



买入(首次)

所属行业: 公用事业/电力
当前价格(元): 2.92

证券分析师

郭雪

资格编号: S0120522120001

邮箱: guoxue@tebon.com.cn

卢璇

资格编号: S0120524050004

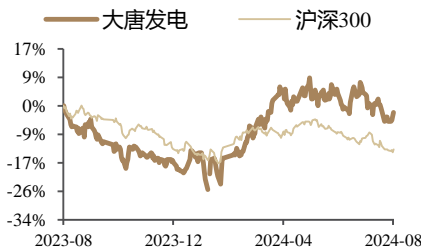
邮箱: luxuan@tebon.com.cn

联系人

刘正

邮箱: liuzheng3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.81	-5.50	-9.60
相对涨幅(%)	-2.05	0.13	-0.98

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

大唐发电(601991.SH): 火电龙头盈利修复, 积极发展新能源

投资要点

- 大唐集团旗下综合能源上市公司, 国内最大独立发电公司之一。**公司历经三十年发展, 是国内最大的独立发电公司之一, 经营产业以火电、水电、风电、光伏为主的发电业务, 且于2010年被大唐集团确定为集团火电业务最终整合平台。国家“双碳”目标提出后, 公司积极推进转型, 截至2023年底, 公司总装机7329.1万千瓦, 其中煤机4562.4万千瓦, 燃机663.2万千瓦, 水电920.5万千瓦, 风电746.4万千瓦, 光伏436.6万千瓦; 清洁能源占比已超37%。
- 火电行业修复, 电价结构优化, 迎来价值重估。**近年非化石能源装机比重不断提高, 但火电作为保障电力安全稳定供应的基础电源, 装机容量仍保持增长; 2021年动力煤价格大幅上涨后迎来缓慢下跌, 截至2024年7月17日已降至715元/吨, 我们认为煤炭价格有望进入下行通道, 公司火电盈利弹性有望释放。此外, 容量电价的补偿预计2024年有望为公司带来47亿-51亿的收入, 加之辅助服务扩展盈利渠道, 预计公司火电盈利能力将稳步提升。
- 公司转型清洁能源前景广阔, 风光+水电+核电多核驱动发展。**2023年非化石能源发电装机规模首次超过火电装机规模, 新能源发电拓展迅速。公司大力发展风电及光伏, 对公司整体利润起积极拉动作用。公司新建风电光伏项目遍布全国资源丰富地区, 发展前景良好; 公司水电装机稳定, 多位于西南地区, 在来水改善背景下, 公司水电盈利有望提升; 此外, 公司参股宁德核电, 其发电量较为稳定, 预计将持续为公司带来投资收益。
- 投资建议与估值:**公司火电+新能源协同发展, 在能源转型背景下, 未来成长性高。我们预计公司2024年-2026年的收入分别为1281.68亿元、1330.33亿元、1391.45亿元, 增速分别为4.7%、3.8%、4.6%, 归母净利润分别为37.62亿元、42.48亿元、47.97亿元, 增速分别为175.6%、12.9%、12.9%, 首次覆盖, 给予“买入”投资评级。
- 风险提示:**项目推进不及预期; 审批进度不及预期; 电价下行的风险; 政策推进不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	
总股本(百万股):	18,506.71	营业收入(百万元)	116,828	122,404	128,168	133,033	139,145
流通 A 股(百万股):	12,396.09	(+/-)YOY(%)	12.8%	4.8%	4.7%	3.8%	4.6%
52 周内股价区间(元):	2.23-3.23	净利润(百万元)	-408	1,365	3,762	4,248	4,797
总市值(百万元):	54,039.59	(+/-)YOY(%)	95.5%	434.8%	175.6%	12.9%	12.9%
总资产(百万元):	306,198.18	全面摊薄 EPS(元)	-0.02	0.07	0.20	0.23	0.26
每股净资产(元):	4.22	毛利率(%)	7.1%	11.7%	18.4%	19.0%	21.4%
资料来源: 公司公告		净资产收益率(%)	-0.7%	1.9%	4.6%	5.0%	5.3%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 火电龙头稳步发展，量价齐升扭亏为盈.....	6
1.1. 火电基础深厚，以火电为主同步发展清洁能源	6
1.2. 控股股东大唐集团，旗下五家上市公司	6
1.3. 火电贡献主要收入，发展空间广阔	7
1.4. 营业收入稳步增长，煤价下行盈利能力不断改善.....	10
2. 火电行业修复，电价结构优化，迎来价值重估.....	12
2.1. 全国火电装机容量增长，火电充分发挥压舱石作用	12
2.2. 煤炭价格进入下行通道，公司火电盈利弹性释放.....	13
2.3. 容量电价提升盈利稳定性，辅助服务市场加速发展	15
3. 公司转型清洁能源，风光+水电+核电多重驱动高速发展.....	16
3.1. 公司响应国家号召，风光发电快速拓展	16
3.2. 水电装机稳定，业绩主要受来水影响.....	18
3.3. 参股宁德核电，投资收益稳步提升	19
4. 盈利预测及投资建议.....	20
4.1. 盈利预测	20
4.2. 投资建议	21
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1: 发展历程	6
图 2: 股权结构 (截至 2024 年一季报)	6
图 3: 大唐集团旗下五家上市公司	7
图 4: 2023 公司装机分配情况	10
图 5: 2018-2023 公司各类发电装机容量 (兆瓦)	10
图 6: 2018-2023 营业收入及增速	10
图 7: 2018-2023 归母净利润及增速	10
图 8: 2018-2023 毛利率、净利率走势	11
图 9: 2018-2023 各项费用及期间费用率 (含研发费用) (百万元)	11
图 10: 2018-2023 公司财务费用占比	11
图 11: 2018-2023 经营活动产生的现金流量净额	11
图 12: 2018-2023 公司资产负债率	11
图 13: 2018-2023 公司 ROE 走势	12
图 14: 2018-2023 公司资产减值情况 (亿元)	12
图 15: 2018-2023 公司分红情况 (亿元)	12
图 16: 全国火电装机容量及增速	13
图 17: 中国火电利用小时数及增速	13
图 18: 2018.1-2024.7 动力煤价格 (元/吨)	14
图 19: 2018-2023 公司燃料成本及增速	14
图 20: 2018-2022 公司供电煤耗及煤机超低排放改造情况	14
图 21: 公司风电、光伏装机容量 (兆瓦) 及增速	16
图 22: 公司风电、光伏发电量 (亿千瓦时) 及增速	16
图 23: 公司风电、光伏利润总额与公司归母净利润对比 (亿元)	16
图 24: 公司风光利用小时数与全国风光利用小时数对比 (小时)	18
图 25: 2018-2023 公司水电发电小时数 (时)	18
图 26: 公司水电项目所在地电价 (元/兆瓦时)	19
图 27: 公司参股宁德核电损益 (亿元)	20
图 28: 宁德核电发电量 (亿千瓦时)	20
表 1: 公司机组种类及装机容量 (截至 2023 年 12 月 31 日)	7
表 2: 我国近年煤炭保供稳价政策	14

表 3: 公司火电容量电价对盈利影响 (亿元)	15
表 4: 我国近年辅助服务市场规模	15
表 5: 公司风电及光伏发电项目	17
表 6: 公司水电项目	19
表 7: 公司营收预测	20
表 8: 可比公司估值	21

1. 火电龙头稳步发展，量价齐升扭亏为盈

1.1. 火电基础深厚，以火电为主同步发展清洁能源

大唐集团旗下综合能源上市公司，国内最大独立发电公司之一。1994 年大唐国际发电股份有限公司成立，1997 年在香港及伦敦交易所上市，2006 年在 A 股上市，成为第一家同时在香港、伦敦、上海三地上市的中国企业，同时也是第一家在香港上市的电力企业及第一家在伦敦上市的中国企业。公司历经三十年发展，是国内最大的独立发电公司之一，经营产业以火电、水电、风电、光伏为主的发电业务，且于 2010 年被大唐集团确定为集团火电业务最终整合平台。2017 年，内蒙古大唐国际托克托发电厂五期工程 10 号机组顺利通过 168 小时试运行。国家“双碳”目标提出后，公司积极推进转型，2021 年拿下国家第一批大型风光基地批复，清洁能源装机占比达 30%，截至 2023 年底已超 37%，形成“火电+清洁能源”的全面发展格局。

图 1：发展历程

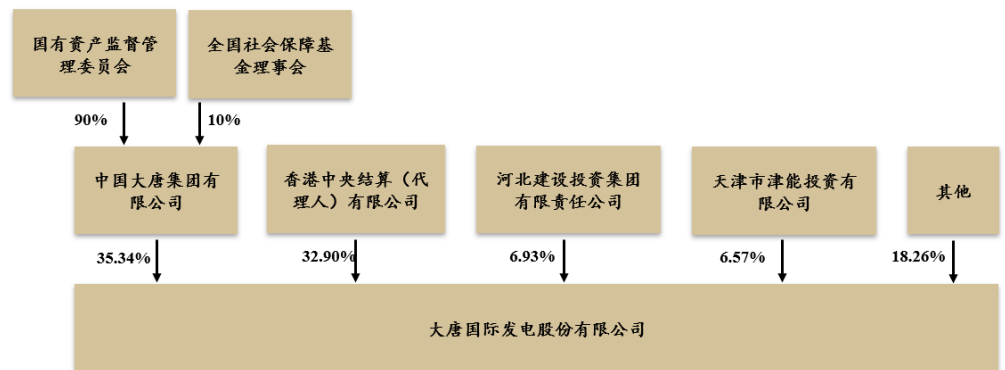


资料来源：公司官网，建设银行官网，公司年报，德邦研究所

1.2. 控股股东大唐集团，旗下五家上市公司

公司控股股东为中国大唐集团有限公司，其下属五家上市公司。截至 2024 年 3 月 31 日，大唐集团及其子公司合计持有公司已发行股份 9,824,568,940 股，合计约占公司已发行总股份的 53.09%。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图 2：股权结构（截至 2024 年一季度）



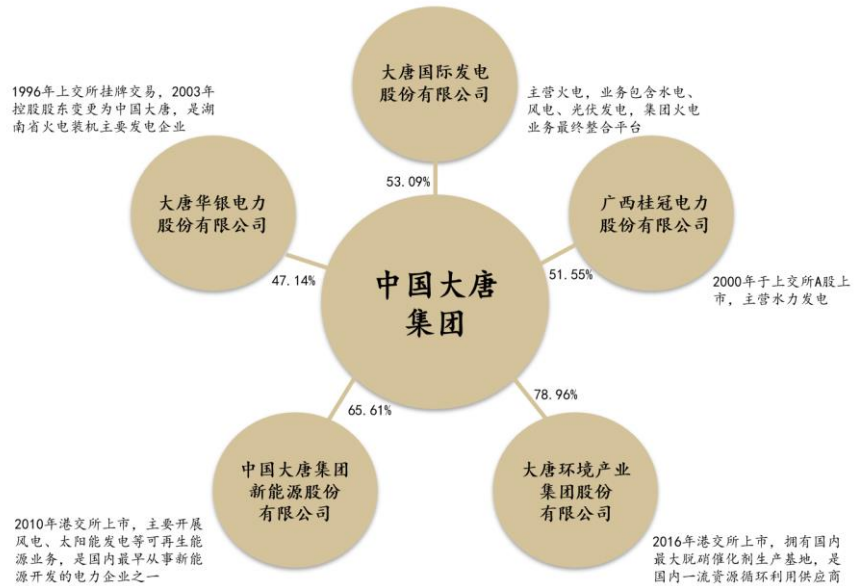
资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

控股股东中国大唐集团有限公司旗下共五家上市公司。除大唐发电外，控股股东中国大唐集团旗下还包括在港股上市的中国大唐集团新能源股份有限公司、大唐环境产业集团股份有限公司；以及在 A 股上市的广西桂冠电力股份有限公司、大唐华银电力股份有限公司。

大唐新能源股份有限公司于 2010 年在香港联交所主板上市，是国内最早从事新能源开发的电力企业之一，目前积极开展风电、光电等可再生能源业务；大唐环境产业集团股份有限公司于 2016 年在香港联交所上市，拥有国内最大脱硝催化剂生产基地，主营环保设施投资与运营管理、脱硝催化剂制造处置再生及检测等。

广西桂冠电力股份有限公司于 2000 年在上交所上市交易，主营水力发电。截至 2023 年底，公司水电可控装机容量为 1023.5 万千瓦；大唐华银电力股份有限公司于 1996 年在上交所挂牌交易，主营火力发电，火电机组装机规模在湖南处于领先地位。

图 3：大唐集团旗下五家上市公司



资料来源：公司年报，大唐新能源、大唐环境、桂冠电力、华银电力公司公告、官网，德邦研究所
备注：图中持股比例数据均来自于该公司 2023 年年报，截止日期为 2023/12/31

1.3. 火电贡献主要收入，发展空间广阔

公司装机以火电为主，积极发展清洁能源。根据公司公告，截至 2023 年底，公司火电煤机装机容量 45,624 兆瓦，燃机装机容量 6632 兆瓦，火电装机占全国火电总装机 3.8%，拥有火电在建项目装机 4670 兆瓦，2023 年获得 2 个火电煤机项目，核准容量 4000 兆瓦，1 个火电燃机项目，核准容量 1076 兆瓦。公司火电机组多位于京津冀及东南沿海地区；水电多位于西南地区；风电、光伏则广布全国资源富集区域。整体资源丰富，既立足火力发电，持续推动煤机超低排放环保改造，积极参与辅助服务和调峰；又拓展全国风力、太阳能富集地区，大力发展清洁能源，发展空间广阔。

表 1：公司机组种类及装机容量（截至 2023 年 12 月 31 日）

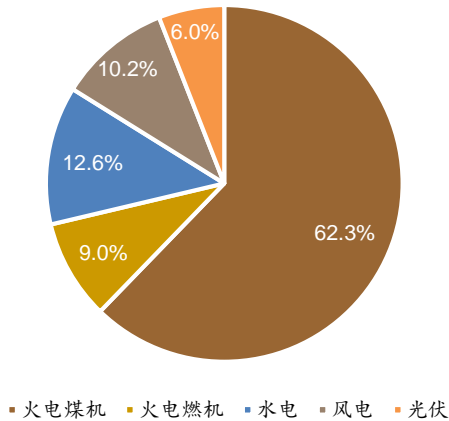
地区	电源种类	企业名称	装机容量 (MW)
京津唐	燃机、光伏	大唐国际发电股份有限公司北京高井热电分公司	1,383.58
	煤机	大唐国际发电股份有限公司陡河热电分公司	400
	煤机	大唐国际发电股份有限公司下花园热电分公司	210
	煤机	大唐国际发电股份有限公司张家口发电分公司	2,560
	煤机、光伏	天津大唐国际盘山发电有限责任公司	1,210
	煤机、风电、光伏	内蒙古大唐国际托克托发电有限责任公司	4,550.54
	煤机	内蒙古大唐国际托克托第二发电有限责任公司	2,520
	煤机	河北大唐国际唐山热电有限责任公司	600
	煤机	山西大唐国际神头发电有限责任公司	1,000
	煤机	河北大唐国际王滩发电有限责任公司	1,200
	煤机	河北大唐国际丰润热电有限责任公司	600
	煤机	河北大唐国际张家口热电有限责任公司	600
	煤机	河北大唐国际迁安热电有限责任公司	220
	风电、光伏	河北大唐国际新能源有限公司	929
	煤机	河北大唐国际唐山北郊热电有限责任公司	700
	风电	大唐黄庄(天津)新能源有限公司	30
	光伏	大唐唐山市丰润区新能源有限公司	39.9
	风电	大唐(张家口)新能源有限公司	100
	光伏	大唐唐山新能源有限公司	3,001
	风电、光伏	大唐阳原新能源有限公司	600.75
光伏	大唐蔚县新能源有限公司	31	
山西	煤机	山西大唐国际云冈热电有限责任公司	1,040
	煤机	山西大唐国际临汾热电有限责任公司	600
	风电	山西大唐国际左云风电有限责任公司	169.5
	风电、光伏	山西大唐国际应县风电有限责任公司	128
广东	煤机	广东大唐国际潮州发电有限责任公司	3,260
	燃机	深圳大唐宝昌燃气发电有限公司	1,360.76
	燃机、光伏	广东大唐国际肇庆热电有限责任公司	913
	煤机	广东大唐国际雷州发电有限责任公司	2,000
	燃机	大唐佛山热电有限责任公司	980.8
	风电	大唐汕头新能源有限公司	245
	光伏	大唐(连州)新能源有限公司	40
	光伏	大唐(郁南)新能源有限公司	60
江苏	煤机、光伏	江苏大唐国际吕四港发电有限责任公司	2,815
	燃机	江苏大唐国际金坛热电有限责任公司	872
	煤机	江苏大唐国际如皋热电有限责任公司	24
福建	煤机	福建大唐国际宁德发电有限责任公司	2,520
	风电	福建大唐国际新能源有限公司	297.6
浙江	煤机	浙江大唐乌沙山发电有限责任公司	2,550
	燃机、光伏	浙江大唐国际绍兴江滨热电有限责任公司	919.876
	燃机、光伏	浙江大唐国际江山新城热电有限责任公司	315.9
	风电、光伏	浙江大唐国际新能源有限责任公司	495.46
	光伏	文成大唐新能源有限公司	48
	光伏	大唐(瑞安)新能源有限公司	50
宁夏	风电、光伏	宁夏大唐国际青铜峡风电有限责任公司	126
	风电、光伏	宁夏大唐国际红寺堡新能源有限责任公司	470
辽宁	煤机	辽宁大唐国际沈东热电有限责任公司	700
	煤机	辽宁大唐国际葫芦岛热电有限责任公司	700
	风电、光伏、煤机	辽宁大唐国际新能源有限公司	1,722
云南	水电、光伏	云南大唐国际电力有限公司	2,153
江西	煤机	江西大唐国际抚州发电有限责任公司	2,000
	风电、光伏	江西大唐国际新能源有限公司	1,788.44
	光伏	大唐(修水)智慧能源有限公司	3,977
内蒙古	煤机	内蒙古大唐国际呼和浩特铝业有限责任公司	600
	水电	内蒙古大唐国际海勃湾水利枢纽开发有限公司	90
	风电、光伏	内蒙古大唐国际新能源有限公司	1,761.75
重庆	煤机	重庆大唐国际石柱发电有限责任公司	700
	水电	重庆大唐国际彭水水电开发有限公司	1,750
	水电	重庆大唐国际武隆水电开发有限公司	645
	水电	渝能(集团)有限责任公司	519.63

	风电	重庆大唐国际武隆兴顺风电有限责任公司	102.6
	风电	大唐三泉(重庆)清洁能源有限公司	40
	风电	大唐重庆黔江清洁能源有限公司	70
	风电	大唐重庆武隆清洁能源有限公司	76
四川	水电	四川金康电力发展有限公司	339
	水电	四川大唐国际甘孜水电开发有限公司	3,462.60
	光伏	四川大唐国际新能源有限公司	50
青海	水电	青海大唐国际直岗拉卡水电开发有限公司	190
	光伏	青海大唐国际共和光伏发电有限责任公司	70
	光伏	青海大唐国际格尔木光伏发电有限责任公司	110
	风电	大唐国际茫崖新能源有限公司	50
	风电	大唐国际大柴旦新能源有限公司	50
安徽	风电	大唐国际都兰新能源有限公司	50
	煤机	淮南洛河发电有限责任公司	640
	煤机	大唐安徽发电有限公司淮北发电分公司	1,320
	水电	大唐安徽发电有限公司陈村水力发电分公司	186.56
	煤机	马鞍山当涂发电有限公司	1,350
	风电	淮南大唐风力发电有限责任公司	50
	光伏	大唐安徽发电有限公司淮北青谷光伏发电分公司	15
	光伏	大唐凤阳光伏发电有限责任公司	80
	光伏	大唐肥东光伏发电有限责任公司	50
河北	光伏	大唐潍溪光伏发电有限责任公司	85
	光伏	大唐宣城新能源有限公司	58.24
	煤机、水电	大唐河北发电有限公司马头热电分公司	617
	煤机	大唐保定热电厂	750
	水电、光伏	大唐河北发电有限公司王快发电分公司	91.5
	风电	大唐河北新能源(张北)有限责任公司	198.5
	煤机	大唐清苑热电有限公司	600
	煤机	大唐武安发电有限公司	600
	光伏	大唐五原新能源有限公司	20
黑龙江	风电、光伏	大唐乌拉特后旗新能源有限公司	70
	光伏	大唐河北发电有限公司赞皇分公司	50
	光伏	大唐平山新能源有限公司	45
	煤机	大唐七台河发电有限责任公司	1,900
	煤机	大唐鸡西热电有限责任公司	250
	煤机	大唐双鸭山热电有限公司	400
	煤机	大唐鸡西第二热电有限公司	600
	煤机	大唐黑龙江发电有限公司哈尔滨第一热电厂	600
	水电、风电	大唐黑龙江新能源开发有限公司	181.5
总计	风电	大唐孙吴新能源有限公司	50
	风电	大唐宾县新能源有限公司	150
	煤机	大唐绥化热电有限公司	700
总计		73291.0	

资料来源：公司 2023 年年报，德邦研究所

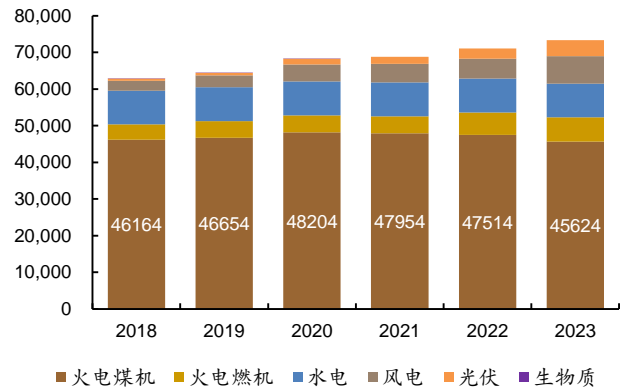
公司低碳清洁能源装机占比进一步提升，仍以火力发电为主。截至 2023 年，公司煤机装机稳定发展，占总装机的 62.3%；清洁能源装机占比已达 37.7%。公司清洁能源装机目标为在十四五末达到总装机比例的 50% 以上，结合公司装机规划，清洁能源装机有望进一步提升。

图 4：2023 公司装机分配情况



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 5：2018-2023 公司各类发电装机容量（兆瓦）

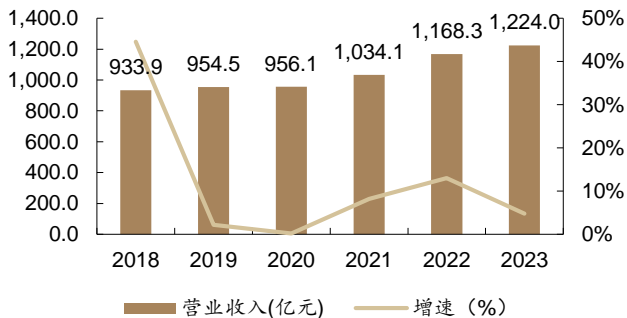


资料来源：公司年报，德邦研究所

1.4. 营业收入稳步增长，煤价下行盈利能力不断改善

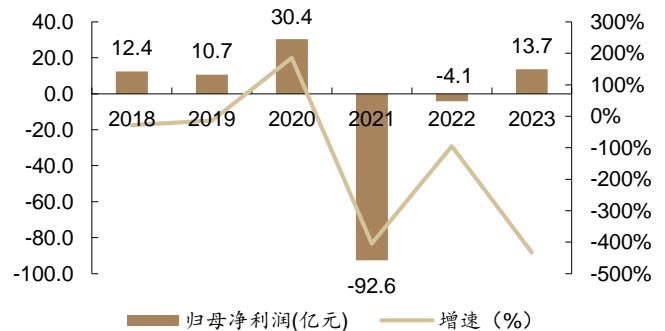
公司近年来营业收入稳步增长，归母净利润扭亏为盈。根据公司公告，2023 年公司实现营收 1224.0 亿元，同比增长 4.8%，五年营收复合增长率 5.6%，2023 年电力销售收入 1070.8 亿元，同比上涨 6.3%，主要因为上网电量与上网电价均有增长；归母净利润 13.7 亿元，扭亏为盈，五年业绩复合增长率达到 2.0%。2021、2022 两年归母净利润为负主要由煤炭价格上涨导致，以 2021 年为例，燃料成本比上年同期增加 235.2 亿元。

图 6：2018-2023 营业收入及增速



资料来源：iFind，公司年报，德邦研究所

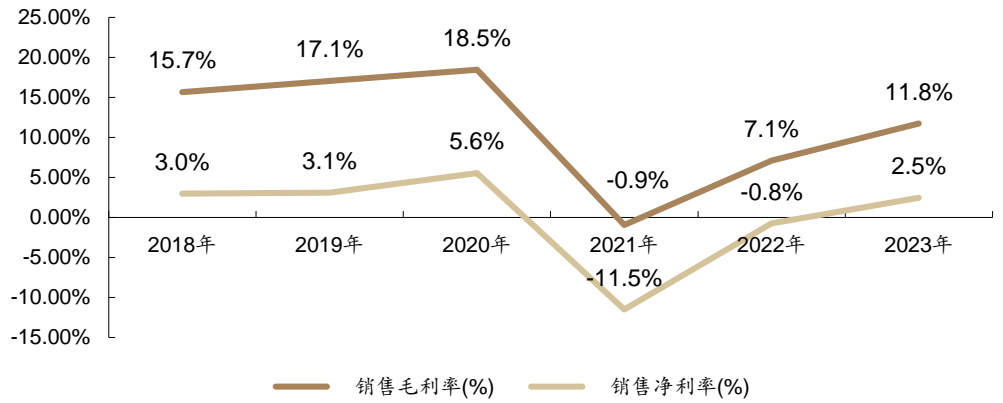
图 7：2018-2023 归母净利润及增速



资料来源：iFind，公司年报，德邦研究所

毛利率、净利率自 2021 年触底反弹，盈利能力逐步提升。公司毛利率与净 2021 年均为负数，2023 年受益于火电发电单位燃料成本比上年同期下降 27.21 元/兆瓦时，导致燃料成本减少 57.62 亿元，以及公司合并口径完成上网电价（含税）466.41 元/兆瓦时，比上年同期增长了 5.62 元/兆瓦时，影响电力收入增加 12.91 亿元等因素，公司扭亏为盈，净利率达到 2.45%，同比增长 3.20 个百分点。

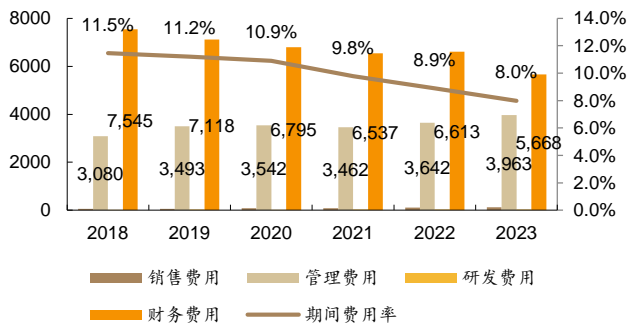
图 8: 2018-2023 毛利率、净利率走势



资料来源: iFind, 公司年报, 德邦研究所

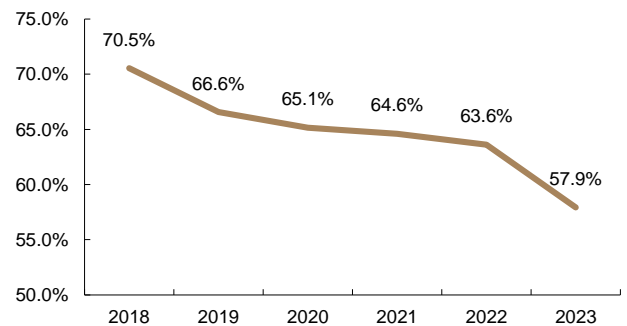
公司期间费用率及财务费用占比逐年下降。公司期间费用中, 管理费用和财务费用占比较高, 2023 年合计占比 98.5%。其中管理费用有所上升, 2023 年达到 39.63 亿元; 财务费用及费用占比逐年下降, 2023 年为 56.68 亿, 占比总费用 57.9%; 期间费用率从 2018 年的 11.5% 下降到 2023 年的 8.0%, 降费效率显著。

图 9: 2018-2023 各项费用及期间费用率(含研发费用)(百万元)



资料来源: iFind, 公司年报, 德邦研究所

图 10: 2018-2023 公司财务费用占比



资料来源: iFind, 公司年报, 德邦研究所

公司经营现金流有所恢复, 资产负债率自 2022 年后呈现下降趋势。公司经营活动现金流净额在 2021 年达到低点 82.5 亿元后, 在 2023 年恢复至 212.1 亿元; 资产负债率在小幅波动中有所下降, 从 2018 年的 75.6% 下降至 2023 年的 70.9%, 主要由于偿还债务本息金额大于新增融资金额。

图 11: 2018-2023 经营活动产生的现金流量净额

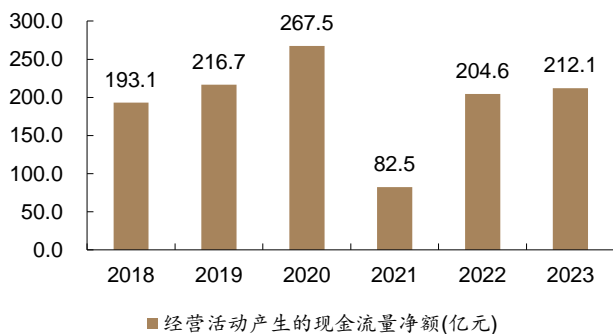
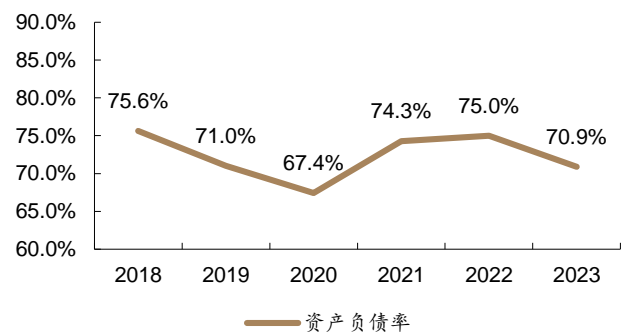


图 12: 2018-2023 公司资产负债率

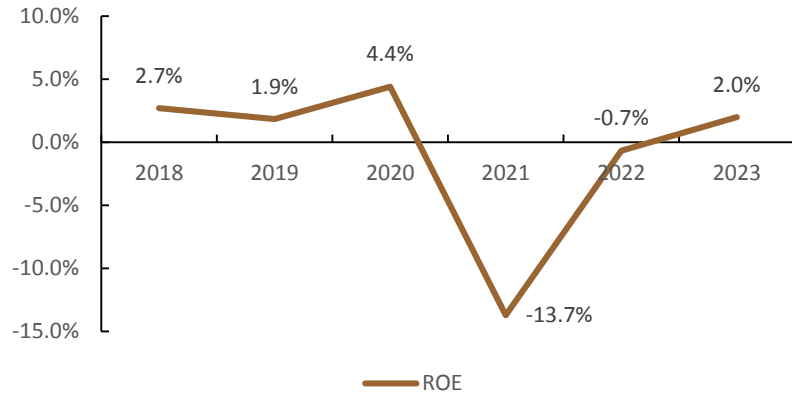


资料来源: iFind, 公司年报, 德邦研究所

资料来源: iFind, 公司年报, 德邦研究所

随着公司扭亏为盈, 公司 ROE 恢复为正。2023 年电力销售量价齐升, 燃料成本下行, 加之公司期间费用率稳定下降, 2023 年公司 ROE 重回 2%, 盈利能力逐步恢复。

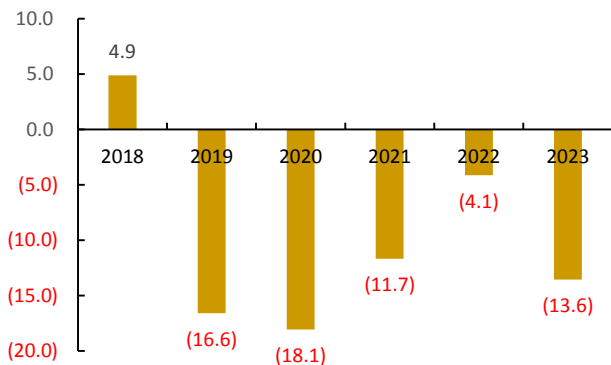
图 13: 2018-2023 公司 ROE 走势



资料来源: iFind, 公司年报, 德邦研究所

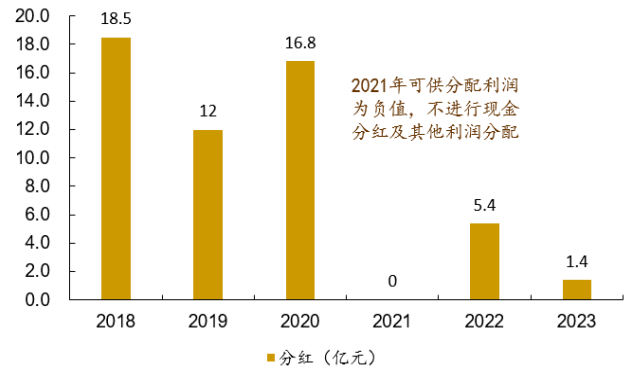
资产减值拖累公司业绩, 2023 年股利支付率达到 10.2%。2018-2023 年, 公司平均每年资产计提减值 9.9 亿元; 2020 年及以前分红情况较好, 每年分红均在 10 亿元以上, 2021 年由于可供分配利润为负值因而未进行分红, 2022 年恢复分红, 2023 年扭亏后拟分配股利 1.4 亿元。

图 14: 2018-2023 公司资产减值情况 (亿元)



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 15: 2018-2023 公司分红情况 (亿元)



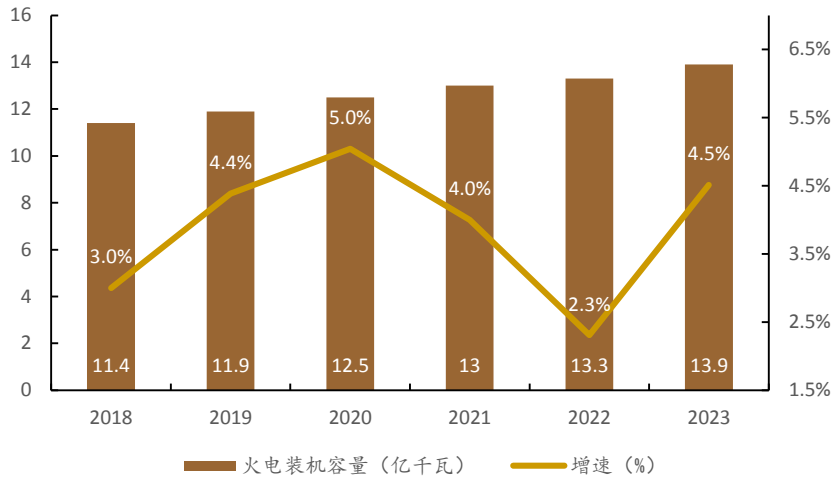
资料来源: 公司年报, 德邦研究所

2. 火电行业修复, 电价结构优化, 迎来价值重估

2.1. 全国火电装机容量增长, 火电充分发挥压舱石作用

非化石能源装机比重不断提高的背景下, 火电需求依旧存在。全国范围内, 火电装机容量保持平稳增长, 从 2018 年的 11.4 亿千瓦增长到 2023 年的 13.9 亿千瓦。2023 年全国煤电装机容量 11.6 亿千瓦, 比 2022 年增长 3.4%, 占总发电装机容量 39.9%, 首次降至 40% 以下。

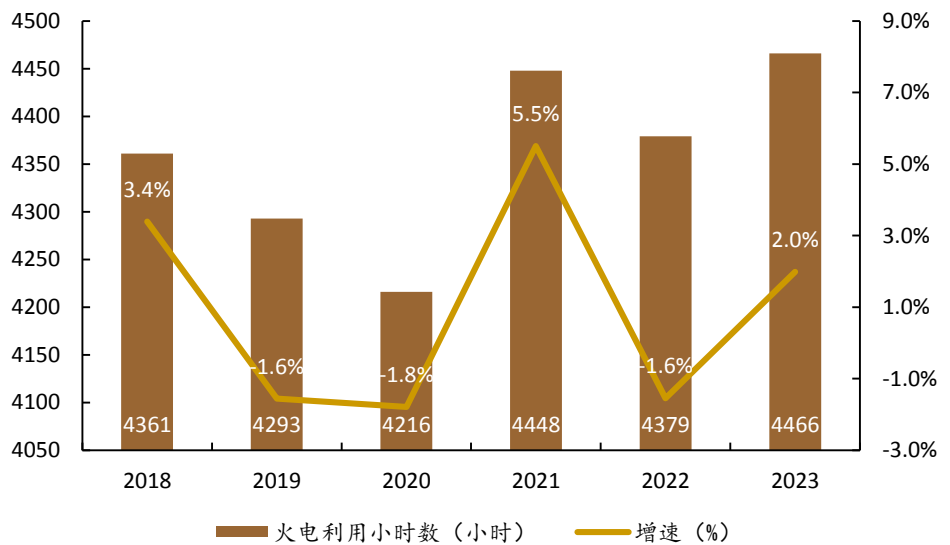
图 16: 全国火电装机容量及增速



资料来源: 国家能源局, 德邦研究所

火电利用小时数受需求影响小幅波动, 解决清洁能源发电不稳定问题。火电利用小时数在 4200-4500 小时波动, 在清洁能源出力不足的年份, 充分发挥压舱石作用。以 2021 年、2023 年为例, 两年均出现主要流域降水偏少, 水库蓄水下降而导致水电发电量不足的情况, 煤电发电利用小时数增加, 有效弥补了水电出力的下降。由此可见, 煤电仍是保障我国电力安全稳定供应的基础电源。

图 17: 中国火电利用小时数及增速

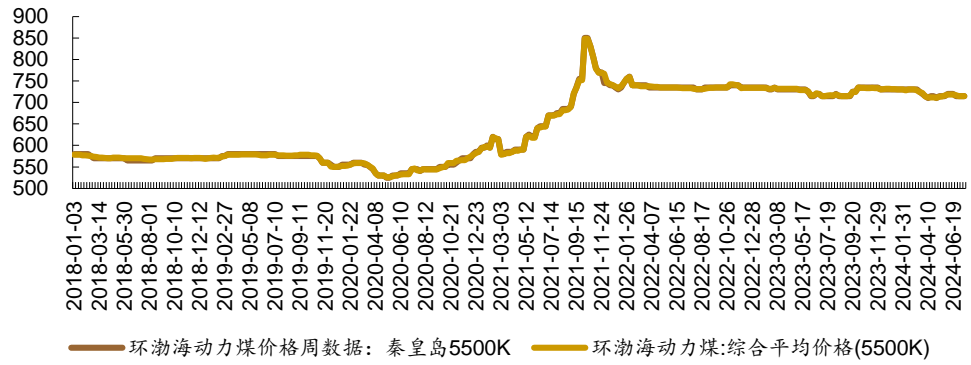


资料来源: 国家能源局, 德邦研究所

2.2. 煤炭价格进入下行通道, 公司火电盈利弹性释放

动力煤价格于 2021 年出现大幅上涨, 后进入下行通道。2021 年环渤海动力煤 (5500K) 价格从 2020 年 5 月初的 526 元/吨上涨至 2021 年 10 月中/下旬的 848 元/吨, 涨幅高达 61%; 之后开始逐步回落, 截至 2024 年 7 月 17 日已降至 715 元/吨, 降幅 16% 左右。煤价的下降带来燃料成本的下行, 有利于火电盈利持续修复。

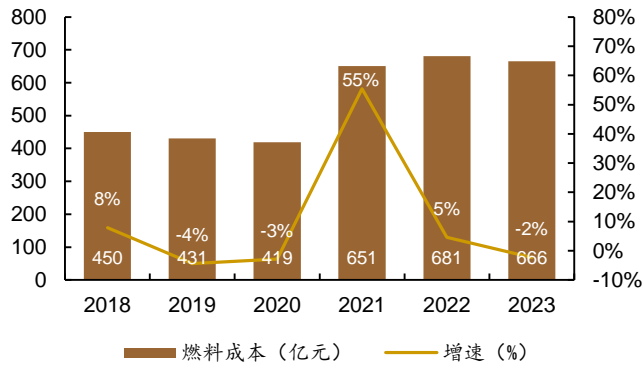
图 18: 2018.1-2024.7 动力煤价格 (元/吨)



资料来源: iFind, 德邦研究所

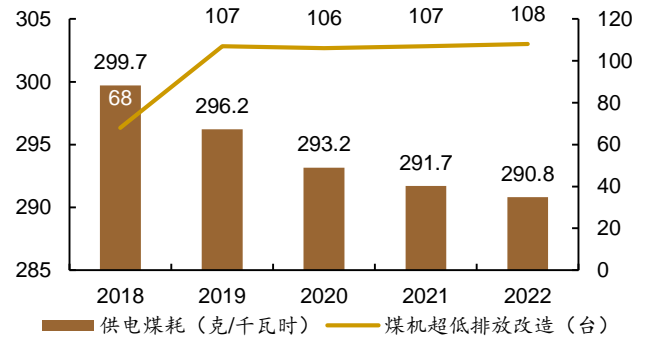
公司燃料成本 2021 年大幅上升, 2023 年开始回落。2021 年动力煤价格大幅上涨, 采购资金需求大, 导致燃料成本大幅增加; 2023 年燃料成本开始回落, 火电单位燃料成本同比下降 27.21 元/兆瓦时, 总电力燃料成本降至 666 亿元, 燃料成本下降推动公司盈利能力修复; 此外, 公司持续进行火电机组节能减排优化, 单位煤耗不断下降, 2022 年已降至 290.8 克/千瓦时; 其中 2019-2022 年, 公司进行超低排放改造的煤机均超 100 台。

图 19: 2018-2023 公司燃料成本及增速



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 20: 2018-2022 公司供电煤耗及煤机超低排放改造情况



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

近年国家政策重视煤炭保供稳价。国家发改委、国务院、国家能源局等先后出台政策力求发挥煤炭的主体能源作用, 保障煤炭储备和供给。2024 年 4 月《关于建立煤炭产能储备制度的实施意见》提出 2030 年形成 3 亿吨/年的可调度产能储备。我们预计在供给得到保障后煤炭价格中枢有望继续下降或保持稳定, 有利于火电行业整体盈利能力的提升。

表 2: 我国近年煤炭保供稳价政策

政策或会议名称	日期	部门	内容
《关于成立工作专班推动煤炭增产增供有关工作的通知》	2022.3	国家发改委	提出“主要产煤省区和中央企业全力挖潜扩能增供, 年内再释放产能 3 亿吨/年以上, 日产量达到 1260 万吨以上”的目标。

国务院常务会议	2022.4	国务院	指出要发挥煤炭的主体能源作用, 落实地方稳产保供责任, 充分释放先进产能, 2022 年新增煤炭产能 3 亿吨。推动煤电机组节能减排改造, 全年改造规模超过 2.2 亿千瓦。
《2023 年能源工作指导意见》	2023.4	国家能源局	增强煤炭增产保供能力; 稳妥推进煤炭储备基地建设, 提升政府可调度煤炭储备能力。加强煤炭清洁高效利用, 稳步提升煤炭洗选率。
《关于建立煤炭产能储备制度的实施意见》	2024.4	国家发改委	到 2027 年, 初步建立煤炭产能储备制度, 有序核准建设一批产能储备煤矿项目, 形成一定规模的可调度产能储备。到 2030 年, 产能储备制度更加健全, 产能管理体系更加完善, 力争形成 3 亿吨/年左右的可调度产能储备, 全国煤炭供应保障能力显著增强, 供给弹性和韧性持续提升。

资料来源: 国家发改委, 国务院, 国家能源局等, 德邦研究所

2.3. 容量电价提升盈利稳定性, 辅助服务市场加速发展

容量电价机制出台, 煤电盈利稳定性提升。2023 年 11 月 10 日, 发改委《关于建立煤电容量电价机制的通知》指出, 将构建有效反映各类电源电量价值和容量价值的两部制电价机制。以每年每千瓦 330 元为统一标准, 2024-2025 年全国多数地区为 30%, 部分地区为 50%; 2026 年起, 各地回收固定成本的比例均不低于 50%。我们按照各地容量电价表、公司目前煤电机组所在地, 未来新增煤电项目 (江西新余等) 测算出了容量电价政策将为公司带来的补偿。根据未来公司煤电机组所在省份将通过容量电价回收的成本比例假设, 预计政策将在 2024 年为公司带来 47.46 亿-50.51 亿容量补偿。

我们假设三种不同情况, 估算当公司装机所在省份分别以不同比例采取 30%, 50%, 70% 容量电价时, 公司可获得的容量电价补偿。政策要求 2026 年后所有地区比例必须至少达到 50%, 我们对于 2025 年的悲观预期即为 70% 的地区达到了 50% 的要求, 乐观预期则是 90% 的地区都达到此要求。

表 3: 公司火电容量电价对盈利影响 (亿元)

假设	2024	2025	2026	2027
悲观	47.46	69.34	78.56	101.36
中性	48.99	72.44	81.69	104.52
乐观	50.51	75.54	84.81	107.69

资料来源: 国家发改委, 国家能源局, 公司年报, 德邦研究所

2024 年 2 月 7 日, 发改委《关于建立健全电力辅助服务市场价格机制的通知》强调了推进电力辅助服务市场建设的重要性, 提到合理确定调峰服务价格上限、完善调峰市场交易机制等优化措施, 旨在调动灵活调节资源、主动参与系统调节的积极性。公司积极参与需求侧响应及辅助服务, 2023 年将 300MW 以上煤电机组厂用设备纳入调峰市场, 扩展盈利渠道。

表 4: 我国近年辅助服务市场规模

年份	辅助服务费比例	电价 (元/千瓦)	用电量 (万亿千瓦时)	辅助服务市场规模 (亿元)
2015	1.5%	0.38	5.55	319.20
2025E	3.0%	0.60	9.50	1710.00
2030E	3.0%	0.60	11.00	1980.00

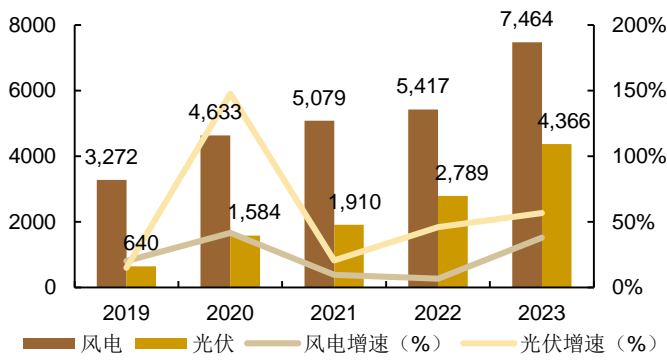
资料来源: 人民网, 国家能源局, 德邦研究所

3. 公司转型清洁能源，风光+水电+核电多重驱动高速发展

3.1. 公司响应国家号召，风光发电快速拓展

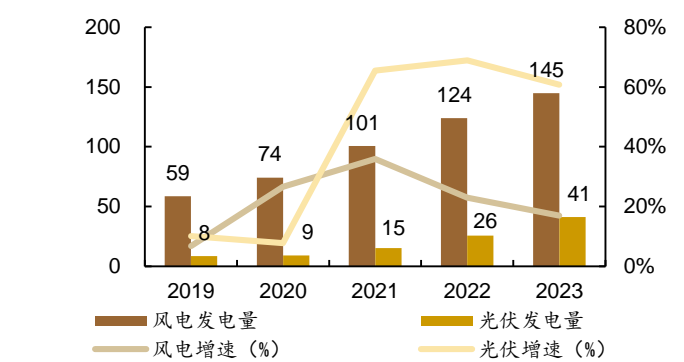
公司风光装机大幅增长带动风光发电量快速增长。根据 2023 年电力行业经济运行报告，2023 年全国非化石能源发电装机首次超过火电装机规模，占总装机容量比重首次超过 50%，太阳能发电、风电投资分别增长 38.7%和 27.5%。在电力行业绿色低碳趋势稳步推进的背景下，公司十分重视风电、光电发展，2023 年风电、光电装机容量分别为 7464 兆瓦和 4366 兆瓦，近三年 CAGR 分别达 17%和 40%；发电量近三年复合增速分别为 25%、65%。

图 21：公司风电、光伏装机容量（兆瓦）及增速



资料来源：公司年报，德邦研究所

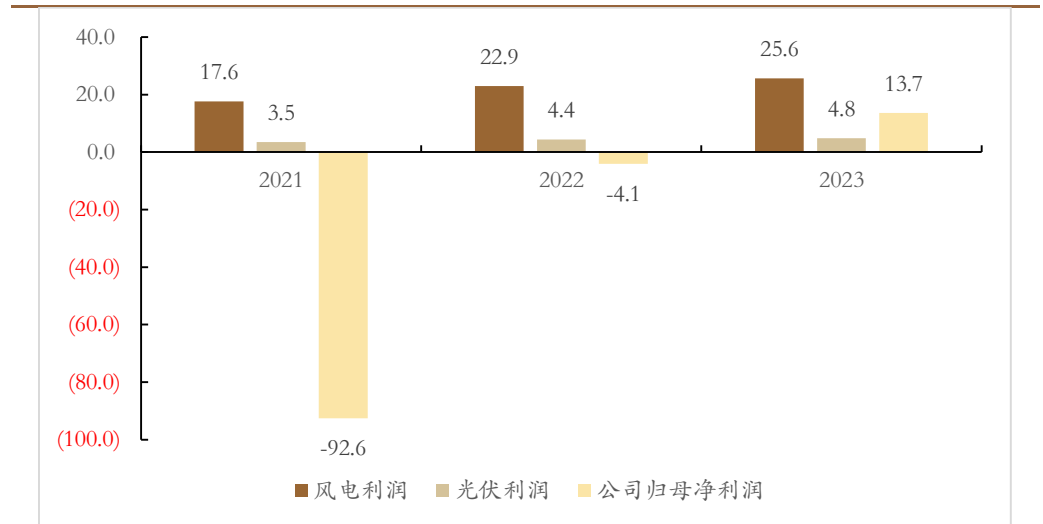
图 22：公司风电、光伏发电量（亿千瓦时）及增速



资料来源：公司年报，德邦研究所

公司风和光伏发电在 2021-2023 年利润总额持续增长。随着清洁能源装机的增加、新能源发电占比的提高，预计未来风电与光伏发电将对公司盈利起到更关键的作用。

图 23：公司风电、光伏利润总额与公司归母净利润对比（亿元）



资料来源：公司年报，德邦研究所

注：风电及光伏利润口径为利润总额

公司目前风光项目分布于西部及三北地区，超 2000MW 项目在建。公司主要风光项目目前分布于京津唐、重庆、青海、内蒙古等地区，其中不乏风光资源丰富区域。此外，公司在建风电及光伏发电项目超 2000MW，同样聚焦于西北、内蒙、东北等地。

表 5: 公司风电及光伏发电项目

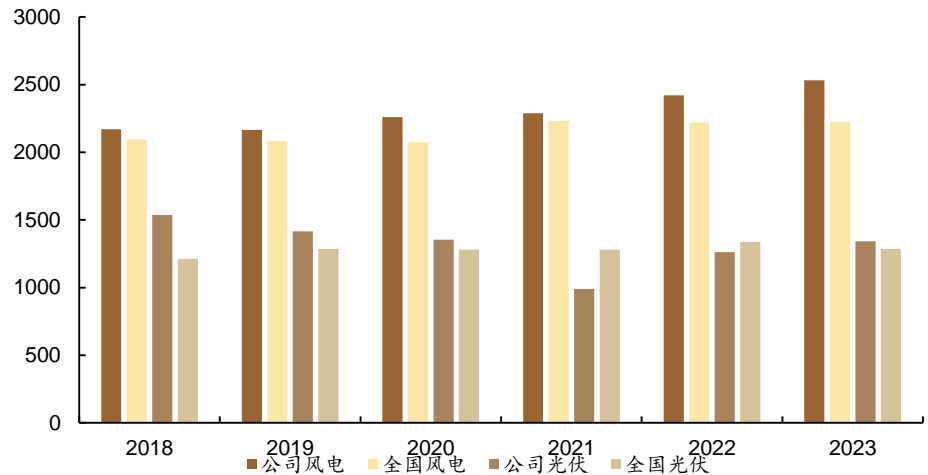
地区	电源种类	企业名称	装机容量 (MW)
已有项目	燃机、光伏	大唐国际发电股份有限公司北京高井热电分公司	1,383.58
	煤机、光伏	天津大唐国际盘山发电有限责任公司	1,210
	煤机、风电、光伏	内蒙古大唐国际托克托发电有限责任公司	4,550.54
	风电、光伏	河北大唐国际新能源有限公司	929
	风电	大唐黄庄(天津)新能源有限公司	30
	光伏	大唐唐山市丰润区新能源有限公司	39.9
	风电	大唐(张家口)新能源有限公司	100
	光伏	大唐唐山新能源有限公司	3,001
	风电、光伏	大唐阳原新能源有限公司	600.75
	光伏	大唐蔚县新能源有限公司	31
	风电	山西大唐国际左云风电有限责任公司	169.5
	风电、光伏	山西大唐国际应县风电有限责任公司	128
	燃机、光伏	广东大唐国际肇庆热电有限责任公司	913
	风电	大唐汕头新能源有限公司	245
	光伏	大唐(连州)新能源有限公司	40
	光伏	大唐(郁南)新能源有限公司	60
	煤机、光伏	江苏大唐国际吕四港发电有限责任公司	2,815
	风电	福建大唐国际新能源有限公司	297.6
	燃机、光伏	浙江大唐国际绍兴江滨热电有限责任公司	919.876
	燃机、光伏	浙江大唐国际江山新城热电有限责任公司	315.9
	风电、光伏	浙江大唐国际新能源有限责任公司	495.46
	光伏	文成大唐新能源有限公司	48
	光伏	大唐(瑞安)新能源有限公司	50
	风电、光伏	宁夏大唐国际青铜峡风电有限责任公司	126
	风电、光伏	宁夏大唐国际红寺堡新能源有限责任公司	470
	风电、光伏、煤机	辽宁大唐国际新能源有限公司	1,722
	水电、光伏	云南大唐国际电力有限公司	2,153
	风电、光伏	江西大唐国际新能源有限公司	1,788.44
	光伏	大唐(修水)智慧能源有限公司	3,977
	风电、光伏	内蒙古大唐国际新能源有限公司	1,761.75
	风电	重庆大唐国际武隆兴顺风电有限责任公司	102.6
	风电	大唐三泉(重庆)清洁能源有限公司	40
	风电	大唐重庆黔江清洁能源有限公司	70
	风电	大唐重庆武隆清洁能源有限公司	76
	光伏	四川大唐国际新能源有限公司	50
	光伏	青海大唐国际共和光伏发电有限责任公司	70
	光伏	青海大唐国际格尔木光伏发电有限责任公司	110
	风电	大唐国际茫崖新能源有限公司	50
	风电	大唐国际大柴旦新能源有限公司	50
	风电	大唐国际都兰新能源有限公司	50
	风电	淮南大唐风力发电有限责任公司	50
	光伏	大唐安徽发电有限公司淮北青谷光伏发电分公司	15
光伏	大唐凤阳光伏发电有限责任公司	80	
光伏	大唐肥东光伏发电有限责任公司	50	
光伏	大唐濉溪光伏发电有限责任公司	85	
光伏	大唐宣城新能源有限公司	58.24	
水电、光伏	大唐河北发电有限公司王快发电分公司	91.5	
风电	大唐河北新能源(张北)有限责任公司	198.5	
光伏	大唐五原新能源有限公司	20	
风电、光伏	大唐乌拉特后旗新能源有限公司	70	
光伏	大唐河北发电有限公司赞皇分公司	50	
光伏	大唐平山新能源有限公司	45	
水电、风电	大唐黑龙江新能源开发有限公司	181.5	
风电	大唐孙吴新能源有限公司	50	
风电	大唐宾县新能源有限公司	150	
在建项目	风电	大唐阿拉善基地 400MW 风电项目	400
	光伏	河北蔚县阳原光伏项目	
	风电	和林格尔县羊群沟 50 万千瓦风电项目	500

风电	清水河县韭菜庄 70 万千瓦风电项目	700
风电	平潭长江澳海上风力发电工程	
光伏	内蒙古和林格尔牧光互补 300MW 光伏发电项目	300
风电	大唐哈尔滨宾县二期 150MW 风电项目	150

资料来源：公司 2023 年年报，德邦研究所

受益于良好风光资源，公司风光利用小时数领先全国。公司 2023 年风电、光伏利用小时数分别为 2533 小时和 1342 小时，分别高于全国风光利用小时数 308 小时和 56 小时。此外，公司风电利用小时数从 2018 年至 2023 年均高于全国水平，光伏发电数据只有 2021、2022 年低于全国平均利用小时数。

图 24：公司风光利用小时数与全国风光利用小时数对比（小时）

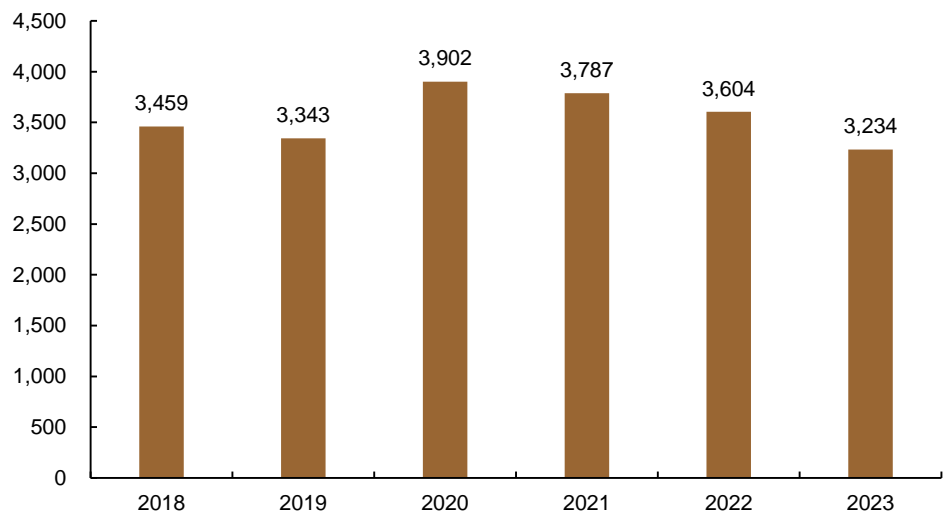


资料来源：公司年报，中国电力企业联合会，德邦研究所

3.2. 水电装机稳定，业绩主要受来水影响

公司水电装机容量稳定，发电利用小时数受来水影响有所波动。2018-2023 年，公司水电装机容量稳定在 9204.7MW，2023 年发电利用小时数为 3234 小时，同比下降 10.3%，主要原因是受多轮极端天气及自然灾害影响，来水严重偏枯。公司 22 及 23 年水电利润分别下降 6% 和 15%，预计未来随着来水情况好转，运行小时数将有所提升。

图 25：2018-2023 公司水电发电小时数（时）



资料来源：公司年报，德邦研究所

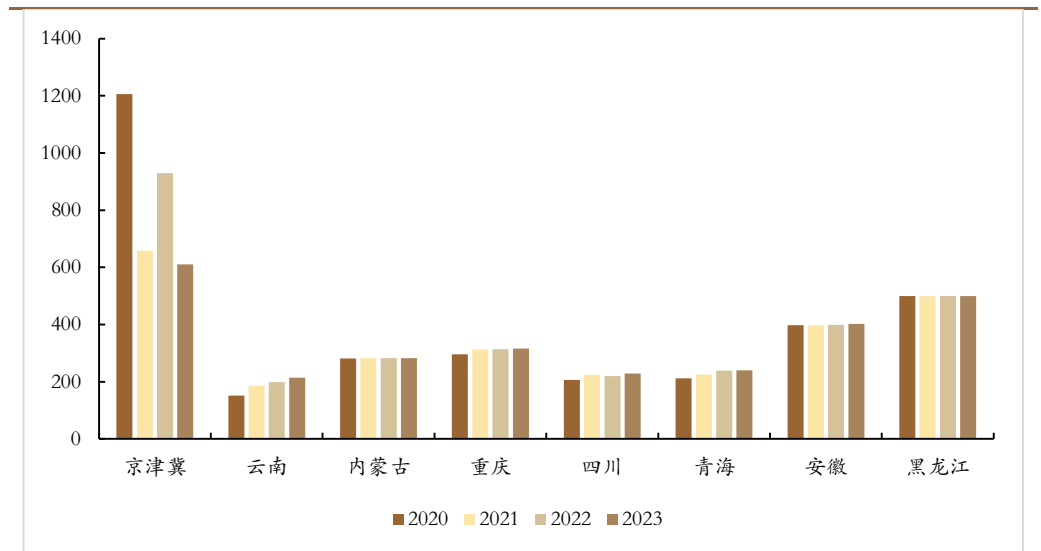
公司目前水电项目主要分布于西南地区，区域水电电价呈上涨趋势。公司主要水电项目位于云南、重庆、四川等西南地区，此外在内蒙古、东北等地区也有分布。公司水电项目所在省份电价大部分稳中有升。

表 6：公司水电项目

项目状态	省份	电源种类	项目名称	装机容量 (MW)
已有项目	云南	水电、光伏	云南大唐国际电力有限公司	2,153
	内蒙古	水电	内蒙古大唐国际海勃湾水利枢纽开发有限公司	90
	重庆	水电	重庆大唐国际彭水水电开发有限公司	1,750
		水电	重庆大唐国际武隆水电开发有限公司	645
		水电	渝能(集团)有限责任公司	519.63
	四川	水电	四川金康电力发展有限公司	339
		水电	四川大唐国际甘孜水电开发有限公司	3,462.60
	青海	水电	青海大唐国际直岗拉卡水电开发有限公司	190
	安徽	水电	大唐安徽发电有限公司陈村水力发电分公司	186.56
	河北	煤机、水电	大唐河北发电有限公司马头热电分公司	617
		水电、光伏	大唐河北发电有限公司王快发电分公司	91.5
黑龙江	水电、风电	大唐黑龙江新能源开发有限公司	181.5	

资料来源：公司 2023 年年报，德邦研究所

图 26：公司水电项目所在地电价（元/兆瓦时）

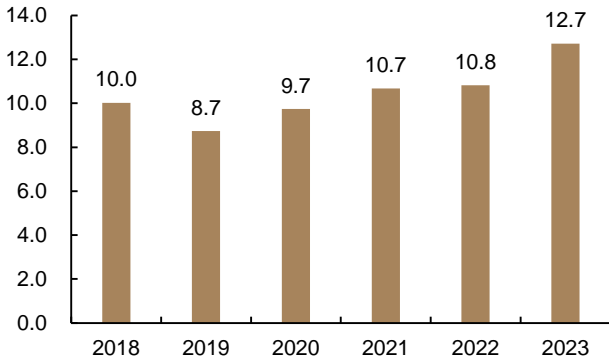


资料来源：公司年报，德邦研究所

3.3. 参股宁德核电，投资收益稳步提升

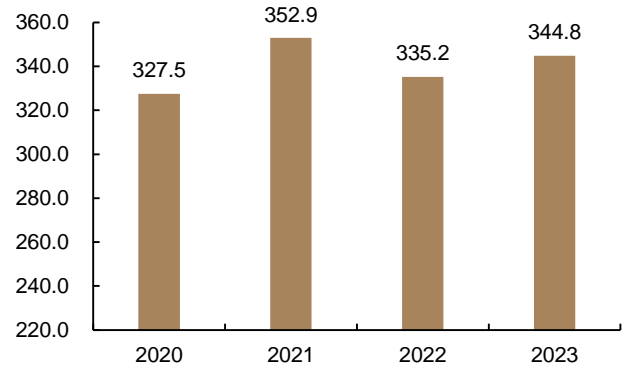
公司参股宁德核电，投资收益稳步提升。2013 年，公司参股宁德核电 1 号机组正式投入商业运营，是公司进入核电领域的关键里程碑。宁德核电是国内第一座岛链上的核电站，也是当时国内百万千瓦级机组国产化率最高的核电站。截至 2023 年年底，公司持股宁德核电 44%，投资收益近五年来稳定上升，2023 年达 12.7 亿元。宁德核电发展至 2023 年已有 4 台机组，保持安全稳定运行，发电量稳定，2023 年发电量 344.82 亿千瓦时，上网电量 323.60 亿千瓦时，预计未来将持续为公司带来投资收益。

图 27: 公司参股宁德核电损益 (亿元)



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 28: 宁德核电发电量 (亿千瓦时)



资料来源: 宁德核电厂核安全历年年报, 德邦研究所

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测

核心假设:

1) 装机规模: 预计 2024 年、2025 年、2026 年总装机容量将达 79.84GW、89.67GW、99.57GW。其中, 预计 24 年、25 年、26 年火电装机容量分别为 53.93GW、55.39GW、56.21GW; 水电装机容量均为 92GW; 风电装机容量分别为 9.16GW、11.60GW、14.72GW; 光伏发电装机容量分别为 7.55GW、13.47GW、19.43GW。

2) 利用小时数: 公司能源转型, 预计煤机使用小时数缓慢下降, 燃机小时数上升, 新能源利用小时数上升, 推算 2024 年、2025 年、2026 年火电利用小时数分别为 4220 小时、4115 小时、4043 小时; 水电利用小时数分别为 3534 小时、3534 小时、3534 小时; 风电利用小时数分别为 2553 小时、2563 小时、2573 小时; 光伏发电利用小时数分别为 1352 小时、1362 小时、1372 小时。

3) 电价: 预计 2024 年、2025 年、2026 年火电电价为 0.43 元/千瓦时; 水电电价为 0.23 元/千瓦时; 风电电价分别为 0.42 元、0.39 元、0.39 元/千瓦时; 光伏电价分别为 0.34 元、0.31 元、0.31 元/千瓦时。

表 7: 公司营收预测

		2023	2024E	2025E	2026E
装机容量 (万千瓦)	火电	5226	5393	5539	5621
	水电	920	920	920	920
	风电	746	916	1160	1472
	光伏	437	755	1347	1943
	总计	7329	7984	8967	9957
利用小时数 (小时)	火电	4466	4220	4115	4043
	水电	3234	3534	3534	3534
	风电	2533	2553	2563	2573
	光伏	1342	1352	1362	1372
发电量 (亿 kwh)	火电	2,266	2,276	2,279	2,273
	水电	298	325	325	325
	风电	145	234	297	379

	光伏	41	102	183	267
	总计	2,750	2,937	3,085	3,244
电价 (元/kwh)	火电	0.44	0.43	0.43	0.43
	水电	0.22	0.23	0.23	0.23
	风电	0.45	0.42	0.39	0.39
	光伏	0.40	0.34	0.31	0.31
营业收入 (亿元)	火电	926	918	919	916
	水电	66	74	75	75
	风电	63	95	113	143
	光伏	16	34	56	80
	总计	1224	1282	1330	1391
成本 (亿元)	火电	847	777	783	763
	水电	33	33	33	33
	风电	30	47	56	71
	光伏	8	17	29	42
	总计	1080	1046	1078	1094
毛利率	火电	8.5%	15.3%	14.8%	16.8%
	水电	21.0%	54.9%	55.8%	56.2%
	风电	51.9%	50.9%	50.4%	50.4%
	光伏	48.9%	48.9%	47.9%	47.9%
	总计	11.7%	18.4%	19.0%	21.4%

资料来源：公司公告，iFind，德邦研究所预测

4.2. 投资建议

公司火电+水电+风光三核发展，在“十四五”规划能源转型背景下，未来成长性高。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入分别为 1281.68 亿元、1330.33 亿元、1391.45 亿元，增速分别为 4.7%、3.8%、4.6%，归母净利润分别为 37.62 亿元、42.48 亿元、47.97 亿元，增速分别为 175.6%、12.9%、12.9%，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

表 8：可比公司估值

公司代码	公司简称	股价(元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600795.SH	国电电力	5.60	0.44	0.51	0.56	12.73	10.98	10.00
600011.SH	华能国际	7.49	0.78	0.88	0.97	9.66	8.51	7.72
600578.SH	京能电力	3.35	0.19	0.22	0.25	18.11	15.23	13.40
可比公司平均估值						13.50	11.57	10.37
601991.SH	大唐发电	2.92	0.20	0.23	0.26	14.36	12.72	11.26

资料来源：iFind，德邦研究所预测 注：可以公司盈利预测采用 iFind 一致预测，收盘价截止 (2024/8/15)

5. 风险提示

- 1) 项目推进不及预期，影响公司业绩；风电光伏等高毛利率板块建设若不及预期，会对公司业绩产生不利影响。
- 2) 审批进度不及预期，影响公司装机，导致公司未来增速受影响。
- 3) 电价下行的风险，若上网电价有下行趋势，可能影响公司营收。

4) 政策推进不及预期, 新能源发电受到政策的影响, 若新能源支持政策发生变动, 可能影响装机及项目投运, 影响公司业绩。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					营业总收入	122,404	128,168	133,033	139,145
每股收益	-0.02	0.20	0.23	0.26	营业成本	108,025	104,601	107,776	109,422
每股净资产	3.98	4.40	4.63	4.90	毛利率%	11.7%	18.4%	19.0%	21.4%
每股经营现金流	1.15	0.99	1.11	1.33	营业税金及附加	1,222	1,609	1,670	1,747
每股股利	0.01	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%
价值评估(倍)					营业费用	124	128	133	139
P/E	—	14.36	12.72	11.26	营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
P/B	0.61	0.66	0.63	0.60	管理费用	3,963	4,101	4,124	3,896
P/S	0.44	0.42	0.41	0.39	管理费用率%	3.2%	3.2%	3.1%	2.8%
EV/EBITDA	8.93	7.86	7.48	6.77	研发费用	27	28	29	30
股息率%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)					EBIT	9,606	19,418	21,450	23,742
毛利率	11.7%	18.4%	19.0%	21.4%	财务费用	5,668	4,064	4,113	4,165
净利润率	2.5%	6.5%	7.0%	7.6%	财务费用率%	4.6%	3.2%	3.1%	3.0%
净资产收益率	1.9%	4.6%	5.0%	5.3%	资产减值损失	-1,356	-756	-303	-168
资产回报率	0.4%	1.2%	1.3%	1.4%	投资收益	2,948	2,171	2,157	0
投资回报率	2.0%	3.7%	4.0%	4.2%	营业利润	5,605	15,671	17,719	19,577
盈利增长(%)					营业外收支	-33	-318	-382	0
营业收入增长率	4.8%	4.7%	3.8%	4.6%	利润总额	5,571	15,354	17,337	19,577
EBIT 增长率	159.4%	102.1%	10.5%	10.7%	EBITDA	23,567	28,101	30,052	33,363
净利润增长率	434.8%	175.6%	12.9%	12.9%	所得税	2,566	7,072	7,986	9,018
偿债能力指标					有效所得税率%	46.1%	46.1%	46.1%	46.1%
资产负债率	70.9%	68.6%	66.9%	65.0%	少数股东损益	1,640	4,519	5,103	5,762
流动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	归属母公司所有者净利润	1,365	3,762	4,248	4,797
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.4					
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.1					
经营效率指标					资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
应收帐款周转天数	55.4	57.1	58.0	57.8	货币资金	9,017	11,997	10,365	9,331
存货周转天数	13.2	11.7	10.9	11.1	应收账款及应收票据	19,638	21,079	21,869	22,883
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	存货	3,635	3,138	3,384	3,354
固定资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	其它流动资产	8,006	9,583	9,040	9,494
					流动资产合计	40,295	45,796	44,658	45,062
					长期股权投资	20,059	21,005	21,672	22,456
					固定资产	193,314	195,480	198,976	201,689
					在建工程	26,372	33,572	41,972	49,272
					无形资产	4,453	4,590	4,673	4,787
					非流动资产合计	263,704	275,181	288,459	299,997
					资产总计	303,999	320,977	333,117	345,059
					短期借款	29,020	29,020	29,020	29,020
					应付票据及应付账款	22,707	24,991	24,946	26,102
					预收账款	1	1	1	1
					其它流动负债	39,503	37,435	37,667	37,792
					流动负债合计	91,230	91,447	91,634	92,915
					长期借款	114,959	118,959	120,959	120,959
					其它长期负债	9,344	9,776	10,276	10,276
					非流动负债合计	124,303	128,735	131,235	131,235
					负债总计	215,533	220,182	222,869	224,150
					实收资本	18,507	18,507	18,507	18,507
					普通股股东权益	73,594	81,405	85,754	90,652
					少数股东权益	14,872	19,391	24,494	30,256
					负债和所有者权益合计	303,999	320,977	333,117	345,059

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 15 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有 5 年环保产业经验，2020 年 12 月加入安信证券，2021 年新财富第三名核心成员。2022 年 3 月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

卢璇，香港大学经济学硕士，2022 年 5 月加入德邦证券研究所，主要覆盖天然气、科学仪器及再生资源板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。