

2024年07月16日

## 皖天然气 (603689.SH)

买入 (首次覆盖)

——稀缺的长输管道标的 分子分母有望共振

## 证券分析师

查浩  
S1350524060004  
zhahao@huayuanstock.com

邹佩轩

S1350524070004  
zoupeixuan01@huayuanstock.com

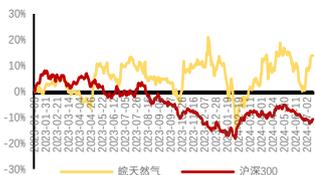
刘晓宁

S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

## 研究支持

## 联系人

## 市场表现:



## 相关研究

## 投资要点:

- 随着国内外宏观环境的变化,我们分析市场对风险的重新定价或为未来一段时间板块轮动的核心驱动力,低协方差且长久期资产有望持续占优。年初以来水电、核电龙头公司股价亮眼表现便是该趋势的体现,站在当前时点,我们分析天然气长输管道有望成为下一个扩散板块。天然气长输管道(省级管网)实行准许收益率定价,赚取相对固定的管输费,盈利稳定性好于下游城燃公司。同时,天然气作为清洁且相对低碳的能源,或为最后一个被替代的化石能源,满足长久期资产定义,目前板块仍处于估值洼地,有望享受折现率下降逻辑。
- 与此同时,从分子端来看,安徽省天然气行业有一定的特殊性,消费量有望保持长时间高增长,皖天然气在同类型公司中占优。公司为皖能集团旗下天然气业务主体,主要有天然气长输管道和城市燃气两大业务,其中长输管道占全省总里程比例约70%,2023年营收占比68%(扣除内部抵消)。公司长输管道业务虽然按照总额法同时确认售气收入和购气成本,但是实际赚取相对固定的管输费,由本省发改部门按照准许收益率确定,与天然气上游采购和下游售价无关。公司盈利能力稳定性好于一般下游城市燃气公司。
- 作为贫气省份,供给瓶颈是限制安徽天然气消费增长的主要因素,当前用气强度低于全国平均水平,需求端具备强劲动能。安徽作为工业大省,单位GDP用气量仅有全国平均水平的69%,亦大幅低于非供暖区的中南部省份,过去西气东输一线、川气东送一线管径有限,供给瓶颈为压制安徽天然气消费量的主要因素。而从需求端看,一方面当前长三角一体化建设持续推进,安徽成为承接江浙沪地区产业扩散的重要基地,在福莱特、比亚迪、台玻等大工业用户带动下,安徽工商业用气需求增长强劲;另一方面,在安徽省用电量高增且“一煤独大”的能源结构下,省内有力通过提高天然气在一次能源中占比推进清洁能源转型,进一步拉动天然气需求。
- 随着气源保障工程的投产,近年来安徽天然气消费增速显著高于全国,未来有望继续领跑。“十四五”期间,随着滨海LNG苏皖管道、芜湖LNG加注站等气源保障工程的建成,安徽省2021/2022/2023年天然气消费量增速达到14%/8.3%/24.5%,显著高于同期全国的12.5%/-1.2%/7.6%。随着川气东送二线安徽段、青宁管道安徽干支线将陆续建成投产,以及光伏玻璃、新能源汽车、燃气电厂等用户产能投产拉动用气量,我们预计安徽2025年天然气消费量有望超过其“十四五”目标值120亿,据此测算2024/2025天然气消费复合增速可达到11%,长期被压制的需求有望充分释放,增速继续领先全国。
- 综上,我们分析皖天然气作为A股市场稀缺的省级长输管道公司,分母端提供长期配置价值,分子端仍然存在预期差,有望享受分母与分子端的共振,属于小而美的高成长、低估值标的。
- 盈利预测与估值:预测2024-2026年归母净利润分别为3.70、4.37、5.01亿元,同比增长率分别为7.4%、18.2%、14.7%。相对估值法来看,当前股价对应2024-2026年PE 12倍、10倍、9倍。选取深圳燃气、佛燃能源、新奥股份作为可比公司,其2024-2026年平均估值为11倍、9倍、8倍。绝对估值法来看,在5%-9%权益收益率下,公司权益价值为54.7-78.7亿元。假设公司2024-2026年股利支付率维持在45%,则当前股价对应2023-2026年股息率3.84%/3.82%/4.52%/5.18%。考虑到安徽天然气消费增速显著高于全国,公司业绩具有较高确定性,我们认为在低协方差扩散行情下,高比例分红有望带动估值提升。首次覆盖,给予“买入”评级。
- 风险提示:安徽省天然气消费量不及预期;管线工程投产不及预期;长输管道输气政策调整。

## 股价数据: 2024年7月12日

收盘价(元)	9.11
年内最高/最低(元)	9.28/6.31
总市值(亿元)	43.55
基础数据: 2024年3月31日	
总股本(亿股)	4.78
总资产(亿元)	71.67
净资产(亿元)	36.77
每股净资产(元)	6.45
市净率PB	1.42

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	5,927	6,104	6,944	7,914	8,661
同比增长率(%)	20.1%	3.0%	13.8%	14.0%	9.4%
毛利率(%)	8.52%	11.17%	10.52%	10.32%	10.23%
归母净利润(百万元)	258	344	370	437	501
同比增长率(%)	25.2%	33.2%	7.4%	18.2%	14.7%
每股收益(元/股)	0.55	0.72	0.77	0.91	1.05
ROE(%)	9.3%	11.3%	11.4%	12.5%	13.3%
市盈率	16.6	12.7	11.8	10.0	8.7

## 投资案件

### 投资评级与估值

预测 2024-2026 年归母净利润分别为 3.70、4.37、5.01 亿元，同比增长率分别为 7.4%、18.2%、14.7%。相对估值法来看，公司当前股价对应 2024-2026 年 PE 12 倍、10 倍、9 倍。选取深圳燃气、佛燃能源、新奥股份作为可比公司，其 2024-2026 年平均估值为 11 倍、9 倍、8 倍。绝对估值法来看，在 5%-9% 权益收益率下，公司权益价值为 54.7-78.7 亿元。假设公司 2024-2026 年股利支付率维持在 45%，则当前股价对应 2023-2026 年股息率 3.84%/3.82%/4.52%/5.18%。考虑到安徽天然气消费增速显著高于全国，公司业绩具有较高确定性，我们认为在低协方差扩散行情下，高比例分红有望带动估值提升。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

考虑到公司 2023 年三四季度新投产管线产能利用率逐步提升，以及安徽气源保障工程落地后安徽总体天然气消费水平提升，我们假设 2024-2026 年售气量增长 15%、15%、10%；随着安徽天然气供给瓶颈打开，人均生活用气水平将有所提升，假设 2024-2026 年城燃业务营收增长 5%、5%、5%，毛差修复，毛利率回升至 11%。

### 投资逻辑要点

作为 GDP 排名靠前的工业大省，安徽天然气消费受限于供给瓶颈，用气强度低于全国平均水平。随着扩大西气东输合同签约比重，推进川气东送二线安徽段、青宁线安徽干支线、滨海 LNG 苏皖管线等起源保障工程建设，“十四五”期间安徽天然气供应能力不断增强，需求逐步释放，21/22/23 年天然气消费量增速显著高于全国。

皖天然气作为安徽省级天然气平台公司，管网覆盖占全省 70%，管输价格稳定情况下，管线投产带来的输售气规模提升将带来较为确定的业绩增长。

皖天然气作为 A 股市场稀缺的省级长输管道公司，在当前市场环境下有望享受分母与分子端的共振，属于小而美的高成长、低估值标的。

### 核心风险提示

安徽省天然气消费量不及预期；管线工程投产不及预期；长输管道输气政策调整。

## 目录

---

引言：从分子分母两个维度看天然气长输管道.....	5
1. 安徽省属长输管道 供区覆盖全省 70%.....	6
1.1 省级天然气平台公司 管网为核心盈利资产 .....	6
1.2 准许收益定价机制下 管网规模提升带动营收突破.....	8
1.3 顺价机制优化传导路径 城燃业务毛差修复 .....	9
2. 气源瓶颈有望解除 安徽需求快速释放.....	10
2.1 气源瓶颈导致安徽用气强度与经济发展水平不符.....	10
2.2 管线历史短板有望补齐 推动用气需求快速释放.....	13
3. 盈利预测及估值 .....	17

## 图表目录

图 1：皖天然气股权结构（截至 2024 年 3 月底） .....	6
图 2：营业收入（亿元）、输售气量（亿立方米）及增速 .....	6
图 3：2023 分业务营收（亿元） .....	6
图 4：长输管线业务与城市燃气业务毛利（亿元） .....	7
图 5：长输管线业务与城市燃气业务毛利率（%） .....	7
图 6：固定资产（亿元）变动情况 .....	9
图 7：在建工程（亿元）变动情况 .....	9
图 8：用气强度（立方米/千元 GDP） .....	11
图 9：中国主要能源矿产储量地区分布 .....	11
图 10：我国天然气主干管网规划示意图 .....	12
图 11：安徽省“十四五”天然气主干管网规划示意图 .....	13
图 12：川气东送示意图 .....	15
图 13：安徽省与全国用电增速 .....	16
图 14：2023 年安徽发电量结构 .....	16
图 15：2019-2023 分红情况 .....	18
表 1：长输管道业务毛差 .....	8
表 2：城燃业务毛差 .....	10
表 3：安徽省“十四五”天然气供应增量及气源保障工程 .....	14
表 4：安徽省天然气调峰项目 .....	17
表 5：相对估值表 .....	18
表 6：不同权益收益率下的折现率（%） .....	18
表 7：7% 权益收益率下的现金流及权益价值（百万元） .....	19
表 8：不同权益收益率下自由现金流折现后的权益价值（百万元） .....	19
表 9：皖天然气利润表（百万元） .....	21
表 10：皖天然气资产负债表（百万元） .....	21
表 11：皖天然气现金流量表（百万元） .....	23

## 引言：从分子分母两个维度看天然气长输管道

随着国内外宏观环境的变化，我们分析市场对风险的重新定价将成为未来一段时间板块轮动的核心驱动力。从 DCF 模型的角度看，分母端的权重或边际上升，由此带来估值体系的重构。结合经典的投资组合理论，就“收益-风险比”而言，无论个股多么优质，构建组合都优于全仓个股，于是个股的定价取决于其在组合中的地位。由此进一步引出协方差概念（个股风险与市场风险的相关程度）以及著名的 CAPM 模型。

$$r_i = r_f + \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2} \cdot (r_M - r_f), \text{ 定义 } \beta = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}, \text{ 可进一步简化为 } r_i = r_f + \beta(r_M - r_f)$$

在市场对分母端重新定价的过程中，低协方差资产（与宏观经济弱相关）的折现率有望持续下降，即上式中的  $\sigma_{iM}$  下降，带动估值提升。低协方差资产重估是市场均衡的必然结果，是对风险的再评价，与市场对宏观经济的绝对值预期无关，即  $r_M$  与  $r_f$  的取值。

进一步的，当折现率下降时，久期越长的资产越受益，因此，我们认为**低协方差且长久期资产将在未来一段时间内持续占优。**

沿着上述思路，我们在今年年初以来陆续发布《电力板块复盘与展望：关注低协方差组合》、《长江电力：低协方差资产重估 水电龙头的预期差与底层逻辑》、《黔源电力深度：水电板块的最后洼地 看好低协方差行情扩散》等报告，相关行情也从水电龙头扩展到整个水电核电板块。水电核电的另一个特点是商业模式简单，财务报表简洁清晰，在“新国九条”背景下，极高的财务报表质量也提供了一定的估值溢价。

**站在当前时点，我们分析天然气长输管道有望成为下一个扩散板块。**天然气长输管道（省级管网）实行准许收益率定价，赚取相对固定的管输费，盈利稳定性好于下游城燃公司。同时，天然气作为清洁且相对低碳的能源，或为最后一个被替代的化石能源，满足长久期资产定义。财务报表同样简洁，在低协方差资产大类中仍处于估值洼地。

**从分子端来看，安徽省天然气行业有一定的特殊性，消费量有望保持长时间高增长，皖天然气在同类公司中占优。**安徽省 2023 年天然气表观消费量 97.44 亿立方米，同比增长 24.52%，但是人均消费量仅约全国平均水平的一半，与经济发展状况严重不符。

**极低的天然气消费水平主要系历史问题导致的气源瓶颈。**主要体现在西气东输一线、川气东送一线长期满负荷运行，存量气源难以满足增量需求，西气东输三线豫皖联络线（在建）、川气东送二线（在建）、青宁线安徽干支线（在建）、滨海 LNG 苏皖联络线（2022 年 12 月投产，系安徽 2023 年天然气消费量激增主因之一）建设时间较晚。

上述在建跨省管道预计在“十四五”后期集中投产，安徽“十四五”规划提出 2025 年天然气消费量达到 120 亿立方米，较 2023 年增长约 23%。预计随着长三角一体化的进一步推进以及气源瓶颈的解决，安徽省天然气消费量高增速有望延续至“十五五”。

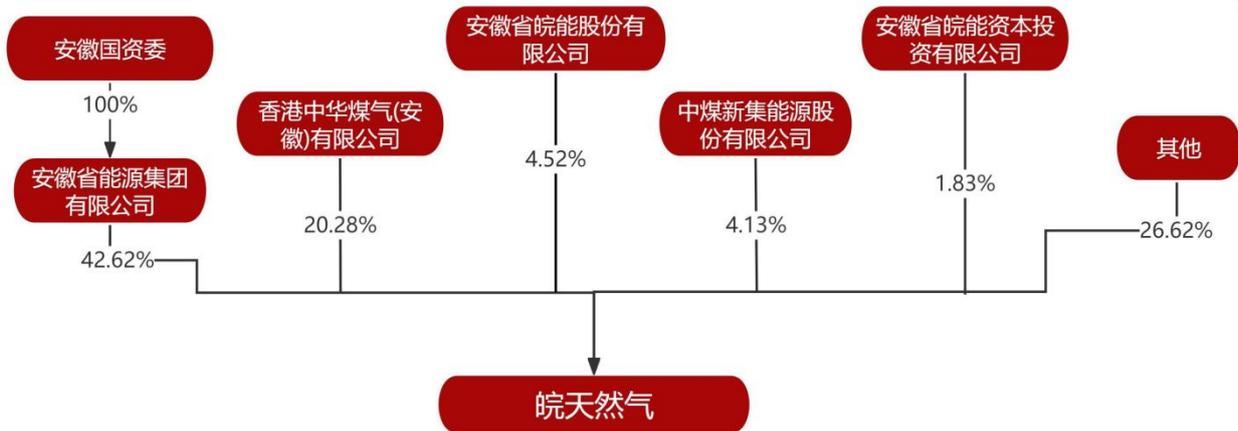
至此，我们分析皖天然气作为 A 股市场稀缺的省级长输管道公司，在当前市场环境下有望享受分母与分子端的共振，属于小而美的高成长、低估值标的。

# 1. 安徽省属长输管道 供区覆盖全省 70%

## 1.1 省级天然气平台公司 管网为核心盈利资产

**安徽省级天然气平台公司，实控人为安徽省国资委。**公司全称安徽省天然气开发股份有限公司，实控人为安徽省国资委。公司控股股东为安徽省能源集团有限公司（皖能集团），2024年3月底直接持股占比42.62%，并且皖能集团子公司皖能电力、皖能资本分别持有公司4.52%和1.83%股份，皖能集团控股比例达48.97%。公司前身为安徽省天然气开发有限责任公司，成立于2003年2月，与安徽省2003年11月以西气东输—滁州天然气利用工程首次实现天然气利用的时间节点一致。

图 1：皖天然气股权结构（截至 2024 年 3 月底）



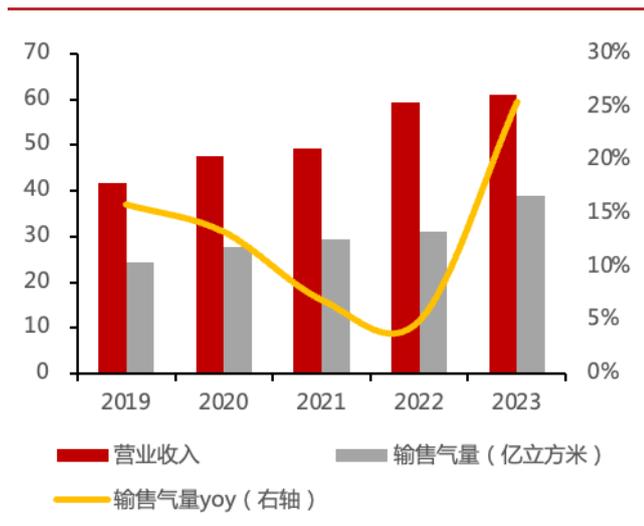
资料来源：公司公告，华源证券研究

立足自身管网资产，公司代表安徽向上游购买天然气，并向下游城燃公司和大用户销售天然气。公司营收主要源于**长输管线业务、城市燃气业务、CNG/LNG 业务**等。

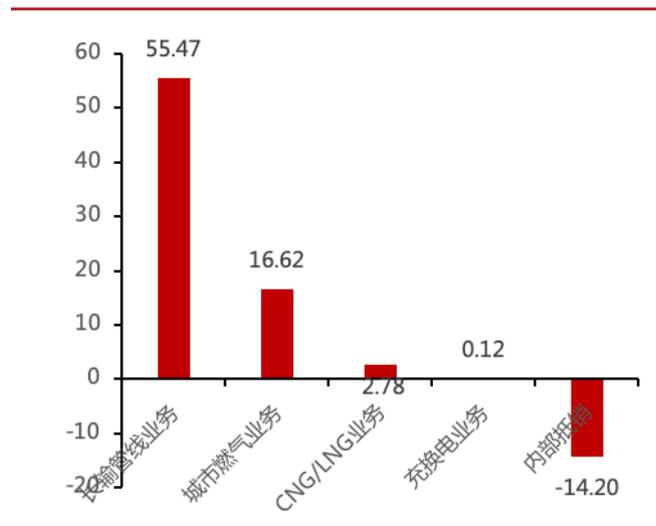
2023年，公司实现输售气量38.82亿立方米，同比增长25%；实现营收61.04亿元，同比增长2.98%；归母净利润3.44亿元，同比增长33.33%。其中长输管线和城燃业务是主要营收来源，2023年营收分别达到55.47亿元和16.62亿元，占2023年营收总额的91.24%和27.34%。需要说明的是，由于存在内部销气量，即公司长输管线同时供应自身城燃业务，因此长输管线业务与城燃业务营收比例合计超过100%。若从长输管线营收中扣除内部抵消部分，则二者分别占营收总额的67.89%和27.34%。

图 2：营业收入（亿元）、输售气量（亿立方米）及增速

图 3：2023 分业务营收（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究



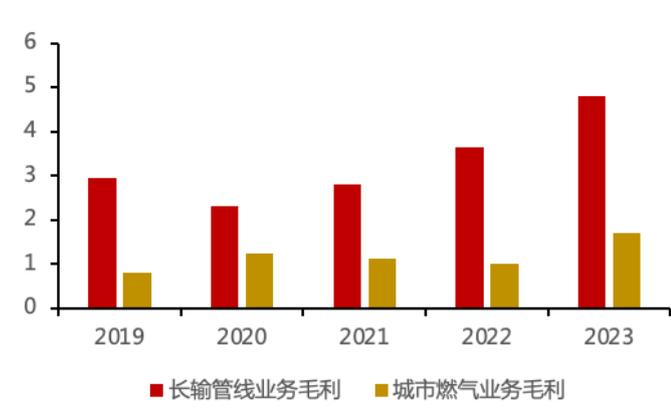
资料来源：公司公告，华源证券研究

**长输管网是公司最主要的盈利资产。**此外，下游城市燃气业务、CNG/LNG 业务亦贡献一定现金流。同时，公司于 2023 年 6 月收购控股股东全资子公司安徽省充换电有限责任公司 51% 股权，开辟了新能源汽车充换电、综合能源站等相关业务。

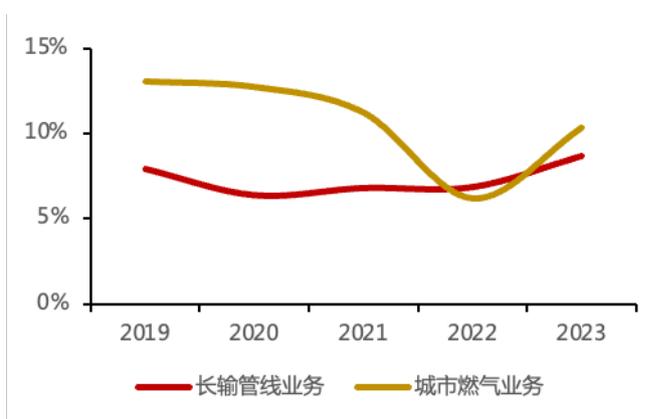
需要注意的是，长输管线业务与城市燃气业务分别为燃气行业的中游和下游，而定价机制的不同，决定了这二者具有不同的盈利特征，毛利增长的驱动因素也有所不同。其中，**长输管线业务赚取的是稳定的管输费，业绩主要受管网规模、负荷率等驱动**，随着管输基础设施的不断建设，管输业务营收、毛利都具有明显稳健的增长趋势；而**城燃业务则赚取的是上下游采购价差，业绩受用户数量和上下游价差驱动**，在天然气价格大幅变化的情况下，近年来城燃业务毛利率有明显波动。

图 4：长输管线业务与城市燃气业务毛利（亿元）

图 5：长输管线业务与城市燃气业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，华源证券研究



资料来源：公司公告，华源证券研究

## 1.2 准许收益定价机制下 管网规模提升带动营收突破

**准许收益定价机制下，长输管道管输费保持稳定，随着管网建设推进带来输售气规模提升，公司长输管线营收规模不断向上突破。**

从天然气价格构成来看，天然气终端销售价格一般由上游气源价格、管输价格、配气价格三部分构成，其中管输价格和配气价格由政府定价。根据国家发改委 2021 年发布的《天然气管道运输价格管理办法(暂行)》(下称“价格办法”)和《天然气管道运输定价成本监审办法(暂行)》(发改价格规〔2021〕818 号)，管输价格实行政府定价，按照“**准许成本加合理收益**”的方法制定，办法发布后首次核定准许收益率按 8%确定。同时，根据价格办法，管道运输价格每 3 年核定一次，在此期间管输价格保持稳定。

**公司主要利润来源于管输费，而非天然气购销差价。**管输业务单位盈利主要受管输价格变动影响，并不因上下游价差而变化。对于类似业务，根据修改后的会计政策，一般有总额法和净额法两种确认收入的方式，同样具有油气管输业务的申能股份采用净额法，而从现金流量表来看，公司是天然气采购-通过销售回款模式，因此采用总额法。

总额法下，收入以终端天然气销售收入为准，而成本则包括购气成本、资产折旧、运营成本等。不过，由于管输业务会通过销售端传导采购价格的变化，因此上下游采购价差变动不会影响公司的毛利绝对金额，即毛差会保持在相对稳定的水平。

**表 1：长输管道业务毛差**

	2020	2021	2022	2023
长输管线营业收入(亿元)	36.17	41.23	53.23	55.47
成本(亿元)				
长输管线折旧	0.95	1.13	1.01	0.83
长输管线营运	32.9	37.28	48.56	49.83
输售气量(亿立方米)	22.93	28.09	30.11	未披露具体气量
毛利(亿元)	2.32	2.82	3.66	4.81
管输售价(元/立方米,不含税)	1.58	1.47	1.77	1.43
管输毛差(元/立方米,不含税)	0.14	0.14	0.16	未披露具体气量

资料来源：公司公告，华源证券研究

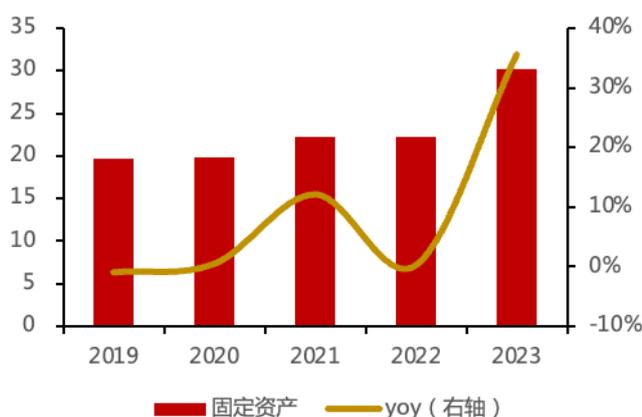
价格方面，管输价格最新一次核定为 2023 年底，自 2024 年 1 月 1 日起部分管价格下调 0.01-0.02 元/立方米，在假定输售气量没有增长的情况下，据公司测算利润总额将因此下降 3400 万元。在每 3 年核定一次的机制下，降低了未来三年的价格下调风险。

在管输价格稳定的情况下，管道长度(容量)和负荷率的增长，将带动长输管线业务营收规模不断突破。我们预计 2024 年公司以量补价依然会保持管输业务利润增长，未来 2025-2026 气量增加、毛差稳定，业绩有望快速增长。管网资产规模方面，公司凭借先发优势，已投运长输管线占全省 70%。

公司与安徽省天然气利用进程保持同步成长，长期以来公司始终在全省气源调度、保障安全平稳可靠供气方面发挥着主导作用。2014 年以前，安徽尚未开放油气管网市场，公司同时负责全省天然气支干线管网和城市天然气管网的建设、经营和管理。尽管十三五期间全省天然气长输管网建设、运营主体由 2015 年的 4 家增至 12 家，但凭借先发优势，公司目前在省内建成投运的天然气长输管线已达 1724 公里，仍占全省长输管道总里程约 70%。

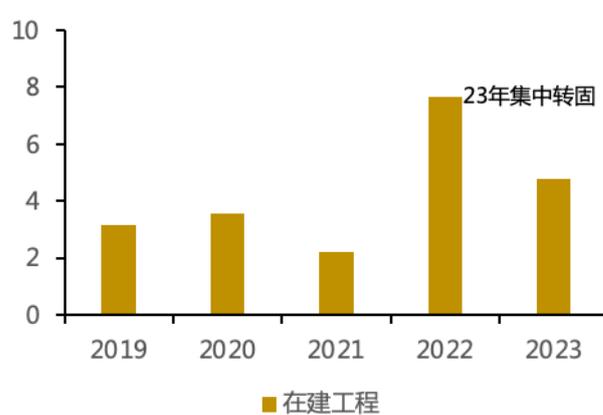
**2023 建成管线产能释放，为业绩增长奠定基础。**2023 年，公司新增投产宝镁支线、燃气电厂支线，全线贯通六霍颍支线、桐枞支线，结合公司资产负债表，上述支线完工转固带来固定资产增长 8 亿，同比增长 34.31%，同时从季度报告可看出转固主要发生在第三和第四季度。随着新管线产能利用率的提升，管输业务营收预计稳步增长。

图 6：固定资产（亿元）变动情况



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 7：在建工程（亿元）变动情况



资料来源：公司公告，华源证券研究

### 1.3 顺价机制优化传导路径 城燃业务毛差修复

**城市燃气业务的早期扩张，依赖对城燃特许经营权的获取。**通过城燃业务，公司可发挥中游优势、实现中下游协同。2010 年起，公司开始在安徽各地市设立燃气子公司，逐步获得宿州市、广德市、和县、舒城县、庐江县、霍山县、颍上县、宁国市、皖江江北新兴产业集中区、皖江江南新兴产业集中区、泾县、蚌铜产业园等特定区域的燃气特许经营权。随着获取燃气特许经营权数量的增多，近年来营收上升至 16 亿元左右。

**从业务发展阶段看，城燃业务利润释放更多体现在后期。**在取得某地区城燃特许经营权时，一般该地区尚处于天然气利用或地区城镇化初期阶段，会经历一定时间的市场培育期。随着基础设施的逐步完善和人均生活用气水平的提升，城燃营收逐渐保持稳定。

**城燃业务受益于上下游顺价机制，毛差修复带动盈利能力提升。**城市燃气销售由当地价格主管部门定价，在上游价格波动较为剧烈的时期，若销售定价调整不及时，则成

本无法传导至居民端，售气量越大则对城燃业务的现金流和毛利压力越大。2021-2022 年期间，上游天然气价格出现大幅上升，城燃公司毛差均出现明显下滑。

**表 2：城燃业务毛差**

	2020	2021	2022	2023
城市燃气营业收入（亿元）	9.77	10.10	16.48	16.62
成本（亿元）				
城市燃气折旧	0.45	0.42	0.31	0.29
城市燃气营运	8.07	8.54	15.14	14.61
输售气量（亿立方米）	3.04	2.95	4.41	未披露具体气量
毛利（亿元）	1.25	1.14	1.02	1.72
城燃毛差（元/立方米，不含税）	0.56	0.53	0.30	未披露具体气量

资料来源：公司公告，华源证券研究

在“管住中间，放开两头”原则下，价格联动机制推动城燃销售更加市场化。2023 年 6 月，发改委出台《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》，使燃气公司销售价格与上游天然气价格实现**更高程度联动**。从安徽省各地市发布的实施方案来看，2023 新机制将**联动对象**由门站价格调整为燃气企业采购价格；**联动范围**新增居民用气；**联动周期**从过去按经营的旺季、淡季、平季调整为更高频率，其中非居民用气原则上按季度或月度联动，居民用气联动周期原则上不超过 1 年。

随着城燃实现更大范围、更高频率的价格联动，以及上游采购价格的下降，城燃业务盈利能力预计将逐步修复。

## 2. 气源瓶颈有望解除 安徽需求快速释放

### 2.1 气源瓶颈导致安徽用气强度与经济发展水平不符

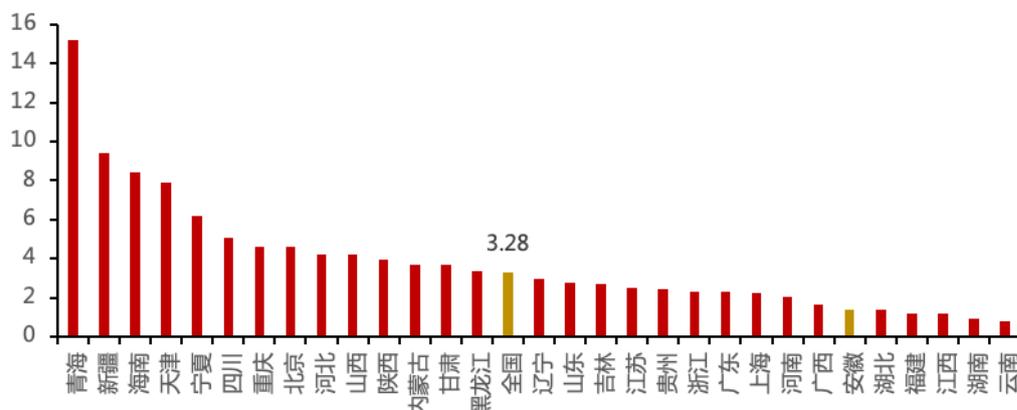
安徽省为我国当前天然气消费版图中少有的洼地，现阶段用气强度与其经济地位不符，近年来用气增速显著高于全国平均水平。2021/2022/2023 年安徽天然气累计消费量分别达到 72/78/97.4 亿立方米，同比增速 14%/8.3%/24.5%，而同期全国增速仅有 12.5%/-1.2%/7.6%，十四五以来安徽天然气消费量增速显著高于全国。

尽管如此，从用气强度（单位 GDP 用气量，2023 年数据）来看，GDP 占比达到全国 3.57%的安徽在用气量方面仅占全国的 2.47%，相较于全国 3.13 方/千元 GDP 的平均用气强度，安徽仅 2.16 方/千元 GDP，仅为全国平均用气强度的 69%。

若将北方供暖因素排除在外，仅在南方省份间作对比，可以看到安徽、湖北、江西、湖南等中部省份的用气强度仍低于贵州、广西等经济水平低于安徽的南部省份，而东部

省份的江苏、浙江则相对靠前。或者说，**低基数正是安徽近年天然气消费量高增的原因。**

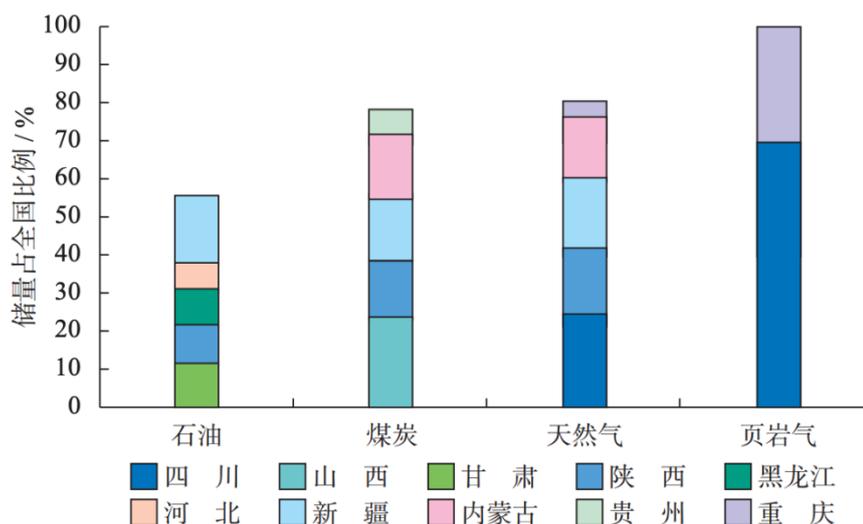
图 8：用气强度（立方米/千元 GDP）



资料来源：中国能源统计年鉴，wind，华源证券研究。注：以 2021 年天然气消费量和 GDP 数据测算。

**极低的天然气消费水平由资源禀赋、管线建设的历史惯性等多方面因素导致，归根结底是供给长期不足。**从天然气产地即可看出，我国西北与西南盆地是主要产区，中部和东部省份主要依赖西气东输和川气东送工程，此外东部沿海省份还可依靠 LNG 接收站获得海外气源。而对于中部的安徽等省份，在自身不具备天然气资源的情况下，天然气输送通道容量即为其可用容量。

图 9：中国主要能源矿产储量地区分布



资料来源：自然资源部《中国矿产资源报告（2022）》，华源证券研究

**气源供应方面，安徽主要依赖西气和川气。**根据安徽省能源发展“十四五”规划，2020 年安徽省天然气供应能力 63.2 亿立方米，其中西气东输 40.2 亿立方米，川气东

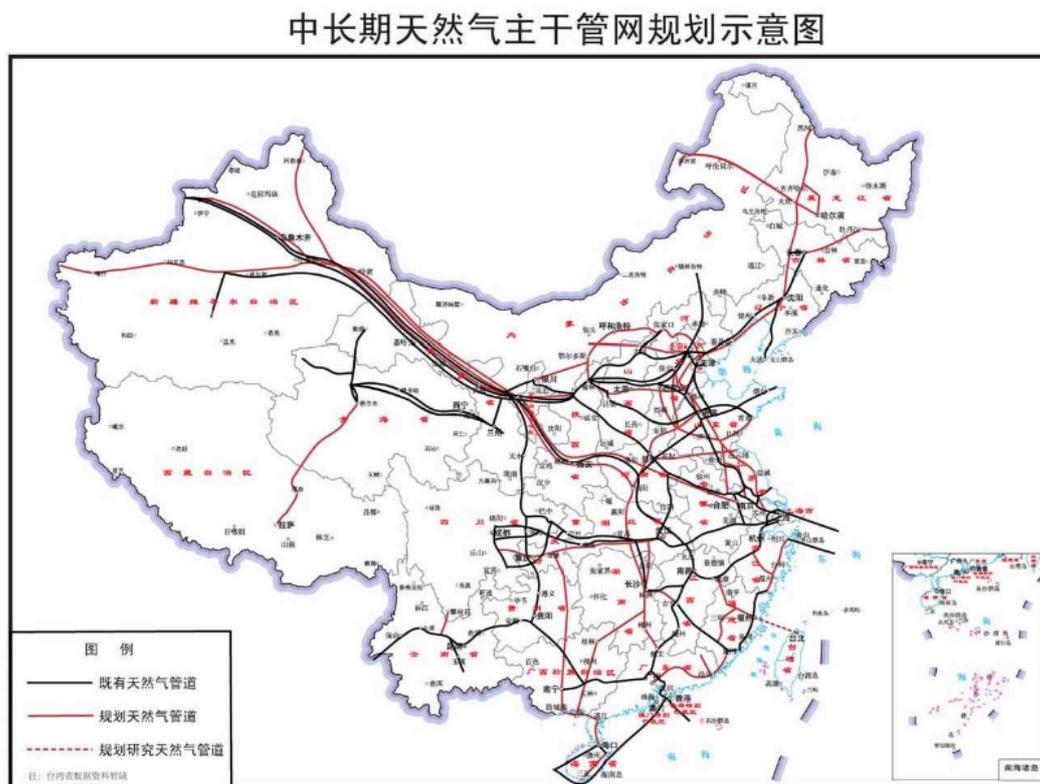
送 13.5 亿立方米，LNG 槽车 7.3 亿立方米，煤层气等非常规天然气 2.2 亿立方米，西气与东气分别占 64%与 21%。

回顾气源发展历史，**尽管西气东输和川气东送输气能力近年来不断扩大，但安徽并未因此获得可观的气源量增长。**

**西气东输共四条线，目前安徽仍主要通过早期建成的一线获得西气供应，规模有限。**2003 年 11 月，西气东输一线的滁州天然气利用工程投产，标志着安徽实现天然气利用；一线于 2004 年底投产、并于 2005 年完成增输，年输气能力从 120 亿立方米提升至 170 亿立方米，但由于一线途径宁夏、陕西、山西、河南、安徽、江苏、上海等多个省区，能分配给安徽的量较为有限（2020 年时西气东输供应能力仅 40.2 亿立方米）。而二线、三线均不经过安徽，因此二线和三线建设并未给安徽带来直接增量。

不过，2022 年 9 月开工的西气东输四线连接着新疆到宁夏中卫（吐鲁番至中卫段预计将于 2024 年底投产），建成后可将西气东输年输送能力由目前的 770 亿立方米/年增至每年千亿立方米，中卫作为关键节点可同时使得一线、二线、三线同时受益。中长期来看，有助于安徽获得更多西气供应。

图 10：我国天然气主干管网规划示意图



资料来源：国家发改委、国家能源局 2017 年印发《中长期油气管网规划》，华源证券研究

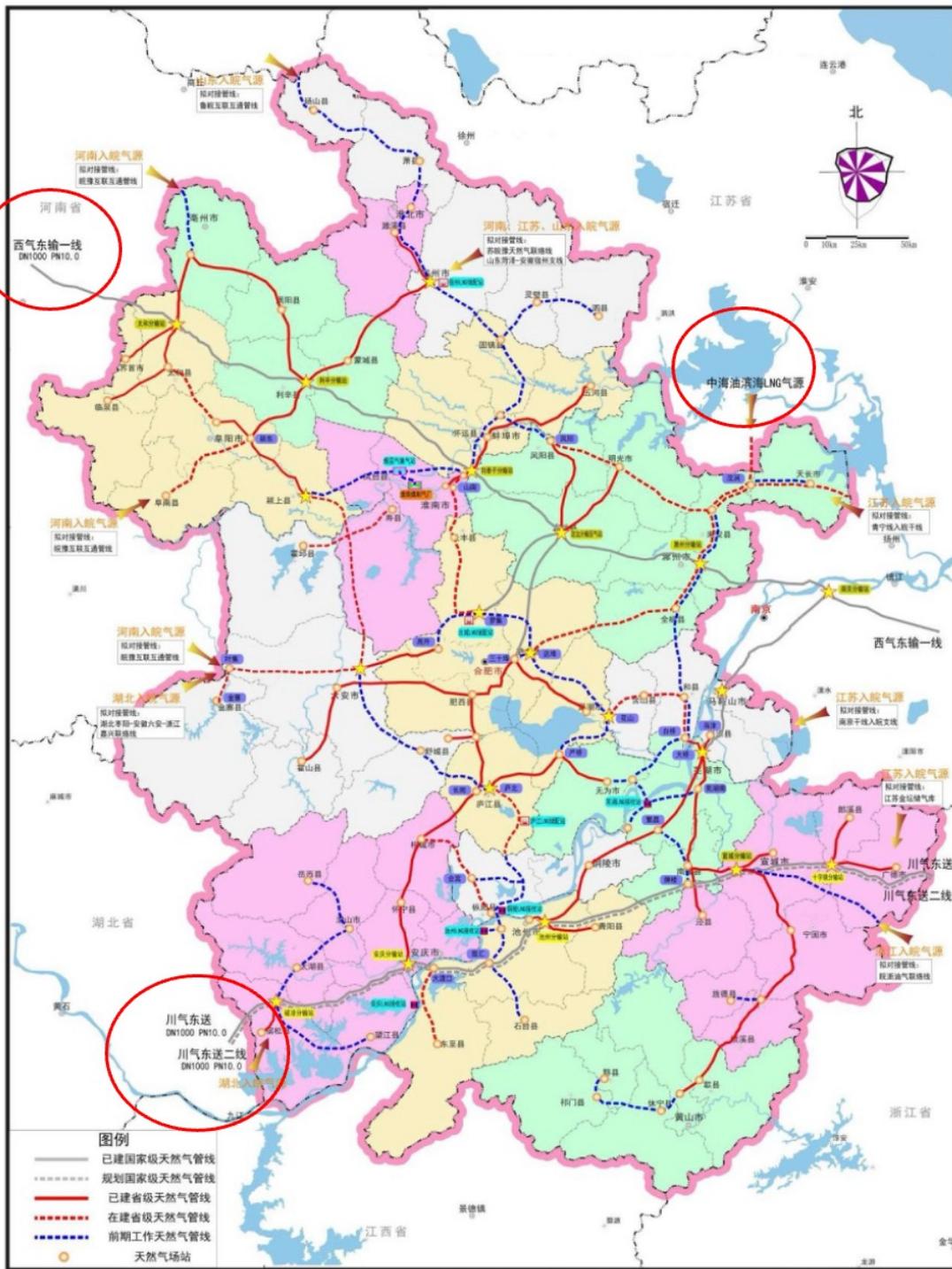
**川气东送共两条线，一线供应能力有限，二线尚未建成。**2010 年，江北联络线输

气管道工程一次性置换投产,标志着安徽省进入“西气”与“川气”互联互通利用时代。其中:川气东送一线经过扩容输送能力达到 150 亿立方米,但由于途经多个省份(四川、重庆、湖北、安徽、江苏、浙江、江西、上海),因此截至 2020 年时分配给安徽的气量也仅有 13.5 亿立方米,占比仅 9%。而二线则分川渝鄂段、鄂豫赣皖浙闽段分期核准建设,其中川渝鄂段已于 2023 年 9 月开工,鄂豫赣皖浙闽段尚未开工。

## 2.2 管线历史短板有望补齐 推动用气需求快速释放

**“十四五”期间,安徽气源供应能力保障能力显著增强,陆气与海上 LNG 同步提升。**根据安徽省能源发展“十四五”规划,2025 年天然气供应能力将翻一番,达到 120 亿立方米以上。陆气增量方面,西气和川气分别提供 17.8 亿立方米和 7.5 亿立方米增量;海上 LNG 增量方面,中石化青宁线和滨海 LNG 配套苏皖管线将提供 20 亿立方米和 10 亿立方米增量。进展来看,西气目前已实现 20 亿以上增量,滨海 LNG 苏皖管线已投产;川气东送二线安徽段和中石化青宁线正在建设当中。至此,安徽拥有西气东输、川气东送、滨海 LNG、青岛 LNG 等多种气源保障。

图 11: 安徽省“十四五”天然气主干管网规划示意图



资料来源：安徽省能源发展“十四五”规划, 华源证券研究

表 3：安徽省“十四五”天然气供应增量及气源保障工程

安徽省 2025 年天然气供应预测表 (亿立方米)				对应气源保障工程	重要进展
项目	2020 年	2025 年	新增量		
供应能力合计	63.2	127.8	64.6		

其中:西气东输	40.2	58	17.8		2023年,西气东输安徽供气量已超过60亿立方米,已实现20亿增量
川气东送	13.5	21	7.5	川气东送二线安徽段	川气东送二线安徽段枣阳-安徽宣城联络线和芜湖联络线设计于2023年11月通过终审
LNG 槽车	7.3	10	2.7		
青宁线安徽干支线		20	20	青宁线江苏扬州-安徽天长、江苏溧水-马鞍山博望等	青宁线安徽干支线(皖东北管道)一期工程已于2022年底建成。预计2024年全部建成投产
滨海 LNG		10	10	江苏滨海 LNG 配套苏皖管线天长-合肥	已投产
芜湖 LNG		5	5	芜湖长江 LNG 内河接收(转运)站项目	2021年12月20日首船加注。2024年5月,LNG1号罐完成升顶。全面建成后预计每年新增气源21亿立方米
煤层气等非常规天然气	2.2	3.8	1.6		

资料来源:安徽省能源发展“十四五”规划,华源证券研究

根据安徽省能源局2024年能源发展主要预期目标,安徽2024年天然气供应量将达到105亿立方米。而随着川气二线安徽段、青宁线安徽干支线等气源供应保障工程的逐步投产,安徽下游需求有望得到充分释放,在长输管道准许收益率定价机制下,气量增长将直接转化为公司利润。

在建管线方面,公司旗下合营企业中石化皖能值得重点关注。安徽省气源主要来自西气东输、川气东送,“十四五”以来大力拓展海上LNG苏皖管线,以及中石化青宁线安徽干支线(青岛LNG与川气东送相连)。其中,根据安徽省能源发展“十四五”规划,青宁线安徽干支线将为安徽带来20亿立方米供应增量,而该线便是由公司与中石化合资的中石化皖能(公司持股50%)承建。2023年报显示,当前中石化皖能净资产7亿元,未产生实质性收入。若以“十四五”规划按期完成为锚,则中石化皖能有望成为公司2024/2025重要的业绩增长点。

图 12: 川气东送示意图

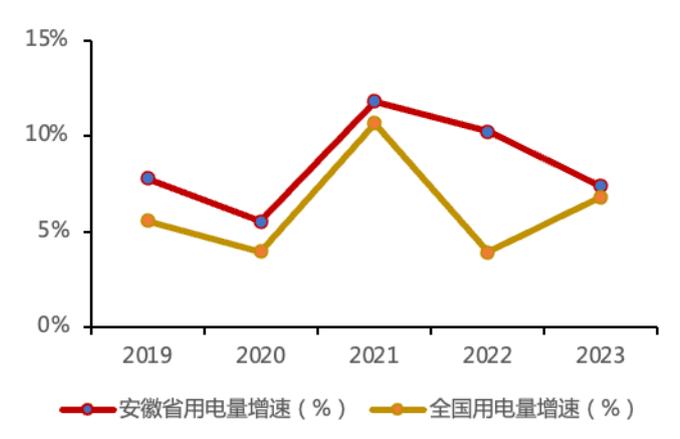


资料来源：全国能源信息平台，华源证券研究

从后续需求来看，安徽经济发展较快、能源供需形势偏紧，在“一煤独大”能源结构约束下，提升天然气消费量势在必行。全社会用电量是经济运行“晴雨表”之一，近年来随着安徽工业发展带来的用电大户增多，安徽省全社会用电量增速均高于全国，“十四五”以来年均增速达到 9.8%，位居长三角第一。

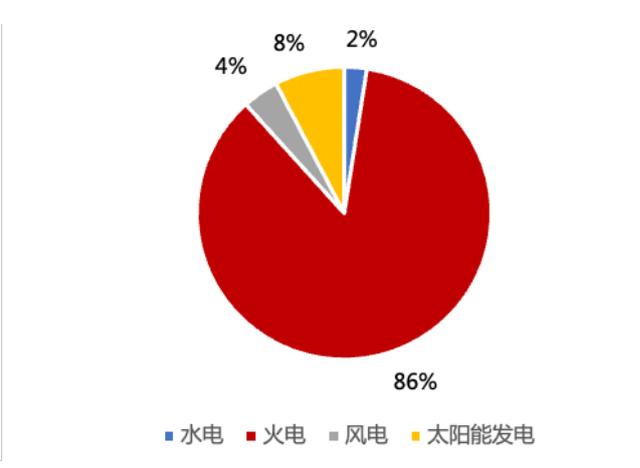
在电力供应支撑方面，煤电、新能源资源有限，气电成为十四五重点发展方向。从电力结构来看，2023 年火电发电量占比达到 86%，依然是主力能源。而与湖北、江西、湖南等省份不同，安徽省水电资源基本开发完毕，同时光伏、风电等方面的资源有限，且缺乏核电发展条件。因此，在双碳目标下，电力供需偏紧的安徽既通过陕电入皖、发展新能源等方式满足自身能源需求，亦须通过提高天然气消费比例实现清洁能源转型。

图 13：安徽省与全国用电增速



资料来源：中电联，华源证券研究

图 14：2023 年安徽发电量结构



资料来源：中电联，华源证券研究

**燃气调峰电厂投产，带来显著用气增量，安徽省未来 2 年天然气消费量复合增速**

**有望达到 11%**。2024 年，安徽首座天然气调峰电厂——皖能合肥天然气调峰电厂项目，以及滁州天然气调峰电厂，共计 4 台 45 万千瓦机组已投产，预计将带来每年 9 亿立方米以上用气增量。同时，淮河能源集团芜湖天然气调峰电厂（2×45 万千瓦）已于 2024 年 5 月通过核准，预计带来 4 亿立方米以上用气量。

**表 4：安徽省天然气调峰项目**

时间	进展	项目名称	装机容量
2024-04-19	全面投产	皖能合肥天然气调峰电厂项目	2×45 万千瓦
2024-05-06	全面投产	滁州天然气调峰电厂	2×45 万千瓦
2024-05-13	核准	淮河能源集团芜湖天然气调峰电厂项目	2×45 万千瓦

资料来源：安徽省发改委、淮河能源集团公众号等，华源证券研究

工业用气方面，安徽省推动福莱特、比亚迪、台玻、燃气调峰电厂等大用户扩产，工业用气规模攀升。此外，由于此前的气源瓶颈，安徽省居民用气量也偏低，尤其是农村地区，煤改气需求强烈，预计未来几年安徽省居民用气量也有望高速增长。

考虑其他大工业用户扩产带来的用气增量，我们认为 2025 年天然气消费量有可能超过安徽“十四五”天然气消费量目标值 120 亿立方米。据此测算，**安徽省 2024/2025 天然气消费复合增速可达到 11% 左右，继续领先全国。**

### 3. 盈利预测及估值

综合来看，安徽天然气消费需求潜力大，随着气源保障工程的推进与投产，供给侧瓶颈预计将得到解决，公司作为省级天然气平台公司有望享受需求释放红利，在准许收益率核算的管输定价机制下，公司业绩增长有较为明确的保障。我们认为，公司作为典型的低协方差资产，分子端业绩具有较为确定的增长，同时伴随分母端折现率的下降，分子分母的共振有望带动估值水平获得显著增长。

短期来看，考虑到公司 2023 年三四季度新投产管线产能利用率逐步提升，以及安徽气源保障工程落地后安徽总体天然气消费水平提升，我们假设 2024-2026 年售气量增长 15%、15%、10%；随着安徽天然气供给瓶颈打开，人均生活用气水平将有所提升，假设 2024-2026 年城燃业务营收增长 5%、5%、5%，毛差修复，毛利率回升至 11%。预测 2024-2026 年归母净利润分别为 3.70、4.37、5.01 亿元，同比增长率分别为 7.4%、18.2%、14.7%。

公司当前股价对应 2024-2026 年 12 倍、10 倍、9 倍。选取深圳燃气、佛燃能源、新奥股份作为可比公司，其 2024-2026 年平均估值为 11 倍、9 倍、8 倍。

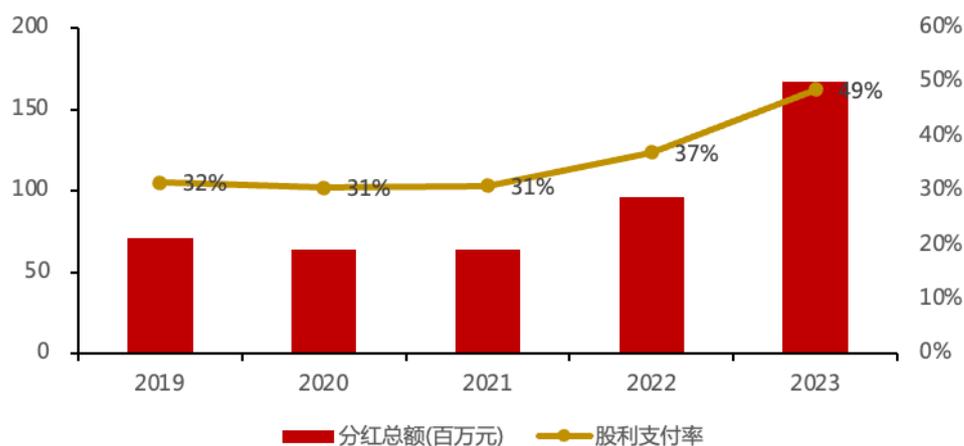
表 5: 相对估值表

证券代码	证券简称	总市值(亿元)			归母净利润(亿元)			PE			PB (1f)
		2024/7/11	24E	25E	26E	24E	25E	26E			
600803.SH	新奥股份	631	66.04	74.80	86.99	10	8	7	2.55		
601139.SH	深圳燃气	199	17.47	19.45	22.16	11	10	9	1.37		
002911.SZ	佛燃能源	122	11.10	13.07	14.50	11	9	8	2.78		
	平均值					11	9	8	2.23		
603689.SH	皖天然气	44	3.70	4.37	5.01	12	10	9	1.41		

资料来源: ifind, 华源证券研究。可比公司归母净利润取 ifind 一致预期

此外,近年来公司经营业绩稳步上升,分红率随之提高,2023 年每股分红 0.35 元,股利支付率提升至接近 50%水平,当前股价对应股息率约 3.84%。假设公司 2024-2026 年股利支付率维持在 45%,则 2024-2026 年每股分红 0.35/0.41/0.47 元,当前股价对应股息率分别为 3.82%/4.52%/5.18%。

图 15: 2019-2023 分红情况



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

长期来看,以自由现金流折现法进行估值,在 7%权益收益率下公司权益价值对应 65.7 亿元。权益收益率取 5%-9%,则公司权益价值在 54.7~78.7 亿元之间。

折现率方面,以公司 2023 年净资产(35.52 亿元)、有息负债(短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、长期应付款、应付债券、其他应付款等合计 27.94 亿元)作为 E 和 D 计算股权和债权资本比例,债务利率取 2024 年 6 月公布的 5 年期以上 LPR 3.95%,所得税率按 23 年公司所得税费用/净利润所得 25%计算,可计算得到在 7%权益收益率情况下,公司加权资本成本( $r_{wacc}$ )为 5.22%,以此为折现率。

表 6: 不同权益收益率下的折现率 (%)

E(净资产,百万元,2023)	3,552
-----------------	-------

D (有息负债, 百万元, 2023)						2,794
E/(E+D)						56%
D/(E+D)						44%
Rd (5 年期以上 LPR)						3.95%
税率						25%
Re	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%	9.00%	
WACC	4.10%	4.66%	5.22%	5.78%	6.34%	

资料来源: ifind, 华源证券研究。注: 税率按 23 年所得税费用/净利润。

我们预计公司此轮资本开支带来的产能爬坡预计在 2028 年告一段落, 因此根据业绩预测计算公司 2024-2028 年自由现金流, 2028 年之后如果进一步提升业绩, 需要追加资本开支。我们假设公司遵循股东利益最大化原则, 增量资本开支的全投资回报率不低于加权资本成本, 则追加资本开支会进一步增厚企业价值。但是考虑到具体收益率的不确定性, 我们暂不考虑未来资本开支以及与之相关的业绩增长, 假设公司 2027 年之后自由现金流保持稳定。

在 25 年折现年限下, 公司自由现金流 (以净利润+折旧+财务费用近似计算) 净现值为 93.61 亿元, 减去有息负债, 则可知权益价值约为 65.68 亿元。若其他条件不变, 在 5% 和 9% 权益收益率下, 则权益价值分别对应 78.77 亿元和 54.70 亿元。

表 7: 7% 权益收益率下的现金流及权益价值 (百万元)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	……	2046E	2047E	2048E
净利润	365	432	497	546	574	574	……	574	574	574
折旧	163.2	189.2	206.0	206.0	206.0	206.0	……	206.0	206.0	206.0
税后财务费用	49.25	56.81	53.03	53.03	53.03	53.03	……	53.03	53.03	53.03
资本开支	500	400	300	0	0	0	……	0	0	0
自由现金流	77	278	456	805	833	833	……	833	833	833
折现率	5.22%									
折现值	74	251	391	657	646	614	……	258	245	233
合计价值	9,361									
有息负债 (2023)	2,794									
当前权益价值	6,568									

资料来源: ifind, 华源证券研究

表 8: 不同权益收益率下自由现金流折现后的权益价值 (百万元)

Re	WACC	权益价值 (百万元)
5%	4.10%	7,877
6%	4.66%	7,193
7%	5.22%	6,568

8%	5.78%	5,995
9%	6.34%	5,470

资料来源：ifind，华源证券研究

考虑到安徽天然气消费增速显著高于全国，公司业绩具有较高确定性，且在低协方差扩散行情下，高比例分红有望带动估值提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 风险提示：

- (1) **安徽省天然气消费量不及预期**：天然气消费量受经济发展水平、工业结构、能源结构调整节奏等多方面因素影响，若天然气消费水平不足，将影响公司管线利用率；
- (2) **管线工程投产不及预期**：管线规模决定了公司盈利天花板，若在建管线工程延期，相应业绩兑现时间将有所延缓；
- (3) **长输管道输气政策调整**：管输价格按照准许收益法定价，由当地政府核定，若管输价格下调，对公司业绩将带来不利影响。

**表 9：皖天然气利润表（百万元）**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>一、营业总收入</b>	<b>5,927</b>	<b>6,104</b>	<b>6,944</b>	<b>7,914</b>	<b>8,661</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>5,616</b>	<b>5,708</b>	<b>6,531</b>	<b>7,436</b>	<b>8,113</b>
其中：营业成本	5,422	5,422	6,213	7,097	7,775
税金及附加	18	17	19	22	24
销售费用	17	33	35	36	36
管理费用	110	182	191	198	199
研发费用	5	6	7	8	7
财务费用	43	48	66	76	71
投资收益	25	66	73	98	113
资产处置收益	0	0	0	0	0
资产减值损失	-10	-14	0	0	0
信用减值损失	1	2	0	0	0
其他收益	5	2	0	0	0
<b>三、营业利润</b>	<b>332</b>	<b>452</b>	<b>486</b>	<b>576</b>	<b>662</b>
加：营业外收入	2	2	2	2	2
减：营业外支出	1	1	1	1	1
<b>四、利润总额</b>	<b>333</b>	<b>453</b>	<b>487</b>	<b>577</b>	<b>662</b>
减：所得税费用	85	113	122	144	166
<b>五、净利润</b>	<b>248</b>	<b>339</b>	<b>365</b>	<b>432</b>	<b>497</b>
归属于母公司所有者的净利润	258	344	370	437	501
少数股东损益	-10	-5	-5	-5	-5
<b>六、每股收益：</b>					
(一) 基本每股收益(元)	0.55	0.72	0.77	0.91	1.05
(二) 稀释每股收益(元)	0.45	0.59	0.63	0.75	0.86

资料来源：公司公告，华源证券研究

**表 10：皖天然气资产负债表（百万元）**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产：</b>					
货币资金	652	719	913	923	958
交易性金融资产	401	401	401	401	401
应收票据及应收账款	125	76	76	76	76
应收款项融资	0	0	0	0	0
预付款项	151	189	215	245	268
其他应收款合计	15	14	16	18	20
合同资产	14	24	27	27	33
存货	38	41	45	50	56
其他流动资产	69	53	53	53	53
<b>流动资产合计</b>	<b>1,465</b>	<b>1,516</b>	<b>1,745</b>	<b>1,792</b>	<b>1,864</b>

<b>非流动资产：</b>					
长期股权投资	1,157	1,488	1,488	1,488	1,488
其他权益工具投资	71	71	71	71	71
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产合计	2,225	3,016	3,496	3,807	3,971
在建工程合计	778	487	343	243	173
使用权资产	8	6	6	6	6
无形资产	171	336	337	337	338
开发支出	0	0	0	0	0
商誉	0	2	2	2	2
长期待摊费用	1	1	1	1	1
递延所得税资产	3	7	7	7	7
其他非流动资产	127	71	71	71	71
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,540</b>	<b>5,485</b>	<b>5,822</b>	<b>6,034</b>	<b>6,129</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,005</b>	<b>7,001</b>	<b>7,568</b>	<b>7,826</b>	<b>7,993</b>
<b>流动负债：</b>					
短期借款	220	110	210	210	210
应付票据及应付账款	264	345	349	398	436
预收款项	0	0	0	0	0
合同负债	191	225	256	292	319
应付职工薪酬	14	19	22	25	27
应交税费	25	35	40	45	49
其他应付款合计	118	169	192	219	240
一年内到期的非流动负债	57	86	86	86	86
其他流动负债	17	20	20	20	20
<b>流动负债合计</b>	<b>906</b>	<b>1,008</b>	<b>1,174</b>	<b>1,295</b>	<b>1,388</b>
<b>非流动负债：</b>					
长期借款	1,144	1,505	1,705	1,605	1,405
应付债券	892	922	922	922	922
租赁负债	2	3	3	3	3
长期应付款合计	2	2	2	2	2
预计负债	0	0	0	0	0
递延所得税负债	1	0	0	0	0
递延收益-非流动负债	3	9	9	9	9
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,044</b>	<b>2,442</b>	<b>2,642</b>	<b>2,542</b>	<b>2,342</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,950</b>	<b>3,450</b>	<b>3,816</b>	<b>3,836</b>	<b>3,729</b>
<b>所有者权益(或股东权益)：</b>					
实收资本(或股本)	470	478	478	478	478
资本公积	859	897	897	897	897
减：库存股	0	36	36	36	36
其他综合收益	0	3	3	3	3

其他权益工具	70	70	70	70	70
专项储备	57	67	67	67	67
盈余公积	142	169	206	250	300
未分配利润	1,175	1,394	1,562	1,761	1,989
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>2,773</b>	<b>3,041</b>	<b>3,246</b>	<b>3,489</b>	<b>3,766</b>
少数股东权益	282	511	506	502	497
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,055</b>	<b>3,552</b>	<b>3,752</b>	<b>3,990</b>	<b>4,263</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>6,005</b>	<b>7,001</b>	<b>7,568</b>	<b>7,826</b>	<b>7,993</b>

资料来源：公司公告，华源证券研究

表 11：皖天然气现金流量表（百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>					
销售商品、提供劳务收到的现金	6,518	6,854	6,942	7,912	8,660
收到的税费返还	43	6	0	0	0
收到其他与经营活动有关的现金	39	28	32	37	29
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>6,599</b>	<b>6,888</b>	<b>6,975</b>	<b>7,949</b>	<b>8,689</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	5,812	5,885	6,001	6,808	7,490
支付给职工以及为职工支付的现金	170	298	233	241	243
支付的各项税费	147	168	207	242	260
支付其他与经营活动有关的现金	33	42	34	36	35
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>6,162</b>	<b>6,393</b>	<b>6,475</b>	<b>7,328</b>	<b>8,028</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>438</b>	<b>495</b>	<b>500</b>	<b>621</b>	<b>661</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>					
收回投资收到的现金	2,952	1,700	0	0	0
取得投资收益收到的现金	2	25	73	98	113
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	4	0	0	0	0
收到其他与投资活动有关的现金	2	0	0	0	0
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>2,960</b>	<b>1,725</b>	<b>73</b>	<b>98</b>	<b>113</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	523	574	515	415	315
投资支付的现金	3,515	1,698	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	303	0	0	0
支付其他与投资活动有关的现金	0	5	0	0	0
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>4,039</b>	<b>2,581</b>	<b>515</b>	<b>415</b>	<b>315</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-1,079</b>	<b>-856</b>	<b>-442</b>	<b>-317</b>	<b>-202</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>					
吸收投资收到的现金	27	110	0	0	0
取得借款收到的现金	1,306	597	300	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>1,333</b>	<b>707</b>	<b>300</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
偿还债务支付的现金	776	232	0	100	200

分配股利、利润或偿付利息支付的现金	119	139	164	195	224
支付其他与筹资活动有关的现金	6	7	0	0	0
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>901</b>	<b>378</b>	<b>164</b>	<b>295</b>	<b>424</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>432</b>	<b>330</b>	<b>136</b>	<b>-295</b>	<b>-424</b>
<b>期初现金及现金等价物余额</b>	<b>861</b>	<b>745</b>	<b>714</b>	<b>907</b>	<b>917</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-209</b>	<b>-32</b>	<b>194</b>	<b>10</b>	<b>35</b>
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>652</b>	<b>714</b>	<b>907</b>	<b>917</b>	<b>953</b>

资料来源：公司公告，华源证券研究

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 [liruixue@huayuanstock.com](mailto:liruixue@huayuanstock.com)  
 华北区销售代表 王梓乔 [wangziquiao@huayuanstock.com](mailto:wangziquiao@huayuanstock.com)  
 华南区销售代表 杨洋 [yangyang@huayuanstock.com](mailto:yangyang@huayuanstock.com)

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数