

公用事业

证券研究报告

2024年10月25日

如何看待电力行业并购重组

并购六条出台，企业重组并购或将加速

近年来，推进企业并购重组被国企改革等相关政策多次提及，包括20年的《进一步提高上市公司质量的意见》以及24年9月的《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》等。其中今年9月的新并购六条拓宽了企业的并购空间，并为企业并购从资金交易和审核程序等多个方面提供了更多便利。

国家能源投资集团：2024年9月30日，国电投旗下两大上市平台电投产融和远达环保相继发布重大资产重组公告，分别作为未来国电投的核电和水电运营平台进行资产重组整合。截至2023年末国电投旗下A+H上市平台共6家，分别为：远达环保、电投产融、上海电力、中国电力、吉电股份和电投能源。此外，未上市的黄河上游水电公司装机规模为1194.24万千瓦，此次远大环保的资产重组和定位或为后续进一步的资产整合打下基础。

中国华电集团：在2014年8月，华电集团承诺：集团的非上市常规能源发电资产将在满足资产注入条件后三年内，完成向华电国际的资产注入。截至2022年末，已注入的资产规模共1001万千瓦。2024年8月1日，华电国际发布公告，拟注入集团合计装机规模约1597.28万千瓦常规能源资产，约占集团控制的非上市常规能源资产装机规模的25.25%，注入后华电国际控股装机规模将提升至7442.26万千瓦。截至2023年末，华电集团旗下上市平台共6家，分别为：华电国际、华电能源、国电南自、黔源电力、华电辽能、华电重工。目前华电集团的水电上市平台为黔源电力。截至2023年末，其水电装机规模占华电集团水电装机比例的10.5%。华电集团有较大规模在建以及在前期规划阶段的水电资产，集中在金沙江的上游和中游。

国家能源集团：在聚焦煤炭、发电两大主业同时，发挥煤化工、运输、科技环保、产业金融等业务协同效应，具备一体化经营优势。截至2023年末，集团总装机容量达32362万千瓦，其中，火电20873万千瓦、水电1867万千瓦、风电6078万千瓦、太阳能及其他3544万千瓦。目前国家能源集团旗下拥有6个上市平台，包含中国神华、龙源电力2家A+H股上市公司，国电电力、长源电力、龙源技术、英力特4家A股上市公司。

华能集团：主营火电、风电、水电及其他清洁能源等多元化电力供应业务，同时涉足煤炭生产、交通运输及金融服务等其他业务。截至2023年底，集团装机容量24312万千瓦，其中火电14246万千瓦、水电2759万千瓦，风电3929万千瓦、光伏发电3358万千瓦、核电20万千瓦。目前华能集团旗下拥有5个上市平台，包含华能国际1家A+H股上市公司，华能水电、内蒙华电、新能泰山、长城证券4家A股上市公司。

大唐集团：以电力生产和销售为主要业务，依托电力产业优势，做大做强煤炭、金融、节能环保等产业。截至2023年末，集团总装机容量达18074万千瓦，其中火电10673万千瓦、水电2773万千瓦、风电3074万千瓦、光伏及其他1554万千瓦。目前大唐集团旗下拥有5个上市平台，包含大唐发电1家A+H股上市公司，桂冠电力、华银电力2家A股上市公司，大唐新能源、大唐环境2家H股上市公司。

风险提示：政策推进可能不及预期、发电不及预期、宏观经济超预期波动、用电需求不及预期等

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

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

王钰舒 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070006
wangyushu@tfzq.com

赵阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070005
zhaoyanga@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《公用事业-行业点评:电投产融:金融资产置出,“电投核能”拟借壳上市!》 2024-10-07
- 《公用事业-行业深度研究:我国气电行业目前盈利性如何?》 2024-08-13
- 《公用事业-行业研究周报:解密南方区域电力现货市场》 2024-08-01

内容目录

1. 并购六条出台，如何看待电力央企资产重组机会？	4
1.1. 并购六条的出台契合“提升上市公司质量和国企改革”的大方向	4
1.2. 并购六条解读	4
2. 国家电力投资集团：资产重组加速	5
2.1. 资产重组加速	5
2.2. 国家电投集团资产梳理	5
3. 华电集团：华电国际为重要的资产整合平台	8
3.1. 华电国际为华电集团的常规能源整合平台	8
3.1.1. 2021 年以来，华电国际资产注入逐渐提速	8
3.1.2. 后续资产注入如何展望	8
3.2. 华电集团资产梳理	9
4. 国家能源集团：全球最大煤炭生产、火电、风电公司	11
4.1. 煤电央企重组先行者，聚焦煤炭、发电两大主业	11
4.2. 旗下共 6 个上市平台，其中 3 个主营业务为发电	13
5. 华能集团：我国电力工业的一面旗帜	14
5.1. 电力热力为集团核心业务，并涉足煤炭生产、交通运输及金融服务	14
5.2. 旗下共 5 个上市平台，其中 3 个主营业务为发电	16
6. 大唐集团：首都能源电力安全的“排头兵”	17
6.1. 依托电力产业优势，做大做强煤炭、金融等产业	17
6.2. 旗下共 5 个上市平台，其中 4 个主营业务为发电	18
7. 风险提示	19

图表目录

图 1：国建电投集团水电资产情况（截至 2023 年末）	5
图 2：国家电投集团部分子公司及持股比例情况（截至 2023 年年末）	6
图 3：华电集团上市平台股权结构梳理（截至 2023 年年末）	9
图 4：2017 年国电集团、神华集团合并重组为国家能源集团	11
图 5：国家能源集团国内业务布局图	12
图 6：国家能源集团各业务营收（单位：亿元）	12
图 7：国家能源集团各业务毛利（单位：亿元）	12
图 8：国家能源集团各电源装机情况（截至 2023 年末）	13
图 9：国家能源集团各电源发电量情况（2023 年）	13
图 10：华能集团各业务营收（单位：亿元）	14
图 11：华能集团各业务毛利（单位：亿元）	14
图 12：华能集团各电源装机情况（单位：亿千瓦）	15
图 13：华能集团煤炭产能	15
图 14：华能集团煤炭产量	15
图 15：大唐集团业务布局	17

图 16: 大唐集团各业务营收 (单位: 亿元)	17
图 17: 大唐集团各业务毛利 (单位: 亿元)	17
图 18: 大唐集团各电源装机情况 (单位: 亿千瓦)	17
表 1: 相关政策与企业并购重组相关的表述	4
表 2: 资产重组情况梳理	5
表 3: 国家电投集团重要子公司情况	6
表 4: 国电投集团 2023 年各电源类型资产情况	7
表 5: 国电投集团各平台装机情况 (截至 2023 年末)	7
表 6: 华电国际资产注入情况梳理	8
表 7: 华电集团向华电国际历史资产注入情况梳理	8
表 8: 中国华电控股发电企业已投运非上市常规能源发电资产 (截至 2022 年末) (单位: 万千瓦)	8
表 9: 中国华电集团上市平台情况	9
表 10: 华电集团各平台装机情况 (截至 2023 年末)	10
表 11: 中国华电集团主要水电平台梳理	10
表 12: 中国华电集团部分在建及规划水电站梳理	11
表 13: 国家能源集团主要产区煤炭资源情况 (截至 2023 年末)	12
表 14: 国家能源集团上市公司	13
表 15: 国家能源集团各平台装机情况 (截至 2023 年末)	14
表 16: 华能集团上市公司	16
表 17: 华能集团各平台装机情况 (截至 2023 年末)	16
表 18: 大唐集团上市公司	18
表 19: 大唐集团各平台装机情况 (截至 2023 年末)	18

1. 并购六条出台，如何看待电力央企资产重组机会？

在证监会主席吴清宣布将出台“并购六条”之后，9月24日晚证监会发布了《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》。本报告我们对“并购六条”进行解读，同时探讨在此背景下如何看待电力央企的资产重组并购机会。

1.1. 并购六条的出台契合“提升上市公司质量和国企改革”的大方向

近年来，推进企业并购重组被国企改革等相关政策多次提及：

- 2020年，国务院《[进一步提高上市公司质量的意见](#)》中重点强调推动企业并购重组；
- 2023年6月，中办国办联合印发《[国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025年）](#)》，提及以市场化的方式推进整合重组；
- 2024年7月，党的二十届三中全会再次明确，要深化国资国企改革。

表 1：相关政策与企业并购重组相关的表述

政策	相关表述
《 进一步提高上市公司质量的意见 》	促进市场化并购重组。充分发挥资本市场的并购重组主渠道作用，鼓励上市公司盘活存量、提质增效、转型发展。完善上市公司资产重组、收购和分拆上市等制度，丰富支付及融资工具，激发市场活力
《 国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025年） 》	以市场化方式推进整合重组，提升国有资本配置效率
党的二十届三中全会	要深化国资国企改革，推进国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大

资料来源：湖南税务服务微信公众号、现代国企研究微信公众号、临汾政研微信公众号、天风证券研究所

1.2. 并购六条解读

9月24日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，政策亮点在于拓宽了企业的并购空间，并为企业并购从资金交易和审核程序等多个方面提供了更多便利。

① 拓宽并购空间：

- **新兴行业方向：**并购六条从多个方面放松了政策限制，全面支持上市公司向新质生产力方向转型升级。政策支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，**包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等**，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。

跨行业并购有现实需求：目前上市公司中传统行业占比依然较高，在产业转型升级的背景下，部分企业有合理的转型需求；

对未盈利资产发放准入证：从长期发展的角度考虑，部分企业愿意以比较低的价格去收购还处于比较早期的企业；从产业链发展的角度考虑，虽然有些企业还亏损，但有技术或者市场优势，收购可以满足拿到技术、拿到市场的需求。监管有必要为这样的公司打开空间。

明确科创板和创业板公司上下游资产收购条件：不需要按照IPO对两创板块的定位去要求上下游资产的收购，拓宽了企业的并购空间。

- 传统行业方向：继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。

② 为企业并购重组提供更多便利：

- 资金交易更加灵活：支持上市公司根据交易安排，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资。此外，通过锁定期“反向挂钩”等安排，鼓励私募基金积极参与并购重组。

- **审核程序更加简易：**建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。

2. 国家电力投资集团：资产重组加速

2.1. 资产重组加速

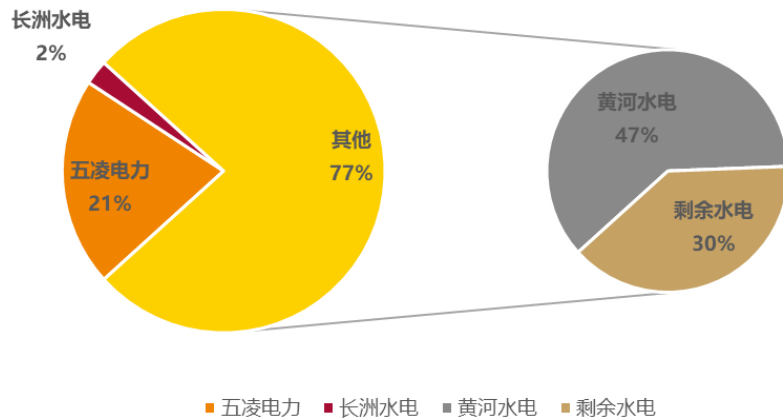
2024 年 9 月 30 日，国家电投集团旗下两大上市平台电投产融和远达环保相继发布重大资产重组公告，国电投集团资产重组步伐正在加速。

此次资产重组主要针对国电投集团水电和核电两类资产。

- ① 远达环保拟以发行股票或者发行股票以及现金的方式购买中国电力旗下五凌电力和国电投旗下长洲水电。交易完成后，远达环保将成为国电投的水电资产整合平台。

截至 2023 年末，国电投集团水电装机规模 2552 万千瓦；涉及资产重组的标的五凌电力和长洲水电公司的水电装机规模分别为 533.81 万千瓦和 63 万千瓦，约占集团水电装机的 23.4%。考虑到国电投旗下还有未上市的黄河上游水电公司（截至 2024 年 6 月末，水电装机规模为 1194.24 万千瓦）等优质水电资产，此次远大环保的资产重组和定位或为后续进一步的资产整合打下基础。

图 1：国电投集团水电资产情况（截至 2023 年末）



资料来源：《五凌电力有限公司 2024 年度第一期资产担保债务融资工具（科创票据）募集说明书》、光伏们微信公众号、国家电力投资集团有限公司微信公众号、《国家电力投资集团有限公司 2024 年度第二十三期中期票据募集说明书》、天风证券研究所

注：黄河水电的装机规模统计口径截至 2024 年 6 月末

- ② 拟注入电投产融的资产为电投核能，为国电投集团核电投资和运营管理平台。交易完成后，电投产融有望成为国家电投集团核电运营资产整合平台。

表 2：资产重组情况梳理

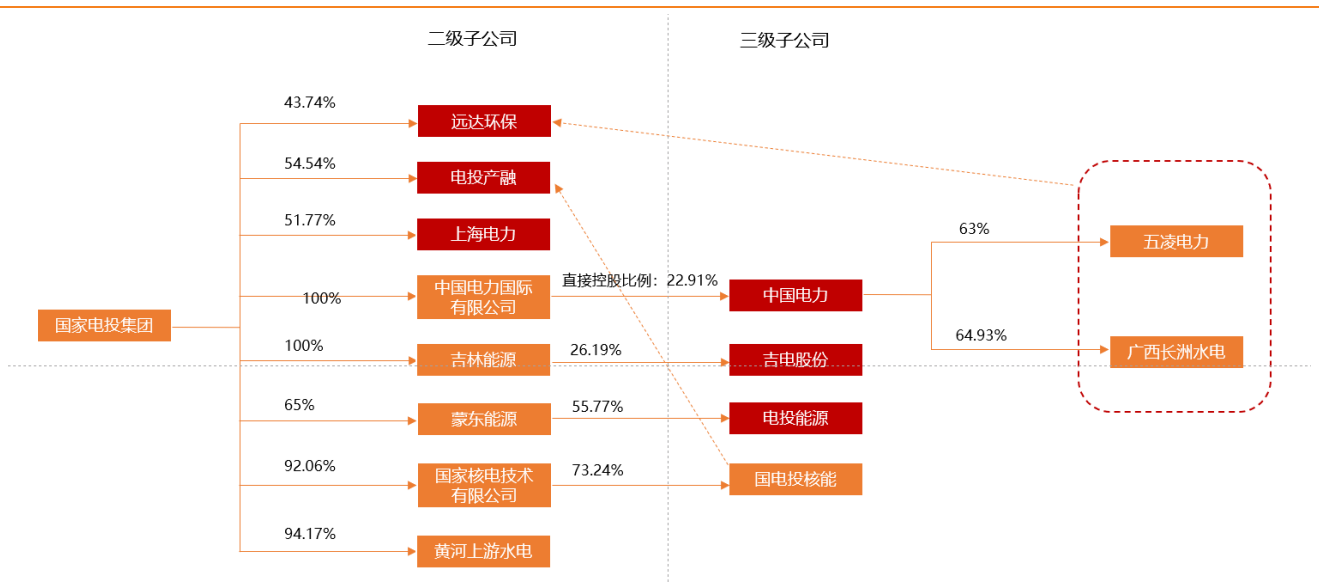
交易细节	远达环保	电投产融
置入资产	五凌电力有限公司和广西长洲水电开发有限公司控股股权	电投核能控股股权
置出资产	-	国家电投集团资本控股有限公司控股股权
主要交易对手方	中国电力国际发展有限公司、国家电力投资集团广西电力有限公司	国家核电技术有限公司
交易方式	发行股份及支付现金购买资产同时募集配套资金	发行股份购买资产及资产置换，可能涉及发行股份募集配套资金

资料来源：远达环保公告、电投产融公告、天风证券研究所

2.2. 国家电投集团资产梳理

截至 2023 年末，国家电投集团合并报表范围的子公司共计 3088 家，其中 A+H 上市平台共 6 家，分别为：远达环保、电投产融、上海电力、中国电力、吉电股份和电投能源。

图 2：国家电投集团部分子公司及持股比例情况（截至 2023 年年末）



资料来源：《国家电力投资集团有限公司 2024 年度第二十三期中期票据募集说明书》、wind、天风证券研究所

表 3：国家电投集团重要子公司情况

公司	申万三级行业	公司简介	2023 年净利润 (亿元)
上海电力	火力发电	公司是上海市主要的综合能源供应商和服务商之一，是上海市最大的热能供应商，主营业务包括发电、供热、综合智慧能源等。	35.68
远达环保	大气治理	公司聚焦大气治理产业链，主要业务集中于脱硫脱硝除尘工程总承包、脱硫脱硝特许经营、脱硝催化剂制造及再生、除尘器设备制造及安装、以及水务工程及运营等。	0.45
吉电股份	电能综合服务	公司主要业务涉及新能源、综合智慧能源、氢能、储能充换电及火电、供热、生物质能、电站服务等领域。公司以清洁能源为主线，打造了东北、西北、华东、江西、华北 5 个区域新能源基地，发展项目遍及 30 个省市自治区，并积极拓展海外业务。	15.63
电投产融	火力发电	公司主营业务涉及电力行业和金融行业，电力方面主要包括热电及新能源，金融业务覆盖保险经纪、信托、期货等多个金融领域。	15.62
电投能源	动力煤	公司业务主要包括煤炭和铝、电业务等。其中煤炭产品主要销售给内蒙古、吉林、辽宁等地区燃煤企业，用于火力发电、煤化工、地方供热等方面。	50.21
中国电力	火力发电	公司业务涵盖火电、水电、风电、光伏发电、天然气发电、储能、绿电交通及综合能源服务等	30.84
国家核电技术有限公司	-	公司全面受让 AP1000 第三代核电技术，基本形成国产化的标准设计，承担了世界首批 AP1000 核电机组中国自主化依托项目的核岛总承包任务。	55.98
黄河水电	-	公司主要从事电站的开发与建设；电站的生产、经营、测试及检修维护；硅产品及太阳能电池及组件的生产、销售；电解铝的生产、销售，矿产资源开发等业务，是中国北方最大的水力发电企业。	56.04

资料来源：公司公告，Wind，黄河公司官网，五凌电力官网，天风证券研究所

资产方面,截至 2023 年末,国家电投集团可控装机容量为 23746 万千瓦,同比增长 12.16%。其中,火电机组装机容量 8265 万千瓦,占比 34.81%;水电机组装机容量 2552 万千瓦,占比 10.75%;风电机组装机容量 5089 万千瓦,占比 21.43%;其他装机容量 7840 万千瓦,占比 33.02%。

表 4: 国电投集团 2023 年各电源类型资产情况

电力类型	装机容量 (GW)	资产分布
火电	82.65	资产主要分布在我国 20 个省区以及巴基斯坦、土耳其等国家。
风电	50.89	风电装机规模位居全球第二。资产主要分布在中国青海、甘肃、内蒙古、江苏等 25 个省区,正在加速推进内蒙古乌兰察布,江苏广东海上风电基地建设。
水电	25.52	水电装机规模位居全球前十。资产主要分布在中国青海、湖南等 14 个省区,承担了我国 13 大水流域基地中 2 个(黄河上游、湘西)流域基地开发任务,同时开发澳大利亚、南美和缅甸等海外地区水电业务。
核电	9.21	我国三大核电投资建设运营商之一。拥有在运核电机组 6 台、在建机组 4 台和一批核电项目前期厂址。拥有第三代非能动核电产业链,具备研发、设计、工程建设、关键设备制造、运营和寿期服务能力。

资料来源:《国家电力投资集团有限公司 2024 年度第二十三期中期票据募集说明书》、天风证券研究所

截至 2023 年末,在国电投集团旗下各平台中:

- **中国电力**: 国电投集团的核心企业和境外融资载体,装机规模 4501.9 万千瓦。其中火电 1158.5 万千瓦,水电 595.1 万千瓦,风电 1201.6 万千瓦,光伏 1514.9 万千瓦。
- **上海电力**: 装机体量仅次于中国电力,约 2244.5 万千瓦,以火电为主。
- **吉电股份**: 总装机约 1342.1 万千瓦,其中光伏装机达到 662.3 万千瓦,占比最大。
- **电投能源**: 国电投集团旗下唯一煤炭资产上市平台,总装机容量 575.2 万千瓦,其中火电 120 万千瓦,新能源装机 455.2 万千瓦。
- **远达环保**: 资产重组完成后,远达环保将成为集团水电资产整合平台。国电投集团仍为公司实际控制人,中国电力为控股股东。
- **电投产融**: 若集团核电资产顺利注入,电投产融将成国家电投集团核电运营资产整合平台,目前集团在运核电装机规模 921 万千瓦。

表 5: 国电投集团各平台装机情况 (截至 2023 年末)

主体	装机容量 (万千瓦)						平台装机/集团此类型装机					
	总	火电	水电	风电	光伏	核电及其他	总	火电	水电	风电	光伏	核电及其他
中国电力	4501.9	1158.5	595.1	1201.6	1514.9	-	19%	14%	-	24%	22%	-
上海电力	2244.5	1346.8	-	386.6	511.1	-	9%	16%	-	8%	7%	-
吉电股份	1342.1	330.0	-	346.8	662.3	3	6%	4%	-	7%	10%	-
电投能源	575.2	120.0	-	455.2	-	-	2%	1%	-	4%	-	-
远达环保	595.1	-	595.1	-	-	-	3%	-	23%	-	-	-
电投产融	921	-	-	-	-	921	4%	-	-	-	-	100%
其他	14487.2	5309.7	1954.8	6929.2	-	-	57%	64%	77%	58%	-	-
国电投集团	23746	8265	2552	5089	6918.8	924	100%	100%	100%	100%	3544	100%

资料来源：各公司公告、《国家电力投资集团有限公司 2024 年度第二十三期中期票据募集说明书》、《国家电投集团远达环保股份有限公司 发行股份及支付现金购买资产 并募集配套资金暨关联交易预案》、吉电股份跟踪评级报告、能见微信公众号、天风证券研究所

注：远达环保表格中暂时只考虑水电装机、电投能源仅公开披露新能源总装机、电投产融仅考虑控股在运核电装机的注入、中国电力与上海电力的火电装机包括煤电和气电

3. 华电集团：华电国际为重要的资产整合平台

3.1. 华电国际为华电集团的常规能源整合平台

3.1.1. 2021 年以来，华电国际资产注入逐渐提速

2024 年 8 月 1 日，华电国际电力股份有限公司发布资产购买预案，拟发行股份及支付现金向包括中国华电集团有限公司在内的三名交易方购买资产，同时募集配套资金。

本次拟注入江苏、广东、上海和广西等区域合计装机规模约 1597.28 万千瓦常规能源资产，约占中国华电集团控制的非上市常规能源资产合计装机规模约 6325.04 万千瓦的 25.25%，注入后将显著提高华电国际控股装机规模至 7442.26 万千瓦。

表 6：华电国际资产注入情况梳理

置入资产	华电江苏能源有限公司 80% 股权、上海华电福新能源有限公司 51% 股权、上海华电闵行能源有限公司 100% 股权、广州大学城华电新能源有限公司 55.0007% 股权、华电福新广州能源有限公司 55% 股权、华电福新江门能源有限公司 70% 股权、华电福新清远能源有限公司 100% 股权、中国华电集团贵港发电有限公司 100% 股权
置出资产	-
主要交易对手方	中国华电集团有限公司、福建华电福瑞能源发展有限公司、中国华电集团发电运营有限公司
交易方式	发行股份及支付现金，同时向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金

资料来源：华电国际公告、天风证券研究所

华电集团早在 2014 年 8 月就做出承诺，将按照有利于解决同业竞争的原则，以省（或区域）为单位，原则上将同一省内（或区域内）的相关资产注入华电国际。集团的非上市常规能源发电资产将在满足资产注入条件后三年内，完成向华电国际的资产注入。截至 2022 年末，已注入的资产规模共 1001 万千瓦，交易对价共 75.62 亿元。

表 7：华电集团向华电国际历史资产注入情况梳理

注入资产情况	注入时间	注入资产规模（兆瓦）	交易对价（亿元）
华电湖北发电有限公司 82.5627% 的股权	2015 年	5120	38.45
湖北华电武昌热电有限公司 100% 的股权	2019 年	370	5.71
湖南华电长沙发电有限公司 70% 股权	2021 年	1200	16.90
湖南华电常德发电有限公司 48.98% 股权	2021 年	1320	10.38
湖南华电平江发电有限公司 100% 股权	2021 年	2000	4.18

资料来源：《关于中国华电非上市常规能源发电资产 2022 年度核查情况的公告》、天风证券研究所

3.1.2. 后续资产注入如何展望

根据 2023 年 12 月华电国际公告披露的资产核查情况，剔除 2024 年拟注入 1597.28 万千瓦常规能源资产，剩余未上市资产装机规模仍有 4727.76 万千瓦，仍有较大的资产注入空间。

表 8：中国华电控股发电企业已投运非上市常规能源发电资产（截至 2022 年末）（单位：万千瓦）

序号	企业名称	常规能源类型	已投运常规能源发电资产装机容量
1	华电江苏能源有限公司	火电	1122.2
2	华电新疆发电有限公司	火电、水电	146.14
3	华电内蒙古能源有限公司	火电	42.60
4	华电四川发电有限公司	火电、水电	420.44

5	华电云南发电有限公司	火电、水电	928.49
6	华电山西能源有限公司	火电	97
7	华电西藏能源有限公司	水电	66
8	<u>中国华电集团发电运营有限公司（包括广西和北京等区域常规能源发电资产）</u>	<u>火电、水电</u>	<u>377.7</u>
9	<u>福建华电福瑞能源发展有限公司（包括福建、上海、江西和广西等区域常规能源发电资产）</u>	<u>火电、水电</u>	<u>977.17</u>
10	上海奉贤燃机发电有限公司	火电	159.32
11	中国华电集团有限公司江苏望亭发电分公司	火电	132
12	华电金沙江上游水电开发有限公司	水电	120
13	中国华电集团有限公司衢州乌溪江分公司	水电	37.2
14	中国华电科工集团有限公司	火电	0.12
合计			6325.04

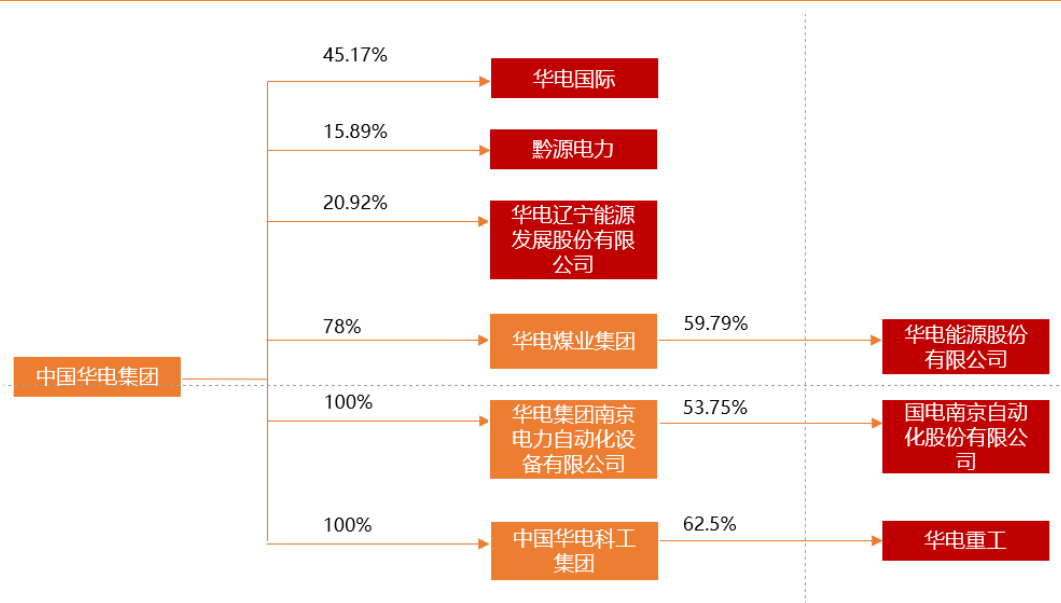
资料来源：《关于中国华电非上市常规能源发电资产 2022 年度核查情况的公告》、天风证券研究所

注：火电包括燃煤机组、燃气机组、生物质和分布式能源；划线企业为 2024 年公告拟注入资产

3.2. 华电集团资产梳理

截至 2023 年末，中国华电集团合并报表范围的子公司共计 1246 家，其中上市平台共 6 家，分别为：华电国际、华电能源、国电南京自动化股份有限公司、黔源电力、华电辽宁能源、华电重工。

图 3：华电集团上市平台股权结构梳理（截至 2023 年年末）



资料来源：wind、天风证券研究所

表 9：中国华电集团上市平台情况

公司	申万三级行业	公司简介	2023 年净利润 (亿元)
华电国际	火电	公司是中国最大型的综合性能源公司之一，主要业务为建设、经营发电厂和其它与发电相关的产业。公司发电资产遍布全国多个省、市、自治区，主要处于电力、热力负荷中心或煤炭资源丰富区域。	48.08
华电能源	火电	公司是集团拥有的国内最早的国有大型电力上市公司，主营业务为发电、供热和电表销售，在龙江地区占据较大的发电、供热市场份额。确立了“电热为主、煤为基础、工程技术、产业协同”的发展战略。	10.45

国电南自	电网自动化	公司是中国华电集团公司控股的高科技上市企业，主要从事高低压输电线路保护、电力主设备保护、变电站综合自动化系统、电网调度自动化系统等的研发和生产，其产品广泛应用于电力、交通、水利、石化、煤炭、冶金、建筑等领域。	4.10
黔源电力	水电	公司主要经营业务是水力、火力发电站的开发、建设与经营管理。公司积极抢抓“西电东送”，“黔电送粤”等发展契机，努力推进北盘江流域、芙蓉江流域、三岔河“两江一河”梯级水电项目的开发。	4.50
华电辽能	火电	公司是国家电力体制改革组建的国有独资发电企业，属于国务院国资委监管的特大型中央企业，主营业务为电力生产、热力生产和供应；与电力相关的煤炭等一次能源开发以及相关专业技术服务。	20.53
华电重工	其他专业工程	公司作为工程整体解决方案供应商，业务集工程系统设计、工程总承包以及核心高端装备研发、设计、制造于一体，主要为客户在物料输送系统工程、热能工程、高端钢结构工程、海洋与环境工程、煤炭清洁高效利用工程等方面提供工程系统整体解决方案。	0.99

资料来源：wind、天风证券研究所

截至 2023 年末，在华电集团旗下各平台中：

- **华电国际**：集团的常规能源上市平台。截至 2023 年末，装机规模 5845 万千瓦，占集团总装机的 27.3%。其中火电 5598.5 万千瓦，水电 245.9 万千瓦。
- **黔源电力**：总装机 402.8 万千瓦，其中水电装机 323.4 万千瓦。
- **华电辽能**：总装机 267.75 万千瓦，其中火电装机 120 万千瓦，新能源装机 47.8 万千瓦。
- **华电能源**：总装机容量 641.2 万千瓦，全部为燃煤发电机组。
- **华电新能源**：2022 年 11 月，华电新能源集团股份有限公司首次公开发行股票招股说明书，拟以中国华电风力发电、太阳能发电为主的新能源业务最终整合的唯一平台上市。截至 2023 年末，其风电和光伏装机分别为 2646.4 和 2208.6 万千瓦，合计 4855 万千瓦。

表 10：华电集团各平台装机情况（截至 2023 年末）

主体	装机容量（万千瓦）				平台装机/集团此类型装机			
	总	火电	水电	风电及其他	总	火电	水电	风电及其他
华电国际	5845	5598.5	245.9	-	27%	44%	8%	-
黔源电力	402.8	-	323.4	79.42	2%	0%	10%	1%
华电辽能	267.8	220	-	47.75	1%	2%	-	1%
华电能源	641.2	641.2	-	0	3%	5%	-	-
华电新能源	4855	-	-	4855	23%	-	-	86%
其他	9419.3	6249.3	2523.7	647.8	44%	49%	82%	12%
华电集团	21431	12709	3093	5630	100%	100%	100%	100%

资料来源：各公司公告、《中国华电集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第三期）募集说明书》、《华电新能源集团股份有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行绿色可续期公司债券（第三期）债券募集说明书》、天风证券研究所

截至 2023 年末，华电集团可控装机容量达到 21431 万千瓦，较 2022 年末增长 12.48%。其中火电组装机容量 12,709 万千瓦，占比 59.30%；水电组装机容量 3,093 万千瓦，占比 14.43%；风电及其他机组装机容量 5,630 万千瓦，占比 26.27%。

水电方面，目前华电集团的水电上市平台为黔源电力。截至 2023 年末，黔源电力的水电装机规模为 323.35 万千瓦，占华电集团水电装机比例的 10.5%。

表 11：中国华电集团主要水电平台梳理

平台	装机情况	华电集团持股比例
黔源电力股份有限公司	截至 2023 年年末，水电装机规模 323.35 万千瓦。	15.89%
华电金沙江上游水电开发有限公司	2022 年苏洼龙水电站投产	48%
云南华电金沙江中游水电开发有限公司	截至 2019 年末，金中公司控股已投产项目总装机容量 440 万千瓦；参股电站权益装机 118.92 万千瓦；前期阶段电站装机 720 万千瓦。	40.5%
贵州乌江水电开发责任有限公司	截至 2020 年末，乌江水电的水电装机 869.5 万千瓦	51%

资料来源：《国家电力投资集团有限公司 2024 年度第二十三期中期票据募集说明书》、中国电建北京院微信公众号、wind、长江电力公告、黔源电力公告、乌江水电跟踪评级报告、天风证券研究所

华电集团有较大规模在建以及在前期规划阶段的水电资产，集中在金沙江的上游和中游。其中金沙江上游的在建电站包括叶巴滩水电站、巴塘水电站、拉哇水电站和昌波水电站；金沙江中游规划的电站有龙盘和两家人电站。

表 12：中国华电集团部分在建及规划水电站梳理

所属流域	电站名称	装机规模（万千瓦）	状态
金沙江上游	叶巴滩	224	在建
	巴塘	75	在建
	拉哇	200	在建
	昌波	82.6	在建
金沙江中游	两家人	300	/
	龙盘	420	/

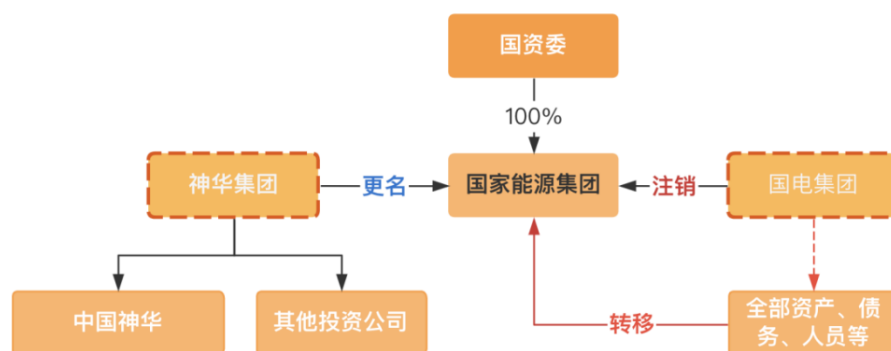
资料来源：《国家电力投资集团有限公司 2024 年度第二十三期中期票据募集说明书》、中国电器工业协会公众号、中国华电公众号、华电金上公众号、水利部产品质量监督总站公众号、天风证券研究所

4. 国家能源集团：全球最大煤炭生产、火电、风电公司

4.1. 煤电央企重组先行者，聚焦煤炭、发电两大主业

2017 年，国电集团、神华集团合并重组为国家能源集团，开启国内煤电央企重组的先河。2017 年全国两会提出“聚焦重点领域搞重组，加快推进煤电行业、重型制造装备行业、钢铁行业等领域的重组整合，推动解决产能过剩的问题”。同年 8 月国务院国资委正式公开发布，国电集团与神华集团合并重组为国家能源集团；11 月国家能源集团正式成立。

图 4：2017 年国电集团、神华集团合并重组为国家能源集团



资料来源：海普睿诚律师事务所公众号、天风证券研究所

国家能源集团在聚焦煤炭、发电两大主业同时，发挥煤化工、运输、科技环保、产业金融等业务协同效应，具备一体化经营优势。集团产业分布在中国 31 个省市区和北美、欧洲、印尼、南非等十余个国家和地区。

图 5：国家能源集团国内业务布局图

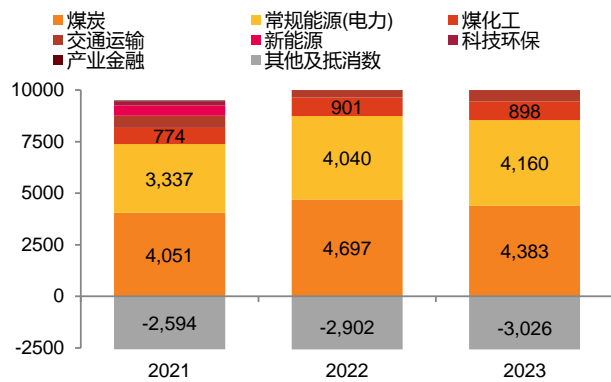


资料来源：国家能源集团《2023 年可持续发展报告》、天风证券研究所

注：上图取自国家能源集团《2023 年可持续发展报告》，上图仅为示意图，具体地图信息请以国家自然资源部公布的标准地图为准

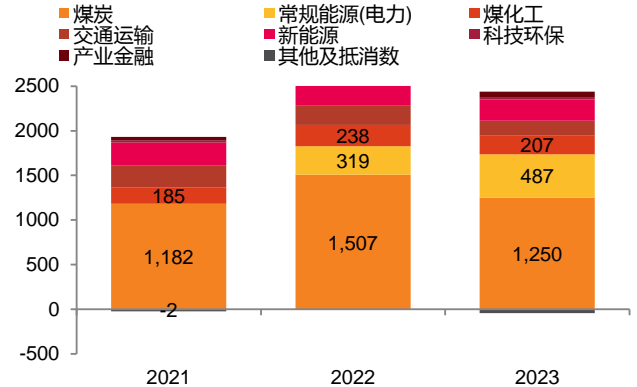
营收方面，2023 年煤炭业务占比最高，为 55.25%，其次是常规能源(电力)业务，为 52.45%。毛利方面，2023 年煤炭业务贡献了毛利 1250 亿元，占比超 50%；其次常规能源（电力）业务，占比为 20%。

图 6：国家能源集团各业务营收（单位：亿元）



资料来源：国家能源集团公告、天风证券研究所

图 7：国家能源集团各业务毛利（单位：亿元）



资料来源：国家能源集团公告、天风证券研究所

煤炭业务：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，形成以神东矿区、准格尔矿区、胜利矿区和宁煤集团、新疆能源以及平庄能源等为主要矿区和矿井群的煤炭生产布局。2023 年，国家能源集团煤炭产量 6.17 亿吨，销量 8.30 亿吨。

表 13：国家能源集团主要产区煤炭资源情况（截至 2023 年末）

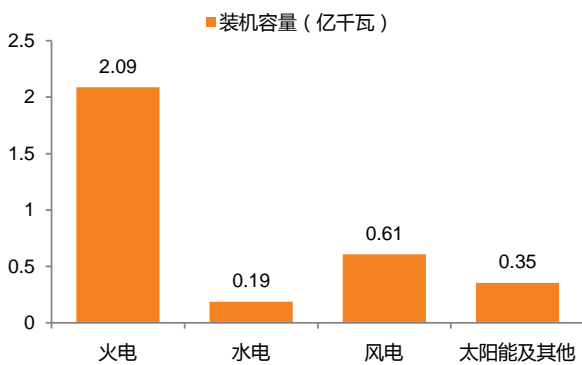
矿名	主要煤种	保有资源量	保有可采储量	煤炭可售储量
----	------	-------	--------	--------

		(中国标准)	(中国标准)	(JORC 标准)
神东矿区	长焰煤/不粘煤	149.7	84.5	63.6
准格尔矿区	长焰煤	35.8	28.4	20.6
胜利矿区	褐煤	19.1	12.8	2.1
宝日希勒矿区	褐煤	12.8	7.8	8.3
包头矿区	贫瘦煤	0.4	0.3	0.2

资料来源：国家能源集团公告、天风证券研究所

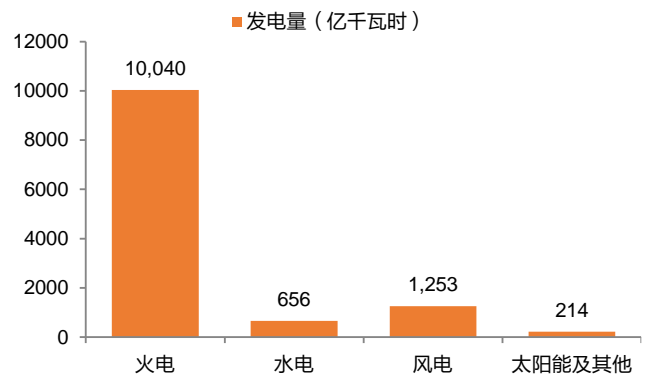
电力业务：国家能源集团是全球最大的火力发电公司和风力发电公司。截至 2023 年末，集团总装机容量达 32362 万千瓦，其中，火电 20873 万千瓦、水电 1867 万千瓦、风电 6078 万千瓦、太阳能及其他（生物质能、潮汐能、地热能和海洋能等）3544 万千瓦。2023 年，国家能源集团完成发电量 12,163 亿千瓦时，其中，火电 10,040 亿千瓦时，水电 656 亿千瓦时，风电 1,253 亿千瓦时，太阳能及其他 214 亿千瓦时。

图 8：国家能源集团各电源装机情况（截至 2023 年末）



资料来源：国家能源集团公告、天风证券研究所

图 9：国家能源集团各电源发电量情况（2023 年）



资料来源：国家能源集团公告、天风证券研究所

4.2. 旗下共 6 个上市平台，其中 3 个主营业务为发电

目前国家能源集团旗下拥有 6 个上市平台，包含中国神华、龙源电力 2 家 A+H 股上市公司，国电电力、长源电力、龙源技术、英力特 4 家 A 股上市公司。

表 14：国家能源集团上市公司

股票代码	上市公司	申万行业	公司简介	国家能源集团持股比例
600795.SH	国电电力	火力发电	公司是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的整合平台,主要经营业务为电力、热力生产及销售,产业涉及火电、水电、风电、光伏发电及煤炭等领域,分布在全国 28 个省、市、自治区。	50.68%
601088.SH /1088.HK	中国神华	动力煤	公司是全球领先的以煤炭为基础的综合能源上市公司,主要经营煤炭、电力、新能源、煤化工、铁路、港口、航运七大板块业务,以煤炭采掘业务为起点,利用自有运输和销售网络,以及下游电力、煤化工和新能源产业,实行跨行业、跨产业纵向一体化发展和运营模式。	69.52%
001289.SZ/ 0916.HK	龙源电力	风力发电	公司是以开发运营新能源为主的大型综合性发电集团,拥有风电、光伏、生物质、潮汐、地热和火电等电源项目,构建了业内领先的新能源工程咨询设计、前期开发、发展研究、行业公共服务、碳资产开发管理、职业培训、网络安全等十大技术服务体系,业务分布于国内 32 个省区市以及加拿大、乌克兰等国家。	58.71%
000966.SZ	长源电力	火力发电	公司主要经营模式为电力、热力生产,电力、热力产品均在湖北	67.55%

			省就地消纳和销售。公司电源种类主要为火电、水电、风电、光伏。	
000635.SZ	英力特	氯碱	公司主要从事电石及其系列延伸产品的生产和销售;聚氯乙烯、烧碱及其系列延伸产品的生产和销售;特种树脂生产及销售;电力、热力的生产及销售,主营产品有 PVC、E-PVC、烧碱、电石等。	51.08%
300105.SZ	龙源技术	火电设备	公司是世界上首家成功研发并大规模推广应用电站锅炉等离子体节能环保技术及稳燃的高科技企业,自主研发的煤粉锅炉等离子体无燃油点火技术、等离子体双尺度低氮燃烧技术均达到了国际领先水平,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、人员培训、技术咨询等业务。	29.66%

资料来源: WIND、choice、天风证券研究所

截至 2023 年末,在国家能源集团旗下上市平台中:

- **国电电力是国家能源集团的常规能源业务平台**, 装机体量最大, 达 10,558 万千瓦。其中, 火电 7279 万千瓦, 水电 1495 万千瓦, 风电 929 万千瓦, 光伏 854 万千瓦。
- **中国神华装机体量仅次于国电电力**, 约 4463 万千瓦, 以火电为主。
- **龙源电力为国家能源集团新能源平台**, 装机容量为 3559 万千瓦, 其中风电 2775 万千瓦, 光伏 593 万千瓦。国家能源集团明确将龙源电力作为国家能源集团风力发电业务整合平台, 逐步将集团控股的风力发电业务资产注入龙源电力。2024 年 7 月, 龙源电力公告, 国家能源集团拟启动向公司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。
- **长源电力为湖北区域电力平台**, 装机容量为 1049 万千瓦, 以火电为主。

表 15: 国家能源集团各平台装机情况 (截至 2023 年末)

主体	装机容量 (万千瓦)						平台装机/集团此类型装机				
	总	火电	水电	风电	光伏	其他	总	火电	水电	风电	光伏及其他
国电电力	10558	7279	1495	929	854	0	33%	35%	80%	15%	24%
中国神华	4463	4411	13	0	40	0	14%	21%	1%	0%	1%
龙源电力	3559	188	0	2775	593	4	11%	1%	0%	46%	17%
长源电力	1049	831	59	26	131	2	3%	4%	3%	0%	4%
其他	12732	8164	301	2347		1920	39%	39%	16%	39%	54%
国家能源集团	32362	20873	1867	6078	3544		100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: 各公司公告、天风证券研究所

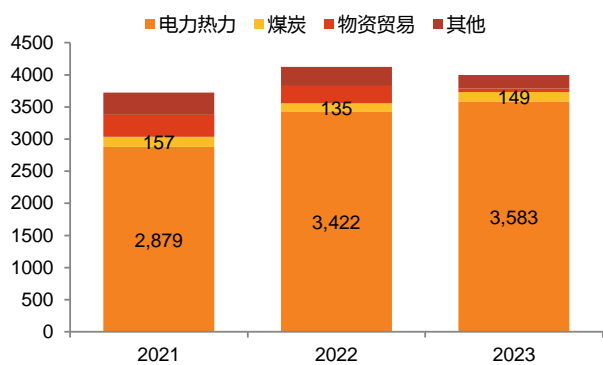
5. 华能集团: 我国电力工业的一面旗帜

5.1. 电力热力为集团核心业务, 并涉足煤炭生产、交通运输及金融服务

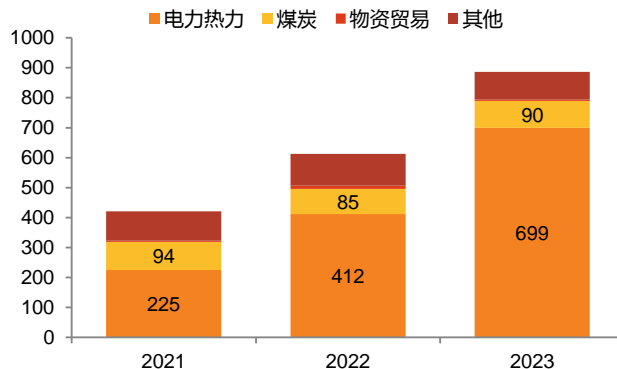
华能集团成立于 1985 年, 主营火电、风电、水电及其他清洁能源等多元化电力供应业务, 同时涉足煤炭生产、交通运输及金融服务等其他业务。2023 年, 电力热力业务仍为公司核心业务且是营业收入和毛利的主要来源, 占集团总营收和总毛利的比例分别为 89.60%、78.92%; 煤炭业务为电力热力业务形成良好的协同效应, 对利润形成补充, 占总毛利的比例为 10.17%。

图 10: 华能集团各业务营收 (单位: 亿元)

图 11: 华能集团各业务毛利 (单位: 亿元)



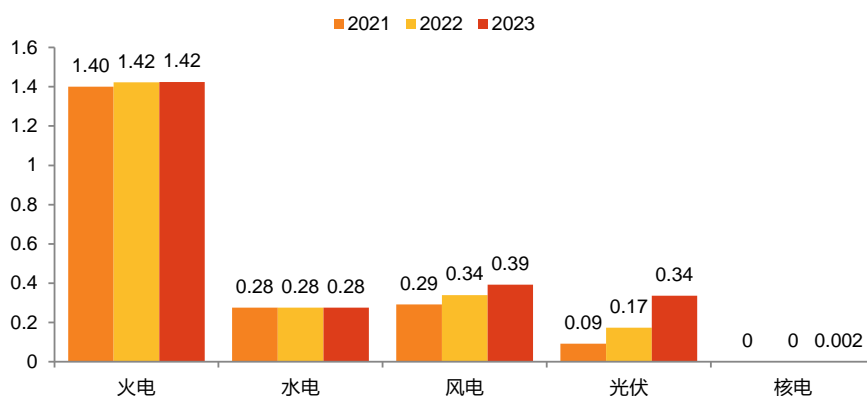
资料来源：华能集团公告、天风证券研究所



资料来源：华能集团公告、天风证券研究所

电力热力业务：华能集团电源结构多元，其中火电仍是集团的主要电源类型，近年来集团持续推进结构调整和绿色发展，风电及光伏发电装机规模增长较快。截至 2023 年底，集团在中国三十一个省、市、自治区与境外拥有全资及控股装机容量 24312 万千瓦，同比增长 9.95%，其中火电 14246 万千瓦、水电 2759 万千瓦，风电 3929 万千瓦、光伏发电 3358 万千瓦、核电 20 万千瓦。

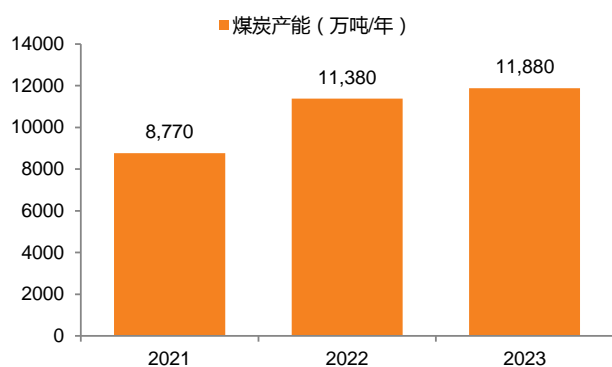
图 12：华能集团各电源装机情况（单位：亿千瓦）



资料来源：华能集团公告、天风证券研究所

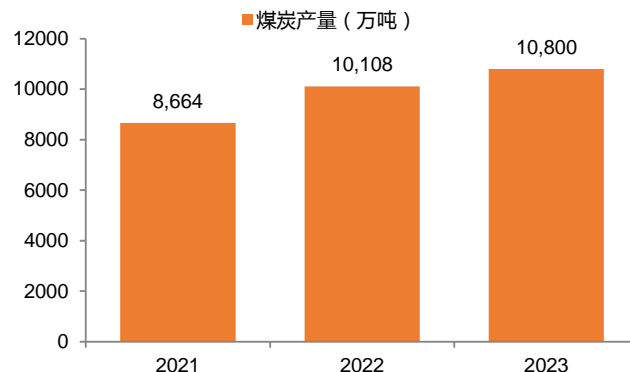
煤炭业务：华能集团以电力产业为核心，投资开发煤炭等电力相关产业，实施一体化战略，提高能源供应和保障能力，保障集团公司长期稳定发展。2023 年，华能集团煤炭产能达到 11,880 万吨/年，完成煤炭产量 10,800 万吨，销售量 8,612 万吨。

图 13：华能集团煤炭产能



资料来源：华能集团公告、天风证券研究所

图 14：华能集团煤炭产量



资料来源：华能集团公告、天风证券研究所

交通运输业务：华能集团加快推进煤、路、港、运一体化物流体系建设，拥有全资及控股

港口吞吐设计能力 14,795 万吨/年，投产能力 11,515 万吨/年，航运运输能力 364 万载重吨，2023 年集团所属四家航运企业累计完成货运量 5,536 万吨。

5.2. 旗下共 5 个上市平台，其中 3 个主营业务为发电

目前华能集团旗下拥有 5 个上市平台，包含华能国际 1 家 A+H 股上市公司，华能水电、内蒙华电、新能泰山、长城证券 4 家 A 股上市公司。

表 16：华能集团上市公司

股票代码	上市公司	申万行业	公司简介	华能集团持股比例
600011.SH /0902.HK	华能国际	火力发电	公司主要业务是在国内外开发、建设和运营大型发电厂、新能源发电项目及配套港口、航运、增量配电网等设施，为社会提供电力、热力及综合能源服务，是中国最大的上市发电公司之一。	37.16%
600025.SH	华能水电	水力发电	公司是培育云南水电支柱产业和实施“西电东送”“云电外送”的核心企业和龙头企业，“藏电外送”的主要参与者，主要从事澜沧江流域及周边地区水电资源的开发与运营，积极开展太阳能光伏、风电等可再生能源建设运营，拥有大型水电工程建设和大规模水电站集群运营管理丰富经验，参与周边国家清洁能源开发。	50.40%
600863.SH	内蒙华电	火力发电	公司主要经营以火电为主的发电、供热业务以及风电和太阳能等为主的新能源发电业务，并经营煤炭生产及销售等业务。公司发电资产遍布内蒙古自治区七个盟市，项目主要处于电力、热力负荷中心或煤炭资源丰富区域，分别向蒙西电网、华北电网、蒙东电网供电。	38.19%
000720.SZ	新能泰山	线缆部件及其他	公司以产业园开发、综合资产运营及供应链为主业，电线电缆作为供应链商品之一，为公司供应链业务提供支撑，形成协同发展效应。	37.09%
002939.SZ	长城证券	证券Ⅲ	公司向个人、机构及企业客户提供多元、全方位的金融产品和服务，并从事自营投资与交易，主要业务包括财富管理业务、投资银行业务、资产管理业务、证券投资及交易业务等。	29.31%

资料来源：WIND、choice、内蒙华电公告、天风证券研究所

截至 2023 年末，在华能集团旗下上市平台中：

- **华能国际装机体量最大**，达到 13,566 万千瓦。其中，火电 10667 万千瓦，水电 37 万千瓦，风电 1551 万千瓦，光伏 1310 万千瓦。
- **华能水电为华能集团水电业务最终整合平台**，装机容量为 2753 万千瓦，其中水电 2560 万千瓦，新能源 193 万千瓦。
- **内蒙华电为内蒙区域电力平台**，装机容量为 1323 万千瓦，其中火电 1140 万千瓦，风电 138 万千瓦，光伏 45 万千瓦。

表 17：华能集团各平台装机情况（截至 2023 年末）

主体	装机容量（万千瓦）						平台装机/集团此类型装机					
	总	火电	水电	风电	光伏	核电	总	火电	水电	风电	光伏	核电
华能国际	13566	10667	37	1551	1310	0	56%	75%	1%	39%	39%	0%
华能水电	2753	0	2560	14	179	0	11%	0%	93%	0%	5%	0%
内蒙华电	1323	1140	0	138	45	0	5%	8%	0%	4%	1%	0%
其他	6671	2439	162	2227	1824	20	27%	17%	6%	57%	54%	100%
华能集团	24312	14246	2759	3929	3358	20	100%	100%	100%	100%	100%	100%

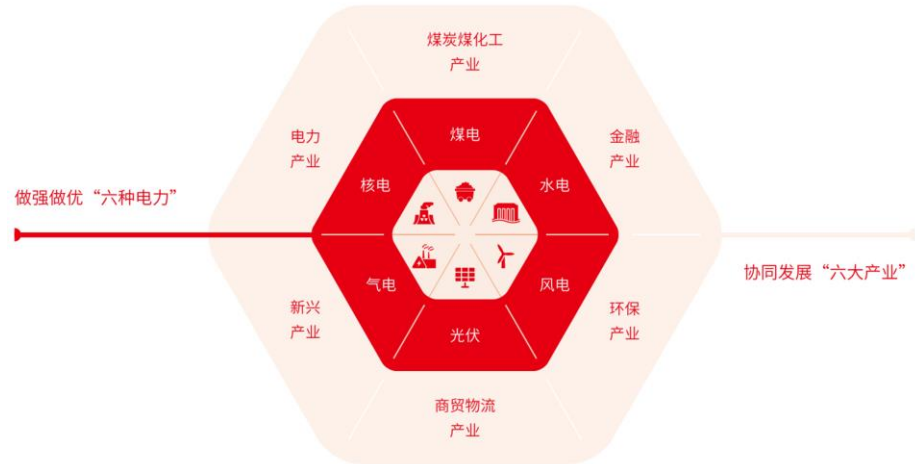
资料来源：各公司公告、天风证券研究所

6. 大唐集团：首都能源电力安全的“排头兵”

6.1. 依托电力产业优势，做大做强煤炭、金融等产业

大唐集团以电力生产和销售为主要业务，依托电力产业优势，做大做强煤炭、金融、节能环保等产业。集团在役及在建资产分布在全国 32 个省区市以及境外的缅甸、柬埔寨等国家和地区。

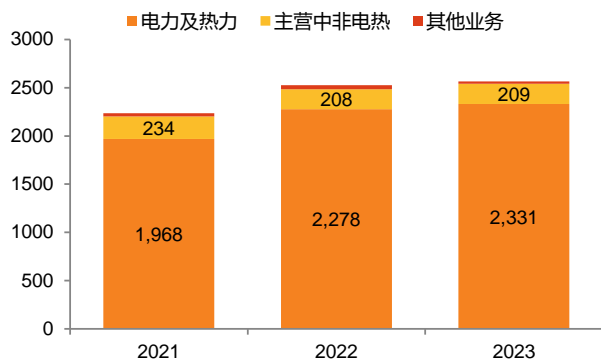
图 15：大唐集团业务布局



资料来源：大唐集团《2023 年可持续发展报告》、天风证券研究所

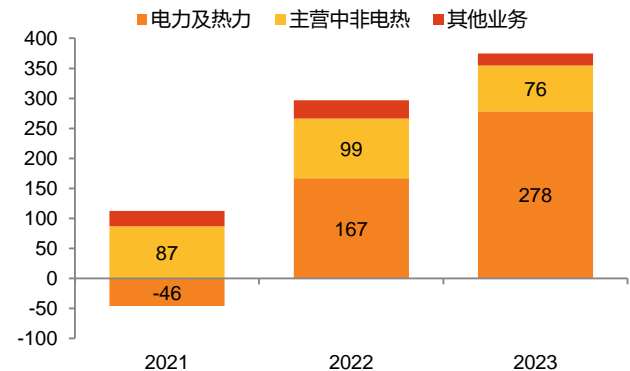
集团收入主要来源于电力及热力销售，2021-2023 年该业务收入的占比均在 90%左右，其中火电业务是电力及热力收入的主要部分，其他业务包括金融业务、科技环保等，但规模均相对较小。集团火电装机占比较高，2023 年以来煤炭价格中枢回落，火电毛利率回正，电力及热力贡献了 74%的毛利。

图 16：大唐集团各业务营收（单位：亿元）



资料来源：大唐集团公告、天风证券研究所

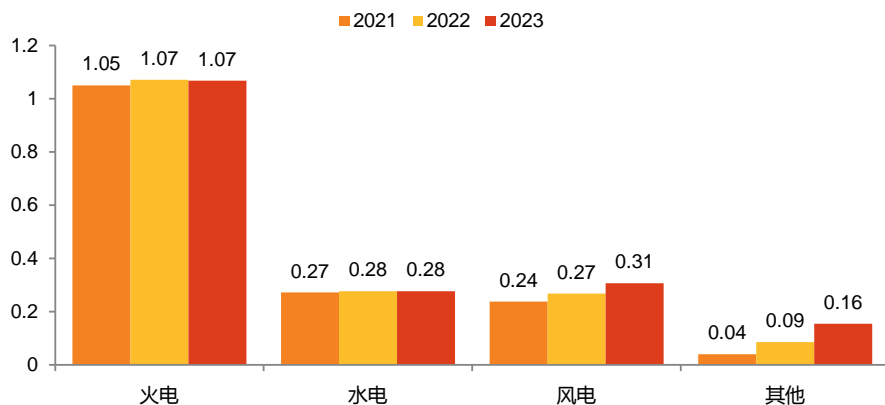
图 17：大唐集团各业务毛利（单位：亿元）



资料来源：大唐集团公告、天风证券研究所

大唐集团装机以火电机组为主，近年优先发展大容量、高参数机组，大力发展清洁能源和可再生能源，电源结构在发展中得到进一步优化，水电、风电等新能源领域快速发展。截至 2023 年末，大唐集团总装机容量达 18074 万千瓦，其中火电 10673 万千瓦、水电 2773 万千瓦、风电 3074 万千瓦、光伏及其他 1554 万千瓦。

图 18：大唐集团各电源装机情况（单位：亿千瓦）



资料来源：大唐集团公告、天风证券研究所

6.2. 旗下共 5 个上市平台，其中 4 个主营业务为发电

目前大唐集团旗下拥有 5 个上市平台，包含大唐发电 1 家 A+H 股上市公司，桂冠电力、华银电力 2 家 A 股上市公司，大唐新能源、大唐环境 2 家 H 股上市公司。

表 18：大唐集团上市公司

股票代码	上市公司	申万行业	公司简介	大唐集团持股比例
601991.SH /0991.HK	大唐发电	火力发电	大唐国际发电股份有限公司是中国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,同时涉及煤炭、交通、循环经济、售电等领域,已从单一的火力发电企业成长为涉足多个领域、多种产业的综合能源上市公司。	35.34%
1798.HK	大唐新能源	风力发电	公司主要业务为投资、建设和运营风力发电场,大部分发电地区位于三北地区,拥有充沛的风、光资源。	65.61%
600236.SH	桂冠电力	水力发电	公司以水电、风电、光伏、火电的生产运营、投资建设等为核心业务,同时开展综合能源服务、电站检修、技术咨询等业务,是广西装机规模最大的发电企业。	51.55%
600744.SH	华银电力	火力发电	公司主要从事火力发电业务,同时经营水电、风电、太阳能业务以及电力销售业务,火电装机规模在湖南省处于优势地位。	47.09%
1272.HK	大唐环境	环保工程	公司的主要业务覆盖电力、煤炭、金融、海外、煤化工、能源服务六大板块,产品包括平板式催化剂、中低温脱硝催化剂、协同脱硝脱汞催化剂、燃气机组脱硝催化剂等,拥有国内最大的脱硫脱硝特许经营规模,拥有国内最大脱硝催化剂生产基地,是国内最全烟气治理供应商。	78.96%

资料来源：WIND、choice、天风证券研究所

注：大唐环境行业为港交所分类

截至 2023 年末，在大唐集团旗下上市平台中：

大唐发电为大唐集团火电业务整合平台，装机容量为 7329 万千瓦。其中，火电 5226 万千瓦，水电 920 万千瓦，风电 746 万千瓦，光伏 437 万千瓦。

大唐新能源为大唐集团新能源平台，装机容量为 1542 万千瓦，风电占比高于光伏。

桂冠电力为广西区域电力平台，装机容量为 1302 万千瓦，以水电为主。

华银电力为湖南区域电力平台，装机容量 652 万千瓦，以火电为主。

表 19：大唐集团各平台装机情况（截至 2023 年末）

主体	装机容量 (万千瓦)					平台装机/集团此类型装机				
	总	火电	水电	风电	光伏	总	火电	水电	风电	光伏
大唐发电	7329	5226	920	746	437	41%	49%	33%	24%	28%
大唐新能源	1542	0	0	1298	244	9%	0%	0%	42%	16%
桂冠电力	1302	133	1024	79	66	7%	1%	37%	3%	4%
华银电力	652	482	14	54	102	4%	5%	1%	2%	7%
大唐环境	1	0	0	0	1	0%	0%	0%	0%	0%
其他	7248	4832	815	897	704	40%	45%	29%	29%	45%
中国大唐集团	18074	10673	2773	3074	1554	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：各公司公告、北极星太阳能光伏网、天风证券研究所

7. 风险提示

- 政策推进不及预期：《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》今年 9 月发布，在具体实施过程中或存在与实际情况存在冲突等一系列问题，故存在新政策在实际实施过程中推进进度可能不及预期的风险；
- 发电不及预期：发电量对电力行业上市公司的收入和利润起着关键作用，发电量若不及预期会对电力上市公司业绩造成负面影响；
- 宏观经济超预期波动：用电需求与宏观经济走势高度相关，若宏观经济超预期波动或对各行业用电需求造成不利影响；
- 用电需求不及预期：用电需求是影响电力企业发电量的重要因素，对电力公司业绩有重要影响。

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