



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025年07月04日

基础数据

07月03日收盘价（港元）	2.42
总市值（亿港元）	199.52
总股本（亿股）	82.45

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

研究助理：满明昊

manminghao@xyzq.com.cn

京能清洁能源(00579.HK)

气电筑基，优质绿电稳健成长

投资要点：

- **北京地区最大的燃气热电供应商，绿电资产遍布全国。**京能清洁能源成立于2010年，2024年其燃气发电量占北京燃气发电总量47%，供热量占北京集中供热的43%。截至2024年底，公司累计装机容量17.4GW，其中风电、光伏、气电装机分别为6.9、5.3、4.8GW。公司控股股东北京能源集团为北京市政府出资设立的国有独资公司，截至2024年底京能集团持有公司68.68%股权，公司实控人为北京市国资委。
- **气电盈利稳定性较强，是公司现金流和利润的压舱石。**北京市外送电比例逐年增长（2023年外送电占用电量比重达65%），本地电源则以气电为主（2024年燃气发电占本地发电量比重达95%）。由于清洁空气行动计划等原因，当地基本关停所有燃煤电厂且再未新增燃气电厂。公司的存量气电机组承担了重要的基荷电源保供职责，也提供热能，因此其近十年发电量在190亿千瓦时左右波动，利用小时数在3900-4300小时波动，远高于全国平均水平。北京市发改委每年牵头北京燃气与中石油公司签订年度管道气合同，采购价格在全国范围内属于较低水平且较为稳定（2020-2024年公司单位燃气成本仅由0.467元/千瓦时增长4.2%至0.487元/千瓦时）；2024年取消政府补贴后，公司气电度电经营溢利降低至0.07元/千瓦时，位于近十年最低水平。考虑到气电在北京市内基荷电源+供热双重作用，我们认为2025-2027年其电价再次下调可能性较小，气电资产盈利稳定性较强，为其贡献10亿左右归母净利润。
- **绿电扩张较为克制，严守收益率底线要求。**2015-2024年间公司风电/光伏经营溢利由7.2/3.2亿元增长至27.9/16.1亿元，年均复合增速分别为16%/20%，占公司经营溢利的比重由21%/10%提升至53%/31%。从“十四五”期间新增装机量、电价、利用小时数和盈利情况不难看出，公司并未一味追求绿电资产规模的扩张，而是严守收益率底线挑选相对优质项目。目前，公司锡林郭勒盟防风治沙150万千瓦在建项目预计将在2025年内分批并网投运，另储备有广东汕头600万千瓦海上风电、承德绿电进京、北京门头沟抽水蓄能等优质项目，我们预计其2025-2027年新增装机或将维持在100-150万千瓦，在136号文为行业注入机遇与挑战的新时代下，公司绿电资产盈利有望保持平稳增长。
- **制定三年分红回报计划，目前处于低估区间，尚未进入港股通。**2015-2024年间，公司派息额年均复合增速8.5%，派息率由25%提升至36%，根据股东分红回报相关公告，公司规划2025-2027年派息比率约不低于归母净利润的38%、40%、41%。截至2025年7月2日其PB-MRQ为0.54倍，2024年ROE为9.8%，估值折价或因公司尚未进入港股通。我们预计，2025-2027年公司营业收入分别为213、220、225亿元，分别同比增长3.8%、3.0%、2.5%；归母净利润分别为35.7、38.1、40.5亿元，分别同比增长10%、6.6%、6.4%，预计2025年股息率有望达到7.5%，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**气电上网电价下调；天然气成本大幅上行；风光装机不及预期；电量电价大幅下降

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	20562	21346	21991	22543
同比增长	0.6%	3.8%	3.0%	2.5%
归母净利润（百万元）	3245	3570	3806	4048
同比增长	6.1%	10.0%	6.6%	6.4%
每股收益（元）	0.39	0.43	0.46	0.49
ROE	9.8%	10.1%	10.1%	10.1%
股息率	6.5%	7.5%	8.4%	9.1%

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、京能集团控股，以北京气电为基在全国拓展绿电	4
二、气电板块盈利稳定，绿电装机增长贡献弹性	6
（一）气电：装机规模稳定，利用小时数居行业前列	6
（二）绿电：规模扩张较为克制，严守收益率底线要求	12
三、现金流与资产负债状况良好，制定三年分红提升计划	17
四、盈利预测与估值	20
五、风险提示	23

图目录

图 1、截至 2024 年底公司股权结构情况	4
图 2、公司营业收入情况	5
图 3、公司各分部营业收入情况（百万元）	5
图 4、公司分部营业收入结构	5
图 5、公司经营溢利情况	5
图 6、公司各分部经营溢利情况（百万元）	5
图 7、公司经营溢利结构	5
图 8、公司归母净利润情况	6
图 9、公司气电营业收入情况	6
图 10、公司气电经营溢利情况	6
图 11、北京市用电量情况	7
图 12、公司外送电量情况	7
图 13、北京市发电量情况	7
图 14、北京市外送电比例（亿千瓦时）	7
图 15、公司北京燃气电厂分布示意图	8
图 16、公司燃气电厂装机情况	9
图 17、2024 年部分电力公司燃气电厂利用小时情况	9
图 18、公司燃气电厂发电量情况	9
图 19、公司燃气电厂供热量情况	9
图 20、北京市集中供热面积情况	10
图 21、北京房屋新开工面积情况	10
图 22、部分城燃公司天然气采购成本（元/方）	10
图 23、公司度电燃气成本情况	10
图 24、公司清洁能源生产补贴情况	11
图 25、公司度电经营溢利情况	11
图 26、公司风电营业收入情况	12
图 27、公司风电经营溢利情况	12
图 28、公司光伏营业收入情况	12
图 29、公司光伏经营溢利情况	12
图 30、公司累计风电装机情况	13
图 31、公司新增风电装机情况	13
图 32、公司光伏累计装机容量	13
图 33、公司光伏新增装机容量（万千瓦）	13

图 34、	部分公司风电利用小时情况（小时）	14
图 35、	公司风电发电量情况.....	14
图 36、	部分公司光伏利用小时情况（小时）	14
图 37、	公司光伏发电量情况.....	14
图 38、	部分公司风电度电盈利情况（元/千瓦时）	15
图 39、	公司风电分部净资产与收益率情况.....	15
图 40、	部分公司光伏度电盈利情况（元/千瓦时）	15
图 41、	公司光伏分部净资产与收益率情况.....	15
图 42、	136 号文关于差价结算电费计算方式示意图	16
图 43、	公司资本开支情况（亿元）	18
图 44、	公司现金流情况（亿元）	18
图 45、	龙源电力现金流情况（亿元）	19
图 46、	大唐新能源现金流情况（亿元）	19
图 47、	新天绿能现金流情况（亿元）	19
图 48、	信义能源现金流情况（亿元）	19
图 49、	公司分红派息情况	20
图 50、	主要绿电公司资产负债率情况	20
图 51、	主要绿电公司财务费用率情况	20
图 52、	2015 年至今主要港股绿电公司 PB-MRQ 情况.....	22
图 53、	近十年公司 PE-Band.....	22
图 54、	近十年公司 PB-Band.....	23

表目录

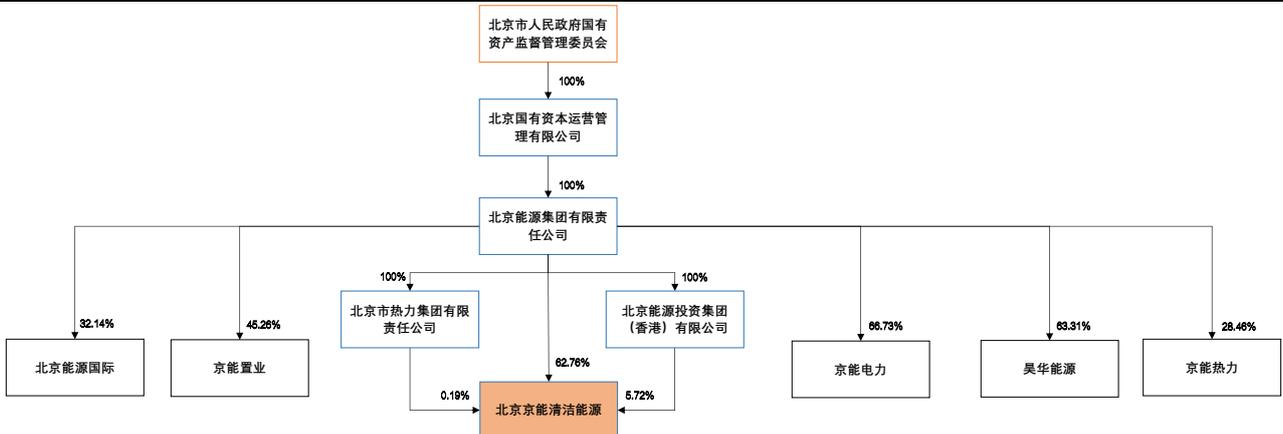
表 1、	公司北京燃气电厂情况	8
表 2、	公司燃气电厂上网电价情况（元/千瓦时）	11
表 3、	部分地区 136 号文承接政策情况梳理.....	16
表 4、	公司 2023 年股权激励计划约束条件	18
表 5、	公司业务及营业收入情况预测	21

一、京能集团控股，以北京气电为基在全国拓展绿电

北京最大的燃气热电供应商，全国拓展风光等清洁能源版图。北京京能清洁能源电力股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2010 年，2011 年于港交所上市，业务涵盖燃气发电及供热、风电、光伏等清洁能源发电业务，分布于北京、内蒙古、宁夏、四川等 26 个省级行政区。公司是北京地区最大的燃气热电供应商，2024 年其燃气发电量占北京燃气发电总量 47% 以上，供热量占北京集中供热的 43% 以上。截至 2024 年底，公司累计装机容量 17.4GW，其中气电、风电、光伏装机分别为 4.8、6.9、5.3GW。

公司控股股东北京能源集团为北京市政府出资设立的国有独资公司。公司是北京能源集团（以下简称“京能集团”）的控股子公司，截至 2024 年底，京能集团持有公司 68.68% 股权。京能集团为北京市政府出资设立的国有独资公司，控股京能清洁能源（0579.HK）、京能电力（600578.SH）、昊华能源（601101.SH）、京能置业（600791.SH）、北京能源国际（0686.HK）、京能热力（002893.SZ）六家上市公司，业务涵盖热力、电力、煤炭、健康文旅等多业态产业。

图1、截至 2024 年底公司股权结构情况



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

风光规模增长带动营收提升。2015-2024 年间，公司营业收入由 143 亿增长至 206 亿，年均复合增速 4.1%，其中燃气发电及供热/风力发电/光伏发电收入由 118/15.7/5.3 亿元增长至 124/47.1/30.9 亿元，年均复合增速分别为 0.6%/13%/22%，占公司营业收入比重由 82%/11%/4%变动至 60%/23%/15%。2015-2024 年期间，公司经营溢利¹由 34 亿元增长至 53 亿元，年均复合增速 5.1%，

¹ 经营溢利-财务费用+利息收入-应占合联营公司损益=税前利润

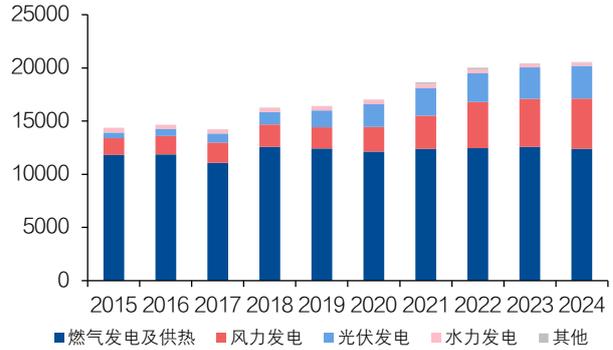
其中燃气发电及供热/风力发电/光伏发电经营溢利由 23/7.2/3.2 亿元变动至 13/28/16 亿元，年均复合增速分别为-6.2%/16.3%/19.5%，占公司经营溢利比重由 69%/21%/10%变动至 25%/53%/31%。2015-2024 年间，公司归母净利润由 19 亿元增长至 32 亿元，年均复合增速 6.1%。

图2、公司营业收入情况



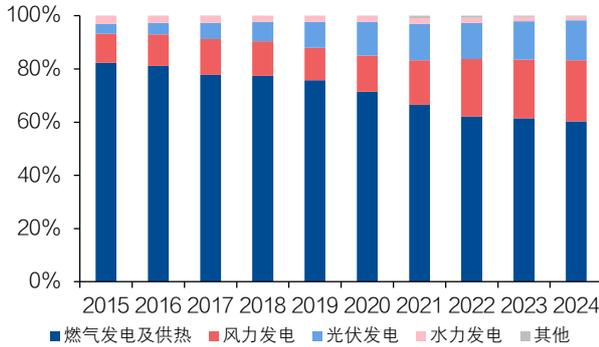
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司各分部营业收入情况（百万元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司分部营业收入结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司经营溢利情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司各分部经营溢利情况（百万元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司经营溢利结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司归母净利润情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、气电板块盈利稳定，绿电装机增长贡献弹性

（一）气电：装机规模稳定，利用小时数居行业前列

气电营收保持稳定，政府补贴取消影响经营溢利。2015-2024 年间，公司气电业务营业收入由 118 亿元增长至 124 亿元，年均复合增速 0.8%，主要是由于公司气电发电量与电价基本保持稳定；经营溢利由 23.3 亿元下降至 13.1 亿元，降幅 10.1 亿元/44%，其中两次主要的利润下降发生在 2019 与 2024 年，2019 年主要是由于增值税率降低导致的电价下调使得经营溢利同比下降 2.7 亿元，但实际税后电价基本不变，2024 年主要是由于一次性的政府补贴取消使得经营溢利同比下降 5.7 亿元。

图9、公司气电营业收入情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、公司气电经营溢利情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

北京外送电比例逐步增长，本地电源以气电为主，公司是北京最大的燃气热电供应商。北京电网是典型的城市受端电网，由于清洁空气行动计划，北京已于2017年关停最后一座燃煤电厂实现100%清洁能源发电且未来不再新建大型电厂，要求逐步增加外送电比例。2015-2023年北京市用电量由953亿千瓦时增长至1358亿千瓦时，年均复合增速4.5%，同期本地发电量复合增速1.4%，外送电量复合增速6.6%，使得外送电比例由56%增加至65%。本地发电结构以气电为主，2023年北京本地发电量中气电占比95%，公司是北京地区最大的燃气热电供应商，2024年燃气发电量占北京燃气发电总量约47%，供热量占北京集中供热约43%。

图11、北京市用电量情况



数据来源：北京统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、公司外送电量情况



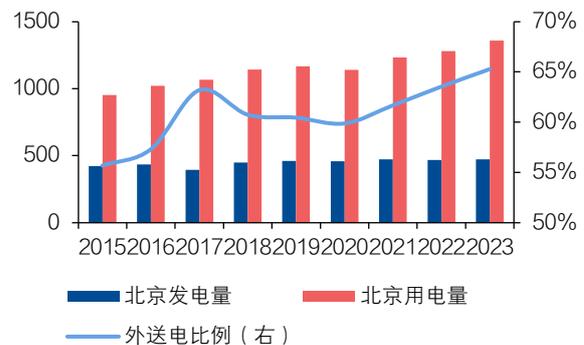
数据来源：北京统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、北京市发电量情况



数据来源：北京统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、北京市外送电比例（亿千瓦时）



数据来源：北京统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

气电装机规模稳定，在京7座燃气电厂均为2015年前投运。2015-2024年间公司气电装机规模较为稳定，由444万千瓦小幅增长至478万千瓦。截至2024年底，公司共拥有8座燃气热电联产电厂，累计装机容量478万千瓦，其中北京7座电厂中6座于2015年前投运，1座于2018年投运，湖北宜昌小溪塔2*75MW热电联产项目于2024年投运。2022年北京发改委关于《北京市新增产业的禁止

和限制目录》中提到北京市“禁止新增火力发电、热电联产”，我们预计公司未来气装机容量将保持稳定。

图15、公司北京燃气电厂分布示意图



公司在北京市其它燃气热电项目



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、公司北京燃气电厂情况

	投产时间	装机容量 (MW)	机组类型	年发电能力 (亿千瓦时)
京西热电	2012年	1308		
太阳宫热电	2008年	780		
京桥热电	2003年	838	9F级燃气蒸汽联合循环“二拖一”热电联产机组	
高安屯热电	2014年	845	9F级燃气蒸汽联合循环“二拖一”发电供热机组	38
京丰燃气	2006年	350	350MW天然气蒸汽联合循环发电机组	
未来热电	2013年	255	9E级燃气—蒸汽联合循环机组	11
上庄热电	2018年	266	E级燃气蒸汽联合循环热电联产机组	11

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

作为北京本地基荷电源，公司气电利用小时数位居行业前列且保持相对平稳。公司北京燃气机组均为热电联产机组，同时承担首都供电与供热职能，2024年公司燃气电厂利用小时数达到3998小时，高于全国平均水平1635小时。2015-2024年，公司气电利用小时数在4000小时上下波动，公司气电发电量由197亿千瓦

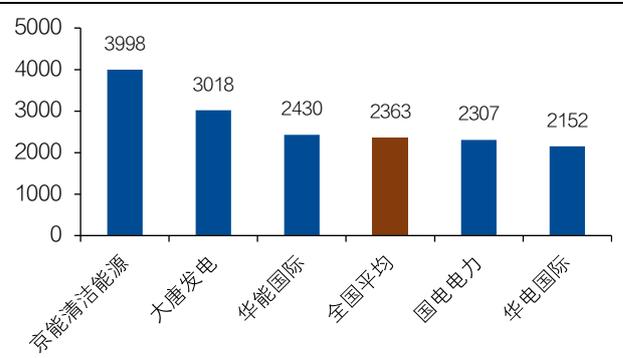
时小幅下降至 190 亿千瓦时，供热量则由 2017 年的 2086 万吉焦增长至 2024 年的 2733 万吉焦，年均复合增速 3.9%。

图16、公司燃气电厂装机情况



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、2024 年部分电力公司燃气电厂利用小时情况



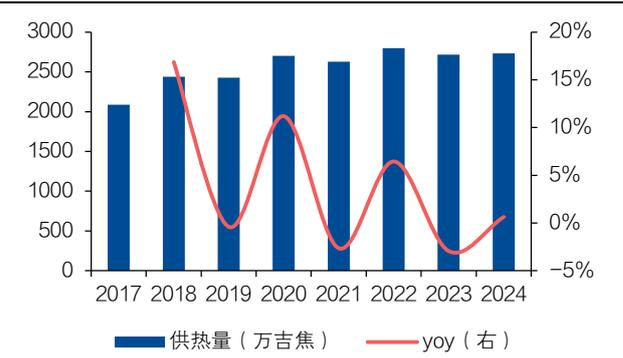
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、公司燃气电厂发电量情况



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

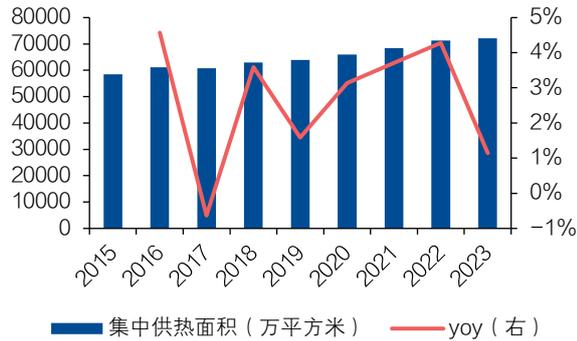
图19、公司燃气电厂供热量情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为未来公司燃气机组利用小时数或保持稳定，主要由于（1）刚性供热需求驱动燃气机组使用，2015-2023 年间北京集中供热面积由 5.8 亿平方米增长至 7.2 亿平方米，年均复合增速 2.7%，其中热电联产机组供热 2020 年占比 26%，北京市城市管理委员会预计到 2025 年末提升至 30%，结合北京新房开工面积趋势，我们认为该地区对于供热的需求或将持续增长；（2）外送电高占比情况下需要维持本地电源利用率保证电网安全，2023 年北京外送电比例已达 65%，需要维持一定本地发电比例保障电力供应安全以及电网运行平衡，气电作为本地电源中占比约 95%的基荷电源，未来利用小时数或保持稳定。

图20、北京市集中供热面积情况



数据来源：北京统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

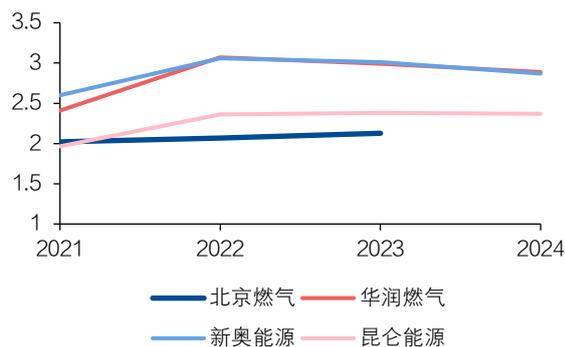
图21、北京房屋新开工面积情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

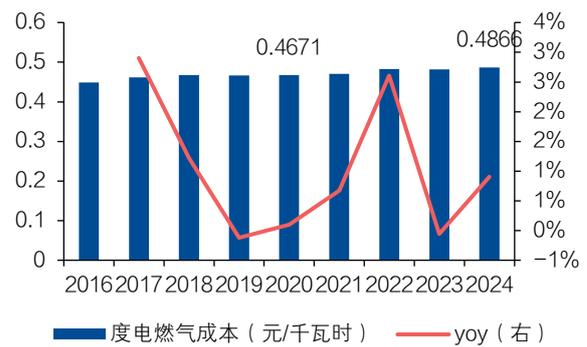
气电业务经营成本主要为燃气消耗，北京市气源成本较为稳定。燃气电厂的运营成本主要为燃料成本，2024年公司气电业务中燃气消耗占气电营业成本比重为83%。北京区域内燃气供应由北京燃气负责，北京市政府有关部门每年牵头北京燃气与中石油公司签订年度管道气合同，采购价格在全国范围内属于较低水平，2022年在俄乌冲突背景下天然气成本高企，北京燃气天然气平均采购成本为2.07元/方，同比增长2.5%，相较之下其他全国性城燃公司如华润燃气、新奥能源、昆仑能源同期平均采购成本3.07、3.06、2.36元/方，同比分别增长27%、18%、20%，在较为稳定的供气成本之下2020-2024年公司单位燃气成本仅由0.467元/千瓦时增长4.2%至0.487元/千瓦时，我们认为，未来天然气行业整体供需渐宽松，叠加北京本地能源安全稳定的要求，公司气源成本仍将保持相对稳定。

图22、部分城燃公司天然气采购成本（元/方）



数据来源：北京燃气2024年信用评级报告，各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、公司度电燃气成本情况



数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

过往公司上网电价由临时结算电价+补贴形成，2024年取消补贴后改为电网全额结算。从过往的电价结算机制来看，北京市燃气电厂在投产前申请核定电价，由市发改委牵头委托中介机构进行电价测算，市财政局将该价格与临时结算价格的差额与发电量的乘积列入市财政预算，燃气电厂每年按照发电量计划申请当年补

贴。2024 年 1 月，公司收到北京市发展与改革委关于调整上网电价的通知，将上网电价改为国网全额结算，不再收取财政补贴，公司北京燃气电厂 2024 年 3 月 16 日起加权平均电价下降约 0.035 元/千瓦时。

表2、公司燃气电厂上网电价情况（元/千瓦时）

电厂	装机容量 (万千瓦)	供暖季				非供暖季		
		2022 年 11 月 15 日-2023 年 3 月 15 日	2023 年 11 月 19 日-2023 年 12 月 31 日	2024 年 1 月 1 日-2024 年 3 月 15 日	调整幅度	2023 年 3 月 16 日-2023 年 11 月 14 日	2024 年 3 月 16 日起	调整幅度
京西热电	1,308	0.6956	0.6956	0.66	-0.0356	0.6139	0.58	-0.0339
太阳宫热电	780	0.7284	0.7284	0.66	-0.0684	0.6467	0.58	-0.0667
京桥热电	838	0.714	0.714	0.66	-0.054	0.6323	0.58	-0.0523
高安屯热电	845	0.7108	0.7108	0.66	-0.0508	0.6291	0.58	-0.0491
京丰燃气	410	0.6833	0.6833	0.71	0.0267	0.6016	0.63	0.0284
未来热电	255	0.7385	0.7385	0.75	0.0115	0.6568	0.67	0.0132
上庄热电	266	0.7385	0.7385	0.75	0.0115	0.6568	0.67	0.0132

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

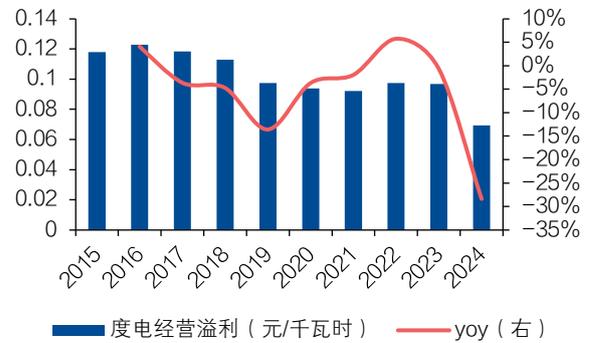
政府补贴退坡后未来对公司影响较小，发改委研究建立气电热价格联动调整机制，考虑到气电是北京市内基荷能源，我们认为未来气电与供热业务有望持续为公司贡献稳定盈利。2024 年，公司收到的北京市清洁能源生产补贴仅为 0.23 亿元，同比下降 5.7 亿元，上网已改为国网全额结算，补贴再次降低的空间较小。北京市已于 2024 年开展气电热价格联动机制研究，考虑到燃气发电量占北京本地发电量比重的 95%，且此轮调价后公司气电业务度电经营溢利已降低至 0.07 元/千瓦时，处于近十年来最低水平，我们认为北京燃气电厂中短期内上网电价再次下调可能性较小，在装机量与利用小时数保持稳定的情况下有望为公司贡献稳定盈利。

图24、公司清洁能源生产补贴情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、公司气电度电经营溢利情况



数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 绿电：规模扩张较为克制，严守收益率底线要求

装机量增长驱动风光利润提升，2024 年公司经营溢利比重已达 84%。风电光伏装机量的增长驱动营收和利润规模不断提升，2015-2024 年间公司风电/光伏营业收入由 15.7/5.3 亿元增长至 47.1/30.9 亿元，年均复合增速分别为 13%/22%，经营溢利由 7.2/3.2 亿元增长至 27.9/16.1 亿元，年均复合增速分别为 16%/20%，占公司经营溢利的比重由 21%/10%提升至 53%/31%，随着风光项目的持续投产以及燃气发电板块经营相对稳健，预计绿电占公司经营溢利比重将进一步提升。

图26、公司风电营业收入情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、公司风电经营溢利情况



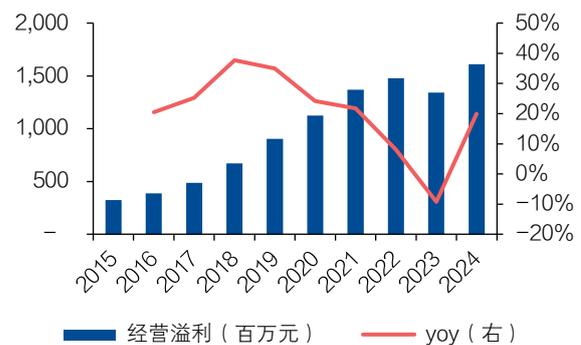
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、公司光伏营业收入情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、公司光伏经营溢利情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

风电起步较早布局内陆优质风资源区，光伏装机增长较为克制。公司风电业务起步较早，2011-2024 年间风电装机容量由 117 万千瓦增长至 686 万千瓦，年均复合增速 15%，项目主要分布于内蒙、陕甘宁、京津冀等内陆优质风资源区。从装机规模增长历史来看，公司并未追求规模而大幅扩张，而是在保证收益率的前提下布局优质项目，例如 2021 年新增风电装机容量 131 万千瓦，为公司近十年来新增风电装机最多的一年，其中主要为北京-张家口奥运 120 万千瓦风电项目投

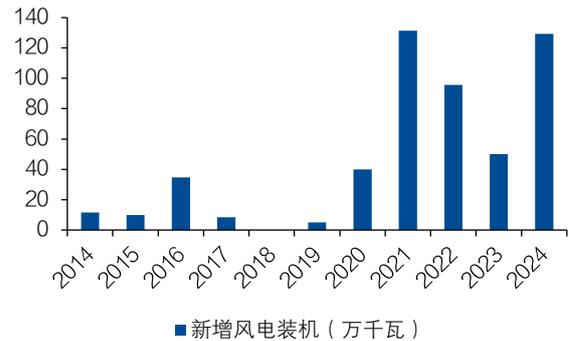
运，并在奥运会结束后持续为北京供电。2015-2024 年间公司光伏装机容量由 44 万千瓦增长至 527 万千瓦，年均复合增速 32%，公司在光伏上仍然维持较为谨慎的投资策略，2020 双碳目标推出后并未大幅增加装机规模，2020-2023 年间仅新增 91 万千瓦装机容量，光伏建设成本下行后在 2024 年新增 145 万千瓦装机。

图30、公司累计风电装机情况



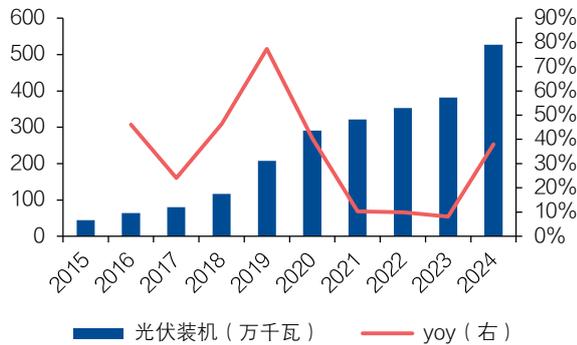
数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、公司新增风电装机情况



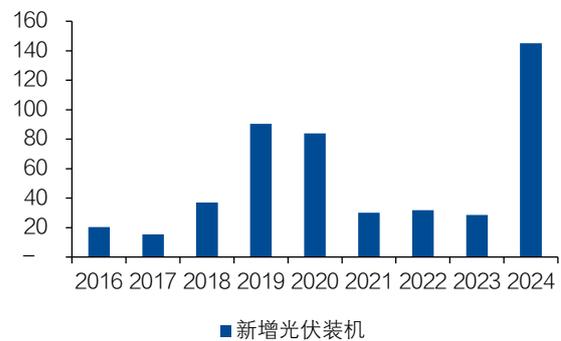
数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、公司光伏累计装机容量



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

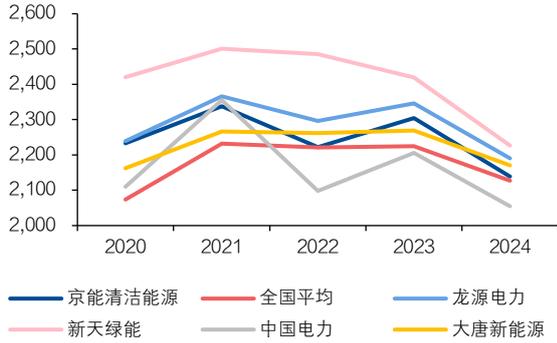
图33、公司光伏新增装机容量（万千瓦）



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

利用小时数优于全国平均水平，发电量随装机规模增长。由于公司较为克制的资本开支和项目开发，且通过绿电进京等跨省区绿电交易提升消纳能力，公司风电与光伏项目利用小时数长期以来优于全国平均水平，2024 年实现风电/光伏利用小时 2139/1300 小时，高于全国平均水平 12/89 小时。从发电量来看，2015-2024 年公司风电发电量由 37 亿千瓦时增长至 137 亿千瓦时，年均复合增速 16%，与同期 15%的装机复合增速基本一致；光伏发电量由 6 亿千瓦时增长至 60 亿千瓦时，年均复合增速 28%，同期装机复合增速 32%。

图34、部分公司风电利用小时情况（小时）



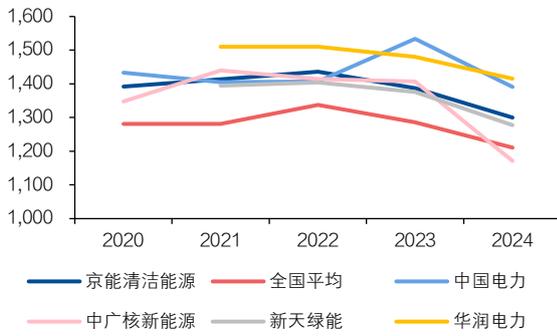
数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、公司风电发电量情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、部分公司光伏利用小时情况（小时）



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

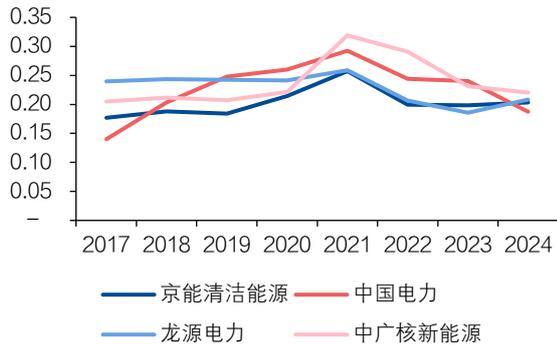
图37、公司光伏发电量情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风光资产质量较高，度电盈利位于行业前列。凭借着较为克制的装机规模增长以及优质项目选择，2024 年公司风电/光伏度电经营溢利同比增长 2.5%/6.3%至 0.204/0.270 元/千瓦时，度电盈利能力位于行业较高水平。从资产盈利能力的角度来看，2015-2024 年间公司风电业务经营溢利/分部净资产由 15%逐步增长至 22%，光伏业务经营溢利/分部净资产由 2019 年的 23%下降至 2023 年的 15%后，2024 年恢复增长至 16%，也是公司严控投资收益率底线，精挑细选优质项目的结果。

图38、部分公司风电度电盈利情况（元/千瓦时）



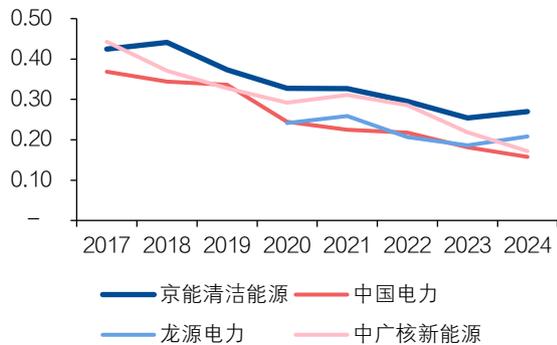
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、公司风电分部净资产与收益率情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、部分公司光伏度电盈利情况（元/千瓦时）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、公司光伏分部净资产与收益率情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

136 号文建立差价结算机制，有望稳定存量风光项目收益预期。随着新能源发电市场化的不断推进，2025 年 1 月国家发展与改革委发布《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》（以下简称“136 号文”）明确新能源全面进入市场化交易，但建立差价结算机制，纳入机制电量的部分可以获取差价补偿，补偿差价=机制电价-市场交易均价。从目前山东、广东、蒙东等地的落实情况来看，机制电量基本与现有保障性政策相衔接，机制电价为当地燃煤标杆电价，意味着存量项目收益水平得到保障，纳入机制电量的部分可以获取相当于燃煤标杆电价的上网电价收入。

图42、136号文关于差价结算电费计算方式示意图



数据来源：国家发展与改革委，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、部分地区 136 号文承接政策情况梳理

		山东	广东	蒙东
存量项目	机制电量	单个项目机制电量上限参考外省新能源非市场化率，适度优化		带补贴集中式风电、带补贴集中式光伏、风电供热试点项目、风电特许项目在现货市场连续运行前，分别按照 790 小时、635 小时、1900 小时、1900 小时对应的电量安排；在现货市场连续运行后，将调整为 380 小时、420 小时、760 小时、720 小时对应的电量安排。分布式光伏、分散式风电、扶贫光伏等项目的实际上网电量则衔接现有的保障性政策。
	机制电价	按国家政策上限执行，统一明确为每千瓦时 0.3949 元（含税）		蒙东煤电基准价 0.3035 元/千瓦时
	执行期限	按照全生命周期合理利用小时数剩余小时数执行		纳入机制的项目达到全生命周期合理利用小时数或项目投产满 20 年
增量项目	机制电量	根据非水电可再生能源电力消纳责任权重完成情况、用户承受能力等因素综合确定	由广东省发改委、能源局确定，并在竞价前公布，申报信息包括机制电量比例、机制电价等。 机制电量比例申报上限与存量项目机制电量比例衔接，不高于 90%。	暂不安排新增纳入机制的电量。后续根据年度非水电可再生能源电力消纳责任权重完成情况，以及用户承受能力等因素，结合电力市场运行实际情况及新能源项目收益等多方面因素，再行统筹考虑是否安排纳入机制电量
	机制电价	设置申报充足率下限，引导新能源充分竞争，降低全社会用能成本， 2025 年竞价申报充足率不低于 125%。 竞价时按申报价格从低到高确定入选项目，机制电价原则上按入选项目最高报价确定	采用集中竞价的方式开展竞价交易 ，按新能源项目报价从低到高进行排序，价格相同时，按照申报时间优先方式确定排序，直至满足竞价总规模，本次竞价交易的所有入选项目机制电价按入选项目的最高报价确定	若后续年度安排纳入机制电量，可按年度组织已投产和未来 12 个月内投产、且未纳入过机制执行范围的项目自愿参与， 通过竞价形成 ，主管部门确定电价上下限。
	竞价限制	原则上不高于该类型电源上年度机制电量竞价结果。首次竞价上限原则上不高于该类型电源上年度结算均价（2024 年山东光伏平均结算电价约 0.35 元/千瓦时）。现阶段暂设定竞价下限，具体参考先进电站造价水平（仅包含固定成本）折算度电成本（不含收益）合理确定。		
	执行期限	参照同类项目回收初始投资的平均期限合理确定	海上风电项目 14 年、其他新能源项目 12 年，到期后不再执行机制电价。	

数据来源：北极星太阳能光伏网，兴业证券经济与金融研究院整理

市场化背景下公司或将继续严控回报率底线，推进优质项目开发。对于增量项目，未进入机制电量的部分按照市场化交易获得收入，进入机制电量的部分依然需要通过竞价获得机制电价，市场化交易能力、成本控制等因素成为新项目开发的核心因素。我们认为公司将继续严守收益率目标挑选优质项目，保持规模理性稳健增长，根据在建项目进度，我们预计其 2025 年新增装机 100-150 万千瓦，随着风光治沙以及海上风电项目建设推进，预计其 2026-2027 年将维持 100-150 万千瓦新增装机：

从公司在建项目来看，截至 2024 年底公司已获得锡林郭勒盟防风治沙一体化项目 490 万千瓦开发指标，并完成其中 150 万千瓦项目备案和开工建设，预计 2025 年内将分批并网投运。防风治沙是习近平总书记 2023 年 6 月考察内蒙古时关注的重点项目，锡林郭勒盟则是京能集团打造的“千万千瓦绿电进京基地”，截至 2024 年底锡林郭勒盟已形成“两交一直”的电力外送格局，电力可外送至京津冀鲁苏等地区，年外送能力达 700 亿千瓦时；

从储备项目来看，公司储备的优质项目充足，（1）外送通道畅通的锡林郭勒盟防风治沙一体化项目仍有 340 万千瓦未开工建设；（2）处于东南沿海的优质海风项目：占股比 43% 的广东汕头海上风电项目已获广东省发改委核准以及自然资源部初审，该项目合作方为华润电力，初期规模 600 万千瓦，远期可拓展至 800 万千瓦；（3）消纳能力较强的绿电进京项目：已取得华北电力设计院编制的承德绿电进京方案，正在推进项目纳入北京及河北“十五五”规划；（4）北京门头沟抽水蓄能项目已纳入国家抽水蓄能中长期规划实施项目清单。

三、现金流与资产负债状况良好，制定三年分红提升计划

股权激励计划落地，对利润、装机、资产负债率等指标提出要求。2023 年 12 月公司公告股权激励计划授预约 1.24 亿股 H 股股份，约占已发行股本的 1.5%，授予对象包括公司董事会主席、总经理等人在内的 113 名高管及核心骨干。激励计划要求 2024-2026 年公司税前利润不低于 41 亿元、50 亿元、52 亿元，累计非化石装机容量不低于 1250、2120、2300 万千瓦，资产负债率不高于 69.5%、69%、68.5%。

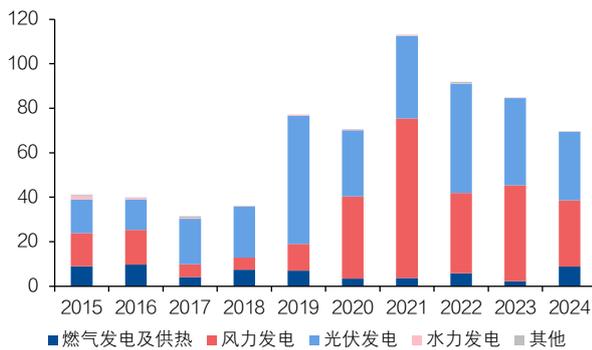
表4、公司 2023 年股权激励计划约束条件

指标	具体内容
股东回报和价值创造指标	
净资产收益率	2024-2026 年公司平均归母净利润净资产收益率均不低于电力生产全行业良好值，且不低于对标企业 75 分位值
利润总额	2024-2026 年利润总额分别不低于人民币 41 亿元、人民币 50.2 亿元、人民币 52 亿元
盈利能力和市场价值等成长性指标	
装机容量	2024-2026 年公司非化石能源装机容量分别不低于 12,500 兆瓦、21,200 兆瓦、23,000 兆瓦，且各年度同比增长率均不低于行业平均增长水平
运营质量指标	
资产负债率	2024-2026 年公司资产负债率分别不超过 69.5%、69%、68.5%，且各年度均不超过董事会下达的资产负债率目标值
研发投入	2024 年-2026 年公司科技研发投入占营业收入的比重分别不低于 3%、3.1% 和 3.2%。
人均创效	2024 年-2026 年，公司人均创效分别不低于人民币 116 万元、125 万元和 128 万元。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资本开支逐步回落，现金流持续改善。2015-2023 年公司经营性现金流量净额由 60 亿元增长至 94 亿元，年均复合增速 5.8%，2024 年由于应收账款增加²等原因同比下降 52%至 45 亿元，资本开支已由 2021 年的 113 亿元下降 39%至 2024 年的 70 亿元，考虑到 2025 年公司预计新增风光装机 100-150 万千瓦，预计 2025 年资本开支规模维持在 70 亿元左右，自由现金流转正，在同行业公司中处于较优水平。

图43、公司资本开支情况（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、公司现金流情况（亿元）



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

² 2024 年公司新增清洁能源电价补贴 13 亿元，另外公司为销售电力及热力客户提供销售当月底起 60 天信贷期，使得 60 日之内应收账款增加 17 亿元

图45、龙源电力现金流情况（亿元）



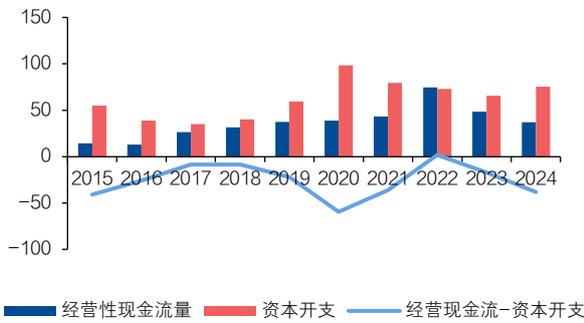
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、大唐新能源现金流情况（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、新天绿能现金流情况（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、信义能源现金流情况（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

股息率可观，派息率和派息额均呈上升趋势，制定三年分红回报规划。2015-2024年间，公司派息额由 0.0689 元/股增长至 0.143 元/股，年均复合增速 8.5%，派息率由 25% 提升至 36%，以 2024 年股息和 2025 年 7 月 3 日收盘价计算公司静态股息率达到 6.5%。未来公司派息率或仍将稳步提升，根据公司 2025-2027 年股东分红回报规则公告，公司规划 2025-2027 年派息比率不低于可供分配利润³的 42%、44%、46%（我们计算约等于归母净利润的 38%、40%、41%）。

³ 归母净利润减去以前年度未弥补的累计亏损及法定公积金提取

图49、公司分红派息情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

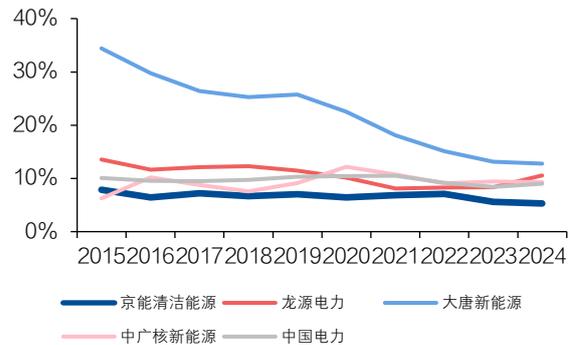
资产负债率与财务费用率处于行业较低水平，在手现金充裕保障后续减债分红。由于公司较为谨慎的资本开支，2015-2024 年资产负债率由 65%下降至 63%，2024 年财务费用率仅为 5.3%，与同行业其他绿电运营商相比，龙源电力/大唐新能源/中广核新能源/中国电力 2024 年财务费用率分别为 11%/13%/9%/9%。截至 2024 年底公司仍有在手货币资金 74 亿元，2024 年公司派息额为 12 亿元，在自由现金流状况有望改善的背景下可以支撑派息水平的进一步提升。

图50、主要绿电公司资产负债率情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图51、主要绿电公司财务费用率情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

四、盈利预测与估值

气电方面，由于北京不再新建燃气发电机组，公司机组作为本地基荷电源同时承担供热职责，预计公司气电业务发电量维持稳定；此次下调上网电价主要是政府补贴减少，考虑到北京市燃气成本和国网结算电价较为稳定，预计公司 2025-2027 年气电业务经营溢利维持在 13 亿元左右。

风电/光伏方面，公司目前优质储备项目充足，预计 2025-2027 年新增装机容量为 100-150 万千瓦；风电平均利用小时为 2251、2229、2231 小时，光伏平均利用小时为 1384、1377、1362 小时；风电度电平均收入分别为 0.32、0.31、0.30 元/千瓦时，光伏度电平均收入分别为 0.48、0.46、0.44 元/千瓦时。

综上所述我们预计，2025-2027 年公司营业收入分别为 213、220、225 亿元，分别同比增长 3.8%、3.0%、2.5%；归母净利润分别为 35.7、38.1、40.5 亿元，分别同比增长 10%、6.6%、6.4%。

表5、公司业务及营业收入情况预测

(单位: 百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
气电营业收入	12,410	12,183	12,183	12,183
yoy	-1.3%	-1.8%	0.0%	0.0%
装机容量 (万千瓦)	478	478	478	478
利用小时 (h)	3998	3898	3898	3898
发电量 (亿千瓦时)	190	186	186	186
风电营业收入	4,709	5,249	5,593	5,891
yoy	4.4%	11.5%	6.5%	5.3%
装机容量 (万千瓦)	686	761	836	911
利用小时 (h)	2,139	2,225	2,158	2,115
发电量 (亿千瓦时)	137	164	180	196
光伏营业收入	3,086	3,535	3,836	4,089
yoy	4%	15%	9%	7%
装机容量 (万千瓦)	527	602	677	752
利用小时 (h)	1,300	1,300	1,261	1,236
发电量 (亿千瓦时)	60	74	83	93
水电营业收入	294	317	317	317
yoy	-9%	8%	0%	0%
装机容量 (万千瓦)	31	31	31	31
其他营业收入	62	62	62	62

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

估值在绿电行业上市公司中处于较低水平。截至 2025 年 7 月 2 日，公司 PB-MRQ 为 0.54x，相比之下龙源电力/大唐新能源/中广核新能源/中国电力分别为 0.76x/0.82x/0.86x/0.64x，且 2024 年公司 ROE 为 9.8%，在较低的资产负债率下实现了较好的收益水平。

图52、2015 年至今主要港股绿电公司 PB-MRQ 情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

估值折价或因尚未进入港股通，关注后续公司估值修复。被纳入港股通的股票须为恒生综合指数成分股或为 A+H 两地上市公司，恒生综合指数成分股常规检讨于每年 6 月底与 12 月底进行，根据最近 12 个月月均市值由大至小排列，位于前 95%的将被选为成分股，且需满足每月换手率 0.05%或以上。公司仅 34%股份为香港流通股，剩余部分为大股东持有的内地非流通股，由于恒生指数纳入仅考虑香港流通股市值，公司香港流通市值部分于 2024 年底检讨时未能满足纳入条件。参考 2024 年底纳入恒生综合指数的香港中旅 (0308.HK)，其 2024 年平均市值为约 64.3 亿港元，截至 2025 年 7 月 2 日公司流通市值为 69 亿港元，考虑到恒生综合指数 2025 年初至今涨幅 20% 使得入通门槛进一步提升，需持续跟踪后续公司股价与市场相对走势。

图53、近十年公司 PE-Band



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图54、近十年公司 PB-Band



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

五、风险提示

- **气电上网电价下行**：目前公司气电机组上网电价仍受政府调控，若政府下调公司电价则会影响气电机组收入；
- **天然气成本大幅上行**：燃气发电机组的主要成本为天然气燃料，若上游气价大幅上行将影响公司气电成本；
- **风光装机不及预期**：在建及储备风光项目建设进度延缓将影响公司业绩水平；
- **电量电价大幅下降**：市场化电价大幅折价将影响公司绿电收入。

附表

资产负债表					利润表				
单位：百万元人民币					单位：百万元人民币				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
现金及等价物	7,402	7,698	8,243	9,486	营业收入	20,562	21,346	21,991	22,543
应收账款	14,017	14,552	14,991	15,367	其他收入	509	509	509	509
存货	95	95	95	95	营业利润	5,261	5,687	5,892	6,182
其他流动资产	2,551	2,554	2,554	2,554	财务费用净额	-1,153	-1,149	-1,043	-1,013
总流动资产	24,065	24,899	25,883	27,502	合联营损益	106	106	106	106
物业厂房及设备	63,752	66,971	69,735	72,328	除税前利润	4,280	4,709	5,020	5,340
其他非流动资产	13,236	13,495	12,778	12,778	所得税费用	-859	-945	-1,007	-1,072
总资产	101,053	105,365	108,396	112,608	净利润	3,421	3,764	4,012	4,268
应付账款	6,784	7,043	7,255	7,437	少数股东损益	-176	-194	-206	-220
短期借款	13,154	11,181	8,386	5,870	归母净利润	3,245	3,570	3,806	4,048
其他流动负债	8,177	7,644	7,144	6,644	EPS (元)	0.39	0.43	0.46	0.49
总流动负债	28,115	25,868	22,785	19,951	主要财务比率				
长期借款	26,808	29,151	30,576	32,348	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	8,648	10,456	12,654	15,320	成长性				
负债总额	63,571	65,474	66,015	67,620	营业收入增长率	0.6%	3.8%	3.0%	2.5%
归属母公司股东权益	33,161	35,376	37,659	40,048	归母净利润增长率	6.1%	10.0%	6.6%	6.4%
少数股东权益	1,293	1,487	1,693	1,913	盈利能力				
永续资本工具	3,028	3,028	3,028	3,028	营业利润率	25.6%	26.6%	26.8%	27.4%
股东权益合计	37,483	39,890	42,380	44,988	归母净利率	15.8%	17.5%	18.2%	15.8%
现金流量表					单位：百万元人民币				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	ROE	9.8%	10.1%	10.1%	10.1%
除税前溢利	4,280	4,709	5,020	5,340	偿债能力				
物业、厂房及设备折旧	3,740	3,974	4,271	4,553	资产负债率	62.9%	62.0%	60.0%	58.3%
营运资金变动及其他	-3,533	-437	-510	-541	流动比率	0.86	0.97	1.16	1.43
经营活动现金流	4,487	8,246	8,781	9,352	速动比率	0.76	0.87	1.04	1.29
购置物业、机器及设备	-6,542	-7,193	-7,035	-7,146	营运能力				
投资活动现金流	-6,399	-7,193	-7,035	-7,146	总资产周转率	0.21	0.21	0.21	0.20
债务净增	2,123	2,343	1,426	1,772	应收账款周转率	1.65	1.49	1.49	1.49
已付股息	-1,153	-1,357	-1,522	-1,660	每股指标 (元)				
其他	1,754	-1,743	-1,105	-1,075	每股收益	0.39	0.43	0.46	0.49
融资活动现金流	2,724	-757	-1,202	-963	每股经营现金流	0.54	1.00	1.07	1.13
现金变化	811	296	544	1,243	每股净资产	4.02	4.29	4.57	4.86
期初持有现金	6,605	7,402	7,698	8,243	估值比率				
汇率变动影响	-14	0	0	0	P/E	5.61	5.10	4.78	4.50
期末持有现金	7,402	7,698	8,243	9,486	P/B	0.55	0.51	0.48	0.45

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：PE/PB 以 2025 年 7 月 3 日收盘价计算

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 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周六福珠宝股份有限公司、黄山旅游集团、瀚惠国际有限公司、山东国惠投资控股集团有限公司、九江市城市发展集团有限公司、九江市工发产业投资有限公司、郑州城建集团投资有限公司、中国飞机租赁、青岛陆港国际开发建设有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、新琪安集团股份有限公司、烟台市正源投资控股集团有限公司、沂盛(维尔京)国际有限公司、正源国际发展有限公司、天津临港投资发展集团有限公司、天津临港投资控股集团有限公司、广西交通投资集团有限公司、中泰国际财务(英属维京群岛)有限公司、中泰金融国际有限公司、中泰证券、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、成都银行股份有限公司、鲁南(枣庄)经济开发投资有限公司、鲁南发展投资控股(枣庄)集团有限公司、山东沂河控股集团有限公司、泰国国控投资集团有限公司、泰州鑫泰集团有限公司、工商银行、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、国能环保投资集团有限公司、济南能源集团有限公司、江苏立怡实业发展有限公司、咸宁城市发展(集团)有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、开封市发展投资集团有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、博兴县财金投资集团有限公司、焦作市国有资本运营(控股)集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、双城(重庆)信用增进股份有限公司、成都天府大港集团有限公司、成都经开区产业投资集团有限公司、中国长城资产(国际)控股有限公司、知识城(广州)投资集团有限公司、成都兴锦建设投资集团有限责任公司、贵溪经开控股发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能源电池技术股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、金峰有限公司、越秀房产信托基金、越秀房托资产管理有限公司、福建省晋尚控股集团有限公司、唐山国际投资(香港)有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、淮安开发控股有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省中豫融资担保有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、济源济康科技有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、滕州信华投资集团有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、九江银行、萍乡市城市建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛(维尔京)国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、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、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、南阳城投控股有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资集团有限责任公司、桐州国际投资有限公司、江门高新技术工业园有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、天长市农业发展有限公司、徽商银行股份有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、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、济南市中财金投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、南京银行、三水国际发展有限公司、唐山国控集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、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、山东泉汇产业发展有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、福清市国有资产运营投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、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、漳州圆山发展有限公司、漳州高鑫发展有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、万晟国际(维尔京)有限公司、XD民生银行、新沂市交通文旅集团有限公司、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、四海国际投资有限公司、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、公司名称(英文)、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、HANHUI INTERNATIONAL LIMITED、

SHANDONG GUOHUI INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Jiujiang Municipal Development Group Co., Ltd.、Jiujiang Gongfa Industrial Investment Co., Ltd.、ZHENGZHOU URBAN CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、CALC、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、QINGDAO LANDPORT INTERNATIONAL DEVELOPMENT CONSTRUCTION CO.,LTD.、CALC Bonds Limited、Taizhou Chemical New Materials Industry Development Group Co., Ltd.、TAIXING JINJIANG INVESTMENT CO., LTD.、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、Yantai Zhengyuan Investment Holding Group Co., Ltd.、Yisheng (BVI) International Co., Ltd.、Zheng Yuan International Development (BVI) Co., Limited、Shandong Yimeng Industrial Group Co., Ltd.、Tianjin Lingang Investment Development Group Co., Ltd.、Tianjin Lingang Investment Holding Group Co., Ltd.、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD.、FUJIAN JINJIANG CONSTRUCTION INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、ZHONGTAI INTERNATIONAL FINANCE (BVI) COMPANY LIMITED、ZHONGTAI FINANCIAL INTERNATIONAL LIMITED、ZHONGTAI SECURITIES、Chengdu Inland Port Hub Investment & Development (Group) Co., Ltd.、BANK OF CHENGDU CO., LTD.、Lunan Zaozhuang Economic Development Investment Co Ltd.、Lunan Development Investment Holding (Zaozhuang) Group Co., Ltd.、SHANDONG YIHE HOLDING GROUP CO., LTD.、Yixin Innovation Technology Company Limited、Xin Fu (BVI) Co., Limited.、Taizhou Guokong Investment Group Co., Ltd.、Taizhou Xintai Group Co., Ltd.、INDUSTRIAL AND COMMERCIAL BANK OF CHINA、WEIFANG URBAN CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Guoneng Environmental Protection Investment Group Co., Limited、Jinan Energy Group Co., Ltd.、Jiangsu Liqia Industrial Development Co., Ltd.、QINGDAO JIMO DISTRICT URBAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、Xianning Urban Development (Group) Co., Ltd.、Huangshi Chantou Holding Group Co., Ltd.、Kaifeng Development and Investment Group Co., Ltd.、JINGDEZHEN URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BOXING FINANCIAL INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiaozuo State-owned Capital Operation (Holding) Group Co., Ltd.、Linyi City Development International Co., Limited、LINYI CITY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Chengdu-Chongqing Bond Insurance Co., Ltd.、Chengdu Tianfu Dagang Group Co., Ltd.、Chengdu Economic Development Industrial Investment Group Co., Ltd.、China Great Wall International Holdings VI Limited、China Great Wall AMC (International) Holdings Company Limited、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Chengdu Xingjin Construction Investment Group Co., Ltd.、Guixi Jingkai Holding Development Group Co., Ltd.、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Zhangzhou Transportation Development Group Co., Ltd.、SAN SHUI INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Huzhou Wuxing State-Owned Capital Investment Development Co., Ltd.、Moon King Limited、YUEXIU REIT、Yuexiu REIT Asset Management Limited、FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP CO., LTD. (FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP)、Tangshan International Investment (Hong Kong) Co., Ltd.、Tangshan Holding Development Group Co., LTD.、FOSHAN GAOMING CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD.、Huai'an Development Holdings Co Ltd.、Baoding National Hi-tech Industry Development Zone Development Co Ltd.、Henan Airport Investment Group Co., Ltd.、Henan Zhongyu Financing Guarantee Co., LTD.、QUANZHOU NANYI INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiyuan city Jikang technology Co., LTD.、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、QINGDAO JIAOZHOU URBAN DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、BANK OF BEIJING、XIANGTAN ZHENXIANG STATE-OWNED ASSETS MANAGEMENT INVESTMENT CO., LTD.、HUBEI UNITED DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、BANK OF JIUJIANG、Shengzhou Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LISHUI ECONOMIC AND TECHNOLOGICAL DEVELOPMENT ZONE INDUSTRIAL DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) FINANCIAL LEASING CO., LTD.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) INVESTMENT GROUP CO., LTD.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、Jiangmen High-tech Industrial Park Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited、SICHUAN JINYU FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、TIANCHANG AGRICULTURAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Huishang Bank Corporation Limited.、Hubei Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Fuzhou Digital Economy Investment Group Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Fengdu Cultural And Tourism Group Co., Ltd.、Chongqing Sanxia Financing Guarantee Group Corporation.、Zhejiang DES (BVI) Co., Ltd.、Hangzhou Fuyang Transportation Development Investment Group Co., Ltd.、JINAN SHIZHONG FINANCE INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiangsu Jiangyan Economic Development Group Co., LTD.、BANK OF NANJING、SAN Shui International Development Co Ltd(BVI)、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd.、ANHUI XIHU INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Huaibei City Construction Investment Holding Group Company Limited、Quzhou Qutong Transportation Investment Development Co., Ltd.、Chengdu Wuhou Industrial Development Investment Management Group Co., Ltd.、Wenzhou Lucheng District State-owned Holding Group Co., Ltd.、Shandong Mingshui Guokai Development Group Co., Ltd.、Mixin International Trading Co., Limited、Yichang High-tech Investment Development Co., Ltd.、ZHONGYUAN DAYU INTERNATIONAL (BVI) CO., LTD.、ZHONGYUAN ASSET MANAGEMENT CO., LTD.、Chengdu Transportation Investment Group Co., Ltd.、Fuqing State-owned Assets Operation Investment Group Co., Ltd.、Binzhou Bincheng Economic Development Investment Company Limited、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co.Ltd.、HUISHANG BANK、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、YANTAI GUOFENG INVESTMENT HOLDINGS GROUP CO., LTD.、JINAN HI-TECH HOLDING GROUP CO., LTD.、Luoyang Guosheng Investment Holding Group Co., Ltd.、CHINA MINSHENG BANKING、CHANGDE CAIXIN FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、HUNAN RUIXIN INDUSTRIAL OPERATION MANAGEMENT CO., LTD.、Ganzhou Urban Investment Holding Group Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、Fujian Jinjiang Construction Investment Holding Group Co., Ltd.、Miluo River Holding Group Limited、China Cinda 2020 I Management Ltd 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。

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

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

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

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