

# 华能国际(600011.SH)

# 煤电盈利水平继续提升, 业绩超预期增长

华能国际发布 2025 年三季报,前三季度实现营业收入 1729.75 亿元,同比-6.19%; 归母净利润 148.41 亿元,同比+42.52%。

- □ Q3 业绩超预期增长。公司前三季度实现营业收入 1729.75 亿元,同比-6.19%, 主要系发电量和电价同比下降; 归母净利润 148.41 亿元,同比+42.52%,主 要受益于燃料成本下行。其中,3Q25 实现营业收入 609.43 亿元,同比-7.09%; 归母净利润 55.79 亿元,同比+88.54%。
- □煤电电量下滑,度电盈利进一步增长。前三季度,公司实现上网电量 3314.51 亿千瓦时,同比-2.87%。其中,3Q25公司煤电上网电量 999.95亿千瓦时,同比-7.16%,气电上网电量 87.76亿千瓦时,同比-0.3%。分区域来看,云南、重庆、吉林、天津、湖南煤电电量降幅较大,分别同比下降 55.61%/28.36%/14.92%/14.84%/11.63%。公司前三季度平均上网电价为 478.71元/兆瓦时,同比-3.54%,测算 Q3上网电价为 467.98元/兆瓦时,同比-5%,环比-3%。前三季度公司煤电板块实现利润总额 132.68亿元,测算 Q3 煤电度电利润总额为 0.06元/千瓦时,同比+0.036元/千瓦时,环比+0.015元/千瓦时。
- 口新能源电量维持高增速,光伏度电盈利环比改善。Q3公司风电、光伏分别实现上网电量81.88亿千瓦时、82.67亿千瓦时,同比增长2.99%、45.41%。测算Q3风电度电利润总额为0.088元/千瓦时,同比-0.059元/千瓦时,环比-0.076元/千瓦时;光伏度电利润总额0.18元/千瓦时,同比-0.029元/千瓦时,环比+0.009元/千瓦时。
- □ **盈利水平明显修复,投资收益进一步支撑业绩增长。**前三季度公司实现毛利率 19.95%,同比+3.92pct;净利率为 11.24%,同比+3.99pct。销售/管理/研发/财务费率分别为 0.11%/2.81%/0.55%/2.88%,同比+0.02pct/+0.31pct/-0.07pct/-0.36pct。随着带息负债资金成本同比下降,前三季度公司财务费用同比减少 16.5%至 49.75 亿元。公司实现投资收益 10.24亿元,同比-6.01%。
- □ **盈利预测与估值。**冷冬预期下,公司火电有望充分发挥保供作用,Q4 电量预计有所修复;全年煤价有望维持较低水平,两部制电价实施稳定盈利,煤电业绩有望延续高增长;Q3公司新并网发电装机容量230.81万千瓦,有望进一步贡献业绩增长。考虑到煤价下行对于公司成本有较大优化,调增公司2025-2027年归母净利润预期至143.13、150.76、158.76亿元,分别同比增长41%、5%、5%,当前股价对应PE分别为8.5x、8.0x、7.6x,维持"增排"评级。
- □ 风险提示: 煤炭成本高于预期、项目建设进度不及预期、现金回收不及预期。 财务数据与估值

14 74 XCAL 4 11 12					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	254397	245551	233287	237222	241498
同比增长	3%	-3%	-5%	2%	2%
营业利润(百万元)	13246	18743	22728	23850	25122
同比增长	-227%	42%	21%	5%	5%
归母净利润(百万元)	8446	10135	14313	15076	15876
同比增长	-214%	20%	41%	5%	5%

## 増持 (维持)

周期/环保及公用事业目标估值: NA 当前股价: 7.73 元

### 基础数据

总股本(百万股	)	15698
已上市流通股(百	百万股)	10998
总市值 (十亿元	)	121.3
流通市值(十亿	元)	85.0
每股净资产(Mi	RQ)	9.4
ROE (TTM)		9.9
资产负债率		63.8%
主要股东	华能国际电力	开发公司
主要股东持股比	例	32.28%

## 股价表现

%		1m	6m	12m
绝对表	现	8	12	10
相对表	现	5	-12	-8
(%)	_	- 华能国际		沪深300
30 г				
20		mm	ann.	An and and
10		1 · · · · ·	~ ~	
0	~~ l.			
-10	~ ~\	Man		~~~
-20	V	ılı.	VANAMA.	in als
-30	out to di	علقه و إقافات	and the state of the part	الألاثر لأشران والمتا
Jul/2	24	Nov/24	Mar/25	Jul/25

资料来源:公司数据、招商证券

### 相关报告

- 1、《华能国际(600011)25 年中报 点评:成本优化+新能源规模扩张, Q2业绩表现超预期》2025-07-30 2、《华能国际(600011)25 年一季 报点评:火电盈利继续修复,投资收
- 益增长》2025-05-07 3、《华能国际(600011)24 年年报 点评:火电延续修复,新能源利润贡 献增长》2025-03-27

#### 宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理



每股收益(元)	0.54	0.65	0.91	0.96	1.01
PE	14.4	12.0	8.5	8.0	7.6
PB	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源:公司数据、招商证券

故请阅读末页的重要说明 2



# 附: 财务预测表

炊	立	左	- 2	圭	丰
页	厂	贝	1	贝	衣

単位: 百万元202320242025E2026E2027E流动資产9074496300932679139796246现金1685019932210561803221638交易性投資59256256256256应收票据1314420399406413应收款项4582647653452734603746867其它应收款30363502332733833444存货1189913444125121268012854其他1175911092104431060310774非流动資产450415490543506487521214534813长期股权投资2268524646246462464624646固定资产307867328511347494364948380998无形资产商誉2732629735267612408521677其他92537107651107586107534107493黄产总计541159586843599754612610631059流动负债163999178738177996177733182367短期借款5723361166103743103089107318应付账款32803529328433283374长期负债205797205057205057205057205057205057长期负债205797205057205057205057205057205057大期借款166841569815698156981569815698黄体36979738379538305	页厂贝顶衣					
双金 16850 19932 21056 18032 21638 交易性投资 59 256 256 256 256 应收票据 1314 420 399 406 413 应收款项 45826 47653 45273 46037 46867 其它应收款 3036 3502 3327 3383 3444 存货 11899 13444 12512 12680 12854 其他 11759 11092 10443 10603 10774 非流动资产 450415 490543 506487 521214 534813 长期股权投资 22685 24646 24646 24646 24646 固定资产 307867 328511 347494 364948 380998 无形资产商誉 27326 29735 26761 24085 21677 其他 92537 107651 107586 107534 107493 资产总计 541159 586843 599754 612610 631059 流动负债 163999 178738 177996 177733 182367 短期借款 57233 61166 103743 103089 107318 应付账款 22563 19175 17845 18085 18334 预收账款 3380 3529 3284 3328 3374 其他 80823 94869 53124 53231 53341 长期负债 205797 205057 205057 205057 长期借款 162348 151828 151828 151828 其他 43450 53229 53229 53229 53229 53229 负债合计 369797 383795 383053 382789 387424 股本 15698 15698 15698 15698 15698 15698 96691	单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
交易性投資	流动资产	90744	96300	93267	91397	96246
应收款项 45826 47653 45273 46037 46867 其它应收款 3036 3502 3327 3383 3444 存貨 11899 13444 12512 12680 12854 其他 11759 11092 10443 10603 10774 非流动资产 450415 490543 506487 521214 534813 长期股权投资 22685 24646 24646 24646 24646 固定资产 307867 328511 347494 364948 380998 无形资产高誉 27326 29735 26761 24085 21677 其他 92537 107651 107586 107534 107493 资产总计 541159 586843 599754 612610 631059 流动负债 163999 178738 177996 177733 182367 短期借款 57233 61166 103743 103089 107318 应付账款 22563 19175 17845 18085 18334 预收账款 3380 3529 3284 3328 3374 其他 80823 94869 53124 53231 53341 长期负债 205797 205057 205057 205057 长期借款 162348 151828 151828 151828 其他 43450 53229 53229 53229 53229 负债合计 369797 383795 383053 382789 387424 股本 15698 15698 15698 15698 日691 96691 9	现金	16850	19932	21056	18032	21638
应收款项 45826 47653 45273 46037 46867 其它应收款 3036 3502 3327 3383 3444 存貨 11899 13444 12512 12680 12854 其他 11759 11092 10443 10603 10774 非流动資产 450415 490543 506487 521214 534813 长期股权投资 22685 24646 24646 24646 24646 固定资产 307867 328511 347494 364948 380998 无形资产商誉 27326 29735 26761 24085 21677 其他 92537 107651 107586 107534 107493 资产总计 541159 586843 599754 612610 631059 流动负债 163999 178738 177996 177733 182367 短期借款 57233 61166 103743 103089 107318 应付账款 22563 19175 17845 18085 18334 预收账款 3380 3529 3284 3328 3374 其他 80823 94869 53124 53231 53341 长期负债 205797 205057 205057 205057 长期借款 162348 151828 151828 151828 151828 其他 43450 53229 53229 53229 53229 负债合计 369797 383795 383053 382789 387424 股本 15698 15698 15698 15698 9691 96691	交易性投资	59	256	256	256	256
其它应收款 存货30363502332733833444存货1189913444125121268012854其他1175911092104431060310774非流动资产 长期股权投资 五形资产商誉 其他2268524646246462464624646固定资产 其他307867328511347494364948380998无形资产商誉 其他92537107651107586107534107493资产总计541159586843599754612610631059流动负债163999178738177996177733182367短期借款 应付账款 互付账款2256319175178451808518334预收账款 其他33803529328433283374长期负债 长期债款 其他205797205057205057205057205057长期借款 其他4345053229532295322953229负债合计369797383795383053382789387424股本 资本公积金 少数股东权益 少数股东权益1569815698156981569815698均断行政 少数股东权益 少数股东权益3922465633692117298076949均断行政 均局所分对132139137415147490156840166686	应收票据	1314	420	399	406	413
存货 其他1189913444125121268012854其他1175911092104431060310774非流动资产 长期股权投资 互定资产 其他2268524646246462464624646固定资产 其他2732629735267612408521677其他92537107651107586107534107493资产总计541159586843599754612610631059流动负债163999178738177996177733182367短期借款 应付账款 互付账款 其他2256319175178451808518334预收账款 其他33803529328433283374长期负债 其他205797205057205057205057205057长期借款 其他162348151828151828151828151828其他4345053229532295322953229负债合计369797383795383053382789387424股本 资本公积金 曾存收益 少数股东权益1569815698156981569815698均断体处 少数股东权益3922465633692117298076949均断体处 少数股东权益132139137415147490156840166686	应收款项	45826	47653	45273	46037	46867
其他1175911092104431060310774非流动資产450415490543506487521214534813长期股权投资2268524646246462464624646固定资产307867328511347494364948380998无形资产商誉2732629735267612408521677其他92537107651107586107534107493资产总计541159586843599754612610631059流动负债163999178738177996177733182367短期借款5723361166103743103089107318应付账款2256319175178451808518334预收账款33803529328433283374其他8082394869531245323153341长期负债205797205057205057205057205057长期借款162348151828151828151828151828其他4345053229532295322953229负债合计369797383795383053382789387424股本1569815698156981569815698资本公积金96127966919669196691966919表收益2031425026351014445254297少数股东权益3922465633692117298076949均縣代公136688692117298076949	其它应收款	3036	3502	3327	3383	3444
非流动資产 长期股权投资 互产 人工 <th>存货</th> <th>11899</th> <th>13444</th> <th>12512</th> <th>12680</th> <th>12854</th>	存货	11899	13444	12512	12680	12854
长期股权投资 固定资产 无形资产商誉 其他22685 	其他	11759	11092	10443	10603	10774
固定资产 307867 328511 347494 364948 380998 无形资产商誉 27326 29735 26761 24085 21677 其他 92537 107651 107586 107534 107493 资产总计 541159 586843 599754 612610 631059 流动负债 163999 178738 177996 177733 182367 短期借款 57233 61166 103743 103089 107318 应付账款 22563 19175 17845 18085 18334 预收账款 3380 3529 3284 3328 3374 其他 80823 94869 53124 53231 53341 长期负债 205797 205057 205057 205057 205057 长期借款 162348 151828 151828 151828 151828 其他 43450 53229 53229 53229 53229 负债合计 369797 383795 383053 382789 387424 股本 15698 15698 15698 15698 15698 资本公积金 96127 96691 96691 96691 96691 留存收益 20314 25026 35101 44452 54297 少数股东权益 39224 65633 69211 72980 76949 均属于母公河所都权益 132139 137415 147490 156840 166686	非流动资产	450415	490543	506487	521214	534813
无形资产商誉 其他2732629735267612408521677其他92537107651107586107534107493资产总计541159586843599754612610631059流动负债163999178738177996177733182367短期借款5723361166103743103089107318应付账款2256319175178451808518334预收账款33803529328433283374其他8082394869531245323153341长期负债205797205057205057205057205057长期借款162348151828151828151828151828其他4345053229532295322953229负债合计369797383795383053382789387424股本1569815698156981569815698资本公积金9612796691966919669196691留存收益2031425026351014445254297少数股东权益3922465633692117298076949均属于母公河所料132139137415147490156840166686	长期股权投资	22685	24646	24646	24646	24646
其他92537107651107586107534107493资产总计541159586843599754612610631059流动负债163999178738177996177733182367短期借款5723361166103743103089107318应付账款2256319175178451808518334预收账款33803529328433283374其他8082394869531245323153341长期负债205797205057205057205057205057长期借款162348151828151828151828151828其他4345053229532295322953229负债合计369797383795383053382789387424股本1569815698156981569815698资本公积金9612796691966919669196691留存收益2031425026351014445254297少数股东权益3922465633692117298076949均属于母公河所料132139137415147490156840166686	固定资产	307867	328511	347494	364948	380998
资产总计541159586843599754612610631059流动负债163999178738177996177733182367短期借款5723361166103743103089107318应付账款2256319175178451808518334预收账款33803529328433283374共他8082394869531245323153341长期负债205797205057205057205057205057长期借款162348151828151828151828151828其他4345053229532295322953229负债合计369797383795383053382789387424股本1569815698156981569815698资本公积金9612796691966919669196691留存收益2031425026351014445254297少数股东权益3922465633692117298076949均属于母公河所料132139137415147490156840166686	无形资产商誉	27326	29735	26761	24085	21677
流动负债 163999 178738 177996 177733 182367 短期借款 57233 61166 103743 103089 107318 应付账款 22563 19175 17845 18085 18334 预收账款 3380 3529 3284 3328 3374 其他 80823 94869 53124 53231 53341 长期负债 205797 205057 205057 205057 长期借款 162348 151828 151828 151828 151828 其他 43450 53229 53229 53229 53229 负债合计 369797 383795 383053 382789 387424 股本 15698 15698 15698 15698 6季4公积金 96127 96691 96691 96691 96691 9691 9691 95874 20314 25026 35101 44452 54297 少数股东权益 39224 65633 69211 72980 76949 均属于母公司所替权益 132139 137415 147490 156840 166686	其他	92537	107651	107586	107534	107493
短期借款 57233 61166 103743 103089 107318 应付账款 22563 19175 17845 18085 18334 预收账款 3380 3529 3284 3328 3374 其他 80823 94869 53124 53231 53341 长期负债 205797 205057 205057 205057 长期借款 162348 151828 151828 151828 151828 其他 43450 53229 53229 53229 53229 负债合计 369797 383795 383053 382789 387424 股本 15698 15698 15698 15698 6691 96691 96691 96691 96691 96691 96691 96691 96691 9540 20314 25026 35101 44452 54297 少数股东权益 39224 65633 69211 72980 76949 均属于母公河所替权益 132139 137415 147490 156840 166686	资产总计	541159	586843	599754	612610	631059
应付账款 3380 3529 3284 3328 3374 其他 80823 94869 53124 53231 53341 长期负债 205797 205057 205057 205057 205057 长期借款 162348 151828 151828 151828 151828 其他 43450 53229 53229 53229 53229 负债合计 369797 383795 383053 382789 387424 股本 15698 15698 15698 15698 15698 资本公积金 96127 96691 96691 96691 96691 留存收益 20314 25026 35101 44452 54297 少数股东权益 39224 65633 69211 72980 76949 均属于母公河所都权益 132139 137415 147490 156840 166686	流动负债	163999	178738	177996	177733	182367
预收账款 其他33803529328433283374长期负债 长期借款 其他205797 162348205057 205057205057 205057205057 205057205057 205057205057 205057长期借款 其他162348 43450151828 53229151828 53229151828 53229151828 53229负债合计369797 383795383053 382789387424股本 資本公积金 留存收益 少数股东权益 少数股东权益15698 3922415698 6563315698 6921115690 4445276949均属于中公沪所省权益 均属于中公沪所省权益132139137415147490156840166686	短期借款	57233	61166	103743	103089	107318
其他8082394869531245323153341长期负债205797205057205057205057205057长期借款162348151828151828151828151828其他4345053229532295322953229负债合计369797383795383053382789387424股本1569815698156981569815698资本公积金9612796691966919669196691留存收益2031425026351014445254297少数股东权益3922465633692117298076949均属于母公河所称树益132139137415147490156840166686	应付账款	22563	19175	17845	18085	18334
长期负债205797205057205057205057205057长期借款162348151828151828151828151828其他4345053229532295322953229负债合计369797383795383053382789387424股本1569815698156981569815698资本公积金9612796691966919669196691留存收益2031425026351014445254297少数股东权益3922465633692117298076949均属于母公河所者权益132139137415147490156840166686	预收账款	3380	3529	3284	3328	3374
长期借款 其他162348151828151828151828151828151828負債合计369797383795383053382789387424股本1569815698156981569815698資本公积金9612796691966919669196691留存收益2031425026351014445254297少数股东权益3922465633692117298076949均属于中心所作材益132139137415147490156840166686	其他	80823	94869	53124	53231	53341
其他 43450 53229 53229 53229 53229 <b>负债合计 369797 383795 383053 382789 387424</b> 股本 15698 15698 15698 15698 15698 资本公积金 96127 96691 96691 96691 96691 留存收益 20314 25026 35101 44452 54297 少数股东权益 39224 65633 69211 72980 76949 归属于中心所有构益 132139 137415 147490 156840 166686	长期负债	205797	205057	205057	205057	205057
负债合计369797383795383053382789387424股本1569815698156981569815698资本公积金9612796691966919669196691留存收益2031425026351014445254297少数股东权益3922465633692117298076949均属于母公司所替权益132139137415147490156840166686	长期借款	162348	151828	151828	151828	151828
股本 15698 15698 15698 15698 15698 资本公积金 96127 96691 96691 96691 96691 留存收益 20314 25026 35101 44452 54297 少数股东权益 39224 65633 69211 72980 76949 均属于母公司所有权益 132139 137415 147490 156840 166686	其他	43450	53229	53229	53229	53229
资本公积金 96127 96691 96691 96691 96691 留存收益 20314 25026 35101 44452 54297 少数股东权益 39224 65633 69211 72980 76949 归属于母公司所有权益 132139 137415 147490 156840 166686	负债合计	369797	383795	383053	382789	387424
留存收益 20314 25026 35101 44452 54297 少数股东权益 39224 65633 69211 72980 76949 归属于母公司所有构益 132139 137415 147490 156840 166686	股本	15698	15698	15698	15698	15698
少数股东权益 39224 65633 69211 72980 76949 归属于母公司所有教益 132139 137415 147490 156840 166686	资本公积金	96127	96691	96691	96691	96691
归属于母公司所有教益 132139 137415 147490 156840 166686	留存收益	20314	25026	35101	44452	54297
	少数股东权益	39224	65633	69211	72980	76949
负债及权益合计 541159 586843 599754 612610 631059	归属于母公司所有权益	132139	137415	147490	156840	166686
	负债及权益合计	541159	586843	599754	612610	631059

## 现金流量表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	45497	50530	54430	53965	56147
净利润	9082	14110	17892	18845	19845
折旧摊销	24690	25265	29483	30700	31827
财务费用	9223	7898	7069	7188	7318
投资收益	(2797)	(1243)	(2005)	(2005)	(2005)
营运资金变动	3227	2947	1991	(764)	(839)
其它	2071	1554	0	0	0
投资活动现金流	(55226)	(63597)	(43422)	(43422)	(43422)
资本支出	(59380)	(63653)	(45427)	(45427)	(45427)
其他投资	4154	57	2005	2005	2005
筹资活动现金流	9417	15483	(9884)	(13568)	(9119)
借款变动	10648	16147	1424	(654)	4230
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	17435	564	0	0	0
股利分配	0	(3140)	(4238)	(5725)	(6030)
其他	(18667)	1912	(7069)	(7188)	(7318)
现金净增加额	(312)	2417	1124	(3025)	3606

## 利润表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	254397	245551	233287	237222	241498
营业成本	223575	208363	193917	196521	199220
营业税金及附加	1635	2009	1866	1898	1932
营业费用	238	267	257	237	241
管理费用	6448	6805	5879	5931	6037
研发费用	1533	1658	1576	1602	1631
财务费用	8868	7441	7069	7188	7318
资产减值损失	(2999)	(1700)	(2000)	(2000)	(2000)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	1347	193	500	500	500
投资收益	2797	1243	1505	1505	1505
营业利润	13246	18743	22728	23850	25122
营业外收入	571	554	636	707	684
营业外支出	815	1211	1000	1000	1000
利润总额	13002	18086	22365	23557	24806
所得税	3919	3977	4473	4711	4961
少数股东损益	637	3974	3578	3769	3969
归属于母公司净利润	8446	10135	14313	15076	15876

# 主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	3%	-3%	-5%	2%	2%
营业利润	-227%	42%	21%	5%	5%
归母净利润	-214%	20%	41%	5%	5%
获利能力					
毛利率	12.1%	15.1%	16.9%	17.2%	17.5%
净利率	3.3%	4.1%	6.1%	6.4%	6.6%
ROE	7.0%	7.5%	10.0%	9.9%	9.8%
ROIC	3.4%	4.5%	5.1%	5.2%	5.3%
偿债能力					
资产负债率	68.3%	65.4%	63.9%	62.5%	61.4%
净负债比率	46.9%	43.3%	42.6%	41.6%	41.1%
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	18.2	16.4	14.9	15.6	15.6
应收账款周转率	5.7	5.2	5.0	5.2	5.2
应付账款周转率	9.5	10.0	10.5	10.9	10.9
毎股资料(元)					
EPS	0.54	0.65	0.91	0.96	1.01
每股经营净现金	2.90	3.22	3.47	3.44	3.58
每股净资产	8.42	8.75	9.40	9.99	10.62
每股股利	0.20	0.27	0.36	0.38	0.40
估值比率					
PE	14.4	12.0	8.5	8.0	7.6
PB	0.9	0.9	8.0	8.0	0.7
EV/EBITDA	11.9	10.8	9.3	8.9	8.6

资料来源:公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明 3



### 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师,在此申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系,基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中,A股市场以沪深 300 指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下:

#### 股票评级

强烈推荐: 预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上增持: 预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性: 预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持: 预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

#### 行业评级

推荐: 行业基本面向好, 预期行业指数超越基准指数中性: 行业基本面稳定, 预期行业指数跟随基准指数回避: 行业基本面转弱, 预期行业指数弱于基准指数

#### 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称"本公司")编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价,在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外,本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸,且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务,客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式翻版、 复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

敬请阅读末页的重要说明 4