

# 长江电力 (600900)

证券研究报告

2024年01月10日

## 如何用息差方法定价长江电力?

我们认为,市场对高股息标的的股息率要求 $\approx$ 无风险收益率+假设息差。

### 1、寻找假设息差水平锚定点的核心假设:

在T年年中公司公布T-1年分红预案之前,市场的分红预期的锚定点为T-2年实际分红额;在公布T-1年分红预案之后,市场对T年的分红预期的锚定点转为T-1年分红承诺。

① 2016-2020年:长江电力承诺每股不低于0.65元的固定分红。市场对于公司的分红派息有着稳定的预期,长江电力股息率持续稳定下行,逐步贴近十年期国债收益率,息差逐渐缩窄。

② 2021-2024年:长江电力采取不低于70%分红比例承诺,每股分红与当年利润挂钩,分红额开始出现波动。市场对于不稳定分红的担忧隐藏在息差的回升中。

③ 2016-2024年,长江电力与十年期国债收益率的平均息差为76bp,我们把它视作当前时间点长江电力的股息率与国债收益率假设息差的锚定点。

### 2、24年国债收益率中枢:

假设24年十年期国债收益率的均值在2.5%左右。

### 3、息差视角下,长江电力的市值空间测算:

当前时间点我们认为市场对长江电力的股息率要求为2.5% (2024年十年期国债收益率中枢预测值)+0.76% (长江电力的股息率与国债收益率假设息差值锚定点)=3.26%。

根据2024年预期分红额测算:

根据2024年1月10日wind一致预期,长江电力2024年的归母净利润为344.46亿元,70%的分红比例对应分红金额241.1亿元。锚定76bp的息差值,在息差范围为70-80bp时,长江电力对应市值范围为7307-7535亿元,对应目标价范围为29.86-30.8元,相较于2024年1月8日长江电力的收盘价(23.60元),涨幅空间在26.5%-30.5%。

**投资建议:** 预估2023-2025年公司归母净利润分别为290.8/344.8/367.9亿元,对应PE分别为19.8/16.7/15.7x。结合本文讨论的息差定价方法,给予公司目标价范围29.86-30.8元,上调至“买入”评级。

**风险提示:** 来水不及预期、六库联调增发不及预期、电价波动、未来分红稳定性、测算具有主观性等风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	55,646.25	52,060.48	78,804.67	88,039.03	89,474.01
增长率(%)	(3.70)	(6.44)	51.37	11.72	1.63
EBITDA(百万元)	48,986.70	42,729.12	67,387.22	74,466.24	75,470.83
归属母公司净利润(百万元)	26,273.00	21,309.03	29,076.40	34,484.75	36,787.96
增长率(%)	(0.09)	(18.89)	36.45	18.60	6.68
EPS(元/股)	1.07	0.87	1.19	1.41	1.50
市盈率(P/E)	21.92	27.03	19.81	16.70	15.66
市净率(P/B)	3.18	3.11	2.94	2.79	2.65
市销率(P/S)	10.35	11.06	7.31	6.54	6.44
EV/EBITDA	12.42	13.63	13.11	11.56	11.18

资料来源:wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	公用事业/电力
6个月评级	买入(调高评级)
当前价格	23.54元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	24,468.22
流通A股股本(百万股)	23,546.30
A股总市值(百万元)	575,981.85
流通A股市值(百万元)	554,279.79
每股净资产(元)	8.06
资产负债率(%)	64.03
一年内最高/最低(元)	23.98/20.02

### 作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
赵阳	联系人
zhaoyang@tfzq.com	
胡冰清	联系人
hubingqing@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源:聚源数据

### 相关报告

- 《长江电力-季报点评:三季度来水大幅改善,蓄能提升为发电量增长打基础》 2023-11-03
- 《长江电力-半年报点评:H1来水偏枯拖累业绩,Q3来水改善全年增长可见度高》 2023-09-03
- 《长江电力-年报点评报告:乌白注入静待业绩飞跃,分红超预期彰显投资价值》 2023-05-03

## 内容目录

1. 如何用息差方法定价长江电力? .....	3
1.1. 历史复盘：我们认为分红承诺引导长江电力估值体系切换 .....	3
1.2. 展望未来：息差视角下，如何看长江电力空间? .....	3
1.3. 投资建议 .....	5
1.4. 风险提示 .....	5

## 图表目录

图 1：长江电力股价复盘（左轴：元/股；右轴：上证指数点位） .....	3
图 2：长江电力历史每股分红金额与未来分红预估（单位：元/股） .....	4
图 3：长江电力市场预期股息率与十年期国债收益率及息差（单位：%） .....	4
图 4：不同预期股息率下的敏感性测算（依据 2024 年预期分红额） .....	5

## 1. 如何用息差方法定价长江电力?

### 1.1. 历史复盘：我们认为分红承诺引导长江电力估值体系切换

- **2004 年-2015 年：**长电的股价走势与上证指数相关度较高，除三峡机组注入周期内有短暂的超额收益外（2009 年三峡工程剩余 18 台机组全部转让给长江电力），公司的长周期表现较为平淡（2004 年-2015 年的 12 年内，长江电力共有 7 年的年收益率跑赢上证指数；2004-2015 累计涨幅仅 56%，低于上证指数的 136%）；
- **2016 年至今：**公司股价呈整体上涨态势，与上证指数相关性较小。

根据长江电力《公司章程》，公司对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红；对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70%进行现金分红。

2016 年开始，溪向电站注入后四库联调综合效益显现，叠加绝对分红承诺，大幅提升了长江电力股息率下限。2016-2020 年公司股息率稳定下行，逐步向十年期国债收益率贴近。说明锚定股息率定价的估值体系逐步得到市场认可。我们认为这一时间段内，资产注入带来的业绩增长预期+稳定分红承诺引领长江电力估值体系的切换，带动公司估值的提升。

图 1：长江电力股价复盘（左轴：元/股；右轴：上证指数点位）



资料来源：Wind、长江电力公告、天风证券研究所

### 1.2. 展望未来：息差视角下，如何看长江电力空间?

我们认为，市场对高股息标的的股息率要求  $\approx$  无风险收益率 + 假设息差。

#### 1、寻找假设息差的锚定点。

我们从历史“预期股息率”的角度，寻找当前时间点，长江电力的股息率与国债收益率假设息差值的锚定点。

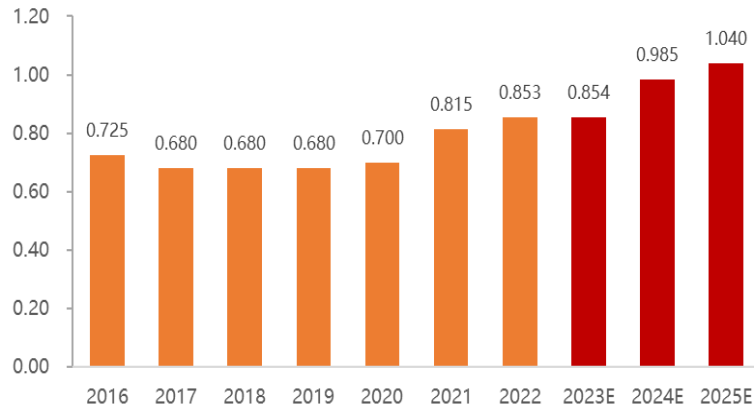
**核心假设：**在 T 年年中公司公布 T-1 年分红预案之前，市场的分红预期的锚定点为 T-2 年实际分红额；在公布 T-1 年分红预案之后，市场对 T 年的分红预期的锚定点转为 T-1 年分红承诺。

我们根据核心假设的思路，计算得到 2016 年至今长江电力的“预期股息率”，并与十年期国债收益率进行比较。结果显示：

- ① **2016-2020 年：**长江电力承诺每股不低于 0.65 元的固定分红（实际分红情况：2016-2020 年每股分红分别为 0.725/0.68/0.68/0.68/0.7 元）。市场对于公司的分红派息有着稳定的预

期,长江电力股息率持续稳定下行,逐步贴近十年期国债收益率,息差逐渐缩窄。2016-2020年长江电力与十年期国债之间的平均息差为 99bp。

图 2: 长江电力历史每股分红金额与未来分红预估 (单位: 元/股)



资料来源: wind、天风证券研究所

② 2021-2024 年: 长江电力采取 70% 分红比例承诺, 每股分红与当年利润挂钩, 每年分红额稳定性降低。当市场对于分红存在不确定性预期的时候, 息差往往会扩大。市场对于不稳定分红的担忧隐藏在息差的回升中。2023 年全年, 长江电力与十年期国债之间的平均息差为 61bp, 高于 2021-2022 年平均 25bp 的息差值。

图 3: 长江电力市场预期股息率与十年期国债收益率及息差 (单位: %)



资料来源: wind、天风证券研究所

在 2021 年长江电力的分红承诺改为每年不低于 70% 分红比例之后, 虽然每年分红金额原则上会受到当年利润的影响, 但是从 2017 年开始, 长江电力未曾出现过每股分红金额下滑的情况。2022 年由于来水偏枯, 长江电力全年归母净利润由 2021 年的 262.7 亿元降至 213.1 亿元, 公司通过将分红比例提升至 94.3% 的方式保证了每股分红绝对额的稳定提升 (2021 年、2022 年的每股分红额分别为 0.815 元/股和 0.853 元/股)。

因此, 凭借灵活调整分红比例以及每年利润的稳健增长预期, 长江电力具备在维持现有分红水平的基础上不断提升每股分红水平的能力, 在不低于 70% 分红比例承诺的时代, 给予市场每股固定分红承诺的信心, 往后看长江电力股息率与国债收益率之间的息差或有进一步下降的空间。

2016-2024 年 1 月 3 日, 长江电力与十年期国债收益率的平均息差为 76bp, 我们把它视作当前时间点, 长江电力的股息率与国债收益率之间假设息差值的锚定点。

## 2、2024 年国债收益率中枢

中债十年期国债收益率从 2023 年 1 月 3 日的 2.82% 下行至 12 月 29 日的 2.56%, 共下降 26.8bp。

我们假设 2024 年十年期国债收益率的均值在 2.5%左右。

### 3、息差视角下，长江电力的市值空间测算

根据前文推算，当前时间点，我们假设市场对长江电力的股息率要求为：2.5%（2024 年十年期国债收益率中枢预测值）+0.76%（长江电力的股息率与国债收益率假设息差值锚定值）=3.26%。我们分别根据 2023 年和 2024 年长江电力的预期分红金额测算公司的市值空间。

根据 2024 年预期分红额测算：

根据 2024 年 1 月 10 日 wind 一致预期，长江电力 2024 年的归母净利润为 344.46 亿元，70%的分红比例对应分红金额 241.1 亿元。锚定 76bp 的息差值，在息差范围为 70-80bp 时，长江电力对应市值范围为 7307-7535 亿元，对应目标价范围为 29.86-30.8 元，相较于 2024 年 1 月 8 日长江电力的收盘价（23.60 元），涨幅空间在 26.5%-30.5%。

图 4：不同预期股息率下的敏感性测算（依据 2024 年预期分红额）

市值测算- 亿元	息差范围									
	0.60	0.65	0.70	0.76	0.80	0.85	0.90	0.95	1.00	
2.40	8037	7906	7778	<b>7630</b>	7535	7419	7307	7198	7092	
2.42	7984	7854	7728	<b>7582</b>	7488	7374	7263	7155	7050	
2.44	7932	7803	7679	<b>7535</b>	7442	7329	7219	7113	7009	
2.46	7880	7753	7630	<b>7488</b>	7396	7285	7176	7071	6969	
2.48	7829	7704	7582	<b>7442</b>	7351	7241	7134	7030	6929	
2.50	<b>7778</b>	<b>7655</b>	<b>7535</b>	<b>7396</b>	<b>7307</b>	<b>7198</b>	<b>7092</b>	<b>6989</b>	<b>6889</b>	
2.52	7728	7606	7488	<b>7351</b>	7263	7155	7050	6949	6850	
2.54	7679	7559	7442	<b>7307</b>	7219	7113	7009	6909	6811	
2.56	7630	7512	7396	<b>7263</b>	7176	7071	6969	6870	6773	
2.58	7582	7465	7351	<b>7219</b>	7134	7030	6929	6831	6735	
2.60	7535	7419	7307	<b>7176</b>	7092	6989	6889	6792	6698	
2.62	7488	7374	7263	<b>7134</b>	7050	6949	6850	6754	6661	
2.64	7442	7329	7219	<b>7092</b>	7009	6909	6811	6716	6624	
2.66	7396	7285	7176	<b>7050</b>	6969	6870	6773	6679	6588	
2.68	7351	7241	7134	<b>7009</b>	6929	6831	6735	6642	6552	
2.70	7307	7198	7092	<b>6969</b>	6889	6792	6698	6606	6517	
2.72	7263	7155	7050	<b>6929</b>	6850	6754	6661	6570	6482	
2.74	7219	7113	7009	<b>6889</b>	6811	6716	6624	6534	6447	
2.76	7176	7071	6969	<b>6850</b>	6773	6679	6588	6499	6413	
2.78	7134	7030	6929	<b>6811</b>	6735	6642	6552	6464	6379	
2.80	7092	6989	6889	<b>6773</b>	6698	6606	6517	6430	6345	

资料来源：wind、天风证券研究所

### 1.3. 投资建议

我们预估 2023-2025 年长江电力归母净利润分别为 290.8/344.8/367.9 亿元，对应 PE 分别为 19.8/16.7/15.7x。

结合上文讨论的息差定价方法，给予公司目标价范围 29.86-30.8 元，上调至“买入”评级。

### 1.4. 风险提示

- **来水不及预期**：水电运营商的利润与来水情况有一定的关联。如果当年来水低于预期，或将对水电运营商的业绩产生一定的影响。
- **六库联调增发不及预期**：乌东德、白鹤滩电站注入后，长江电力将逐步实现六库联调，但因来水波动等各方面原因影响，或存在六库联调增发发电量不及预期的可能性。
- **电价波动**：长江电力部分水电站涉及外送，若受端省份的电价水平出现波动，或对公司的上网电价水平产生一定的影响。
- **未来分红稳定性**：在不低于 70%比例分红承诺的前提下，公司的每年实际分红情况或仍存在一定的不稳定性，我们的测算依据是假设在 25 年不低于 70%分红比例承诺之后，公司未来也能一直稳定分红。

- **测算具有一定的主观性：**包括国债收益率的中枢值选择，假设息差值选择以及分红金额的选择等均具有一定假设性，仅供参考。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,929.98	9,302.18	11,032.65	14,966.64	15,210.58	营业收入	55,646.25	52,060.48	78,804.67	88,039.03	89,474.01
应收票据及应收账款	3,768.78	4,396.62	7,963.46	5,844.98	8,188.53	营业成本	21,113.08	22,232.89	31,695.29	33,410.86	33,778.87
预付账款	93.61	65.66	161.39	77.95	164.03	营业税金及附加	1,163.62	1,071.97	1,622.66	1,812.80	1,842.35
存货	470.03	453.40	779.20	705.73	607.89	销售费用	150.42	165.18	236.41	264.12	268.42
其他	3,661.05	1,084.48	1,630.31	1,344.05	1,670.65	管理费用	1,359.77	1,360.28	1,970.12	2,200.98	2,236.85
<b>流动资产合计</b>	<b>17,923.46</b>	<b>15,302.34</b>	<b>21,567.02</b>	<b>22,939.35</b>	<b>25,841.68</b>	研发费用	39.42	89.66	78.80	88.04	89.47
长期股权投资	60,716.84	67,166.07	75,166.07	83,166.07	91,166.07	财务费用	4,751.37	4,091.93	11,756.55	12,124.32	10,253.90
固定资产	218,712.61	211,350.78	425,333.16	406,522.37	387,680.98	资产/信用减值损失	28.65	(278.35)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
在建工程	2,891.58	2,871.37	2,629.23	2,411.31	2,215.18	公允价值变动收益	335.48	(385.33)	0.00	0.00	0.00
无形资产	20,181.42	22,200.79	22,114.11	22,027.43	21,940.75	投资净收益	5,425.67	4,600.14	5,000.00	5,008.60	5,008.60
其他	8,137.37	8,376.94	8,363.86	8,337.45	8,323.85	其他	(11,597.39)	(7,823.94)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>310,639.83</b>	<b>311,965.94</b>	<b>533,606.43</b>	<b>522,464.62</b>	<b>511,326.83</b>	<b>营业利润</b>	<b>32,876.17</b>	<b>26,936.06</b>	<b>36,414.83</b>	<b>43,116.51</b>	<b>45,982.74</b>
<b>资产总计</b>	<b>328,563.28</b>	<b>327,268.29</b>	<b>555,173.45</b>	<b>545,403.97</b>	<b>537,168.51</b>	营业外收入	30.30	2.08	27.78	20.05	16.64
短期借款	12,315.81	26,752.36	76,047.08	77,519.86	79,580.51	营业外支出	497.13	624.75	537.72	553.20	571.89
应付票据及应付账款	693.93	942.04	1,382.28	1,401.96	1,075.16	<b>利润总额</b>	<b>32,409.34</b>	<b>26,313.39</b>	<b>35,904.89</b>	<b>42,583.37</b>	<b>45,427.49</b>
其他	40,383.08	24,755.17	37,519.62	36,130.94	34,278.15	所得税	5,923.90	4,664.09	6,364.20	7,547.97	8,052.09
<b>流动负债合计</b>	<b>53,392.83</b>	<b>52,449.57</b>	<b>114,948.97</b>	<b>115,052.75</b>	<b>114,933.81</b>	<b>净利润</b>	<b>26,485.44</b>	<b>21,649.30</b>	<b>29,540.70</b>	<b>35,035.40</b>	<b>37,375.40</b>
长期借款	36,439.37	38,617.51	194,688.30	174,688.30	154,688.30	少数股东损益	212.45	340.26	464.29	550.65	587.43
应付债券	33,978.90	37,620.23	36,375.40	35,991.51	36,662.38	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>26,273.00</b>	<b>21,309.03</b>	<b>29,076.40</b>	<b>34,484.75</b>	<b>36,787.96</b>
其他	14,450.57	2,818.10	2,818.10	2,818.10	2,818.10	每股收益(元)	1.07	0.87	1.19	1.41	1.50
<b>非流动负债合计</b>	<b>84,868.84</b>	<b>79,055.84</b>	<b>233,881.80</b>	<b>213,497.91</b>	<b>194,168.78</b>						
<b>负债合计</b>	<b>138,275.06</b>	<b>131,514.18</b>	<b>348,830.77</b>	<b>328,550.67</b>	<b>309,102.60</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	9,224.40	10,265.86	10,405.15	10,570.34	10,746.57	<b>成长能力</b>					
股本	22,741.86	22,741.86	24,468.22	24,468.22	24,468.22	营业收入	-3.70%	-6.44%	51.37%	11.72%	1.63%
资本公积	56,915.34	57,099.42	57,099.42	57,099.42	57,099.42	营业利润	-0.06%	-18.07%	35.19%	18.40%	6.65%
留存收益	101,087.70	103,860.67	112,583.59	122,929.02	133,965.41	归属于母公司净利润	-0.09%	-18.89%	36.45%	18.60%	6.68%
其他	318.92	1,786.30	1,786.30	1,786.30	1,786.30	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>190,288.22</b>	<b>195,754.11</b>	<b>206,342.68</b>	<b>216,853.30</b>	<b>228,065.92</b>	毛利率	62.06%	57.29%	59.78%	62.05%	62.25%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>328,563.28</b>	<b>327,268.29</b>	<b>555,173.45</b>	<b>545,403.97</b>	<b>537,168.51</b>	净利率	47.21%	40.93%	36.90%	39.17%	41.12%
						ROE	14.51%	11.49%	14.84%	16.72%	16.93%
						ROIC	11.87%	9.34%	13.65%	9.03%	9.42%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	42.08%	40.19%	62.83%	60.24%	57.54%
净利润	26,485.44	21,649.30	29,076.40	34,484.75	36,787.96	净负债率	47.43%	52.05%	147.46%	129.78%	115.72%
折旧摊销	11,420.31	11,038.94	19,155.83	19,165.40	19,174.19	流动比率	0.34	0.29	0.19	0.20	0.22
财务费用	4,864.24	4,078.18	11,756.55	12,124.32	10,253.90	速动比率	0.33	0.28	0.18	0.19	0.22
投资损失	(5,425.67)	(4,600.14)	(5,000.00)	(5,008.60)	(5,008.60)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(10,860.80)	(15,141.33)	8,674.80	1,219.06	(4,824.38)	应收账款周转率	14.97	12.75	12.75	12.75	12.75
其它	9,248.94	13,887.78	464.29	550.65	587.43	存货周转率	147.98	112.75	127.87	118.58	136.22
<b>经营活动现金流</b>	<b>35,732.46</b>	<b>30,912.73</b>	<b>64,127.88</b>	<b>62,535.58</b>	<b>56,970.50</b>	总资产周转率	0.17	0.16	0.18	0.16	0.17
资本支出	16,348.24	23,828.65	240,809.40	8,050.00	8,050.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	10,292.71	6,449.22	8,000.00	8,000.00	8,000.00	每股收益	1.07	0.87	1.19	1.41	1.50
其他	(33,206.16)	(34,370.96)	(484,618.80)	(19,091.40)	(19,091.40)	每股经营现金流	1.46	1.26	2.62	2.56	2.33
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,565.21)</b>	<b>(4,093.09)</b>	<b>(235,809.40)</b>	<b>(3,041.40)</b>	<b>(3,041.40)</b>	每股净资产	7.40	7.58	8.01	8.43	8.88
债权融资	(4,533.31)	6,920.25	192,364.12	(31,035.43)	(27,522.38)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(18,548.86)	(18,440.59)	(18,952.13)	(24,524.78)	(26,162.78)	市盈率	21.92	27.03	19.81	16.70	15.66
其他	(5,298.57)	(16,063.58)	0.00	0.00	0.00	市净率	3.18	3.11	2.94	2.79	2.65
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(28,380.74)</b>	<b>(27,583.93)</b>	<b>173,411.99</b>	<b>(55,560.20)</b>	<b>(53,685.16)</b>	EV/EBITDA	12.42	13.63	13.11	11.56	11.18
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	16.19	18.37	18.32	15.56	14.98
<b>现金净增加额</b>	<b>786.51</b>	<b>(764.29)</b>	<b>1,730.47</b>	<b>3,933.98</b>	<b>243.95</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com