

昆仑能源 (00135)

中石油天然气终端业务唯一平台，主业有望量价齐升

昆仑能源：中石油旗下核心天然气公司，营收规模增长迅速

公司是中石油控股的综合能源公司。拥有中石油昆仑燃气、昆仑能源投资、新捷股份、中油深南石油技术、中石油江苏天然气等 5 余家所属企业。2020 年，昆仑能源出售北京管道公司 60% 股权和大连 LNG 公司 75% 股权，聚焦主业天然气终端业务，2020-2022 年公司天然气销售占营收 70% 以上。从盈利结构上看，天然气及 LPG 销售盈利水平较为稳定，LNG 加工与储运为公司优势业务。

国内天然气消费快速增长，中石油是上游龙头

我国天然气消费快速增长，2013 年-2022 年 10 年间消费量实现翻倍，CAGR 达到 9.35%。2022 年，中石油的天然气储量处于绝对领先地位，其 2021、2022 两年天然气产量国内占比为 60% 以上，进口量为 80% 以上，是国内规模最大的天然气生产商和供应商。国内燃气价格市场化改革持续推进中，2023 年 2 月，国家发展改革委向各省市下发了《关于提供天然气上下游价格联动机制有关情况的函》，要求各地就建立健全天然气上下游价格联动机制提出具体意见建议，国内天然气价格联动机制趋于完善。

公司重视工业用户开发，销气量增长迅速，毛差逆势走强。

公司 2022 年实现销气总量增速及总量均处于行业领先水平。作为中石油天然气终端唯一平台，公司充分利用中石油完整天然气价值链优势，2022 年加权平均进销价差为 0.502 元/立方米，在行业整体销气承压的情况下逆势走强。同时公司积极推进项目并购，2022 年新增控股项目 18 个、参股项目 5 个。从区域上看，公司重点业务区域依次为西北、华东、华北，其中西北地区占比达到 35.67%。公司的重点工业用户增长快速，2022 年增速为 31.3%。公司顺应行业趋势，积极扩展增值业务，已全面上线运营“昆仑慧享+”线上线下一体化电商服务平台。

LNG 接收站：公司运营中石油核心资产，高负荷有望延续

LNG 接收站是我国重要的天然气资源供应来源，对于保障能源安全稳定供应具有重要意义。公司在运两座 LNG 接收站均为中石油核心资产，合计接卸能力 1300 万吨，2021-2022 年平均负荷率提升至 90% 左右，拥有较强盈利能力，公司预计 23 年可以维持在 90% 的高负荷水平。在运接收站中唐山 LNG 接收站为中国存储能力最大、调峰能力最强的 LNG 接收站，江苏 LNG 接收站是长三角地区存储能力最大、调峰能力最强的接收站公司。

盈利预测与估值：

我们预测 23/24/25 年归母净利润 64.55/73.83/82.87 亿，EPS 分别 0.75/0.85/0.96 元，公司作为中石油在天然气终端业务唯一管理平台，在产销两端都具备优势，我们给予公司 2023 年 10 倍 PE，对应 2023 年目标价 7.45 元人民币/8.19 港元（假设 1 港元=0.91 元人民币），首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：天然气需求增长放缓；国际油气价格大幅波动；公司新接驳用户数不及预期；顺价政策推行不及预期；LPG 销售不及预期；测算具有主观性

投资评级

行业	公用事业/公用事业
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.16 港元
目标价格	8.19 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	8,658.80
港股总市值(百万港元)	53,338.22
每股净资产(港元)	7.77
资产负债率(%)	41.90
一年内最高/最低(港元)	7.75/4.61

作者

张樨樨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《昆仑能源-首次覆盖报告:中石油旗下的天然气龙头》 2020-08-21

内容目录

1. 昆仑能源：中石油旗下核心天然气公司	4
1.1. 燃气龙头公司，专注于天然气终端业务	4
1.2. 聚焦“天然气+”，公司营收规模快速增长	4
2. 天然气销售：国内消费快速增长，公司背靠中石油优势明显	6
2.1. 天然气消费快速增长，三桶油引领国内市场	6
2.1.1. 天然气消费快速增长，LNG 进口是重要一环	6
2.1.2. 三桶油引领国内天然气市场，中石油规模优势明显	6
2.1.3. 顺价机制有序推进，国内天然气价格联动机制趋于完善	8
2.2. 公司：受益稳定气源，公司燃气销售量价齐升	8
2.2.1. 公司背靠中石油稳定气源，销气价差坚挺	8
2.2.2. 公司业务布局覆盖广泛，西北地区占比较高	9
2.2.3. 优质项目落地带动销气量增长，公司积极扩展增值业务	10
3. LNG 接收站：公司运营中石油核心资产，高负荷有望延续	11
4. 盈利预测与估值	12
4.1. 盈利预测	12
4.2. 估值	12
5. 风险提示	13

图表目录

图 1：昆仑能源发展历程	4
图 2：昆仑能源股权结构（截止 2022 年年报）	4
图 3：公司 2018-2022 年营收情况	5
图 4：公司 2018-2022 年归母净利润情况	5
图 5：公司 2018-2022 年营收结构	5
图 6：公司 2019-2022 年税前盈利结构	5
图 7：公司 2019-2022 年税前利润率情况	5
图 8：我国 2013-2022 年天然气消费情况	6
图 9：我国 2013-2022 年 LNG 进口情况	6
图 10：2022 年三桶油储量比例	6
图 11：中石油与卡塔尔能源签约 LNG 协议现场	7
图 12：2022 年公司天然气销售价差逆势提升（单位：元/立方米）	9
图 13：部分燃气公司天然气业务项目区域分布（以项目数量统计）	9
图 14：公司燃气销量快速增长（单位：亿立方米）	10
图 15：公司各类终端用户增速	10
图 16：中国燃气增值业务板块盈利情况	11
图 17：昆仑能源增值服务板块业务	11
图 18：公司 2018-2022LNG 处理量（单位：百万立方米）	11

图 19：公司 2018-2022LNG 平均负荷率.....	11
表 1：中石油天然气产量、进口量情况.....	7
表 2：6 月以来部分颁布天然气上下游价格联动机制实施方案具体价格的城市（价格单位：元/立方米）.....	8
表 3：公司在运 LNG 接收站.....	11
表 4：分部盈利预测.....	12
表 5：可比公司估值.....	13

1. 昆仑能源：中石油旗下核心天然气公司

1.1. 燃气龙头公司，专注于天然气终端业务

昆仑能源是中石油控股的综合能源公司（以下简称公司），从事的业务主要分为四大板块。天然气销售、液化石油气销售、液化天然气加工与储运、勘探与生产，是中国石油在天然气产业链上重要的价值实现环节。

自 2008 年公司实施战略转型，将国内天然气终端销售与综合利用作为新的业务发展方向以来，昆仑能源已经成为国内销售规模最大的天然气终端利用企业和液化石油气销售企业之一，液化天然气与压缩天然气终端网站遍布全国。2020 年，昆仑能源出售北京管道公司 60% 股权和大连 LNG 公司 75% 股权，聚焦主业天然气终端业务。

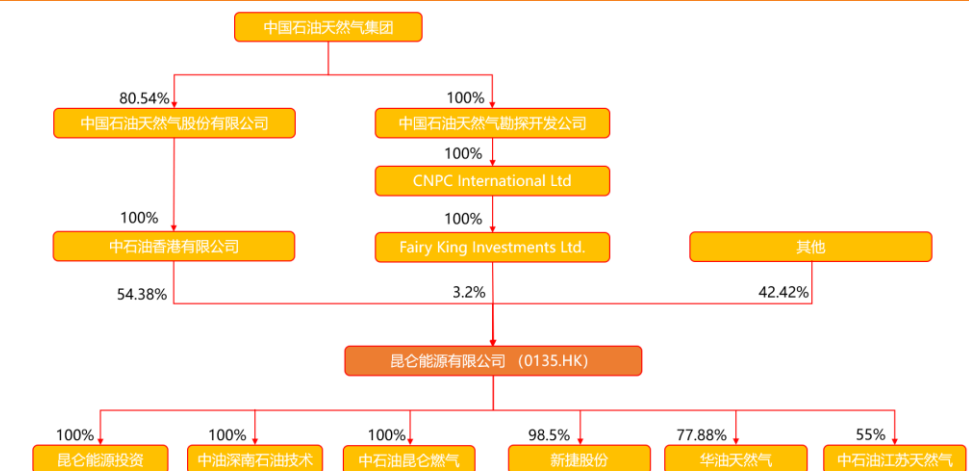
图 1：昆仑能源发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中国石油石化公众号，天风证券研究所

公司股权结构清晰稳定，中石油集团控制昆仑能源 57.58% 的股权。作为中国石油天然气业务的融资平台和投资主体，公司主要子公司包括中石油昆仑燃气、昆仑能源投资、新捷股份、中油深南石油技术、中石油江苏天然气等。

图 2：昆仑能源股权结构（截止 2022 年年报）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 聚焦“天然气+”，公司营收规模快速增长

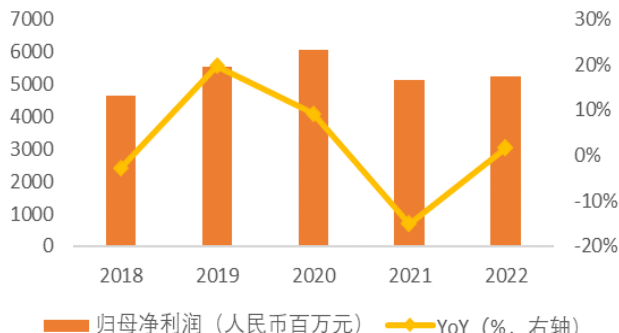
公司近年来营收规模快速增长，2018-2022 年 CAGR 达到 13%。2022 年，公司营业收入达到 1719 亿元，同比增长 24.1%，创下历史新高。

图 3：公司 2018-2022 年营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司 2018-2022 年归母净利润情况

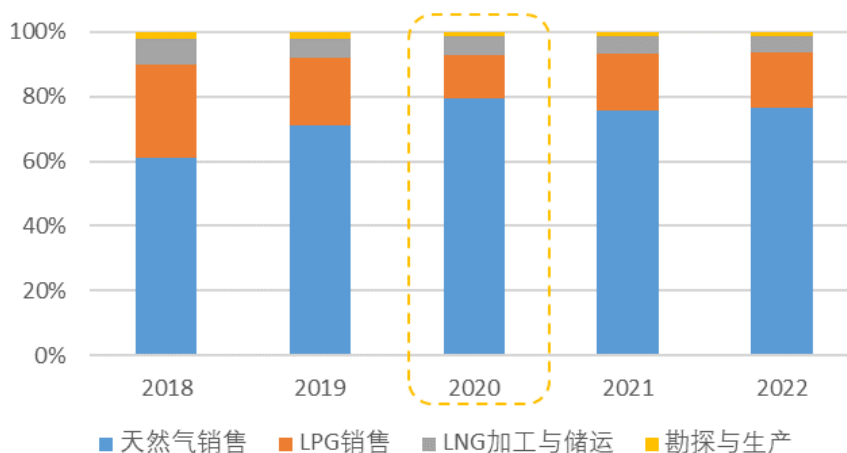


资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：2021 年为剔除非可持续经营业务归母净利润

公司主要收入来源为天然气销售，2020 年后比例明显提升。2020 年公司终端业务开始从传统的天然气销售向“天然气+”营销迈进，天然气销售比例提升至 70%以上，LNG 加工与储运、LPG 销售板块比例下降。2020 年，昆仑能源山东、湖北等公司城燃混改取得突破，天然气增值业务规模效益初显，公司实现天然气销量 377.63 亿立方米，同比增加 34.73%，带动天然气销售收入比例达到 79.5%。

图 5：公司 2018-2022 年营收结构

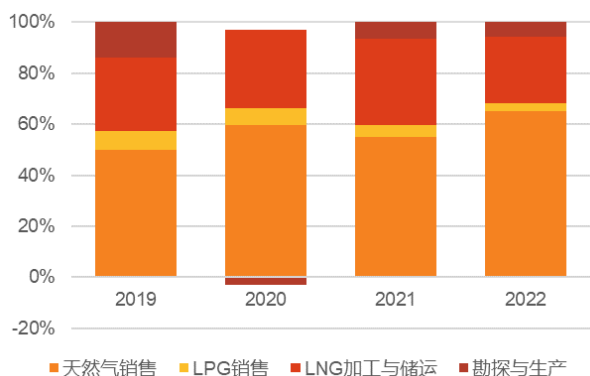


资料来源：公司公告，公司官网演示材料，天风证券研究所

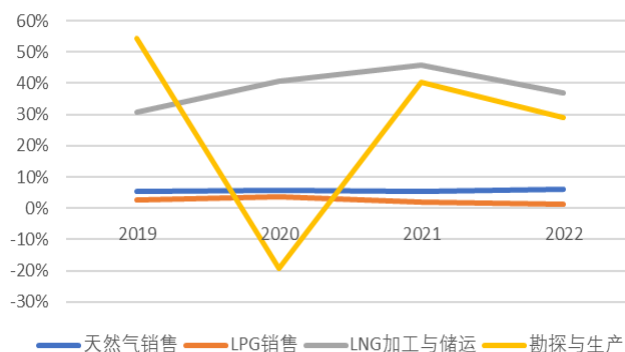
从盈利结构看，天然气及 LPG 销售盈利水平较为稳定，2019-2022 年平均税前利润率分别为 5.7%、2.4%。勘探与生产业务主要为原油勘探及销售，业务占比较小，盈利水平随油价波动，除 2020 年外均保持较强盈利水平。LNG 加工与储运为公司优势业务，2019-2022 年平均税前利润率达到 38.6%，对公司税前利润的贡献超过三成。

图 6：公司 2019-2022 年税前盈利结构

图 7：公司 2019-2022 年税前利润率情况



资料来源：公司官网演示材料，天风证券研究所



资料来源：公司官网演示材料，天风证券研究所

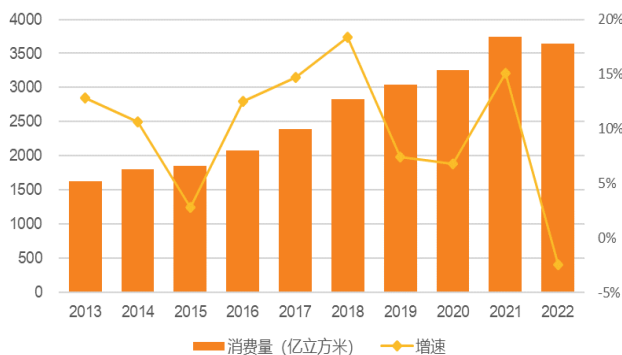
2. 天然气销售：国内消费快速增长，公司背靠中石油优势明显

2.1. 天然气消费快速增长，三桶油引领国内市场

2.1.1. 天然气消费快速增长，LNG 进口是重要一环

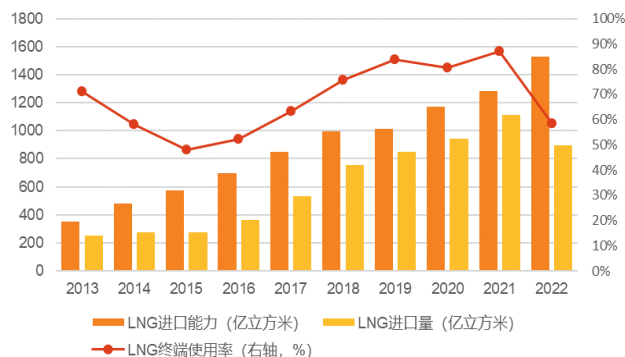
在全球能源结构升级和环保治理等政策驱动影响下，我国天然气消费快速增长，2013 年-2022 年 10 年间消费量实现翻倍，CAGR 达到 9.35%。LNG 以其清洁高效、供应灵活的优势，近年来在全球范围内得到广泛发展。作为管道气和国产气的重要补充，LNG 进口能力近年来不断提升，LNG 进口量也在 2016 年之后快速增长，从 2015 年的 275 亿立方米迅速增长到 2021 年的 1114 亿立方米，2022 年受疫情影响略有下降。

图 8：我国 2013-2022 年天然气消费情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：我国 2013-2022 年 LNG 进口情况



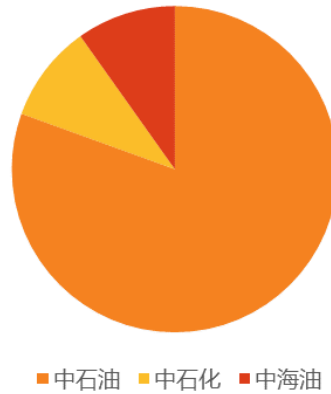
资料来源：wind，天风证券研究所

2.1.2. 三桶油引领国内天然气市场，中石油规模优势明显

三桶油是国内主要天然气供应商，是生产、储运、销售等多个环节的主力军。2022 年，中石油的天然气储量占三家石油公司之和的 81%，处于绝对领先地位。以中石油年报中的口径为基准，中石油 2021、2022 两年天然气产量国内占比为 60%以上，进口量为 80%以上，是国内规模最大的天然气生产商和供应商。

图 10：2022 年三桶油储量比例

三桶油2022年天然气储量



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

表 1：中石油天然气产量、进口量情况

上游板块	2021	2022	
天然气产量（十亿立方英尺）	中石油	4420	4675
	中石化	1199	1249
	中海油	648	724
	全国	7250	7692
天然气进口量（亿方）	中石油占比	61.0%	60.8%
	中石油	1488.0	1278.9
	全国	1699.0	1529.5
	中石油占比	87.6%	83.6%

资料来源：中石油、中石化、中海油公告，天风证券研究所

注：全国数据以中石油年报口径为基准，各公司统计可能存在差异

中石油牵手卡塔尔能源，锁定 LNG 供应。2023 年 6 月 20 日，中石油与卡塔尔能源公司签署北方气田扩容项目合作文件。卡塔尔能源将在未来 27 年内持续向中石油供应 400 万吨/年的 LNG 资源并向中石油转让北方气田扩容项目 1.25% 的股份。作为全球最大的 LNG 出口国，卡塔尔的北方气田是全球最大的单一气田。北方气田扩容项目包括气田开发和 4 列 800 万吨/年的 LNG 生产线，建成投产后将新增 LNG 年产能 3200 万吨，届时卡塔尔 LNG 年出口能力将提升至 1.1 亿吨。

图 11：中石油与卡塔尔能源签约 LNG 协议现场



资料来源：中国石油报公众号，天风证券研究所

2.1.3. 顺价机制有序推进，国内天然气价格联动机制趋于完善

2023年2月，国家发展改革委向各省市下发了《关于提供天然气上下游价格联动机制有关情况的函》，要求各地就建立健全天然气上下游价格联动机制提出具体意见建议。截至2023年6月，我国15个省市已建立天然气价格联动机制，据不完全统计，6月以来有包括青岛、河源、保定、兰州等城市陆续推进顺价机制。今年供气上下游的气源合同签订正受到前所未有的监督和关注，为推动燃气价格市场化改革提供了良好的基础，将促进燃气市场高质量发展 and 双碳目标的实现。

表 2：6 月以来部分颁布天然气上下游价格联动机制实施方案具体价格的城市（价格单位：元/立方米）

城市	居民第一阶段价格	调整后价格	通知时间
青岛	3.35	3.54	2023/7/10
河源	3.89	4.19	2023/7/5
保定	2.78	3.18	2023/6/30
兰州	1.76	2.02	2023/6/29
邯郸	2.78	3.18	2023/6/26
唐山	2.76	3.13	2023/6/17
秦皇岛	2.73	3.13	2023/6/15
石家庄	2.78	3.15	2023/6/14
南京	2.73	3.03	2023/6/14
定州	2.87	3.24	2023/6/12

资料来源：各地方发改委，各地方政府，天风证券研究所

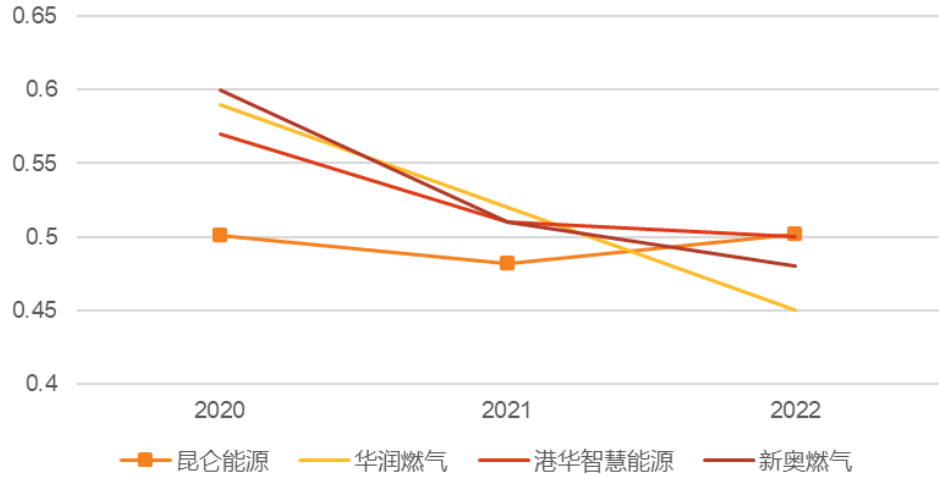
2.2. 公司：受益稳定气源，公司燃气销售量价齐升

2.2.1. 公司背靠中石油稳定气源，销气价差坚挺

充分利用中石油完整天然气价值链优势。作为中石油在天然气终端综合业务唯一的投融资和运营平台，昆仑能源承担了母公司开拓天然气终端市场的重要使命。公司背靠中石油，受益稳定气源供应和完整销售网络，在天然气销售业务中充分利用母公司上游资源保障及中游输配优势。

克服多重压力，22 年销气价差逆势走强。2022 年，公司加权平均进销气价差为 0.502 元/立方米（2020、2021 年分别为 0.501、0.482 元/立方米），创下近三年新高。在 2022 年天然气价格高位运行且国内消费量整体下滑的压力下依旧保持稳定，在行业整体销气承压的情况下逆势走强。

图 12：2022 年公司天然气销售价差逆势提升（单位：元/立方米）



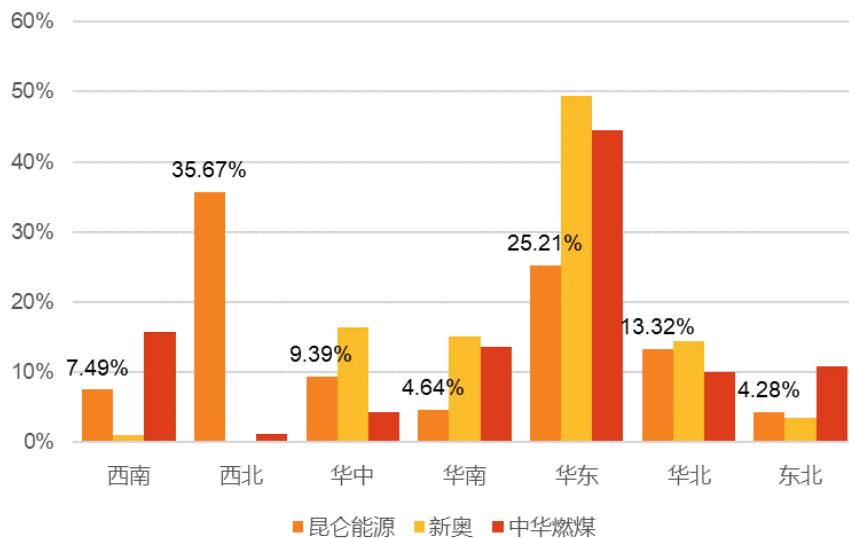
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

注：新奥燃气为零售价价差

2.2.2. 公司业务布局覆盖广泛，西北地区占比较高

从公司城镇燃气项目的绝对数量来看，公司重点业务区域依次为西北、华东、华北，其中西北地区占比达到 35.67%。2022 年公司着力开拓城市燃气市场，积极推进项目并购，新增控股项目 18 个（包括 16 个城燃项目和 2 个支线管道项目）以及参股项目 5 个，主要在江苏、湖南、辽宁等省份。

图 13：部分燃气公司天然气业务项目区域分布（以项目数量统计）

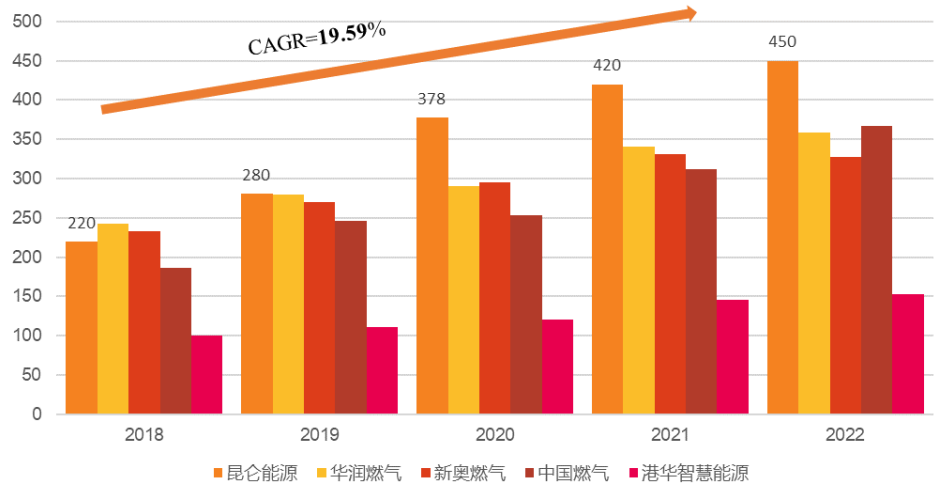


资料来源：各公司官网，各公司公告，天风证券研究所

2.2.3. 优质项目落地带动销气量增长，公司积极扩展增值业务

公司销气量增长迅速。天然气销售是公司核心业务，近五年（2018-2022）公司燃气销售量增长迅速，CAGR 达到 19.59%。2022 年公司实现销气总量 449.88 亿立方米，同比增长 7.1%，增速及总量均处于行业领先水平。2022 年公司通过新增的控股城燃项目预计将增加销售能力约 32 亿立方米。

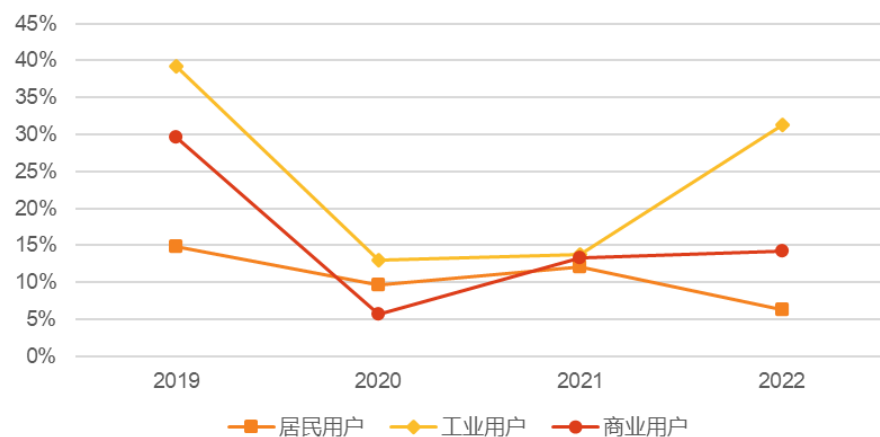
图 14：公司燃气销量快速增长（单位：亿立方米）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

重点工业用户快速增长。在天然气零售领域，公司积极开拓新终端用户，并积极深挖现有客户延伸价值。其中工业用户是公司终端用户中增速最快的类别（2022 年增速为 31.3%），也是零售端体量最大的类别（2022 年销气量占比为 65.6%）。

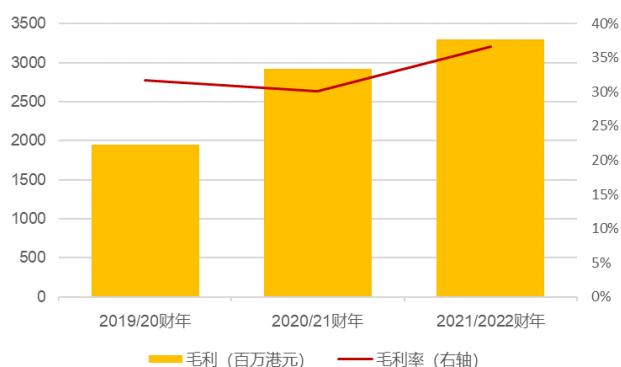
图 15：公司各类终端用户增速



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司顺应行业趋势，积极扩展增值业务。公司已经全面上线运营“昆仑慧享+”线上线下一体化电商服务平台，销售燃气相关产品（燃气灶、燃气表等）、延伸产品（饮用水、劳保工装等）。燃气增值服务为燃气公司重点发展方向，以中国燃气为例，增值服务板块“壹品慧”近年来逐渐释放价值，2019/20-2021/22 财年毛利从 19.5 亿增长到 33 亿港币，2021/22 财年该项业务对税前利润的贡献率已经达到 25%以上。中国燃气 2023 年 6 月公告，计划将增值服务板块分拆上市。

图 16：中国燃气增值业务板块盈利情况



资料来源：中国燃气官网，天风证券研究所

图 17：昆仑能源增值服务板块业务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. LNG 接收站：公司运营中石油核心资产，高负荷有望延续

LNG 接收站是我国重要的天然气资源供应来源，对于保障能源安全稳定供应具有重要意义。LNG 接收站“宜气则气、宜液则液”的灵活外输形式，极大地弥补了管道气覆盖不到的市场缺陷。

公司在运 LNG 接收站为中石油核心资产，盈利能力强。公司目前运营唐山和如东两个 LNG 接收站，接卸能力分别为 650 万吨/年。其中唐山 LNG 接收站为中国存储能力最大、调峰能力最强的 LNG 接收站，LNG 存储能力为 128 万立方米，最高气化外输能力为 4200 万立方米/天。江苏 LNG 接收站是长三角地区存储能力最大、调峰能力最强的接收站，现有 6 座储罐，总罐容 108 万方，最大储气能力为 6.7 亿立方米。公司近年来 LNG 接卸负荷率呈现增长趋势，2021-2022 两年受天然气消费量增长带动，平均负荷率提升至 90%左右，公司预计 23 年可以维持在 90%的高负荷水平。

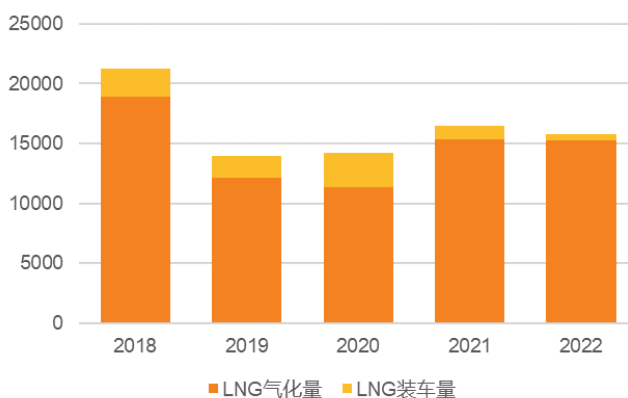
表 3：公司在运 LNG 接收站

接收站	建成时间	公司接收能力 (万吨/年)	位置	货源地
唐山	2013 年	650	曹妃甸工业区	澳大利亚、卡塔尔、马来西亚、比利时等
江苏	2011 年	650	如东洋口港	卡塔尔、俄罗斯等“一带一路”沿线 25 个国家和地区

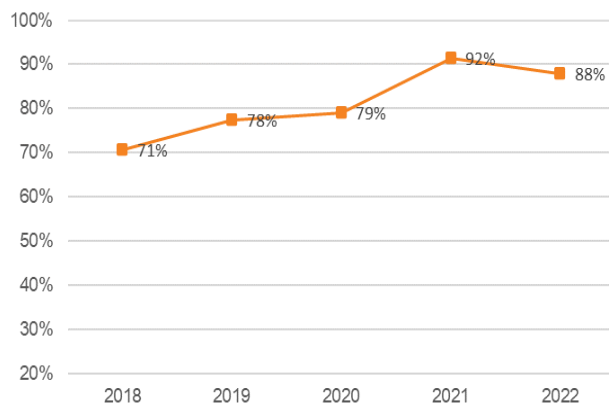
资料来源：南通海事微信公众号，GOLNG 微信公众号，如东政府网，天风证券研究所

图 18：公司 2018-2022LNG 处理量 (单位：百万立方米)

图 19：公司 2018-2022LNG 平均负荷率



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

我们将公司按照各项业务分别进行预测

- 1) 天然气销售：我们预计 2023 年天然气市场整体消费情况较 2022 年趋势向好。零售气终端用户中工商业用户增量最为明显。
- 2) 天然气加工储运：汽化费用调整有限，LNG 接收站高盈利及高负荷率预计继续保持。LNG 加工量稳定增长，逐步实现盈亏平衡。
- 3) LPG 销售：LPG 盈利情况与油价关系密切，公司该业务经营稳定，23-24 年预计销量平稳，整体营收及利润随油价有所下滑。
- 4) 勘探开发：公司上游板块主要以原油销售为主，2020-2022 年整体业务规模逐渐下滑，预计未来 3 年整体业绩逐年小幅下降。

表 4：分部盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（人民币百万元）	138,547	171,944	189,128	205,892	226,521
YoY (%)		24.11%	9.99%	8.86%	10.02%
按板块划分					
天然气销售	105,044	131,892	155,728	173,421	191,879
YoY (%)		25.6%	18.1%	11.4%	10.6%
LPG 销售	24,038	29,224	22,898	21,753	23,731
YoY (%)		21.6%	-21.6%	-5.0%	9.1%
LNG 加工与储运	7,733	8,542	8,892	9,270	9,620
YoY (%)		10.5%	4.1%	4.3%	3.8%
勘探开发与生产	1,732	2,286	1,610	1,448	1,291
YoY (%)		32.0%	-29.6%	-10.1%	-10.8%
归母净利润(人民币百万元)	5,141	5,228	6,455	7,383	8,287
YoY (%)		1.7%	23.5%	14.4%	12.2%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 估值

我们预测 23/24/25 年归母净利润 64.55/73.83/82.87 亿，EPS 分别 0.75/0.85/ 0.96 元。我们选取同属港股且业务接近的中国燃气、新奥能源、华润燃气作为可比公司，公司作为中石油在天然气终端业务唯一平台，在产销两端都具备优势，我们给予公司 2023 年 10 倍 PE，对应 2023 年目标价 7.45 元人民币/8.19 港元（假设 1 港元=0.91 元人民币），首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

股票代码	公司名称	市值 (亿 港元)	收盘价 (港 元)	EPS(人民 币元/股)				P/E			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
0384.HK	中国燃气	465	8.55	1.41	1.05	1.24	1.35	6.1	8.1	6.9	n/a
2688.HK	新奥能源	1,039	91.85	5.18	7.54	8.70	9.91	17.7	12.2	10.6	9.3
1193.HK	华润燃气	602	26.00	2.05	2.47	2.82	3.23	12.7	10.5	9.2	8.1
	平均值							12.2	10.3	8.9	8.7
0135.HK	昆仑能源	533	6.16	0.60	0.75	0.85	0.96	10.2	8.3	7.2	6.4

资料来源：wind，天风证券研究所（股价市值数据为港元计价，截止 2023 年 7 月 17 日收盘价）

注：中国燃气、新奥能源、华润燃气来自 wind 一致预期。

5. 风险提示

- 1) 天然气需求增长放缓：天然气销售是公司最主要业务，如果终端消费需求增长放缓，将对公司主业造成负面影响
- 2) 国际油气价格大幅波动：国际油气价格剧烈波动将在成本端和零售端对能源价格带来影响，不利于公司的稳定经营
- 3) 公司新接驳用户数不及预期：接驳用户数是公司天然气销售业务主要增量，如果新用户开发不及预期，将不利于公司未来业绩增长
- 4) 顺价政策推行不及预期：今年以来各地密集颁布《管道天然气价格上下游联动机制方案》，顺价机制推行力度将影响公司在各个省份盈利情况
- 5) LPG 销售不及预期：LPG 销售受上游资源分配及下游分销网络影响较大，销售量及价格下降会直接影响公司该项业务营收
- 6) 测算具有主观性：盈利预测相关测算具有一定主观性，仅供参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com