

分析师：陈拓
登记编码：S0730522100003
chentuo@ccnew.com

行业业绩表现稳健，关注水电与核电

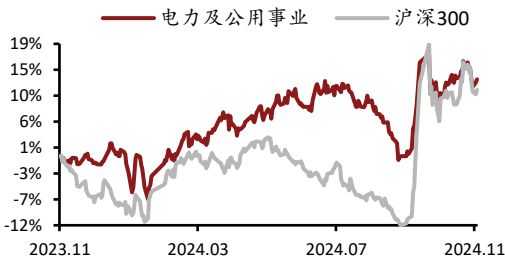
——电力及公用事业行业 2024 年三季度报总结

证券研究报告-行业专题研究

强于大市(维持)

电力及公用事业相对沪深 300 指数表现

发布日期：2024 年 11 月 20 日



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《电力及公用事业行业月报：水电前三季度来水偏丰，省间电力现货市场正式运行》
2024-10-29

《电力及公用事业行业月报：8 月火电发电量由降转增，水电增速回落》
2024-09-26

《电力及公用事业行业月报：核电机组加快核准，用电量维持高增速》
2024-08-30

联系人：马崧琦

电话：021-50586973

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

- **电力及公用事业行业经营业绩稳健，稳定性和防御性突出。**2024 年前三季度，行业实现营业收入 18748.02 亿元，同比增长 0.19%，与 2023 年同期基本持平；归母净利润 1946.86 亿元，同比增长 9.67%。行业整体盈利能力稳步回升。2024 年前三季度，行业净资产收益率达 7.84%，在 2023 年高基数的基础上提升 0.17 个百分点。同时行业毛利率和净利率分别达到 22.66%、13.10%，分别较 2023 年同期提升 1.52 和 1.15 个百分点，延续了 2020 年以来的上涨趋势。行业财务费用率持续下降，2024 年前三季度，行业财务费用率为 4.54%，比 2023 年同期下降 0.26 个百分点。2024 年前三季度，行业经营活动产生的现金流量净额为 4572.53 亿元，同比增长 21.77%，其中火电、水电、其他发电、电网、环保及水务等子板块经营活动现金流均得到了改善。
- **发电企业贡献了电力及公用事业行业大部分归母净利。**2024 年前三季度，火电、水电、其他发电等发电企业贡献了电力及公用事业超过 80.24% 的归母净利润。水电、其他发电是盈利能力最强的两个子行业，2024 年前三季度，水电毛利率、净利率分别为 58.16%、43.87%，分别同比提升 3.49 个百分点、4.68 个百分点。其他发电盈利能力仅次于水电，其毛利率、净利率分别为 41.93%、25.35%，分别同比降低 1.05 个百分点、1.12 个百分点。公募基金对水电的配置比例最高，但在 2024 年三季度降低了对电力及公用事业行业的配置。
- **个股业绩分化，呈“强者恒强”局面。**电力及公用事业行业中，受市场竞争加剧等因素影响，个股业绩表现分化，而细分行业龙头由于较高的行业进入壁垒，形成了自然的垄断属性，且具备较强的成本管控能力和较高的运营效率，多重因素持续发力，其业绩呈现“强者恒强”的格局。火电行业整体业绩受益于多个积极因素，包括煤价中枢下跌、容量电价落地、以及辅助服务细则的出台等。从二季度开始，我国水电站流域来水整体偏丰，加上财务费用下降等因素，水电业绩开启增长。其他发电板块中，核电受整体大修时间增加影响，业绩增速有所放缓；新能源发电则受到行业竞争加剧、消纳问题、市场交易电价下滑等不利因素影响，盈利能力下降。
- **河南电力及公用事业企业整体营收下降，但归母净利润取得增长。**目前河南电力及公用事业上市公司有豫能控股、蓝天燃气、中原环保、城发环境和百川畅银等 5 家公司。2024 年前三季度，河南电力及公用事业企业实现营业收入 221.20 亿元，同比减少

2.81%；归属于上市公司股东的净利润 21.50 亿元，同比增加 30.89%。其中，第三季度，河南电力及公用事业企业实现营业总收入 73.27 亿元，同比减少 7.08%；归属于上市公司股东的净利润 7.02 亿元，同比增长 0.91%。

- **投资建议：维持行业“强于大市”投资评级。**基于行业估值水平、业绩增长预期及发展前景，维持电力及公用事业行业“强于大市”的投资评级。建议从中长期视角关注水电、核电板块业绩稳健、股息率高的头部企业投资机会，建议关注**长江电力、国投电力、中国广核、中国核电**等企业。

风险提示：火电燃料成本波动风险；水电来水不及预期风险；新能源市场竞争加剧风险；运营效率提升不及预期；成本管控不及预期；政策变动风险；其他不可预测风险。

内容目录

1. 电力及公用事业行业经营业绩稳健，稳定性和防御性突出	5
1.1. 电力及公用事业行业中代表性企业多为央国企	5
1.2. 作为支撑社会经济运行和居民生活的基础性行业，电力及公用事业行业稳定性和防御性突出	6
1.3. 行业财务费用率持续下降，盈利质量较高，且盈利能力稳步回升	7
2. 发电企业贡献了电力及公用事业行业大部分归母净利润	8
2.1. 2024 年前三季度，发电企业贡献了电力及公用事业超过 80%的归母净利润	8
2.2. 水电、其他发电是盈利能力最强的两个子行业	9
2.3. 公募基金对水电的配置比例最高，2024 年三季度对行业整体的配置有所下降	12
3. 个股业绩分化，呈“强者恒强”局面	13
3.1. 水电盈利能力最强，业绩表现最稳健.....	13
3.2. 河南电力及公用事业企业整体营收下降，但归母净利润增长	16
4. 投资建议	17
5. 风险提示	19

图表目录

图 1: 电力及公用事业前三季度营业收入(亿元, %)	6
图 2: 电力及公用事业前三季度归母净利润(亿元, %)	6
图 3: 电力及公用事业单季度营业收入(亿元, %)	7
图 4: 电力及公用事业单季度归母净利润(亿元, %)	7
图 5: 电力及公用事业前三季度盈利能力(%)	7
图 6: 电力及公用事业单季度盈利能力(%)	7
图 7: 电力及公用事业财务费用/营业总收入(%)	8
图 8: 各子行业经营活动产生的现金流量净额(亿元)	8
图 9: 子行业投资活动产生的现金流量净额(亿元)	8
图 10: 子行业筹资活动产生的现金流量净额(亿元)	8
图 11: 子行业前三季度营收占比	9
图 12: 子行业前三季度归母净利润占比	9
图 13: 分行业毛利率与净利率对比 (%)	10
图 14: 分行业 ROE 对比 (%)	10
图 15: 水电发电量对比	11
图 16: 水电平均利用小时数 (小时)	11
图 17: 子行业单季度毛利率对比 (%)	12
图 18: 子行业单季度净利率对比 (%)	12
图 19: 电力及公用事业及个子行业的公募基金配置比例走势图 (%)	13
图 20: 电力及公用事业指数 PE(TTM)估值情况 (倍)	18
图 21: 电力及公用事业指数 PB-MRQ 估值情况 (倍)	18
表 1: A 股主要电力及公用事业上市公司及所属子行业	5
表 2: 子行业前三季度营业收入和归母净利润	8
表 3: 子行业 2024 年第三季度营业收入和归母净利润	10
表 4: 火电板块 2024 年前三季度归母净利润排名前十公司经营业绩对比	13
表 5: 水电板块 2024 年前三季度经营业绩对比	14
表 6: 其他发电板块 2024 年前三季度归母净利润排名前十公司经营业绩对比	14

表 7: 电网板块 2024 年前三季度经营业绩对比	15
表 8: 燃气板块 2024 年前三季度归母净利润排名前十公司经营业绩对比	15
表 9: 供热或其他板块 2024 年前三季度归母净利润排名前十公司经营业绩对比	16
表 10: 环保及水务板块 2024 年前三季度归母净利润排名前十公司经营业绩对比	16
表 11: 河南电力及公用事业企业经营业绩情况	17

1. 电力及公用事业行业经营业绩稳健，稳定性和防御性突出

1.1. 电力及公用事业行业中代表性企业多为央国企

根据同花顺 iFinD 统计，中信电力及公用事业行业可分为 2 个二级子行业：发电及电网、环保及公用事业；和 7 个三级子行业：火电、水电、其他发电、电网、燃气、供热或其他、环保及水务。共包含 226 家上市公司。

火电板块包含 34 家上市公司。除了国家电投集团旗下的中国电力仅在香港上市以外，其余几家大型发电集团主要的电力运营平台均在 A 股上市，比如华能集团旗下的华能国际，国家能源集团旗下的国电电力，大唐集团旗下的大唐发电，和华电集团旗下的华电国际。国家开发投资集团控股的国投电力不仅可以分类为火电企业，其水电装机排名上市公司第 3，亦可作为水电代表性企业。浙能电力为浙能集团旗下的电力运营平台，除了火电业务，公司亦通过参股联营企业开展核电业务。

水电板块有 9 家上市公司，以长江电力、华能水电、川投能源为代表性企业。长江电力为三峡集团旗下的、水电装机最大的上市企业。华能水电控股股东为华能集团，其水电装机排名第 2。川投能源则是四川省投资集团控股的，以投资水电站为主营业务，与国投电力共同运营雅砻江水电公司。

其他发电板块共 21 家上市公司。除了包含中国广核集团集团控股的中国广核、中国核工业集团控股的中国核电两家大型核电公司以外，其他发电板块主要是以国家能源集团控股的龙源电力、三峡集团控股的三峡能源为代表的的新能源发电企业。

电网板块共 9 家上市公司，代表性企业有南方电网旗下的南网储能，三峡集团旗下的三峡水利，广西能源集团旗下的广西能源（原桂东电力）等。

燃气板块共 28 家上市公司，主要聚焦天然气产业链的中下游业务，代表性企业有新奥股份、新天绿能、深圳燃气等。供热板块共 15 家公司，主营供热业务，代表性企业有物产环能、富春环保、杭州热电等。环保及水务板块则有 110 家上市公司，数量最多，主营环保项目建设和环保运营业务，代表性企业有首创环保、伟明环保、兴蓉环境等。

表 1: A 股主要电力及公用事业上市公司及所属子行业

二级子行业	三级子行业	公司数量	代表性上市公司
发电及电网	火电	34	华能国际、国电电力、浙能电力、国投电力、华电国际、大唐发电
	水电	9	长江电力、华能水电、川投能源
	其他发电	21	中国广核、中国核电、龙源电力、三峡能源
	电网	9	南网储能、三峡水利、广西能源
环保及公用事业	燃气	28	新奥股份、新天绿能、深圳燃气
	供热或其他	15	物产环能、富春环保、杭州热电
	环保及水务	110	首创环保、伟明环保、兴蓉环境

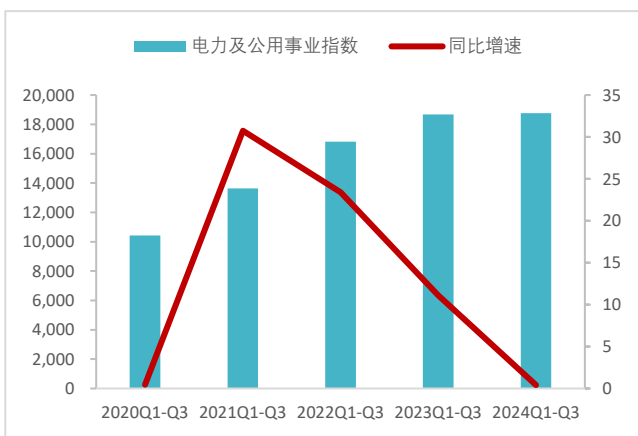
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

1.2. 作为支撑社会经济运行和居民生活的基础性行业，电力及公用事业行业稳定性和防御性突出

整体上看，电力及公用事业行业包含电力、燃气、供热、水务、环保等细分行业，是支撑社会经济运行和居民生活的基础性行业，在一定区域内存在自然垄断的属性，行业经营业绩稳健，稳定性和防御性突出，2024年前三季度，行业盈利情况在2023年同期高基数的基础上创近年来新高。

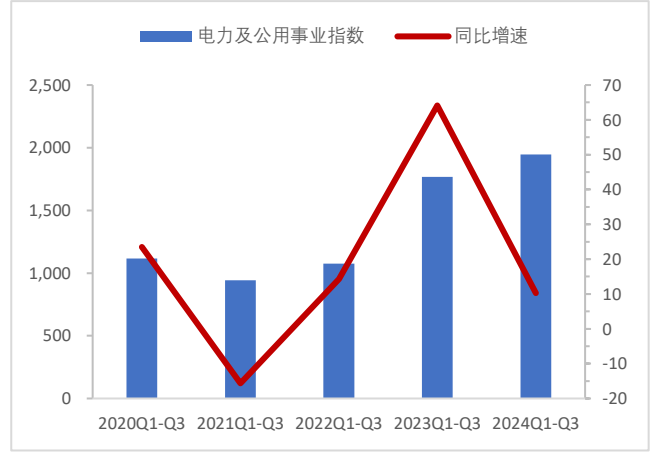
虽然煤电企业受煤价波动影响较大，其业绩具有明显的周期性，但电力及公用事业行业整体盈利能力稳健。2024年前三季度，电力及公用事业行业盈利规模创近年来新高。根据同花顺iFinD数据，行业实现营业收入18748.02亿元，同比增长0.19%，与2023年同期基本持平；归母净利润1946.86亿元，同比增长9.67%。电力及公用事业营业收入水平稳步增长，但行业归母净利润水平波动较大，2023年前三季度归母净利润已实现同比增长64.13%，2024年前三季度归母净利润在2023年同期高基数的基础上，又实现同比9.67%的增长，创造了历年前三季度最佳业绩。

图 1：电力及公用事业前三季度营业收入(亿元，%)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

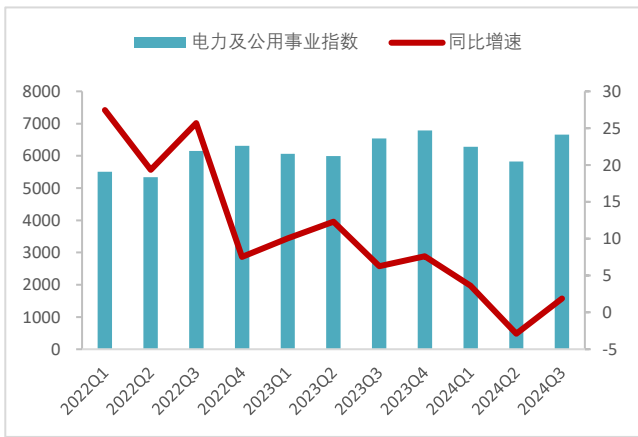
图 2：电力及公用事业前三季度归母净利润(亿元，%)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

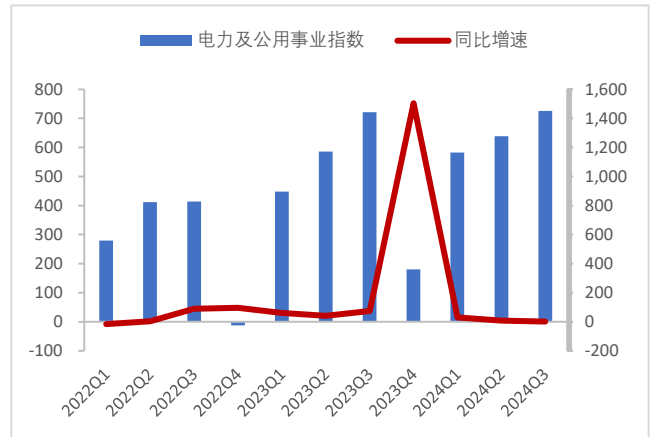
单三季度归母净利润亦为历年新高。2024年以来，行业单季度归母净利润水平环比呈上升趋势。第三季度，电力及公用事业单季度营业收入为6662.21亿元，同比增长1.86%，环比增长14.43%；归母净利润为725.57亿元，在2023年同期高基数的水平上，实现同比增长0.58%，环比增长13.62%。

图 3：电力及公用事业单季度营业收入(亿元，%)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 4：电力及公用事业单季度归母净利润(亿元，%)

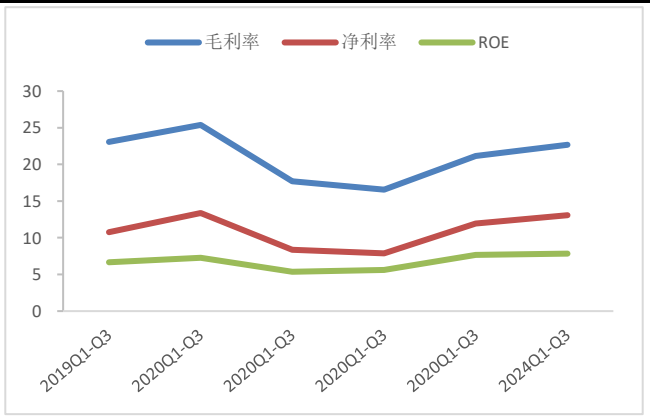


资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

1.3. 行业财务费用率持续下降，盈利质量较高，且盈利能力稳步回升

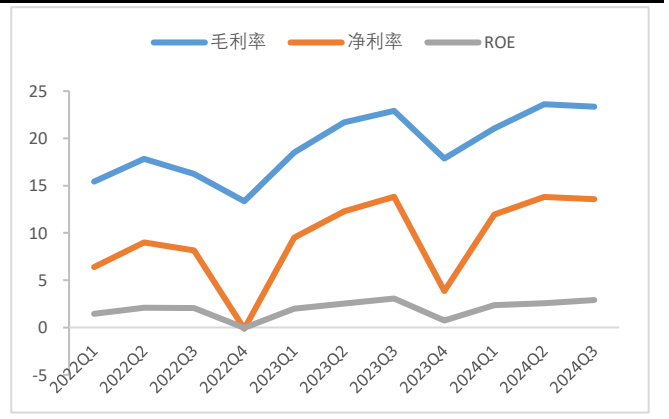
行业整体盈利能力稳步提升。电力及公用事业净资产收益率水平稳步上升，2024 年前三季度，行业净资产收益率达 7.84%，在 2023 年高基数的基础上提升 0.17 个百分点。同时行业毛利率和净利率分别达到 22.66%、13.10%，分别较 2023 年同期提升 1.52 和 1.15 个百分点，并且延续了 2020 年以来的上涨趋势。电力及公用事业行业整体上盈利能力稳健，良好的基本面也支撑了行业整体在二级市场的表现。

图 5：电力及公用事业前三季度盈利能力(%)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 6：电力及公用事业单季度盈利能力(%)

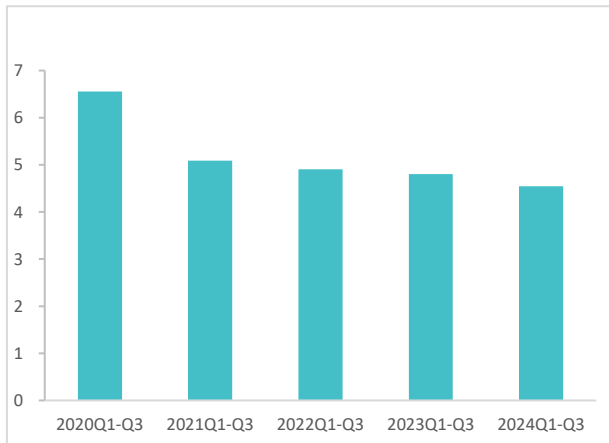


资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

电力及公用事业行业财务费用率持续下降，行业具备现金流充沛的特征，经营性现金流持续改善。2024 年前三季度，行业财务费用率为 4.54%，比 2023 年同期下降 0.26 个百分点。财务费用率的下降有利于行业降低融资成本，提升盈利水平。2024 年前三季度，电力及公用事业行业经营活动产生的现金流量净额为 4572.53 亿元，同比增长 21.77%，火电、水电、其他发电、电网、环保及水务板块经营活动现金流均得到了改善。投融资活动方面，2024 年前三季度，电力及公用事业行业投资活动产生的现金流量净额为-4181.80 亿元，同比增长 7.24%，主要是因为水电板块水电站建设支出的现金流同比减少，以及环保及水务板块项目转为运营阶段现金流支出减少。2024 年前三季度，电力及公用事业行业筹资活动产生的现金流量净额为-251.47 亿元，同比由正转负 7.24%，主要是因为火电、水电板块偿还债务金额同比增加，使

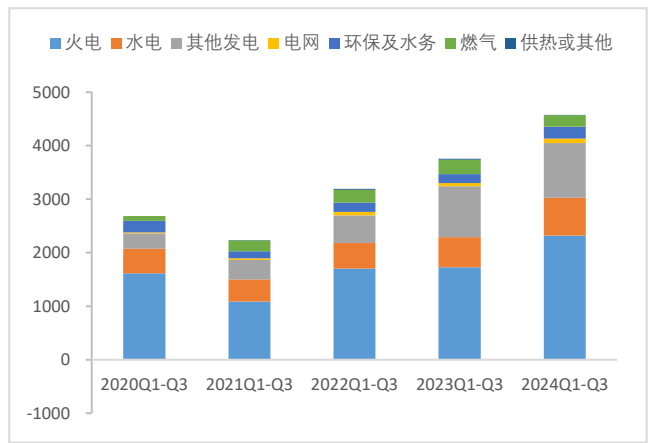
得筹资活动现金流净流出。

图 7：电力及公用事业财务费用/营业总收入(%)



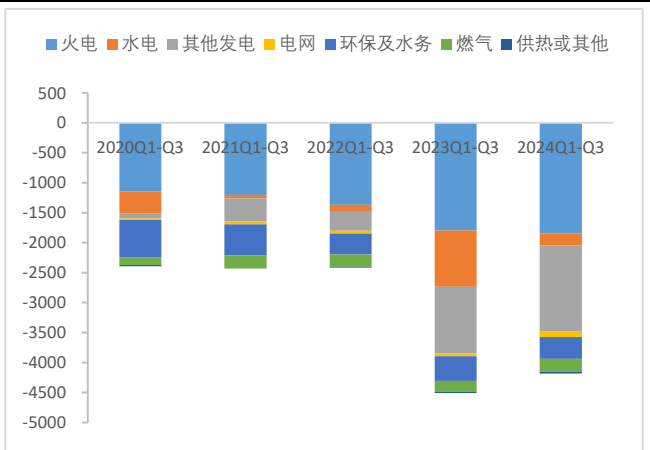
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 8：各子行业经营活动产生的现金流量净额(亿元)



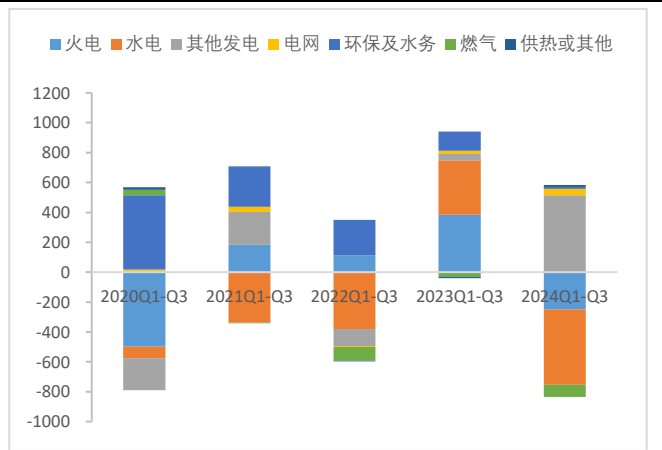
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 9：子行业投资活动产生的现金流量净额(亿元)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 10：子行业筹资活动产生的现金流量净额(亿元)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

2. 发电企业贡献了电力及公用事业行业大部分归母净利润

2.1. 2024 年前三季度，发电企业贡献了电力及公用事业超过 80%的归母净利润

2024 年前三季度，营业收入数值排名前三的为火电、燃气、其他发电，分别为 10145.42 亿元、2474.41 亿元、2196.00 亿元；营业收入增速排名前三的分别为水电、燃气、其他发电，分别为 11.19%、4.83%、2.71%。归母净利润数值排名前三的为火电、水电、其他发电，分别为 733.33 亿元、430.93 亿元、398.00 亿元；归母净利润增速排名前三的分别为电网、水电、供热或其他，分别为 47.78%、25.01%、12.73%。

表 2：子行业前三季度营业收入和归母净利润

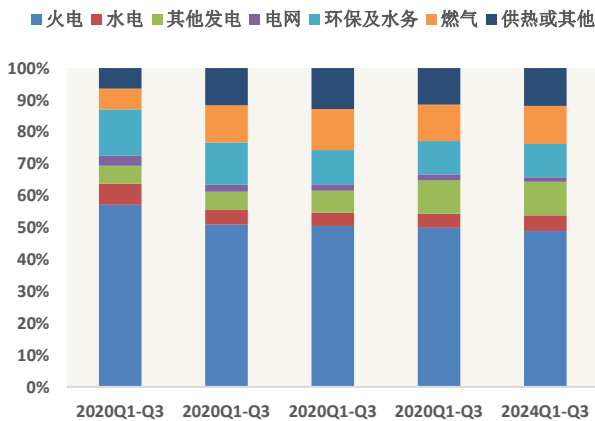
行业分类	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3
	营业收入(亿元)	营业收入同比增速(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增速(%)
火电	10145.42	-1.24%	733.22	12.21%

水电	1018.19	11.19%	430.93	25.01%
其他发电	2196.00	2.71%	398.00	-1.73%
电网	291.06	-27.65%	28.96	47.78%
环保及水务	2171.17	1.40%	222.64	0.92%
燃气	2474.41	4.83%	118.67	7.79%
供热或其他	465.77	2.31%	14.43	12.73%
电力及公用事业	18762.02	0.41%	1946.86	10.22%

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

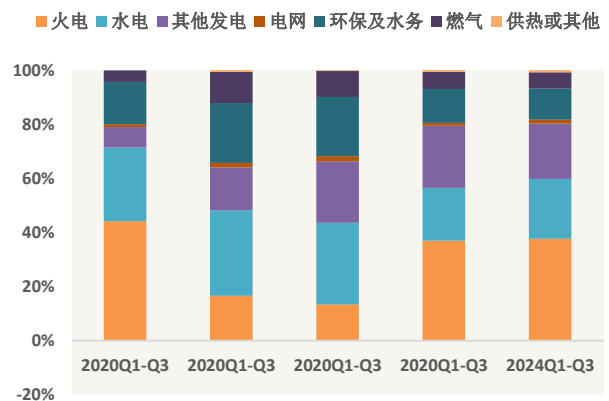
2024 年前三季度，发电企业贡献了电力及公用事业超过 80% 的归母净利润。从电力及公用事业行业归母净利润占比来看，排名前三的为火电、水电、其他发电，2024 年前三季度分别占比 37.66%、22.13%、20.44%，合计占比 80.24%。因此，发电企业贡献了电力及公用事业大部分归母净利润。从单个子行业盈利贡献能力上看，排名前三的是水电、其他发电、环保及水务。2024 年前三季度，水电营业收入全行业占比 5.43%，却贡献了 22.13% 的归母净利润；其他发电营业收入全行业占比 11.70%，归母净利润占比 20.44%；环保及水务营业收入全行业占比 11.57%，归母净利润占比 11.44%。部分火电企业存在增收不增利的问题，营收占比过半，高达 54.07%，仅贡献 37.66% 的归母净利润。

图 11：子行业前三季度营收占比



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 12：子行业前三季度归母净利润占比



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

2.2. 水电、其他发电是盈利能力最强的两个子行业

水电、其他发电是电力及公用事业盈利能力最强的两个子行业。2024 年前三季度，水电盈利能力最强，毛利率、净利率分别为 58.16%、43.87%，分别同比提升 3.49 个百分点、4.68 个百分点。其他发电盈利能力仅次于水电，其毛利率、净利率分别为 41.93%、25.35%，分别同比降低 1.05 个百分点、1.12 个百分点。供热或其他子行业盈利能力排名最后，毛利率、净利率分别为 8.44%、3.45%，分别同比提升 0.40 个百分点、0.16 个百分点。

图 13: 分行业毛利率与净利率对比 (%)

行业分类	毛利率					净利率				
	2020Q1- -Q3	2021Q1- -Q3	2022Q1- -Q3	2023Q1- -Q3	2024Q1- -Q3	2020Q1- -Q3	2021Q1- -Q3	2022Q1- -Q3	2023Q1- -Q3	2024Q1- -Q3
火电	20.87	9.65	8.41	14.55	16.54	10.89	2.65	2.32	8.52	9.90
水电	58.43	55.62	58.25	54.67	58.16	43.09	43.58	45.00	39.19	43.87
其他发电	38.78	38.67	41.23	42.99	41.93	20.75	24.09	24.15	26.47	25.35
电网指数	9.31	12.18	17.93	14.39	23.00	3.81	4.93	6.80	5.50	11.25
环保及水务	28.95	27.17	28.33	27.89	28.13	11.49	11.14	13.37	10.98	11.09
燃气指数	20.65	18.01	14.75	14.53	13.85	8.36	9.27	6.31	6.72	6.43
供热或其他	8.25	17.01	4.62	8.04	8.44	-0.75	9.00	1.09	3.29	3.45
电力及公用事业	25.38	17.71	16.56	21.14	22.66	13.37	8.38	7.88	11.94	13.10

资料来源: 同花顺 iFinD, 中原证券研究所

从 ROE 水平来看, 水电最高, 2024 年前三季度达到 12.02%, 较 2023 年同期提升 1.88 个百分点; 火电排名第二, ROE 为 8.12%, 较 2023 年同期提升 0.29 个百分点; 环保及水务 ROE 最低, 为 4.93%, 较 2023 年同期下降 0.15 个百分点。

图 14: 分行业 ROE 对比 (%)

行业分类	2020Q1- -Q3	2021Q1- -Q3	2022Q1- -Q3	2023Q1- -Q3	2024Q1- -Q3
火电	6.86	2.05	2.00	7.83	8.12
水电	10.86	9.75	10.13	10.34	12.02
其他发电	7.81	8.06	7.99	8.15	7.37
电网	5.34	5.49	6.22	3.70	5.28
环保及水务	5.49	5.78	5.94	5.08	4.93
燃气	6.04	10.39	8.53	8.37	8.03
供热或其他	-1.36	7.24	2.78	6.49	5.14
电力及公用事业	7.28	5.37	5.62	7.67	7.84

资料来源: 同花顺 iFinD, 中原证券研究所

从单季度情况看, 营业收入数值排名前三的为火电、燃气、其他发电, 分别为 3687.70 亿元、775.17 亿元、749.91 亿元; 营业收入同比增速排名前三的分别为水电、供热或其他、燃气, 分别为 11.81%、8.25%、5.27%。归母净利润数值排名前三的为火电、水电、其他发电, 分别为 244.91 亿元、231.35 亿元、118.39 亿元; 归母净利润同比增速排名前三的分别为电网、水电、燃气, 分别为 83.80%、24.58%、12.23%。

表 3: 子行业 2024 年第三季度营业收入和归母净利润

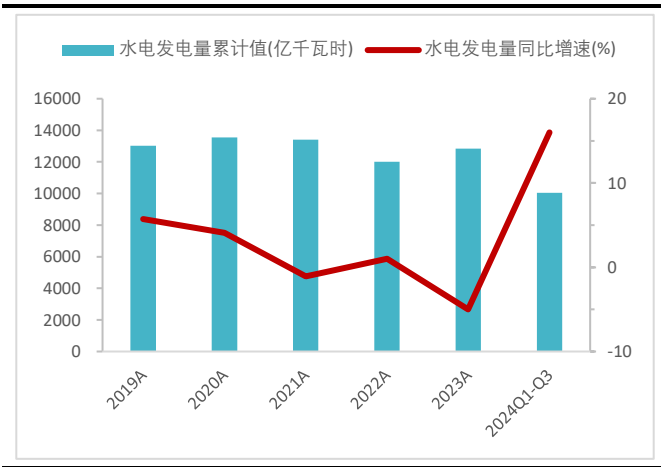
行业分类	营业收入(亿元)	营业收入同比增速 (%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增速 (%)
火电	3687.70	.07%	244.91	-19.93%
水电	449.49	11.81%	231.35	24.58%
其他发电	749.91	3.64%	118.39	4.65%

电网	106.02	-17.18%	16.24	83.80%
环保及水务	738.58	-2.60%	81.19	4.78%
燃气	775.17	5.27%	29.37	12.23%
供热或其他	155.33	8.25%	4.11	-1.78%
电力及公用事业	6662.21	1.86%	725.57	0.58%

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

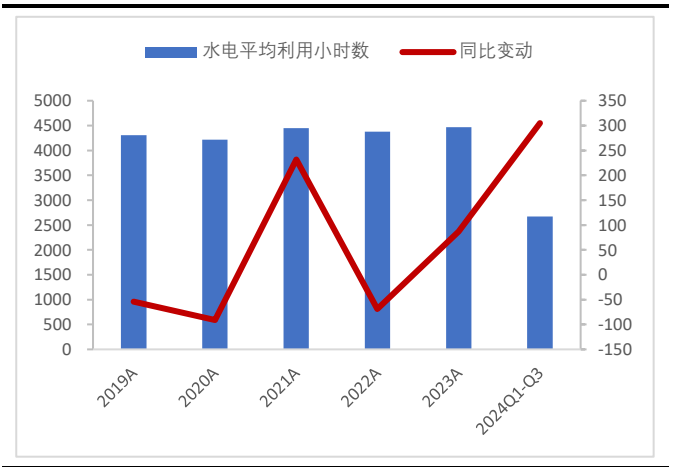
与火电同为传统能源，由于水电前三季度来水偏丰，根据国家统计局数据，水电发电量为10040 亿千瓦时，同比增长 16%；同期全国水电平均利用小时数为 2672 小时，同比增加了 305 小时。水电设备在前三季度得到了更加充分的利用，此消彼长，这也压降了火电的盈利空间。

图 15: 水电发电量对比



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图 16: 水电平均利用小时数（小时）



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

受益于来水偏丰，水电较强的盈利能力得到了充分体现。从单季度毛利率水平看，2024 年第三季度，水电单季度毛利率到达了 66%，环比二季度提升了 9.5 个百分点，较 2023 年度同期提升了 3.47 个百分点，为近五年来最高水平。从单季度净利率水平看，2024 年第三季度，水电单季度净利率到达了 52.72%，环比二季度提升了 10.45 个百分点，较 2023 年度同期提升了 5.39 个百分点，亦为近五年来最高水平。水电第三季度盈利水平全年最高，这也是来水季节性的体现。2024 年第三季度，其他发电单季度毛利率为 39.42%，环比二季度降低了 2.36 个百分点，较 2023 年度同期提升了 0.57 个百分点；净利率为 22.31%，同比降低 0.38 个百分点，环比 3.06 个百分点。供热或其他板块的盈利能力排名靠后，2024 年第三季度，其毛利率、净利率分别为 6.32%、3.00%。

图 17：子行业单季度毛利率对比（%）

行业分类	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
火电	8.43	8.15	8.58	6.39	11.43	14.61	16.88	12.43	15.88	16.99	16.80
水电	35.13	62.97	60.80	35.13	45.46	50.54	62.53	48.03	45.92	56.50	66.00
其他发电	29.88	42.45	36.09	29.88	45.01	45.17	38.85	34.24	44.74	41.78	39.42
电网	15.29	14.44	21.70	15.29	11.20	15.41	16.96	15.78	17.72	25.06	25.70
环保及水务	23.77	28.51	28.32	23.77	28.31	28.72	27.76	22.81	27.83	28.52	27.97
燃气	15.34	15.40	14.62	15.34	13.76	16.05	13.92	13.23	13.04	15.89	12.81
供热或其他	7.62	4.03	4.04	7.62	8.66	7.91	7.40	8.71	10.89	7.77	6.32
电力及公用事业	13.35	17.83	16.24	13.35	18.53	21.70	22.91	17.87	21.06	23.61	23.34

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 18：子行业单季度净利率对比（%）

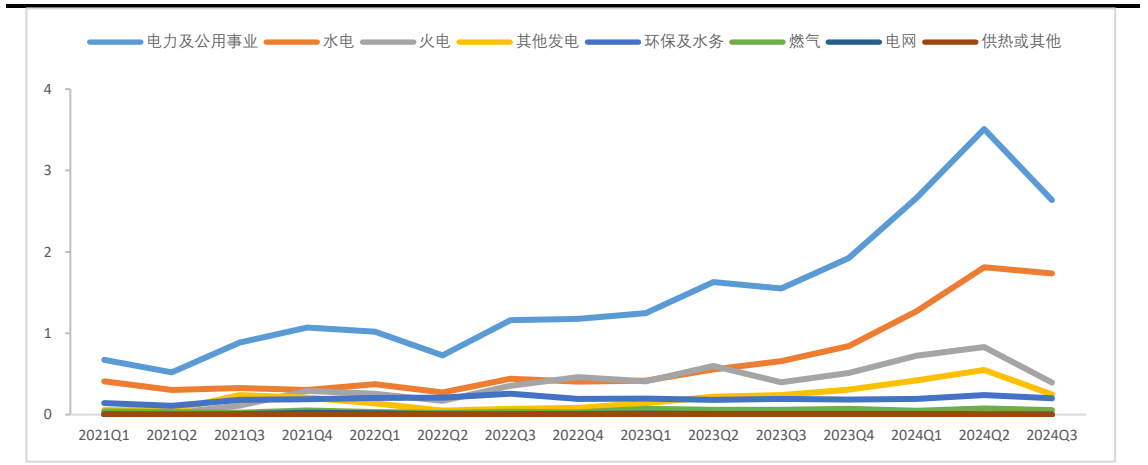
分行业	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
火电	2.06	2.14	2.68	-5.26	5.20	8.59	11.20	-0.33	9.47	10.87	9.52
水电	30.71	50.35	48.90	17.34	26.21	37.85	47.33	24.07	29.67	42.27	52.72
其他发电	26.65	27.06	18.94	9.98	28.86	27.95	22.69	12.15	28.54	25.37	22.31
电网	1.63	5.58	10.22	2.60	4.29	4.74	7.63	3.86	5.53	10.55	16.79
环保及水务	10.69	12.42	16.39	1.63	10.47	11.98	10.81	0.24	10.81	10.55	11.85
燃气	6.34	6.53	6.03	6.66	7.55	7.02	5.44	7.62	6.42	7.81	5.07
供热或其他	0.15	1.97	1.08	-0.52	3.18	3.13	3.57	11.83	4.95	2.11	3.00
电力及公用事业	6.38	9.00	8.14	-0.13	9.49	12.28	13.82	3.85	11.93	13.80	13.58

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

2.3. 公募基金对水电的配置比例最高，2024 年三季度对行业整体的配置有所下降

公募基金对水电的配置比例最高，但在 2024 年三季度降低了对电力及公用事业行业的配置。从公募基金对电力及公用事业的配置情况看，2022 年二季度末至 2024 年二季度末，公募基金对电力及公用事业行业的配置比例在持续提升，由 0.73% 提升至 3.51%。然而 2024 年第三季度，公募基金降低对电力及公用事业行业的资金配置，配置比例降至 2.63%，低于 2024 年第一季度末的 2.66%，仍高于其在 2021 年至 2023 年的配置比例。从细分子行业看，公募基金对水电的配置远高于其他子行业，2024 年三季度末达到 1.74%，占整个电力及公用事业行业配置的比重接近 66%，同比降低 0.07 个百分点。

图 19: 电力及公用事业及个子行业的公募基金配置比例走势图 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中原证券研究所

3. 个股业绩分化, 呈“强者恒强”局面

3.1. 水电盈利能力最强, 业绩表现最稳健

受市场竞争加剧等因素影响, 电力及公用事业行业个股业绩表现分化, 而细分行业龙头由较高的行业进入壁垒, 形成了自然的垄断属性, 且具备较强的成本管控能力和较高的运营效率。多重因素持续发力, 其业绩呈现“强者恒强”的格局。

火电行业整体业绩受益于多个积极因素, 包括煤价下跌、容量电价落地、以及辅助服务细则的出台等。在 2024 年前三季度归母净利润排名前 10 的火电公司中, 华能国际作为火电装机容量最大的火电企业, 虽然其归母净利润最高, 但增速出现下滑。华能国际业绩负增长, 主要受上网电价同比下降、资金减值损失、非常经常性损失及少数股东和类 REITs 持有人损益增加等因素影响。国电电力归母净利润增速最高, 主要源于投资收益提升的影响。国投电力毛利率和净利率水平最高, 主要因为其作为水电装机容量排名第三的上市企业, 受益于公司水电业务发电量大幅增长、投资收入增加和财务费用下降等多重因素影响。

表 4: 火电板块 2024 年前三季度归母净利润排名前十公司经营业绩对比

证券名称	营业收入 (亿元)	营业收入同比增长率 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增长率 (%)	ROE (%)	ROE 同比增长 (百分点)	毛利率 (%)	毛利率同比增长 (百分点)	净利率 (%)	净利率同比增长 (百分点)
华能国际	1843.96	-3.62	104.13	-17.12	7.72	-2.50	16.03	3.17	7.24	0.21
国电电力	1338.62	-2.79	91.91	63.41	17.31	5.44	14.78	-0.31	10.82	2.97
浙能电力	662.96	-4.62	67.00	12.37	9.61	0.33	12.47	2.15	12.02	1.73
国投电力	443.95	4.34	65.78	8.69	10.77	0.08	39.96	0.81	26.66	1.10
华电国际	848.11	-6.52	51.56	14.63	7.34	0.57	9.09	2.17	7.12	1.69
大唐发电	909.86	0.40	44.29	56.22	5.80	1.79	14.65	3.89	7.07	2.55
申能股份	223.72	2.21	32.81	31.05	9.28	1.40	19.36	2.10	17.59	4.08
江苏国信	273.67	11.87	29.21	48.47	9.64	2.89	11.68	2.62	14.17	2.62
陕西能源	168.35	18.60	24.97	13.77	10.45	-1.09	37.92	-4.95	22.82	-1.27
内蒙华电	165.83	-2.36	24.69	13.08	13.00	0.95	22.19	-0.25	16.60	1.67

资料来源: 同花顺 iFinD, 中原证券研究所

从二季度开始，我国水电站流域来水整体偏丰，加上财务费用下降等因素，水电业绩取得增长。长江电力作为全球装机容量最大的水电上市公司，其盈利能力最强，2024 年前三季度归母净利润达 280.25 亿元，明显高于其他水电公司。2024 年前三季度，由于来水偏丰，长江电力六座梯级电站总发电量 2358.14 亿千瓦时，较 2023 年同期增加 15.97%，另外公司财务费用同比下降 10.36%，投资收益达到 42.66 亿元，这些因素共同推动公司业绩同比增长 30.20%。韶能股份 2024 年前三季度归母净利润增速最高，主要受公司水电站所在地区降雨量及来水量同比大幅增长等因素影响。

表 5：水电板块 2024 年前三季度经营业绩对比

证券名称	营业收入(亿元)	营业收入同比增长率(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长率(%)	ROE (%)	ROE 同比增长(百分点)	毛利率 (%)	毛利率同比增长(百分点)	净利率 (%)	净利率同比增长(百分点)
长江电力	663.31	14.65	280.25	30.20	13.61	2.36	61.19	3.30	42.78	4.93
华能水电	194.18	7.05	72.26	7.78	10.23	0.09	59.83	-0.73	40.03	0.09
川投能源	10.87	6.48	44.22	15.10	11.17	0.12	52.65	3.00	41.48	31.36
桂冠电力	73.54	20.61	21.64	90.34	11.03	5.03	49.17	13.44	33.98	12.26
甘肃能源	20.92	9.41	6.19	10.74	6.93	0.36	45.08	-2.08	32.78	0.48
黔源电力	14.66	-5.58	2.65	-3.88	6.82	-0.53	55.78	-1.06	30.40	0.45
韶能股份	33.63	-0.96	1.97	201.34	4.49	3.06	20.57	4.46	6.24	4.29
闽东电力	4.50	-67.74	1.14	-64.39	4.63	-8.88	51.69	16.19	25.27	2.35
湖南发展	2.59	5.70	0.61	36.24	1.96	0.53	55.31	17.96	22.72	2.85

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

其他发电板块中，核电受整体大修时间增加影响，业绩增速有所放缓；新能源发电则受到行业竞争加剧、消纳问题、市场交易电价下滑等不利因素影响，盈利能力下降。中国广核、中国核电作为核电装机容量最大的两家上市公司，归母净利润体量最大，2024 年前三季度，归母净利润分别为 99.84 亿、89.34 亿，分别同比增长 2.93%、减少 4.22%。中国广核盈利略降，主要是核电受换料大修时间增长影响发电量。中国核电受核电市场化电价下降影响，但公司核电、新能源发电量均实现增长，使得公司业绩实现同比增长。龙源电力为风电装机最大的上市公司，其前三季度归母净利润同比下降 10.61%，但第三季度归母净利润却同比增长 41.58%，主要得益于投资收益的大幅增加。三峡能源则面临增收不增利的局面，主要因为平价项目上网电量增速加大、占总上网电量的比重增加，风电、光伏的平均上网电价较 2023 年同期均有所下降。

表 6：其他发电板块 2024 年前三季度归母净利润排名前十公司经营业绩对比

证券名称	营业收入(亿元)	营业收入同比增长率(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长率(%)	ROE (%)	ROE 同比增长(百分点)	毛利率 (%)	毛利率同比增长(百分点)	净利率 (%)	净利率同比增长(百分点)
中国广核	622.70	4.06	99.84	2.93	8.62	-0.22	36.72	-3.26	24.89	-0.69
中国核电	569.86	1.60	89.34	-4.22	9.52	4	47.26	-0.97	28.63	-1.24
龙源电力	263.50	-6.39	54.75	-10.61	7.64	-1.10	35.09	-3.05	23.34	-1.72
三峡能源	217.60	12.81	50.93	-6.31	6.06	-0.85	53.47	-1.82	28.70	-3.42
福能股份	104.85	1.22	17.73	8.38	7.79	-0.22	21.99	3.25	20.33	1.81

太阳能	47.73	-25.93	12.91	-10.95	5.53	-0.96	48.44	7.71	27.08	4.57
节能风电	38.11	-0.39	11.80	-1.23	6.89	-0.52	51.82	-2.89	31.91	-0.95
中绿电	29.24	3.35	9.16	13.31	4.99	0.16	59.23	2.68	36.79	5.24
金开新能	28.30	9.35	7.46	1.20	8.14	-0.40	56.35	-3.71	28.01	-2.45
永兴股份	27.95	3.08	6.48	-2.19	7.15	-1.25	43.01	-5.66	23.50	-1.35

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

电网板块中，南网储能作为抽水蓄能装机容量最大的上市公司，其归母净利润水平最高，主要是公司调峰水电厂来水同比增加，发电量同比增加。广西能源归母净利润增速最高，主要受电力销售业务利润增加等因素影响。

表 7：电网板块 2024 年前三季度经营业绩对比

证券名称	营业收入(亿元)	营业收入同比增长率(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长率(%)	ROE (%)	ROE 同比增长(百分点)	毛利率(%)	毛利率同比增长(百分点)	净利率(%)	净利率同比增长(百分点)
南网储能	45.19	11.12	10.45	27.62	4.92	0.89	51.21	2.70	28.42	3.79
广西能源	29.17	-80.27	4.50	1987.94	14.11	13.42	28.40	23.40	18.91	18.43
涪陵电力	24.08	-11.98	4.20	-5.90	8.19	-1.18	20.71	-2.39	17.44	1.13
三峡水利	81.02	-3.45	3.83	13.57	3.42	0.37	11.17	0.36	4.56	0.68
广安爱众	23.33	15.71	2.40	59.68	5.35	1.83	33.07	5.50	10.38	2.95
明星电力	21.35	6.09	2.24	21.43	7.70	0.98	14.73	1.36	10.48	1.32
乐山电力	23.23	5.70	0.69	-3.98	3.70	-0.21	16.66	-1.10	3.15	-0.28
郴电国际	33.17	9.77	0.60	257.79	1.67	2.73	14.20	8.07	3.55	3.29
西昌电力	10.52	1.87	0.05	115.21	0.41	3.02	19.38	5.98	-0.70	4.04

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

燃气板块中，在 2024 年前三季度归母净利润排名前 10 的燃气公司中，新奥股份归母净利润水平最高，主要受益于天然气零售销量增加、综合能源业务增长、成本控制与费用管理优化等因素影响。陕天然气归母净利润增速最高，主要得益于天然气销售量增加、联营企业盈利增长等因素影响。

表 8：燃气板块 2024 年前三季度归母净利润排名前十公司经营业绩对比

证券名称	营业收入(亿元)	营业收入同比增长率(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长率(%)	ROE (%)	ROE 同比增长(百分点)	毛利率(%)	毛利率同比增长(百分点)	净利率(%)	净利率同比增长(百分点)
新奥股份	987.25	2.92	34.91	12.51	15.07	-1.79	13.72	-0.85	6.93	-0.24
九丰能源	170.48	-12.75	15.35	35.69	18.40	2.91	10.11	1.08	9.08	3.24
新天绿能	157.89	20.31	14.95	-0.74	6.90	-0.34	19.91	-5.44	10.93	-2.96
深圳燃气	207.39	-10.58	10.56	-4.50	7.11	-1.00	16.32	0.83	5.54	0.21
新天然气	29.64	16.70	8.82	30.28	11.63	0.50	43.11	-5.06	30.59	-10.43
陕天然气	61.09	20.44	5.23	70.63	7.82	2.98	14.39	2.34	8.81	2.52
佛燃能源	223.01	26.11	4.62	6.23	6.33	-1.65	6.19	-0.27	2.28	-0.43
蓝天燃气	35.81	0.88	4.52	-9.68	12.27	-1.27	21.34	-2.07	12.76	-1.39
成都燃气	38.07	2.77	4.20	-4.26	9.30	-1.03	20.32	-1.68	11.49	-0.78
皖天然气	42.50	-8.03	2.83	-5.96	9.10	-1.34	12.21	0.99	6.82	0.25

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

在 2024 年前三季度归母净利润排名前 10 的供热或其他板块公司中，物产环能归母净利润水平最高，但增速下降最大，主要受煤炭价格下跌以及热电联产、新能源及其他业务收入变动等因素影响。富春环保归母净利润增速最高，主要受益于热电联产业务板块原材料成本的下降，固废板块生产规模的提升等因素影响。

表 9：供热或其他板块 2024 年前三季度归母净利润排名前十公司经营业绩对比

证券名称	营业收入(亿元)	营业收入同比增长率(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长率(%)	ROE (%)	ROE 同比增长(百分点)	毛利率(%)	毛利率同比增长(百分点)	净利率(%)	净利率同比增长(百分点)
物产环能	309.54	-5.52	5.33	-35.72	10.18	-7.31	4.57	-0.81	2.06	-0.74
富春环保	35.35	10.77	2.59	99.72	6.39	3.13	17.31	-0.35	9.14	2.27
亨通股份	9.08	106.70	1.87	15.56	5.62	0.51	16.65	-5.40	18.02	-18.26
杭州热电	25.97	13.69	1.69	4.43	7.56	-0.20	11.72	-1.01	8.07	-1.32
百通能源	8.17	4.21	1.49	48.35	14.43	1.54	31.49	6.93	18.24	5.44
世茂能源	2.68	2.38	1.24	-12.73	9.48	-2.35	60.89	-3.40	46.42	-8.04
长青集团	27.89	-4.98	1.23	8.90	4.58	0.16	20.13	-0.68	4.49	0.57
恒盛能源	5.92	5.95	1.11	12.34	12.19	0.81	23.45	-2.05	18.73	1.08
东望时代	2.36	1.99	0.93	63.84	3.13	1.19	29.33	0.08	38.82	14.15
新中港	6.49	-5.05	0.90	5.79	7.08	-0.26	27.81	6.37	13.69	1.44

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

在 2024 年前三季度归母净利润排名前 10 的环保及水务板块公司中，首创环保归母净利润水平及增长率均为最高，主要受益于投资收益的增长。伟明环保盈利能力最强，主要是因为其主营业务收入增长、成本及费用压降。

表 10：环保及水务板块 2024 年前三季度归母净利润排名前十公司经营业绩对比

证券名称	营业收入(亿元)	营业收入同比增长率(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长率(%)	ROE (%)	ROE 同比增长(百分点)	毛利率(%)	毛利率同比增长(百分点)	净利率(%)	净利率同比增长(百分点)
首创环保	138.66	-1.88	32.51	154.67	10.73	136.84	35.40	3.42	26.64	121.78
伟明环保	60.46	30.83	21.11	34.37	17.75	12.41	47.64	1.06	35.98	4.01
兴蓉环境	62.13	9.17	16.26	9.14	9.44	-2.62	44.76	3.66	26.87	0.22
瀚蓝环境	87.31	-2.58	13.85	18.82	10.98	7.06	31.44	16.13	16.13	21.06
中山公用	32.86	7.12	10.22	23.34	6.09	17.28	21.75	-3.77	31.40	15.01
三峰环境	45.18	-0.47	10.10	2.58	9.39	-5.02	35.85	7.51	23.61	4.00
中原环保	40.88	-22.23	9.98	19.32	11.51	-2.50	48.04	46.70	25.44	53.32
洪城环境	56.43	-1.22	9.22	3.82	10.86	-10.43	33.90	5.13	18.31	3.75
城发环境	47.19	-1.87	8.64	-1.54	11.00	-13.31	42.87	2.89	20.43	2.24
重庆水务	51.23	-11.65	7.29	-49.49	4.30	-48.88	30.62	-14.20	14.35	-42.59

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

3.2. 河南电力及公用事业企业整体营收下降，但归母净利润增长

目前，河南电力及公用事业企业 A 股上市公司有豫能控股、蓝天燃气、中原环保、城发环境和百川畅银等 5 家。2024 年前三季度，河南电力及公用事业企业实现营业收入 221.20 亿元，

同比减少 2.81%；归属于上市公司股东的净利润 21.50 亿元，同比增加 30.89%。其中，第三季度，河南电力及公用事业企业实现营业总收入 73.27 亿元，同比减少 7.08%；归属于上市公司股东的净利润 7.02 亿元，同比增长 0.91%。

豫能控股作为河南省唯一的电力上市公司，已成为河南省集火力发电、新能源、抽水蓄能、煤炭贸易物流、综合能源服务于一体的省级资本控股的综合能源上市公司。2024 年前三季度，公司发电量增加、煤炭价格下降，加强成本管控，归母净利润亏损收窄。

蓝天燃气作为河南省唯一的燃气上市公司，主营管道天然气业务和城燃业务，天然气中下游一体化运营。2024 年前三季度，受管道天然气毛利下降、城燃销售价格未能及时疏导、财务费用增加、安装接驳业务下滑等多重因素影响，公司归母净利润出现下滑。

城发环境主营固废处理、环卫业务和水处理等环保运营业务，以及环保方案集成服务业务和高速公路业务。2024 年前三季度，公司归母净利润有所下降，但第三季度的归母净利润实现了大幅增长，主要因为公司固废项目产能逐步释放，高毛利率的环保运营业务收入占比持续提升，且公司加强成本管控和市场开拓。

中原环保主营水务处理、污泥处理、集中供热等业务。2024 年前三季度，PPP 项目陆续进入运营期、建造期收入减少，而运营类污水处理业务伴随新增、提标改造产能投产营收、毛利率均有所提升，公司营业收入下降、但归母净利润增长。

百川畅银主营沼气发电和碳减排等业务。2024 年前三季度，公司对关停的电厂计提了资产减值损失，同时也对应收账款计提了信用减值损失，归母净利润大幅下降。

表 11：河南电力及公用事业企业经营业绩情况

子行业	证券名称	2024Q1-Q3				2024Q3			
		营业收入(亿元)	营业收入同比增长率(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长率(%)	营业收入(亿元)	营业收入同比增长率(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长率(%)
火电	豫能控股	93.89	6.92%	-0.89	84.53%	32.53	-3.77%	-0.46	-883.31%
燃气	蓝天燃气	35.81	0.88%	4.52	-9.68%	9.61	-4.16%	1.10	-32.48%
环保及水务	城发环境	47.19	-1.87%	8.64	-1.54%	18.28	16.26%	3.74	31.68%
环保及水务	中原环保	40.88	-22.23%	9.98	19.32%	11.72	-34.85%	2.94	23.20%
环保及水务	百川畅银	3.43	-5.60%	-0.74	-1339.00%	1.13	-13.66%	-0.30	-843.00%

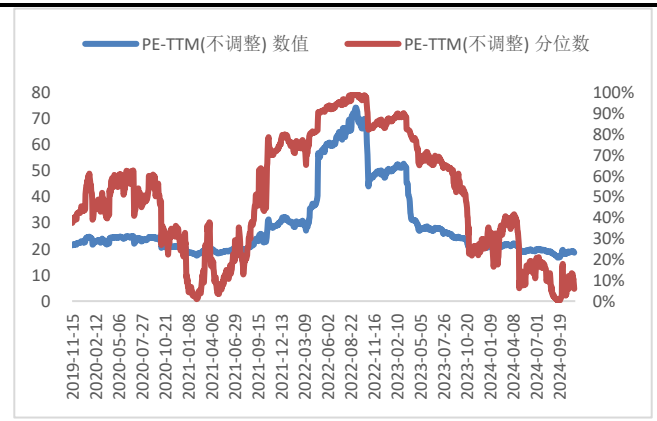
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

4. 投资建议

维持行业“强于大市”投资评级。根据国家统计局数据，2024 年 1—9 月，电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 5992.9 亿元，增长 12.1%。2024 年三季报亦显示电力及公用事业行业整体经营业绩稳健，稳定性和防御性突出。电力运营商贡献了电力及公共事业行业 80% 以上的盈利，值得重点关注。其中水电、核电公司的盈利能力较强。水电受益于二季度以来，电站流域来水偏丰。核电受换料大修时间增加影响，业绩增速放缓。而新能源发电企业

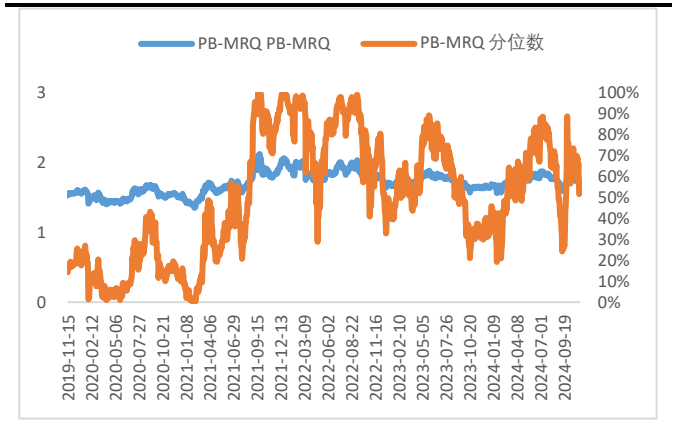
受行业竞争加剧等因素影响，电价水平下滑。火电行业在成本改善和电力供需偏紧的背景下，盈利能力亦有提升。从估值上看，电力及公用事业板块整体业绩持续增长消化了部分估值。根据同花顺 iFinD 统计，截至 2024 年 11 月 15 日，电力及公用事业指数市盈率估值为 18.54 倍，低于近五年中位数 23.78 倍，近五年分位值 5.85%；市净率估值为 1.72 倍，与近五年中位数 1.71 倍接近，近五年分位值 51.61%。基于行业估值水平、业绩增长预期及发展前景，维持电力及公用事业行业“强于大市”的投资评级。建议从中长期视角关注水电、核电板块业绩稳健、股息率高的头部企业投资机会，建议关注长江电力、国投电力、中国广核、中国核电等企业。

图 20：电力及公用事业指数 PE(TTM)估值情况（倍）



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 21：电力及公用事业指数 PB-MRQ 估值情况（倍）



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

5. 风险提示

行业面临的主要风险包括：

- 1) 火电燃料成本波动风险；
- 2) 水电来水不及预期风险；
- 3) 新能源市场竞争加剧风险；
- 4) 运营效率提升不及预期；
- 5) 成本管控不及预期；
- 6) 政策变动风险；
- 7) 其他不可预测风险。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。