

2024年3月1日

# 华能水电 (600025.SH)

买入 (首次覆盖)

——全国第二大水电公司 持续受益供需趋紧

## 证券分析师

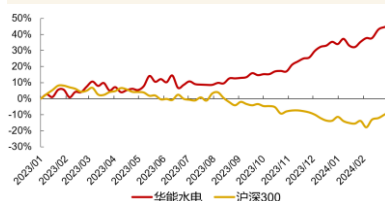
刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

## 研究支持

## 联系人

刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

## 投资要点:

- **华能集团旗下唯一水电上市平台, 拥有澜沧江全流域开发权。**公司为华能集团唯一水电上市平台, 拥有澜沧江干流全流域开发权, 总可开发装机容量 3200 万千瓦。截止 2023 年 6 月底, 公司已经投产的装机容量为 2433.28 亿千瓦, 装机规模稳居全国第二。托巴水电站 (140 万千瓦) 及华能四川硬梁包水电站 (111.6 万千瓦), 将于“十五五”期间陆续投产, 两个电站投产后公司水电装机容量将进一步增厚 9.3%。公司约 2/3 电量外送广东, 1/3 电量本地消纳。
- **现金流的意义大于账面净利润, (经营性现金流量净额+取得投资收益收到的现金-财务费用) 约为净利润的 2 倍。**由于折旧占比较高, 公司每年可自由支配的现金流约为归母净利润的 200%。公司经营性净现金流非常充裕, 2022 年公司经营性净现金流达到 166.1 亿元, 创历史新高, 充裕的现金流为后续提高分红比例以及新能源建设提供资金支持。
- **资产负债率快速下行, 财务费用下降明显。**相比长江电力、雅砻江水电等公司, 公司机组投产时间相对较晚, 导致资产负债率高企。公司过去几年持续高强度偿还债务, 从 2015 年至 2023 年三季度, 公司资产负债率从 77.94% 下降至 64.21%, 呈现快速下降趋势。公司财务费用从 2019 年高点的 44.22 亿元下降至 2022 年的 29.39 亿元, 2023 年前三季度财务费用同比节省 4.4 亿元, 财务费用下降成为公司业绩增长的重要动力。
- **云南省电力供给出现瓶颈, 导致供需格局持续偏紧, 成为公司电价的最重要支撑。**云南省在“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、金沙江中游电站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, 供需持续偏紧。根据云南电网有限责任公司电网规划建设研究中心测算, 在负荷基础方案下, 平水/枯水年“十四五”云南最大电力缺口分别达 570/1200 万千瓦。云南省电价持续上行, 成为华能水电超额收益的重要驱动力。
- **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。
- **盈利预测与估值:**结合公司 2023 年经营数据公告, 我们预测公司 2023-2026 年归母净利润分别为 75.81、84.70、92.32 和 95.63 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 22、20、18、17 倍。公司现金流极佳, 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。此外, 云南省电力供给出现瓶颈, 供需格局趋紧成为公司电价的最重要支撑。由此, 我们给公司乃至整个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, 电价政策调整。

## 股票数据: 2024年2月29日

收盘价(元)	9.28
一年内最高/最低(元)	9.65/6.79
总市值(亿元)	1670

## 基础数据: 2023年9月30日

总股本(亿股)	180
总资产(亿元)	1903
净资产(亿元)	645.2
每股净资产(元)	2.97
市净率PB	3.12

## 盈利预测与估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	20202	21142	22773	23645	24279
同比增长率(%)	4.9%	4.7%	7.7%	3.8%	2.7%
归母净利润(百万元)	5838	6801	7581	8470	9232
同比增长率(%)	20.7%	16.5%	11.5%	11.7%	9.0%
每股收益(元/股)	0.324	0.378	0.421	0.471	0.513
毛利率(%)	54.6%	56.4%	57.4%	58.7%	59.6%
ROE(%)	9.5%	10.4%	10.9%	11.5%	11.9%
市盈率			22	20	18

## 投资案件

### 投资评级与估值

结合公司 2023 年经营数据公告，我们预测公司 2023-2026 年归母净利润分别为 75.81、84.70、92.32 和 95.63 亿元，当前股价对应 PE 分别为 22、20、18、17 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

假设公司 2024-2026 年来水逐渐恢复往年平均水平，利用小时数分别较 2023 年（已有经营数据公告）增长 100、50 和 0 小时。留云南省内部分电价每年上涨 0.5 分/千瓦时。

### 投资逻辑要点

公司现金流极佳，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。

此外，云南省电力供给出现瓶颈，导致供需格局持续偏紧，根据云南电网有限责任公司电网规划建设研究中心测算，在负荷基础方案下，平水/枯水年“十四五”云南最大电力缺口分别达 570/1200 万千瓦。供需格局成为公司电价的最重要支撑。

### 核心风险提示

来水持续不及预期，电价政策调整；

## 目录

---

1. 全国第二大水电公司 独占澜沧江全流域开发权.....	5
2. 云南电力紧缺背景下 市场化电价有望持续上行.....	8
3. 盈利预测及估值.....	9

## 图表目录

---

图 1: 公司机组流域分布情况 (括号中数字单位为万千瓦) .....	6
图 2: 公司现金流及归母净利润情况 (亿元) .....	6
图 3: 公司资产负债率 .....	7
图 4: 公司财务费用 (亿元) .....	7
图 5: 云南省水电市场化交易逐月电价情况 (元/千瓦时) .....	8
表 1: 公司旗下主要水电资产 (装机单位: 万千瓦, 库容单位: 亿立方米, 发电量单位: 亿千瓦时) .....	5
表 2: 公用事业重点公司估值表 (元, 元/股) .....	9
表 3: 公司利润表预测 (百万元) .....	9
表 4: 公司资产负债表预测 (百万元) .....	10
表 5: 公司现金流量表预测 (百万元) .....	12

## 1. 全国第二大水电公司 独占澜沧江全流域开发权

**华能集团旗下唯一水电上市平台，拥有澜沧江全流域开发权。**公司为华能集团唯一水电上市平台，截至 2023 年月底，华能集团持股 50.40%，云南能投、合和集团位列公司第二、三大股东，分别持股 22.70%、11.34%。除华能水电外，华能集团上市公司还包括华能国际（内蒙古区域性平台）以及内蒙华电（内蒙古区域性平台）。公司业务定位为集团旗下唯一水电上市平台。

澜沧江干流的水电资源全归公司开发，总可开发装机容量 3200 万千瓦。截止 2023 年 6 月公司已经投产的装机容量为 2433.28 亿千瓦，装机规模稳居全国第二。托巴水电站（140 万千瓦）及华能四川硬梁包水电站（111.6 万千瓦），将于“十五五”期间陆续投产，两个电站投产后公司水电装机容量将进一步增厚 9.3%。

表 1：公司旗下主要水电资产（装机单位：万千瓦，库容单位：亿立方米，发电量单位：亿千瓦时）

电站	所在地区	装机容量	投产时间	持股比例	权益装机	河段
乌弄龙	云南	99	2019	100%	99	澜沧江上游云南古水至苗尾河段第二级
里底	云南	42	2018-2019	100%	42	澜沧江上游云南古水至苗尾河段第三级
黄登	云南	190	2018-2019	100%	190	澜沧江上游云南古水至苗尾河段第五级
大华桥	云南	92	2018-2019	100%	92	澜沧江上游云南古水至苗尾河段第六级
苗尾	云南	140	2017-2018	100%	140	澜沧江上游云南古水至苗尾河段第七级
功果桥	云南	90	2011-2012	100%	90	澜沧江中下游河段“两库八级”开发方案中的第一级
小湾	云南	420	2009-2010	100%	420	澜沧江中下游河段“两库八级”开发方案中的第二级
漫湾	云南	167	1993-1995	100%	167	澜沧江中下游河段“两库八级”开发方案中的第三级
大朝山	云南	135	2003	10%	13.5	澜沧江中下游河段“两库八级”开发方案中的第四级
糯扎渡	云南	585	2012-2014	100%	585	澜沧江中下游河段“两库八级”开发方案中的第五级
景洪	云南	175	2008-2009	100%	175	澜沧江中下游河段“两库八级”开发方案中的第六级
龙开口	云南	180	2013-2014	95%	171	金沙江中流河段
寨桑河二级	柬埔寨	40	2018	51%	20.4	柬埔寨王国桑河干流
瑞丽江一级	缅甸	60	2009	40%	24	瑞丽江干流
徐村	云南	8.58	2014 之前	100%	8.58	漾濞江中段河流规划的第三级电站
南果河	云南	1.6	2009	90%	1.44	南果河干流下游河段
妥洛	云南	3	2007	100%	3	妥洛河
丰甸河	云南	1.26	2014 之前	100%	1.26	丰甸河
老王庄	云南	0.96	2014 之前	100%	0.96	老王庄河与澜沧江交汇处
牛栏沟	云南	2.48	2013	51%	1.26	岔河至盐津县城河段水能开发方案的第六级电站
总计		2432.88			2245.4	

资料来源：公司公告，华源证券

**定增 60 亿元建设如美/托巴电站，尤其是如美电站具备战略意义。**公司 2024 年 2 月 26 日发布定增公告，拟募集不超过 60 亿元用于如美与托巴水电站资本金投入（分别为 45

和 15 亿元)。如美水电站考虑下游补偿收益返还 50%后资本金财务内部收益率 8%，托巴水电站资本金财务内部收益率 8.54%。

如美水电站投资总额为 583.81 亿元，设计装机容量为 260 万千瓦，位于澜沧江上游，具备年调节能力，预计将极大增加澜沧江上游电站的稳定性。

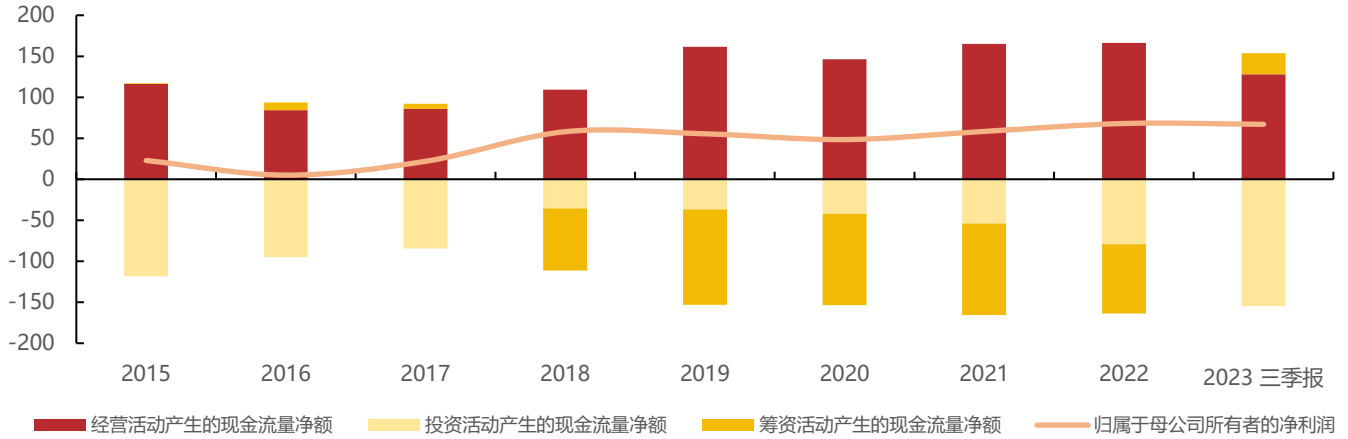
图 1：公司机组流域分布情况（括号中数字单位为万千瓦）



资料来源：公司公告，华源证券

现金流的意义大于账面净利润，（经营性现金流量净额+取得投资收益收到的现金-财务费用）约为净利润的 2 倍。由于折旧占比较高，公司每年可自由支配的现金流约为归母净利润的 200%，公司经营性净现金流非常充裕。2022 年公司经营性净现金流达到 166.1 亿元，创历史新高，充裕的现金流为后续提高分红比例以及新能源建设提供资金支持。

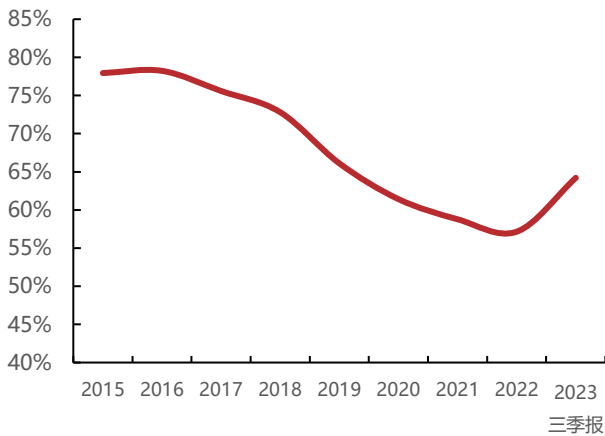
图 2：公司现金流及归母净利润情况（亿元）



资料来源: wind, 华源证券

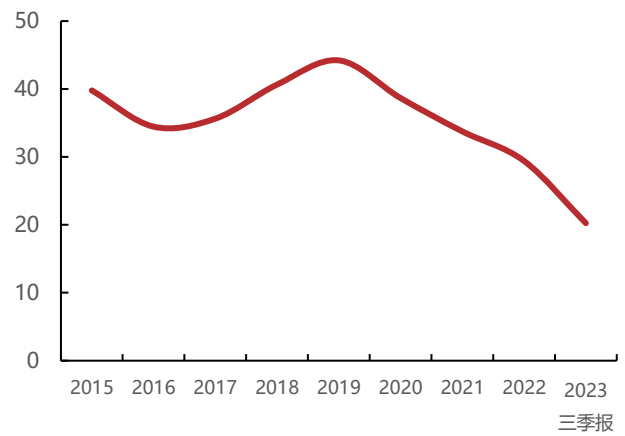
**资产负债率快速下行, 财务费用下降明显。**相比长江电力、雅砻江水电等公司, 公司机组投产时间相对较晚, 导致资产负债率高企。公司过去几年持续高强度偿还债务, 从 2015 年至 2023 年三季度, 公司资产负债率从 77.94% 下降至 64.21%, 呈现快速下降趋势。公司财务费用从 2019 年高点的 44.22 亿元下降至 2022 年的 29.39 亿元, 2023 年前三季度财务费用同比节省 4.4 亿元, 财务费用下降成为公司业绩增长的重要动力。

图 3: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告, 华源证券

图 4: 公司财务费用 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华源证券

**单纯看股息率严重低估公司的真实价值。**目前华能水电分红比例在 50% 左右, 绝大部分自由现金流均用于还债。根据自由现金流 FCFF 折现模型以及 MM 定理:

$$\text{股权价值 (FCFF 法)} = \text{对自由现金流折现} - \text{债务余额} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+r_{wacc})^t} - \text{债务余额}$$



$r_{wacc}$  取决于企业经营层面的风险，与资本结构无关，因此资本结构不会影响自由现金流的折现值，资本结构仅仅影响股权价值。按照上述等式，还债和分红对股权价值的影响是一样的，即**还债等价于分红**，只不过前者的途径是减少财务费用，增加未来利润。

**收购华能四川公司股权，实现集团优质资产注入。**公司 2023 年 10 月完成收购华能集团、华能国际合计持有的华能四川能源开发有限公司 100% 股权，交易总价 85.79 亿元。

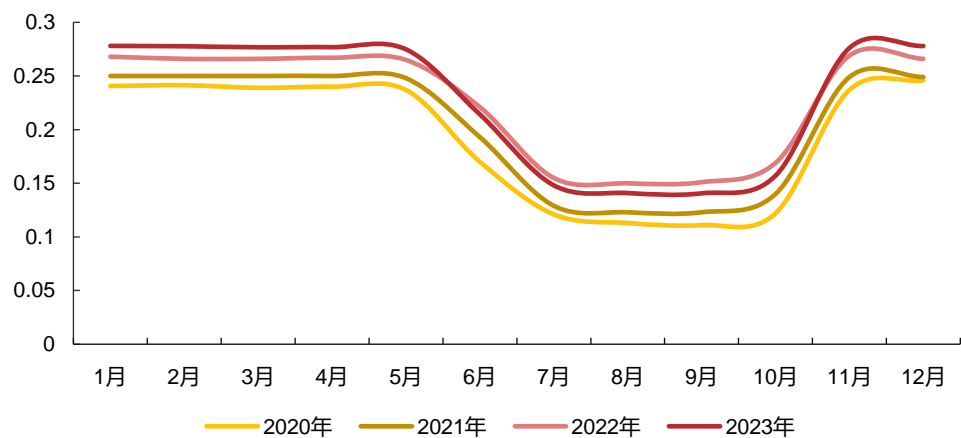
华能四川公司是华能集团子公司，主要从事四川地区的水电开发建设和生产运营，截至 2023 年 3 月 31 日，已投产装机容量 265.1 万千瓦，在建水电项目 111.6 万千瓦。华能四川公司资产注入后，公司累计水电投产装机增长 10.9%。2022 年华能四川实现净利润 6.86 亿元，本次收购为公司电量及业绩增长带来更强助力。

## 2. 云南电力紧缺背景下 市场化电价有望持续上行

**云南省电力供给出现瓶颈，导致供需格局持续偏紧，成为公司电价的最重要支撑。**云南省在“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、金沙江中游电站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，供需持续偏紧。

**云南省电价持续上行，成为华能水电超额收益的重要驱动力。**从云南省公布的高频月度数据，省内电价已经呈现连续数年的上涨趋势，2023 年除汛期受来水偏丰影响电价同比小幅下滑外，其余月份电价在 2022 年高基数的基础上进一步上涨。

图 5：云南省水电市场化交易逐月电价情况（元/千瓦时）



资料来源：昆明电力交易中心，华源证券



**展望 2024 年以及更长周期，我们分析西南电力供需格局趋紧态势难以解决，高电价将成为常态。**西南地区电力供需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。

从潜在电源增量来看，整个西南地区非水资源禀赋较差，缺乏煤炭资源（制约煤电）、地质不稳定（制约核电），新能源除云南中西部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紧缺周期，对水电基本面形成强有力支撑。

### 3. 盈利预测及估值

假设公司 2024-2026 年来水逐渐恢复往年平均水平，利用小时数分别较 2023 年（已有经营数据公告）增长 100、50 和 0 小时。留云南省内部分电价每年上涨 0.5 分/千瓦时

结合公司 2023 年经营数据公告，我们预测公司 2023-2026 年归母净利润分别为 75.81、84.70、92.32 和 95.63 亿元，当前股价对应 PE 分别为 22、20、18、17 倍。

公司为全国第二大水电公司，一方面，我们认为水电板块具备长期配置价值，以“四水两核”（长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、中国核电、中国广核）为代表的低协方差资产重估尚未结束，折现率下降有望带动该类资产价格持续上升；另一方面，受益与云南省电力供需格局持续趋紧，公司有望成为电价弹性最大的水电公司之一，带动分子端改善。**由此，我们认为公司具备长期配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。**

**风险提示：**来水持续不及预期，电价政策调整。

表 2：公用事业重点公司估值表（元，元/股）

板块	代码	简称	收盘价	EPS			PE			PB (lf)
			2024/2/29	23E	24E	25E	23E	24E	25E	
水电	600886.SH	国投电力	14.41	0.85	1.01	1.14	17	14	13	2.03
	600900.SH	长江电力	25.05	1.12	1.39	1.46	22	18	17	3.02
	600674.SH	川投能源	15.66	0.96	1.11	1.18	16	14	13	1.96
	600236.SH	桂冠电力	5.77	0.15	0.36	0.38	39	16	15	2.77
	平均值						24	16	15	2.44
	600025.SH	华能水电	9.28	0.42	0.47	0.51	22	20	18	3.12

资料来源：Wind，华源证券

表 3：公司利润表预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业总收入	19253	20202	21142	22773	23645	24279	24426

营业收入	19253	20202	21142	22773	23645	24279	24426
营业总成本	13597	13468	13129	13833	13613	13349	13092
营业成本	9017	9166	9212	9707	9757	9807	9857
税金及附加	323	379	345	342	355	352	342
销售费用	31	39	43	46	48	49	49
管理费用	317	379	437	410	426	413	415
研发费用	43	131	154	154	154	154	154
财务费用	3866	3375	2939	3174	2874	2574	2274
其中：利息费用	3838	3370	3015	3200	2900	2600	2300
减：利息收入	18	16	26	26	26	26	26
加：其他收益	15	13	17	17	17	17	17
投资净收益	297	341	250	250	250	250	250
公允价值变动净收益	-13	103	-8	0	0	0	0
资产减值损失	-62						
信用减值损失	-215	-13	46	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	5677	7177	8317	9207	10298	11197	11601
加：营业外收入	10	4	8	0	0	0	0
减：营业外支出	34	47	33	0	0	0	0
利润总额	5653	7134	8292	9207	10298	11197	11601
减：所得税	370	853	1016	1131	1313	1430	1482
净利润	5283	6281	7276	8076	8985	9767	10118
减：少数股东损益	449	443	475	495	515	535	555
归属于母公司所有者的净利润	4835	5838	6801	7581	8470	9232	9563

资料来源：公司公告，华源证券

表 4：公司资产负债表预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
流动资产：							
货币资金	1596	1510	1855	1697	1157	941	878
交易性金融资产	463						
应收票据及应收账款	3968	1917	1561	1561	1561	1561	1561
预付款项	16	14	41	41	41	41	41
其他应收款	18	142	94	94	94	94	94
存货	41	44	43	43	43	43	43
一年内到期的非流动资产	56						
其他流动资产	176	40	35	35	35	35	35
流动资产合计	6334	3667	3629	3471	2931	2715	2652
非流动资产：							
其他权益工具投资	607	1056	1126	1177	1228	1279	1330
其他非流动金融资产	135	367	454	454	454	454	454
长期应收款							
长期股权投资	2963	3002	3116	3215	3315	3414	3514

投资性房地产	26	24	20	20	20	20	20
固定资产	135798	128843	124305	118598	112891	107184	101477
在建工程	12058	16356	22641	27641	32641	37641	42641
使用权资产		166	304	304	304	304	304
无形资产	6304	6009	6352	6352	6352	6352	6352
长期待摊费用	83	26	26	26	26	26	26
递延所得税资产	77	74	71	71	71	71	71
其他非流动资产	248	1065	838	838	838	838	838
非流动资产合计	158298	156987	159251	158694	158137	157581	157024
资产总计	164632	160654	162879	162165	161068	160296	159676
流动负债:							
短期借款	1700	1102	4283	4283	4283	4283	4283
应付票据及应付账款	84	145	238	238	238	238	238
预收款项	4		1	1	1	1	1
合同负债		12					
应付职工薪酬	71	89	115	115	115	115	115
应交税费	296	307	366	366	366	366	366
其他应付款	9357	6128	5262	5262	5262	5262	5262
一年内到期的非流动负债	5104	8805	6032	6032	6032	6032	6032
其他流动负债	6000	6036	5074	5074	5074	5074	5074
流动负债合计	22616	22625	21370	21370	21370	21370	21370
非流动负债:							
长期借款	78225	71447	71248	66248	61248	56248	51248
租赁负债		4	66	66	66	66	66
长期应付款	56	49	50	50	50	50	50
预计负债	199	204	234	234	234	234	234
递延所得税负债	21	92	101	101	101	101	101
递延收益-非流动负债	2	7	13	13	13	13	13
非流动负债合计	78504	71802	71712	66712	61712	56712	51712
负债合计	101120	94428	93081	88081	83081	78081	73081
所有者权益(或股东权益):							
实收资本(或股本)	18000	18000	18000	18000	18000	18000	18000
其它权益工具	12976	12965	13000	13000	13000	13000	13000
资本公积金	18892	18892	18843	18843	18843	18843	18843
减: 库存股							
其它综合收益	24	378	564	564	564	564	564
专项储备			10	10	10	10	10
盈余公积金	2016	2551	3195	3953	4800	5724	6680
未分配利润	9707	11576	14132	17165	19706	22475	25344
归属于母公司所有者权益合计	61615	64364	67744	71534	74922	78615	82441
少数股东权益	1897	1863	2054	2549	3064	3599	4154
所有者权益合计	63512	66227	69798	74084	77987	82215	86595

资料来源: 公司公告, 华源证券

**表 5：公司现金流量表预测（百万元）**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<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	21405	24644	24282	22773	23645	24279	24426
收到的税费返还	12	12	29				
收到其他与经营活动有关的现金	249	201	210	17	17	17	17
经营活动现金流入(金融类)				26	26	26	26
经营活动现金流入小计	21666	24857	24521	22815	23687	24322	24468
购买商品、接受劳务支付的现金	990	1848	1287	4000	4050	4100	4150
支付给职工以及为职工支付的现金	1040	1285	1365	610	627	615	618
支付的各项税费	4587	4751	5153	1473	1668	1782	1824
支付其他与经营活动有关的现金	425	480	98				
经营活动现金流出小计	7043	8363	7903	6082	6345	6497	6592
经营活动产生的现金流量净额	14623	16494	16618	16733	17343	17824	17876
<b>投资活动产生的现金流量：</b>							
收回投资收到的现金	117	322					
取得投资收益收到的现金	264	398	137	99	99	99	99
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1	0	7				
收到其他与投资活动有关的现金	17	12	20				
投资活动现金流入小计	399	732	164	99	99	99	99
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4323	6020	7913	5000	5000	5000	5000
投资支付的现金	299	70	95				
支付其他与投资活动有关的现金	7	32	78				
投资活动现金流出小计	4630	6122	8086	5000	5000	5000	5000
投资活动产生的现金流量净额	-4230	-5390	-7921	-4901	-4901	-4901	-4901
<b>筹资活动产生的现金流量：</b>							
吸收投资收到的现金	5005	2	4003				
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	5	2	7				
取得借款收到的现金	54220	35856	54039				
收到其他与筹资活动有关的现金	60	67	4				
筹资活动现金流入小计	59285	35925	58045	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	62547	39504	59067	5000	5000	5000	5000
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7378	7485	7369	6991	7982	8139	8038
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	283	470	400				
支付其他与筹资活动有关的现金	472	120	57				
筹资活动现金流出小计	70397	47109	66492	11991	12982	13139	13038
筹资活动产生的现金流量净额	-11112	-11184	-8447	-11991	-12982	-13139	-13038

资料来源：公司公告，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 lirui xue@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