

# 公用事业

## 央企上市公司，股权激励方案中隐含了什么？

### 专题

近日，国务院国有资产监督管理委员会产权管理局负责人谢小兵在国新办新闻发布会上表示，国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。我们从股权激励的角度出发，梳理公用事业、水务行业央企上市公司及其经营业绩目标。

### 核心观点

#### 政策引导，央企上市公司股权激励逐步进入常态化

2016 年国企改革正式进入落实阶段，国有控股上市公司股权激励自此开始逐步加快。根据上海荣正集团《2023 年度 A 股上市公司股权激励实践统计与分析报告》统计，2020 年 6 月国资委发布《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》后，央企上市公司股权激励公告数量在 2021-2023 年分别为 106、68、43 个，三年行动改革成果显著，央企上市公司股权激励逐步进入常态化。此外，2022/2023 年央企上市公司股权激励数量有所下降，我们认为或受前期股权激励工作方案尚未到期的影响。

#### 公用环保央企上市公司股权激励梳理

国务院国资委表示将进一步研究将市值管理纳入央企负责人业绩考核。股权激励由于暗含业绩考核目标，对上市公司未来业绩及市值表现存在一定的指引作用。我们从股权激励的角度切入，选取申万行业（2021）公用事业、水务领域的 186 家上市公司（其中 108 个央企上市公司），我们分析得知：

- 一、在公用事业/水务行业上市公司中，32 家公司的股权激励仍在推进，其中 6 家央企、11 家国企和 15 家民企；
- 二、公用事业/水务行业央企上市公司股权激励覆盖广度为 15.7%。在 108 家央企上市公司中，17 家的股权激励仍在推进中，其中风电、光伏、火电、电能服务、燃气、水务行业央企上市公司股权激励覆盖广度分别为 27.3%、40.0%、14.3%、21.4%、18.2%、14.3%；
- 三、各家公司根据其行业特性，选取不同的业绩考核指标作为限售股解锁条件或股权行权条件，选取的业绩指标包括净资产收益率、每股收益、每股分红等能够反映股东回报和公司价值创造的综合性指标，以及净利润增长率、主营业务收入增长率等能够反映公司盈利能力和市场价值的成长性指标。

### 投资建议

政策引领，央企上市公司股权激励逐步进入常态化。国务院国资委表示将进一步研究将市值管理纳入央企负责人业绩考核，股权激励暗含的业绩考核目标或对上市公司市值表现存在一定的指引作用。具体标的方面：火电建议关注【国电电力】【华电国际】【浙能电力】【华能国际】【皖能电力】【华润电力 H】；水电建议关注【长江电力】【国投电力】【华能水电】【川投能源】；核电建议关注【中国广核（A+H）】【中国核电】；绿电建议关注【龙源电力 H】。

**风险提示：**政策推进不及预期，用电需求不及预期，来水不及预期、气价超预期波动、电价下调的风险、煤价上涨的风险、股权激励未达标的风险等。

### 证券研究报告

2024 年 03 月 04 日

### 投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 作者

郭丽丽 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520030001  
guolili@tfzq.com  
裴振华 联系人  
peizhenhua@tfzq.com  
赵阳 联系人  
zhaoyanga@tfzq.com  
王钰舒 联系人  
wangyushu@tfzq.com  
胡冰清 联系人  
hubingqing@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 1 《公用事业-行业研究周报:2024 年四川电力年度交易有什么变化和亮点?》 2024-02-20
- 2 《公用事业-行业点评:明确辅助服务价格机制, 灵活调节价值或将凸显》 2024-02-17
- 3 《公用事业-行业研究周报:火电 Q4 业绩之忧或已出清, 看好 24 年经营向好》 2024-02-17

## 内容目录

1. 政策引导，央国企上市公司股权激励逐步进入常态化 .....	3
2. 公用环保央国企上市公司股权激励梳理 .....	3
3. 投资建议 .....	8
4. 风险提示 .....	8

## 图表目录

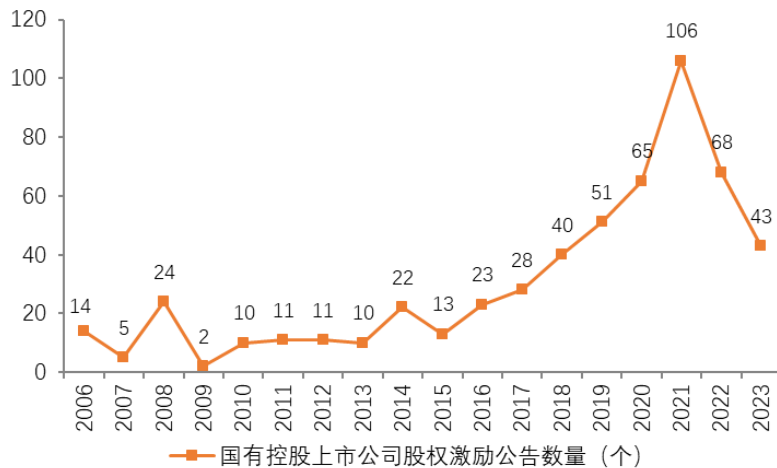
图 1：2006-2023 年国有控股上市公司股权激励公告数量 .....	3
图 2：公用事业、水务行业股权激励推进中的上市公司数量统计 .....	4
图 3：公用/水务行业股权激励分行业梳理（2024-2-29） .....	4
图 4：公用/水务行业 央国企股权激励分行业梳理（2024-2-29） .....	4
表 1：2023 年 A 股按所有制分类的股权激励公告数量（个） .....	3
表 2：股权激励进行中的央国企上市公司分板块梳理 .....	4
表 3：6 家国资央企上市公司股权激励业绩考核目标 .....	5
表 4：11 家地方国资上市公司股权激励业绩考核目标 .....	6

## 1. 政策引导，央国企上市公司股权激励逐步进入常态化

2016 年国企改革正式进入落实阶段，国有控股上市公司股权激励自此开始逐步加快。根据上海荣正集团《2023 年度 A 股上市公司股权激励实践统计与分析报告》统计，2020 年 6 月国资委发布《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》后，央国企上市公司股权激励公告数量在 2021-2023 年分别为 106、68、43 个，三年行动改革成果显著，央国企上市公司股权激励逐步进入常态化。

此外，2022/2023 年央国企上市公司股权激励数量有所下降，我们认为或受前期股权激励方案尚未到期的影响。

图 1：2006-2023 年国有控股上市公司股权激励公告数量



资料来源：上海荣正集团《2023 年度 A 股上市公司股权激励实践统计与分析报告》、天风证券研究所

从股东类型来看，2023 年国有控股上市公司共发布 43 个股权激励公告，其中国资央企 11 个、地方国资 32 个。

表 1：2023 年 A 股按所有制分类的股权激励公告数量 (个)

上市公司所有制	2023 年公告数量		占比	
民营	588		88.29%	
国有	国资央企	11	6.46%	1.65%
	地方国资	32		4.80%
外资	35	35	5.26%	
总计	666		100%	

资料来源：上海荣正集团《2023 年度 A 股上市公司股权激励实践统计与分析报告》、天风证券研究所

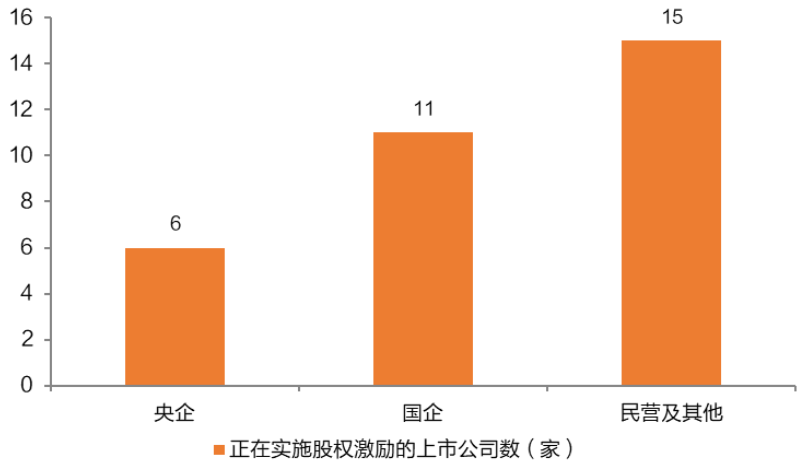
## 2. 公用环保央国企上市公司股权激励梳理

近日，国务院国资委表示将进一步研究将市值管理纳入央企负责人业绩考核。股权激励由于暗含业绩考核目标，对上市公司未来业绩存在指引作用，进而或对市值有一定的影响。

我们从股权激励的角度切入，选取申万行业（2021）公用事业、水务领域的 186 家上市公司（其中 108 个央国企上市公司），我们以此为基础进行分析：

一、在公用事业、水务行业上市公司中，32 家公司的股权激励仍在推进，其中 6 家央企、11 家国企和 15 家民企。

图 2：公用事业、水务行业股权激励推进中的上市公司数量统计

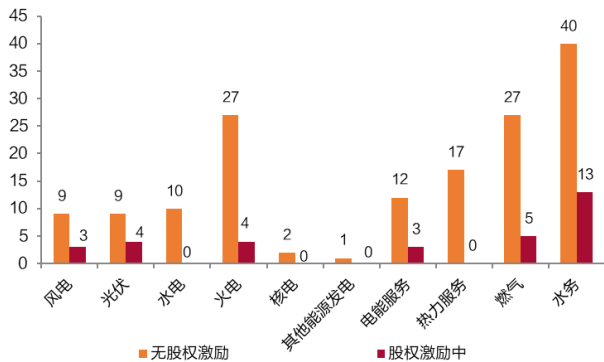


资料来源：wind、天风证券研究所

**二、央企上市公司股权激励覆盖广度为 15.7%。**在 108 家央企上市公司中，17 家的股权激励仍在推进中。

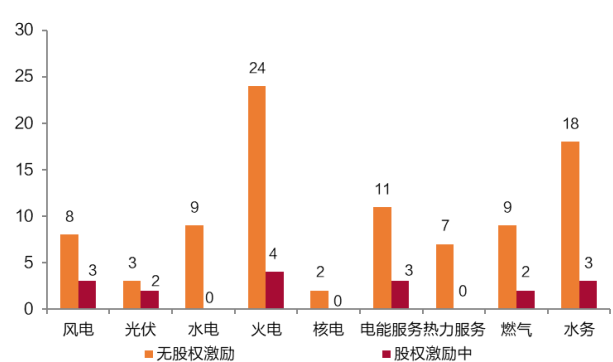
分行业来看，在风电、光伏、水电、火电、核电、电能服务、热力服务、燃气、水务行业的 11、5、9、28、2、14、7、11、21 家央企上市公司中，3、2、0、4、0、3、0、2、3 家公司股权激励在推进中，股权激励覆盖广度分别为 27.3%、40.0%、0.0%、14.3%、0.0%、21.4%、0.0%、18.2%、14.3%。

图 3：公用/水务行业股权激励分行业梳理（2024-2-29）



资料来源：wind、各公司公告、天风证券研究所

图 4：公用/水务行业 央企股权激励分行业梳理（2024-2-29）



资料来源：wind、各公司公告、天风证券研究所

表 2：股权激励进行中的央企上市公司分板块梳理

板块	公司名称				板块	公司名称		
火电	申能股份	广州发展	上海电力(央)	建投能源	燃气	重庆燃气(央)	皖天然气	
绿电	三峡能源(央)	节能风电(央)	新天绿能	太阳能(央)	水务	创业环保	兴蓉环境	清新环境
	珈伟新能				电能服务	湖北能源(央)	山高环能	广安爱众

资料来源：各公司公告、天风证券研究所

**三、各家公司根据其行业特性，选取不同的业绩考核指标作为限售股解锁条件或股权行权条件。**根据《上市公司股权激励管理办法》，公司选取的业绩指标可以包括净资产收益率、每股收益、每股分红等能够反映股东回报和公司价值创造的综合指标，以及净利润增长率、主营业务收入增长率等能够反映公司盈利能力和市场价值的成长性指标。

其中，国资央企上市公司中，6 家公司的股权激励仍在推进中，分别为三峡能源、上海电力、湖北能源、重庆燃气、太阳能、节能风电。

表 3：6 家国资央企上市公司股权激励业绩考核目标

公司	解除限售期	业绩考核目标
三峡能源	第一个解除限售期	2022 年净资产收益率不低于 7.73%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 2022 年营业收入较 2020 年复合增长率不低于 15%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 2022 年经济增加值改善值 $\Delta$ EVA 大于 0。
	第二个解除限售期	2023 年净资产收益率不低于 7.8%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 2023 年营业收入较 2020 年复合增长率不低于 16.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 2023 年经济增加值改善值 $\Delta$ EVA 大于 0。
	第三个解除限售期	2024 年净资产收益率不低于 8.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 2024 年营业收入较 2020 年复合增长率不低于 18%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 2024 年经济增加值改善值 $\Delta$ EVA 大于 0。
上海电力	第一个行权期	2022 年，净资产收益率不低于 4.5%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平或行业均值水平； 2022 年较 2020 年净利润复合增长率不低于 11%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平或行业均值水平； 2022 年完成董事会下达的 EVA 考核目标，且 $\Delta$ EVA > 0； 2022 年清洁能源装机规模占总装机规模比例不低于 54%。
	第二个行权期	2023 年，净资产收益率不低于 5%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平或行业均值水平； 2023 年较 2020 年净利润复合增长率不低于 11%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平或行业均值水平； 2023 年完成董事会下达的 EVA 考核目标，且 $\Delta$ EVA > 0； 2023 年清洁能源装机规模占总装机规模比例不低于 56%。
	第三个行权期	2024 年，净资产收益率不低于 5.5%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平或行业均值水平； 2024 年较 2020 年净利润复合增长率不低于 11%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平或行业均值水平； 2024 年完成董事会下达的 EVA 考核目标，且 $\Delta$ EVA > 0； 2024 年清洁能源装机规模占总装机规模比例不低于 58%。
湖北能源	第一个解除限售期	(1) 2022 年度净资产收益率不低于 6.80%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； (2) 以 2020 年营业收入为基准，2022 年营业收入复合增长率不低于 15%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； (3) 2022 年 $\Delta$ EVA > 0 且 2022 年度经济增加值满足集团公司考核要求。
	第二个解除限售期	(1) 2023 年度净资产收益率不低于 6.95%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； (2) 以 2020 年营业收入为基准，2023 年营业收入复合增长率不低于 15%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； (3) 2023 年 $\Delta$ EVA > 0 且 2023 年度经济增加值满足集团公司考核要求。
	第三个解除限售期	(1) 2024 年度净资产收益率不低于 7.12%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； (2) 以 2020 年营业收入为基准，2024 年营业收入复合增长率不低于 15%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； (3) 2024 年 $\Delta$ EVA > 0 且 2024 年度经济增加值满足集团公司考核要求。
重庆燃气	第一个解除限售期	(1) 以 2017 年-2019 年度三年平均的营业收入为基数，2021 年度营业收入增长率不低于 13%，且不低于同行业均值； (2) 2021 年度净资产收益率不低于 6.8%，且不低于同行业均值； (3) 2021 年度营业利润率不低于 6.1%。
	第二个解除限售期	(1) 以 2017 年-2019 年度三年平均的营业收入为基数，2022 年度营业收入增长率不低于 19%，且不低于同行业均值； (2) 2022 年度净资产收益率不低于 6.9%，且不低于同行业均值； (3) 2022 年度营业利润率不低于 6.2%。
	第三个解除限售期	(1) 以 2017 年-2019 年度三年平均的营业收入为基数，2023 年度营业收入增长率不低于 25%，且不低于同行业均值； (2) 2023 年度净资产收益率不低于 7.0%，且不低于同行业均值； (3) 2023 年度营业利润率不低于 6.3%。
太阳能	第一个行权期	(1) 公司 2021 年总资产报酬率不低于 5.5%，且不低于对标企业 75 分位值； (2) $\Delta$ EVA 为正； (3) 以 2019 年营业收入为基数，2021 年营业收入复合增长率对比基数不低于 7%，且不低于对标企业 75 分位值。
	第二个行权期	(1) 公司 2022 年总资产报酬率不低于 5.6%，且不低于对标企业 75 分位值； (2) $\Delta$ EVA 为正； (3) 以 2019 年营业收入为基数，2022 年营业收入复合增长率对比基数不低于 8%，且不低于对标企业 75 分位值。

	(1) 公司 2023 年总资产报酬率不低于 5.7%，且不低于对标企业 75 分位值；
第三个行权期	(2) $\Delta$ EVA 为正；
	(3) 以 2019 年营业收入为基数，2023 年营业收入复合增长率对比基数不低于 9%，且不低于对标企业 75 分位值。
第一个解除限售期	以 2019 年营业收入为基数，2021 年营业收入复合增长率不低于 10%且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值； 2021 年净资产收益率不低于 7.30%且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值； 2021 年经济增加值改善值 ( $\Delta$ EVA) > 0。
第二个解除限售期	以 2019 年营业收入为基数，2022 年营业收入复合增长率不低于 11%且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值； 2022 年净资产收益率不低于 7.50%且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值； 2022 年经济增加值改善值 ( $\Delta$ EVA) > 0。
第三个解除限售期	以 2019 年营业收入为基数，2023 年营业收入复合增长率不低于 12%且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值； 2023 年净资产收益率不低于 7.9%且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值； 2023 年经济增加值改善值 ( $\Delta$ EVA) > 0。

资料来源：各公司公告、天风证券研究所

**地方国资上市公司中，11 家公司的股权激励正在推进中**，分别是申能股份、广州发展、建投能源、新天绿能、珈伟新能、皖天然气、创业环保、兴蓉环境、清新环境、山高环能、广安爱众。

表 4：11 家地方国资上市公司股权激励业绩考核目标

公司	解除限售期	业绩考核目标
	2022 年	(1) 净资产收益率不低于 8.10%，且不低于行业平均值； (2) 归母净利润增长率（较 2019 年）增长率不低于 16.1%，且不低于行业平均值； (3) 风电、光伏控股装机容量增长较上一年度增长不低于 80 万千瓦； (4) 生产安全事故风险：未发生人身安全相关重大及以上事故
申能股份	2023 年	(1) 净资产收益率不低于 8.20%，且不低于行业平均值； (2) 归母净利润增长率（较 2019 年）增长率不低于 22.0，且不低于行业平均值； (3) 风电、光伏控股装机容量增长较上一年度增长不低于 80 万千瓦； (4) 生产安全事故风险：未发生人身安全相关重大及以上事故
	2024 年	(1) 净资产收益率不低于 8.30%，且不低于行业平均值； (2) 归母净利润增长率（较 2019 年）增长率不低于 28.2%，且不低于行业平均值； (3) 风电、光伏控股装机容量增长较上一年度增长不低于 80 万千瓦； (4) 生产安全事故风险：未发生人身安全相关重大及以上事故
	限制性股票第一个解除限售期	①以 2019 年业绩为基数，2022 年公司扣除非经常性损益后的净资产收益率（扣非 ROE）年复合增长率不低于 5%，即 2022 年扣非 ROE 不低于 5.03%，且不低于行业均值或对标企业 75 分位； ②以 2019 年业绩为基数，2022 年扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 30%，且不低于行业均值或对标企业 75 分位； ③以 2019 年末的风电、光伏、气电等绿色低碳电力控制装机容量为基数，2022 年末的绿色低碳电力控制装机容量累计增长不低于 150 万千瓦。
广州发展	限制性股票第二个解除限售期	①以 2019 年业绩为基数，2023 年公司扣除非经常性损益后净资产收益率（扣非 ROE）年复合增长率不低于 5%，即 2023 年扣非 ROE 不低于 5.28%，且不低于行业均值或对标企业 75 分位； ②以 2019 年业绩为基数，2023 年扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 40%，且不低于行业均值或对标企业 75 分位； ③以 2019 年末的风电、光伏、气电等绿色低碳电力控制装机容量为基数，2023 年末的绿色低碳电力控制装机容量累计增长不低于 300 万千瓦。
	限制性股票第三个解除限售期	①以 2019 年业绩为基数，2024 年公司扣除非经常性损益后的净资产收益率（扣非 ROE）年复合增长率不低于 5%，即 2024 年扣非 ROE 不低于 5.54%，且不低于行业均值或对标企业 75 分位； ②以 2019 年业绩为基数，2024 年扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 50%，且不低于行业均值或对标企业 75 分位；



		③以 2019 年末的风电、光伏、气电等绿色低碳电力控制装机容量为基数，2024 年末的绿色低碳电力控制装机容量累计增长不低于 450 万千瓦。
	2024 年	(1) 2024 年公司归母净资产收益率不低于 3.5%，且不低于行业均值水平； (2) 以 2022 年营业利润为基数，2024 年营业利润增长率不低于 240.31%，且不低于行业均值水平； (3) 2024 年全员劳动生产率不低于 59 万元/人。
建投能源	2025 年	(1) 2025 年公司归母净资产收益率不低于 4.0%，且不低于行业均值水平； (2) 以 2022 年营业利润为基数，2025 年营业利润增长率不低于 317.65%，且不低于行业均值水平； (3) 2025 年全员劳动生产率不低于 62 万元/人。
	2026 年	(1) 2026 年公司归母净资产收益率不低于 4.5%，且不低于行业均值水平； (2) 以 2022 年营业利润为基数，2026 年营业利润增长率不低于 401.45%，且不低于行业均值水平； (3) 2026 年全员劳动生产率不低于 65 万元/人。
	第一个解除限售期	1、以 2022 年营业收入为基数，2024 年度营业收入增长率不低于 25.44%，且不低于同行业平均水平； 2、2024 年度每股收益不低于 0.60 元/股，且不低于同行业平均水平； 3、2024 年度主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。
新天绿能	第二个解除限售期	1、以 2022 年营业收入为基数，2025 年度营业收入增长率不低于 41.12%，且不低于同行业平均水平； 2、2025 年度每股收益不低于 0.66 元/股，且不低于同行业平均水平； 3、2025 年度主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。
	第三个解除限售期	1、以 2022 年营业收入为基数，2026 年度营业收入增长率不低于 60.17%，且不低于同行业平均水平； 2、2026 年度每股收益不低于 0.72 元/股，且不低于同行业平均水平； 3、2026 年度主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。
珈伟新能	第一个行权期	以 2021 年营业收入为基准，2022 年营业收入增长率不低于 20%；或 2022 年净利润扭亏为盈且不低于 4,500 万元
	第二个行权期	以 2021 年营业收入为基准，2023 年营业收入增长率不低于 44%；或 2023 年净利润不低于 5,400 万元
	第一个解除限售期	(1) 2023 年度净资产收益率不低于 9.09%，且不低于同行业均值；(2) 以 2021 年度净利润为基数，2023 年度净利润增长率不低于 13.64%； (3) 2023 年度应收账款周转率不低于 40 次，且不低于同行业均值。
皖天然气	第二个解除限售期	(1) 2024 年度净资产收益率不低于 9.09%，且不低于同行业均值；(2) 以 2021 年度净利润为基数，2024 年度净利润增长率不低于 21.14%； (3) 2024 年度应收账款周转率不低于 40 次，且不低于同行业均值。
	第三个解除限售期	(1) 2025 年度净资产收益率不低于 9.09%，且不低于同行业均值；(2) 以 2021 年度净利润为基数，2025 年度净利润增长率不低于 29.13%； (3) 2025 年度应收账款周转率不低于 40 次，且不低于同行业均值。
	第一个行权期	(1) 以 2019 年为基准，2021 年营业收入增长率不低于 35%，且不低于 2021 年度同行业平均水平； (2) 2021 年度加权平均净资产收益率不低于 7.50%，且不低于 2021 年度同行业平均水平； (3) 2021 年主营业务收入占比不低于 93.00%。
创业环保	第二个行权期	(1) 以 2019 年为基准，2022 年营业收入增长率不低于 50%，且不低于 2022 年度同行业平均水平； (2) 2022 年度加权平均净资产收益率不低于 7.75%，且不低于 2022 年度同行业平均水平； (3) 2022 年主营业务收入占比不低于 93.00%。
	第三个行权期	(1) 以 2019 年为基准，2023 年营业收入增长率不低于 70%，且不低于 2023 年度同行业平均水平； (2) 2023 年度加权平均净资产收益率不低于 8.00%，且不低于 2023 年度同行业平均水平； (3) 2023 年主营业务收入占比不低于 93.00%。
	第一个解除限售期	(1) 2022 年度每股收益不低于 0.5349 元/股，且不低于同行业均值； (2) 2022 年度营业收入不低于 71 亿元，且不低于同行业均值； (3) 2022 年度资产负债率不高于 65%。
兴蓉环境	第二个解除限售期	(1) 2023 年度每股收益不低于 0.5884 元/股，且不低于同行业均值； (2) 2023 年度营业收入不低于 80 亿元，且不低于同行业均值； (3) 2023 年度资产负债率不高于 65%。
	第三个解除限售期	(1) 2024 年度每股收益不低于 0.6531 元/股，且不低于同行业均值； (2) 2024 年度营业收入不低于 90 亿元，且不低于同行业均值； (3) 2024 年度资产负债率不高于 65%。
清新环境	第一个解除限售期	以 2020 年营业收入为基准，2022 年营业收入增长率不低于 46.00%且不低于同行业平均水平；

	2022 年净资产收益率不低于 7.00%且不低于同行业平均水平； 以 2020 年研发投入为基准，2022 年研发投入复合增长率不低于 20.00%。
第二个解除限售期	以 2020 年营业收入为基准，2023 年营业收入增长率不低于 70.00%且不低于同行业平均水平； 2023 年净资产收益率不低于 7.20%且不低于同行业平均水平； 以 2020 年研发投入为基准，2023 年研发投入复合增长率不低于 20.00%。
第三个解除限售期	以 2020 年营业收入为基准，2024 年营业收入增长率不低于 94.00%且不低于同行业平均水平； 2024 年净资产收益率不低于 7.50%且不低于同行业平均水平； 以 2020 年研发投入为基准，2024 年研发投入复合增长率不低于 20.00%。
<b>山高环能</b>	
第一个解除限售期	公司 2022 年归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润不低于 18,000 万
第二个解除限售期	公司 2023 年归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润不低于 27,000 万
第三个解除限售期	公司 2024 年归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润不低于 40,000 万
第一个解除限售期	(1) 以 2022 年业绩为基数，2024 年净利润增长率不低于 30%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值； (2) 2024 年净资产收益率不低于 4.8%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值； (3) 2024 年资产负债率不高于 65%。
<b>广安爱众</b>	
第二个解除限售期	(1) 以 2022 年业绩为基数，2025 年净利润增长率不低于 45%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值； (2) 2025 年净资产收益率不低于 5.2%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值； (3) 2025 年资产负债率不高于 65%。
第三个解除限售期	(1) 以 2022 年业绩为基数，2026 年净利润增长率不低于 60%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值； (2) 2026 年净资产收益率不低于 5.5%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值； (3) 2026 年资产负债率不高于 65%。

资料来源：各公司公告、天风证券研究所

### 3. 投资建议

政策引领，央企上市公司股权激励逐步进入常态化。国务院国资委表示将进一步研究将市值管理纳入央企负责人业绩考核，股权激励暗含的业绩考核目标或对上市公司市值表现存在一定的指引作用。具体标的方面：火电建议关注【国电电力】【华电国际】【浙能电力】【华能国际】【皖能电力】【华润电力 H】；水电建议关注【长江电力】【国投电力】【华能水电】【川投能源】；核电建议关注【中国广核 (A+H)】【中国核电】；绿电建议关注【龙源电力 H】。

### 4. 风险提示

**政策推行不及预期：**碳中和背景下国家大力发展新能源产业，相关利好政策为行业提供了发展动力，若政策推进较慢，企业项目拓展将受到一定影响。

**用电需求不及预期：**若用电需求不及预期，电力运营商收益或有所下降。

**来水量低于预期：**若来水低于预期，水电机组发电量将会出现较明显的波动，进而对水电业务产生不利影响。

**气价超预期波动：**天然气市场化价格受国内供需及国际气价共同影响，具有较强的波动性。由于国内供需及国际气价均有极多的影响因素，具有相当程度的不可预测性，其大幅波动将影响燃气标的毛差或盈利水平。

**电价下调风险：**电力是各公司主要销售产品，若电价大幅下调，在同样的电力销售情况下，营业收入会受其影响而大幅下降。

**煤价上涨的风险：**若煤炭供给出现较大收缩，则可能导致煤炭价格大幅上涨，火电业务盈利能力将出现较大幅度的下滑。



**股权激励未达标的风险：**股权激励方案中的业绩目标并不代表公司的业绩承诺，存在一定的未达成风险。

## 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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com