2025 年 5 月 15 日

公司研究

依托中国石油平台优势，天然气终端业务高质量发展可期

——昆仑能源（0135.HK）首次覆盖报告

要点

中国石油旗下天然气终端业务公司，盈利修复分红提升。公司是中国石油旗下唯一从事天然气终端销售和综合利用的平台企业，业务涵盖城市燃气、LNG 工厂、LNG 接收站等，2024 年公司实现归母净利润 60 亿元，同比增长 4.9%。公司制定派息率提升计划，2024 年派息率达到 45%。公司聚焦天然气销售主业，在天然气需求中长期增长的趋势下，公司毛差有望持续修复，业绩和估值有望持续上行。

天然气销售市场开拓大力推进，中国石油优质气源构筑资源端优势。公司天然气销售业务保持良好的成长性，2016-2024 年，公司天然气销售业务营收 CAGR 为 13.7%，税前利润 CAGR 为 15.7%。公司中西部地区城燃项目占比较高，持续开拓零售气市场，其中工业用气增长迅速，2018-2024 年公司工业用气销售量 CAGR 为 24.35%。控股股东中国石油天然气股份公司为公司提供可靠稳定的资源保障，助力公司有效执行价格联动长效机制，公司 24 年购气成本为 2.437 元/方，相较其他城燃公司具备优势。2024 年公司毛差为 0.47 元/方，同比下降 0.03 元/方，主要是加气站业务调整的结构性影响，随着业务结构性调整结束，公司有望继续受益于稳定的气源供应和天然气市场化改革，毛差有望持续改善。

LNG 接收站贡献稳定利润，逐步退出上游业务降低周期属性。公司已建成并运行江苏、唐山两座 LNG 接收站，合计接卸能力 1300 万吨/年，LNG 接收站负荷率持续高位运行，2024 年，LNG 接收站贡献税前利润 35.77 亿元，税前利润率为 75%。公司 LNG 处理单价稳定在 0.30 元/方的水平，LNG 处理单位税前利润位于 0.21-0.22 元/方之间，为公司贡献稳定的营收及利润来源。公司运行 14 座 LNG 加工厂，受益于委托加工 LNG 量的增长，公司 LNG 加工负荷和盈利能力提升。公司原油权益销量逐年下降，即将完成从上游石油勘探向天然气终端利用的主营业务战略转型，周期属性逐渐减弱。

盈利预测、估值与评级：公司是中国石油控股的天然气终端业务公司，拥有稳定的低成本气源，随着国内天然气需求中长期内保持增长，公司将聚焦天然气主业，巩固在西部地区的市场优势，积极开拓工商业客户，毛差有望持续修复。同时，公司在 LNG 产业链的布局带来稳定利润贡献，分红预期的提升也有助于公司估值的提升。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 66.49、71.24、75.98 亿元，对应的 EPS 分别为 0.77、0.82、0.88 元/股，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：天然气价格大幅波动，天然气需求不及预期，市场开拓不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	177,354	187,046	201,669	213,140	223,085
营业收入增长率	3.15%	5.46%	7.82%	5.69%	4.67%
归母净利润（百万元）	5,682	5,960	6,649	7,124	7,598
归母净利润增长率	8.68%	4.89%	11.57%	7.15%	6.65%
EPS（元）	0.66	0.69	0.77	0.82	0.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.96%	9.15%	9.63%	9.74%	9.81%
P/E	10.9	10.4	9.3	8.7	8.2
P/B	0.98	0.95	0.90	0.85	0.80

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-14，汇率为 1HKD=0.9236CNY

增持（首次）

当前价：7.75 港元

作者

分析师：赵乃迪
执业证书编号：S0930517050005
010-57378026
zhaond@ebscn.com

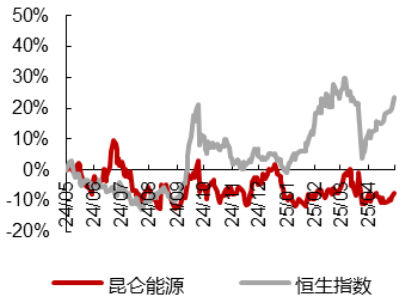
分析师：蔡嘉豪
执业证书编号：S0930523070003
021-52523800
caijiahao@ebscn.com

分析师：王礼沫
执业证书编号：S0930524040002
010-56513142
wanglimo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	86.59
总市值(亿港元)：	671.06
一年最低/最高(港元)：	6.81/9.23
近 3 月换手率：	18.7%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.8	-7.6	-22.9
绝对	1.6	2.2	0.8

资料来源：Wind

目　录

1、 中国石油旗下天然气终端业务公司，聚焦主业盈利回升 5
1.1 背靠中国石油，公司运营中石油旗下天然气终端业务 5
1.2 聚焦天然气销售主业，盈利能力回升 6
2、 平台优势助力主业量价增长，LNG 业务稳步发展 9
2.1 天然气销售业务市场开拓大力推进，中国石油优质气源构筑资源端优势 9
2.2 LNG 接收站贡献稳定利润，逐步退出上游业务 12
3、 能源转型推动清洁替代，我国天然气需求前景广阔 15
4、 盈利预测、估值和投资建议 19
4.1 关键假设及盈利预测 19
4.2 相对估值 21
4.3 投资建议 21
5、 风险分析 21

图目录

图 1：公司发展历程 5
图 2：公司股权结构 5
图 3：中国石油集团公司架构及下属上市公司 6
图 4：公司历年营收及同比 7
图 5：公司历年息税前利润及同比 7
图 6：公司历年归母净利润及同比 7
图 7：公司历年息税前利润率、净利率、归母净利率 7
图 8：公司历年分业务收入（亿元） 8
图 9：公司历年分业务税前利润（亿元） 8
图 10：公司历年资产负债率 8
图 11：公司历年销管费用率、财务费用率 8
图 12：公司历年经营现金流、自由现金流（亿元） 9
图 13：公司历年分项资本开支（亿元） 9
图 14：公司历年每股股利、股利支付率 9
图 15：公司历年股息率 9
图 16：天然气销售业务营收及同比增速 10
图 17：天然气销售业务税前利润、税前利润率及同比增速 10
图 18：24 年公司城燃项目分布图 10
图 19：2024 年主要燃气公司城燃项目分布对比 10
图 20：公司零售气历年分客户类型销气量（亿方） 11
图 21：公司历年工业客户新增量及累计同比 11
图 22：2024 年主要燃气公司销量结构对比 11
图 23：主要燃气公司平均购气成本（元/方） 12
图 24：主要燃气公司加权平均销气收入（元/方） 12
图 25：公司销气价格、购气价格、毛差走势（元/方） 12
图 26：主要燃气公司平均毛差（元/方） 12
图 27：LNG 加工与储运业务营收及同比增速 13
图 28：LNG 加工与储运业务税前利润、税前利润率及同比增速 13
图 29：公司 LNG 接收站分布 13
图 30：公司历年 LNG 接收站处理量及负荷率 13
图 31：公司 LNG 接收站处理单价及单位税前利润 14
图 32：公司历年 LNG 加工站加工量及负荷率 14
图 33：公司 LNG 加工站加工单价及单位税前利润 14
图 34：公司 LPG 销售量及单价 15
图 35：24 年公司 LPG 来源构成 15
图 36：公司原油权益销量及实现价格 15
图 37：我国天然气实际消费量及一次能源消费占比 16
图 38：2015-2023 年我国天然气分领域消费量（亿方）及 CAGR 16
图 39：我国天然气表观消费量及同比增速 16

图 40：2023 年我国天然气消费量结构 16
图 41：我国远期天然气消费量预测 17
图 42：我国城市用气人口（亿人） 17
图 43：我国城市天然气供气量及同比增速 17
图 44：LNG 重卡销量（万辆） 18
图 45：LNG 与柴油等热值价格比 18
图 46：2022 年部分工业行业原煤消费量与天然气消费占比 18

表目录

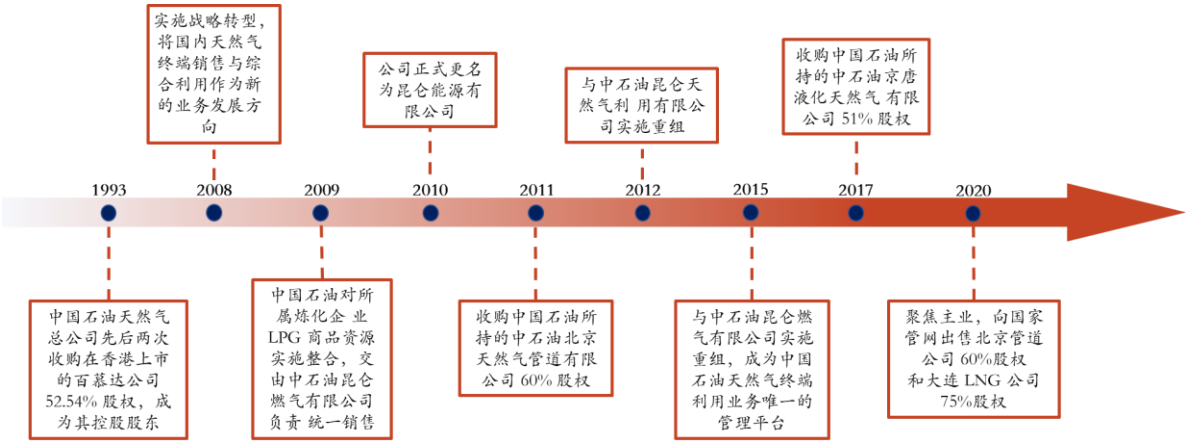
表 1：2024 年昆仑能源天然气业务分布 6
表 2：公司关键业务假设及盈利预测 20
表 3：公司相对估值简表 21

1、 中国石油旗下天然气终端业务公司，聚焦主业盈利回升

1.1 背靠中国石油，公司运营中石油旗下天然气终端业务

昆仑能源有限公司是由中国石油天然气股份有限公司控股的天然气企业，是中国国内销售规模最大的天然气终端利用企业和 LPG 销售企业之一。公司于 1993 年由中国石油通过收购、重组成立，2008 年实施战略转型，中国石油对天然气下游业务进行持续重组，昆仑能源成为中国石油唯一从事天然气终端销售和综合利用的平台企业。2020 年，公司剥离天然气管道资产，聚焦天然气终端主业，截至 2024 年末，公司业务覆盖 28 个省、直辖市和自治区，2024 年实现天然气年销售量 542 亿立方米，同比增长 9.9%，天然气用户总数达 1645 万户。

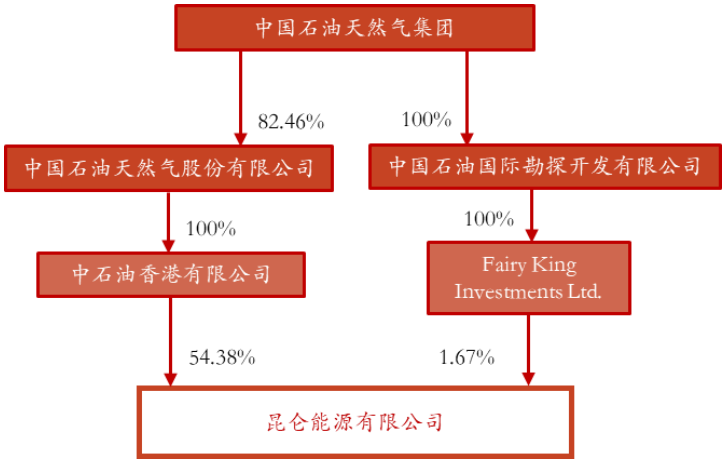
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中国石油公司公告，光大证券研究所整理

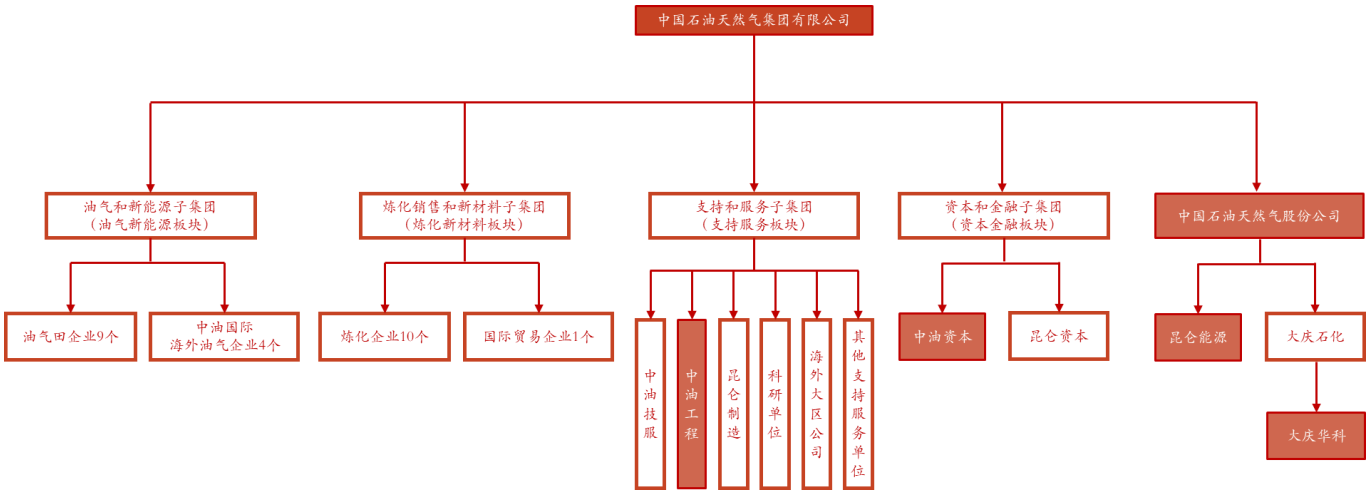
公司控股股东为中国石油天然气股份有限公司，雄厚股东背景支撑公司发展。截至 2024 年末，中国石油天然气股份有限公司通过中石油香港有限公司持有公司 54.38%股份，为公司控股股东，中国石油集团合计持有公司 46.51%股份，为公司实际控制人。控股股东中国石油天然气股份有限公司是中国最大的天然气生产、销售企业，为公司业务发展提供支撑，公司充分享受中国石油在气源、终端销售网络等领域的优势，同时与中国石油集团公司业务产生协同效应。

图 2：公司股权结构



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理 注：截至 2024 年报

图 3：中国石油集团公司架构及下属上市公司



资料来源：中国石油集团官网，Wind，光大证券研究所整理 注：深色底色为上市公司

公司业务涵盖城市燃气、LNG 工厂、LNG 接收站等。目前，昆仑能源战略布局城市燃气、天然气管道、LNG 和 CNG 终端、天然气发电和分布式能源、LNG 加工与储运、LPG 销售等业务，2024 年实现天然气销量 542 亿方，运营 14 座 LNG 工厂与 2 座 LNG 接收站，LNG 接收站实现处理量 159 亿方，LPG 销量 578 万吨，原油权益销售量 829 万桶。

表 1：2024 年昆仑能源天然气业务分布

省份	城燃项目（个）	已运营 LNG 工厂（个）	已运营 LNG 接收站（个）	合计	省份	城燃项目（个）	已运营 LNG 工厂（个）	已运营 LNG 接收站（个）	合计
新疆	20	3	-	23	贵州	6	-	-	6
河北	20	2	1	23	云南	21	-	-	21
山东	43	1	-	44	浙江	4	-	-	4
河南	10	-	-	10	甘肃	12	1	-	13
山西	7	1	-	8	青海	2	1	-	3
四川	4	2	-	6	北京	4	-	-	4
内蒙古	1	1	-	2	吉林	5	-	-	5
江苏	33	-	1	34	上海	0	-	-	0
辽宁	12	-	-	12	安徽	10	-	-	10
陕西	4	1	-	5	湖南	14	-	-	14
天津	10	-	-	10	广西	4	-	-	4
湖北	12	1	-	13	黑龙江	3	-	-	3
宁夏	6	-	-	6	江西	3	-	-	3
广东	9	-	-	9	重庆	5	-	-	5
海南	4	-	-	4	**全国**	**288**	**14**	**2**	**304**

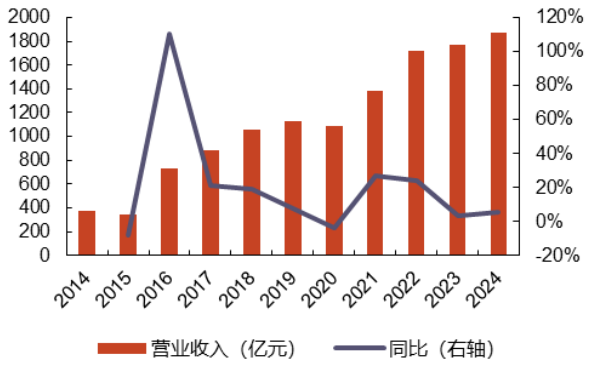
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

1.2 聚焦天然气销售主业，盈利能力回升

营收长期保持增长，21-24 年经营性利润稳步上行。由于天然气销售业务稳步扩张，历史上公司营收增长较为稳定，2014-2024 年营收 CAGR 为 17.3%。2015-2016 年，由于勘探与生产业务受油价波动影响，公司息税前利润、归母净利润出现较大幅度下滑。2017-2019 年公司息税前利润恢复增长，2020 年末公

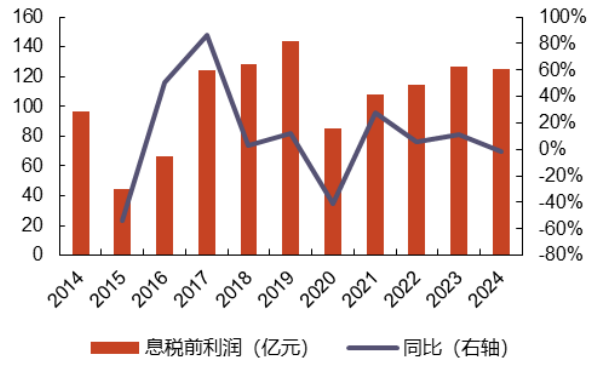
司剥离天然气管道业务，于 2020、2021 年分别产生终止经营业务利润 39.38、184.59 亿元。2022-2024 年，公司聚焦天然气终端业务主业，勘探与生产业务规模缩减，对公司盈利能力影响减弱，使得公司经营性利润稳步上行，2024 年公司实现营业收入 1870 亿元，同比增长 5.5%，实现息税前利润 125 亿元，同比下降 1.6%，实现归母净利润 60 亿元，同比增长 4.9%。

图 4：公司历年营收及同比



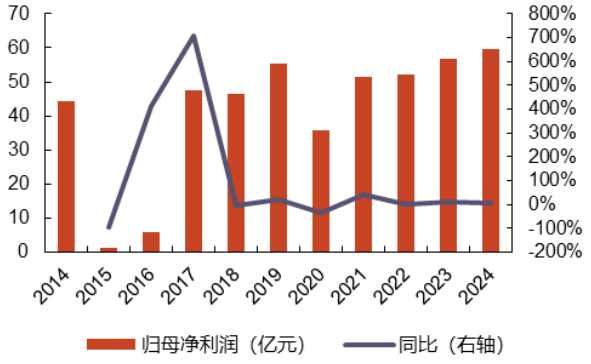
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 5：公司历年息税前利润及同比



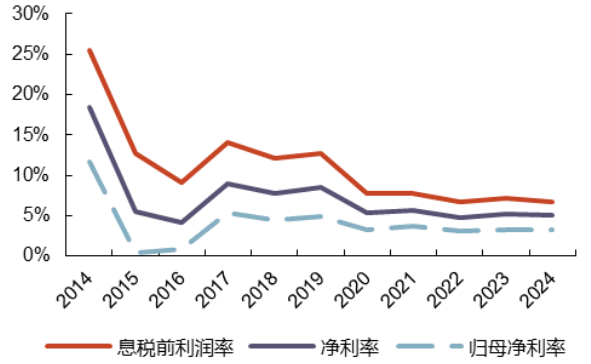
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 6：公司历年归母净利润及同比



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理 注：2020-2021 年数据剔除剥离管道业务和大连 LNG 的一次性收益

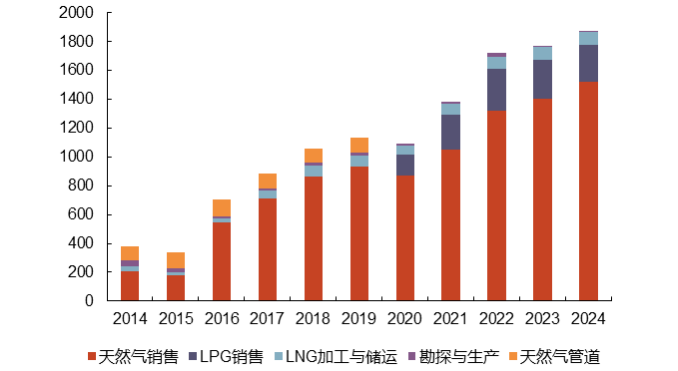
图 7：公司历年息税前利润率、净利率、归母净利率



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理 注：2020-2021 年数据剔除剥离管道业务和大连 LNG 的一次性收益

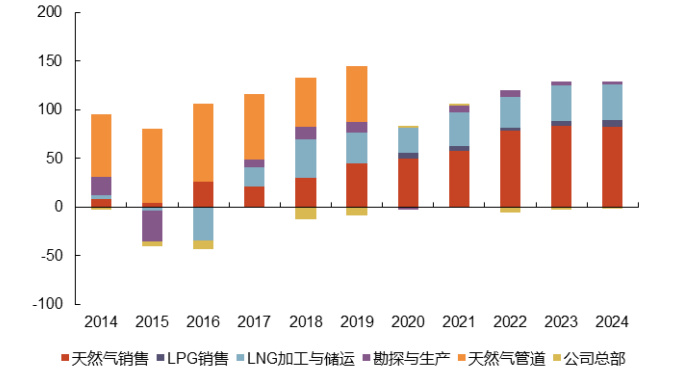
天然气销售业务贡献公司主要营收、税前利润。分业务来看，2014-2019 年，公司税前利润受勘探与生产业务、天然气管道业务影响较大。2021 年以来，公司剥离管道业务、逐步退出勘探与生产业务，使得天然气销售业务贡献公司主要营收、税前利润，2024 年公司天然气销售业务营收占比为 81%，税前利润占比为 65%；LNG 加工与储运业务为公司第二大利润来源，2024 年税前利润占比为 29%。

图 8：公司历年分业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

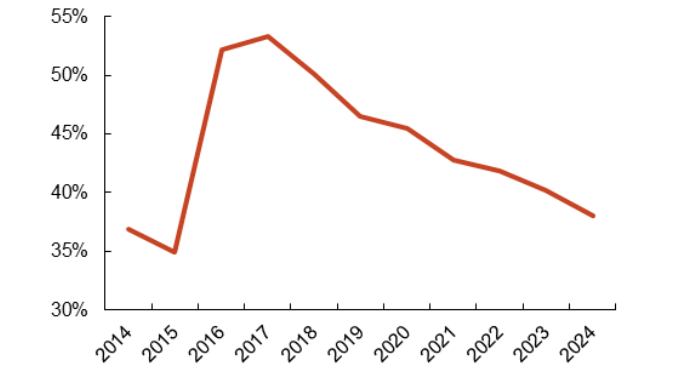
图 9：公司历年分业务税前利润（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

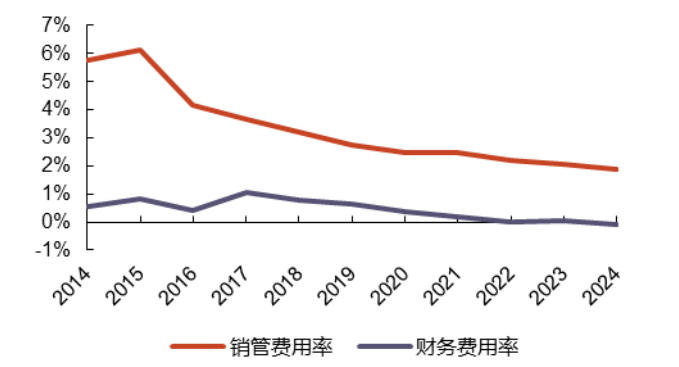
公司资产负债结构健康，三费率持续改善。2017 年至今，随着公司业务逐渐优化，资产负债率稳步改善，2024 年公司资产负债率为 38.0%，资产负债结构保持健康。公司加强降本增效和费用管控，期间费用率稳步下降，2024 年，公司销管费用率为 1.9%，较 2015 年下降 4.2pct，财务费用率为-0.1%，较 2015 年下降 0.9pct。

图 10：公司历年资产负债率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理　注：指期末

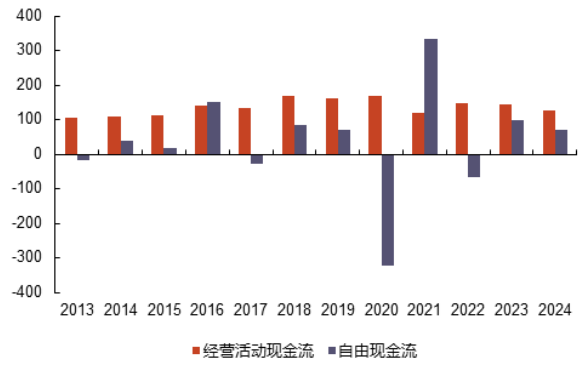
图 11：公司历年销管费用率、财务费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

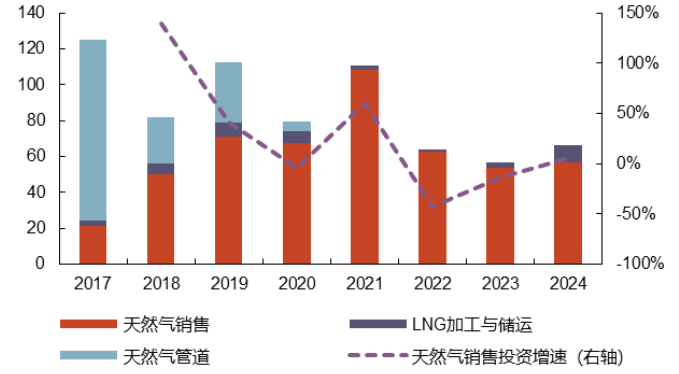
公司经营现金流充沛，资本开支聚焦天然气销售项目投资。从历史数据来看，受到资产重组影响，公司自由现金流的波动较大，但经营现金流较为充沛，2024 年公司实现经营现金流 126 亿元，自由现金流 70 亿元。公司加大投资天然气项目，全力发展天然气终端零售业务，天然气销售投资增速回升，2024 年公司天然气销售业务实现资本开支 57 亿元，同比增长 6%。

图 12：公司历年经营现金流、自由现金流（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

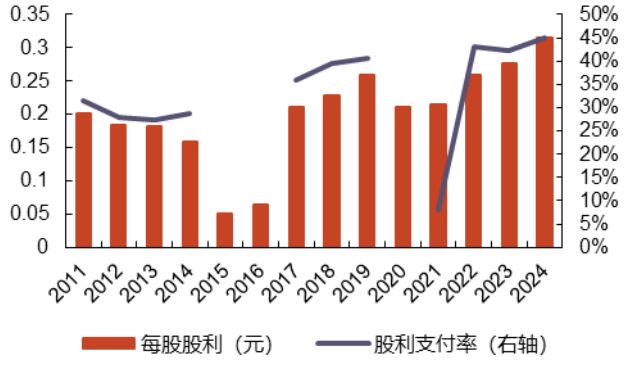
图 13：公司历年分项资本开支（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

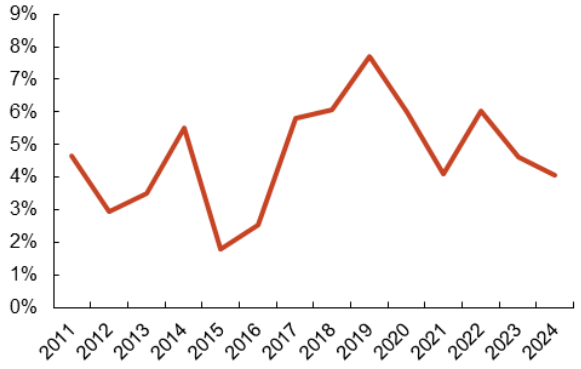
公司制定派息率提升计划，24 年派息率达到 45%。公司 2017-2022 年的派息政策为每年派息总额达到公司股东应占溢利的 25%-35%，但由于 17-19 年实际执行派息率为 40%左右，且公司股价较低，使得公司 17-19 年股息率维持较高水平。2020 年公司派发剥离管道资产的特别股息，2021 年由于公司处于业务转型期，分红绝对额增速低于归母净利润增速，使得派息率较低。2024 年 3 月 25 日，公司宣布 2023-2025 年三年股息分派计划，将逐步提升派息率，至 2025 年派息率将达到 45%，且一年派息两次。2024 年，公司首次实施两次分红，全年每股股利为 0.3158 元/股，派息率为 45%，较 2023 年显著提升。随着公司派息率提升，公司有望为股东创造更高股息收益，从而提升公司的长期投资价值。

图 14：公司历年每股股利、股利支付率



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理 注：2015、2016 年公司股利支付率分别为 354%、91%；2020 年每股股利剔除特别分红 2.14 元/股

图 15：公司历年股息率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 注：股息率 = 当期每股股利/期末收盘价，汇率按当期即期汇率平均值计算

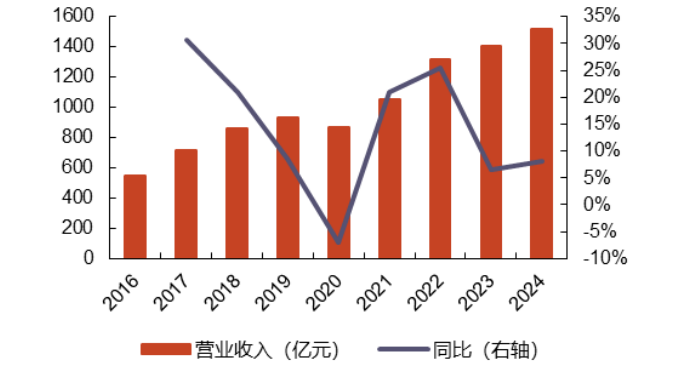
2、 平台优势助力主业量价增长，LNG 业务稳步发展

2.1 天然气销售业务市场开拓大力推进，中国石油优质气源构筑资源端优势

天然气销售为公司主要业务，营收利润稳步增长。截至 2024 年末，公司运行 288 个城镇燃气项目，累计用户达 1645 万户。公司集燃气采购、输配、调度、销售和服务于一体，致力于建设成为综合性能源供应和服务企业。公司天然气销

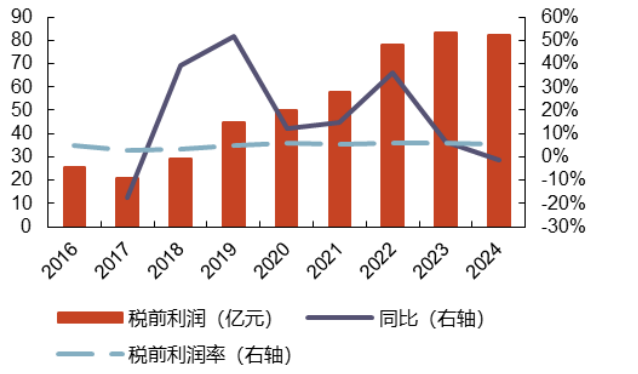
售业务保持良好的成长性，2016-2024 年，公司天然气销售业务营收 CAGR 为 13.7%，税前利润 CAGR 为 15.7%。2024 年，公司天然气销售业务实现税前利润 82 亿元，同比-1.4%。

图 16：天然气销售业务营收及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理 注：16-19 年收入统计口径包含 LPG

图 17：天然气销售业务税前利润、税前利润率及同比增速



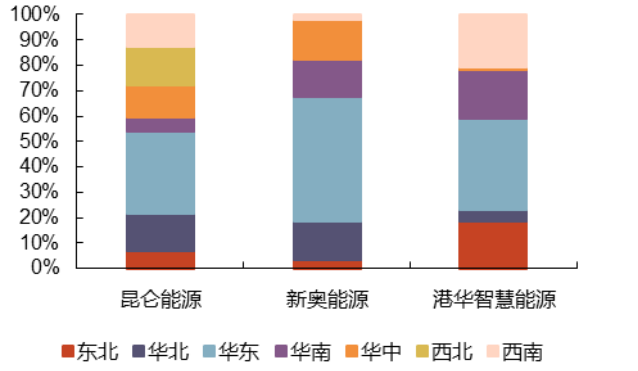
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

除华东外，公司城燃项目重点布局北方和中西部地区，差异化区位优势明显。由于我国天然气主要消费区域位于华东地区，华东为城燃公司的重点布局区域。相较于新奥能源、港华智慧能源等燃气公司，公司中西部地区城燃项目占比较高，2024 年西北+西南地区城燃项目数量合计占比为 28%。除中西部地区外，公司城燃项目主要布局在中国北方地区，业务分布与中国石油的终端业务范围接近，便于公司获取气源和终端销售协同。

图 18：24 年公司城燃项目分布图

资料来源：公司 24 年度业绩 PPT

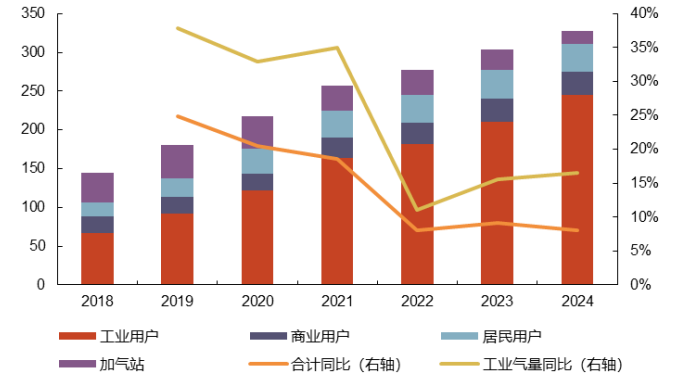
图 19：2024 年主要燃气公司城燃项目分布对比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

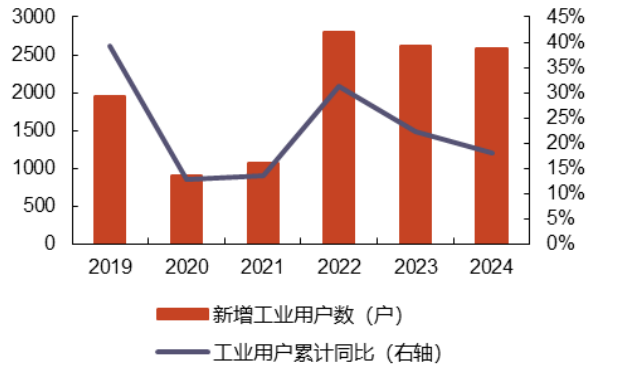
工业用户开拓成效显著，用户数和销气量持续提升。公司持续开拓零售气市场，零售气销量稳步增长，2018-2024 年公司零售气销售量 CAGR 为 14.64%。其中，工业用气增长迅速，2018-2024 年公司工业用气销售量 CAGR 为 24.35%，增速快于居民用气、商业用气和加气站用气。在客户开拓方面，公司加强对工业用户的开拓，年新增工业用户数从 2019 年的 1960 户增长至 2024 年的 2587 户，2018-2024 年工业用户数量 CAGR 为 22.54%。

图 20：公司零售气历年分客户类型销气量（亿方）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

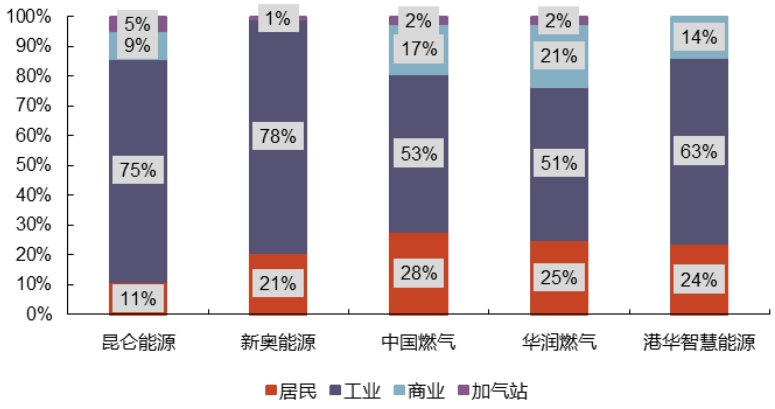
图 21：公司历年工业客户新增量及累计同比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

相较于同业燃气公司，公司的工商业用气量占比较高，居民用气量占比较低。2024 年公司工业+商业销气量占比为 84%，位居可比公司首位。公司持续加强对工业客户的开发，有望充分受益于中西部地区天然气资源开发和工业转移的进程。

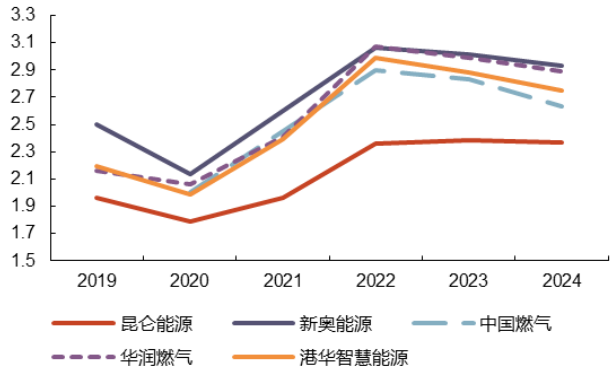
图 22：2024 年主要燃气公司销量结构对比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理 注：新奥能源的工业为工商业合计，中国燃气 24 年统计区间为 2024.04-2024.09

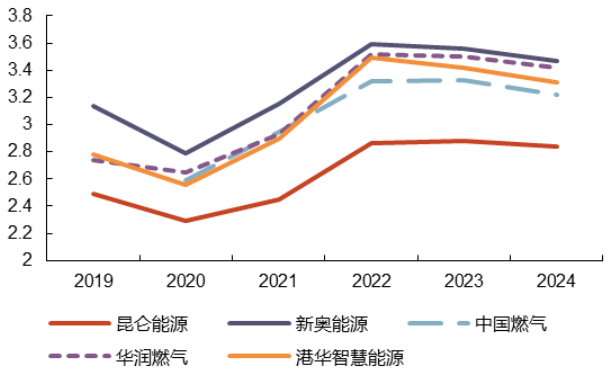
中国石油保障公司气源供应，购气成本优势明显。控股股东中国石油天然气股份公司为公司提供可靠稳定的资源保障，助力公司有效执行价格联动长效机制，公司购气成本相较其他城燃公司具备优势，2018-2024 年，公司购气成本始终低于可比公司。2022 年，天然气供需紧张、价格高企，昆仑能源购气成本同比仅上升 0.40 元/方，而新奥能源、中国燃气、华润燃气、港华智慧能源购气成本分别同比上升 0.46、0.45、0.66、0.60 元/方，体现了公司在天然气供给端的韧性。

图 23：主要燃气公司平均购气成本（元/方）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理 注：中国燃气 24 年统计区间为 2024.04-2024.09

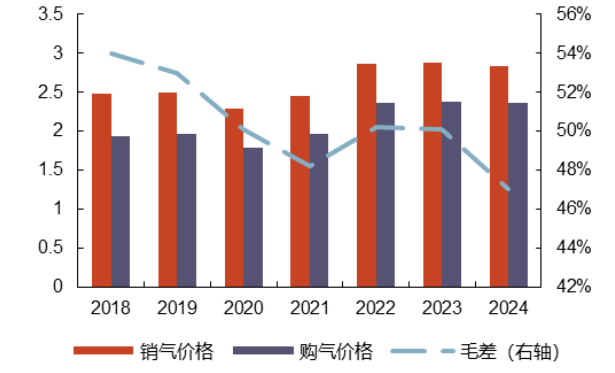
图 24：主要燃气公司加权平均销气收入（元/方）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理 注：中国燃气 24 年统计区间为 2024.04-2024.09

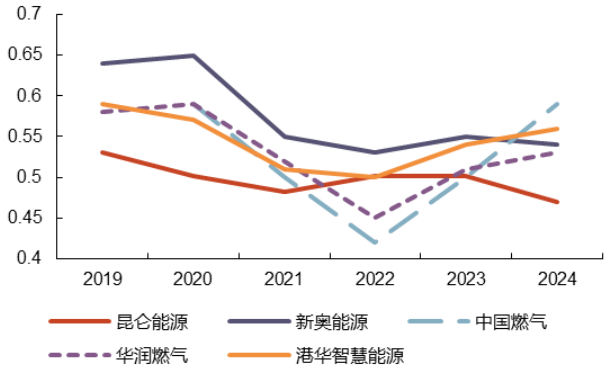
受益于天然气市场化改革，公司毛差有望改善。由于公司城燃项目布局在中西部地区，在天然气消费需求较强的东部地区布局不占优势，因此历史上公司毛差长期低于可比公司。2022 年国际天然气市场受供给冲击，进口天然气价格大幅上行，公司受益于中国石油稳定的国内气源供应，毛差逆势回升。2023 年以来新一轮天然气市场化改革逐步推进，2023 年公司的平均毛差与同业可比公司的差距明显收窄。2024 年，公司毛差跌至 0.47 元/方，同比下降 0.03 元/方，主要是加气站业务调整的结构性影响，公司将加气站出租给控股股东发展“油气氢电服”综合业务所致。随着公司业务结构性调整结束，公司有望继续受益于稳定的气源供应和市场化改革，毛差有望持续改善。

图 25：公司销气价格、购气价格、毛差走势（元/方）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 26：主要燃气公司平均毛差（元/方）

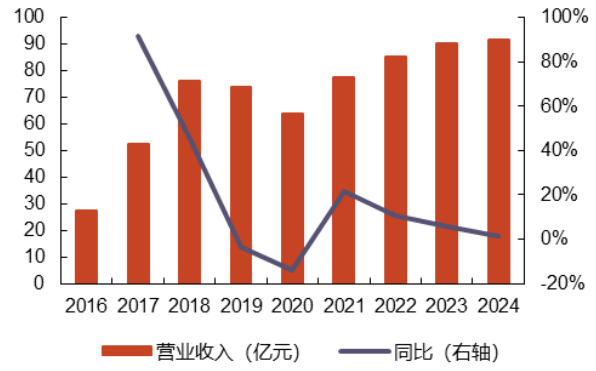


资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理 注：中国燃气 24 年统计区间为 2024.04-2024.09

2.2 LNG 接收站贡献稳定利润，逐步退出上游业务

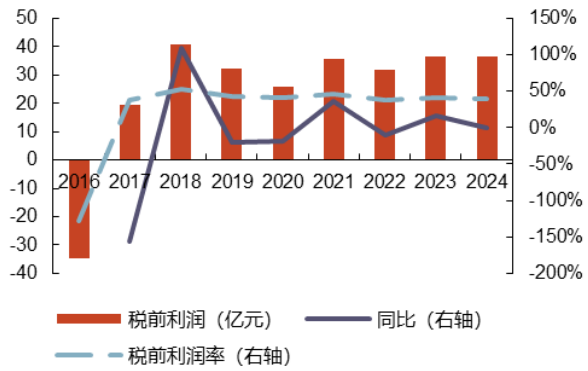
LNG 业务营收稳步增长，LNG 接收站利润率较高。LNG 业务是公司的核心业务之一，涵盖 LNG 液态销售、LNG 生产加工、LNG 接收与储运、LNG 车船加注等全产业链环节。公司坚持“保供稳效”的核心工作主线，聚焦资源结构优化、市场布局优化、销售流向优化，推动 LNG 业务一体化发展。公司 LNG 业务营收稳步增长，2020 年剥离大连 LNG 资产后，2020-2024 年 LNG 业务营收 CAGR 为 10%。盈利方面，LNG 接收站业务利润率较高，2024 年，LNG 接收站贡献税前利润 35.77 亿元，税前利润率为 75%；LNG 加工厂贡献税前利润 0.84 亿元，税前利润率为 1.9%。

图 27：LNG 加工与储运业务营收及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 28：LNG 加工与储运业务税前利润、税前利润率及同比增速



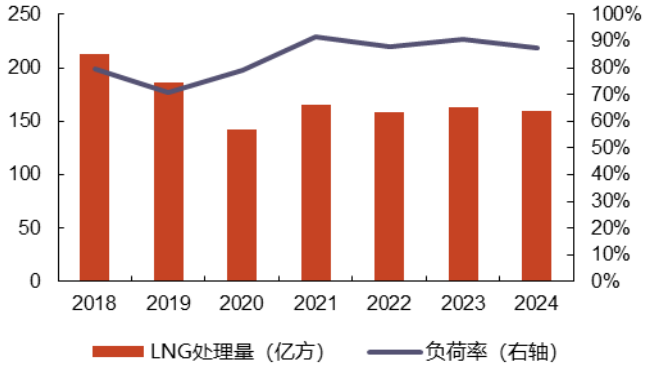
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

在建中石油福建 LNG 接收站提升公司接收产能前景，加工负荷率持续高位运行。公司已建成并运行江苏、唐山两座 LNG 接收站，合计接卸能力 1300 万吨/年，在建的中石油福建 LNG 接收站预计于 2027 年投产，将使公司的接卸能力提升至 1600 万吨/年。公司 2020 年剥离大连 LNG 资产后，LNG 接收站负荷率持续高位运行，2024 年，公司 LNG 接收站共处理天然气 159.40 亿方，负荷率为 87.60%。

图 29：公司 LNG 接收站分布

资料来源：公司 24 年度业绩 PPT

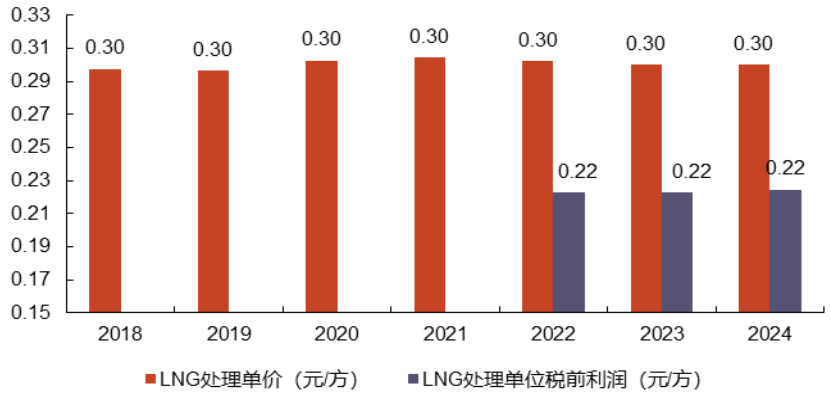
图 30：公司历年 LNG 接收站处理量及负荷率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

LNG 接收站定价机制稳定，保障公司稳定利润来源。LNG 接收站定价受管制，2022 年国家发改委发布《关于完善进口液化天然气接收站气化服务定价机制的指导意见》，规定最高气化服务价格按照“准许成本加合理收益”的方法制定，即通过核定气化服务成本、监管准许收益确定准许收入，再除以气化量进而核定气化服务价格。公司 LNG 处理单价稳定在 0.30 元/方的水平，LNG 处理单位税前利润位于 0.21-0.22 元/方之间，为公司贡献稳定的营收及利润来源。

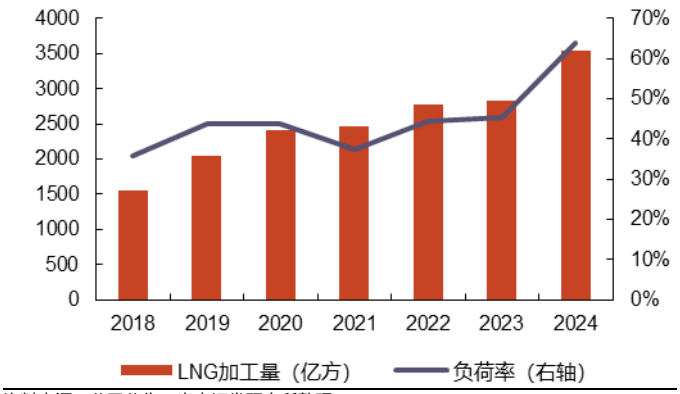
图 31：公司 LNG 接收站处理单价及单位税前利润



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

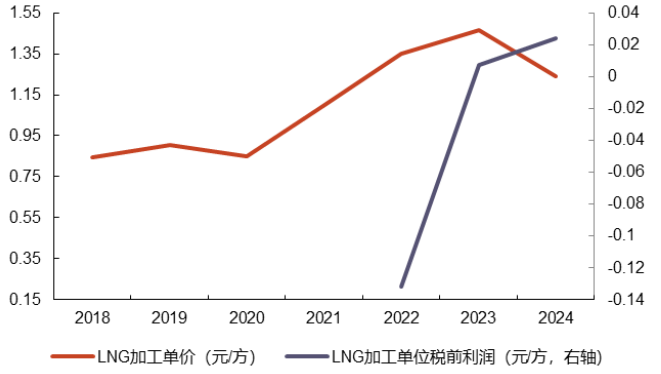
LNG 加工负荷提升，24 年盈利能力上行。2024 年公司运行 14 座 LNG 加工厂，其中包括全国最大规模、日加工能力达 500 万方的黄冈 LNG 工厂。这些工厂充分发挥了“冬季保供、夏季保畅”的调峰功能，是绿色现代化示范工厂的典范。2018-2023 年公司 LNG 加工负荷较低，使得 LNG 加工业务盈利承压，24 年受益于委托加工 LNG 量的增长，公司 LNG 加工负荷提升至 64%，单位税前利润提升至 0.024 元/方。

图 32：公司历年 LNG 加工站加工量及负荷率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

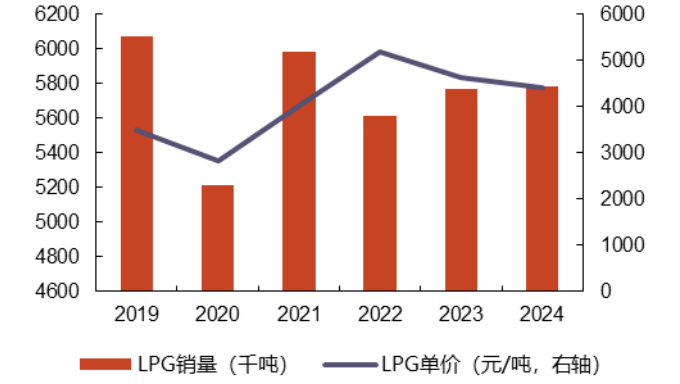
图 33：公司 LNG 加工站加工单价及单位税前利润



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

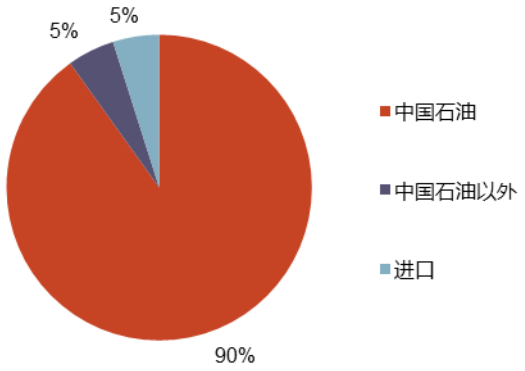
承接中国石油 LPG 销售任务，上游资源保障业务稳健增长。公司是国内第二大 LPG 经销商，市场范围覆盖全国 31 个省、市、自治区，在资源相对集中的东北、西北地区占据主导地位。公司销售业务涵盖批发、终端等多种类型，是行业内经营类型较为齐全的企业之一。公司 LPG 资源受到中国石油保障，24 年公司 90%的 LPG 来源为中国石油，稳定气源为公司 LPG 业务的稳健发展提供基础，24 年公司 LPG 销售实现税前利润 7.73 亿元，同比增长 40%。

图 34：公司 LPG 销售量及单价



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

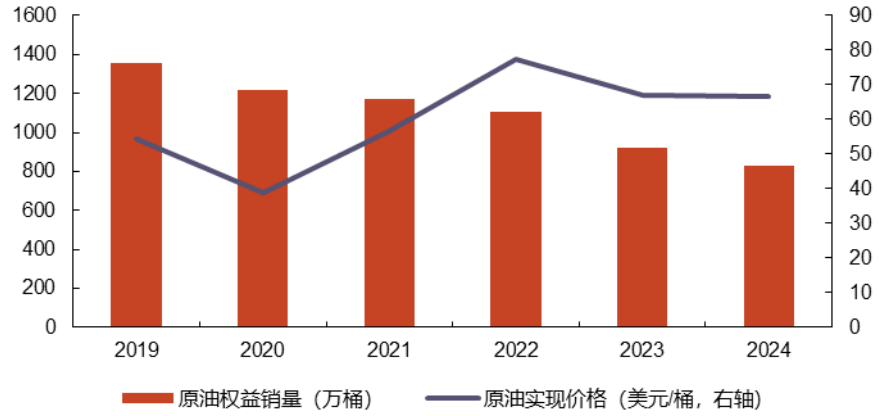
图 35：24 年公司 LPG 来源构成



资料来源：公司 24 年度业绩 PPT，光大证券研究所整理

逐渐退出原油勘探开发业务，聚焦天然气主业。上世纪 90 年代初，中国石油实施跨国经营战略，通过股权收购在香港资本市场借壳上市昆仑能源，发展海外油气勘探开发业务。截至 24 年，公司在阿曼、泰国、哈萨克斯坦等 3 个国家拥有 4 个石油勘探开发区块。公司原油权益销量逐年下降，即将完成从上游石油勘探向天然气终端利用的主营业务战略转型，聚焦城镇燃气、LNG 全产业链的绿色发展和高附加值业务，充分践行低碳转型战略，为清洁能源发展贡献力量。

图 36：公司原油权益销量及实现价格

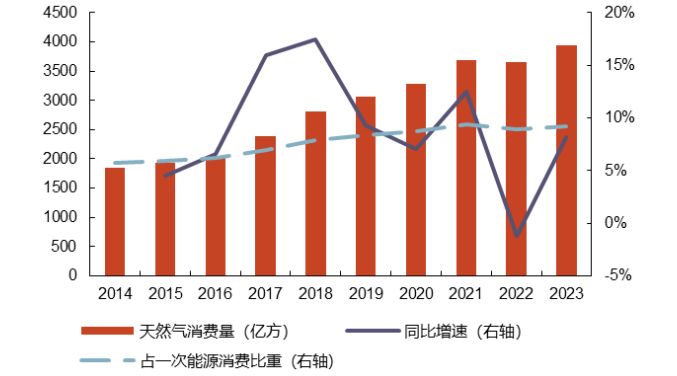


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3、 能源转型推动清洁替代，我国天然气需求前景广阔

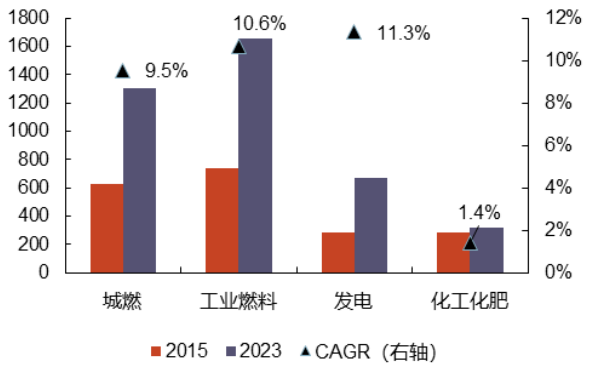
14-23 年我国天然气消费跨越式增长，结构优化效果显著。2014 年以来，政策推动中国天然气行业快速发展，用气结构和能源结构持续优化。2014-2023 年，全国天然气消费量由 1848 亿立方米增长至 3945 亿立方米，天然气占一次能源消费的比重从 5.7%提升至 9.2%。分消费领域来看，2015-2023 年，我国城市燃气、工业燃料、天然气发电、化工化肥领域的天然气消费量 CAGR 分别为 9.5%、10.6%、11.3%、1.4%，我国天然气行业立足保民生、促减排，成为支撑经济社会发展全面绿色转型的重要能源，有效促进了城市燃气、交通、工业、发电等领域的低碳转型。

图 37：我国天然气实际消费量及一次能源消费占比



资料来源：国家能源局，Wind，光大证券研究所整理

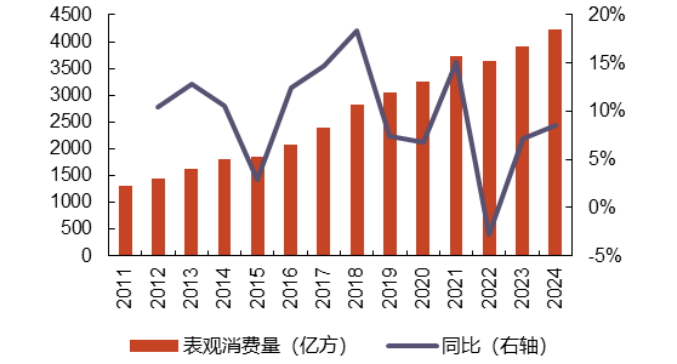
图 38：2015-2023 年我国天然气分领域消费量（亿方）及 CAGR



资料来源：国家能源局，光大证券研究所整理

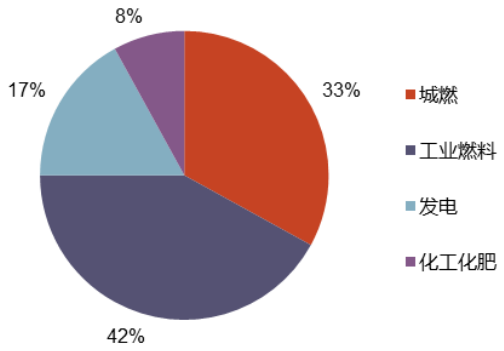
24 年天然气消费总量增长强劲，25 年有望维持增长势头。2024 年，我国居民、运输、工业替代、发电等多领域天然气需求齐增，天然气消费量快速增长，全年天然气表观消费量为 4235 亿方，首次超过 4000 亿方，同比增长 8.6%。展望后市，天然气将在我国能源转型中发挥过渡能源的作用，消费量在中远期仍将保持增长。IEA 预测 2025 年我国天然气需求将增长 6.8%，为全世界天然气需求增长最快的地区之一。

图 39：我国天然气表观消费量及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

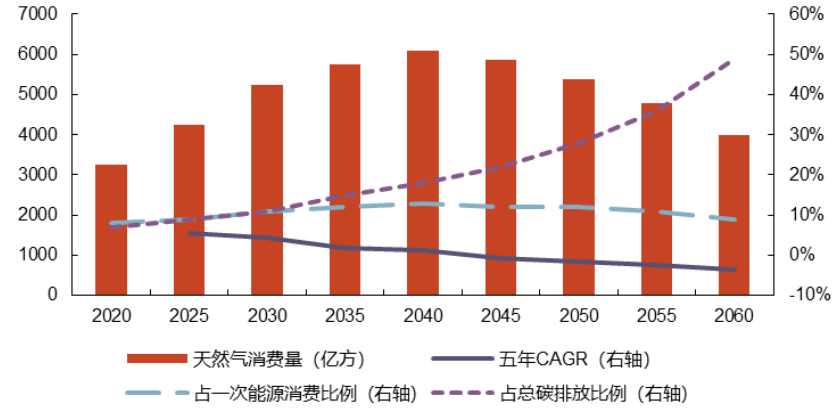
图 40：2023 年我国天然气消费量结构



资料来源：国家能源局，光大证券研究所整理

我国长期天然气需求保持增长态势，预计峰值消费量超 6000 亿方。天然气将在我国能源转型中发挥过渡能源的作用，消费量在中远期仍将保持增长。中石化经研院预计我国天然气需求将于 2040 年前后达峰，峰值约 6100 亿立方米，占一次能源的比例将近 13%。具体进程方面，2030 年以前，即“碳达峰”目标实现之前，天然气着力于促成终端能源系统由高碳排放向低碳排放调整；2030-2040 年，即“碳达峰”至天然气需求达峰之间，天然气在终端能源结构改善中的作用减弱，而在电力系统优化中的作用增强；2060 年以前，即“碳中和”目标实现之前，电力和氢能加快在终端用能领域渗透，天然气着力于保障电力系统的安全稳定以及难电气化领域的燃料需求。总的来看，天然气在能源转型中的前景主要取决于能源总体安全的考量和转型进程的挑战。

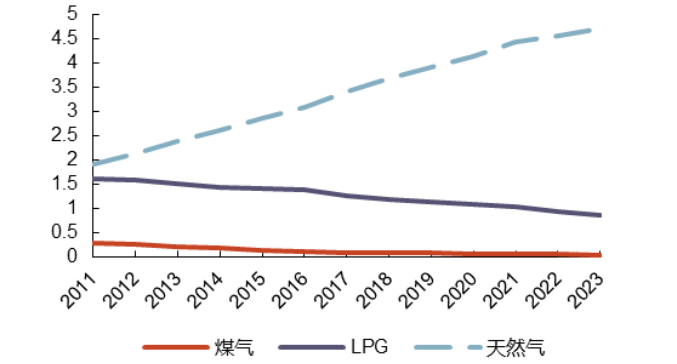
图 41：我国远期天然气消费量预测



资料来源：中石化经研院预测，光大证券研究所整理

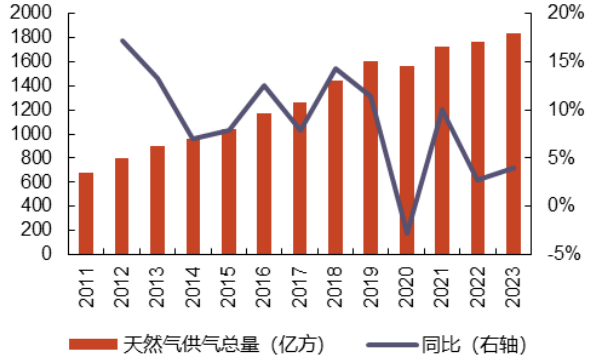
城镇化助力用气人口增长，居民用气增速将趋于稳定。历经 20 余年发展，天然气在城市居民生活、商业等领域快速普及，逐步取代 LPG、人工煤气成为中国城市燃气领域的主体能源。2014-2023 年，我国城市燃气行业快速发展，通过“宜管则管”“宜罐则罐”的方式，因地制宜，用气人口快速增长，达到 5.6 亿人。2023 年，我国城市供气总量达 1837 亿方，同比增长 3.9%。随着我国城镇化速度趋于稳定，我国居民用气增速将趋于平稳，但随着我国城市燃气管网覆盖范围将继续扩大，以及南方采暖等需求逐步释放，天然气在城市燃气领域的利用仍将进一步扩大。

图 42：我国城市用气人口（亿人）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 43：我国城市天然气供气量及同比增速

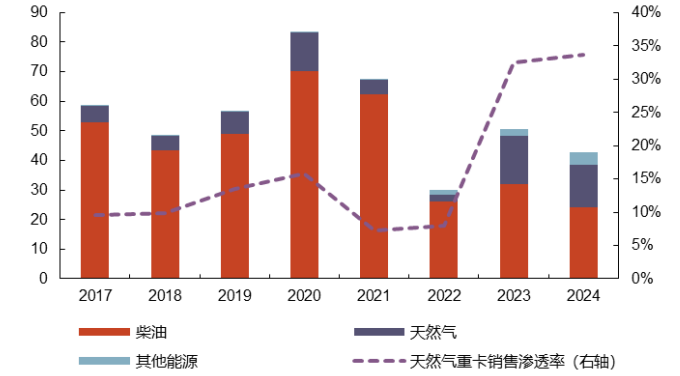


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

LNG 重卡替代需求旺盛，交通用气有望快速增长。2023 年以来，气柴价格比（车用 LNG 和柴油零售价等热值比例）维持低位，使得 LNG 重卡相较于柴油重卡的经济性快速上升，销售端 LNG 重卡对柴油重卡的替代明显加速，根据中国汽车工业协会，2023、2024 年我国天然气半挂牵引车销量分别为 16.4、15.4 万辆，渗透率分别为 32.5%、32.9%，渗透率相较 2017 年的 9.6%明显提升。

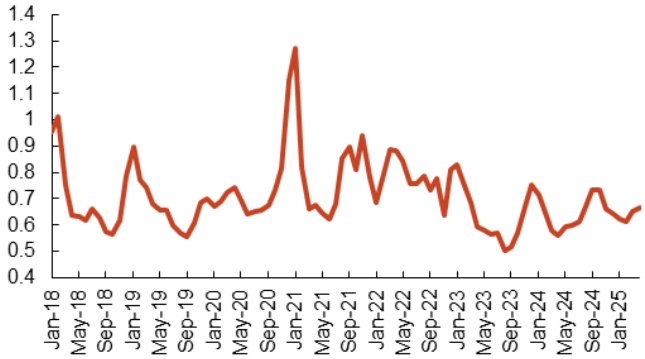
2025 年 4 月的气柴价格比为 0.66，考虑到 2025 年原油价格中枢有望较 2024 年下行，柴油价格将随之下行，气柴价格比将上升，但仍有望低于 LNG 向柴油转换的临界点 0.75，LNG 重卡的替代需求有望维持旺盛。长期来看，随着我国南方 LNG 市场的发展，LNG 重卡有望保持较高渗透率，中石化经研院预计 2030 年我国 LNG 重卡保有量将从目前的 70 多万辆大幅增加至 160 万辆以上，加气需求量将从 2024 年的约 2400 万吨提升至约 4500 万吨。

图 44：LNG 重卡销量（万辆）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 注：重卡指狭义的半挂牵引车

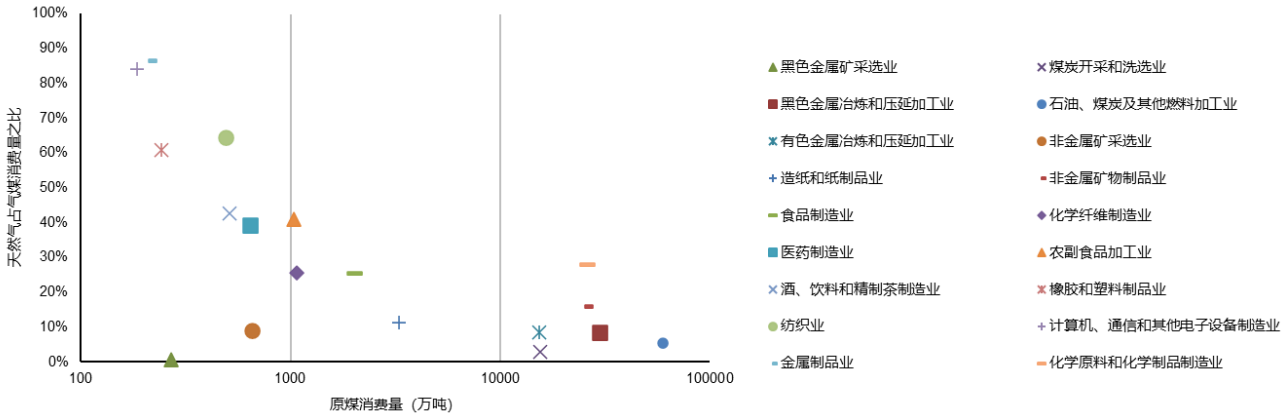
图 45：LNG 与柴油等热值价格比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2025-04

工业“煤改气”持续推进，中长期天然气有望深入替代工业煤炭消费。在工业燃料领域，天然气广泛应用于陶瓷、玻璃、钢铁等传统工业行业，也正在成为光伏玻璃、新能源汽车等新兴产业的重要生产用能。2022 年，我国工业领域煤炭总消费量为 43.7 亿吨，天然气消费量为 2676 亿方，天然气对煤炭的替代率（以天然气占气煤消费量等热值之比衡量）仅为 10.2%。分行业来看，在煤炭消费量较高的 18 个子行业中，仅有 4 个子行业天然气替代率超过 60%，另有 8 个子行业天然气替代率低于 20%。近年来我国积极淘汰落后产能，清除能耗老旧生产设备，同时推进清洁替代，鼓励企业采用环保能源，我国工业领域的天然气替代仍存广阔空间。

图 46：2022 年部分工业行业原煤消费量与天然气消费占比



资料来源：《中国能源统计年鉴》2023，光大证券研究所整理

4、 盈利预测、估值和投资建议

4.1 关键假设及盈利预测

天然气销售业务

（1）零售气量：2024 年，公司新增居民用户 82.3 万户，工业用户 2587 户，商业用户 2.4 万户； 2024 年居民、工业、商业户均用气量分别为 219 立方米、1448 千立方米、21627 立方米，受暖冬影响，居民和商业户均用气低于 2023 年水平（居民 238 立方米、工业 1467 千立方米、商业 25763 立方米）。随着天然气需求持续增长，公司大力拓展客户群体，我们假设 25-27 年公司每年新增居民用户 85 万户、工业用户 2600 户、商业用户 2.2 万户。排除暖冬影响，参考 23 年数据，且随着公司拓客工作的深入，中小型工商业客户数量将有所增加，工商业户均用气量将略有下降，假设 25-27 年居民户均年用气量为 230 方，工业户均年用气量分别为 1400、1300、1200 千方，商业户均年用气量分别为 25、24、23 千方。由此得到公司 25-27 年零售气量分别为 370、390、404 亿方。

（2）分销气量：2023 年和 2024 年公司分销气销量增速分别为 10.1%、12.9%，我们假设公司 25-27 年分销气销量增速均为 10%，对应销量分别为 236、259、285 亿方。

（3）气价和毛差：2024 年公司零售气实现价格为 2.81 元/方；分销气实现价格为 2.54 元/方，平均购气成本为 2.37 元/方。考虑到 25 年以后天然气市场供需格局呈现宽松态势，且公司气源端供应稳定，我们假设 25-27 年公司购气价格较 24 年稳中有降，分别为 2.37、2.36、2.35 元/方。24 年零售气毛差受到加气站结构性调整影响降至 0.44 元/方，25-27 年将逐渐恢复，预计 25-27 年零售气毛差分别为 0.44、0.45、0.46 元/方。24 年公司分销气毛差为 0.17 元/方，随着中石油天然气直供业务的开展，我们预计公司分销气毛差保持稳中有升，预计 25-27 年分销气毛差分别为 0.17、0.175、0.18 元/方。通过购气价格和毛差假设，我们得出公司 25-27 年零售气的销气价格分别为 2.81、2.81、2.81 元/方，分销气的销气价格为分别为 2.54、2.54、2.53 元/方。

LNG 加工与储运业务

（1）LNG 接收站：中石油福建 LNG 接收站将于 27 年投产，考虑到产能爬坡需要时间，预计公司 25-27 年 LNG 实际接收能力无变化，预计为 1300 万吨。公司 24 年接收站负荷率为 87.6%，考虑到天然气需求的增长和中石油海外气源的扩充，预计公司接收站负荷率上升，25-27 年分别为 88.0%、88.5%、89.0%，对应的年处理气量分别为 158、159、160 亿方。公司 LNG 接收站价格和利润率稳定，22-24 年接受单价稳定在 0.30 元/方，单位 EBIT 稳定在 0.24 元/方左右，我们假设 25-27 年 LNG 处理单价为 0.30 元/方，单位 EBIT 为 0.24 元/方。

（2）LNG 加工厂：公司 LNG 加工能力稳定，预计 25-27 年 LNG 加工能力与 24 年相同，为 5547 百万方。24 年公司 LNG 加工厂负荷率大幅提升至 64%，随着国内 LNG 重卡销量增长和 LNG 消费量随之增长，公司 LNG 加工厂负荷率有望维持高位，预计 25-27 年公司 LNG 加工负荷率为 60%。假设 25-27 年 LNG 加工单价与 24 年相同，为 1.24 元/方。24 年公司 LNG 加工厂单位 EBIT 为 0.04 元/方，假设 25-27 年 LNG 加工厂单位 EBIT 与 24 年相同，为 0.04 元/方。

LPG 销售业务、勘探生产业务

LPG 销售和勘探生产业务占公司息税前利润比重较低。2024 年公司 LPG 销量为 5784 千吨，价差为 134 元/吨，我们假设公司 25-27 年 LPG 销售量为 5700 千吨，价差为 100 元/吨。公司 24 年勘探与生产收入为 1.71 亿元，EBIT 为 2.01

亿元，我们假设公司 25-27 年勘探与生产业务营收均为 1.5 亿元，EBIT 均为 2 亿元。

表 2：公司关键业务假设及盈利预测

业务或分类	项目	单位	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	百万元	177354	187046	201669	213140	223085
	yoy		3.1%	5.5%	7.8%	5.7%	4.7%
	EBIT	百万元	12683	12480	14026	15121	16112
	息税前利润率		7.2%	6.7%	7.0%	7.1%	7.2%
天然气销售	营业收入	百万元	140600	152090	168529	179973	190404
	yoy		6.6%	8.2%	10.8%	6.8%	5.8%
	EBIT	百万元	8435	8338	9921	10995	11965
	息税前利润率		6.0%	5.5%	5.9%	6.1%	6.3%
	零售气销量	百万方	30312	32757	36903	38893	40318
	yoy		9.2%	8.1%	12.7%	5.4%	3.7%
	零售气毛差	元/方	0.48	0.44	0.44	0.45	0.46
	分销气销量	百万方	18973	21414	23555	25911	28502
	yoy		10.1%	12.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	分销气毛差	元/方	0.19	0.17	0.170	0.175	0.180
LNG 加工与储运	营业收入	百万元	9042	9184	8879	8906	8933
	yoy		5.9%	1.6%	-3.3%	0.3%	0.3%
	EBIT	百万元	4030	3776	3935	3956	3978
	息税前利润率		44.6%	41.1%	44.3%	44.4%	44.5%
	LNG 接受能力	万吨	1300	1300	1300	1300	1300
	LNG 处理量	百万方	16326	15950	15840	15930	16020
	负荷率		91%	88%	88%	89%	89%
	LNG 加工能力	百万方	6227	5547	5547	5547	5547
	LNG 加工量	百万方	2827	3550	3328	3328	3328
	负荷率		45%	64%	60%	60%	60%
LPG 销售	营业收入	百万元	26801	25601.4	24111	24111	23598
	yoy		-8.3%	-4.5%	-5.8%	0.0%	-2.1%
	EBIT	百万元	556	776	570	570	570
	息税前利润率		2.1%	3.0%	2.4%	2.4%	2.4%
	LPG 销量	千吨	5768	5784	5700	5700	5700
	LPG 价差	元/吨	96	134	100	100	100
勘探与生产	营业收入	百万元	911	171	150	150	150
	yoy		-60.1%	-81.2%	-12.3%	0.0%	0.0%
	EBIT	百万元	369	201	200	200	200
	息税前利润率		40.5%	117.5%	133.3%	133.3%	133.3%

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所预测

综合以上假设，我们预计公司 25-27 年营业收入分别为 2017、2131、2231 亿元，分别同比增长 7.82%、5.69%、4.67%，息税前利润分别为 140、151、161 亿元，分别同比增长 12.39%、7.81%、6.55%，归母净利润分别为 66.49、71.24、75.98 亿元，分别同比增长 11.57%、7.15%、6.65%，对应的 EPS 分别为 0.77、0.82、0.88 元/股。

4.2 相对估值

我们选取在港股上市的大中型燃气公司作为可比公司，包括华润燃气、新奥能源、港华智慧能源。截至 2025 年 5 月 14 日，可比公司 25 年 PE 的平均值为 9.2 倍，昆仑能源 25 年 PE 为 9.3 倍，可比公司 25 年 PB 的平均值为 0.98 倍，昆仑能源 25 年 PB 为 0.90 倍。公司 PE 水平略高于可比公司均值，PB 水平略低于可比公司均值，考虑到天然气销售业务盈利格局稳定，我们更看重 PE 指标，据此认为公司当前估值水平略高于相较可比公司。相较于其他燃气企业，公司的上游资源端稳定性更强，随着国内天然气需求增长和中国石油深化天然气业务布局，公司有望借助平台优势得到高质量发展，市值有进一步提升的空间。

表 3：公司相对估值简表

证券代码	公司名称	总市值	收盘价	EPS（元/股）			PE（X）			PB（X）		
		（港元）	（港元/股）	24A	25E	26E	24A	25E	26E	24A	25E	26E
1193.HK	华润燃气	524	22.65	1.67	1.83	2.03	12.6	11.4	10.3	1.27	1.07	1.01
2688.HK	新奥能源	713	63.05	5.35	6.32	6.82	10.9	9.2	8.5	1.46	1.38	1.27
1083.HK	港华智慧能源	122	3.51	0.44	0.46	0.48	7.4	7.1	6.7	0.52	0.50	0.48
平均值							10.3	9.2	8.5	1.08	0.98	0.92
0135.HK	昆仑能源	671	7.75	0.69	0.77	0.82	10.4	9.3	8.7	0.95	0.90	0.85

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：股价时间为 2025-05-14；汇率为 1HKD = 0.9236CNY；昆仑能源 EPS 为光大证券研究所预测，其他来自 Wind 一致预期

4.3 投资建议

公司是中国石油控股的天然气终端业务企业，拥有稳定的低成本气源，随着国内天然气需求中长期内保持增长，公司将聚焦天然气主业，巩固在西部地区的市场优势，积极开拓工商业客户，毛差有望持续修复。同时，公司在 LNG 产业链的布局将带来稳定的利润贡献。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 66.49、71.24、75.98 亿元，对应的 EPS 分别为 0.77、0.82、0.88 元/股，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

5、 风险分析

天然气价格大幅波动

公司以天然气销售为主营业务，若天然气价格大幅波动将对公司的成本造成显著影响，叠加销售价格调整的滞后性，公司盈利能力将受到影响。此外天然气价格波动还将通过存货成本变动对公司的当期利润造成影响。

天然气需求不及预期

公司的长期业务发展基于对我国天然气需求在中长期稳定增长的预期，如果由于宏观经济和气源供应等因素，我国天然气需求前景受到影响，将影响公司中长期的发展前景。

市场开拓不及预期

公司布局中西部地区市场，加强开拓工业客户，如果中西部地区工业产能增长不及预期，可能会影响公司的市场开拓进度，从而对公司的成长性造成影响。

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**177,354**	**187,046**	**201,669**	**213,140**	**223,085**
营业成本	162,053	172,652	185,945	196,170	204,995
折旧和摊销	4,992	5,160	5,530	5,767	6,004
税金及附加	542	504	543	574	601
销售和管理费用	3,656	3,491	3,764	3,978	4,164
财务费用	90	-155	-81	-90	-43
投资收益	1,045	1,126	1,025	1,025	1,025
税前利润	**12,593**	**12,635**	**14,161**	**15,265**	**16,207**
所得税	3,338	3,128	3,540	3,816	4,052
持续经营净利润	**9,255**	**9,507**	**10,621**	**11,448**	**12,155**
少数股东损益	3,573	3,547	3,972	4,324	4,557
归属母公司净利润	**5,682**	**5,960**	**6,649**	**7,124**	**7,598**
EPS(元)	**0.66**	**0.69**	**0.77**	**0.82**	**0.88**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**14,408**	**12,514**	**18,136**	**15,861**	**18,372**
净利润	5,682	5,960	6,649	7,124	7,598
折旧摊销	4,992	5,160	5,530	5,767	6,004
净营运资金增加	-663	3,595	-897	1,961	211
其他	4,397	-2,201	6,853	1,008	4,559
投资活动产生现金流	**-1,061**	**-3,491**	**-3,961**	**-3,975**	**-3,975**
净资本支出	6,001	6,339	-5,000	-5,000	-5,000
长期投资变化	14,089	14,724	0	0	0
其他资产变化	-21,151	-24,554	1,039	1,025	1,025
融资活动现金流	**-6,039**	**-8,586**	**-11,752**	**-3,000**	**-3,250**
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-590	-1,029	-9,098	-35	0
无息负债变化	136	-2,152	4,392	390	2,039
净现金流	**7,308**	**437**	**2,423**	**8,886**	**11,147**

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	**143,519**	**143,390**	**146,571**	**155,319**	**166,220**
货币资金	27,353	27,827	30,250	39,137	50,284
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,977	2,544	2,804	3,008	3,185
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款（合计）	0	0	0	0	0
存货	1,155	1,131	1,218	1,285	1,343
其他流动资产	18,235	17,265	17,265	17,265	17,265
流动资产合计	**57,198**	**57,237**	**60,962**	**70,478**	**82,384**
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	14,089	14,724	14,724	14,724	14,724
固定资产	68,032	66,797	66,297	65,560	64,585
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	1,755	1,526	1,495	1,466	1,436
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,031	1,680	1,680	1,680	1,680
非流动资产合计	**86,321**	**86,153**	**85,609**	**84,841**	**83,837**
总负债	**57,736**	**54,555**	**49,849**	**50,204**	**52,243**
应付账款	27,800	25,224	29,532	29,908	31,906
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	214	258	258	258	258
流动负债合计	34,583	35,676	30,970	31,325	33,364
长期借款	19,027	14,329	14,329	14,329	14,329
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,256	2,539	2,539	2,539	2,539
非流动负债合计	23,153	18,879	18,879	18,879	18,879
股东权益	**85,783**	**88,835**	**96,721**	**105,115**	**113,977**
股本	71	71	71	71	71
公积金	31,951	32,781	32,817	32,817	32,817
未分配利润	31,427	32,297	36,176	40,246	44,551
归属母公司权益	63,449	65,149	69,064	73,133	77,439
少数股东权益	22,334	23,686	27,658	31,982	36,539

主要指标

盈利能力（%）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	8.63%	7.70%	7.80%	7.96%	8.11%
EBITDA 率	9.79%	9.43%	9.22%	9.34%	9.48%
EBIT 率	6.98%	6.67%	6.47%	6.64%	6.79%
税前净利润率	7.10%	6.76%	7.02%	7.16%	7.26%
归母净利润率	3.20%	3.19%	3.30%	3.34%	3.41%
ROA	6.45%	6.63%	7.25%	7.37%	7.31%
ROE（摊薄）	8.96%	9.15%	9.63%	9.74%	9.81%
经营性 ROIC	9.57%	9.63%	10.19%	10.91%	11.76%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	40%	38%	34%	32%	31%
流动比率	1.65	1.60	1.97	2.25	2.47
速动比率	1.62	1.57	1.93	2.21	2.43
归母权益/有息债务	2.59	2.78	4.81	5.10	5.40
有形资产/有息债务	5.75	6.00	10.02	10.66	11.42

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售和管理费用率	2.06%	1.87%	1.87%	1.87%	1.87%
财务费用率	0.05%	-0.08%	-0.04%	-0.04%	-0.02%
所得税率	26.51%	24.76%	25.00%	25.00%	25.00%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.28	0.32	0.35	0.38	0.40
每股经营现金流	1.66	1.45	2.09	1.83	2.12
每股净资产	7.33	7.52	7.98	8.45	8.94
每股销售收入	20.48	21.60	23.29	24.62	25.76

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	10.9	10.4	9.3	8.7	8.2
PB	0.98	0.95	0.90	0.85	0.80
EV/EBITDA	3.1	3.2	3.0	2.8	2.7
股息率	3.6%	4.1%	4.6%	4.9%	5.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP