

2024年10月24日

## 能源航母央企典范 高度重视资产整合

投资评级：看好（维持）

——五大电力集团资产梳理之国家能源集团

## 证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

邹佩轩

SAC: S1350524070004

zoupeixuan01@huayuanstock.com

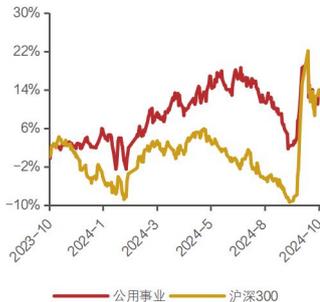
邓思平

SAC: S1350524070003

dengsiping@huayuanstock.com

## 联系人

## 板块表现：



## 投资要点：

- **具备重组基因的能源航母，高度重视资产整合。**国家能源集团由国电集团和神华集团于2017年重整成立，拥有煤炭、电力、运输、化工等业务，全产业链一体化协同发展。2019年，国家能源集团被纳入首批10家国资委“创建世界一流示范企业”央企，为国企改革排头兵。**集团拥有六家上市平台**，其中煤炭1家（中国神华），电力3家（国电电力、龙源电力、长源电力），环保1家（龙源技术），化学原料制造1家（英力特）。集团高度资产整合，持续注入优质资产到上市公司，并成功推行龙源电力回归A股。
- **电力：资产证券化率61%，未上市资产约127GW，主要为火电与新能源，在建水电全国第一。**截至2023年底，国家能源集团电力在运装机324GW，上市比例61%，处于五大电力集团中游水平。未上市资产127GW，其中火电、水电、风电、光伏分别为82、3、23、19GW。集团三大电力平台定位清晰，其中国电电力为集团常规能源整合平台，新能源主力军；龙源电力为集团风电业务整合平台；长源电力为集团在湖北省的区域电力整合平台。具体分电源分析：
  - **1) 火电：火电装机全球第一，煤电运一体化运营。**集团在运火电20873万千瓦，集中在三北和华东区域，享受煤电联营与负荷优势，叠加集团“煤电运”一体化模式，预计集团火电机组在高煤价下将获得相对优势。与其他四大发电集团比较，国家能源集团火电结构与机组利用率处于较优水平。集团两个火电运营主体为国电电力与中国神华，未上市资产82GW集中在三北地区。
  - **2) 水电：12GW在运在建未上市，在建规模全国第一，建议积极关注国电电力。**集团在运水电1867万千瓦，主要为国电电力控股，集中在大渡河、开都河及伊犁河流域。2023年底集团在建水电超9GW，其中未上市超过5GW，为200万千瓦级别水电站，其中玛尔挡水电站（232万千瓦）预计2024年完全投产。集团承诺国电电力为集团常规能源（包括水电）业务整合平台，并已于2022年转让国能大渡河11%股权至国电电力，建议积极关注国电电力。
  - **3) 新能源：风电装机全球第一，23GW风电未上市，建议积极关注龙源电力。**集团新能源发展主要由龙源电力、国电电力、国华投资三个平台承担，截至2023年底集团在运新能源9622万千瓦，未上市资产43GW，集中在国华投资（超20GW）与省公司。集团承诺龙源电力为风电业务整合平台，目前未上市风电23GW。集团已于2024年启动4GW新能源资产整合，建议积极关注龙源电力。
- **全球最大煤炭企业，沿产业链打造煤电联营与煤化工巨头。**集团为全球规模最大的煤炭生产公司，2023年煤炭产能6.65亿吨/年，产量6.17亿吨，以动力煤为主，集中在内蒙古、陕西、新疆、宁夏等6个省区。集团承诺中国神华为集团煤炭资产整合平台，同时，集团拥有2408公里铁路路网，独享多条自有铁路专线，由中国神华经营。集团坚持产业链业务协同，最大的煤炭企业经营一体化运输网络，与最大的火电企业协同发展，造就国家能源集团火电机组煤电联营与一体化运输优势。依托煤炭优势，国能集团是全球最大的煤制油煤化工公司，中国神华为集团煤化工平台。
- **国企改革行动方案时间过半，并购六条或加速资产整合。**国有企业改革深化提升行动方案已经进入中期，此前A股市场情绪低迷、并购重组放缓，对央企资源政策构成较大制约。证监会于2024年9月发布并购六条，进一步优化重组审核程序，提高重组审核效率，活跃并购重组市场。结合2022年5月国资委发布的《提高央企控股上市公司质量工作方案》。预计此次并购六条有助于央企借助时间窗口，解决同业竞争，切实推进专业化整合。**建议关注国家能源集团旗下潜在资产整合机会，相关标的：龙源电力、国电电力、长源电力、中国神华、龙源技术、英力特。**
- **风险提示：集团资产整合不及预期、电力体制市场化波动。**

## 内容目录

1. 具备重组基因的能源航母 高度重视资产整合 .....	4
1.1. 具备重组基因的能源航母 全产业链打造多个世界第一 .....	4
1.2. 高度重视资产整合 超强现金流呵护上市公司发展 .....	5
2. 未上市电力资产 127GW 在建水电全国第一 .....	7
2.1. 火电：82GW 未上市 享受煤电联营与一体化运输 .....	7
2.2. 水电：12GW 在运在建未上市 在建规模国内第一 .....	10
2.3. 新能源：43GW 未上市 全球第一大风电运营商 .....	14
3. 全球煤炭龙头 打造煤电联营与煤化工巨头 .....	16
4. 国改行动方案时间过半 并购六条加速资产整合 .....	18

## 图表目录

图表 1: 国家能源集团核心产业板块图 .....	4
图表 2: 国家能源集团营收结构 (2023 年, 亿元) .....	4
图表 3: 国家能源集团旗下上市平台 (亿元, 人民币) .....	5
图表 4: 国家能源集团旗下三大电力上市平台近几年部分资产整合梳理 .....	5
图表 5: 截至 2023 年底五大电力集团资产证券化率 (万千瓦、%) .....	6
图表 6: 五大发电集团 2023 年经营情况 (亿元) .....	7
图表 7: 2023 年底国家能源集团电力资产证券化率 (万千瓦、%) .....	7
图表 8: 截至 2023 年底集团火电装机明细 (万千瓦, 不完全统计) .....	8
图表 9: 国家能源集团火电资产各省分布情况 (万千瓦, 不完全统计) .....	10
图表 10: 五大发电集团火电资产比较 .....	10
图表 11: 截至 2023 年底国家能源集团水电装机明细 (万千瓦, 不完全统计) .....	11
图表 12: 国家能源集团未上市水电资产主要分布省份 (万千瓦, 不完全统计) .....	13
图表 13: 国家能源集团在建常规水电项目梳理 (万千瓦, 不完全统计) .....	13
图表 14: 国家能源集团重点在建水电站情况 (万千瓦、亿千瓦时、亿元) .....	14
图表 15: 截至 2023 年底国家能源集团新能源装机明细 (万千瓦) .....	15
图表 16: 国家能源集团 2020 年至今新能源装机 (万千瓦) .....	16
图表 17: 国家能源集团主要未上市资产 2023 年煤炭运营情况 (万吨/年) .....	17
图表 18: 国家能源集团从事煤化工业务的主要企业 .....	17
图表 19: 国家能源集团旗下上市公司估值表 (亿元, 人民币) .....	19

# 1. 具备重组基因的能源航母 高度重视资产整合

## 1.1. 具备重组基因的能源航母 全产业链打造多个世界第一

**国内能源航母，煤火风全球第一。**国家能源投资集团有限责任公司（简称“国家能源集团”、“国能集团”或“集团”）于2017年11月正式挂牌，由原国电集团（原五大发电集团之一）和原神华集团（国内最大煤炭企业）重组成立。为国务院实际控制的中央骨干能源企业，拥有煤炭、电力、运输、化工等全产业链业务。2019年，集团被纳入首批10家国资委“创建世界一流示范企业”央企，确立为国企改革排头兵。2021年，集团煤炭生产、火电装机、风电装机规模达到全球第一。截至2023年底，集团资产总额2.1万亿元，煤炭产能6.65亿吨/年，发电总装机3.2亿千瓦，自营铁路2708公里。

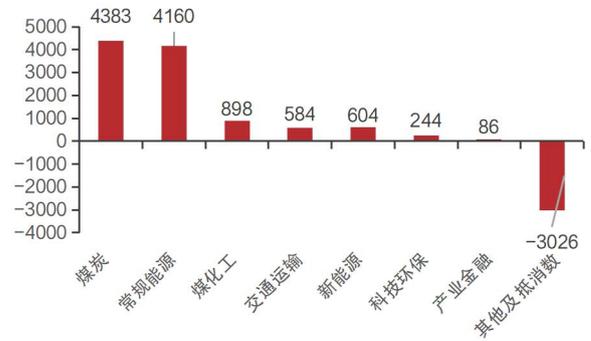
**八大业务板块，煤炭与电力为集团两大核心业务。**国家能源集团拥有煤炭、常规能源发电、新能源、交通运输、煤化工、产业科技、节能环保、产业金融等八大业务板块。2023年集团实现营业收入7932亿元，其中煤炭、常规能源电力、煤化工、交通运输、新能源电力和其他业务及抵消数营业收入占比分别为55.3%、52.5%、11.3%、7.4%、7.6%和-34%。煤炭与电力业务为集团两大主业。

图表 1：国家能源集团核心产业板块图



资料来源：集团官网，华源证券研究所

图表 2：国家能源集团营收结构（2023年，亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

从组织架构看，集团拥有六家上市平台，**中国神华、龙源电力(A)、国电电力**三个上市平台资产规模与市值达千亿量级，利润总额达百亿规模。分业务看，煤炭综合上市平台1家（中国神华），电力上市平台3家（国电电力、龙源电力、长源电力），环保上市平台1家（龙源技术），化学原料制造上市平台1家（英力特）。

**图表 3：国家能源集团旗下上市平台（亿元，人民币）**

公司	股票代码	市值	资产规模	利润总额	主营业务/产品	集团定位
中国神华	1088.HK	6199	6334	928	煤炭、电力、运输、煤化工	集团旗下煤炭业务的整合平台
	601088.SH	8210				
龙源电力	0916.HK	506	2299	84	新能源	集团风电业务整合平台
	001289.SZ	1285				
国电电力	600795.SH	897	4579	157	电力、热力	集团常规能源发电业务整合平台
长源电力	000966.SZ	124	376	5	电力、热力	湖北区域电力平台
龙源技术	300105.SZ	38	29	1	节能业务、环保业务及新能源业务	-
英力特	000635.SZ	21	27	-6	电石、氯碱产品、特种树脂等	-

资料来源：wind，华源证券研究所。注：市值交易日为 2024/10/21，资产规模与利润总额为 2023 年数据

**瞄准世界一流，以科技之手打造新质生产力，打造能源领域的国家战略科技力量。**在科技板块，国家能源集团旗下国能信控技术股份有限公司（简称“国能信控”）融合信息与控制技术，致力于打造面向新型电力系统能源数智化解决方案一流提供商，目前拥有风电变桨控制系统、储能及综合能源、智慧能源综合解决方案等业务。国能信控成立于 2003 年，由国电科环和华北电力大学共同组建；2020 年，国能信控入选国务院国资委第一批“科改示范企业”名单，入选国家级专精特新“小巨人”企业等荣誉。2024 年 7 月，国能信控完成股份制改造，第一大股东由国电科环变更为国能集团，并由国能集团控股。

## 1.2. 高度重视资产整合 超强现金流呵护上市公司发展

**集团高度重视资产整合，积极推进企业战略性重组。**国家能源集团发展战略为一个目标、三个作用、六个担当，其中一个目标为：**全面建设世界一流清洁低碳能源科技领军企业和一流国有资本投资公司**。围绕这一目标，集团在国企改革进程中深化落实“1+4+N”改革体系：以国企改革三年行动为纲领，**统筹战略性重组**、国有资本投资公司改革、创建世界一流示范企业和公司治理示范企业等 4 项试点，系统推进各项改革专项任务。国改期间，集团完成国电电力常规能源整合；龙源电力换股吸收合并 A 股上市公司平庄能源；长源电力吸收合并国电湖北电力有限公司，实现在鄂发电资产整体上市。

**图表 4：国家能源集团旗下三大电力上市平台近几年部分资产整合梳理**

上市公司	时间	事件
国电电力	2019 年	国电电力与中国神华共同出资成立北京国电，国电电力持股 57.47%，北京国电控股火电装机 3035 万千瓦
	2021 年	国家能源集团注入山东公司等常规能源资产进入国电电力，其中火电装机 1506 万千瓦
	2022 年	国电电力剥离宁夏等多家低效火电公司给集团；国电电力收购集团持有的 11%国能大渡河股权

龙源电力	2022 年	龙源电力吸收合并国家能源集团旗下平庄能源，回归 A 股
	2024 年	龙源电力剥离江苏火电资产；国家能源集团启动 4GW 新能源整合进龙源电力计划
长源电力	2020 年	长源电力启动对于国家能源集团旗下国电湖北电力公司 100% 股权收购

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

**国家能源集团电力资产证券化率为 60.7%，处于五大电力集团的中游水平。**截至 2023 年底，国家能源集团总装机 32362 万千瓦，其中火电装机 20873 万千瓦、水电装机 1867 万千瓦、风电装机 6078 万千瓦、光伏 3544 万千瓦，可再生能源装机共计 11489 万千瓦，占比 35.5%。梳理五大电力集团电力资产证券化率可知，国家能源集团的电力资产证券化率为 60.7%，处于行业中游水平，与大唐集团、华电集团相当，仅高于国家电投集团（37.4%），落后于华能集团（72.6%）。

注：1) 华电集团的新能源上市平台华电新能已经启动上市程序，若将其纳入考虑范围，华电集团的资产证券化率将达到 60% 左右。2) 国家电投集团已于 2024 年 9 月底启动体内优质水电、核电资产上市。

图表 5：截至 2023 年底五大电力集团资产证券化率（万千瓦、%）

所属集团	上市公司	总装机	火电	水电	风电	光伏	核电
华能集团	上市资产总计	17640.91	11790.94	2596.98	3236.53		
	集团装机	24312	14246	2759	3929	3358	
	资产证券化率	72.60%	82.80%	94.10%	44.40%		
华电集团	上市资产总计	7156.7	6459.66	569.25	127.17		
	集团装机	21431	12709	3093	5630		
	资产证券化率	33.40%	50.80%	18.40%	2.30%		
大唐集团	上市资产总计	10825.43	5840.56	4984.87			
	集团装机	18000	9676.8	8323.2			
	资产证券化率	60%	60%	60%			
国家能源集团	上市资产总计	19630.21	12709.3	1566.11	3731.17	1587.74	
	集团装机	32362	20873	1867	6078	3544	
	资产证券化率	60.70%	60.89%	83.90%	61.40%	44.80%	
国家电投集团	上市资产总计	8891.96	3021.34	595.11	5240.82		
	集团装机	23746	8265	2552	5089	7840	921.27
	资产证券化率	37.40%	36.60%	23.30%	40.54%		0.00%

资料来源：各公司公告，华源证券研究所。注：资产证券化率=上市装机/集团总装机

**国家能源集团的资产负债率为五大集团最低，超强现金流呵护上市公司发展。**截至 2024 年 3 月底，国家能源集团资产负债率 59.46%（无永续债），明显低于其他四个发电集团。由于国家能源集团为电力集团中煤炭资产规模最大的企业，2023 年经营活动现金流为 1774 亿元，远超其他四家发电集团，其强大现金流支撑集团内部的各项业务发展。

**图表 6：五大发电集团 2023 年经营情况（亿元）**

集团	营业收入	利润总额	归母净利润	经营性现金流净额	报表负债率	含永续债负债率
华能集团	3998	421	116	1041	70.04%	74.25%
华电集团	3183	333	135	702	68.41%	72.57%
大唐集团	2564	151	24	649	70.40%	81.85%
国电投集团	3857	407	114	720	68.75%	77.10%
<b>国家能源集团</b>	<b>7911</b>	<b>1192</b>	<b>449</b>	<b>1774</b>	<b>59.46%</b>	<b>59.46%</b>

资料来源：wind，华源证券研究所。注：负债率为 2024 年 3 月底数据

## 2. 未上市电力资产 127GW 在建水电全国第一

未上市电力资产 127GW，主要为火电与新能源，或择机注入龙源电力与国电电力。截至 2023 年底，国家能源集团拥有已投产电力装机 3.24 亿千瓦，其中火电、水电、风电和光伏的资产证券化率分别为 60.89%、83.88%、61.39%和 45.74%，集团体内已投产未上市电力资产 127GW，其中火电、水电、风电、光伏分别为 82、3、23、19GW，未上市资产主要为火电与新能源，另有 10GW 左右在建水电资产。

**考虑到龙源电力为集团风电业务整合平台、国电电力为集团常规能源整合平台，预计集团未上市资产未来或择机注入龙源电力与国电电力。**

**图表 7：2023 年底国家能源集团电力资产证券化率（万千瓦、%）**

公司	总装机	煤电	气电	水电	风电	光伏
<b>国家能源集团</b>	<b>32362</b>	<b>20873</b>		<b>1867</b>	<b>6078</b>	<b>3544</b>
国电电力	10557.97	7177.4	102	1495.06	929.33	854.18
龙源电力	3559.37	187.5		0	2775.44	596
长源电力	1049.47	831		58.55	26.4	131.36
中国神华	4463.4	4316.4	95	12.5	0	39.5
上市公司合计	19630.21	12709.3		1566.11	3731.17	1621.04
<b>证券化比例</b>	<b>60.66%</b>	<b>60.89%</b>		<b>83.88%</b>	<b>61.39%</b>	<b>45.74%</b>

资料来源：国家能源集团发债公告，各公司公告，华源证券研究所

### 2.1. 火电：82GW 未上市 享受煤电联营与一体化运输

39%火电资产未上市，上市机组主要在国电电力和中国神华体内。截至 2023 年底，国家能源集团的火电装机规模 209GW，占全国火电总装机 15%，机组分布在全国 27 个省区，其中上市 127GW，未上市 82GW，未上市占比为 39%。国电电力和中国神华拥有集团多数的上市火电资产（国电电力 72.8GW、中国神华 44.1GW），长源电力为湖北省火电龙头，火电装机 8.3GW，占全省 21%，龙源电力拥有少量火电机组位于江苏（1.9GW）。

集团火电机组集中在三北和华东地区，享受煤电联营与负荷优势。集团在内蒙古、山西、陕西三大重点产煤省份拥有共计 31.4GW 火电资产，电厂靠近自有矿区和铁路；另有较多火电资产分布于广东、福建等沿海地区，享受集团港口、航运网络辐射。集团另有部分火电机组集中在华东、华中等电力紧张区域，电力需求较高。集团利用煤电联营和运输优势，降低电力板块运营成本，增加公司经营稳定性，“煤电陆港航”协同优势锁定产业链利润。

更具体的，上市火电资产集中在长三角、内蒙古和广东，合计 60.2GW，占上市比例 47%，上市资产集中在负荷中心以及煤炭产地附近，享受煤电联营与负荷优势。未上市火电资产集中在三北地区，其中在宁夏、吉林、重庆、贵州、黑龙江和新疆的机组均未上市。

图表 8：截至 2023 年底集团火电装机明细（万千瓦，不完全统计）

类别	经营主体	集团持股	省份	装机	占比集团比例	省火电装机	占省比例
未上市	中国神华	70%	内蒙古	699	3%	11829	6%
			河北	504	2%	5571	9%
			广东	778	4%	11629	7%
			福建	481	2%	3717	13%
			陕西	372	2%	5676	7%
			江西	200	1%	2994	7%
			河南	120	1%	7402	2%
			四川	260	1%	1845	14%
			山东	202	1%	11798	2%
			广西	270	1%	2819	10%
			湖南	400	2%	2895	14%
			北京	95	0%	1143	8%
			海外	30	0%	-	
			<b>中国神华合计</b>				<b>4411</b>
上市	国电电力	51%	江苏	1349	6%	10748	13%
			安徽	1046	5%	6071	17%
			浙江	949	5%	6794	14%
			内蒙古	940	5%	11829	8%
			辽宁	636	3%	3856	16%
			山东	518	2%	11798	4%
			江西	402	2%	2994	13%
			山西	332	2%	8011	4%
			福建	314	2%	3717	8%
			河北	297	1%	5571	5%
			湖南	132	1%	2895	5%
			天津	106	1%	1907	6%
			海南	70	0%	8011	1%
			广东	70	0%	11629	1%
云南	60	0%	1534	4%			

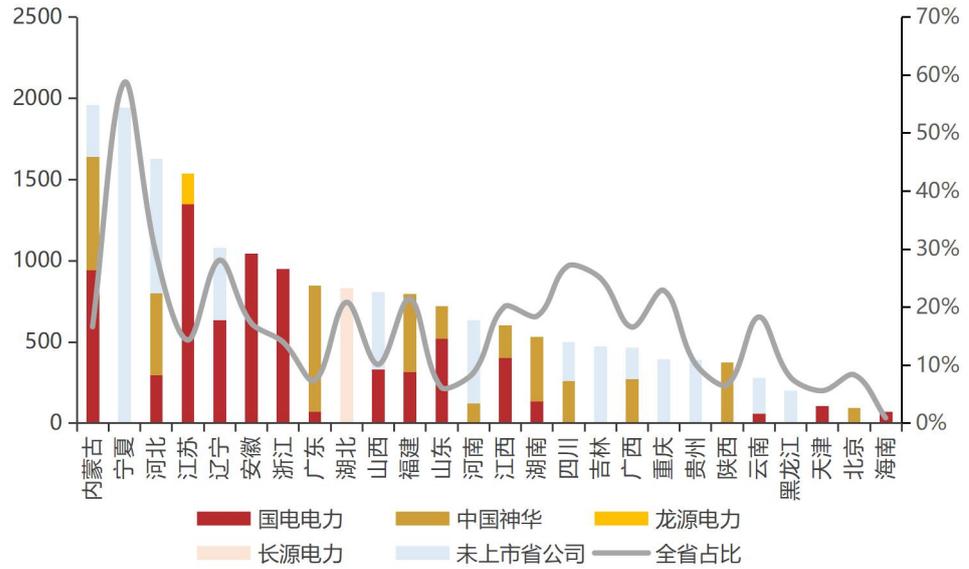
		其他	58	0%	-	-
		<b>国电电力合计</b>	<b>7279</b>	<b>35%</b>		
	长源电力	68%	湖北	831	4%	3998
	龙源电力	59%	江苏	188	1%	10748
	<b>上市合计</b>		<b>12709</b>	<b>61%</b>		
<b>未上市</b>	宁夏电力	100%	宁夏	1944	9%	3313
	吉林电力	100%	吉林	473	2%	1890
	重庆电力	100%	重庆	392	2%	1716
	贵州电力	100%	贵州	390	2%	3820
	黑龙江电力	100%	黑龙江	201	1%	2557
	广西电力	100%	广西	196	1%	2819
	河北电力	100%	河北	826	4%	5571
	山西电力	100%	山西	476	2%	8011
	辽宁电力	100%	辽宁	445	2%	3856
	内蒙古电力	100%	内蒙古	322	2%	11829
	云南电力	100%	云南	220	1%	1534
	河南电力	100%	河南	516	2%	7402
	四川发电	100%	四川	240	1%	1845
	华北电力	100%	天津、河北等	441	2%	-
	国源电力	100%	新疆、内蒙古等	926	4%	-
	其他	-	-	155	0%	-
		<b>未上市合计</b>		<b>8164</b>	<b>39%</b>	
<b>集团合计</b>			<b>20873</b>	<b>100%</b>		

资料来源：各上市公司公告、集团公告、集团官网、企查查，华源证券研究所

**承担宁夏区域火电整合任务，宁夏火电业绩改善值得期待。**值得注意的是，宁夏为集团的火电优势省份，火电装机 1944 万千瓦，占集团未上市火电资产的 23.8%。2020 年，国资委启动中央企业西北五省火电资产整合工作，国家能源集团负责宁夏的资产整合，在该地拥有极强优势，2023 年集团火电装机占全自治区火电装机的 58.7%。集团在宁夏地区的火电资产规模较大，其中灵武电厂、鸳鸯湖电厂和大坝电厂装机容量皆在 3GW 以上。

宁夏电力为集团最大的区域公司，集团在宁夏地区的所有电厂均为宁夏公司所有，截至 2024 年 7 月，发电装机共计 2241.8 万千瓦。宁夏公司早期资产盈利能力较差，近年来公司加大技改检修、低碳转型力度，业绩逐渐修复，2023 年历史性实现扭亏为盈。此外，集团在宁夏拥有丰富煤炭资源，在近年高煤价环境下可通过“煤电联营”模式锁定收益，宁夏地区火电资产盈利能力或值得期待。

图表 9：国家能源集团火电资产各省分布情况（万千瓦，不完全统计）



资料来源：各上市公司公告、集团公告、集团官网，华源证券研究所

国家能源集团的火电结构和利用率处于较优水平，未上市机组供电煤耗略高。资产质量上，集团 60 万千瓦以上火电机组占比 70%，处于五大发电集团优秀水平；预估集团 2023 年火电利用小时 4925 小时，位于五大电集团之首。而集团供电煤耗为 298.8 克/千瓦时（国电电力 294.2 克/千瓦时，中国神华 294.9 克/千瓦时），略高于五大发电集团，但仍比全国 6000 千瓦及以上电厂平均发电煤耗（301.6 克/千瓦时）低 2.8 克/千瓦时。

更具体的，国电电力与中国神华煤耗水平处于五大电集团平均水平，预计国家能源集团体内未上市火电资产煤耗较高。

图表 10：五大发电集团火电资产比较

指标	大唐集团	华能集团	华电集团	国电投集团	国家能源集团	国电电力	中国神华
火电装机（万千瓦）	10673	14246	12709	8265	20873	7279	4411
60 万千瓦以上火电占比（%）	56%	-	47%	57%	70%	70%	-
2023 年煤耗（克/千瓦时）	295.06	292.02*	293.72	287.91	298.8*	294.19	294.9
2023 年火电利用小时数	4142	-	4185	4439	4925**	5163	4466

资料来源：各集团公告，华源证券研究所。注：\*国家能源集团、华能集团煤耗数据为 2022 年数据；\*\*国家能源集团火电利用小时数为测算数据

## 2.2. 水电：12GW 在运在建未上市 在建规模国内第一

3GW 水电已投产未上市，多为小水电。截至 2023 年底，国家能源集团的水电装机规模 18.7GW，机组分布在全国 18 个省区，其中上市 15.7GW，未上市 3GW，未上市占比为 16%。集团的水电资产集中在四川（12.2GW）和新疆（1.9GW），在四川的水电站占全集团水电

总装机的 65.2%，其中 4.7%未上市。集团未上市水电装机多在 10 万千瓦以下，电站规模较小。集团上市的水电资产主要在国电电力体内（14.95GW，占集团水电总装机的 80%），国电电力的水电机组集中在四川大渡河流域、新疆开都河流域及伊犁河流域。

图表 11：截至 2023 年底国家能源集团水电装机明细（万千瓦，不完全统计）

类型	上市公司	电站	区域	流域	装机规模	持股比例
上市	国电电力	大岗山	四川	大渡河流域	260	80.00%
		龚嘴			70	
		猴子岩			170	
		吉牛			24	
		瀑布沟			350	
		沙坪二级			34.8	
		深溪沟			66	
		铜街子			70	
		枕头坝一级			72	
		察汗乌苏	新疆	开都河流域	33	55.61%
		柳树沟			18	
		小石峡			11	
		吐木秀克	新疆	库玛拉克河流域	4.8	64.44%
		台兰河一级			4.8	
		台兰河二级			4.8	
		吉林台一级			46	
		尼勒克一级			22	
		萨里克特	新疆	伊犁河流域	8	73.32%
		塔勒德萨依			8	
	温泉	13.5				
	桓仁	辽宁	浑江流域	22.25	100%	
	回龙山			7.2		
	太平哨			16.1		
	毛尖山	安徽	皖河流域	2.5	100%	
	界竹口	福建	大樟溪流域	6	60%	
	万安	江西	赣州流域	53	100%	
	大广坝	海南	昌化江流域	24	100%	
其他	-	-	73.3	-		
<b>国电电力合计</b>					<b>1495</b>	
	长源电力	-	湖北	-	58.55	-
	中国神华	-	四川	-	12.5	66%
<b>上市合计</b>					<b>1566</b>	<b>-</b>
未上市	广西电力	旺村	广西	桂江流域	6	100%
		其他		-	3.62	-

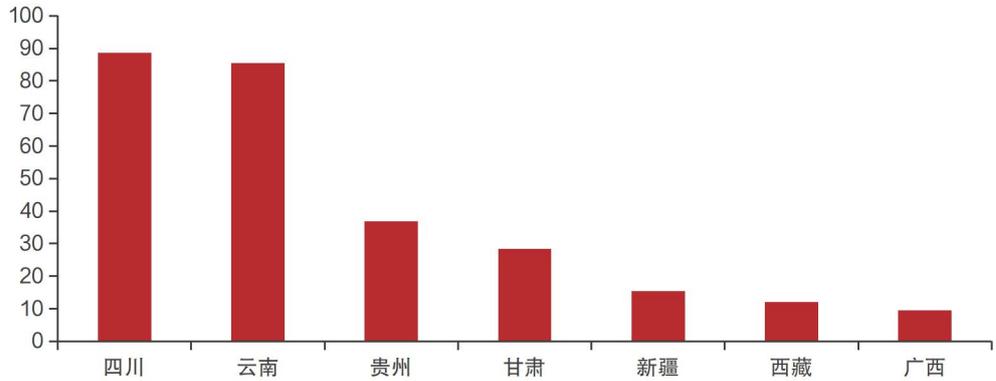
四川发电	东谷	四川	东谷河流域	7.5	65%
	国如			4.8	
	毛滩		青衣江流域	10.5	55.16%
	姚河坝			13.2	
	冶勒			24	
	南桤河三级		12		
	其他		-	16.92	-
贵州电力	百花	贵州	猫跳河流域	2.2	100%
	红枫			2	
	红林			10.2	
	红岩		3		
	修文		2		
	窄巷子		4.5		
	其他		-	12.92	-
云南电力	阿墨江三江口	云南	阿墨江流域	9.9	100%
	普西桥			19	
	冲江河（二期）		4.8		
	螺丝湾		硕多岗河流域	6	51%
	吉沙			12	
	大盈江一级		大盈江流域	10.8	100%
	大寨		黄泥河流域	6	100%
	六郎洞		南盘江流域	7.5	100%
其他	-	9.5	-		
新疆能源	-	新疆	-	15.55	-
西藏电力	多布	西藏	尼洋河流域	12	74%
甘肃电力	达拉河口	甘肃	达拉河流域	5.25	100%
	其他		-	1.2	-
陕西电力	代古寺	甘肃	白龙江流域	8.7	100%
	凉风壳			5.25	
	其他		-	3	-
	-		陕西	-	5
	其他			24	
<b>未上市合计</b>				<b>301</b>	
<b>集团合计</b>				<b>1867</b>	

资料来源：各上市公司公告、集团公告、集团官网、企查查，华源证券研究所

已投产未上市水电站主要分布于集团的四川公司和云南公司体内。2023年，四川公司装机601万千瓦，其中火电500万千瓦，水电101万千瓦。2023年在来水偏枯的情况下，四川公司实现扭亏为盈；2024年上半年来水改善（叠加煤价回落），四川公司利润总额达到13.46亿元，同比增加7.9亿元。

截至 2023 年底，云南公司装机容量共计 553.22 万千瓦，其中火电 220 万千瓦，水电 85.5 万千瓦，新能源 247.73 万千瓦。根据云南公司新闻通告，2023 年云南公司盈利水平创历史新高，2022 年利润总额为 1.62 亿元。

**图表 12：国家能源集团未上市水电资产主要分布省份（万千瓦，不完全统计）**



资料来源：各公司官网，华源证券研究所

**集团在建水电 931 万千瓦，占全国水电在建规模 1/3，上市公司体外约 511 万千瓦。**据我们不完全统计，国家能源集团在建常规水电装机合计约 931 万千瓦，位居所有发电集团首位，约占全国在建水电装机 1/3。其中中国电力旗下 420 万千瓦，上市平台体外约 511 万千瓦。集团在建机组主要分布在四川大渡河流域、新疆开都河流域、青海黄河上游流域和川滇交界处金沙江流域。其中玛尔挡水电站（4\*55+1\*12 万千瓦）已于 2024 年 4 月陆续投产，预计 2024 年将实现五台机组全部投产。

**图表 13：国家能源集团在建常规水电项目梳理（万千瓦，不完全统计）**

状态	项目	装机规模	集团持股比例	权益装机	运营主体	运营主体股权结构
在建上市	双江口水电站	200	40.54%	81.08	国能大渡河	国电电力持股 80%
	金川水电站	86	40.54%	34.86	国能大渡河	国电电力持股 80%
	枕头坝二级水电站	30	40.54%	12.16	国能大渡河	国电电力持股 80%
	沙坪一级水电站	36	40.54%	14.59	国能大渡河	国电电力持股 80%
	霍尔古吐水电站	42.65	28.18%	12.02	国能新疆开都河	国电电力持股 55.61%
	滚哈布奇勒水电站	25.7	28.18%	7.24	国能新疆开都河	国电电力持股 55.61%
	<b>在建上市合计</b>	<b>420.35</b>		<b>161.96</b>		
在建未上市	<b>玛尔挡水电站</b>	<b>232</b>	<b>100%</b>	<b>232</b>	<b>国能青海黄河玛尔挡</b>	<b>国能青海公司持股 100%</b>
	金沙江旭龙水电站	240	51%	122.4	国能金沙江旭龙	国家能源集团持股 51%
	绰斯甲水电站	39	90%	35.1	国能四川阿水公司	国能四川公司持股 90%

	在建未上市合计	511		389.5		
	在建合计	931.35		551.46		
拟建未上市	金沙江奔子栏水电站	240	51%	122.4	国能金沙江奔子栏	国家能源集团持股 51%

资料来源：国家能源集团官网，企查查，华源证券研究所

**明确国电电力为集团常规能源整合平台，集团重组以来多次履行承诺。**国家能源集团于 2018 年 3 月重整完成后，承诺国电电力作为常规能源发电业务整合平台，逐步将常规能源发电业务（不包括旗下其他上市公司资产）资产注入国电电力。**2018 年以来集团积极履行承诺，大力支持国电电力发展。**2019 年公司与国神华共同出资成立北京国电，公司持股 57.47%，当年新增控股火电装机 3035 万千瓦；2021 年集团注入山东公司等常规能源资产进入公司，其中火电装机 1506 万千瓦。2022 年，国电电力剥离宁夏等 8 家低效火电资产，并完成集团持有的国能大渡河流域水电开发有限公司 11% 股权收购。

**拥有国内在建最大水电站，两座未上市水电站约 5GW。**国家能源集团目前未上市在建水电站中，最重要的两个电站为黄河玛尔挡水电站（232 万千瓦）与金沙江旭龙水电站（240 万千瓦），合计装机 472 万千瓦，主要为大型水电站（单台容量超过 25 万千瓦）。

1) 黄河玛尔挡水电站：位于黄河干流，总装机容量 232 万千瓦（4\*55+1\*12），设计年均发电量 73 亿千瓦时，预计于 2024 年将实现全部投产。玛尔挡是黄河流域在建海拔最高、装机最大的水电站和国家“西电东送”“青电入豫”的骨干电源点。2) 金沙江旭龙水电站：位于金沙江干流上游，总装机容量 240 万千瓦（4\*60），国家“十四五”核准建设装机规模最大的水电站，设计年均发电量 105 亿千瓦时，预计在 2029 年投产运营。

图表 14：国家能源集团重点在建水电站情况（万千瓦、亿千瓦时、亿元）

电站	运营主体	流域	装机结构	规模	设计发电量	总投资	建设进展
黄河玛尔挡水电站	青海公司	黄河干流	4*55+1*12	232	73.04	227.05	预计 2024 年全部投产
金沙江旭龙水电站	金沙江公司	金沙江干流上游	4*60	240	105.14	293.56	预计 2029 年投产

资料来源：集团官网等，华源证券研究所

## 2.3. 新能源：43GW 未上市 全球第一大风电运营商

截至 2023 年底，国家能源集团新能源板块装机 9622 万千瓦，其中风电 6078 万千瓦，光伏 3544 万千瓦，新能源资产证券化率为 55.62%，集团体内接近过半新能源装机未上市。其中，风电、光伏未上市装机分别为 2347、1923 万千瓦。

**龙源电力、国电电力、国华投资为集团新能源业务发展主力军。**龙源电力、国电电力、国华能源投资有限公司（简称“国华投资”）是拉动集团新能源发展的“三驾马车”：

1) 龙源电力定位国家能源集团风力发电业务整合平台，2023 年末新能源控股装机 3371 万千瓦，其中风电装机占集团风电总装机 45.66%。

2) 国电电力立足常规能源资产，明确“新能源发展主力军”定位，2023年末新能源控股装机1783万千瓦，2024年计划获取新能源资源超1400万千瓦，投产860万千瓦。

3) 国华投资为集团全资子公司，根据官网最新资料，国华投资新能源并网装机规模超2000万千瓦，力争到“十四五”末新能源装机超3200万千瓦。

“三驾马车”新能源装机共计7154万千瓦，集团另2家涉及发电业务的上市平台长源电力、中国神华，二者新能源装机共计197万千瓦，除此之外，集团各个省公司旗下仍有接近2270万千瓦新能源资产。

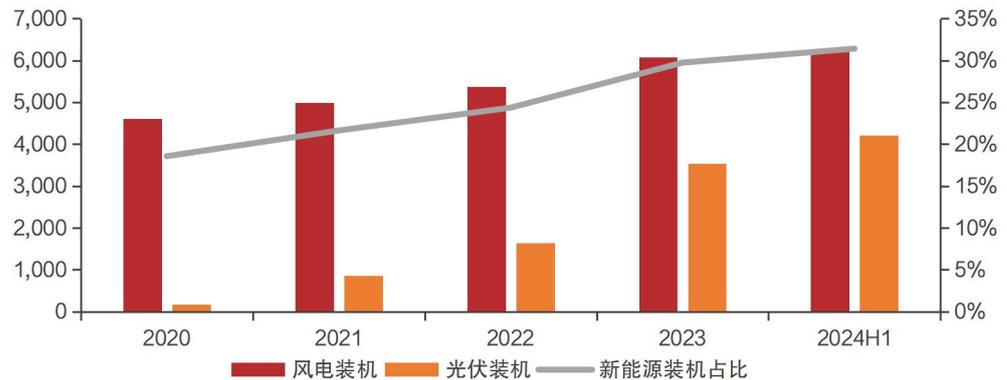
图表 15: 截至 2023 年底国家能源集团新能源装机明细 (万千瓦)

类别	经营主体	集团持股	风电装机	光伏装机	新能源集团占比
上市	长源电力	68%	26.4	131.36	1.64%
	中国神华	70%	0	39.5	0.41%
	龙源电力	59%	2775.44	596	35.04%
	国电电力	51%	929.33	854.18	18.54%
	<b>上市合计</b>	-	<b>3731.17</b>	<b>1621.04</b>	<b>55.62%</b>
未上市	国华投资	100%	超 2000		20.79%
	未上市省公司		接近 2269.79		23.59%
	<b>未上市合计</b>		<b>4269.79</b>		<b>44.38%</b>
<b>集团合计</b>			<b>9622</b>		

资料来源：各上市公司公告、集团公告、集团官网、企查查，华源证券研究所

**未上市新能源资产集中在西部区域，占比约 60%。**根据我们统计，集团未上市新能源资产主要集中分布在新疆公司、云南公司、宁夏公司、青海公司、广西公司和陕西公司体内，6家省公司新能源总装机分别为389万千瓦、248万千瓦、216万千瓦、156万千瓦、146万千瓦和123万千瓦，占未上市省公司新能源总装机的接近60%。

**新能源装机突破 1 亿千瓦，风电在运装机世界第一，海风在建装机国内第一。**截至 2024 年 6 月底，集团新能源装机并网规模突破 1 亿千瓦，其中风电装机 6228 万千瓦，保持世界第一；光伏规模 4213 万千瓦，实现跨越式增长；装机整体规模较“十三五”末增长超 116.6%，占全集团发电装机总量比例达到 31.4%。2024 年上半年，集团新能源项目累计建设规模 4554 万千瓦，比去年同期增加 1037 万千瓦，预计年底新能源装机将突破 1.2 亿千瓦。根据集团 2024 年 8 月发布的社会责任报告，目前集团在建海风规模位居国内第一。

**图表 16：国家能源集团 2020 年至今新能源装机（万千瓦）**


资料来源：集团官网，华源证券研究所

**龙源电力为集团风电整合平台，已启动 4GW 新能源资产整合。**2021 年 6 月集团签署《国家能源投资集团有限责任公司关于避免与龙源电力集团股份有限公司同业竞争的补充承诺函》，授予龙源电力对可能构成潜在同业竞争的业务机会和资产的优先交易及选择权、优先受让权及优先收购权，并承诺在龙源电力 A 股上市 3 年内（2022-2024 年）将存续风力发电业务注入龙源电力。2024 年 7 月，龙源电力发布公告，国家能源集团拟启动向其注入部分新能源资产的工作，预计新能源装机规模约 400 万千瓦，初步计划分批注入。

### 3. 全球煤炭龙头 打造煤电联营与煤化工巨头

**国家能源集团为全球最大煤炭公司，动力煤为主，煤矿集中在内蒙古、山西、陕西、新疆、宁夏、黑龙江 6 个省区。**国家能源集团是全球最大的煤炭生产公司，煤炭储量在世界同业中保持领先地位。2023 年，集团煤炭产量 6.17 亿吨，销量 8.30 亿吨，产销量占全国约 1/6，煤炭产能 6.65 亿吨/年，同比增长 2.3%。区域分布上，煤矿集中在内蒙古、山西、陕西、新疆、宁夏、黑龙江 6 个省区。

**国家能源集团未上市煤矿资产占比接近 50%，中国神华为集团煤炭业务整合平台。**集团未上市煤矿主要在国家能源集团宁夏煤业有限责任公司（宁煤公司）、国家能源集团新疆能源有限责任公司（新疆公司）、内蒙古平庄能源股份有限公司（平庄能源）中。2018 年集团签署《避免同业竞争协议之补充协议》，承诺中国神华作为国家能源集团下属煤炭业务的整合平台，拟对原神华集团及其附属企业的 14 项资产启动收购工作，其中煤炭资产包括宁煤集团、新疆能源、乌海能源、神延煤炭、晋神能源等，涉及产能 2.3 亿吨/年。

**2023 年 6 月，中国神华启动收购集团所持大雁矿业集团和杭锦能源 100% 股权，合计产能 2070 万吨/年，目前收购工作正在有序推进中。**

**图表 17：国家能源集团主要未上市资产 2023 年煤炭运营情况（万吨/年）**

状态	公司	持股比例	煤炭产能	权益产能	备注
承诺注入	国家能源集团宁夏煤业有限责任公司	51%	8240	4202	2023 年度净利润 46.83 亿元
	国家能源集团新疆能源有限责任公司	100%	10690	10690	2023 年度净利润 20.25 亿元
	国家能源集团乌海能源有限责任公司	100%	1500	1500	煤炭资源储量 91%为炼焦煤
	山西省晋神能源有限公司	49%	1300	637	
启动收购	国家能源集团陕西神延煤炭有限责任公司	51%	1300	663	2022 年度净利润 32.02 亿元
	内蒙古大雁矿业集团有限责任公司	100%	1070	1070	2022 年度净利润 534.41 万元
	国家能源集团杭锦能源有限责任公司	100%	1000	1000	2022 年度净利润 7714.75 万元
	<b>合计</b>		<b>25100</b>	<b>19762</b>	

资料来源：公司官网，集团公司公告，华源证券研究所

国家能源集团是拥有集铁路、港口、航运的大规模、一体化运输网络的煤炭供应企业，其运营主体为中国神华。集团强大的运输网络给煤炭销售提供了便利，很大程度上缓解了煤炭的运输瓶颈问题。截至 2023 年末，集团运输产业拥有 2408 公里区域铁路路网，自营铁路运输量 5.68 亿吨，同比增长 20.85%。包括独享的朔黄铁路、神朔铁路、大准铁路、包神铁路、黄万铁路、甘泉铁路等多条相连的自有铁路专线。集团拥有强大的煤炭运输网络，与最大的火电企业协同发展，造就国家能源集团火电机组煤电联营与一体化运输优势。

依托煤炭优势，国家能源集团是全球最大的煤制油煤化工公司，中国神华为集团煤化工平台。2023 年集团煤制油、化工产品产量 2923 万吨，为全球最大的煤制油煤化工公司，其煤化工板块上游煤炭主要来自集团内企业。集团煤化工经营主体主要为中国神华煤制油化工有限公司（化工公司）、宁夏公司以及中国神华。集团承诺中国神华享有煤化工资产优先收购权。截至目前，集团未上市煤化工资产占大比例份额。

**图表 18：国家能源集团从事煤化工业务的主要企业**

公司	持股比例	产能	主营业务	主营煤化工产品
中国神华煤制油化工有限公司	100%	百万吨级	煤制油、煤化工等煤炭清洁转化利用相关业务	柴油、石脑油、液化气、聚乙烯、聚丙烯、甲醇
国家能源集团宁夏煤业有限责任公司	51%	1100 万吨/年	煤炭洗选、机械加工制造与维修、新能源、能源工程建设、现代物流等	油化品、聚烯烃、甲醇，产能规模 1100 万吨/年
中国神华	69.52%	60 万吨/年	煤炭、电力、新能源、铁路、港口、航运、煤化工	聚乙烯、聚丙烯

资料来源：公司官网，华源证券研究所

## 4. 国改行动方案时间过半 并购六条加速资产整合

国有企业改革三年行动方案时间过半，政策强调助推央企专业化整合。2023年6月国资委印发《国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025年）》，方案提出“坚持以企业为主体、市场化为手段，突出主业、聚焦实业，更加注重做强和做专，**推进国有企业整合重组**、有序进退、提质增效，从整体上增强服务国家战略的能力，完善主责主业动态管理制度，引导企业做强主业”。目前，国有企业改革深化提升行动方案已经进入中期，此前A股市场情绪低迷、并购重组放缓，对央企资源政策构成较大制约。

中国证监会于2024年9月24日发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(简称“并购六条”)，进一步优化重组审核程序，提高重组审核效率，活跃并购重组市场。结合2022年5月国资委发布的《提高央企控股上市公司质量工作方案》，明确“建立集团定期制定资本运作规划机制，涉及资本市场公开承诺事项的，督促上市公司挂图作战、对表推进，**切实履行相关承诺。以优势上市公司为核心，通过资产重组、股权置换等多种方式，加大专业化整合力度，推动更多优质资源向上市公司汇聚**”。预计此次并购六条有助于央企借助时间窗口，通过并购重组等方式提高资产证券化率、降低资产负债率。

**国家能源集团因改革而生，因改革而兴。**国家能源集团诞生于资产重组，并一直致力于深化落实国企改革行动，勇当改革“排头兵”，积极推进企业战略性重组整合，解决企业间同业竞争问题。建议积极关注国家能源集团旗下潜在的资产整合机会，建议关注**龙源电力、国电电力、长源电力**、中国神华、龙源技术、英力特。

**1) 龙源电力：**中国最早开发风电的专业化公司，国家能源集团承诺集团体系内的风力发电业务由龙源电力负责整合。截至2023年底，公司发电总装机容量3559.37万千瓦，其中火电装机187.5万千瓦，风电装机2775.44万千瓦，光伏装机596万千瓦。

**2) 国电电力：**国家能源集团控股的核心电力上市公司和常规能源发电业务(包括火电、水电)整合平台。截至2023年底，公司发电总装机容量10558万千瓦，其中火电装机7279.40万千瓦，水电装机1495.06万千瓦，风电装机929.33万千瓦，光伏装机854.18万千瓦。

**3) 长源电力：**公司的电力、热力产品均在湖北省就地消纳和销售。截至2023年12月底，公司可控在运总装机容量1049.47万千瓦，其中火电831万千瓦，水电58.55万千瓦，风电26.4万千瓦，光伏131.36万千瓦，生物质2.16万千瓦。

**图表 19：国家能源集团旗下上市公司估值表（亿元，人民币）**

证券代码	证券名称	当前市值				归母净利润			PE			PB
		2024-10-21	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024-10-21			
601088.SH	中国神华	8210	599	617	632	14	13	13	2.07			
1088.HK		6199	609	614	619	10	10	10	1.55			
001289.SZ	龙源电力	1285	68	76	82	19	17	16	1.81			
0916.HK		506	69	77	85	7	7	6	0.72			
600795.SH	国电电力	897	100	92	103	9	10	9	1.64			
000966.SZ	长源电力	124	8	12	16	15	11	8	1.20			
300105.SZ	龙源技术	38	-	-	-	-	-	-	2.02			
000635.SZ	英力特	21	-	-	-	-	-	-	1.40			

资料来源：wind，华源证券研究所。注：盈利预测来自wind一致预期

**4) 中国神华：**国家能源集团旗下煤炭业务的整合平台，主要经营煤炭、电力、煤化工、运输四大板块业务，实行跨行业、跨产业纵向一体化发展和运营模式。公司煤炭核定产能 3.5 亿吨/年，发电总装机容量 4463 万千瓦，其中燃煤发电 4316 万千瓦、燃气发电 95 万千瓦、水电 12.5 万千瓦、光伏 39.5 万千瓦，煤化工产能 60 万吨/年。

**5) 龙源技术：**公司主要从事电力领域燃烧控制设备及系统的研究开发、设计制造、现场调试等业务，形成了节能、环保两大业务板块。

**6) 英力特：**公司从事初级形态塑料及合成树脂制造，主要产品为聚氯乙烯糊树脂、聚氯乙烯、工业盐酸、电石、烧碱等。公司目前拥有 2 台 30000KVA 密闭电石炉，4 台 40.5MVA 密闭电石炉，2 条氯碱生产线（树脂运行部生产线 2005 年 6 月份建成投产，氯碱运行部生产线 2007 年 10 月份建成投产）。

#### 风险提示：

1) 集团资产整合不及预期：资产整合涉及多方合作沟通以及各项手续，节奏及力度或不及市场预期。

2) 电力体制市场化波动：当前电力系统正处于市场化变革期，将波及所有系统内主体，或影响各企业盈利机制及能力。

## 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

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。本公司的资产管理部门、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。

## 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。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。