



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025年02月10日

### 基础数据

02月07日收盘价（港元）	2.16
总市值（亿港元）	157.11
总股本（亿股）	72.74

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

#### 分析师：李静云

S0190522120001  
BUA484  
lijingyun@xyzq.com.cn

#### 分析师：蔡屹

S0190518030002  
请注意：蔡屹并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

caiyi@xyzq.com.cn

#### 分析师：朱理显

S0190525010004  
请注意：朱理显并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

zhulixian@xyzq.com.cn

大唐新能源(01798.HK)

港股通（深）

## 低估值央企风电运营商，关注边际改善

### 投资要点：

- **公司概况：大唐集团旗下绿电上市平台，以风电运营为主。**公司股东为大唐集团（合计持股 65.6%），作为其核心风电子公司，具有收购集团绿电资产的选择权与优先权。截至 2024H1 末，公司控股装机 1555 万千瓦，均为绿电机组，其中风电 1311 万千瓦，占比 84.3%；十四五期间公司重心转至存量资产优化，至 2024H1 末绿电机组增量仅 333 万千瓦，经测算十四五装机新增规划完成度 20% 以下，近年资产扩张较为审慎。
- **看点一：资产集中于优质风资源区，“以大代小”提质增效。**公司较早布局风电业务，十四五前以先发优势抢占资源优渥地区，三北风电装机占比 74.0%，近年风电利用小时数高于全国平均 30-50h；但因老旧机组偏多，资源利用效率仍有较大提升空间（当前利用小时数较主流绿电上市企业优势未显），公司 2010 年在役风电机组 403 万千瓦，为现有容量的 31%，在国家“以大代小”政策支持下存量老旧小机组收益率增厚可期（以 22 年完成改造的大唐四眼坪风电场为例，利用小时由 1871h 提升 30% 至约 2437h）。
- **看点二：集团未上市资源充足，公司项目建设加速。**截至 2023 年底，大唐集团绿电装机约 46GW，占比 25.6%，旗下共五家上市平台，其中大唐新能源具有风光机组优先收购权，集团体内未上市绿电机组合计 16GW，且在在建待建机组储备充足。同时，2024H1 起公司项目建设进度加快，资本开支 40.81 亿元，同比+154.8%，截至当期末在建装机 308.9 万千瓦，合理盈利中枢有望增厚。
- **看点三：派息比例具有提升空间，首次中期分红股息率可观，获险资举牌。**2023 年公司派发现金股利人民币 5.09 亿元，占当年归属普通股股东净利润（扣除永续债利息，下同）的 22.7%；2024 年 11 月公司宣布拟派发现金股利人民币 2.18 亿元，占 2024 年上半年归属普通股股东净利润的 14.2%，截至 2025 年 2 月 7 日收盘股息率（TTM）5.1%；十四五期间公司资本开支克制，现金流较为充裕，且此前分红比例较同业低，具备较大提升空间。
- **看点四：利好政策预期---东北绿电辅助服务费用减少&国补回收。**2024 年 2 月，国家发改委下发《关于建立健全电力辅助服务市场价格机制的通知》，明确调峰价格上限原则上不高于当地平价绿电上网电价（东北三省燃煤基准电价约 0.37 元/度），而此前东北调峰市场价格上限为 1 元/度，由于调峰需求大，价格普遍偏高，测算费用有望下降 3-4 亿元。此外，截至 2024 年 Q3 末公司应收账款/净资产比例高达 54.6%，应收账款/总市值比例为 141%（截至 2025 年 2 月 7 日，显著高于同业），我们认为在“化债”主题下，后续若有相关补贴资金政策出台，公司现金流具备较大修复空间。
- **盈利预测：首次覆盖给予“增持”评级。**公司当前估值较低（截至 2025 年 2 月 7 日 PB-mrq 为 0.75x）且具备较多边际向好因素。我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 24.41、28.70、30.08 亿元，同比-11.3%、+17.6%、+4.8%，对应 2025 年 2 月 7 日 PE 分别为 5.9x、5.0x、4.8x；扣除永续债利息约 5 亿元后，预计 2024-2026 年公司实现归属普通股股东净利润 19.41、23.71、25.08 亿元，对应 2025 年 2 月 7 日 PE 分别为 7.5x、6.1x、5.8x。
- **风险提示：政策不及预期，电量电价大幅下降，辅助服务市场支出大幅提升，原材料价格上行，宏观经济风险**

**主要财务指标**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	12,802	12,372	13,780	14,771
同比增长	2.4%	-3.4%	11.4%	7.2%
归母净利润（百万元）	2,753	2,441	2,870	3,008
同比增长	-21.0%	-11.3%	17.6%	4.8%
毛利率	38.3%	35.2%	36.8%	36.2%
ROE	8.6%	7.3%	7.8%	7.8%
每股收益（元）	0.38	0.34	0.39	0.41
市盈率	5.25	5.93	5.04	4.81

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 目录

一、大唐集团旗下绿电上市平台，以风电运营为主.....	5
二、看点一：资产集中于优质风资源区，“以大代小”迎增长新机.....	8
三、看点二：大唐集团唯一新能源上市平台，资源储备丰富.....	12
四、看点三：首次中期分红股息率可观，获险资举牌.....	13
五、看点四：利好政策——东北绿电辅助服务费用减少&国补回收.....	14
六、盈利预测与估值.....	18
七、风险提示.....	18

## 图目录

图 1、公司发展历程.....	5
图 2、公司股权结构（截至 2024H1）.....	5
图 3、公司风电装机与同比增速（万千瓦）.....	6
图 4、公司光伏装机与同比增速（万千瓦）.....	6
图 5、主要央企上市平台绿电装机对比（GW）（截至 2024H1）.....	6
图 6、主要央企上市平台十四五绿电规划完成情况对比（GW）（截至 2024H1）.....	6
图 7、公司总营业收入及同比增速（亿人民币）.....	7
图 8、公司归母净利润及同比增速（亿人民币）.....	7
图 9、公司财务费用率与资产负债率变化.....	8
图 10、公司现金流及同比增速（亿人民币）.....	8
图 11、公司应收账款及同比增速（亿人民币）.....	8
图 12、公司 ROE 及销售净利率变化.....	8
图 13、公司风电装机分布（万千瓦，%，截至 2024H1）.....	9
图 14、主要绿电公司风电利用小时对比（小时）.....	9
图 15、主要绿电公司三北地区风电发电量（亿度）.....	9
图 16、公司光伏装机分布（万千瓦，%，截至 2024H1）.....	10
图 17、主要绿电公司光伏利用小时对比（小时）.....	10
图 18、公司新增风电装机容量（万千瓦）.....	10
图 19、我国新增陆风机组平均单机容量（兆瓦）.....	10
图 20、公司风电限电率变化.....	11
图 21、公司固定资产减值及同比增速（亿人民币）.....	11
图 22、大唐集团绿电资产分布（GW，%，截至 2023 年末）.....	13
图 23、公司资本开支及同比增速（亿人民币）.....	13
图 24、大唐新能源年度现金分红金额及比例.....	14
图 25、绿电公司股息率情况（%）.....	14
图 26、主要绿电公司 2023 年分红比例对比.....	14
图 27、2019 年上半年各区域不同类型辅助服务补偿占比.....	15
图 28、绿电公司应收账款/净资产情况（亿元）.....	16
图 29、绿电公司应收账款/总市值情况（亿元）.....	16
图 30、绿电公司 PB-MRQ.....	18
图 31、绿电公司 PE-TTM.....	18

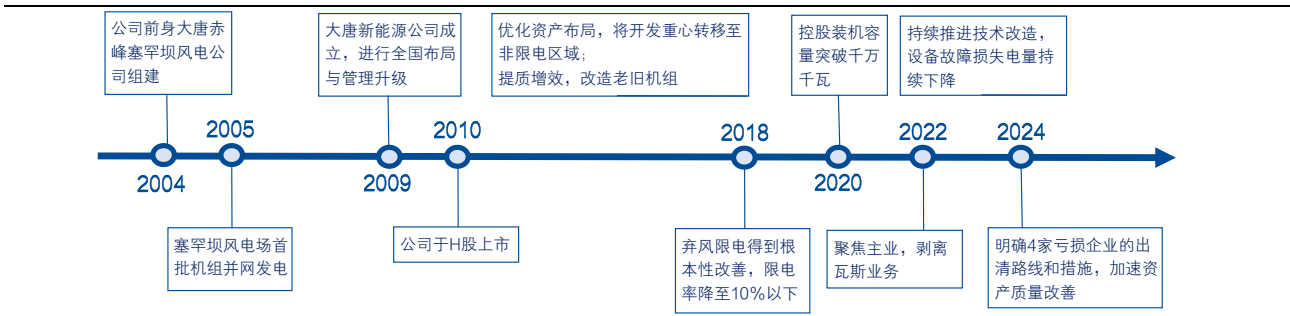
## 表目录

表 1、	五大发电集团十四五绿电装机规划完成情况（截至 2023 年）	6
表 2、	主要绿电公司老旧机组占比对比	9
表 3、	风电改造升级重点政策梳理	11
表 4、	大唐集团上市平台电力资产及业务定位	12
表 5、	东北调峰市场报价上限	16
表 6、	2024 年重要绿电相关政策	17
表 7、	可比公司盈利预测表（截至 2025 年 2 月 7 日）	18

## 一、大唐集团旗下绿电上市平台，以风电运营为主

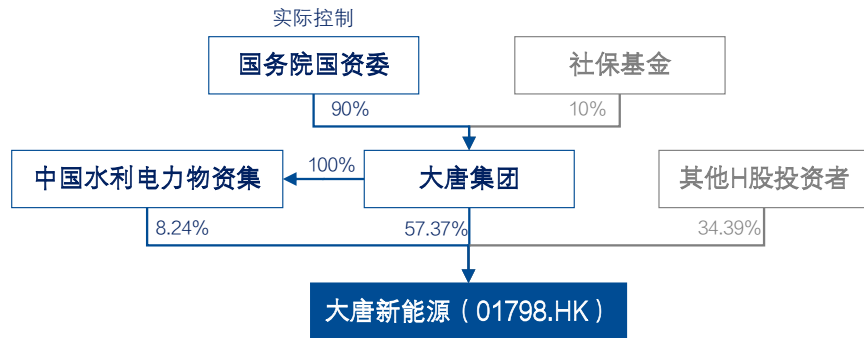
公司为大唐集团旗下绿电上市平台，具有风电领域先发优势。自 2005 年大唐集团首个风电电厂塞罕坝电厂并网发电后，公司成为我国最早拥有风电资产的企业之一。依托先发优势，公司于内蒙古以及东北三省风资源优越地区率先建立风电项目，并逐步在全国范围内扩张风电资产。截至 2024H1，大唐集团合计持有公司股份 65.61%；公司定位为集团风电业务核心子公司，拥有集团绿电资产的选择权与优先购买权。

图1、公司发展历程



数据来源：公司公告，风电技术，搜狐网，兴业证券经济与金融研究院整理

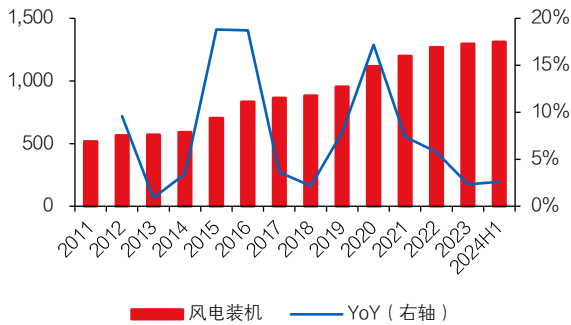
图2、公司股权结构（截至 2024H1）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

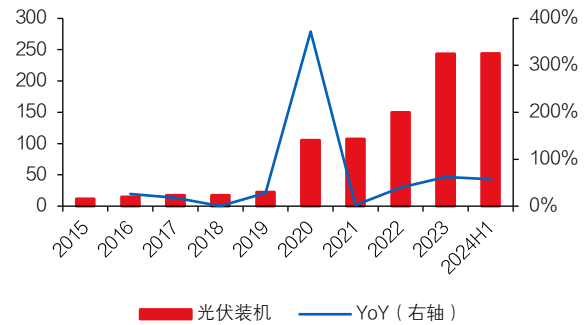
以风电业务为主业，十四五期间项目扩张较为克制。对比其他绿电上市平台，公司风机占比较高，截至 2024H1，公司控股装机达 1555 万千瓦，均为绿电机组，其中风电装机为 1311 万千瓦，占比 84.31%。同时，公司较早进入风电赛道，以先发优势抢占三北风资源优渥地区，资产主要于十四五前完成布局，截至 2024H1，公司于三北地区风电运营装机容量达 970 万千瓦，占风电总装机容量的 73.99%；而十四五期间公司重心转移至存量资产提质增效，装机增速放缓，至 2024H1 公司绿电装机增量 333 万千瓦，据测算公司规划十四五新增装机 2000 万千瓦以上，目标完成率低于 20%，资产扩张较为审慎克制。

图3、公司风电装机与同比增速（万千瓦）



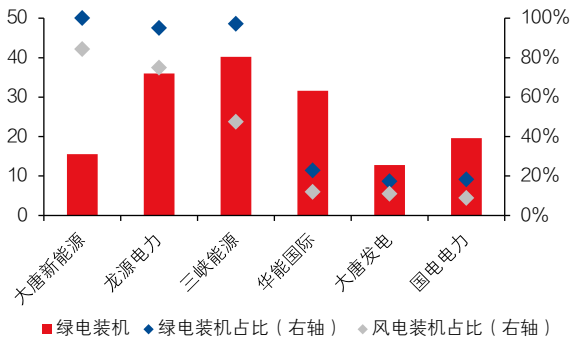
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司光伏装机与同比增速（万千瓦）



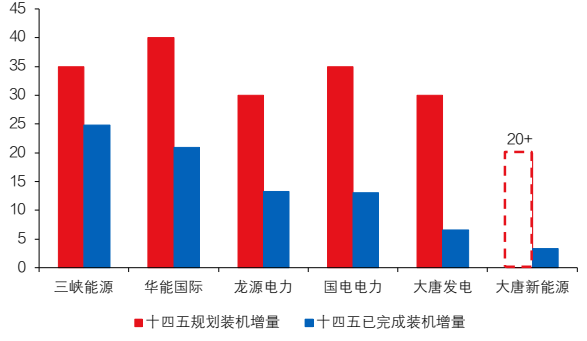
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、主要央企上市平台绿电装机对比（GW）（截至2024H1）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、主要央企上市平台十四五绿电规划完成情况对比（GW）（截至2024H1）



数据来源：公司公告，北极星太阳能光伏网，和讯网，国际能源网，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、五大发电集团十四五绿电装机规划完成情况（截至2023年）

	绿电装机容量 (GW)		绿电装机增量 (GW)			十四五新能源规划	
	2020	2023	2021	2022	2023	规划增量 (GW)	完成度
国能集团	47.7	96.2	10.9	11.4	26.2	120	40%
国家电投	67.5	129.3	20.0	17.4	24.4	40-50	154%-124%
华能集团	31.8	90.2	6.5	13.0	38.9	80	73%
大唐集团	20.7	46.3	7.1	7.5	10.9	42-62	41%-61%
华电集团	24.4	56.3	5.1	8.1	18.8	75	43%

数据来源：公司公告，债券募集说明书，评级报告，风能专委会 CWEA，兴业证券经济与金融研究院整理

公司主要利润来源为风电业务，故风电量价与运营情况为影响公司盈利水平核心要素。我们将公司上市后的业绩变化分为两个阶段：

- 1) **2010-2018年：弃风限电压制业绩释放。**公司资产集中于三北地区，受制于弃风限电影响，十二五期间盈利波动较大，但伴随非限电区风电资产并网与老旧机组技改推进，公司风机限电率自2012年的21.26%下降至2018年的8.10%，归母净利润于2015年扭亏为盈并逐步恢复至合理区间。

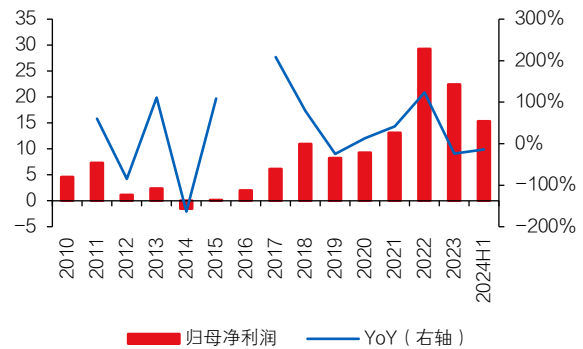
2) **2019-2024 年：运营效率与电价波动为业绩主要影响因素。**本阶段消纳问题已初步缓解，公司限电率维持在 3-6%，装机提升带动利润中枢增厚。2022 年公司以国补回款置换高成本贷款，财务费用率同比降低 2.77pct，叠加机组改造压降经营费用以及风机供货商 3.33 亿元赔偿，公司归母净利润大幅提高，同比+123.46%；2023 年公司对应收账款、老旧机组等合计计提减值 2.32 亿元，致使归母净利润减少 2.11 亿元至 22.40 亿元。2024 年以来受制于市场化电价下行，公司收入与利润同比有所下滑。

图7、公司总营业收入及同比增速（亿人民币）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

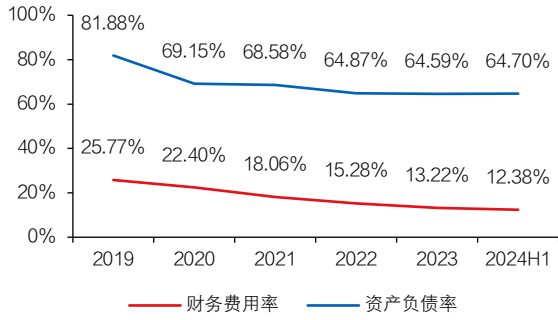
图8、公司归母净利润及同比增速（亿人民币）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理  
备注：数据为归属普通股净利润

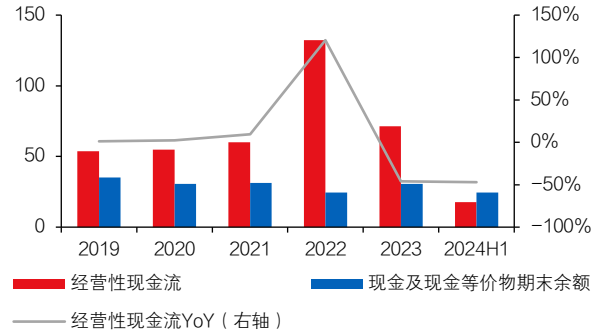
**经营提质增效效果显著，关注国补回款提升现金流水平。**公司持续置换高成本贷款，近年财务费用率呈下行趋势，2024H1 公司财务费用率为 12.38%，同比-0.03pct、较 2023 年-0.84pct；资产负债率于 2022 年起企稳，2024H1 为 64.70%。此外，公司经营现金流主要受国补回款影响，2022 年因回收大额国补，应收账款同比下降 12.16%，经营性现金流同比增长 120.45%，2023 年至 2024H1 应收账款再次上行，2024H1 经营性现金流为 17.73 亿元，同比下降 46.97%。截至 2024 年 Q3 末公司应收账款/净资产比例高达 54.6%，应收账款/总市值比例为 141%（截至 2025 年 2 月 7 日），后续补贴发放对于公司现金流水平提升空间较大。

图9、公司财务费用率与资产负债率变化



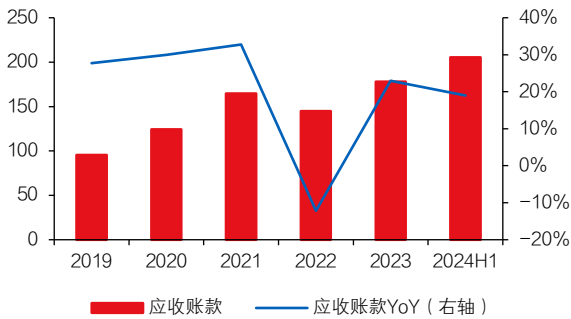
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、公司现金流及同比增速（亿人民币）



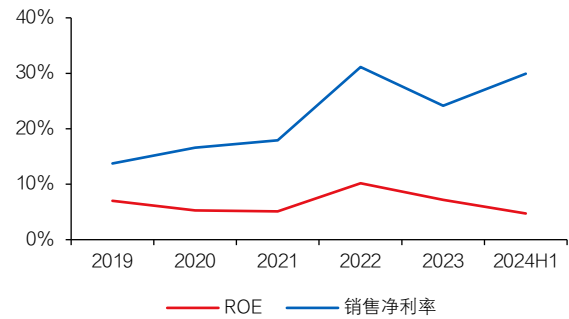
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、公司应收账款及同比增速（亿人民币）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、公司 ROE 及销售净利率变化



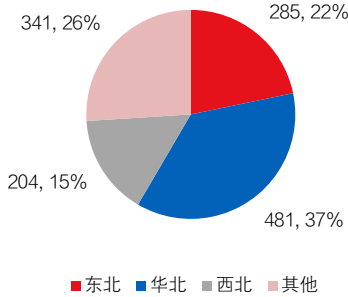
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、看点一：资产集中于优质风资源区，“以大代小”迎增长新机

存量机组主要位于三北地区，具备优质风光资源。公司起于内蒙古，并深耕于三北优质风资源区，至 2024H1 三北地区风电装机占比达 73.99%，主要资源分布地区平均风速可达到 5-6m/s。受益于所在地资源，自十三五弃风限电问题得到缓解后公司风机平均利用小时均优于全国平均，2024H1 公司风机利用小时为 1167h，较全国均值高 33h；但公司整体风电利用小时数低于同类绿电公司，或为老旧机组偏多、机组风能利用率不佳所致。此外，公司光伏机组同样占据优质资源区，截至 2024H1 公司光伏装机中 63.06%位于三北地区，当期利用小时达 770h，较全国平均水平高 144h。

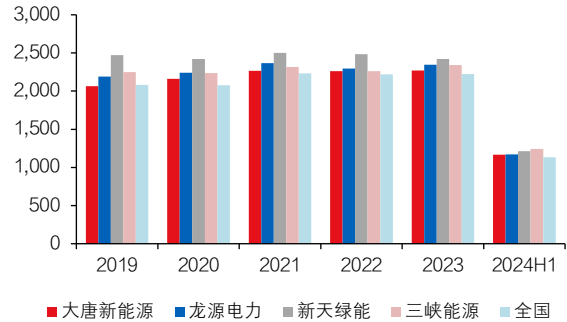


图13、公司风电装机分布（万千瓦，%，截至2024H1）



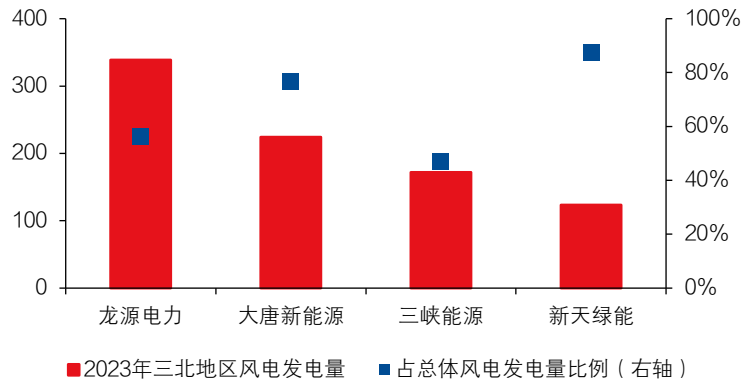
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、主要绿电公司风电利用小时对比（小时）



数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、主要绿电公司三北地区风电发电量（亿度）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、主要绿电公司老旧机组占比对比

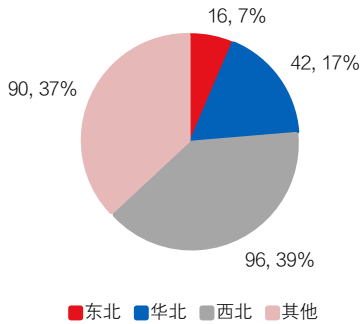
	风电装机容量（万千瓦）			占比	
	2010A	2014H1	2024H1	2010年及以前	运营十年以上
大唐新能源	402.8	571.9	1311.4	30.7%	43.6%
龙源电力	655.6	1191.0	2834.9	23.1%	42.0%
新天绿能	85.5	148.1	635.8	13.4%	23.3%
节能风电	79.6	132.3	594.0	13.4%	22.3%
三峡能源	34.2	-	1962.5	1.7%	-

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注1：占比数据为近似值，其中，2010年及以前装机占比=2010年末风电装机量/2024H1末风电装机量，运营十年以上装机占比=2014H1末风电装机量/2024H1末风电装机量。

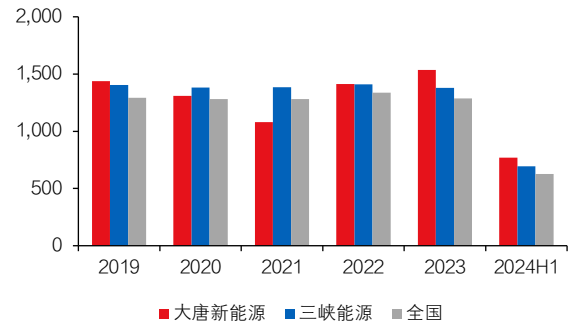
注2：三峡能源未披露2014H1风电装机量，但截至2017年底公司风电控股装机容量为485.79万千瓦，仅占2024H1装机的24.75%。

图16、公司光伏装机分布（万千瓦，%，截至2024H1）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

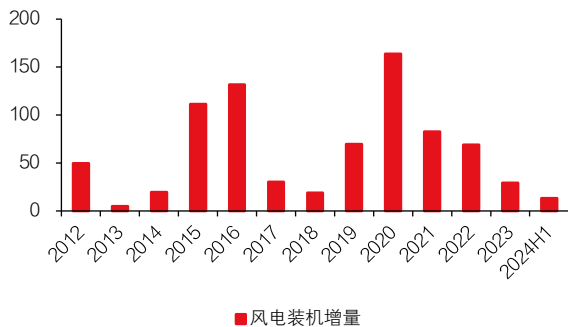
图17、主要绿电公司光伏利用小时对比（小时）



数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

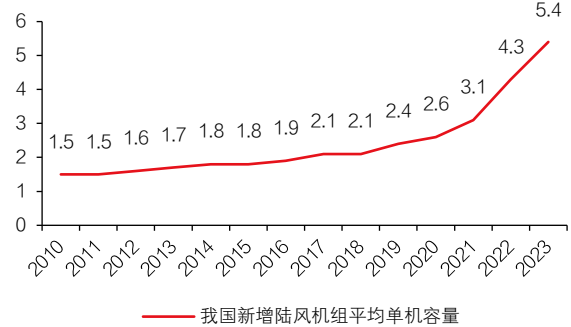
技改推进在役机组效能提升，资产包袱持续卸下。公司机组投产较早，2010年公司在役风电机组容量为403万千瓦，为现有风机容量的30.71%，运营十年及以上（2014H1前投产）机组容量约有572万千瓦，为现有风机的43.61%。由于早期投产机组多为小容量短叶片机组，扫风面积较小，其风资源利用效率较低。公司上市至今不断对老旧机组进行叶片梯级改造，机组风能利用效率持续提高，2023年公司持续推行机组技改，设备故障损失电量同比下降1.2pct。此外，公司2021年公告拆除贵州大坪风电厂部分机组，2024年上半年公司明确4家亏损企业出清路线，推动存量资产质地改善。

图18、公司新增风电装机容量（万千瓦）



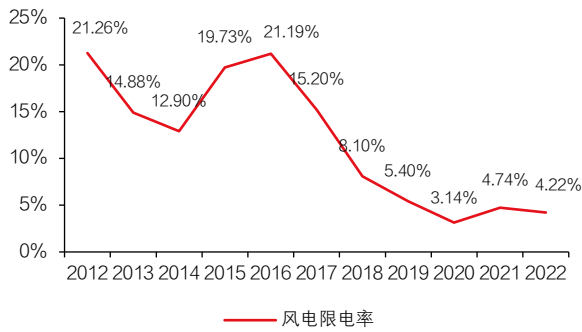
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、我国新增陆风机组平均单机容量（兆瓦）



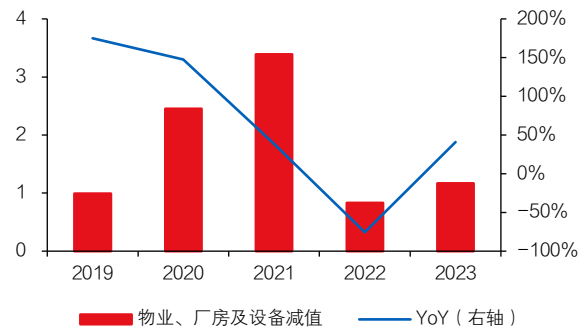
数据来源：CWEA，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、公司风电限电率变化



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、公司固定资产减值及同比增速(亿人民币)



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

“以大代小”规模可观，项目收益率有望进一步提升。2023M6《风电场改造升级和退役管理办法》出台，鼓励并网运行超过15年或单台机组容量小于1.5兆瓦的风电场开展改造升级，新建项目沿用原项目补贴政策。“以大代小”改造的实施有望大幅提高机组风资源利用水平，如2022年完成改造的大唐重庆四眼坪风电场利用小时由原先约1871小时提升至约2437小时，增幅为30%，叠加补贴政策稳定以及风机成本降低，风电项目盈利能力有望大幅提高。公司拟于2027年前优先推进风电“以大代小”改造项目，目前部分等容改造项目已报送至相关部门。

表3、风电改造升级重点政策梳理

时间	地区	政策名称	政策内容
2020M5	辽宁	辽宁省风电项目建设方案	支持现役风电机组更新项目建设。经审批且并网多年的风电场可申请一次性解列拆除全部旧机组，并在原址进行等容量更新建设。
2021M8	宁夏	关于开展宁夏老旧风电场“以大代小”更新试点的通知	科学、合理、有序开展老旧风电场更新试点工作。老旧风电场更新须在项目原场址范围内进行且容量不得突破原核准容量，完成更新后补贴等沿用原项目相关政策。到2025年，自治区内力争实现老旧风电场更新规模200万千瓦以上、增容规模200万千瓦以上。
2023M2	山西	山西省推进分布式可再生能源发展三年行动计划（2023-2025年）	积极推进存量风电项目技改扩容。到2025年，持续推进已达或临近寿命期的风电发电设备退役改造，新增发电装机100万千瓦左右。
2023M6	全国	风电场改造升级和退役管理办法	鼓励并网运行超过15年或单台机组容量小于1.5兆瓦的风电场开展改造升级。 并网运行未满20年且累计发电量未超过全生命周期补贴电量的风电场改造升级项目，按相关规定享受中央财政补贴资金，改造升级工期计入项目全生命周期补贴年限。改造升级完成后每年补贴电量按实际发电量执行且不超过改造前项目全生命周期补贴电量的5%。风电场完成改造升级后，对并网运行满20年或累计补贴电量超过改造前项目全生命周期补贴电量的项目，不再享受中央财政补贴资金。
24M1	广东	关于开展全省2024年度陆上风1.5兆瓦，应全部利用原有机位点，不得新增、新选风机位点，改造后的风电场改造升级和退役申报工作的通知	项目应满足并网运行超过15年(截止2023年12月)或单台机组容量小于1.5兆瓦，应全部利用原有机位点，不得新增、新选风机位点，改造后的风电场用地总面积不得超过改造前。申报改造升级的补贴项目应为可再生能源发电补贴核查合规或已转合规的项目，方案需明确提出改造升级后新增并网容量的市场化并网方案。
24M1	黑龙江	2024年度黑龙江省风电场改造升级和退役工作实施方案	鼓励并网运行超过15年或单台机组容量小于1.5兆瓦的风电场开展改造升级。优先支持等容改造，增容改造需要具体明确消纳方向和消纳保障措施，并按照新建风电项目管理。改造风场平均单机容量提高到5兆瓦以上，年平均等效利用小时数达到2500小时以上。

24M3	河北	关于申报 2024 年度改造升级和退役风电场项目的通知	对并网运行超过 15 年或单台机组容量小于 1.5 兆瓦的风电场开展改造升级， <b>建议连续多年利用小时数低下、存在安全隐患的项目优先开展改造升级</b> 。等容改造项目规模不占用各市剩余可开发资源量，不占用新增消纳空间；增容改造项目增容部分在各市剩余可开发资源量中相应减除， <b>鼓励新增并网容量通过市场化方式并网</b> 。
24M3	辽宁	关于组织开展全省陆上风电场改造升级和退役申报工作的通知	鼓励并网运行超过 15 年(2008 年底前全容量并网)或单台机组容量小于 15 兆瓦的陆上风电场开展改造升级。项目在原场址范围内进行，改造升级后容量小于或等于原核准容量；完成原场址范围内等容改造后开展项目增容， <b>新增并网容量按照竞争性配置原则管理</b> 。

数据来源：政府公告，计鹏新能源，兴业证券经济与金融研究院整理

### 三、看点二：大唐集团唯一新能源上市平台，资源储备丰富

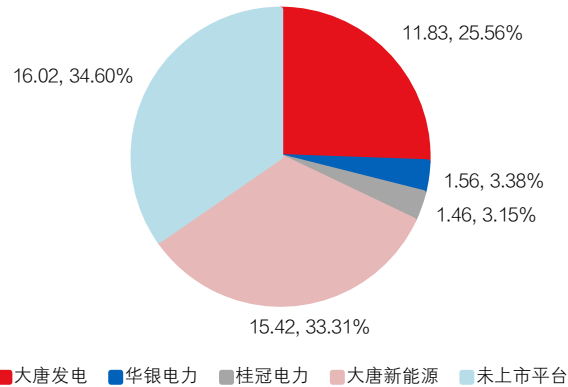
**集团唯一绿电上市平台，有望受益于集团资源支持。**公司控股股东大唐集团为我国五大电力集团之一，2023 年合计装机容量已突破 180GW，其中绿电装机 46.3GW，占比 25.6%。集团旗下共有五家上市平台，其中大唐新能源定位为风电业务核心子公司，至 2023 年末绿电装机占集团绿电装机容量的 33.3%，并且集团承诺公司具有未上市平台绿电资产的选择权与优先收购权。截至 2023 年末，集团体内未上市平台的绿电装机合计约 16GW，且集团装机规模距十四五规划目标尚存较大缺口，公司绿电扩张有望获集团资源支持。

表4、大唐集团上市平台电力资产及业务定位

上市平台及集团控股比例（截至 24Q3）	控股装机容量（GW）（2023A）				业务定位、集团同业竞争承诺或整合动向
	火电	水电	绿电及其他	合计	
大唐发电（35.3%）	52.3	9.2	11.8	73.3	火电业务最终整合平台，集团于 2017 年注入河北、黑龙江与安徽省电力资产。
华银电力（47.1%）	4.8	0.1	1.6	6.5	区域电力平台，集团于 2021 年将湖南区域未上市且不符合注入条件资产委托公司进行管理。
桂冠电力（51.6%）	1.3	10.2	1.5	13.0	区域电力平台，主要进行红水河流域清洁能源开发工作。
大唐新能源（65.6%）	0.0	0.0	15.4	15.4	集团风电业务核心子公司，可优先收购集团绿电资产。
大唐环境（79.0%）			-		集团发展环保节能业务的唯一平台，同时于京津冀地区运营少量分布式光伏等新能源项目。
未上市电力资产	48.3	8.2	16.0	72.5	

数据来源：公司公告，公司官网，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

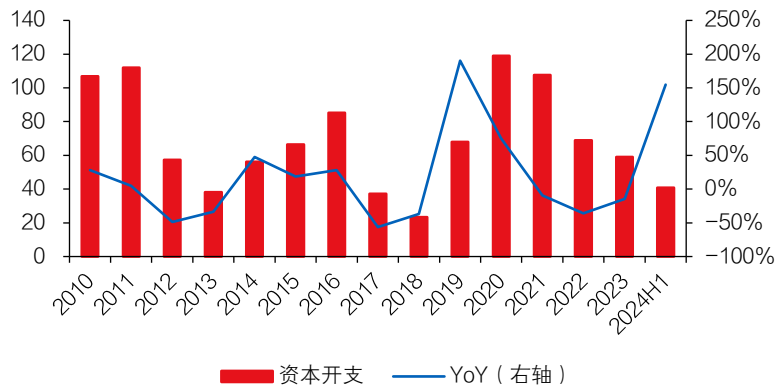
图22、大唐集团绿电资产分布 (GW, %, 截至 2023 年末)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司再度开启项目建设，资产储备有望推动盈利中枢提升。2024 年上半年，公司资本开支为 40.81 亿元，同比增长 154.82%，在建装机容量为 308.9 万千瓦，较 2023 年末增加 125.6 万千瓦，新增机组投产有望推动公司合理盈利中枢增厚。同时，公司持续关注大基地项目、海上风电项目与外送电路配套项目，上半年共获取绿电建设指标 329 万千瓦，主要分布于山东、新疆、内蒙古与宁夏等省区。

图23、公司资本开支及同比增速 (亿人民币)



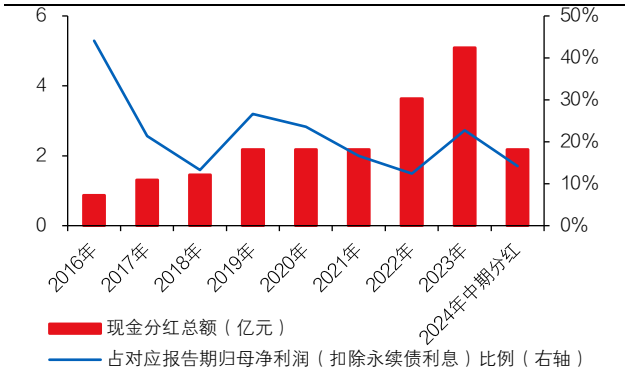
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 四、看点三：首次中期分红股息率可观，获险资举牌

公司首次派发中期分红，股息率可观。2023 年公司派发人民币 0.07 元/股现金股利，合计人民币 5.09 亿元，占 2023 年归属普通股股东净利润（扣除永续债利息）的 22.7%。2024 年 11 月公司宣布拟派发人民币 0.03 元/股现金股利，合计人民币 2.18 亿元，占 2024 年上半年归属普通股股东净利润（扣除永续债利息）的 14.2%，

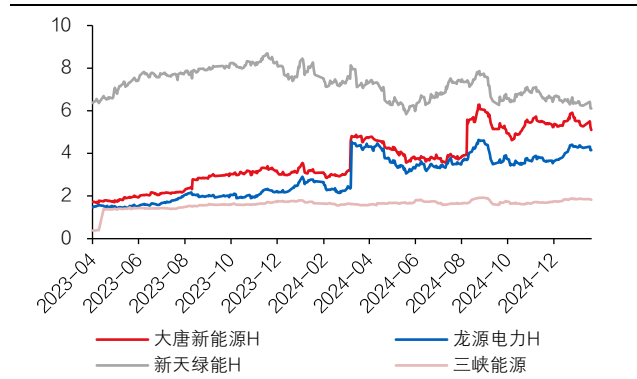
截至 2025 年 2 月 7 日收盘股息率 (TTM) 5.09%。十四五期间公司资本开支克制, 现金流较为充裕, 且此前分红比例较同业低, 具备较大提升空间。

图24、大唐新能源年度现金分红金额及比例



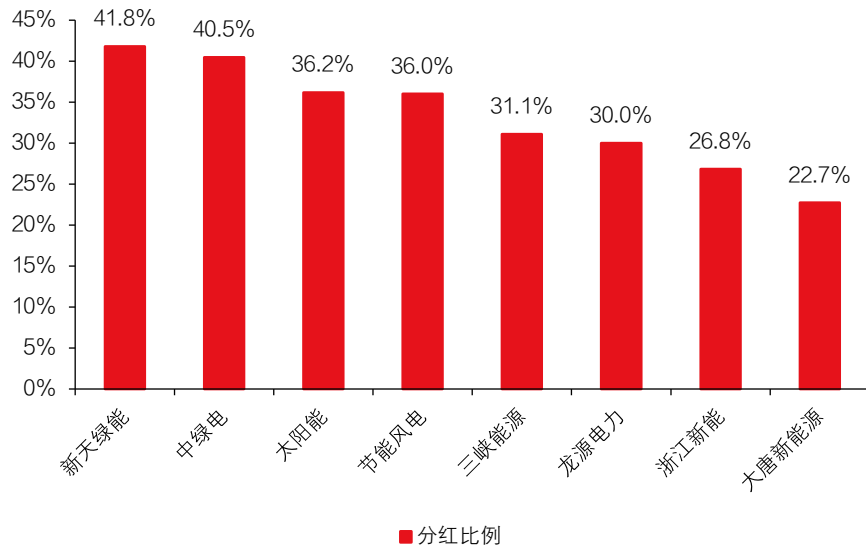
数据来源: Wind, iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

图25、绿电公司股息率情况 (%)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图26、主要绿电公司 2023 年分红比例对比



数据来源: 公司公告, iFinD, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

备注: 分红比例=年度累计现金分红总额 (含税) / 归母净利润 (扣除永续债利息)。

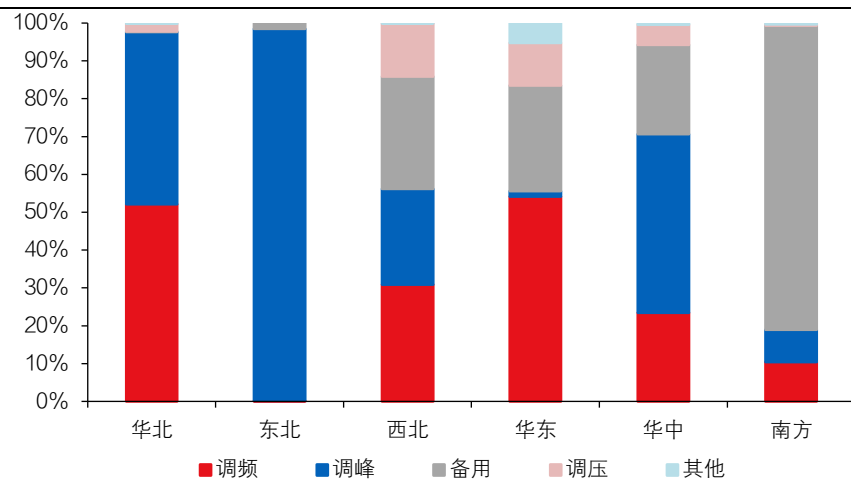
长城人寿举牌, 公司价值获认可。2024 年以来, 公司获长城人寿多次增持, 根据最新披露资料显示, 2025 年 1 月 13 日长城人寿再次增持公司股份 400 万股, 持股比例上升至 11.04%。

## 五、看点四：利好政策——东北绿电辅助服务费用减少&国补回收

东北地区调峰市场价格上限降低。为缓解热电矛盾、促进新能源消纳，东北地区成为国内最早的辅助服务市场试点，以调峰服务为主，新能源为主要费用分摊方。2024年2月，国家发改委下发《关于建立健全电力辅助服务市场价格机制的通知》，明确调峰价格上限原则上不高于当地平价新能源项目的上网电价（东北三省燃煤基准电价为0.37元/度）。而此前东北调峰市场价格上限为1元/度，由于调峰需求大，价格普遍偏高，后续待政策修订落地，当地辅助服务费用短期内有望明显减少。此外，东北地区现货电力市场进度也在加快，辽宁省拟于2025年3月1日起开展现货市场连续结算试运行，未来调峰市场将直接通过现货峰谷电价实现。

公司调峰市场费用有望减少。公司约52%发电量来自东北三省及内蒙地区，以平均度电辅助费用0.04-0.05元计，我们测算2023年该区域辅助服务费用约7-8亿元，若价格下降50%，整体费用短期内有望减少3-4亿元。

图27、2019年上半年各区域不同类型辅助服务补偿占比



数据来源：中国电力网，国家能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

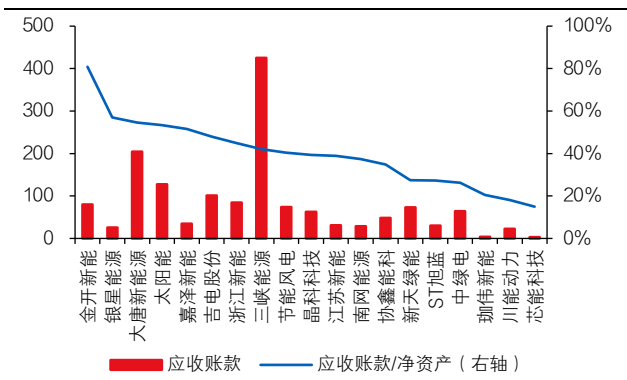
表5、东北调峰市场报价上限

时间	政策文件	地区/单位	档数	负荷	补偿下限及上限 (元/度)
2020.12	《东北电力辅助服务市场运营规则》	黑龙江、吉林、辽宁	第一档	40%-50% (非供热期, 纯凝机组) 40%-48% (非供热期, 热电机组) 40%-48% (供热期, 纯凝机组) 40%-50% (供热期, 热电机组)	0-0.4
			第二档	40%以下	0.4-1
2024.2	《东北电力辅助服务市场运营规则》 (修订稿)	黑龙江、吉林、辽宁	第一档	35%-50% (非供热期, 纯凝机组) 35%-48% (非供热期, 热电机组) 35%-48% (供热期, 纯凝机组) 35%-50% (供热期, 热电机组)	0-0.4
			第二档	25%-35%	0.4-0.7
			第三档	25%以下	0.7-1
2024.2	《关于建立健全电力辅助服务市场价格机制的通知》	全国			当地平价新能源项目的上网电价 (燃煤基准电价)

数据来源: 政府公告, 昶合科技, 兴业证券经济与金融研究院整理

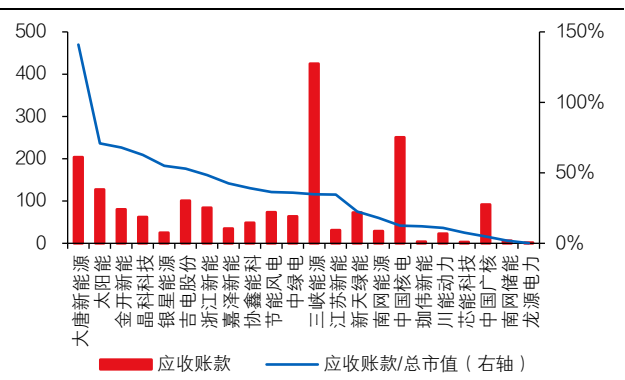
公司应收账款占比高, 国补回收弹性大。后续国补回收进度亦为重要关注方向, 截至 2024 年 Q3 末公司应收账款/净资产比例高达 54.6%, 应收账款/总市值比例为 141% (截至 2025 年 2 月 7 日), 处于绿电行业高位。2023 年 1 月全国第一批合规可再生能源项目清单下发, 第二批清单仍在核查中, 进入清单后项目有望优先获取补贴。我们认为在“化债”主题下, 后续若有相关补贴资金政策出台, 公司现金流具备较大修复空间。

图28、绿电公司应收账款/净资产情况 (亿元)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
备注: 截至 2024 年 Q3 末

图29、绿电公司应收账款/总市值情况 (亿元)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
备注: 应收账款截至 2024 年 Q3 末, 总市值数据截至 2025 年 2 月 7 日

基本面见底预期加强。今年以来绿电相关政策方针已陆续出台, 主要涉及市场化电价签订 (稳定竞价水平)、环境溢价释放 (提振绿证及绿电交易需求)、消纳问题改善 (增强系统调节性)、辅助服务费用疏导等。我们认为电价方面, 稳定市场



化电价及提高绿证需求为后续重点改革方向；其中广西、河南、浙江已落地政府授权合约价格，以差价合约的形式稳定风光市场化电价；国家首次对特定行业下发绿电消费比例要求，完成情况以绿证核算。此外国家明确电力现货市场连续运行后辅助服务费用逐步向用户侧疏导。

表6、2024 年重要绿电相关政策

改革方向	举措	日期	文件	重要相关内容
市场化电价签订	稳定竞价水平 (政府授权合约制、多年期绿色电力购买协议)	2024.1	广西壮族自治区工业和信息化厅、广西壮族自治区发展和改革委员会:《关于明确新能源发电企业政府授权合约价格有关事宜的通知》	1、集中式风电、光伏发电企业参与电力市场化交易新能源发电企业市场电量政府授权合约价格为 0.38 元/千瓦时。 2、在结算政府授权合约差价费用时暂按上述政府授权合约价格执行，后续视电力市场交易运行实际情况，结合成本调查，经报上级同意，再对政府授权合约价格进行优化调整。
		2024.1	河南省发展和改革委员会、国家能源局河南监管办公室:《关于河南省 2024 年电力交易有关事项的通知》	省内风电、光伏电量优先满足居民、农业用电需求。剩余新能源电量按照政府授权中长期合约纳入电力中长期交易管理，上网电价执行我省基准价，与市场化用户形成授权合约，优先其它交易电量结算。
		2024.5	浙江电力交易中心:《浙江省绿电绿证市场化交易工作细则(试行 2024 年修订版)》	现阶段，无国家补贴的风电、光伏发电企业在参与现货市场结算试运行前，绿电交易电量通过双边协商、集中竞价等方式投放，投放价格为年度市场交易参考价，并全额分配政府授权差价合约；参与现货市场结算试运行后，按照试运行方案及有关规规定执行。
辅助服务费用分摊	疏导到用户侧，减轻风光运营商负担	2024.2	国家发展改革委、国家能源局:《关于建立健全电力辅助服务市场价格机制的通知》	电力现货市场未连续运行的地区，原则上不向用户侧疏导辅助服务费用；电力现货市场连续运行的地区，符合上述要求的调频、备用辅助服务费用(不含提供辅助服务过程中产生的电量费用)，原则上由用户用电量和未参与电能量市场交易的上网电量共同分担，分担比例由省级价格主管部门确定。
		2024.4	国家能源局综合司:《可再生能源绿色电力证书核发和交易规则(征求意见稿)》	1、绿证有效期 2 年，时间自电量生产自然月(含)起计算。超过有效期或经绿色电力消费认证的绿证，核发机构应及时予以核销。 2、可再生能源发电项目电量由国家能源局按月统一核发绿证，稳步提升核发效率。
环境溢价释放	提振绿证及绿电交易需求(对用电侧强制要求消费比例、电碳市场衔接&国际认证释放自愿需求)	2024.5	国务院:《2024—2025 年节能降碳行动方案》	1、“十四五”前三年节能降碳指标进度滞后地区要实行新上项目非化石能源消费承诺，“十四五”后两年新上高耗能项目的非化石能源消费比例不得低于 20%，鼓励地方结合实际提高比例要求。加强绿证交易与节能降碳政策衔接，2024 年底实现绿证核发全覆盖。 2、将可再生能源电力消纳责任权重分解至重点用能单位。实行重点用能单位化石能源消费预算管理，超出预算部分通过购买绿电绿证进行抵消。
消纳	提高风光消纳	2024.8	国家发改委办公厅、国家能源局综合司:《关于 2024 年可再生能源电力消纳责任权重及有关事宜的通知》	1)首次对特定行业下发绿电消费比例要求，绿电消费比例完成情况以绿证核算，2024 年只监测不考核。2)非水电消纳责任权重大幅提高，不同于往年的每年提升 1.5 个百分点，2024 年相对于 2023 年大幅提高。
		2024.6	国家能源局:《关于做好新能源消纳工作保障新能源高质量发展的通知》	1、为做好 2024 年新能源消纳工作，重点推动一批配套电网项目建设，包括投产 33 条、开工 37 条电网项目建设。 2、部分资源条件较好的地区可适当放宽新能源利用率目标，原则上不低于 90%，并根据消纳形势开展年度动态评估。 3、因地制宜制定本地区电力系统调节能力提升方案，明确新增煤电灵活性改造、调节电源、抽水蓄能、新型储能和负荷侧调节能力规模。

数据来源:各级政府官网,国家能源局,国家发改委,智汇光伏,光伏云,北极星电力网,光伏們,北极星售电网,风能专委会 CWEA 公众号,兴业证券经济与金融研究院整理

## 六、盈利预测与估值

公司当前估值较低（截至 2025 年 2 月 7 日 PB-mrq 为 0.75x）且具备较多边际向好因素。我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 24.41、28.70、30.08 亿元，同比-11.3%、+17.6%、+4.8%，对应 2025 年 2 月 7 日 PE 分别为 5.9x、5.0x、4.8x；扣除永续债利息约 5 亿元后，预计 2024-2026 年公司实现归属普通股东净利润 19.41、23.71、25.08 亿元，对应 2025 年 2 月 7 日 PE 分别为 7.5x、6.1x、5.8x。

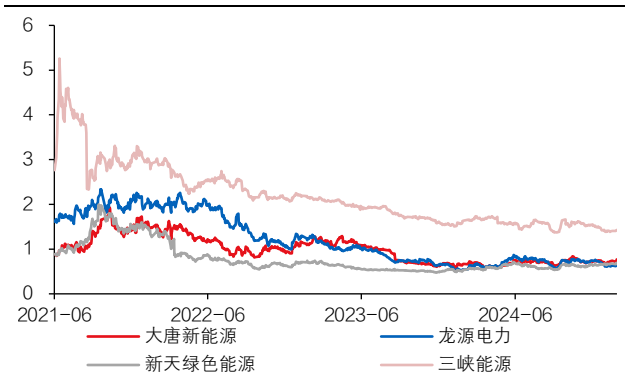
表7、可比公司盈利预测表（截至 2025 年 2 月 7 日）

股票代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
港股公司										
01798.HK	大唐新能源	145	22.40	19.41	23.71	25.08	6.5	7.5	6.1	5.8
00916.HK	龙源电力	456	62.00	63.86	71.62	80.48	7.3	7.1	6.4	5.7
00956.HK	新天绿色能源	149	21.54	23.79	30.70	34.11	6.9	6.3	4.9	4.4
00182.HK	协合新能源	35	9.64	11.21	12.66	13.51	3.6	3.1	2.8	2.6
A 股公司										
600905.SH	三峡能源	1,222	71.81	73.60	83.41	93.33	17.0	16.6	14.7	13.1

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

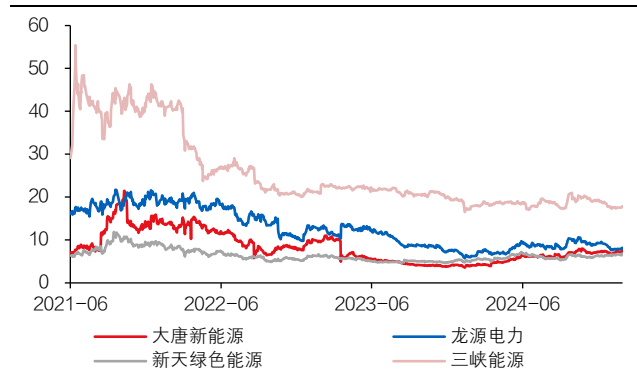
备注：港股公司盈利预测为归属普通股东净利润、A 股公司盈利预测为归母净利润，除大唐新能源外其余公司盈利预测均采用 wind 一致预期

图30、绿电公司 PB-MRQ



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、绿电公司 PE-TTM



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 七、风险提示

- **政策不及预期**：绿色市场机制建设进度不及预期；
- **电量电价大幅下降**：市场化电价大幅折价影响绿电运营商业绩水平；
- **辅助服务市场支出大幅提升**：调峰、调频、备用等需求提升带动系统性费用大幅提升，影响绿电运营商盈利性；

- **原材料价格上行**: 绿电装机成本、储能成本等上升, 降低相应项目的经济性及开发积极性;
- **宏观经济风险**: 宏观经济与电力需求、体制改革、基础设施建设等均高度相关, 经济运行波动造成多环节影响。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
现金及等价物	3,056	3,132	2,419	5,091
应收账款	19,278	22,549	23,058	23,495
存货	111	119	118	116
其他流动资产	64	48	46	52
<b>总流动资产</b>	<b>22,508</b>	<b>25,847</b>	<b>25,640</b>	<b>28,755</b>
物业厂房及设备	72,066	75,154	82,018	86,122
其他非流动资产	6,971	6,972	6,972	6,972
<b>总资产</b>	<b>101,545</b>	<b>107,973</b>	<b>114,630</b>	<b>121,848</b>
应付账款	198	282	253	245
短期借款	10,927	10,674	10,078	10,560
其他流动负债	7,920	8,546	8,226	8,231
<b>总流动负债</b>	<b>19,045</b>	<b>19,503</b>	<b>18,558</b>	<b>19,035</b>
长期借款	46,328	50,411	54,478	58,985
其他非流动负债	214	214	214	214
<b>负债总额</b>	<b>65,587</b>	<b>70,128</b>	<b>73,249</b>	<b>78,235</b>
普通股权益总额	17,759	19,345	22,525	24,386
归属母公司股东权益	32,039	33,625	36,805	38,666
少数股东权益	3,919	4,221	4,576	4,948
<b>股东权益合计</b>	<b>35,958</b>	<b>37,845</b>	<b>41,380</b>	<b>43,613</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
除税前溢利	3,623	3,212	3,777	3,959
物业、厂房及设备折旧	5,077	5,602	6,089	6,621
营运资金变动前的经营现金流	10,775	10,725	11,935	12,740
经营业务产生的现金	7,706	7,610	10,968	12,361
<b>经营现金流</b>	<b>7,140</b>	<b>7,171</b>	<b>10,446</b>	<b>11,813</b>
购置物业、机器及设备	-6,515	-8,690	-12,953	-10,725
<b>投资活动现金流</b>	<b>-6,519</b>	<b>-8,638</b>	<b>-12,901</b>	<b>-10,673</b>
债务净增	2,040	4,083	4,067	4,508
已付股息	-364	-466	-593	-652
其他	-1,682	-2,074	-2,232	-2,323
<b>融资活动现金流</b>	<b>-6</b>	<b>1,543</b>	<b>1,242</b>	<b>1,533</b>
现金变化	615	76	-1,213	2,673
期初持有现金	2,441	3,056	3,132	1,919
汇率变动产生影响	0	0	0	0
期末持有现金	3,056	3,132	1,919	4,591

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,802	12,372	13,780	14,771
其他收入	405	405	405	405
营业成本	-7,900	-8,020	-8,705	-9,424
财务费用净额	-1692	-1574	-1732	-1823
联营和合营企业损益	9	30	30	30
<b>除税前利润</b>	<b>3,623</b>	<b>3,212</b>	<b>3,777</b>	<b>3,959</b>
所得税费用	-530	-470	-552	-579
<b>净利润</b>	<b>3,094</b>	<b>2,743</b>	<b>3,225</b>	<b>3,380</b>
少数股东损益	341	302	355	372
<b>归母净利润</b>	<b>2,753</b>	<b>2,441</b>	<b>2,870</b>	<b>3,008</b>
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>2,240</b>	<b>1,941</b>	<b>2,371</b>	<b>2,508</b>

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入同比增速	2.4%	-3.4%	11.4%	7.2%
归母净利润同比增速	-21.0%	-11.3%	17.6%	4.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	38.3%	35.2%	36.8%	36.2%
归母净利润率	21.5%	19.7%	20.8%	20.4%
ROE	8.6%	7.3%	7.8%	7.7%

**偿债能力**

资产负债率	64.6%	64.9%	63.9%	64.2%
流动比率	1.18	1.33	1.38	1.51
速动比率	1.17	1.32	1.37	1.50

**营运能力**

总资产周转率	0.13	0.12	0.12	0.12
应收账款周转率	0.79	0.64	0.64	0.67
应付账款周转率	33.10	33.39	32.50	37.86

**每股指标 (元)**

每股收益	0.38	0.34	0.39	0.41
每股经营现金流	0.98	0.99	1.44	1.62
每股净资产	4.40	4.62	5.06	5.32

**估值比率**

P/E	5.25	5.93	5.04	4.81
P/B	0.45	0.43	0.39	0.37

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理有限公司、珠海华发集团有限公司、华发投控2022年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股（香港）投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shenghai Investment Co.,Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业(香港)有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、海星国际资本(香港)有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市国营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创(香港)科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO.,LTD.、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际(开曼)投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限责任公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、福建省晋江市城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、集友银行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、

漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团有限公司、江苏叠石桥家纺产业集团有限公司、十堰城市运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、WUXING CITY INVESTMENT HK COMPANY LIMITED、Haitian (BVI) International Investment Development Limited、青岛国信(发展)集团有限责任公司、MINGHU INTERNATIONAL (BVI) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、济南历下控股集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、福建省晋江建控投资控股集团有限公司、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD.、武汉有机控股有限公司、Jinjiang Road and Bridge Construction & Development Co., Ltd.、重庆新双圈城市建设开发有限公司、九江银行、青岛胶州湾发展集团有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、海翼(香港)有限公司、保定市国控集团有限责任公司、泉州城建集团有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、赣州建控投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融担担保集团有限公司、万晟国际(维尔京)有限公司、中原国际发展(BVI)有限公司、河南投资集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、中国信达(香港)控股有限公司、资阳发展投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、南洋商业银行有限公司、许昌市投资集团有限公司、江苏双湖投资控股集团有限公司、四川西南发展控股集团有限公司、China Great Wall International Holdings III Ltd、中国长城资产(国际)控股有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、南京银行、武汉地铁集团有限公司、湖北省融担担保集团有限责任公司、淮北市建设投资有限责任公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、河南省郑州新区建设投资有限公司、湖北浠川国有资本投资运营集团有限公司、江苏钟吾城乡投资发展集团有限公司、诸暨市国有资产经营有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、Soar Wise Limited、Soar Wind Ltd、中航国际融资租赁有限公司、邳州市产业投资控股集团有限公司、巴中发展控股集团有限公司、江苏润鑫城市投资集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、天府信用增进股份有限公司、农业银行、盐城高新区投资集团有限公司、众森控股(青岛)股份有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、全椒全瑞投资控股集团有限公司、安徽省兴泰融资担保集团有限公司、东兴启航有限公司、东兴证券、黄石市国有资产经营有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、湖州南浔新开建设集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、莱州财金国际有限公司、莱州市财金投资有限公司、民生银行、新沂市交通文旅集团有限公司、泰安高新建设集团有限公司、香港国际(青岛)有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、贵溪市发展投资集团有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、常德财鑫融资担保有限公司、舟山海城建设投资集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、重庆三峡融担担保集团股份有限公司、QUAN CHENG FINANCIAL HOLDINGS (BVI) LIMITED、济南金投控股集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、靖江港口集团有限公司、沛县产业投资发展集团有限公司、Taishan Finance International Business Co., Limited、泰安市泰山财金投资集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、湖州市南浔区交通投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、烟台国丰投资控股集团有限公司、长沙金洲新城投资控股集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、荣利营造控股有限公司、Haichuan International Investment Co Ltd、江苏方洋控股有限公司、都江堰智慧城市运营建设发展集团有限公司、洛阳文化旅游投资公司有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、佛山市南海联达投资(控股)有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、Mixin International Trading Co., Limited、宜昌高新投资开发有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、武汉金融控股(集团)有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、知识城(广州)投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、浙江杭海新城控股集团有限公司、YANGSHAN OVERSEAS DEVELOPMENT CO., LTD.、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、宜春市袁州区国投集团有限公司、郑州市金水控股集团有限公司、肇庆市国联投资控股有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、建德市国有资产投资控股集团有限公司、建投国际(香港)有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、Huafa 2024 I Company Limited、广德市国有资产投资经营有限公司、浙江德盛(BVI)有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、成都市羊安新城开发建设有限公司、Lintou Overseas Co., Limited、临沂投资发展集团有限公司、三水国际发展有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、青岛平度控股集团有限公司、河南省铁路建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、黄石市新城产业投资集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团(开曼群岛)有限公司、山东能源集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、稠州国际投资有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、江门高新技术工业园有限公司、林州市城投控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、天长市农业发展有限公司、四川省金玉融担担保有限公司、徽商银行股份有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

### 上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层  
邮编：200135  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼  
邮编：518035  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元  
邮编：100020  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层  
邮编：518035  
邮箱：ir@xyzq.com.hk