



2023年07月26日

燃 23 转债（113067.SH）申购分析

燃气行业综合性公用事业上市公司

投资要点

- ◆ 本次发行规模 30 亿元，期限 6 年，评级为 AAA/AAA（中诚信）。转股价 7.72 元，到期补偿利率为 5% 属一般水平。下修条款 15/30,85% 和强赎条款 15/30,130% 均为市场化条款。以 2023 年 7 月 25 日中债 6YAAA 企业债到期收益率 3.1315% 贴现率计算，纯债价值 92.83 元，对应 YTM 为 1.84%，债底保护性较好。
- ◆ 总股本稀释率 11.9%、流通股本稀释率 11.9%，有一定摊薄压力。
- ◆ 从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0073%。
- ◆ 截至 2023 年 7 月 25 日，公司 PE(TTM) 16.16，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）。ROE 1.95%，低于同行业可比上市公司平均值（剔除负值），同时处于自身上市以来 8.33% 分位数，估值弹性较高。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较高水平为 34.45%。
- ◆ 年初至今公司股价上升 16.73%，行业指数（申万三级-燃气 III）上升 8.05%，公司跑赢行业指数。
- ◆ 公司流通市值占总市值比例为 100%，不存在限售股解禁风险。
- ◆ 综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 33% 左右，对应价格为 122.59 元~135.49 元。

◆ 风险提示：

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
- 4、正股股价波动风险。
- 5、定价模型可能失效，预测结果与实际可能存在较大差异。

主题报告

分析师

罗云峰

SAC 执业证书编号：S0910523010001

luoyunfeng@huajinsec.cn

相关报告

改性塑料行业高新技术企业-聚隆转债（123209.SZ）申购分析 2023.7.25

资产配置周报（2023.7.23）-恐慌情绪较重，无需过度悲观 2023.7.25

新型电力半导体器件领军企业-宏微转债（118040.SH）申购分析 2023.7.24

国内知名整车厂一级供应商-神通转债（111016.SH）申购分析 2023.7.24

创新型亲子家庭全渠道服务提供商-孩王转债（123208.SZ）申购分析 2023.7.24



内容目录

一、燃 23 转债分析	3
(一) 转债分析	3
(二) 中签率分析	3
二、正股分析	4
(一) 公司简介	4
(二) 行业分析	5
(三) 财务分析	7
(四) 估值表现	9
(五) 募投项目分析	10
三、定价分析	10
风险提示：	11

图表目录

图 1：中国石油天然气销售量累计值（十亿立方米）	6
图 2：2023 年一季度同行业可比上市公司财务状况（百万元）	7
图 3：营业收入情况（万元，%）	8
图 4：归母净利润情况（万元，%）	8
图 5：公司经营现金流情况（万元）	9
图 6：近一年行业指数及深圳燃气股价走势	10
图 7：皖天转债及正股表现情况（%）	11
图 8：首华转债及正股表现情况（%）	11

表 1：燃 23 转债基本要素	3
表 2：公司主营收入分产品（万元）	5
表 3：公司主要财务指标	8
表 4：期间费用情况（万元）	8
表 5：同行业可比上市公司（亿元，%）	9

一、燃 23 转债分析

(一) 转债分析

本次发行规模 30 亿元，期限 6 年，评级为 AAA/AAA（中诚信）。转股价 7.72 元，到期补偿利率为 5% 属一般水平。下修条款 15/30,85% 和强赎条款 15/30,130% 均为市场化条款。以 2023 年 7 月 25 日中债 6YAAA 企业债到期收益率 3.1315% 贴现率计算，纯债价值 92.83 元，对应 YTM 为 1.84%，债底保护性较好。

总股本稀释率 11.9%、流通股本稀释率 11.9%，有一定摊薄压力。

表 1：燃 23 转债基本要素

基本要素			
债券简称	燃 23 转债	债券代码	113067.SH
正股简称	深圳燃气	股票代码	601139.SH
评级	AAA/AAA（中诚信）	认购代码	783139.SH
发行金额	30.00	发行期限	6
转股价（元/股）	7.72	起息日	2023-07-27
转股起始日	2024-02-02	转股结束日	2029-07-26
下修条款	15/30,85%	强赎条款	15/30,130%
回售条款	30,70%，附加回售	补偿利率	5.00%
利率	0.20%, 0.40%, 0.80%, 1.20%, 1.80%, 2.00%		
发行方式	优先配售和网上定价	优先配售（元/股）	1.0420
总股本稀释率	11.90%	流通股本稀释率	11.90%
募集资金用途	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
	深圳市天然气储备与调峰库二期 扩建工程	303,122.56	300,000.00
	合计	303,122.56	300,000.00
主要指标			
转股价	7.7200	折现率（2023/7/25）	3.1315%
债券面值	100	平价溢价率	4.51%
正股收盘价 (2023/7/25)	7.49	转股溢价率	3.07%
纯债价值	92.83	纯债溢价率	7.72%
平价	97.02	纯债 YTM	1.84%

资料来源：Wind，华金证券研究所

(二) 中签率分析

截至 2023 年 3 月 31 日，深圳燃气前十大股东持股比例合计 85.05%，持股较为集中。假设前十大股东参与比例为 80%，剩余股东参与比例为 50%，则股东优先配售比例为 75.52%。网上

申购额度为 7.35 亿元。从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0073%。

二、正股分析

(一) 公司简介

截至 2023 年 7 月，深圳市国资委直接持有公司 **40.10%** 的股份，系公司的控股股东；通过全资子公司资本集团持有公司 **8.97%** 的股份。因此，深圳市国资委通过直接及间接持股方式合计持有公司 **49.07%** 的股份，系公司的实际控制人。深圳市国资委及资本集团所持公司股份不存在质押、冻结情况和其他限制权利的情况，不存在股权质押风险。

深圳燃气是一家以城市燃气经营为主体，燃气资源、综合能源、智慧服务等业务协同发展的国有控股上市公司，是国内天然气产业链较为完善的城市燃气企业之一，并在业内率先布局光伏等清洁能源产业。近三年，公司收入主要来自于城市燃气、燃气资源、综合能源及智慧服务业务销售收入。公司的核心业务为城市燃气业务，近三年占比在 **52%** 以上。城市燃气包括城市管道燃气和燃气工程及其他。燃气资源业务由液化天然气及液化石油气批发业务组成，主要由全资子公司华安公司采购液化天然气和液化石油气，通过槽车、槽船或管道销售给客户。液化天然气批发和液化石油气批发均为市场化业务，价格随行就市。综合能源业务包括光伏胶膜业务，光伏发电业务和天然气发电业务。智慧服务业务主要由燃气增值业务、信息化服务业务及燃气设备业务等组成。燃气增值业务由公司向客户销售燃气保险、燃气具、燃气管及燃气表等产品。信息化服务业务由控股子公司深圳市赛易特信息技术有限公司向燃气等公用事业企业提供信息化咨询和建设服务。

近三年，公司主营业务收入来自于深圳地区的比例近三年在 **27%** 以上，但呈逐年下降趋势，其他地区呈逐年上涨趋势，主要原因为：①公司大力开拓其他地区的管道燃气业务，截至 2022 年末，公司已在广东、广西、江西、安徽、江苏、浙江、云南、湖南、湖北、河北等 **11** 省（区）经营 **57** 个城市（区）管道燃气项目；②公司新增深燃热电、江苏斯威克和四家光伏发电公司等异地公司的综合能源业务收入。近三年，公司综合能源业务收入占主营业务收入的比例分别为 **4.09%、11.73% 和 24.15%**。

公司经营业务主要原材料为天然气及石油气，天然气主要向中石油和中石化采购，**2022** 年采购量分别为 **17.32** 亿立方米和 **12.04** 亿立方米。石油气主要向韩国 **E1 Corporation** 和中国海洋石油集团有限公司进行采购，采购量分别为 **30.87** 万吨和 **15.39** 万吨。

公司与广东大鹏及 **BP** 中国签订长期采购协议，同时西气东输二线供气量的达产保障了公司天然气气源的充足性和稳定性。公司的经营及投资项目涵盖了气源供气到终端销售的全部环节，业务链较为完整。采购模式方面，公司城市管道燃气业务主要为管道天然气业务，管道石油气业务占比较小。公司天然气气源采购目前主要通过西气东输的高压管道、长协采购以及现货采购共三种方式。生产模式方面，采购气源后，天然气通过高压管道进入公司城市门站，经调压后被输送给电厂及工业大客户；经过高中压调压站进一步降压后输送给商业及居民用户。液化天然气需经过储配、运输、气化、调压、输送等环节使产品达到最终销售状态。销售模式方面，针对居民

用户、商业用户，公司通过加快天然气管网建设使更多的客户能够使用上安全、方便的管道燃气；针对工业用户、大型商业用户以及新兴用气市场，公司的市场销售人员需要上门与用户进行一对一的谈判，在技术、经济上为其设计可行方案。

表 2：公司主营收入分产品（万元）

	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
城市燃气	1,589,383.94	52.91%	1,305,242.70	61.07%	1,046,439.09	69.89%
管道燃气	1,371,389.62	45.66%	1,096,057.77	51.28%	822,833.93	54.96%
燃气工程及其他	217,994.32	7.26%	209,184.93	9.79%	223,605.17	14.94%
燃气资源	526,400.95	17.52%	374,314.55	17.51%	276,235.84	18.45%
天然气批发	217,341.84	7.24%	118,220.19	5.53%	126,059.65	8.42%
石油气批发	309,059.11	10.29%	256,094.37	11.98%	150,176.19	10.03%
综合能源	725,392.94	24.15%	250,651.23	11.73%	61,195.36	4.09%
发电业务	88,218.20	2.94%	77,204.88	3.61%	61,195.36	4.09%
光伏胶膜	637,174.74	21.21%	173,446.35	8.12%	-	-
智慧服务	162,543.86	5.41%	207,062.02	9.69%	113,310.18	7.57%
商品销售及其他	162,543.86	5.41%	207,062.02	9.69%	113,310.18	7.57%
合计	3,003,721.70	100.00%	2,137,270.50	100.00%	1,497,180.47	100.00%

资料来源：[Wind](#), 华金证券研究所

（二）行业分析

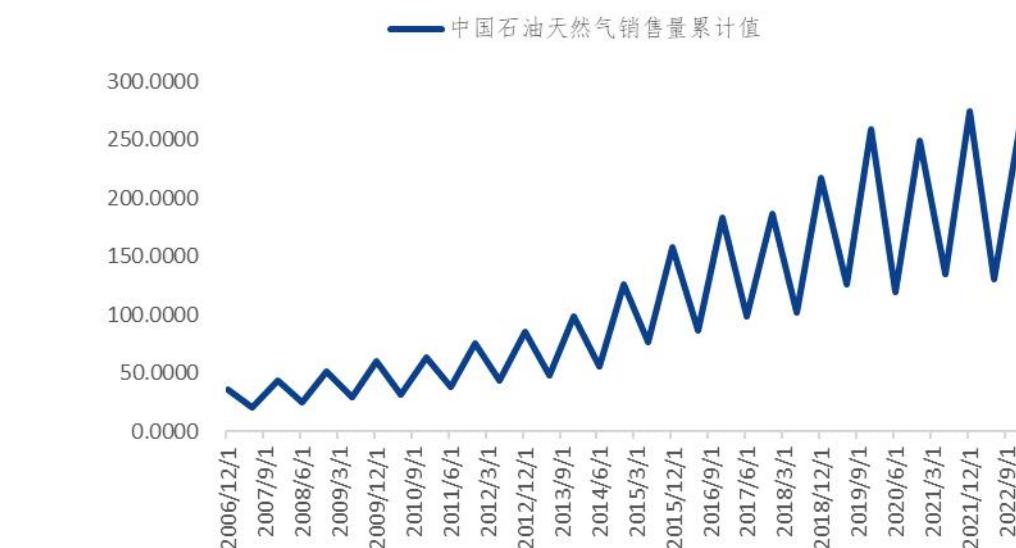
公司属于天然气行业。天然气产业链可分为油气资源、输配仓储和消费应用三个环节，公司城市燃气及燃气资源业务位于天然气产业链的中下游。油气资源及输配仓储环节，油气资源环节主要包括天然气开采及天然气贸易（进口管道天然气、进口 LNG），其中油气开采企业和贸易企业是城市燃气企业气源的主要供应商，国内外天然气资源和管网输配能力的规模直接决定了本行业的生产经营规模。我国天然气输送管网原主要掌控在中石油、中石化及中海油手中（目前由国家管网集团负责管理主干管线），上述三家龙头企业依托资源、技术、人才等方面的优势，在中国拥有天然气管道建设和运营管理的先发优势。随着我国油气体制改革的逐步深入，天然气管道运输的瓶颈因素逐步弱化，天然气市场供应主体逐步多元化，为提高国家资源保障能力提供了良好的发展环境。消费应用方面，天然气消费应用领域分布较为广泛，主要包括居民用气、工商用气及燃气发电等。随着城镇化步伐加快，及受碳中和、产业升级等因素的影响，城市燃气的刚性需求进一步提升，广阔且持续增长的需求将推动城市燃气行业稳步发展。居民用气方面，天然气作为居民燃气主要用于居民采暖、炊事、洗浴等生活用燃料。随着我国城镇化的发展及城市燃气管网建设加快，居民天然气需求量将不断提高。工商用气方面，天然气作为燃料可用于轻纺、建材、机电、石化、冶金及其他工商业等领域。随着我国制造业的持续发展及工业燃料升级工程的进一步实施，工商用气需求增长前景可观。燃气发电方面，根据《“十四五”现代能源体系规划》，到 2025 年天然气发电装机总容量达到约 30 亿千瓦。天然气发电具有低碳、高效、稳定、启停快、变负荷能力强等优势。伴随中国天然气供应保障能力的进一步提升和电气化进程的持续推进，天然气发电有望成为调峰电力主要来源之一。

城市燃气经营具有区域自然排他的特性，城市燃气公司之间的竞争主要体现在燃气特许经营权的取得，对于新增燃气服务的地区，主要竞争体现在新增区域特许经营权的取得及后续的运营管理中。目前，城市燃气行业竞争格局呈现出垄断与竞争并存的特征。一方面，城市燃气行业关系民生且投资规模大，初期大多由政府出资的地方国有天然气公司投资并独家运营，由于燃气管网等基础设施在特定区域内具有不可复制的自然垄断性，因此地方国企背景的城市燃气企业凭借先发优势在特定的区域内占据相对垄断经营的地位。另一方面，在政策鼓励下市场竞争因素日趋增强。

公司是一家集城市燃气、燃气资源、综合能源和智慧服务为一体的综合性公用事业上市公司，是A股市值及营业收入较高的城市燃气上市公司之一，也是较早实现跨区域经营的国有燃气上市公司之一。截至2022年末，公司已在广东、广西、江西、安徽、江苏、浙江、云南、湖南、湖北、河北等11省（区）经营57个城市（区）管道燃气项目，管道气用户数超过643万户。公司2019-2021年天然气供应量占全国天然气表观消费量比例分别为1.19%、1.18%及1.21%，整体呈稳步上升趋势。（相关资料来源可转债募集说明书）

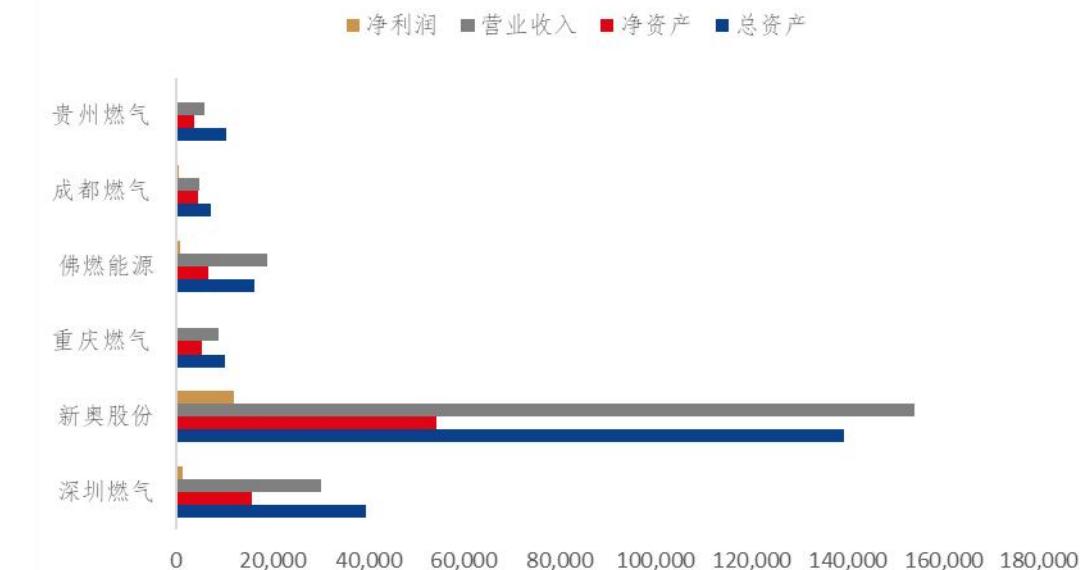
国内可比上市公司则包括新奥股份、重庆燃气、佛燃能源、成都燃气和贵州燃气。

图1：中国石油天然气销售量累计值（十亿立方米）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2023 年一季度同行业可比上市公司财务状况（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）财务分析

近三年，公司分别实现营业收入 1,501,481.46 万元、2,141,473.42 万元和 3,006,156.28 万元，实现归属于母公司所有者的净利润分别为 132,140.03 万元、135,396.66 万元和 122,230.71 万元。公司主要经营业务包括城市燃气、燃气资源、综合能源和智慧服务。近三年，公司主营业务突出，利润主要来源于营业利润。受益于公司燃气用户的持续增长和光伏清洁能源业务的协同发展，公司营业收入和盈利水平总体均保持了稳步增长趋势，公司可持续发展能力持续提升。

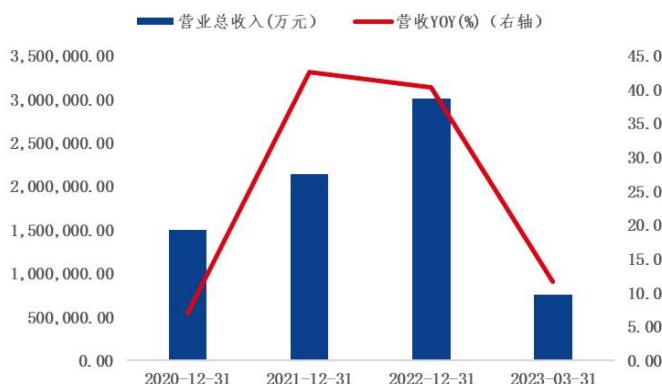
近三年，公司流动比率、速动比率均小于 1，呈波动下降趋势，主要原因是：(1) 华安公司和江苏斯威克随着业务规模扩大，营运资金需求增加，短期借款、应付账款等流动负债金额增加；(2) 公司于 2018 年发行的第一期公司债券 19 亿元于 2022 年末从“应付债券”重分类至“一年内到期的非流动负债”。近三年，公司合并资产负债率分别为 51.20%、58.74% 和 59.70%，呈持续上升趋势，主要原因是：(1) 公司燃气管道项目投资额较大、投资周期较长，融资渠道主要依靠债权融资；(2) 江苏斯威克下游客户主要为大型光伏组件厂商，光伏行业客户具有票据结算货款的商业惯例，基于江苏斯威克业务持续扩张下营运资金需求的考量，公司增加银行借款规模以筹措资金。近三年，公司的应收账款周转率呈逐年下降趋势。2021 年度，公司应收账款周转率较 2020 年度下降，主要原因因为公司 2021 年度收购的光伏胶膜业务应收账款的信用期比公司原有业务长，使得应收账款周转率下降幅度较大。2022 年度，公司应收账款周转率较 2021 年度略有下降，主要系 2022 年末公司应收账款期末平均余额增长幅度大于营业收入增长幅度所致。公司的存货周转率呈持续下降趋势。2021 年度，公司存货周转率较 2020 年度下降，主要原因因为：(1) 公司控股子公司华安公司 2021 年因天然气价格持续走高及国内需求增加的现状，提高了存货储备水平，使得 2021 年液化天然气存货余额较 2020 年末增长 61,266.01 万元；(2) 公司 2021 年末新增江苏斯威克光伏胶膜存货。2022 年度，公司存货周转率较 2021 年度下降，

主要原因为：(1) 江苏斯威克销售规模扩大，原材料期末余额增加所致；(2) 未达到验收条件的天然气工程安装业务所投入的成本（即“合同履约成本”）较 2021 年末增加 1,477.15 万元。

近三年，公司期间费用率逐渐下降。公司各期管理费用、研发费用、财务费用占营业收入比例较小，销售费用为期间费用主要构成部分。近三年，公司销售费用占营业收入的比例为 5%~11%，其中 2020 年度公司销售费用占营业收入比例较高主要系公司销售人员薪酬结构调整和计提奖金增加所致。

近三年，公司经营活动产生的现金流量净额与净利润的差额呈现波动走势，2021 年度及 2022 年度相比 2020 年度存在一定幅度下降，主要系：(1) 公司营业规模增长较快，其中 2021 年度营业收入同比增长 42.62%，2022 年度营业收入同比增长 40.38%，同时公司光伏胶膜业务的主要客户为光伏组件行业的大型厂商，行业具有使用票据结算的商业惯例，销售回款周期较长，上述因素导致回款速度减慢；(2) 2021 年以来公司核心原材料天然气、石油气和 EVA 树脂等市场价格处于高位，公司为满足市场需求，保持原材料供应稳定，向核心原材料供应商预付货款金额增加较多所致。

图 3：营业收入情况（万元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：归母净利润情况（万元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 3：公司主要财务指标

财务指标	2022 年末	2021 年末	2020 年末
流动比率	0.50	0.56	0.59
速动比率	0.40	0.48	0.55
资产负债率	59.70%	58.74%	51.20%
应收账款周转率	10.97	11.24	19.66
存货周转率	13.04	18.43	26.99

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 4：期间费用情况（万元）

项目	2023 年 1-3 月	2022 年度	2021 年度	2020 年度
销售费用	32,181.45	152,762.51	147,340.35	152,466.45
管理费用	13,225.48	31,035.36	27,429.16	25,790.10
研发费用	14,334.85	61,109.73	38,209.95	24,174.31
财务费用	7,635.11	40,350.75	16,978.22	19,182.94
期间费用率	8.89%	9.49%	10.74%	14.76%

资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：公司经营现金流情况（万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（四）估值表现

截至 2023 年 7 月 25 日，公司 PE(TTM) 16.16，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）。ROE 1.95%，低于同行业可比上市公司平均值（剔除负值），同时处于自身上市以来 8.33% 分位数，估值弹性较高。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较高水平为 34.45%。

年初至今公司股价上升 16.73%，行业指数（申万三级-燃气III）上升 8.05%，公司跑赢行业指数。

公司流通市值占总市值比例为 100%，不存在限售股解禁风险。

表 5：同行业可比上市公司（亿元，%）

代码	证券简称	流通市值	总市值	PE(TTM)	近1月涨跌幅	近3月涨跌幅	近6月涨跌幅	近1年涨跌幅	ROE
601139.SH	深圳燃气	215.47	215.47	16.16	7.00	12.27	4.87	8.13	1.95
600803.SH	新奥股份	279.25	592.10	9.04	5.23	-17.37	-32.84	-1.15	-6.59
600917.SH	重庆燃气	108.34	109.05	33.20	3.86	19.07	51.32	69.39	2.90
002911.SZ	佛燃能源	124.53	124.77	18.88	3.48	28.53	13.81	34.81	3.96
603053.SH	成都燃气	88.80	88.80	17.61	4.95	6.68	13.56	20.51	0.36
600903.SH	贵州燃气	99.67	99.67	57.00	5.22	11.30	8.78	6.51	2.26

资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：近一年行业指数及深圳燃气股价走势



资料来源：Wind，华金证券研究所

（五）募投项目分析

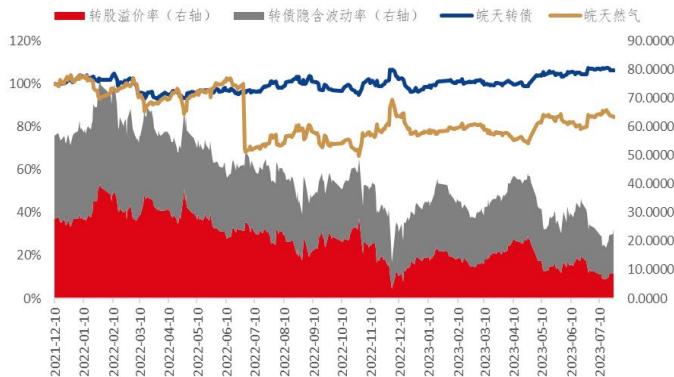
本次募集资金投资项目情况如下：

深圳市天然气储备与调峰库二期扩建工程。储备库二期项目建设内容主要包括 2 座 16 万立方米的液化天然气储罐、LNG 气化外输系统及相应的辅助生产设施。项目建设周期为 36 个月，项目总投资为 303,122.56 万元，本次拟投入募集资金 300,000.00 万元用于项目建设。经测算，项目达产后新增营业收入 58.00 亿元/年，达产后新增净利润 1.98 亿元/年。税后财务内部收益率为 7.79%，包含建设期的税后静态投资回收期 12.99 年，项目建成投产后可进一步提升公司燃气业务收入和利润规模，经济效益良好。

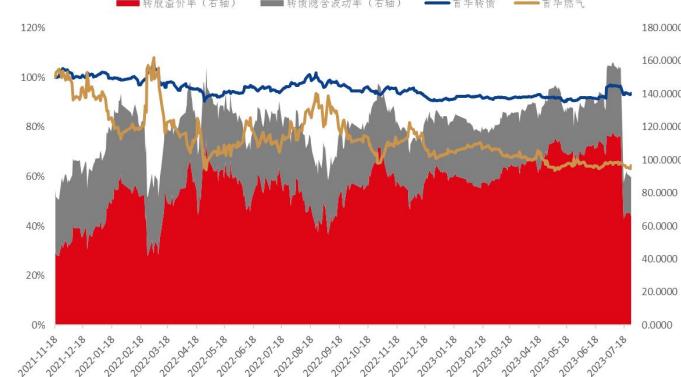
三、定价分析

我们采用同行业可比券和溢价率模型对上市首日价格进行预计情况如下：

(1) 同行业可比券参考皖天转债(2021-12-10 上市, 规模 9.3 亿, 期限 6 年, 评级为 AA+/AA+, 上市后首日收盘价 118.9 元, 转股溢价率为 27.75%), 首华转债 (2021-11-18 上市, 规模 13.794971 亿, 期限 6 年, 评级为 AA/AA, 上市后首日收盘价 110.26 元, 转股溢价率为 45.58%)。

图 7：皖天转债及正股表现情况 (%)


资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 8：首华转债及正股表现情况 (%)


资料来源：Wind, 华金证券研究所

(2) 选取 2019 年 6 月 10 日至 2023 年 6 月 9 日的 402 只可转债进行多元回归，因变量为可转债上市首日的转股溢价率 y ，自变量分别为可转债所处行业上市首日的转股溢价率的中位数(x_1)、转债发行前一日的中证转债成交额(亿元)(x_2)、转股价格的倒数(x_3)。模型通过 F 检验，各自变量 t 检验均显著。回归结果显示，可转债所处行业上市首日的转股溢价率的中位数(x_1)在 10% 的显著性水平下显著，转债公告前一日的中证转债成交额(x_2)在 1% 的显著性水平下显著，转股价格的倒数(x_3)在 5% 的显著性水平下显著，表明选取变量与可转债上市首日的转股溢价率具有相关关系。我们构建出以下模型：

$$y=8.69+0.15x_1+0.03x_2-41.24x_3$$

通过模型计算出燃 23 转债上市当日的转股溢价率为 18.07%。由于燃 23 转债的债底保护性较好，综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 33% 左右，对应价格为 122.59 元~135.49 元。

风险提示：

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
- 4、正股股价波动风险。
- 5、定价模型可能失效，预测结果可能与实际有较大差异。

分析师声明

罗云峰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn