

## 电力改革奋勇当先，健全价格形成机制

Jie Wu  
j.wu@htisec.com

Haofei Chen  
haofei.chen@htisec.com

### 投资要点:

- **投资建议:** 2025 年 Q1 盈利上行可期，持续看好公用事业行业。建议关注标的：火电弹性（华电国际、皖能电力、大唐发电、华能国际）；水火并济（国电电力）；新能源（三峡能源、龙源电力、福能股份）；水电（长江电力、华能水电、川投能源）；核电（中国核电，中国广核）。
- **电力市场化改革奋勇当先，健全市场价格形成机制。** 2024 年 4 月 2 日《中共中央办公厅、国务院办公厅关于完善价格治理机制的意见》（下文简称《意见》）提出：深化价格市场化改革，加快重点领域市场建设，营造竞争有序市场环境。本次《意见》第一条开门见山提出“分品种、有节奏推进各类电源上网电价市场化改革”，我们认为电力市场化改革在我国“完善价格治理机制”中居于重要地位，未来电力改革进程有望进一步加快。此外，《意见》提出“废止妨碍全国统一大市场建设和公平竞争的价格政策，防止政府对价格形成的不当干预”，我们认为后续电力商品价格市场化程度有望持续提升。
- **火电非电能量收益有望提升，水电受益于辅助服务等市场建设。**《意见》提出“稳妥有序推动电能量价格、容量价格和辅助服务价格由市场形成”。我们认为电力市场化改革有望逐步给予电力商品各项属性充分定价，火电在容量市场及辅助服务市场等非电能量市场有望获取更高收益。水电电源属性较为优质，我们认为未来在电能量市场（非边际定价机组）、容量市场（能够提供可靠容量）、辅助服务市场（具备调节能力）、绿电市场（绿色低碳）等方面均有望获取超额收益。据国际能源研究中心微信公众号，我国辅助服务费用占总电费的比例约为 2.5%，相比海外成熟电力市场仍有较大提升空间（美国 PJM、ERCOT 市场辅助服务费用占比均为 5%，英国辅助服务费用占比约 10%以上）。
- **新能源发电行业投资有望回归理性，天然气价格联动机制有望进一步优化。**《意见》提出健全促进绿色低碳转型的能源价格政策，我们认为政策支持下新能源电量清洁属性消费需求有望扩容，进一步推动新能源项目环境溢价权重抬升。此外，我们认为随着新能源电量市场化水平提升：1）新能源市场电价波动风险加大，行业投资开发有望回归理性；2）由于光伏发电时间集中于中午且发电曲线较为一致，我们认为未来风电市场化综合交易电价有望高于光伏。天然气方面，我们认为城市燃气居民气价联动机制有望进一步优化，城燃公司毛差稳定性有望提升。水务方面，我们认为优化自来水阶梯价格有利于增强水务公司盈利稳定性。
- **风险因素:** 用电需求不及预期，风光消纳问题超预期，煤炭价格超预期，市场电价低于预期等。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。（Please see appendix for English translation of the disclaimer）

## 1. 电力改革奋勇当先，健全价格形成机制

**电力市场化改革奋勇当先，健全市场价格形成机制。**2024年4月2日《中共中央办公厅、国务院办公厅关于完善价格治理机制的意见》（下文简称《意见》）提出：深化价格市场化改革，加快重点领域市场建设，营造竞争有序市场环境。本次《意见》第一条（“深化价格市场化改革”部分）便开门见山提出“分品种、有节奏推进各类电源上网电价市场化改革”，我们认为电力市场化改革在我国“完善价格治理机制”中居于重要地位，未来电力改革进程有望进一步加快。此外，《意见》提出“废止妨碍全国统一大市场建设和公平竞争的价格政策，防止政府对价格形成的不当干预”，我们认为后续电力商品价格市场化程度有望持续提升。

**逐步给予电力商品各项属性充分定价，火电非电能量收益有望提升。**在深化电力市场改革具体建议方面，《意见》提出：1）稳妥有序推动电能量价格、容量价格和辅助服务价格由市场形成；2）推进电力中长期、现货、辅助服务市场建设，培育多元化竞争主体；3）建立健全天然气发电、储能等调节性资源价格机制，更好发挥对构建新型电力系统的支撑作用。我们认为电力市场化改革有望逐步给予电力商品各项属性充分定价，火电在容量市场及辅助服务市场等非电能量市场有望获取更高收益。

**我国辅助服务费用占比相对偏低，水电有望受益于辅助服务等市场建设。**水电电源属性较为优质，在电能量市场（非边际定价机组）、容量市场（能够提供可靠容量）、辅助服务市场（具备调节能力）、绿电市场（绿色低碳）等方面均有望获取超额收益。据国际能源研究中心微信公众号，我国辅助服务费用占总电费的比例约为2.5%，相比海外成熟电力市场仍有提升空间（美国PJM、ERCOT市场辅助服务费用占比均为5%，英国辅助服务费用占比约10%以上）。

**健全新能源价格政策，行业投资有望回归理性。**《意见》提出健全促进绿色低碳转型的能源价格政策：1）以全国碳排放权交易市场为主体，完善碳定价机制，探索有利于促进碳减排的价格支持政策；2）完善全国统一的绿色电力证书交易体系，建设绿色能源国际标准和认证机制。我们认为政策支持下新能源电量清洁属性消费需求有望扩容，进一步推动新能源项目环境溢价权重抬升。此外，我们认为随着新能源电量市场化水平提升：1）新能源市场电价波动风险加大，行业投资开发有望回归理性；2）由于光伏发电时间集中于中午且发电曲线较为一致，我们认为未来风电市场化综合交易电价有望高于光伏。

**推进天然气价格联动，优化阶梯水价。**天然气方面，《意见》提出“健全公用事业价格动态调整机制，深入推进天然气上下游价格联动”，我们认为城市燃气居民气价联动机制有望进一步优化，城燃公司毛差稳定性有望提升。水务方面，《意见》提出“优化居民阶梯水价，推进非居民用水超定额累进加价，优化污水处理收费政策”，我们认为优化自来水阶梯价格有利于增强水务公司盈利稳定性。

表1: 重点公司盈利预测与估值

板块	代码	公司	收盘价	交易货币	财报货币	EPS (元)			PE		
						2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
火电	600795.SH	国电电力	4.46	CNY	CNY	0.31	0.54	0.51	14	8	9
	600011.SH	华能国际	7.00	CNY	CNY	0.54	0.77	0.87	13	9	8
	600027.SH	华电国际	5.49	CNY	CNY	0.44	0.63	0.64	12	9	9
	600642.SH	申能股份	8.98	CNY	CNY	0.71	0.80	0.81	13	11	11
	600483.SH	福能股份	9.23	CNY	CNY	1.03	1.07	1.07	9	9	9
	601991.SH	大唐发电	2.85	CNY	CNY	0.07	0.22	0.27	41	13	11
	000543.SZ	皖能电力	7.35	CNY	CNY	0.63	0.79	1.06	12	9	7
新能源	600905.SH	三峡能源	4.31	CNY	CNY	0.25	0.28	0.30	17	15	14
	001289.SZ	龙源电力	18.10	CNY	CNY	0.75	0.83	0.98	24	22	18
水电	600900.SH	长江电力	29.05	CNY	CNY	1.12	1.33	1.43	26	22	20
	600674.SH	川投能源	16.78	CNY	CNY	0.96	1.03	1.17	17	16	14
	600025.SH	华能水电	9.35	CNY	CNY	0.42	0.48	0.55	22	19	17
核电	003816.SZ	中国广核	3.58	CNY	CNY	0.21	0.23	0.25	17	16	14
	601985.SH	中国核电	9.20	CNY	CNY	0.56	0.58	0.62	16	16	15

注: 股价对应 2025 年 4 月 8 日收盘价; 华能国际、华电国际、龙源电力、中国广核 2024 年 EPS 为真实值, 其余公司 2024 年 EPS 为 HTI 盈利预测值

数据来源: Wind, HTI

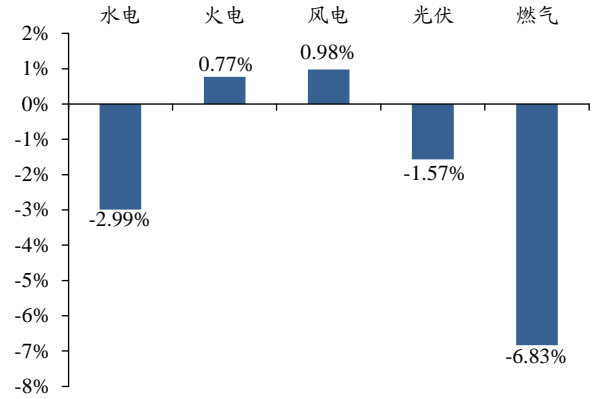
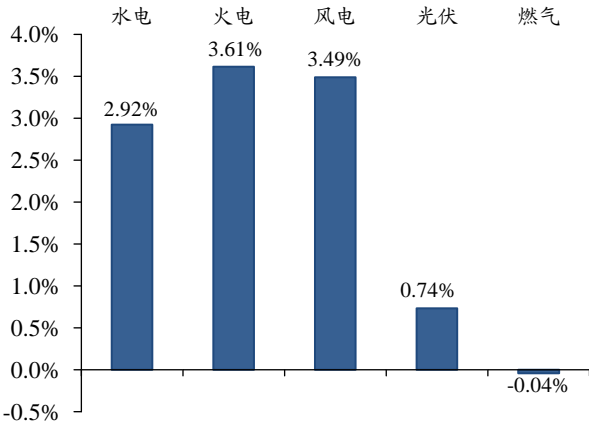
## 2. 上周市场回顾

### 2.1. 上周板块行情

2025年3月28日~2025年4月3日，沪深300指数下跌1.37%，创业板指数下跌2.95%，电力板块上涨2.81%，燃气板块下跌0.04%。

图 1: 公用事业中，火电上周涨幅最大

图 2: 公用事业中，风电年初至今涨幅最大

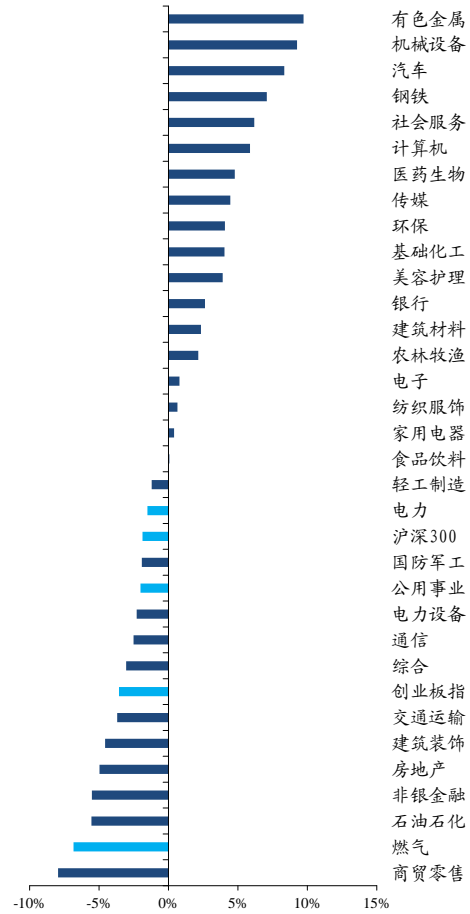
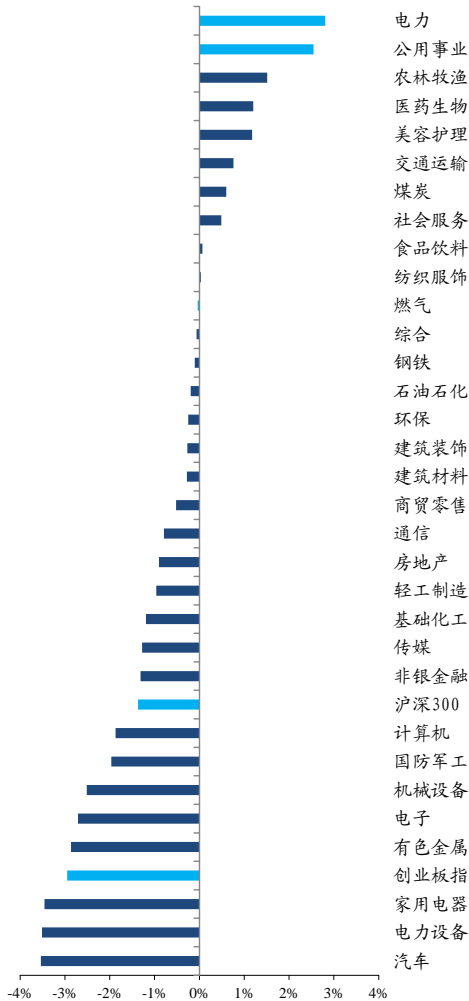


数据来源: Wind, HTI 研究

数据来源: Wind, HTI 研究

图 3: 上周各行业指数涨幅

图 4: 年初至今各行业指数涨幅



数据来源: Wind, HTI 研究

数据来源: Wind, HTI 研究

## 2.2. 上周个股涨跌

表2: 上周个股涨跌

	涨幅前五	跌幅前五
电力	江苏新能(+31.65%)	ST 聆达(-13.72%)
	韶能股份(+21.38%)	*ST 旭蓝(-5.77%)
	湖南发展(+21.02%)	新能泰山(-1.70%)
	明星电力(+16.44%)	黔源电力(-1.30%)
	银星能源(+14.58%)	天富能源(-1.20%)
燃气	陕天然气(+4.69%)	新疆浩源(-5.50%)
	东方环宇(+3.56%)	新天然气(-3.93%)
	蓝天燃气(+2.51%)	ST 升达(-1.65%)
	成都燃气(+2.33%)	中泰股份(-1.04%)
	新疆火炬(+1.85%)	九丰能源(-0.86%)
港股	龙源电力(+8.53%)	华润燃气(-18.44%)
	昆仑能源(+5.40%)	中国燃气(-3.69%)
	北京控股(+5.14%)	中裕能源(-2.39%)
	大唐发电(+5.10%)	港华智慧能源(-1.11%)
	天伦燃气(+4.91%)	华电国际电力股份(+0.23%)

数据来源: Wind, HTI 研究

表3: 年初至今个股涨跌

	涨幅前五	跌幅前五
电力	韶能股份(+53.81%)	*ST 旭蓝(-48.42%)
	江苏新能(+50.76%)	永泰能源(-14.62%)
	明星电力(+39.20%)	中闽能源(-11.82%)
	湖南发展(+38.31%)	新能泰山(-11.08%)
	广安爱众(+33.55%)	中国广核(-10.65%)
燃气	中泰股份(+10.26%)	长春燃气(-17.06%)
	新疆火炬(+2.74%)	大众公用(-14.61%)
	德龙汇能(+1.28%)	贵州燃气(-14.23%)
	东方环宇(+0.96%)	ST 金鸿(-11.85%)
	陕天然气(+0.47%)	新疆浩源(-11.56%)
港股	信义能源(+24.05%)	天伦燃气(-26.46%)
	新奥能源(+15.22%)	华润燃气(-25.20%)
	北京控股(+14.98%)	电能实业(-11.35%)
	大唐发电(+14.58%)	中广核电力(-10.18%)
	京能清洁能源(+11.40%)	中裕能源(-9.71%)

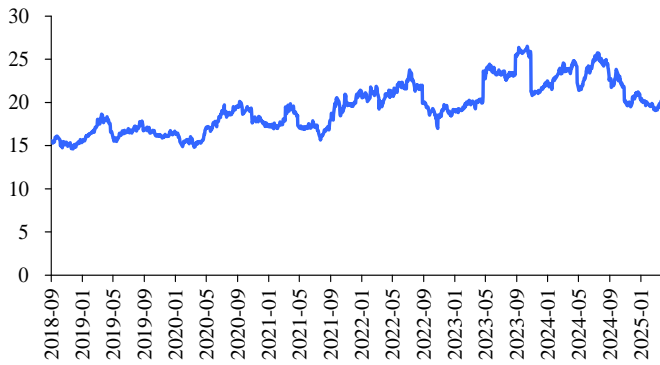
数据来源: Wind, HTI 研究

## 2.3. 行业历史估值

截至 2025 年 4 月 3 日, 水电板块 PE (TTM) 为 20 倍、火电板块 PE (TTM) 为

12 倍、风力发电板块 PE (TTM) 为 19 倍、光伏发电板块 PE (TTM) 为 26 倍、燃气板块 PE (TTM) 为 18 倍。

图 5: 水电板块 PE (TTM): 20 倍



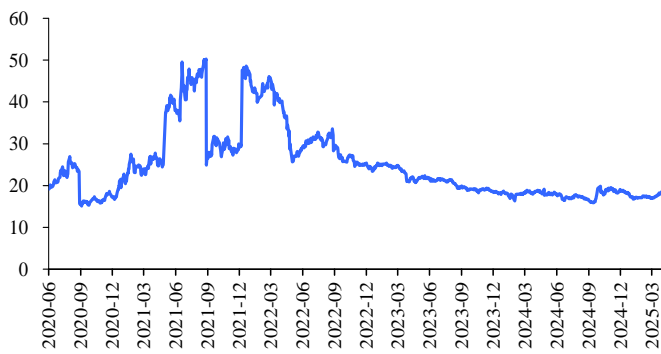
数据来源: Wind, HTI 研究

图 6: 火电板块 PE (TTM): 12 倍



数据来源: Wind, HTI 研究

图 7: 风力发电板块 PE (TTM): 19 倍



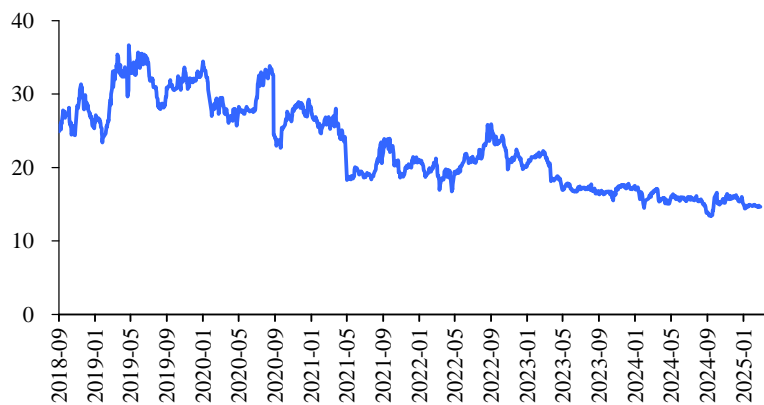
数据来源: Wind, HTI 研究

图 8: 光伏发电板块 PE (TTM): 26 倍



数据来源: Wind, HTI 研究

图 9: 燃气板块 PE (TTM): 18 倍



数据来源: Wind, HTI 研究

### 3. 行业动态跟踪

#### 3.1. 行业数据跟踪: 港口煤价持平, 海外气价分化

国内港口煤价持平, 进口煤价分化。截至 2025 年 4 月 3 日, 秦皇岛山西产 Q5500 动力末煤平仓价 665 元/吨, 周环比持平。截至 2025 年 3 月 28 日, 山西大同 Q5500 动力煤坑口价为 542 元/吨, 周环比持平。截至 2025 年 4 月 2 日, 印尼卡里曼丹 Q4200/Q3800 动力煤 FOB 价为 48.95/39.00 美元/吨, 周环比-0.5/+0.0

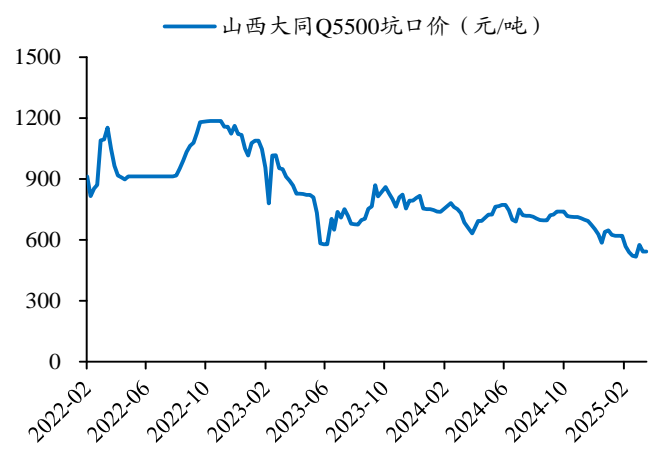
美元/吨 (-1.0%/+0.0%)。

图 10: 秦皇岛山西产 Q5500 动力末煤平仓价周环比持平



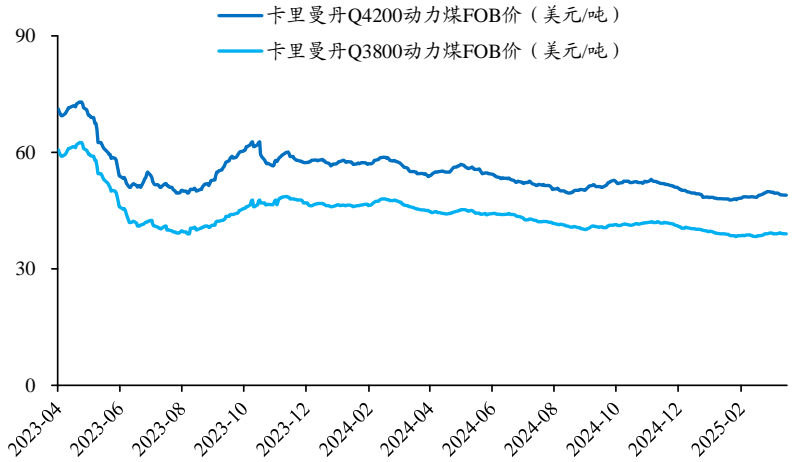
数据来源: Wind, HTI 研究

图 11: 坑口煤价格周环比持平



数据来源: Wind, HTI 研究

图 12: 印尼煤价周环比-0.5/+0.0 美元/吨 (-1.0%/+0.0%)

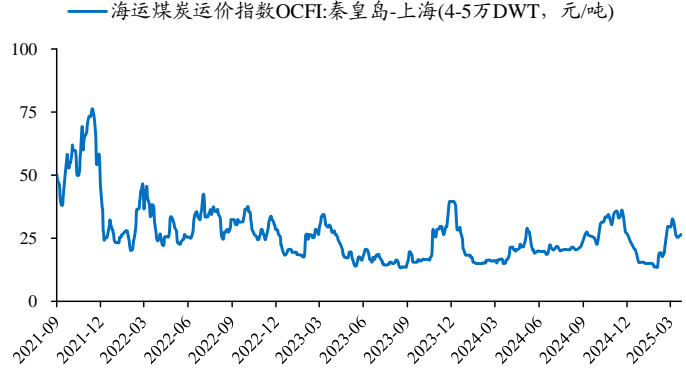


数据来源: Wind, HTI 研究

国内海运煤炭运价指数 (OCFI) 下跌。截至 2025 年 4 月 1 日, 秦皇岛-广州 (5-6 万 DWT) 海运煤炭运价指数 42.5 元/吨, 周环比-3.1 元/吨 (-6.8%); 秦皇岛-上海 (4-5 万 DWT) 海运煤炭运价指数 25.4 元/吨, 周环比-6.2 元/吨 (-19.0%)。

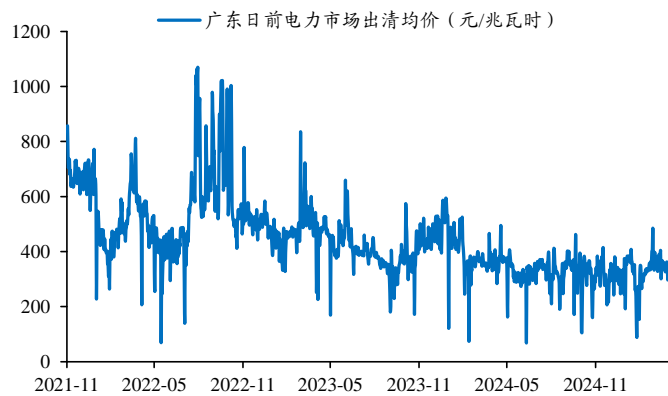
**图 13: 秦皇岛-广州 (5-6 万 DWT) 海运煤炭运价指数 环比-6.8%**


数据来源: Wind, HTI 研究

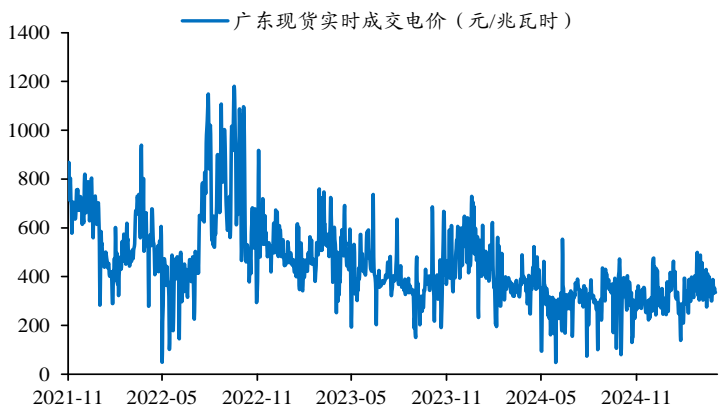
**图 14: 秦皇岛-上海 (4-5 万 DWT) 海运煤炭运价指数环 比-19.0%**


数据来源: Wind, HTI 研究

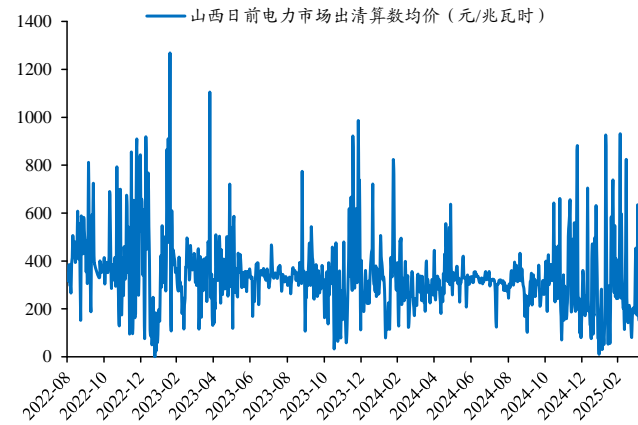
广东日前现货电价下跌, 山西、山东日前现货电价上涨。截至 2025 年 4 月 4 日, 广东现货日前市场成交周均价为 0.312 元/千瓦时, 周环比-0.033 元/千瓦时 (-10.6%); 截至 2025 年 4 月 2 日, 广东现货实时市场成交周均价为 0.351 元/千瓦时, 周环比+0.013 元/千瓦时 (+3.7%)。截至 2025 年 4 月 3 日, 山西现货日前市场出清周均价为 0.319 元/千瓦时, 周环比+0.158 元/千瓦时 (+49.4%); 现货实时市场出清周均价 0.344 元/千瓦时, 周环比+0.193 元/千瓦时 (+56.1%)。截至 2025 年 4 月 4 日, 山东现货日前市场成交周均价为 0.244 元/千瓦时, 周环比+0.052 元/千瓦时 (+21.3%); 截至 2025 年 4 月 3 日, 山东现货实时市场成交周均价 0.237 元/千瓦时, 周环比+0.015 元/千瓦时 (+6.3%)。

**图 15: 广东现货日前市场成交周均价环比-10.6%**


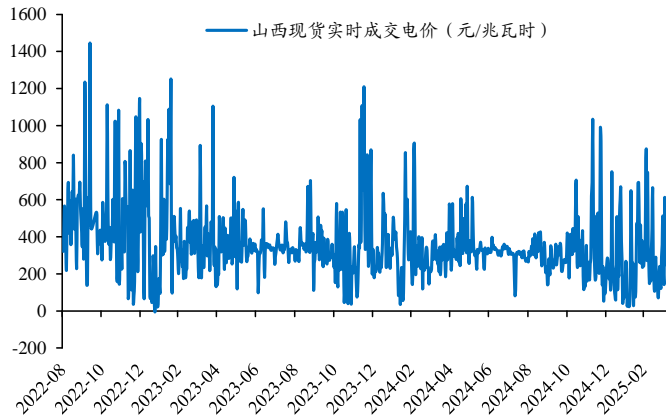
注: 广东日前市场成交价为每日“发电侧(含核电)平均电价”  
数据来源: 广东电力交易中心, HTI 研究

**图 16: 广东现货实时市场成交周均价环比+3.7%**


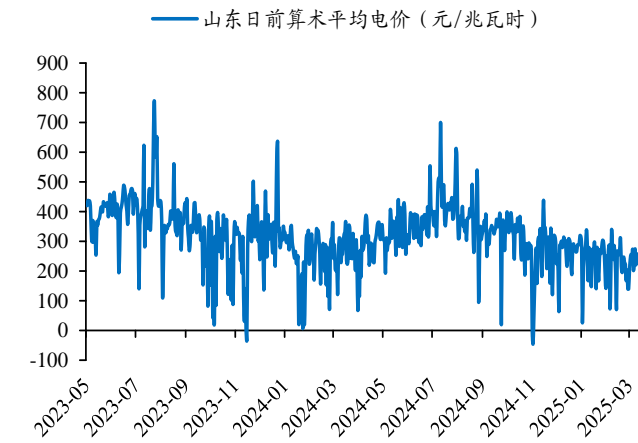
注: 广东实时市场成交价为每日“发电侧(含核电)平均电价”  
数据来源: 广东电力交易中心, HTI 研究

**图 17: 山西现货日前市场出清周均价环比+49.4%**


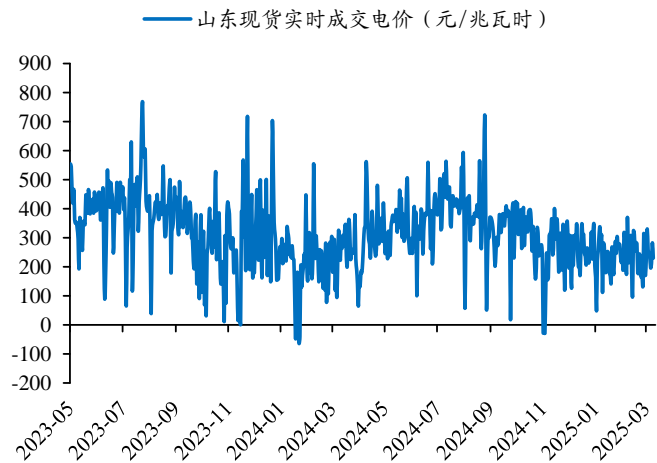
注：山西现货日前市场出清价为每日“出清算术均价”  
数据来源：山西电力交易中心，HTI 研究

**图 18: 山西现货实时市场出清周均价环比+56.1%**


注：山西现货实时市场出清价为每日“出清算术均价”  
数据来源：山西电力交易中心，HTI 研究

**图 19: 山东现货日前市场成交周均价环比+21.3%**


注：山东现货日前市场成交价为每日“发电侧算术平均电价”  
数据来源：山东电力交易中心，HTI 研究

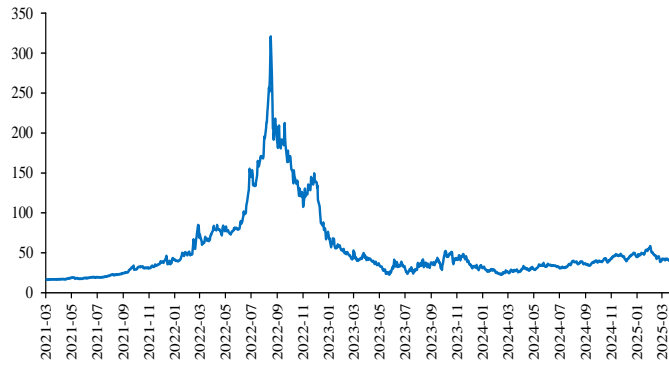
**图 20: 山东现货实时市场成交周均价环比+6.3%**


注：山东现货实时市场成交价为每日“发电侧算术平均电价”  
数据来源：山东电力交易中心，HTI 研究

**海外气价分化，国内气价分化。**截至 2025 年 4 月 4 日，荷兰 TTF 天然气期货均价 36.7 欧元/MWh，周环比-3.50 欧元/MWh (-8.7%)；截至 2025 年 4 月 4 日，日韩 LNG 现货到岸价均价 12.25 美元/百万英热单位，周环比-0.58 美元/百万英热单位 (-4.5%)；截至 2025 年 3 月 31 日，Henry Hub 现货价 4.11 美元/百万英热单位，周环比+0.08 美元/百万英热单位 (+2.0%)；NYMEX 天然气收盘价 4.13 美元/百万英热单位，周环比+0.22 美元/百万英热单位 (+5.6%)。截至 2025 年 4 月 4 日，中国 LNG 现货到岸价 12.24 美元/百万英热单位，周环比-0.58 美元/百万英热单位 (-4.5%)；截至 2025 年 4 月 3 日，中国 LNG 出厂价 4601 元/吨，周环比+55 元/吨 (+1.2%)。截至 2025 年 4 月 3 日，欧洲天然气库存 389.3 TWh，周环比+4.4 TWh (+1.1%)。

**图 21: 荷兰 TTF 天然气期货价格周环比-8.7%**

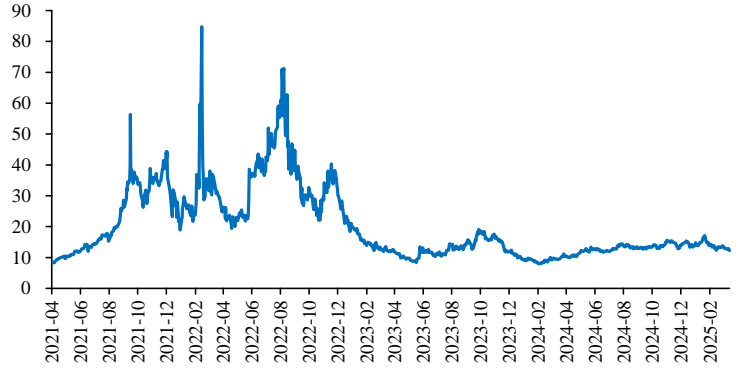
荷兰TTF天然气期货价格(欧元/MWh)



数据来源: ICE, HTI 研究

**图 22: 日韩 LNG 现货到岸价周环比-4.5%**

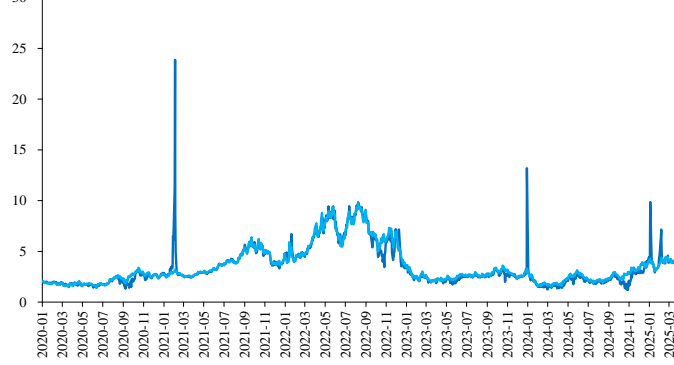
日本、韩国LNG现货到岸价均值(美元/百万英热)



数据来源: Wind, HTI 研究

**图 23: Henry-hub 现货价/NYMEX 天然气收盘价周环比+2.0%/+5.6%**

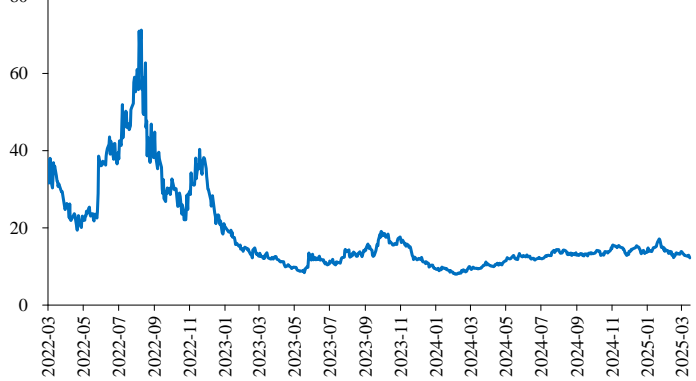
Henry Hub现货价(美元/百万英热) NYMEX天然气收盘价(美元/百万英热)



数据来源: EIA, Wind, HTI 研究

**图 24: 中国 LNG 现货到岸价周环比-4.5%**

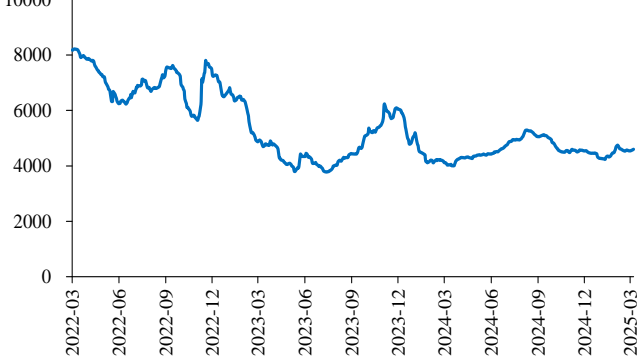
中国LNG现货到岸价(美元/百万英热单位)



数据来源: Wind, HTI 研究

**图 25: 中国 LNG 出厂价周环比+1.2%**

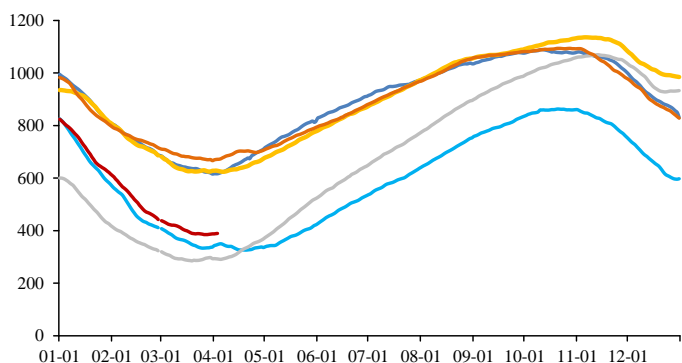
中国LNG出厂价(元/吨)



数据来源: Wind, HTI 研究

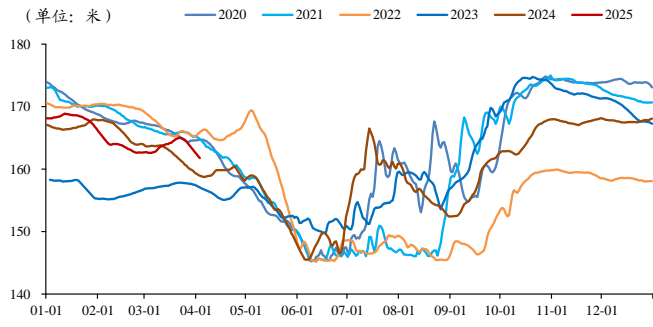
**图 26: 欧洲天然气库存周环比+1.1%**

2020 2021 2022 2023 2024 2025

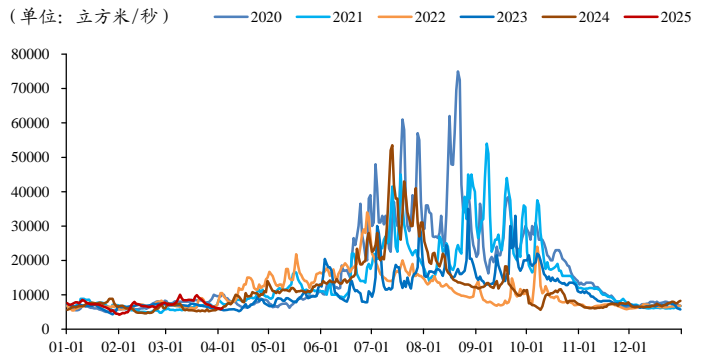


数据来源: GIE, HTI 研究

三峡水库水位下跌, 入库流量环比下跌。截至 2025 年 4 月 3 日, 三峡水库水位 161.78 米, 周环比-2.28 米 (-1.39%); 三峡平均入库流量 6186 立方米/秒, 周环比-1529 立方米/秒 (-19.81%)。

**图 7: 三峡水库水位周环比-1.39%**


数据来源: Wind, HTI 研究

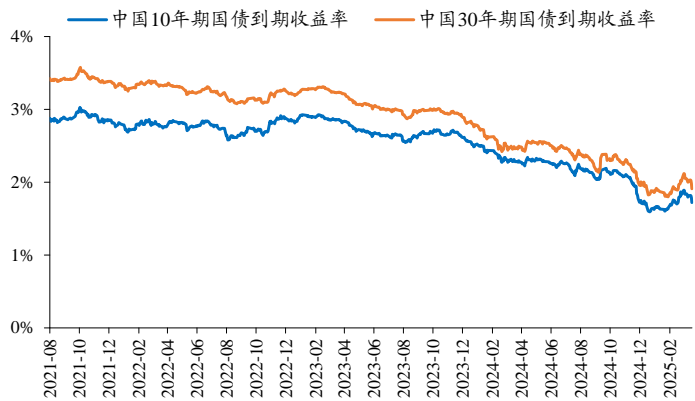
**图 28: 三峡平均入库流量环比周环比-19.81%**


数据来源: Wind, HTI 研究

美国国债利率下行, 中国国债利率下行。截至 2025 年 4 月 4 日, 美国 10 年期国债到期收益率 4.01%, 周环比-26.0 bp; 截至 2025 年 4 月 3 日, 中国 10 年/30 年期国债收益率为 1.72%/1.91%, 周环比-8.0/-9.0 bp。

**图 29: 美国 10 年期国债收益率周环比-26.0 bp**


数据来源: Wind, HTI 研究

**图 30: 中国 10 年/30 年期国债收益率周环比-8.0/-9.0 bp**


数据来源: Wind, HTI 研究

### 3.2. 上周重要事件跟踪

<b>国家能源局：发布《可再生能源绿色电力证书核发实施细则（试行）》（征求意见稿）</b>
《细则》：1) 明确可交易绿证、不可交易绿证项目主体；2) 明确绿证核销细节，用户购买绿证时可选择环境权益归属地，绿证应在持有方确定的环境权益归属地内开展核销，不得跨省核销。 来源： <a href="https://www.nea.gov.cn/20250331/6868b1af236947929f6d0276a7e2605a/c.html">https://www.nea.gov.cn/20250331/6868b1af236947929f6d0276a7e2605a/c.html</a>
<b>北极星售电网：全国 2025 年 4 月电网企业代理购电价格公布</b>
江苏、安徽、广东等地区公布 2025 年 4 月电网企业代理购电价格  来源： <a href="https://mp.weixin.qq.com/s/wxbtBdMbRD9pc6sFHpydiw">https://mp.weixin.qq.com/s/wxbtBdMbRD9pc6sFHpydiw</a>
<b>宁夏：发布《关于进一步明确区内火电中长期市场交易价格的通知》</b>
文件指出：按月暂将火电区内中长期交易电量(含年、月、旬及合同转让交易)度电下调 1.5 分，对应电费按区内市场化用户当月实际用电量比例直接向终端用户(含批发用户、零售用户、电网企业代理购电)疏导。 来源： <a href="https://news.bjx.com.cn/html/20250401/1435005.shtml">https://news.bjx.com.cn/html/20250401/1435005.shtml</a>
<b>中电联：发布《2024 年度全国电力可靠性指标》</b>
2024 年风电机组等效可用系数为 98.5%，同比-0.3 ppts；非计划停运 1.2 次/台年，同比-0.3 次/台年；光伏发电组等效可用系数为 99.8%，非计划停运 0.03 次/台年。  来源： <a href="https://cec.org.cn/detail/index.html?3-343252">https://cec.org.cn/detail/index.html?3-343252</a>
<b>全国新能源消纳监测预警中心：公布 2025 年 2 月全国新能源并网消纳情况</b>
2025 年 2 月全国风电利用率 92.9%，光伏发电利用率 93.4%。 来源： <a href="https://mp.weixin.qq.com/s/1y95VWwh5TJ_8WX-3AzMuQ">https://mp.weixin.qq.com/s/1y95VWwh5TJ_8WX-3AzMuQ</a>
<b>山西省发布：《山西省 2025 年能源转型与生态治理风光示范基地总体方案》</b>
文件提出：规划建设 3-5 个省级能源转型与生态治理风光示范基地，示范基地规模原则上不得低于 1GW，基地项目须在下达建设计划 2 年内建成投产。 来源： <a href="https://nyj.shanxi.gov.cn/zfxgk/fdzdgknr/sjwj/202504/t20250402_9801685.shtml">https://nyj.shanxi.gov.cn/zfxgk/fdzdgknr/sjwj/202504/t20250402_9801685.shtml</a>

## 4. 一周公告汇总

表4：上周重要公告

公司名称	公告日期	公告内容
上海电力	3 月 31 日，周一	2024 年营收 427.3 亿元，同比+0.78%；归母净利 20.5 亿元，同比+28.46%；拟分红 0.02 元/股。
闽东电力	3 月 31 日，周一	减持计划期限届满，公司持股股东未减持公司股份。
佛燃能源	3 月 31 日，周一	公司为全资子公司提供 20 亿元担保额度。
嘉泽新能	3 月 31 日，周一	公司为子公司提供总计 10 亿元担保额度。
华电辽能	4 月 1 日，周二	公司控股股东减持的公司股份占公司总股本 1%。
湖南发展	4 月 1 日，周二	根据深交所相关规定，公司股票于 2025 年 04 月 02 日（星期三）开市时起复牌。
立新能源	4 月 2 日，周二	连续两个交易日（2025 年 3 月 31 日、2025 年 4 月 1 日）收盘价格涨幅偏离值累计超过 20%。
韶能股份	4 月 3 日，周三	连续 3 个交易日（2024 年 3 月 31 日、2024 年 4 月 1 日、2024 年 4 月 2 日）内日累计偏离 21.35%。
兆新股份	4 月 3 日，周三	公司董事长、高级管理人员股份减持计划于提前终止。
穗恒运 A	4 月 2 日，周三	公司拟将 2022 年度向特定对象发行股票募投项目整体结项并将节余募集资金 253 万元永久补充流动资金。

数据来源：Wind，HTI 研究

表5：下周大事提醒

类型	公司	主题	时间
股东大会	云南能投	股东大会现场会议登记起始	4 月 7 日
股东大会	京能电力	股东大会现场会议登记起始	4 月 7 日
股东大会	世茂能源	股东大会现场会议登记起始	4 月 7 日
股东大会	兆新股份	股东大会现场会议登记起始	4 月 8 日

股东大会	云南能投	股东大会召开	4月8日
股东大会	涪陵电力	股东大会召开	4月8日
股东大会	世茂能源	股东大会召开	4月8日
业绩披露	华电国际	业绩发布会	4月9日
业绩披露	穗恒运 A	年报预计披露日期	4月9日
股东大会	兆新股份	股东大会互联网投票起始	4月9日
业绩披露	新天绿能	业绩发布会	4月9日
股东大会	京能电力	股东大会召开	4月9日
股东大会	兆新股份	股东大会召开	4月9日
业绩披露	广州发展	年报预计披露日期	4月9日
业绩披露	华电国际电力股份	业绩发布会	4月9日
业绩披露	新天绿色能源	业绩发布会	4月9日
股东大会	佛燃能源	股东大会现场会议登记起始	4月10日
业绩披露	闽东电力	业绩发布会	4月10日
股东大会	国投电力	股东大会现场会议登记起始	4月10日
业绩披露	迪森股份	年报预计披露日期	4月10日
业绩披露	金开新能	年报预计披露日期	4月10日
业绩披露	湖南发展	年报预计披露日期	4月10日
业绩披露	蓝天燃气	业绩发布会	4月10日
业绩披露	南京公用	年报预计披露日期	4月11日
股东大会	佛燃能源	股东大会召开	4月11日
业绩披露	广东建工	年报预计披露日期	4月12日
业绩披露	豫能控股	年报预计披露日期	4月12日
业绩披露	川投能源	年报预计披露日期	4月12日
业绩披露	川投能源	一季报预计披露日期	4月12日
业绩披露	皖天然气	年报预计披露日期	4月12日

数据来源：Wind，HTI 研究

## 5. 风险提示

用电需求不及预期，风光消纳问题超预期，煤炭价格超预期，市场电价低于预期等。

## APPENDIX 1

## Summary

## Investment Highlights:

Investment advice: Q1 2025 profit expected to rise, remain positive on the utilities sector. Suggest paying attention to: Thermal power (Huadian Power International, An Hui Wenergy Company, Datang International Power Generation Co Ltd, Huaneng Power International); Hydro and thermal (GD Power Development); New energy (China Three Gorges Renewables (Group), China Longyuan Power Group, Fujian Funeng); Hydropower (China Yangtze Power, Huaneng Lancang River Hydropower, Sichuan Chuantou Energy); Nuclear power (China National Nuclear Power, CGN Power). Power market reform leads, improving market price formation. The April 2, 2024, 'Opinions' by the General Office of the State Council emphasizes deepening price market reform and accelerating market construction. It highlights the importance of power market reform in improving price governance, expecting faster reform progress. The 'Opinions' also suggest abolishing policies hindering market unity and fair competition, likely enhancing power price marketization. Thermal power's non-electricity revenue may rise, hydropower benefits from market construction. The 'Opinions' propose market-driven pricing for electricity, capacity, and services. Power market reform may allow full pricing of power attributes, with thermal power gaining in capacity and service markets. Hydropower's quality attributes may yield excess returns in energy, capacity, service, and green markets. According to the International Energy Research Center's official account, China's service fees are about 2.5% of total electricity fees, with room for growth compared to mature markets like USA's PJM and ERCOT (5%) and UK's (over 10%). New energy investment may rationalize, and natural gas price linkage may optimize. The 'Opinions' propose policies for green transition, likely expanding clean energy demand and raising environmental premium weight. As marketization increases, new energy price volatility risk rises, rationalizing investment. Wind power's market price may exceed PV due to midday generation concentration. For natural gas, city gas price linkage may optimize, stabilizing company margins. Water sector may benefit from optimized tiered pricing, enhancing profitability stability.

Risk Warning: Electricity demand weaker than expected, wind power and PV issues exceed expectations, coal prices higher than expected, market prices lower than expected.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，吴杰，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Jie Wu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，陈昊飞，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Haofei Chen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

600905.CH 及 600021.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

600905.CH and 600021.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从 600905.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 600905.CH.

### 评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行) :

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

### 分析师股票评级

**优于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used

### 评级分布 Rating Distribution

in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

### Analyst Stock Ratings

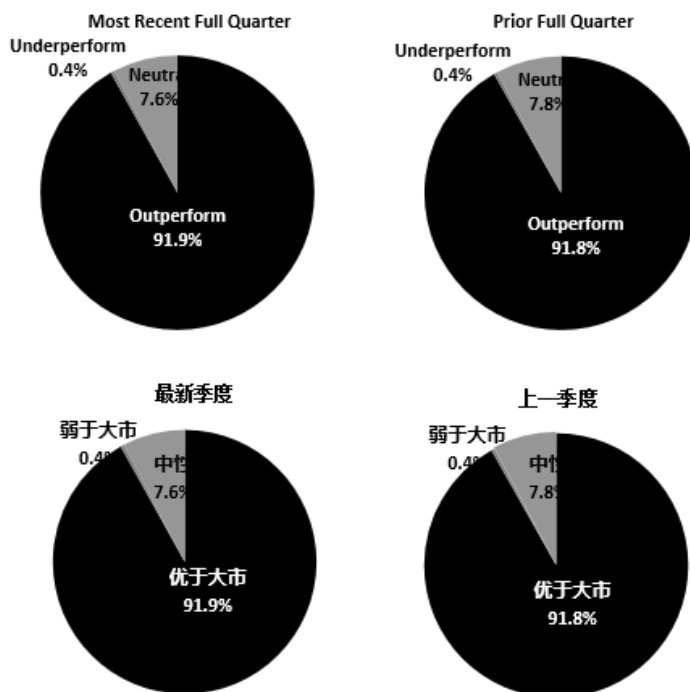
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

## Ratings Distribution



### 截至 2024 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	2.1%	2.2%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	2.1%	2.2%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

---

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖:** 海通国际可能会对沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券 (601211.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (HS; 601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数:** 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

---

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

---

### 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行，该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”) 的协助下发行，HTIJK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

---

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息：** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

## IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

## 分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项：** 海通国际证券股份有限公司（“HTISCL”）负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项：** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-

351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.  
1460 Broadway, Suite 11017  
New York, NY 10036  
联系人电话：+1 212-351-6052

## DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI’s research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
1460 Broadway, Suite 11017  
New York, NY 10036  
Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

**中华人民共和国的通知事项：**在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项：**在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项：**本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布, 旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL"))第 61 (1) 条, 第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称"ASIC")公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India ("SEBI") 监管的 Haitong Securities India Private Limited ("HTSIPL") 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited ("BSE") 和 National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

"请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证"。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

---

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

---