

九丰能源 (605090)

证券研究报告

2021年08月08日

受益 LNG 市场快速增长，未来成长性可期

1. 公司简介

九丰能源是一家致力于建设清洁能源全产业链服务体系的大型综合服务集团。公司的主营产品包括液化石油气 (LPG)、液化天然气 (LNG) 等清洁能源以及甲醇、二甲醚 (DME) 等化工产品，主要应用于燃气发电、工业燃料、城镇燃气、汽车燃料、化工原料等燃气产业的中游及终端领域。

2. 行业分析

1) LPG 行业：化工需求驱动增长。随着近年来国内 LPG 深加工装置产能上升导致燃料气供应下降，国内 LPG 市场供需缺口扩大，进口依存度逐年提升，从 2012 年的 14% 提升至 2020 年的 31%。

2) LNG 行业：供需驱动中国 LNG 进口快速增长，预计未来 LNG 接收站有望维持高周转水平。截止 2020 年底，我国建成投产的 LNG 接收站为 27 座，优良的码头岸线资源较少，LNG 终端使用率已达到 81%。我们预测，LNG 终端未来仍会继续保持 80% 以上的高使用率。

3. 公司分析

1) 公司是华南地区第一大 LPG 进口商。依托东莞立沙岛综合能源基地，建立起一套完备的 LPG 储备与销售网络，在国际采购市场具有一定知名度。

2) LNG 进口贸易预计维持高负荷运行，新购船舶有望增加盈利能力。2018、2019、2020 年公司 LNG 销售量分别是 133 万吨、114 万吨、130 万吨，受华南煤改气拉动未来有望迎来良好增长。

4. 盈利预测、估值和投资评级

首次覆盖给予 21/22/23 年归母净利润预测 9.3/11.4/13.1 亿元，EPS 分别 2.09/2.56/2.97 元，当前股价对应 PE 估值 14/11/10 倍，低于同行平均水平。参考 2021 年同行平均估值 16 倍，首次给予目标价 33.59 元，给予“增持”评级。

风险提示：国内 LNG 需求低于预期，导致公司 LNG 贸易量增速低于预期的风险；海外 LNG 现货涨幅过大影响公司销售毛差的风险；公司 LPG 业务贸易价差收窄的风险等；次新股股价波动风险。

投资评级

行业	公用事业/燃气
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	28.75 元
目标价格	33.59 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	442.97
流通 A 股股本(百万股)	82.97
A 股总市值(百万元)	12,735.38
流通 A 股市值(百万元)	2,385.38
每股净资产(元)	7.76
资产负债率(%)	42.76
一年内最高/最低(元)	49.78/26.50

作者

张樨樨	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120003	
zhangxixi@tfzq.com	
郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520030001	
guolili@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,021.29	8,913.52	10,524.15	12,537.64	14,726.37
增长率(%)	(12.82)	(11.05)	18.07	19.13	17.46
EBITDA(百万元)	656.06	1,102.91	1,245.07	1,490.55	1,712.12
净利润(百万元)	366.75	767.64	927.43	1,135.21	1,314.57
增长率(%)	110.19	109.31	20.81	22.40	15.80
EPS(元/股)	0.83	1.73	2.09	2.56	2.97
市盈率(P/E)	34.72	16.59	13.73	11.22	9.69
市净率(P/B)	6.42	5.07	3.37	2.59	2.04
市销率(P/S)	1.27	1.43	1.21	1.02	0.86
EV/EBITDA	0.00	0.00	1.38	6.89	(1.43)

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司简介.....	3
1.1. 主营业务	3
1.2. 公司股权结构和实际控制人	3
2. 行业分析.....	3
2.1. 液化石油气 LPG 行业：化工需求驱动增长.....	3
2.2. 天然气行业：供需驱动中国 LNG 进口快速增长，预计未来 LNG 接收站将维持高 周转水平.....	4
3. 公司分析.....	4
3.1. 公司是华南地区第一大 LPG 进口商.....	4
3.2. LNG 进口贸易预计维持高负荷运行，新购船舶有望增加盈利能力.....	5
4. 盈利预测和投资评级.....	6
4.1. 经营假设	6
4.2. 盈利预测、估值和评级.....	7
5. 风险提示.....	7

图表目录

图 1：公司主营业务收入（万元）	3
图 2：公司营业利润（万元）	3
图 3：国内天然气表观消费量（亿方，左轴）及增速（右轴）	4
图 4：国内天然气进口量（亿方）及构成	4
图 5：公司 LPG 销售量（万吨）	5
图 6：公司 LPG 业务单位毛利（元/吨，左轴）及毛利率（右轴）	5
图 7：LNG 三大现货市场价格（USD/MMBTU）	5
图 8：公司 LNG 进口量及销售量（万吨）	6
图 9：公司 LNG 业务单位毛利（元/吨，左轴）及毛利率（右轴）	6
表 1：九丰能源经营数据与预测.....	6
表 2：九丰能源与同行业估值比较	7

1. 公司简介

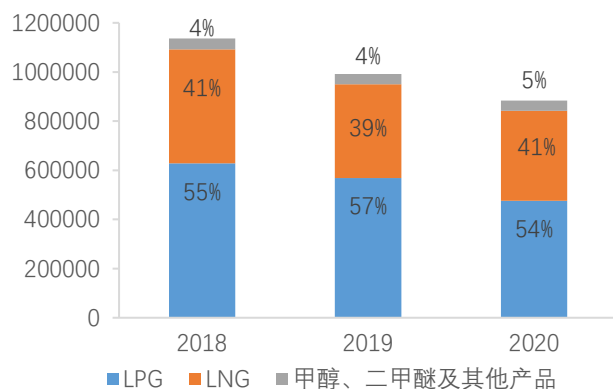
1.1. 主营业务

九丰能源是一家致力于建设清洁能源全产业链服务体系的大型综合服务集团，涵盖国际清洁能源进口、码头仓储、加工生产、物流配送、终端销售及清洁能源综合利用解决方案等服务，目前已形成较为完整的清洁能源产业链服务体系。

公司的主营产品包括液化石油气（LPG）、液化天然气（LNG）等清洁能源以及甲醇、二甲醚（DME）等化工产品，主要应用于燃气发电、工业燃料、城镇燃气、汽车燃料、化工原料等燃气产业的中游及终端领域。

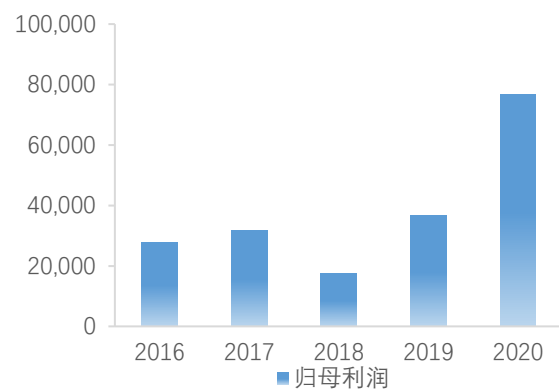
公司的主营业务收入来自 LPG 和 LNG 两大板块，2020 年收入占比分别为 54%和 41%。公司的主营业务利润具有一定波动性。2018 年公司利润下降系第四季度国际油价短期内的快速下跌，使公司 LPG 产品单位毛利和销售量下降所致。2019 年 LNG 国际采购价格整体处于下行趋势，公司 LNG 销售价格下降幅度小于采购价格下降幅度，LNG 单位毛利同比增长 25%，主营业务利润较上年有所回升。2020 年公司采购价格改为挂靠 JKM 指数。由于新冠疫情导致 JKM 指数下降到较低水平，公司 LNG 单位采购成本从 2787 元/吨下降至 2211 元/吨，主营业务利润较 2019 年持续提升。

图 1：公司主营业务收入（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 2：公司营业利润（万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

未来，公司将会继续稳定提高 LPG、LNG 优势产业链利润收入，同时在国际能源采购、运输、仓储、销售体系已建立的竞争优势基础上，从产业链的上中下三个方面进行延展，挖掘新的盈利增长点。

1.2. 公司股权结构和实际控制人

公司控股股东为九丰控股，实际控制人为张建国和蔡丽红夫妇。张建国直接持有公司 11.71%股权，蔡丽红直接持有公司 5.02%股权。张建国夫妇通过九丰控股间接持有公司 32.35%股权，通过盈发投资间接持有公司 3.42%股权，两人合计支配九丰能源 52.50%表决权。

2. 行业分析

2.1. 液化石油气 LPG 行业：化工需求驱动增长

LPG 的主要成分是丙烷、丁烷，一般是通过石油炼制或油气田开采中产生的伴生气体加压或降温液化形成的。2011-2020 年间我国液化石油气消费量稳步增长，年均复合增长率达到 11.3%。LPG 的主要用途包括化工原料、民用燃料、商用燃料、工业燃料和车用燃料。由于 LPG 生产轻质化工原料比石脑油、煤等更具经济性和环保性，已成为占比最高的 LPG 消费用途，化工原料需求增长也成为带动 LPG 消费增长的主导因素。

LPG 除可用作一般燃料外，还可用作对高品质或热值有特殊需求的燃料和丙烷脱氢制丙烯（PDH）等下游深加工化工原料。随着近年来国内 LPG 深加工装置产能上升导致燃料气

供应下降，国内 LPG 市场供需缺口扩大，进口依存度逐年提升，从 2012 年的 14% 提升至 2020 年的 31%。

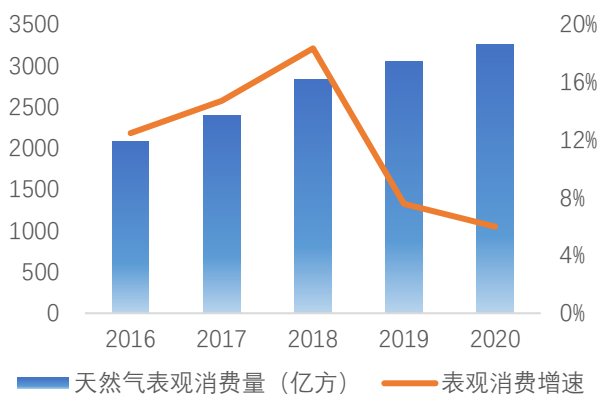
2.2. 天然气行业：供需驱动中国 LNG 进口快速增长，预计未来 LNG 接收站将维持高周转水平

需求：在我国能源消费结构转型升级背景下，国内天然气需求保持快速增长势头——2016-2020 年我国天然气表观消费量复合增长率达到 12%。其中，城镇居民、工业及发电用天然气需求增长显著，分别占据我国天然气消费总量的 38%、33% 和 19%（2020 年）。

国内供给：2016-2020 年我国天然气产量复合增速仅为 8%。

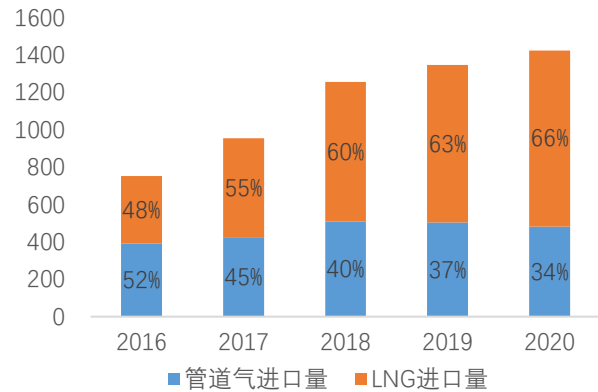
供需平衡表来看，国内天然气供需缺口不断扩大，未来天然气进口量有望保持较快增长。天然气进口依存度从 36%（2016）上升至 43%（2020）。其中，LNG 逐渐成为进口天然气的主要类型。2016-2020 年间，进口天然气中 LNG 占比从 48% 增长至 66%，预计未来仍会继续上升。

图 3：国内天然气表观消费量（亿方，左轴）及增速（右轴）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：国内天然气进口量（亿方）及构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

LNG 进口量上升，给运输仓储环节带来较大压力。天然气产业链的中游仓储运输环节主要包括长距离管道运输、LNG 船舶/槽车运输、LNG 接收站、储气库等。截止 2020 年底，我国建成投产的 LNG 接收站为 27 座，优良的码头岸线资源较少，LNG 终端使用率已达到 81%。我们预测，LNG 终端未来仍会继续保持 80% 以上的高使用率。

3. 公司分析

3.1. 公司是华南地区第一大 LPG 进口商

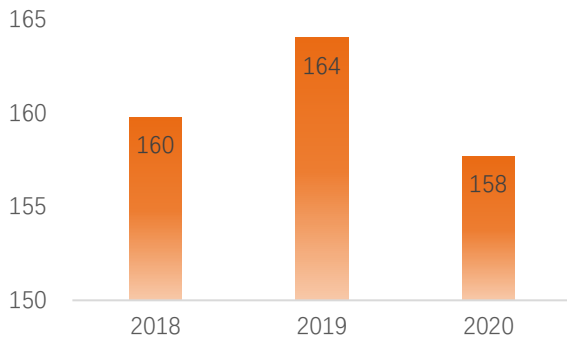
公司以 LPG 业务为起点，依托东莞立沙岛综合能源基地，建立起一套完备的 LPG 储备与销售网络，在国际采购市场具有一定知名度。

采购端：公司目前已与 Chevron（雪佛龙）、Vitol（维多）、Trafigura（托克）等多家行业内大型能源供应商建立了长期的合作关系。采购价格主要根据 CP（沙特阿拉伯阿美石油公司 LPG 合同价格）或 FEI（Argus 公司每日评估的远东地区 LPG 价格）指数加升/贴水的公式确定。此外，还有部分现货采购价是通过市场询价后与供应商协商得到的固定价格。按 2020 年进口量计算，公司已成为我国第四大 LPG 进口商，华南地区第一大 LPG 进口商。

销售端：公司近三年（2018-2020）LPG 销售量均稳定在较高水平，分别为 160 万吨、164 万吨和 158 万吨。产品毛利率逐年上升，从 2018 年 4% 上升至 2020 年 9%。预计未来受化工原料加工需求的拉动，公司 LPG 销售量及销售收入有望进一步增长。

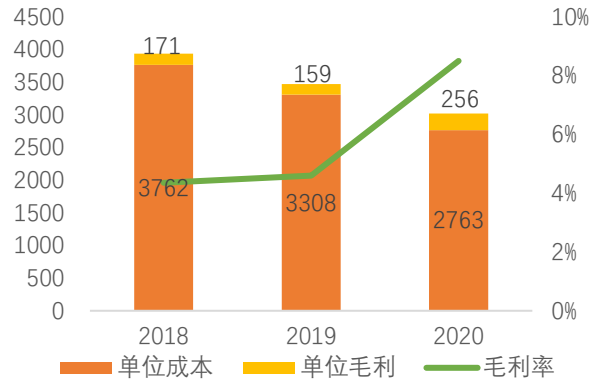
在 LPG 销售价格方面，公司面向不同的销售对象综合考虑其资信情况、采购需求、与公司合作历史等因素灵活定价。定价基准参考每日国际、国内 LPG 市场价格、近期区域内市场的供需情况以及库存情况等综合决定。

图 5: 公司 LPG 销售量 (万吨)



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

图 6: 公司 LPG 业务单位毛利 (元/吨, 左轴) 及毛利率 (右轴)



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

3.2. LNG 进口贸易预计维持高负荷运行, 新购船舶有望增加盈利能力

上游采购: 公司 LNG 采购模式以境外采购为主, 境内采购为辅。目前, 公司已与马来西亚国家石油公司、意大利埃尼集团签订了 LNG 长期采购协议, 并与卡塔尔液化天然气公司、Trafigura (托克)、新加坡国有能源企业等世界主要 LNG 生产商达成了框架合作协议, 已形成稳定优质的国际采购渠道, 可以保证 LNG 国际现货采购的稳定灵活供应。

LNG 现货贸易定价主要为“气-气竞争”模式, 挂靠美国 Henry Hub、荷兰 TTF 等现货价格以及其他现货价格指数 (如 Platts JKM) 进行定价。仅挂钩国际原油价格的 LNG 长协, 会出现明显偏离 LNG 市场价格的情况, 不利于进口商控制资源采购成本和安排接收站的窗口期, 需要不断启动协商调整。

2020 年公司与马石油签订的“马石油补充协议”以及与 ENI 签订的新“ENI 新协议”中, 引入了 JKM (日韩综合到岸价格) 价格指数, 定价模式改为同时挂钩 Brent 原油期货价格和 JKM 价格指数。

另一方面, 在近几年 LNG 供给宽松的背景下, JKM 采购价格明显低于对应的挂钩国际原油指数价格, 使得仅挂钩国际原油指数的 LNG 长约面临较高的采购成本。随着公司 LNG 长约合同采购价中引入 JKM 价格指数, 有效提升了 LNG 定价方面的市场化, 公司长约履约的便利性提高。

图 7: LNG 三大现货市场价格 (USD/MMBTU)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

中游运输: 在 LNG 仓储运输能力建设方面, 公司现拥有 5 万吨级的综合码头与 16 立方米的 LNG 储罐, 可以实现 LNG 船舶出港及接卸货等多流程的安全有效运转

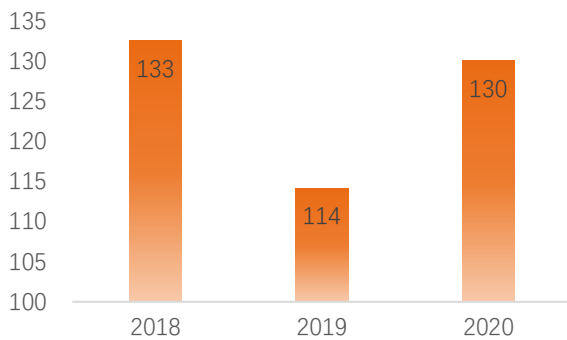
公司计划 2021 年 IPO 募集资金的 79% 用于购建两艘中型 LNG 运输船, 总投资为 212,736 万元。LNG 运输船建设周期预计为 3 年, 所得税后内部收益率为 11%, 投资回收期为 12 年。新船投运后, 预计每年新增成本 10,327 万元, 低于两艘中型运输船的租赁费用

(18,224 万元)。根据测算，新购建 LNG 运输船的单位运输成本约为 0.52USD/MMBtu，租赁船舶的单位运输成本约为 0.83USD/MMBtu。

下游客户：公司下游的产品客户主要来自燃气产业的中游及终端领域，包括各类工业企业、发电企业及民用燃料、交通燃料用户。2020 年度公司的前五大客户分别为新海能源、江苏久鼎、中电九丰、永安电力和伊藤忠商事株式会社，营业收入占比分别为 10.87%、5.37%、4.99%、4.87%、4.22%，前五大客户合计营收占比达 30.31%。

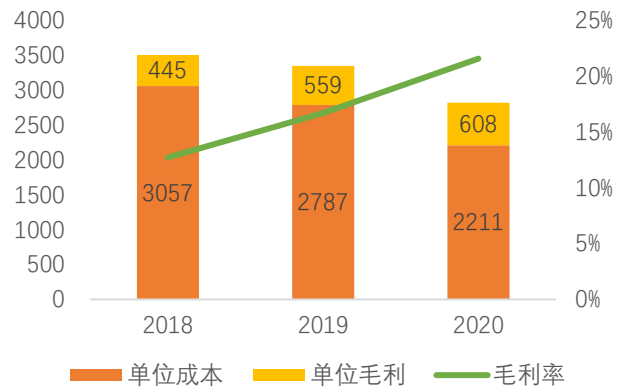
2018、2019、2020 年公司 LNG 销售量分别是 133 万吨、114 万吨、130 万吨，2019 年销售量同比下降 13.89%。主要原因在于 2019 年国际市场供应增加，需求放缓，导致转口业务量下降；以及境内市场 LNG 价格下行，公司减少了一部分定价较低的国内客户交易量导致。另一方面，公司 LNG 业务单位毛利率上涨较快，最近三年分别为 13%、17%和 22%，单位毛利也从 2018 年 445 元/吨增长至 2020 年 608 元/吨。公司 LNG 业务销售毛利率处于同行业上市公司较好水平，最近三年销售毛利率均高于同行业平均水平。

图 8：公司 LNG 进口量及销售量（万吨）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 9：公司 LNG 业务单位毛利（元/吨，左轴）及毛利率（右轴）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

4. 盈利预测和投资评级

4.1. 经营假设

- 1) LNG 业务：受华南煤改气大力度拉动下游需求，21/22/23 年保持销量增速 20%；单位盈利水平保持在 2020 年基本持平。
- 2) LPG 业务：销量受化工需求拉动有年均 5%的少量增长；单位盈利基本维持在历史平均水平。
- 3) 甲醇和二甲醚销量和盈利保持平稳。

表 1：九丰能源经营数据与预测

		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
1.LNG							
销量	万吨	133	114	130	178	226	274
售价	元/吨	3502	3346	2818	2959	3107	3262
毛利	元/吨	445	561	607	600	600	600
2.LPG							
销量	万吨	160	164	158	150	150	150
售价	元/吨	3933	3467	3019	3170	3328	3495
毛利	元/吨	169	159	254	250	250	250
3.甲醇二甲醚							
销量	万吨	12	15	18	18	18	18
售价	元/吨	3482	2764	2227	2338	2455	2578
毛利	元/吨	323	407	379	369	385	378

资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 盈利预测、估值和评级

首次覆盖给予 21/22/23 年归母净利润预测 9.3/11.4/13.1 亿元，EPS 分别 2.09/2.56/2.97 元，当前股价对应 PE 估值 14/11/10 倍，低于同行平均水平。参考 2021 年同行平均估值 16 倍，首次给予目标价 33.59 元，给予“增持”评级。

相比同行

表 2：九丰能源与同行业估值比较

	股价	EPS			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
广汇能源	4.96	0.38	0.46	0.55	13	11	9
深圳燃气	10.3	0.54	0.63	0.7	19	16	15
新奥股份	16.64	1.04	1.24	1.44	16	13	12
平均					16	14	12
九丰能源	28.75	2.09	2.56	2.97	14	11	10

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1) 国内 LNG 需求低于预期，导致公司 LNG 贸易量增速低于预期的风险；
- 2) 海外 LNG 现货涨幅过大影响公司销售毛差的风险。近期海外 LNG 价格大涨，预计公司长协采购部分受益，而现货采购部分受损；
- 3) 公司 LPG 业务贸易价差收窄的风险等；
- 4) 股价波动风险：该股为次新股，流通股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,261.33	1,262.82	25,251.56	16,698.95	29,445.97
应收票据及应收账款	231.33	334.47	717.95	535.82	936.82
预付账款	22.51	77.65	143.76	102.75	153.02
存货	321.03	404.43	459.47	579.19	636.44
其他	118.43	155.45	156.42	152.53	167.49
流动资产合计	1,954.63	2,234.83	26,729.16	18,069.23	31,339.73
长期股权投资	135.58	178.02	178.02	178.02	178.02
固定资产	1,183.50	1,681.27	1,667.13	1,663.01	1,651.90
在建工程	29.51	58.53	71.12	90.67	84.40
无形资产	121.16	141.20	137.13	133.06	128.99
其他	41.47	58.62	51.91	46.18	47.79
非流动资产合计	1,511.22	2,117.64	2,105.31	2,110.94	2,091.10
资产总计	3,472.25	4,352.46	28,836.60	20,183.01	33,432.49
短期借款	551.72	670.59	6,000.00	6,000.00	6,000.00
应付票据及应付账款	414.37	299.89	10,146.88	530.20	12,048.92
其他	321.62	466.06	590.06	390.32	754.76
流动负债合计	1,287.72	1,436.53	16,736.95	6,920.52	18,803.68
长期借款	0.00	1.00	8,000.00	8,000.00	8,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	32.73	223.23	114.18	123.38	153.60
非流动负债合计	32.73	224.23	8,114.18	8,123.38	8,153.60
负债合计	1,320.45	1,660.76	24,851.13	15,043.90	26,957.28
少数股东权益	169.39	178.58	202.51	220.94	242.48
股本	360.00	360.00	442.97	442.97	442.97
资本公积	698.83	690.22	949.66	949.66	949.66
留存收益	1,622.41	2,153.12	3,339.99	4,475.20	5,789.77
其他	(698.83)	(690.22)	(949.66)	(949.66)	(949.66)
股东权益合计	2,151.80	2,691.70	3,985.47	5,139.11	6,475.22
负债和股东权益总计	3,472.25	4,352.46	28,836.60	20,183.01	33,432.49

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	372.55	773.22	927.43	1,135.21	1,314.57
折旧摊销	95.54	103.55	65.62	68.64	71.45
财务费用	39.15	25.57	40.00	40.00	40.00
投资损失	5.11	(56.84)	(25.86)	(25.86)	(36.19)
营运资金变动	708.77	235.88	9,364.32	(9,681.04)	11,379.11
其它	(45.78)	(256.54)	(1.01)	19.78	28.95
经营活动现金流	1,175.35	824.83	10,370.49	(8,443.27)	12,797.89
资本支出	120.75	499.89	169.04	70.80	19.78
长期投资	11.33	42.44	0.00	0.00	0.00
其他	(198.53)	(1,246.84)	(205.31)	(125.65)	(32.41)
投资活动现金流	(66.46)	(704.51)	(36.27)	(54.85)	(12.63)
债权融资	611.45	727.40	14,079.51	14,065.02	14,066.78
股权融资	(47.31)	(47.94)	302.41	(40.00)	(40.00)
其他	(1,419.80)	(757.08)	(727.40)	(14,079.51)	(14,065.02)
筹资活动现金流	(855.66)	(77.61)	13,654.52	(54.49)	(38.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	253.23	42.71	23,988.74	(8,552.61)	12,747.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,021.29	8,913.52	10,524.15	12,537.64	14,726.37
营业成本	9,017.78	7,597.22	8,954.37	10,677.08	12,579.11
营业税金及附加	10.65	14.93	17.63	21.00	24.67
营业费用	345.84	215.45	254.38	303.05	355.95
管理费用	110.39	110.73	130.74	155.75	182.94
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	49.49	39.33	40.00	40.00	40.00
资产减值损失	(15.65)	(14.65)	(11.50)	(13.93)	(13.36)
公允价值变动收益	15.78	(44.89)	(24.94)	1.35	7.41
投资净收益	(5.11)	56.84	25.86	25.86	36.19
其他	31.53	5.89	(1.86)	(54.42)	(87.21)
营业利润	460.61	932.67	1,139.46	1,381.91	1,600.67
营业外收入	0.59	10.43	4.39	5.14	6.65
营业外支出	3.07	20.79	9.07	10.98	13.61
利润总额	458.13	922.30	1,134.78	1,376.07	1,593.71
所得税	85.57	149.08	183.43	222.43	257.61
净利润	372.55	773.22	951.36	1,153.64	1,336.10
少数股东损益	5.80	5.58	23.93	18.43	21.53
归属于母公司净利润	366.75	767.64	927.43	1,135.21	1,314.57
每股收益(元)	0.83	1.73	2.09	2.56	2.97

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-12.82%	-11.05%	18.07%	19.13%	17.46%
营业利润	99.10%	102.49%	22.17%	21.28%	15.83%
归属于母公司净利润	110.19%	109.31%	20.81%	22.40%	15.80%
获利能力					
毛利率	10.01%	14.77%	14.92%	14.84%	14.58%
净利率	3.66%	8.61%	8.81%	9.05%	8.93%
ROE	18.50%	30.55%	24.52%	23.08%	21.09%
ROIC	21.26%	55.97%	47.12%	-16.47%	55.98%
偿债能力					
资产负债率	38.03%	38.16%	86.18%	74.54%	80.63%
净负债率	-30.20%	-19.89%	-280.32%	-51.25%	-237.51%
流动比率	1.52	1.56	1.60	2.61	1.67
速动比率	1.27	1.27	1.57	2.53	1.63
营运能力					
应收账款周转率	44.04	31.51	20.00	20.00	20.00
存货周转率	22.26	24.57	24.36	24.14	24.23
总资产周转率	2.73	2.28	0.63	0.51	0.55
每股指标(元)					
每股收益	0.83	1.73	2.09	2.56	2.97
每股经营现金流	2.65	1.86	23.41	-19.06	28.89
每股净资产	4.48	5.67	8.54	11.10	14.07
估值比率					
市盈率	34.72	16.59	13.73	11.22	9.69
市净率	6.42	5.07	3.37	2.59	2.04
EV/EBITDA	0.00	0.00	1.38	6.89	-1.43
EV/EBIT	0.00	0.00	1.45	7.23	-1.49

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com