

# 公用事业

## 从“华银电力”看省级火电企业转型发展

证券研究报告

2025年09月25日

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

杨嘉政

分析师

SAC 执业证书编号: S1110525070003  
yangjiazheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《公用事业-行业专题研究:绿电公司可再生能源补贴情况梳理》  
2025-09-18
- 《公用事业-行业专题研究:2025 两网公司中长期债券发行加速》  
2025-09-16
- 《公用事业-行业深度研究:AI 带动数据中心景气向上, 电力需求有多少?》  
2025-09-08

### “双碳”目标下新能源装机规模快速扩张, 市场化进程加快

碳中和承诺驱动能源加速转型, 风、光装机容量快速扩张, 国内电力结构转变。截至 2025 年 6 月, 国内风电装机规模达到 5.73 亿千瓦, 光伏装机规模达到 11.00 亿千瓦, 风光装机占比达到 45.9%。同时, 2025 年 2 月“136 号文”出台, 新能源入市节奏加快, 各省份“136 号文”配套政策陆续出台, 由于各省份新能源发展节奏、燃煤基准价、电力供需水平等不同, 未来其新能源项目收益表现或存在差异。

### 火电新增投资持续, 资产盈利出现分化

一方面, 2022 年后火电投资“回暖”, 核准装机规模明显增加。2022-2023 年国内火电核准装机规模分别达到 136.25、140.25GW, 经过两年大体量核准, 2024 年核准量下滑至 59.29GW, 但 2025 年核准量再次出现回暖, 上半年核准量达到 32.49GW, 同比增加 127.81%。另一方面, 由于不同容量等级火电机组的运行效率(供电煤耗、负荷率等)存在显著差异, 目前百万千瓦级大机组或具备一定盈利优势。

### 华银电力: 火电投资与新能源转型并举

#### 重心一: 新能源转型持续推进, 湖南省区位优势显著

公司为大唐集团旗下湖南电力平台, 截止 2025H1, 公司发电装机规模 716.37 万千瓦, 其中, 火电 482.00 万千瓦, 风电 73.79 万千瓦, 光伏发电 146.58 万千瓦, 水电 14.00 万千瓦。近年来公司大力推进清洁能源转型, 新能源装机规模快速增长, 持续为公司贡献增量。同时, 从区域看, 公司新能源装机集中于湖南省内, 整体电价水平表现较优, 有望支撑公司新能源发电业务盈利水平。

#### 重心二: 火电基本盘改善, 积极争取优质项目指标

公司在役火电机组容量等级和运行效率相对较低, 经营承压。展望未来, 一方面, 当前火电机组享受容量电价补偿, 且未来容量电价水平或仍将进一步提升, 未来老旧中小型机组盈利有望改善; 另一方面, 公司把握火电核准窗口期, 积极获取优质火电项目指标, 旗下大唐华银株洲 2×100 万千瓦扩能升级改造项目正处于建设过程中, 计划 2026 年 3 月投产。整体来看, 未来公司火电基本盘有望持续改善。

**行业观点:** 一方面, “双碳”目标推动国内能源电力结构转型, 新能源装机增长空间广阔, 为传统电力上市公司带来转型机遇; 另一方面新能源装机规模的快速扩张带来电力系统调峰需求, 部分电力公司体内火电装机以老旧中小型机组为主, 运行效率相对较低, 经营压力相对较大, 但伴随容量电价水平提升及新增优质火电装机的陆续投产, 建议关注该类公司未来盈利变化。

**风险提示:** 宏观经济大幅下滑的风险、政策推进不及预期风险、电价下调风险、煤价大幅上涨风险、新能源装机增速不及预期风险、电站造价提高风险、新能源产业政策调整风险, 所选公司可能受个别影响不能反映行业整体情况等。

## 内容目录

1. “双碳”目标推动能源电力结构转型.....	3
1.1. “双碳”目标下新能源装机规模快速扩张.....	3
1.2. 136号文发布，新能源市场化交易进程加快.....	3
2. 火电新增投资持续，资产盈利出现分化.....	4
2.1. 火电“压舱石”作用凸显，新增投资维持较高规模.....	5
2.2. 不同容量等级火电机组盈利表现分化.....	6
3. 华银电力：火电投资与新能源转型并举.....	6
3.1. 大唐集团旗下湖南电力平台，盈利水平逐步改善.....	6
3.2. 重心一：新能源转型持续推进，湖南省区位优势显著.....	7
3.3. 重心二：火电基本盘改善，积极争取优质项目指标.....	9
4. 行业观点.....	10
5. 风险提示.....	10

## 图表目录

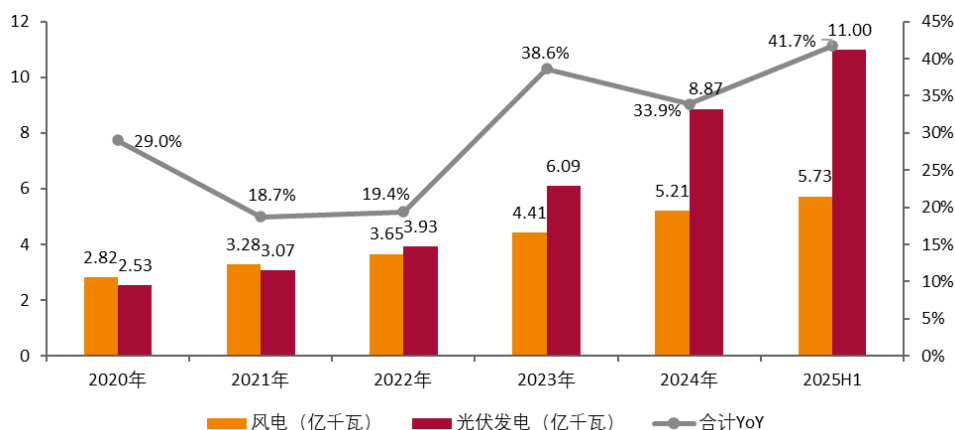
图 1：2020-2025 年 6 月全国风光装机规模（亿千瓦）.....	3
图 2：截止 2025 年 6 月国内电力装机结构.....	3
图 3：2025H1 国内发电量结构.....	3
图 4：截止 2025 年 8 月全国各地已公布存量项目机制电价情况.....	4
图 5：典型日内风光出力情况.....	5
图 6：2022-2025H1 火电核准装机量（万千瓦）.....	5
图 7：燃煤发电机组单位产品能耗限额等级.....	6
图 8：截至 2025H1 公司电力装机结构.....	6
图 9：2021-2025H1 公司归母净利润（亿元）.....	7
图 10：2021-2025H1 公司销售净利率.....	7
图 11：2020-2024 年公司新能源装机规模（万千瓦）.....	7
图 12：湖南省 2024 年电力市场化交易情况.....	8
图 13：2020-2024 年公司湖南省内风光装机平均上网电价（元/KWh）.....	9
图 14：2022-2024 年公司及全国火电供电煤耗对比（克/千瓦时）.....	9
图 15：2022-2024 年公司及全国火电利用小时数对比（小时）.....	9
表 1：“136 号文”存量和增量项目分类实施细则.....	4
表 2：公司新能源装机区域分布.....	8
表 3：2026 年部分省份容量电价补偿比例已调增（以广东省为例）.....	10
表 4：公司火电项目概况.....	10

## 1. “双碳”目标推动能源电力结构转型

### 1.1. “双碳”目标下新能源装机规模快速扩张

碳中和承诺驱动能源加速转型，风、光装机容量快速扩张。在一次能源消费和碳排放的双重约束下，风光装机规模快速扩张，截至 2025 年 6 月，国内风电装机规模达到 5.73 亿千瓦，上半年同比增长 22.7%，光伏装机规模达到 11.00 亿千瓦，上半年同比增长 54.2%，2020-2024 年风光合计装机 CAGR 达 27.4%。

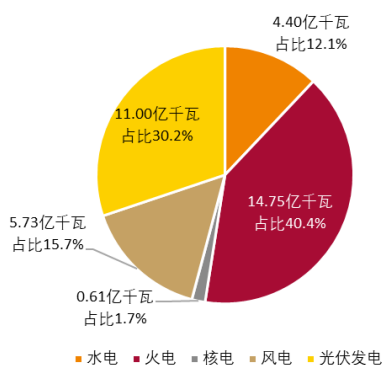
图 1：2020-2025 年 6 月全国风光装机规模（亿千瓦）



资料来源：国家能源局公众号，天风证券研究所

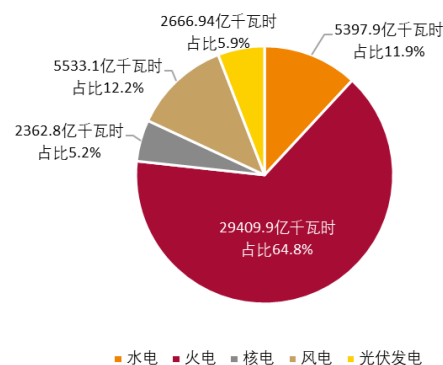
电力结构转变，新能源占比持续增加。从结构占比来看，截止 2025 年 6 月，国内风光装机占比达到 45.9%，同比增加 7.4pct，相比于 2020 年末增加 21.5pct；上半年风光发电量占比为 18.1%，同比增加 3.1pct，相比于 2020 年增加 10.6pct，当前国内发电量仍以传统能源为主，新能源电量占比尚有较大提升空间。

图 2：截止 2025 年 6 月国内电力装机结构



资料来源：国家能源局公众号，天风证券研究所

图 3：2025H1 国内发电量结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.2. 136 号文发布，新能源市场化交易进程加快

“136 号文”发布，新能源入市进程加快。加快构建新型电力系统、健全绿色低碳发展机制的决策部署，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，大力推动新能源高质量发展，2025 年 2 月，两部委发布《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》，文件对存量和增量项目进行分类施策，二者以 2025 年 6 月 1 日为节点划分：

- 2025 年 6 月 1 日以前投产的存量项目，通过开展差价结算，实现电价等与现行政策妥善衔接。

- 2025年6月1日及以后投产的增量项目，纳入机制的电量规模根据国家明确的各地新能源发展目标完成情况等动态调整，机制电价由各地通过市场化竞价方式确定。
- “136号文”要求各地要在2025年底前出台并实施具体方案，做好与国家能源电力规划的衔接。

表 1：“136号文”存量和增量项目分类实施细则

类别	界定标准	政策安排
存量项目	2025年6月1日前投产	(1) 纳入机制电价范围内电量：衔接现行保障政策，自主选择执行比例； (2) 机制电价：不高于当地煤电基准价； (3) 执行期限：按现行政策保障期延续。
增量项目	2025年6月1日后投产	(1) 纳入机制电价范围内电量：根据消纳责任权重动态调整，超出则次年缩减，不足则增加； (2) 机制电价：通过竞价形成，初期按技术类型分类，最高报价不超过上限； (3) 执行期限：按项目投资回收期确定。

资料来源：国家发改委，天风证券研究所

各省份“136号文”配套政策陆续出台，区域差异明显。整体来看，各省份大多采用燃煤基准价作为存量项目机制电价，而增量项目机制电价普遍通过市场化竞价形成，因此，由于各省份新能源发展节奏、燃煤基准价、电力供需水平等不同，未来其新能源项目收益表现或存在显著差异。

图 4：截止 2025 年 8 月全国各地区已公布存量项目机制电价情况

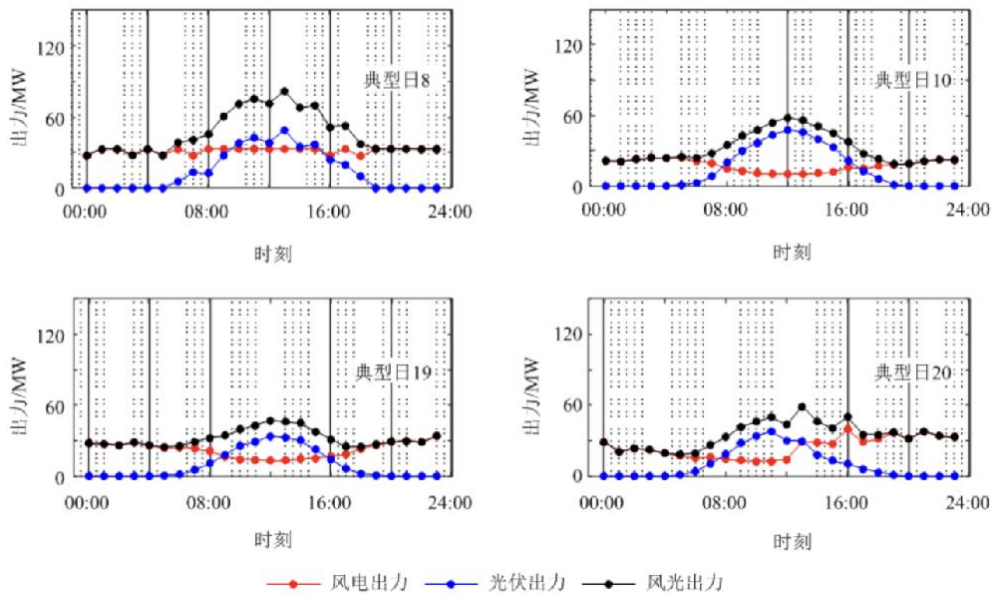


资料来源：中和储能官网，天风证券研究所

## 2. 火电新增投资持续，资产盈利出现分化

新能源发电具有波动性和不确定性，带来调峰需求。新能源出力受制于不稳定性，风电日波动最大幅度可达装机容量的 80%，且呈现一定的反调峰特性；光伏发电受昼夜、天气、移动云层变化的影响，同样存在间歇性和波动性。因此，在新能源装机和发电力占比持续提升背景下，电力系统主体电源将逐渐由连续可控的火电机组变为弱可控和强不确定的风光机组，火电的功能将从电量生产转为兜底调节。

图 5：典型日内风光出力情况



资料来源：《考虑风光出力波动性的实时互补性评价方法》刘永前等，天风证券研究所

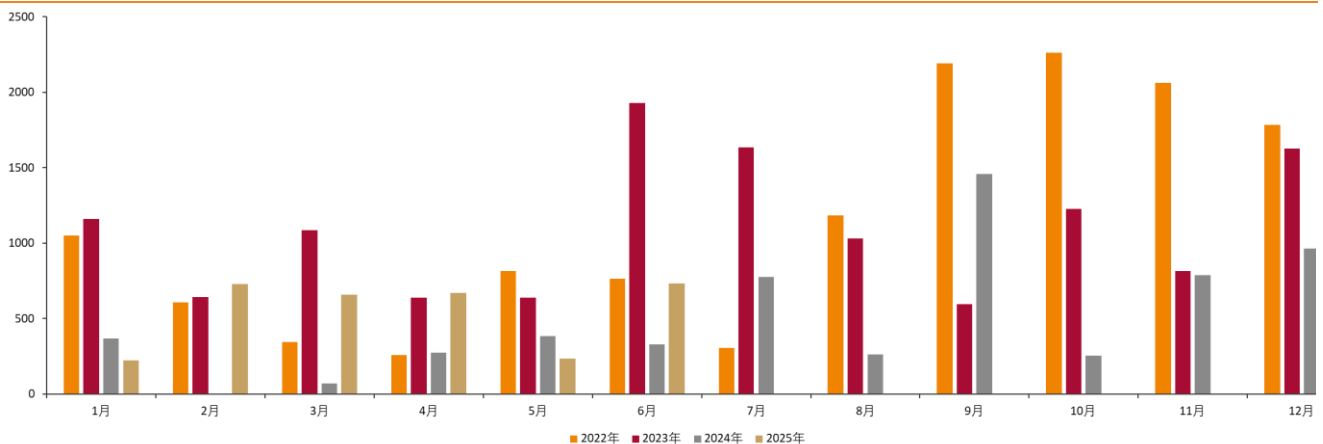
在此背景下，我们认为火电发展或表现出以下特点：

- 为保障电力系统稳定性与充裕性，火电新增投资仍在持续；
- 火电机组承担更多调峰任务，不同容量等级机组盈利出现分化。

### 2.1. 火电“压舱石”作用凸显，新增投资维持较高规模

2022年后火电投资“回暖”，核准装机规模明显增加。2022年电规总院发布《未来三年电力供需形势分析》，提出“保障未来三年1.4亿千瓦煤电按期投产”计划，2022年后火电核准装机规模明显增加。根据电力信息共享平台数据，2022-2023年国内火电核准装机规模分别达到136.25、140.25GW，经过两年大体量核准，2024年核准量下滑至59.29GW，但2025年核准量再次出现回暖，上半年核准量达到32.49GW，同比增加127.81%。

图 6：2022-2025H1 火电核准装机量（万千瓦）



资料来源：电力信息共享平台，天风证券研究所

## 2.2. 不同容量等级火电机组盈利表现分化

国内煤电机组主要容量等级分为 30 万、60 万、100 万千瓦级，而不同等级机组目前盈利水平或存在明显差异，百万千瓦级大机组或具备一定优势。

- 一方面，不同容量等级煤电机组供电煤耗水平存在明显差异，根据国家标准燃煤发电机组单位产品能源消耗限额数据，不同类型的容量等级煤电机组供电煤耗存在明显差异，整体范围达到 268-352gce/(kW·h)。
- 另一方面，伴随新能源渗透率持续提升，煤电机组调峰频次提高。根据中国储能网数据，由于百万千瓦等级机组煤耗低、经济性好，在现货市场环境下其带基础负荷的优先级明显高于其他容量等级机组，因此被调用参与调峰的频次最低，而 60 万、30 万千瓦等级机组承担了更多的调峰任务。

图 7：燃煤发电机组单位产品能耗限额等级

压力参数	容量级别 <sup>a</sup> MW	能耗限额等级							
		1 级 <sup>b</sup>		2 级 <sup>c</sup>		3 级 <sup>b</sup>			
		供电煤耗率 gce/(kW·h)	供热煤耗率 kgce/GJ	供电煤耗率 gce/(kW·h)	供热煤耗率 kgce/GJ	供电煤耗率 gce/(kW·h)	供热煤耗率 kgce/GJ		
超超临界	1 000	≤268	≤40	≤276	≤40.5	≤283	≤42		
	600	≤275		≤282		≤291			
超临界	600	≤286		≤299					
	300	≤290		≤308					
亚临界	600	≤303		≤285 <sup>d</sup>		≤312		≤42.5	≤321
	300	≤309				≤321			
超高压	200	—	≤352						
	200 以下	—	—						

<sup>a</sup> 表中未列出的机组容量级别，参照低一档容量级别限额。  
<sup>b</sup> 适用于现役机组。“W”火焰炉机组的 1 级值和 3 级值，给予 3 gce/(kW·h) 的增加值修正；循环流化床锅炉机组的 1 级值和 3 级值，给予 15 gce/(kW·h) 的增加值修正。增加值的修正为机组单位产品能耗限额值与相应供电煤耗增加值的代数和。具体机组 1 级和 3 级供电煤耗限额值为表中数值(含增加值)与 5.3 各影响因素修正系数的乘积。  
<sup>c</sup> 适用于新建、扩建和改建机组，见 5.2。  
<sup>d</sup> 大电网覆盖范围的煤电机组。

资料来源：全国标准信息公共服务平台，天风证券研究所

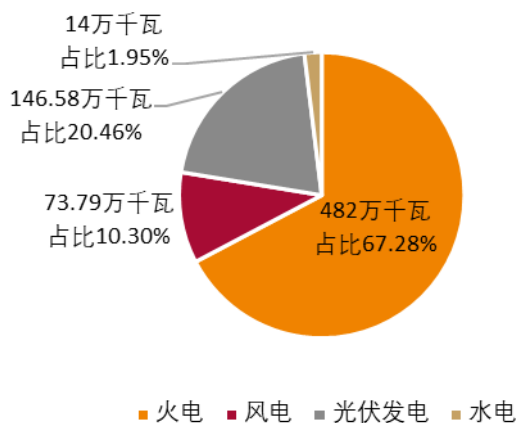
## 3. 华银电力：火电投资与新能源转型并举

### 3.1. 大唐集团旗下湖南电力平台，盈利水平逐步改善

大唐集团旗下湖南电力平台，大股东持股比例 46.94%。截至 2025H1，大唐集团直接持有公司 29.97% 股权，同时通过大唐耒阳电力间接持有公司 16.97% 股权，合计持股比例为 46.94%，为公司第一大股东。湖南能源集团（湖南省国资委控股）为公司第二大股东，持股比例为 8.34%。

公司现役装机 716.37 万千瓦，为湖南省主要发电集团。截止 2025H1，公司发电装机规模 716.37 万千瓦，经过多年发展，公司装机结构已从火电为主逐步转变为风、光、火、水、储多能互补模式，其中，火电 482.00 万千瓦，风电 73.79 万千瓦，光伏发电 146.58 万千瓦，水电 14.00 万千瓦。

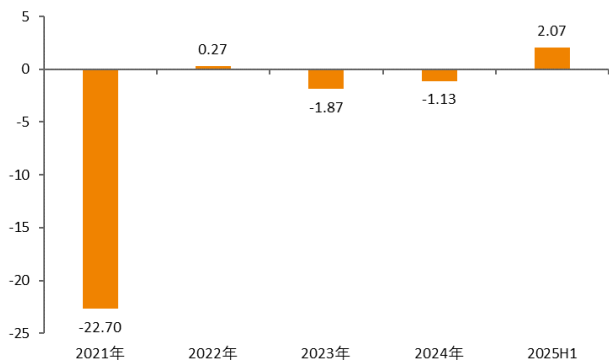
图 8：截至 2025H1 公司电力装机结构



资料来源：华银电力公司公告，天风证券研究所

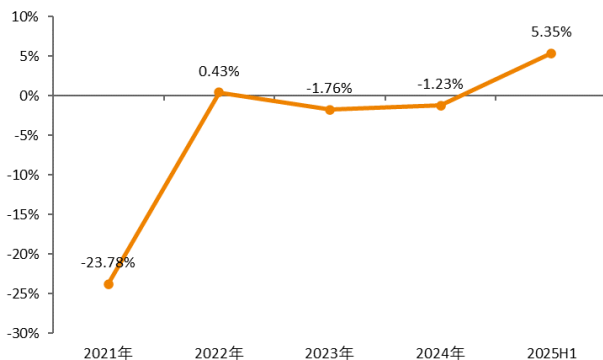
公司经营状况逐步改善，盈利向好。2021-2023 年由于煤价水平维持相对高位，公司盈利压力较大，2024 年后伴随煤价下行，公司盈利状况逐步改善，2025H1 公司实现归母净利润 2.07 亿元，同比增长 4146.80%，对应净利率为 5.35%，同比增加 5.07 pct。

图 9：2021-2025H1 公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2021-2025H1 公司销售净利率

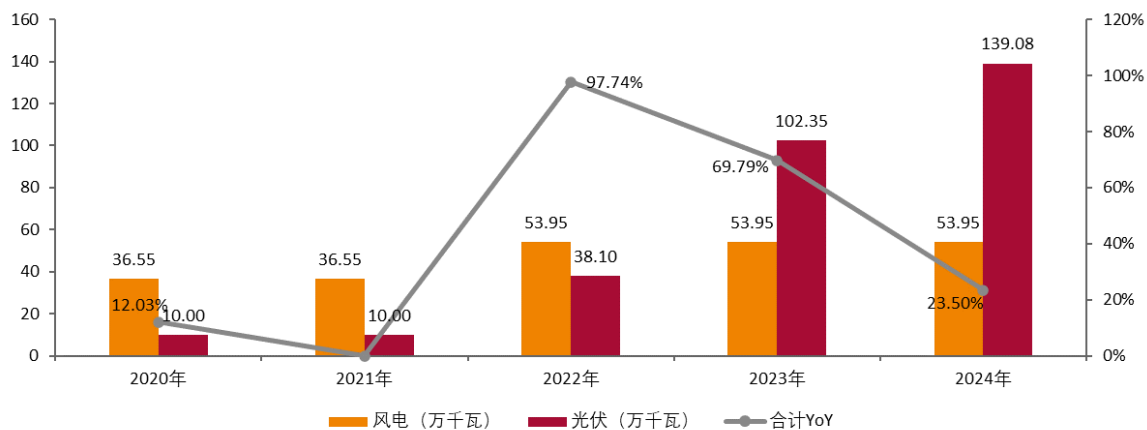


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2. 重心一：新能源转型持续推进，湖南省区位优势显著

大力推进清洁能源转型，新能源装机规模快速增长。截止 2024 年底，公司新能源装机规模达到 193.03 万千瓦，同比增长 23.50%，2020-2024 年 CAGR 达到 42.70%。同时，公司仍有在建新能源项目正在推进，截止 2024 年底合计装机规模为 33.88 万千瓦，其中，风电装机规模为 9.88 万千瓦，光伏发电装机规模为 24.00 万千瓦，未来公司新能源装机规模有望持续增长。

图 11：2020-2024 年公司新能源装机规模（万千瓦）



资料来源：华银电力公司公告，天风证券研究所

从区域来看，公司新能源装机集中于湖南省内，电价优势显著。公司作为省级电力平台，除 4.95 万千瓦风电装机位于内蒙古区域，其余新能源装机均位于湖南省内，根据颀合科技数据，2024 年湖南省新能源交易合同电量 236.07 亿千瓦时，平均交易电价位于本省燃煤基准价 0.45 元/KWh 附近。

表 2：公司新能源装机区域分布

装机类型	电站名称	所在地区	装机容量(兆瓦)
风电	大唐华银(湖南)新能源有限公司	湖南邵阳	125.00
	大唐华银麻阳新能源有限公司	湖南怀化	42.00
	大唐华银芷江新能源开发有限责任公司	湖南怀化	49.50
	大唐华银绥宁新能源有限公司	湖南邵阳	149.50
	大唐华银涟源新能源有限公司	湖南娄底	27.00
	大唐华银湘潭新能源有限公司	湖南湘潭	48.00
	大唐华银醴陵新能源有限公司	湖南株洲	49.00
	大唐华银欣正锡林郭勒风力发电有限责任公司	内蒙古锡林郭勒	49.50
光伏发电	大唐华银沅江新能源有限公司	湖南益阳	100.00
	大唐华银电力股份有限公司金竹山分公司	湖南娄底	20.99
	大唐华银衡南新能源有限公司	湖南衡阳	15.00
	大唐华银醴陵新能源有限公司	湖南株洲	41.00
	大唐华银湘潭新能源有限公司	湖南湘潭	50.00
	大唐华银新化光伏发电有限公司	湖南娄底	300.00
	大唐华银娄底清洁能源有限公司	湖南娄底	300.00
	大唐华银涟源新能源有限公司	湖南涟源	400.00
	大唐华银湖南低碳能源有限公司	湖南长沙	2.46
	大唐华银(湖南)新能源有限公司	湖南邵阳	1.06
	大唐湘潭发电有限责任公司	湖南湘潭	5.20
	大唐华银张家界水电有限公司	湖南张家界	1.00
	大唐华银湖南电力工程有限责任公司	湖南长沙	6.87
	大唐华银益阳赫山新能源有限公司	湖南益阳	140.00
	大唐华银资兴新能源有限公司	湖南资兴	5.99
大唐华银攸县清洁能源有限公司	湖南攸县	1.20	

资料来源：华银电力公司公告，天风证券研究所

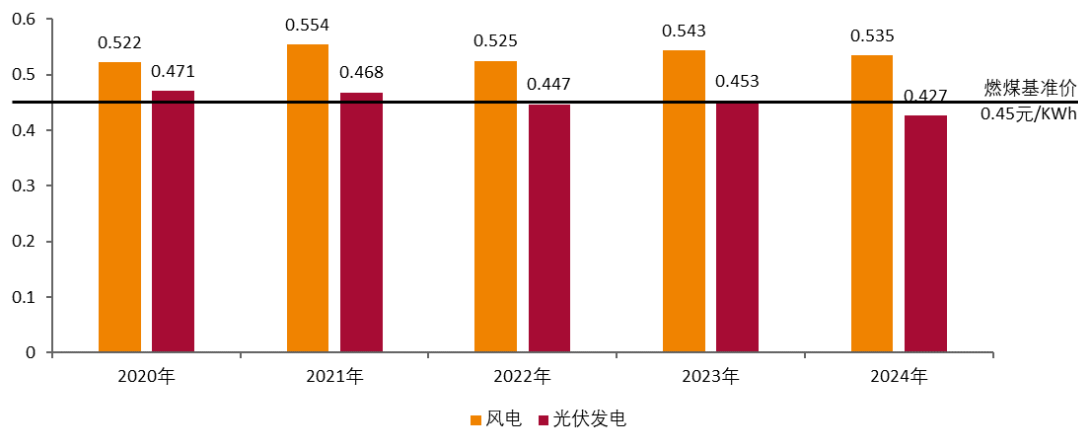
图 12：湖南省 2024 年电力市场化交易情况



资料来源：颯合科技公众号，天风证券研究所

具体至公司层面，2024 年公司风电平均上网电价约 0.516 元/KWh（剔除内蒙地区项目后平均上网电价约 0.535 元/KWh，超出湖南省燃煤基准价约 0.085 元.KWh），光伏发电平均上网电价 0.427 元/KWh，相比湖南省燃煤基准价低 0.023 元/KWh，新能源整体平均上网电价约 0.468 元/KWh，超出湖南省燃煤基准价约 0.018 元/KWh。较优的电价有效支撑公司新能源发电业务盈利水平。

图 13：2020-2024 年公司湖南省内风光装机平均上网电价（元/KWh）

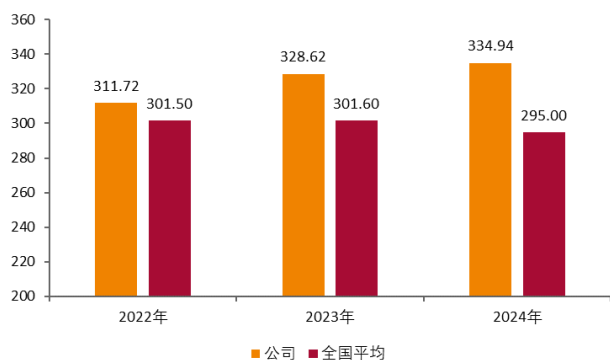


资料来源：华银电力公司公告，天风证券研究所

### 3.3. 重心二：火电基本盘改善，积极争取优质项目指标

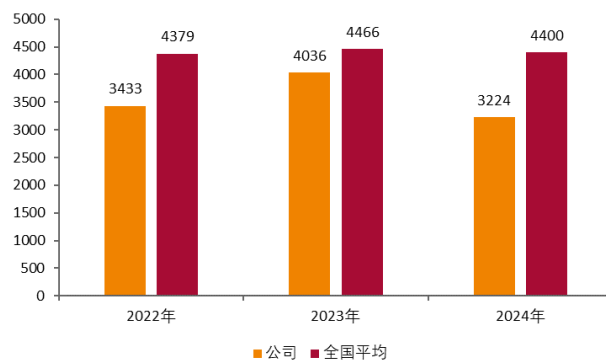
公司在役火电机组容量等级均处于 60 万千瓦及以下，运行效率相对较低。截止 2024 年底，公司在役火电机组共 11 台，其中，30 万千瓦级机组 6 台，60 万千瓦级机组 5 台，由于公司火电机组容量等级相对较低，装备水平较为落后，其运行效率相对较低。一方面，2022-2024 年公司供电标准煤耗分别为 311.72 克/千瓦时、328.62 克/千瓦时、334.94 克/千瓦时，同期全国供电煤耗标准分别为 301.50 克/千瓦时、301.60 克/千瓦时、295.00 克/千瓦时；另一方面，公司机组运行负荷率较低，2022-2024 年公司火电机组平均负荷率约 57.84%，年利用小时数分别为 3433、4036、3224 小时，低于全国火电平均利用小时数。

图 14：2022-2024 年公司供电煤耗对比（克/千瓦时）



资料来源：华银电力公司公告，天风证券研究所

图 15：2022-2024 年公司火电利用小时数对比（小时）



资料来源：Wind，华银电力公司公告，天风证券研究所

#### 展望未来，公司火电经营基本面有望改善：

一方面，容量电价有效补偿火电机组固定成本，老旧中小型机组盈利有望改善。2023 年 11 月，两部委发布《关于建立煤电容量电价机制的通知》，明确合规在运的公用煤电机组按照一定比例的固定成本获取容量电价，其固定成本实行全国统一标准，为每年每千瓦 330 元，2024-2025 年多数地区获取比例为 30%，2026 年起将各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于 50%。伴随容量电价补偿比例提升，未来老旧中小型机组盈利有望改

善。

表 3：2026 年部分省份容量电价补偿比例已调增（以广东省为例）

<b>实施范围</b>	煤电容量电价机制适用于合规在运的公用煤电机组。
<b>容量电价水平</b>	煤电容量电价调整为每年每千瓦 165 元（含税），自 2026 年 1 月 1 日起执行
<b>容量电费分摊</b>	容量电费根据容量电价和机组申报的最大出力确定，机组分月申报，电网企业按月结算，每月分摊标准按照相应煤电年容量电价水平除以 12 确定。
<b>容量电费考核</b>	正常在运情况下，煤电机组无法按照调度指令提供申报最大出力的，月内发生两次扣减当月容量电费的 10%，发生三次扣减 50%，发生四次及以上扣减 100%。最大出力未达标情况由电网企业按月统计，相应扣减容量电费。对自然年内月容量电费全部扣减累计发生三次的煤电机组，取消其获取容量电费的资格。

资料来源：广东省发改委，天风证券研究所

另一方面，公司把握火电核准窗口期，积极获取优质火电项目指标。2022 年 2 月，公司发布公告，旗下大唐华银株洲 2×100 万千瓦扩能升级改造项目获得核准，该项目位于湖南省内，建设两台 100 万千瓦超超临界二次再热燃煤发电机组，同时配套 4 个 2000 吨级散货码头，设计年吞吐量 450 万吨，计划于 2026 年 3 月投产。

表 4：公司火电项目概况

项目/项目公司	装机容量（万千瓦）	机组构成	计划投产日期
<b>在役</b>			
大唐华银电力股份有限公司耒阳分公司	60	2*30	-
大唐华银株洲发电有限公司	62	2*31	-
大唐湘潭发电有限责任公司	180	2*30+2*60	-
大唐华银金竹山火力发电分公司	180	3*60	-
<b>在建</b>			
株洲扩能升级 2*1000MW 煤电项目	200	2*100	2026 年 3 月

资料来源：华银电力公司公告，天风证券研究所

## 4. 行业观点

一方面，“双碳”目标推动国内能源电力结构转型，新能源装机增长空间广阔，为传统电力上市公司带来转型机遇；另一方面新能源装机规模的快速扩张带来电力系统调峰需求，部分电力公司体内火电装机以老旧中小型机组为主，运行效率相对较低，经营压力相对较大，但伴随容量电价水平提升及新增优质火电装机的陆续投产，建议关注该类公司未来盈利变化。

## 5. 风险提示

**宏观经济大幅下滑风险：**用电量与宏观经济息息相关，若宏观经济大幅下行，短期内全社会用电量增速恐会放缓。

**政策推进不及预期风险：**国家出台了煤电容量电价等政策确保煤电行业持续健康运行，若政策推进不及预期，或导致火电企业盈利低于预期。

**电价下调风险：**电力是各公司主要销售产品，若电价大幅下行，在同样的电力销售情况下，营收会受其影响而大幅下降。

**煤价大幅上涨风险：**若煤炭供给出现较大收缩，则可能导致煤炭价格大幅上涨，盈利能力将出现较大幅度的下滑。

**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：**风光电站上游设备价格存在波动性，同时面临配储带来的成本抬升，

未来电站造价可能出现波动。

**新能源产业政策调整风险：**新能源行业发展和政策走向具有较强的相关性，若未来政策发生调整，则可能行业情况出现变化。

**所选公司可能受个例影响不能反映行业整体情况：**本报告重点选取华银电力作为代表公司对电力行业进行分析，可能存在个例问题，从而未能反映行业整体发展情况。

## 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 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com