

# 2025 年股息率 4.9% 的水电成长标的

华泰研究

2026 年 4 月 16 日 | 中国内地

年报点评

发电

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

6.19

国电电力 2025 年实现营收 1702.44 亿元 (yoy-4.99%)，归母净利 71.61 亿元 (yoy-27.15%)，归母净利润较我们预期的 74.54 亿元略低主要是光伏板块利润率低于预期；扣非净利 67.76 亿元 (yoy+45.23%)。其中 4Q25 实现营收 450.39 亿元 (yoy-0.62%)，归母净利 3.85 亿元 (yoy-39.92%)。2025 年公司 DPS 为 0.241 元，分红比例 60.02%，股息率高达 4.9%，考虑公司承诺 2025-27 年 DPS 不低于 0.22 元，我们测算公司 2026E 保底股息率 4.5%，公司兼具高股息价值和大渡河水电成长，维持“买入”。

## 2025 年火电度电净利润同比基本保持稳定

2025 年，公司火电上网电量为 3473.94 亿千瓦时，同比+0.1%；火电实现净利润 98.23 亿元，同比-2.3%；我们测算 2025 年公司火电度电净利润为 2.83 分，同比基本保持稳定（上年同期为 2.9 分），主要是：1) 煤电上网电价同比-7.3%至 0.424 元/千瓦时；2) 但得益于市场煤价下降，公司入炉标煤单价同比-10.5%至 825.06 元/吨；供电煤耗因火电利用小时数同比下降而略同比+0.45g/kWh 至 293.85g/kWh。在市场对电力供需相对宽松预期下，2026 年各省电力年度交易电价普遍承压，我们认为公司 2026 年火电电价或同比下降，盈利取决于电价和煤价形成的剪刀差。

## 水电/风电度电盈利同比修复，全年信用减值损失较 1H25 大幅收窄

2025 年公司风电/光伏上网电量同比增长 5.97%/94.50%，净利润分别同比增长 19.1%/15.0%至 12.58/9.97 亿元，对应度电净利润分别为 6.08/4.62 分，同比+0.67/-3.19 分，我们认为风电度电净利润同比提升主要是 2025 年信用减值损失为 1.18 亿元（较 1H25 收窄 4.74 亿元），较 2024 年的 7.83 亿元大幅下降，光伏度电净利润同比下降或因上网电价同比降幅较大（-7.68 分 yoy）。2025 年因大渡河来水同比偏枯，公司水电发电量同比-7.3%，但净利润同比+7.4%至 21.42 亿元，主要是上年同期水电板块计提大兴川水电站在建工程减值 8.31 亿元。2025 年公司投产沙坪一级 18 万千瓦水电装机，2026 年公司预计投产水电装机 379.65 万千瓦，我们认为随着水电新机组的陆续投产，公司水电板块盈利能力将不断增强。

## 承诺 2025-27 年 DPS 不低于 0.22 元，高股息价值有望持续体现

公司承诺 2025-27 年，在符合现金分红条件下，将每年中期、年度各进行一次现金分红；每年以现金方式分配的利润原则上不低于当年实现的归属于上市公司股东净利润的 60%，且每股派发现金红利不低于 0.22 元人民币（含税）。公司已兑现 2025 年分红承诺，我们测算公司 2026E 保底股息率 4.5%（采用最低 DPS 承诺 0.22 元计算），公司高股息价值有望持续体现。

## 盈利预测与估值

考虑 2026 年各省电力年度交易电价普遍承压，我们下调公司 2026-2027 年火电上网电价 3.4%/3.4%，从而下调公司 2026-2027 年归母净利润 27.5%/22.7%至 60.30/69.43 亿元，引入 2028 年归母净利润 73.76 亿元。根据公司 2026 年新能源归母净利预期 18.12 亿元，水电/火电归母净资产 359/340 亿元，参考可比公司 Wind 一致预期 26E PE/PB/PB 20.5/2.10/0.79x，考虑火电可比公司估值含新能源，新能源/水电的装机规模/盈利能力较可比公司有一定差距，给予公司 26E PE/PB/PB 17.0/1.60/0.65x，目标价 6.19 元（前值：6.87 元基于新能源/水电/火电 26E PE/PB/PB 15.0/1.70/0.70x）。

风险提示：煤价高于预期、上网电价低于预期、利用小时低于预期、新能源发展不及预期、水电增发测算和实际偏差风险、资产减值额度高于预期。

王玮嘉

SAC No. S0570517050002  
SFC No. BEB090

研究员

wangweijia@htsc.com  
+(86) 21 2897 2079

黄波

SAC No. S0570519090003  
SFC No. BQR122

研究员

huangbo@htsc.com  
+(86) 755 8249 3570

李雅琳

SAC No. S0570523050003  
SFC No. BTC420

研究员

liyalin018092@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

康琪\*

SAC No. S0570124070105

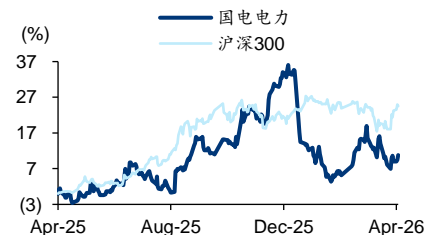
联系人

kangqi@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

## 基本数据

收盘价(人民币 截至 4 月 15 日)	4.88
市值(人民币百万)	87,038
6 个月平均日均成交额(人民币百万)	945.19
52 周价格范围(人民币)	4.47-5.99

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	170,244	164,523	168,879	173,369
+/-%	(4.99)	(3.36)	2.65	2.66
归属母公司净利润(百万)	7,161	6,030	6,943	7,376
+/-%	(27.15)	(15.80)	15.14	6.23
EPS(最新摊薄)	0.40	0.34	0.39	0.41
ROE(%)	12.40	9.99	11.07	11.18
PE(倍)	12.15	14.43	12.54	11.80
PB(倍)	1.46	1.42	1.36	1.29
EV EBITDA(倍)	10.07	12.32	11.64	11.61
股息率(%)	4.94	4.51	4.51	4.51

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

### 盈利预测调整

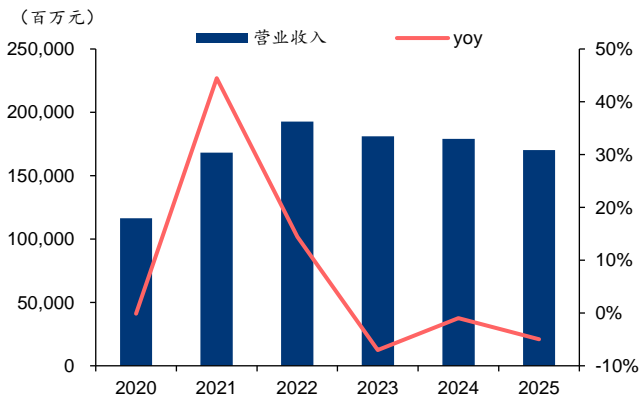
考虑 2026 年各省电力年度交易电价普遍承压，我们下调公司 2026-2027 年火电上网电价 3.4%/3.4%至 408/403 元/MWh，从而下调公司营业收入 4.0%/3.0%至 1645.23/1688.79 亿元，下调公司毛利率 3.8/3.2pp 至 11.0%/12.4%，最终下调公司归母净利润 27.5%/22.7%至 60.30/69.43 亿元。

图表1：盈利预测调整表

		旧			新			变化		
		2025E	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
营业收入	百万元	163,480	171,328	174,096	170,244	164,523	168,879	4.1%	-4.0%	-3.0%
火电上网电价	元/MWh	427	422	417	428	408	403	0.2%	-3.4%	-3.4%
毛利率	-	13.9%	14.8%	15.6%	15.5%	11.0%	12.4%	1.6pp	-3.8pp	-3.2pp
归母净利润	百万元	7,454	8,313	8,977	7,161	6,030	6,943	-3.9%	-27.5%	-22.7%

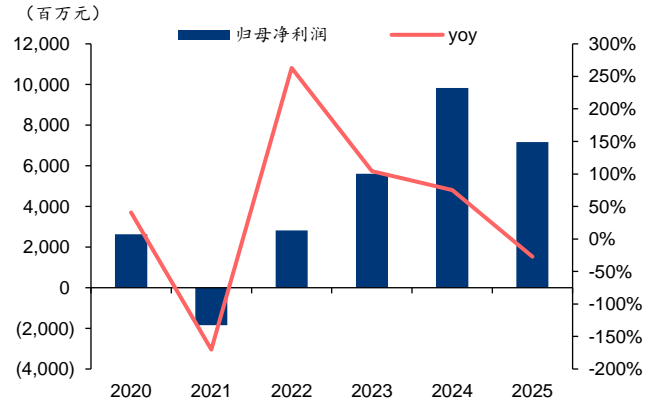
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表2：公司营业收入及其同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

图表3：公司归母净利润及其同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

图表4：新能源板块可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值(mn)	市盈率 (x)		市净率 (x)		ROE (%)	
		2026/4/15	2026/4/15	26E	27E	26E	27E	26E	27E
龙源电力	001289 CH	15.39	128,658	26.3	24.0	1.63	1.55	6%	6%
三峡能源	600905 CH	4.11	117,495	18.7	17.0	1.23	1.17	6%	7%
太阳能	000591 CH	5.3	20,807	16.4	16.0	0.82	0.78	5%	5%
<b>平均值</b>				<b>20.5</b>	<b>19.0</b>	<b>1.23</b>	<b>1.17</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>

注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测

资料来源：Wind、华泰研究

图表5：水电资产可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值(mn)	市盈率 (x)		市净率 (x)		ROE (%)	
		2026/4/15	2026/4/15	26E	27E	26E	27E	26E	27E
华能水电	600025 CH	9.49	176,809	18.9	18.1	2.02	1.92	11%	11%
川投能源	600674 CH	14.64	71,364	14.0	13.4	1.49	1.40	11%	10%
长江电力	600900 CH	26.55	649,631	18.4	17.7	2.78	2.65	15%	15%
<b>平均值</b>				<b>17.1</b>	<b>16.4</b>	<b>2.10</b>	<b>1.99</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>

注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测

资料来源：Wind、华泰研究

图表6: 火电资产可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		市值(mn)		市盈率 (x)		市净率 (x)		ROE (%)	
		2026/4/15	2026/4/15	2026/4/15	2026/4/15	26E	27E	26E	27E	26E	27E
华能国际	600011 CH	7	109,887	8.0	7.6	0.80	0.75	10%	10%		
华电国际	600027 CH	4.66	54,111	9.4	8.4	0.82	0.78	8%	9%		
华润电力	0836 HK	18.88	97,743	8.1	7.6	0.77	0.73	10%	10%		
<b>平均值</b>				<b>8.5</b>	<b>7.9</b>	<b>0.79</b>	<b>0.75</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>		

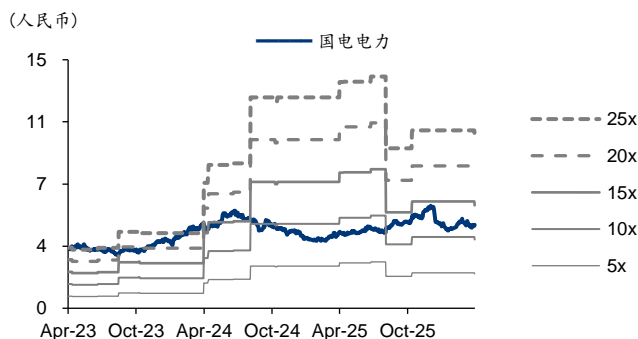
注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测; 华润电力股价和市值单位为港币  
资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 分部估值

	单位	2026E
新能源业务归母净利润	百万元	1,812
PE	倍	17.00
新能源市值	百万元	30,804
水电归母净资产	百万元	35,934
PB	倍	1.60
水电板块市值	百万元	57,494
火电归母净资产	百万元	34,005
PB	倍	0.65
火电板块市值	百万元	22,103
目标市值	百万元	110,402
股份数	百万股	17,836
目标价	元	6.19

资料来源: 华泰研究预测

图表8: 国电电力 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表9: 国电电力 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	62,795	58,923	61,615	64,010	23,676
现金	15,437	15,821	16,570	16,894	16,936
应收账款	28,467	26,293	27,608	28,988	0.00
其他应收账款	1,193	1,517	1,517	1,517	0.00
预付账款	3,301	2,140	2,140	2,140	0.00
存货	6,148	5,929	6,522	7,174	0.00
其他流动资产	8,249	7,222	7,258	7,296	6,740
<b>非流动资产</b>	431,141	461,228	488,717	511,849	533,024
长期投资	16,404	17,918	21,462	23,458	25,420
固定投资	293,239	331,588	368,837	399,883	427,196
无形资产	7,034	7,646	7,212	6,591	5,848
其他非流动资产	114,464	104,077	91,206	81,918	74,561
<b>资产总计</b>	493,936	520,152	550,332	575,859	556,700
<b>流动负债</b>	125,901	140,844	155,001	170,492	138,970
短期借款	30,413	32,409	32,409	32,409	32,409
应付账款	27,012	28,575	30,004	31,504	0.00
其他流动负债	68,477	79,860	92,589	106,579	106,561
<b>非流动负债</b>	236,671	241,194	252,467	255,597	260,255
长期借款	209,212	192,650	203,924	207,053	211,711
其他非流动负债	27,459	48,544	48,544	48,544	48,544
<b>负债合计</b>	362,572	382,038	407,468	426,089	399,225
少数股东权益	75,331	78,643	81,661	85,548	89,802
股本	17,836	17,836	17,836	17,836	17,836
资本公积	934.33	968.55	968.55	968.55	968.55
留存公积	35,245	38,661	41,821	46,531	51,973
归属母公司股东权益	56,034	59,471	61,203	64,222	67,674
<b>负债和股东权益</b>	493,936	520,152	550,332	575,859	556,700

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金</b>	55,640	53,668	34,405	38,018	31,825
净利润	16,643	13,727	9,048	10,830	11,629
折旧摊销	19,524	21,921	22,839	24,180	25,175
财务费用	6,551	5,888	5,173	5,494	5,805
投资损失	(7,333)	(2,361)	(2,270)	(2,236)	(2,202)
营运资金变动	18,300	14,006	(272.57)	(140.13)	(8,471)
其他经营现金	1,955	486.91	(112.24)	(111.40)	(110.53)
<b>投资活动现金</b>	(48,745)	(45,311)	(47,913)	(44,933)	(44,004)
资本支出	(58,096)	(45,814)	(46,234)	(44,705)	(43,715)
长期投资	986.91	(437.38)	(3,544)	(1,996)	(1,962)
其他投资现金	8,363	940.67	1,864	1,767	1,673
<b>筹资活动现金</b>	(10,242)	(8,171)	14,256	7,239	12,221
短期借款	(18,532)	1,996	0.00	0.00	0.00
长期借款	34,074	(16,562)	11,274	3,130	4,658
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(45.86)	34.22	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(25,738)	6,361	2,983	4,109	7,563
现金净增加额	(3,348)	183.52	748.61	324.00	42.21

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	179,182	170,244	164,523	168,879	173,369
营业成本	153,674	143,792	146,407	147,973	150,940
营业税金及附加	1,872	2,359	2,280	2,341	2,403
营业费用	15.85	7.21	6.97	7.15	7.34
管理费用	2,218	2,027	1,959	2,011	2,065
财务费用	6,551	5,888	5,173	5,494	5,805
资产减值损失	(1,394)	(471.19)	(126.31)	(45.21)	(17.34)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7,333	2,361	2,270	2,236	2,202
<b>营业利润</b>	20,025	18,033	10,918	13,306	14,382
营业外收入	849.55	595.02	895.02	895.02	895.02
营业外支出	425.71	831.94	425.71	425.71	425.71
<b>利润总额</b>	20,448	17,796	11,387	13,775	14,852
所得税	3,805	4,069	2,339	2,945	3,222
<b>净利润</b>	16,643	13,727	9,048	10,830	11,629
少数股东损益	6,812	6,566	3,018	3,887	4,254
归属母公司净利润	9,831	7,161	6,030	6,943	7,376
EBITDA	46,415	45,468	39,267	43,314	45,692
EPS (人民币, 基本)	0.55	0.40	0.34	0.39	0.41

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(1.00)	(4.99)	(3.36)	2.65	2.66
营业利润	30.97	(9.95)	(39.46)	21.87	8.09
归属母公司净利润	75.28	(27.15)	(15.80)	15.14	6.23
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	14.24	15.54	11.01	12.38	12.94
净利率	9.29	8.06	5.50	6.41	6.71
ROE	18.76	12.40	9.99	11.07	11.18
ROIC	6.41	5.04	3.43	3.73	3.78
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	73.40	73.45	74.04	73.99	71.71
净负债比率 (%)	214.84	211.62	220.67	221.40	224.48
流动比率	0.50	0.42	0.40	0.38	0.17
速动比率	0.37	0.31	0.30	0.28	0.12
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.38	0.34	0.31	0.30	0.31
应收账款周转率	7.09	6.22	6.10	5.97	11.96
应付账款周转率	5.80	5.17	5.00	4.81	9.58
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.40	0.34	0.39	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	3.12	3.01	1.93	2.13	1.78
每股净资产(最新摊薄)	3.14	3.33	3.43	3.60	3.79
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	8.85	12.15	14.43	12.54	11.80
PB (倍)	1.55	1.46	1.42	1.36	1.29
EV EBITDA (倍)	9.58	10.07	12.32	11.64	11.61

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波、李雅琳, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标\*的人员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活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 国电电力（600795 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 国电电力（600795 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 国电电力（600795 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 国电电力（600795 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 国电电力（600795 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 指数), 具体如下:

## 行业评级

**增持:** 预计行业股票指数超越基准  
**中性:** 预计行业股票指数基本与基准持平  
**减持:** 预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

**买入:** 预计股价超越基准 15% 以上  
**增持:** 预计股价超越基准 5%~15%  
**持有:** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间  
**卖出:** 预计股价弱于基准 15% 以上  
**暂停评级:** 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策  
**无评级:** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

## 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231  
**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

## 华泰证券股份有限公司

**南京**  
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019  
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**  
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017  
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

## 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼  
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123  
电子邮件: research@htsc.com  
<http://www.htsc.com.hk>

## 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)  
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702  
电子邮件: Huatai@htsc-us.com  
<http://www.htsc-us.com>

## 华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981  
电话: +65 68603600  
传真: +65 65091183  
<https://www.htsc.com.sg>

## 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/  
邮政编码: 100032  
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

## 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120  
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068  
电子邮件: ht-rd@htsc.com