

## 陕西能源 (001286)

证券研究报告  
2024年10月15日

## “煤电一体化”典型标的，稳定现金流特质凸显

## 陕西省“煤电一体化”龙头，业绩持续向好

公司为陕投集团旗下“煤电一体化”上市公司，23年电力、煤炭、热力及其他业务营业占比分别为75.93%、21.00%、3.07%。截至24年7月，公司已核准煤电装机1725万千瓦，在役装机1123万千瓦；截至24年5月，核定煤炭产能3000万吨/年，已投产2400万吨/年，在建600万吨/年。

## 旗下电厂以“坑口”为主，“煤电一体化”有效熨平煤、电周期性波动

公司旗下清水川能源、赵石畔煤电、麟北发电、吉木萨尔电厂均为坑口电厂，整体煤电一体化/坑口电站容量占比为69.64%，旗下电厂长协煤比例达到100%，23年旗下煤炭自用比例74.74%，处于较高水平，并表现出明显的提升趋势。23年度电燃料成本为0.126元/KWh，具备显著优势。

展望后续：(1)赵石畔煤电旗下存量200万千瓦装机年耗煤约396万吨，约占在建煤炭产能的66%；(2)清水川能源旗下存量460万千瓦火电装机年耗煤量约1234万吨，超出冯家塔煤矿整体煤炭产能；(3)麟北煤业旗下存量70万千瓦火电装机年耗煤量约169万吨，约占存量煤炭产能的21%。

## 紧跟电改步伐，收入水平与稳定性仍存上升空间

一方面，容量电价政策出台，2024H1陕西省煤电容量电费月度均价为0.023元/KWh，且未来固定成本补偿比例有望进一步提升；另一方面，公司下属火电机组深度调峰技术优势突出，具备参与深度调峰的能力，未来伴随电力政策持续推进和辅助服务市场完善，公司旗下火电机组有望优先受益。

## “高资产匹配度煤电一体化公司”如何定价？——DCF估值

受益于“煤电一体化”布局，公司资产投入后经营性现金流获得显著提升，且近几年相对稳定，按毛利占比测算，公司火电度电盈利接近6分。未来三年来看，公司在建资产陆续投产，预计2024-2026年分别实现营业收入221.31、238.71、261.58亿元，同比分别增长13.77%、7.86%、9.58%；实现净利润48.58、52.64、58.02亿元，实现归母净利润30.07、32.87和36.07亿元，同比分别增加17.68%、9.28%和9.75%。

我们采取【DCF模型】对公司进行估值，核心假设为：①远期火电度电净利润0.058元/KWh；②远期资本支出主要为储备火电、煤炭资产；③2030年后长期增速 $g=0$ ，折现率 $r=11%$ 。基于上述假设，我们测算公司目标市值为526.31亿元，对应目标价14.04元/股，对应2024年PE17.50倍，对应空间40.91%（截至2024年10月15日）。

**风险提示：**宏观经济下行、煤炭价格波动、电力价格波动、装机规模扩张不及预期、公司未来发展战略调整、产能等数据或有统计误差、测算假设存在误差等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,285.17	19,452.83	22,131.23	23,870.99	26,157.80
增长率(%)	31.07	(4.10)	13.77	7.86	9.58
EBITDA(百万元)	7,822.68	7,947.84	9,083.20	9,596.23	10,538.55
归属母公司净利润(百万元)	2,471.52	2,555.69	3,007.43	3,286.64	3,607.05
增长率(%)	511.95	3.41	17.68	9.28	9.75
EPS(元/股)	0.66	0.68	0.80	0.88	0.96
市盈率(P/E)	15.11	14.61	12.42	11.36	10.35
市净率(P/B)	2.49	1.61	1.52	1.43	1.34
市销率(P/S)	1.84	1.92	1.69	1.56	1.43
EV/EBITDA	0.00	6.48	5.79	5.41	4.43

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	公用事业/电力
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	9.96元
目标价格	14.04元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	3,750.00
流通A股股本(百万股)	1,050.00
A股总市值(百万元)	37,350.00
流通A股市值(百万元)	10,458.00
每股净资产(元)	6.28
资产负债率(%)	54.53
一年内最高/最低(元)	12.63/7.35

## 作者

郭丽丽 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520030001  
guolili@tfzq.com

张樨樨 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

杨嘉政 联系人  
yangjiazheng@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

## 内容目录

1. 陕西省“煤电一体化”龙头，业绩持续向好.....	4
2. “煤电一体化”模式保障盈利，上下游资产同步扩张.....	6
2.1. “煤电一体化”模式盈利稳定性突出，有效熨平煤、电周期性波动.....	6
2.2. 成本端：旗下电厂以“坑口”为主，上下游资产匹配度较高.....	8
2.3. 收入端：紧跟电改步伐，收入水平与稳定性仍存上升空间.....	11
3. “高资产匹配度煤电一体化公司”如何定价? .....	12
3.1. “煤电一体化”布局下公司火电盈利水平较高，现金流优质.....	12
3.2. 从“DCF”视角看“煤电一体化”资产估值.....	13
4. 盈利预测及估值.....	15
4.1. 盈利预测.....	15
4.2. 估值.....	15
5. 风险提示.....	16

## 图表目录

图 1：公司历史发展沿革.....	4
图 2：公司股权结构（截至 2024H1）.....	4
图 3：公司两大业务板块（截至 2024 年 7 月）.....	5
图 4：2023 年公司业务营收结构.....	5
图 5：公司 2019-2024H1 营业收入.....	5
图 6：公司 2019-2024H1 归母净利润.....	5
图 7：公司 2018-2023 年各项费用情况.....	5
图 8：公司 2018-2023 年 ROE（摊薄）情况.....	5
图 9：公司 2018-2023 年现金流情况（亿元）.....	6
图 10：公司 2019-2024H1 年资产负债率情况.....	6
图 11：典型日内风光出力情况.....	6
图 12：2010-2023 年煤价走势与典型煤、电企业 ROE（摊薄）水平对比.....	6
图 13：2022-2024 年 3 月核准火电项目经营模式（GW）.....	7
图 14：煤炭企业、火电企业、煤电联营企业 ROE（摊薄）变化与煤价走势（秦皇岛港 Q5500）对比（%，元/吨）.....	8
图 15：2022-2023 年公司自用煤比例.....	9
图 16：公司陕西省内资产分布（截至 2023 年底）.....	10
图 17：2021-2023 年各家单位燃料成本对比（元/KWh）.....	11
图 18：2024H1 各省份月度代理购电-煤电容量电费均价对比（元/KWh）.....	11
图 19：2018-2024H1 公司经营性现金流情况（亿元）.....	12
图 20：公司 2019-2023 年各板块毛利（亿元）.....	12
图 21：公司 2019-2023 年发电量.....	12

图 22: 2024-2030 年公司净利润水平测算 .....	14
图 23: 2024-2030 年公司股权自由现金流测算.....	14
表 1: 各类型企业所选标的 .....	7
表 2: 公司旗下煤炭资产情况 (截至 2024 年 7 月) .....	8
表 3: 公司省内煤炭-电力资产匹配度测算 .....	10
表 4: 公司省间外送发电项目 .....	11
表 5: 公司下属火电机组深度调峰能力情况 .....	12
表 6: 公司经营数据预测.....	13
表 7: 公司远期储备项目情况.....	13
表 8: DCF 法测算公司目标市值 .....	15

## 1. 陕西省“煤电一体化”龙头，业绩持续向好

由煤炭开发起步，业务板块向电力行业扩展。公司成立于 2003 年，原名为汇森煤业开发有限责任公司，由华泰投资与秦龙电力共同发起设立。2005 年，公司开发凉水井煤矿；2015 年起，公司通过控股麟北发电、吉木萨尔发电、渭河发电、清水川能源、赵石畔煤电、商洛发电等公司，实现火电装机的快速扩张，业务布局拓展至电力领域，并于 2018 年完成股份制改革，更名为陕西能源投资股份有限公司。2020 年 11 月，公司股权结构调整，陕西投资集团成为公司大股东。2023 年，公司正式在深交所主板上市。

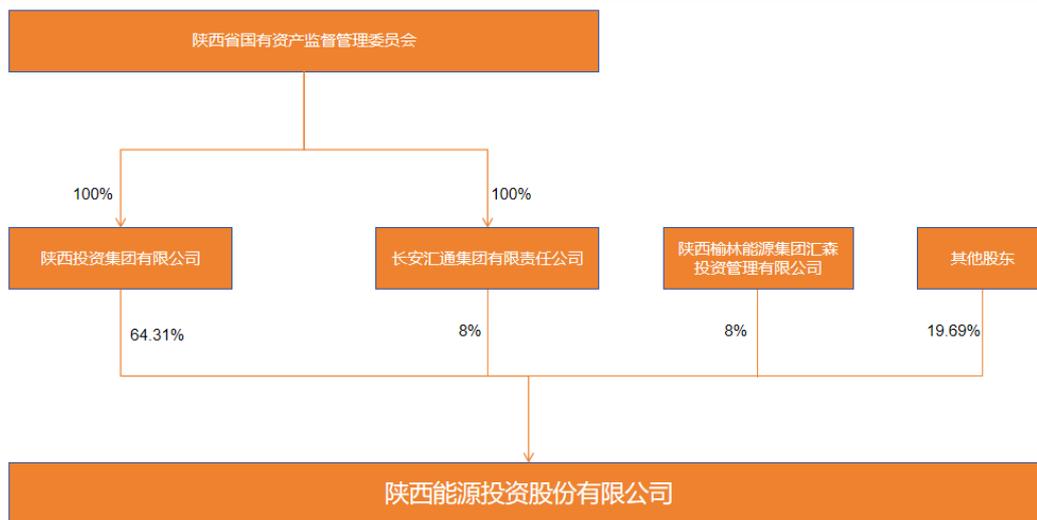
图 1：公司历史发展沿革



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

陕西投资集团旗下“煤电一体化”上市公司。截至 2024H1，公司大股东为陕西投资集团有限公司，直接持有公司 64.31% 股份。榆能汇森与长安汇通的持股比例均为 8%。公司实控人为陕西省国资委，通过陕西投资集团和长安汇通集团间接控股公司，合计持股比例为 72.31%。

图 2：公司股权结构（截至 2024H1）



资料来源：Wind，天风证券研究所

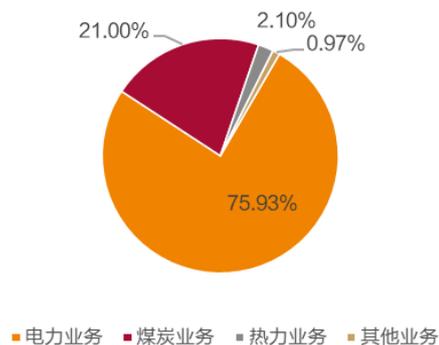
公司业务以电力为主，煤炭、热力为辅。电力方面，截止 2024 年 7 月，公司已核准煤电装机规模达到 1725 万千瓦，其中在役装机 1123 万千瓦，在建及筹建装机 602 万千瓦；煤炭方面，截至 2024 年 5 月，公司下属 4 座煤矿，核定煤炭产能共计 3000 万吨/年，其中已投产产能 2400 万吨/年，在建产能 600 万吨/年，同时，设计产能 400 万吨/年的丈八煤矿项目正在办理核准。从营收结构来看，2023 年公司电力业务、煤炭行业、热力及其他业务分别实现营业收入 147.70、40.85、5.97 亿元，占比分别为 75.93%、21.00%、3.07%。

图 3：公司两大业务板块（截至 2024 年 7 月）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2023 年公司业务营收结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

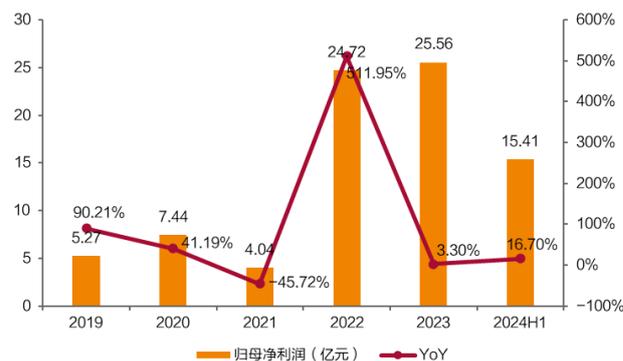
“煤电一体化”保障稳定性，整体业绩持续向好。受益于公司的“煤电一体化”布局，公司整体盈利水平相对稳定。2021 年受高煤价影响，公司净利润有所下滑，2022 年后伴随上网电量、电价提高叠加内部煤炭自用量增加，公司盈利水平得到显著修复。2023 年、2024H1 公司分别实现营业收入 194.53、105.75 亿元，同比分别变动 -4.10%、+14.36%，分别实现归母净利润 25.56、15.41 亿元，同比分别增长 3.30%、16.70%。

图 5：公司 2019-2024H1 营业收入



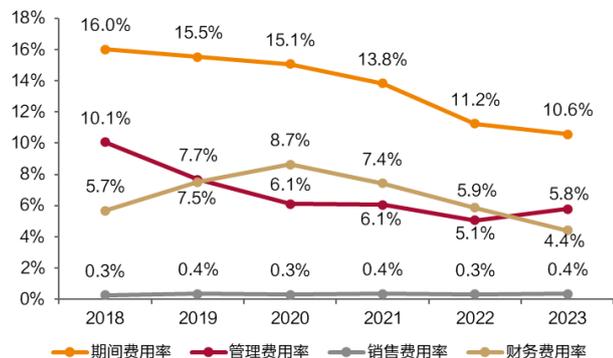
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司 2019-2024H1 归母净利润



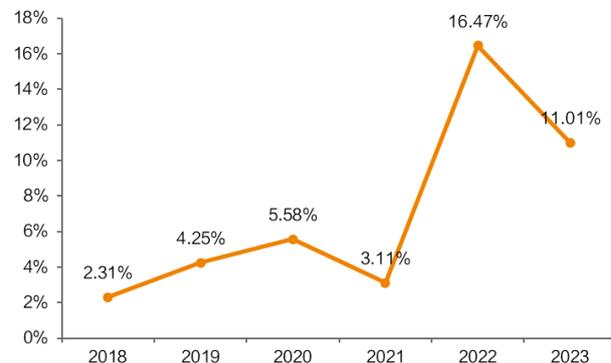
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司 2018-2023 年各项费用情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

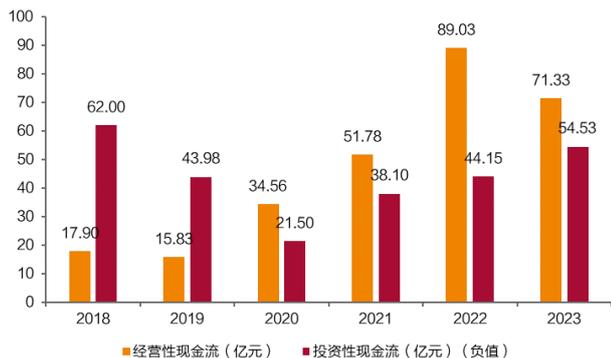
图 8：公司 2018-2023 年 ROE (摊薄) 情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

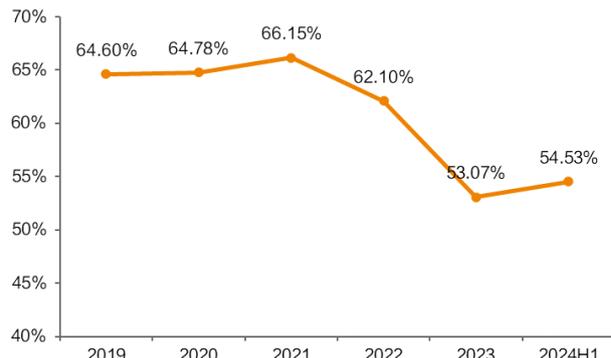
财务状况优秀，资产负债率降低。从现金情况来看，伴随公司前期主要资产落地，经营状况步入正轨，其经营性现金流连续增长，2023 年经营性现金流为 71.33 亿元，显著高于投资性现金流出；从资产负债率来看，公司债务压力近年来有所降低，截至 2024H1 资产负债率为 54.53%，较优的财务状况有望有效支撑公司业务发展。

图 9：公司 2018-2023 年现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司 2019-2024H1 年资产负债率情况



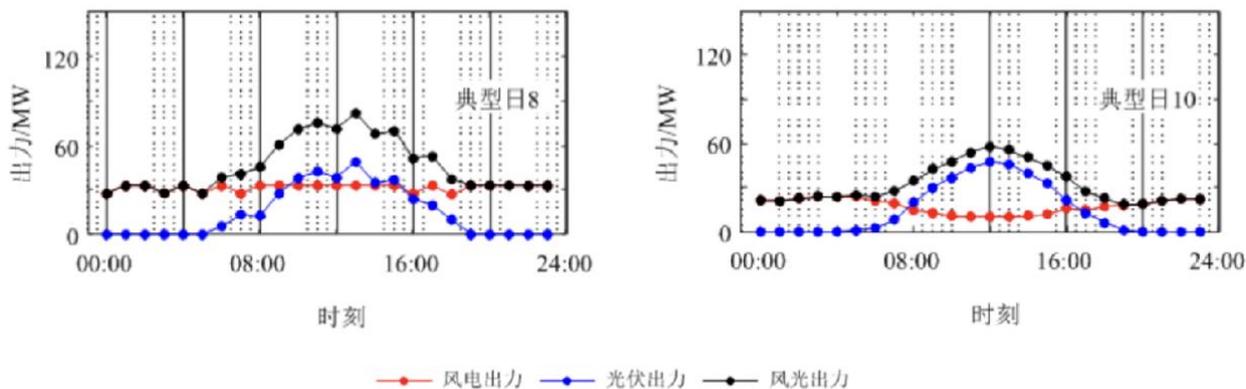
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. “煤电一体化”模式保障盈利，上下游资产同步扩张

### 2.1. “煤电一体化”模式盈利稳定性突出，有效熨平煤、电周期性波动

电力系统改革持续推进，煤电资产调节性与支撑性价值凸显。新型电力系统建设下，新能源装机规模不断提高，占比持续提升，但风光发电受地域环境限制较大，风电日波动最大幅度可达装机容量的 80%，且呈现一定的反调峰特性；光伏发电受昼夜、天气、移动云层变化的影响，同样存在间歇性和波动性。而火电采用同步发电机技术，可以根据电网的频率、电压情况瞬时调整其有功和无功功率输出，在维持电力系统稳定性以及故障穿越能力方面，较风电和光伏具有显著的优势。因此，保持合理容量的火电机组对保障供电可靠性具有重要意义。

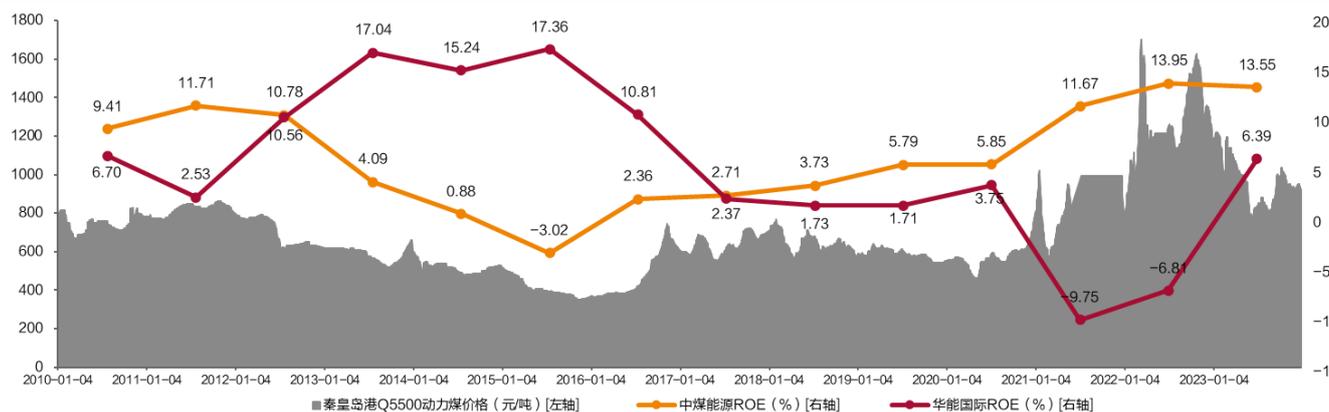
图 11：典型日内风光出力情况



资料来源：《考虑风光出力波动性的实时互补性评价方法》刘永前等，天风证券研究所

受煤、电行业周期性波动与机组利用率下滑影响，煤电企业经营未来或面临一定压力。一方面，煤炭企业与电力企业分别位于煤电产业链的上、下游，伴随煤价波动，其盈利水平通常呈反向波动，煤价上升则直接导致煤电企业盈利能力下滑，业绩面临压力；煤价下降则可能降低煤企收益，影响保供。另一方面，伴随新能源装机的持续扩张，未来火电机组容量利用率或将不断下降，从而可能导致机组收益下滑，影响企业投资积极性。

图 12：2010-2023 年煤价走势与典型煤、电企业 ROE（摊薄）水平对比

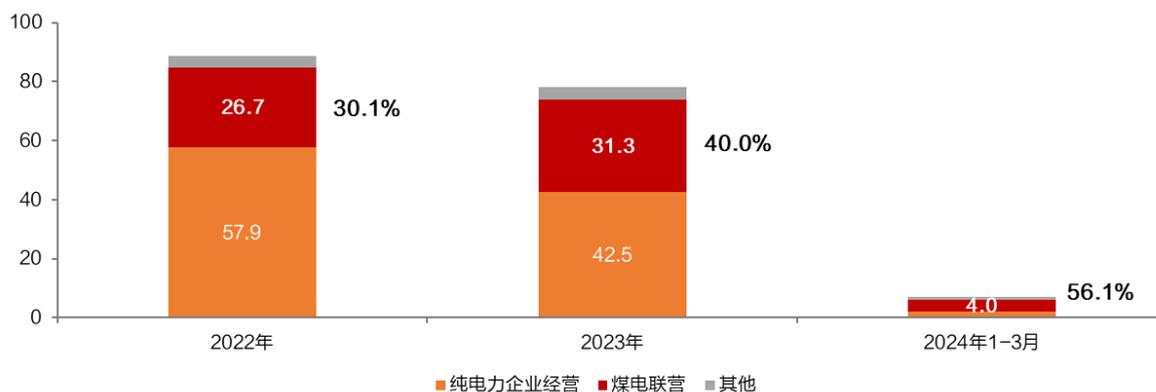


资料来源: Wind, 天风证券研究所

政策端强调能源保供安全，保障机组合理盈利，促使煤电资产回归“公用事业”属性。装机方面，2022年8月，电规总院发布《未来三年电力供需形势分析》，提出在保证安全的前提下，加快推进明确煤电建设，同时尽快新增规划煤电项目落实，适时新增规划一批电源储备项目，夯实托底保供基础，压实电力供应保障的基本盘；收益方面，2023年11月，两部委发布《关于建立煤电容量电价机制的通知》，明确表明煤电向基础保障性和系统调节性电源并重转型的新形势，并提出从2024年开始，将煤电单一制电价调整为两部制电价，其中容量电价水平根据转型进度等实际情况合理确定并逐步调整，充分体现煤电对电力系统的支撑调节价值，确保煤电行业持续健康运行。

在上述背景下，“煤电联营”渐成趋势，多家传统煤炭企业布局电力板块。根据北极星电力网统计，2022-2023年国内火电新增核准火电机组约1.67亿千瓦，其中煤电联营机组占比约34.8%。其中，国家能源集团、中煤能源集团、陕煤集团等多家大型煤炭企业均有煤电装机新增。

图 13: 2022-2024年3月核准火电项目经营模式 (GW)



资料来源: 北极星电力新闻网, Wind, 华润集团官网, 国投电力官网, 国际电投集团官网, 华能国际官网, 华电国际官网, 华银电力官网等, 天风证券研究所

“煤电一体化”经营模式顺应政策导向与行业趋势，盈利稳定性突出。我们选取几家典型公司，以其作为代表将煤炭企业、火电企业和煤电联营企业2019-2023年盈利水平进行对比：

表 1: 各类型企业所选标的

企业类型	选取公司
煤炭企业	中煤能源、陕西煤业、平煤股份
火电企业	华能国际、华电国际、大唐发电

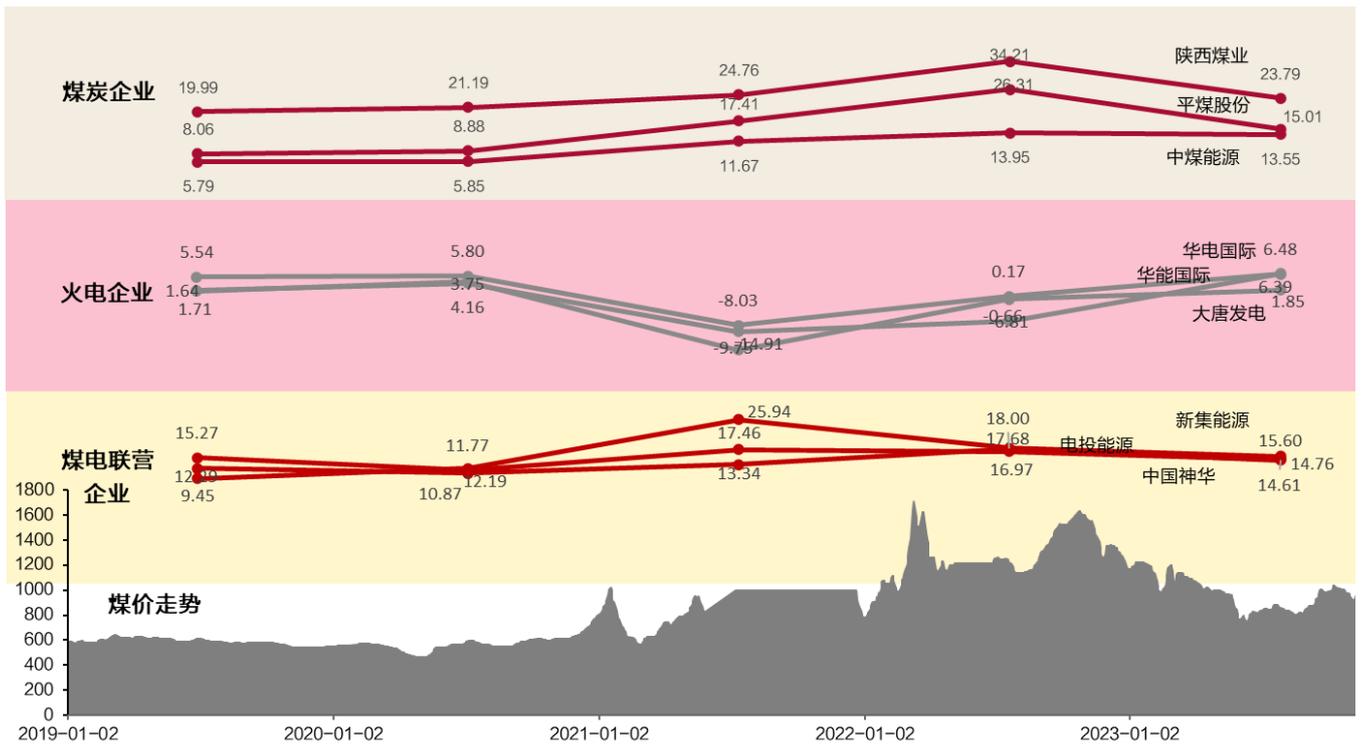
煤电联营企业

中国神华、电投能源、新集能源

资料来源: Wind, 天风证券研究所

对比上述公司 ROE 水平, 由于 2021-2022 年煤价大幅上涨, 煤炭企业 ROE 水平显著提高, 火电企业 ROE 则显著下滑, 甚至出现亏损, 而对比煤电联营企业, 其 ROE 水平较为平稳, 盈利稳定性相对较强。测算上述三类企业 19-23 年 ROE 的平均标准差, 煤炭企业、火电企业、煤电联营企业分别为 5.09%、6.19%、3.33%, 煤电联营企业盈利能力受煤价的边际影响明显较弱, “煤电一体化” 模式有望有效熨平煤、电周期性波动。

图 14: 煤炭企业、火电企业、煤电联营企业 ROE (摊薄) 变化与煤价走势 (秦皇岛港 Q5500) 对比 (% , 元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2.2. 成本端：旗下电厂以“坑口”为主，上下游资产匹配度较高

公司煤电一体化和坑口电站装机容量占比 69.64%。截至 2024 年 7 月, 公司已投产装机火电装机规模为 1123 万千瓦, 在建及筹建装机 602 万千瓦。从电厂类型来看, 旗下清水川能源、赵石畔煤电均配套有煤矿, 是典型的煤电一体化坑口电站; 麟北发电就近使用园子沟煤矿的煤泥和矸石等燃料, 吉木萨尔电厂处于新疆煤炭资源富集区, 具有坑口电站优势。整体来看, 公司已核准的装机容量中, 煤电一体化/坑口电站容量占比达到 69.64%。

表 2: 公司旗下煤炭资产情况 (截至 2024 年 7 月)

子公司	持股比例	资产类型	旗下资产	运行状态	核定产能	权益产能
清水川能源	66%	煤炭	冯家塔煤矿	投运	600 万吨/年	396 万吨/年
			冯家塔煤矿 (产能扩增)	筹建	400 万吨/年	264 万吨/年
		电力	清水川能源电厂一期	投运	60 万千瓦	39.6 万千瓦
			清水川能源电厂二期	投运	200 万千瓦	132 万千瓦
			清水川能源电厂三期 (#1 机组)	投运	100 万千瓦	66 万千瓦
			清水川能源电厂三期 (#2 机组)	投运	100 万千瓦	66 万千瓦
赵石畔煤电	60%	煤炭	赵石畔煤矿	在建	600 万吨/年	360 万吨/年
		电力	赵石畔煤电一期	投运	200 万千瓦	120 万千瓦

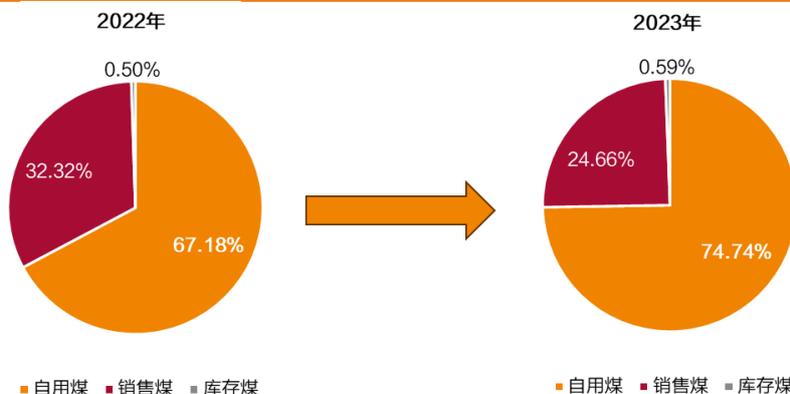
		赵石畔煤电二期		核准	200 万千瓦	120 万千瓦
麟北煤业/发电	63.6%	煤炭	园子沟煤矿（西翼）	投运	600 万吨/年	381.6 万吨/年
			园子沟煤矿（东翼）	投运	200 万吨/年	127.2 万吨/年
			丈八煤矿	筹建	400 万吨/年	254.4 万吨/年
		热电联产	麟北发电	投运	70 万千瓦	44.5 万千瓦
吉木萨尔发电	100%	电力	吉木萨尔坑口电站	投运	132 万千瓦	132 万千瓦
凉水井矿业	53%	煤炭	凉水井煤矿	投运	800 万吨/年	424 万吨/年
商洛发电	100%	热电联产	商洛电厂一期	投运	132 万千瓦	132 万千瓦
			商洛电厂二期	核准	132 万千瓦	132 万千瓦
渭河发电	66.30%	热电联产	渭河电厂	投运	124 万千瓦	82.2 万千瓦
延安热电	62.52%	热电联产	延安热电一期	投运	5 万千瓦	3.1 万千瓦
			延安热电二期	核准	70 万千瓦	43.8 万千瓦
国电投（信丰）	51%	电力	信丰电厂二期	核准	200 万千瓦	102 万千瓦
合计		煤炭			3600 万吨	2207.2 万吨
		电力			1725 万千瓦	1215.2 万千瓦

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

注：钱阳山煤矿（规划年产能 600 万吨/年）未组建项目公司，故未统计该项目

从用煤口径来看，得益于“煤电一体化”布局，公司长协煤比例达到 100%，2023 年旗下煤炭自用比例达到 74.74%。2022、2023 年公司煤炭产量分别为 1990.02、2328.94 万吨，其中销售+库存量分别为 653.02、588.20 万吨，经测算，其自用量分别为 1336.99、1740.74 万吨，比例分别达到 67.18%、74.74%，整体处于较高水平。

图 15：2022-2023 年公司自用煤比例



资料来源：公司公告，天风证券研究所

展望后续资产扩增，赵石畔煤电旗下尚有 600 万吨/煤电煤炭产能在建，同时已核准 200 万千瓦煤电装机，除此之外公司暂无坑口电厂新增。按照公司赵石畔煤矿产出煤炭平均热值 5000 大卡、火电利用小时 4800 小时、标煤耗 294.47g/KWh 测算，项目公司旗下存量 200 万千瓦装机年耗煤约 396 万吨，约占在建煤炭产能的 66%，考虑核准装机后则超出在建煤炭产能上限。

按照上述测算方法（清水川能源煤炭平均热值 4300 大卡，平均标煤耗 343.30g/KWh；麟北煤业煤炭平均热值 4500 大卡，平均标煤耗 324.07g/KWh）：①清水川能源旗下存量火电装机（460 万千瓦）年耗煤量约 1234 万吨，超出冯家塔煤矿整体煤炭产能；②麟北煤业旗下存量火电装机（70 万千瓦）年耗煤量约 169 万吨，约占存量煤炭产能的 21%。

同时，考虑清水川能源电厂和赵石畔煤电与凉水井煤矿产地接近，结合公司自供煤占比，或可享受凉水井矿业煤炭供应。

图 16：公司陕西省内资产分布（截至 2023 年底）



资料来源：Wind，天风证券研究所

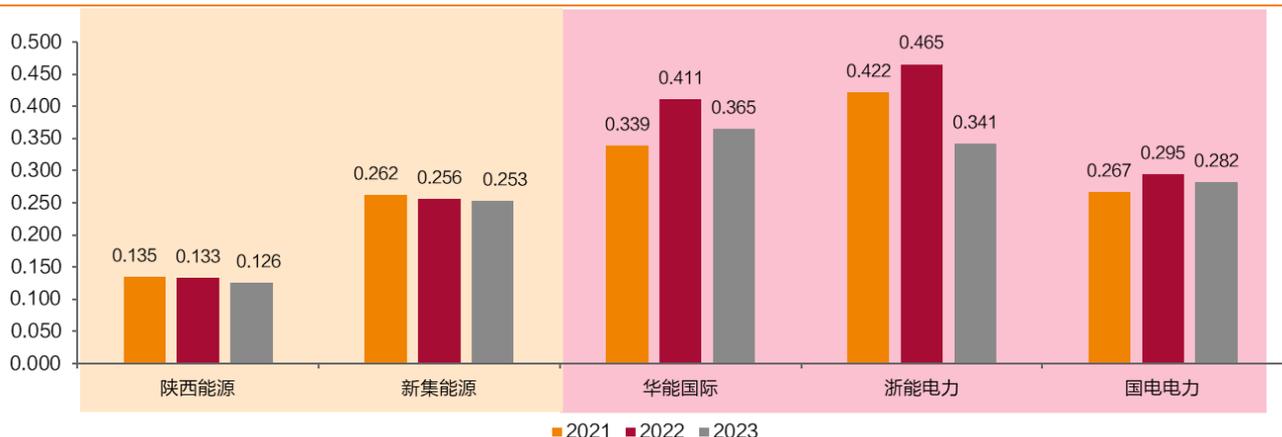
表 3：公司省内煤炭-电力资产匹配度测算

	清水川能源	赵石畔煤电	凉水井矿业	麟北煤业	渭河发电	商洛发电	安塞延能热电
区域	陕西榆林	陕西榆林	陕西榆林	陕西宝鸡	陕西咸阳	陕西商洛	陕西延安
存量煤炭产能（万吨）	600	-	800	800	-	-	-
存量火电容量（万千瓦）	460	200	-	70	124	132	5
匹配度	206%	-	-	21%	-	-	-
增量煤炭产能（万吨）	400	600	-	400	-	-	-
增量火电容量（万千瓦）	-	200	-	-	-	132	70
匹配度（整体）	123%	132%	-	14%	-	-	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

“煤电一体化”布局下，公司发电燃煤成本远低于常规火电企业。2023 年公司火电发电量 443 亿 kWh，燃料成本 55.64 亿元，对应度电燃料成本为 0.126 元/kWh，对比常规火电企业，根据各公司年报，2023 年华能国际、浙能电力、国电电力度电燃料成本分别为 0.365、0.341、0.282 元/kWh，公司“煤电一体化”布局下，燃料成本具备明显优势。

图 17：2021-2023 年各家单位燃料成本对比（元/KWh）

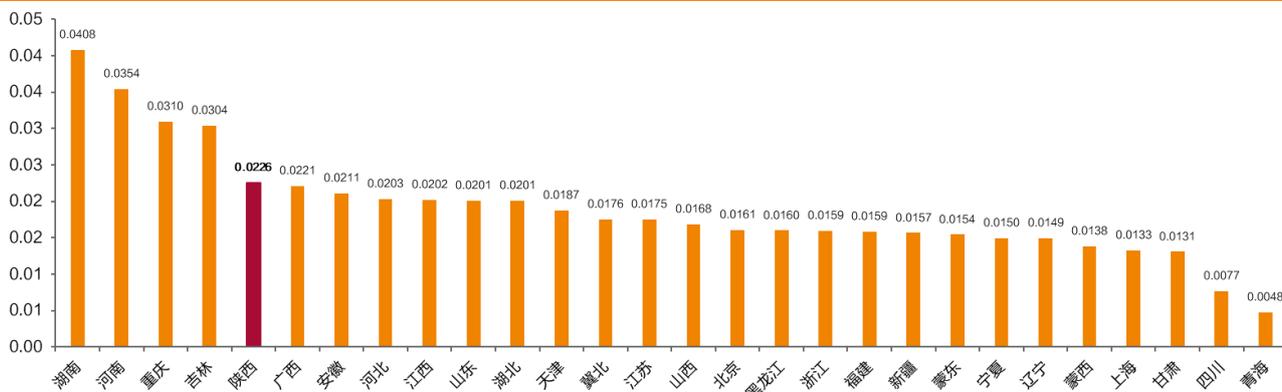


资料来源：各公司公告，天风证券研究所

### 2.3. 收入端：紧跟电改步伐，收入水平与稳定性仍存上升空间

**容量电价政策出台，火电盈利稳定性有望增强。**2023 年 11 月，两部委发布《关于建立煤电容量电价机制的通知》，提出适应煤电功能加快转型需要，建立容量电价机制并制定各省份电价水平，将现行煤电单一制电价调整为两部制电价。次月，陕西省发布《关于建立煤电容量电价机制有关事项的通知》，确定煤电容量电价按照回收煤电机组一定比例固定成本的方式确定，陕西电网 2024~2025 年煤电容量电价为每年每千瓦 100 元（含税）。2024H1 陕西省煤电容量电费月度均价为 0.023 元/KWh，达到较高水平。

图 18：2024H1 各省份月度代理购电-煤电容量电费均价对比（元/KWh）



资料来源：国际能源咨询网，天风证券研究所

一方面，根据两部委《关于建立煤电容量电价机制的通知》，2024-2025 年多数地区固定成本比例为 30%左右，部分煤电功能转型较快的地方适当高一些，而 2026 年起将各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于 50%；另一方面，根据陕西省《关于建立煤电容量电价机制有关事项的通知》，对于纳入受电省份电力电量平衡的跨省跨区外送煤电机组，送受双方应当签订年度及以上中长期合同，明确煤电容量电费分摊比例和履约责任等内容，同时赵石畔煤电、清水川能源三期（在建）、吉木萨尔发电项目均配套特高压外送线路。未来公司整体容量电价水平有望进一步提升。

表 4：公司省间外送发电项目

项目	装机容量（万千瓦）	特高压线路	送端省份	受端省份
赵石畔煤电一期	200	陕西榆横-山东潍坊特高压外输	陕西	山东
吉木萨尔发电	132	新疆槐东-安徽皖南特高压外输	新疆	安徽
清水川能源三期（在建）	200	陕北-湖北特高压外输	陕西	湖北

资料来源：公司公告，天风证券研究所

另外，在构建新能源为主体的新型电力系统趋势下，未来高参数、大容量、深度可调节性火电机组将是行业不可或缺的中坚力量。公司下属火电机组深度调峰技术优势突出，具备参与深度调峰的能力，在役的 16 台机组中，15 台已具备深度调峰能力。未来伴随电力政策持续推进和辅助服务市场的逐渐完善，公司旗下火电机组有望优先受益。

表 5：公司下属火电机组深度调峰能力情况

机组	装机容量（万千瓦）	是否完成深调改造	可调深度	预计完成深调改造时间
清水川能源一期#1 机组	30	是	30%	-
清水川能源二期机组	200	是	35%	-
赵石畔煤电一期机组	200	是	23%	-
商洛发电一期机组	132	是	25%	-
吉木萨尔电厂机组	132	是	20%	-
渭河发电机组	124	是	30%	-
麟北发电机组	70	是	33%	-
清水川能源一期#2 机组	30	否	-	2024 年
清水川能源三期机组（在建）	200	否	25%	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. “高资产匹配度煤电一体化公司”如何定价？

#### 3.1. “煤电一体化”布局下公司火电盈利水平较高，现金流优质

受益于“煤电一体化”布局，公司资产投入后经营性现金流获得显著提升。根据公司公告，公司 2019-2020 年集中投产一批火电资产，其中，清水川能源二期（2×100 万千瓦）、赵石畔煤电一期（2×100 万千瓦）为 2019 年投产，商洛发电（2×66 万千瓦）、麟北发电（2×35 万千瓦）为 2020 年投产。新增资产投产后公司经营现金流得到显著提升，且在“煤电一体化”布局下，近几年现金水平相对稳定。

图 19：2018-2024H1 公司经营性现金流情况（亿元）

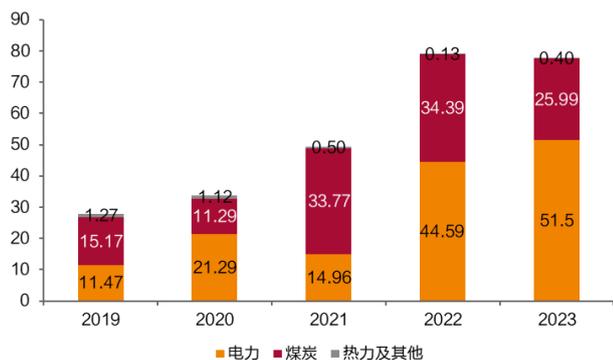


资料来源：公司公告，Wind，中国政府网，天风证券研究所

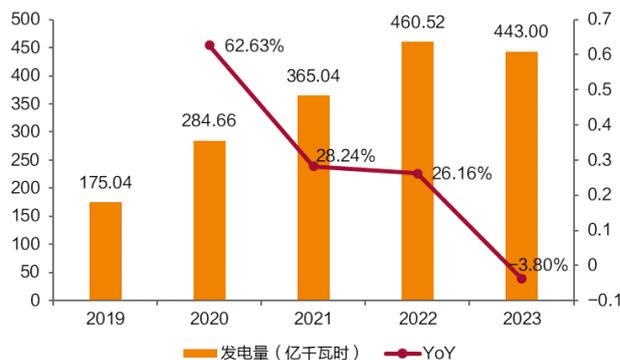
2023 年公司净利润（税后）为 40.59 亿元，扣除投资收益、减值损失、营业外收支等其他收益/损失后，主营业务净利润为 40.23 亿元，参考火电与煤炭业务毛利水平，公司火电业务毛利占比为 66.12%，则对应净利润为 26.60 亿元，对应度电盈利为 0.060 元/KWh（2023 年公司火电发电量为 443.00 亿 KWh）。

图 20：公司 2019-2023 年各板块毛利（亿元）

图 21：公司 2019-2023 年发电量



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.2. 从“DCF”视角看“煤电一体化”资产估值

未来三年来看, 公司在建资产陆续投产, 为公司业绩贡献一定增量。火电方面, 公司赵石畔煤电二期 (2 × 100 万千瓦)、商洛发电二期 (2 × 66 万千瓦)、延安热电 (2 × 35 万千瓦) 处于核准状态; 煤炭方面, 公司园子沟煤矿东翼 (200 万吨/年) 进入联合试运转, 赵石畔煤矿 (600 万吨/年) 建设进度按期推进。按照上述核心假设, 我们预计公司 2024-2026 年可实现净利润 48.58、52.64、58.02 亿元。

表 6: 公司经营数据预测

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>火电业务</b>				
装机容量 (万千瓦)	918	1123	1228	1428
发电量 (亿千瓦时)	443.00	514.44	549.12	599.04
营业收入 (亿元)	147.70	167.47	178.21	194.34
YoY	-2.25%	13.39%	6.41%	9.06%
毛利率	34.87%	32.80%	32.30%	32.64%
<b>煤炭业务</b>				
产能	2200	2400	3000	3000
产量	2328.94	2399.23	2733.29	3070.62
营业收入 (亿元)	40.85	47.86	54.53	61.26
YoY	-11.50%	17.16%	13.92%	12.34%
毛利率	63.62%	68.01%	68.01%	68.01%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

展望远期, 公司仍有一系列项目储备, 从而继续为公司贡献利润增量。火电方面, 24 年 6 月公司完成收购国电投 (信丰) 发电有限公司 51% 股权并投资建设信丰电厂二期 2 × 1000MW 机组项目; 煤炭方面, 公司正在争取核准丈八煤矿 (400 万吨/年), 冯家塔煤矿正在申请 400 万吨/年产能扩增, 另外, 公司 24 年 5 月成功竞得甘肃省环县钱阳山煤矿采矿权。

表 7: 公司远期储备项目情况

子公司	持股比例	资产类型	旗下资产	运行状态	核准日期	核定产能	权益产能
国电投 (信丰) 发电	51%	火电	信丰电厂二期 (2 × 100 万千瓦)	在建	-	200 万千瓦	102 万千瓦
商洛发电	100%	热电联产	商洛发电二期 (2 × 100 万千瓦)	核准	2023.6.9	132 万千瓦	132 万千瓦
延安热电	62.52%	热电联产	安塞延能热电二期 (2 × 35 万千瓦)	核准	2023.8.3	70 万千瓦	43.76 万千瓦

赵石畔煤电	60%	火电	赵石畔煤电二期 (2×100万千瓦)	核准	2023.10.10	200万千瓦	120万千瓦
清水川能源	66%	煤炭	冯家塔煤矿(产能 扩增)	筹建	-	400万吨/年	264万吨/年
麟北煤业/发电	63.6%	煤炭	丈八煤矿	筹建	-	400万吨/年	254.4万吨/年
-	-	煤炭	钱阳山煤矿	筹建	-	-	-

资料来源：公司公告，北极星电力网，Wind，天风证券研究所

我们按照每年 2 台的建设节奏进行假设，公司当前已公布的储备项目预计于 2029 年全部完成投产。**从经营数据来看，电量方面**，根据公司 2024H1 经营数据，公司 24H1 完成发电量 240.99 亿千瓦时，同比增长 12.58%，且陕西省前 7 月火电发电量增速达到 8.40%，因此我们预计短期内公司发电水平相对稳定，远期伴随新能源装机规模持续提升，公司发电水平或有所降低；**电价方面**，在无火电资产新增的情况下，公司 24Q1 归母净利润同比增长 15.30%，利润保持较优水平，因此我们预计电价水平相对稳定。**综合前文及上述分析，我们对公司远期业绩水平进行测算。**

图 22：2024-2030 年公司净利润水平测算

	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>火电</b>									
装机容量(万千瓦)	918	918	1123	1228	1428	1628	1698	1898	1898
新增装机(万千瓦)			205	105	200	200	70	200	
首年发电比例			75%	20%	10%	10%	10%	10%	10%
利用小时数(h)	5016	4814	4800	4800	4800	4700	4700	4600	4500
发电量(亿千瓦时)	460.52	443.00	514.44	549.12	599.04	680.56	768.45	790.28	854.10
上网比例	93.61%	93.55%	93.41%	93.52%	93.49%	93.48%	93.50%	93.49%	93.49%
售电量(亿千瓦时)	431.11	414.41	480.55	513.56	560.07	636.17	718.49	738.83	798.49
电价(不含税)	0.350	0.350	0.349	0.347	0.347	0.347	0.347	0.347	0.347
<b>煤炭</b>									
产能(万吨)	2200	2200	2400	3000	3000	3400	3400	3800	3800
新增产能(万吨)	200		200	600		400		400	
年化新增产能(万吨)	33		200	300		160		120	
产能利用率	97.87%	105.86%	99.97%	101.23%	102.35%	101.18%	101.59%	101.71%	101.50%
产量(万吨)	1990	2329	2399	2733	3071	3197	3454	3580	3857
外销比例	32.32%	24.66%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
外销量(万吨)	643.09	574.39	839.73	956.65	1074.72	1119.11	1208.93	1253.07	1349.89
售价(不含税)	717.85	711.25	570.00	570.00	570.00	570.00	570.00	570.00	570.00
<b>营业收入(亿元)</b>									
	202.85	194.53	221.31	238.71	261.58	290.51	324.20	333.78	359.99
YoY		-4.10%	13.77%	7.86%	9.58%	11.06%	11.60%	2.95%	7.86%
火电	150.89	145.04	167.47	178.21	194.34	220.75	249.32	256.37	277.07
煤炭	46.16	40.85	47.86	54.53	61.26	63.79	68.91	71.42	76.94
热力及其他	5.59	5.98	5.98	5.98	5.98	5.98	5.98	5.98	5.98
<b>净利润(亿元)</b>									
	40.63	40.59	48.58	52.64	58.02	63.72	70.75	72.96	78.75
YoY		-0.10%	19.68%	8.36%	10.22%	9.82%	11.04%	3.13%	7.93%
火电	22.90	26.83	30.37	31.91	34.89	39.64	44.76	46.03	49.75
煤炭	17.66	13.54	18.00	20.56	22.92	23.87	25.78	26.73	28.79
热力及其他	0.07	0.21	0.22	0.18	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
<b>度电净利润(元/KWh)</b>									
	0.050	0.060	0.059	0.058	0.058	0.058	0.058	0.058	0.058

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们参考公司“现金流量表补充资料”计算公司的【股权自由现金流】，同时还需考虑后续“资本性支出”。**资本性支出方面**，公司 2021-2023 年构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 41.31、44.40、46.00 亿元，公司未来装机增长节奏相对放缓，我们给予后续资本性支出 30-40 亿预测；**折旧及摊销方面**，公司 2023 年合计折旧及摊销为 24.19 亿元；对于后续新增项目，根据公司公告，公司“新建信丰电厂 2×100 万千瓦项目”与“麟北煤业园子沟矿井及选煤厂项目” 预计总投资分别约 78.96、83.89 亿元，工程投入金额占比我们取总预算的 90%。(折旧年限按 20 年计算)

图 23：2024-2030 年公司股权自由现金流测算

单位: 亿元	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
净利润	40.63	40.59	48.58	52.64	58.02	63.72	70.75	72.96	78.75
加: 信用减值损失	0.01	0.16	0.08	0.12	0.10	0.11	0.11	0.11	0.11
资产减值损失	0.26	0.19	0.23	0.21	0.22	0.21	0.21	0.21	0.21
折旧及摊销	20.91	24.19	28.18	31.35	35.09	41.42	44.48	46.96	51.67
处置各项资产的损失 (收益以“-”号填列)	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02
固定资产报废损失 (收益以“-”号填列)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
投资损失 (收益以“-”号填列)	0.17	-0.44	-0.13	-0.29	-0.21	-0.25	-0.23	-0.24	-0.23
递延所得税净额	0.18	0.44	0.31	0.37	0.34	0.36	0.35	0.35	0.35
存货的减少 (收益以“-”号填列)	0.55	-0.50	0.66	0.18	0.33	0.33	0.12	0.33	0.00
经营性应收项目的减少 (增加)	7.16	-2.06	2.55	0.25	1.40	0.82	1.11	0.97	1.04
经营性应付项目的增加 (减少)	7.34	-0.30	8.76	2.33	4.45	4.45	1.56	4.45	0.00
经营活动产生的现金流量净额	77.21	62.27	89.21	87.17	99.74	111.18	118.46	126.11	131.89
减: 资本性支出E			40.00	35.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
股权自由现金流E			49.21	52.17	69.74	81.18	88.46	96.11	101.89

资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

**长期增速 (g) 方面**, 考虑火电资产逐渐回归公用事业属性, 其盈利模式趋稳, 在公司未来无新增资产的假设下, 保守估计给予公司 2030 年后  $g=0$ ; **折现率 (r) 方面**, 根据亿渡数据根据国标制定的各行业财务基准收益率, 煤炭行业  $r$  为 11%, 火电行业  $r$  为 9.5%, 考虑近三年市场整体走势, 我们保守给予公司折现率  $r=11%$ 。基于上述假设, 我们对公司股权价值  $V_{\text{始}}$  进行测算,  $V_{\text{始}}=877.19$  亿元, 对少数股东部分, 公司 2023 年归母净利润/净利润为 37.03%, 考虑公司后续资产扩增带来的项目公司股权稀释, 我们假设未来少数股东占比为 40%, 剔除少数股东部分后, **计算得公司目标市值 526.31 亿元, 对应目标价 14.04 元/股, 对应 2024 年 PE 17.50 倍。**

表 8: DCF 法测算公司目标市值

	2023 年	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
股权自由现金流 (E)	49.21	52.17	69.74	81.18	88.46	96.11	101.89	
折现率 $r$			11%	11%	11%	11%	11%	11%
股权价值 $V_{\text{始}}$					877.19 亿元			
少数股东占比	37.03%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
<b>理论目标市值 <math>V_{\text{终}}</math></b>					<b>526.31 亿元</b>			

资料来源: 公司公告, 北极星电力网, Wind, 亿渡数据, 巨潮资讯网, 天风证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1. 盈利预测

结合章节 3.2 表 6 核心经营数据假设, 我们预计公司 2024-2026 年可实现营业收入 221.31、238.71 和 261.58 亿元, 同比分别增加 13.77%、7.86%和 9.58%; 可实现归母净利润 30.07、32.87 和 36.07 亿元, 同比分别增加 17.68%、9.28%和 9.75%。

### 4.2. 估值

综合章节 3.2 分析, 我们采取【DCF 模型】方式对公司进行估值分析, 测算得到公司目标市值 526.31 亿元, 对应 2024 年 PE 为 17.50 倍, 对应目标价 14.04 元/股。

截至 2024 年 10 月 15 日收盘, 公司市值为 373.50 元, 对应空间为 40.91%。

## 5. 风险提示

**宏观经济下行风险：**如果未来经济增长放慢，全社会用电量增长速度将放缓，有可能造成弃水、弃风、弃光情况，对公司发电水平产生不利影响。

**煤炭价格波动风险：**公司煤炭与电力业务占比较高，煤价波动可能对公司盈利造成影响。

**电力价格波动风险：**随着电力体制改革推进，市场化交易电量比例持续提高，跨省区交易比例大幅增长，现货交易加快推进，交易品种日趋完善，电力市场竞争异常激烈，市场化交易电价面临一定的下行压力。

**装机规模扩张不及预期：**公司未来有较高的装机增长规划，为公司业绩主要增长点之一，但项目的核准、建设及并网投产仍存在一定不确定性，若项目推进情况不及预期，则可能对公司未来业绩造成一定冲击。

**公司未来发展战略调整风险：**本报告分析及测算基于公司的公用事业属性和业绩稳定性，若公司未来发展战略出现一定调整，则可能对上述特点产生一定影响。

**产能等数据或有统计误差：**本报告对公司资产情况进行了详细拆解，其统计可能存在一定误差，仅供参考。

**测算假设存在误差风险：**测算相关假设具有一定主观性，可能存在误差，仅供参考。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,463.56	5,747.95	1,770.50	1,909.68	4,885.96	营业收入	20,285.17	19,452.83	22,131.23	23,870.99	26,157.80
应收票据及应收账款	1,819.33	2,018.05	2,313.39	2,207.54	2,870.32	营业成本	12,373.34	11,663.33	13,344.17	14,374.98	15,611.90
预付账款	358.69	419.96	469.66	488.68	552.12	营业税金及附加	879.42	865.37	929.51	1,033.12	1,131.46
存货	403.62	454.10	509.64	528.55	598.97	销售费用	65.76	72.74	77.75	83.50	93.74
其他	393.29	347.82	377.61	359.82	383.30	管理费用	1,024.41	1,125.86	1,245.76	1,310.25	1,474.04
<b>流动资产合计</b>	<b>6,438.49</b>	<b>8,987.89</b>	<b>5,440.79</b>	<b>5,494.27</b>	<b>9,290.67</b>	研发费用	9.23	9.63	9.11	10.84	11.86
长期股权投资	1,587.10	2,287.95	2,287.95	2,287.95	2,287.95	财务费用	1,190.56	859.57	748.30	852.04	924.99
固定资产	29,674.52	29,312.64	31,293.37	29,892.30	30,867.25	资产/信用减值损失	(27.40)	(34.78)	(109.68)	(57.29)	(67.25)
在建工程	4,841.80	9,413.44	6,248.06	7,423.26	5,053.95	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	7,094.78	7,284.39	7,110.75	6,937.11	6,763.48	投资净收益	(16.53)	43.51	100.00	90.00	80.00
其他	6,600.76	5,754.07	5,982.62	6,105.28	5,943.86	其他	44.01	(56.54)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>49,798.96</b>	<b>54,052.49</b>	<b>52,922.76</b>	<b>52,645.90</b>	<b>50,916.49</b>	<b>营业利润</b>	<b>4,742.36</b>	<b>4,904.13</b>	<b>5,766.94</b>	<b>6,238.97</b>	<b>6,922.57</b>
<b>资产总计</b>	<b>56,237.44</b>	<b>63,040.37</b>	<b>58,363.55</b>	<b>58,140.17</b>	<b>60,207.16</b>	营业外收入	12.79	37.20	37.00	37.10	37.05
短期借款	2,503.89	2,179.37	5,144.76	3,601.55	400.00	营业外支出	29.49	49.28	37.98	38.92	42.06
应付票据及应付账款	4,321.20	4,509.50	5,991.93	4,789.62	7,148.93	<b>利润总额</b>	<b>4,725.66</b>	<b>4,892.05</b>	<b>5,765.96</b>	<b>6,237.16</b>	<b>6,917.56</b>
其他	5,050.88	4,801.76	5,350.76	5,333.14	5,579.18	所得税	662.93	833.39	907.54	973.07	1,115.49
<b>流动负债合计</b>	<b>11,875.97</b>	<b>11,490.63</b>	<b>16,487.45</b>	<b>13,724.32</b>	<b>13,128.11</b>	<b>净利润</b>	<b>4,062.73</b>	<b>4,058.66</b>	<b>4,858.42</b>	<b>5,264.08</b>	<b>5,802.07</b>
长期借款	20,087.58	19,243.86	7,400.00	7,500.00	7,400.00	少数股东损益	1,591.21	1,502.96	1,850.98	1,977.44	2,195.02
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,471.52</b>	<b>2,555.69</b>	<b>3,007.43</b>	<b>3,286.64</b>	<b>3,607.05</b>
其他	2,718.31	2,561.74	2,640.02	2,600.88	2,620.45	每股收益(元)	0.66	0.68	0.80	0.88	0.96
<b>非流动负债合计</b>	<b>22,805.90</b>	<b>21,805.59</b>	<b>10,040.02</b>	<b>10,100.88</b>	<b>10,020.45</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>34,923.44</b>	<b>33,453.55</b>	<b>26,527.48</b>	<b>23,825.20</b>	<b>23,148.56</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	6,307.36	6,381.76	7,252.39	8,183.89	9,217.11	营业收入	31.07%	-4.10%	13.77%	7.86%	9.58%
股本	3,000.00	3,750.00	3,750.00	3,750.00	3,750.00	营业利润	179.15%	3.41%	17.59%	8.19%	10.96%
资本公积	7,941.16	14,074.21	14,074.21	14,074.21	14,074.21	归属于母公司净利润	511.95%	3.41%	17.68%	9.28%	9.75%
留存收益	3,409.59	4,650.60	6,065.17	7,613.39	9,311.27	<b>获利能力</b>					
其他	655.89	730.25	694.31	693.48	706.01	毛利率	39.00%	40.04%	39.70%	39.78%	40.32%
<b>股东权益合计</b>	<b>21,314.00</b>	<b>29,586.82</b>	<b>31,836.07</b>	<b>34,314.97</b>	<b>37,058.60</b>	净利率	12.18%	13.14%	13.59%	13.77%	13.79%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>56,237.44</b>	<b>63,040.37</b>	<b>58,363.55</b>	<b>58,140.17</b>	<b>60,207.16</b>	ROE	16.47%	11.01%	12.23%	12.58%	12.96%
						ROIC	13.99%	12.80%	12.88%	15.04%	16.19%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	62.10%	53.07%	45.45%	40.98%	38.45%
净利润	4,062.73	4,058.66	3,007.43	3,286.64	3,607.05	净负债率	105.34%	62.84%	43.16%	35.73%	15.91%
折旧摊销	1,872.06	2,161.66	2,358.28	2,399.52	2,567.98	流动比率	0.53	0.77	0.33	0.40	0.71
财务费用	1,177.30	906.01	748.30	852.04	924.99	速动比率	0.50	0.73	0.30	0.36	0.66
投资损失	16.53	(43.51)	(100.00)	(90.00)	(80.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	634.73	449.38	1,243.40	(1,400.19)	2,051.32	应收账款周转率	11.42	10.14	10.22	10.56	10.30
其它	1,139.62	(398.90)	1,850.98	1,977.44	2,195.02	存货周转率	46.92	45.36	45.93	45.99	46.40
<b>经营活动现金流</b>	<b>8,902.97</b>	<b>7,133.30</b>	<b>9,108.39</b>	<b>7,025.45</b>	<b>11,266.36</b>	总资产周转率	0.36	0.33	0.36	0.41	0.44
资本支出	3,037.28	7,416.66	921.71	2,039.14	980.43	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	18.15	700.86	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.66	0.68	0.80	0.88	0.96
其他	(7,470.20)	(13,570.30)	(1,818.58)	(3,949.14)	(1,900.43)	每股经营现金流	2.37	1.90	2.43	1.87	3.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,414.77)</b>	<b>(5,452.78)</b>	<b>(896.87)</b>	<b>(1,910.00)</b>	<b>(920.00)</b>	每股净资产	4.00	6.19	6.56	6.97	7.42
债权融资	(2,254.97)	(2,434.21)	(9,579.82)	(2,191.08)	(4,311.63)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(1,366.92)	5,607.41	(2,609.16)	(2,785.19)	(3,058.44)	市盈率	15.11	14.61	12.42	11.36	10.35
其他	(1,474.67)	(2,747.01)	0.00	(0.00)	(0.00)	市净率	2.49	1.61	1.52	1.43	1.34
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5,096.56)</b>	<b>426.19</b>	<b>(12,188.98)</b>	<b>(4,976.27)</b>	<b>(7,370.07)</b>	EV/EBITDA	0.00	6.48	5.79	5.41	4.43
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	8.89	7.81	7.21	5.86
<b>现金净增加额</b>	<b>(608.37)</b>	<b>2,106.71</b>	<b>(3,977.45)</b>	<b>139.18</b>	<b>2,976.28</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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