

2024年05月19日

上海电力 (600021.SH)

买入 (首次覆盖)

——国电投区域旗舰 兼具盈利弹性和远期成长

投资要点:

- **国电投华东区域核心电力平台，清洁化转型稳健发展。** 公司为国电投集团旗下核心电力上市平台（集团拥有 57.46% 控股权），为集团旗下境内最大的电力上市平台，集团旗下江浙沪三省的常规能源整合平台。截至 2024 年 3 月底，公司控股装机 2249 万千瓦，其中煤电、气电、风电、光伏分别为 985、362、387、516 万千瓦，清洁装机占比达到 56%。在煤价回落与绿电稳健发展下，公司扣非归母净利润于 2023 年达到历史高值（约 15 亿元）。值得注意的是，公司于 2022 年发布三年期股权激励，行权价格 12.81 元/股。
- **火电：聚焦长三角，享受 6 台百万煤电机组装机成长。** 公司深度绑定长三角区域，煤电控股 985 万千瓦，权益 875 万千瓦。控股煤电机组聚焦上海、江苏、安徽、土耳其，60 万千瓦以上装机占比 80%，2022 年供电煤耗 283 克/千瓦时，机组质量处于行业优秀水平，且享受华东区域电价韧性与沿海电厂高煤价弹性。公司作为国内历史最悠久的发电企业之一，其老旧机组以及人员配置或使其盈利能力弱于同行。目前公司拥有上海、江苏在建拟建 6 台百万千瓦煤电机组，预计新机组投产后，公司煤电盈利能力或得到较大改善。另外公司燃机几乎位于上海、浙江两地，在两部制电价与气电联动下盈利能力及稳定性具有较强保障。
- **绿电：立足华东海风，稳扎稳打发展新能源。** 公司确定了“深耕上海，站稳周边，推进海外，全力打造西部规模化清洁能源大基地，打造千万千瓦级新能源航母”的发展思路。截至 2023 年底公司控股风电装机 387 万千瓦，集中于长三角，且拥有大比例海风；控股光伏装机 511 万千瓦，全国性布局。公司计划十四五清洁能源装机占比到 60%，目前占比 56%。新能源规划合理稳健，预计 2024-2025 年两年合计新增 217 万千瓦即可完成 60% 清洁能源占比目标。2023 年 4 月获得上海 45 万千瓦风电项目指标，并争取 2024 年在沪再获得一个深远海项目。
- **盈利预测与估值：** 结合当前电力市场环境、煤炭供需情况、公司十四五战略规划以及在建项目，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 25、29、34 亿元，扣除永续债利息 3.4 亿元后，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 12、10、9 倍。中性假设下，公司内在价值为 165（火电）+196（新能源）+0（其他板块）-34（永续债利息）=327 亿元，较当前市值仍有 24% 上涨空间。假设公司 2024 年分红 40%，对应股息率 3.8%。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

- **风险提示：** 煤价上涨超预期、减值超预期、土耳其电价波动。

证券分析师

刘晓宁

S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

研究支持

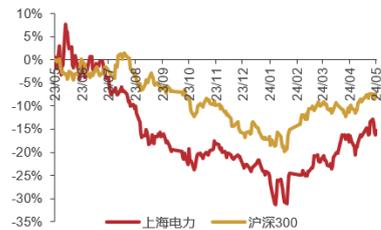
联系人

刘晓宁

S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

股票数据: 2024年5月17日

收盘价(元)	9.33
一年内最高/最低(元)	11.95/7.21
总市值(百万元)	26280
市净率PB	1.40

基础数据: 2024年3月31日

总股本(百万股)	2817
总资产(百万元)	173603
净资产(百万元)	52198
每股净资产(元)	6.68

资料来源:公司公告, ifind

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	39249	42402	43243	44262	50459
同比增长率(%)		8.0%	2.0%	2.4%	14.0%
归母净利润(百万元)	334	1593	2505	2904	3398
同比增长率(%)		376.6%	57.3%	15.9%	17.0%
每股收益(元/股)	0.07	0.5	0.77	0.91	1.09
毛利率(%)	19.25%	21.93%	24.80%	27.45%	27.66%
ROE(%)	1.5%	5.7%	8.7%	9.6%	10.6%
市盈率			12	10	9

投资案件

投资评级与估值

结合当前电力市场环境、煤炭供需情况、公司十四五战略规划以及在建项目，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 25、29、34 亿元，扣除永续债利息 3.4 亿元后，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 12、10、9 倍。中性假设下，公司内在价值为 165（火电）+196（新能源）+0（其他板块）-34（永续债利息）=327 亿元，较当前市值仍有 24% 上涨空间。假设公司 2024 年分红 40%，对应股息率 3.8%。

首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1) 煤电部分：假设 2024 年上海、江苏、安徽煤电上网电价分别变动-0.8、0.4、-0.3 分/千瓦时，2025-2026 年暂时维持不变；假设 2024-2026 年公司煤电机组利用小时数每年下滑 20 小时，单位燃料成本分别变动-7%、-2%、-1%。

2) 新能源部分：假设 2024-2026 年风电分别新增 20、60、60 万千瓦，光伏分别新增 150、150、150 万千瓦。

投资逻辑要点

公司存量煤电机组质量被未被市场充分认知，增量 6 台百万机组投产以及老旧机组退出，将有力摊薄固定成本。公司存量煤电机组最早于 1991 年投产，远早于其他煤电公司。但从公司目前机组结构（60 万千瓦以上装机占比 80%）以及机组平均供电煤耗（283 克/千瓦时）考虑，上海电力现有煤电机组质量处于行业优秀水平，同时公司境内煤电机组均处于长三角区域，将享受华东电网电价韧性以及沿海电厂的高煤价弹性。

我们分析公司在优秀的机组质量下，机组盈利能力给市场留下不好的印象主要系其臃肿的员工人数。预计在上海、江苏 6 台百万千瓦机组投产，以及外高桥一发老旧机组退出后，公司单位固定成本将得到有力改善。

另一方面，公司作为国电投集团旗下电力平台，资产“清洁”属性浓厚，2020 年新能源装机约 6GW，体量与煤电相当，并且早期带补贴项目利润较高，导致市场或对公司火电认知并不充分。客观而言，公司十四五新能源发展规划较为保守，2021-2023 年公司新能源新增约 3GW（且主要为长三角海上风电），预计 2024-2025 年新增约 2GW 即可完成十四五目标。

核心风险提示

煤价上涨超预期、减值超预期、土耳其电价波动。

目录

1. 国电投华东核心平台 清洁转型业绩新高.....	6
1.1 集团江浙沪常规能源平台 清洁转型发展稳健.....	6
1.2 火电改善业绩新高 股权激励彰显信心.....	7
2. 聚焦长三角 享受 6GW 煤电装机成长.....	10
3. 立足华东海风 稳扎稳打发展新能源.....	13
4. 盈利预测与估值.....	16

图表目录

图 1: 公司股权结构 (截至 2023 年底)	6
图 2: 公司控股装机结构 (万千瓦, 2024 年 3 月底)	7
图 3: 公司营收分区域结构 (亿元, 2023 年底)	7
图 4: 公司 2019-2024q1 营收情况 (亿元)	8
图 5: 公司 2019-2024q1 归母净利润情况 (亿元)	8
图 6: 上海电力、华能国际、三峡能源股价走势 (2023 年至今)	8
图 7: 土耳其日前市场月度电价均价 (TL/MWh)	11
图 8: 中间价: 人民币兑里拉	11
图 9: 公司风电装机分布 (电量占比)	14
图 10: 公司光伏装机分布 (电量占比)	14
图 11: 上海电力历史分红情况 (亿元)	16
表 1: 国电投集团旗下电力上市平台 (2023 年底, 万千瓦, 亿元人民币)	7
表 2: 公司股票期权行权的业绩条件	9
表 3: 公司控股煤电装机明细 (万千瓦, 截至 2023 年底)	10
表 4: 公司参股煤电装机明细 (万千瓦, 截至 2023 年底)	10
表 5: 江苏、安徽中长期交易电价情况 (元/kwh)	10
表 6: 公司在建煤电机组情况 (万千瓦)	12
表 7: 公司气电装机明细 (万千瓦, 截至 2023 年底)	12
表 8: 公司联合营投资收益明细 (亿元, 万千瓦)	13
表 9: 公司部分在建、投产海风项目	14
表 10: 公司重要新能源公司净利润情况 (亿元)	15
表 11: 2022-2023 年主要省份现货市场光伏结算均价 (元/MWh)	16
表 12: 公司控股电源 2024-2026 年关键数据假设表	17
表 13: 火电运营商可比公司估值表	18
表 14: 新能源运营商可比公司估值表	18

表 15: 公司利润表预测 (百万元)	20
表 16: 公司资产负债表预测 (百万元)	20
表 17: 公司现金流量表预测 (百万元)	22

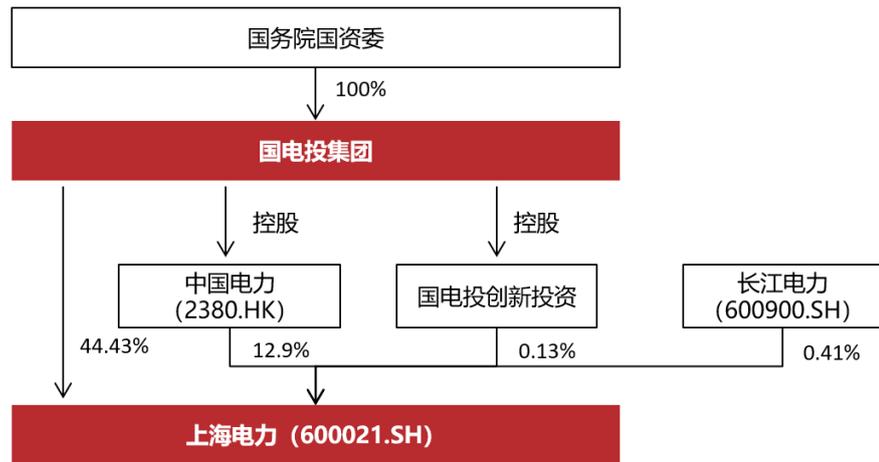
1. 国电投华东核心平台 清洁转型业绩新高

1.1 集团江浙沪常规能源平台 清洁转型发展稳健

国电投旗下电力上市平台，深耕上海，辐射周边，走向世界。1998年，公司由国网上海市电力公司和华东电力集团发起设立；在2002年在电力体制改革初期，国网上海市电力公司持有的公司76%股权转让给中国电力投资集团，公司控股股东变更为中国电力投资集团；2003年10月，公司在A股上市。2015年，本公司控股股东中国电力投资集团公司与国家核电技术有限公司重组成立国家电力投资集团公司。

截至2023年底，公司控股股东国电投集团拥有57.46%控制权（其中中国电力拥有12.9%股权），实控人为国资委；另外长江电力持有公司0.41%股权。

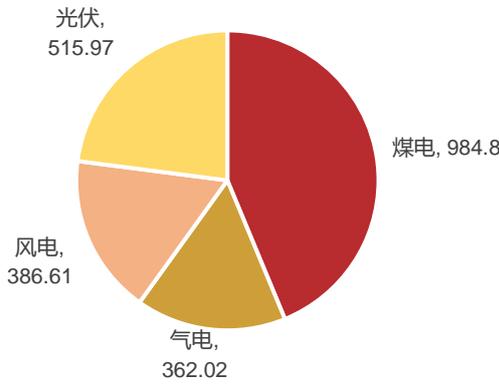
图1：公司股权结构（截至2023年底）



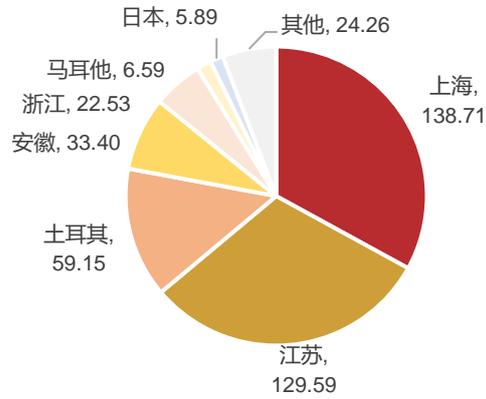
资料来源：公司公告，华源证券研究

结合国电投集团战略，坚持绿色转型、高质量进军境外发展。公司贯彻国家30-60双碳目标，结合国电投集团2035一流战略目标，坚持绿色发展、创新发展。以深耕上海、站稳周边、推进海外，打造西部规模化清洁能源大基地为主线，全面开启千万千瓦级新能源航母新征程。截至2024年3月底，公司控股装机2249万千瓦，其中煤电985万千瓦、气电362万千瓦、风电387万千瓦、光伏516万千瓦。2020-2024Q1，新能源装机增加319万千瓦，增幅55%。

根据公告，截至2023年底，公司装机分布在全国24个省份，并以长三角江浙沪三省为主，其中长三角区域装机占国内装机86%，占公司整体79%；另在土耳其、日本、马耳他等六个国家，拥有海外装机181万千瓦，海外装机占公司整体8%。

图 2：公司控股装机结构（万千瓦，2024 年 3 月底）


资料来源：公司公告，华源证券研究

图 3：公司营收分区域结构（亿元，2023 年底）


资料来源：公司公告，华源证券研究

集团旗下境内最大的电力上市平台，江浙沪常规能源整合平台。2017 年，国电投集团向上海电力转让江苏公司 100% 股权，并承诺上海电力为国电投集团在**上海市、江苏省、浙江省**等三个地区常规能源发电业务（即火电、水电等相关传统发电）的唯一境内上市平台。2017 年至今，国电投持续转让江浙沪三地的新能源（海风为主）与火电资产。截至 2023 年底，上海电力总装机位列集团境内上市平台第一。

表 1：国电投集团旗下电力上市平台（2023 年底，万千瓦，亿元人民币）

公司简称	股票代码	总装机	煤电	气电	水电	风电	光伏	归母净资产	市值
中国电力	2380.HK	4502	1108	51	595	1202	1515	385	394
电投能源	002128.SZ	575	120			455		309	480
上海电力	600021.SH	2245	985	362	-	387	511	278	263
吉电股份	000875.SZ	1342	330			1012		118	143
电投产融	000958.SZ	228	66			113	49	12.7	228

资料来源：各公司公告、ifind，华源证券研究。注：1) 市值为 4 月 30 日数据；2) 中国电力非境内上市，远达环保为环保公司

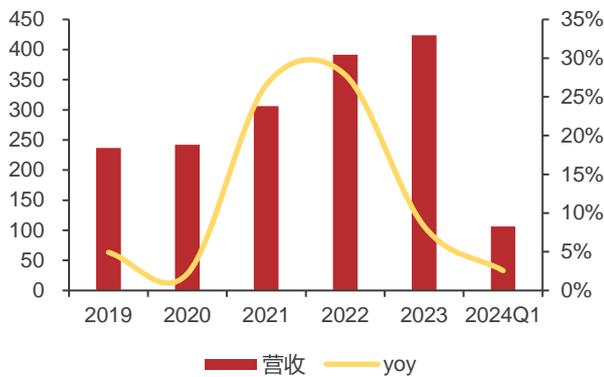
1.2 火电改善业绩新高 股权激励彰显信心

公司长期以电力为核心主业，并以火电为利润波动主导，但新能源在利润绝对值贡献上已占据主力。公司 2023 年 424 亿元营业收入中，电力营收 394 亿元，占比 93%；电力板块中，火电营收 288 亿元，占电力板块 74%，另外新能源占比 26%。毛利方面，火电毛利 59 亿元，占电力整体 48%，新能源毛利 64 亿元，占电力整体 52%。根据上证路演，公司 2021 年实现利润总额-10.98 亿元，其中煤电板块-26.53 亿元、气电板块-2.81 亿元，新能源板块 24.93 亿元，贡献主要业绩，稳固基本盘。

新能源稳步增长，煤价回落煤电业绩改善，公司业绩持续创新高。回顾公司过去五年业绩，与其他火电公司相似，在 2021 年遭遇高煤价成本冲击，造成公司上市以来第二次出现亏损，上一次为 2008 年，两次均为短期煤价快速上涨影响。2022-2023 年，随着土耳其电站投产以及国内燃煤电价改革推进，公司实现扭亏为盈，并在 2023 年录得约 16 亿元归母净利润，仅次于 2018 年的 28 亿元（其中处置股权获得 21 亿元投资收益）；**扣非归母净利润看，2023 年创造历史新高。**

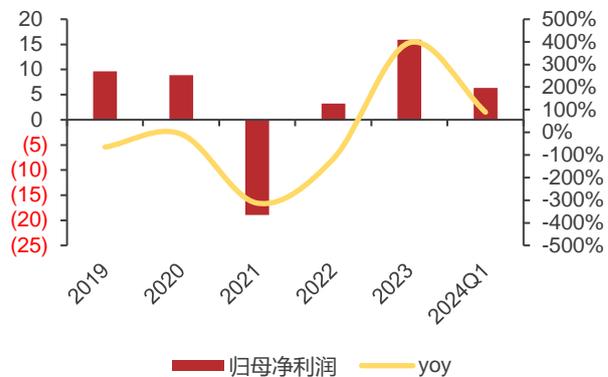
单季度看，公司 2024 年一季度实现归母净利润 6.34 亿元，同比增加 89.2%，**为上市以来一季度最高。**业绩大幅增长预计主要受益于煤价下降。

图 4：公司 2019-2024q1 营收情况（亿元）



资料来源：ifind，华源证券研究

图 5：公司 2019-2024q1 归母净利润情况（亿元）



资料来源：ifind，华源证券研究

均衡火绿电源结构下，2023 年至今股价修复弱于传统火电。复盘公司 2023 年至今股价走势，以华能国际代表主流火电运营商，三峡能源代表主流绿电运营商。整体而言，受电源结构与利润结构影响，公司股价趋势与火电、绿电强相关。

具体而言，2023H1 与 2024H1，由于公司火电业绩弹性不及华能国际等主流火电，公司股价当期涨幅不及华能国际；2023 年下半年以来股价走势与三峡能源高度一致，或许市场更多将上海电力视作优质绿电公司。

图 6：上海电力、华能国际、三峡能源股价走势（2023 年至今）



资料来源：ifind，华源证券研究

发布股权激励彰显发展信心，利润与清洁能源转型为考核重点。公司于 2022 年 5 月完成首期股权激励计划首次授予，对公司 152 名高管及骨干授予 2072 万份股票期权，**行权价格为 12.81 元/股**。三个行权期分别为 2024/7-2025/7、2025/7-2026/7、2026/7-2027/7，每期行权数量占比 1/3。

行权条件来看，三期分别要求 2022~2024 年扣非加权 ROE 分别不低于 4.5%、5%、5.5%；自 2020 年起净利润（扣非）复合增长率不低于 11%；清洁能源装机占比分别达到 54%、56%、58%。2022-2023 已成过往，其中 2022 年未达到考核要求，2023 年达到考核要求。**2024 年要求归母净利润 12.34 亿元；根据 2024 年火电装机建设情况，预计 2024 年新增新能源装机 100 万千瓦即可完成 58%清洁能源装机占比目标。**

表 2：公司股票期权行权的业绩条件

行权期	业绩考核条件
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 $\Delta \text{EVA} > 0$ ；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 $\Delta \text{EVA} > 0$ ；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 $\Delta \text{EVA} > 0$ ；2024 年清洁能源装机规模占总装机规模比例不低于 58%。

资料来源：公司公告，华源证券研究。注：净利润增长率为归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润增长率，净资产收益率指扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的加权平均净资产收益率。

2. 聚焦长三角 享受 6GW 煤电装机成长

10GW 存量煤电装机聚焦长三角，享受区域电价高韧性与煤价高弹性。公司煤电机组布局集中，截至 2023 年底，公司控股煤电装机 985 万千瓦，权益装机 875 万千瓦。根据表 3，上海、江苏、安徽、土耳其控股装机分别为 390、322、140、132 万千瓦，60 万千瓦以上装机占比 80%，2022 年供电煤耗 282.99 克/千瓦时，处于行业优秀水平。结合公司机组布局，我们分析公司煤电机组将享受华东电网电价韧性与沿海电厂较高煤价弹性。

电价方面，华东地区为我国当前用电负荷最高且最紧张的区域，在紧张的用电负荷以及较高的经济发展水平较好的电价承压能力下，2021 年至今，长三角区域燃煤电价均处于较高水平。**煤价方面**，长三角沿海电厂相较于北方以及中西部区域，通常现货煤、进口煤比例更高。根据上证路演，公司 2023 年前三季度国内长协煤占比约 79%，履约率 80%以上；根据公司信评报告，2022 年上海电厂进口煤占比 46%。

表 3：公司控股煤电装机明细（万千瓦，截至 2023 年底）

区域	状态	电厂	股比	装机	装机结构	权益装机
上海	在运	上海上电漕泾发电	65%	200	2*100	130
上海	在运	上海外高桥发电	51%	128	4*32	65
上海	在运	吴泾热电厂	100%	60	2*30	60
上海	在运	长兴岛电厂	100%	2	2*1.2	2
安徽	在运	淮沪电力田集二发	50%	140	2*70	70
江苏	在运	江苏阚山发电	55%	120	2*60	66
江苏	在运	国电投协鑫滨海发电	45%	200	2*100	90
江苏	在运	盐城热电有限责任公司	62%	2	0.9+1.5	1
土耳其	在运	土耳其胡努特鲁电厂	78%	132	2*66	103
在运合计			60%	985		588

资料来源：公司公告，华源证券研究

表 4：公司参股煤电装机明细（万千瓦，截至 2023 年底）

区域	状态	电厂	股比	装机	装机结构	权益装机
上海	在运	外高桥二发	20%	180	2*90	36
上海	在运	外高桥第三发电	30%	200	2*100	60
上海	在运	吴泾第二发电	49%	120	2*60	59
安徽	在运	淮沪煤电	50%	266	2*63+2*70	132
在运合计			37%	766		287

资料来源：公司公告，华源证券研究

表 5：江苏、安徽中长期交易电价情况（元/kwh）

省份	燃煤标杆电价	2022	2023	2024	2024 年电价较燃煤标杆电价涨幅
江苏	0.3910	0.4667	0.4666	0.4729	20.9%

安徽	0.3844	0.4613	0.4613	0.4565	18.8%
----	--------	--------	--------	--------	-------

资料来源：公司公告，华源证券研究。注：1) 安徽电价由代理购电价代替，2) 2024 年电价考虑容量电价 0.02/千瓦时

部分存量机组历史悠久，更新替代有望释放业绩。上海为中国电力事业的发源地，发展至今已有一百多年的历史，期间上海电力承担了不可磨灭的作用，公司杨树浦发电厂厂址内曾运营上海第一台电站——杨树浦电厂，杨树浦电厂为国家培养输送了一大批电力建设人材，有着“中国电力工业摇篮”美誉。在承接城市发展需求的同时，早期受技术等因素限制，上海电力也面临老旧电厂人员臃肿等问题。

根据公司年报，公司控股煤电机组中，除淮沪电力与土耳其电厂，2022 年其他控股机组均亏损；2023 年在煤价改善下，大部分机组盈利情况得到较好改善，仅外高桥发电、吴泾发电两个电厂亏损，二者均为 30 万千瓦级别机组。其中外高桥发电于 1998 年投产，计划于 2026 年退出，并于当年完成两台百万机组的等容替换。吴泾发电 2 台 30 万千瓦机组于 1991 年底投产，已于 2023 年到期退出。根据上海市十四五规划和 2035 年远景目标纲要，吴泾煤电已纳入上海市等容量异地替代项目。待公司老旧低效机组改造更新完成后，预计将有更大的利润释放。

现货市场下土耳其盈利稳定性难以预测，当地较为紧张的用电需求或提供盈利支持。公司于 2022 年 6 月在土耳其投产 2 台 66 万千瓦煤电机组，2022-2023 年分别实现净利润 12、10 亿元人民币，2022、2023 年不含税上网电价分别为 0.959、0.561 元/千瓦时。土耳其电力市场化程度高，以现货市场为主，同时电价受到政府管控。我们分析土耳其电站盈利能力主要受到电力供需、电价限价政策以及汇率影响。

根据电量和装机到算，公司土耳其电站 2023 年利用小时数为 8306 小时，几乎处于自然利用小时数上限，电力供给非常紧张。而土耳其电站电费收入由里拉计价，2023 年里拉兑人民币下滑 35%（以年底汇率考虑）。从 2024 年前五个月的电价考虑，预计土耳其电力市场仍维持较为紧张的供需格局，其火电机组盈利情况仍需跟踪现货市场电价情况。

图 7：土耳其日前市场月度电价均价（TL/MWh）

Hourly	Daily	Weekly	Monthly	Annually	Periodical
Month	2024	2023	2022	2021	2020
January	1,942.90	3,431.49	1,177.99	297.72	314.61
February	1,957.68	2,802.71	1,404.50	286.89	298.41
March	2,190.11	2,126.22	1,670.85	311.41	245.09
April	1,764.04	1,770.82	1,830.55	312.15	181.16
May	1,995.27	1,907.28	1,763.03	360.59	203.22
June	-	1,623.92	2,340.13	402.03	291.31
July	-	1,977.40	2,330.37	518.37	296.36
August	-	2,251.01	3,066.55	557.37	298.70
September	-	2,006.84	3,850.59	520.86	308.20
October	-	2,249.84	3,470.02	669.93	318.70
November	-	2,066.91	3,438.31	830.96	295.51
December	-	2,075.00	3,724.41	1,008.64	293.34

资料来源：epias，华源证券研究

图 8：中间价：人民币克里拉



资料来源：ifind，华源证券研究

6 台百万煤电机组在建待建，高参数机组贡献增量业绩。截至目前，公司在建机组 400 万千瓦，另有 200 万千瓦预计今年开工，以上均为百万机组，分布上海、江苏两地。预计到 2026 年，公司煤电控股装机 1457 万千瓦（上海外高桥一发计划 2026 年退出），较当前（985 万千瓦）提升 48%。考虑到华东持续紧张的电力供需格局，以及上海电力充沛的员工储备，预计新机组投产后公司老旧机组的盈利能力都将得到改善。

1) 漕泾综合能源中心二期项目：位于上海市金山区漕泾镇，建设 2 台 100 万千瓦超超临界清洁绿色高效煤电机组。项目动态投资 80.96 亿元，资本金 20%。

2) 外高桥一厂扩容量替代项目：投产后，外高桥一厂原有 4 台 32 万千瓦煤电机组关停转应急备用，预计总投资约 77 亿元。外高桥一厂现有机组 1998 年投产，2023 年亏损 4.56 亿元，或与老旧机组容量、效率有关，参考外高桥三厂（2*100 万千瓦）2023 年净利润约 3 亿元。预计一厂扩容替代项目投产后显著提升效益。

3) 江苏滨海火电扩建项目：位于江苏省盐城市滨海港邻港区，建设 2 台 100 万千瓦超超临界清洁绿色高效煤电机组。项目动态投资 79.36 亿元，资本金 20%。滨海县将规划打造 8*100 万千瓦全国最大火电基地，目前已投产一组 2*100 万千瓦机组，2023 年发电量 102.8 亿千瓦时，实现开票销售 44.3 亿元、税收 2.2 亿元。

表 6：公司在建煤电机组情况（万千瓦）

区域	状态	电厂	股比	装机	装机结构	权益装机	进展
上海	在建	漕泾综合能源中心二期项目	100%	200	2*100	200	2023 年 9 月核准，已开工
上海	待建	外高桥一厂扩容量替代	51%	200	2*100	102	2022 年 11 月核准，预计 2024 年开工
江苏	在建	江苏滨海火电扩建项目	72%	200	2*100	144	2024 年 2 月开工，预计 2026 年上半年投产
合计				600		446	

资料来源：公司公告，华源证券研究

燃机主要布局上海、浙江，两部制电价与气电联动下盈利具有较强稳定与保障。气电稳定收益。截至 2023 年底，公司拥有 363 万千瓦燃机，主要布局在上海、浙江两地，分别拥有 238、80 万千瓦。上海、浙江两地天然气发电机组均执行两部制电价+气电联动政策，气电机组盈利较为稳定。2021 年在高气价下公司气电板块亏损 2.8 亿元（利润总额口径），预计在 2023 年气价回落下盈利有所改善。

表 7：公司气电装机明细（万千瓦，截至 2023 年底）

区域	状态	电厂	股比	装机	装机结构	权益装机
上海	在运	上海漕泾热电	36%	78	2*39	28
上海	在运	罗泾燃机发电厂	100%	39	2*19.3	39
上海	在运	闵行燃机	65%	121	46.8+74.5	79
浙江	在运	浙江浙能长兴天然气热电	51%	80	2*40	41
新疆	在运	哈密燃机	60%	32	2*16	19

马耳他	在运	马耳他 D3 发电	90%	13	8*1.6	12
合计			60%	363		217

资料来源：公司公告，华源证券研究

深度绑定长三角，参股当地优质火电绿电，投资收益已成重要利润贡献。2023年，公司投资收益12.51亿元，其中联合营投资收益12.29亿元，主要为参股的燃煤、燃机、新能源等。参股煤机与燃机仍然以长三角为主，参股燃煤权益装机287万千瓦，其中外高桥二发、外高桥三发均与申能股份合作，淮沪煤电为煤电联营项目，以上三个项目2023年贡献投资收益2亿元；气电权益装机167万千瓦，2023年三个项目贡献投资收益0.76亿元；公司持续加强优质新能源项目的收并购与参股，2023年新能源类投资收益2.77亿元，其他财务、地产等项目贡献投资收益5.7亿元。

表 8：公司联合营投资收益明细（亿元，万千瓦）

类别	参股公司	参股公司投资收益 (亿元)	持股比例	装机	2019	2020	2021	2022	2023
燃煤	外高桥二发		20%	180	0.61	0.76	-0.09	-0.49	0.63
燃煤	淮沪煤电		50%	266	0.54	0.4	1.02	1.78	0.38
燃煤	吴泾第二发电		49%	120	0.07	0.34	-1	-1.77	-0.24
燃煤	外高桥第三发电		30%	200	0.81	1.29	0.17	-0.52	0.99
燃油	新马耳他能源公司		33%	62	-0.01	-0.75	-0.91	0.01	1.27
燃煤类合计					2.02	2.04	-0.81	-0.99	3.03
燃机	临港燃机		35%	160	0.77	0.67	0.53	0.56	0.85
燃机	望亭燃机		45%	80	-0.17	0.07	-0.11	-0.41	-0.12
燃机	镇海燃机		38%	200	0.04	0.16	0.12	0.04	0.03
财务	融和租赁		35%		2.18	3.61	4.27	4.85	5.49
房地产	馨懿房地产		49%		0.2	0.24	0.23	0.25	0.24
稳定类资产合计					3.02	4.75	5.04	5.29	6.49
新能源	东海风力		14%		0.11	0.15	0.07	0.11	0.12
新能源	懿杉新能源		40%		0.29	0.23	0.27	0.41	0.49
新能源	新能源及其他				0.02	-0.04	0.13	1.69	2.16
新能源及其他资产					0.42	0.34	0.47	2.21	2.77
合计					5.46	7.13	4.7	6.51	12.29

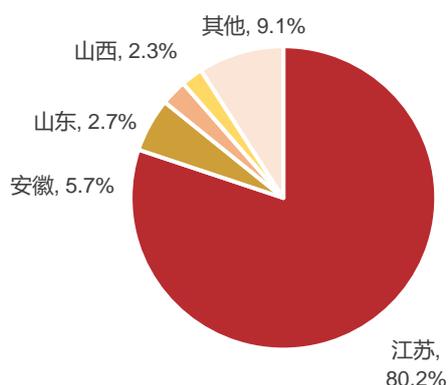
资料来源：公司公告，华源证券研究

3. 立足华东海风 稳扎稳打发展新能源

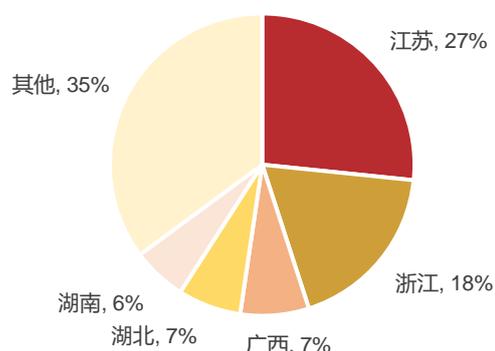
扎根长三角，争取西部新能源基地，新能源规划稳健。根据公司年报，公司确定了“深耕上海，站稳周边，推进海外，全力打造西部规模化清洁能源大基地，打造千万千瓦级新能源航母”的发展思路。大力发展西部基地级新能源项目，积极推进华东区域清洁能源项

目落地，加快县域能源资源开发，努力开拓国际能源市场。截至 2023 年底，公司控股风电装机 387 万千瓦，控股光伏装机 511 万千瓦，其中风电项目集中在长三角，光伏项目全国性布局，并且日本等地占比 6.1%。

根据上证路演，公司计划十四五清洁能源装机占比到 60%，截至 2024 年 3 月底为 56%。根据现有装机情况，预计 2024-2025 年两年合计新增 217 万千瓦即可完成 60% 清洁能源占比目标。**公司新能源发展稳扎稳打，预计能够高质量完成十四五目标。**

图 9：公司风电装机分布（电量占比）


资料来源：公司公告，华源证券研究

图 10：公司光伏装机分布（电量占比）


资料来源：公司公告，华源证券研究

依托长三角海上风电基地，在运拟建海风约 3GW。江浙沪处于长三角地区，为我国五大海上风电基地重点建设集群之一，海风资源丰富。江苏省发改委 2021 年发布《江苏省“十四五”海上风电规划》，计划新建 909 万千瓦海上风电项目；浙江省发改委 2023 年发布《关于促进浙江省新能源高质量发展的实施意见（征求意见稿）》，计划建设 3 个以上百万千瓦级海上风电基地；上海市政府 2022 年发布《上海市能源发展“十四五”规划》，力争新增近海风电 180 万千瓦。

根据我们不完全统计，截至 2023 年底公司已投产海风项目超过 2.2GW，位于江苏盐城、南通两大基地。2023 年 4 月，公司牵头的联合体获得上海金山二期项目、奉贤二期项目竞争性配置建设指标，合计 0.45GW。

表 9：公司部分在建、投产海风项目

类别	区域/基地	项目	装机 (万千瓦)	总投资 (亿元)	单位投资 (元/kw)	投产时间
在运	盐城	滨海北 H1	10	13.74	13740	2016 年 5 月
在运	盐城	滨海北 H2	40	59.97	14993	2018 年 6 月
在运	盐城	大丰 H3	30	48.81	16270	2018 年 12 月
在运	盐城	滨海南 H3	30	49.61	16537	2021 年 1 月
在运	南通	蒋家沙 H2	30	-	-	2020 年 12 月

在运	南通	如东 H4	40	69.52	17380	2021 年 12 月
在运	南通	如东 H7	40	76.64	19160	2021 年 12 月
在运合计			220			
待建	上海	金山二期项目	20	-	-	预计 2024 开工
待建	上海	奉贤二期项目	25	-	-	预计 2024 开工
待建合计			45			

资料来源：公司公告，华源证券研究

国电投长三角海风核心平台，集团支持与多能互补获取资源。公司拥有国电投集团江苏分公司 89% 股权，国电投集团浙江分公司 100% 股权，国电投集团在江苏、浙江、上海发展的海上风电项目实质性交予上海电力。截至目前，公司新能源主体主要由江苏公司、浙江新能源、新能源发展以及大丰海上风电四家公司运营。

新能源发展负责境内江苏、浙江以外新能源经营；大丰海上风电负责大丰 H3 项目；江苏公司经营 2*100 万千瓦火电以及江苏区域海上风电，2017 年公司通过定增从集团收购；浙江新能源由公司 2018 年从集团现金收购。**四家公司 2023 年净利润达到 25.7 亿元，大丰海上风电 2019-2023 年平均 ROE 为 13.4%。**

结合国家多能互补发展导向，公司在上海、江苏在建的六台百万煤电机组有望助力公司获得增量海风等新能源资源。另外公司计划在 2024 年在上海获得一个深远海项目。

表 10：公司重要新能源公司净利润情况（亿元）

子公司	股比	2019	2020	2021	2022	2023
上海电力新能源发展有限公司（新能源发展）	79%	4.08	4.50	5.91	5.98	4.96
上海电力大丰海上风电有限公司（大丰海上风电）	93%	2.91	2.26	2.57	1.79	1.73
国家电投集团江苏电力有限公司（江苏公司）	89%	9.18	8.15	6.22	10.88	16.09
国家电投集团浙江新能源有限公司（浙江新能源）	100%	1.25	1.42	1.74	2.30	2.90

资料来源：公司公告，华源证券研究。注：子公司名称括号内为简称

当前新能源仍面临消纳与补贴回收双重压力。我们在 1.2 节复盘公司 2023 年至今股价提到，2023 年下半年至今，公司股价走势与三峡能源贴近，趋势向下。表面上，新能源面临业绩与估值的双杀，更根本的，我们判断 2023 年至今压制绿电行业的核心因素在于新能源快速发展面临的消纳问题以及补贴拖欠问题。

在现货市场下， $\text{新能源收入} = \text{现货收入} + \text{中长期差价损益} + \text{分摊考核费用}$ ，从 2022-2023 年新能源进入现货市场后的表现看，呈现两大特征：1) 部分省份结算电价略有提升，主要受益于中长期交易电量占大比例，电价与火电同进退。2) 现货电价分化，较好反映当地电力供需形势。一方面，目前现货价格下降反映了部分地区新能源时段性过剩；另一方面，政策多维度呵护下，新能源电价压力并未完全传导到发电侧。

表 11：2022-2023 年主要省份现货市场光伏结算均价（元/MWh）

市场	基准价	2022	2023	2023 年同比变动	2023 年较基准价
山西	332	230.61	244	13.39	-27%
甘肃	307.8	243.03	257.16	14.13	-16%
蒙西	282.9	204.87	216.94	12.07	-23%
山东*	394.9	355.27	349.64	-5.63	-11%

资料来源：兰木达，华源证券研究。注：*山东市场考虑的未入市的光伏项目，不参与中长期交易

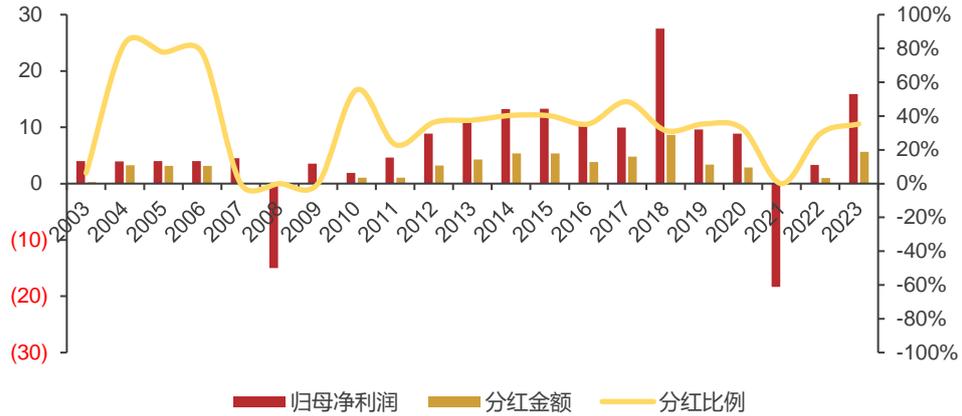
发电侧改革政策持续推出，但绿电发展关键仍在需求侧。从新型电力系统机制框架来看，电力的价值=能量价值+时间价值+环境价值，自 2023 年 7 月新一轮电改顶层文件过会后，电力现货市场、煤电容量电价、电力辅助服务市场、绿证核发和交易等纲领性文件分别于 2023 年 9 月、2023 年 11 月、2024 年 2 月、2024 年 4 月出台，各省实施细则相继跟进，但上述文件都是针对供给侧的改革，但我们认为目前绿电行业发展更重要的是需求侧机制理顺。

我们分析新能源消纳压力主要体现在弃电率于电价水平，尽管当前新能源机制尚未理顺，但华东区域在偏紧的电力供需格局下，其弃电率与新能源交易电价水平或维持较高程度。除电力交易层面的约束，新能源还面临电价补贴问题，截至 2023 年底，公司应收账款 197 亿元，主要为可再生能源电价补贴，较 2022 年底新增 48 亿元。

4. 盈利预测与估值

2023 年分红比例 40%，央企改革分红比例仍有较大提升空间。不考虑 2021 年亏损，公司 2019-2023 年现金分红占归母净利润比例均在 30%及以上。2023 年公司拟现金分红 5.63 亿元，占归母净利润的 35.3%，考虑到公司拥有 97 亿元永续债，扣除永续债利息后，现金分红比例占普通股股东净利润的 40.4%。

图 11：上海电力历史分红情况（亿元）



资料来源：ifind，华源证券研究

结合当前电力市场环境、煤炭供需情况、公司十四五战略规划以及在建项目，分别对煤电、新能源两部分进行 2024-2026 年经营数据假设：

1) 煤电部分：假设 2024 年上海、江苏、安徽煤电上网电价分别变动-0.8、0.4、-0.3 分/千瓦时，2025-2026 年暂时维持不变；假设 2024-2026 年公司煤电机组利用小时数每年下滑 20 小时，单位燃料成本分别变动-7%、-2%、-1%。

2) 新能源部分：假设 2024-2026 年风电分别新增 20、60、60 万千瓦，光伏分别新增 150、150、150 万千瓦。

表 12：公司控股电源 2024-2026 年关键数据假设表

项目	2024E	2025E	2026E	
煤电	上海区域上网电价同比变动 (元/千瓦时, 含税)	-0.0083	0	0
	江苏区域上网电价同比变动 (元/千瓦时, 含税)	0.0039	0	0
	安徽区域上网电价同比变动 (元/千瓦时, 含税)	-0.0033	0	0
	利用小时数同比变动 (小时)	-20	-20	-20
	单位燃料成本同比变动 (%)	-7%	-2%	-1%
风电	新增装机 (万千瓦)	20	60	60
光伏	新增装机 (万千瓦)	150	150	150

资料来源：华源证券研究

基于以上假设，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 432、443、505 亿元，分别同比增长 2%、2.4%、14%；2024-2026 年归母净利润分别为 25、29、34 亿元，分别同比增长 57%、16%、17%。扣除永续债利息 3.4 亿元后，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 12、10、9 倍。

我们按照分部估值法对公司进行估值：

1) 火电板块：预计公司 2024 年火电归母净利润为 11 亿元，选取建投能源、华电国

际、皖能电力为可比公司，参考可比公司 2024 年估值水平，考虑到公司火电装机增长，**给予公司火电板块 2024 年 15 倍 PE，对应公司火电板块价值 165 亿元。**

表 13：火电运营商可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE		PB
		2024-5-17	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
000600.SZ	建投能源	6.65	0.39	0.48	0.57	17	14	12	1.18
600027.SH	华电国际	6.57	0.48	0.58	0.63	14	11	10	1.64
000543.SZ	皖能电力	8.13	0.83	1.04	1.11	10	8	7	1.29
平均						14	11	10	

资料来源：ifind，华源证券研究。注：华电国际、皖能电力盈利预测来自华源证券研究，建投能源盈利预测来自 ifind

2) **新能源板块**：预计公司 2024 年新能源板块归母净利润实现 14 亿元，选取三峡能源、节能风电、太阳能为可比公司，参考可比公司估值，**给予公司 2024 年新能源板块 14 倍 PE，对应公司新能源板块价值 196 亿元。**

表 14：新能源运营商可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE		PB
		2024-5-17	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
600905.SH	三峡能源	4.66	0.30	0.34	0.38	16	14	12	1.57
601016.SH	节能风电	3.23	0.24	0.26	0.28	13	12	12	1.24
000591.SZ	太阳能	5.20	0.45	0.49	0.52	12	11	10	0.87
平均						14	12	11	

资料来源：ifind，华源证券研究。注：可比公司盈利预测采用 ifind 一致预期

除火电及新能源板块，公司另外参股融合租赁等资产，预计 2024 年其他板块（含总部费用）综合利润为 0 元；公司永续债利息约 3.4 亿元，10 倍 PE 下扣减 34 亿市值。

综上，我们测算在中性假设下，**公司内在价值为 165（火电）+196（新能源）+0（其他板块）-34（永续债利息）=327 亿元，较当前市值仍有 24% 上涨空间。**当前央企面临国企改革要求进一步升级，上海电力背靠国家电投集团，为集团重要的电力平台，假设 2024 年分红 40%，对应股息率 3.8%。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

风险提示：

1) **煤价上涨超预期。**尽管公司煤电机组与中国神华深度绑定，但若是煤价上涨超预期，仍将给公司燃料成本带来压力，进而影响公司业绩。

2) 减值超预期。公司拥有庞大的电力装机容量，在煤电淘汰小机组、低效机组，以及新能源因环保问题终止项目等因素下，公司或将面临减值的不确定性。同时在会计角度考虑，公司存在较多应收账款（或为新能源补贴拖欠），若是减值超预期，将影响公司业绩。

3) 土耳其电价波动。土耳其电力市场以现货市场为主，电价波动主要由短期供需决定，可能存在超预期的涨跌。

表 15：公司利润表预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	39249	42402	43243	44262	50459
营业收入	39249	42402	43243	44262	50459
营业总成本	37726	39445	38515	38408	43378
营业成本	31692	33102	32517	32112	36501
税金及附加	231	379	386	395	450
销售费用	0	1	1	1	1
管理费用	1715	2271	1816	1859	2119
研发费用	198	209	213	218	248
财务费用	3889	3484	3582	3824	4058
其中：利息费用	3490	3541	3724	3966	4201
减：利息收入	78	142	142	142	142
加：公允价值变动净收益	2	15			
投资净收益	685	1251	1400	1500	1600
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	651	1229	1400	1500	1600
以摊余成本计量的金融资产终止确认收益	-28	-18			
资产处置收益	91	28			
资产减值损失	0	--			
信用减值损失	7	-5			
其他收益	185	184	184	184	184
营业利润	2492	4430	6312	7538	8866
加：营业外收入	109	121			
减：营业外支出	43	147			
利润总额	2557	4404	6312	7538	8866
减：所得税	952	836	1228	1510	1816
净利润	1606	3568	5084	6029	7049
持续经营净利润	1606	3568	5084	6029	7049
归属于母公司所有者的净利润	334	1593	2505	2904	3398
减：少数股东损益	1272	1975	2579	3125	3651

资料来源：ifind，华源证券研究

表 16：公司资产负债表预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产：					
货币资金	7584	6772	6904	6630	7895
衍生金融资产	248	195	195	195	195
应收票据及应收账款	15616	20087	20087	20087	20087
应收票据	665	406			
应收账款	14951	19680			
应收款项融资	33	--			
预付款项	882	960	960	960	960

其他应收款(合计)	1352	1258	1258	1258	1258
应收股利	--	--			
应收利息	411	187			
其他应收款	941	--			
存货	1245	1029	1029	1029	1029
划分为持有待售的资产	--	--	--	--	--
一年内到期的非流动资产	--	--			
其他流动资产	1358	1506	1506	1506	1506
流动资产合计	28317	31806	31939	31665	32930
非流动资产:					
可供出售金融资产	--	--			
债权投资	--	--			
长期股权投资	15943	17735	19135	20585	22085
其他权益工具投资	1166	1371	1371	1371	1371
其他非流动金融资产	48	74	74	74	74
投资性房地产	133	152	152	152	152
固定资产(合计)	94498	96132	103573	114034	123730
固定资产	94471	--	103573	114034	123730
固定资产清理	27	--			
在建工程(合计)	8904	7265	7265	7265	7265
在建工程	8897	--	--	--	--
工程物资	7	--	--	--	--
使用权资产	2683	2571	2571	2571	2571
无形资产	4829	5912	5912	5912	5912
开发支出	0	13	13	13	13
商誉	5	6	6	6	6
长期待摊费用	116	620	620	620	620
递延所得税资产	206	278	278	278	278
其他非流动资产	5131	4639	4639	4639	4639
非流动资产合计	133661	136767	145609	157520	168716
资产总计	161978	168572	177548	189186	201646
流动负债:					
短期借款	15591	19577	19577	19577	19577
衍生金融负债	--	--			
应付票据及应付账款	9104	7786	7786	7786	7786
应付票据	25	210			
应付账款	9079	7575			
预收款项	2	6	6	6	6
合同负债	89	89	89	89	89
应付职工薪酬	167	496	496	496	496
应交税费	528	382	382	382	382
其他应付款(合计)	3542	3126	3126	3126	3126
应付利息	--	--			
应付股利	398	523			

其他应付款	3144	--			
一年内到期的非流动负债	7820	9071	9071	9071	9071
其他流动负债	6232	7296	7296	7296	7296
流动负债合计	43076	47829	47829	47829	47829
非流动负债:					
长期借款	51776	48056	53286	60396	67506
应付债券	7000	7000	7000	7000	7000
租赁负债	2500	2814	2814	2814	2814
长期应付款(合计)	11060	9916	9916	9916	9916
长期应付款	11032	--			
专项应付款	28	--			
长期应付职工薪酬	2	4	4	4	4
预计负债	--	--	--	--	--
递延所得税负债	387	503	503	503	503
递延收益-非流动负债	1073	1051	1051	1051	1051
其他非流动负债	803	839	839	839	839
非流动负债合计	74602	70183	75413	82523	89633
负债合计	117678	118012	123242	130352	137462
所有者权益(或股东权益):					
实收资本(或股本)	2817	2817	2817	2817	2817
资本公积金	7857	8271	8271	8271	8271
其它综合收益	-170	-199	-199	-199	-199
其它权益工具	5173	9695	9695	9695	9695
其中: 优先股	--	--			
永续债	5173	9695	9695	9695	9695
专项储备	8	52	52	52	52
盈余公积金	1079	1102	1102	1102	1102
未分配利润	4728	6041	7205	8608	10308
归属于母公司所有者权益合计	21492	27780	28943	30346	32046
少数股东权益	22809	22780	25359	28484	32135
所有者权益合计	44300	50560	54302	58830	64180

资料来源: ifind, 华源证券研究

表 17: 公司现金流量表预测 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	43556	43128	43243	44262	50459
收到的税费返还	1588	363			
收到其他与经营活动有关的现金	2157	802	184	184	184
经营活动现金流入小计	47302	44293	43427	44446	50643
购买商品、接受劳务支付的现金	27113	27236	26058	25273	28897
支付给职工以及为职工支付的现金	2980	3309	2029	2077	2368
支付的各项税费	2747	3561	1614	1905	2267

支付其他与经营活动有关的现金	2194	2781	0	0	0
经营活动现金流出小计	35034	36887	29702	29255	33532
经营活动产生的现金流量净额	12268	7406	13725	15191	17112
投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	276	27			
取得投资收益收到的现金	269	907	700	750	800
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	224	146			
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	6	226			
投资活动现金流入小计	776	1307	700	750	800
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	8846	8067	13900	17300	17300
投资支付的现金	972	3839	700	700	700
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	271	730			
支付其他与投资活动有关的现金	207	32			
投资活动现金流出小计	10297	12667	14600	18000	18000
投资活动产生的现金流量净额	-9521	-11361	-13900	-17250	-17200
筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	8663	11549			
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	1050	5949			
取得借款收到的现金	74618	89434	5230	7110	7110
收到其他与筹资活动有关的现金	2221	875			
筹资活动现金流入小计	85502	101859	5230	7110	7110
偿还债务支付的现金	74170	86197			
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4293	5097	4923	5325	5757
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	907	1533			
支付其他与筹资活动有关的现金	8129	7370			
筹资活动现金流出小计	86592	98664	4923	5325	5757
筹资活动产生的现金流量净额	-1091	3195	307	1785	1353
汇率变动对现金的影响	25	24			
现金及现金等价物净增加额	1682	-737	132	-273	1265
期初现金及现金等价物余额	5749	7431	6694	6826	6552
期末现金及现金等价物余额	7431	6694	6826	6552	7817

资料来源：ifind，华源证券研究

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