

证券研究报告

公用事业


兴业证券
INDUSTRIAL SECURITIES

增持（首次）

01083.HK

港华智慧能源

港股通（沪、深）

目标价：3.55 港元

现价：3.25 港元

售气业务逐步修复，可再生能源发展稳扎稳打

预期升幅：9.3%

2023 年 12 月 31 日

市场数据

日期	2023.12.29
收盘价(港元)	3.25
总股本(百万股)	3,354.50
总市值(亿港元)	109.02
净资产(亿港元)	237.15
总资产(亿港元)	546.35
每股净资产(港元)	7.07

来源：Wind

相关报告

投资要点

- **香港中华煤气拓展内地业务之子公司，综合能源转型步伐加快。**20 世纪 90 年代起，百江燃气公司开始涉足内地燃气领域；2006 年，香港中华煤气通过资产注入方式获取百江燃气控股股权，并于 2007 年将公司更名为“港华燃气”，成为香港中华煤气全面拓展和管理内地业务的子公司；2021 年，公司更名为“港华智慧能源”，加快发展智慧能源解决方案，向综合清洁能源供应商转型。截至 2023 年 6 月 30 日，公司累计燃气用户数量达到 1636 万户；拥有 91 个零碳园区项目，光伏并网装机容量达到 1.12GW。
- **2023 年上半年，销气修复接驳承压，其他收益净额增加贡献利润。**2010-2022 年，公司营收 CAGR 增速达到 17.2%；归母净利润 CAGR 增速达到 6.8%，其中“十二五”、“十三五”的归母净利润 CAGR 增速分别达到 13.1%和 12.4%。2023 年上半年，公司实现营业收入 98.8 亿港元，同比下降 2.7%；分类业绩总和 9.96 亿港元，同比下降 2.8%/0.29 亿港元，其中销售管道燃气及能源/接驳/增值业务分别变动+1.1/-1.2/-0.15 亿港元；毛利 8.5 亿港元，同比下降 8.5%/0.8 亿港元；其他收益净额因退出上海燃气同比提升 46.5%/2.4 亿港元至 7.6 亿港元；归母净利润 11.2 亿港元，同比上升 8.0%/0.74 亿港元。
- **2023 年上半年，公司售气量恢复增长，毛差维持稳定。**2023 年上半年，公司零售气量同比增长 4.1%至 66.4 亿方，其中居民/工业/商业用户售气量分别同比增长 0%/6.2%/3.2%至 17.3/39.5/9.6 亿方；分销及其他气量同比增长 37.1%至 15.9 亿方。公司居民/商业/工业/分销的销气价格分别同比变动+0.03/+0.24/-0.04/-0.09 元/方，平均售价与平均成本价维持 3.44/2.94 元/方不变，使得售气毛差维持 0.5 元/方。2023 年全年，公司预计售气量或将同比增长 9%，价差或将提升至 0.51 元/方。
- **2023 年上半年，公司接驳与增值业务承压，可再生能源业务开拓第二增长曲线。**2015-2022 年间，公司新增燃气接驳用户数由 39 万户增长至 53 万户，年复合增长率 4.6%，2023 年上半年同比下降 27.2%至 18.1 万户。2021 年，公司通过增发新股与可换股债券方式引入 Affinity 基金 28 亿港元投资，推动智慧能源转型以及加快分布式光伏建设。2021 与 2022 年新增并网光伏装机容量分别为 0.08 和 0.47GW。截至 2023 年上半年，公司光伏累计并网量达到 1.12GW，签约量达到 2.20GW，累计拥有的零碳园区项目数量达到 91 个。2021-2022 年公司可再生能源业务处于团队建设与成本投入阶段，2023 年上半年或开始实现盈利。由于部分工商业企业经营承压，全球融资成本上行导致资金成本提升，公司 2023 年全年光伏装机指引由年初的 3GW 下调至 2.3GW，同时将聚焦零碳园区轻资产服务拓展可再生能源业务。
- **在手现金相对充裕，分红派息保持稳定。**截至 2023 年 6 月 30 日，公司在手现金及银行存款达到 41.9 亿港元，资产负债率 57%；公司于 2023 年 8 月 2 日收到退出上海燃气 46.6 亿人民币现金。2017-2022 年间，公司派息额维持在 0.15 港元每股，目前公司在手现金充裕，同时引入合作方开发分布式光伏项目，加快轻资产产能服务业务开发，减轻资金压力，培育第二增长曲线。
- **我们的观点：**我们预计，2023-2025 年公司归母净利润将分别达到 13.37/14.47/15.81 亿港元，同比分别变动+38.6%/+8.2%/+9.2%。公司财务状况良好，派息额有望保持稳定，我们首次覆盖给予“增持”评级和目标价 3.55 港元，对应 2024 年 8 倍 PE 估值。
- **风险提示：**全国天然气消费量增速放缓，上游天然气价格大幅上涨，各地顺价政策落实不及预期，公司可再生能源装机进度不及预期

海外公用事业&能源

分析师：

李静云

lijingyun@xyzq.com.cn

SFC: BUA484

SAC: S0190522120001

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万港元)	20,073	20,175	21,134	22,521
同比增长	17.2%	0.5%	4.8%	6.6%
归母净利润(百万港元)	965	1,337	1,447	1,581
同比增长	-23.0%	38.6%	8.2%	9.2%
毛利率	8.0%	8.5%	8.5%	8.4%
净资产收益率	6.6%	8.4%	8.7%	8.9%
每股基本收益(港元)	0.30	0.41	0.44	0.48
股息率	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院预测与整理（股息率采用 2023 年 12 月 29 日收盘价计算）

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

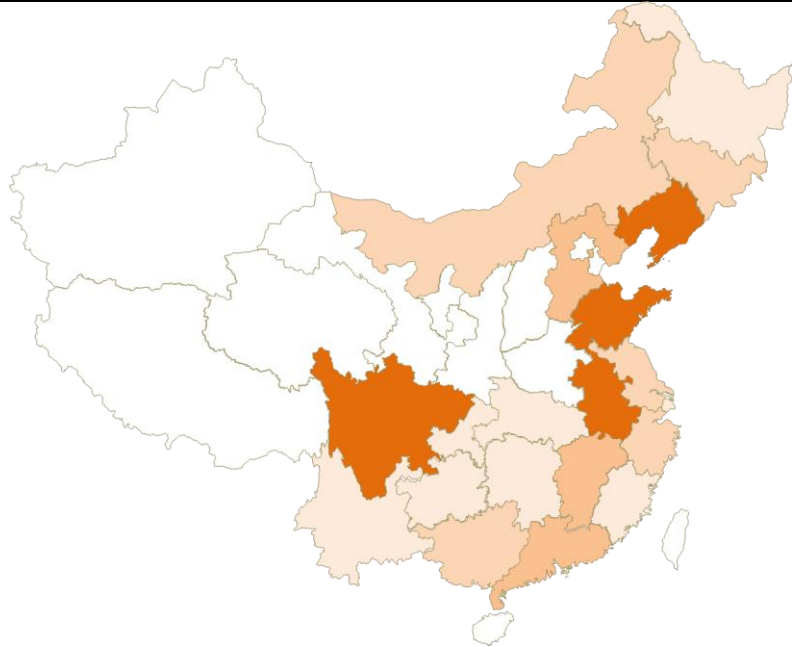
- **香港中华煤气拓展内地业务之子公司，综合能源转型步伐加快。**20 世纪 90 年代起，百江燃气公司开始涉足内地燃气领域；2006 年，香港中华煤气通过资产注入方式获取百江燃气控股权，并于 2007 年将公司更名为“港华燃气”，成为香港中华煤气全面拓展和管理内地业务的子公司；2021 年，公司更名为“港华智慧能源”，加快发展智慧能源解决方案，向综合清洁能源供应商转型。截至 2023 年 6 月 30 日，公司累计燃气用户数量达到 1636 万户；拥有 91 个零碳园区项目，光伏并网装机容量达到 1.12GW。

表 1、截止 2022 年底主要城燃公司天然气业务数据对比

	2022 年零售气量 (亿方)	用户数 (万户)			城燃项目数 (个)	气化率	管网长度 (万公里)
		居民	工业	商业			
港华智慧能源	125		1593		183 ¹		
华润燃气	359	5392	3.7	40.5	273	58.2%	29.2
新奥能源	259	2792		22.4	254	62.9%	7.8 ²
中国燃气	230	4539	2.2	32.9	661	68.6%	55.2
昆仑能源	278	1462	1.2	8.5	268		

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 1、截至 2022 年底港华智慧能源各省项目数量分布情况



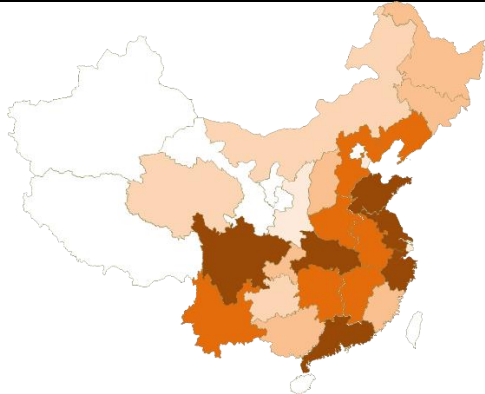
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理（注：图例颜色深浅代表该地区项目数量多少）

¹ 含企业再投资

² 中输及主干管道长度

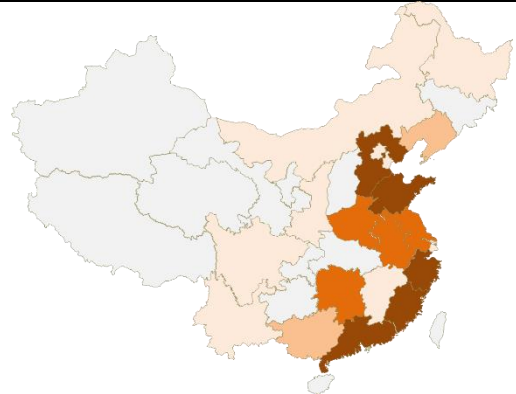
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 2、截至 2022 年底华润燃气城燃项目分布情况



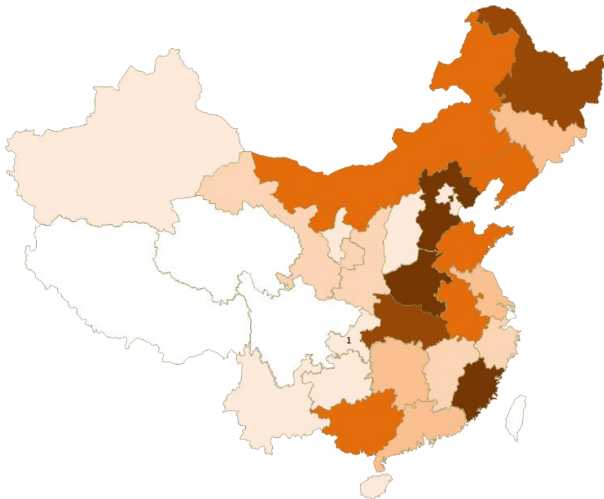
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理（注：图例颜色深浅代表该地区项目数量多少）

图 3、截至 2022 年底新奥能源各地区售气量占公司总零售气量比重



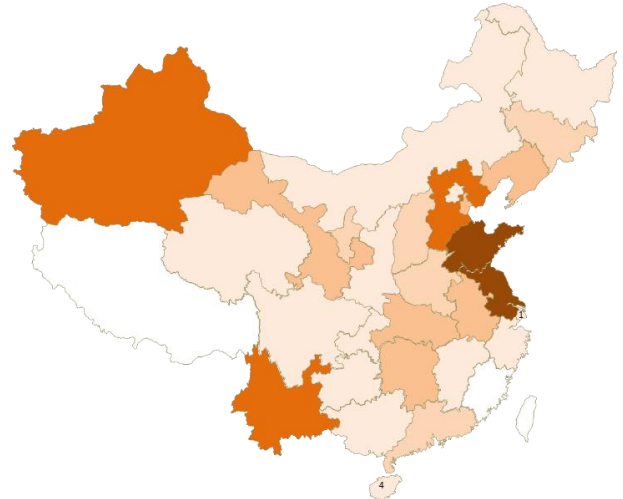
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理（注：图例颜色深浅代表该地区售气量占比多少）

图 4、截至 2023 年 3 月 31 日中国燃气各省项目数量分布情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理（注：图例颜色深浅代表该地区项目数量多少）

图 5、截至 2023 年 6 月 30 日昆仑能源各省项目数量分布情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理（注：图例颜色深浅代表该地区项目数量多少）

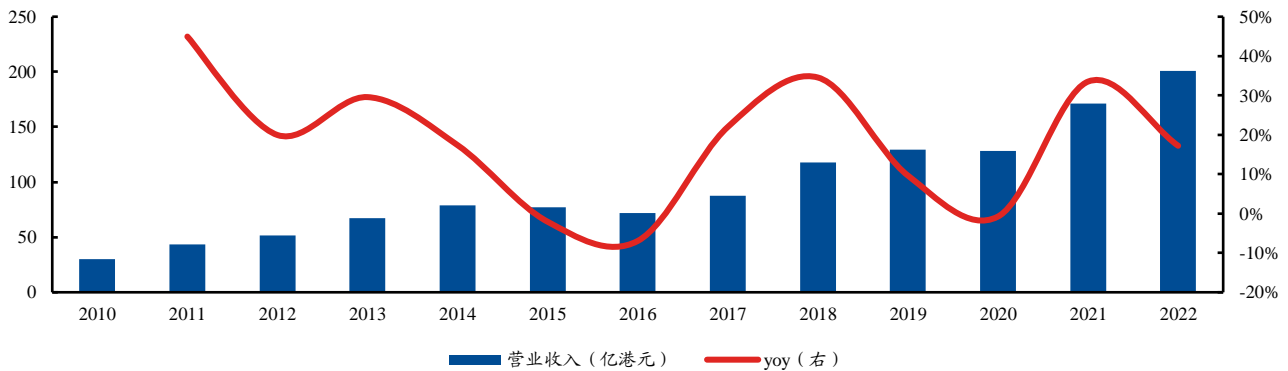
- **2023 年上半年，销气修复接驳承压，其他收益净额增加贡献利润。**2010-2022 年，公司营收 CAGR 增速达到 17.2%；归母净利润 CAGR 增速达到 6.8%，其中“十二五”、“十三五”的归母净利润 CAGR 增速分别达到 13.1%和 12.4%。2023 年上半年，公司实现营业收入 98.8 亿港元，同比下降 2.7%；分类业绩总和 9.96 亿港元，同比下降 2.8%/0.29 亿港元，其中销售管道燃气及能源/接驳/增值业务分别变动+1.1/-1.2/-0.15 亿港元；毛利 8.5 亿港元，同比下降 8.5%/0.8 亿港元；其他收益净额因退出上海燃气同比提升 46.5%/2.4 亿港元至 7.6 亿港元；归母净利润 11.2 亿港元，同比上升 8.0%/0.74 亿港元。

表 2、2023H1&2022H1 公司业绩拆分（单位：百万港元）

	2022H1	2023H1	YoY
收入拆分			
销售管道燃气及能源	8,637	8,631	-0.1%
燃气接驳	1,195	906	-24.2%
延伸业务	329	346	5.2%
收入总计	10,160	9,883	-2.7%
分类业绩拆分			
销售管道燃气及能源	472	582	23.3%
燃气接驳	491	367	-25.3%
延伸业务	62	47	-24.2%
分类业绩总计	1,025	996	-2.8%
各分类业绩率			
销售管道燃气及能源	5.5%	6.7%	+1.2pct
燃气接驳	41.1%	40.5%	-0.6pct
延伸业务	18.8%	13.6%	-5.2pct
总分类业绩率	10.1%	10.1%	0pct

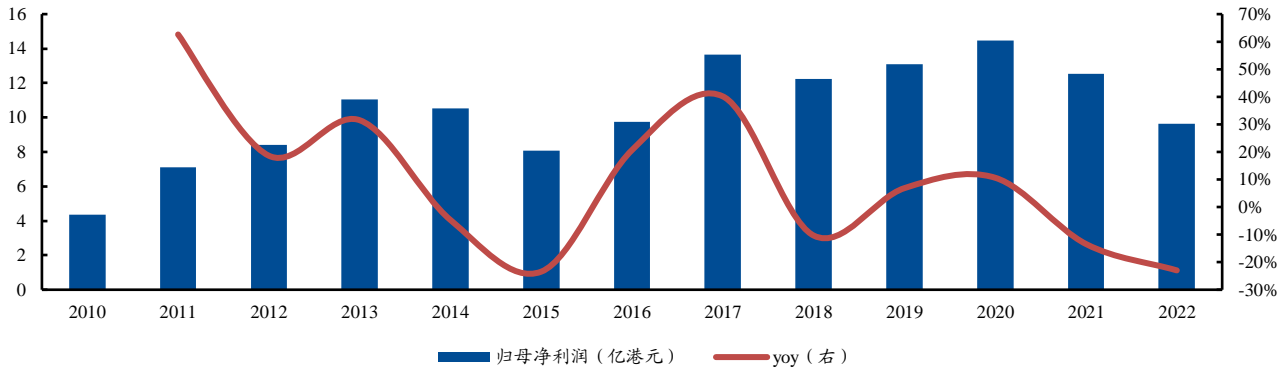
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2010-2022 年公司营业收入情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

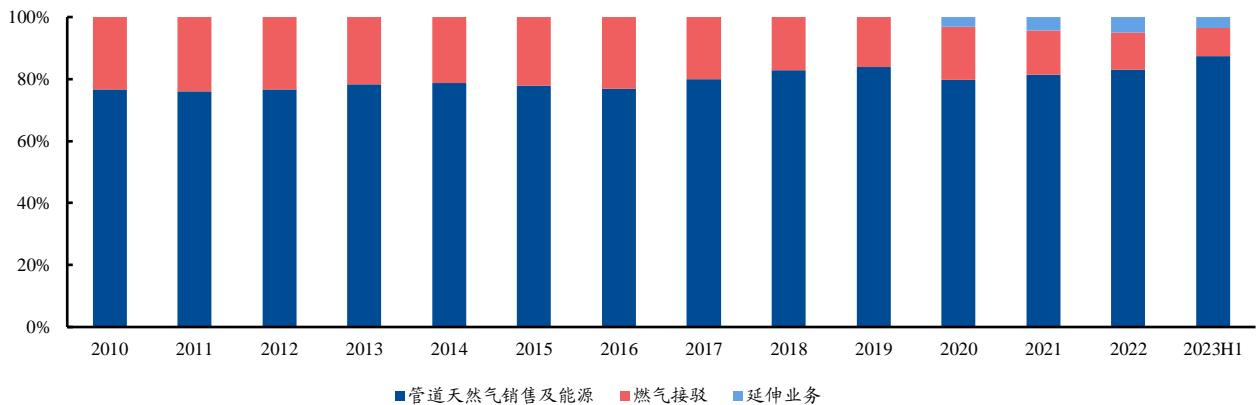
图 7、2010-2022 年公司归母净利润情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

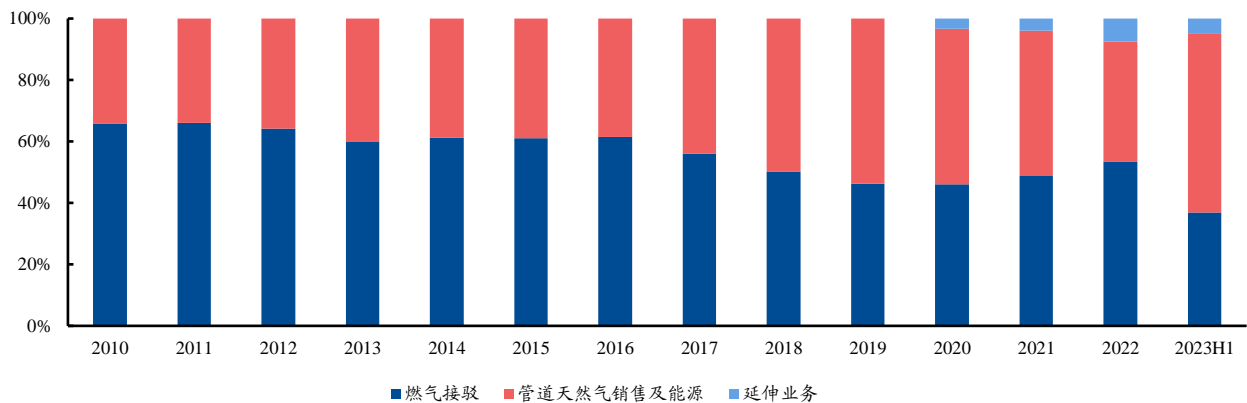
2023 年上半年，公司管道天然气及能源分部业务恢复平稳增长。2010-2021 年间，公司管道天然气及能源分部业绩由 1.44 亿港元增长至 10.86 亿港元，年均复合增长率 20.2%，其中“十二五”与“十三五”时期 CAGR 分别为 25.9% 和 17.1%；占公司分类业绩的比重从 34% 提升至 47%。2022 年，由于上游气价上涨未能及时顺价等原因，该分部业绩同比下降 34.2% 至 7.15 亿港元。2023 年上半年，该分部实现营业收入 86.3 亿港元，同比下降 0.1%；实现分类业绩 58.2 亿港元，同比增长 23.3%。

图 8、公司收入结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司分类业绩结构



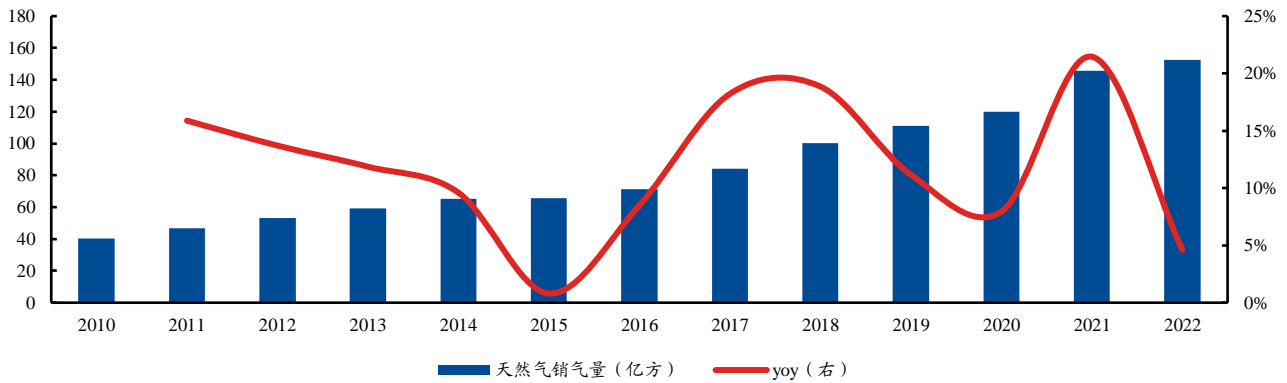
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **2023 年上半年，公司售气量恢复增长，毛差维持稳定。**2010-2022 年间，通过并购扩张与内生增长，公司售气量由 40.3 亿方增长至 152.5 亿方，年均复合增长率 11.7%，其中“十二五”与“十三五”时期 CAGR 分别为 10.2%与 12.8%，公司拥有济南、杭州、南京、沈阳等多个优质省会项目，并参股佛燃能源、长春燃气、成都燃气³等优质地方燃气公司获取投资收益与业务协同。2017-2022 年，公司实现平均毛差稳步下降至 0.5 元/方。

2023 年上半年，公司零售气量同比增长 4.1%至 66.4 亿方，其中居民/工业/商业用户售气量分别同比增长 0%/6.2%/3.2%至 17.3/39.5/9.6 亿方；分销及其他气量同比增长 37.1%至 15.9 亿方。公司居民/商业/工业/分销的销气价格分别同比变动+0.03/+0.24/-0.04/-0.09 元/方，平均售价与平均成本价维持 3.44/2.94 元/方不变，使得售气毛差维持 0.5 元/方。2023 年全年，公司预计售气量或将同比增长 9%，价差或将提升至 0.51 元/方。

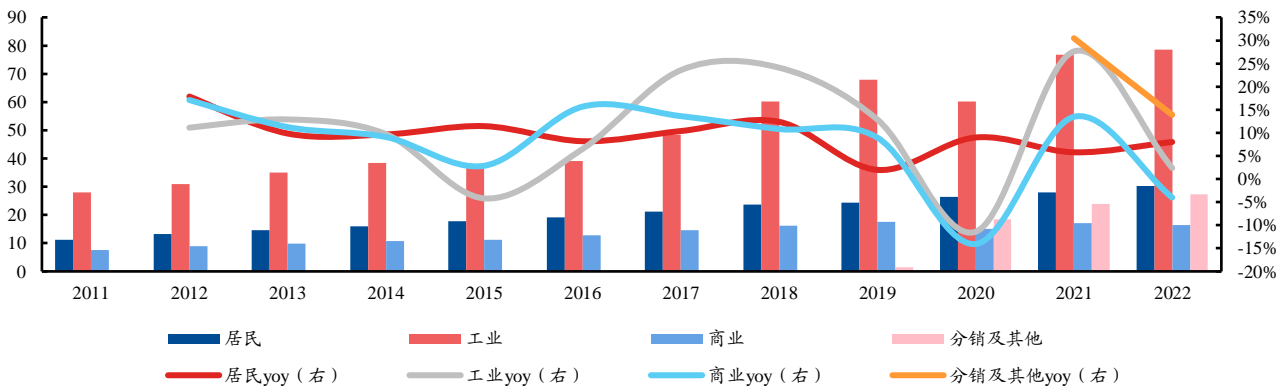
³ 截至 2022 年底，公司占佛燃能源、长春燃气、成都燃气股权比例分别为 38.4%、28.2%、11.7%。

图 10、2010-2022 年公司天然气销量情况



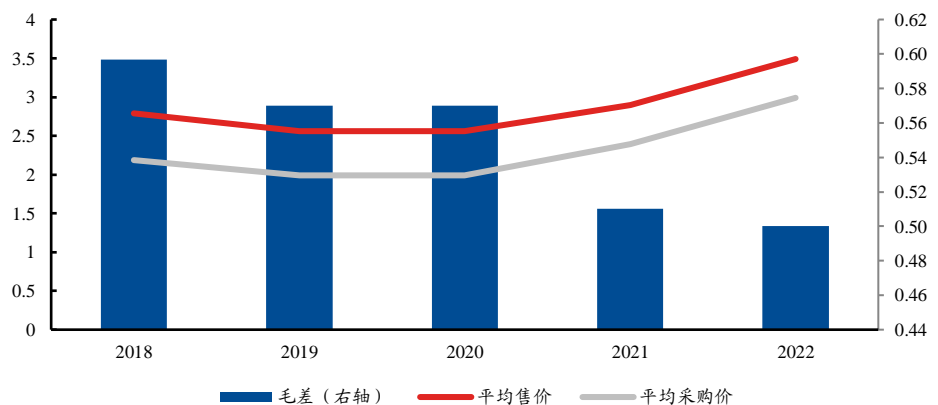
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2011-2022 年公司各类型用户销气量情况（单位：亿方）



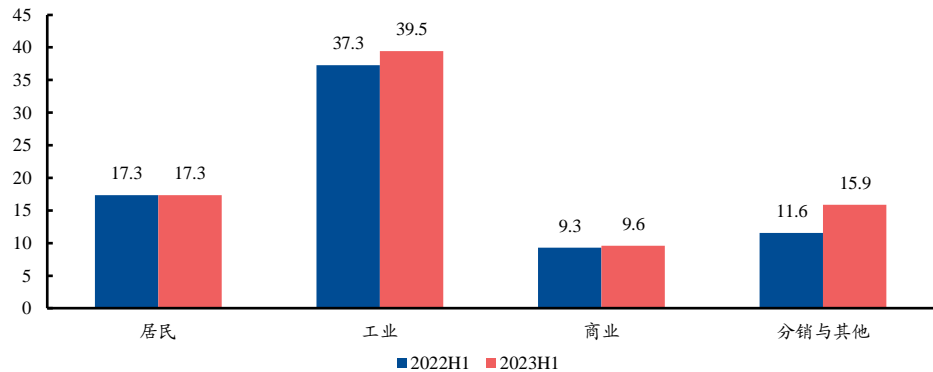
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理（注：2020 年工商业用户销气量部分调整至分销及其他）

图 12、2018-2022 年公司平均售价、采购价和毛差情况（单位：元/方）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

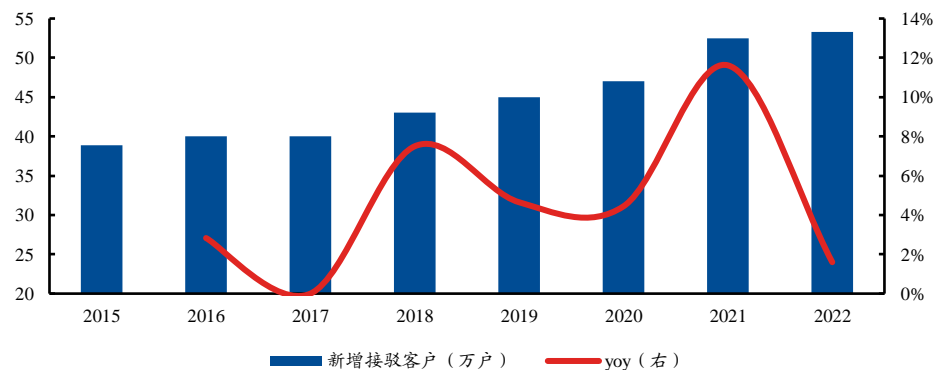
图 13、2023H1&2022H1 公司各类型用户售气量情况（单位：亿方）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

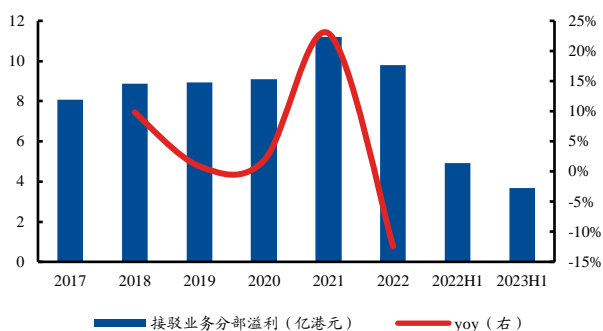
- 2023 年上半年，公司接驳与增值业务承压。**2015-2022 年间，公司新增燃气接驳用户数由 39 万户增长至 53 万户，年复合增长率 4.6%。2010-2022 年间，公司燃气接驳分部业绩由 2.78 亿港元增长至 9.79 亿港元，年均复合增长率 11.1%，占公司分类业绩的比重由 66% 下降至 53%。2023 年上半年，公司燃气接驳业务营业收入同比下降 24.2% 至 9.06 亿港元，分类业绩同比下降 25.3% 至 3.67 亿港元，主要是由于新增居民燃气接驳用户同比下降 27.2% 至 18.1 万户。同期，公司增值业务营业收入同比增长 5.2% 至 3.46 亿港元，分类业绩同比下降 24.3% 至 0.47 亿港元。2023 年全年，公司全口径新增居民用户数指引由年初的 90 万户下调至 80 万户。

图 2、公司新增接驳用户数情况



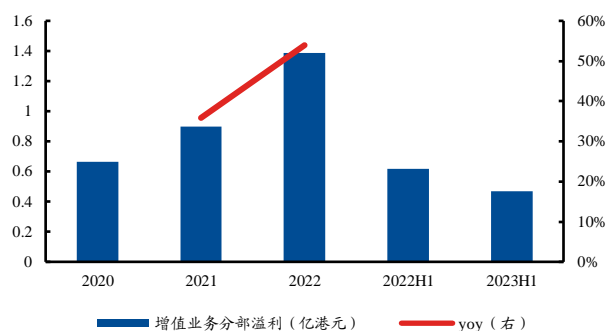
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、燃气接驳业务分部溢利情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

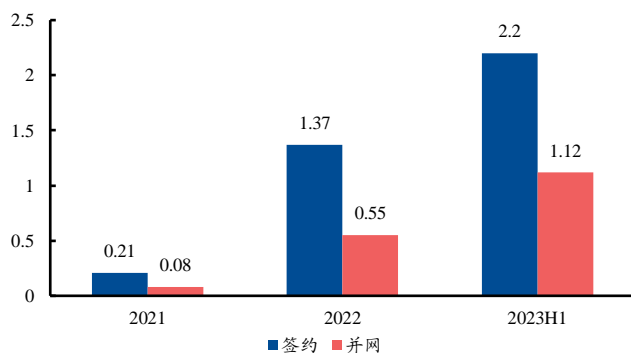
图 16、增值业务分部溢利情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **持续投资分布式光伏，聚焦零碳园区拓展可再生能源业务。**2021年，公司通过增发新股与可换股债券方式引入 Affinity 基金 28 亿港元投资，推动智慧能源转型以及加快分布式光伏建设。2021 与 2022 年新增并网光伏装机容量分别为 0.08 和 0.47GW。截至 2023 年上半年，公司光伏累计并网量达到 1.12GW，签约量达到 2.20GW，累计拥有的零碳园区项目数量达到 91 个。2021-2022 年公司可再生能源业务处于团队建设与成本投入阶段，2023 年上半年或开始实现盈利。由于部分工商业企业经营承压，全球融资成本上行导致资金成本提升，公司 2023 年全年光伏装机指引由年初的 3GW 下调至 2.3GW。

图 17、公司累计光伏签约及并网情况（单位：GW）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

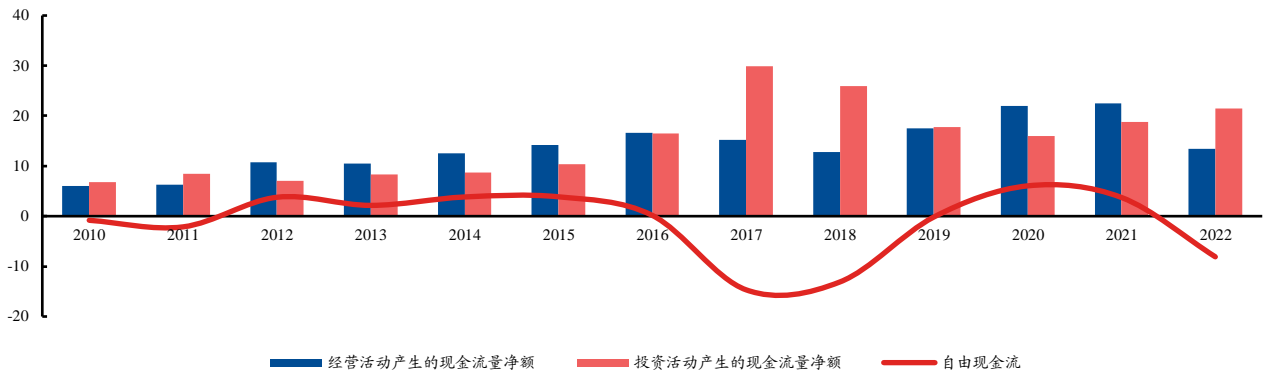
图 18、公司能碳服务业务示意图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

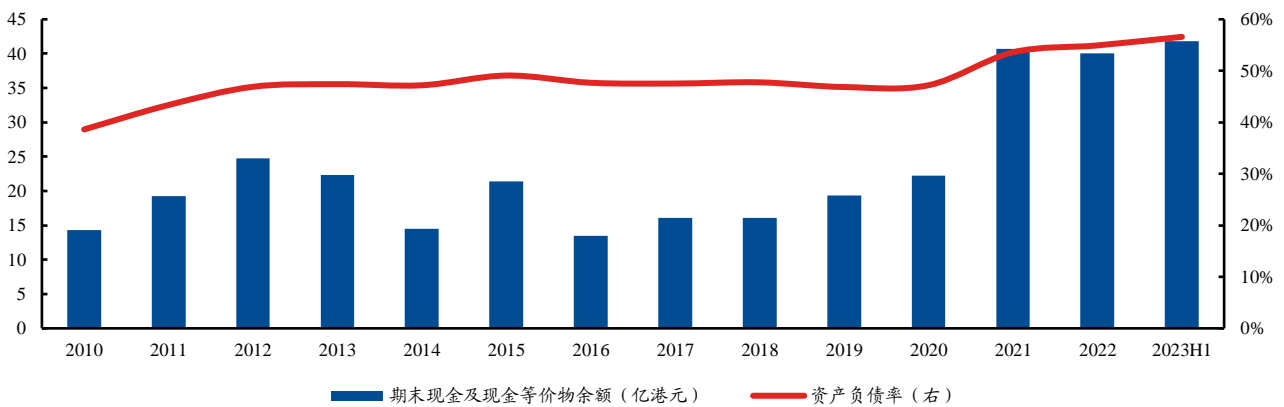
- **在手现金相对充裕，分红派息保持稳定。**截至 2023 年 6 月 30 日，公司在手现金及银行存款达到 41.9 亿港元，资产负债率 57%；公司于 2023 年 8 月 2 日收到退出上海燃气 46.6 亿人民币现金。2017-2022 年间，公司派息额维持在 0.15 港元每股，目前公司在手现金充裕，同时引入合作方开发分布式光伏项目，加快轻资产能碳服务业务开发，减轻资金压力，培育第二增长曲线。

图 19、公司现金流情况（单位：亿港元）



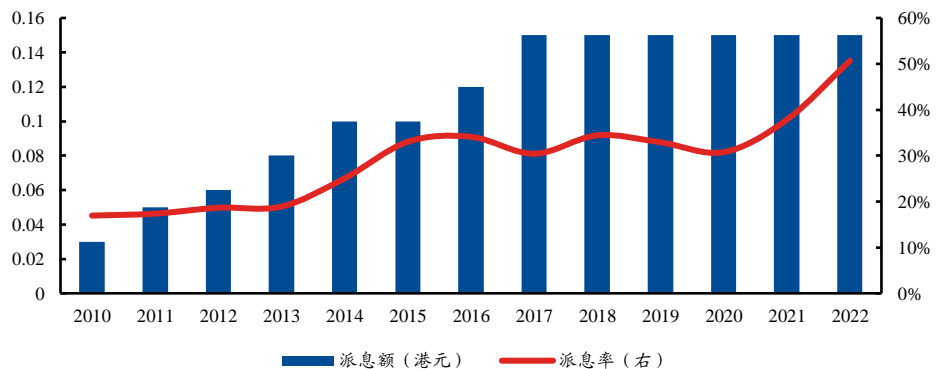
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理（注：本文所指自由现金流的简易计算方法为经营活动产生的现金流量净额减去投资活动产生的现金流量净额）

图 20、公司在手现金与资产负债率情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

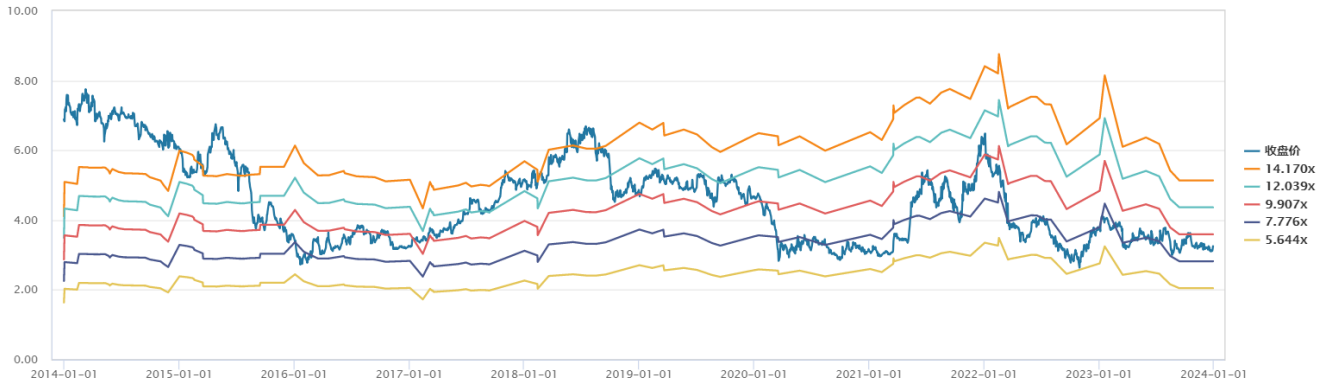
图 21、公司分红派息情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点：**2023年上半年，公司售气业务持续修复，接驳业务承压，可再生能源业务持续拓展或将打造公司第二增长曲线，我们预计，2023-2025年公司归母净利润将分别达到13.37/14.47/15.81亿港元，同比分别变动+38.6%/+8.2%/+9.2%。公司财务状况良好，派息额有望保持稳定，我们首次覆盖给予“增持”评级和目标价3.55港元，对应2024年8倍PE估值。

图 22、公司历史 PE 走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：全国天然气消费量增速放缓，上游天然气价格大幅上涨，各地顺价政策落实不及预期，公司可再生能源装机进度不及预期

附表

资产负债表					利润表				
会计年度	单位: 百万港元				会计年度	单位: 百万港元			
	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E		FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
流动资产	8,069	13,306	10,627	9,194	营业收入	20,073	20,175	21,134	22,521
现金	4,001	9,057	5,822	3,405	销售成本	-18,461	-18,463	-19,342	-20,630
应收账款及其他应收款项	2,912	2,927	3,066	3,267	毛利	1,612	1,712	1,792	1,892
存货	682	923	967	1,031	其它收入	133	133	133	133
其他流动资产	474	399	772	1,490	其他经营净收益	532	764	500	500
非流动资产	44,875	44,086	48,817	53,533	财务费用	-753	-861	-861	-912
物业厂房及设备	23,500	27,488	31,539	35,449	应占联营公司业绩	306	225	383	431
其他非流动资产	21,374	16,598	17,278	18,085	应占合营公司业绩	-247	125	323	436
总资产	52,944	57,392	59,444	62,727	税前利润	1,201	1,573	1,703	1,860
流动负债	17,662	17,063	17,779	18,320	所得税	-383	-524	-568	-620
应付账款及其它应付款项	3,067	2,996	3,356	3,419	净利润	1,201	1,573	1,703	1,860
短期借款	9,019	8,117	8,117	8,117	少数股东权益	236	236	255	279
其他流动负债	5,576	5,951	6,307	6,784	归母净利润	965	1,337	1,447	1,581
非流动负债	11,419	15,469	15,442	16,641	EPS-基本(港元)	0.30	0.41	0.44	0.48
长期借款	8,564	11,989	11,989	13,188					
其他非流动负债	2,855	3,480	3,453	3,453	主要财务比率				
总负债	29,081	32,533	33,221	34,961	会计年度	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
股本	326	326	326	326	成长性				
储备	21,179	22,177	23,305	24,589	营业收入增长率	17.2%	0.5%	4.8%	6.6%
少数股东权益	2,358	2,356	2,592	2,851	毛利增长率	-23.4%	6.2%	4.7%	5.5%
股东权益合计	23,863	24,859	26,223	27,766	净利润增长率	-26.2%	32.5%	8.2%	9.2%
					归母净利润增长率	-23.0%	38.6%	8.2%	9.2%
现金流量表	单位: 百万港元				盈利能力				
会计年度	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E	毛利率	8.0%	8.5%	8.5%	8.4%
经营活动产生现金流量	1,340	7,839	2,191	1,897	归属股东净利率	4.8%	6.6%	6.8%	7.0%
投资活动产生现金流量	-3,165	-5,039	-5,160	-5,246	ROA	3.0%	3.7%	3.8%	4.0%
融资活动产生现金流量	2,036	2,256	-267	932	ROE	6.6%	8.4%	8.7%	8.9%
现金净变动	211	5,057	-3,236	-2,417					
汇率影响	-281	-	-	-	偿债能力				
现金的期初余额	4,071	4,001	9,057	5,822	资产负债率	54.9%	56.7%	55.9%	55.7%
现金的期末余额	4,001	9,057	5,822	3,405	流动比率	0.46	0.78	0.60	0.50
					速动比率	0.42	0.73	0.54	0.45
					运营能力(次)				
					资产周转率	0.09	0.08	0.08	0.07
					存货周转率	26.62	23.00	20.46	20.64
					每股资料				
					EPS-基本(港元)	0.30	0.41	0.44	0.48
					每股净资产(港元)	7.32	7.63	8.04	8.52
					每股经营性现金流(港元)	0.41	2.40	0.67	0.58
					每股股利(港元)	0.15	0.15	0.15	0.15
					股息率	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
					估值比率(倍)				
					PE	10.98	7.92	7.32	6.70
					PB	0.44	0.43	0.40	0.38

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理(PE/PB以2023年12月29日股价计算)

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:沪深两市以沪深300指数为基准;北交所市场以北证50指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd、桐庐新城发展投资有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、安庆盛唐投资控股集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、成都银行股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、滁州经济技术开发区总公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、泰州医药城控股集团有限公司、南洋商业银行有限公司、平安国际融资租赁有限公司、上海银行杭州分行、湖州南浔振浔污水处理有限公司、杭州银行绍兴分行、北京银行股份有限公司杭州分行、湖州吴兴交通旅游投资发展集团有限公司、江苏银行扬州分行、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、温州名城建设投资集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、民生银行、南京银行南通分行、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中国国际金融(国际)有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、香港象屿投资有限公司、厦门象屿集团有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、湖州燃气股份有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、Zhejiang Boxin BVI Co Ltd.、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新钢都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、高邮市建设投资发展集团有限公司、Gaoyou Construction Investment Development(BVI) Co.,Ltd.、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、云南省能源投资集团有限公司、Yunnan Energy Investment Overseas Finance Company Limited、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited.、招商证券国际有限公司、中國光大銀行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、XianJin Industry Investment Company Limited、SDOE Development I Company Limited、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd.、江苏华靖资产经营有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

产投资发展（集团）有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展（集团）有限责任公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、济南天桥产业发展集团有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、澳门国际银行股份有限公司、大丰银行股份有限公司、升辉清洁能源集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、广州开发区控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
传真：(852) 35095929
邮箱：ir@xyzq.com.hk