



公用事业

2016.09.22

评级: 增持
 上次评级: 增持

览却新政梳篦出 若观增利待明时

——电改进程回顾与展望专题报告

	王威 (分析师)	车玺 (分析师)	王锐 (研究助理)
	021-38676694	010-59312829	010-59312759
	wangwei@gtjas.com	chexi@gtjas.com	wangrui013946@gtjas.com
证书编号	S0880511010024	S0880515020003	S0880114110036

本报告导读:

过往两年,改革政策及试点批文频出,电改推进速度超出市场预期,未来一年我们预计将有四个主要方面的变化,可以看到量变的积累和效益的显现,维持“增持”评级。
摘要:

- **结论:** 过往两年,电改政策和相关批文频出,各项改革试点在全国范围即将全覆盖,未来一年可以看到量变的积累和效益的显现。**维持行业“增持”评级**,推荐受益发用电计划放开、售电及增量配电市场放开的公司, **桂冠电力、长江电力、涪陵电力**等,其他受益标的见下。
- **电改已实质推进两年之久。**2014年10月,深圳率先开启输配电价改革试点,拉开了本轮电改的序幕。两年之中,顶层设计方案、相关配套文件、落实细节的征求意见稿等陆续推出,区域级、省和自治区级的改革试点方案接连获批,各地电力直接交易纷纷展开,电改已在自上而下的改革要求下,和地方政府自下而上的积极推动下,实实在在的开展起来,其带给产业链的深刻影响以及广大电力用户的红利越发引得社会各界关注。
- **改革试点已近全覆盖,推进速度超出市场预期。**输配电价改革试点即将在全国最后一批省区启动,电改综合试点和售电侧改革专项试点也已在多个地区推广,截至2016.08.20,全国已有30家电力交易中心成立,改革推进的速度超出市场预期。电网公司统购统销的旧电力交易模式正逐步削弱,电力直接交易正在量变中,产业链利益分配格局已现变化,发电侧和电网环节向下游让利的态势已经显现,未来还将产生深层次结构性变化。
- **未来一年还将有哪些变化?**
首先,输配电价改革在全国落地;
其次,各地市场化交易电量比例将大幅提高,售电市场快速扩容,发售一体化、配售一体化、或掌握特定用户资源的售电企业具备分享售电市场蛋糕的实力,电力公司中**长江电力、桂冠电力、吉电股份、郴电国际、福能股份、红阳能源**等开展配售一体业务, **国投电力、京能电力、申能股份**占有园区(用户)资源;
再次,PPP模式增量配电市场有望快速扩容,园区型区域电网是当前增量配电业务试点的主要方向之一,具有园区资源的电力企业具备开发园区配电网的潜能及优势(相关公司同上),具备资源和市场开拓能力的地方小电网企业有望实现增量配电业务异地扩张;此外,配电网投资规模的扩大给电网节能等配套服务业务也带来了广阔市场空间, **涪陵电力**等公司显著受益;
最后,水电有望逐渐参与竞争市场,现行电价较当地火电电价更低,且利润相对电价更加敏感的水电公司将获益, **桂冠电力、长江电力**等。

相关报告

环保:《第三批PPP示范项目质地有望更纯更优秀》	2016.09.21
公用事业:《第三批PPP尘埃落定 8月用电增速再创新高》	2016.09.19
公用事业:《8月用电增速再创新高 电力需求正在逐步回升》	2016.09.18
公用事业:《自上而下 配售电改革核心文件呼之欲出》	2016.09.13
环保:《业绩增速喜人,PPP打开中期成长通道》	2016.09.13

目录

1. 结论.....	3
2. 电改推进两年之久 试点已近全覆盖.....	3
2.1. 新电改延续“5号文”中长期路线.....	3
2.2. 改革已实质推进两年之久 逐渐消除市场中质疑声音.....	4
2.3. 改革试点已近全覆盖 推进速度超出市场预期.....	5
2.3.1. 输配电价改革最超前.....	5
2.3.2. 售电侧改革试点关注度最高.....	5
2.3.3. 电改综合试点快速推广.....	6
2.3.4. 电力交易中心组建已全国开花.....	6
3. 市场新模式即将打通 利益分配格局已现变化.....	6
3.1. 电力交易模式正在量变中.....	7
3.2. 产业链利益分配已现调整.....	8
4. 未来一年还将有哪些变化.....	9
4.1. 输配电价改革全国落地.....	9
4.2. 售电改革试点加速 各地交易电量比例大幅提高.....	9
4.3. PPP模式增量配电市场快速扩容.....	11
4.4. 水电有望逐渐参与竞争市场.....	11
5. 风险因素.....	12

1. 结论

2014年10月，深圳率先开启输配电价改革试点，拉开了本轮电改的序幕。两年之中，顶层设计方案、相关配套文件、落实细节的征求意见稿等陆续推出，区域级、省和自治区级的改革试点方案接连获批，各地电力直接交易纷纷展开，电改已在自上而下的改革要求下，和地方政府自下而上的积极推动下，实实在在的开展起来，其带给产业链的深刻影响以及广大电力用户的红利越发引得社会各界关注。

当前，改革试点已近全覆盖，输配电价改革试点即将在全国最后一批省区启动，电改综合试点和售电侧改革专项试点也已在全国多个地区推广，截至2016.08.20，全国已有30家电力交易中心成立，改革推进的速度超出市场预期。电网公司统购统销的旧电力交易模式正逐步削弱，电力直接交易正在量变中，产业链利益分配格局已现变化，发电侧和电网环节向下游让利的态势已经显现，未来还将产生深层次结构性变化。

接下来一年还将有哪些变化？

- 首先，输配电价改革在全国落地；
- 其次，各地市场化交易电量比例将大幅提高，售电市场快速扩容，发售一体化、配售一体化、或掌握特定用户资源的售电企业具备分享售电市场蛋糕的实力，电力公司中**长江电力、桂冠电力、吉电股份、郴电国际、福能股份、红阳能源**等开展配售一体业务，**国投电力、京能电力、申能股份**占有园区（用户）资源；
- 再次，PPP模式增量配电市场有望快速扩容，园区型区域电网是当前增量配电业务试点的主要方向之一，具有园区资源的电力企业具备开发园区配电网的潜能及优势（相关公司同上），具备资源和市场开拓能力的地方小电网企业有望实现增量配电业务异地扩张；此外，配电网投资规模的扩大给电网节能等配套服务业务也带来了广阔市场空间，**涪陵电力**等公司显著受益；
- 水电有望逐渐参与竞争市场，现行电价较当地火电电价更低，且利润相对电价更加敏感的水电公司将获益，例如：**桂冠电力、长江电力**等。

2. 电改推进两年之久 试点已近全覆盖

2.1. 新电改延续“5号文”中长期路线

2002年国务院颁布《电力体制改革方案》（国发〔2002〕5号），提出政企分开、厂网分开、主辅分离、输配分开、竞价上网的电力工业改革方向。在本轮电改开启之前，除了“厂网分开”已经实施，其它都还没实现。其中最核心的改革内容——竞价上网、输配电价的核定，此前也没有实质性进展，这两项改革措施对于整个电力体制改革而言，重要性不言而喻。输配电价的核算，则是困扰整个行业多年的一个待解难题，也

是电力体制改革全面推开最重要的前提条件之一。

新一轮实质性电改,萌芽于2013年10月国务院发展研究中心发布“383”改革方案总报告,报告提出了八个重点改革领域,其中包括以打破垄断、促进竞争、重塑监管为重点,加快基础产业领域改革。该领域提到引入大用户直购电,建立实时竞争发电市场,深化电力体制改革。推进电价形成机制改革,上网电价由发电市场竞争或发电企业与大用户双边合同确定;输配电价实行政府管制,形成直接反映电网企业效率的独立输配电价。关于电改的相关内容明确了“管住中间、放开两头”的改革方向,其实质与“五号文”给出的改革中长期路线相一致。

2.2. 改革已实质推进两年之久 逐渐消除市场中质疑声音

电改2002年实施“厂网分开”之后的十二年里推进并不顺畅,甚至可以用“停滞”一词形容,具体原因是多种多样的,但核心原因莫过于既定利益格局难以打破。在新一轮电改来临之时,各界的质疑声音此起彼伏,各种改革阻力的分析纷至沓来。

然而,2014年10月,深圳率先开启输配电价改革试点,实行基于有效资产的独立输配电价形成机制,拉开了本轮电改的序幕。两年之中,电改顶层设计方案、相关配套文件、落实细节的征求意见稿等陆续推出,区域性、省和自治区级的改革试点方案接连获批,各地以大用户直供电或引入售电第三方为切入点的电力直接交易各自展开,电改已在自上而下的改革要求下,和地方政府自下而上的积极推动下,实实在在的开展起来,其带给产业链的深刻影响以及广大电力用户的红利越发引得社会各界关注。

本轮电改推进的关键节点:

- 2014.10 国家发改委《关于深圳市开展输配电价改革试点的通知》
- 2015.03 国务院《关于进一步深化电力体制改革的若干意见(中发〔2015〕9号)文》(9号文)
- 2015.04 国家发改委《关于贯彻中发〔2015〕9号文件精神加快推进输配电价改革的通知》
- 2015.06 国家发改委《输配电定价成本监审办法(试行)》
- 2015.10 国务院《关于推进价格机制改革的若干意见》
- 2015.11 国家发改委发布6大电力体制改革配套文件:《关于推进输配电价改革的实施意见》;《关于推进电力市场建设的实施意见》;《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》;《关于有序放开用电计划的实施意见》;《关于推进售电侧改革的实施意见》;《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》
- 2016.03 国家发改委批准《北京、广州电力交易中心组建方案》,为实现电力资源在更大范围优化配置提供公平规范的交易服务
- 2016.03 国家发改委《关于扩大输配电价改革试点范围有关事项的通知》
- 2016.07 国家能源局南方监管局核准深圳前海蛇口自贸区供电有限公司为全国首家增量配网售电公司

- 2016.07 国家发改委《关于有序放开发用电计划工作的通知（征求意见稿）》
- 2016.07 国家能源局《京津唐电网电力用户与发电企业直接交易暂行规则》（修改意见稿）
- 2016.08 华北能监局印发《京津唐电网电力用户与发电企业直接交易暂行规则》，并公示参与直接交易的6家“点对网”发电企业
- 2016.08-09 中央改革办督查电改
- 2016.08 国家发改委召开加快推进输配电价改革工作座谈会，将原定2017年开展的上海、浙江等14省电网输配电价改革提前到2016年9月启动，计划于2017年1月底完成成本监审工作，提早实现输配电价改革全国覆盖
- 2016.09 国家发改委《关于请报送增量配电业务试点项目的通知》，拟在全国批复100个左右增量配电业务试点，鼓励和引导社会资本参与投资增量配网
- 2016.09 国家发改委批复13个省和自治区的电改综合试点方案或售电侧改革试点方案

2.3. 改革试点已近全覆盖 推进速度超出市场预期

2.3.1. 输配电价改革最超前

输配电价改革是本轮电改的核心及前提条件，也是电改方方面面中推进最快的一环。自2014年10月深圳率先启动后，各省区分别获批展开，原本预计2017年开展的最后一批省区输配电价改革将提前至2016年9月启动，全国范围输配电价改革试点即将全覆盖。

各省区输配电价改革获批/启动节点：

- 2014.10 深圳
- 2015.04 蒙西、安徽、湖北、宁夏、云南
- 2015.05 贵州
- 2015.09 宁夏
- 2016.03 北京、天津、冀南、冀北、山西、陕西、江西、湖南、四川、重庆、广东、广西；华北区域电网
- 2016.09 上海、浙江等14省

输配电价改革全覆盖，将为全国各地展开电改综合试点创造条件。输配电价核定之后，电力直接交易才便于正常展开，像广东省2016年开展的报价差式的电力交易将改为正常的绝对值报价，新的产业链关系将被理顺。

2.3.2. 售电侧改革试点关注度最高

本轮电改中放开售电市场是最重要的变革，2016年广东省率先开展售电侧改革试点，初期售电商的暴利更是引发市场关注，各路资本竞相加入售电市场参与电力产业链利益再分配。

2016年7月,国家发改委发布《关于有序放开用电计划工作的通知(征求意见稿)》,进一步明确交易市场的渐进准入范围,未来电力交易供应方将更加多元化;且放宽参与市场交易的用戶范围,各地交易电量比例有望就此提高,非售电试点地区也将加快开展市场化交易,售电市场有望快速扩容。

各省区售电侧改革试点获批/启动节点:

- 2015.11 重庆、广东
- 2016.04 新疆
- 2016.09 福建 黑龙江

2.3.3. 电改综合试点快速推广

除上述陆续开展售电侧改革试点的地区,全国多个省区也陆续展开电改综合试点,售电侧改革也在进行。

各省区电改综合试点获批/启动节点:

- 2015.11 云南、贵州
- 2016.02 山西
- 2016.05 广西
- 2016.09 北京、甘肃、海南、湖北、四川、辽宁、陕西、安徽、河南、新疆、山东

2.3.4. 电力交易中心组建已全国开花

据《经济参考报》报道,截至2016.08.20,全国已有30家电力交易中心成立,其中多为电网公司全资子公司形式,其余由电网公司绝对控股。但在个别地方电力交易中心的组建过程中,存在电网公司和地方政府关于主导权的博弈。近日电改部际联席会议部署,加快电力交易机构组建和运行,要求电网企业支持地方政府组建股份制的交易中心,支持多方代表参加电力交易机构市场管理委员会。在此督导下,尚未完成电力交易中心组建的地方也将加快落定。

各省区电力交易中心成立节点:

- 2015.11 贵州
- 2016.03 北京、广州(区域级电力交易中心)、新疆
- 2016.04 青海、宁夏、天津、吉林、江苏、蒙东
- 2016.05 河北、河南、甘肃、广州、四川、陕西、安徽、江西、辽宁、上海、福建、西藏
- 2016.06 广东、广西
- 2016.07 北京(首都)、冀北
- 2016.08 昆明(实现云南省电力省内、跨区、跨境电力交易的平台)
- 2016.09 重庆

3. 市场新模式即将打通 利益分配格局已现变化

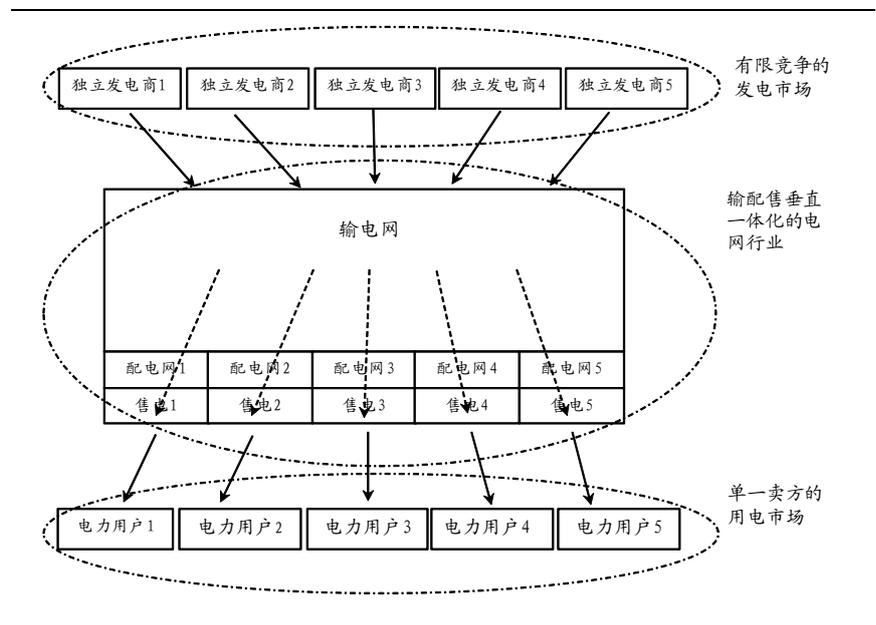
3.1. 电力交易模式正在量变中

地方政府是此轮电改推进的加速器，因各地经济增长动力不足，地方政府千方百计降低企业运营成本，正值电力体制改革、以及过剩的电力供应形势，地方政府积极促成电力直接交易，分别安排不同比例的社会用电量进行直接交易（长期协议或竞争交易），有效降低了企业用电成本，并逐步摸索打通市场化电力交易模式。

国家发改委于 2016 年 7 月发布《关于有序放开发用电计划工作的通知（征求意见稿）》，进一步明确了交易市场的渐进准入范围，提出“按照煤电、气电、可调节水电、核电、不可调节水电、风电及光伏的先后次序，有步骤放开发用电计划”；且放宽参与市场交易的用户范围，提出“具备条件的地区可扩大电力用户放开范围，不受电压等级限制，中小用户无法参与电力直接交易的，可由售电公司代理，各地尽快组织发电企业与售电企业、用户签订购售电协议”。

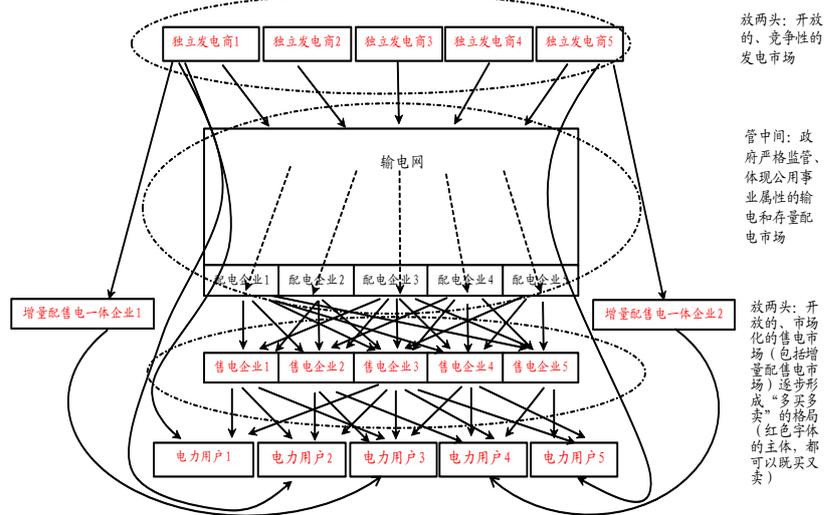
我们认为，全国各地交易电量比例有望就此提高，非售电试点地区也将加快开展市场化交易，电网公司统购统销的旧电力交易模式将逐步削弱。

图 1 此轮电改前电力交易模式——电网公司统购统销



数据来源：国泰君安证券研究

图 2 此轮电改后电力交易模式——“管中间、放两头”



数据来源：国泰君安证券研究

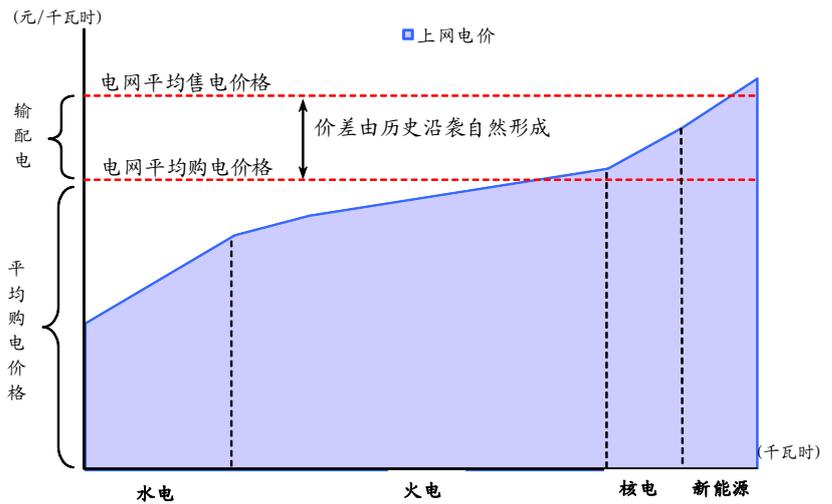
3.2. 产业链利益分配已现调整

计划电体制下，产业链利益分配由政策决定。在上网电价环节，除水电价格较低、风电、核电、太阳能等新能源享受政策补贴电价外，占主导地位的火电，因其上网电价（各地标杆电价）的核定采取成本加成法，所以地区间差异主要反映燃煤成本差别。在销售电价环节，历来存在交叉补贴和产业政策调控。而销售电价与上网电价之差，构成电网企业的“输配电价”。

本轮电改推行后，最先调整的是电网企业的输配电价，电网企业将实现真正意义上的输配电价，按照“准许成本加合理收益”的原则厘定，理论上应低于改革前的购售电价差，从深圳率先试点的批复情况来看，2015-2017年电网输配电价分别为每千瓦时0.1435、0.1433和0.1428元，较2014年平均每千瓦时0.1558元的购销价差下降1分多钱。当前，输配电价改革即将在全国全覆盖，电网环节的利益让渡也将大范围显现。

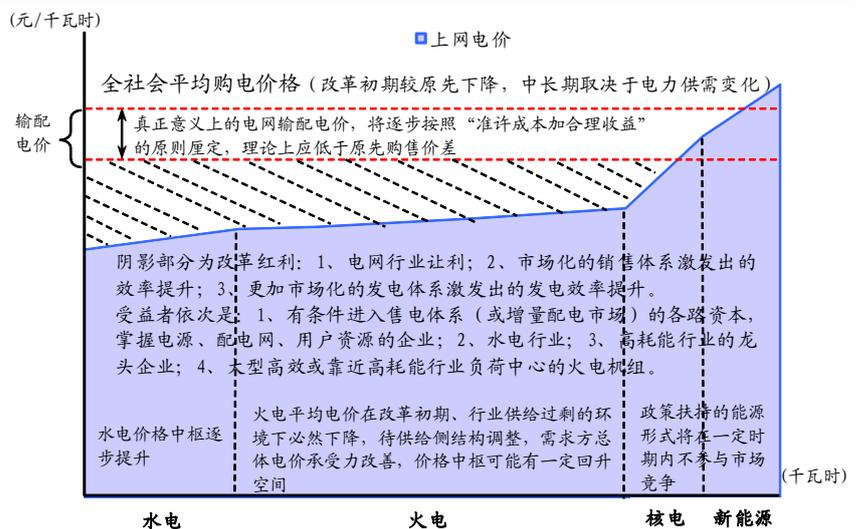
从发电侧来看，以火电为代表的产能过剩严重，市场化交易的结果必将缩减火电利润、让渡于用户，从广东省发布的月度电力竞价交易结果即可看出：2016年3-8月最终平均结算价差分别为-0.126、-0.148、-0.133、-0.094、-0.059、-0.043元/千瓦时。当前各地组织的电力直接交易仅有火电参加，而按照国家发改委提出的放开发用电计划的步骤，接下来，气电、可调节水电、核电、不可调节水电、风电及光伏也将陆续加入市场化交易行列。由于火电发电量占全社会约75%，因此其他电源形式进入交易市场会对平均电价水平产生影响，但更多的将向火电靠拢。以风电、光伏为主的新能源，因短期内难以实现平价上网，故一定时期内不会参与市场竞争，而水电、气电、核电基本具备参与竞争的条件，无疑气电、核电价格会较政府核定电价低、水电将获得高于现行电价的红利。

图 3 本轮电改前电力价格结构



数据来源：国泰君安证券研究

图 4 此轮电改后电力价格结构



数据来源：国泰君安证券研究

4. 未来一年还将有哪些变化

4.1. 输配电价改革全国落地

2016 年 8 月，国家发改委召开加快推进输配电价改革工作座谈会，原本预计 2017 年开展的最后一批省区输配电价改革将提前至 2016 年 9 月启动，全国范围输配电价改革试点即将全覆盖。

输配电价执行后，电改其他方面将自然理顺，无须过渡措施，改革进程必然加快。

4.2. 售电改革试点加速 各地交易电量比例大幅提高

输配电价改革大范围落定后，电网公司在用户前单一卖方和在发电企业前单一买方的角色将大幅削弱，售电改革将真正走向台前，多买多卖的竞争市场格局将形成。

国家发改委发布的关于放开发电计划的征求意见稿中，要求加快缩减煤电机组非市场化电量，2017.03.15 后投产的煤电机组，除优先购电外不再安排其他发电计划；明确其他发电机组均可参与市场交易；加快放开电力用户参与市场交易，积极培养售电市场主体；结合电力直接交易用户的放开，适时取消相应类别用户目录电价等。在此驱动下，我们认为未来一年各地电力直接交易规模将大幅提高，参与交易的发电企业、电力用户、以及售电第三方的数量都将显著增加。

伴随电力交易市场容量扩大，售电第三方作为一般用户的购电代表也将活跃于电力市场，我们认为，单独售电第三方企业很难在市场中立足，发售一体化、配售一体化、或掌握特定用户资源的售电企业才具备分享售电市场蛋糕的实力。当前，电力板块约有 20 家公司已成立售电类公司，其余也多在谋划售电业务，其中不乏开展配售一体业务以及占有园区（用户）资源的企业，如下表。

根据电力供应业最新的经营和财务数据推算，全国工商业售电市场总量约 3.52 万亿元，市场空间巨大，未来衍生的玩法也会很多，我们拭目以待。

表 1: 电力公司成立售电公司情况

证券代码	证券简称	售电公司名称	成立时间	股权	关注点
000027.SZ	深圳能源	深圳能源售电有限公司	2015.09	100%	
000531.SZ	穗恒运 A	广州恒运综合能源销售有限公司	2015	100%	
000539.SZ	粤电力 A	广东粤电电力销售有限公司	2015.07	100%	
000543.SZ	皖能电力	安徽省售电投资开发有限公司	2016.03	100%	
000875.SZ	吉电股份	吉林省吉电配售电有限公司	2015.12	100%	配售
600011.SH	华能国际	华能江苏能源销售有限责任公司 华能辽宁能源销售有限责任公司 华能广东能源销售有限责任公司		100%	
600098.SH	广州发展	广州发展电力销售有限公司	2015.07	100%	
600578.SH	京能电力	宁夏中宁工业园区能源管理服务有限公司 (配售电)	2015	100%	园区
600642.SH	中能股份	上海化学工业区中能电力销售有限公司	2015	51%	园区
600863.SH	内蒙华电	华能内蒙古电力热力销售有限公司	2015.06	20% (大股东 80%)	
600886.SH	国投电力	甘肃售电公司 贵州售电公司 兰州新区分布式光伏发电、储能、配售一体化智能微电网项目			园区
600900.SH	长江电力	福建省配售售电有限公司 三峡电能有限公司	2015.09 2016.07	50% 70%	配售

600969.SH	郴电国际	贵州郴电配售电有限责任公司	2016.03		配售
600995.SH	文山电力	深圳前海蛇口自贸区供电公司	2015	8%	
		广西桂网售电有限责任公司	2016.05	49%	
600236.SH	桂冠电力	广西大唐桂冠电力营销有限公司	2016.06	100%	配售
		广西能源联合售电有限责任公司	2016.08	49%	
000985.SZ	东方能源	河北亮能售电有限公司	2016.07	100%	
000600.SZ	建投能源	河北建投电力销售有限公司	2016.07	100%	
600483.SH	福能股份	南平市配售电有限责任公司	2016.08	65%	配售
600979.SH	广安爱众	广东爱众售电有限公司	2016.08	100%	
600758.SH	红阳能源	辽宁辽能配售电有限责任公司	2016.08	20%	配售

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.3. PPP 模式增量配电市场快速扩容

国家发改委此前下发《关于请报送增量配电业务试点项目》的通知，拟以增量配电设施为基本单元，确定 100 个左右的增量配电业务试点项目，并鼓励社会资本参与投资增量配电业务。

我国配电网投资占电网投资的比重仅 53.55%，而发达国家通常在 60% 左右，投资缺口较大。按照《配网改造行动计划 2015-2020》，“十三五”期间配电网建设改造累计投资不低于 1.7 万亿元。2016 年以来政府和社会资本合作的 PPP 模式在公用事业项目的落地率大幅提升。作为当前政府大力推广的、引入社会资本的重要方式，PPP 模式有望在配电网投资中得到推广。配电网投资规模的扩大给电网节能等配套服务业务也带来了广阔市场空间。

园区型区域电网是当前增量配电业务试点的主要方向之一，具有园区资源的电力企业具备开发园区配电网的潜能及优势。除了赚取购售电差价外，园区售电企业可以通过开发分布式发电设施，降低售电成本提高售电利润，并提供能效管理、节能、需求响应等一系列增值服务。

现有的独立运行的小电网公司，具备成熟的发电、配电、供电及调度经验。随着增量配电业务的逐步放开，具备资源和市场开拓能力的地方小电网企业有望借助配电业务管理、运营经验，实现增量配电业务的异地扩张。

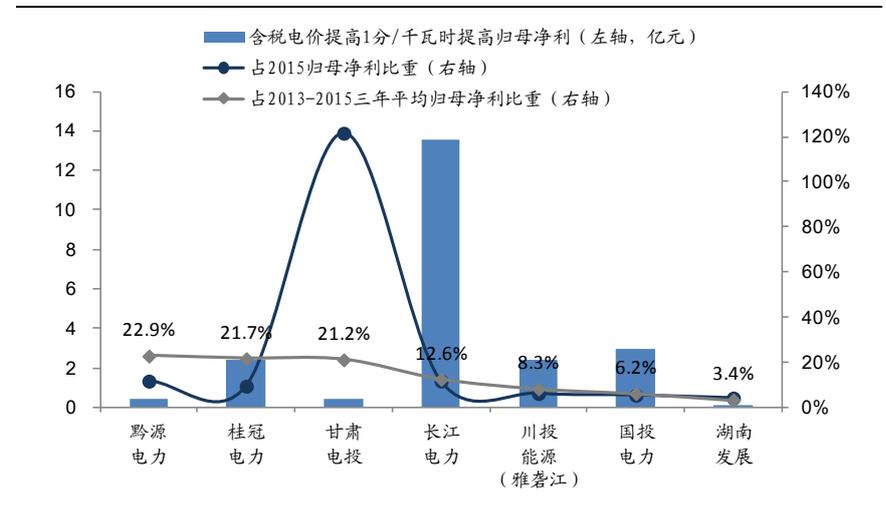
4.4. 水电有望逐渐参与竞争市场

在六大核心配套文件之《关于有序放开发用电计划的实施意见》中，明确允许火电、水电参与直接交易，鼓励核电、风电、太阳能发电等尝试参与。发改委近日发出的关于有序放开发用电计划的征求意见稿，进一步明确了交易市场的渐进准入范围，可调节水电将继续煤电、气电之后纳入市场化交易范畴。这意味着，水电有望逐步获得市场化的合理电价水平。

如图，水电公司利润因电价变化的敏感性不一，敏感性较强的公司包括

黔源电力、桂冠电力、甘肃电投、长江电力等。但是，各个水电公司因现行上网电价水平不一，与当地火电的标杆电价价差也存在差距，未来可能的提价空间也不尽相同，个别公司甚至因与当地火电电价差较小而提价空间渺茫。先行加权平均上网电价较低的水电公司包括桂冠电力、长江电力、国投电力、川投能源等。

图 5 水电公司对电价上行的敏感性不一



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

5. 风险因素

电改推进遇阻；
 全社会电力需求增速持续偏弱；
 火电燃煤成本大幅上行；
 水电来水大幅偏枯等。

表 2: 相关公司盈利预测与估值评级

公司	股价 (元)	EPS			PE			评级
		2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	
桂冠电力	6.90	0.57	0.53	0.55	12	13	13	增持
长江电力	13.39	1.08	0.94	0.89	12	14	15	增持
涪陵电力	37.14	0.77	1.24	1.40	48	30	27	增持
吉电股份	6.47							
郴电国际	15.81	0.47	0.56	0.66	34	28	24	
福能股份	11.66	0.64	0.74	0.84	18	16	14	
红阳能源	16.18							
国投电力	6.71	0.70	0.75	0.83	10	9	8	
京能电力	4.32							
申能股份	5.95	0.42	0.47	0.49	14	13	12	

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（说明：股价对应 2016.09.21 收盘价，除桂冠电力、长江电力、涪陵电力外，其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期。）

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		