



农村煤改气市场的探路者

评级:

买入

报告摘要

天然气行业恢复快速发展,下游最为受益。我们预计到2020年天然气消费量将达3000-3600亿方,未来4年复合增长率将达10%-15%。供给端,进口能力快速提升,气源多样化,天然气供给将持续过剩。下游燃气分销将受益于销量的增长以及中游经济利益的让渡。

目前城市燃气行业正处于变革中,未来城市燃气公司将出现分化。原因在于:1)一二线城市燃气项目完成整合,传统并购增长模式难以延续;2)终端价格下滑压力增大,影响项目利润率。未来城市燃气行业将出现分化的格局,抢占新的未开发市场将成为未来的竞争关键。

政府积极推进京津冀地区煤改气,市场空间巨大。2017年3月,环保部等联合发布“2+26”政策,划定华北地区禁煤区,各省市也先后出台具体的工作计划和补贴方案。农村居民采取天然气采暖每个采暖季平均用量在1000立方米,是普通城市居民用户的5-10倍。按每年全国新增接驳300万农村用户、平均每户接驳费3300元计算,农村煤改气市场每年可带来100亿的接驳收入和30亿立方米的新增售气量。

中国燃气积极开拓煤改气市场,实现先发优势。公司从2016年年底开始开拓煤改气市场,目前已与河北、山东和陕西省的省属国有企业签订协议,共同开发当地煤改气市场。公司签约订单及完工数量持续超预期。截止2017年8月底,公司签约数量已达210万户,完工60万户,预计全年将大幅超出年初给出的接驳80万户的发展目标。结合目前在手订单数量看,公司全年完成煤改气接驳数量将不少于100万户。

两次发行股权激励,体现管理层信心。公司于2014年4月及2015年6月分别发放管理层及大股东的期权,总数达3.5亿股。行权条件分别为2018财年净利润不低于60亿港元,2022年前任意财年净利润不低于75亿港元或公司总市值达1500亿港元。两份期权覆盖了公司现任所有执行董事、非执行董事和独立非执行董事,体现了公司管理层对于公司未来业绩增长的强大信心。

给予“买入”评级,目标价30.00港元。我们预计公司未来3年核心净利润复合增长率为23%。考虑到国内天然气行业景气度持续回升,公司净利润增速远超同业可比公司,我们给予“买入”评级,将目标价定为30.00港元,对应FY2018及FY2019的P/E分别为24x和20x,较现价有22%提升空间。

风险提示: i) 煤改气接驳数量不及预期; ii) 政府补贴延迟; iii) 施工成本超预期。

(12月31日年结;百万港元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	29,497	31,993	43,550	53,872	62,621
增长率 (%)	-6.9	8.5	36.1	23.7	16.2
核心净利润	3,716	4,475	6,117	7,495	8,415
增长率 (%)	11.9	20.4	36.7	22.5	12.3
毛利率 (%)	24.5	26.2	27.0	26.8	26.4
核心净利润率 (%)	12.6	14.0	14.0	13.9	13.4
每股收益 (人民币)	0.76	0.90	1.23	1.51	1.69
每股净资产(人民币)	3.64	4.14	5.12	6.26	7.50
市盈率	31.78	26.71	19.53	15.94	14.20
市净率	6.62	5.81	4.70	3.84	3.21
净资产收益率 (%)	20.5	23.3	26.6	26.5	24.6
股息收益率 (%)	0.8	0.8	1.0	1.5	1.9

*资料来源:公司资料,安信国际预测

目标价格:

30.00

现价(2017年10月16日): 24.55元
报告日期: 2017-10-16

总市值(百万港元)	119,492.90
流通股市值(百万港元)	119,492.91
总股本(百万股)	4,968.52
流通股股本(百万股)	4,968.52
12个月低/高(港元)	9.91/25
平均成交(百万港元)	118.02

股东结构

北控集团	24.9%
China Gas Group	15.2%
SK E&S	14.2%
Capital Group Companies	7.0%
刘明辉	5.7%
Fortune Oil	3.9%
黄勇	2.4%
其他	26.7%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	15.40	17.36	76.25
绝对收益	17.31	25.26	99.67

数据来源:彭博、港交所、公司

王煜
021-3508 2192

行业分析师
wangyu2@essence.com.cn

目录

1. 持续增长的城市燃气行业龙头	3
1.1. 公司发展历程	3
1.2. 公司业务概况	4
1.3. 同业对比	5
2. 行业现状：城市燃气行业变革进行中	6
2.1. 天然气行业恢复快速发展	6
2.2. 城市燃气行业变革中，未来将出现分化	7
2.2.1. 一二线城市行业整合已完成	7
2.2.2. 气价差下滑难以避免	8
2.3. 农村煤改气——天然气市场的新机遇	9
2.3.1. 京津冀地区空气污染严重，治理雾霾迫在眉睫	9
2.3.2. 政府大力推动京津冀地区去煤炭化	10
2.3.3. 未来禁煤区将进一步扩大	11
3. 中国燃气——农村煤改气市场的探路者	12
3.1. 农村煤改气具有广阔市场前景	12
3.2. 中国燃气积极探索农村煤改气业务	12
3.2.1. 中国燃气在煤改气市场实现先发优势	12
3.2.2. 在煤改气市场，中国燃气具有多方面竞争优势	13
3.3. 股权激励体现管理层信心	14
4. 盈利预测	14
4.1. 核心假设	14
4.2. 盈利预测	15
4.3. 敏感性测试	15
5. 估值分析	16
5.1. 历史估值	16
5.2. 同业对比	16
6. 投资建议	17
7. 风险提示	17

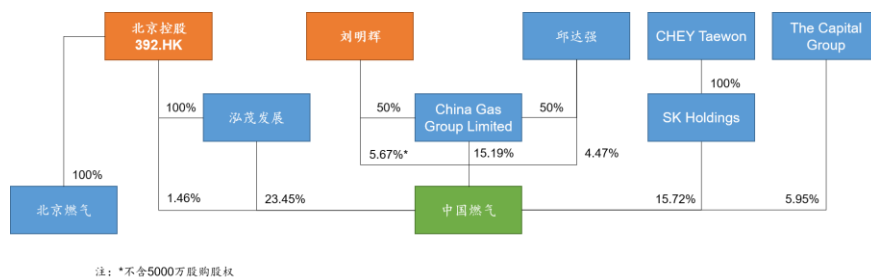
1. 持续增长的城市燃气行业龙头

中国燃气是中国最大的城市燃气行业运营商之一。公司在全国 29 个省市自治区运营超过 700 家公司，拥有 350 多个城市管道燃气项目，16 个长输管线项目，700 多座汽车加气站，1 个煤层气开发项目和 150 多个液化石油气分销项目，燃气管网总长 10 万公里，覆盖 1.5 亿人口。

1.1. 公司发展历程

中国燃气成立于 2002 年，并于同年借壳上市。公司成立于 2002 年，由现任公司执行主席刘明辉先生创立。同年，公司收购香港上市公司海峡集团 (384.HK) 33% 的股权并更名为中国燃气，从而实现借壳上市。目前，北京控股持有公司 24.91% 的股权，公司创始人和执行主席刘明辉先生持有公司 20.86% 的股权（不含 5000 万股购股权）。

图 1：中国燃气股权结构图



资料来源：公司资料，安信国际

公司具备强大的股东背景及合作关系，为公司快速发展提供了有力支持。公司自成立起便不断进入实力雄厚的战略投资者，以扩充公司的实力。中石化、印度燃气、阿曼国家石油公司、SK 集团、北控集团都先后入股公司，成为公司的战略股东，为公司发展提供了有力的支持。此外，公司还先后从邓普顿基金、国家开发银行、荷兰国家开发银行、亚洲开发银行等取得资金支持。

2012 年北京控股成为公司大股东，为公司注入大量资产。2012 年 5 月 3 日，北控集团以每股 4.1 港元价格从阿曼石油公司购入约 2.38 亿股中国燃气股份，此后北控集团又先后多次在公开市场增持，将持股比例提升至 20%。2013 年 8 月，公司与北控集团签订战略合作协议，此后北控集团向中国燃气注入辽宁锦州、河北唐山等 12 个燃气项目。目前北京控股持有公司 24.9% 的股权，是公司第一大股东。

图 2：中国燃气发展历程



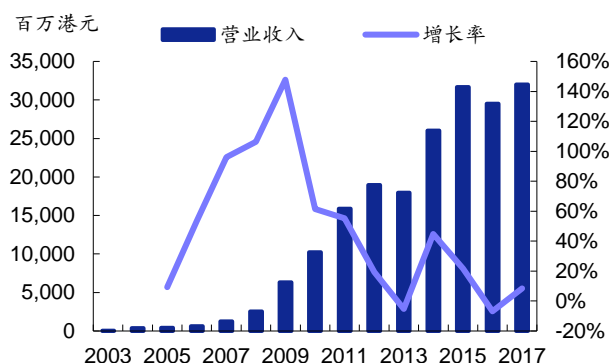
资料来源：公司资料，安信国际

公司是中裕燃气第一大股东，持有公司44%股权。公司于2010年1月提出收购港股上市公司中裕燃气3633.HK，（每股中裕股份作价0.1743港元及0.1512新中燃股份），并最终收购11.11亿股中裕燃气股份和1.41亿份中裕股份期权，约占公司56%股权。目前，公司此时中裕燃气44%的股权，是公司第一大股东。

1.2. 公司业务概况

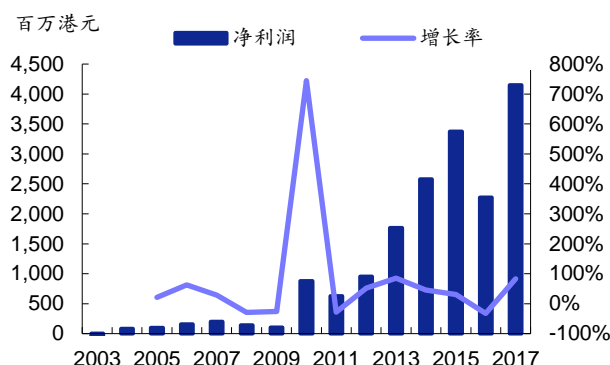
公司成立15年，持续高速发展。相比于竞争对手，中国燃气既非成立时间最早（2002年 vs 新奥能源1992年）、也非股东背景最为雄厚的，但却实现了最快速的发展。2017财年，公司实现营业收入319.9亿港元，净利润41.5亿港元，均为行业第一。过去15年间公司收入和净利润复合增长率分别为41%和35%。

图3：公司营业收入2002-2017年CAGR为41%



资料来源：公司资料，安信国际

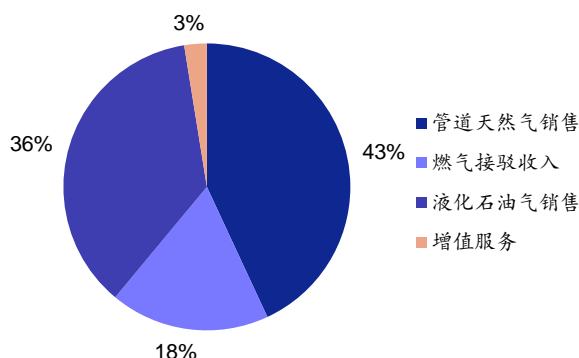
图4：公司净利润2002-2017年CAGR为35%



资料来源：公司资料，安信国际

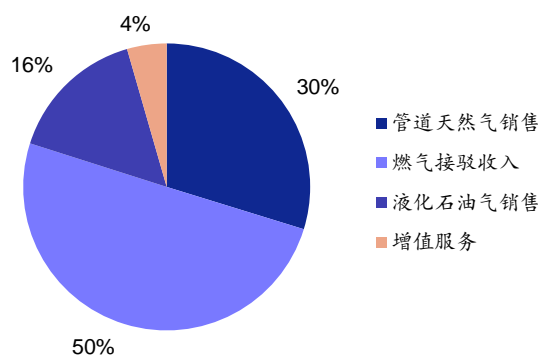
公司是典型的城市燃气运营商，各板块业务持续稳健增长。与传统城市燃气公司一样，公司主要业务包括管道天然气销售和燃气接驳，接驳毛利占比达50%。此外公司还拥有液化石油气（LPG）销售业务和增值服务（燃气保险、燃气具销售等）业务。近年来公司业务持续稳健发展，截止2017财年，公司共有330个城市燃气项目，天然气销售量122亿立方米，LPG销售量370万吨，接驳用户数256万户。

图5：公司收入结构



资料来源：公司资料，安信国际

图6：公司毛利润结构

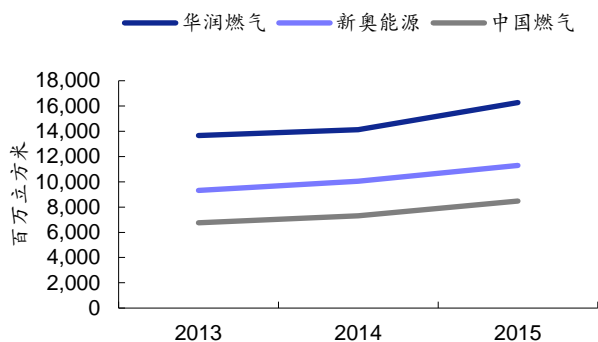


资料来源：公司资料，安信国际

1.3. 同业对比

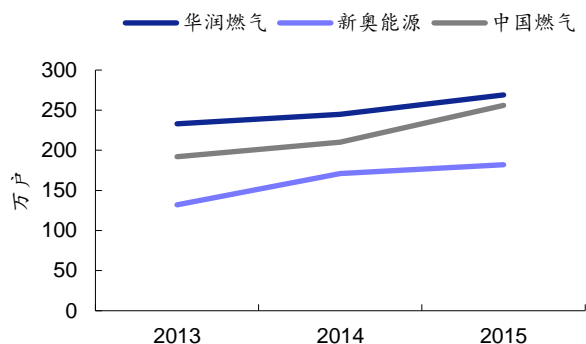
公司项目以内陆为主，售气量较少，但新接驳数量较多。在港股三大城市燃气公司中，公司项目数量最多，但沿海项目较少。由于内陆城市天然气开发程度较低，项目平均规模偏小，公司售气量落后于竞争对手，但也拥有更好的接驳潜力。

图 7：公司售气量较少



资料来源：公司资料，安信国际

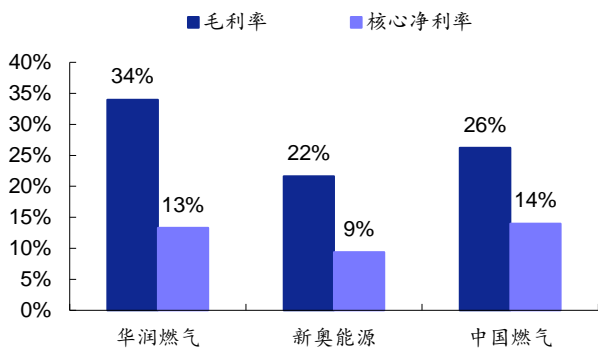
图 8：公司接驳数量较多



资料来源：公司资料，安信国际

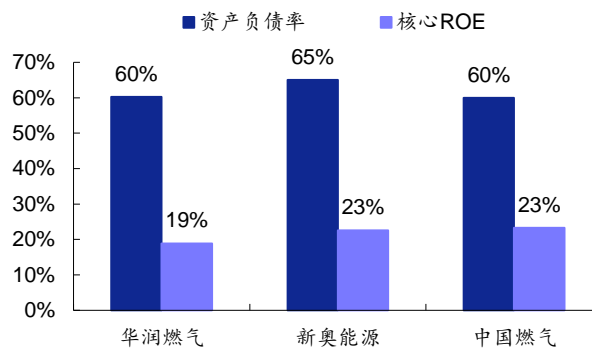
公司的核心净利润率及 ROE 为行业领先。由于业务结构中包含一部分利润率较低的贸易业务，公司的毛利率较低，但公司的核心净利润率行业领先。同时，公司的 ROE 水平也为全行业最高。

图 9：三大燃气公司利润率对比



资料来源：公司资料，安信国际

图 10：三大燃气公司资产负债率及 ROE 对比



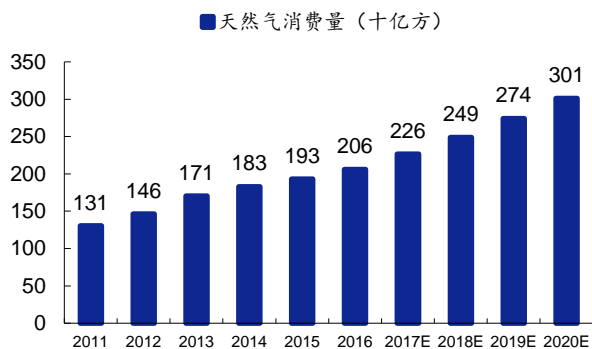
资料来源：公司资料，安信国际

2. 行业现状：城市燃气行业变革进行中

2.1. 天然气行业恢复快速发展

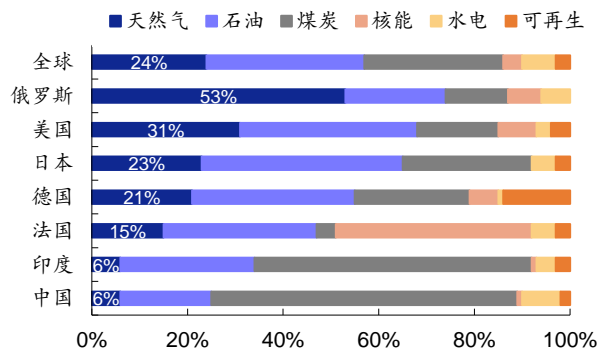
十三五期间，天然气终端消费将维持年化10-15%的增速。根据十三五规划，到2020年我国天然气在能源占比将达8.3%-10%。据此测算，我们预计到2020年天然气消费量将达3000-3600亿方，未来4年复合增长率将达10%-15%。今年1-8月，国内天然气消费量同比增长17.8%，超过市场预期。今年上半年，行业龙头售气量增速均在20%以上，也反应了终端市场的快速增长。从更长期来看，我国天然气能源占比显示我国天然气行业依然有3-4倍的成长空间。

图 11：到 2020 年天然气消费量将超 3000 亿方



资料来源：公司资料，安信国际

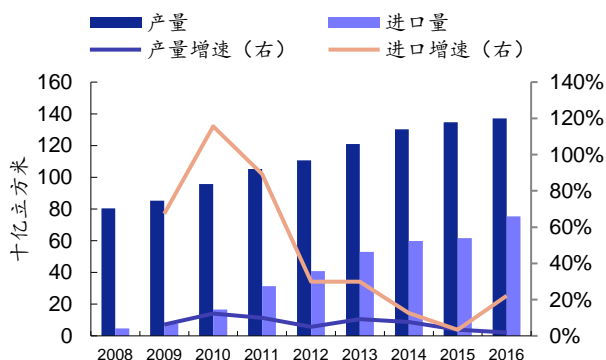
图 12：我国天然气行业长期有 3-4 被成长空间



资料来源：公司资料，安信国际

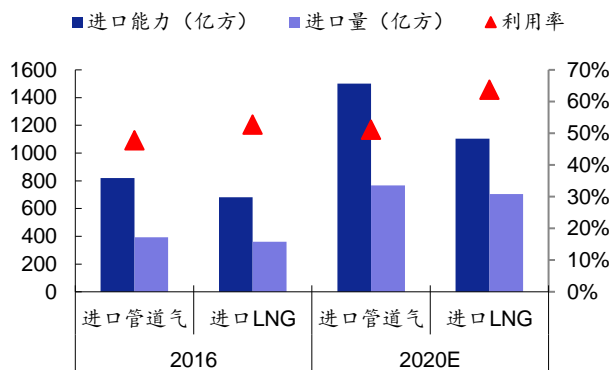
进口能力快速提升，气源多样化。我们看到的供给侧最大的积极因素就是进口天然气尤其是进口 LNG 的快速丰富。2016 年，我国进口气增速超过 20%，达到 750 亿方。而我国现有进口能力达 1500 亿方，产能利用率仅 50%。在十三五期间，西气东输 4 线、中俄东线还将为管道气投入 680 亿方产能，同时在建 LNG 产能超 400 亿方，合计新增产能达 1100 亿方。根据我们的计算，到 2020 年，我国进口气量将翻倍至 1500 亿方，但总体产能利用率也仅有 56%。天然气供给将持续过剩。

图 13：天然气进口量恢复快速增长



资料来源：公司资料，安信国际

图 14：进口产能将持续过剩



资料来源：公司资料，安信国际

下游燃气分销最为受益。我们认为在天然气产业链中，下游燃气分销将获得超过行业平均的增长。原因在于：1) 燃气运营商/分销商直接面对终端用户，直接受益于终端需求的增长；2) 中游管网输送环节目前受到政府价格监管，经济利益让渡与下游环节。

2.2. 城市燃气行业变革中，未来将出现分化

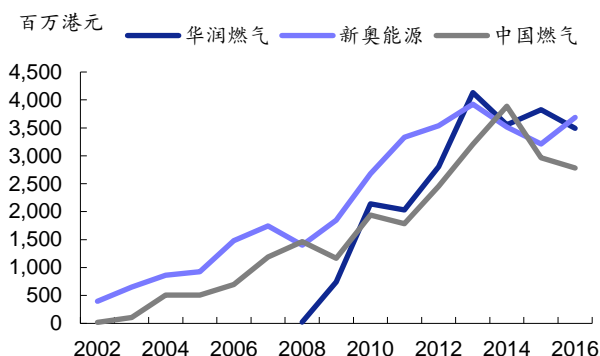
我们认为，目前城市燃气行业正处于变革中，原因在于：1) 一二线城市燃气项目完成整合，传统并购增长模式难以延续；2) 终端价格下滑压力增大，影响项目利润率。未来城市燃气行业将出现分化的格局，抢占新的未开发市场将成为未来的竞争关键。

2.2.1. 一二线城市行业整合已完成

项目并购是城市燃气运营商的主要扩张渠道。对于城市燃气运营商而言，城市项目每户用气量较少、需求较为稳定，新增用户主要与城市开发进度相关，导致单个项目每年增长幅度有限。因此，并购成为了城市燃气运营商早年快速扩张的主要途径。

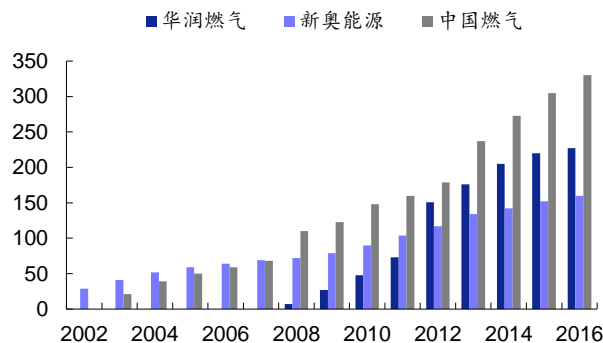
三大燃气运营商早年间均维持较高的资本开支规模用于项目并购。过去十年，三大城市燃气运营商资本开支快速增长，并在近几年维持在每年 30-40 亿港元的水平，资本开支的主要流向既是进行项目并购。燃气公司的项目数量也在快速增长增加。

图 15: 三大燃气公司早年间均维持高资本开支



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 16: 三大燃气公司项目数量持续快速增长



资料来源: 公司资料, 安信国际

一二线城市燃气项目已完成整合。随着中国燃气收购沈阳燃气，国内最后一个省会城市的项目被收编入上市公司或属于地方国企，一二线城市的燃气项目已经完成整合。未来，新的并购项目将主要为三、四线城市项目及城市新区或卫星城项目。

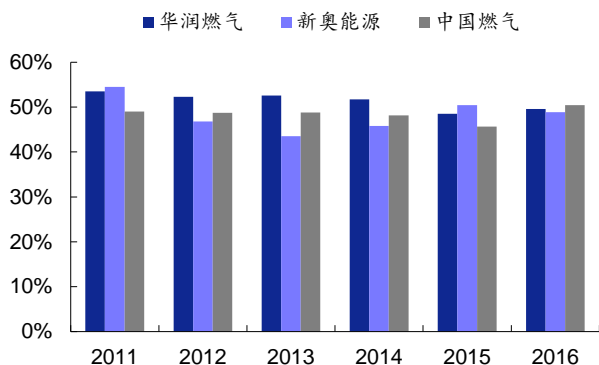
表 1: 一二线城市燃气项目运营商一览

公司性质	运营公司	项目数量	项目清单
上市公司	华润燃气	13	南昌、武汉、重庆、成都、天津、长沙、济南、郑州、大连、昆明、厦门、福州、南宁
	中国燃气	4	沈阳、青岛、哈尔滨、呼和浩特
	新奥能源	2	石家庄、宁波
	港华燃气	2	南京、长春
	昆仑燃气	1	兰州
	中油燃气	1	西宁
	陕天然气 (002267.SZ)	1	西安
	华闻传媒 (000793.SZ)	1	海口
	深圳燃气 (601139.SH)	1	深圳
地方国企		8	北京、上海、广州、杭州、太原、合肥、贵州、乌鲁木齐、银川

资料来源: 公司资料, 安信国际

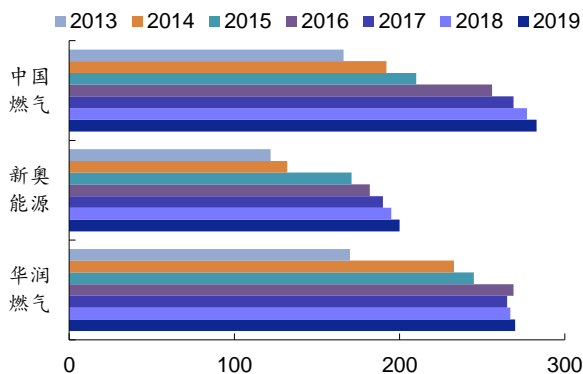
受此影响，主要燃气公司未来城市接驳数量增长放缓，利润增速将下滑。燃气接驳是城市燃气运营商的重要利润来源，占各大燃气公司毛利的比重均在50%以上。随着新增项目的减少，燃气接驳数量的增长也呈放缓趋势，这将使得城市燃气运营商面临未来利润增速下降的压力。

图 17: 三大燃气公司接驳业务利润占比均在 50%左右



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 18: 三大燃气公司城市用户接驳数量增长放缓



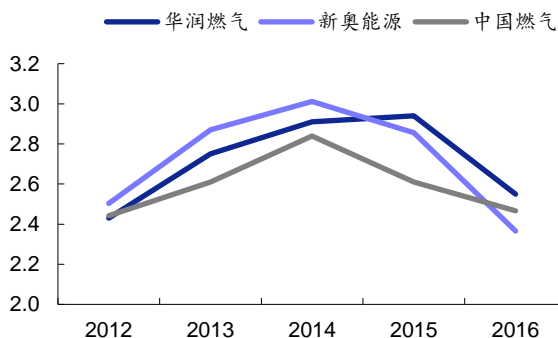
资料来源: 公司资料, 安信国际

2.2.2. 气价差下滑难以避免

气源逐步多样化，终端气价的下滑将难以避免。早年间，由于国内气源较为紧张，供求关系决定了终端气价高企。近年来，国内天然气进口产能不断投产，我们判断未来天然气供给将持续过剩，而政府正推进天然气市场化改革，未来终端气价下行趋势将持续。受此影响，三大燃气公司近年来售气单价不断走低，气价差收窄。

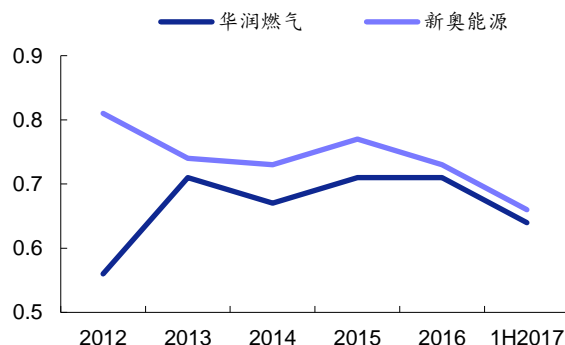
政府也出台政策削减中间环节价格，鼓励天然气的使用，将影响未来毛差。为了实现 2020 年天然气能源占比 8.3%-10% 的目标，政府出台了多项政策削减输气价格，刺激下游用户（尤其是非居民用户）的需求。2016 年 10 月，发改委印发《天然气管道运输价格管理办法》，限定跨省输气管网的为 8%。2017 年 6 月，发改委印发《关于加强配气价格监管的指导意见》，要求城市配气管网按照 7% 的准许收益率确定配气费。2017 年 8 月，发改委印发《关于降低非居民用天然气基准门站价格的通知》，非居民用气门站价基准下调 0.1 元/立方米。我们预测后续国家会进一步出台其他相关政策，未来燃气公司（尤其是非居民用户）毛差将有持续收窄的压力。

图 19: 2015 年来三大燃气公司综合气价下滑明显



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 20: 1H17 主要燃气公司售气价差大幅收窄



资料来源: 公司资料, 安信国际

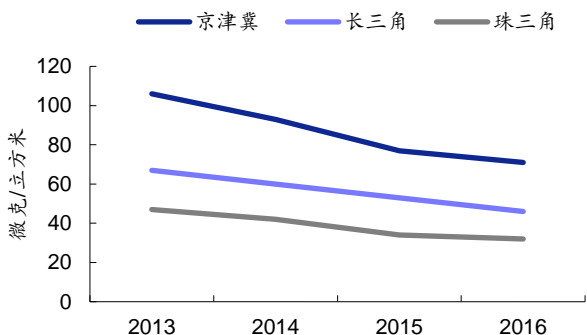
2.3. 农村煤改气——天然气市场的新机遇

相比于城市,农村依然是一片广阔的未开发市场,尤其北方农村地区由于冬季取暖,天然具有很大的能源需求。近年来,国家加强对北方散煤燃烧的治理,并划定禁煤区,华北地区煤改气市场将成为未来天然气终端市场最主要的增长点之一。

2.3.1. 京津冀地区空气污染严重,治理雾霾迫在眉睫

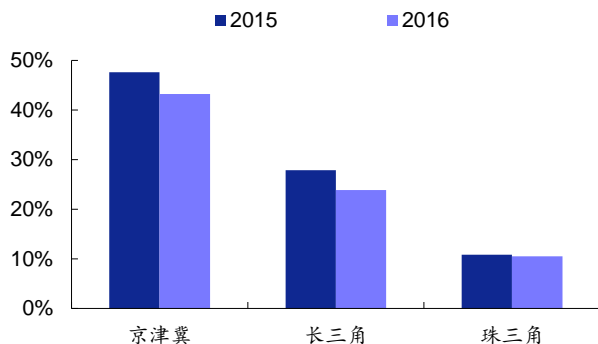
京津冀地区空气污染严重,雾霾治理迫在眉睫。京津冀地区是我国空气污染最为严重的地区,2016年京津冀地区平均超标天数比例为43%,远高于长三角地区的24%和珠三角地区的11%。雾霾是京津冀地区最主要的空气污染物之一,尽管近年来京津冀地区PM2.5平均浓度呈下降趋势,但2016年京津冀地区PM2.5平均浓度依然达71微克/立方米,较长三角和珠三角分别高54%和122%。

图 21: 三大重点区域 PM2.5 平均浓度



资料来源: 公司资料, 安信国际

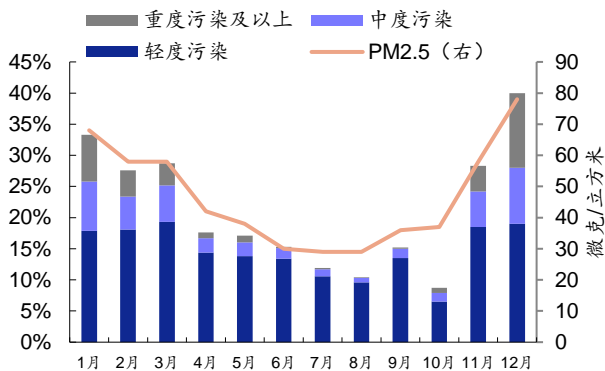
图 22: 2016 三大重点区域平均超标天数比例



资料来源: 公司资料, 安信国际

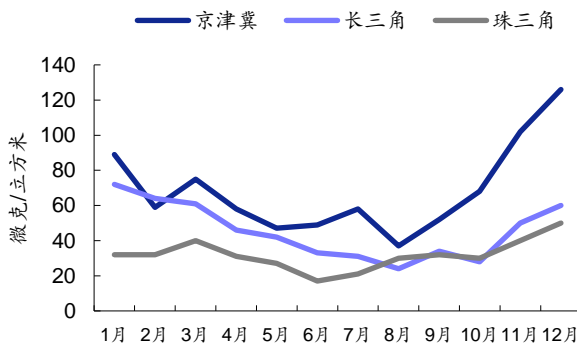
农村散煤燃烧是雾霾的重要来源之一。我国雾霾出现呈现季节性特点,冬季京津冀地区尤为严重,这说明雾霾的主要来源是农村的散煤燃烧。据推测,我国1.6亿户农村居民家庭中,采取分散采暖约9300万户,其中燃煤采暖约6600万户,散煤使用量约2亿吨。散煤污染物排放远超电厂锅炉,尤其在PM2.5排放量方面是电厂锅炉的55倍。

图 23: 我国 PM2.5 污染呈现显著的季节性



资料来源: 中国环境监测总站, 安信国际

图 24: 京津冀地区冬季雾霾污染尤为严重



资料来源: 中国环境监测总站, 安信国际

表 2: 散煤燃烧排放远高于一般电厂 (单位: 千克/吨)

	二氧化硫	氮氧化物	PM 2.5
散煤	4	1.6	11
电站锅炉	0.8	0.8	0.2

资料来源: 能源局, 安信国际

农村散煤燃烧缺乏有效的治理手段。截止 2016 年, 全国累计完成燃煤机组超低排放改造 4.4 亿千瓦, 占煤电装机容量的 46%, 燃煤电厂排放治理初见成效。与此相比, 农村散煤燃烧分布零散、经济承受能力较差, 一直以来缺乏有效的治理手段。

2.3.2. 政府大力推动京津冀地区去煤炭化

中央政府自 2013 年起系统化推进去煤进程, 早期主要面向工业领域。国务院于 2013 年 9 月发布《大气污染防治行动计划》, 将重点放在工业领域, 提出加快推进集中供热、“煤改气”、“煤改电”工程建设, 要求到 2017 年淘汰 10 蒸吨以下燃煤锅炉, 禁止新建 20 蒸吨以下的燃煤锅炉。此后, 2014 年 4 月国务院发布《保障天然气稳定供应长效机制若干意见的通知》, 2014 年 6 月国家能源局与北京、天津、河北及中石油、中石化集团公司分别签订《“煤改气”用气保供协议》, 在为煤改气在气源方面提供保障。

表 3: 煤改气相关政策一览

日期	政府部门	相关文件	摘要
2013.9.10	国务院	《大气污染防治行动计划》	提出加快推进集中供热、“煤改气”、“煤改电”工程建设, 淘汰 10 蒸吨以下燃煤锅炉, 禁止新建 20 蒸吨以下的燃煤锅炉。
2014.4.23	国务院	《保障天然气稳定供应长效机制若干意见的通知》	到 2020 年天然气供应能力达到 4000 亿立方米, 累计满足“煤改气”工程用气需求 1120 亿立方米。
2014.6.5	能源局	《“煤改气”用气保供协议》	与北京、天津、河北及中石油、中石化集团公司分别签订, 在确保民生用气的前提下推动“煤改气”工程量气而行、有序实施。
2014.6.7	国务院	《能源发展战略行动计划 (2014-2020 年)》	到 2020 年, 天然气比重达到 10% 以上。以经济发达地区和大中城市为重点, 有序推进重点用煤领域“煤改气”工程, 到 2017 年, 基本完成重点地区燃煤锅炉、工业窑炉等天然气替代改造任务。
2014.7.18	国务院	《大气污染防治行动计划实施情况考核办法 (试行) 实施细则》	将考核指标量化
2016.1.1	人大	新修订《中华人民共和国大气污染防治法》	将考核写入新法, 强化地方政府责任, 强调污染源治理, 加大处罚力度
2016.5.5	国务院	《实施“煤改气”、“煤改电”集中使用清洁能源》	加大对无组织排放治理力度, 支持企业向特色园区集聚, 鼓励园区加快燃料升级, 有条件的企业实施“煤改气”、“煤改电”
2017.3.23	环保部等	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	实施冬季清洁取暖重点工程。将“2+26”城市列为北方地区冬季清洁取暖规划首批实施范围。全面加强城中村、城乡结合部和农村地区散煤治理, 北京、天津、廊坊、保定市 10 月底前完成“禁煤区”建设任务, 并进一步扩大实施范围, 实现冬季清洁取暖。
2017.5.16	财政部	《关于开展中央财政支持北方地区冬季清洁取暖试点工作的通知》	中央财政支持试点城市推进清洁方式取暖替代散煤燃烧取暖, 直辖市每年安排 10 亿元, 省会城市每年安排 7 亿元, 地级城市每年安排 5 亿元。
2017.6.23	发改委等十三部门	《加快推进天然气利用的意见》	将北方地区冬季清洁取暖、工业和民用“煤改气”、天然气调峰发电、天然气分布式、天然气车船作为重点。以 2+26 城市为抓手, 力争 5 年内有条件地区基本实现天然气、电力、余热、浅层地能等取暖替代散烧煤。

资料来源: 安信国际

2017 年起, 政府将视角转向民用领域, 划定北方禁煤区并提供财政支持。2017 年 3 月, 环保部等联合发布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》, 将北京、天津和华北 4 省的 26 个城市列入北方地区冬季清洁取暖规划首批实施范围, 并要求北京、天津、廊坊、保定市 10 月底前完成“禁煤区”建设任务。2017 年 5

月，财政部发布《关于开展中央财政支持北方地区冬季清洁取暖试点工作的通知》，安排清洁取暖专项补贴，直辖市每年10亿元，省会城市每年7亿元，地级城市每年5亿元。

地方政府积极响应，出台相关补贴方案。为了响应中央关于煤改气的政策，华北地区各省市先后出具具体的工作方案，制定了今年的工作目标和未来3年的补贴方案。目前已有天津、河北、山东（济南、淄博、德州、聊城等）、山西（太原、阳泉、长治、晋城等）和河南（郑州、开封、安阳等）等省市已出台相关政策，平均每户三年总补贴金额在8000-12000元左右。此外，不在“2+26”政策范围内的山东省东营市、山西省朔州市和晋中市也出台了相关政策开展煤改气工作。

表 4：各地 2017 年煤改气工作目标及补贴方案

	17年目标	接驳费补贴	采暖炉补贴	用气补贴	三年补贴合计
天津市		2800	6200	1200*3年	12600
河北省		4000	2700	1200*3年	10300
山东省					
济南市	5-9万户	3000	2700	1200*3年	9300
淄博市	10万户	3000	2700	1200*3年	9300
济宁市	5.3万户	4000	-	待定	-
德州市	6万户	4000	-	1000*3年	7000
聊城市	10万户	5000	-	1000*3年	8000
滨州市	6万户	3000	2000	1200*3年	8800
东营市	17万户	3000	2200	1200*3年	8800
山西省					
太原市	12万户	10000(管道) /6000(LNG)	-	2400*3年	17200
阳泉市	4万户	1000	2000	450*3年	4350
长治市	8万户	5000	3000	2400*3年	15200
晋城市	10万户	6500	-	待定	-
朔州市	3万户	4000	2677	1500*3年	11177
晋中市	11万户	4000	2800	1120*3年	10160
河南省					
郑州市		-	3500	600*3年	5300
安阳市		-	3500	600*3年	5300
开封市	5万户	-	2000	900*3年	4700
新乡市		-	3500	600*3年	5300

资料来源：安信国际

2.3.3. 未来禁煤区将进一步扩大

未来禁煤区的范围将继续扩大，煤改气将成为天然气市场的新增长点。我们认为为了彻底解决北方的雾霾问题，整个华北的农村地区都存在淘汰散煤燃烧的需求。我们预计未来2-3年，禁煤区将扩大至整个华北两市四省。除华北地区以外，西北、东北地区也是雾霾较为严重的区域，同时也具备较好的天然气资源（西北地区自身气源丰富、东北地区中俄天然气东线将在2018年投产），我们判断未来禁煤区的范围还将进一步扩大，对天然气行业而言，农村地区将具有比城市项目更为广阔的发展前景。

3. 中国燃气——农村煤改气市场的探路者

3.1. 农村煤改气具有广阔市场前景

对于农村居民用户而言，天然气取暖具备较好的便利性和安全性。传统农村冬季采取烧煤炉取暖，需要自备堆煤地，使用时每晚需要上煤、清渣 2-3 次，不方便且不卫生。改用燃气采暖炉后，只需按键即可启动，无需其他操作，且具有燃气泄漏报警器、燃气切断阀、自闭阀等安全装置，实现了便利、清洁、安全。实际在去年冬季已有部分农村居民自发改烧天然气取暖。

随着禁煤区的确定和补贴的落实，天然气也具备了较好的经济性。传统农村冬季燃煤取暖每年的采暖费约为 1600 元，而天然气取暖每年采暖费约为 2400 元，较燃煤高出 50%，经济性较差。“2+26”政策划定禁煤区后，煤炭流入受到限制，部分地区冬季燃煤价格已上涨至 1000-1200 元/吨，燃煤采暖成本显著上升。目前各地方政府普遍要求农村用户执行无阶梯居民气价，并提供 1 元/立方米的补贴，计算补贴后的天然气采暖成本较涨价前后的燃煤采暖成本分别低 13%和 42%，已具备较好的经济性。

表 5: 天然气采暖经济性核算

	煤炭		天然气	
热值	29MJ/kg		36MJ/m ³	
热效率	70%		90%	
采暖季用量	2000kg		1000m ³	
价格	0.8 元/kg	1.2 元/kg (涨价后)	2.4 元/ m ³ (河北省标准)	1.4 元/ m ³ (补贴后)
采暖总支出	1600 元	2400 元	2400 元	1400 元
相比燃煤	-	-	+50%/0%	-13%/-42%

资料来源：能源局，安信国际

农村煤改气市场空间巨大。农村居民采取天然气采暖每个采暖季平均用量在 1000 立方米，是普通城市居民用户的 5-10 倍。按每年全国新增接驳 300 万农村用户、平均每户接驳费 3300 元计算，农村煤改气市场每年可带来 100 亿的接驳收入和 30 亿立方米的新增售气量。同时，潜在接驳需求依然很高，以天津、保定为例，分别有 80 万户和 58 万户的农村用户将进行煤改气改造，农村煤改气市场空间巨大。

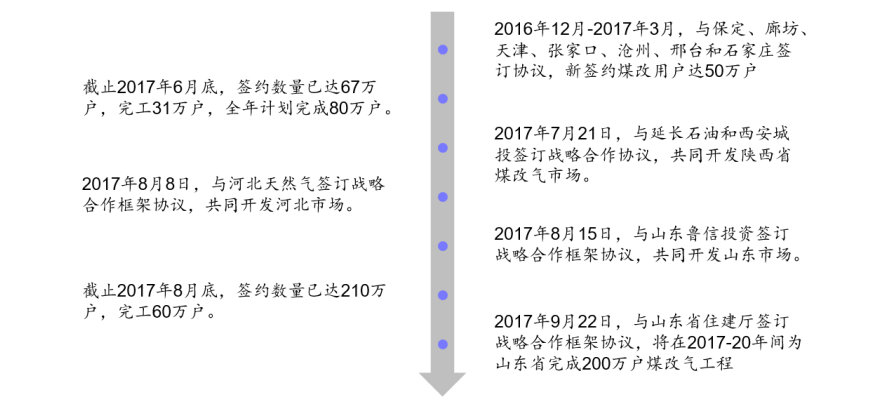
3.2. 中国燃气积极探索农村煤改气业务

3.2.1. 中国燃气在煤改气市场实现先发优势

公司积极开拓煤改气市场，实现先发优势。公司从 2016 年年底开始开拓煤改气市场，到 2017 年 3 月已与保定、廊坊、天津、张家口、沧州、邢台和石家庄签订协议，新签约煤改用户达 50 万户。2017 年 7 月，公司与延长石油和西安城投签订战略合作协议，共同开发陕西省煤改气市场。2017 年 8 月，公司分别与河北省和山东省的省属国有企业河北天然气及山东鲁信投资签订战略合作框架协议，共同开发两省煤改气市场。2017 年 9 月，公司与山东省住建厅签订战略合作框架协议，将在 2017-2020 年间为山东省完成 200 万户城镇及农村居民的煤改气工程。

订单及完工数量持续超预期。2017 年 3 月底，公司煤改气签约用户为 50 万户，到 2017 年 6 月，公司签约数量已达 67 万户，完工 31 万户，公司提出未来三年接驳 80 万户、170 万户、250 万户的发展目标。截止 2017 年 8 月底，公司签约数量已达 210 万户，完工 60 万户，预计全年将大幅超出年初给出的接驳 80 万户的发展目标。结合目前在手订单数量看，公司全年完成煤改气接驳数量将不少于 100 万户。

图 25：公司煤改气业务快速发展，并持续超预期



资料来源：公司资料，安信国际

3.2.2. 在煤改气市场，中国燃气具有多方面竞争优势

与中国燃气相比，国内其他燃气公司对于农村煤改气市场普遍较为谨慎，原因在于他们判断项目成本偏高，难以获得较好的经济性。我们认为，中国燃气在采购、施工、组织等方面的优势能保证其高效的开拓煤改气市场。

价格优势助力公司抢占煤改气市场先机。为控制材料和施工成本，公司成立了集团层面的统一采购系统，通过统一采购压低原材料价格；相比于同业采取外部的施工模式，公司拥有自己专业的施工队伍。正因如此，公司才可以实现高于竞争对手的接驳毛利率（FY17 73.5% vs 新奥 64%、华润 67%）。为保障施工进度，公司从全国征调了下属专业施工队，目前在华北地区的施工人数已达 5 万人。此外，公司与全国 200 余家燃气设备厂家签订了直供协议，并在保定自建了燃气具生产基地。公司在材料及施工方面的价格优势是其抢占煤改气市场先机的重要原因。

可靠气源保障用户用气需求。公司拥有 10 万公里燃气管网和 497 座储配站和气化站，目前日供气能力达 1.05 亿立方米。公司旗下宏达能源贸易公司是供应规模国内前三的能源贸易商，日贸易量超过 1000 万方。公司旗下宏途物流有限公司拥有各类 LNG、CNG、LPG 运输车辆近 2000 台套，危运车辆规模为国内前五。公司的采购、运输、配送能力足以保障未来农村用户的用气需求。

科学的组织保障业务顺利开展。针对农村煤改气工作，中国燃气专门成立了各地的煤改气平台公司，分别进行市场拓展和组织施工。此外，公司制定了“飞地计划”，从全国各地的分公司抽掉了 1000 多名业务骨干组成华北煤改气工作组，深入各地进行市场开发、工程设计和施工、气源采购、运营、客户服务等各种技能培训，确保后续项目的持续开展。

充沛资金保障未来业务发展需要。煤改气工程需要大量资本开支进行管网、调峰站及配套工程建设。为了保证工程顺利推进，公司与中国保险投资基金、交通银行等金融机构成立了专项清洁能源产业基金。2016 年 10 月，公司与中国保险投资基金共同成立了总额人民币 100 亿元的合资基金，中保投出资 70% 为优先级，公司出资 10% 为劣后级。2017 年 6 月，公司与交银国际信托共同成立了总额人民币 100 亿元的合资基金，交银国际信托出资 90% 为优先级，公司出资 10% 为劣后级。此外，公司于 2016 年 10 月发行了总额人民币 20 亿元的五年期公司债券，并于近期发行了总额人民币 15 亿元的三年期中期票据。我们认为公司充足的资金安排可以满足未来煤改气业务的快速发展。

3.3. 股权激励体现管理层信心

两次发行股权激励，体现管理层信心。公司于2014年4月及2015年6月分别发放管理层及大股东的期权，总数达3.5亿股。公司2014年管理层股权激励行权条件为2018财年净利润不低于60亿港元；2015年期权行权条件为2022年前任意财年净利润不低于75亿港元或公司总市值达1500亿港元。两份期权覆盖了公司现任所有执行董事、非执行董事和独立非执行董事，体现了公司管理层对于公司未来业绩增长的强大信心。

表 6: 公司发行期权一览

发行日期	认购人	数量	换股价	到期日	行权条件
2014/4/16	管理层(含现任公司执行董事周思、朱伟伟、马金龙和李晶、非执行董事俞征和金容仲, 高管陈新国, 五位独立非执行董事)及员工	250,000,000 10%为管理层所有	12.40	2019/04/15	1) 公司截止2017年3月31日财年的净利润不少于55亿港元; 或 2) 公司截止2018年3月31日财年的净利润不少于60亿港元。
2015/6/25	公司执行董事刘明辉和黄勇, 非执行董事刘明兴、Arun Kumar MANCHANDA 和姜新浩	102,400,000	13.84	2022/6/24	1) 公司任意财年净利润达75亿港元; 或 2) 公司总市值达1500亿港元。

资料来源: 公司资料, 安信国际

4. 盈利预测

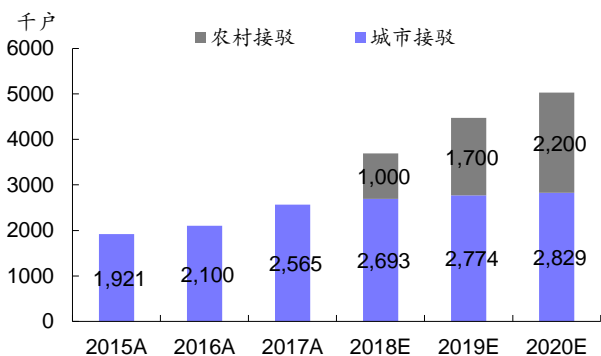
4.1. 核心假设

农村煤改气带来大量新增接驳。我们预计公司在未来3年能够分别完成100万户、170万户和220万户的农村用户接驳, 分别占当年新增居民户接驳比例达27%、38%和44%。同时, 我们预计城市用户接驳方面将维持每年稳定增长。

售气量持续高速增长, 煤改气带来新增量。因此, 我们预计公司未来三年零售气销量分别为109亿立方米、138亿立方米和170亿立方米, 未来三年增速分别为29.1%、26.5%和22.9%。其中, 农村煤改气带来的售气量占比分别达6%、13%、20%。

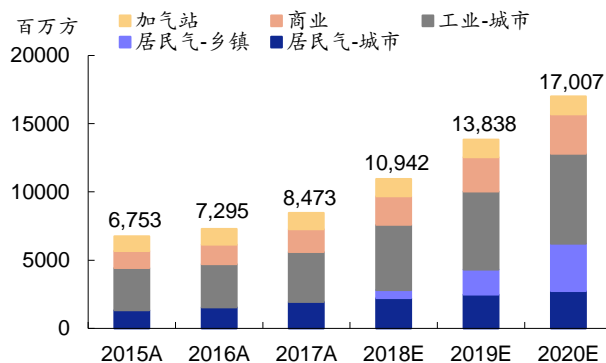
燃气具销售将成为新增长点。随着公司煤改气用户接驳持续增长, 公司自有品牌“中燃宝”燃气采暖炉的销量也持续增长。我们预计未来三年公司80%新接驳的乡镇用户将从公司购买采暖炉。

图 26: 中国燃气接驳数量预测



资料来源: 安信国际

图 27: 中国燃气售气量预测

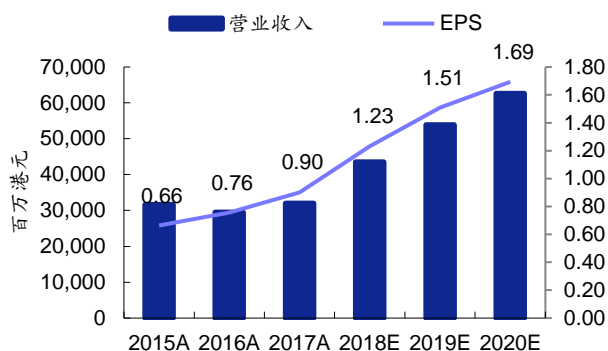


资料来源: 安信国际

4.2. 盈利预测

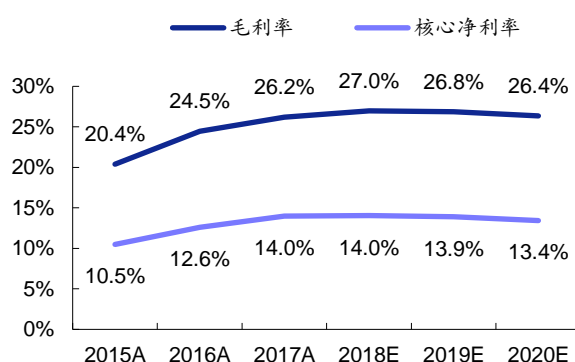
预计未来三年盈利大幅增长，利润率维持稳定。我们预测公司未来3年收入复合增速达26%，核心净利润复合增速达23%，毛利率和净利率可维持相对稳定水平。

图 28: 中国燃气收入及 EPS 预测



资料来源: 安信国际

图 29: 中国燃气毛利率及核心净利率预测



资料来源: 安信国际

4.3. 敏感性测试

敏感性测试显示公司盈利性有较好保证。我们对公司 FY2018E 和 FY2019E 的 EPS 对农村煤改气接驳数量及接驳成本的敏感性进行了测试。农村接驳用户数量每变动 50000 户,对中国燃气 2018E EPS 影响为 0.02 港元;农村接驳成本每变动 100 元,对中国燃气 2018E EPS 影响为 0.01 港元。农村接驳用户数量每变动 100000 户,对中国燃气 2019E EPS 影响为 0.03 港元;农村接驳成本每变动 100 元,对中国燃气 2018E EPS 影响为 0.02 港元。

表 7: 中国燃气 FY2018E EPS 敏感性测试

		农村用户接驳数量						
		850,000	900,000	950,000	1,000,000	1,050,000	1,100,000	1,150,000
农村用户接驳成本 (vs 城市)	+1000	1.16	1.17	1.19	1.20	1.21	1.23	1.24
	+900	1.17	1.18	1.20	1.21	1.22	1.24	1.25
	+800	1.17	1.19	1.21	1.22	1.24	1.25	1.27
	+700	1.18	1.20	1.22	1.23	1.25	1.26	1.28
	+600	1.19	1.21	1.23	1.24	1.26	1.27	1.29
	+500	1.20	1.22	1.24	1.25	1.27	1.29	1.30
	+400	1.21	1.23	1.25	1.26	1.28	1.30	1.32

资料来源: 公司资料, 安信国际

表 8: 中国燃气 FY2019E EPS 敏感性测试

		农村用户接驳数量						
		1,400,000	1,500,000	1,600,000	1,700,000	1,800,000	1,900,000	2,000,000
农村用户接驳成本 (vs 城市)	+1000	1.37	1.40	1.43	1.45	1.48	1.51	1.54
	+900	1.38	1.41	1.44	1.47	1.50	1.53	1.56
	+800	1.40	1.43	1.46	1.49	1.52	1.55	1.58
	+700	1.41	1.45	1.48	1.51	1.54	1.57	1.60
	+600	1.43	1.46	1.49	1.53	1.56	1.59	1.63
	+500	1.44	1.48	1.51	1.54	1.58	1.61	1.65
	+400	1.46	1.49	1.53	1.56	1.60	1.63	1.67

资料来源: 公司资料, 安信国际

5. 估值分析

5.1. 历史估值

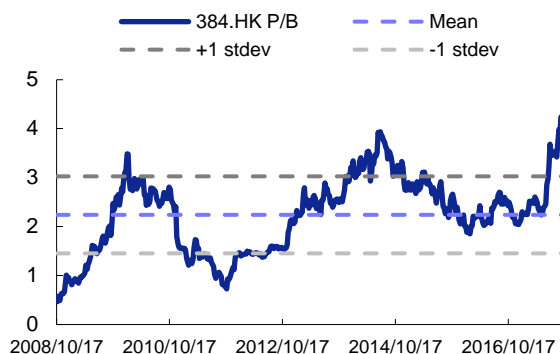
公司目前估值水平超过历史平均的 14.5x，高增长给予有力支撑。按照 Bloomberg 统计，公司历史上平均 P/E 约为 14.5x。根据我们的预测，目前公司 FY2018E P/E 为 20x，较历史平均高约 1.5 个标准差。FY2013-2015 年间，公司净利润复合增速超过 30%，市场给予公司 18-20x 的估值水平。我们认为，公司未来 3 年成长空间明确，净利润复合增速达 23%，高增长可以支撑高估值。

图 30: 中国燃气历史 P/E



资料来源: Bloomberg, 安信国际

图 31: 中国燃气历史 P/B



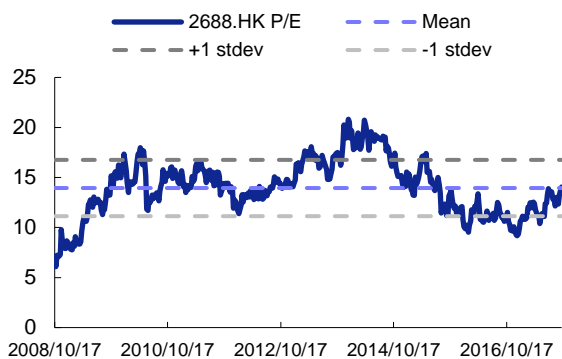
资料来源: Bloomberg, 安信国际

5.2. 同业对比

历史上，华润燃气因民用气占比最高而享受估值溢价。从历史来看，港股三大燃气公司中，华润燃气一直享有最高的估值(平均 16.5x P/E vs 新奥能源平均 14x P/E、中国燃气 14.5x P/E)。原因在于华润燃气拥有最多的大型城市项目，居民用户售气量占比最高。城市居民用户用气量稳定、毛差较高，故而受到投资者青睐。

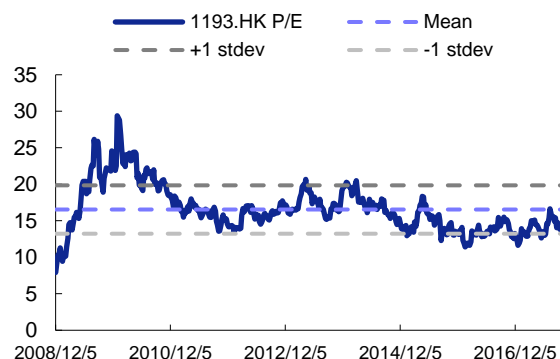
随着行业分化，高成长的中国燃气应享受估值溢价。我们认为目前中国天然气分销行业正在进入变革期，传统以城市项目为主的经营模式将遇到瓶颈，未来行业的增长点主要来自农村地区以及工业客户。中国燃气已取得了农村市场的先发优势，未来将持续受益于农村煤改气范围的扩大，业绩增速也将超过主要竞争对手，因此应当享有估值溢价。

图 32: 新奥能源历史 P/E



资料来源: Bloomberg, 安信国际

图 33: 华润燃气历史 P/E



资料来源: Bloomberg, 安信国际



表 9: 港股主要燃气公司估值对比

股份名稱	代码	市值 百万元	最近报表 年结, Y0	-- 市盈率 (倍) --			-- EPS 增长 (%) --			市净率 (倍)		
				Y0	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f	复合	Y0	Y1f
香港中华煤气	3	206,458	12/2017	28.1	26.6	25.4	0.4	5.6	4.9	5.2	3.8	3.4
中国燃气	384	121,480	03/2017	28.9	21.3	18.0	84.6	35.8	18.6	27.0	5.9	4.8
华润燃气	1193	60,493	12/2017	18.0	15.5	13.8	16.2	16.1	12.2	14.1	3.4	3.0
新奥能源	2688	62,416	12/2017	24.6	15.4	13.6	5.9	60.1	13.2	34.6	3.5	3.0
港华燃气	1083	15,228	12/2017	15.2	12.8	11.7	19.1	18.6	9.8	14.1	1.1	1.0
平均:				23.0	18.3	16.5				19.0	3.6	3.0

注: 表内财务指标为彭博预测数据

资料来源: Bloomberg, 安信国际

6. 投资建议

给予“买入”评级，目标价 **30.00 港元**。我们预计公司 2018-2020E 的 EPS 分别为 1.23 港元、1.51 港元和 1.69 港元，未来 3 年核心净利润复合增长率为 23%。考虑到国内天然气行业景气度持续回升，且公司净利润增速远超同业可比公司，我们给予“买入”评级，将目标价定为 30.00 港元，对应 FY2018 及 FY2019 的 P/E 分别为 24x 和 20x，较现价有 22% 提升空间。

7. 风险提示

- i) 煤改气接驳数量不及预期
- ii) 政府补贴延迟
- iii) 施工成本超预期

附表：财务报表预测

单位：百万港元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
利润表					
主营业务收入	29,497	31,993	43,550	53,872	62,621
- 管道天然气销售	12,996	13,779	17,594	22,023	26,830
- 燃气接驳收入	4,794	5,748	8,477	10,405	11,814
- 液化石油气销售	11,349	11,655	13,663	15,486	16,512
- 增值服务	358	812	3,815	5,958	7,465
主营业务成本	(22,283)	(23,616)	(31,803)	(39,408)	(46,107)
毛利	7,214	8,377	11,747	14,464	16,514
其他业务收入	417	376	566	700	751
销售费用	(1,088)	(1,229)	(1,655)	(2,047)	(2,380)
管理费用	(1,561)	(1,675)	(2,265)	(2,801)	(3,256)
营业利润	4,982	5,848	8,394	10,316	11,629
其他收益及损失	(959)	(215)	-	-	-
联营及合资公司业绩	383	904	995	1,094	1,149
财务费用	(689)	(636)	(699)	(763)	(825)
税前利润	3,718	5,902	8,689	10,647	11,953
所得税	(984)	(1,208)	(1,738)	(2,129)	(2,391)
少数股东权益	(460)	(547)	(834)	(1,022)	(1,147)
净利润	2,273	4,148	6,117	7,495	8,415
核心净利润	3,716	4,475	6,117	7,495	8,415
总股数	4,910	4,969	4,969	4,969	4,969
EPS	0.76	0.90	1.23	1.51	1.69
EBIT	4,982	5,848	8,394	10,316	11,629
EBITDA	5,895	6,808	9,527	11,526	12,933
同比 (%)					
营业收入	-7%	8%	36%	24%	16%
毛利	12%	16%	40%	23%	14%
营业利润	12%	17%	44%	23%	13%
税前利润	-23%	59%	47%	23%	12%
核心净利润	12%	20%	37%	23%	12%
现金流量表					
税前利润	3,718	5,902	8,689	10,647	11,953
折旧和摊销	913	960	1,133	1,210	1,304
营运资本变动	1,351	(261)	(336)	(565)	(939)
其他	(120)	(2,485)	(2,033)	(2,460)	(2,714)
经营性现金净流量	5,862	4,116	7,453	8,832	9,604
资本开支	(4,114)	(4,579)	(3,000)	(3,500)	(3,500)
其他	113	467	(411)	(550)	(616)
投资性现金净流量	(4,001)	(4,112)	(3,411)	(4,050)	(4,116)
新发股份	(1)	1	-	-	-
支付股息	(942)	(954)	(1,242)	(1,835)	(2,249)
新增债务	1,598	1,284	5,636	5,417	5,688
利息支出	(624)	(668)	(699)	(763)	(825)
其他	(1,358)	(183)	-	-	-
融资性现金净流量	(1,327)	(520)	3,695	2,819	2,614
净现金流	534	(516)	7,736	7,600	8,101
汇兑损益	(265)	(256)	-	-	-
期初现金余额	5,228	5,497	4,725	12,461	20,062
期末现金余额	5,497	4,725	12,461	20,062	28,163
FCFF	1,748	(463)	4,453	5,332	6,104
FCFE	2,722	153	9,390	9,986	10,966

(续下页...)

附表：财务报表预测 (续)

单位：百万港元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
资产负债表					
现金	5,497	4,725	12,461	20,062	28,163
应收账款	5,094	6,067	7,240	8,323	9,419
存货	1,213	1,679	2,208	2,609	3,027
其他流动资产	1,843	2,892	3,329	3,854	4,496
流动资产合计	13,647	15,363	25,239	34,847	45,105
固定资产	22,850	25,783	27,752	30,142	32,436
无形资产	5,540	6,358	6,256	6,156	6,058
长期投资	8,903	9,578	10,573	11,667	12,816
其他长期资产	2,593	2,905	3,316	3,867	4,483
非流动资产合计	39,886	44,624	47,897	51,831	55,792
总资产合计	53,533	59,987	73,136	86,678	100,897
应付账款	8,549	9,650	11,022	12,185	13,174
短期借款	10,324	10,873	13,164	15,602	18,161
其他流动负债	930	2,056	2,487	2,767	2,996
流动负债合计	19,803	22,579	26,673	30,554	34,331
长期借款	12,010	12,745	16,090	19,069	22,197
递延税及递延收入	756	735	735	735	735
非流动负债合计	12,766	13,480	16,825	19,804	22,932
负债合计	32,569	36,059	43,498	50,358	57,264
股本	49	50	50	50	50
储备	17,803	20,501	25,376	31,036	37,202
少数股东权益	3,112	3,377	4,211	5,233	6,381
所有者权益合计	20,964	23,928	29,637	36,320	43,633
负债及所有者权益合计	53,533	59,987	73,136	86,678	100,897
主要财务比率					
P/E (x)	31.8	26.7	19.5	15.9	14.2
P/B (x)	6.6	5.8	4.7	3.8	3.2
Dividend yield (%)	0.8	0.8	1.0	1.5	1.9
EV/EBITDA (x)	23.8	20.6	14.7	12.2	10.9
EV/EBIT (x)	28.2	24.0	16.7	13.6	12.1
Gross margin (%)	24.5	26.2	27.0	26.8	26.4
Pre-tax profit margin (%)	12.6	18.4	20.0	19.8	19.1
Net margin (%)	12.6	14.0	14.0	13.9	13.4
SG&A/sales (%)	9.0	9.1	9.0	9.0	9.0
Effective tax rate (%)	26.5	20.5	20.0	20.0	20.0
ROE (%)	20.5	23.3	26.6	26.5	24.6
ROA (%)	7.1	7.9	9.2	9.4	9.0
Current ratio (x)	0.7	0.7	0.9	1.1	1.3
Stock turnover days (s)	19.5	22.0	22.0	22.0	22.0
A/R turnover days (s)	63.6	62.8	55.0	52.0	51.0
A/P turnover days (s)	125.0	138.7	117.0	106.0	99.0
Interest coverage (x)	7.2	9.2	12.0	13.5	14.1
Net debt/ (cash) to equity (%)	80.3	79.0	56.7	40.2	28.0
Total asset to equity ratio (x)	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3
Dividend payout ratio (%)	28.9	25.4	27.8	30.0	30.0

资料来源：公司资料，安信国际

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。安信国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。安信国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010