

永泰能源（600157）

电价改革助推业绩抬升，储能转型布局未来增长曲线

债务重组顺利完成，公司发展重回正轨

公司进行的债务重组主要是通过债转股、债务延期、降低贷款利率等方式减轻债务负担，化解了债务问题。资产处置是出售非核心资产，以聚焦煤电主业和新能源转型发展。截至 2020 年末，公司应付利息同比减少 71.64%，一年内到期的非流动负债期末数较期初数减少了 50.85%，其他流动负债期末数较期初数减少了 95.45%，资产负债率也从 73.1%下降到了 56.4%，成果显著。

成本稳定或是公司充分享受行业上升周期红利的关键因素

永泰能源的炼焦煤单吨生产成本相较行业龙头公司处于较低的位置，2021 年永泰能源的单吨成本比行业龙头平均低约 142 元/吨，永泰能源单吨毛利从 2018 年到 2021 年增长了约 49%。其他四家炼焦煤龙头企业平均增长了约 28%，盈利弹性相对其他龙头公司更强，我们认为这得益于永泰能源成本较低、稳定性高。

电力板块有望受益于电价市场化改革

根据 2021 年 10 月 21 日国家发展改革委发布的《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，我们也能看到 2022 年电价上浮均落实到了企业，有助于舒缓电力行业当下的经营困难。我们认为未来上网电价存在继续上调的可能性，公司电力板块有望进一步受益于电力市场化改革机制。

储能行业为公司战略转型方向

2022 年初，公司确立储能行业为未来转型发展方向，目前主要通过两个方向转型储能行业，分别是全钒液流电池为主的电化学储能和抽水蓄能。以全钒液流电池为主的电化学储能是公司转型发展的重点，与海德股份共同投资电化学储能项目，推进储能材料资源整合、提纯冶炼、储能新材料、装备制造和项目集成等全产业链产业，为新能源及传统电力系统提供全套储能解决方案。抽水蓄能目前主要是通过与央企、地方国企等企业合作开展以抽水蓄能为主的新能源项目。

盈利预测与估值：基于经营模型分析，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 21.78 亿元、25.98 亿元、31.35 亿元，EPS 分别为 0.10、0.12、0.14 元，同比增长 104.70%、19.26%、20.67%。根据分部估值法，我们认为永泰能源合理目标价为 1.67 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：经济增长不及预期；房建恢复不及预期；煤焦钢产业链恢复不及预期；储能发展不及预期；动力煤供需持续紧张平衡；电价市场化不及预期；长协煤兑现不及预期；测算具有主观性。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	22,144.20	27,080.48	31,892.83	34,922.19	37,087.46
增长率(%)	4.52	22.29	17.77	9.50	6.20
EBITDA(百万元)	10,207.33	5,512.59	6,707.83	6,966.02	7,278.58
归属母公司净利润(百万元)	4,484.67	1,064.10	2,178.18	2,597.64	3,134.52
增长率(%)	3,099.33	(76.27)	104.70	19.26	20.67
EPS(元/股)	0.20	0.05	0.10	0.12	0.14
市盈率(P/E)	7.68	32.36	15.81	13.26	10.99
市净率(P/B)	0.83	0.81	0.77	0.73	0.68
市销率(P/S)	1.56	1.27	1.08	0.99	0.93
EV/EBITDA	6.14	11.83	8.72	7.93	6.72

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	煤炭/煤炭开采
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	1.57 元
目标价格	1.67 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	22,217.76
流通 A 股股本(百万股)	22,217.76
A 股总市值(百万元)	34,881.89
流通 A 股市值(百万元)	34,881.89
每股净资产(元)	1.97
资产负债率(%)	54.83
一年内最高/最低(元)	1.86/1.44

作者

张樨樨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 永泰能源简介	4
1.1. 公司基本情况	4
1.2. 公司发展历程	4
1.2.1. 初次转型，煤炭业务扩张迅速	4
1.2.2. 二次转型，电力成为主营业务，煤、电、石化综合布局	5
1.2.3. 债务重组顺利完成，公司发展回归正轨	5
1.2.4. 布局储能业务，向新能源转型	6
2. 煤炭业务稳健发展	7
2.1. 炼焦煤具有不可替代性，且山西产量占比不断提高	7
2.2. 展望未来，预计地产和基建建设延后带来边际修复明显	8
2.3. 煤炭业务增长平稳，预计海则滩投产后会有高速增长	8
2.4. 成本控制能力和盈利能力在行业中表现优异	10
3. 电力板块有望受益于电价市场化改革	12
3.1. 从政策历史变动分析，电价市场化或是大势所趋	12
3.2. 公司电力业务的超超临界机组处于行业领先地位	13
3.3. 公司电力业务受益于上网电价扩大浮动范围，预计后续仍将受益于电价市场化	14
4. 发力储能，有望形成先发优势	15
4.1. 储能发展空间大，公司着手发力加快布局	15
4.2. 构建全钒液流电池全产业链发展	16
4.3. 开展新能源合作推进项目	16
5. 盈利预测与估值	18
5.1. 煤炭板块核心假设	18
5.2. 电力板块核心假设	18
5.3. 全板块经营模型拆分	19
5.4. 估值与投资建议	19
6. 风险提示	20

图表目录

图 1：永泰能源股权架构（截止 2022 年 Q3）	4
图 2：公司发展历程	4
图 3：2015 年-2021 年，公司主营业务收入构成 单位：亿元	5
图 4：2010 年-2021 年公司负债规模 单位：亿元	5
图 5：2010 年-2021 年公司资产负债率 单位：%	5
图 6：炼焦煤产量逐渐向山西集中 单位：%	7
图 7：山西主焦煤产量占全国比例 单位：%	7
图 8：永泰能源原煤产销量 单位：万吨	8

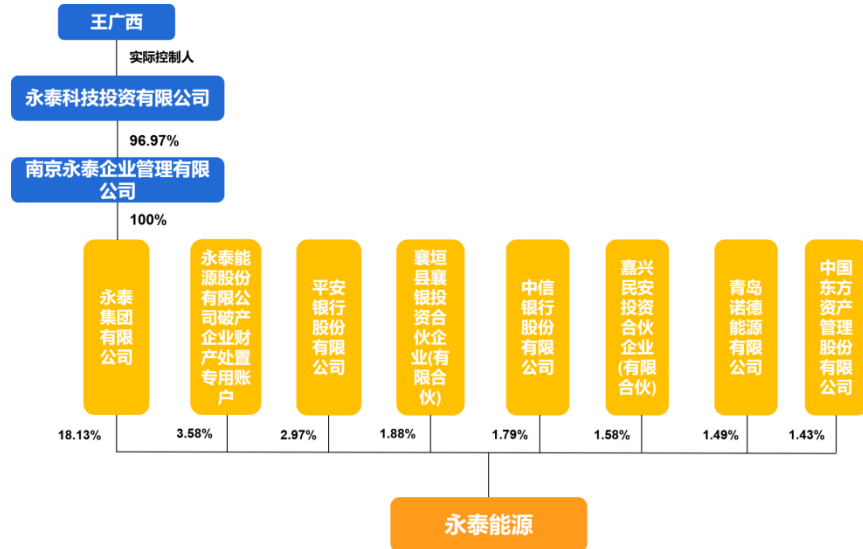
图 9：2021 年部分炼焦煤上市公司产量 单位：万吨.....	9
图 10：2021 年部分炼焦煤上市公司销量 单位：万吨	9
图 11：部分炼焦煤上市公司资源储量 单位：亿吨	9
图 12：部分炼焦煤上市公司可采储量 单位：亿吨	9
图 13：单吨成本显著低于行业平均水平 单位：元/吨	10
图 14：单吨毛利位于行业前列 单位：元/吨.....	10
图 15：永泰能源原煤的销售实现价格与山西主焦煤价格 单位：元/吨.....	11
图 16：公司实现价格和焦煤龙头企业相近 单位：元/吨.....	11
图 17：部分电力上市公司发电量 单位：亿千瓦时.....	13
图 18：2021 年部分电力上市公司装机容量 单位：兆瓦	13
图 19：2021 年部分电力上市公司装机容量结构 单位：兆瓦.....	14
图 20：公司度电综合成本与部分行业龙头接近 单位：元/兆瓦时	14
图 21：公司度电燃料成本与部分行业龙头接近 单位：元/兆瓦时	14
图 22：各公司上网电价均受益于电价浮动空间扩大 单位：元/兆瓦时	15
图 23：全钒液流电池示意图.....	16
图 24：火电机组相应指令的延迟效应可能导致机组寿命下降.....	17
表 1：电价体系历史变迁.....	12
表 2：永泰能源煤炭业务板块经营分拆模型.....	18
表 3：永泰能源电力业务经营预测模型	19
表 4：永泰能源全板块经营预测模型	19
表 5：永泰能源煤炭行业可比公司盈利预测估值表.....	20
表 6：永泰能源全板块经营预测模型	20

1. 永泰能源简介

1.1. 公司基本情况

永泰能源成立于 1992 年 7 月 30 日，于 1998 年 5 月 13 日在上海证券交易所上市，是一家综合能源类企业。公司控股股东为永泰集团有限公司，持股占比 18.13%，实际控制人为王广西。公司主营业务为煤炭业务和电力业务，形成了以煤电互补为基础的综合能源供应格局。煤炭产品为优质焦煤和配焦煤，主要用于钢铁冶金行业，电力产品为电能和热能。

图 1：永泰能源股权架构（截止 2022 年 Q3）



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 公司发展历程

1.2.1. 初次转型，煤炭业务扩张迅速

公司前身为原泰安润滑油调配厂： 1992 年公司正式成立并更名为“泰安润滑油股份有限公司”，1993 年再次更名为“泰安鲁润股份有限公司”，1998 年 5 月 13 日于上海证券交易所上市。

公司转型后发展历程：2009 年公司确立重点向以煤炭业务为主的能源类公司转型的发展战略，2011-2013 年持续收购煤矿资产扩大业务规模；2014-2015 年公司分别收购华瀛石化和华兴电力，进入石化及发电领域。2018 年，公司因外部融资环境发生变化加之前期发展速度过快，积累债务规模过大，导致了债券违约。2019-2020 年，公司通过债务重组以及资产处置有效化解债务问题，帮助公司发展重回正轨。2022 年公司确立储能行业为未来转型发展方向，推进在全钒液流电池为主的电化学储能和抽水蓄能布局。

图 2：公司发展历程



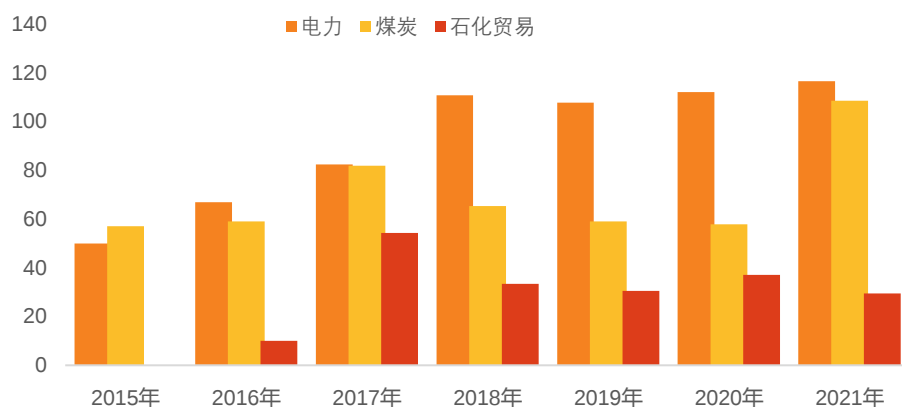
资料来源：鲁润股份公告、公司年报、天风证券研究所

1.2.2. 二次转型，电力成为主营业务，煤、电、石化综合布局

二次转型，电力业务成为公司主业之一：2015 年公司收购华兴电力（2016 年更名为“华晨电力股份公司”）53.125%股权，2016 年完成剩余股份收购，公司正式步入电力行业，由单一煤炭产业向综合能源企业转型。所属电厂分布在江苏省与河南省境内，均为当地主力电厂，电力业务成为公司营收的重要来源，2015 年-2021 年，电力业务营收年均增长率 15%，业务占比逐渐超过煤炭。

收购华瀛石化，开展石化贸易以及码头仓储业务：2014 年公司收购华瀛石化 100%股权，并对其进行增资，2016 年公司正式开拓石化贸易业务。石化项目主要位于国家规划的七大石化基地之一的广东惠州大亚湾石化工业区，是华南地区最大的公用油品码头。据公司 2020 年年报披露，公司大亚湾华瀛石化项目拥有 1 座 30 万吨级和 3 座 2 万吨级油品码头，油品总仓储能力 115 万立方米，总吞吐能力 2150 万吨/年，油品动态仓储能力 1000 万吨/年，燃料油调和加工能力 1000 万吨/年。

图 3：2015 年-2021 年，公司主营业务收入构成 单位：亿元

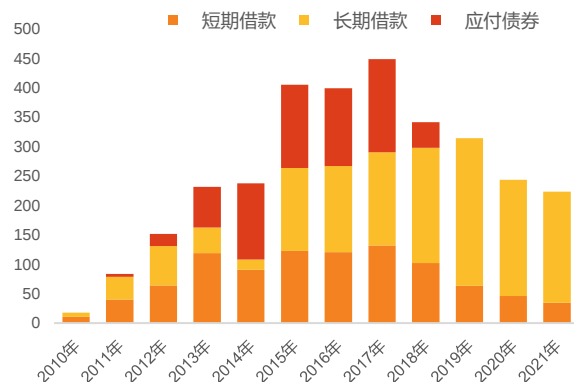


资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.2.3. 债务重组顺利完成，公司发展回归正轨

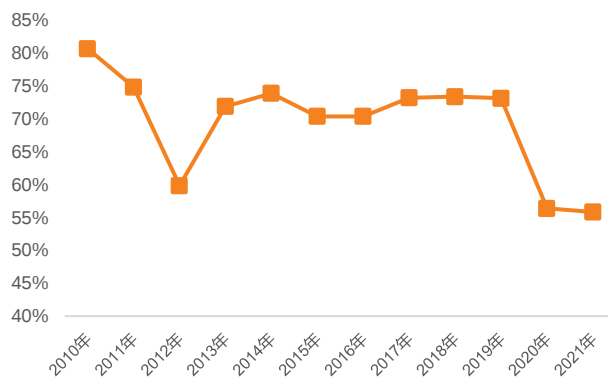
我们认为受外部融资环境发生变化，加之公司此前扩张速度过快，负债规模较大，导致产生了债务问题：公司在 2012-2016 年相继收购了煤矿资产、石化码头和仓储项目以及电力资产。随着公司资产与业务规模的扩张，负债规模也不断增长，从 2010 年到 2017 年，公司的短期借款，长期借款，以及应付债券的总额增加了超过 400 亿。在 2018 年外部融资环境发生变化影响下，公司于 2018 年 7 月产生了短期融资产品违约，出现了债务问题。

图 4：2010 年-2021 年公司负债规模 单位：亿元



资料来源：公司年报，Wind，天风证券研究所

图 5：2010 年-2021 年公司资产负债率 单位：%



资料来源：公司年报，Wind，天风证券研究所

后续通过债务重组和资产处置有效化解债务问题：在债务问题出现后，公司积极进行化解，

采用债务重组主要是通过债转股、债务延期、降低贷款利率等方式，加上出售非核心资产，有效化解了债务问题、优化了债务结构。

债务重组效果显著：截至 2020 年末，公司应付利息同比减少 71.64%，一年内到期的非流动负债期末数较期初数减少了 50.85%，其他流动负债期末数较期初数减少了 95.45%，资产负债率也从 73.1%下降到了 56.4%，成果显著，且公司恢复正常发展。

1.2.4. 布局储能业务，向新能源转型

2022 年初，公司确立储能行业为未来转型发展方向，目前主要通过两个方向转型储能行业，分别是**全钒液流电池为主的电化学储能和抽水蓄能**。以全钒液流电池为主的电化学储能是公司转型发展的重点，与海德股份共同投资电化学储能项目，推进储能材料资源整合、提纯冶炼、储能新材料、装备制造和项目集成等全产业链产业，为新能源及传统电力系统提供全套储能解决方案。抽水蓄能目前主要是通过与央企、地方国企等企业合作开展以抽水蓄能为主的新能源项目。

2. 煤炭业务稳健发展

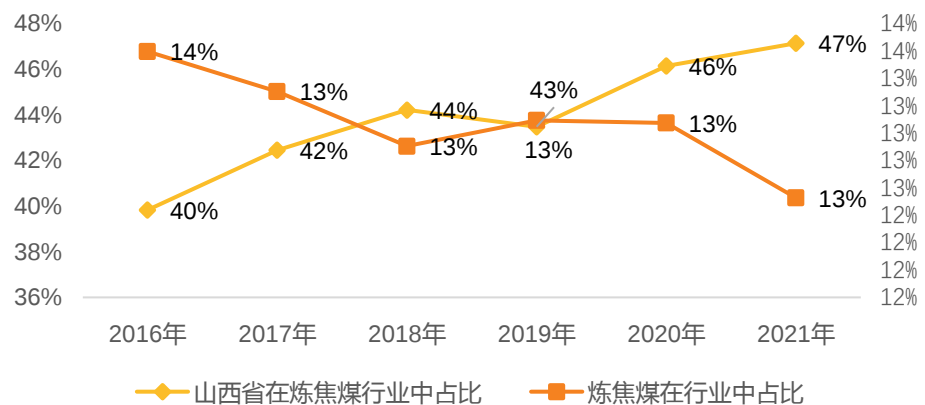
2.1. 炼焦煤具有不可替代性，且山西产量占比不断提高

炼焦煤稀缺性高，且具有不可替代性：不同于动力煤用于发电、化工等领域，炼焦煤主要用于炼制焦炭，焦炭则是生产钢铁的原料之一。同时焦煤属于紧缺资源，仅占我国煤炭资源总储量的 20~25%。2021 年焦煤供需缺口较大，预计后续焦煤需求仍将难以替代。

炼焦煤资源逐渐向山西集中：以产量为口径计算，2021 年炼焦煤在整个煤炭行业占比大约为 13%，其余为动力煤和无烟煤，主要应用领域为发电、建材生产、煤化工。自 2016 年，炼焦煤的产量在煤炭行业中的占比缓慢下降，至今下滑了大约 1 个百分点。其中 2021 年炼焦煤占比下跌的速度较快，其中原因可能是国家发改委的保供增产政策主要为了保障电力供给，所以产量增量结构中以动力煤为主，基于此我们预计 2022 年炼焦煤产量占比或将继续下降。

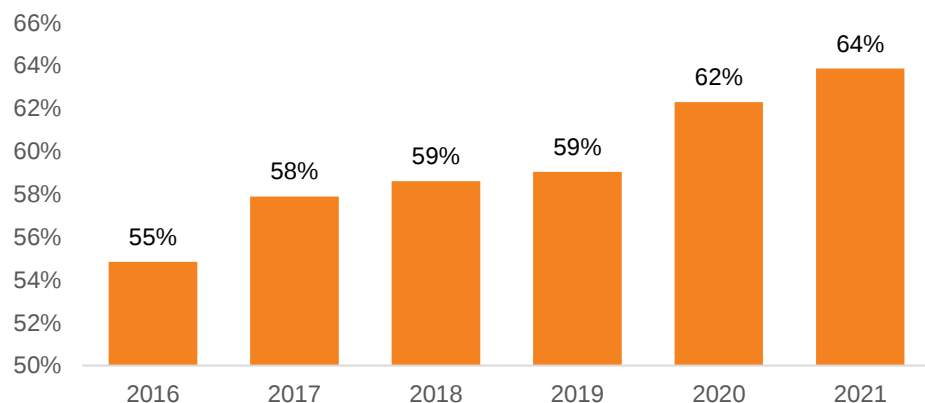
主焦煤占比高：山西的焦煤产量占比不断提高，这大幅提高了山西省在炼焦煤行业的重要性。山西省的主焦煤产量占全国比例自 2016 年以来就维持在 50%以上，且到 2021 年已经较 2016 年提升 9pct 到了 64%。

图 6：炼焦煤产量逐渐向山西集中 单位：%



资料来源：中国煤炭资源网，天风证券研究所

图 7：山西主焦煤产量占全国比例 单位：%



资料来源：中国煤炭资源网，天风证券研究所

2.2. 展望未来，预计地产和基建建设延后带来边际修复明显

从 2021 年至今，全球煤炭市场面临较多扰动，2021 年底焦煤价格超过了 4200 元/吨。在 2022 年春节后焦煤价格仍然一路走强，价格超过了 3300 元/吨。我们认为，当时主要是因为北方高炉复产在即，下游焦钢企业积极准备库存提产。后续因为地产行情走弱，钢铁企业亏损，焦钢博弈严重，传导至上游炼焦煤导致价格走弱。

展望后期，根据我们在 2022 年 6 月 28 日发布的报告《煤炭行业 2022 年中期策略：疫后复苏，黑金创富》，我们认为因疫情导致滞后的基建工程大概率会通过赶工期来进行，前期的投资也会逐渐体现为后期的施工进度，在政策支持力度不断增强的情况下，钢材需求有望得以稳定。

另一方面，证监会在 2022 年 11 月公告，恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，恢复上市房企和涉房上市公司再融资。主要是五个方面：1) 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。2) 恢复上市房企和涉房上市公司再融资。3) 调整完善房地产企业境外市场上市政策。4) 进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用。5) 积极发挥私募股权投资基金作用。我们预计在该政策下，房地产行业有望实现边际恢复。在这样的情况下，钢材和焦炭的利润有望恢复，并带动焦煤需求。

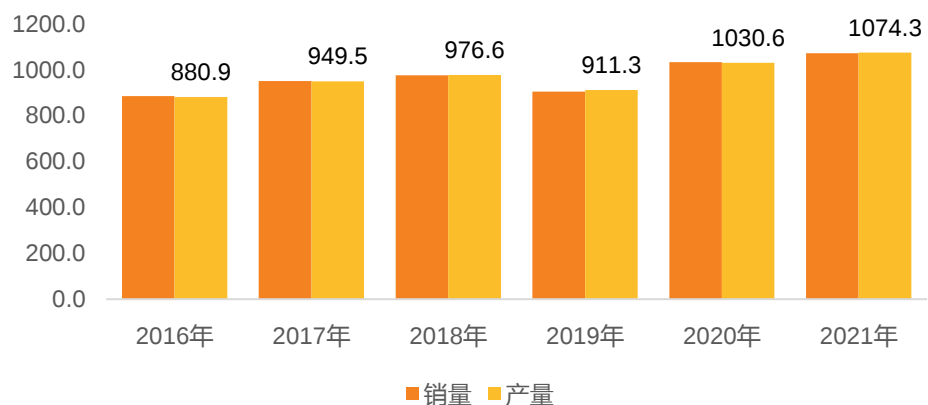
在稳增长、边际修复的背景下，各项政策持续出台，我们认为钢材终端需求整体不悲观。炼焦煤供给整体增量不大，煤矿增产保供以动力煤为主，另外目前炼焦煤库存较低，最终仍存在价格创新高的可能性。我们预计 2023 年主焦煤价格中枢在 3000-3200 元/吨。

2.3. 煤炭业务增长平稳，预计海则滩投产后会有高速增长

过去随着公司的一系列并购运作，以及产能核增，公司焦煤产销量稳定增长。2022 年公司正在积极推进森达源煤矿（二次核增）、南山煤矿、孙义煤矿、孟子峪煤矿合计 150 万吨/年产能核增工作，我们认为公司焦煤产销量在后续几年仍会保持稳定增长。

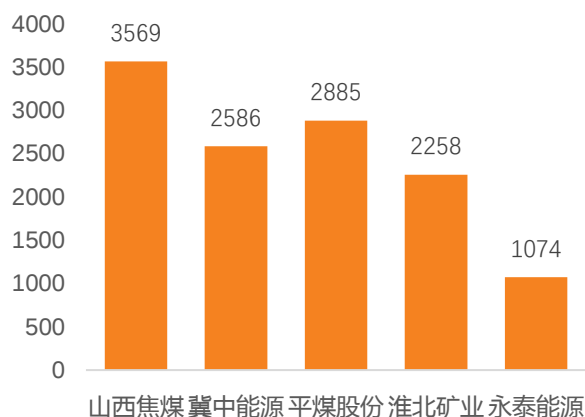
目前公司已经获得海则滩项目的采矿证，该项目核准产能规模为 600 万吨/年，项目资源量为 11.45 亿吨，煤种主要为化工用煤（长焰煤、不粘煤和弱粘煤）及优质动力煤，平均发热量 6500 大卡以上，具有资源储量大、煤种煤质优、建矿条件好、预期效益优、开采寿命长等诸多优势，项目预计 2023 年一季度开工建设，2027 年投产后将大幅提升公司煤炭产能规模。

图 8：永泰能源原煤产销量 单位：万吨



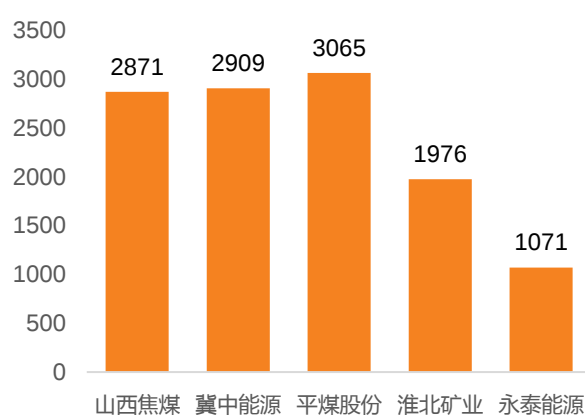
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 9：2021 年部分炼焦煤上市公司产量 单位：万吨



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

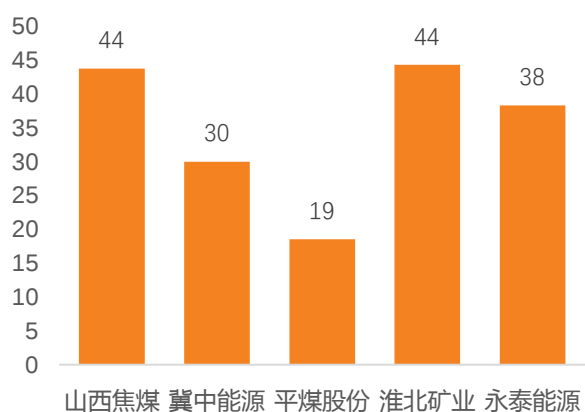
图 10：2021 年部分炼焦煤上市公司销量 单位：万吨



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

永泰能源储量在焦煤龙头公司中处于中上水平：截至 2021 年底，主要子公司煤炭保有储量为 38.30 亿吨，在几家焦煤龙头公司中位列第三，略低于山西焦煤和淮北矿业的储量；煤炭可采储量 25.50 亿吨，位列第一。

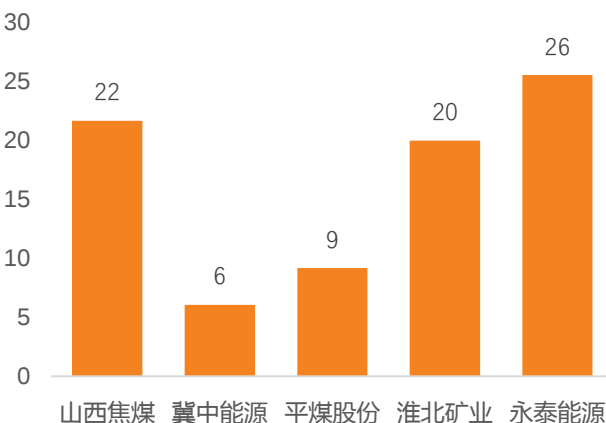
图 11：部分炼焦煤上市公司资源储量 单位：亿吨



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

注：数据截止时间为 2021 年 12 月 31 日

图 12：部分炼焦煤上市公司可采储量 单位：亿吨



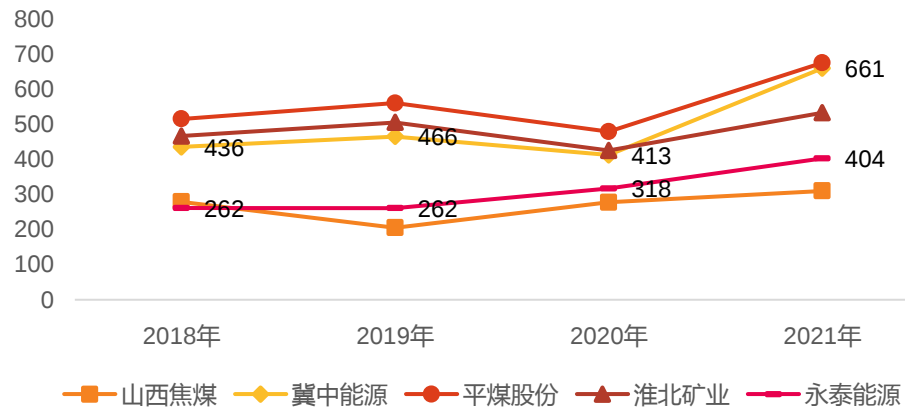
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

注：数据截止时间为 2021 年 12 月 31 日

2.4. 成本控制能力和盈利能力在行业中表现优异

成本显著低于行业平均水平：永泰能源的炼焦煤单吨生产成本相较行业龙头公司处于较低的位置，2021 年永泰能源的单吨成本比行业龙头平均低约 142 元/吨。同年，山西焦煤、冀中能源、平煤股份和淮北矿业四家公司单吨成本增速的平均值约 34%，永泰能源的单吨成本增长了大约 27%，成本控制能力在行业中表现优异。

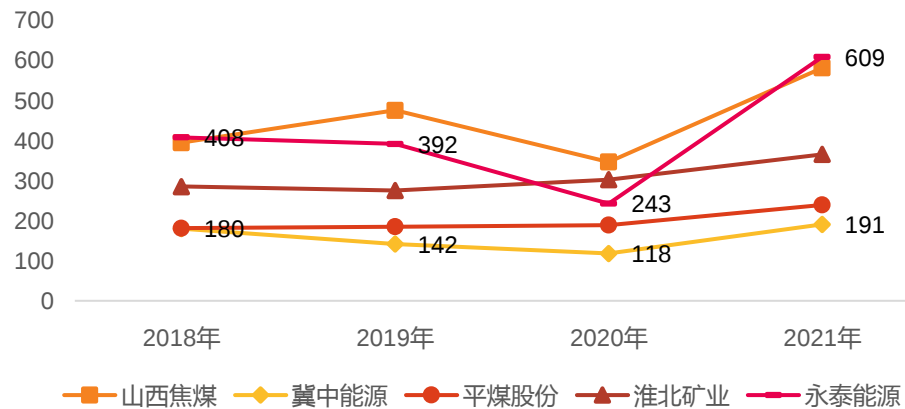
图 13：单吨成本显著低于行业平均水平 单位：元/吨



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

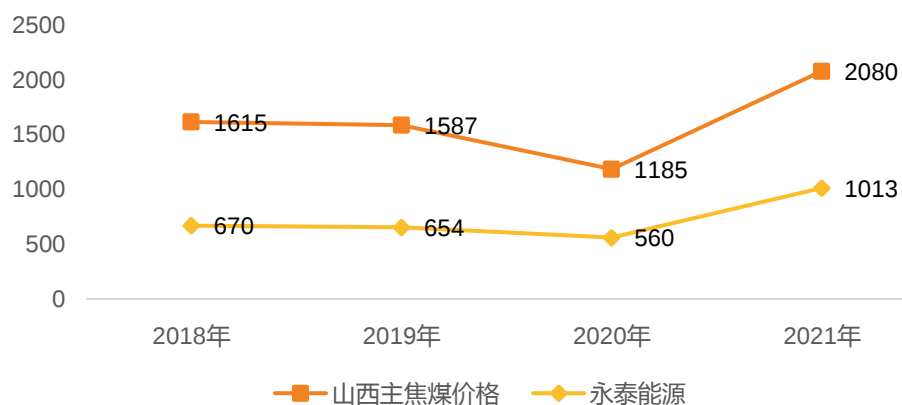
成本稳定或是公司充分享受行业上升周期红利的关键因素：永泰能源单吨毛利从 2018 年到 2021 年增长了约 49%，其他四家炼焦煤龙头企业增速的平均值约 28%，盈利弹性相对其他龙头公司更强。根据上图对成本的比较分析，我们认为公司盈利弹性更强或是得益于永泰能源单吨开采成本较低、稳定性更高。最为突出的是煤炭价格大涨的 2021 年，永泰能源单吨毛利增幅约为 151%，幅度远高于其他四家炼焦煤企业。

图 14：单吨毛利位于行业前列 单位：元/吨



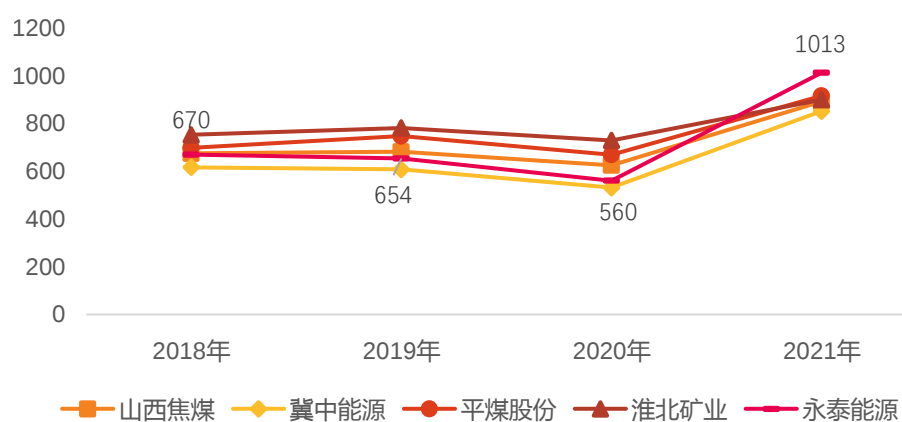
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 15：永泰能源原煤的销售实现价格与山西主焦煤价格 单位：元/吨



资料来源：中国煤炭资源网，公司公告，天风证券研究所

图 16：公司实现价格和焦煤龙头企业相近 单位：元/吨



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

3. 电力板块有望受益于电价市场化改革

3.1. 从政策历史变动分析，电价市场化或是大势所趋

回顾自 2004 年以来电价定价系统经历 5 次政策变动。分别是：

- 1) 2004 年 4 月 16 日规范上网电价的管理，原则上是**国家按照同一水平核定上网电价**。
- 2) 2004 年 12 月 15 日**推行联动机制，将上网电价与煤炭价格联动，销售电价与上网电价联动**。
- 3) 2015 年 12 月 31 日，将联动机制改为以**一个年度为周期**。
- 4) 2019 年 10 月 21 日，取消**煤电联动机制**，实行“**基准价+上下浮动**”的定价机制，**上浮不超过 10%，下浮不超过 15%**。
- 5) 2021 年 10 月 11 日，将标杆上网电价机制调整为**上下浮动不超过 20%**。

2021 年 10 月份扩大电价上浮空间，增厚发电企业利润，提高发电意愿。高耗能企业不受上浮 20%的限制，保持居民、农业用电价格稳定。产业用电预计未来的价格涨幅会更高，但对于日常居民用电的影响可以忽略不计。2021 年煤炭价格涨幅较大，给发电企业带来比较大的成本端压力，该政策动机之一或许考虑到了发电企业的成本问题，在原先的基础上提高了上浮幅度以提高发电意愿，保证能源供给。

从 2004 年的核定上网电价，到上网电价和煤炭价格联动，再到实行浮动定价机制，直至今天的扩大上下浮动范围，再结合国家发改委发布的《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》中所提及的建立起“能跌能涨”的市场化电价机制，我们认为电价市场化或是大势所趋，而电力上市公司或均受益于该趋势。

表 1：电价体系历史变迁

日期	电价体系变动
2004 年 4 月 16 日	《关于进一步疏导电价矛盾规范电价管理通知》 规范上网电价的管理，原则 国家上按照同一水平核定上网电价
2004 年 12 月 15 日	《关于建立煤电价格联动机制的意见》 上网电价与煤炭价格联动 ：煤炭价格指标使用的是电煤综合出矿价格（车板价） 销售电价与上网电价联动 ：上网电价调整后，按照电网经营企业输配电价保持相对稳定的原则，相应调整电网企业对用户的销售电价。
2015 年 12 月 31 日	《关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》 该文件明确煤电价格联动机制电价调整的依据是中国电煤价格指数，联动机制以一个年度为周期，由国家发展改革委统一部署启动，以省（区、市）为单位组织实施
2019 年 10 月 21 日	《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》 取消了煤电价格联动机制，实行标杆上网电价机制，定价机制为：“ 基准价+上下浮动 ”
2021 年 10 月 11 日	《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》 定价方式为：基准价+上下浮动 改革前： 基准价上浮不超过 10%，下浮不超过 15% 改革后： 上浮不超过 20%，下浮不超过 20%

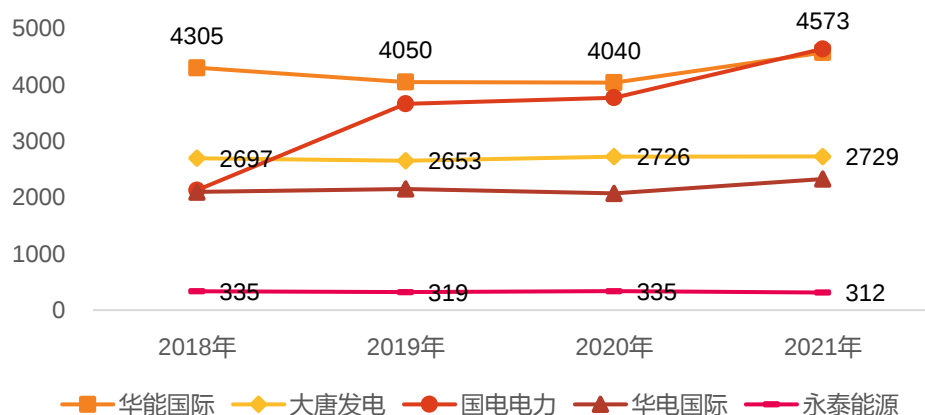
资料来源：国家发改委，国家能源局，中国政府网，天风证券研究所

3.2. 公司电力业务的超超临界机组处于行业领先地位

公司拥有效率和减排水平较高的超超临界机组：中国的超超临界燃煤发电机组在电力企业形成了自己的自主研发、设计、制造技术体系之后处于世界领先的位置，优势在于运行效率更高，节能减排水平大幅提升，2015 年即达到发电煤耗比世界最高水平低 6 克/千瓦时，比常规百万机组低 14 克/千瓦时，二氧化碳、二氧化硫、氮氧化物和粉尘排放量减少 5% 以上。公司所属 14 台发电机组中：有 6 台机组为超超临界燃煤发电机组，2 台机组为超临界燃煤发电机组，优势明显。

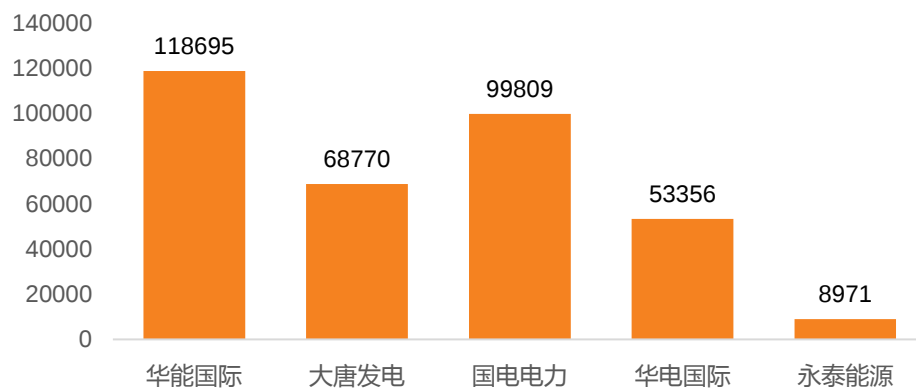
公司发电成本竞争力和龙头较为接近：公司度电综合成本和度电燃料成本与头部电力公司没有明显差异，具备几乎同样的竞争力。我们认为基于近乎相同的成本竞争力，若后续电价市场化放开，公司或将享受到和头部电力公司相似的盈利弹性。

图 17：部分电力上市公司发电量 单位：亿千瓦时



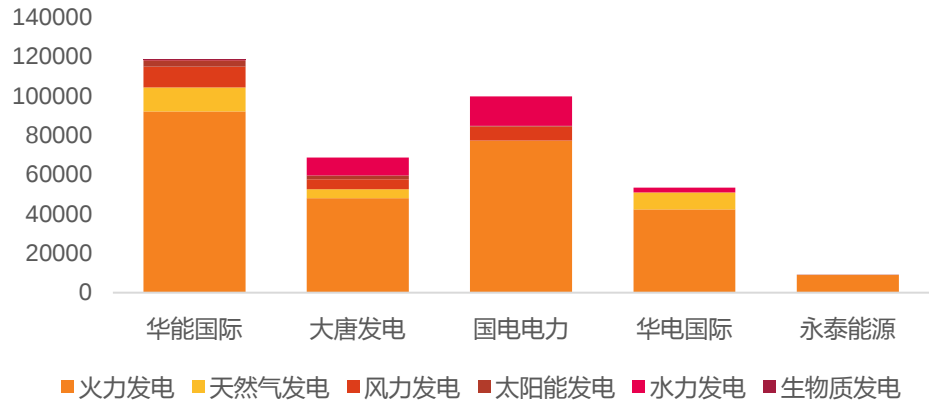
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 18：2021 年部分电力上市公司装机容量 单位：兆瓦



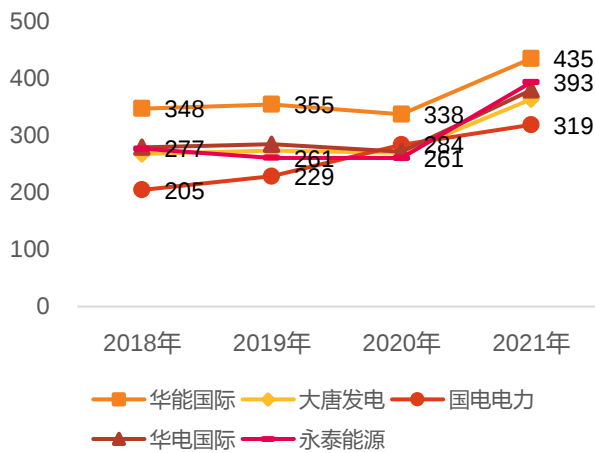
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 19：2021 年部分电力上市公司装机容量结构 单位：兆瓦



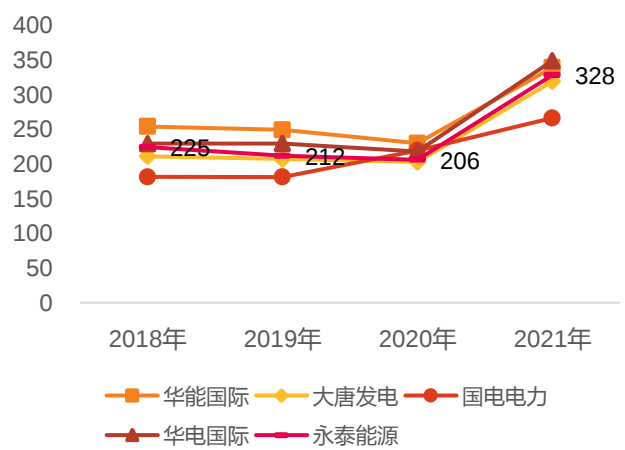
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 20：公司度电综合成本与部分行业龙头接近 单位：元/兆瓦时



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 21：公司度电燃料成本与部分行业龙头接近 单位：元/兆瓦时



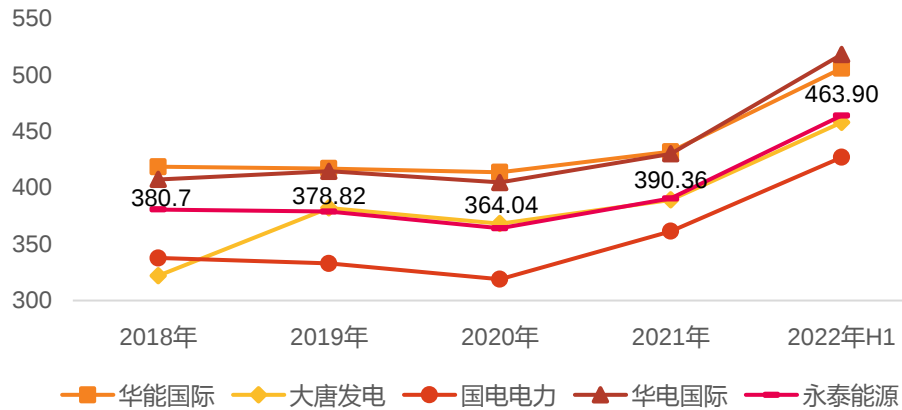
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

3.3. 公司电力业务受益于上网电价扩大浮动范围，预计后续仍将受益于电价市场化

根据 2021 年 10 月 21 日国家发展改革委发布的《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20% 限制。电力现货价格不受上述幅度限制。通过 2022 年上半年各家电力企业的上网电价，我们也能看到 2022 年电价上浮均落实到了企业，有助于舒缓电力行业当下的经营困难。

在《国家发展改革委进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革》中提到“此次进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革，真正建立起“能跌能涨”的市场化电价机制”，我们认为未来上网电价存在继续上调的可能性，公司电力板块有望进一步受益于电力市场化改革机制。

图 22：各公司上网电价均受益于电价浮动空间扩大 单位：元/兆瓦时



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

4. 发力储能，有望形成先发优势

4.1. 储能发展空间大，公司着手发力加快布局

储能行业空间大：根据国家发布的《2030 年前碳达峰行动方案》，到 2025 年，非化石能源消费比重达到 20%左右，单位国内生产总值能源消耗比 2020 年下降 13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2020 年下降 18%，这为储能行业带来较大发展空间。

储能未来的重要性逐渐凸显：“十四五”时期是我国实现碳达峰目标的关键期和窗口期，也是新型储能发展的重要战略机遇期。随着电力系统对调节能力需求提升、新能源开发消纳规模不断加大，尤其是沙漠戈壁荒漠大型风电光伏基地项目集中建设的背景下，新型储能建设周期短、选址简单灵活、调节能力强，与新能源开发消纳的匹配性更好，优势逐渐凸显，加快推进先进储能技术规模化应用势在必行。

新型储能面临重大机遇：新型储能是催生能源工业新业态、打造经济新引擎的突破口之一，在构建国内国际双循环相互促进新发展格局背景下，加速新型储能产业布局面临重大机遇。根据国家发布的两项文件，截至 2021 年，新型储能累计装机超过 400 万千瓦，到 2025 年，新型储能装机容量或将达到 3000 万千瓦以上，增长空间在 6 倍以上。

公司着手发力加快布局：目前，公司主要通过全钒液流电池为主的电化学储能和抽水蓄能两个方向转型储能行业。以全钒液流电池为主的电化学储能是公司转型发展的重点，通过与海德股份共同设立德泰储能作为储能产业发展平台，共同投资电化学储能项目，加快推进公司在全钒液流电池储能领域全产业链发展。

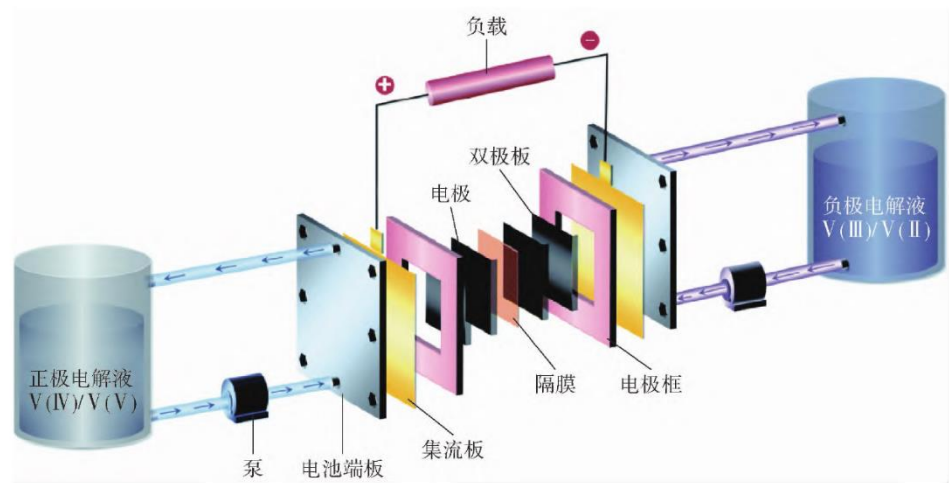
抽水蓄能目前主要是通过通过与央企、地方国企等企业合作开展以抽水蓄能为主的新能源项目。

4.2. 构建全钒液流电池全产业链发展

公司通过和海德股份成立合资公司德泰储能，共同投资电化学储能项目：合资公司德泰储能的建立主要目的是推进储能材料资源整合、提纯冶炼、储能新材料、装备制造和项目集成等全产业链产业，为新能源及传统电力系统提供全套储能解决方案。通过德泰储能从上游获取汇宏矿业优质钒矿资源、到中游与长沙理工大学及其储能团队核心人员合作取得钒电池核心技术、未来形成具有自身优势的核心技术竞争力产品，再到下游开展张家港沙洲电力二期全钒液流电池储能辅助调频应用示范项目建设，公司正在加快推进在全钒液流电池储能领域的全产业链发展，并已取得实质性突破。目前，公司的全钒液流电池储能全产业链架构已经形成。

全钒液流电池主要优势在于：安全性高、长时储能、无毒副产物产生、环境友好、能量效率高、全生命周期成本低。全钒液流电池是液流电池中应用最为广泛的电化学储能系统，并且其储能系统在长期运行时优势明显，随着产业规模化和技术升级，电解液、电极、隔膜以及装机成本将进一步下降，全钒液流电池在储能市场的份额或将会进一步增大。

图 23：全钒液流电池示意图



资料来源：中国有色冶金《全钒液流电池技术研究进展》魏甲明等，天风证券研究所

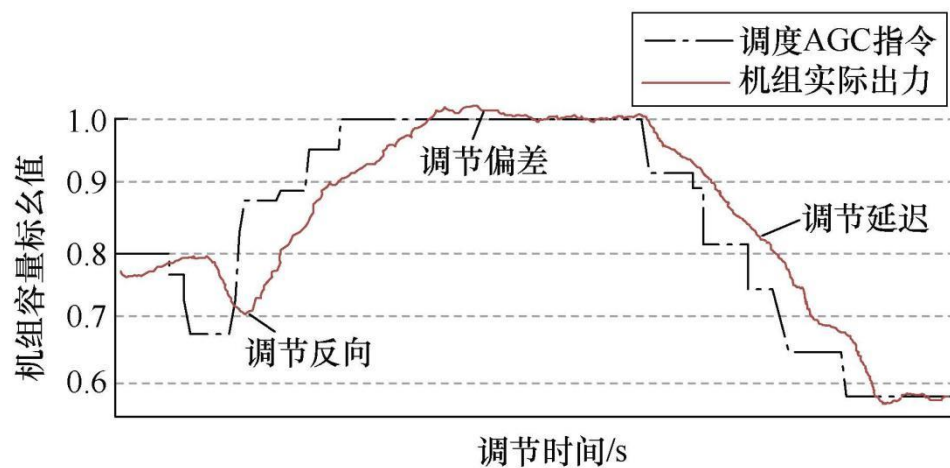
4.3. 开展新能源合作推进项目

目前进展是跟央企及国企合作开展新能源、储能及辅助调频项目合作：正在开展的项目包括公司与中国长江三峡集团有限公司河南分公司、中国长江电力股份有限公司合作开展抽水蓄能等新能源项目合作，目前正在开展前期工作。公司所属华元新能源与三峡电能有限公司签署合作协议，共同合作开发智慧综合能源、储能等新能源项目，双方正根据国家相关政策和市场实际情况，共同调研、跟踪、推进相关新能源等项目；公司所属华瀛山东已与国家能源（山东）新能源有限公司签署合作协议，并合资设立了新能源公司，将根据市场发展需要逐步开发建设新能源项目；公司所属张家港沙洲电力已与上海电气集团股份有限公司合作开展“火电+储能”辅助调频项目。

储能辅助火电机组的优势在于提高调频精度，延长机组寿命：当前我国电力系统中的调频任务主要由火电、水电等机组承担。以火电机组为例，由于其转动惯性大、且需要经过能源的二次转换，导致机组调频响应速度慢、控制精度低，从下图我们能看出实际指令发出跟机组实际出力是有一定偏差的，而这会让火电机组调频负担增重，并且影响机组的运行寿命，因此需要对现有调频方式进行改进。

火储联合系统可以将部分调频指令的功率差额交给储能部分响应，这样可以大大提高火电厂的调节性能，延长火电机组寿命，并能够产生较好的经济效益。

图 24：火电机组相应指令的延迟效应可能导致机组寿命下降



资料来源：电气技术《超容储能辅助火电机组调频的电气问题研究》黄策等，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 煤炭板块核心假设

煤炭销量维持稳定：发改委要求的保供增产以动力煤为主，我们认为炼焦煤产销量可能会趋于稳定。我们预计公司 2022-2024 年煤炭销量分别为 1101.3 万吨、1191.3 万吨、1266.3 万吨。

炼焦煤售价不断上涨：根据我们此前发布的中期策略报告，保交付的政策支持与待竣工项目支撑施工量的增加，或有望拉动钢材需求实现增长。一方面，经济复苏叠加赶工期效应，钢材需求恢复后利润回升，并可能促进钢厂进一步提高生产计划；另一方面，钢铁行业达峰时间点的推迟使得行政干预的政策背景相对放松，且 2022 年 1-11 月份粗钢产量已同比下滑 1.4%，产量平控压力相对较小，我们认为炼焦煤价格仍有一定的上行空间。我们预计公司 2022-2024 年炼焦煤原煤售价为 1216 元/吨、1276 元/吨、1340 元/吨。

产量预计维持稳定：发改委要求的保供增产以动力煤为主，我们认为炼焦煤产销量可能会趋于稳定。我们预计公司 2022-2024 年煤炭产量分别为 1104.3 万吨、1194.3 万吨、1269.3 万吨。

成本预计较为稳定：根据上文分析，永泰能源成本控制能力较为突出，我们预计开采成本维持稳定。

在以上核心假设之下，我们预计公司焦煤业务收入 2022-2024 年同比增长 23.36%、13.58%、11.61%。

表 2：永泰能源煤炭业务板块经营分析模型

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E
营业收入 (亿元)	65.4	59.1	57.9	108.5	134	152	170
营业成本 (亿元)	27.6	25.4	33.7	45.1	61	82	95
单位生产成本 (元/吨)	262	262	318	404	425	401	467
销售价格 (元/吨)	670	654	560	1013	1216	1276	1340
原煤产量 (万吨)	976.6	911.3	1030.6	1074.3	1104.3	1194.3	1269.3
原煤销量 (万吨)	975.7	904.4	1032.8	1071.3	1101.3	1191.3	1266.3
毛利(亿元)	37.7	33.7	24.2	63.4	72.4	69.9	74.3
毛利率(%)	58%	57%	42%	58%	54%	46%	44%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

5.2. 电力板块核心假设

电力板块也是公司的主要业务之一，2021 年因为煤价涨幅较大导致该业务板块出现一定亏损，但我们认为随着电价市场化的逐步开放，电力业务在将来或大幅度降低亏损，并有望扭亏，我们给予电力业务以下核心假设：

发电量及售电量维持稳定：公司目前没有新增机组，因此我们预测 2022-2024 年发电小时数为 3600 小时、3800 小时、3900 小时，售电量为 3229200 万千瓦时、3408600 万千瓦时、3498300 万千瓦时。

上网电价上浮 20%：通过各电力上市公司 2022 半年报，我们能看出上网电价已于 2022 年落实上浮 20%，我们预计 2022-2024 年上网电价分别为 0.43 元/千瓦时、0.45 元/千瓦时、0.45 元/千瓦时，若后续电价市场化有进一步改革，我们将及时调整。

表 3：永泰能源电力业务经营预测模型

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E
营业收入 (亿元)	110.8	107.8	112.2	116.6	138.9	153.4	157.4
营业成本 (亿元)	92.8	83.2	87.3	122.9	139.2	150.3	156.4
度电成本 (元/兆瓦时)	277.1	261.0	260.8	393.4	434.9	469.8	488.8
上网电价 (元/千瓦时)	0.38	0.38	0.36	0.39	0.43	0.45	0.45
售电量 (万千瓦时)	3183082	3027828	3174353	2962614	3229200	3408600	3498300
发电小时数	3920	3743	3924	3303	3600	3800	3900
毛利 (亿元)	18.1	24.6	24.9	-6.4	-0.3	3.0	1.0
毛利率 (%)	16%	23%	22%	-5%	-0.2%	2.0%	0.6%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

5.3. 全板块经营模型拆分

表 4：永泰能源全板块经营预测模型

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E
综合营业收入 (亿元)	223.3	211.9	221.4	270.8	319	349	371
电力	110.8	107.8	112.2	116.6	138.9	153.4	157.4
煤炭	65.4	59.1	57.9	108.5	133.9	152.1	169.7
石化贸易	33.4	30.6	37.1	29.5	37.0	33.5	33.5
其他	10.5	10.4	10.0	11.2	9.2	10.3	10.2
综合营业成本	164.0	149.2	167.9	210.0	245.7	275.5	294.7
电力	92.8	83.2	87.3	122.9	139.2	150.3	156.4
煤炭	27.6	25.4	33.7	45.1	61.5	82.2	95.4
石化贸易	33.2	30.2	36.8	29.3	36.7	33.2	33.3
其他	10.3	10.2	9.7	10.5	8.3	9.8	9.7
毛利 (亿元)	59.2	62.6	53.5	60.8	73.2	73.7	76.1
毛利率 (%)	26.5	29.6	24.2	22.5	23.0	21.1	20.5
归母净利润 (亿元)	0.7	1.4	44.8	10.6	21.8	26.0	31.4
EPS (元/股)	0.0	0.0	0.2	0.05	0.10	0.12	0.14
同比增长 (%)	-89.1	112.7	3,099.33	-76.27	104.70	19.26	20.67

资料来源：公司年报，天风证券研究所

基于经营模型分析，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 21.78 亿元、25.98 亿元、31.35 亿元，EPS 分别为 0.10、0.12、0.14 元，同比增长 104.70%、19.26%、20.67%。

5.4. 估值与投资建议

我们将永泰能源的煤炭业务和电力业务分开估值，煤炭业务我们采取 PE 估值法，电力业务我们采取 PB 估值法。公司煤炭行业以炼焦煤为主，可比公司为山西焦煤、平煤股份、淮北矿业、冀中能源。电力业务可比公司为大唐发电、华能国际、国投电力、国电电力。

鉴于永泰能源在 2022 年收购了两个 60 万吨/年产能的煤矿，后续有煤矿产能核增，以及近期地产政策和经济预期发生变化，我们决定给予公司 8 倍 PE，对应 2022 年剔除电力业务后的净利润 21.7818 亿元，煤炭业务目标市值约为 174.2544 亿元。

2022 年随着长协兑现率的提高，火电行业的总额回归到往年正常水平。但是截至 2022 年半年报，公司电力业务仍然产生了亏损。我们认为或是永泰能源电力业务长协煤比例较低，同时这也说明永泰能源电力业务长协煤比例相较行业有更大的提升空间，成本端还能持续得到有效控制，利润修复空间会更大，因此我们给予永泰能源电力业务 2 倍 PB，对应 2022 年半年报所披露，电力业务板块净资产约为 98.5574 亿元，合理估值约为 197.1148 亿元。

综合 PE 和 PB 两种估值方式考虑，给予公司目标市值 371.3692 亿元，当前公司总股本为 222.18 亿股，对应合理目标价 1.67 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：永泰能源煤炭行业可比公司盈利预测估值表

	收盘价 (元)	PE (TTM)	EPS (元/股)			PE		
			2020	2021	2022E	2020	2021	2022E
山西焦煤	11.98	6.71	0.48	1.02	1.99	11.81	8.13	6.02
平煤股份	11.48	4.52	0.60	1.24	2.67	9.95	6.73	4.29
淮北矿业	13.81	5.39	1.60	1.93	2.79	7.01	5.80	4.96
冀中能源	6.83	4.50	0.22	0.78		18.71	7.11	
平均值	*	5.28	0.73	1.24	2.48	11.87	6.94	5.09
永泰能源	1.57	18.46	0.20	0.05	0.09	6.64	38.00	18.38

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价、PE 截止日期为 2023 年 1 月 20 日，五家公司 2020-2022 年 EPS 以及 PE 均来自 Wind 一致预测

表 6：永泰能源全板块经营预测模型

	收盘价 (元)	PB
大唐发电	2.74	1.72
华能国际	7.31	2.23
国投电力	10.79	1.65
国电电力	4.18	1.60
平均值	*	1.80

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收盘价、PB 截止日期为 2023 年 1 月 20 日

6. 风险提示

经济增长不及预期：炼焦煤下游为焦炭、钢铁、地产、基建等，都是与经济增速呈现直接相关性的行业，在海外冲突不断、国内疫情困扰下，存在经济发展不及预期的风险。

房建恢复不及预期：房建市场是煤炭终端主要下游行业，受地产周期下滑及疫情影响，房建市场恢复存在不及预期的风险。

煤焦钢产业链恢复不及预期：焦炭和钢铁产业链若利润水平持续低迷，生产积极性下降，对炼焦煤的采购需求积极性可能不高。

储能发展不及预期：当前公司处于开展储能业务阶段的初期，该业务发展至成熟阶段尚需一定时间。

动力煤供需持续紧平衡：若动力煤供需持续紧平衡，动力煤价格高居不下，对于公司的电力业务会产生一定压力，燃料成本需要重新测算。

电价市场化不及预期：若后续电价市场化不及预期，发电业务盈利难有增速。

长协煤兑现不及预期：若长协煤兑现比例较低，燃煤发电成本增速可能会超预期。

测算具有主观性

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,709.85	1,729.67	2,551.43	2,793.78	2,967.00
应收票据及应收账款	3,221.90	3,682.04	3,686.81	5,304.93	4,144.95
预付账款	592.26	1,013.13	1,321.45	1,318.11	1,172.46
存货	510.59	810.45	1,144.96	857.46	1,216.64
其他	2,887.32	3,185.30	3,394.35	3,940.26	3,758.27
流动资产合计	8,921.93	10,420.60	12,098.99	14,214.54	13,259.33
长期股权投资	3,240.62	2,841.45	2,841.45	2,841.45	2,841.45
固定资产	25,952.12	26,892.07	25,542.93	24,193.79	22,844.65
在建工程	6,190.95	4,565.21	4,565.21	4,565.21	4,565.21
无形资产	50,107.07	49,687.84	49,295.70	48,903.56	48,511.42
其他	9,720.46	9,899.04	8,427.33	8,610.58	8,706.45
非流动资产合计	95,211.21	93,885.61	90,672.62	89,114.60	87,469.19
资产总计	104,133.13	104,306.21	102,771.62	103,329.13	100,728.51
短期借款	4,615.88	3,462.06	2,117.26	5,080.35	5,377.32
应付票据及应付账款	4,254.65	4,354.89	6,434.82	6,744.94	6,613.86
其他	15,542.76	10,838.90	16,265.58	14,903.38	16,042.98
流动负债合计	24,413.28	18,655.85	24,817.66	26,728.67	28,034.16
长期借款	19,726.49	18,860.50	16,020.50	11,602.63	4,560.70
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13,854.85	19,675.27	13,409.58	14,000.00	14,000.00
非流动负债合计	33,581.34	38,535.77	29,430.08	25,602.63	18,560.70
负债合计	58,682.73	58,203.96	54,247.74	52,331.30	46,594.86
少数股东权益	3,897.98	3,706.77	3,706.77	3,706.77	3,706.77
股本	22,217.76	22,217.76	22,217.76	22,217.76	22,217.76
资本公积	13,291.65	13,186.46	13,186.46	13,186.46	13,186.46
留存收益	7,226.13	8,290.23	10,468.41	13,066.05	16,200.57
其他	(1,183.12)	(1,298.98)	(1,055.53)	(1,179.21)	(1,177.90)
股东权益合计	45,450.41	46,102.25	48,523.88	50,997.83	54,133.66
负债和股东权益总计	104,133.13	104,306.21	102,771.62	103,329.13	100,728.51

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	4,596.26	880.59	2,178.18	2,597.64	3,134.52
折旧摊销	2,028.03	2,220.98	1,741.28	1,741.28	1,741.28
财务费用	2,901.94	2,016.73	1,738.33	1,419.57	1,008.20
投资损失	(4,716.80)	223.74	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	549.98	5,890.83	(1,996.03)	(1,098.27)	1,331.16
其它	(340.31)	(6,113.51)	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	5,019.09	5,119.37	3,561.76	4,560.21	7,115.16
资本支出	(9,024.57)	(5,605.24)	6,265.69	(590.42)	0.00
长期投资	403.20	(399.17)	0.00	0.00	0.00
其他	7,101.45	5,297.67	(6,165.69)	690.42	100.00
投资活动现金流	(1,519.91)	(706.74)	100.00	100.00	100.00
债权融资	(21,859.16)	(9,708.24)	(3,083.45)	(4,294.18)	(7,043.24)
股权融资	13,279.48	(221.04)	243.45	(123.68)	1.30
其他	5,595.23	6,019.09	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(2,984.45)	(3,910.20)	(2,840.00)	(4,417.87)	(7,041.94)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	514.73	502.43	821.76	242.35	173.22

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	22,144.20	27,080.48	31,892.83	34,922.19	37,087.46
营业成本	16,794.59	20,998.66	24,569.98	27,064.70	28,742.78
营业税金及附加	559.62	913.57	856.21	965.18	1,052.28
销售费用	82.62	95.75	165.53	182.66	163.99
管理费用	947.44	1,062.46	1,239.81	1,375.19	1,486.01
研发费用	123.13	120.43	194.75	209.72	205.09
财务费用	2,911.21	2,009.06	1,738.33	1,419.57	1,008.20
资产/信用减值损失	(277.54)	(92.55)	500.00	500.00	500.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4,716.80	(223.74)	100.00	100.00	100.00
其他	(8,888.06)	622.49	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	5,174.39	1,574.36	3,728.22	4,305.18	5,029.11
营业外收入	66.90	109.97	47.40	57.91	70.54
营业外支出	276.79	212.41	145.32	173.35	201.97
利润总额	4,964.50	1,471.92	3,630.30	4,189.74	4,897.69
所得税	368.24	591.33	1,452.12	1,592.10	1,763.17
净利润	4,596.26	880.59	2,178.18	2,597.64	3,134.52
少数股东损益	111.59	(183.51)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	4,484.67	1,064.10	2,178.18	2,597.64	3,134.52
每股收益（元）	0.20	0.05	0.10	0.12	0.14

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	4.52%	22.29%	17.77%	9.50%	6.20%
营业利润	494.45%	-69.57%	136.81%	15.48%	16.82%
归属于母公司净利润	3099.33%	-76.27%	104.70%	19.26%	20.67%
获利能力					
毛利率	24.16%	22.46%	22.96%	22.50%	22.50%
净利率	20.25%	3.93%	6.83%	7.44%	8.45%
ROE	10.79%	2.51%	4.86%	5.49%	6.22%
ROIC	9.66%	2.88%	4.88%	5.15%	5.68%
偿债能力					
资产负债率	56.35%	55.80%	52.78%	50.65%	46.26%
净负债率	75.05%	57.24%	49.92%	41.39%	27.52%
流动比率	0.36	0.53	0.49	0.53	0.47
速动比率	0.34	0.49	0.44	0.50	0.43
营运能力					
应收账款周转率	7.25	7.84	8.66	7.77	7.85
存货周转率	33.19	41.00	32.62	34.88	35.76
总资产周转率	0.21	0.26	0.31	0.34	0.36
每股指标（元）					
每股收益	0.20	0.05	0.10	0.12	0.14
每股经营现金流	0.23	0.23	0.16	0.21	0.32
每股净资产	1.87	1.91	2.02	2.13	2.27
估值比率					
市盈率	7.68	32.36	15.81	13.26	10.99
市净率	0.83	0.81	0.77	0.73	0.68
EV/EBITDA	6.14	11.83	8.72	7.93	6.72
EV/EBIT	7.37	17.19	11.78	10.57	8.83

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com