

九丰能源 (605090.SH)

积极扩张上游“陆气”资源，布局下游氢氦业务

买入

核心观点

因 LNG 价差增大以及 LPG 量价提升，营收和净利润大幅增长。公司前三季度营业收入 202.1 亿元，同比提升 73.6%；归母净利润 9.4 亿元，同比提升 54.5%。单季度营业收入 72.5 亿元，同比提升 44.8%；归母净利润 3.0 亿，同比提升 41.2%。

ROE 略有增加，经营性现金流明显改善。2022 年前三季度 ROE 为 15.37%，较 2021 年同期的 15.18% 增加 0.19pct，盈利能力略有提升。2022 年前三季度公司经营性净现金流为 12.23 亿元，去年同期为 -0.12 亿元，主要是因为报告期实现盈利，且期末库存水平降低从而减少了经营性资金占用所致。

布局“海气+陆气”双资源，实现稳健发展。2022 年 6 月收购华油中蓝 28% 股权，布局川渝区域中上游天然气资源；推进收购森泰能源 100% 股权，预计将获取四川、内蒙古的 LNG 液化资源。2022 年 10 月发布公告称拟获取中国油气控股不低于 50% 的股份，有望获得鄂尔多斯盆地煤层气资源。

布局提氢和氢能产业，延伸天然气业务领域。氦气方面，拟收购的森泰能源具备 LNG 项目 BOG 提氢的关键技术和运营能力。氢能方面，积极推动与巨正源 PDH 工业副产提纯氢项目的合作，推进天然气重整制氢、电解水制氢等项目落地。

首次实施员工持股计划，利于公司长期稳定发展。报告期内，公司实施了第一期员工持股计划，设计股票规模占公司目前总股本的 1.13%，将有利于健全公司中长期激励约束机制，确保公司长期稳定发展。

风险提示：天然气价格波动；下游需求减弱；收购进展不及预期；政策影响。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 257.2、267.2、276.3 亿元，归母净利润分别为 10.3、12.7、15.8 亿元，当前股价对应 PE 为 11.7、10.0、8.7x。据我们测算，2023 年 LNG、LPG 及甲醇二甲醚业务净利润为 12.4 亿，给予 13-14 倍 PE，对应权益市值 161-174 亿元；2023 年公司氦气业务归母净利润为 0.28 亿元，给予 30 倍 PE，对应权益市值 9 亿元。综上，对应公司权益市值为 170-183 亿元，对应 27.42-29.52 元/股合理价值，较当前股价有 16%~25% 的溢价。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,914	18,488	25,718	26,718	27,626
(+/-%)	-11.1%	107.4%	39.1%	3.9%	3.4%
净利润(百万元)	768	620	1026.00	1271.72	1577.54
(+/-%)	109.3%	-19.3%	65.6%	23.9%	24.0%
每股收益(元)	2.13	1.72	1.65	2.05	2.54
EBIT Margin	11.0%	4.6%	5.1%	6.0%	7.0%
净资产收益率 (ROE)	30.5%	10.8%	15.4%	16.2%	17.0%
市盈率 (PE)	11.1	13.7	14.3	11.5	9.3
EV/EBITDA	9.4	10.3	11.7	10.0	8.7
市净率 (PB)	3.39	1.48	2.20	1.87	1.58

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·燃气 II

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	27.42 - 29.52 元
收盘价	23.64 元
总市值/流通市值	14657/5981 百万元
52 周最高价/最低价	44.40/18.69 元
近 3 个月日均成交额	669.77 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

九丰能源是国内专注于燃气产业中游及终端领域的大型清洁能源综合服务提供商，运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。2021年，公司于上交所上市。

全面布局 LPG、LNG 业务，实现能源贸易、储运、分销、生产、终端服务全产业链运营。九丰能源是专注于燃气产业中游及终端的大型能源服务商，运营产品包括 LPG、LNG 以及甲醇、二甲醚等化工产品。1990年，公司前身九丰集团有限公司成立，深耕 LPG 终端业务。2007年8月成立了东莞九丰化工，进行二甲醚生产销售、甲醇贸易业务。2008年成立东莞九丰天然气储运公司，并作为国内首家私营企业于2012年投产了东莞 LNG 接收站，并于2013年开始进口马来西亚 LNG。

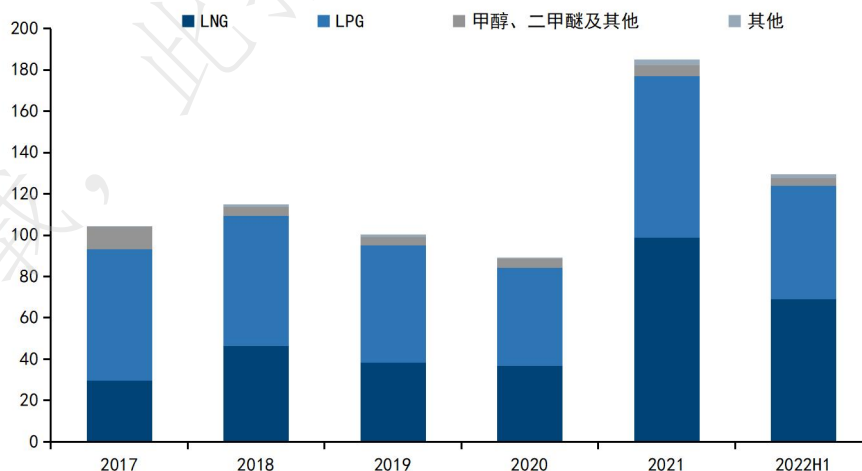
图1：公司发展历史沿革



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司收入主要来自天然气和液化石油气板块。2021年公司上市后，营收收入达184.9亿元，同比增长107.4%。2020年及以前公司营业收入中LPG板块占比超过50%，占主要地位；2021年LNG板块发力，营收收入反超LPG，占比达53.4%。2022上半年，公司LNG、LPG、甲醇及其他化工产品的收入分别为69.1、54.7、3.9亿元，总营业收入129.6亿元，同比增长95.4%。LNG与LPG齐头并进，稳定公司基本盘，2022年开拓氢气、氦气等业务领域，预计公司营收将进一步增长。

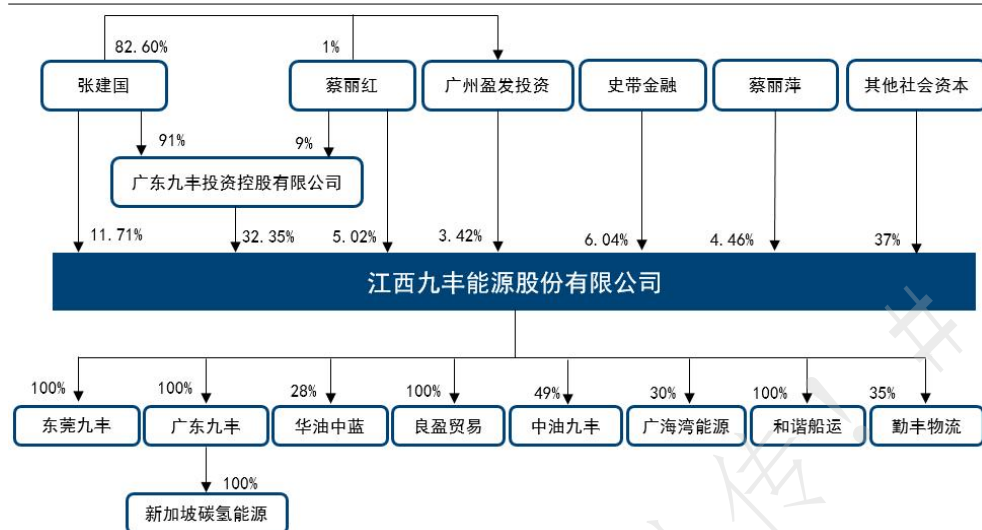
图2：公司营业收入结构（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司实际控制人为张建国、蔡丽红夫妇。截至 2022 年 6 月，公司控股股东为九丰控股，其持有该公司 34.51% 股权。张建国夫妇通过九丰控股间接持有公司 34.51% 股权，通过广东盈发投资间接持有公司 2.86% 股权，同时直接持有公司 16.73% 股权，合计共持有公司 54.1% 股权，为公司实际控制人。公司股权结构稳定，保障公司稳健发展和战略决策推行。

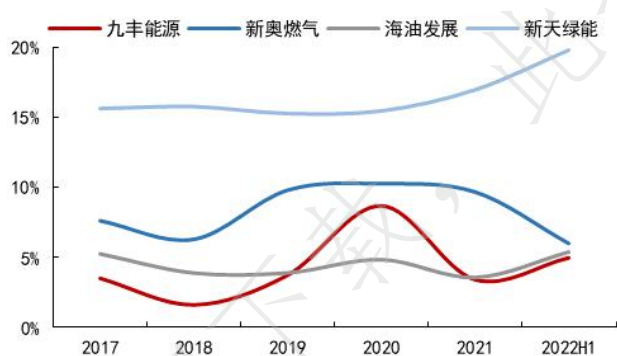
图3：公司股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

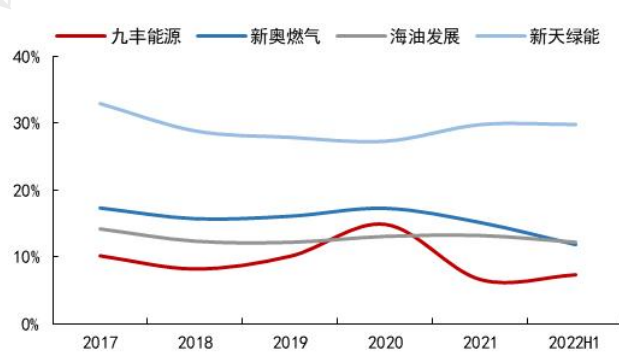
公司资产规模较小，资产盈利能力较好，但毛利和净利水平有待进一步提升。大型天然气上市公司有新奥燃气、海油发展和新天绿能，从资产规模上看，九丰能源远低于其他这三家公司，但 ROE 水平最高，截至 2022H1，公司 ROE 为 10.7%，新奥燃气、海油发展、新天绿能分别为 8.5%、5.0%、8.2%。因主要从事天然气和石油气贸易，公司毛利率和净利率水平相对较低，随着公司业务向下游场景逐步拓展，毛利率和净利率有望逐步提升。

图4：行业公司净利率情况对比



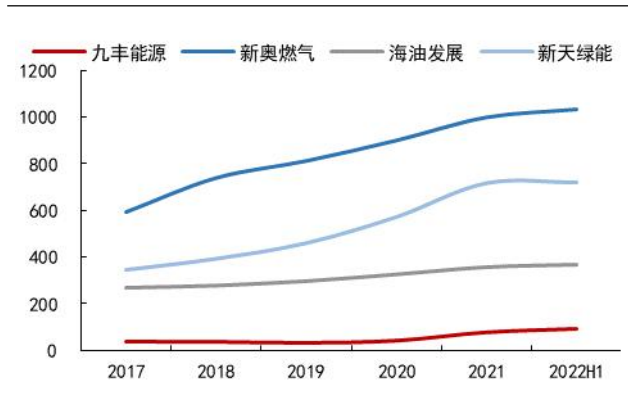
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：行业公司毛利率情况对比



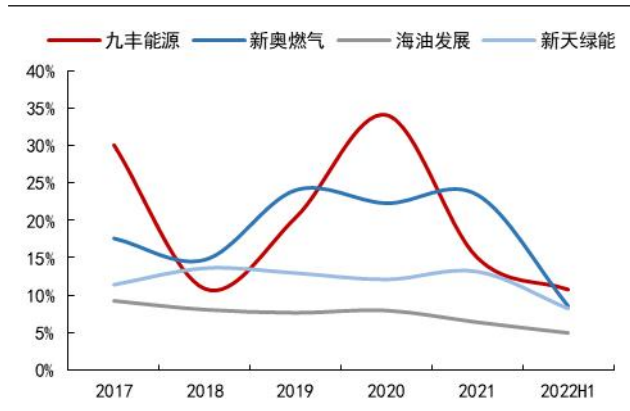
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 行业公司总资产情况对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

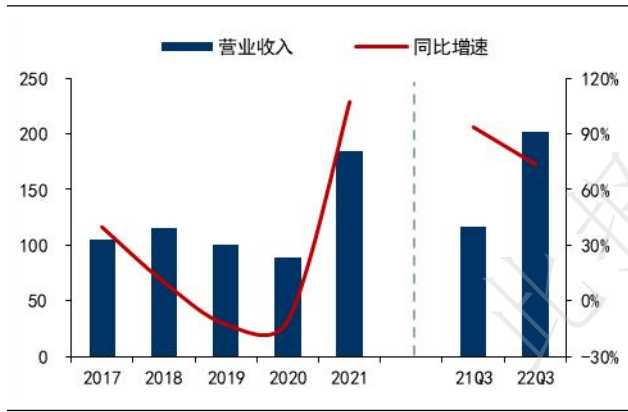
图7: 行业公司 ROE 情况对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

因 LNG 价差增大以及 LPG 量价提升, 营收和净利润大幅增长。公司前三季度营业收入 202.1 亿元, 同比提升 73.6%; 归母净利润 9.4 亿元, 同比提升 54.5%。单季度营业收入 72.5 亿元, 同比提升 44.8%; 归母净利润 3.0 亿, 同比提升 41.2%。主要原因是公司 LNG 产品销售单价同比大幅上涨、LPG 销量和销售单价大幅提升。前三季度, 面对天然气价格不利的外部环境, 公司通过构建“海气+陆气”资源, 控制成本, 实现利润增长。

图8: 公司营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

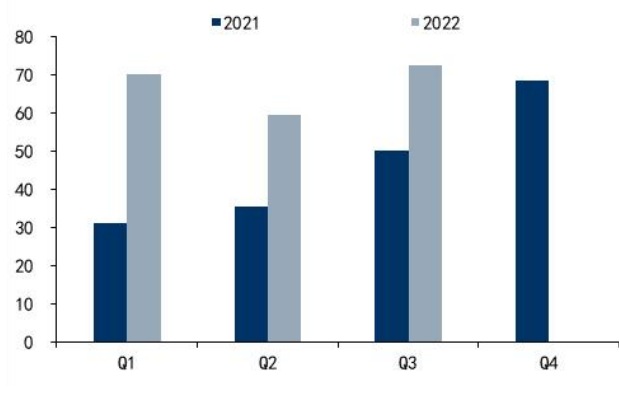
图9: 公司归母净利润情况 (单位: 亿元)



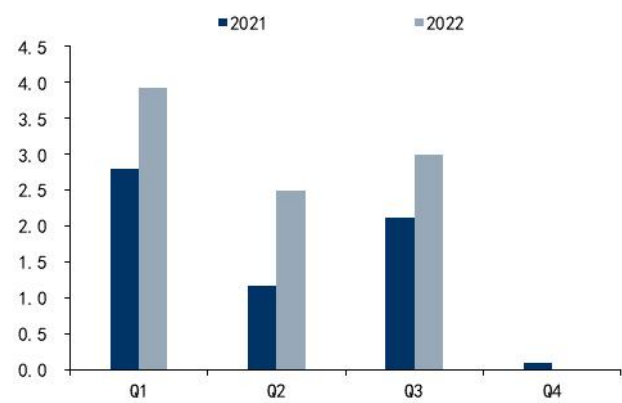
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司单季度收入情况 (单位: 亿元)

图11: 公司单季度归母净利润情况 (单位: 亿元)



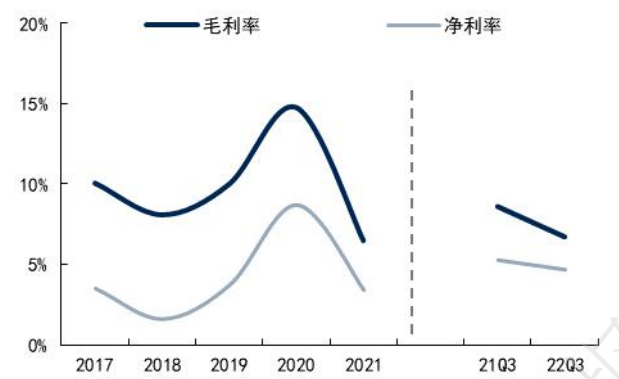
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

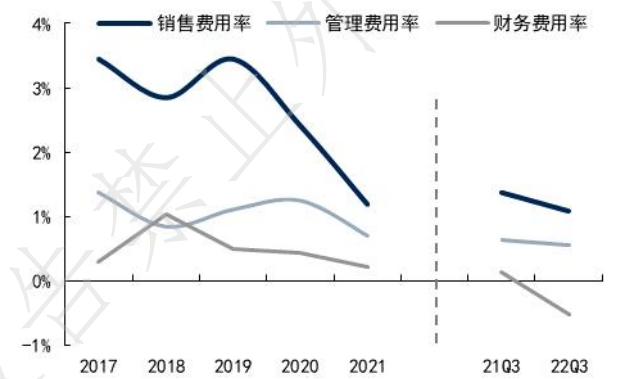
毛利率、净利率下降，三项费用率均同比下降。2022年前三季度，公司毛利率为6.74%，较2021年同期的8.63%减少1.88pct，毛利率下降的在于LNG、LPG成本有所上涨；期间费用率方面，2022年前三季度，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为1.09%、0.55%、-0.53%，较2021年同期均有所下降。净利率方面，2022年前三季度，公司净利率为4.66%，较2021年同期减少0.59pct。

图12: 公司毛利率与净利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司三项费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

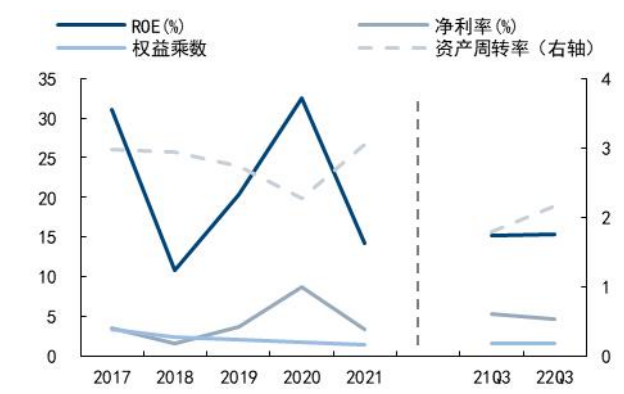
ROE 略有增加，经营性现金流明显改善。2022年前三季度，公司ROE为15.37%，较2021年同期的15.18%增加0.19pct，盈利能力略有提升。公司ROE增加的原因在于资产周转率有所增加。现金流方面，2022年前三季度，公司经营性净现金流为12.23亿元，去年同期为-0.12亿元，主要是报告期实现盈利，且期末库存水平降低从而减少了经营性资金占用所致；公司融资性净现金流为3.36亿元，同比减少88.9%，主要原因是2021年5月收到IPO募集资金。

图14: 公司现金流情况 (单位: 亿元)

图15: 公司ROE情况及杜邦分析



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

形成“长约+现货”采购方式，做大“海气资源池”。公司与马石油和 ENI 签订长约采购合同，确保采购量的稳定性和价格合理性，平滑和降低采购环节的不可控因素。同时，与马石油、卡塔尔天然气公司、Vitol（维多）等国际知名能源供应商达成合作协议，进行 LNG、LPG 现货采购。

布局“海气+陆气”双资源，实现稳健发展。2022 年受地缘政治、俄乌冲突影响，天然气价格持续高位运行，公司通过完善国内采购渠道，构建“海气+陆气”双资源池，有效控制天然气成本。2022 年 6 月收购华油中蓝 28% 股权，布局川渝区域中上游天然气资源；报告期内推进收购森泰能源 100% 股权，预计将获取四川、内蒙古的 LNG 液化资源。2022 年 10 月，公司与中国油气控股签署《重组意向协议》，拟获取不低于其 50% 的股份，有望获得鄂尔多斯盆地煤层气资源，进一步获取陆气上游资源。

布局提氢和氢能产业，延伸天然气业务领域。氢气方面，森泰能源具备 LNG 项目 BOG 提氢的关键技术和运营能力，已建成一整套 BOG 提氢装置。氢能方面，积极推动与巨正源 PDH 工业副产提纯氢项目的合作，推进天然气重整制氢、电解水制氢等项目落地；加强与燃料电池行业的紧密合作；加快加氢站落地。借助森泰能源在井口原料气、加气站以及四川低成本水电资源等优势，实现氢能产业协同发展。

首次实施员工持股计划，利于公司长期稳定发展。报告期内，公司实施了第一期员工持股计划，设计股票规模占公司目前总股本的 1.13%，具体解锁比例和数量根据公司及个人绩效考核结果计算确定。此举有利于健全公司中长期激励约束机制，确保公司长期稳定健康发展。

盈利预测

假设前提：

1) LNG 方面，根据公司历史情况和未来产能规划，预计 2022-2024 年 LNG 销量分别为 230、265、295 万吨，其中境内销量分别为 218、253、283 万吨；采购成本方面，全球 LNG 供需格局仍偏紧张，预计 2022-2024 年平均采购成本为 6352、5403、4593 元/吨；平均销售价格方面，因公司主要客户为工业用户，预计公司顺价能力保持较好水平，预计 2022-2024 年平均销售单价分别为 6854、5877、5036 元/吨。

表1：公司 LNG 业务测算假设

	2021	2022E	2023E	2024E
转口销售售价（美元/kg）	0.83	1.29	0.98	0.75
工业园区用户单价（元/m ³ ）	3.56	5.26	4.50	3.83
燃气电厂单价（元/m ³ ）	2.40	2.66	2.60	2.58
中间商单价（元/m ³ ）	3.21	4.73	4.05	3.45
终端用户销量比例	70%	70%	70%	70%
现货采购单价（美元/kg）	0.69	1.07	0.82	0.71
FOB 长约采购单价（美元/kg）	0.42	0.66	0.60	0.48
工业园区用户收入（百万）	5115.2	9000.3	8773.1	8391.6
燃气电站收入（百万）	861.2	1138.1	1290.8	1432.6
其他中间商收入（百万）	2728.9	4572.0	4425.2	4213.1
长约采购成本（百万）	2738.6	7871.0	9873.9	9840.6
现货采购成本（百万）	4596.9	4504.4	2001.9	1251.2
海气运输成本（百万）	1488.7	1566.9	1557.1	1539.8
气化成本（百万）	384.5	458.4	531.9	594.9
槽车运输成本（百万）	99.5	134.0	162.9	192.0
接收站和码头折旧（百万）	75.0	75.0	75.0	75.0

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

2) LPG 方面，因 LPG 的量价进一步提升，预计 2022-2024 年 LPG 销量分别为 195、215、236 万吨，单位售价分别为 4623、4808、4952 元/吨。

表2：公司 LPG 业务测算假设

	2021	2022E	2023E	2024E
销量（万吨）	177.3	195.0	214.5	236.0
单位售价（元/吨）	4403	4623	4808	4952
单位成本（元/吨）	4124	4207	4270	4355
毛差（元/吨）	279	416	538	597
收入（百万）	7806.6	9016.612	10315	11686.9
成本（百万）	7312.6	8204.8	9160.6	10278.2

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

3) 甲醇和二甲醚业务方面，业务规模将持续扩大，假设 2022-2024 甲醇总采购量分别为 34.6、41.5、49.8 万吨，甲醇直接转卖的比例 2022-2024 年分别为 68%、68%、68%。

表3：公司甲醇和二甲醚业务测算假设

	2021	2022E	2023E	2024E
甲醇生产二甲醚的效率	80%	80%	80%	80%
甲醇采购量 (万吨)	28.8	34.6	41.5	49.8
二甲醚产量 (万吨)	3.7	4.5	5.3	6.4
二甲醚单位能源成本 (元/吨)	305	320	317	314
二甲醚单位折旧成本 (元/吨)	120	117	115	113
二甲醚单位其他成本 (元/吨)	156	152	149	146
二甲醚销售收入 (百万)	76.1	110.4	121.0	152.1
甲醇销售收入 (百万)	468.5	562.2	674.6	809.6
成本 (百万)	482.5	579.4	694.8	833.2

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

4) 氦气业务方面，因森泰公司具有成熟的提氦设备，根据产能假设 2022-2024 年氦气的销量分别为 17、36、40 万立方米，销售单价分别为 106、127、128 元/立方米。

表4：公司氦气业务测算假设

	2021	2022E	2023E	2024E
销量 (万 m ³)	8.6	17.2	36.0	39.6
销售单价 (元/m ³)	88.3	106.0	127.1	128.4
单位成本 (元/m ³)	27.5	27.8	28.1	28.4
收入 (百万)	7.6	18.2	45.8	50.9
成本 (百万)	2.4	4.8	10.1	11.2

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

5) 期间费用方面，公司销售费用率、研发费用率、管理费用率、所得税率较为稳定，参考公司过往水平进行设定。

综合以上假设，预计 2022-2024 年公司实现营业收入分别为 257.2、287.0、305.5 亿元，增长率分别为 40.0%、10.9%、6.4%。

表5：公司未来三年业绩测算表 (百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	18488	25718	26718	27626
营业成本	17286	23523	24200	24751
销售费用	221	606	629	650
管理费用	135	268	278	288
财务费用	39	(52)	(65)	(91)
营业利润	763	1265	1569	1947
利润总额	766	1268	1572	1950
归属于母公司净利润	620	1026	1272	1578

EPS	1.72	1.65	2.05	2.54
ROE	10.80%	15.4%	16.2%	17.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

可比公司的选择：公司为能源贸易、储运、分销、生产、终端服务全产业链运营商，因此我们选取新奥燃气、海油发展、新天绿能作为可比公司。氦气业务方面，我们选取工业气体公司杭氧股份、凯美特气、华特气体作为可比公司。

投资建议：我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 257.2、267.2、276.3 亿元，同比增长 39.1%、3.9%、3.4%；归母净利润分别为 10.3、12.7、15.8 亿元，2022-2024 年同比增长 65.6%、23.9%、24.0%；EPS 分别为 1.65、2.05、2.54 元，当前股价对应 PE 为 11.7、10.0、8.7x。据我们测算，2023 年 LNG、LPG 及甲醇二甲醚业务净利润为 12.4 亿，给予 13-14 倍 PE，对应权益市值 161-174 亿元；2023 年公司氦气业务归母净利润为 0.28 亿元，给予 30 倍 PE，对应权益市值 9 亿元。综上，对应公司权益市值为 170-183 亿元，对应 27.42-29.52 元/股合理价值，较当前股价有 16%~25%的溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				PEG (22E)	投资 评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
600803.SH	新奥股份	15.75	488.0	1.44	1.57	1.85	2.08	10.9	10.0	8.5	7.6	0.59	无	
600968.SH	海油发展	2.91	295.8	0.13	0.22	0.25	0.3	22.4	13.2	11.6	9.7	0.19	无	
600956.SH	新天绿能	10.11	423.3	0.52	0.55	0.72	0.89	19.4	18.4	14.0	11.4	2.63	无	
002430.SZ	杭氧股份	42.24	415.4	1.24	1.57	1.86	2.27	34.1	26.9	22.7	18.6	0.97	无	
002549.SZ	凯美特气	19.39	120.9	0.22	0.36	0.57	0.77	88.1	53.9	34.0	25.2	0.88	无	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：盈利数据取自 Wind 一致预测。

估值的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值在 327.42-29.52 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年的业务成本和业务收入加入了很多个人的判断：

1、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2023 年 PE 水平作为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正。

2、国际天然气价格波动较大，且公司天然气业务易受到上游波动的冲击，因此天然气业务盈利测算无法考虑到突发事件的发生。

3、考虑公司未来新增 LNG 产能的规模及增速，给予公司 LNG、LPG 和甲醇二甲醚业务 2023 年 13-14 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值波动的风险。

4、提氦业务为拟收购的森泰能源公司业务，若收购不及预期，将产生估值偏高的

风险。

盈利预测的风险

在对公司 LNG、LPG 和甲醇二甲醚业务的未来盈利预测中，我们设定了很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断：

- 1、我们认为天然气价格近年来波动较大，公司通过构建“海气+陆气”双资源池，将有效控制公司上游成本，随着下游服务拓展，公司顺价能力也将逐步提升；
- 2、天然气销售价格调整幅度不及采购价格调整幅度或滞后，原材料价格波动可能会影响公司的经营业绩。
- 3、若下游需求减弱，公司产品销量将受到影响，直接影响公司盈利。

经营及其它风险

- 1、天然气价格波动。公司的天然气对上游供应商具备一定依赖性，若国内上游供应商供应波动或海外 LNG 发生不可抗力风险，则会对公司的经营产生不利影响。
- 2、政策风险。若政策调控终端价格，将直接影响公司业务顺价能力，可能出现倒挂情况，对公司经营产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1263	3168	4329	6175	8353	营业收入	8914	18488	25718	26718	27626
应收款项	359	669	226	(498)	(1271)	营业成本	7597	17286	23523	24200	24751
存货净额	404	686	936	962	982	营业税金及附加	15	14	30	31	32
其他流动资产	208	241	335	348	360	销售费用	215	221	606	629	650
流动资产合计	2235	4792	5871	7061	8542	管理费用	117	135	268	278	288
固定资产	1752	1989	2654	3327	4000	财务费用	39	39	(52)	(65)	(91)
无形资产及其他	141	143	151	159	168	投资收益	57	(97)	(97)	(97)	(97)
						资产减值及公允价值变					
投资性房地产	46	620	620	620	620	动	(60)	34	(13)	(21)	5
长期股权投资	178	200	225	255	281	其他收入	6	32	31	41	42
资产总计	4352	7744	9521	11422	13611	营业利润	933	763	1265	1569	1947
短期借款及交易性金融						营业外净收支	(10)	3	3	3	3
负债	726	787	787	787	787	利润总额	922	766	1268	1572	1950
应付款项	300	139	190	195	200	所得税费用	149	138	229	284	352
其他流动负债	410	361	500	514	525	少数股东损益	6	8	13	16	20
流动负债合计	1437	1287	1477	1496	1512	归属于母公司净利润	768	620	1026	1272	1578
长期借款及应付债券	1	0	490	980	1470						
其他长期负债	223	532	681	897	1121	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	224	532	1171	1877	2591	净利润	768	620	1026	1272	1578
负债合计	1661	1819	2648	3373	4103	资产减值准备	60	(93)	46	8	(26)
少数股东权益	179	187	199	214	232	折旧摊销	104	152	168	200	237
股东权益	2513	5738	6675	7836	9276	公允价值变动损失	60	(93)	46	8	(26)
负债和股东权益总计	4352	7744	9521	11422	13611	财务费用	39	39	(52)	(65)	(91)
						营运资本变动	(244)	(835)	289	704	757
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E						

每股收益	2.13	1.72	1.65	2.05	2.54	其它	78	339	10	38	50
每股红利	0.00	0.15	0.14	0.18	0.22	经营活动现金流	825	90	1586	2230	2570
每股净资产	6.98	15.94	10.76	12.64	14.96	资本开支	(665)	(731)	(887)	(890)	(893)
ROIC	27.90%	14.14%	18%	24%	29%	其它投资现金流	5	(28)	(17)	(28)	(44)
ROE	30.55%	10.80%	15.37%	16.23%	17.01%	投资活动现金流	(705)	(812)	(930)	(947)	(963)
毛利率	15%	7%	9%	9%	10%	权益性融资	8	2711	0	0	0
EBIT Margin	11%	5%	5%	6%	7%	负债净变化	1	(1)	490	490	490
EBITDA Margin	12%	5%	6%	7%	8%	支付股利、利息	0	(54)	(89)	(111)	(137)
收入增长	-11%	107%	39%	4%	3%	其它融资现金流	(294)	(391)	0	0	0
净利润增长率	109%	-19%	66%	24%	24%	融资活动现金流	(78)	2438	505	564	571
资产负债率	42%	26%	30%	31%	32%	现金净变动	1	1905	1161	1846	2178
股息率	0.0%	0.6%	1.1%	1.3%	1.6%	货币资金的期初余额	1261	1263	3168	4329	6175
P/E	11.1	13.7	14.3	11.5	9.3	货币资金的期末余额	1263	3168	4329	6175	8353
P/B	3.4	1.5	2.2	1.9	1.6	企业自由现金流	0	(718)	642	1322	1677
EV/EBITDA	9.4	10.3	11.7	10.0	8.7	权益自由现金流	0	(1110)	1175	1866	2242

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032

#五個下載，此報告禁止外傳！#