

治霾第一股，一年目标市值 300 亿

买入 维持

目标价格：60.00 元

投资要点：

- 坚定看好天然气行业
- 公司布局区域潜力巨大，销气量快速增长
- 产业链延伸可以期待

报告摘要：

- **我们的独家品种，与市场观点显著不同。**市场对天然气行业及公司成长性分歧比较大。我们长期看好天然气行业，认为天然气行业已度过接近两年的困难时期，向好趋势确定；公司储备了很多项目，将于2015年开始正式运行，高速成长期到来。
- **坚定看好天然气行业，价格利空逐步消除。**近期，国家出台相关规划：到2020年天然气消费量在一次能源消费中的比重达到10%以上，利用量达到3600亿立方米。目前，我国天然气价格改革尚未完成，市场化改革大势所趋，根据美国的发展经验来看，天然气价格市场化极大促进了行业的发展。按照规划，明年增量气和存量气并轨，调价完成后，对天然气不利的价格因素彻底消除。而更大的利好在于在石油价格大幅下跌的背景下，天然气也没有了涨价的理论基础。
- **公司后续潜力巨大。**公司布局区域潜力巨大，销气量将快速增长，2015年将是超预期一年：我们预测2015年销气量将达到9-10亿方，接近2013年两倍，2018年预计达到15-18亿方。公司产业链延伸也同样值得期待，我们看好公司在上游气源取得突破。本次增发完成解决了公司资金瓶颈，对公司意义重大。
- **盈利预测与估值。**考虑到本次增发对2015年股本摊薄，预计2014-2016年EPS分别为0.94元、1.24元、1.78元，对应动态PE26X、20X、14X，维持“买入”评级，目标价60元。

主要经营指标	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入(百万)	1,314	1,677	2,922	4,130	5,523
增长率(%)	8189.5%	27.7%	74.3%	41.3%	33.7%
归母净利润(百万)	272	300	375	594	849
增长率(%)	-26275.4%	10.1%	25.1%	58.4%	42.9%
每股收益	1.01	1.11	0.93	1.24	1.78
市盈率	12.31	21.2	26.4	19.7	13.8

机械研究组

分析师：

李强(S1180514080002)

电话：010-88085610

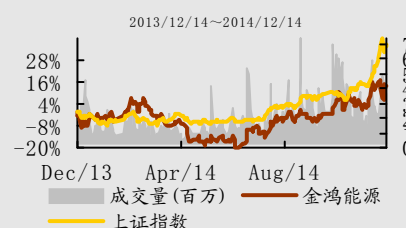
Email: liqiang1@hysec.com

曲伟(S1180514120001)

电话：010-88013558

Email: quwei@hysec.com

市场表现



相关研究

目录

一、投资逻辑及投资建议：一年目标 300 亿市值！	4
二、天然气行业长期发展趋势向好，价格利空逐步消除	4
1、天然气行业长期趋势向好	4
2、根治雾霾还看天然气	5
3、天然气价格改革长期利好天然气发展	6
三、公司后续潜力巨大	8
1、公司天然气消费全产业链运营，经营模式稀缺	8
2、布局区域潜力巨大，销气量将快速增长	10
（1）河北地区：开拓潜力巨大	10
（2）山东地区：竞争激烈，收获颇丰	13
（3）湖南地区：运营成熟，仍有增量	14
（4）东北地区：远期看俄气	15
3、产业链延伸值得期待	15
4、本次增发是公司成长一大瓶颈	16
四、盈利预测与估值	16

插图

图 1: 到 2020 年天然气需求测算.....	5
图 2: 全球重要城市雾霾分布图.....	5
图 3: 北京雾霾构成.....	6
图 4: 我国天然气改革进程.....	6
图 5: 天然气价格模型链.....	7
图 6: 美国天然气改革流程图.....	7
图 7: 美国天然气消费变化.....	8
图 8: 美国天然气产量变化.....	8
图 9: 美国天然气价格变化.....	8
图 10: 公司涉及业务示意图.....	9
图 11: 公司各区域收入占比.....	10
图 12: 京津冀地区污染严重.....	10
图 13: 公司华北地区主要布局.....	11
图 14: 公司华东地区主要布局.....	13
图 15: 公司华南地区主要布局.....	14

表格

表 1: 2013 年与 2020 年能源结构对比.....	4
表 2: 公司长输管线资产.....	9
表 3: 公司华北地区预测.....	12
表 4: 公司华东地区预测.....	13
表 5: 公司华南地区预测.....	14
表 6: 公司燃气项目预测.....	16
表 7: 公司各项业务盈利预测汇总.....	16
表 8: 公司盈利预测.....	17

一、投资逻辑及投资建议：一年目标 300 亿市值！

长期紧密的跟踪使得我们对公司观点与市场有显著不同：

1、市场观点：天然气行业受调价影响，未来需求会受到极大影响。

我们认为：天然气行业长期看好。短期来看，天然气价格调整到位后，预示着天然气价格市场化改革正式开始，对我国天然气行业将是重大利好（可参考美国天然气改革）；

2、石油价格下跌，影响天然气消费；

我们认为：石油价格下跌，从理论上来说，国内天然气价格上涨也不再具有理论基础。而天然气消费对价格非常敏感，再加上作为清洁能源，天然气消费将继续保持高速增长。

3、燃气公司跑马圈地结束，公司成长空间有限，最多 20% 左右增长；

我们认为：公司目前主要布局湖南、河北、山东三块区域，河北地区环保压力重，需求潜力极大，而河北和山东仍有许多工业园项目可以开发。我们认为 2014-2016 年公司利润复合增速 40%。

4、天然气运营商无法给高估值；

我们认为：港股几个大天然气运营商最高估值水平在 30X 左右，而且公司业务未来不仅仅局限在下游，上游将是公司未来发展的新重点，产业链延伸将显著提高公司估值。

考虑到本次增发对 2015 年股本摊薄，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.94 元、1.24 元、1.78 元，对应动态 PE26X、19X、13X，维持“买入”评级，目标价 60 元。

二、天然气行业长期发展趋势向好，价格利空逐步消除

1、天然气行业长期趋势向好

《国家应对气候变化规划（2014-2020 年）》指出，2020 年天然气消费量在一次能源消费中的比重达到 10% 以上，利用量达到 3600 亿立方米。

《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》指出，到 2020 年，非化石能源占一次能源消费比重达到 15%，天然气比重达到 10% 以上，煤炭消费比重控制在 62% 以内。

根据中石油经济研究院测算：基准情景下 2015 年、2020 年和 2030 年，天然气需求量将分别为 2300 亿、3500 亿和 5000 亿立方米；清洁低碳发展情景下，2015、2020 和 2030 年天然气的需求量分别为 2600 亿、4000 亿和 5500 亿立方米。

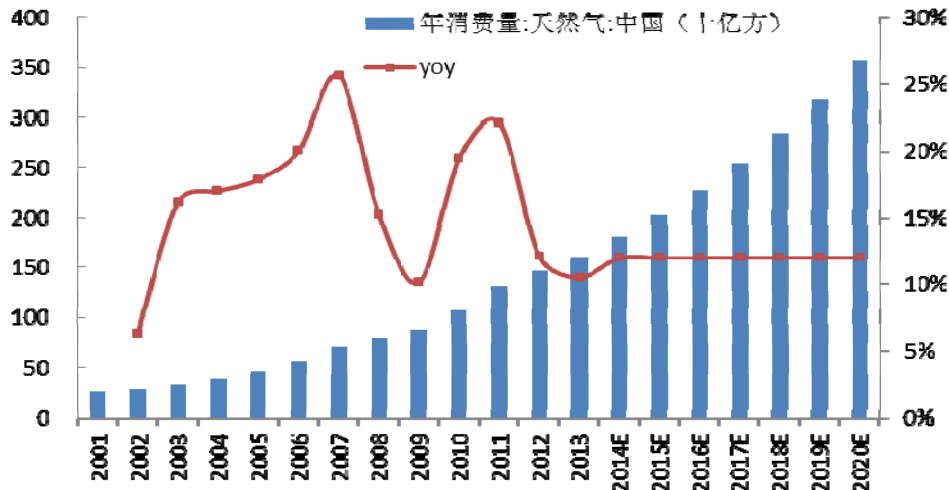
表 1：2013 年与 2020 年能源结构对比

		2013 年		2020 年		
	品种	消费比重 (%)	消费量 (亿吨标煤)	消费比重	消费量 (亿吨标煤)	增加值 (亿吨标煤)
化石能源	煤炭	66.0	24.75	62	30	5.01
	石油	18.4	6.9	13	6.24	-0.66
	天然气	5.8	2.175	10	4.8	2.625

非化石能源(水、风、核、太阳能等)	9.8	3.675	15	7.2	3.525
合计	100.0	37.5	100	48	10.5

资料来源：宏源证券

图 1：到 2020 年天然气需求测算

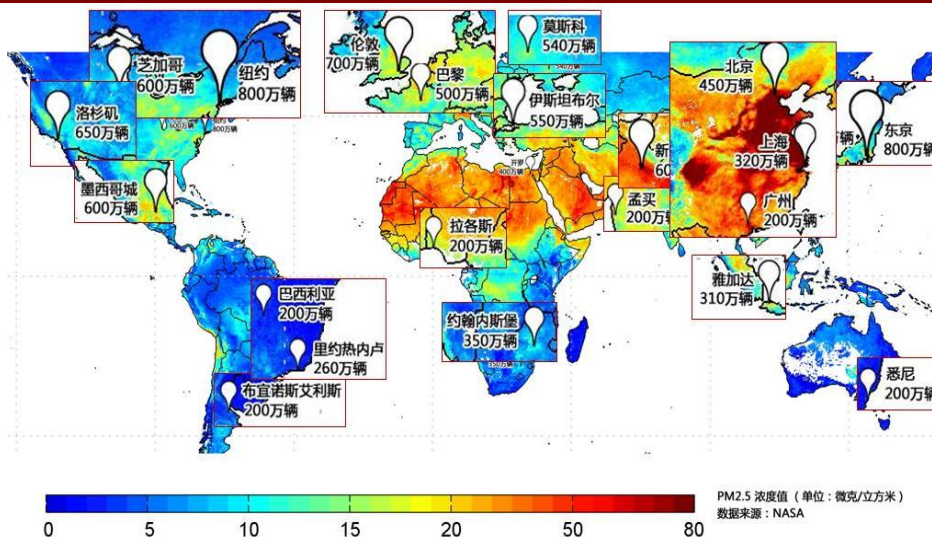


资料来源：wind，宏源证券

2、根治雾霾还看天然气

近期，我国部分地区再度受到雾霾困扰。据中国环境监测报道，10月1日至10月24日，全国发生了三次较大范围的区域性灰霾污染过程，161个城市共发生155天次重度污染和31天次严重污染。

图 2：全球重要城市雾霾分布图

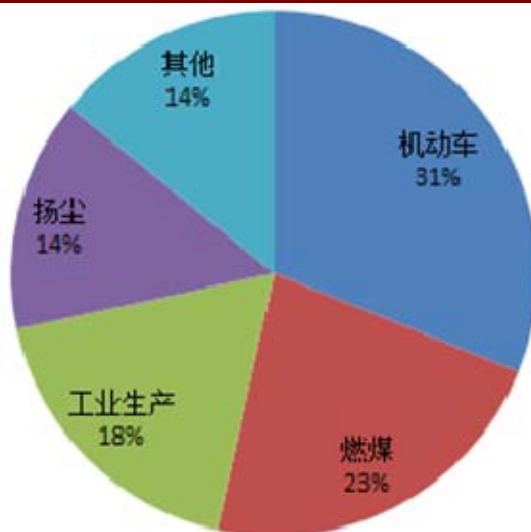


机动车保有量200万辆以上城市PM2.5 浓度值分布图

资料来源：宏源证券

根据雾霾成因的分布来看，若完全实现煤改气或油改气后，雾霾至少会减少 50%。而北京周边河北地区的重工业对北京雾霾作出了突出“贡献”

图 3：北京雾霾构成



资料来源：宏源证券

从国外治霾经历来看，天然气的利用起到了关键作用：英国 1952 年烟雾事件后，人们逐渐认识到导致烟雾形成的一个主要原因是煤炭的广泛使用。随后出台的《清洁空气法》专门针对燃煤污染，颁布了一系列条款来控制煤炭的使用。

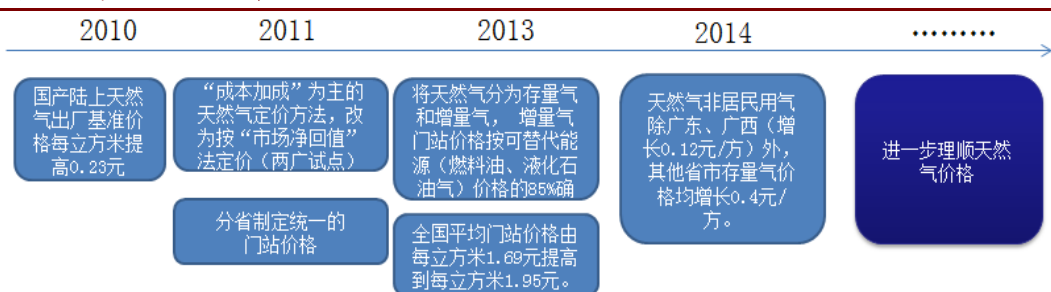
英国能源结构的改变是由以下几项核心事件推进的：1956 年《清洁空气法》禁止家庭使用煤炭，迫使伦敦市民改用如天然气、燃油或电力等更加清洁的能源。1965 年在英国北海发现了天然气，随后开展了一个国家项目来推动锅炉和其他燃烧设备的改造，从使用燃油、煤炭改为使用天然气；1973 年和 1979 年的石油危机导致了石油价格的上涨和供应的不稳定，进一步促进了天然气使用量的增长；同时英国产业结构中工业所占的比例不断降低。

3、天然气价格改革长期利好天然气发展

当前，我国的能源体制存在自然垄断、行政垄断、政企不分等问题，市场竞争不充分。在能源价格管理上，政府对天然气存在一定价格管制，市场在资源配置中的作用丧失，资源产品价格发生扭曲。

在能源价格改革上，核心理念是放开竞争性环节价格。从目前各方面改革处于的阶段看，我们认为，油气领域的价格改革和体制改革是重点，改革的力度将超乎从前。

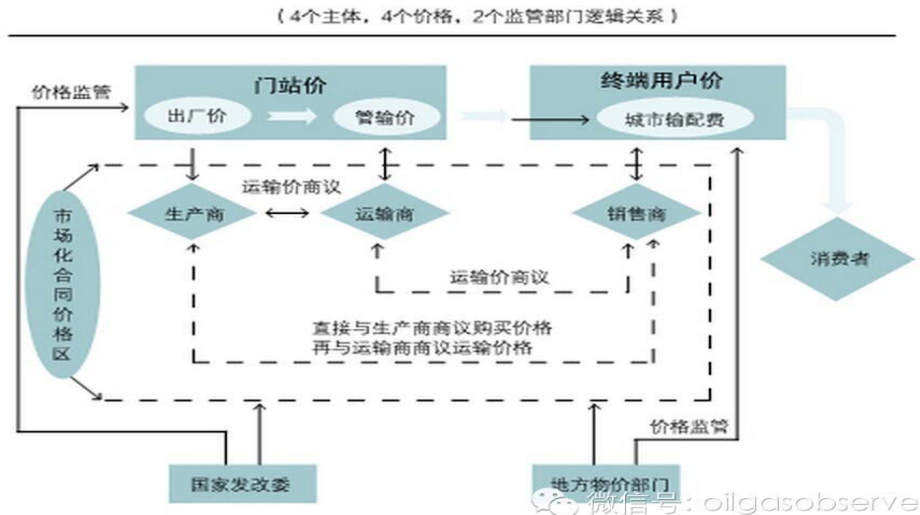
图 4：我国天然气改革进程



资料来源：宏源证券

目前，在我国天然气价格模型链中，包括四个价格、四个主体和两个政府价格规制部门。要建立完善天然气产业链价格体系应用模型，理顺权责关系，各司其职，各负其责。

图 5：天然气价格模型链



资料来源：能源观察，宏源证券

天然气价格改革在美国取得了极大成功，中美两个国家客观上具备可比性，我们认为美国就是中国最好的模板：美国天然气改革客观上造成了页岩气繁荣，天然气供给迅速增加，实现能源自给；供给迅速上升导致天然气价格下降，带来需求迅速增加。

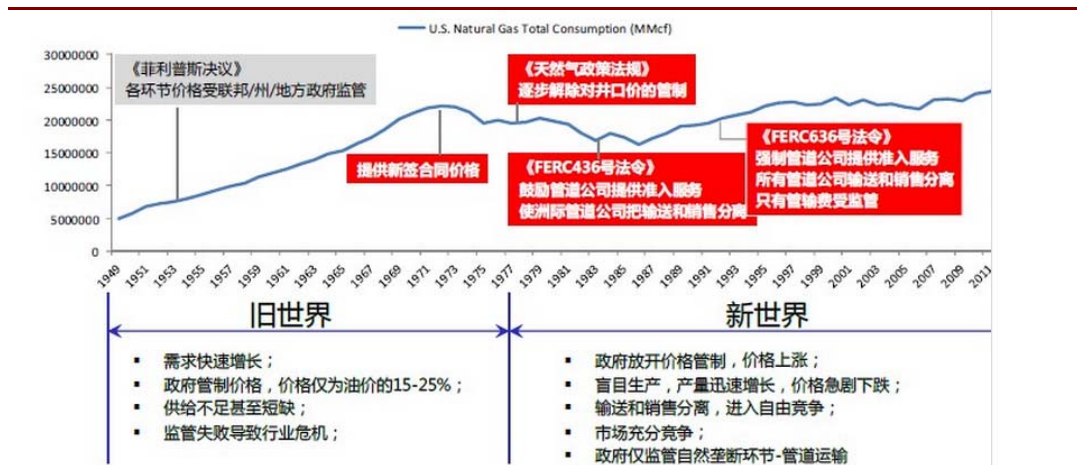
图 6：美国天然气改革流程图



资料来源：宏源证券

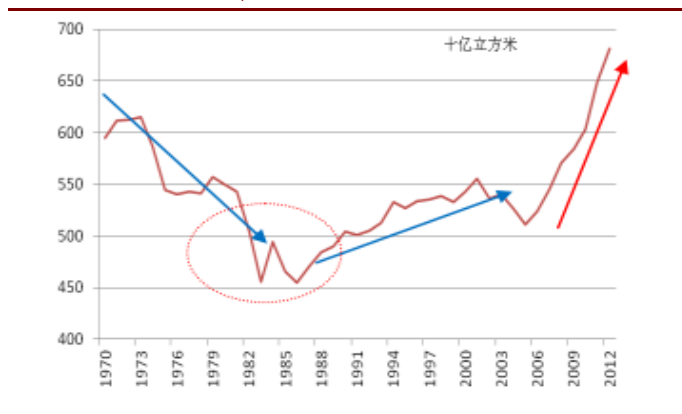
美国天然气改革客观上造成了页岩气繁荣，天然气供给迅速增加，实现能源自给；供给迅速上升导致天然气价格下降，带来需求迅速增加。

图 7：美国天然气消费变化



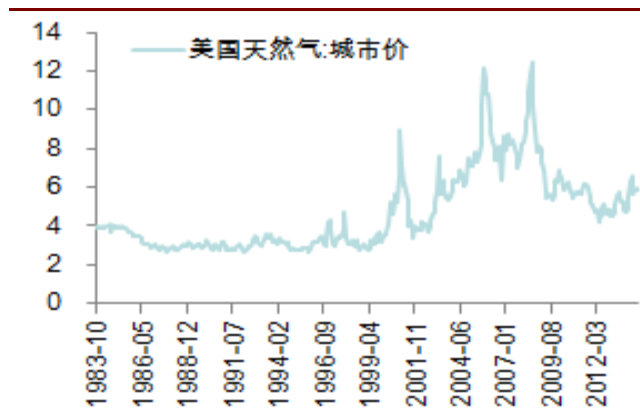
资料来源：宏源证券

图 8：美国天然气产量变化



资料来源：宏源证券

图 9：美国天然气价格变化



资料来源：wind，宏源证券

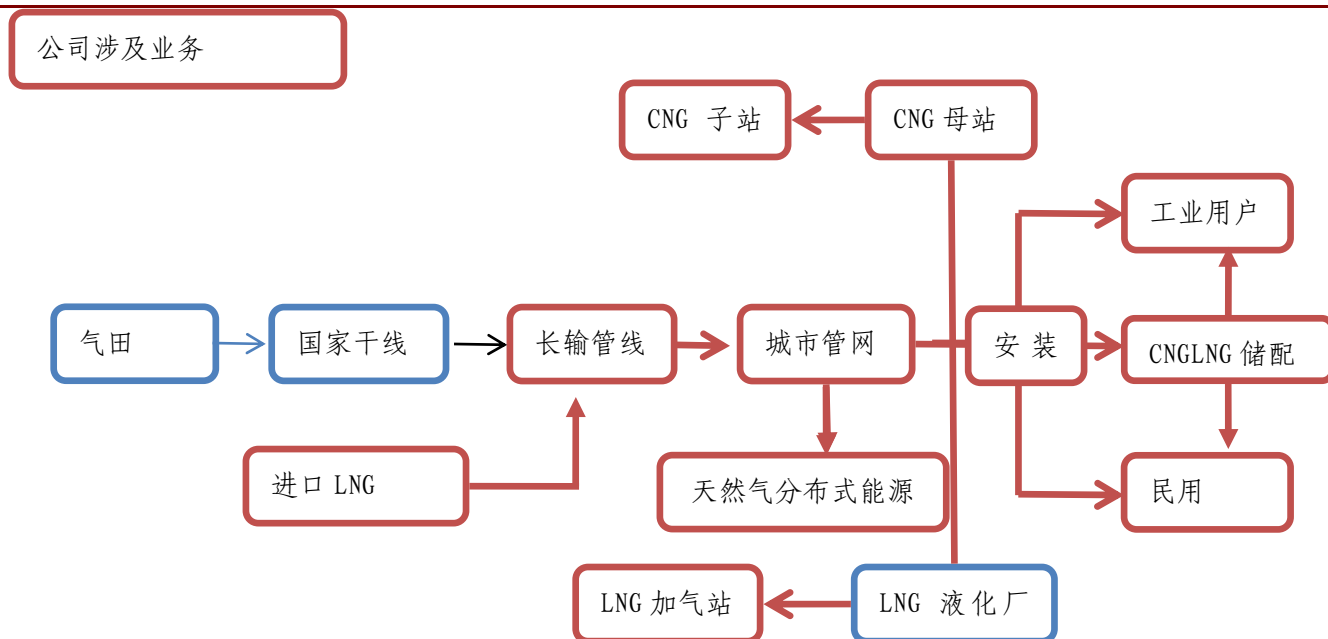
根据相关政策，2015 年中国增量气和存量气并轨，还有 0.4 元上涨空间。我们认为真要完成上调，标志着天然气价格向上调整已到位，天然气行业利空出尽。但根据我们了解，在油价下跌的大背景下，天然气价格上涨存在较大争议，若明年天然气不调价甚至降价，天然气行业将迎来极大利好。

三、公司后续潜力巨大

1、公司天然气消费全产业链运营，经营模式稀缺

公司是天然气消费全产业链运营商，涉及业务包括储运、输送及经营、城市燃气管道建设与城市燃气供应、销售与配送、CNG 加气站和 LNG 加注站的投资。在 A 股众多天然气消费股中产业链最长，进入区域最多。

图 10: 公司涉及业务示意图



资料来源: 宏源证券

跨区域的长输管线是公司的核心竞争力,是公司不断实现扩张的保证,公司已建加在建共有 8 条长输管线(含支线),合计输气能力约为 30 亿方。

表 2: 公司长输管线资产

长输管线	输气范围		管网起止	管网长度 (KM)	输气量 (亿方/年)	运营公司	通气时间
	内部公司	外部公司(代输)					
湘衡线	衡阳天然气、湘潭燃气	南岳燃气、衡阳	湘潭-衡阳	138	5	中油金鸿	2006.8
	气、衡山燃气	西纳					
聊泰线	港新燃气、泰安金鸿	泰山燃气、平阴	聊城-泰安	113.2	6.9	泰安港燃	2002.1
	鸿、聊城金鸿、宁阳金鸿	燃气、肥城天然气					
新泰线	泰安金鸿、宁阳金鸿		泰安-新泰	102.6	4	港新燃气	2010.7
应张线	张家口油、张家口	涿鹿	应县-张家口	286	远期 9.35	张家口应张	2011.5
	亚燃、宣化金鸿						

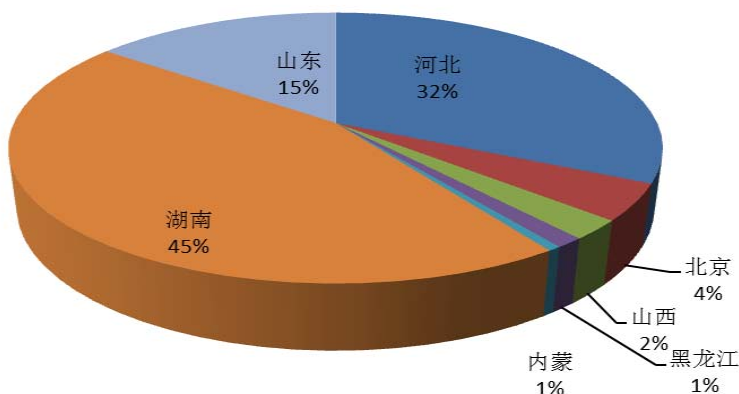
应张支线		赤城支线、怀安支线	381	7.34	张家口应张	2016
		尚义支线				
冀枣线	衡水、枣强、冀州市	冀州-枣强	40	2	衡水中能	2011.7
莱芜线	莱芜金鸿	口镇-九羊	8.8	1.7	莱芜金鸿	2011.11
衡阳—常宁	常宁松柏镇、水口山	衡阳-常宁	30	3	常宁金鸿	2014
有色基地						

资料来源：宏源证券

2、布局区域潜力巨大，销气量将快速增长

公司目前主要布局是湖南、河北、山东，我们认为河北市场将出现爆发，湖南和山东是我国工业经济大省，工业园区开拓仍有较大潜力。

图 11：公司各区域收入占比

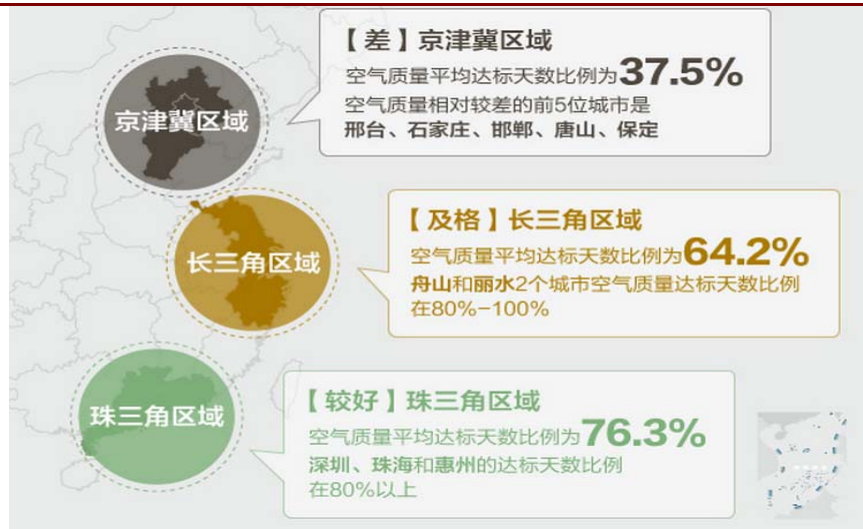


资料来源：宏源证券

(1) 河北地区：开拓潜力巨大

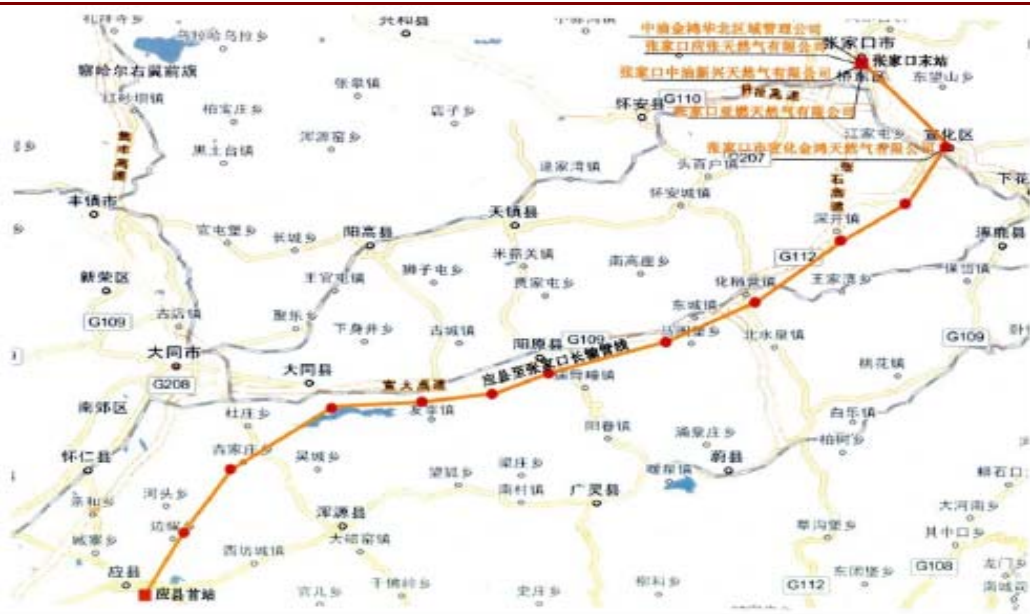
河北地区重工业居多，环保压力极大，公司应张线完工，实现了在河北的布局，未来公司河北市场开拓潜力极大。

图 12：京津冀地区污染严重



资料来源：宏源证券

图 13：公司华北地区主要布局



资料来源：宏源证券

我们认为河北地区公司主要增长点是张家口和沙河：

✓ 张家口：空气质量京津冀排名第一，冬奥会加快煤改气

2013 年 1 月至 11 月，张家口市空气质量综合指数 3.41，在全省排名第一，累计达标天数为 239 天，达标比例 71.6%，再次取得京津冀地区第一名。

张家口市东靠承德市，东南毗连北京市，南邻保定市，西、西南与山西省第二大城市---大同市接壤，北、西北与内蒙古自治区乌兰察布市交界，是重要的交通枢纽。大型企业有宣钢、张煤机、盛华化工等。2022 年北京和张家口联合申办冬奥会，申办成功将是大概率，将极大加快张家口地区的煤改气进程。

张家口中油是张家口唯一具有管道特许经营权的公司，覆盖范围内有居民用户约 17 万户，工业用户十余户，其他用户 200 余户。潜在用气规模 1 亿方/年。

张家口亚燃是张家口唯一具有加气站特许经营权的专营公司。公司计划建 CNG 子站 10 座。

短期增量来自张家口国储能源 LNG 液化厂，日处理量达到 100 万方。

✓ 沙河：中国玻璃之都

沙河是新兴的工业城市，以采矿、建材、医药化工、纺织、畜牧养殖等主导的特色产业具有较强的竞争力，是全国知名的玻璃、炭黑、饲料生产基地，其中玻璃产量占全国总产量的 15%，被誉为“中国玻璃城”。

公司拟在沙河投资约数亿元，建设天然气项目，预计在 2014 年 12 月完工。项目实施后，将在沙河形成中石油天然气、中石化天然气、中海油天然气等互补互供格局，使沙河成为冀南地区能源枢纽，进而有效解决沙河市乃至冀南地区的天然气供应紧缺问题，并带动天然气化工等相关产业发展，需求潜力 10 亿方以上。预计 2015 年将为公司带来新增销量 1 亿方。

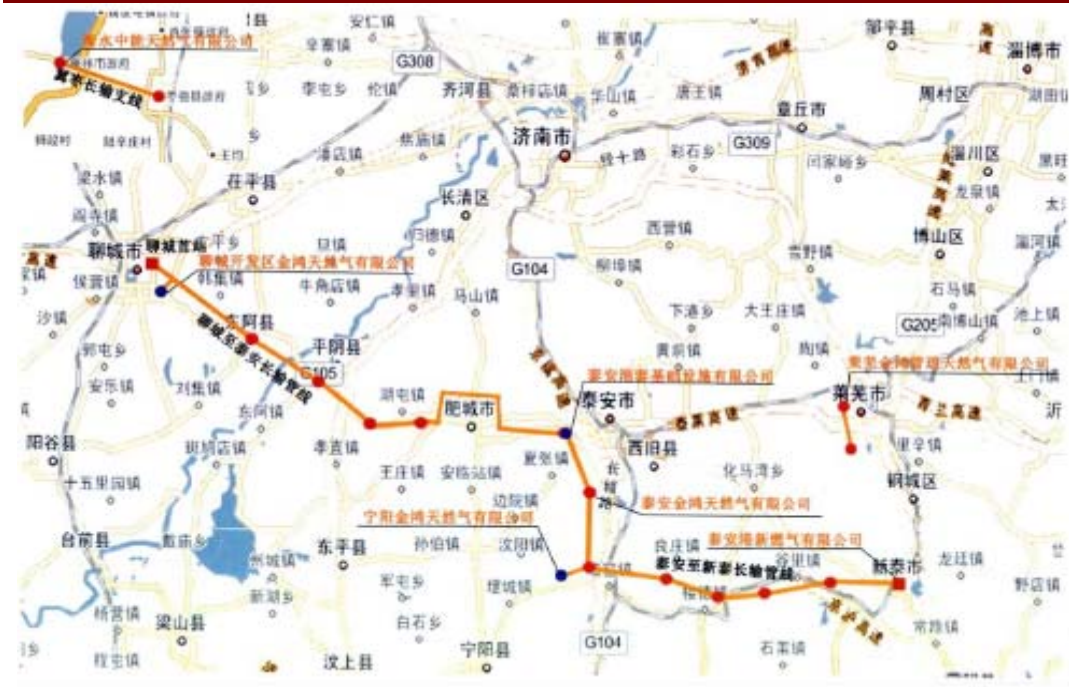
表 3：公司华北地区预测

	2012	2013	2014	2015	2016
总供气量（亿方）	0.32	0.64	1.95	3.57	6
收入（亿元）	0.89	1.82	6.45	12.49	21.25
毛利率	25%	24%	23%	23%	23%
毛利（亿元）	0.22	0.45	1.61	3.00	5.10

资料来源：宏源证券

(2) 山东地区：竞争激烈，收获颇丰

图 14：公司华东地区主要布局



资料来源：宏源证券

面对山东天然气市场的激烈竞争，公司充分发挥长输管道特有优势，截止到 5 月底华东区共签署工业用气合同 11 份，居民用户 6043 户、公服 16 户、累计收取开户费 1495 万元，如工程建设进度及时跟进，到年底华东预计工业日新增用气量 15 万方，车用 CNG 实现日新增加气量 8 万方。

借用与中船重工新能源公司开展分布式能源项目的合作，公司于 2 月获准在肥城设立公司，项目建设内容主要包括输气门站、LNG/CNG 加注站、调峰站、三联供项目总装机发电规模 140MW，建筑面积 4 万平方米，年供蒸汽 40 万吨，年节约标煤 2.6 万吨，减少 CO2 排放 6.5 万吨，项目分两期建设，一期为山东恒基新材料有限公司配套 2 台 15MW 燃气轮机，年需天然气 7500 万方。

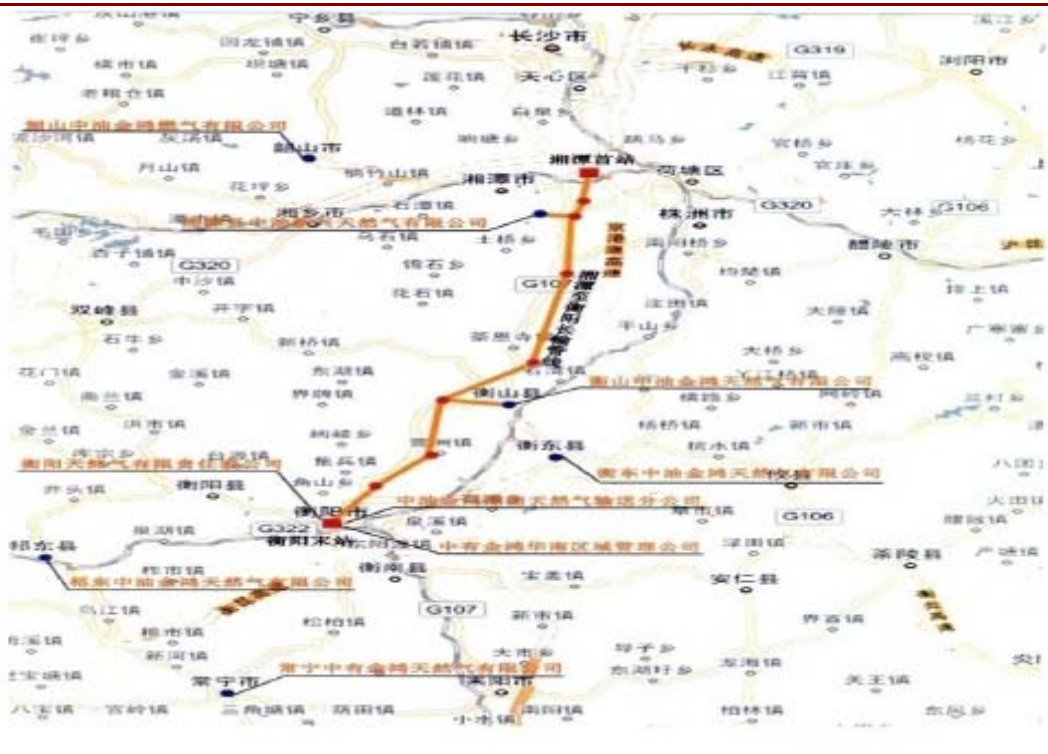
表 4：公司华东地区预测

	2012	2013	2014	2015	2016
总供气量（亿方）	0.99	1.32	1.77	2.33	2.81
收入（亿元）	2.37	3.05	4.73	6.74	8.13
毛利率	25%	24%	23%	22%	22%
毛利（亿元）	0.59	0.76	1.14	1.55	1.87

资料来源：宏源证券

(3) 湖南地区：运营成熟，仍有增量

图 15：公司华南地区主要布局



资料来源：宏源证券

公司湖南地区仍有增量：

一是水口山有色基地：投产后新增气量一亿方。水口山有色基地拥有铜铅锌矿山三座，铜、铅、锌、氧化锌、稀有稀贵金属和无汞锌粉冶炼厂各一座。其中，康家湾矿为湖南省最大的铅锌金矿山，柏坊铜矿为湖南省唯一的采、选、冶工艺完整的铜企业。公司拥有 60 万吨铜铅锌采选、20 万吨铜铅锌冶炼、1000 千克黄金、240 吨白银生产能力，生产规模、销售收入等指标位居全省有色行业前列。

二是界牌陶瓷：公司与衡阳市政府签署了战略合作框架协议，就位于衡山县与衡阳县交界处的界牌瓷业托管资产出让事宜达成了合作意向。公司会将天然气管道铺设至界牌，将矿山资源、陶瓷产业与天然气产业有机结合，做大做强衡阳天然气陶瓷产业园。

表 5：公司华南地区预测

	2012	2013	2014	2015	2016
总供气量（亿方）	2.34	2.79	2.85	3.17	3.48

收入（亿元）	6.95	8.38	9.07	10.78	11.90
毛利率	26%	25.0%	24%	23%	22%
毛利（亿元）	1.81	2.18	2.27	2.59	2.74

资料来源：宏源证券

（4）东北地区：远期看俄气

东北地区经济较差，气化程度较低。公司已在绥化和北安布局，东北地区放量要等待俄气。

3、产业链延伸值得期待

在做大下游同时，公司也在积极向上游延伸，目的是弥补气源不足的短板。我们认为公司寻找气源主要是进口 LNG 和非常规气。

2014 年 8 月，公司全资子公司中油金鸿天然气输送有限公司拟与中国国储能源化工集团股份有限公司及国储能源化工（天津）有限公司共同投资设立天津国储新能源开发有限公司。国储能源出资 2500 万元，占注册资本的 50%；中油金鸿出资 2000 万元，占注册资本的 40%；国储能源化工（天津）有限公司出资 500 万元，占注册资本的 10%。新公司未来拟将从事 LNG 贸易业务。

2014 年 03 月 26 日，公司就收购明秀新能源持有的山西中电明秀发电 100% 股权事宜达成一致，并与明秀新能源控股集团有限公司签订了《股权收购框架协议》，三季度公司已与明秀新能源签订正式的股权收购协议，确定以 2 亿元收购明秀新能源所持有的山西中电明秀发电 51% 股权。

明秀煤层气发电建成后盈利可观：根据沁水县商务局资料：山西中电明秀发电有限公司沁水 120MW 煤矿瓦斯气发电项目，是沁水县人民政府在山西省首届煤博会签订的招商引资项目。该项目是利用沁水发电厂旧址，由江苏明秀新能源控股有限公司投资建设的节能减排、低碳环保、清洁能源发展项目。项目总投资 12.3278 亿元，总装机容量 120MW，年发电量 8.5 亿 kw/h，销售收入 5.5 亿元，可实现利税 1.25 亿元。项目利用煤矿开采中抽排的瓦斯气，集中回收利用，采用燃气---蒸汽联合循环发电机组发电，计划安装 28×4MW 台（套）高效内燃发电机组，发电后再利用其排放的烟气余热带 9 台余热锅炉，安装 4×3MW 台（套）汽轮发电机组循环发电。建成后年利用煤矿瓦斯气量预计 1.8 亿立方米（纯气），是目前世界上利用瓦斯气为燃料发电装机容量最大的电厂

之一。投产后每年可实现减排 CO2 当量约 400 万吨，与燃煤火力发电厂相比，每年节约标准煤近 40 万吨，减少灰渣及粉尘排放约 14 万吨，同时还可利用锅炉余热气水向附近居民供暖、供热。如有必要，夏天还可向附近居民提供冷气。

4、本次增发是公司成长一大瓶颈

本次增发募集 17 亿，对公司意义重大：募集资金到位后，张家口附近项目可以马上开工，极大缓解公司资金困难，仅仅财务费用就将减少几千万，同时也将为公司后续收购提供了充足资金。

四、盈利预测与估值

我们认为公司 2015 年将迎来业绩释放期，2015 年销气量将达到 9-10 亿方，接近 2013 年两倍，2018 年公司我们预计将达到 15-18 亿方。

表 6：公司燃气项目预测

	2012	2013	2014	2015	2016
总供气量（亿方）	3.65	4.80	6.64	9.15	12.39
收入（亿元）	9.04	13.44	20.53	30.34	41.67
毛利率	26.5%	24.8%	23.6%	22.8%	22.4%
毛利（亿元）	2.39	3.33	4.84	6.92	9.35
YOY		49%	53%	48%	37%

资料来源：宏源证券

表 7：公司各项业务盈利预测汇总

	2012	2013	2014	2015	2016
燃气					
收入（亿）	9.05	11.33	20.53	30.34	41.67
毛利（亿）	2.396	2.56	4.84	6.92	9.35
毛利率	26.48%	22.6%	23.6%	22.8%	22.4%
管输					
收入	0.28	0.31	0.51	0.63	0.94
毛利	0.162	0.113	0.20	0.27	0.42
毛利率	57.70%	36.3%	40.0%	43.0%	45.0%
加气站					
收入	0	0.85	3.38	6.13	8.62
毛利	0	0.25	0.72	1.46	2.21
毛利率	0	30.0%	21.1%	23.9%	25.7%
安装费					
收入	3.77	4.66	3.80	3.00	2.50
毛利	3.086	3.68	2.74	2.10	1.75

毛利率	81.87%	79.0%	72.0%	70.0%	70.0%
合计					
收入	13.1	16.77	28.22	40.10	53.73
YOY		28%	68%	42%	34%
毛利	5.6461	6.52	8.50	11.66	15.53
毛利率	43.10%	38.9%	30.1%	29.1%	28.9%

资料来源：宏源证券

表 8：公司盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入(百万元)	1,314	1,677	2,922	4,130	5,523
(+/-%)	8189.5%	27.7%	74.3%	41.3%	33.7%
净利润(百万元)	272	300	375	594	849
(+/-%)	-26275.4%	10.1%	25.1%	58.4%	42.9%
每股收益(元)	1.01	1.11	0.93	1.24	1.78

资料来源：宏源证券

综合考虑 A 股及港股上市公司及公司业绩增速和产业链延伸情况 ,我们认为可给公司 30X 以上的估值水平 ,
给予公司一年目标 300 亿市值 ,目标价 60 元。

作者简介:

李强：宏源证券研究所机械军工行业研究员，南开大学经济学院硕士，2014 年 7 月加盟宏源证券研究所。

曲伟：宏源证券研究所机械行业研究员，中国人民大学硕士，2014 年 10 月加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。