

2024年2月6日

# 川投能源 (600674.SH)

## ——雅砻江大渡河量价齐升 有望形成共振

### 投资要点:

- **川投集团上市平台，参股雅砻江与大渡河水电。**公司为川投集团旗舰上市平台，截至2023年9月底，川投集团持股53.21%，长江电力持股10.87%。公司定位“国内一流清洁能源上市公司”，控股资产主要为田湾河水电，总装机76万千瓦。公司业绩主要来自于持股48%的雅砻江水电和持股20%的大渡河水电，两者分别位列我国第三大和第五大水电基地。截止2023年6月底，雅砻江水电已投产水风光装机2063万千瓦，大渡河水电已投产水电装机规模1173.54万千瓦，公司对两笔股权均采用权益法核算，投资收益是公司的主要业绩来源。
- **雅砻江与大渡河水电业绩表现强劲，公司2023年归母净利润创历史新高。**2022年以来随着雅砻江中游两河口、杨房沟电站投产，雅砻江水电出现量价齐升态势。公司2022年底以40.1亿元价格收购大渡河水电10%股权，持股比例上升至20%，带来投资收益进一步增长。根据公司业绩快报，公司2023年实现归母净利润44.03亿元，同比增长25.26%，创历史新高。
- **我们分析随着四川电力供需持续趋紧，雅砻江水电和大渡河水电量价有望进一步攀升。**近年来西南地区电力供需持续趋紧，本质上是资源禀赋限制。西南地区电源结构高度依赖水电，“十三五”前期电力过剩主要系瀑布沟、锦官电源组等一系列世界级水电集中投产，叠加2015年推动电力市场化改革，电价出现大幅下降。弃水现象吸引大量高耗能产业迁入，但是随着2020-2022年最后一轮水电投产高峰结束，未来新增水电规模极为有限，供需趋紧带动电价回升。以雅砻江水电为例，雅砻江水电2023年平均电价同比上涨11.11%，显著超过市场预期（2020-2022年分别同比增长1.33%、2.75%、6.61%）。
- **其次，大渡河水电是我国为数不多的尚有水电机组投产的水电公司。**由于开发相对较晚，十四五期间大渡河水电将迎来以双江口电站为代表的新一轮投产高峰，总投产规模达到352万千瓦，较投产前增长约30%。其中，龙头电站双江口位于大渡河上游，总库容31.15亿立方米，在大渡河流域仅次于瀑布沟电站，可以大幅提升流域联合调度能力。
- **我们认为在当前背景下，市场对水电资产的绝对低协方差属性并没有充分认知。**首先，水电公司营业收入的驱动力非常特殊，降雨与宏观经济绝对脱钩；其次，从产品特性来看，水电是终端同质化商品中的少数低成本供给，决定了价格端的低风险；加之商业模式简单，财务报表质量极高，联合调度提高水资源利用效率，水电资产的特性就是“全方位的低协方差”。按照投资组合理论，低协方差资产有望持续重估，公司乃至整个水电板块具备长期配置价值。
- **盈利预测与评级：**结合公司经营数据公告以及2023年业绩预告，我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为44.03、51.11、53.90亿元，当前股价对应PE分别为16、14、13倍，我们认为水电板块具备长期配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**来水波动，电价不及预期。

### 股票数据：2024年2月05日

收盘价(元)	15.59
一年内最高/最低(元)	12.05/15.68
总市值(亿元)	760
基础数据：2023年9月30日	
总股本(亿股)	48.75
总资产(亿元)	607.62
净资产(亿元)	371.28
每股净资产(元)	7.87
市净率PB	1.96

### 盈利预测与估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	12.63	14.20	14.86	14.50	14.50
同比增长率(%)	22.5%	12.4%	4.6%	-2.4%	0.0%
归母净利润(百万元)	3087	3515	4403	5111	5390
同比增长率(%)	-2.3%	13.9%	25.3%	16.1%	5.5%
每股收益(元/股)	0.67	0.77	0.96	1.12	1.18
毛利率(%)	41.9%	38.5%	41.3%	39.8%	39.8%
ROE(%)	9.9%	10.4%	12.2%	13.2%	13.0%
市盈率			16	14	13

## 投资案件

### 投资评级与估值

结合公司经营数据公告以及 2023 年业绩预告，我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 44.03、51.11、53.90 亿元，当前股价对应 PE 分别为 16、14、13 倍，我们认为水电板块具备长期配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

预计雅砻江水电 2023-2025 年归母净利润分别达到 85.2、97.7 和 102 亿元；大渡河水电 2023-2025 年归母净利润分别达到 15.7、20.7 和 25.1 亿元，公司控股资产收入、毛利率保持稳定。

### 投资逻辑要点

我们认为在当前背景下，市场对水电资产的绝对低协方差属性并没有充分认知。首先，水电公司营业收入的驱动力非常特殊，降雨与宏观经济绝对脱钩；其次，从产品特性来看，水电是终端同质化商品中的少数低成本供给，决定了价格端的低风险；加之商业模式简单，财务报表质量极高，杜绝了大部分管理层风险，联合调度提高水资源利用效率，水电资产的特性就是“全方位的低协方差”。按照投资组合理论，低协方差资产有望持续重估，公司乃至整个水电板块具备长期配置价值。

### 核心风险提示

来水波动；电价政策调整。

## 目录

---

1. 川投集团上市平台 参股雅砻江与大渡河水电 .....	5
2. 四川电力供需趋紧 雅砻江大渡河有望量价齐升 .....	7
3. 盈利预测及估值.....	8

## 图表目录

图 1: 公司归母净利润及投资收益情况（亿元） .....	6
图 2: 公司资产负债率 .....	7
图 3: 公司分红情况（亿元） .....	7
表 1: 公司控股资产收入毛利情况（亿元） .....	5
表 2: 雅砻江水电旗下水电站情况（万千瓦） .....	5
表 3: 国能大渡河已投产及在建水电项目一览 .....	6
表 4: 公用事业重点公司估值表（元，元/股，长江电力来自华源证券预测，其余来自 wind 一致预期） .....	9
表 5: 公司利润表预测（百万元） .....	9
表 6: 公司资产负债表预测（百万元） .....	10
表 7: 公司现金流量表预测（百万元） .....	12

## 1. 川投集团上市平台 参股雅砻江与大渡河水电

**川投集团旗舰上市平台，“国内一流清洁能源上市公司”定位清晰。**公司为川投集团旗舰上市平台，截至 2023 年 9 月底，川投集团持股 53.21%，位列第一大股东，长江电力持股 10.87%，北京大地远通（集团）有限公司 4.23%。除川投能源外，川投集团资产还包括川投燃电（天然气上下游产业）、川南发电（泸州电厂的开发、建设、生产和经营）、川投峨铁（铁合金企业）、川投大健康（西部康养产业），川投能源是集团唯一上市平台。

公司定位“国内一流清洁能源上市公司”，主要依托具有独特资源优势的雅砻江、大渡河、田湾河流域，以及青衣江、天全河等流域水电资源开发建设运营。

**其中，公司控股资产主要为田湾河水电，总装机 76 万千瓦，具备年调节能力；**此外还拥有少量铁路电气化远程控制系统业务。从业绩构成来看，公司控股资产毛利贡献相对有限，扣除财务费用后，基本处于盈亏平衡状态。

表 1：公司控股资产收入毛利情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>营业收入</b>	<b>8.0</b>	<b>8.64</b>	<b>8.38</b>	<b>10.31</b>	<b>12.63</b>	<b>14.2</b>
电力	6.09	6.84	6.44	8.5	9.39	9.98
铁路电气化远程控制系统	1.55	1.62	1.61	1.39	2.21	2.76
服务收入	0.12	0.05	0.11	0.26	0.19	0.3
其他业务	0.24	0.13	0.23	0.16	0.84	1.17
<b>毛利</b>	<b>3.87</b>	<b>4.31</b>	<b>4.22</b>	<b>4.8</b>	<b>5.29</b>	<b>5.47</b>
电力	2.97	3.57	3.36	4.2	4.21	4.01
铁路电气化远程控制系统	0.59	0.65	0.66	0.43	0.74	0.96
服务收入	0.08	0.02	0.05	0.13	0.12	0.23
其他业务	0.22	0.07	0.15	0.03	0.21	0.27

资料来源：公司公告，华源证券研究

**公司业绩主要来自于持股 48% 的雅砻江水电和持股 20% 的大渡河水电，两者分别位列我国第三大和第五大水电基地。**截止 2023 年 6 月底，雅砻江流域水风光一体化示范基地已投产水风光装机规模约 2063 万千瓦，大渡河水电已投产水电装机规模已达 1173.54 万千瓦，公司对两笔股权均采用权益法核算，投资收益是公司的主要业绩来源。

表 2：雅砻江水电旗下水电站情况（万千瓦）

地区	电站项目	公司持股比例	装机	投产年份
四川	雅砻江水电	52%	1920 (在运)	
四川攀枝花	二滩	52%	330	1998-2000
四川攀枝花	桐子林	52%	60	2015-2016
四川凉山	官地	52%	240	2012-2013

四川凉山	锦屏一级	52%	360	2013-2014
四川凉山	锦屏二级	52%	480	2012-2014
四川甘孜州	两河口	52%	300	2021-2022
四川凉山	杨房沟	52%	150	2021-2022
四川凉山	卡拉 (在建)	52%	102	预计 2029
四川凉山	孟底沟 (在建)	52%	204	预计 2031

资料来源：公司公告，华源证券研究

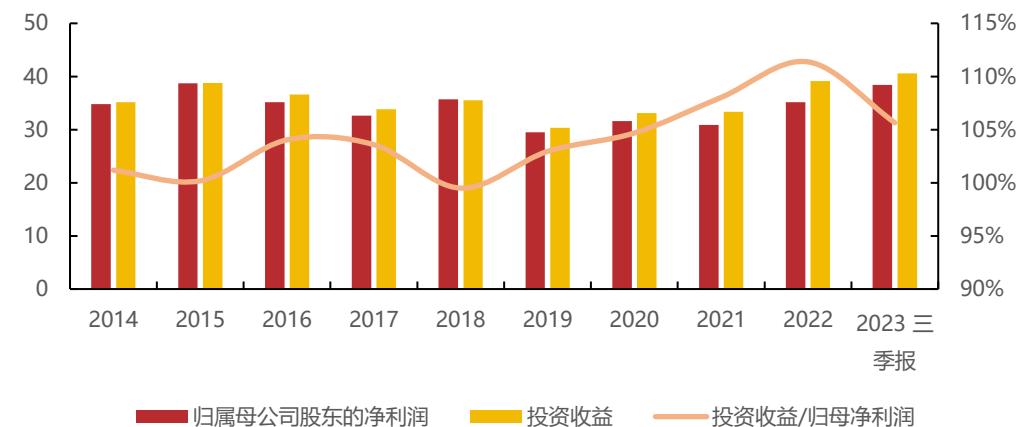
**表 3：国能大渡河已投产及在建水电项目一览**

电站名称	装机容量 (万千瓦)	总库容 (亿立方米)	投产时间
大渡河上游	双江口	200	31.15 预计 2025 年投产
	金川	86	4.65 预计 2025 年全部机组投产
	安宁	40	/ 未开工
	巴底	78	1.9 未开工
	丹巴	115	/ 未开工
大渡河中游	猴子岩	170	7.06 2018
	大岗山	260	7.42 2015
	老鹰岩一级		
	老鹰岩二级	64	0.349 未开工
	老鹰岩三级		
大渡河下游	瀑布沟	426	53.9 2010
	深溪沟	66	0.32 2011
	枕头坝一级	72	/ 2015
	枕头坝二级	30	/ 预计 2026 年竣工
	沙坪一级	36	/ 预计 2026 年竣工
	沙坪二级	34.8	/ 2017-2019
	龚嘴	77	3.1 1978
	铜街子	60	2 1994

资料来源：公司公告，华源证券研究

**雅砻江与大渡河水电业绩表现强劲，公司 2023 年归母净利润创历史新高。**由于控股资产体量较小，公司绝大部分利润来自参股资产的投资收益，2022 年以来随着雅砻江中游的两河口、杨房沟电站投产，雅砻江水电出现量价齐升态势。公司 2022 年底以 40.1 亿元价格收购大渡河水电 10% 股权，持股比例上升至 20%，带来投资收益进一步增长。根据公司业绩快报，公司 2023 年实现归母净利润 44.03 亿元，同比增长 25.26%，创历史新高。

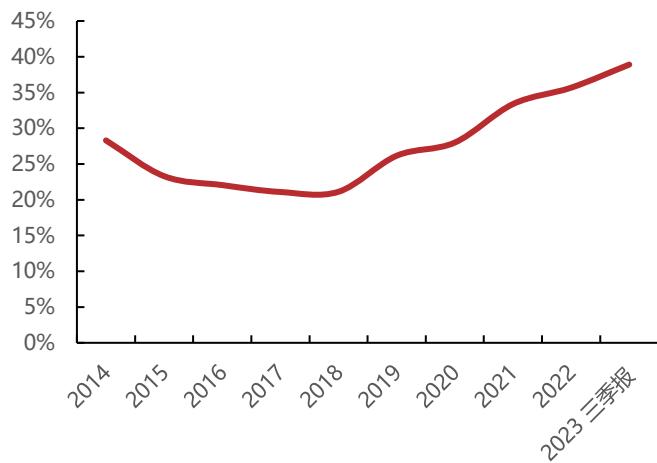
**图 1：公司归母净利润及投资收益情况（亿元）**



资料来源：公司公告，华源证券研究

**资产负债率保持低位，随着雅砻江水电大规模资本开支告一段落，公司近年来分红比例提升。**公司资产负债率一直低于 40%，处于较低水平。2014 年-2022 年，股利支付率从 18.83%上涨至 50.76%，近三年分红比例均为 50%以上且逐年上升。

图2：公司资产负债率



资料来源：公司公告，华源证券研究

图3：公司分红情况（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

## 2. 四川电力供需趋紧 雅砻江大渡河有望量价齐升

我们分析随着四川电力供需持续趋紧，雅砻江水电和大渡河水电量价有望进一步攀升。

**首先从供需趋势上看，西南电力供需格局趋紧态势难以扭转，高电价将成为常态。**近年来西南地区电力供需持续趋紧，本质上是资源禀赋的限制，西南地区电源结构高度依赖水电，发电量中水电占比 80%，也是我国最主要的水电输出大省。

西南地区在“十二五”之前曾经极度缺电，电价保持较高水平，“十三五”前期电力过剩主要系小湾、糯扎渡、瀑布沟、锦官电源组等一系列世界级水电集中投产，叠加2015年推动电力市场化改革，电价出现大幅下降。弃水现象吸引大量高耗能产业迁入，但是随着2020-2022年最后一轮水电投产高峰结束，未来新增水电规模极为有限。

从潜在电源增量来看，西南地区非水资源禀赋极差，缺乏煤炭资源（制约煤电）、地质不稳定（制约核电），新能源除云南和川西高原有少许资源外，四川盆地、贵州是我国风力、光照资源同时最差的区域，盆地无风、云雾缭绕，成语“蜀犬吠日”是一个形象的描述。川西高原水风光一体化基地具备较大潜力，但是目前仍处于开发前期，外送通道存在制约。西南地区电力供需已经进入中长期的紧缺周期，对水电基本面形成强有力支撑。

**以雅砻江水电为例：**根据国投电力公告，雅砻江水电2023年平均电价同比上涨11.11%，显著超过市场预期（2020-2022年分别同比增长1.33%、2.75%、6.61%）。

**超预期的原因主要来自四川本地电价上涨。**由于2022年迎峰度夏期间华东地区与四川地区同时出现电力供需紧张，2022年7月江苏省将锦官电源组送苏电价形成机制完善为“基准落地电价+浮动电价”机制，其中基准落地电价为江苏省燃煤发电基准电价0.391元/千瓦时，浮动电价参照江苏省煤电市场交易结果，上浮空间由送、受双方按照1:1比例分享。从2022年8月1日起，锦官电源组送江苏上网电价提升至0.3195元/千瓦时。

但是2023年雅砻江水电整体电价达到0.31元/千瓦时，与锦官电源组送江苏上网电价基本相当，由此推算雅砻江水电留四川部分电价涨幅甚至超过外送电量。我们分析来自两方面因素，一方面是西南地区电力供需格局不可逆上涨，另一方面是新投产的两河口、杨房沟核定电价超过市场预期，其中两河口电站平水期过渡电价高达0.3766元/千瓦时。

**其次，大渡河水电是我国为数不多的尚有水电机组投产的水电公司。**由于开发相对较晚，十四五期间大渡河水电将迎来以双江口电站为代表的新一轮投产高峰，总投产规模达到352万千瓦，较投产前增长约30%。其中，龙头电站双江口位于大渡河上游，总库容31.15亿立方米，在大渡河流域仅次于瀑布沟电站，可以大幅提升流域联合调度能力。

过去几年由于四川省电力宽松，大渡河流域“窝电”现象尤为突出，导致大渡河水电电价始终低于四川省外送电源乃至大部分本地消纳电源。我们分析随着未来四川省电力供需格局趋紧以及川渝特高压建设，大渡河水电有望复制雅砻江水电与华能水电的电价走势，实现盈利能力“U”型反转。

### 3. 盈利预测及估值

结合公司经营数据公告以及2023年业绩预告，我们预计雅砻江水电2023-2025年归母净利润分别达到85.2、97.7和102亿元；大渡河水电2023-2025年归母净利润分别达到15.7、20.7和25.1亿元，公司控股权资产收入、毛利率保持稳定。

由此，预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 44.03、51.11、53.90 亿元，当前股价对应 PE 分别为 16、14、13 倍，我们认为水电板块具备长期配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 4：公用事业重点公司估值表（元，元/股，长江电力来自华源证券预测，其余来自 wind 一致预期）**

板块	代码	简称	收盘价 2024/2/5	EPS			PE			PB (If)
				23E	24E	25E	23E	24E	25E	
水电	600900.SH	长江电力	24.76	1.12	1.39	1.46	22	18	17	2.99
	600025.SH	华能水电	8.88	0.43	0.48	0.48	21	19	19	2.99
	600886.SH	国投电力	14.16	0.90	1.04	1.14	16	14	12	1.99
	600236.SH	桂冠电力	5.68	0.15	0.36	0.38	38	16	15	2.72
	平均值						24	16	16	2.67
	600674.SH	川投能源	15.59	0.96	1.11	1.18	16	14	13	1.95

资料来源：Wind，华源证券

**风险提示：**来水波动，电价不及预期。

**表 5：公司利润表预测（百万元）**

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入		1031	1263	1420	1486	1450	1450
营业收入		1031	1263	1420	1486	1450	1450
营业总成本		1122	1434	1672	1627	1610	1637
营业成本		551	734	873	873	873	873
税金及附加		33	39	39	40	39	44
销售费用		14	22	18	19	18	18
管理费用		148	208	197	206	201	218
研发费用		20	27	29	29	29	35
财务费用		356	404	516	459	449	449
其中：利息费用		363	410	528	470	460	460
减：利息收入		14	11	13	11	11	11
加：其他收益		13	11	16	16	16	16
投资净收益		3310	3335	3915	4631	5358	5674
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		3179	3240	3786	4481	5208	5524
公允价值变动净收益					0	0	0
资产减值损失		-2	-5	-29	0	0	0
信用减值损失		4	12	-54	0	0	0
资产处置收益		22	0	1	0	0	0

营业利润	3255	3182	3597	4506	5214	5503
加：营业外收入	2	2	5	0	0	0
减：营业外支出	7	4	-12	0	0	0
其中：非流动资产处置净损失						
利润总额	3250	3180	3614	4506	5214	5503
减：所得税	40	44	42	42	42	42
净利润差额(合计平衡项目)						
净利润	3210	3136	3572	4464	5172	5461
持续经营净利润	3193	3136	3573	4464	5172	5461
终止经营净利润	17	0	0			
减：少数股东损益	48	49	57	61	61	71
归属于母公司所有者的净利润	3162	3087	3515	4403	5111	5390

资料来源：Wind，华源证券

表 6：公司资产负债表预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产：</b>						
货币资金	604	1006	842	884	796	700
交易性金融资产	3172	2433	2146	2146	2146	2146
应收票据及应收账款	454	451	713	713	713	713
应收票据	96	118	59			
应收账款	358	333	655			
应收款项融资	34	22	18	18	18	18
预付款项	16	9	5	5	5	5
其他应收款(合计)	123	29	630	630	630	630
应收股利	94	0	0	0	0	0
应收利息	1	0	1	1	1	1
其他应收款	28	28	629	629	629	629
存货	133	121	101	101	101	101
合同资产		15	9	9	9	9
其他流动资产	8	10	3	3	3	3
流动资产合计	4543	4096	4467	4509	4421	4326
<b>非流动资产：</b>						
发放贷款及垫款						
债权投资	63	59	55	55	55	55
可供出售金融资产						
其他权益工具投资	1228	2239	2591	2591	2591	2591
其他非流动金融资产		1759	1759	1759	1759	1759
长期股权投资	28923	32150	36083	38323	40927	43689
投资性房地产					0	0
固定资产(合计)	5310	5918	6398	6398	6398	6398

固定资产	5310	5918	6398			
固定资产清理						
在建工程(合计)	885	1711	2335	2335	2335	2335
在建工程	885	1705	2335			
工程物资		6				
使用权资产		15	93	93	93	93
无形资产	285	300	501	501	501	501
开发支出			2	2	2	2
商誉			0	0	0	0
长期待摊费用	6	21	20	20	20	20
递延所得税资产	49	57	74	74	74	74
其他非流动资产	37	142	336	336	336	336
非流动资产合计	36786	44371	50246	52487	55091	57853
资产总计	41329	48467	54714	56996	59512	62179
流动负债:						
短期借款	3398	4836	2562	2562	2562	2562
应付票据及应付账款	176	196	242	242	242	242
应付票据	1	1	2			
应付账款	175	195	240			
预收款项	0	0	0			
合同负债	11	20	13	13	13	13
应付职工薪酬	105	172	217	217	217	217
应交税费	95	83	129	129	129	129
其他应付款(合计)	493	1208	1407	1407	1407	1407
应付利息	27	24	24			
应付股利	3	0	120			
其他应付款	463	1184	1263			
一年内到期的非流动负债	591	280	1323	1323	1323	1323
其他流动负债	524	1030	2044	2044	2044	2044
流动负债合计	5394	7825	7938	7938	7938	7938
非流动负债:						
长期借款	1603	2739	4128	4028	3928	3828
应付债券	3995	5012	6711	6711	6711	6711
租赁负债		10	83	83	83	83
长期应付款(合计)	15	13	13	13	13	13
长期应付款	13	13	13			
专项应付款	2	0	0			
长期应付职工薪酬	326	327	328	328	328	328
预计负债	12	30	31	31	31	31
递延所得税负债	226	223	284	284	284	284
递延收益-非流动负债	1	0	0	0	0	0

非流动负债合计	6177	8353	11577	11477	11377	11277
负债合计	11571	16178	19515	19415	19315	19215
<b>所有者权益(或股东权益):</b>						
实收资本(或股本)	4402	4406	4461	4580	4580	4580
其它权益工具	669	662	582	582	582	582
其中：优先股						
<b>永续债</b>						
资本公积金	4054	4088	4572	4572	4572	4572
其它综合收益	27	1033	1390	1390	1390	1390
专项储备			2	2	2	2
盈余公积金	6722	7493	8369	8369	8369	8369
<b>一般风险准备</b>						
未分配利润	12922	13565	14441	16642	19198	21893
归属于母公司所有者权益合计	28796	31247	33817	36138	38693	41389
少数股东权益	962	1042	1382	1443	1504	1575
<b>所有者权益合计</b>	<b>29758</b>	<b>32289</b>	<b>35199</b>	<b>37581</b>	<b>40197</b>	<b>42964</b>

资料来源: Wind, 华源证券

**表 7: 公司现金流量表预测 (百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动产生的现金流量:</b>						
销售商品、提供劳务收到的现金	1038	1345	1393	1486	1450	1450
收到的税费返还	8	7	13			
收到其他与经营活动有关的现金	45	63	69	16	16	16
经营活动现金流入(金融类)				11	11	11
经营活动现金流入小计	1091	1415	1475	1513	1477	1477
购买商品、接受劳务支付的现金	231	238	274	873	873	873
支付给职工以及为职工支付的现金	182	279	313	254	248	271
支付的各项税费	190	237	214	82	81	85
支付其他与经营活动有关的现金	92	114	61	0	0	0
经营活动现金流出小计	695	868	862	1209	1203	1229
经营活动产生的现金流量净额	396	547	614	304	274	248
<b>投资活动产生的现金流量:</b>						
收回投资收到的现金	8678	5303	6554			
取得投资收益收到的现金	2626	2692	2391	2390	2754	2912
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	30	0	1			
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额						
收到其他与投资活动有关的现金	0	7	6			
投资活动现金流入小计	11334	8003	8952	2390	2754	2912
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	460	905	649			

投资支付的现金	8381	8817	8649	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	842	114	252	0	0	0
支付其他与投资活动有关的现金	169	679	600			
投资活动现金流出小计	9851	10515	10149	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	1483	-2513	-1197	2390	2754	2912
<b>筹资活动产生的现金流量：</b>						
吸收投资收到的现金	21	83	90	119	0	0
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金			83	90		
取得借款收到的现金	8716	11496	10666	-100	-100	-100
收到其他与筹资活动有关的现金	0	786	400			
发行债券收到的现金			2500			
筹资活动现金流入小计	8737	12365	13656	19	-100	-100
偿还债务支付的现金	8945	7566	10201			
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1771	1967	2216	2672	3016	3155
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润			33	51		
支付其他与筹资活动有关的现金	7	467	822			
筹资活动现金流出小计	10723	9999	13238	2672	3016	3155
筹资活动产生的现金流量净额	-1986	2365	418	-2652	-3116	-3255

资料来源：Wind，华源证券

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何方式侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数