公用事业

证券研究报告
2025 年 07 月 25 日

136 号文的实施，是否会加速可再生能源补贴问题的解决?

专题

136 号文提出推动新能源上网电量全面进入电力市场，此前《关于全面加快电力现货市场建设工作的通知》也已明确 2025 年底前基本实现电力现货市场全覆盖，我们认为新能源电价或有所承压，企业现金流也将面临一定压力。

与此同时，第一批可再生能源发电补贴合规项目清单已公布两年有余，补贴缺口问题也曾明确通过专项融资解决。我们认为在推动新能源全面入市的背景下，可再生能源补贴拖欠问题有望加速解决。故而本篇专题我们以补贴为主题，梳理可再生能源发展基金的历史沿革、补贴发放情况以及核查进展。

核心观点

补贴缺口随装机快速增长而显现，已明确通过专项融资解决

2011 年可再生能源发展基金正式设立。基金收入主要来源于依法向电力用户征收的可再生能源电价附加收入，为满足迅速增加的可再生能源电价补贴的需求，征收标准历经多次上调。基金支出则是以电价补贴形式拨付至国家电网、南方电网等电网公司和地方性独立电网所在省财政部门，再分项目按上网电量核算的补贴数额兑付给纳入补贴清单管理的发电企业。从近两年来看，国网转付的补助资金均超过 1000 亿元。从 24 年具体支出来看，风电为 490 亿元、太阳能 471 亿元、生物质 46 亿元。

2016 年以来，新能源行业进入快速发展阶段。虽然电价附加征收标准多次上调，但仍无法追赶新能源行业的装机增速，所获资金低于补贴需求，补贴拖欠问题开始显现。2022 年，三部委同意设立北京、广州可再生能源发展结算服务有限公司，统筹解决可再生能源发电补贴问题。

第一批合规清单已公布两年有余，看好补贴缺口的加速解决

2022 年 3 月，三部委联合发文，决定在全国范围内开展可再生能源发电补贴核查工作，进一步摸清可再生能源发电补贴底数。核查涉及项目合规性、规模、电量、电价、补贴资金、环境保护六个方面。

2023 年 1 月，国家电网和南方电网公布了《关于公布第一批可再生能源发电补贴合规项目清单的公告》，共有 7335 个可再生能源项目被纳入第一批合规清单，其中国网 6821 个、南网 514 个。截止目前，第二批合规清单尚未公布。

投资建议：第一批可再生能源合规清单发布已两年有余，此前政策已明确通过专项融资方式解决补贴缺口问题，我们看好补贴拖欠问题的加速解决。若欠补问题得到解决，将有效缓解相关公司应收账款压力，其现金流状况也有望大幅改善。长期来看，有利于可再生能源发电产业持续健康发展。具体标的方面，建议关注新能源运营商【**龙源电力**】【**大唐新能源**】【**新天绿色能源**】【**三峡能源**】【**华电新能**】【**晶科科技**】【**节能风电**】【**太阳能**】【**中广核新能源**】，火电转型新能源运营商【**华润电力**】【**华能国际**】【**国电电力**】，垃圾焚烧发电公司【**瀚蓝环境**】【**绿色动力**】【**光大环境**】。

风险提示：宏观经济下行、电力价格波动、新能源装机增速不及预期、电站造价提高、新能源消纳不及预期、补贴发放不及预期等

投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com
王钰舒 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070006
wangyushu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《公用事业-行业专题研究:从产业结构调整看用电量与 GDP 增速差》2025-04-26
2 《公用事业-行业深度研究:水风光一体化，能否再造一条雅砻江？》2025-04-13
3 《公用事业-行业专题研究:煤价快速下滑，火电度电盈利有望抬升》2025-02-27

内容目录

1. 补贴缺口随装机快速增长而显现，已明确通过专项融资解决 3
1.1. 电价附加收入为可再生能源补贴主要来源，征收标准曾历经多次上调 3
1.2. 近两年国网转付补贴均超千亿，风光各近半数 4
1.3. 两网成立结算公司，明确以专项融资解决补贴缺口问题 6
2. 第一批合规清单已公布两年有余，看好补贴缺口的加速解决 7
2.1. 补贴核查摸清补贴底数，核查主要涉及六方面 7
2.2. 第一批合规清单已于 23 年正式公布，部分公司已公告核查影响 8
3. 投资建议 9
4. 风险提示 9

图表目录

图 1：可再生能源基金运行机制 3
图 2：补贴拨付路径 4
图 3：垃圾焚烧企业运营收入来源 5
图 4：可再生能源发电补贴结算规则 5
图 5：2013-2021 年可再生能源补贴支出总额 6
图 6：2013-2021 年可再生能源补贴支出结构 6
图 7：国网可再生能源电价附加补助资金转付情况（单位：亿元） 6
图 8：新能源装机快速增长（单位：GW） 6
图 9：国网公布的第一批合规清单中，各类型项目个数（单位：个） 8
图 10：国网公布的第一批合规清单中，各类型项目占比 8

表 1：可再生能源电价附加征收标准 3
表 2：风电上网电价历史沿革（单位：元/千瓦时） 4
表 3：太阳能发电上网电价历史沿革（单位：元/千瓦时） 4
表 4：广州可再生能源发展结算服务有限公司设立原则 7
表 5：补贴核查的内容 7
表 6：部分公司针对未纳入合规清单项目进行的会计处理 8

1. 补贴缺口随装机快速增长而显现，已明确通过专项融资解决

为促进风电、太阳能等非水可再生能源行业发展，2009 年《中华人民共和国可再生能源法》的修订，新增“国家实行可再生能源发电全额保障收购制度”，并正式明确设立“可再生能源发展基金”。2011 年财政部、国家发展改革委、国家能源局联合印发《可再生能源发展基金征收使用管理暂行办法》，正式设立可再生能源发展基金。

1.1. 电价附加收入为可再生能源补贴主要来源，征收标准曾历经多次上调

2012 年，三部委联合印发《可再生能源电价附加补助资金管理暂行办法》，将该基金收入确认为两部分：一是国家财政公共预算安排的专项资金，二是依法向电力用户征收的可再生能源电价附加收入，其中**电价附加收入是补贴可再生能源发电的主要资金来源。**

图 1：可再生能源基金运行机制



资料来源：《可再生能源补贴缺口情况研究》蒋海波，天风证券研究所

为满足迅速增加的可再生能源电价补贴的需求，电价附加征收的标准历经多次上调。

- 2011 年 11 月底财综〔2011〕115 号文规定可再生能源电价附加征收标准为 0.8 分／千瓦时；
- 2013 年 8 月底发改价格〔2013〕1651 号文印发，将向除居民生活和农业生产以外其他用电征收的可再生能源电价附加标准由每千瓦时 0.8 分钱提高至 1.5 分钱；
- 2016 年 1 月财税〔2016〕4 号文印发，明确自 2016 年 1 月 1 日起，将各省（自治区、直辖市，不含新疆维吾尔自治区、西藏自治区）居民生活和农业生产以外全部销售电量基金征收标准，由每千瓦时 1.5 分提高到每千瓦时 1.9 分，至今再未发生变化。

表 1：可再生能源电价附加征收标准

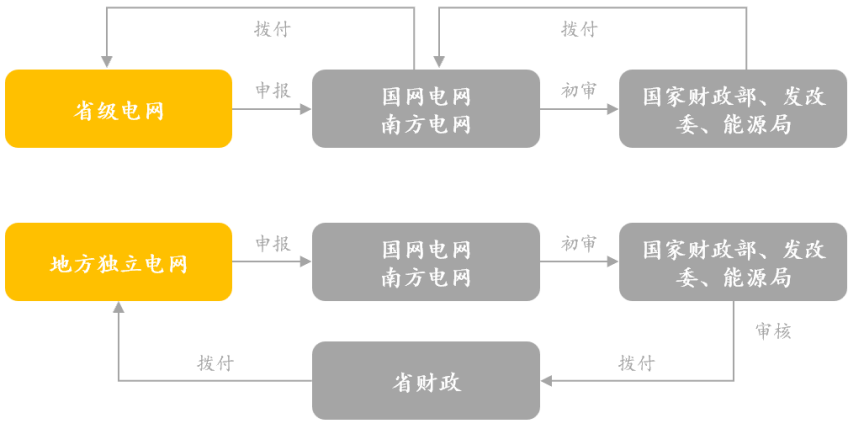
时间段	居民及农业生活	其他用电	依据
2006 年 6 月 30 日-2008 年 6 月 30 日	0.1 分	0.1 分	《国家发展改委会关于调整陕西电网电价的通知》（发改价格[2006]1263 号）
2008 年 7 月 1 日-2009 年 11 月 19 日	0.1 分	0.2 分	《关于提高西北电网电价的通知》（发改价格[2009]1679 号）
2009 年 11 月 20 日-2011 年 12 月 31 日	0.4 分	0.4 分	《国家发展改委会关于调整西北电网电价的通知》（发改价格[2009]2921 号）
2012 年 1 月 1 日-2013 年 9 月 24 日	0.8 分	0.8 分	《可再生能源发展基金征收使用管理暂行办法》（财综[2011]115 号）
2013 年 9 月 25 日-2015 年 12 月 31 日	0.8 分	1.5 分	《关于调整可再生能源电价附加标准与环保电价有关事项的通知》（发改价格[2013]1651 号）
2016 年 1 月 1 日至今	0.8 分	1.9 分	《关于提高可再生能源发展基金征收标准等有关问题的通知》（财综[2016]4 号》

资料来源：大岳咨询公众号、天风证券研究所

1.2. 近两年国网转付补贴均超千亿，风光各近半数

国家财政征收可再生能源电价附加后形成可再生能源发展基金，以电价补贴形式拨付至国家电网、南方电网等电网公司和地方性独立电网所在省财政部门，再分项目按上网电量核算的补贴数额兑付给纳入补贴清单管理的发电企业。

图 2：补贴拨付路径



资料来源：公众号鲸能云、天风证券研究所

2009、2011 年风光标杆上网电价相继落地。根据《可再生能源电价附加补助资金管理办法》，纳入可再生能源发电补贴清单范围的项目，其全生命周期补贴电量内所发电量按照上网电价给予补贴，**补贴标准=(可再生能源标杆上网电价（含通过招标等竞争方式确定的上网电价）-当地燃煤发电上网基准价）/(1+适用增值税率)。**

表 2：风电上网电价历史沿革（单位：元/千瓦时）

主要内容	陆上风电价格				海上风电价格	
	I 类资源	II 类资源	III 类资源	IV 类资源	近海	潮汐带
2009 年 8 月至 2014 年标杆电价	0.51	0.54	0.58	0.61		
2015 年标杆电价	0.49	0.52	0.56	0.61		
2014 年 6 月至 2017 年标杆电价					0.85	0.75
2016 年至 2017 年标杆电价	0.47	0.50	0.54	0.60		
2018 年标杆电价	0.40	0.45	0.49	0.57	0.85	0.75
2019 年指导价格	0.34	0.39	0.43	0.52	0.80	不得高于陆
2020 年指导价格	0.29	0.34	0.38	0.47	0.75	上指导电价

资料来源：华电新能公告、天风证券研究所

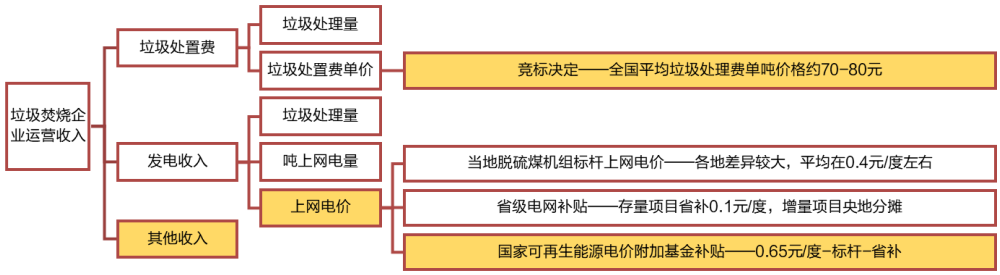
表 3：太阳能发电上网电价历史沿革（单位：元/千瓦时）

主要内容	集中式			分布式
	I 类资源	II 类资源	III 类资源	（下方为度电补贴值）
2011 年 7 月以前标杆电价	1.15	1.15	1.15	-
2011 年 7 月至 2013 年 8 月标杆电价	1.00	1.00	1.00	-
2013 年 9 月至 2015 年标杆电价	0.90	0.95	1.00	0.42
2016 年标杆电价	0.80	0.88	0.98	0.42
2017 年标杆电价	0.65	0.75	0.85	0.42
2018 年 1 至 6 月标杆电价	0.55	0.65	0.75	0.37
2018 年 6 月至 2019 年 6 月标杆电价	0.50	0.60	0.70	0.32
2019 年 7 月至 2020 年 5 月指导电价	0.40	0.45	0.55	工商业 0.10、户用 0.18
2020 年 6 月至 12 月指导电价	0.35	0.40	0.49	工商业 0.05、户用 0.08

资料来源：华电新能公告、天风证券研究所

垃圾焚烧企业上网电价由当地脱硫燃煤机组标杆上网电价、省级电网负担和国家可再生能源电价附加基金负担三部分构成，**其中省补部分通常与基础电费一起按月结算，国补则来自于可再生能源发展基金。**

图 3：垃圾焚烧企业运营收入来源



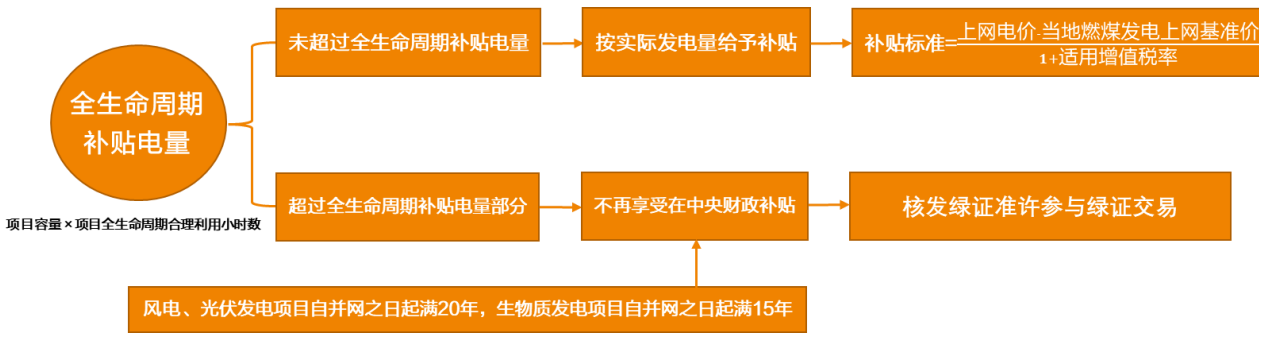
资料来源：发改委、伟明环保 2019 年年报、环卫科技网，天风证券研究所

可再生能源项目全生命周期补贴电量通过规定合理利用小时数予以固定。根据《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》，已按规定核准（备案）、全部机组完成并网，同时经审核纳入补贴目录的可再生能源发电项目，按合理利用小时数核定中央财政补贴额度。陆上风电Ⅰ至Ⅳ类资源区全生命周期合理利用小时数为 48000/44000/40000/36000 小时，海上风电为 52000 小时；光伏发电Ⅰ至Ⅲ类资源区为 32000/26000/22000 小时；生物质发电为 82500 小时，包括农林生物质发电、垃圾焚烧发电和沼气发电项目。

项目全生命周期补贴电量=项目容量×项目全生命周期合理利用小时数（项目容量按核准（备案）时确定的容量为准。如项目实际容量小于核准（备案）容量，则以实际容量为准）。

- **在未超过项目全生命周期合理利用小时数时，**按可再生能源发电项目当年实际发电量给予补贴；
- **所发电量超过全生命周期补贴电量部分，**不再享受中央财政补贴资金，核发绿证准许参与绿证交易；
- **风电、光伏发电项目自并网之日起满 20 年后，生物质发电项目自并网之日起满 15 年后，**无论项目是否达到全生命周期补贴电量，不再享受中央财政补贴资金，核发绿证准许参与绿证交易。

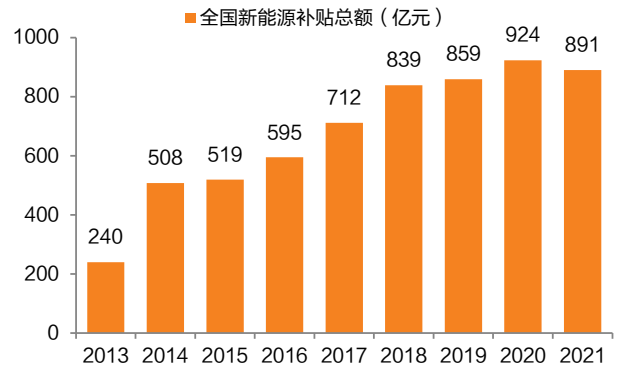
图 4：可再生能源发电补贴结算规则



资料来源：财政部，天风证券研究所

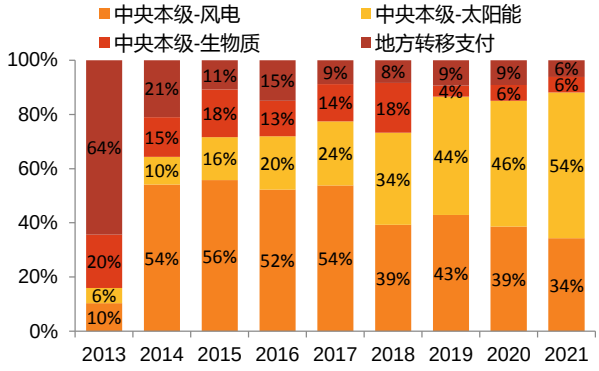
从 2016-2021 年累计支出来看，可再生能源补贴支出共计 4819 亿元，其中中央本级支出 4375 亿元（风电 2054 亿元，占中央本级支出的 47%；太阳能 1852 亿元，占比 42%；生物质 469 亿元，占比 11%），对地方的转移性支出 444 亿元。**从单年支出额来看**，2016-2020 年可再生能源补贴支出从 595 亿元提升至 924 亿元，总体呈现增长态势；2021 年单年支出近 900 亿。

图 5：2013-2021 年可再生能源补贴支出总额



资料来源：国家财政部、天风证券研究所

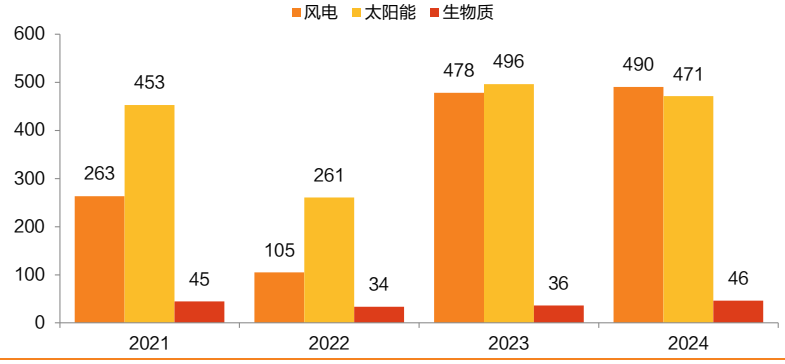
图 6：2013-2021 年可再生能源补贴支出结构



资料来源：国家财政部、天风证券研究所

2022 年起，《中央政府性基金支出预算/决算表》科目目录发生调整，“可再生能源电价附加收入安排的支出”等多个项目并入“其他政府性基金支出”。但由于国网转付的补贴占了补贴发放的绝大部分，故而仍可从国网转付补贴额粗略判断补贴支出总额。**从近两年来看，国网转付的补助资金均超过 1000 亿元。从 2024 年具体支出情况来看，风电为 490 亿元、太阳能 471 亿元、生物质 46 亿元。**

图 7：国网可再生能源电价附加补助资金转付情况（单位：亿元）

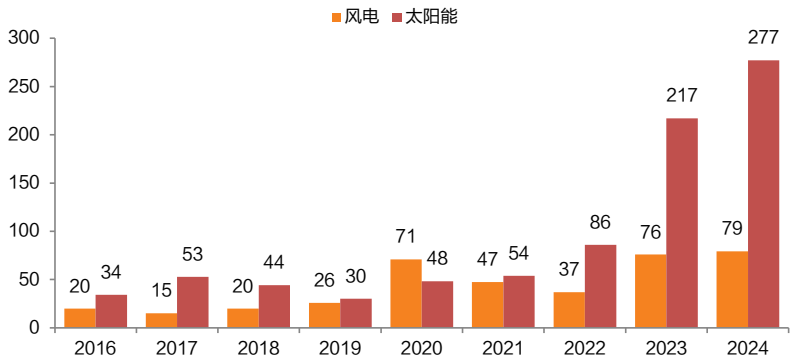


资料来源：国家电网、国际电力网、北极星火力发电网、电力网、公众号新能源云、公众号江苏省储能行业协会、天风证券研究所

1.3. 两网成立结算公司，明确以专项融资解决补贴缺口问题

可再生能源补贴缺口问题凸显。2016 年以来，新能源行业进入快速发展阶段。电价附加征收的标准虽多次上调，但仍无法追赶新能源行业的装机增速，所获资金低于补贴需求，补贴拖欠问题开始显现。据中国可再生能源学会风能专业委员会测算，截至 2021 年底，补贴拖欠累计约 4000 亿元。

图 8：我国新增风光装机容量（单位：GW）



资料来源：国网新能源云、天风证券研究所

2022 年，国家发展改革委、财政部、国资委同意设立北京、广州可再生能源发展结算服务有限公司，统筹解决可再生能源发电补贴问题。具体来看，北京、广州可再生能源发展结算服务有限公司将由国家电网公司和南方电网公司分别牵头负责成立，并分别隶属于两家央企。同时，为了避免影响电网公司的负债率及发展，经国家发展改革委、财政部、国资委三部委同意，上述两公司为自主经营、独立核算的独立市场主体，与输配电业务有效隔离，不影响电网公司正常生产经营和财务状况。2022 年 8 月，南方电网已发布《关于成立广州可再生能源发展结算服务有限公司的通知》，提出研究成立广州可再生能源发展结算服务有限公司，**补贴资金缺口按照市场化原则通过专项融资解决，专项融资本息在可再生能源发展基金预算中列支。**

表 4：广州可再生能源发展结算服务有限公司设立原则

设立原则	具体内容
承担政策性业务	广州可再生能源公司承担可再生能源补贴资金统计、管理等政策性业务，不以盈利为目的，按相关法律法规及政策要求规范运营，并接受政府监管。
坚持市场化运作	在财政拨款基础上，补贴资金缺口按照市场化原则通过专项融资解决，专项融资本息在可再生能源发展基金预算中列支。财政资金不作为公司资本金。
与电网输配电业务隔离	广州可再生能源公司由南方电网公司牵头设立，保持独立核算、独立运营，与输配电业务有效隔离，不影响南方电网公司正常生产经营和财务状况。

资料来源：公众号风芒能源、天风证券研究所

2. 第一批合规清单已公布两年有余，看好补贴缺口的加速解决

2.1. 补贴核查摸清补贴底数，核查主要涉及六方面

2022 年 3 月 24 日，国家发改委、能源局以及财政部三部委联合下发《关于开展可再生能源发电补贴自查工作的通知》，决定在全国范围内开展可再生能源发电补贴核查工作，进一步摸清可再生能源发电补贴底数。根据文件，自查对象包括电网和发电企业，范围为截止到 2021 年 12 月 31 日已并网有补贴需求的全口径可再生能源发电项目，主要为风电、集中式光伏电站以及生物质发电项目。**核查涉及项目合规性、规模、电量、电价、补贴资金、环境保护（仅生物质发电）六个方面。**

表 5：补贴核查的内容

类别	具体内容
项目合规性	◆ 是否纳入计划、规模或者规划等管理文件相应的名单或清单，以及项目是否依法依规核准（备案）等
项目规模	◆ 项目并网容量是否大于核准容量或年度建设规模； ◆ 项目分批并网时间和对应容量以及全部容量并网时间与实际是否一致； ◆ 是否存在补贴退坡的关键时间节点以少量机组并网代替全部机组并网投产的情况等
项目电量	◆ 项目补贴电量、补贴年限是否超过政策要求； ◆ 项目实际年利用小时数与所在区域同类同期项目相比是否存在异常偏高情况等
项目电价	◆ 项目实际执行的上网电价，是否超过国家价格政策明确的上网电价（指导价），或是招投标或竞价确定的标杆上网电价； ◆ 是否存在项目在补贴退坡关键时间节点之后投产，却享受退坡之前的补贴强度等
项目补贴资金	◆ 项目实获补贴资金是否超过应获得的补贴资金； ◆ 项目完成绿色电力证书交易的电量是否扣减国家补贴； ◆ 是否存在未列入补贴清单范围仍拨付补贴资金的情况等
项目环境保护	◆ 生物质发电项目是否按要求完成环保设施建设； ◆ 是否受到生态环境部门违规处罚； ◆ 是否违规掺烧化石能源等

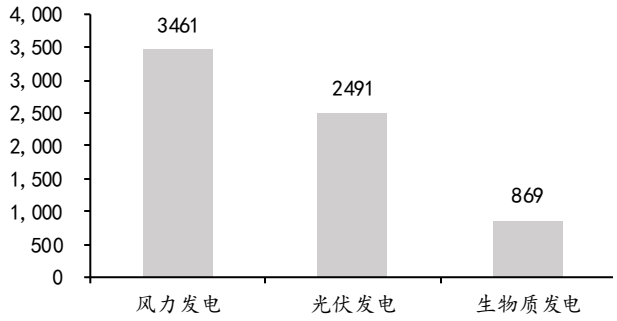
资料来源：公众号风电顺风耳、天风证券研究所

根据国务院有关工作部署，国家发展改革委、财政部、国家能源局会同有关方面，自 2022 年 3 月起通过组建国家核查工作组和省级核查工作组的形式，**对享受可再生能源发电补贴政策的风电、集中式光伏发电和生物质发电项目在全国范围内开展可再生能源发电补贴自查核查工作。**

2.2. 第一批合规清单已于 23 年正式公布，部分公司已公告核查影响

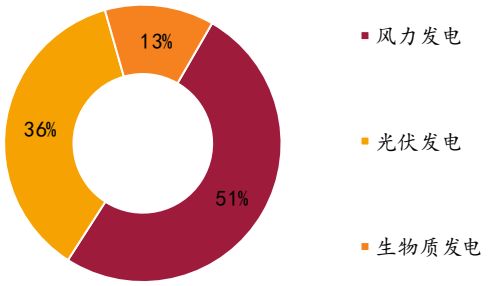
2023 年 1 月，国家电网和南方电网公布了《关于公布第一批可再生能源发电补贴合规项目清单的公告》，共有 7335 个可再生能源项目被纳入第一批合规清单，其中国网 6821 个、南网 514 个。具体看各细分行业，以国网数据为例，光伏、风电、生物质项目的占比分别为 51%、36%、13%。截止目前，第二批合规清单尚未公布。

图 9：国网公布的第一批合规清单中，各类型项目个数（单位：个）



资料来源：国网新能源云，天风证券研究所

图 10：国网公布的第一批合规清单中，各类型项目占比



资料来源：国网新能源云，天风证券研究所

省级层面：2022 年，内蒙古自治区发改委发布《关于废止部分可再生能源项目上网电价批复文件的通知》，共废止 24 个存在问题的可再生能源项目上网电价批复文件。废止存在问题的可再生能源项目上网电价包括：17 个未纳入年度建设规模管理的项目批复上网电价的文件；5 个擅自变更投资主体的项目批复上网电价的文件；2 个擅自变更投资主体的项目批复上网电价的文件。

上市公司层面：太极实业、江南化工已公告需退回违规项目所领取的补贴资金。华电新能源、新特能源公告根据核查情况，冲减收入并进行计提减值。

表 6：部分公司针对未纳入合规清单项目进行的会计处理

公司名称	披露情况	会计处理
太极实业	2022 年子公司十一科技下属电站公司收到内蒙古财政厅、内蒙古自治区发展与改革委员会和内蒙古自治区能源局联合下发文件，要求电站公司将违规领取的可再生能源电价附加补助资金缴回内蒙古电力（集团）有限责任公司。	所涉电站公司对于尚未收回的应收电费补贴 34,781.38 万元（不含税）单项计提信用减值损失。2022 年公司全年累计计提固定资产减值损失 35,149.21 万元，计提无形资产减值损失 132.89 万元，计提使用权资产减值损失 1,606.64 万元。
江南化工	2023 年 2 月 16 日，公司收到由内蒙古财政厅、内蒙古发改委、内蒙古能源局组成的领导小组文件，认定乌拉特后旗 50MW 光伏发电项目存在未纳入规模管理、备案文件失效问题，将该项目移出补贴清单，退回已申领的补贴资金 16,617.51 万元。同时，截至 2022 年 12 月 31 日该电站尚未收回的应收电费补贴 19,915.68 万元可能存在无法收回的风险。	该事项导致冲减 2022 年度营业收入 31,862.74 万元。
华电新能源	可再生能源补贴自查工作开展后，根据目前可再生能源补贴核查进展，公司结合对相关政策的理解情况进行了最佳会计估计，对涉及“项目并网”相关情况、“装机容量”相关情况、“年度规模”相关情况的 77 个项目不确认或已冲减相关可再生能源补贴收入，调减收入金额 5.87 亿元。	调减收入金额 5.87 亿元，计提资产减值损失金额 3.48 亿元

新特能源	公司根据自查及核查情况，预计共 9 个电站项目的补贴电价将被降低或取消，故在 2022 年财务报表中将上述电站项目补贴电价预计降低或取消对应的 2022 年及以前年度累计确认的补贴收入全部冲减 2022 年营业收入。	冲减 2022 年营业收入 82,357.31 万元，对预计无法收回的应收电费补贴款中对应的增值税销项税全额计提信用减值损失 9,256.58 万元，同时对存在减值迹象的相关电站资产组（固定资产、无形资产及使用权资产）进行减值测算，计提资产减值准备 32,267.57 万元。

资料来源：新特能源公告，天风证券研究所

3. 投资建议

第一批可再生能源合规清单发布已两年有余，此前政策已明确通过专项融资方式解决补贴缺口问题，我们看好补贴拖欠问题的加速解决。若欠补问题得到解决，将有效缓解相关公司应收账款压力，其现金流状况也有望大幅改善。长期来看，有利于可再生能源发电产业持续健康发展。具体标的方面，建议关注新能源运营商【**龙源电力**】【**大唐新能源**】【**新天绿色能源**】【**三峡能源**】【**华电新能**】【**晶科科技**】【**节能风电**】【**太阳能**】【**中广核新能源**】，火电转型新能源运营商【**华润电力**】【**华能国际**】【**国电电力**】，垃圾焚烧发电公司【**瀚蓝环境**】【**绿色动力**】【**光大环境**】。

4. 风险提示

宏观经济下行风险：如果未来经济增长放慢，全社会用电量增长速度将放缓，有可能造成弃电情况，对发电水平产生不利影响。

电力价格波动风险：随着电力体制改革推进，市场化交易电量比例持续提高，现货交易加快推进，交易品种日趋完善，电力市场竞争异常激烈，市场化交易电价面临一定的下行压力。

新能源装机增速不及预期风险：伴随新能源装机规模和占比的持续扩张，其消纳问题可能逐渐突出，后续装机增速可能面临下滑风险。

电站造价提高风险：电站上游设备价格存在波动性，未来电站造价可能出现波动。

新能源消纳不及预期风险：随着新能源装机占比的日益提升，若配套输电通道、调节资源等进展不及预期，或将导致消纳压力增大。

补贴发放不及预期风险：可再生能源补贴结算周期较长，从而导致补贴电价部分收入回收较慢，对企业现金流产生一定影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com