

量价齐升提振业绩，高股息率凸显战略配置价值

评级：增持（首次）

市场价格：4.44

分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

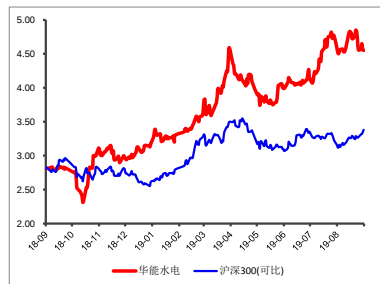
Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

研究助理：王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	18,000.0
流通股本(百万股)	8,928.0
市价(元)	4.44
市值(百万元)	79,920.0
流通市值(百万元)	39,640.3

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,848	15,516	21,496	21,933	21,708
增长率 yoy%	11.21%	20.77%	38.53%	2.03%	-1.03%
净利润	2,189	5,803	5,421	5,708	5,649
增长率 yoy%	330.75%	165.10%	-6.58%	5.31%	-1.04%
每股收益(元)	0.12	0.32	0.30	0.32	0.31
净资产收益率	5.55%	13.11%	11.62%	11.60%	10.91%
P/E	36.92	13.93	14.91	14.16	14.31
P/B	2.05	1.83	1.73	1.64	1.56

备注：

投资要点

- **国内第二大水电公司，深耕澜沧江流域开发。**华能澜沧江水电股份有限公司深耕澜沧江流域开发，是实施“西电东送”、“云电外送”的核心企业和龙头企业，目前已投运水电装机规模达 2294.88 万千瓦，位居国内第二。**2018 年澜沧江上游云南段机组进入密集投产期且新机组送电广东、电价较高，公司各项盈利指标迎来大幅增长。**2019 年随着澜沧江上游云南段机组装机继续释放，叠加 18 年投产机组可实现满发，2019H1 公司营收和归母净利润同比大增 63.66% 和 24.77%。
- **装机容量稳步提升、电站梯级联调能力强。**公司开发的澜沧江属十三大水电基地之一，截至 2018 年 12 月 31 日，澜沧江干流已投产的水电装机容量为 1937.50 万千瓦，仅占可开发总装机量的 60.55%，后续仍有大量水电资源可供开发利用。自 2017 年开始公司澜沧江上游云南段水电机组开始陆续投产，2018、2019 年分别投产 325.5 和 134 万千瓦，装机容量稳步提升。公司当前已投产水电站中小湾电站和糯扎渡电站均具备罕见的多年调节能力，使得公司拥有整个南方区域最强的反季节调节能力，梯级水电站群的联合优化调度能力较强，当前枯、汛期电量比已基本达到 1:1 左右，提升了公司的竞争力和盈利能力（云南省枯水期电价相比丰水期更高）。
- **云南省电力供需改善带来利用小时回升。**近年来云南省内供需格局发生明显改善，其中供给端，“十三五”期间国家政策转为科学有序开发大型水电、严格控制中小水电。受此影响，云南省内电力装机增速放缓，2018 年电力新增装机和水电新增装机分别为 476.36 亿千瓦和 479.61 亿千瓦，下降到 2015-2016 年的一半左右；需求端，2017 年起云南省持续大力发展电解铝、光伏制造等高耗能行业，二产用电量企稳回升，使得省内用电量增速扭负转正，2017-2018 年增速均逼近两位数且随着西电东送配套线路的不断落地、加之广东地区对煤电双控导致省内对于外调电量需求攀升，云南省年输出电量近年来大幅提升。由于供需格局显著好转，公司机组利用小时大幅回升，由 2015 年的 3550h 上升至 2018 年的 4128h，提升幅度明显。
- **澜沧江上游云南段新机组送电广东，带来量价双升。**公司澜沧江上游云南段机组 5 座水电站（苗尾、大华桥、里底、乌弄龙、黄登）均参与西电东送，受电地区为广东地区。广东省标杆电价较高，对应落地段回推上网电价也具备显著优势。近年来广东省市场电价趋于理性，省内月度竞价价差不断收窄后基本稳定在 30 厘/千瓦时。因此自 2018 年起公司度电均价边际提升，2018、2019 H 度电均价分别同比上涨 8.19% 和 4.14%。
- **投资策略：高股息率资产价值性凸显。**随着澜沧江云南段全部机组投产，目前公司在建项目仅剩托巴水电站，2018 年年报中公司披露 2019 年资本性开支计划仅为 39.17 亿元，较之前大幅下降，预计后续公司 CAPEX 仍将会继续下降，充沛的净利润预计将更多的通过分红的方式回馈投资者并使股息率稳定在高位。在当前经济增速缓慢下行预计带动利率趋势向下的背景下，想要获得资产的资本利得将会变得越来越困难，业绩稳健且愿意回报股东的权益资产的价值性在新的背景下无疑显得更为珍贵。当前固定利率国债一年期、三年期、五年期、十年期利率分别为 2.59%、2.82%、2.96% 和 3.21%，相比之下华能水电等高股息率资产更加具备战略配置的价值。
- **首次覆盖给予“增持”评级：**考虑到澜沧江上游云南段机组投产完毕，后续公司 CAPEX 有望显著下降，假设分红率维持在 55% 以上，则公司股息率有望长期高位稳定在 3.5%-4.5% 区间内，在利率预期下行的大背景下价值性不断凸显。我们测算公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.30、0.32、0.31 元，当前股价对应 P/E 分别为 14.9X/14.2X/14.3X，首次覆盖给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**来水波动风险；水电消纳能力不足风险；市场电价占比扩大风险等。

内容目录

公司简介：国内第二大水电公司，深耕澜沧江水域开发.....	- 4 -
装机容量稳步提升、电站梯级联调能力强.....	- 6 -
深耕澜沧江水电开发，装机量稳步提升	- 6 -
澜沧江来水情况较优&公司节水增发能力强	- 9 -
省内供需改善、新机组外送广东带来量价双升	- 11 -
云南省电力供需改善带来利用小时回升	- 11 -
澜沧江上游云南段新机组送电广东，带来量价双升	- 14 -
投资策略：高股息率资产价值性凸显，首次覆盖给予“增持”评级	- 17 -
CAPEX 显著下降，股息率预期高位稳定	- 17 -
利率趋势预期向下，高股息权益资产价值性凸显	- 18 -
首次覆盖给予“增持”评级	- 19 -
风险提示	- 21 -

图表目录

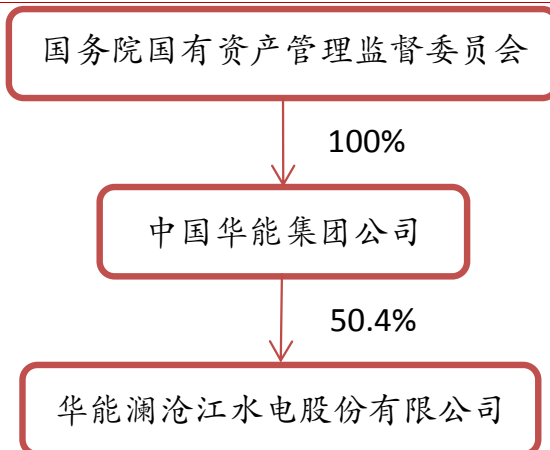
图表 1：公司现有股权结构图	- 4 -
图表 2：2014~2019H 公司营业收入情况（百万元）	- 5 -
图表 3：2014~2019H 公司归母净利润情况（百万元）	- 5 -
图表 4：2014~2019H 公司盈利能力变化情况	- 5 -
图表 5：可比公司资产负债率情况（%）	- 5 -
图表 6：十三大水电基地基本信息、装机（万千瓦）及相关公司情况汇总（截至 2017 年 6 月）	- 6 -
图表 7：华能水电澜沧江水电站信息梳理	- 7 -
图表 8：华能水电梯级电站分布情况	- 8 -
图表 9：公司除澜沧江外水电装机情况	- 8 -
图表 10：公司投产水电装机量变化情况（万千瓦）	- 9 -
图表 11：十三大水电基地在运水电站情况	- 10 -
图表 12：澜沧江下游电站季度发电量情况（亿千瓦时）	- 10 -
图表 13：云南省电力总装机及新增装机情况（亿千瓦）	- 11 -
图表 14：云南省水电总装机及新增装机情况（亿千瓦）	- 11 -
图表 15：云南省用电量及同比增速（亿千瓦，%）	- 11 -
图表 16：云南省 GDP 及同比增速（亿元，%）	- 11 -
图表 17：云南省年度输出电量数据（万千瓦时）	- 12 -
图表 18：云南省发电设备利用小时情况	- 12 -
图表 19：华能水电机组利用小时数情况	- 12 -
图表 20：近年来云南省市场化交易政策梳理	- 13 -

图表 21: 华能水电度电价格走势 (水电)	- 14 -
图表 22: 云南省月度市场化交易电量及平均成交价.....	- 14 -
图表 23: 四川、云南水电上网标杆电价及相关文件 (元/kwh)	- 15 -
图表 24: 华能水电 2017-2019 度电均价情况 (元/kwh)	- 15 -
图表 25: 广东省月度市场电竞价价差 (厘/千瓦时)	- 16 -
图表 26: 华能水电 CAPEX 情况 (亿元)	- 17 -
图表 27: 华能水电股息率测算.....	- 17 -
图表 28: 中国名义 GDP 增速和国开债利率走势 (%)	- 18 -
图表 29: 固定利率国债一年期、三年期利率情况 (%)	- 18 -
图表 30: 固定利率国债五年期、十年期利率情况 (%)	- 18 -
图表 31: 国内、中国香港存款利率情况对比 (%)	- 19 -
图表 32: 香港中华煤气 ROE、PE 和股息率情况	- 19 -
图表 33: 粤海投资 ROE、PE 和股息率情况.....	- 19 -
图表 34: 中电控股 ROE、PE 和股息率情况.....	- 19 -
图表 35: 各水电龙头流通股通持股比 (%)	- 19 -
图表 36: 华能水电利润表预测 (单位: 百万元)	- 20 -

公司简介：国内第二大水电公司，深耕澜沧江水域开发

- 华能澜沧江水电股份有限公司（600025.SH）成立于 2001 年 2 月 8 日，于 2017 年 12 月 15 日上市。公司是一家大型流域水电企业，是培育云南水电支柱产业和实施“西电东送”、“云电外送”的核心企业和龙头企业，“藏电外送”的主要参与者。目前公司控股股东为中国华能集团公司，持股比为 50.4%；另有云南省能源投资集团有限公司以及云南合和（集团）股份有限公司分别持有公司 28.26%和 11.34%股权，位列公司第二和第三大股东。
- 国内装机规模第二大水电公司，深耕澜沧江水域开发。公司目前已投运水电装机规模达到 2294.88 万千瓦，仅次于长江电力的 4549.5 万千瓦，位居国内第二。公司近年来深耕澜沧江水域开发，澜沧江水电基地为全国十大水电基地之一，可开发总装机量达到 3200 万千瓦，规划装机（2581.5 万千瓦）位列十三大水电基地第四位，截至 2018 年 12 月 31 日，澜沧江干流已投产的水电装机容量为 1937.50 万千瓦，尚有大量的水电资源可供后续开发。

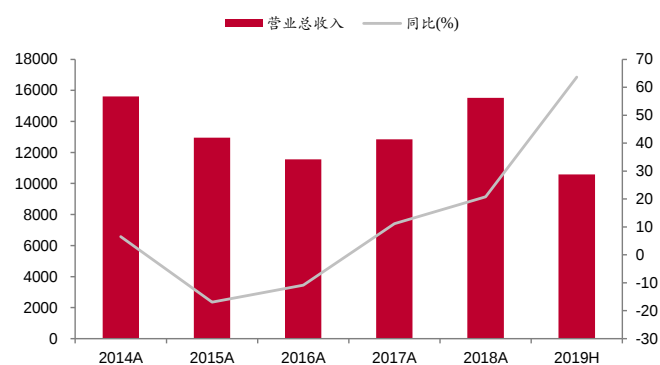
图表 1：公司现有股权结构图



来源：公司公告、中泰证券研究所

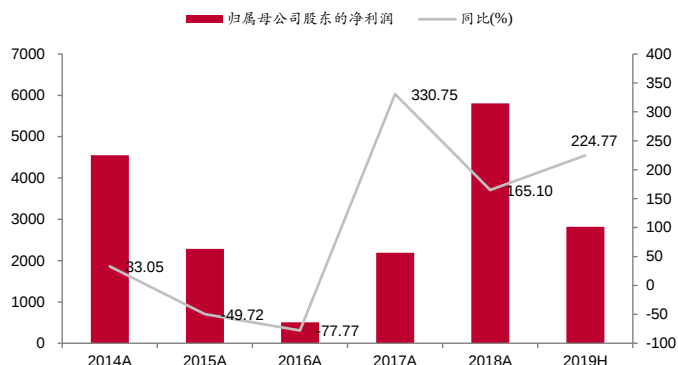
- 电价&利用小时波动影响公司业绩，盈利能力自 2017 年触底回升。公司近年来营收和归母净利润总体趋势为 2014-2016 年营收&归母净利润双降、2017 年至今营收&归母净利润双升。此种趋势主要是上网电价和利用小时的双重波动影响所致。具体来看，2015-2016 年由于云南省电力体制改革实施市场化竞价上网导致公司市场化交易电量上升、上网电价不断下降，公司 ROE、销售毛利率和净利率均出现大幅下滑；2017 年公司虽然电价进一步下滑，但由于利用小时大幅上升，使得度电成本大幅下滑，公司 ROE、销售毛利率和净利率开始企稳回升；2018 年澜沧江上游云南段机组进入密集投产期且新机组送电广东、电价较高，公司各项盈利指标再次迎来大幅增长，营收和归母净利润分别同增 20.78%和 165.1%（净利润大幅增长的主要原因还包括当年处置果多、觉巴电站以及金中公司 23%股权导致投资收益大幅提升）。2019 年澜沧江上游云南段机组装机继续释放，叠加 18 年投产机组可实现满发，2019H1 公司营收和归母净利润同比大增 63.66%和 224.77%。

图表 2: 2014~2019H 公司营业收入情况 (百万元)



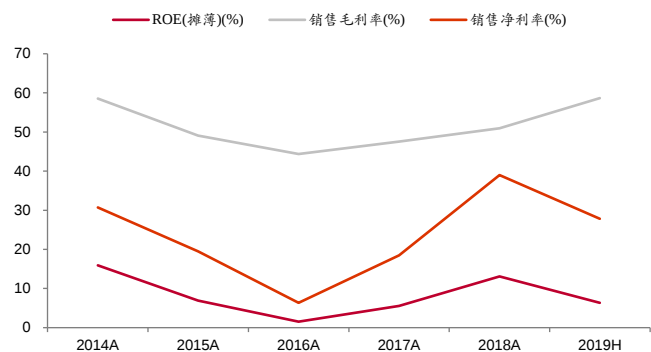
来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 3: 2014~2019H 公司归母净利润情况 (百万元)



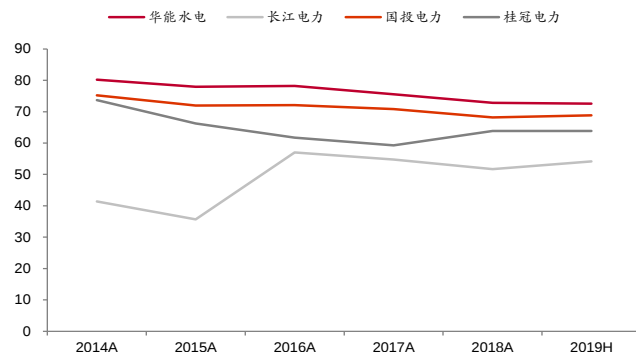
来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 4: 2014~2019H 公司盈利能力变化情况



来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 5: 可比公司资产负债率情况 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

装机容量稳步提升、电站梯级联调能力强

深耕澜沧江水电开发，装机量稳步提升

- **澜沧江属十三大水电基地之一，水能资源丰富。**澜沧江属十三大水电基地之一，其可开发总装机量达到 3200 万千瓦、规划装机排在十三大水电基地第四位（前五大基地分别为金沙江（7209 万千瓦）、长江上游（3210.9 万千瓦）、雅砻江（2971 万千瓦）、澜沧江（2581.5 万千瓦）以及大渡河（2552 万千瓦）），水能资源极为丰富。截至 2018 年 12 月 31 日，澜沧江干流已投产的水电装机容量为 1937.50 万千瓦，仅占可开发总装机量的 60.55%，后续仍有大量水电资源可供开发利用。

图表 6：十三大水电基地基本信息、装机（万千瓦）及相关公司情况汇总（截至 2017 年 6 月）

水电基地名称	河流范围	规划装机	已完成装机	在建装机	筹建装机	相关公司
						上游：华电集团开发
金沙江	石鼓-宜宾	7209	3072	3417	720	中游：华电集团、华能集团、大唐集团、汉能控股（民企）
						下游：三峡集团（长江电力）开发
长江上游	宜宾-宜昌、清江	3210.9	2521.5	213	300	三峡集团（长江电力）
雅砻江	两河口-江口	2971	1470	1006	495	雅砻江水电（国投电力持股 52%、川投能源持股 48%）
澜沧江	云南省	2581.5	1905.5	356	-	华能水电
大渡河	下尔呷-铜街子	2552	1726	398	429	国电电力
怒江	怒江松塔以下至边界	2132	-	360	1772	大唐集团
黄河上游	黄河茨哈-青铜峡	1554.73	1314.73	-	240	国投电力、国电投集团
南盘江、红水河	黄泥河、天生桥-长洲	1208.3	1208.3	-	-	桂冠电力
东北	黑龙江三省	1131.55	483.4	-	-	国电电力
闽浙赣	闽浙赣三省	1417	-	-	-	闽东电力
乌江	乌江-洪家渡	1347.5	1017.5	-	-	华电集团
湘西	湘、资、沅、澧水	661.3	286	-	375.3	-
黄河中游	托克托-潼关	596.8	162.8	-	434	-

来源：北极星电力网、中泰证券研究所

- **澜沧江投运装机集中在中下游及上游云南段，后续开发预计向上游西藏段转移。**当前华能水电在澜沧江控股在运装机容量达到 2000 万千瓦，无在建机组，筹建机组装机容量为 549.5 万千瓦。具体来看：
 - **澜沧江中下游段：**分为两库八级，八级即功果桥水电站（90 万千瓦）、小湾水电站（420 万千瓦）、漫湾水电站（167 万千瓦）、糯扎渡水电站（585 万千瓦）、景洪水电站（175 万千瓦）、大朝山水电站（135 万千瓦）、橄榄坝水电站（19.5 万千瓦）以及勐松水电站（60 万千瓦）；两库为小湾水库和糯扎渡水库，两座水库均具有多年调节能力。目前除勐松水电站已取消、橄榄坝水电站处于筹建状态外，其余电站均已投运，其中大朝山电站由国投电力控股，华能水电持股 10%。
 - **澜沧江上游云南段：**分为一库七级，七级即苗尾水电站（140 万千瓦）、大华桥水电站（92 万千瓦）、黄登水电站（190 万千瓦）、里底水电站（42 万千瓦）、乌弄龙水电站（99 万千瓦）、古水水电站（180

万千瓦)和托巴水电站(140万千瓦);一库是指古水水库,具备季节调节能力。目前除托巴水电站进入招标以及古水水电站正在筹建中,其余电站均已投运。

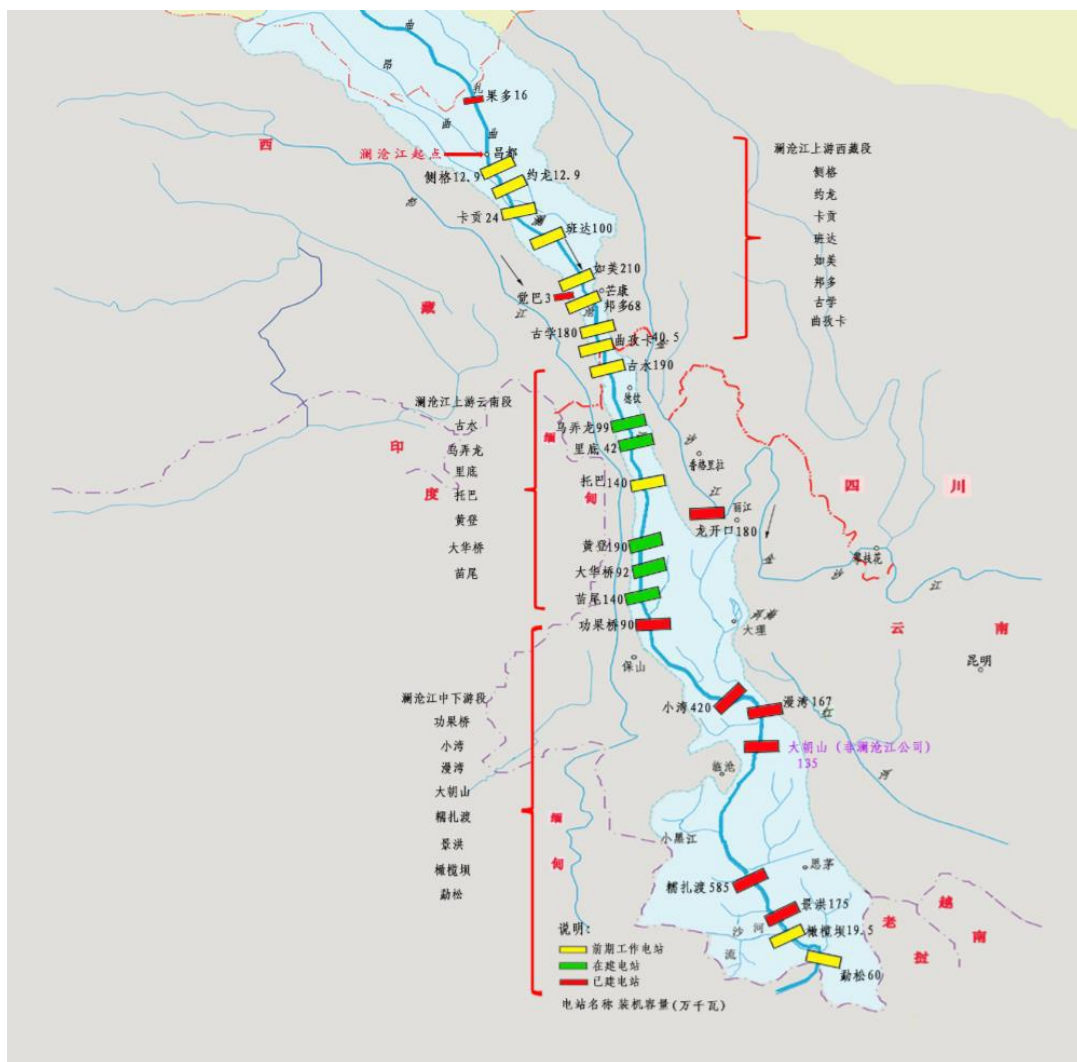
- **澜沧江上游西藏段:** 分为一库八级,八级为侧格水电站(12.9万千瓦)、如美水电站(210万千瓦)、卡贡水电站(24万千瓦)、约龙水电站(12.9万千瓦)、班达水电站(100万千瓦)、邦多水电站(68万千瓦)、古学水电站(170万千瓦)以及曲孜卡水电站(40.5万千瓦);一库是指如美水库,具备年调节能力。目前除如美电站处于筹建状态外,其余电站均处于前期工作状态。由于澜沧江中下游及上游云南段优质水电资源除古水和托巴电站外基本开发完毕,后续公司水电开发预计将向上游西藏段转移。

图表 7: 华能水电澜沧江水电站信息梳理

河段	项目名称	装机容量(万千瓦)	权益比例	权益装机	调节能力	状态
澜沧江中下游	功果桥水电站	90	100%	90		在运
	小湾水电站	420	100%	420	多年调节	在运
	漫湾水电站	167	100%	167		在运
	糯扎渡水电站	585	100%	585	多年调节	在运
	景洪水电站	175	100%	175		在运
	大朝山水电站	135	10%	14		在运
	勐松水电站	60				已取消
	橄榄坝水电站	19.5				筹建
澜沧江上游云南段	苗尾水电站	140	100%	140		在运
	大华桥水电站	92	100%	92		在运
	黄登水电站	190	100%	190		在运
	里底水电站	42	100%	42		在运
	乌弄龙水电站	99	100%	99		在运
	古水水电站	180			季调节能力	筹建
	托巴水电站	140			季调节能力	筹建
澜沧江上游西藏段	如美水电站	210			年调节能力	筹建
	卡贡水电站	24				前期工作
	侧格水电站	12.9				前期工作
	约龙水电站	12.9				前期工作
	班达水电站	100				前期工作
	邦多水电站	68				前期工作
	古学水电站	170				前期工作
	曲孜卡水电站	40.5				前期工作

来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

图表8：华能水电梯级电站分布情况



来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

- 澜沧江外装机主要在金沙江及柬、越两国。公司在澜沧江流域外也拥有一部分水电装机。其中装机规模较大的一是位于金沙江中游的龙开口水电站（180万千瓦）；二是通过子公司联合电力持有的位于缅甸的瑞丽江一级水电站（60万千瓦）和柬埔寨的桑河二级水电站（40万千瓦）。其余水电站包括徐村、南果河、老王庄、牛栏沟以及丰甸河等小型水电站。上述各水电站目前均处于投产在运状态。

图表9：公司除澜沧江外水电装机情况

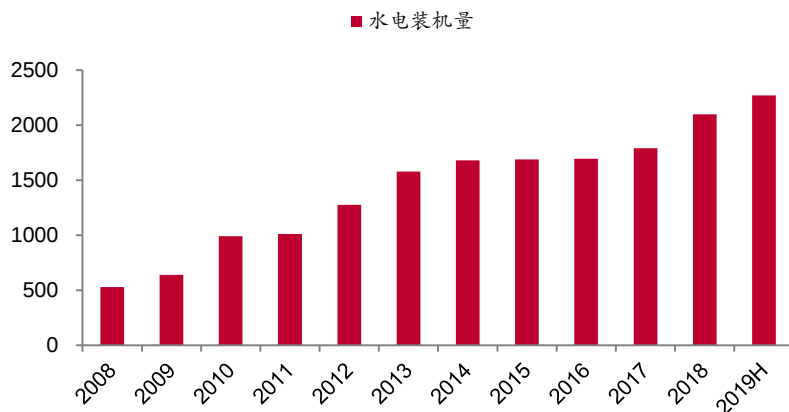
河段	项目名称	装机容量（万千瓦）	权益比例	权益装机	调节能力	状态
柬埔寨	桑河二级水电站	40	51%	20.4		在运
缅甸	瑞丽江一级水电站	60	4 %	24. 0		在运
	龙开口水电站	180	95%	171.00	日调节性能	在运
其他河段	徐村水电站	8.58	100%	8.58	不完全月调节	在运
	南果河水电站	1.6	0%	1.44		在运
	老王庄水电站	0.96	100%	0.96		在运

牛栏沟水电站	2.48	51%	1.26	在运
丰甸河水电站	1.26	100%	1.26	在运

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **装机增长复盘：三次大规模投产阶段、装机量稳步提升。**复盘公司装机增长，发现自 2009 年以来公司装机容量有三次大规模的增长，其中：
 - **2009-2010（小湾+瑞丽江）：**2009 年小湾电站首台机组 70 万千瓦投产、瑞丽江电站四台机组共计 40 万千瓦投产；2010 年小湾电站余下 5 台机组共计 350 万千瓦投产；**2009-2010 年公司新增水电容量 460 万千瓦；**
 - **2011-2014（糯扎渡+功果桥+龙开口）：**2011 年功果桥电站首台机组 22.5 万千瓦投产；2012 年功果桥电站余下三台机组共计 67.5 万千瓦投产、糯扎渡电站三台机组共计 195 万千瓦投产；2013 年糯扎渡电站三台机组共计 195 万千瓦投产、龙开口电站四台机组共计 144 万千瓦投产；2014 年糯扎渡电站最后一台机组 65 万千瓦投产、龙开口电站最后一台机组 36 万千瓦投产；**2011-2014 年公司新增水电容量 725 万千瓦；**
 - **2017-2019（苗尾+大华桥+乌弄龙+黄登+里底+桑河二级）：**2017 年苗尾电站两台机组共计 70 万千瓦投产、桑河二级电站两台机组 10 万千瓦投产；2018 年苗尾电站两台机组共计 70 万千瓦投产、大华桥电站三台机组共计 69 万千瓦投产、黄登电站三台机组共计 142.5 万千瓦投产、桑河二级电站五台机组共计 30 万千瓦投产；2019 年乌弄龙电站最后一台机组 49.5 万千瓦投产、大华桥电站最后一台机组 23 万千瓦投产、黄登电站最后一台机组 47.5 万千瓦投产、里底电站最后一台机组 14 万千瓦投产；**2017-2019 年公司新增水电容量 525.5 万千瓦；**

图表 10：公司投产水电装机量变化情况（万千瓦）



来源：公司年报、公司招股说明书、中泰证券研究所（2015 年前数据为通过新增装机量倒推）

澜沧江来水情况较优&公司节水增发能力强

- **金沙江（长江）、雅砻江和澜沧江来水情况和节水增发均更强。**从图 11 看，由于金沙江（长江）、雅砻江和澜沧江均起源于西藏地区，其来水可来自冰川融雪和降雨两种途径，来源较为多样；而南盘江、红水河则只

取决于降雨多寡，来源较为单一；因此金沙江（长江）、雅砻江和澜沧江上的水电站来水波动相对更小。

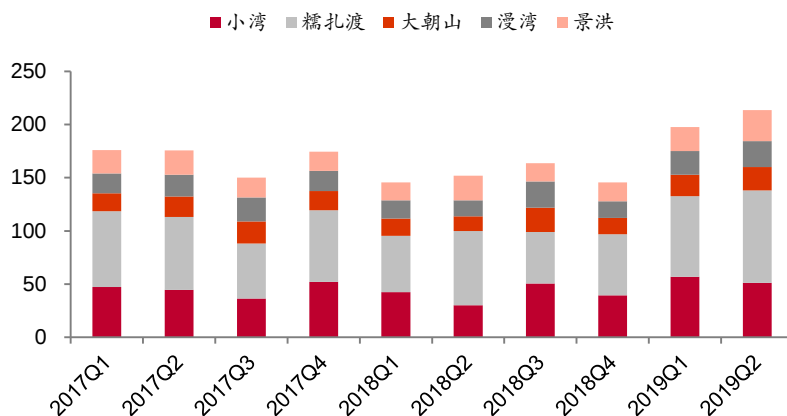
图表 11：十三大水电基地在运水电站情况



来源：北极星电力网、中泰证券研究所

- **小湾、糯扎渡具备罕见的多年调节能力，公司梯级电站节水增发能力强。**公司当前已投产水电站中小湾电站装机容量 420 万千瓦、水库调节库容约 100 亿立方米，是我国已投产的第七大水电站同时也是澜沧江中下游水电能源基地的“龙头”水电站；糯扎渡电站装机容量 585 万千瓦、水库调节库容 113 亿立方米，是我国已投产的第四大水电站。**两座电站水库均具备罕见的多年调节能力**，使得公司拥有整个南方区域最强的反季节调节能力，在所运营的澜沧江干流大型水电站已全部投产的情况下，公司全面实现梯级水电站群的联合优化调度，显著增加了流域各电站特别在枯期的发电量，当前枯、汛期电量比已基本达到 1:1 左右，显著改善了云南电网、南方电网的电源结构和电能质量，提升了公司的竞争力和盈利能力（云南省枯水期电价相比丰水期更高）。

图表 12：澜沧江下游电站季度发电量情况（亿千瓦时）



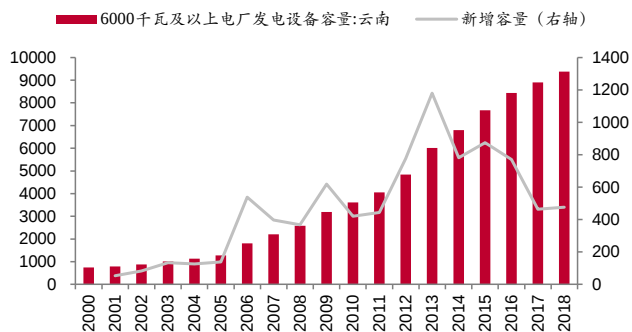
来源：公司公告、中泰证券研究所

省内供需改善、新机组外送广东带来量价双升

云南省电力供需改善带来利用小时回升

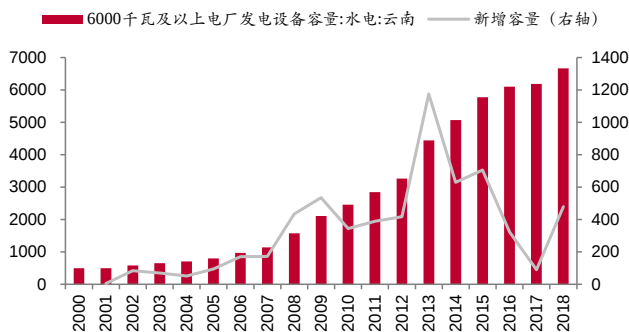
- **供给端：省内装机增速放缓。**2011-2016 年云南省电力装机量快速攀升，从 4059 亿千瓦上升至 8442 亿千瓦，新增装机量为 4383 亿千瓦，复合增长率 15.77%。其中，新增水电装机为 3249 亿千瓦，占新增装机的 74%，是增长的主要源头。然而，同样自 2011 年起云南省 GDP 增速&全社会用电量增速开始下滑，使得省内电力供需矛盾加剧，弃水率不断上升。考虑到西南地区电力消纳问题日益严重，国家对于水电的政策由“十二五”期间的推进西部大型水电站开发、因地制宜开发小水电站转变为“十三五”期间的科学有序开发大型水电、严格控制中小水电。受此影响，云南省内电力装机及水电装机增速放缓，2018 年云南省电力新增装机和水电新增装机分别为 476.36 亿千瓦和 479.61 亿千瓦，下降到 2015-2016 年的一半左右。

图表 13: 云南省电力总装机及新增装机情况(亿千瓦)



来源：wind、中泰证券研究所

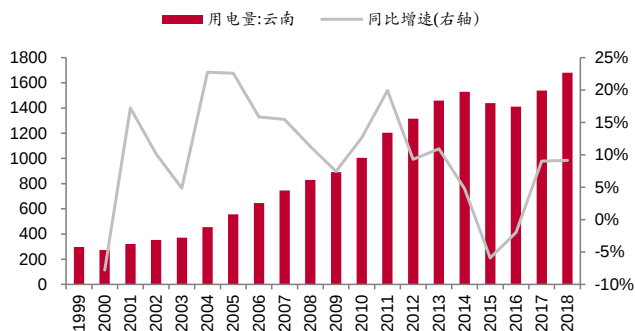
图表 14: 云南省水电总装机及新增装机情况(亿千瓦)



来源：wind、中泰证券研究所

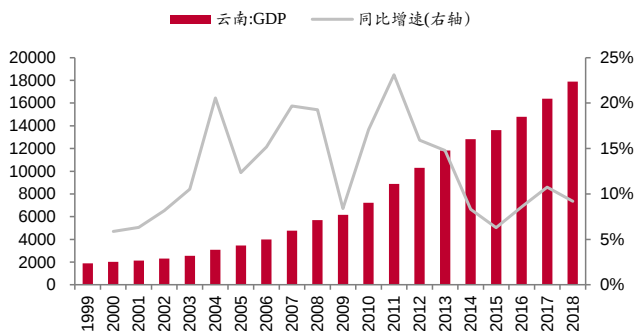
- **需求端：GDP&全社会用电量增速 2015 年触底反弹。**自 2011 年“四万亿”潮水退去后，强刺激导致的高需求大幅回落，云南省 GDP 增速与国内 GDP 增速均回落至个位数，导致省内用电量需求不断下滑，2015、2016 年同比增速均为负值。2017 年起由于云南省持续大力发展电解铝、光伏制造等高耗能行业，二产用电量企稳回升，使得省内用电量增速扭负转正，2017-2018 年增速均逼近两位数（分别为 9.05% 和 9.17%）。

图表 15: 云南省用电量及同比增速(亿千瓦, %)



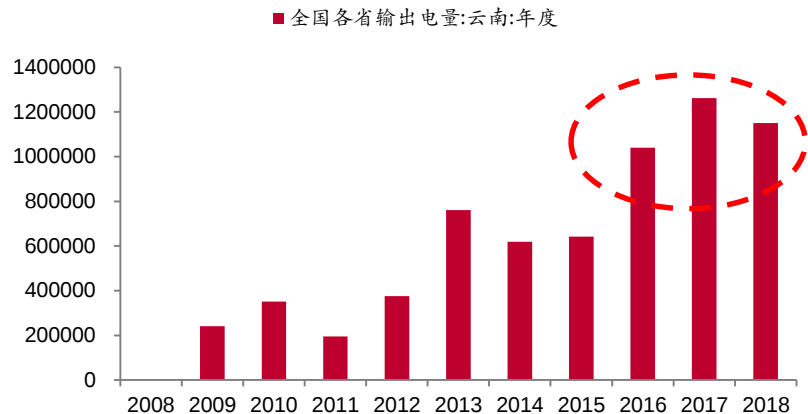
来源：wind、中泰证券研究所

图表 16: 云南省 GDP 及同比增速(亿元, %)



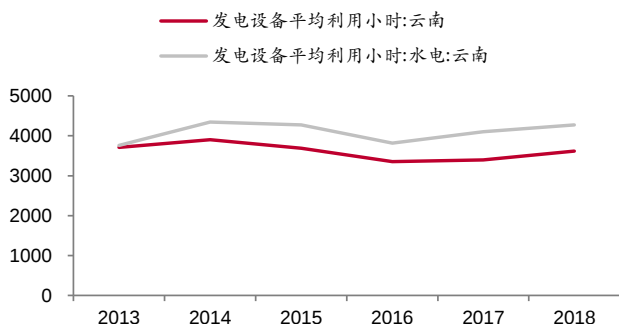
来源：wind、中泰证券研究所

- **需求端：西电东送配套线路不断落地，缓解省内供需矛盾。**西电东送是我国的重要工程，旨在解决国内电力供给与需求空间上的错配。其中，西电东送南通路主要是开发贵州乌江、云南澜沧江和云南、贵州、广西三省区交界处的南盘江、北盘江、红水河上的水电资源及云南、贵州两省的坑口火电厂向广东地区进行送电。近年来随着西电东送配套线路的不断落地、加之广东地区对煤电双控导致省内对于外调电量需求攀升，云南省年输出电量近年来大幅提升，2016-2018 年输出电量均在 100 亿千瓦时以上。

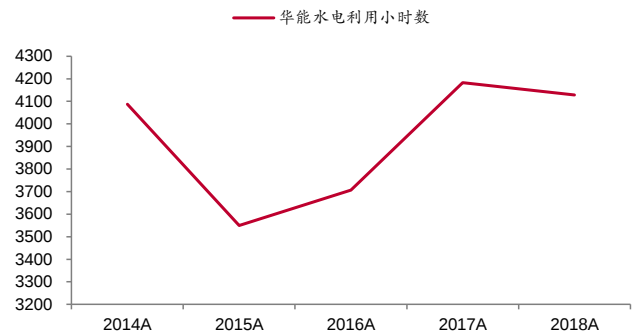
图表 17：云南省年度输出电量数据（万千瓦时）


来源：wind、中泰证券研究所

- **供需格局好转带来省内&公司利用小时数企稳回升。**由于供需格局显著好转，云南省发电设备利用小时数自 2017 年开始企稳回升。其中，发电设备平均利用小时由 2016 年的 3357h 上升至 2018 年的 3617h；水电平均利用小时数由 2016 年的 3815h 上升至 2018 年的 4275h。受到云南省利用小时数回升影响，华能水电机组利用小时数也大幅回升，由 2015 年的 3550h 上升至 2018 年的 4128h，提升幅度明显。

图表 18：云南省发电设备利用小时情况


来源：wind、中泰证券研究所

图表 19：华能水电机组利用小时数情况


来源：公司公告、公司招股说明书、中泰证券研究所

- **2015 年云南省内电改启动，公司度电均价逐年下滑，2018 年企稳。**自 2015 年云南省内启动电改后，公司度电均价逐年下滑，我们对公司近年来度电均价表现进行了复盘：
- **2014 年：**云南省发布《云南省物价局关于调整完善我省丰枯分时电价政策有关问题的通知》(云价价格[2013]139 号)，通知中规定省内除糯扎渡、溪洛渡以外的水电站上网电价以政府规定的电价为基础，丰水期

下浮 18%、枯水期上浮 20%（丰水期为 6-10 月；平水期为 5、11 月；枯水期为 12 月、1-4 月）。上网电价为除核定鲁地拉水电站电价为 0.313 元/度；金安桥、龙开口、阿海水电站电价为 0.2893 元/度，龙江等 11 座水电站电价为 0.27 元/度外，其余水电站电价为 0.235 元/度。

- **2015 年：**为适应国家电力体制改革，云南省成为首批试点省份，云南省工业和信息化委员会于 2014 年 12 月 22 日下达了《云南省工业和信息化委关于下发 2015 年云南电力市场化工作方案和实施细则的通知》。公司下属功果桥、小湾、糯扎渡、景洪、龙开口 5 座水电站参与市场竞争，除分配的 297.46 亿千瓦时基数电量外，其余 202.06 亿千瓦时电量参与市场化交易，交易均价为 174.11 元/兆瓦时，基数电量按照国家批复电价进行结算，均价为 258.63 元/兆瓦时；公司漫湾、瑞丽江等中小水电站发电量全额保障性收购，不参与市场化交易。
- **2016 年：**云南省工业和信息化委员会于 2016 年 1 月 14 日下发《关于下发 2016 年云南电力市场化交易实施方案的通知》，售电主体被分为三类优先电厂和非优先电厂。公司的漫湾水电站属于第一类优先电厂，不参与市场化交易；小湾、糯扎渡水电站的调节电量（分别为 47.46 亿千瓦时、59.78 亿千瓦时）属于第二类优先发电，不参与市场化交易；其他水电站及小湾、糯扎渡水电站调节电量外的电量属于第三类优先发电，以市场竞价方式销售。属于第三类优先发电，以市场竞价方式销售。公司合计 517.37 亿千瓦时的电量以市场竞价方式或价格调节机制参与市场化交易，交易平均电价为 181.17 元/兆瓦时。
- **2017-2018 年：**云南省工业和信息化委员会于 2017 年 3 月 6 日下发《关于印发 2017 年云南电力市场化交易实施方案的通知》，公司下属功果桥、小湾、糯扎渡、景洪和龙开口水电站参与市场竞争；漫湾、瑞丽江及中小水电作为优先电厂，发电量全额保障性收购，不参与市场化交易；**2018 年政策基本与 2017 年相同，公司市场电比例没有进一步扩大，度电均价企稳。**

图表 20：近年来云南省市场化交易政策梳理

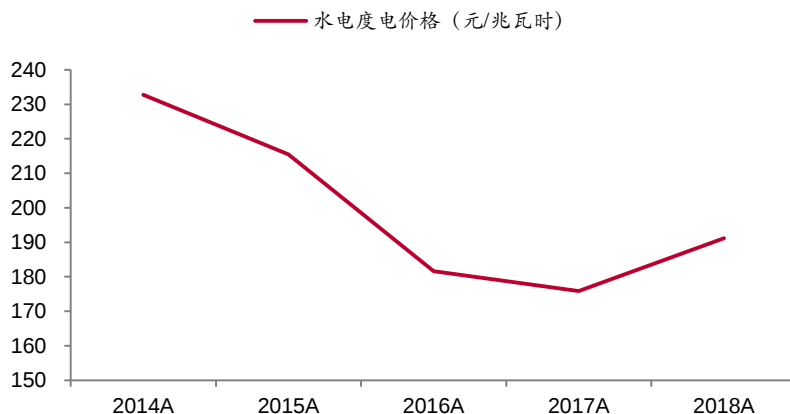
年份	相关文件	对公司影响
2014	《云南省物价局关于调整完善我省丰枯分时电价政策有关问题的通知》	省内除糯扎渡、溪洛渡以外的水电站上网电价以政府规定的电价为基础，丰水期下浮 18%、枯水期上浮 20%（丰水期为 6-10 月；平水期为 5、11 月；枯水期为 12 月、1-4 月）。上网电价为除核定鲁地拉水电站电价为 0.313 元/度；金安桥、龙开口、阿海水电站电价为 0.2893 元/度，龙江等 11 座水电站电价为 0.27 元/度外，其余水电站电价为 0.235 元/度
2015	《云南省工业和信息化委关于下发 2015 年云南电力市场化工作方案和实施细则的通知》	公司下属功果桥、小湾、糯扎渡、景洪、龙开口 5 座水电站参与市场竞争，除分配的 297.46 亿千瓦时基数电量外，其余 202.06 亿千瓦时电量参与市场化交易，交易均价为 174.11 元/兆瓦时，基数电量按照国家批复电价进行结算，均价为 258.63 元/兆瓦时；公司漫湾、瑞丽江中小水电站发电量全额保障性收购
2016	《关于下发 2016 年云南电力市场化交易实施方案的通知》	售电主体被分为三类优先电厂和非优先电厂。公司的漫湾水电站属于第一类优先电厂，不参与市场化交易；小湾、糯扎渡水电站的调节电量（分别为 47.46 亿千瓦时、59.78 亿千瓦时）属于第二类优先发电，不参与市场化交易；其他水电站及小湾、糯扎渡水电站调节电量外的电量属于第三类优先发电，以市场竞价方式销售。属于第三类优先发电，以市场竞价方式销售。公司合计 517.37 亿千瓦时的电量以市场竞价方式或价格调节机制参与市场化交易，交易平均电价为 181.17 元/兆瓦时。

2017 《关于印发 2017 年云南
电力市场化交易实施方案的通知》

公司下属功果桥、小湾、糯扎渡、景洪和龙开口水电站参与市场竞争；漫湾、瑞丽江及中小水电作为优先电厂，发电量全额保障性收购，不参与市场化交易

来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

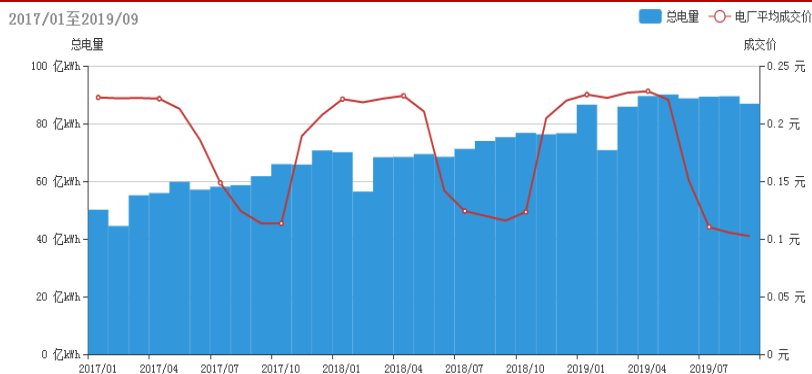
图表 21：华能水电度电价格走势（水电）



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 省内市场电折价幅度基本稳定。随着电力市场化改革的不断推进，云南省内市场交易电量不断攀升。与此同时，由于供需格局的显著好转，省内市场电平均成交价格基本上保持稳定。2017 年、2018 年省内市场化交易均价分别为 197.72 元/兆瓦时和 186.92 元/兆瓦时；2019 年 1-8 月为 204.81 元/兆瓦时，18 年同期为 192.75 元/兆瓦时，市场电折价幅度基本稳定。

图表 22：云南省月度市场化交易电量及平均成交价



来源：昆明电力交易中心、中泰证券研究所

澜沧江上游云南段新机组送电广东，带来量价双升

- 广东落地段回推电价具有显著优势。在实行西电东送后，西南地区主流水电站电价便分为两种模式，即外送电电价和上网标杆电价（成本加成电价各厂各议，因此此处不在讨论范围之内）。外送电价方面，由于执行落地端燃煤电价倒推，因此送电落地省份燃煤电价更高，相应的水电站结算电价也会越高。从目前各省市燃煤电价看，广东省（0.4530 元/千瓦时）和广西省（0.4207

元/千瓦时) 优势最为明显, 其次是上海市 (0.4155 元/千瓦时) 和浙江省 (0.4153 元/千瓦时), 外送江苏省 (0.3910 元/千瓦时) 相对不划算。上网标杆电价方面, 根据《关于四川电网统调水电站试行临时分类标杆上网电价的通知》(川发改价格[2015]116 号文件, 四川省内径流式水电站标杆上网电价为 0.308 元/千瓦时(含 17%增值税, 下同), 季调节(含不完全年调节)水电站标杆上网电价为 0.35 元/千瓦时, 年调节和多年调节水电站标杆上网电价为 0.39 元/千瓦时。根据《云南省物价局关于调整完善我省丰枯分时电价政策有关问题的通知》(云价价格[2013]139 号, 云南省内除鲁地拉水电站电价为 0.313 元/度; 金安桥、龙开口、阿海水电站电价为 0.2893 元/度, 龙江等 11 座水电站电价为 0.27 元/度外其余水电站电价为 0.235 元/度。因此, 从上述数据可以看出, 实行西电东送后水电电价的高低次序分别为外送两广电价>四川标杆电价>外送沪浙电价>云南标杆电价。

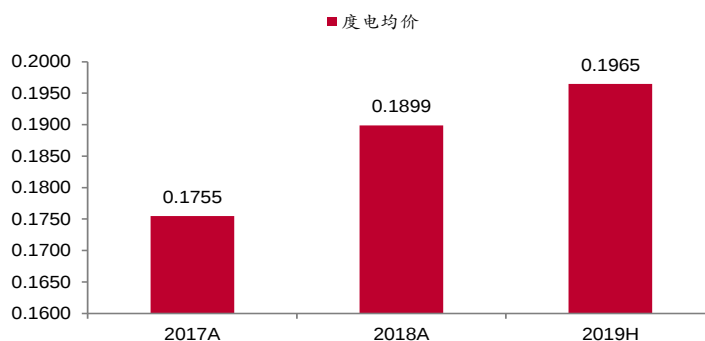
图表 23: 四川、云南水电上网标杆电价及相关文件 (元/kwh)

省份	水电上网电价	相关政策
四川	径流式水电站标杆上网电价为 0.308 元/千瓦时(含 17%增值税, 下同), 季调节(含不完全年调节)水电站标杆上网电价为 0.35 元/千瓦时, 年调节和多年调节水电站标杆上网电价为 0.39 元/千瓦时	《关于四川电网统调水电站试行临时分类标杆上网电价的通知》(川发改价格[2015]116 号
云南	核定鲁地拉水电站电价为 0.313 元/度; 金安桥、龙开口、阿海水电站电价为 0.2893 元/度, 龙江等 11 座水电站电价为 0.27 元/度, 其余水电站电价为 0.235 元/度	《云南省物价局关于调整完善我省丰枯分时电价政策有关问题的通知》(云价价格[2013]139 号

来源: 北极星电力网、中泰证券研究所

- **澜沧江上游云南段机组投产, 公司电价边际提升。**自 2018 年起公司澜沧江上游云南段机组进入集中投产期, 其中 2019 年黄登 47.5 万千瓦、大华桥 23 万千瓦、乌弄龙 49.5 万千瓦以及里底 14 万千瓦共计 134 万千瓦投产。澜沧江上游云南段 5 座水电站 (苗尾、大华桥、里底、乌弄龙、黄登) 均参与西电东送, 受电地区为广东, 上网电价具备显著优势 (合同内电价为 0.3 元/千瓦时), 因此自 2018 年公司度电均价边际提升, 2018、2019H 度电均价分别同比上涨 8.19%和 4.14%。

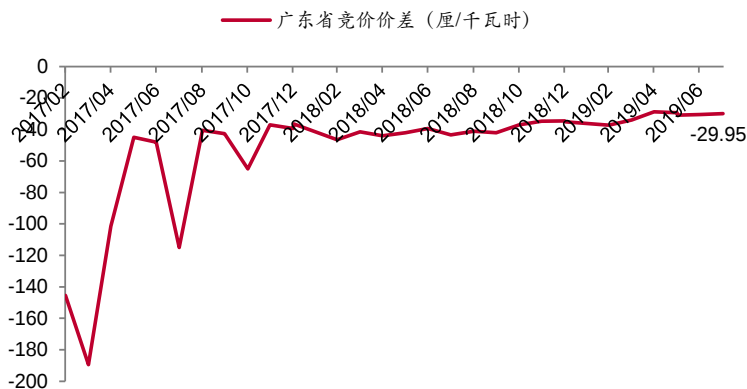
图表 24: 华能水电 2017-2019 度电均价情况 (元/kwh)



来源: 公司年报、中泰证券研究所

- **广东市场电折价幅度趋于理性。**广东省作为最先一批开展电力市场化交易的省份,在2015年电改9号文下发后2016年广东省电力市场化交易全面展开。2017年广东省调整了电力市场化交易的基本规则,将电力市场交易分为电力批发交易和电力零售交易,交易方式为年度双边协商交易、月度集中竞争交易和合同电量转让交易三种形式,其中规定了西南地区富余水电可以参与到月度集中竞争交易中。在新规则实施初期,由于电厂为保证电量上网的不理性降价行为以及西南水电对于省内供需格局的冲击,广东省月度竞价价差一度接近200厘/千瓦时;近年来随着广东省市场电交易趋于理性,广东省月度市场电折价幅度不断收窄,目前基本稳定在30厘/千瓦时左右。

图表 25: 广东省月度市场电竞价价差 (厘/千瓦时)



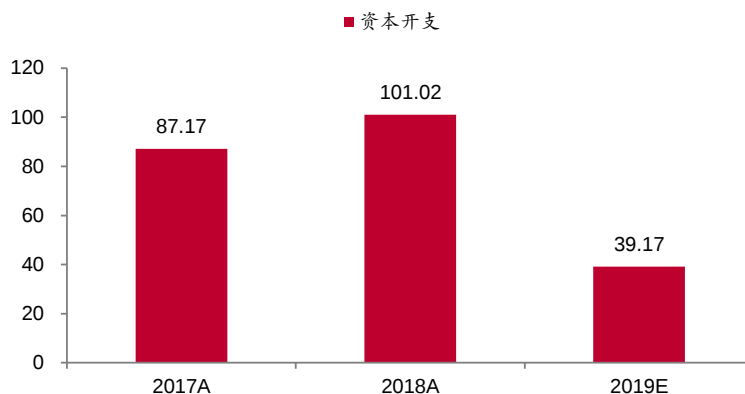
来源: 广东省电力交易中心、中泰证券研究所

投资策略：高股息率资产价值性凸显，首次覆盖给予“增持”评级

CAPEX 显著下降，股息率预期高位稳定

- 在手机组投产完毕，CAPEX 显著下降。2017、2018 年由于澜沧江上游云南段电站仍在建设中，因此公司 CAPEX 较大，分别为 87.17 亿元和 101.02 亿元；随着澜沧江云南段全部机组投产，目前公司基本无在建项目（托巴水电站目前处于招标阶段，澜沧江上游的如美、古水水电站以及澜沧江中下游的橄榄坝水电站仅是在筹划中），2018 年年报中公司披露 2019 年资本性开支计划仅为 39.17 亿元，较之前大幅下降，预计后续公司 CAPEX 将会维持在较低水平。

图表 26：华能水电 CAPEX 情况（亿元）



来源：公司年报、中泰证券研究所（2019 年为 2018 年年报中披露的资本性支出计划数据）

- 股息率有望高位稳定。CAPEX 大幅下降后，公司水电站充沛的净利润预计将更多的通过分红的形式回馈投资者。2018 年公司 EPS 为 0.32 元/股，分红率达到 55.63%（公司分红政策为当年盈利、且无未弥补亏损的条件下，如无重大投资计划或重大现金支出事项发生、资产负债率未超过 75%，每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 50%，信息来源为公司章程），对应股息率为 4.17%。假设未来公司分红率达到 55%/60%/65%，经测算对应股息率将分别为 3.69%/4.03%/4.36%，即股息率预计将长期稳定在 3.5%-4.5% 区间内，极富吸引力。

图表 27：华能水电股息率测算

	2017	2018	2019 (1)	2019 (2)	2019 (3)
EPS	0.12	0.32	0.30	0.30	0.30
每股股利	0.06	0.18	0.17	0.18	0.20
分红率	45.83%	55.63%	55.00%	60.00%	65.00%
市价	3.07	4.27	4.47	4.47	4.47
股息率	1.79%	4.17%	3.69%	4.03%	4.36%

来源：wind、中泰证券研究所

利率趋势预期向下，高股息权益资产价值性凸显

- **利率预期随经济增速下行。**经济增长是投资回报的重要来源，理论上说利率水平应与经济增速呈现线性正相关关系。过去十年，虽然经济增速持续下滑，但受到房地产价格持续上涨（房价上涨的资本利得可以覆盖融资成本上升）、基建投资占比较大（地方政府对利率不敏感，承担大量高利率债务）等因素影响，国内利率走势基本震荡走平。然而，未来随着房价的止涨甚至回落、地方融资监管趋严以及刚兑的逐步打破，国内利率水平有望随经济增速一起缓慢下行。

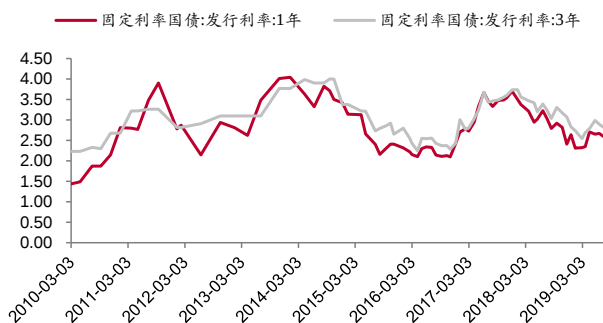
图表 28：中国名义 GDP 增速和国开债利率走势（%）



来源：wind、中泰证券研究所

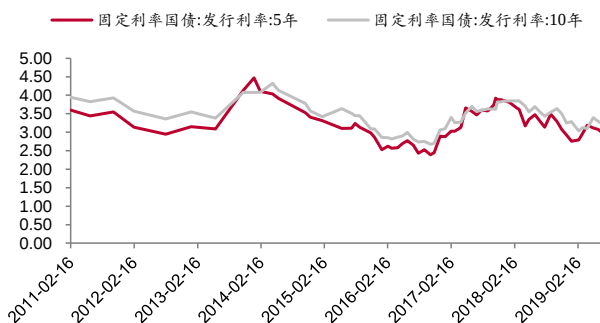
- **高股息资产价值性凸显。**经济高速增长时期，货币政策放水带来资产价格的上涨，盈利主要来自于资产的资本利得；而在当前经济增速缓慢下行预计带动利率趋势向下的大背景下，想要获得资产的资本利得将会变得越来越困难，业绩稳健且愿意回报股东的权益资产的价值性在新的背景下无疑显得更为珍贵。当前固定利率国债一年期、三年期、五年期、十年期利率分别为 2.59%、2.82%、2.96%和 3.21%，相比之下水电龙头 3.5%-4%左右的股息率更富吸引力，凸显了水电龙头的战略配置价值。

图表 29：固定利率国债一年期、三年期利率情况（%）



来源：wind、中泰证券研究所

图表 30：固定利率国债五年期、十年期利率情况（%）

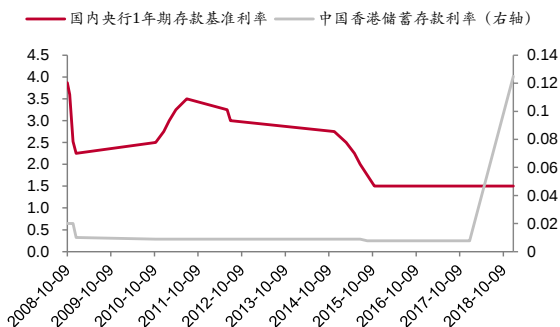


来源：wind、中泰证券研究所

- **价值性凸显的结果是抬升标的估值。**从出发点上看，购买业绩稳健、高分红权益资产的主要吸引力是稳定的业绩+较高的分红率所导致的高股息率。但是从结果看，资金的不断涌入还会对业绩稳健、高分红权益资

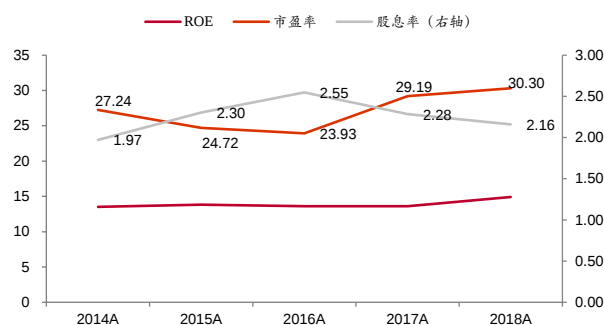
产的估值产生持续抬升作用。未来水电龙头估值抬升的驱动力预期分为两种：（1）国内利率趋势向下导致水电龙头的价值性不断凸显，从而带动国内资金增配；（2）在利率水平较低的海外市场，类似华能水电等盈利稳定、高股息率资产（如香港中华煤气、粤海投资、中电控股等）均具有较高估值，当前水电龙头的估值距离海外同类型公司估值水平仍存在一定差距，有望持续吸引外资增配。

图表 31：国内、中国香港存款利率情况对比（%）



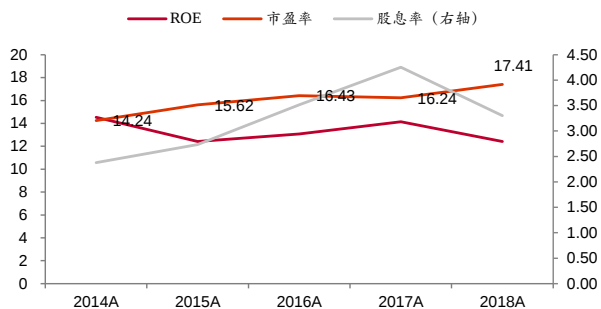
来源：wind、中泰证券研究所

图表 32：香港中华煤气 ROE、PE 和股息率情况



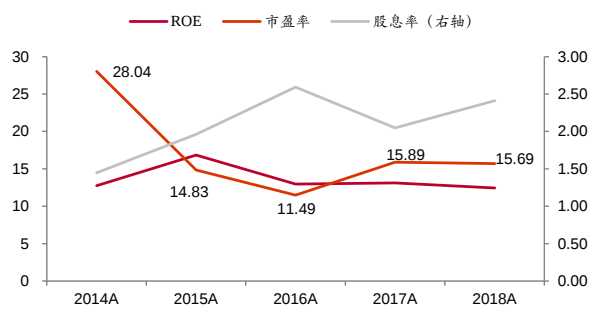
来源：wind、中泰证券研究所

图表 33：粤海投资 ROE、PE 和股息率情况



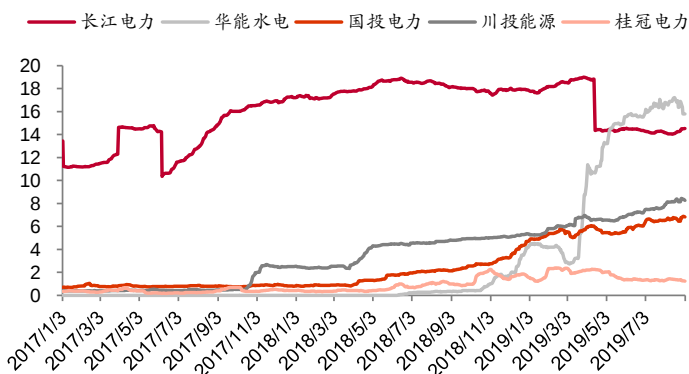
来源：wind、中泰证券研究所

图表 34：中电控股 ROE、PE 和股息率情况



来源：wind、中泰证券研究所

图表 35：各水电龙头流通股通持股比（%）



来源：wind、中泰证券研究所

首次覆盖给予“增持”评级

■ 考虑到澜沧江上游云南段机组投产完毕，后续公司 CAPEX 有望显著下

降，假设分红率维持在 55%以上，则公司股息率有望长期高位稳定在 3.5%-4.5%区间内，在利率预期下行的大背景下价值性不断凸显。我们测算公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.30、0.32、0.31 元，当前股价对应 PE 分别为 14.9X/14.2X/14.3X，首次覆盖给予公司“增持”评级。

图表 36：华能水电利润表预测（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）						资产负债表（人民币百万元）				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	12,848	15,516	21,496	21,933	21,708	货币资金	1,498	2,075	2,117	10,040
增长率	11.2%	20.8%	38.5%	2.0%	-1.0%	应收款项	6,414	4,931	5,548	3,738
营业成本	-6,740	-7,616	-9,080	-9,263	-9,166	存货	23	37	19	32
% 销售收入	52.5%	49.1%	42.2%	42.2%	42.2%	其他流动资产	591	583	618	652
毛利	6,107	7,901	12,416	12,670	12,542	流动资产	8,525	7,626	8,303	14,462
% 销售收入	47.5%	50.9%	57.8%	57.8%	57.8%	% 总资产	5.1%	4.7%	5.2%	9.1%
营业税金及附加	-310	-299	-415	-423	-419	长期投资	1,659	1,856	2,053	2,250
% 销售收入	2.4%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	固定资产	126,812	125,604	123,625	120,988
营业费用	-18	-22	-30	-31	-30	% 总资产	75.3%	77.2%	78.0%	75.9%
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	6,921	6,838	6,753	6,665
管理费用	-201	-218	-322	-329	-326	非流动资产	159,840	155,117	150,142	144,950
% 销售收入	1.6%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	% 总资产	94.9%	95.3%	94.8%	90.9%
息税前利润 (EBIT)	5,578	7,362	11,648	11,887	11,767	资产总计	168,365	162,743	158,445	159,411
% 销售收入	43.4%	47.4%	54.2%	54.2%	54.2%	短期借款	9,749	6,414	6,256	4,716
财务费用	-3,564	-4,065	-4,600	-4,550	-4,500	应付款项	9,090	11,407	6,947	8,592
% 销售收入	27.7%	26.2%	21.4%	20.7%	20.7%	其他流动负债	24,420	21,198	18,728	16,829
资产减值损失	35	98	123	120	120	流动负债	43,259	39,019	31,931	30,137
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	77,612	73,632	73,632	73,632
投资收益	-19	3,945	80	80	80	其他长期负债	1,714	1,697	1,680	1,663
% 税前利润	—	57.7%	1.2%	1.1%	1.2%	负债	122,585	114,348	107,243	105,432
营业利润	2,030	7,339	7,251	7,537	7,467	普通股股东权益	44,257	46,646	49,214	51,756
营业利润率	15.8%	47.3%	33.7%	34.4%	34.4%	少数股东权益	1,524	1,750	1,988	2,223
营业外收支	-496	-507	-589	-540	-540	负债股东权益合计	168,365	162,743	158,445	159,411
税前利润	1,534	6,833	6,663	6,997	6,927	比率分析				
利润率	11.9%	44.0%	31.0%	31.9%	31.9%		2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	-425	-830	-770	-811	-802	每股指标				
所得税率	27.7%	12.1%	11.6%	11.6%	11.6%	每股收益 (元)	0.32	0.30	0.32	0.31
净利润	2,371	6,050	5,647	5,946	5,884	每股净资产 (元)	2.46	2.59	2.73	2.88
少数股东损益	182	248	226	238	235	每股经营现金净流 (元)	0.61	1.07	0.61	1.09
归属于母公司的净利润	2,189	5,803	5,421	5,708	5,649	每股股利 (元)	0.06	0.17	0.17	0.17
净利率	17.0%	37.4%	25.2%	26.0%	26.0%	回报率				
现金流量表（人民币百万元）						净资产收益率	13.11%	11.62%	11.60%	10.91%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	3.59%	3.47%	3.75%	3.69%
净利润	2,371	6,050	5,647	5,946	5,884	投入资本收益率	7.27%	6.95%	7.55%	7.49%
加：折旧和摊销	4,615	5,269	5,055	5,309	5,528	增长率				
资产减值准备	35	98	123	120	120	营业总收入增长率	20.77%	38.53%	2.03%	-1.03%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	102.89%	3.54%	2.08%	-1.02%
财务费用	3,577	4,092	4,600	4,550	4,500	净利润增长率	165.10%	-6.58%	5.31%	-1.04%
投资收益	19	-3,945	-80	-80	-80	总资产增长率	0.23%	-3.34%	-2.64%	0.61%
少数股东损益	182	248	226	238	235	资产管理能力				
营运资金的变动	-12,353	-4,314	4,040	-4,789	3,727	应收账款周转天数	84.2	75.0	70.0	65.0
经营活动现金净流	8,574	10,922	19,261	10,936	19,559	存货周转天数	0.7	0.5	0.5	0.4
固定资本投资	1,690	-2,377	-200	-200	-200	应付账款周转天数	5.2	4.5	4.0	3.5
投资活动现金净流	-8,459	-3,556	-182	-226	-222	固定资产周转天数	2,668.3	2,113.7	2,045.4	2,028.3
股利分配	-990	-990	-2,981	-3,140	-3,107	偿债能力				
其他	1,612	-6,580	-15,520	-7,528	-8,307	净负债/股东权益	224.94%	190.28%	158.53%	138.20%
筹资活动现金净流	622	-7,570	-18,502	-10,668	-11,414	EBIT 利息保障倍数	2.8	2.5	2.6	2.6
现金净流量	738	-204	577	42	7,923	资产负债率	72.81%	70.26%	67.68%	66.14%

来源：中泰证券研究所

风险提示

- **（1）来水波动风险；**水力发电存在波动性，最主要的原因是流域来水的波动，虽然大型水电公司可以通过多个水电站梯级联调较大程度熨平来水波动，但仍然存在相关不确定性风险。
- **（2）水电消纳能力不足风险；**当前水电建设基本集中在西南地区，而我国负荷的集中地在东南沿海地区，因此形成了供电格局空间上的错配。虽然近年来随着西电东送工程的不断完善，西南地区弃水情况得到明显好转，但仍存在水电消纳能力不足导致弃水的风险。
- **（3）市场电占比扩大风险；**随着国家电力市场化改革的不断推进，电力市场化改革交易机制逐年完善，推动电价市场化程度显著提高。我国电力市场化交易比重由改革前的 14%，提高至 2018 年的近 40%，未来仍将进一步提升。市场电占比的扩大可能导致相关标的电价存在下行压力，进而影响企业盈利能力。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。