

2024年10月28日

电力企业重组加速 电改蓝皮书发布

投资评级：看好（维持）

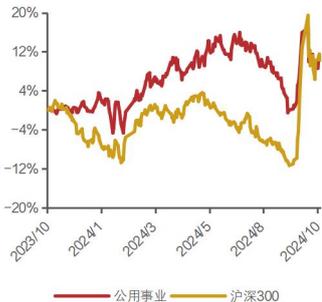
——公用事业 2024 年第 43 周周报（20241025）

证券分析师

刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com
戴映烁
SAC: S1350524080002
daiyingxin@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

- **公用事业：并购六条出台 电力企业重组加速**
- 证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，提出建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。我们特意梳理了2023年底各大集团电力资产、未上市装机以及资产证券化率情况，为未来投资提供参考。我们认为值得关注的要点为：
- **五大发电集团中，华能集团资产证券化率较高，国电投集团和华电集团明显偏低。**1) **华能集团** 2023年底资产证券化率为72.6%，其中火电、水电进一步整合空间不大，新能源非上市资产主要为之前从港股退市的华能新能源，建议密切关注华能新能源进展。2) **国电投集团** 2023年底资产证券化率仅有36%，位列五大发电集团末位，水电资产证券化率仅有23.3%。公司水电非上市资产主要为黄河水电，新能源非上市资产则分布在各省级平台中，“大集团、小公司”特点突出，9月底集团发布公告，中国电力拟控股远达环保，进而整合集团境内水电资产，电投产融整合集团核电资产，重点关注旗舰平台**中国电力**。3) **华电集团** 2023年底资产证券化率仅有56%（考虑已经申报IPO的华电新能），在五大发电集团中位列倒数第二名。集团水电资产证券化率不足20%，非上市水电包括乌江水电、金沙江中游水电开发公司、金沙江上游水电开发公司等，集团目前常规电源整合平台为**华电国际**，贵州水电平台为**黔源电力**。4) **大唐集团** 2023年底资产证券化率约为60%，火电与清洁能源资产证券化率相当。5) **国家能源集团** 2023年底资产证券化率约为60%。非上市资产最大的看点为新能源资产，国家能源集团2022年初承诺将通过资产注入、组建合资公司、资产置换等方式，切实推进下属其他风电资产合计2140.67万千瓦注入龙源电力，建议关注**龙源电力**。
- 与五大发电集团相比，省级电力平台资产证券化率普遍更高，推荐资产证券化率较低且有资产整合动作的广西投资集团旗下**广西能源**，建议关注云南省能源投资集团旗下**云南能投**、福建省投资集团旗下**中闽能源**、湖南省能源投资集团旗下**湖南发展**以及甘肃省电力投资集团旗下**甘肃能源**。
- **蓝皮书发布 2029年全面建成全国统一市场**
- **10月25日，中电联发布《全国统一电力市场发展规划蓝皮书（征求意见稿）**，对于我国电力市场建立进行了展望和清晰规划，计划2025年初步建成、2029年全面建成并与2035年前完善提升。**并对近中期对各市场建立的目标以及时间点进行了展望**，包括：（1）**中长期**：推动中长期交易向长周期（多年）、短周期（D-2）双向延伸；（2）**现货**：2029年前绝大多数省份电力现货市场正式运行；（3）**辅助服务**：规范调峰、调频、备用市场，推动灵活爬坡、转动惯量，探索一次调频、无功服务、黑启动市场化采购机制；对于辅助服务价格也做出了指引；（4）**容量**：2029年前开展电力容量市场探索。（5）**输电权、电力期货**：研究探索建设输电权市场和电力期货合约。
- **新能源环境价值体现主要路径**：（1）建立可再生能源消纳责任权重与绿电绿证相结合的市场模式；（2）优化新能源参与市场；2029年新能源全面参与市场，稳妥推进水电、核电和分布式市场化。（3）风光大基地参与市场：推动大基地富裕电力开展交易，探索风光火储多类型联合参与电力市场，提高大基地电力平衡能力以及提高新能源参与市场的稳定性。（4）优化完善绿电绿证交易：促进绿电在更大范围优化配置，推进可再生能源绿证全覆盖并研究建立反映核电绿色价值的政策机制。
- **安全充裕、灵活互动市场机制**：通过电力现货、辅助服务、容量市场等引导常规机组、新型储能、抽蓄和用户侧发挥保障和调节机制。
- **投资分析意见**。蓝皮书的发布对我国未来电力市场建设进行了展望和指引，我国有望在2029年前全面建成全国统一电力市场。其中新能源作为电力市场建设的主要原因和最终目的，有望充分受益，绿电运营商的收益情况有望触底反弹，我们重点推荐港股低估**龙源电力**、**大唐新能源**、**中广核新能源**、**新天绿色能源**、**中国电力**。推荐A股新能源运营商**三峡能源**，建议关注**云南能投**、**甘肃能源**、**金开新能**、**新天绿色**、**嘉泽新能**、**晶科科技**。
- **风险提示**。资产整合进度不及预期，新能源建设速度低于预期，政策出台存在不确定性

内容目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1. 并购六条出台 电力企业重组加速 | 4 |
| 1.1 央企资产证券化率偏低 重点关注国电投集团与华电集团 | 4 |
| 1.2 省级平台差异较大 部分集团证券化需求强烈 | 9 |
| 2. 蓝皮书发布 2029 年全面建成全国统一市场 | 14 |
| 2.1. 电力市场发展现状 | 14 |
| 2.2. 电力市场发展的三个阶段 | 15 |
| 2.3. 电力市场近中期发展目标 | 16 |
| 3. 重点公司估值表 | 17 |
| 4. 风险提示 | 19 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 华能集团装机构成与资产证券化率 (万千瓦) | 4 |
| 图表 2: 国电投集团装机构成与资产证券化率 (万千瓦) | 5 |
| 图表 3: 国电投集团旗下主要水电公司梳理 (不完全统计) | 5 |
| 图表 4: 黄河水电公司旗下水电站梳理 (单位: 万千瓦) | 6 |
| 图表 5: 国家电投集团旗下核电资产梳理 (万千瓦) | 6 |
| 图表 6: 集团书面承诺中国电力拥有国电投集团境内除上海以外地区的资产优先收购与开发权 | 7 |
| 图表 7: 华电集团集团装机和资产证券化率 (单位: 万千瓦) | 7 |
| 图表 8: 华电集团旗下主要非上市水电资产梳理 (不完全统计) | 8 |
| 图表 9: 金沙江中上游电站规划情况 (装机规模单位: 万千瓦) | 8 |
| 图表 10: 大唐集团装机构成与资产证券化率 (万千瓦) | 9 |
| 图表 11: 国家能源集团装机构成与资产证券化率 (万千瓦) | 9 |
| 图表 12: 地方电力集团装机构成与资产证券化率 (万千瓦) | 9 |
| 图表 13: 2019 年集团承诺注入公司介绍 | 11 |
| 图表 14: 福建省投资集团参股水电情况 (万千瓦, 截至 2024 年 3 月底) | 11 |
| 图表 15: 截至 2023 年 9 月底广投集团体内未上市电力资产 (单位: 万千瓦) | 11 |
| 图表 16: 截至 2023 年 3 月湖南能源投资集团资产 (单位: 万千瓦) | 12 |
| 图表 17: 2024 年 3 月底甘肃省电力投资集团火电装机情况 (万千瓦) | 13 |
| 图表 18: 云南省投资集团参股水电资产 (单位: 万千瓦) | 14 |
| 图表 19: 电力现货市场建设进展情况 | 14 |
| 图表 20: 全国统一电力市场发展目标 | 15 |
| 图表 21: 公用事业重点公司估值表 (元, 元/股) | 17 |
| 图表 22: 电力设备重点公司估值表 (元, 元/股) | 18 |

1. 并购六条出台 电力企业重组加速

早在 2020 年 10 月，国务院在《**进一步提高上市公司质量的意见**》中即提出推动企业并购重组，用以盘活存量、提质增效、转型发展。

在此后多个版本的国有企业改革行动方案中，推动国有企业专业化重组均作为重点方向。但是由于过去几年资本市场客观条件，相关进展相对缓慢。9 月 24 日央行、金融监管总局和证监会三部门联合会议后，作为一揽子方案之一，**证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》**，提出建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。

作为对政策的回应，今年 8 月以来电力企业资产整合明显加速。其中，国电投集团 9 月底部署中国电力通过远达环保整合集团旗下水电资产，中国电力以旗下五凌水电和长洲水电换取远达环保股份，整合完毕后将作为远达环保控股股东；电投产融整合集团核电资产。华电国际 8 月发布公告收购集团江苏、广东、上海和广西等区域 1597.28 万千瓦常规能源资产。国家能源集团旗下龙源电力 10 月发布公告，拟现金收购集团旗下 8 家新能源公司股权（收购比例均大于 50%），对在运和在建新能源装机合计 203.29 万千瓦。

1.1 央企资产证券化率偏低 重点关注国电投集团与华电集团

在中央与地方电力企业着力提升资产证券化率的背景下，我们特意梳理了 2023 年底各大集团电力资产、未上市装机以及资产证券化率情况，为未来投资提供参考。**五大发电集团中，华能集团资产证券化率较高，国电投集团和华电集团明显偏低。具体而言：**

1) 华能集团

2023 年底资产证券化率为 72.6%。其中火电、水电进一步整合空间有限，新能源非上市资产主要为之前从港股退市的华能新能源，**建议密切关注华能新能源进展**。根据华能新能源官网，华能新能源目前拥有新能源装机超过 2700 万千瓦。

图表 1：华能集团装机构成与资产证券化率（万千瓦）

| 所属集团 | 上市公司 | 总装机 | 煤电 | 气电 | 水电 | 风电 | 光伏 | 其他 |
|------|----------|-------|----------------------------------|-------|------|-------|-------|--------|
| 华能集团 | 华能国际 A+H | 13566 | 9328 | 1323 | 37 | 1551 | 1310 | 生物质：16 |
| | 华能水电 A | 2753 | | | 2560 | 193 | | |
| | 内蒙华电 A | 1323 | 1140 | | 0 | 176 | 7 | |
| | 新能泰山 A | | 园区开发、综合资产运营和供应链业务，其中供应链业务主要为电线电缆 | | | | | |
| | 长城证券 A | | | | | 证券业务 | | |
| | 上市公司合计 | | 17641 | 11791 | | 2597 | 3237 | |
| | 集团装机合计 | | 24312 | 14246 | | 2759 | 7278 | 核电：120 |
| | 资产证券化率 | | 72.6% | 82.8% | | 94.1% | 44.5% | |

资料来源：集团官网、公司公告，华源证券研究所

2) 国电投集团

2023 年底资产证券化率仅有 36%，位列五大发电集团末位，水电资产证券化率仅有 23.3%。公司水电非上市资产主要为黄河上游水电开发公司，新能源非上市资产则分布在各省级平台中，“大集团、小公司”特点突出。

图表 2：国电投集团装机构成与资产证券化率（万千瓦）

| 所属集团 | 上市公司 | 总装机 | 煤电 | 气电 | 水电 | 风电 | 光伏 | 其他 | |
|-------|--------|------|-------|------------------------------|-----|-------|-------|-----------|--------|
| 国电投集团 | 中国电力 H | 4502 | 1108 | 51 | 595 | 1202 | 1515 | 环保发电：31.7 | |
| | 吉电股份 A | 1342 | 330 | | | 347 | 662 | 生物质：3 | |
| | 上海电力 A | 2245 | 985 | 362 | | 387 | 511 | | |
| | 电投能源 A | 460 | 120 | | | 340 | 105 | | |
| | 远达环保 A | | | 大气治理、脱硫脱硝业务（现被确定为 A 股水电整合平台） | | | | | |
| | 电投产融 A | | | 电力及金融业务（现被确定为集团核电整合平台） | | | | | |
| | 上市公司合计 | | 8549 | 2955 | | 595 | 2275 | 2793 | |
| | 集团装机合计 | | 23746 | 8265 | | 2552 | 5089 | 7840 | 核电：921 |
| | 资产证券化率 | | 36.0% | 35.8% | | 23.3% | 44.7% | 35.6% | |

资料来源：集团官网、公司公告，华源证券研究所

图表 3：国电投集团旗下主要水电公司梳理（不完全统计）

| 公司 | 国家电投集团 持股比例 | 负责流域 | 装机规模 |
|----------------------|----------------|---------|--|
| 国家电投集团黄河上游水电开发有限责任公司 | 94.20% | 黄河上游 | 截至 2023 年底拥有总装机 3050.97 万千瓦，其中水电拥有 18 座梯级水电站，装机容量 1194.24 万千瓦，光伏装机 1070 万千瓦，风电 525 万千瓦。同时拥有电解铝产能和多晶硅产能 |
| 五凌电力有限公司 | | 湘西沅江流域等 | 截至 2024 年 4 月，五凌电力已投产清洁能源装机 1251.67 万千瓦，其中水电装机 532.1 万千瓦，剩余主要为新能源装机 |
| 国家电投集团重庆电力有限公司 | 100.00% | 负责部分小水电 | 拥有水电装机 47.6 万千瓦。包括重庆公司江口水电站 40 万千瓦，重庆公司狮子滩水电站 5.42 万千瓦，重庆公司上碛水电站 2.15 万千瓦 |
| 国家电投集团广西长洲水电开发有限公司 | 中国电力持股 64.93% | 负责长洲水电站 | 63 万千瓦 |
| 国家电投集团贵州金元股份有限公司 | 68.10% | 负责部分小水电 | 公司总投产电力装机容量 1855.79 万千瓦，其中火电 798 万千瓦，水电 143.63 万千瓦，光伏、风电、储能 911.7 万千瓦 |
| 境外水电 | | | 境外水电 234.3 万千瓦 |

资料来源：集团官网、公司公告，华源证券研究所

图表 4：黄河水电公司旗下水电站梳理（单位：万千瓦）

| 电站 | 状态 | 装机规模 | 机组台数*单机容量 | 投产时间 |
|--------|----|-------|-------------------|----------------------------|
| 班多水电站 | 在运 | 36 | 3×12 | 2007年开工建设，2011年全部并网发电 |
| 龙羊峡水电站 | 在运 | 128 | 4×32 | 1976年开工建设，1987年首台机组投产发电 |
| 拉西瓦水电站 | 在运 | 420 | 6×70 | 2001年开工，2021年全容量投产 |
| 李家峡水电站 | 在运 | 200 | 5×40 | 1987年开工建设，1997年首台机组投产发电 |
| 公伯峡水电站 | 在运 | 150 | 5×30 | 2001年开工建设，2004年首台机组投产 |
| 苏只水电站 | 在运 | 22.5 | 3×7.5 | 2003年开工建设，2005年12月首台机组投产发电 |
| 积石峡水电站 | 在运 | 102 | 3×34 | 2010年首台机组发电 |
| 盐锅峡水电站 | 在运 | 50.96 | 10台机组 | 1958年开工建设，1961年11月首台机组投产发电 |
| 八盘峡水电站 | 在运 | 22 | 6台机组 | 1969年开工，1975年9月两台机组发电 |
| 青铜峡水电站 | 在运 | 32.7 | 9台机组 | 1967年实现第一台机组发电，1978年全面竣工 |
| 大通河水电站 | 在运 | 23.58 | 19台机组 | |
| 巨亭水电站 | 在运 | 4 | 2×1.6万千瓦+1×0.8万千瓦 | 2009年开工建设，2017年3月全部投产发电 |
| 羊曲 | 在建 | 120 | | 首台机组2024年9月建成投运 |

资料来源：集团官网、公司公告，华源证券研究所

图表 5：国家电投集团旗下核电资产梳理（万千瓦）

| 类型 | 项目 | 经营主体 | 国电投持股比例 | 技术路线 | 装机规模 | 利润 |
|----|--------------|----------------|---------|--|-----------------------|--------------------|
| 控股 | 山东海阳核电项目 | 山东核电有限公司 | 47.50% | AP1000 | 在运 125*2、 在建 125*2 | 2022年利润总额 14.77 亿元 |
| 控股 | 广东廉江核电 | 国家电投国核湛江核电有限公司 | 100.00% | CAP1000 | 在建 125*2 | |
| 控股 | 山东荣成国和一号示范工程 | 国核示范电站有限责任公司 | 75.00% | CAP1400 | 在建 2*153.4 | |
| 合营 | 辽宁红沿河核电 | 辽宁红沿河核电有限公司 | 32.90% | 1—4号机组采用 CPR1000 技术、5—6号机组采用 ACPR1000 技术 | 在运 111.9*6 | 2023年净利润 18.02 亿元 |
| 参股 | 江苏田湾核电 | 江苏核电有限公司 | 21.90% | 1—4号机组采用 VVER-1000，5—6号机组采用 M310+ | 在运 660.8 | 2023年净利润 43.44 亿元 |
| 参股 | 浙江三门核电 | 三门核电有限公司 | 10.20% | AP1000 | 在运 125*2， 在建 125*2 | 2023年净利润 21.45 亿元 |
| 参股 | 秦山核电三期 | 秦山第三核电有限公司 | 14.60% | CANDU-6 | 在运 2*72.8 | 2023年净利润 15.02 亿元 |
| 参股 | 秦山核电二期 | 核电秦山联营有限公司 | 4.40% | CP600 | 在运 4*67 | 2023年净利润 21.26 亿元 |

资料来源：国家电投集团官网，企查查，wind，华源证券研究所

国电投集团需重点关注集团旗舰平台**中国电力**，国电投集团在公司上市之初即明确中国电力定位，书面承诺中国电力**拥有集团上海以外地区资产有限收购和开发权**，奠定公司为集团常规能源核心上市的地位；2020年集团进一步补签协议，将国电投在内地的清洁能源发电厂和境外资产优先收购权给予中国电力，确保公司成为集团新能源开发的核心主体。

图表 6：集团书面承诺中国电力拥有国电投集团境内除上海以外地区的资产优先收购与开发权

| 取得时间 | 主要内容 | 相关文件 | 适用范围 |
|-------------|---|----------|-----------------------|
| 2004 年 10 月 | 优先收购权。中国电力可优先收购中电投集团及中电国际拥有或日后可能拥有的投资于中国的电厂或电力资产(不包括中电投上海地区电厂或电力资产,但包括中电投持有的剩余上海电力股份) | 《招股说明书》 | 中国内地(不含中电投上海地区) |
| 2004 年 10 月 | 优先开发权。中国电力可优先把握中电投集团及中电国际可能购入、开发或投资于中国(不包括中电投上海地区)的新电厂、电力项目或电力资产(核能发电除外)的商机。 | 《招股说明书》 | 中国内地(不含中电投上海地区) |
| 2020 年 3 月 | 委托管理资产的优先收购权。公司通过与国家电投合作,以此为契机管理国家电投在内地的清洁能源发电厂和海外发电厂,并取得托管公司的优先购买权 | 《委托管理协议》 | 国家电投在内地的清洁能源发电厂和海外发电厂 |

资料来源：集团官网，华源证券研究所

2022 年以来集团围绕中国电力已经进行数次资产整合。细数历次收购，集团支持力度逐步加大，确立中国电力旗舰平台地位：

①**2022 年 6 月，收购集团 2.2GW 清洁能源资产。**2022 年 6 月中国电力与国电投集团旗下中电新能源、中电国际新能源签订收购协议，通过现金及定向增发股份方式合计收购 2.2GW 清洁能源资产（1.6GW 风电+0.4GW 光伏+0.2GW 垃圾发电）。收购完成后，公司新能源装机占比提升 3.32 个百分点。

②**2022 年 12 月，在集团支持下剥离 4.76GW 盈利能力不佳的煤电资产。**2022 年 12 月，在集团运作下，公司向中煤集团子公司中煤电力转让新源融合（控股煤电装机 476 万千瓦）60% 股权，剥离出公司最主要的煤电亏损源（2022 年亏损达到 10 亿元量级），在中煤集团煤电联营下，中国电力火电业务 2023 年实现扭亏为盈。

③**2022 年 12 月，收购集团 0.6GW 清洁能源资产。**2022 年 12 月公司全资子公司向国家电投控股子公司收购紫金山风电 79.67% 股权，交易完成后中国电力控股风电装机增加 57.9 万千瓦。收购完成后，公司清洁能源装机占比提升 0.9 个百分点。

④**2023 年 7 月，收购 9.27GW 清洁能源资产，为迄今为止公司最大的一笔收购。**2023 年 7 月公司公告计划以现金 108 亿元收购集团 9.27GW 清洁能源资产（已投运 7.53GW、在建 1.74GW），收购对应的标的资产 2022 年 PE 约 13 倍，考虑到在建的 1.74GW 机组，交易价格符合市场价格水平。收购完成后公司囊括国家电投旗下 10 个区域公司，清洁能源装机容量增加 50%，清洁能源装机占比提升超过 7 个百分点，达到 73%。

3) 华电集团

2023 年底资产证券化率仅有 56%（考虑已经申报 IPO 的华电新能），在五大发电集团中位列倒数第二名。集团体内非上市资产最主要的看点为水电，集团水电资产证券化率不足 20%，非上市水电包括乌江水电、金沙江中游水电开发公司、金沙江上游水电开发公司等，集团目前常规电源整合平台为**华电国际**，贵州水电平台为**黔源电力**。

图表 7：华电集团集团装机和资产证券化率（单位：万千瓦）

| 所属集团 | 上市公司 | 总装机 | 煤电 | 气电 | 水电 | 风电 | 光伏 | 其他 |
|------|------|-----|----|----|----|----|----|----|
|------|------|-----|----|----|----|----|----|----|

| | | | | | | | |
|------|--------|-------|-------|-----|-------|------|-------|
| | 华电国际 | 5845 | 4689 | 909 | 246 | | |
| | 华电新能* | 4855 | | | | 2646 | 2209 |
| | 黔源电力 | 403 | | | 323 | | 79 |
| 华电集团 | 华电能源 | 641 | 641 | | | | |
| | ST 金山 | 268 | 220 | | | | 48 |
| | 上市公司合计 | 12012 | 6460 | | 569 | | 4982 |
| | 集团装机合计 | 21431 | 12709 | | 3093 | | 5630 |
| | 资产证券化率 | 56.0% | 50.8% | | 18.4% | | 88.5% |

资料来源：集团官网，公司公告，华源证券研究所

图表 8：华电集团旗下主要非上市水电资产梳理（不完全统计）

| 水电资产 | 负责流域 | 资产概况 |
|---------|---------------|--|
| 金沙江上游水电 | 金沙江上游 | 开发建设金沙江上游川藏段岗托、岩比、波罗、叶巴滩、拉哇、巴塘、苏洼龙、昌波共 8 级电站，规划装机容量 965.5 万千瓦，打造国内领先的大型清洁能源基地。 |
| 金沙江中游水电 | 金沙江中游 | 已投产水电站 440 万千瓦，规划建设龙盘、两家人电站合计 720 万千瓦 |
| 乌江水电 | 乌江干流 | 华电集团持股 51%，贵州省规模最大的发电企业，拥有乌江干流贵州境内 7 个梯级水电站，水电装机 869.5 万千瓦。 |
| 福建区域水电 | 古田溪、棉花滩等 | 下辖水电企业 18 家，装机容量 244.8 万千瓦 |
| 四川区域水电 | 紫兰坝、泸定、雅安周公河等 | 拥有水电企业 12 家，水电装机容量 368.9 万千瓦，主要有宝珠寺电站、紫兰坝电站、泸定电站、瓦屋山电站、雅安周公河流域梯级电站等 |

资料来源：华电集团发债公告，华电集团官网，华电证券研究所

图表 9：金沙江中上游电站规划情况（装机规模单位：万千瓦）

| | 电站名称 | 开发公司 | 装机规模（万千瓦） | 状态/投产时间 | 调节能力 | 股权结构 |
|-------|------|--------|-----------|------------|--------|--|
| 金沙江上游 | 岗托 | 华电金上公司 | 120 | 前期工作 | 年调节 | 华电集团 48% 华电国际 12% 西藏开投 20% 四川铁投 20% |
| | 岩比 | | 30 | 前期工作 | 日调节 | |
| | 波罗 | | 92 | 前期工作 | 日调节 | |
| | 叶巴滩 | | 224 | 2016 年核准开工 | 不完全年调节 | |
| | 拉哇 | | 200 | 2019 年核准开工 | 不完全年调节 | |
| | 巴塘 | | 75 | 2017 年核准开工 | 日调节 | |
| | 苏洼龙 | | 120 | 2022 年投产 | 日调节 | |
| | 昌波 | | 83 | 前期工作 | 日调节 | |
| 金沙江中游 | 龙盘 | 华电金中公司 | 420 | 前期工作 | 多年调节 | 华电集团 56% 长江电力 23% 华能水电 11% 云南省配售电公司 10% |
| | 两家人 | | 300 | 前期工作 | 无调节 | |
| | 梨园 | | 240 | 2014 年投产 | 周调节 | |
| | 阿海 | | 200 | 2012 年投产 | 日调节 | |

资料来源：集团官网，华源证券研究所

4) 大唐集团

2023 年底资产证券化率约为 60%，火电与清洁能源资产证券化率相当。集团非上市资产主要分布在各省级平台中，大唐集团的新能源开发模式为上市公司与各省级平台“百花齐放”，非上市水电资产主要为金沙江中游的观音岩水电站（300 万千瓦），大渡河中游的长河坝水电站（260 万千瓦）以及乌江下游的彭水水电站（175 万千瓦）。

图表 10：大唐集团装机构成与资产证券化率（万千瓦）

| 所属集团 | 上市公司 | 总装机 | 煤电 | 气电 | 水电 | 风电 | 光伏 | 其他 |
|------|----------|--------|-------|-----|-----------------|-------|-----|----|
| 大唐集团 | 大唐发电 A+H | 7329 | 4562 | 663 | 920 | 746 | 437 | |
| | 大唐新能源 H | 1542 | | | | 1298 | 244 | |
| | 桂冠电力 A | 1302 | 133 | | 1024 | 79 | 66 | |
| | 华银电力 A | 652 | 482 | | 14 | 54 | 102 | |
| | 大唐环境 H | | | | 脱硫脱硝催化剂、烟气治理供应商 | | | |
| | 上市公司合计 | 10825 | 5841 | | | 4985 | | |
| | 集团装机合计 | 18000+ | 9677 | | | 8323 | | |
| | 资产证券化率 | 60.1% | 60.4% | | | 59.9% | | |

资料来源：集团官网、公司公告，华源证券研究所

5) 国家能源集团

2023 年底资产证券化率约为 60%。非上市资产最大的看点为新能源资产，龙源电力 A 股 IPO 时，国家能源集团 2022 年初与龙源电力签订《避免同业竞争协议》，承诺将通过资产注入、组建合资公司、资产置换等方式，切实推进下属其他风电资产合计 2140.67 万千瓦注入龙源电力。建议关注**龙源电力**。龙源电力 10 月已发布公告，拟现金收购集团旗下 8 家新能源公司股权，对应在运和在建新能源装机合计 203.29 万千瓦。

图表 11：国家能源集团装机构成与资产证券化率（万千瓦）

| 所属集团 | 上市公司 | 总装机 | 煤电 | 气电 | 水电 | 风电 | 光伏 | 其他 |
|--------|----------|-------|-------|--------------------|-------|-------|------|----------|
| 国家能源集团 | 国电电力 A | 10558 | 7177 | 102 | 1495 | 929 | 854 | |
| | 龙源电力 A+H | 3559 | 188 | | | 2775 | 596 | |
| | 长源电力 A | 1049 | 831 | | 59 | 26 | 131 | 生物质：2.16 |
| | 中国神华 A+H | 4463 | 4316 | 95 | 13 | | 6 | |
| | 龙源技术 A | | | | 火电设备 | | | |
| | 英力特 A | | | 电石及其衍生品的生产销售，化工类业务 | | | | |
| | 上市公司合计 | 19630 | 12709 | | 1566 | 3731 | 1588 | |
| | 集团装机合计 | 32362 | 20873 | | 1867 | 6078 | 3544 | |
| 资产证券化率 | 60.7% | 60.9% | | 83.9% | 61.4% | 44.8% | | |

资料来源：集团官网、公司公告，华源证券研究所

1.2 省级平台差异较大 部分集团证券化需求强烈

与五大发电集团相比，省级电力平台资产证券化率普遍更高，建议关注资产证券化率较低且有资产整合动作的广西投资集团旗下**广西能源**、云南省能源投资集团旗下**云南能投**、福建省投资集团旗下**中闽能源**，湖南省能源投资集团旗下**湖南发展**。

图表 12：地方电力集团装机构成与资产证券化率（万千瓦）

| 所属集团 | 上市公司 | 总装机 | 煤电 | 气电 | 水电 | 风电 | 光伏 | 其他 |
|---------|--------|-------|-------|-------|---------|-----|-------|---------|
| 江苏国信集团 | 江苏国信 | 1545 | 1286 | 259 | | | | |
| | 江苏新能 | 166 | | | | 134 | 21 | 生物：11.5 |
| | 上市公司合计 | 1711 | 1545 | | | | 155 | 生物：11.5 |
| | 集团装机合计 | 1930 | 1611 | | 160(抽蓄) | | 159 | |
| | 资产证券化率 | 88.7% | 88.7% | | 0.0% | | 97.2% | |
| 广东省能源集团 | 粤电力 | 3213 | 1989 | 706 | 13 | 280 | 215 | 生物质：10 |
| | 集团装机合计 | 4557 | 2592 | 780 | 236 | | 950 | |
| | 资产证券化率 | 70.5% | 76.7% | 90.5% | 5.6% | | 52.1% | |

| | | | | | | | |
|-----------|--------|-----------|-----------|--------|-----------|-------|-----------------|
| 新疆能源集团 | 立新能源 | 154 | | | 72 | 82 | |
| | 集团装机合计 | 184 | | | | 184 | |
| | 资产证券化率 | 83.7% | | | | 39.2% | |
| 福建省能源集团 | 福能股份 | 599 | 262 | | 338 | | |
| | 集团装机合计 | 599 | 262 | | 338 | | |
| | 资产证券化率 | 100% | 100% | | 100% | | |
| 福建省投资集团 | 中闽能源 | 96 | | | | 91 | 2 生物质: 3 |
| | 集团装机合计 | 122 | 28.8 (权益) | 28(权益) | 87.5 (权益) | 122 | 核电: 权益 66.8 |
| | 资产证券化率 | 78.8% | | | | 74.7% | |
| 北京能源集团 | 京能清洁能源 | 1448 | 0 | 470 | 40 | 557 | 382 |
| | 京能电力 | 2021 | 1978 | | | | 43 |
| | 上市公司合计 | 3469 | 1978 | | | 1491 | |
| | 集团装机合计 | 4857 | 2739 | | | 2118 | |
| | 资产证券化率 | 71.4% | 72.2% | | | 70.4% | |
| 深圳能源集团 | 深圳能源 | 1913 | 631 | 521 | 101 | 370 | 182 垃圾发电: 107.6 |
| | 集团装机合计 | 1913 | 631 | 521 | 101 | 370 | 182 垃圾发电: 107.6 |
| | 资产证券化率 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 江西省投资集团 | 赣能股份 | 386 | 340 | | 10 | 36 | |
| | 集团装机合计 | 598 | 540 | | 10 | 48 | |
| | 资产证券化率 | 64.6% | 63.0% | | 100% | 75.5% | |
| 河北建设投资集团 | 建投能源 | 1016 | 985 | | | | 31 |
| | 新天绿能 | 642 | | | | 629 | 13 |
| | 上市公司合计 | 1658 | 985 | | | 629 | 43 |
| | 集团装机合计 | 1658 | 985 | | | 630 | 43 |
| | 资产证券化率 | 100% | 100.0% | | | 99.9% | 100.0% |
| 湖南省能源投资集团 | 湖南发展 | 23 | | | 23 | | |
| | 集团装机合计 | 192 | | | 92 | 90 | 储能: 10 |
| | 资产证券化率 | 12.2% | | | 25.0% | 0.0% | |
| 安徽省能源集团 | 皖能电力 | 1182 | 1085 | 45 | | 10 | 垃圾发电: 31.3 |
| | 皖天然气 | 天然气长输管道业务 | | | | | |
| | 集团装机合计 | 1323 | 1085 | 45 | | 155 | 垃圾及生物质发电: 44.7 |
| | 资产证券化率 | 89.3% | 100% | 100% | | 0.0% | |
| | | | | | | | |
| 云南省能源投资集团 | 云南能投 | 158 | | | | 158 | |
| | 集团装机合计 | 623 | 300 | | 48 | 275 | |
| | 资产证券化率 | 25.4% | 0.0% | | 0.0% | 57.5% | |
| 广西投资集团 | 广西能源 | 171 | 70 | | 86 | 13 | 2 |
| | 集团装机合计 | 367 | 266 | | 87 | 13 | 2 |
| | 资产证券化率 | 46.4% | 26.3% | | 99.0% | 100% | 100% |
| 陕西投资集团 | 陕西能源 | 918 | 918 | | | | |
| | 陕西水电* | 139 | | | 15 | 38 | 85 |
| | 上市公司合计 | 1057 | 918 | | 15 | 38 | 85 |
| | 集团装机合计 | 1059 | 918 | | 15 | 38 | 87 |
| | 资产证券化率 | 99.8% | 100.0% | | 100% | 100% | 97.8% |
| 甘肃省电力投资集团 | 甘肃能源 | 354 | | | 170 | 110 | 74 |
| | 集团装机合计 | 1037 | 667 | | 182 | 110 | 77 |
| | 资产证券化率 | 34.1% | 0.0% | | 93.3% | 100% | 95.6% |
| 四川省能源投资集团 | 川能动力 | 126 | | | | 111 | 垃圾发电: 15.65 |
| | 四川能投发展 | 13 | | | 13 | | |
| | 上市公司合计 | 139 | | | 13 | | 126 |
| | 集团装机合计 | 268 | | | 136 | | 133 |
| | 资产证券化率 | 51.8% | | | 9.4% | | 95.2% |

资料来源: 集团官网, 公司公告, 华源证券研究所

1) 福建省投资集团

集团旗下上市平台为**中闽能源**。集团非上市资产包括水电、海上风电，尤其是海上风电盈利能力较强。2019年中闽能源上市时，集团曾承诺将部分资产注入中闽能源，资产注入预期为公司最大看点。建议关注中闽能源。

图表 13：2019 年集团承诺注入公司介绍

| 公司 | 持有项目或业务 | 具体项目情况及最近进展 |
|----------------|-------------------|--|
| 闽投海电 | 莆田平海湾海上风电场三期项目 | 装机容量 30.8 万千瓦，已于 2021 年 12 月全部投产，截至 2023 年底尚未启动注入 |
| 闽投电力 | 主营充电站 | |
| 福建永泰闽投抽水蓄能有限公司 | 福建永泰抽水蓄能电站 | 装机容量 120 万千瓦（4*30），总投资额 67.3 亿元，2016 年 12 月开工，2022 年 8 月首台机组并网，2023 年 3 月全部投产，截至 2023 年底尚未启动注入 |
| 宁德闽投 | 宁德霞浦海上风电场(A、C)区项目 | A 区规划装机 20 万千瓦；C 区规划装机 40 万千瓦，尚未核准。2023 年 7 月霞浦县发布宁德霞浦海上风电场 B、C、D 区陆上集控中心项目征收土地预公告 |
| 霞浦闽东 | 宁德霞浦海上风电场(B 区)项目 | 装机容量 29.6 万千瓦，总投资额 37.52 亿元，2021 年 11 月核准，2023 年 11 月尚未开工（已获得延期开工许可） |

资料来源：公司公告，福建省发改委，华源证券研究所

除此之外，福建省投资集团还有大量参股水电资产，权益装机 91.82 万千瓦。

图表 14：福建省投资集团参股水电情况（万千瓦，截至 2024 年 3 月底）

| 参股电站名称 | 持股比例 | 装机容量 | 权益装机 |
|----------|-------|-------|-------|
| 福建水口发电 | 36% | 207.6 | 74.74 |
| 福建棉花滩水电 | 22% | 69.5 | 15.29 |
| 福建华电高砂水电 | 3% | 5 | 0.15 |
| 华电沙县能源 | 25% | 4.8 | 1.2 |
| 福建华电万安能源 | 9.39% | 4.65 | 0.44 |

资料来源：集团公告，华源证券研究所

2) 广西省投资集团

广西能源是广投集团唯一电力上市平台，地方资源整合趋势清晰。2023 年广投集团优化整合能源板块成立广西能源集团，成为省内理顺资产第一步。根据公告和同业竞争承诺，广投集团所持有的能源资产、能源指标都将注入上市公司。顺应省内资产整合趋势，预计该事项有望加速，我们梳理的广投集团尚未注入上市公司的资产如下，推荐**广西能源**。

图表 15：截至 2023 年 9 月底广投集团体内未上市电力资产（单位：万千瓦）

| | 类型 | 持股比例 | 电厂控股装机 | 集团权益装机 | |
|----|----------|------|---------|--------|------|
| 核电 | 防城港核电 | 参股 | 28.70% | 335.2 | 96.2 |
| | 冷却水发电 | 控股 | 100% | 0.97 | 0.97 |
| 水电 | 天生桥一级水电站 | 参股 | 20%+20% | 120 | |
| | 乐滩水电站 | 参股 | 48.00% | 60 | 28.8 |
| | 岩滩水电站 | 参股 | 30.00% | 181 | 54.3 |

| | | | | | |
|-----|--------------|----|--------|---------------------------------|------------------------------|
| 火电 | 大藤峡水利枢纽工程 | 参股 | 34.00% | 160 | 54.4 |
| | 来宾 A、B 厂 | 控股 | 100% | 132 | 132 |
| | 北海电厂 | 控股 | 83.66% | 64 | 53.54 |
| | 国投钦州电厂 | 参股 | 39% | 326 | 127.1 |
| | 国能广投北海发电有限公司 | 参股 | 48% | 400 万千瓦，其中在运 200 万千瓦，在建 200 万千瓦 | 192 万千瓦，其中 96 万千瓦在运，96 万千瓦在建 |
| | 国能广投柳州发电有限公司 | 参股 | 30% | 70 | 21 |
| 新能源 | 光伏装机 | 控股 | | 5.47 (在运) | |
| | 桂中新能源 | 控股 | 100% | 39 (在建风电) | 39 |
| | 武宣新能源 | 控股 | 100% | 20 (在建风电) | 20 |

资料来源：广西能源发债公告，企查查，华源证券研究所。注：1) 天生桥一级水电站由广投集团持股 20%，广西能源集团持股 20%；2) 除乐滩水电站、岩滩水电站、大藤峡水利枢纽工程处于广投集团体内以外，其余资产均处于广西能源集团体内，因此此三个水电站持股比例为广投集团持股比例，其余电站为广西能源集团持股比例；3) 北海电厂二期 2024 年 2 月投产，未体现在表中

3) 湖南省能源投资集团

集团旗下平台为湖南发展，集团水电、新能源大部分资产未上市。集团目前拥有装机 182 万千瓦，其中水电 90 万千瓦，风电 92 万千瓦。上市公司湖南发展体量较小，目前仅有水电装机 23 万千瓦，未来整合空间较大。建议关注湖南发展。

图表 16：截至 2023 年 3 月湖南能源投资集团资产（单位：万千瓦）

| 发电类型 | 项目名称 | 控股/参股 | 装机容量 | 持股比例% | 权益容量 |
|-------|--------|-------|-----------|-------|-------|
| 水电 | 筱溪水电 | 控股 | 13.5 | 95.0 | 12.8 |
| | 铜湾水电 | 控股 | 18.0 | 90.0 | 16.2 |
| | 清水塘水电 | 控股 | 12.8 | 90.0 | 11.5 |
| | 高滩水电 | 控股 | 5.7 | 85.0 | 4.9 |
| | 和平水电 | 控股 | 1.4 | 70.0 | 1.0 |
| | 蟒塘溪水电站 | 控股 | 6.1 | 93.0 | 5.7 |
| | 镇康水电 | 控股 | 6.4 | 50.0 | 3.2 |
| | 浪都电站 | 控股 | 11.0 | 45.0 | 5.0 |
| | 五凌电力 | 参股 | 980.8 | 18.5 | 181.5 |
| | 株洲航电水电 | 控股 | 15.0 | 100.0 | 15.0 |
| | 鸟儿巢水电 | 控股 | 2.0 | 80.0 | 1.6 |
| 水电合计 | | | 91.8 (控股) | | 258.2 |
| 风电 | 汇德风电 | 控股 | 14.9 | 51.0 | 7.6 |
| | 恒能风电 | 控股 | 5.0 | 50.0 | 2.5 |
| | 鲁荷金风电 | 控股 | 4.8 | 100.0 | 4.8 |
| | 鲁叶风电 | 控股 | 2.2 | 100.0 | 2.2 |
| | 大冲风电 | 控股 | 5.0 | 100.0 | 5.0 |
| | 三十六湾风电 | 控股 | 4.8 | 100.0 | 4.8 |
| | 东山风电 | 控股 | 5.0 | 100.0 | 5.0 |
| | 牛排山风电 | 控股 | 4.8 | 100.0 | 4.8 |
| | 乌鸡岭风电 | 控股 | 4.8 | 100.0 | 4.8 |
| | 百花山风电 | 控股 | 4.8 | 80.0 | 3.8 |
| | 大牛风电 | 控股 | 4.8 | 100.0 | 4.8 |
| | 大冷山风电 | 控股 | 4.8 | 100.0 | 4.8 |
| | 大板梁风电 | 控股 | 5.0 | 95.0 | 4.8 |
| | 燕子山风电 | 控股 | 5.0 | 100.0 | 5.0 |
| 褒忠山风电 | 控股 | 4.6 | 100.0 | 4.6 | |
| 龙排山风电 | 控股 | 4.8 | 100.0 | 4.8 | |

| | | | | | |
|------|----------|----|-------|-------|-------|
| | 长安营风电 | 控股 | 5.0 | 100.0 | 5.0 |
| 风电合计 | | | 90.1 | | 79.1 |
| 储能 | 娄底储能 | 控股 | 10.0 | 100.0 | 10.0 |
| | 岳阳火电 | 参股 | 257.7 | 22.5 | 58.0 |
| 火电 | 大唐华银电力火电 | 参股 | 630.5 | 8.0 | 50.4 |
| | 神华国华火电 | 参股 | 200.0 | 10.0 | 20.0 |
| 火电合计 | | | | | 128.4 |
| - | 合计 | | | | 347.3 |

资料来源：集团官网，华源证券研究所

4) 甘肃省电力投资集团

集团旗下上市平台为**甘肃能源**，清洁能源资产证券化率较高，火电目前尚未上市，甘肃能源已启动常乐公司收购流程。甘肃省电力投资集团拥有总装机 1037 万千瓦，其中火电资产 667 万千瓦，均未上市，新能源资产绝大部分已经在上市公司中。集团火电资产主要为常乐公司，目前在运 4 台百万千瓦机组，在建 2 台百万千瓦机组，其余电厂盈利能力欠佳。建议关注甘肃能源。

图表 17：2024 年 3 月底甘肃省电力投资集团火电装机情况（万千瓦）

| 电厂名称 | 装机容量 | 机组类型 | 机组台数 | 功率 | 地点 |
|----------|---------|-------|------|--------|------|
| 甘肃张掖发电 | 65 | 热电联产 | 2 | 2*32.5 | 甘肃张掖 |
| 甘肃金昌发电一厂 | 66 | 热电联产 | 2 | 2*33 | 甘肃金昌 |
| 甘肃金昌发电二厂 | 66 | 热电联产 | 2 | 2*33 | 甘肃金昌 |
| 甘肃武威热电 | 70 | 热电联产 | 2 | 2*35 | 甘肃武威 |
| 甘肃常乐发电 | 400 | 新能源调峰 | 4 | 4*100 | 甘肃酒泉 |
| 甘肃常乐发电扩建 | 200（在建） | 新能源调峰 | 2 | 2*100 | 甘肃酒泉 |

资料来源：集团公告，华源证券研究所

甘肃能源 9 月 26 日披露《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)(上会稿)》，购买甘肃电投常乐发电 66.00% 股权作价为 76.28 亿元。根据公司公告，如果本次发行股份及支付现金购买资产交易于 2024 年内实施完毕，则业绩承诺期为 2024 年度、2025 年度和 2026 年度。如本次发行股份及支付现金购买资产交易实施完成时间延后，则业绩承诺期随之顺延。集团承诺常乐公司在 2024 年至 2027 年期间各年度净利润分别为 11.37、11.73、11.99 和 11.38 亿元。

5) 云南省能源投资集团

集团旗下上市平台为**云南能投**，同样为“大集团、小公司”模式。目前集团体内拥大量风电以及参股水电资产，集团目前拥有控股装机容量 623 万千瓦，其中火电 300 万千瓦，水电 48 万千瓦，新能源 275 万千瓦。云南能投仅有新能源装机 158 万千瓦。建议关注云南能投。

图表 18：云南省投资集团参股水电资产（单位：万千瓦）

| 企业名称 | 持股比例 | 装机 | 权益装机 |
|-------------------|-------|-------|--------|
| 华能澜沧江水电股份有限公司 | 28.3% | 2,753 | 777.9 |
| 青海黄河上游水电开发有限责任公司 | 1.5% | 2,523 | 36.6 |
| 云南联合电力开发有限公司 | 16.0% | 60 | 9.6 |
| 云南国投大朝山水电有限公司 | 10.0% | 135 | 13.5 |
| 云南华电金沙江中游水电开发有限公司 | 10.0% | 559 | 55.9 |
| 金安桥水电站有限公司 | 8.0% | 240 | 19.2 |
| 华能龙开口水电有限公司 | 2.0% | 180 | 3.6 |
| 云南华电鲁地拉水电有限公司 | 8.0% | 216 | 17.3 |
| 大唐观音岩水电开发有限公司 | 14.0% | 300 | 42.0 |
| 中国长江电力股份有限公司 | 3.8% | 7,180 | 273.5 |
| 云南滇能泗南江水电开发有限公司 | 39.0% | 20 | 7.8 |
| 合计 | | | 1257.0 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所

6) 皖能集团

旗下电力平台为皖能电力，集团目前拥有 155 万千瓦新能源资产未上市。根据集团官网，截至 2023 年 12 月底，集团拥有光伏和风电等新能源建成运营 155 万千瓦，加上在建及取得的指标合计达到 506 万千瓦，均在上市公司体外。建议关注皖能电力。

2. 蓝皮书发布 2029 年全面建成全国统一市场

10 月 25 日，中电联发布《全国统一电力市场发展规划蓝皮书（征求意见稿）》。蓝皮书对我国电力市场建设的现状、存在的问题以及未来建设目标都做了详细论述，可以作为我国电力市场未来发展目标的重要参考。

2.1. 电力市场发展现状

近年来经过电力市场一系列政策推动，我国电力市场规则体系已基本建立，中长期交易、现货交易、辅助服务市场等基本规则体系已经形成，容量电价等机制逐步完善。电力市场规模也持续增长，2023 年我国完成市场交易电量 5.67 万亿千瓦时，占全社会用电量比重达到 61.4%，跨省跨区市场化交易电量接近 1.2 万亿千瓦时。

电力现货市场进展也较为迅速，截止 24 年 10 月，我国已有 4 个省内现货市场转入正式运行，进入各类试运行阶段的省份多达 21 个。

图表 19：电力现货市场建设进展情况

| 现货市场进展 | 地区 |
|-----------------|------------------------|
| 转入正式运行 | 省间现货 山西、广东、山东、甘肃 |
| 连续结算试运行 | 蒙西、湖北、浙江、福建 |
| 长周期结算试运行（整月及以上） | 江苏、安徽、河南、辽宁、河北南网、陕西、四川 |
| 结算试运行 | 南方区域、江西、湖南、宁夏、重庆 |
| 模拟试运行（含调电） | 天津、上海、黑龙江、吉林、青海、新疆 |

资料来源：《全国统一电力市场发展规划蓝皮书（征求意见稿）》，华源证券研究所

电力市场绿色消纳机制逐步建立。2023年全国新能源市场化交易电量6845亿千瓦时，占新能源发电总量的47.3%。2024年上半年全国绿电交易量达到1519.3亿千瓦时，交易绿证1.6亿个。

但我国电力市场仍面临较多问题，如：（1）多层次电力市场协同运行亟待进一步加强；（2）电力市场功能和交易品种有待进一步丰富；（3）支撑新能源大规模发展和入市的政策机制仍需完善；（4）提升系统充裕和灵活调节能力的市场机制需要创新；（5）电力零售市场亟待加快规范建设；（6）电力市场风险防范机制和监管体系亟待健全等。

2.2. 电力市场发展的三个阶段

因此未来我国电力市场发展主要经历三个阶段：初步建成期（2024—2025年）、全面建成期（2026—2029年）、完善提升期（2030—2035年）。分别从市场体系、交易品种、市场规模、新能源入市、电价机制等方面进行了展望。

图表 20：全国统一电力市场发展目标

| | 初步建成期（2024—2025年） | 全面建成期（2026—2029年） | 完善提升期（2030—2035年） |
|------|---------------------------------------|---|---------------------------------------|
| | 初步建成全国统一电力市场 | 全面建成全国统一电力市场 | 完善全国统一电力市场 |
| | 电力市场顶层设计基本完善 | 完善国家层面“1+N”基础规则体系和全国统一的技术标准 | 实现全国统一基本规则、统一技术标准统一运营平台、统一运营监管 |
| 总体要求 | 跨省跨区市场与省(区、市)/区域市场实现有序衔接、协同运行 | 实现省级现货市场全覆盖 新能源全面参与市场交易 | |
| | 电力市场化交易规模显著提高 | 推动跨省跨区市场与省(区、市)/区域市场有机融合、联合运行 | |
| | 促进新能源、储能等发展的市场交易和价格机制初步形成 监管效能不断提升 | 推动跨省跨区电力市场化交易 形成国家电力市场 | |
| 市场体系 | 省内市场探索中长期、现货、辅助服务市场一体化设计、联合运营 | 完善区域电力市场建设，具备条件的区域探索建立区域电力市场 | 多层次市场全面融合，市场环境更加公平、更有活力 |
| | 逐步提高跨省跨区交易的市场化程度 | 逐步扩大跨省跨区市场化交易规模，推动省际跨经营区常态化市场交易 | |
| | 推动区域内余缺互济和资源优化配置 | 推动省间现货与省(区、市)/区域内现货市场联合运行 区域辅助服务市场建设更加完善 | |
| 交易品种 | 深化电力中长期市场连续运营 | 省内中长期交易按日连续开市 | 形成电能量、容量、辅助服务、绿电绿证、输电权、电力期货等完备的交易品种体系 |
| | 推进电力现货市场建设 | 现货市场基本覆盖全国，推动各类主体全面参与 | 品种设置更加适应电力市场多元目标，体现电力商品多元价值 |

| | | | |
|-----------------------|---|---------------------------------------|--------------------------------|
| | 健全辅助服务交易品种 | 丰富辅助服务交易品种 | |
| | 完善容量电价机制 | 深入研究容量市场机制，具备条件的地区试点建立容量市场 | |
| | 健全零售市场 | | |
| 市场 规模 | 分类推动新能源、水电、核电等发电主体进入市场 | 完善代理购电和保底供电机制，推动更多用户直接参与市场 | 实现各类主体、各类电源全面参与电力市场 |
| | 逐步缩小代理购电规模 | 新型主体参与市场规模进一步扩大 | |
| | 扩大新型主体参与市场交易的范围 | | |
| 新 能 源 入 市 | 扩大新型主体参与市场交易的范围 | 可再生能源消纳责任权重机制进一步完善 | 创新适应新型电力系统的交易品种和市场机制 |
| | 明确新能源参与市场方式和路径 | 绿色电力证书制度全面落实，绿色电力消费认证体系建立，新能源全面参与电力市场 | |
| | 探索新能源入市的合理收益保障机制 | 绿证的流动性进一步提高、应用场景更加丰富、交易规模持续扩大 | 深化完善可再生能源配额制及绿色电力证书制度 |
| | 加快研究沙戈荒大基地、分布式电源参与市场机制 | | |
| 电 价 机 制 | 健全可再生能源消纳责任制度 | | |
| | 健全绿电、绿证交易机制 | | |
| | 科学合理设置电能量市场限价空间，深化落实煤电容量电价机制，不断完善辅助服务价格形成机制 | 体现电力商品多元价值的电价机制基本形成，实现系统调节成本合理分担 | 由市场形成的价格机制进一步完备 |
| | 提升跨省跨区输电价格机制灵活性 | | 充分发挥市场价格信号对于电力发展、规划、投资和消费的引导作用 |

资料来源：《全国统一电力市场发展规划蓝皮书（征求意见稿）》，华源证券研究所

2.3. 电力市场近中期发展目标

（一）对各市场建立的目标以及时间点进行了展望

近中期各品种市场主要发展目标：（1）**中长期：**推动中长期交易向长周期（多年）、短周期（D-2）双向延伸；（2）**现货：**对各省现货市场运行提出了较为明确的时间表：2029年前绝大多数省份电力现货市场正式运行，2029年前南方区域电力市场正式运行；（3）**辅助服务：**规范调峰、调频、备用市场，推动灵活爬坡、转动惯量，探索一次调频、无功服务、黑启动市场化采购机制；此外对于辅助服务价格也做出了指引：调峰不高于当地平价新能源项目上网电价、备用不超过当地电能量市场价格上限等；（4）**容量：**目前煤电已经执行容量补偿政策，蓝皮书提出2029年前开展电力容量市场探索。（5）**输电权、电力期货：**研究探索建设输电权市场和电力期货合约。

（二）新能源环境价值体现主要路径

首先是可再生能源环境价值的体现：建立可再生能源消纳责任权重与绿电绿证相结合的市场模式，形成以绿证作为履行消纳责任的主要手段。

新能源参与市场优化：此外新能源还面临电价波动较大的问题，对此蓝皮书提出建立健全新能源进入市场价格机制，促进市场交易与保障性收购政策有序衔接。此外通过优化市场、

缩短交易周期、提高交易频率等方式更好适应新能源波动性和间歇性的特点。2029 年新能源全面参与市场，稳妥推进水电、核电和分布式市场化。

风光大基地参与市场：风光大基地是我国新能源发展的重点之一，在落实省间优先送点计划的基础上，推动大基地富裕电力开展交易，同时探索风光火储多类型联合参与电力市场，提高大基地电力平衡能力以及提高新能源参与市场的稳定性。

优化完善绿电绿证交易：扩大省间绿电供给，促进绿电在更大范围优化配置，推进可再生能源绿证全覆盖并研究建立反映核电绿色价值的政策机制。

（三）安全充裕、灵活互动市场机制

常规机组、储能、抽蓄、用户侧等都是我国重要的保证安全和提高灵活性的资源，也同样需要电力市场激发其各项能力。（1）**常规机组：**主要通过容量市场保证电力市场充裕度，提高电力系统保证能力，并通过新的辅助服务品种引导参与调节；（2）**新型储能：**通过电力现货市场、辅助服务、容量市场等参与调节，并提出区分各类新型储能参与市场的方式、价格机制和成本分摊和疏导机制；（3）**抽蓄：**目前以调度调用为主，后续推动独立参与电力市场；（4）**用户：**通过需求响应以及参与电力现货市场机制发挥用户侧功能。

投资分析意见：蓝皮书的发布对我国未来电力市场建设进行了展望和指引，我国有望在 2029 年前全面建成全国统一电力市场。其中新能源作为电力市场建设的主要原因和最终目的，有望充分受益，绿电运营商的收益情况有望触底反弹，我们重点推荐港股低估值**龙源电力、大唐新能源、中广核新能源、新天绿色能源、中国电力**。推荐 A 股新能源运营商**三峡能源**，建议关注**云南能投、甘肃能源、金开新能、新天绿能、嘉泽新能、晶科科技**。

3. 重点公司估值表

图表 21：公用事业重点公司估值表（元，元/股）

| 板块 | 代码 | 简称 | 评级 | 收盘价 | | | | | EPS | | | | PE | | | | PB (lf) |
|-----------|-----------|--------|------|------------|-------|------|------|------|-----|-----|-----|------|------|--|--|--|---------|
| | | | | 2024/10/25 | 23A | 24E | 25E | 26E | 23A | 24E | 25E | 26E | | | | | |
| 火电转型 | 600011.SH | 华能国际 | 增持 | 7.28 | 0.35 | 0.62 | 0.74 | 0.81 | 21 | 12 | 10 | 9 | 2.05 | | | | |
| | 600027.SH | 华电国际 | 增持 | 5.53 | 0.35 | 0.48 | 0.58 | 0.63 | 16 | 12 | 10 | 9 | 1.41 | | | | |
| | 601991.SH | 大唐发电 | 增持 | 2.88 | -0.02 | 0.16 | 0.21 | 0.26 | - | 18 | 14 | 11 | 1.79 | | | | |
| | 2380.HK | 中国电力 | 买入 | 3.23 | 0.22 | 0.39 | 0.56 | 0.65 | 15 | 8 | 6 | 5 | 0.73 | | | | |
| | 0836.HK | 华润电力 | 买入 | 19.30 | 2.29 | 2.96 | 3.34 | 3.80 | 8 | 7 | 6 | 5 | 1.03 | | | | |
| | 600795.SH | 国电电力 | 增持 | 5.03 | 0.31 | 0.51 | 0.37 | 0.39 | 16 | 10 | 14 | 13 | 1.56 | | | | |
| | 000883.SZ | 湖北能源 | 买入 | 4.98 | 0.27 | 0.48 | 0.53 | 0.59 | 18 | 10 | 9 | 8 | 0.99 | | | | |
| | 600863.SH | 内蒙华电 | 买入 | 4.57 | 0.29 | 0.38 | 0.43 | 0.46 | 16 | 12 | 11 | 10 | 1.86 | | | | |
| | 000539.SZ | 粤电力 A | | 4.77 | 0.19 | 0.31 | 0.41 | 0.49 | 25 | 15 | 12 | 10 | 1.10 | | | | |
| | 000543.SZ | 皖能电力 | 买入 | 7.73 | 0.63 | 0.83 | 1.04 | 1.11 | 12 | 9 | 7 | 7 | 1.23 | | | | |
| | 600483.SH | 福能股份 | 买入 | 9.68 | 1.03 | 1.08 | 1.14 | 1.25 | 9 | 9 | 8 | 8 | 1.12 | | | | |
| | 600021.SH | 上海电力 | 买入 | 9.30 | 0.50 | 0.82 | 0.92 | 1.09 | 19 | 11 | 10 | 9 | 1.39 | | | | |
| | 600578.SH | 京能电力 | | 3.62 | 0.11 | 0.20 | 0.24 | 0.27 | 33 | 18 | 15 | 13 | 1.14 | | | | |
| | 600098.SH | 广州发展 | | 6.35 | 0.47 | 0.61 | 0.69 | 0.76 | 14 | 10 | 9 | 8 | 0.86 | | | | |
| | 000690.SZ | 宝新能源 | | 4.73 | 0.41 | 0.41 | 0.62 | 0.69 | 12 | 12 | 8 | 7 | 0.87 | | | | |
| 600642.SH | 申能股份 | 买入 | 8.39 | 0.71 | 0.88 | 0.97 | 1.02 | 12 | 10 | 9 | 8 | 1.21 | | | | | |
| 600023.SH | 浙能电力 | | 6.02 | 0.49 | 0.60 | 0.65 | 0.70 | 12 | 10 | 9 | 9 | 1.18 | | | | | |
| 新能源 | 0916.HK | 龙源电力 | 买入 | 6.44 | 0.74 | 0.71 | 0.82 | 0.88 | 9 | 9 | 8 | 7 | 0.77 | | | | |
| | 0956.HK | 新天绿色能源 | 买入 | 3.32 | 0.52 | 0.57 | 0.73 | 0.81 | 6 | 6 | 5 | 4 | 0.65 | | | | |

| | | | | | | | | | | | | | |
|--------|-----------|--------|----|-------|------|------|------|------|----|----|----|----|------|
| | 1798.HK | 大唐新能源 | 买入 | 2.16 | 0.31 | 0.34 | 0.37 | 0.41 | 7 | 6 | 6 | 5 | 0.84 |
| | 1811.HK | 中广核新能源 | 买入 | 2.15 | 0.44 | 0.45 | 0.48 | 0.50 | 5 | 5 | 4 | 4 | 0.80 |
| | 600905.SH | 三峡能源 | 增持 | 4.71 | 0.25 | 0.24 | 0.25 | 0.26 | 19 | 20 | 19 | 18 | 1.60 |
| | 600163.SH | 中闽能源 | 买入 | 5.57 | 0.36 | 0.36 | 0.37 | 0.40 | 16 | 15 | 15 | 14 | 1.63 |
| | 601619.SH | 嘉泽新能 | 买入 | 3.21 | 0.33 | 0.35 | 0.42 | 0.48 | 10 | 9 | 8 | 7 | 1.18 |
| | 601778.SH | 晶科科技 | | 2.93 | 0.11 | 0.17 | 0.23 | 0.28 | 27 | 17 | 13 | 10 | 0.69 |
| | 000862.SZ | 银星能源 | 增持 | 5.00 | 0.20 | 0.27 | 0.34 | 0.42 | 24 | 19 | 15 | 12 | 1.07 |
| | 600310.SH | 广西能源 | 增持 | 5.08 | 0.00 | 0.13 | 0.27 | 0.43 | - | 39 | 19 | 12 | 2.20 |
| 核电 | 601985.SH | 中国核电 | 买入 | 10.22 | 0.55 | 0.56 | 0.59 | 0.61 | 18 | 18 | 17 | 17 | 2.09 |
| | 003816.SZ | 中国广核 | 买入 | 4.10 | 0.21 | 0.24 | 0.25 | 0.26 | 19 | 17 | 16 | 16 | 1.75 |
| | 600900.SH | 长江电力 | 买入 | 27.54 | 1.11 | 1.39 | 1.46 | 1.53 | 25 | 20 | 19 | 18 | 3.48 |
| | 600025.SH | 华能水电 | 买入 | 10.11 | 0.40 | 0.47 | 0.51 | 0.53 | 25 | 22 | 20 | 19 | 2.98 |
| 水电 | 600886.SH | 国投电力 | 买入 | 15.27 | 0.88 | 1.01 | 1.14 | 1.22 | 17 | 15 | 13 | 13 | 2.13 |
| | 600674.SH | 川投能源 | 买入 | 16.88 | 0.99 | 1.05 | 1.11 | 1.15 | 17 | 16 | 15 | 15 | 1.96 |
| | 600236.SH | 桂冠电力 | 买入 | 6.20 | 0.14 | 0.36 | 0.38 | 0.39 | 43 | 17 | 16 | 16 | 3.13 |
| | 002039.SZ | 黔源电力 | 买入 | 15.82 | 0.62 | 1.17 | 1.26 | 1.31 | 26 | 14 | 13 | 12 | 1.76 |
| 综合能源服务 | 003035.SZ | 南网能源 | | 4.73 | 0.08 | 0.11 | 0.15 | 0.18 | 59 | 43 | 32 | 26 | 2.59 |
| | 600116.SH | 三峡水利 | | 7.39 | 0.27 | 0.36 | 0.42 | 0.49 | 27 | 21 | 18 | 15 | 1.25 |
| | 600509.SH | 天富能源 | 买入 | 6.95 | 0.34 | 0.39 | 0.48 | 0.60 | 20 | 18 | 14 | 12 | 1.24 |
| | 601139.SH | 深圳燃气 | 买入 | 7.37 | 0.50 | 0.53 | 0.57 | 0.63 | 15 | 14 | 13 | 12 | 1.45 |
| 燃气 | 603393.SH | 新天然气 | | 31.65 | 2.47 | 3.39 | 4.06 | 4.70 | 13 | 9 | 8 | 7 | 1.78 |
| | 2688.HK | 新奥能源 | | 52.64 | 6.05 | 6.11 | 6.73 | 7.38 | 9 | 9 | 8 | 7 | 1.40 |
| | 603689.SH | 皖天然气 | 买入 | 9.11 | 0.72 | 0.77 | 0.91 | 1.05 | 13 | 12 | 10 | 9 | 1.45 |
| | 1193.HK | 华润燃气 | | 31.85 | 2.30 | 2.48 | 2.71 | 2.97 | 14 | 13 | 12 | 11 | 1.77 |
| 环保 | 0257.HK | 光大环境 | 买入 | 3.88 | 0.72 | 0.67 | 0.70 | 0.73 | 5 | 6 | 6 | 5 | 0.48 |
| | 600461.SH | 洪城环境 | | 9.58 | 0.99 | 0.91 | 0.97 | 1.03 | 10 | 10 | 10 | 9 | 1.42 |

资料来源: wind, 华源证券研究所。注: (1) 华润电力、华润燃气、光大环境采用港币, 其他公司采用人民币。人民币/港币汇率取值为 1.1; (2) 所有有评级的公司, 盈利预测为华源证券研究预测值, 没有评级的公司盈利预测为 wind 机构一致预期

图表 22: 电力设备重点公司估值表 (元, 元/股)

| 板块 | 代码 | 简称 | 评级 | 收盘价 | | | | EPS | | | | PE | | | | PB (lf) |
|-------|-----------|------|----|------------|------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|------|--|--|---------|
| | | | | 2024/10/25 | 23A | 24E | 25E | 26E | 23A | 24E | 25E | 26E | | | | |
| 电力信息化 | 600131.SH | 国网信通 | | 18.64 | 0.69 | 0.83 | 0.95 | 1.08 | 27 | 23 | 20 | 17 | 3.51 | | | |
| | 300286.SZ | 安科瑞 | | 19.84 | 0.95 | 1.07 | 1.33 | 1.65 | 21 | 18 | 15 | 12 | 3.07 | | | |
| | 000682.SZ | 东方电子 | | 11.41 | 0.40 | 0.52 | 0.64 | 0.79 | 28 | 22 | 18 | 14 | 3.12 | | | |
| | 002322.SZ | 理工能科 | 买入 | 14.43 | 0.65 | 0.92 | 1.13 | 1.37 | 22 | 16 | 13 | 11 | 1.88 | | | |
| | 300682.SZ | 朗新集团 | | 12.07 | 0.56 | 0.56 | 0.66 | 0.80 | 22 | 22 | 18 | 15 | 1.75 | | | |
| 发电设备 | 301162.SZ | 国能日新 | | 44.70 | 0.85 | 1.09 | 1.44 | 1.87 | 53 | 41 | 31 | 24 | 4.05 | | | |
| | 600875.SH | 东方电气 | 买入 | 15.57 | 1.14 | 1.16 | 1.56 | 1.75 | 14 | 13 | 10 | 9 | 1.30 | | | |
| | 002438.SZ | 江苏神通 | | 12.82 | 0.53 | 0.64 | 0.79 | 0.95 | 24 | 20 | 16 | 14 | 1.95 | | | |
| | 000400.SZ | 许继电气 | 买入 | 29.19 | 1.00 | 1.16 | 1.55 | 1.72 | 29 | 25 | 19 | 17 | 2.74 | | | |
| | 600406.SH | 国电南瑞 | | 26.30 | 0.90 | 1.00 | 1.13 | 1.28 | 29 | 26 | 23 | 21 | 4.76 | | | |
| 电网设备 | 002028.SZ | 思源电气 | | 74.16 | 2.02 | 2.65 | 3.29 | 3.99 | 37 | 28 | 23 | 19 | 5.20 | | | |
| | 600312.SH | 平高电气 | | 18.13 | 0.60 | 0.88 | 1.11 | 1.32 | 30 | 21 | 16 | 14 | 2.40 | | | |
| | 600089.SH | 特变电工 | | 14.54 | 2.39 | 1.24 | 1.57 | 1.95 | 6 | 12 | 9 | 7 | 1.17 | | | |
| | 601179.SH | 中国西电 | | 7.80 | 0.17 | 0.24 | 0.34 | 0.42 | 45 | 33 | 23 | 19 | 1.86 | | | |
| | 002270.SZ | 华明装备 | | 17.01 | 0.61 | 0.72 | 0.86 | 1.04 | 28 | 24 | 20 | 16 | 4.93 | | | |
| 配用电设备 | 688676.SH | 金盘科技 | | 35.70 | 1.18 | 1.43 | 2.02 | 2.62 | 30 | 25 | 18 | 14 | 3.81 | | | |
| | 688190.SH | 云路股份 | 买入 | 85.03 | 2.77 | 2.96 | 3.40 | 4.41 | 31 | 29 | 25 | 19 | 4.41 | | | |
| | 301291.SZ | 明阳电气 | | 36.91 | 1.82 | 2.06 | 2.68 | 3.30 | 20 | 18 | 14 | 11 | 2.71 | | | |
| | 300001.SZ | 特锐德 | | 22.65 | 0.48 | 0.69 | 0.96 | 1.28 | 47 | 33 | 24 | 18 | 3.61 | | | |
| | 603556.SH | 海兴电力 | | 40.12 | 2.02 | 2.46 | 2.99 | 3.62 | 20 | 16 | 13 | 11 | 2.85 | | | |
| 输电设备 | 603606.SH | 东方电缆 | | 58.24 | 1.45 | 1.85 | 2.71 | 3.26 | 40 | 32 | 21 | 18 | 5.80 | | | |
| | 002276.SZ | 万马股份 | | 8.20 | 0.55 | 0.55 | 0.72 | 0.98 | 15 | 15 | 11 | 8 | 1.47 | | | |
| 氢能及储能 | 688248.SH | 南网科技 | | 34.85 | 0.50 | 0.76 | 1.07 | 1.42 | 70 | 46 | 33 | 25 | 7.01 | | | |
| | 600475.SH | 华光环能 | 买入 | 9.36 | 0.79 | 0.90 | 1.01 | 1.08 | 12 | 10 | 9 | 9 | 1.05 | | | |
| | 601226.SH | 华电科工 | | 5.61 | 0.08 | 0.24 | 0.30 | 0.36 | 67 | 24 | 19 | 15 | 1.56 | | | |
| | 601222.SH | 林洋能源 | | 7.28 | 0.51 | 0.58 | 0.67 | 0.76 | 14 | 13 | 11 | 10 | 0.97 | | | |

资料来源: wind, 华源证券研究所。注: 所有有评级的公司, 盈利预测为华源证券研究预测值, 没有评级的公司盈利预测为 wind 机构一致预期

4. 风险提示

资产整合进度不及预期，新能源建设速度低于预期，政策出台存在不确定性。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司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本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。