



立足火电脱硫脱硝，打造国电投水电资产整合平台

2025 年 12 月 17 日

核心观点

- **注入中国电力水电资产，盈利有望得到显著增厚。**2024 年 10 月公司启动重大资产重组，拟购买中国电力、湘投国际合计持有的五凌电力 100% 股权以及广西公司持有的长洲水电 64.93% 股权；相关标的资产已于 2025 年 11 月完成过户。截至 2024 年末，五凌电力装机规模为 763.65 万千瓦，其中水电 522.97 万千瓦，主要分布在沅水、资水、湘江三大流域；长洲水电装机规模 65.15 万千瓦，其中水电装机 63 万千瓦。横向对比来看，此次注入资产中，长洲水电度电净利润领跑主流水电企业，2023-2024 年分别为 0.110、0.123 元/kwh；五凌电力盈利能力弱于可比公司、且波动性较大，2023-2024 年度电净利润分别为 -0.029、0.039 元/kwh。此次交易完成后预计将显著增厚公司业绩，归母净利润、EPS（考虑发行股份购买资产但未考虑配融）相较 24 年将分别增长 2361.52%、338.79% 至 8.85 亿元、0.202 元/股。
- **定位国家电投境内水电资产整合平台，未来装机增长空间大。**本次资产重组完成后，公司将定位为 国家电投境内水电资产整合平台。截至 2024 年末，国电投集团共有水电装机 2658 万千瓦，其中未上市部分 2058 万千瓦，占比达到 77%，资产证券化率较低。集团未上市水电资产多集中于黄河公司，其聚焦黄河上游资源的开发利用，目前总装机 3462 万千瓦，其中水电 1314 万千瓦，是此次交易完成后远达环保水电装机的 2.24x，为公司未来装机增长奠定坚实基础。
- **以火电脱硫脱硝为基本盘，加快拓展 CCUS 等新兴业务。**公司是 国家电投旗下的环保业务上市平台，核心业务为火电脱硫脱硝除尘特许经营和环保工程，二者对公司收入的贡献分别为 47%、33%，对毛利的贡献分别为 56%、6%。25Q1-3，公司受工程业务和减值计提的双重拖累，归母净利润同比大幅下滑 36.6% 至 0.56 亿元。展望未来，公司加快推动大火电特许经营项目落地，目前在建&拟建项目 798 万千瓦，随着在建项目陆续投产，将为公司带来年均 0.44 亿元的净利润增量，较 2024 年的 0.54 亿元弹性高达 81%。除此之外，公司也加快开拓 CCUS 等新兴业务，2025 年 7 月已接连斩获青海省某基地配套煤电 CCUS 建设方案技术服务项目、某电厂碳捕集吸收剂供应项目等四个项目，彰显出公司在 CCUS 全产业链技术服务、核心产品研发领域实力。
- **投资建议：**暂不考虑此次资产注入，我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 0.38、0.76、0.94 亿元，同比增长 4.82%、101.90%、24.01%；最新总股本对应的摊薄 EPS 分别为 0.01、0.02、0.02 元。在此基础上，考虑公司已注入水电资产（2024 年归母净利润为 8.49 亿元），以及未来作为国家电投集团的水电资产整合平台，潜在注入水电装机规模高达 2058 万千瓦，是此次注入水电装机规模的 3.5x，公司当前估值水平具备支撑。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**项目建设进度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；来水波动的风险等。

远达环保（股票代码：600292）**谨慎推荐** 首次评级

分析师

陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070002

研究助理：马敏

✉：mamin_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2025 年 12 月 16 日

股票代码	600292
A 股收盘价(元)	12.60
上证指数	3,824.81
总股本(万股)	438,021
实际流通 A 股(万股)	78,082
流通 A 股市值(亿元)	98

相对沪深 300 表现图

2025 年 12 月 16 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,722	4,368	4,828	5,101
收入增长率%	11.07	-7.49	10.52	5.65
归母净利润(百万元)	36	38	76	94
利润增长率%	-33.42	4.82	101.90	24.01
分红率%	0.00	40.00	40.00	40.00
毛利率%	13.05	14.19	15.12	15.79
摊薄 EPS(元)	0.01	0.01	0.02	0.02
PE	1,534.68	1,464.07	725.15	584.73
PB	10.71	10.66	10.57	10.46
PS	11.69	12.63	11.43	10.82

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 优质水电注入，打造国电投境内水电资产整合平台	4
（一） 国内工业烟气治理、催化剂制造、CCUS 领域领军企业	4
（二） 重大资产重组，打造水电资产整合平台	4
（三） 国电投优质水电资产有望注入，未来装机增长空间大	9
二、 脱硫脱硝业务稳中向好，培育新兴产业增长点	13
（一） 脱硫脱硝业务稳中向好，25Q1-3 受减值影响业绩有所承压	13
（二） “BOT+EPC” 协同开发，推动大火电特许经营项目落地	15
（三） 加快开拓 CCUS 业务，新兴产业布局迈出坚实步伐	16
三、 盈利预测与估值	18
（一） 盈利预测	18
（二） 相对估值	19
四、 风险提示	20

一、优质水电注入，打造国电投境内水电资产整合平台

(一) 国内工业烟气治理、催化剂制造、CCUS 领域领军企业

国内工业烟气治理、催化剂制造、CCUS 领域领军企业。远达环保前身重庆九龙电力股份有限公司成立于 1994 年 6 月，2000 年 11 月上交所上市。2006 年 1 月原公司第一大股东重庆市电力公司持有股份无偿划转给中国电力投资集团公司，中电投集团成为公司第一大股东。2011 年公司以 9.17 元/股的价格向大股东中电投集团定增 1.77 亿股，用以收购中电投下属 9 个电厂的脱硫资产。2012 年 6 月公司以 8.13 亿现金的对价将非环保资产全部出售给中电投集团，专注于环保行业的发展。2013 年 7 月，公司更名为中电远达。2016 年 5 月，因公司控股股东中国电力投资集团公司与国家核电技术公司重组成立国家电力投资集团公司，中电远达更名为远达环保。此后公司又陆续拓展了水环境治理、土壤修复、固危废处理处置、CCUS 等业务方向，成长为国内工业烟气治理、催化剂制造、CCUS 领域领军企业。

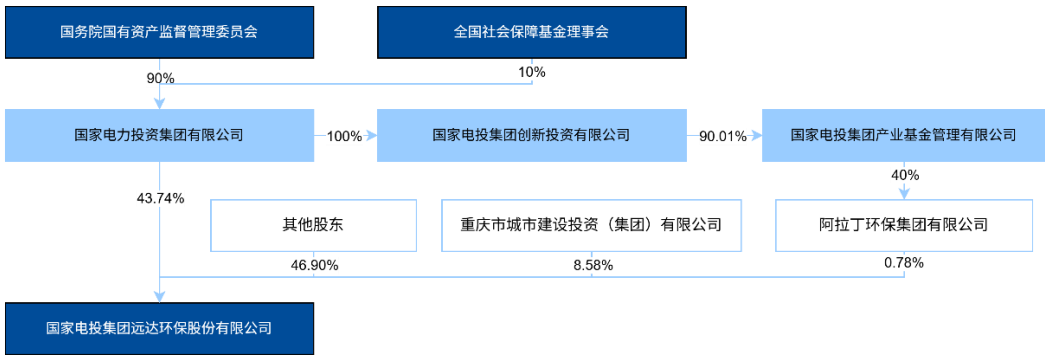
表1: 远达环保发展历史

年份	重大事件
1994	公司前身九龙电力成立
2000	九龙电力在上交所上市
2006	中电投成为控股股东
2011	向中电投定增收购脱硫资产，进军环保行业
2012	出售非环保资产，专注环保行业发展
2013-2016	历经中电投远达环保和国家电投集团远达环保两次更名
2017-2023	拓展水环境治理、土壤修复、固危废处理处置、CCUS 等业务方向
2024	资产重组，打造国电投水电平台

资料来源：远达环保官网、公司公告、中国银河证券研究院

国家电投是公司大股东，国资委是公司实际控制人。截至 25Q3 末，国资委持有公司控股股东（国家电力投资集团有限公司）90%股权，是公司实际控制人。国家电力投资集团产业结构完善，是我国第一家拥有光伏发电、风电、核电、水电、煤电、气电、生物质发电等全部发电类型的能源企业。此外，集团已成为全球最大的清洁能源发电企业，截至 2025 年 8 月末，集团清洁能源装机 1.98 亿千瓦，清洁能源装机占比 73.16%。

图1: 远达环保股权结构（截至 2025Q3）

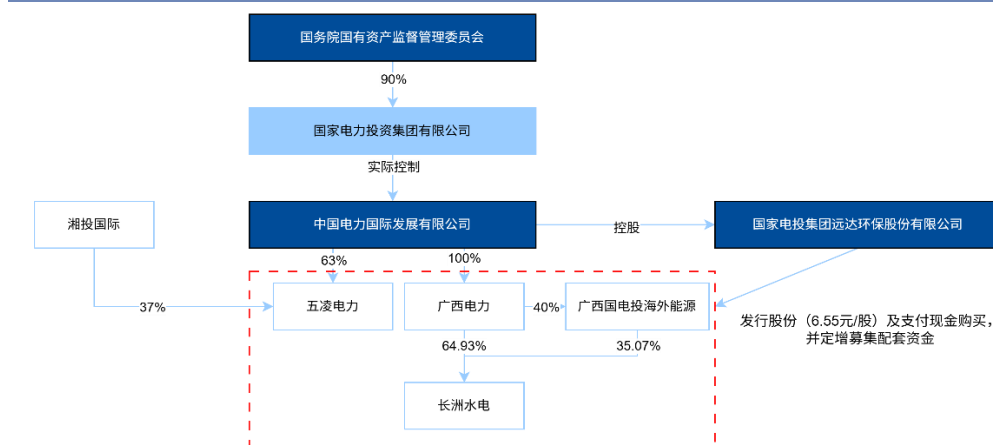


资料来源：wind、中国银河证券研究院

(二) 重大资产重组，打造水电资产整合平台

公司收购五凌电力与长洲水电，启动资产重组进程。2024 年 10 月公司启动重大资产重组，拟通过发行股份及支付现金的方式购买中国电力、湘投国际合计持有的五凌电力 100% 股权以及广西公司持有的长洲水电 64.93% 股权，发行价格 6.55 元/股，推动公司建设成国家电投集团境内水电资产整合平台，全面提升核心竞争力。公司同时募集资金不超过 50 亿元，其中 25 亿用于建设湖南省内风力发电项目和湖南桃源木旺溪抽水蓄能电站项目，25 亿元用于支付本次重组现金对价、中介机构费用及相关税费。

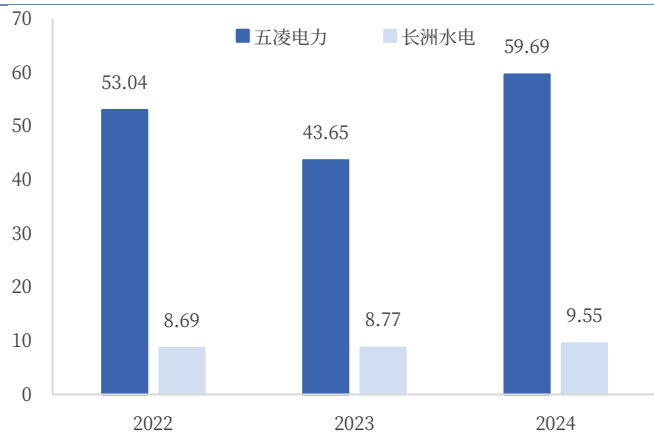
图2：远达环保资产重组方案



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

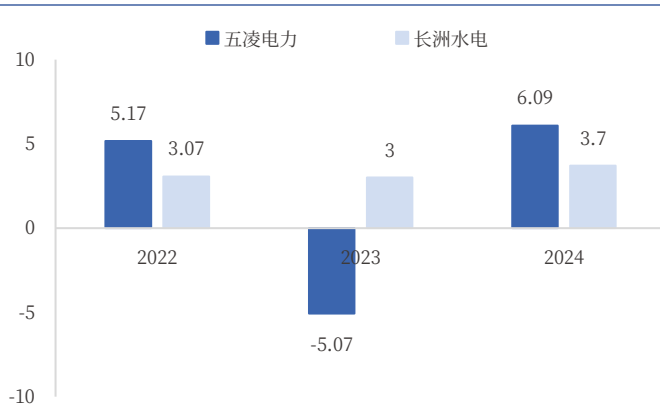
五凌电力营收利润有所波动，长洲水电营收利润较为稳健。五凌电力 2023 年全年实现营收 43.65 亿元，归母净利润-5.07 亿元，其中营收与归母净利润双降的原因主要系来水偏枯，公司售电量下降。2024 年五凌电力实现营业收入 59.69 亿元，归母净利润 6.09 亿元。长洲水电 2023 年实现营业收入 8.77 亿元，净利润 3 亿元。2024 年长洲水电实现营业收入 9.55 亿元，净利润 3.7 亿元。

图3：2022-2024 五凌电力与长洲水电营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

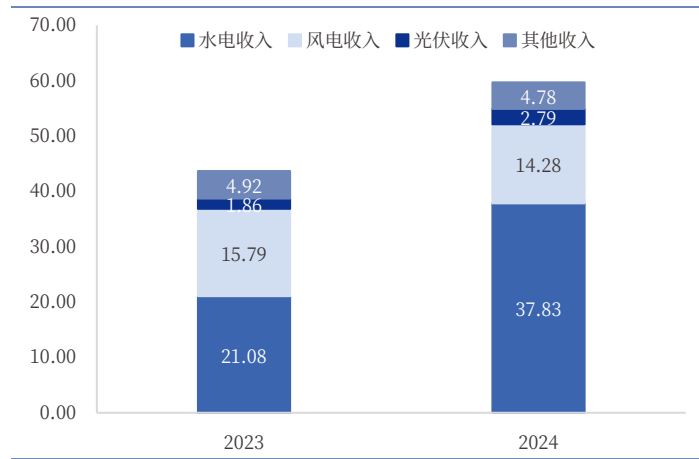
图4：2022-2024 五凌电力与长洲水电归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

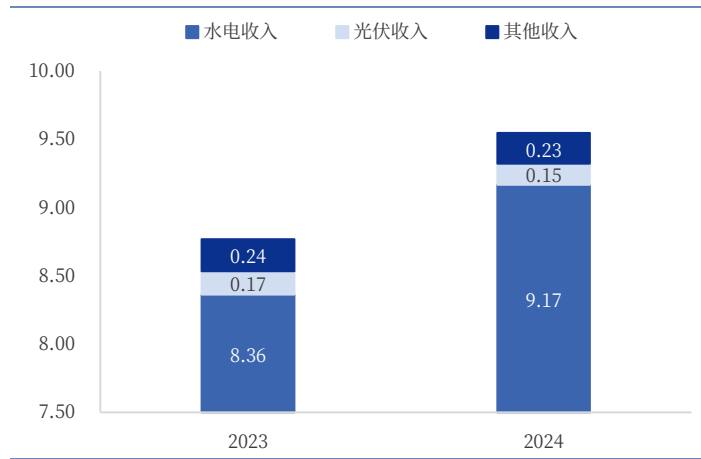
水力发电是五凌电力与长洲水电营收主要来源。五凌电力营业收入主要由水电收入、风电收入、光伏收入组成，2024 年风电收入为 14.28 亿元，在营收中占比 23.93%，水电收入为 37.83 亿元，在营收中占比 63.38%，同比提升 15.10pct。长洲水电营业收入主要由水电收入与光伏收入组成，2024 年水电收入为 9.17 亿元，在营收中占比 96.02%。

图5：2023-2024 年五凌电力收入结构（亿元）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

图6：2023-2024 年长洲水电收入结构（亿元）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

五凌电力以沅水梯级开发为核心，长洲水电以长洲水利枢纽为核心。五凌电力以水电开发为基础，业务覆盖风电、光伏及综合智慧能源，公司水电站主要分布在沅水、资水、湘江三大流域。截至2024年底公司清洁能源总装机规模达到763.65万千瓦，其中水电装机522.97万千瓦，占公司清洁能源总装机的68.48%。截至2024年底长洲水电清洁能源总装机规模达到65.15万千瓦，其中水电装机63万千瓦（长洲水利枢纽），光伏装机2.15万千瓦。

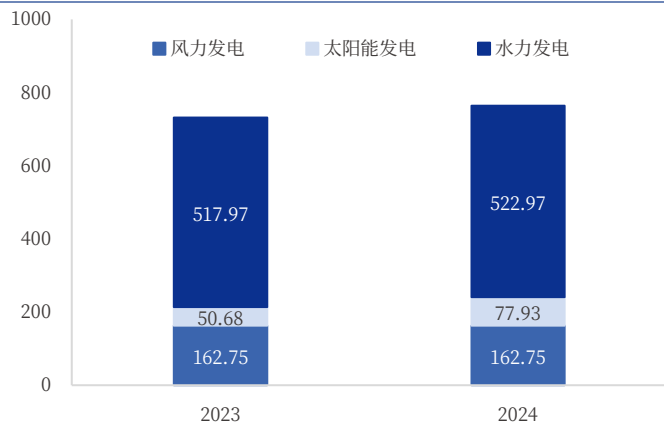
表2：五凌电力和长洲水电旗下水电站

所属主体	电站名称	所属流域	装机容量（万千瓦）	投产时间
五凌电力	东坪水电厂	湖南省安化县东坪镇资江干流	7.2	2007年
	株溪口水电厂	资水流域	7.4	2008年10月
	马迹塘水电厂	湖南省桃江县境内资水干流	5.55	1983年7月
	白市水电厂	沅水干流上游河段清水江下游	42	2013年4月
	托口水电厂	沅水流域	83	2014年
	挂治水电厂	沅水干流上游河段清水江中下游	15	2007年
	三板溪水电厂	沅水上游清水江	100	2006年12月
	洪江水电厂	沅江干流中游	27	2005年7月
	凌津滩水电厂	沅水流域	27	2000年12月
	五强溪水电厂	沅水下游沅陵县境内	170	1996年12月5台机组全部投产，2023年扩机项目投产
	碗米坡水电厂	沅水支流酉水中游	24	2004年8月
	近尾洲水电厂	湘江干流	6.138	2002年2月
	龙家山水电厂	湘江一级支流溁水干流中上游	1.25	2009年4月
	土木溪一级水电厂	澧水一级支流九斗溪上游土木溪中游	1.26	2006年5月
	土木溪二级水电厂	澧水一级支流九斗溪上游石儿峪溪沟	0.3	2007年8月
	河口水电厂	子耳河汇入雅砻江的交汇处	3.6	2006年5月
	红叶水电厂	杂谷脑河干流	1.7	1997年9月
	毕棚沟一级水电厂	杂谷脑河二级支流毕棚沟沟口	1.6	2005年6月
	毕棚沟二级水电厂	杂谷脑河一级支流梭罗沟中下游	0.64	2005年10月
	梭罗沟一级水电厂	杂谷脑河一级支流梭罗沟中下游	1	2013年11月

	梭罗沟二级水电站	杂谷脑河一级支流梭罗沟上游	2.4	2015年6月
长洲水电	长洲水利枢纽	珠江流域西江干流浔江下游河段	63	2009年年底

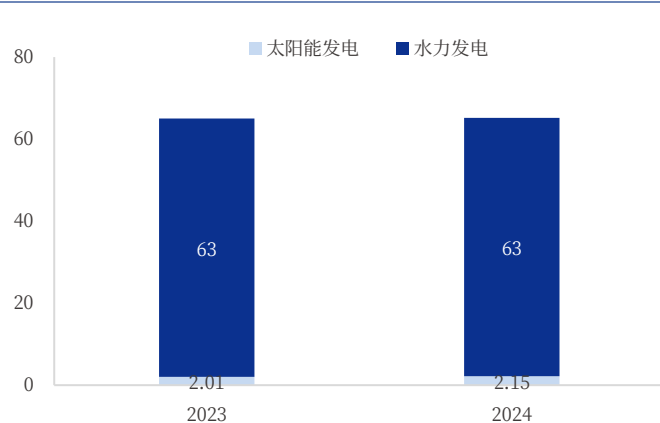
资料来源：五凌电力官网、长洲水电官网、中国银河证券研究院

图7：2023-2024 年五凌电力装机（万千瓦）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

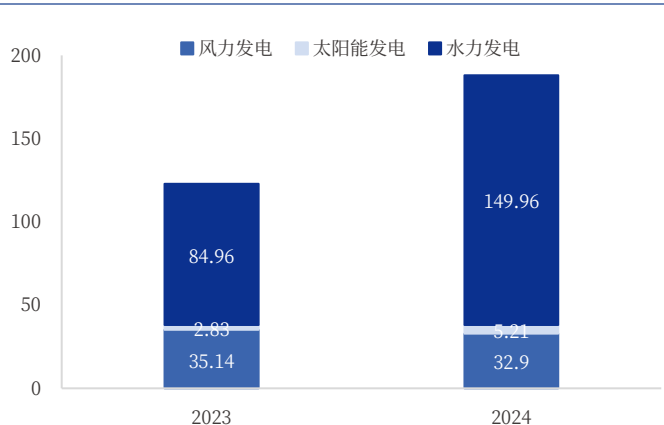
图8：2023-2024 年长洲水电装机（万千瓦）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

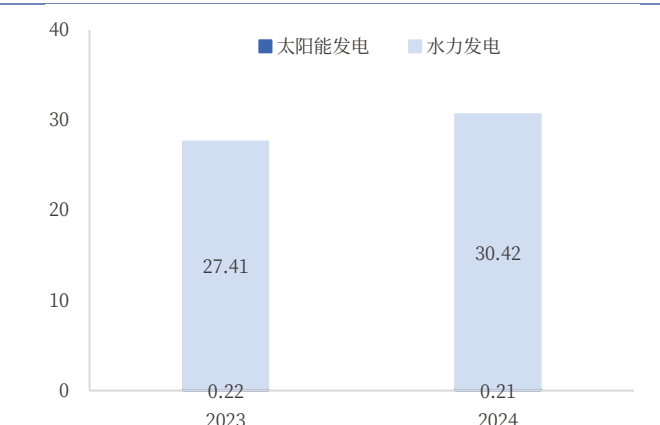
2024 年得益于来水改善和新能源装机增长，五凌电力、长洲水电发电量均呈现增长趋势。五凌电力 2024 年发电量达到 188.07 亿千瓦时，同比增长 52.99%，其中水力发电量 149.96 亿千瓦时，占比 79.74%，同比增长 76.51%。长洲水电 2024 年发电量达到 30.63 亿千瓦时，同比增长 10.84%，其中水力发电量 30.42 亿千瓦时，占比 99.31%，同比增长 10.96%。

图9：2023-2024 年五凌电力发电量（亿千瓦时）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

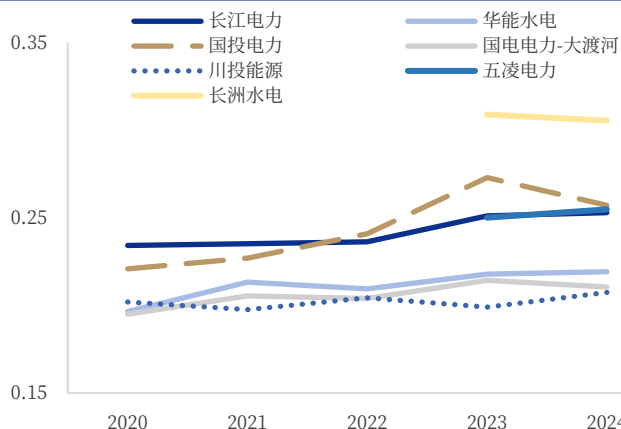
图10：2023-2024 年长洲水电发电量（亿千瓦时）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

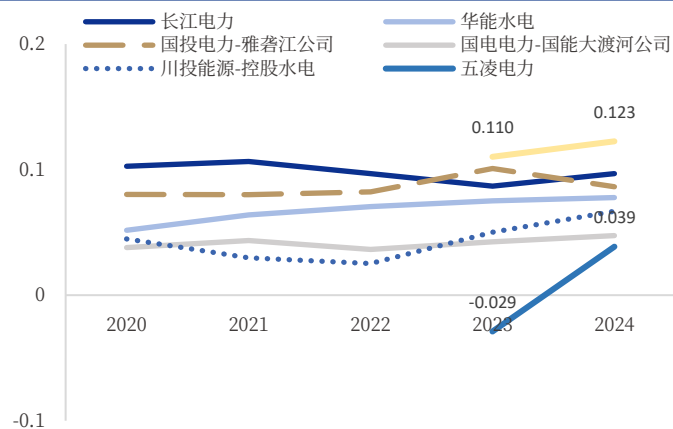
水电业务度电营收处于行业较高水平，但度电盈利波动性较大。我们对五凌电力、长洲水电两家公司水电业务和可比公司的电价水平（以度电营收衡量）和盈利能力（以度电净利润衡量）：电价方面，两家公司在行业内均处于较高水平，尤其长洲水电，根据《广西壮族自治区发展和改革委员会关于降低一般工商业电价的通知》（桂发改价格【2019】524 号），其上网电价为 0.3477 元/千瓦时（含税）。盈利能力方面，长洲水电度电净利润（含新能源）领跑可比公司；五凌电力度电净利润（含新能源）较低，2024 年在来水好转的情况下仅为 0.039 元/kwh，且在来水偏枯的 2023 年出现亏损，波动幅度较大。

图11: 主要水电公司度电营收对比 (元/kwh)



资料来源: 各公司公告、Wind、中国银河证券研究院

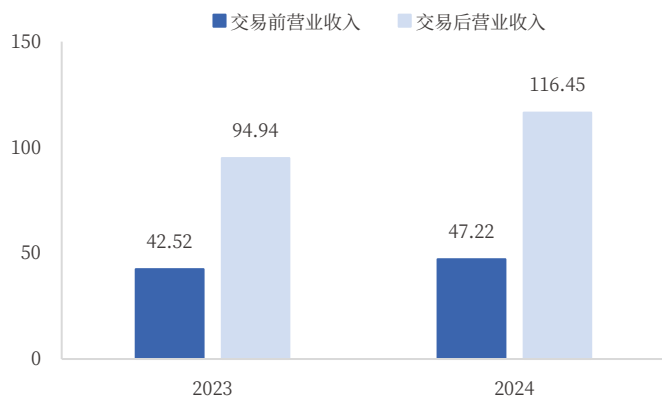
图12: 主要水电公司度电净利润对比 (元/kwh)



资料来源: 各公司公告、Wind、中国银河证券研究院

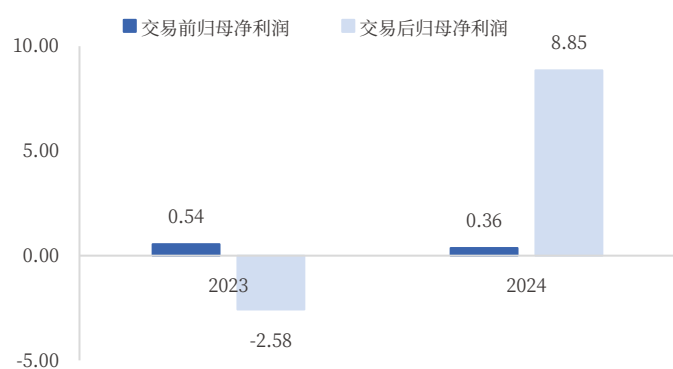
交易完成后将显著增厚远达环保业绩。本次交易完成后,公司资产规模和营业收入将大幅增加,2023、2024 年营业收入相比交易前分别增加 123.28%、146.62%;2023 年归母净利润相比交易前减少 577.01%,主要原因为标的资产五凌电力受流域来水偏枯影响,2024 年归母净利润相比交易前增长 2361.52%。考虑发行股份购买资产带来的股本增加(未考虑配套融资),我们计算公司 2024 年每股收益为 0.202 元,增厚幅度 338.79%。

图13: 交易前后远达环保 2023-2024 年营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、中国银河证券研究院

图14: 交易前后远达环保 2023-2024 归母净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、中国银河证券研究院

注入资产 PE 估值 32.7x、PB 估值 1.86x。我们以 24 年的财务数据测算此次交易的估值水平。PB 层面,截至 24 年末,五凌电力、长洲水电归母所有者权益分别为 139.7、14.8 亿元,由此计算购买 100%、64.93%的股权对应的 PB 分别为 1.77x、3.19x。PE 层面,2024 年,五凌电力、长洲水电分别实现归母净利润 6.1、3.7 亿元,由此计算 PE 分别为 40.5x、12.8x。两家标的公司估值水平差异较大主要系其盈利能力存在差距。综合来看,拟注入资产 PB、PE 估值分别为 1.86x、32.7x。

表3: 五凌电力和长洲水电估值水平测算

公司名称	所有者权益 (亿元)	归母所有者权益 (亿元)	净利润 (亿元)	归母净利润 (亿元)	交易价格 (亿元)	购买股权比例	PE	PB
五凌电力	164.6	139.7	7.2	6.1	246.7	100%	40.5	1.77
长洲水电	14.8	14.8	3.7	3.7	30.7	64.93%	12.8	3.19
合计	179.4	154.5	10.9	9.8	277.4		32.7	1.86

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

(三) 国电投优质水电资产有望注入，未来装机增长空间大

公司未来将定位为国家电投境内水电资产整合平台。在本次重组完成后，远达环保将新增水力发电与流域水电站新能源一体化综合开发运营业务，国家电投将推动公司逐步成长为集团境内水电资产整合平台。

国家电投水电资产证券化率较低，公司未来有望受益。截至 2024 年末国电投集团共有水电装机 2658 万千瓦，其中未上市部分 2058 万千瓦，占比达到 77%。考虑国电投集团对公司未来发展的定位，我们认为集团旗下的优质水电资产有望陆续注入，驱动公司装机增长。

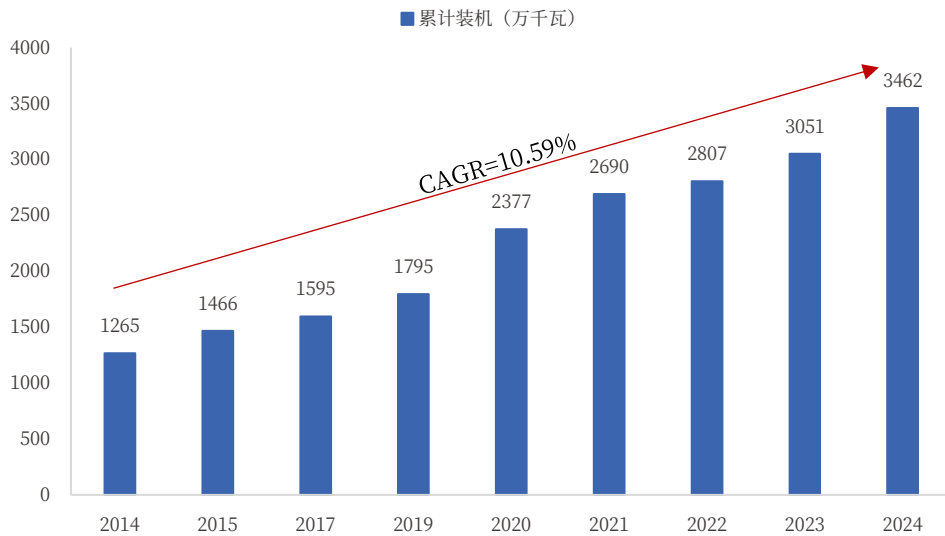
表4：国家电投集团装机梳理（截至 2024 年末，万千瓦）

	上市公司定位/主营业务	火电	水电	风电	核电	光伏及其他	总计
国电投集团	/	8353	2658	6044	921	8520	26496
中国电力	综合清洁能源上市平台	1064	600	1413		1862	4939
上海电力	上海市、江苏省、浙江省常规能源发电平台	1347		485		633	2465
吉电股份	绿色氢基能源专业化平台	333		372		739	1444
电投产融	核电资产整合平台	66		113		49	229
电投能源	煤电铝一体化综合能源企业	120		405		96	621
远达环保	水电资产整合平台						0
未上市部分		5423	2058	3256	921	5140	16798
未上市部分占比		65%	77%	54%	100%	60%	63%

资料来源：对应公司公告、中国银河证券研究院

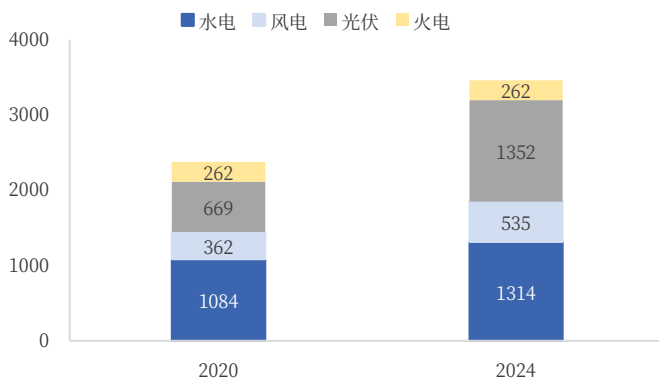
国电投未上市水电多集中于黄河公司，其聚焦黄河上游资源的开发利用。黄河上游水电开发有限责任公司是国家电力投资集团有限公司控股的大型综合性能源企业，成立于 1999 年 10 月，是青海省最大的发电企业。从 2014 年到 2024 年，黄河公司电力装机规模由 1265 万千瓦跃升至 3462 万千瓦，年均复合增长率为 10.59%，近年来的装机增量主要由风电装机与光伏装机贡献，两者装机之和从 2020 年末的 1031 万千瓦增加至 2024 年末的 1886 万千瓦。从装机结构上来看，截至目前黄河公司水电装机 1314 万千瓦，占总装机的 38%；光伏装机 1352 万千瓦，占总装机的 39%；两者合计占比近 80%。黄河公司水电开发主要聚焦黄河上游、嘉陵江、大通河等，目前投运电站有班多、羊曲、龙羊峡、拉西瓦、李家峡等，同时正在加快推进共和（多隆）抽水蓄能电站建设，规划建设茨哈峡水电站。

图15：黄河上游水电开发公司 2014-2024 年装机变化



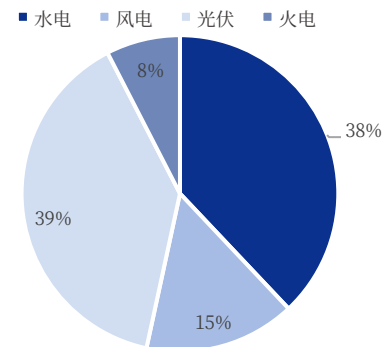
资料来源：黄河公司官网、青海省人民政府、集邦新能源网、中国储能网、青海日报等，中国银河证券研究院

图16：2020 年至今黄河公司各类装机变化情况（万千瓦）



资料来源：黄河公司官网、中国银河证券研究院

图17：截至目前黄河公司装机结构



资料来源：黄河公司官网、中国银河证券研究院

表5：黄河上游公司旗下水电站梳理

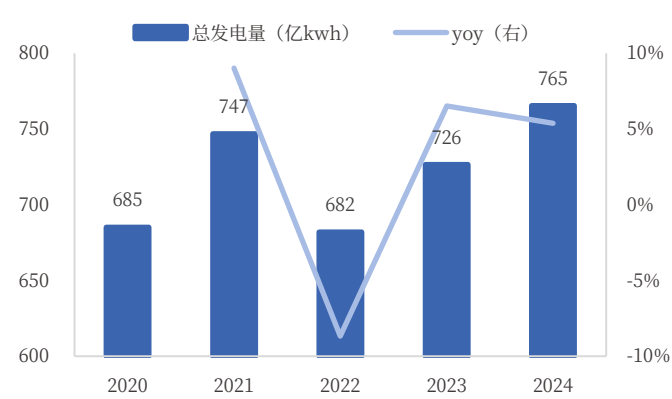
状态	电站名称	所属流域	装机容量 (万千瓦)	年发电量 (亿 千瓦时)	投产时间
在运	纳子峡水电站	大通河	8.7	3.16	
	东旭二级水电站	大通河	0.8	0.4	
	卡索峡水电站	大通河	1.5	0.76	
	青岗峡水电站	大通河	4.38	1.96	
	加定水电站	大通河	1.2	0.51	
	金沙峡水电站	大通河	7	2.65	
	巨亨水电站	陕西嘉陵江干流	4	1.32	2016 年 12 月，1 号机组首次并网发电，2017 年 3 月全部投产发电
	青铜峡水电站	黄河上游	32.7	14.36	1967 年实现第一台机组发电，1978 年全面竣工
	八盘峡水电站	黄河上游	22	11.1	1975 年 9 月两台机组同时发电，1980 年 2 月竣工；1997 年扩建安装了 6 号机组

	盐锅峡水电站	黄河上游	50.96	22.8	1961 年 11 月首台机组投产发电，1975 年 8 台机组全部投产发电；1990 年和 1998 年分别扩建安装了 9 号、10 号机组
	积石峡水电站	黄河上游	102	33.63	2010 年 11 月首台机组发电，12 月 12 日三台机组全部并网发电
	苏只水电站	黄河上游	22.5	8.79	2005 年 12 月首台机组投产发电，2006 年 12 月三台机组全部投产发电
	公伯峡水电站	黄河上游	150	51.4	2004 年 9 月首台机组投产发电
	李家峡水电站	黄河上游	200	59	1997 年 2 月首台机组投产发电，1999 年一期四台机组全部投产发电；2023 年 10 月，5 号机组正式投产发电
	拉西瓦水电站	黄河上游	420	102	2009 年实现 4 台 70 万千瓦机组投产发电；2021 年 12 月 28 日，4 号机组投产发电，电站实现全容量投产
	龙羊峡水电站	黄河上游	128	60	1987 年首台机组投产发电，1989 年 6 月四台机组全部投产发电
	羊曲水电站	黄河上游	120	47.32	2024 年 12 月 26 日，全面投产发电
	班多水电站	黄河上游	36	14.12	2011 年 5 月 3 日，三台机组全部并网发电
		合计	1311.74	435.28	
在建	共和（多隆）抽水蓄能电站	黄河上游	390		计划 2029 年前竣工投产
规划	茨哈峡水电站	黄河上游	420		
		合计	810		

资料来源：黄河公司官网、电力网、中国葛洲坝集团网站、中国银河证券研究院

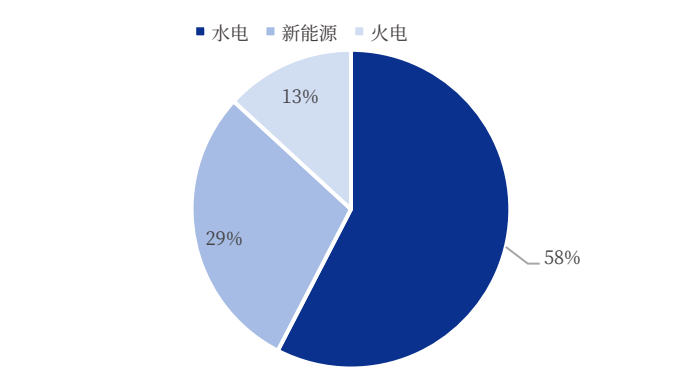
黄河公司近年发电量呈递增趋势，水电发电量占比超过 50%。黄河公司水电发电量主要取决于流域来水量与水电装机规模，随着流域来水改善与水电装机规模的扩大，2023、2024 年黄河公司发电量分别达到 726、765 亿千瓦时，同比增长 6.5%、5.4%。黄河公司 2024 年水电发电量达到 440.87 亿千瓦时，占比为 58%，同比增长 21%。

图18：黄河公司 2020-2024 年发电量



资料来源：黄河公司官网、青海省人民政府、中国银河证券研究院

图19：黄河公司 2024 年发电量结构

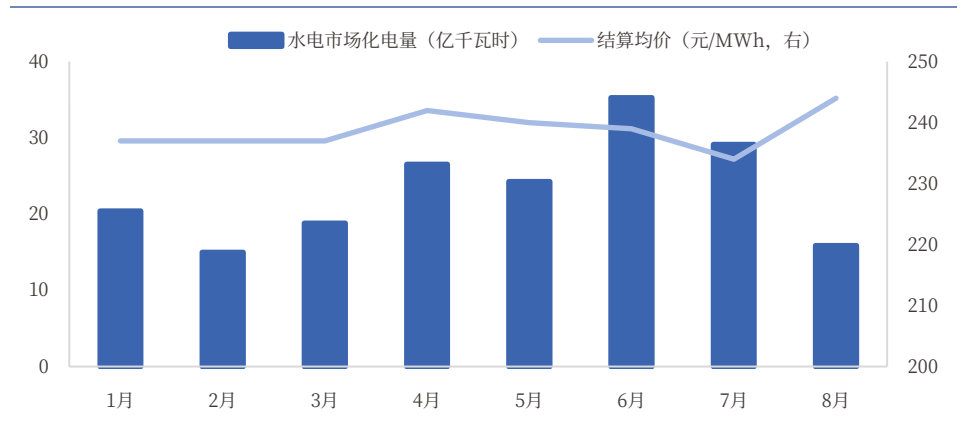


资料来源：青海省人民政府、中国银河证券研究院

青海省电力市场化程度较高，电价水平相对较低。根据《青海省 2025 年电力中长期交易方案》，单机容量 30 兆瓦及以上且单体 50 兆瓦以上水电站（龙羊峡电站除外），单机容量 135 兆瓦及以上火电机组（含气电），集中并网光伏、风电企业（扶贫、特许经营权项目，光伏应用领跑者基地项目保障利用小时以内发电量除外），新投产光热电站参与电力市场化交易¹；整体市场化比例较高，我们统计 2025 年 1-8 月份，市场化电量占比约为 87%（基于省内电力用户市场化交易结算电量/全社会用电量计算得到）。2025 年 1-8 月份，青海省内水电市场化交易结算均价围绕 240 元/MWh 上下波动。

¹ http://fgw.qinghai.gov.cn/zfxxgk/sdzdgknr/fgwwj/202412/t20241224_88439_ghb.html

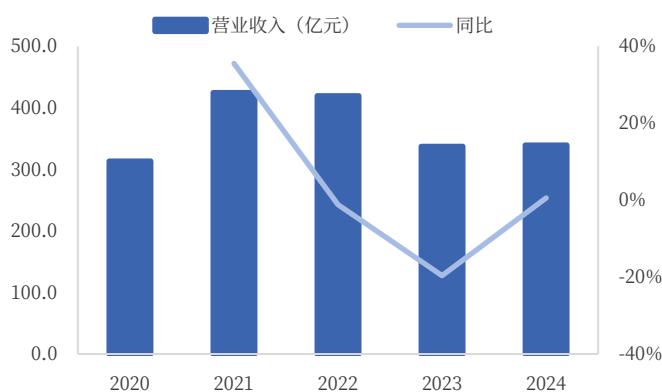
图20: 青海上网侧省内市场化结算情况



资料来源: 青海省电力交易中心、爬合科技、中国银河证券研究院

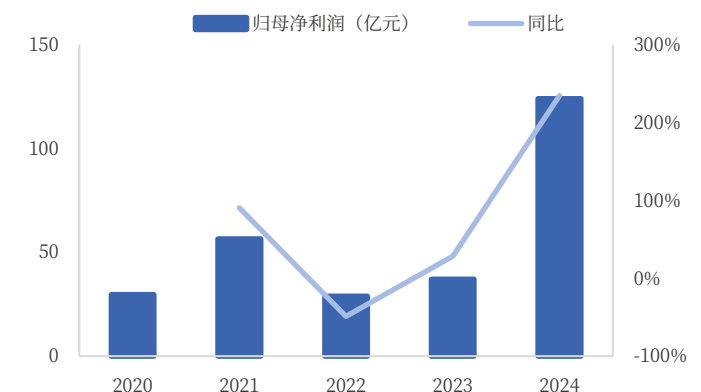
黄河公司收入与利润存在波动性。黄河公司 2022-2024 年营业收入分别为 419.8、337.4、339.4 亿元，同比分别增长-1.18%、-19.62%、0.59%，黄河公司 2022-2024 年归母净利润分别为 28.89、37.06、123.99 亿元，同比分别增长-48.89%、28.28%、234.57%。年度的来水波动导致了黄河公司近年营业收入与归母净利润波动较大，其中黄河公司 2022 年实现营业收入 419.8 亿元，但归母净利润仅为 28.89 亿元，主要系毛利率下滑与计提资产减值损失和信用减值损失约 13.5 亿元。2024 年黄河公司投资收益的大幅提升（从 2023 年的 2.65 亿元至 2024 年的 89.72 亿元）推动归母净利润同比增长 234.57%至 123.99 亿元。

图21: 黄河上游水电开发公司 2020-2024 年营业收入及同比



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图22: 黄河上游水电开发公司 2020-2024 年归母净利润及同比



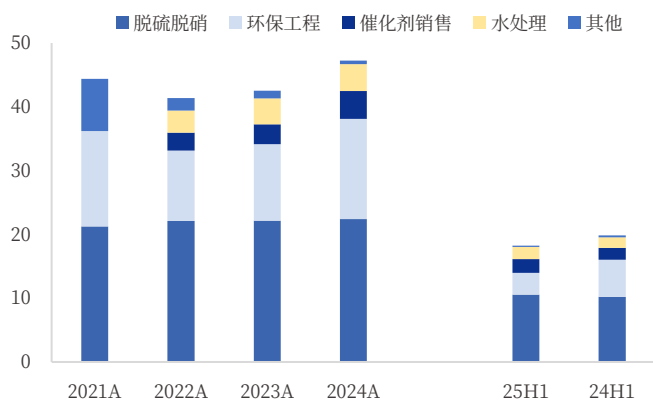
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

二、脱硫脱硝业务稳中向好，培育新兴产业增长点

（一）脱硫脱硝业务稳中向好，25Q1-3 受减值影响业绩有所承压

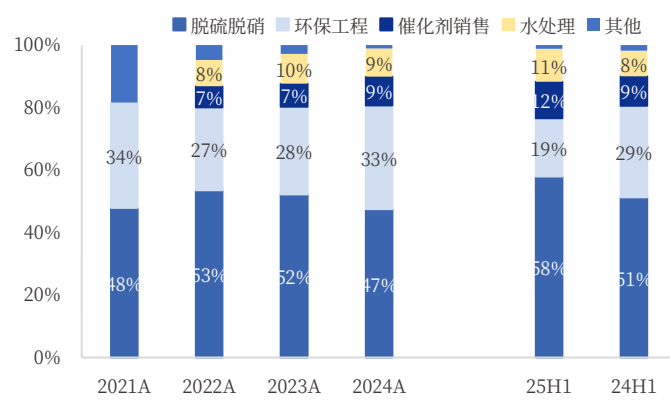
环保业务多元，脱硫脱硝与环保工程业务营收占比超过 80%。公司目前主营业务包括环保工程、脱硫脱硝除尘特许经营、催化剂销售、水务运营等。公司业务主要集中在脱硫脱硝业务与环保工程业务，脱硫脱硝业务是公司营收结构中占比最高的业务。截至 2024 年末，公司已投运脱硫脱硝除尘特许经营装机容量 4415 万千瓦（其中脱硫 2085 万千瓦，脱硝 2066 万千瓦，除尘 264 万千瓦），形成了华北、华中、西北、东北、西南五个区域中心，脱硫脱硝特许经营装机规模居五大发电集团前列。从营收结构来看，2024 年公司脱硫脱硝、环保工程、水处理运营、催化剂销售业务营收分别为 22.42 亿元、15.68 亿元、4.22 亿元、4.37 亿元，营收占比分别为 47%、33%、9%、9%。

图23：公司营收构成（亿元）



资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院

图24：公司营收占比

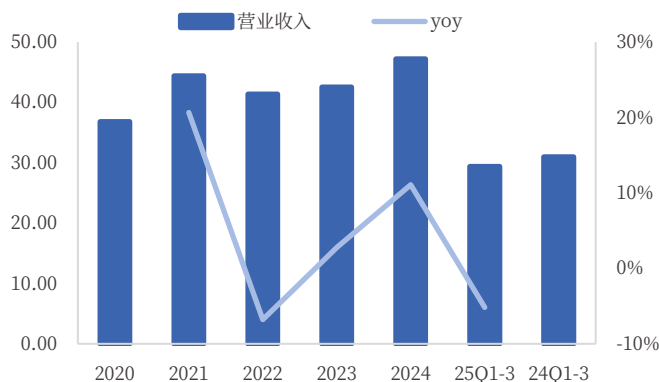


资料来源：Wind、公司公告、中国银河证券研究院

预计受环保工程业务拖累，25Q1-3 公司营收同比下滑。2022 年以来，随着公司工程业务产值上升以及催化剂销量增加，公司营收呈稳健增长趋势。2022-2024 年，公司营业收入从 41.37 亿元增长至 47.22 亿元，年均复合增长率为 6.8%。25Q1-3，公司营收同比下滑 5.2%至 29.36 亿元，我们预计主要受工程业务收缩所致。

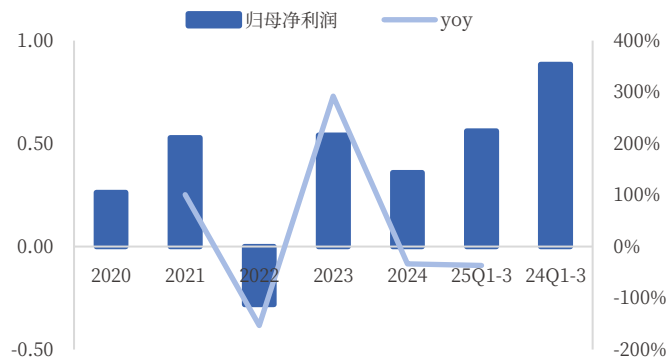
公司归母净利润波动较大，25Q1-3 受减值影响降幅大于营收。2022 年公司受疫情持续及传统烟气治理工程业务市场萎缩影响，公司工程业务产值及毛利率同比大幅下滑，叠加期间费用和减值计提增加，公司当年录得亏损。2025Q1-3，尽管在工程业务的影响下，公司收入同比有所下降，但得益于脱硫脱硝、催化剂等业务毛利率的改善，公司整体毛利额持平微降。但受大冶项目工程合同业主方鲲鹏环保破产清算，公司对鲲鹏环保应收款项补提减值准备 3295 万元，导致同期归母净利润同比大幅下滑 36.6%至 0.56 亿元。

图25: 公司营收 (亿元) 及同比 (右)



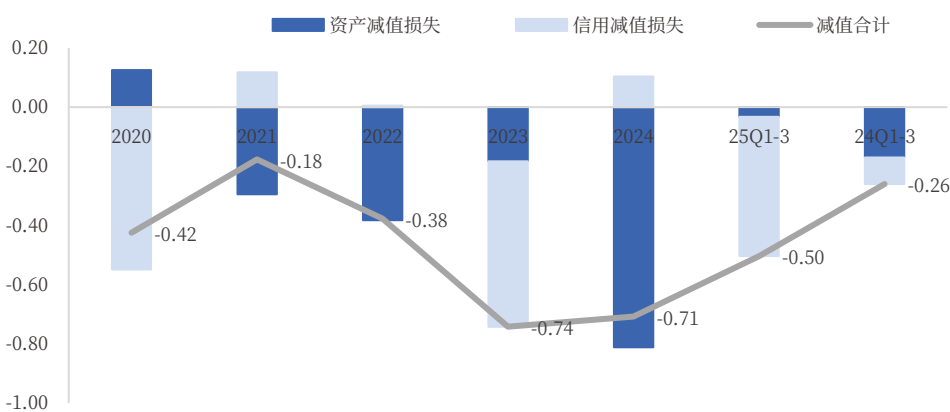
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图26: 公司归母净利润 (亿元) 及同比 (右)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图27: 公司减值计提情况 (亿元)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

脱硫脱硝业务是公司主要毛利来源，近年毛利率持续提升。2021年以来，随着公司对于环保技术创新，脱硫脱硝业务的毛利率由2021年的11.34%提升至2024年的15.31%，25H1进一步提升至16.22%。公司催化剂销售业务毛利率主要受到规模效应、技术升级与成本控制的影响，2022年以来毛利率持续提升，2024年达到19.06%。公司水处理运营业务毛利率基本稳定在30%以上。2024年公司脱硫脱硝业务、环保工程业务、水处理运营业务、催化剂销售业务毛利分别为3.43亿元、0.38亿元、1.36亿元、0.83亿元，占比分别为56%、6%、22%、13%。

图28: 公司分业务毛利率

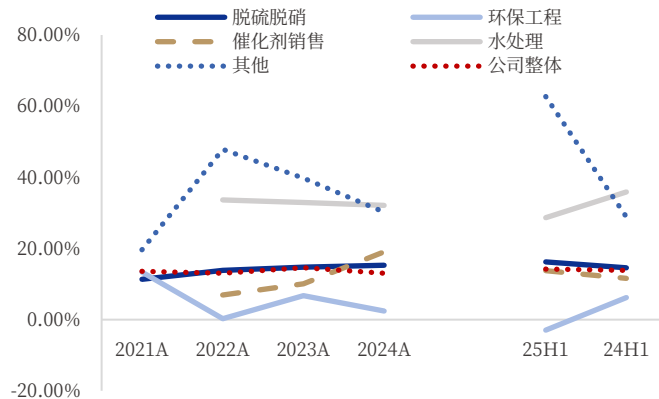
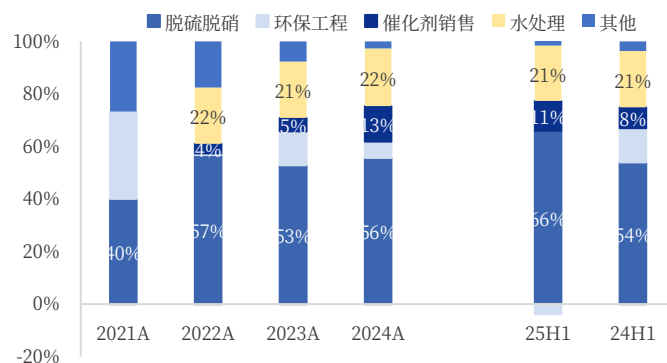


图29: 公司毛利构成

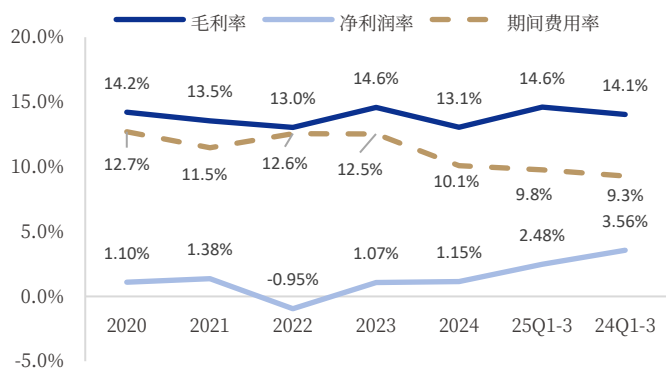


资料来源: Wind、公司公告、中国银河证券研究院

资料来源: Wind、公司公告、中国银河证券研究院

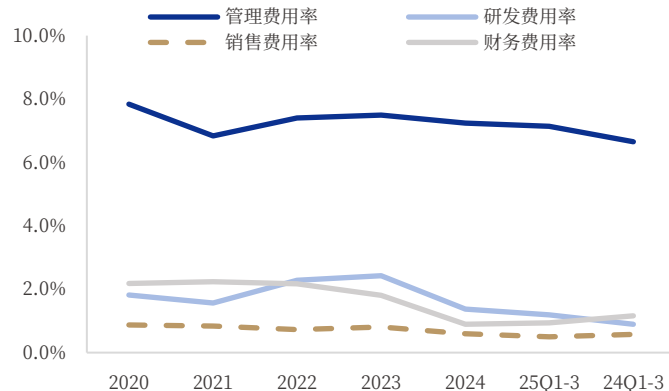
公司毛利率整体保持稳定，期间费用率整体呈下行态势，共同驱动净利润率提升。随着核心业务脱硫脱硝、催化剂销售等收入&盈利的双重改善逐渐对冲工程业务规模收缩&盈利下滑的不利影响，25Q1-3 公司综合毛利率同比小幅提升 0.6pct；且拉长时间周期来看，由于工程业务的盈利能力较弱，所以其波动对公司整体毛利率的影响有限，2020 年以来基本维持在 14% 上下。公司期间费用率整体下行，已由 2020 年的 12.7% 降至 2024 年的 10.1%。毛利率和期间费用率双重作用下，公司净利润率自 2022 年以来持续提升；25Q1-3，若剔除信用减值影响，预计净利润率同比基本持平。

图30: 公司毛利率、净利润率、期间费用率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

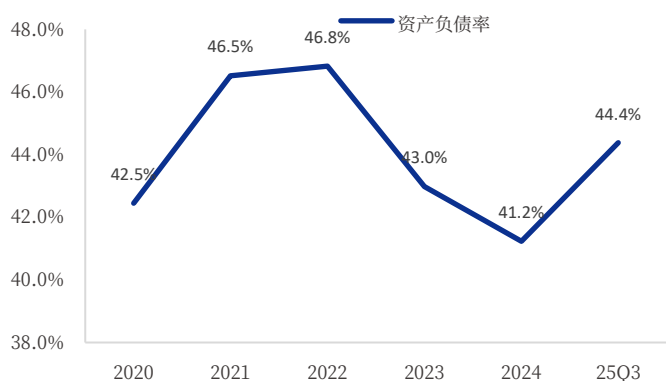
图31: 公司期间费用率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

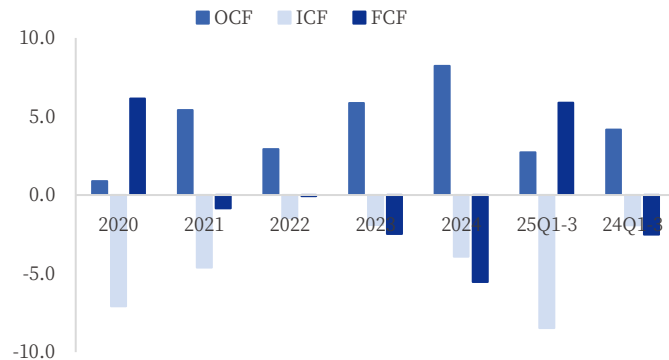
25Q1-3 资本开支与借款双增，资产负债率有所抬升。2022-2024 年，公司资产负债率由 46.8% 下降至 41.2%。但 25Q1-3，一方面公司经营性付款同比增加导致经营性现金流同比下降，另一方面公司增加“大火电”项目脱硫脱硝除尘投资使得投资性现金流有所增加，双重影响下公司借款有所增加，造成 25Q3 末资产负债率较 2024 年提升 3.1pct 至 44.4%。

图32: 公司资产负债率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图33: 公司现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

（二）“BOT+EPC”协同开发，推动大火电特许经营项目落地

集团火电投资提供环境工程增量，积极开拓集团外工程订单。公司环保工程业务主要采用 EPC 模式，在招标通知后公司测算投标报价和项目风险并对项目进行投标，在中标后签订合同进行方案产品设计、设备采购与工程施工，最后提供验收测试、技术指导等服务。公司环保工程板

块的核心经营企业为国电投远达环保工程有限公司与沈阳远达环保工程有限公司。公司脱硫脱硝 EPC 工程主要来自国电投集团下属电厂，未来集团火电投资的推进仍将给公司环保工程业务带来一定的增量空间。此外，近年来公司加大了集团外环保工程市场开拓力度，2024 年公司共承接脱硫脱硝除尘工程业务订单共计 16.15 亿元，其中国家电投集团外（含海外）订单 10.66 亿元，占比 66%。

加快推动大火电特许经营项目落地，在建&规划项目全部投运可带来净利润弹性 81%。公司特许经营业务主体为全资子公司重庆远达烟气治理特许经营有限公司。公司特许经营业务主要采用 BOT 模式，公司获得烟气脱硫脱硝项目的特许经营权，由公司出资建设脱硫脱硝项目，建成后在约定期限内运营，并取得国家相关政策规定的脱硫脱硝电价收入（2014 年，国家发改委和环境保护部联合印发《燃煤发电机组环保电价及环保设施运行监管办法》，明确燃煤发电机组必须按规定安装脱硫、脱硝和除尘环保设施，其上网电量在现行上网电价基础上执行脱硫、脱硝和除尘电价加价等环保电价政策，目前脱硫电价加价标准为每千瓦时 1.5 分钱，脱硝电价为每千瓦时 1 分钱），授权期满后项目移交合同约定的发电企业。截至 2024 年底，公司在运特许经营项目 25 个，共 4415 万千瓦装机容量。我们梳理公司目前在建&规划的特许经营项目共计 798 万千瓦，较 2024 年末装机弹性达 18%；若上述项目未来全部投运，将为公司带来年均 0.44 亿元的净利润，较 2024 年的 0.54 亿元弹性高达 81%。

背靠中国电力，未来有望获取更多特许经营项目资源。远达环保重大资产重组后直接控股股东将由国家电投变更为中国电力，截至 2024 年末，中国电力合并装机容量达 49.39GW，其中煤电 9.8GW。远达环保未来背靠中国电力，或将从母公司火电资源中获取更多特许经营项目，目前远达环保已新增与中国电力旗下平圩电厂、前詹电厂的特许经营合同。

表6：远达环保在建/拟建特许经营项目（不完全统计）

项目名称	地区	电厂控股股东	装机	年均不含税营业收入（亿元）	年均净利润（亿元）	建设进展
桥头电厂	青海	青海投资集团	3×660	2.15	0.13	1 号、2 号、3 号机组分别计划于 9 月、10 月、次年 7 月完成 168 小时试运
平圩电厂	安徽	中国电力	2×1000	1.65	0.13	7 号、8 号机组分别计划于 11 月、次年 1 月完成 168 小时试运
滨海电厂	江苏	上海电力	2×1000	1.63	0.13	5 号、6 号机组计划于次年 6 月完成 168 小时试运
前詹电厂	广东	中国电力	2×1000	1.20	0.05	计划 11 月正式开工建设
合计			7980	6.63	0.44	

资料来源：公司公告、青海省人民政府、人民网、滨海融媒、远达环保官方微信公众号等，中国银河证券研究院

（三）加快开拓 CCUS 业务，新兴产业布局迈出坚实步伐

CCUS 在我国发展前景广阔。碳捕集、利用与封存（CCUS）是指将二氧化碳从工业过程、能源利用或大气中分离出来，直接加以利用或注入地层以实现永久减排的过程。按照技术流程，CCUS 主要分为碳捕集、碳运输、碳利用、碳封存等环节。随着政策支持不断、关键技术逐步成熟以及各行业巨大减排需求拉动，我国 CCUS 将向着低成本、商业化、集群化方向发展。

长兴岛 CCUS 项目完成竣工验收，公司加快开拓 CCUS 业务。远达环保长兴岛 CCUS 项目（上海长兴岛碳捕集与利用创新示范项目）是国家电投集团打造的国内首个 10 万吨级燃煤燃机全流程 CCUS 示范工程。该项目不仅是国内电力行业商业化运行时间最长的 CCUS 项目，还实现

了“捕集-运输-利用”全产业链闭环，项目技术达到国际领先水平。2024 年公司“双碳”业务逐步铺开，获取碳捕集吸收剂销售、CCUS 技术服务等订单 578 万元。在此基础上，2025 年 7 月，公司所属绿碳科技公司联合科技公司接连中标青海省某基地配套煤电 CCUS 建设方案技术服务项目、某电厂碳捕集吸收剂供应项目、四川某页岩气公司二氧化碳压裂利用项目、某燃煤烟气碳捕集胺液净化服务项目，彰显出公司在 CCUS 全产业链技术服务、核心产品研发领域实力。

图34：长兴岛 CCUS 示范项目



资料来源：远达环保微信公众号、中国银河证券研究院

图35：CCUS 技术环节



资料来源：中国二氧化碳捕集利用与封存年度报告（2024）_生态环境部、中国银河证券研究院

三、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

- **脱硫脱硝**: 基于公司特许经营项目的建设进度, 我们预计 2025-2027 年营业收入分别为 22.72、26.55、27.85 亿元, 同比增长 1.3%、16.9%、4.9%; 毛利率延续历史趋势, 假设分别为 16.31%、16.81%、17.31%。
- **环保工程**: 参考 25H1 环保工程业务表现, 预计 2025-2027 年营业收入同比增长-30%、0%、5%分别至 10.97、10.97、11.52 亿元; 毛利率分别为 0.00%、1.00%、2.00%。
- **催化剂销售**: 预计 2025-2027 年营业收入分别为 5.02、5.52、6.08 亿元, 年均增长 15%, 规模效应释放下预计毛利率稳中有升, 分别为 20.00%、21.00%、22.00%。
- **水处理**: 预计 2025-2027 年营业收入稳健增长, 分别达到 4.43、4.70、5.03 亿元, 毛利率维持 30%。
- **其他**: 预计 2025-2027 年营业收入持平于 0.54 亿元, 毛利率稳定在 30%。

基于上述假设, 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 43.68、48.28、51.01 亿元, 同比增长-7.49%、10.52%、5.65%; 实现归母净利润 0.38、0.76、0.94 亿元, 同比增长 4.8%、101.9%、24.0%。

表7: 远达环保营收拆分&预测

业务类型	项目	2024A	2025E	2026E	2027E
脱硫脱硝	收入 (亿元)	22.42	22.72	26.55	27.85
	成本 (亿元)	18.99	19.02	22.09	23.03
	毛利 (亿元)	3.43	3.71	4.46	4.82
	毛利率	15.31%	16.31%	16.81%	17.31%
环保工程	收入 (亿元)	15.68	10.97	10.97	11.52
	成本 (亿元)	15.30	10.97	10.86	11.29
	毛利 (亿元)	0.38	0.00	0.11	0.23
	毛利率	2.44%	0.00%	1.00%	2.00%
催化剂销售	收入 (亿元)	4.37	5.02	5.52	6.08
	成本 (亿元)	3.53	4.02	4.36	4.74
	毛利 (亿元)	0.83	1.00	1.16	1.34
	毛利率	19.06%	20.00%	21.00%	22.00%
水处理	收入 (亿元)	4.22	4.43	4.70	5.03
	成本 (亿元)	2.86	3.10	3.29	3.52
	毛利 (亿元)	1.36	1.33	1.41	1.51
	毛利率	32.12%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	收入 (亿元)	0.54	0.54	0.54	0.54
	成本 (亿元)	0.38	0.38	0.38	0.38
	毛利 (亿元)	0.16	0.16	0.16	0.16

	毛利率	30.18%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	营业收入 (亿元)	47.22	43.68	48.28	51.01
	营业成本 (亿元)	41.06	37.48	40.98	42.96
	毛利 (亿元)	6.16	6.20	7.30	8.06
	毛利率	13.05%	14.19%	15.12%	15.79%

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

(二) 相对估值

- **环保业务:** 我们参考主营业务相近 (涵盖除尘器及配套设备、脱硫、脱硝工程项目等) 的龙净环保的估值水平, 给予公司环保业务 26E 13.7x PE, 对应合理市值约为 10.43 亿元。
- **水电业务:** 公司注入资产 2024 年归母净利润为 8.49 亿元。由于来水较难预测, 且公司上网电价、成本端相对稳定, 我们假设中性情境下公司水电业务归母净利润维持 2024 年水平。那么剔除环保业务估值后, 公司当前市值隐含的水电 PE 约为 63.8x, 明显高于可比公司均值。但考虑到公司未来作为国家电投集团的水电资产整合平台, 集团未上市水电资产高达 2058 万千瓦, 是此次注入水电装机规模的 3.5x, 公司当前估值水平具备支撑。

表8: 可比公司估值表 (截至 2025 年 12 月 16 日)

业务分类	代码	证券简称	股价	总股本 (亿股)	归母净利润 (亿元)				PE			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
水电	600900.SH	长江电力	27.97	244.68	324.96	340.81	358.30	371.91	21.06	20.08	19.10	18.40
	600025.SH	华能水电	9.42	186.31	82.97	88.07	94.16	98.32	21.15	19.93	18.64	17.85
	600886.SH	国投电力	13.60	80.04	66.43	70.54	74.77	78.84	16.39	15.43	14.56	13.81
	600674.SH	川投能源	14.34	48.75	45.08	48.56	51.52	53.23	15.51	14.40	13.57	13.13
	600236.SH	桂冠电力	6.83	78.82	22.83	28.56	31.32	32.72	23.58	18.85	17.19	16.46
	002039.SZ	黔源电力	18.46	4.28	2.18	4.52	4.73	5.14	36.17	17.47	16.69	15.36
	可比公司平均									22.31	17.69	16.63
环保	600388.SH	龙净环保	15.88	12.70	8.30	11.72	14.72	17.58	24.29	17.20	13.70	11.47

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

四、风险提示

项目建设进度不及预期的风险：脱硫脱硝是公司过去的核心业务，在建&拟建项目对公司利润贡献较为可观，若建设进度不及预期，将影响公司业绩释放节奏。

行业竞争加剧的风险：中小厂商可能会采用价格战抢占公司环境工程业务的市场份额，可能使得公司订单减少、盈利能力受损。

来水波动的风险：公司资产重组已落地，标的资产已完成过户，未来公司核心业务将变为水力发电。来水将显著影响公司的发电量，从而对短期业绩形成扰动。

图表目录

图 1: 远达环保股权结构 (截至 2025Q3)	4
图 2: 远达环保资产重组方案	5
图 3: 2022-2024 五凌电力与长洲水电营业收入 (亿元)	5
图 4: 2022-2024 五凌电力与长洲水电归母净利润 (亿元)	5
图 5: 2023-2024 年五凌电力收入结构 (亿元)	6
图 6: 2023-2024 年长洲水电收入结构 (亿元)	6
图 7: 2023-2024 年五凌电力装机 (万千瓦)	7
图 8: 2023-2024 年长洲水电装机 (万千瓦)	7
图 9: 2023-2024 年五凌电力发电量 (亿千瓦时)	7
图 10: 2023-2024 年长洲水电发电量 (亿千瓦时)	7
图 11: 主要水电公司度电营收对比 (元/kwh)	8
图 12: 主要水电公司度电净利润对比 (元/kwh)	8
图 13: 交易前后远达环保 2023-2024 年营业收入 (亿元)	8
图 14: 交易前后远达环保 2023-2024 归母净利润 (亿元)	8
图 15: 黄河上游水电开发公司 2014-2024 年装机变化	10
图 16: 2020 年至今黄河公司各类装机变化情况 (万千瓦)	10
图 17: 截至目前黄河公司装机结构	10
图 18: 黄河公司 2020-2024 年发电量	11
图 19: 黄河公司 2024 年发电量结构	11
图 20: 青海上网侧省内市场化结算情况	12
图 21: 黄河上游水电开发公司 2020-2024 年营业收入及同比	12
图 22: 黄河上游水电开发公司 2020-2024 年归母净利润及同比	12
图 23: 公司营收构成 (亿元)	13
图 24: 公司营收占比	13
图 25: 公司营收 (亿元) 及同比 (右)	14
图 26: 公司归母净利润 (亿元) 及同比 (右)	14
图 27: 公司减值计提情况 (亿元)	14
图 28: 公司分业务毛利率	14
图 29: 公司毛利构成	14
图 30: 公司毛利率、净利率、期间费用率	15
图 31: 公司期间费用率	15
图 32: 公司资产负债率	15
图 33: 公司现金流情况 (亿元)	15
图 34: 长兴岛 CCUS 示范项目	17

图 35： CCUS 技术环节 17

表 1： 远达环保发展历史..... 4

表 2： 五凌电力和长洲水电旗下水电站 6

表 3： 五凌电力和长洲水电估值水平测算 8

表 4： 国家电投集团装机梳理（截至 2024 年末，万千瓦） 9

表 5： 黄河上游公司旗下水电站梳理 10

表 6： 远达环保在建/拟建特许经营项目（不完全统计） 16

表 7： 远达环保营收拆分&预测 18

表 8： 可比公司估值表（截至 2025 年 12 月 16 日） 19

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,085	4,233	4,300	4,420
现金	606	1,063	765	693
应收账款	1,686	1,510	1,714	1,812
其它应收款	65	60	67	71
预付账款	197	180	197	206
存货	195	178	194	204
其他	1,335	1,242	1,363	1,435
非流动资产	5,418	5,697	5,940	6,054
长期投资	642	642	642	642
固定资产	2,880	2,922	3,073	3,213
无形资产	1,421	1,376	1,330	1,282
其他	475	757	896	917
资产总计	9,503	9,930	10,241	10,474
流动负债	3,143	3,124	3,347	3,475
短期借款	237	437	437	437
应付账款	1,949	1,779	1,945	2,039
其他	956	907	964	998
非流动负债	776	1,179	1,179	1,178
长期借款	649	1,049	1,049	1,049
其他	127	130	130	129
负债总计	3,918	4,303	4,526	4,652
少数股东权益	432	452	493	544
归属母公司股东权益	5,153	5,175	5,221	5,278
负债和股东权益	9,503	9,930	10,241	10,474

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	822	724	592	724
净利润	54	58	117	145
折旧摊销	474	491	521	551
财务费用	52	52	64	63
投资损失	-16	-15	-16	-17
营运资金变动	193	51	-161	-80
其他	64	87	68	62
投资活动现金流	-391	-805	-796	-694
资本支出	-396	-758	-751	-650
长期投资	0	0	0	0
其他	5	-46	-45	-44
筹资活动现金流	-554	537	-94	-102
短期借款	-411	200	0	0
长期借款	-195	400	0	0
其他	52	-63	-94	-102
现金净增加额	-123	456	-298	-72

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,722	4,368	4,828	5,101
营业成本	4,106	3,748	4,098	4,296
税金及附加	28	26	29	31
销售费用	28	26	29	30
管理费用	342	315	343	357
研发费用	65	60	66	70
财务费用	42	39	42	48
资产减值损失	-81	-46	-46	-46
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	72	7	53	56
营业利润	101	115	228	280
营业外收入	10	7	6	8
营业外支出	7	11	9	9
利润总额	104	112	225	279
所得税	50	54	108	134
净利润	54	58	117	145
少数股东损益	18	20	41	51
归属母公司净利润	36	38	76	94
EBITDA	620	642	788	878
EPS（元）	0.01	0.01	0.02	0.02

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	11.1%	-7.5%	10.5%	5.7%
营业利润增长率	-1.7%	13.3%	98.5%	23.0%
归母净利润增长率	-33.4%	4.8%	101.9%	24.0%
毛利率	13.1%	14.2%	15.1%	15.8%
净利率	1.2%	1.3%	2.4%	2.8%
ROE	0.7%	0.7%	1.5%	1.8%
ROIC	1.1%	1.1%	1.8%	2.2%
资产负债率	41.2%	43.3%	44.2%	44.4%
净资产负债率	70.2%	76.5%	79.2%	79.9%
流动比率	1.30	1.36	1.28	1.27
速动比率	0.82	0.91	0.83	0.81
总资产周转率	0.49	0.45	0.48	0.49
应收账款周转率	2.86	2.73	2.99	2.89
应付账款周转率	2.18	2.01	2.20	2.16
每股收益	0.01	0.01	0.02	0.02
每股经营现金流	0.19	0.17	0.14	0.17
每股净资产	1.18	1.18	1.19	1.20
P/E	1,534.68	1,464.07	725.15	584.73
P/B	10.71	10.66	10.57	10.46
EV/EBITDA	89.96	87.10	71.35	64.16
PS	11.69	12.63	11.43	10.82

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学(北京)，超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学(本科)，加州大学洛杉矶分校(硕士)，纽约州立大学布法罗分校(硕士)。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn