

买入

需求持续，市场化改革将加速推进

天然气行业

2019-12-09 星期一

## 投资要点

### 我国天然气消费仍将保持较快增长：

能源消费结构清洁化转型为促进我国天然气消费持续增长的根本原因。2018 年我国天然气在一次能源消费中占比约 7.8%，远低于全球同期约 24% 的平均水平。据《中国天然气发展报告（2019）》预计，2019 年我国天然气表观消费量将达 3,100 亿立方米左右，同比增长约 10%；2050 年前我国天然气消费将保持增长趋势。

### 对外依存度持续上升，利好 LNG 产业链：

2018 年，我国天然气产量为 1,602.7 亿立方米，较 2017 年同期增长 8%，而天然气消费量为 2,830 亿立方米，同比增速达 18%，远高于产量增速，形成我国天然气对外依存度日益攀升的局面。进口 LNG 为我国天然气进口的主要形式。据国家发改委规划，预计 LNG 接收能力将由 2019 年底的 7,987 万吨增至 2025 年的 1 亿吨，利好 LNG 产业链发展。

### 中俄东线如期投产，东北地区资源供应将先受益：

2019 年 12 月 2 日，中俄东线北段天然气管道正式投产通气，其将大幅提升东北地区资源供应能力并成为东北地区的主供气源。待中段、南段全线贯通后，预计未来 30 年内将向沿线地区提供总量超过 1 万亿立方米的天然气，大幅提高东北、环渤海、长三角地区的资源供应能力。

### 国家油气管网公司正式挂牌，将加速天然气市场化改革：

2019 年 12 月 9 日，国家油气管网公司正式挂牌，未来将以“管住中间，放开两头”为改革目标，促进天然气行业上游供气环节及下游销气环节的市场化竞争，长期来看，国家管网公司的成立有助于城燃公司实现气源多样化并降低购气成本。

### 投资策略及重点推荐公司：

从天然气行业发展趋势分析来看，天然气需求的增长是带动整个行业产业链发展的关键因素，而城镇燃气消费占据天然气需求约 70% 份额。未来我国天然气价格将逐步实现市场化，天然气交易价格将由供需双方协商确定，在资源供应宽松和多元化的格局下将会迫使高价气退出市场，从而利好下游城市分销商。以此为着眼点，我们持续看好具有资源优势、气源议价能力的核心城市燃气供应商以及受益 LNG 高速增长的 LNG 产业链公司。

核心城市燃气运营商：新奥能源（2688.HK）/华润燃气（1193.HK）/中国燃气（384.HK）；LNG 产业链公司：昆仑能源（135.HK）/新天绿色能源（956.HK）。

## 相关报告

新奥能源（2688.HK）-深度报告-20190617

昆仑能源（135.HK）-深度报告-20191120

新天绿色能源（956.HK）-更新报告

-20191127

## 国元国际研究部

姓名：段静娴

SFC: BLO863

电话：0755-21519166

Email: duanjx@gzq.com.hk

## 目录

<b>1.未来天然气消费仍将保持较快增长</b> .....	<b>4</b>
1.1 我国天然气在一次能源消费中占比远低于世界平均水平.....	4
1.2 能源消费结构清洁化转型促进天然气消费.....	5
1.3 环保政策趋严及煤改气驱动天然气消费快速增长.....	6
<b>2.对外依存度持续上升，LNG 产业链将受益</b> .....	<b>7</b>
2.1 2018 年中国成为全球第一大天然气进口国.....	7
2.2 LNG 为近年来天然气进口的主要形式.....	8
2.3 LNG 接收站和储气库迎来黄金发展期.....	10
<b>3.中俄东线如期投产，东北地区资源供应先受益</b> .....	<b>11</b>
<b>4.国家油气管网公司正式挂牌，将加速天然气市场化改革</b> .....	<b>14</b>
4.1 国家油气管网公司成立过程.....	14
4.2 有利于推动我国天然气价格市场化改革.....	15
4.3 有利于天然气管网建设及终端需求增长.....	17
<b>5.投资策略及重点推荐公司</b> .....	<b>18</b>
5.1 新奥能源 (2688.HK) .....	19
5.2 华润燃气 (1193.HK) .....	20
5.3 中国燃气 (384.HK) .....	21
5.4 昆仑能源 (135.HK) .....	22
5.5 新天绿色能源 (956.HK) .....	23
<b>行业估值</b> .....	<b>24</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图目录

图 1: 2014-2018 我国能源消费结构.....	4
图 2: 2018 年世界主要国家天然气占一次性能源总消耗量比例.....	4
图 3: 中国“十三五”能源消费结构目标.....	5
图 4: 2000-2018 年中国天然气消费量及同比增速.....	6
图 5: 我国天然气产销量（十亿立方米）及同比增速（%）.....	7
图 6: 我国天然气进口数量（左轴 亿立方米）及对外依存度（右轴 %）.....	8
图 7: 我国 2010-2019 年 8 月各月进口天然气结构.....	8
图 8: 2010 年以来我国 LNG 和 PNG 进口月度数据（单位：万吨）.....	9
图 9: 中俄东线天然气管道示意图.....	12
图 10: 2018 年东北地区天然气资源构成.....	13
图 11: 天然气行业重点推荐公司.....	18

## 表目录

表 1: 中国“十三五”天然气行业发展主要指标.....	5
表 2: 2017 年以来“煤改气”相关政策.....	6
表 3: 管道天然气（PNG）和液化天然气（LNG）对比.....	9
表 4: 2019 年最新国内已投产 LNG 接收站清单.....	10
表 5: 中俄东线跨世纪合作历程.....	11
表 6: 中俄东线各段管道工程主要指标.....	13
表 7: 国家油气管网公司筹备过程.....	14
表 8: 我国天然气定价相关政策.....	16
表 9: 新奥能源（2688.HK）主要财务指标预测.....	19
表 10: 华润燃气（1193.HK）主要财务指标预测.....	20
表 11: 中国燃气（384.HK）主要财务指标预测.....	21
表 12: 昆仑能源（135.HK）主要财务指标预测.....	22
表 13: 新天绿色能源（956.HK）主要财务指标预测.....	23
表 14: 港股天然气行业估值.....	24

## 1. 未来天然气消费仍将保持较快增长

### 1.1 我国天然气在一次能源消费中占比远低于世界平均水平

近年来我国能源结构“气化”进程明显加快，正随着世界的脚步步入以气为主的能源结构调整新阶段。以煤炭为代表的我国传统能源的消费占比正逐年下降，由 2014 年的 65.6% 下降至 2018 年的 59.0%。相对应的，作为清洁能源的天然气在我国一次能源消费结构中占比已由 2014 年的 5.7% 上升至 2018 年的 7.8%。

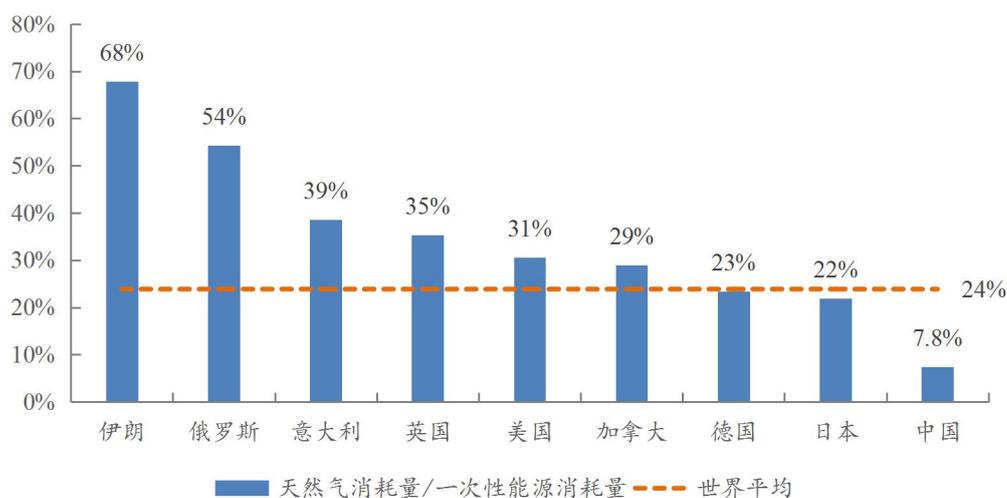
图 1：2014-2018 我国能源消费结构



资料来源：国家统计局、国元国际

然而，2019 年公布的 BP 世界能源统计年鉴显示，天然气消费在全球一次性能源消费中平均占比早已达到 24%，西方发达国家的天然气占一次性能源总消耗量比例更是高达 30% 以上，但我国 2018 年该占比仅为 7.8%，远低于世界平均水平。

图 2：2018 年世界主要国家天然气占一次性能源总消耗量比例

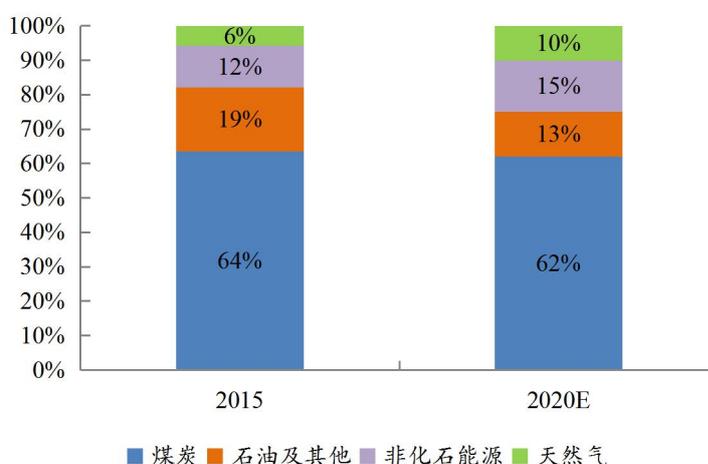


资料来源：2019 年 BP 世界能源统计年鉴，国元国际

## 1.2 能源消费结构清洁化转型促进天然气消费

国家发改能源〔2017〕1217号文件《关于加快推进天然气利用的意见》指出：**到 2020 年，天然气在一次能源消费结构中的占比力争达到 10%左右，到 2030 年，力争将天然气在一次能源中的占比提高到 15%左右。**2018 年全国天然气消费量在一次能源中占比仅约 8%，如果到 2020 年要提高到 10%，则意味着届时天然气的消费量达 4,000 亿立方米，占比若要达到 15%，对应的消费量将到 7000 亿立方米，未来天然气发展空间巨大。

图 3：中国“十三五”能源消费结构目标



资料来源：能源局，发改委，国元国际

国家天然气发展“十三五”规划提出，“十三五”期间，新建天然气主干及配套管道 4 万公里，2020 年总里程达到 10.4 万公里，干线输气能力超过 4,000 亿立方米/年；地下储气库累计形成工作气量 148 亿立方米，实现 2020 年国内天然气综合保供能力达到 3,600 亿立方米以上。

表 1：中国“十三五”天然气行业发展主要指标

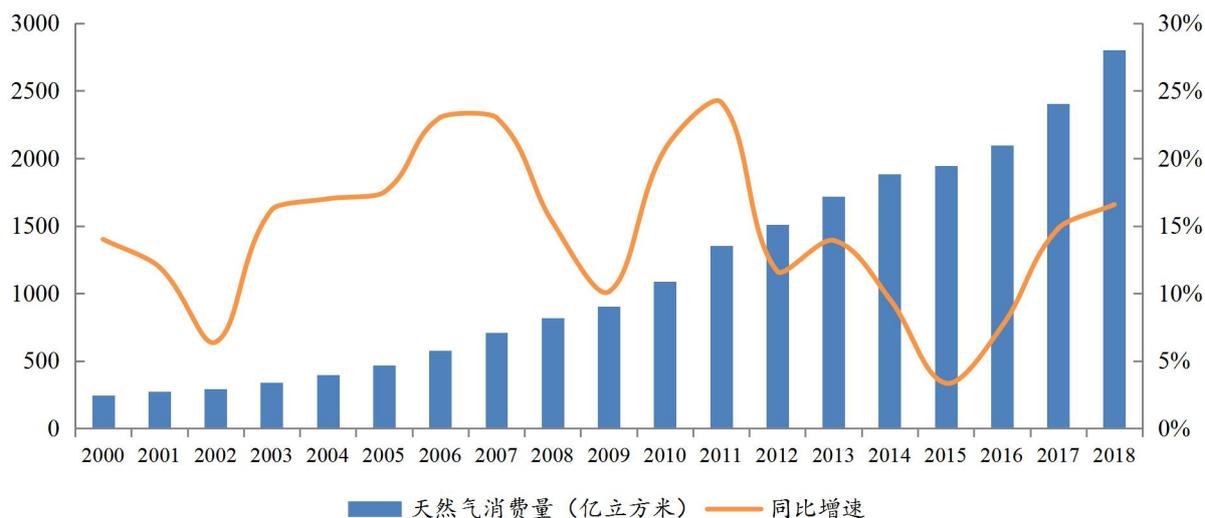
指标	2015 年	2020 年	年均增速
累计探明储量（常规气，万亿方）	13	16	4.30%
产量（亿方/年）	1350	2070	8.90%
天然气占一次能源消费比例（%）	5.9	8.3-10	
气化人口（亿人）	3.3	4.7	10.30%
城镇人口天然气气化率（%）	42.8	57	
管道里程（万公里）	6.4	10.4	10.20%
管道一次运输能力（亿立方米）	2800	4000	7.40%
地下储气库工作气量（亿立方米）	55	148	21.90%

资料来源：能源局，发改委，国元国际

### 1.3 环保政策趋严及煤改气驱动天然气消费快速增长

2000-2018 年，我国天然气消费量快速提升，18 年间消费量复合增长率达 14.45%，2007 年达到增速峰值 23.84%。受“大气污染防治”+“煤改气”驱动，2018 年天然气消费量达到 2,803 亿立方米，增速高达 18%。

图 4：2000-2018 年中国天然气消费量及同比增速



资料来源：BP，发改委，国元国际

2013 年，国务院出台《大气污染防治行动计划》，确定未来五年空气质量改善的目标。2017 年春，政府针对京津冀及周边 26 城出台一系列政策措施，煤改气需求加速释放。2018 年 6 月，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，治理环境污染的决心更为坚定。

表 2：2017 年以来“煤改气”相关政策（转下页）

时间	机构	政策	主要内容
2017.1	国家能源局	《能源发展“十三五”规划》	东北地区为重点，推进重点城市“煤改气”工程，增加用气 450 亿立方米，替代燃煤锅炉 18.9 万蒸吨。
2017.1	国务院	《“十三五”节能减排综合工作方案》	实施京津冀、长三角、珠三角等区域“煤改气”和“煤改电”工程，扩大城市禁煤区范围，新增“煤改气”工程用气 450 亿立方米以上，替代燃煤锅炉 18.9 万蒸吨。
2017.3	环保部	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	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，北京、天津、廊坊、保定市 10 月底前完成“禁煤区”建设任务。传输通道其他城市于 10 月底前，每个城市完成 5-10 万户以气代煤或以电代煤工程。
2017.5	财政部、住房城乡建设部、环境保护部、国家能源局	《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》	试点示范期 3 年，中央财政奖补资金标准根据城市规模分档确定，每年直辖市安排 10 亿元，省会城市安排 7 亿元，地级城市安排 5 亿元。

2017.8	国家发改委等	《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	10 月底前，“2+26”城市完成“煤改气”、“煤改电”用户 300 万户以上；北京、天津、廊坊、保定 10 月底前完成“禁煤区”建设，散煤彻底“清零”。“2+26”城市、多行业自 11 月 15 日起，全面开始执行采暖季“停工令”。
2017.12	国家发改委等	《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021）》	2019 年北方地区清洁取暖率达到 50%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）7400 万吨。2021 年北方地区清洁取暖率达到 70%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）1.5 亿吨。力争 5 年时间左右，基本实现雾霾严重化城市地区的散煤供暖清洁化。
2017.12	国家能源局	《国家能源局综合司关于做好 2017-2018 年采暖季清洁供暖工作的通知》	督促各级供气企业、城镇燃气公司与上游供气商签订“煤改气”供气协议，有序推进“煤改气”。
2018.5	山西省政府	《山西省大气污染防治 2018 年行动计划》	计划 2018 年 10 月底前 11 个设区市城市建成区清洁取暖覆盖率 100%，基本淘汰 35 蒸吨/小时及以下除热电联产以外的燃煤锅炉。
2018.7	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	要求 2020 年采暖季前，在保障能源供应的前提下，京津冀及周边地区，汾渭平原的平原地区基本完成生活和冬季取暖散煤替代。
2018.7	河北省政府	《河北省 2018 年冬季清洁取暖工作方案》	计划农村地区完成气（电）代煤 180.2 万户，其中电代煤 31.9 万户，气代煤 145.1 万户，新型取暖约 3.2 万户。

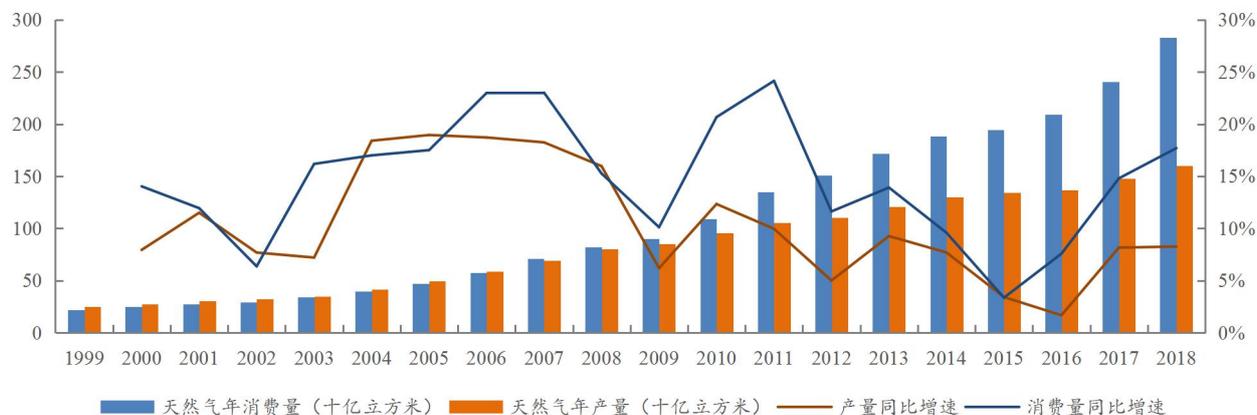
资料来源：政府网站、国元国际

## 2. 对外依存度持续上升，LNG 产业链将受益

### 2.1 2018 年中国成为全球第一大天然气进口国

2007 年，我国天然气消费量 710.8 亿立方米，首次超过同期国内天然气产量，国内天然气产量已不能满足消费需求，这部分需求缺口开始依靠进口天然气来补足，我国开始转换为天然气进口国。

图 5：我国天然气产销量（十亿立方米）及同比增速（%）

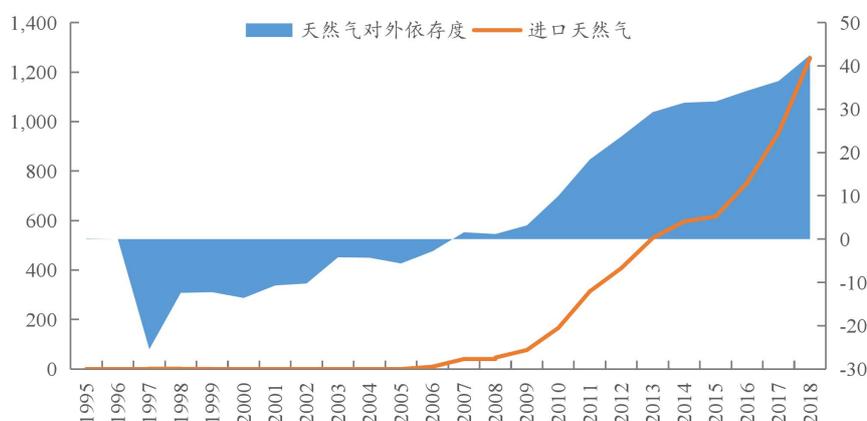


资料来源：wind、国元国际

2018 年，我国天然气产量 1,602.7 亿立方米，较 2017 年同期增长 8%，而天然气消费量高出同期产量近 77%，达 2,830 亿立方米，同比增速为 18%，远高于产量增速，形成了我国天然气对外依存度日益攀升的局面。同年我国首次超越日本成为世界头号天然气进口国。

此外，根据国际能源署发布的《天然气市场报告 2018》，预计至 2023 年底我国天然气进口量或将达到 1,710 亿立方米，较 2018 年底的 1,256.8 亿立方米有约 36% 的增长空间。即短期来看，我国天然气进口量将持续增长，预计 2018-2023 年我国天然气进口年均复合增速约 6.4%。

图 6：我国天然气进口数量（左轴 亿立方米）及对外依存度（右轴 %）

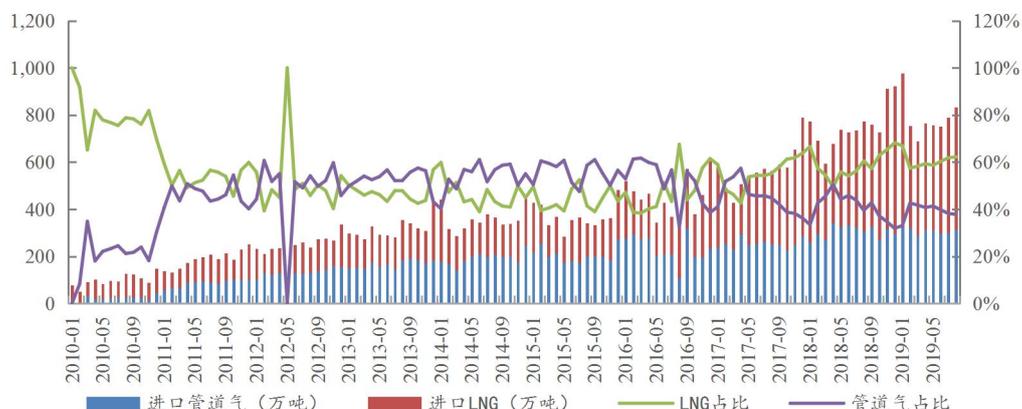


资料来源：wind、国元国际

## 2.2 LNG 为近年来天然气进口的主要形式

2018 年起，LNG 占总进口量比例首次达到 60%，成为天然气进口的主要形式。2019 年 1-10 月，我国进口 LNG 数量达 4760.3 万吨，占进口总量的 61.3%。

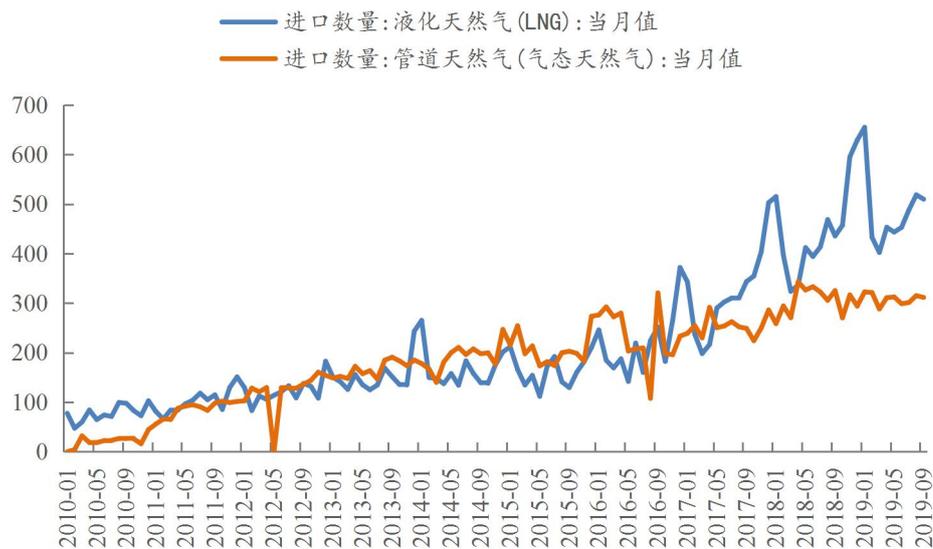
图 7：我国 2010-2019 年 8 月各月进口天然气结构



资料来源：wind、国元国际

目前，我国天然气进口主要以管道天然气（PNG）与液化天然气（LNG）两种形式为主。由于冬季供暖需求旺盛，我国天然气进口量呈现明显的季节性波动特征。纵观 2010 年至今我国 PNG 和 LNG 进口量月度数据可以发现，2017 年起 LNG 进口量超越 PNG，且表现出更强的季节弹性。

**图 8：2010 年以来我国 LNG 和 PNG 进口月度数据（单位：万吨）**



资料来源：海关总署，国元国际

其主要原因在于，PNG 产能主要依赖于长输管道的工程建设，且通常以长约形式交易，全年供给稳定，但无法在短期内实现产能与供给的大幅提升，更无法解决我国供暖季复杂的燃气短缺问题。因此，以现货形式交易、可用车辆运输的 LNG 便成为近年来我国天然气进口的主要形式，LNG 接收站更是肩负着我国供暖季重要的储备调峰作用。

**表 3：管道天然气（PNG）和液化天然气（LNG）对比**

对比项目	管道天然气（PNG）	液化天然气（LNG）
交易形式	通常以长约形式	现货交易
供应连续性	受管网自身限制，不能保证供应的连续	有针对性地供应，连续稳定
压力的稳定性	受管网自身限制，无法调整使用量和压力，使用压力受到限制，自身不受控制	不受外界影响，随时可以根据使用情况调整用量和使用压力，压力稳定

资料来源：国元国际

## 2.3 LNG 接收站和储气库迎来黄金发展期

预计至 2019 年底，我国已建成投产的 LNG 接收站总接收能力达 7,987 万吨/年。近几年“三桶油”之外的上市公司纷纷尝试进入 LNG 进口市场，签订 LNG 长协合同并建设配套 LNG 接收站。据国家发改委规划，LNG 接收能力预计在 2025 年前达到 1 亿吨，据此预测，累计投资将超过 500 亿元。

表 4：2019 年最新国内已投产 LNG 接收站清单（转下页）

公司	接收站名称	储罐容量 (万方)	处理能力 (万吨/年)	投产时间	2020		2021		备注
					储罐容量 (万方)	处理能力 (万吨/年)	储罐容量 (万方)	处理能力 (万吨/年)	
中海油	天津浮式 LNG	22	220	2013.12	22	220	102	600	二期建造中 (2021 年投产)
	上海洋山港 LNG	48	300	2009.11	88	220	88	220	二期建造中 (2020 年投产)
	浙江宁波 LNG	48	300	2012.09	48	300	96	600	二期建造中 (2021 年投产)
	福建莆田 LNG	96	630	2009.02	96	630	96	630	-
	广东粤东 LNG	48	200	2017.05	48	200	48	200	-
	广东大鹏 LNG	64	680	2006.09	64	680	64	680	-
	深圳迭福 LNG	64	400	2018.08	64	400	64	400	-
	广东珠海 LNG	48	350	2013.10	48	350	48	350	-
	广西防城港 LNG	6	60	2019.01	6	60	6	60	-
	海南洋浦 LNG	32	300	2014.08	32	300	32	300	-
中石油	大连 LNG	48	600	2011.11	48	600	48	600	-
	唐山 LNG	64	650	2013.11	64	650	128	1000	三期建造中 (2020 年底投 产)
	如东 LNG	68	650	2011.05	68	650	108	1000	三期建造中 (2021 冬季投 产)
	海南澄迈 LNG	20	132	2014.08	20	132	20	132	-
中石化	天津 LNG	64	600	2018.02	64	600	174	1080	二期建造中 (2021 年 12 月投 产)
	青岛 LNG	96	600	2014.12	96	600	96	600	-
	北海 LNG	64	600	2016.04	64	600	64	600	-
广汇能源	江苏南通启东 LNG	26	115	2017.06	42	300	42	300	三期建造中 (2019 年底投 产)

申能集团	上海五号沟 LNG	32	150	2000.04	12	150	12	150	-
新奥能源	舟山 LNG	32	300	2018.10	32	300	64	500	二期建设中 (2021 年投产)
九丰公司	东莞九丰 LNG	16	150	2012.06	16	150	16	150	-
合计			7,987			8,092		10,152	

资料来源：公开资料、国元国际

接收站销售模式分液态销售和气态销售，液态销售模式下，通过槽车销售给终端用户，为市场化价格。而气态销售而是通过气化后进入管道输送至各门站，价格受国家发改委管控。未来天然气市场化改革，管道气门站价格通过市场化机制向下游传导，有利于 LNG 加工厂气态销售部分盈利提升。

根据 2018 年 4 月《关于加快储气设施和完善储气调峰辅助服务市场机制的意见》，城镇燃气企业要建立天然气储备，到 2020 年形成不低于其年用气量 5% 的储气能力，各地区到 2020 年形成不低于保障本行政区域 3 天日均消费量的储气能力。根据调研数据，100 万人口的城市每年 1000-3000 立方米储气能力便足够周转。由于小型储罐生产周期短，目前城燃商采购多以 100-300 立方米储气罐为主。预计到 2022 年储气罐（不含 LNG 接收站、液化工厂）市场规模可达 100-150 亿元。

### 3. 中俄东线如期投产，东北地区资源供应先受益

2019 年 12 月 2 日，中俄合作的世纪工程——中俄东线天然气管道正式投产通气。中俄东线天然气管道起自俄罗斯东西伯利亚，由布拉戈维申斯克进入我国黑龙江省黑河。俄罗斯境内管道全长约 3,000 公里，我国境内段新建管道 3,371 公里，利用已建管道 1,740 公里。在我国境内，管道途经黑龙江、吉林、内蒙古、辽宁、河北、天津、山东、江苏、上海 9 个省区市。

表 5：中俄东线跨世纪合作历程（转下页）

时间	合作进度
1994 年	中俄签订天然气管道修建备忘录。
1999 年	俄天然气集团与中国石油达成意向性的天然气出口协议。
2006 年 3 月	中俄签署供气谅解备忘录，俄承诺修建东西两条天然气管道，计划从 2011 年起的 30 年内，每年向中国出口 600 亿-800 亿立方米天然气。
2008 年	中俄建立副总理级常规天然气谈判机制。
2009 年 6 月	中俄签署《关于中俄天然气领域合作的谅解备忘录》，同年 10 月，签署协议，拟从 2014 年或 2015 年起，俄罗斯对华输送天然气 700 亿立方米。
2011 年 10 月	中俄总理第十六次会晤，天然气价格未能达成一致。

2012 年 6 月	俄罗斯总统普京访华，中俄油气谈判重启。
2012 年 12 月	俄气和中国石油商定就互惠决策开展对话。
2013 年 3 月	习近平主席访俄，中国石油和俄气签署初步共识协议。
2013 年 10 月	俄气称与中国石油商定对华供气的定价公式，双方或在年底签署供气合同。
2014 年 5 月	中俄签署《中俄东线供气购销合同》，双方商定，从 2018 年起，俄罗斯开始通过中俄东线天然气管道向中国供气，输气量逐年增长，最终达到 380 亿立方米，累计 30 年。
2014 年 9 月	中俄东线天然气管道的气源管道——俄罗斯“西伯利亚力量”天然气管道举行开工仪式，并计划于 2015 年完成长约 50 千米的管道建设。
2015 年 6 月	中俄东线天然气管道开工建设。
2016 年 10 月 27 日	中俄东线天然气管道工程试验段一期开工。
2017 年 7 月 16 日	试验段二期打火开焊。
2017 年 12 月 13 日	中俄东线黑河—长岭段 11 个点段同时打火开焊，中俄东线北段全面加快施工。
2019 年 4 月 30 日	中俄东线北段定向钻穿越工程全部完成。
2019 年 10 月 16 日	中俄东线北段全线贯通。
2019 年 12 月	中俄东线天然气管道开始由俄罗斯向中国输气。

资料来源：公开资料、国元国际

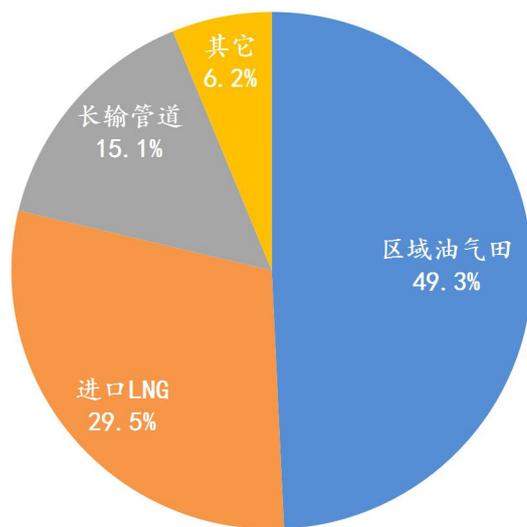
图 9：中俄东线天然气管道示意图



资料来源：公开资料

本次投产通气的北段工程，将首先供应东北地区，推动当地气化进程，改变供气格局。2018 年东北地区天然气市场消费量为 146 亿立方米，占一次能源消费总量的 4.7%，远低于全国 7.8% 的平均水平，天然气气化程度较低。其中区域内油田供应占比为 49.3%，长输管道供应占比仅为 15.1%。

图 10：2018 年东北地区天然气资源构成



资料来源：中国石油报、国元国际

中俄东线投产后，当输气量达到 380 亿立方米/年时，预计其中供应东北地区的气量约 135 亿-150 亿立方米/年，与其 2018 年市场消费总量基本相当，将大幅提升东北地区资源供应能力，成为东北地区的主供气源。

待中段、南段全线贯通后，这条联通俄罗斯西伯利亚与中国长三角地区的天然气管道将与我国现有区域输气管网互联互通，预计未来 30 年内将向沿线地区提供总量超过 1 万亿立方米的天然气，大幅提高东北、环渤海、长三角地区的资源供应能力。

表 6：中俄东线各段管道工程主要指标

管道	长度 (千米)	设计输量 (亿方/年)	预计投产时间
黑河-长岭 (北段)	1,067	380	2019 年 12 月
长岭-永清 (中段)	1,110	230	2020 年 10 月
永清-上海 (南段)	1,194	189	2023 年 10 月

资料来源：公开资料、国元国际

## 4. 国家油气管网公司正式挂牌，将加速天然气市场化改革

### 4.1 国家油气管网公司成立过程

2019 年 12 月 9 日，国家石油天然气管网集团有限公司在北京正式挂牌成立，标志着深化油气体制改革迈出关键一步。

早在 2013 年，“油气管网独立”就已经开始酝酿。当年国务院发展研究中心课题组的“383 方案”首次提出将管网业务从油气企业中分离出来。

2017 年 5 月，国务院印发《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，明确要求“完善油气管网公平接入机制，油气干线管道、省内和省际管网均向第三方市场主体公平开放”。同期，为贯彻落实《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》和《能源生产和消费革命战略（2016-2030）》要求，国家发改委、能源局联合发布《中长期油气管网规划》，明确指出“到 2025 年，油气管网规模达到 24 万公里，其中原油、成品油、天然气管道里程分别为 3.7 万公里、4 万公里、16.3 万公里”。

2019 年 3 月，中央全面深化改革委员会审议通过《石油天然气管网运营机制改革实施意见》，明确要求组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司，推动形成上游油气资源多主体多渠道供应、中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争的油气市场体系。紧随其后，2019 年 5 月国家能源局、发改委等四部门联合印发《油气管网设施公平开放监管办法》，明确提出推动油气管网设施公平开放。

表 7：国家油气管网公司筹备过程（转下页）

时间	文件	内容
2013.11	国务院发展研究中心课题组的“383 方案”	首次提出将管网业务从油气企业中分离出来。
2014.2	国家能源局公布《油气管网设施公平开放监管办法（试行）》	标志油气管网从此进入第三方准入时代。
2016.10	国家发改委发布《天然气管道运输价格管理办法（试行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（试行）》	要求自 2017 年起每年管网都要公布相关成本信息，天然气输配气价改革拉开序幕。
2017.5	中共中央、国务院印发的改革意见《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	指出分步推进国有大型油气企业干线管道独立，实现管输和销售分开。完善油气管网公平接入机制，油气干线管道、省内和省际管网均向第三方市场主体公平开放。
2017.5	国家发改委、能源局联合发布《中长期油气管网规划》	明确指出“到 2025 年，油气管网规模达到 24 万公里里，其中原油、成品油、天然气管道里程分别为 3.7 万公里、4 万公里、16.3 万公里”。

2018.8	国家发改委组织编制的《油气管网设施公平开放监管办法》公开征求意见	该《办法》是为了提高油气管网设施利用效率，促进油气市场多元竞争，保障油气资源安全稳定供应。
2019.3	中央全面深化改革委员会审议通过《石油天然气管网运营机制改革实施意见》	明确要求组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司，推动形成上游油气资源多主体多渠道供应、中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争的油气市场体系。
2019.5	国家能源局、发改委、住房城乡建设部、市场监管总局等四部门联合印发《油气管网设施公平开放监管办法》	《监管办法》正式出台，明确提出推动油气管网设施公平开放。
2019.12.9	国家油气管网公司正式挂牌成立	

资料来源：发改委、国家能源局等政府网站、国元国际

国家油气管网公司成立只是一个开始，包括资产评估划拨、运销协调等工作将陆续推进。根据中石化经济技术研究院《2019 中国能源化工产业发展报告》的预测，新成立的国家管网公司将顺应我国现行国企改革思路，由管资产向管资本转变。首先是三大石油公司将旗下管道资产及员工剥离，并转移至新公司，再按各自管道资产的估值厘定新公司的股权比例；第二，新管网公司获注入资产后，拟引入约 50% 社会资本，包括国家投资基金及民营资本，新资金将用于扩建管网；第三，新管网公司将寻求上市。

## 4.2 有利于推动我国天然气价格市场化改革

我国在天然气定价政策方面经过层层变革，逐渐放开价格管控，走向市场化定价。2005 年底推出的天然气价格改革方案提出建立与可替代能源价格挂钩的动态调整机制，但没有执行。2011 年底推出的天然气价格改革方案也提出建立与可替代能源价格挂钩的动态调整机制，在全国实施后的前三年根据挂钩能源价格的变化对天然气价格做了动态调整，实为成本加成法。

后续至今采取更加市场化的“基准价+浮动幅度”的管理办法。2011 年 12 月在广东广西开展试点，采取了市场净回值定价法，首次实现中心市场门站价格与替代能源价格挂钩。从 2013 年 7 月《关于调整天然气价格的通知》中全国推广市场净回值法中对存量气和增量气区别对待，到后续出台的政策文件中逐步上调非居民存量气价格缩短两气价格差距，最终于 2015 年 4 月实现双气并轨。

**表 8：我国天然气定价相关政策**

时间	机构	政策	概要
2011.12	国家发改委	《关于在广东省、广西自治区开展天然气价格形成机制改革试点的通知》	在广东和广西进行天然气定价采用市场净回值法试点。选取上海市场（中心市场）作为计价基准点，按照可替代能源燃料油和液化石油气 60%和 40%的权重加权算出等热值的可替代能源价格。此价格*0.9 再加上管输费用得到省门站价格。天然气门站及以上价格由国务院价格主管部门管理。门站价格以下销售价格由地方价格主管部门管理，地方可建立天然气上下游价格联动机制并对机制进行听证。
2013.07	国家发改委	《关于调整天然气价格的通知》	2013 年 7 月起，净回值法在全国推广使用，国家对各省天然气门站价格实行最高限价，并将天然气划分为存量气和增量气两部分进行定价管理。存量气为 2012 年实际使用气量，增量气为超出部分。增量气门站价格调整到 2012 年下半年可替代能源（权重 60%燃料油和 40%液化石油气）价格的 85%的水平。存量气门站价适度提高，化肥用气提高 0.25 元/立方米，其他用气提高 0.4 元/立方米。居民用气价格不调整。
2014.09	国家发改委	《关于调整非居民用存量天然气价格的通知》	在保持增量气门站价格不变的前提下，提高非居民用存量天然气门站价格 0.4 元/立方米。方案实施后新增用气城市居民用气门站价格按该省（区、市）调整后的存量气门站价格政策执行。
2014.12	国家发改委	《关于规范天然气发电上网电价管理有关问题的通知》	建立气、电价格联动机制。当天然气价格出现较大变化时，天然气发电上网电价应及时调整，但最高电价不得超过当地燃煤发电上网标杆电价或当地电网企业平均购电价格每千瓦时 0.35 元。有条件的地方要积极采取财政补贴、气价优惠等措施疏导天然气发电价格矛盾。
2015.02	国家发改委	《关于理顺非居民用天然气价格的通知》	自 2015 年 4 月起中国天然气存量与增量气价正式并轨，增量气门站最高门站价格降低 0.44 元/立方米，存量气最高门站价格提高 0.4 元/立方米。理顺非居民用天然气价格，同时试点放开直供用户用气价格。
2015.11	国家发改委	《关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》	非居民用气最高门站价格降低 0.7 元/立方米。同时将非居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理。降低后的最高门站价格水平作为基准门站价格，供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商具体门站价格。
2017.05	国务院	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	强调改革思路为“管住中间、放开两头”。推进非居民用气价格市场化，进一步完善居民用气定价机制，完善油气储备体系，提升油气战略安全保障供应能力；改革油气管网运营机制，提升集约输送和公平服务能力。
2017.09	国家发改委	《关于降低非居民用天然气基准门站价格的通知》	非居民用气价格下调 0.1 元/方，其中管输费下调 0.06-0.07 元/方，增值税税率下调贡献约 0.03-0.04 元/方。
2018.05	国家发改委	《关于理顺居民用气门站价格的通知》	理顺居民用气门站价格，建立反映供求变化的弹性价格机制；推行季节性差价政策，鼓励市场化交易；合理疏导终端销售价格，从紧安排调价幅度；对城乡低收入群体和北方地区农村“煤改气”家庭等给予适当补贴，保障基本民生。

资料来源：国家发改委、国家能源局、国元国际

从天然气种类来看，LNG 已全面放开定价，无论是开采端到销售端，还是销售端到终端用户，都采用市场定价。管道气方面，由于天然气管道的自然垄断特性，国内

管输费和配气费仍由政府掌控。国家管网公司成立后，将以“管住中间，放开两头”为改革目标，促进天然气行业上游供气环节以及下游销气环节的市场化竞争，进一步推进天然气气价的市场化。

### 4.3 有利于天然气管网建设及终端需求增长

长期以来，我国油气管网的建设、运营主要集中于少数大型央企。截至 2018 年底，国内三大石油公司共有油气主干管道 9.6 万公里，中石油、中石化、中海油分别占 63%、31%、6%。同时，全国省级干线管网 2.5 万公里，三大石油公司与其他主体各占 50%。

这种高度集中的状态，不利于管网建设、资源调配、市场保供以及对第三方的开放。虽然有关部门出台了一系列政策，但在产运销一体的机制下，其他市场主体进入天然气市场仍面临众多障碍，管网投资也受到制约，导致建设存在短板。与此同时，管网缺乏统一整体规划和调控机制，三大石油公司管网之间、沿海 LNG 接收站与主干管道之间互联互通程度较低，具备互联互通功能的枢纽站和双向输气功能的管道较少，管网压力不匹配，富余气源和 LNG 接收站不能有效利用。

国家油气管网公司的成立将按照“管住中间、放开两头”的改革思路，三大油气公司全资和控股的干线管网、省级管网以及部分储气库和接收站等资产有望被剥离出来，**实现运销分离、管网独立**。国家油气管网公司唯一收入来源是管输费用，从而真正实现公平开放、提高效率。同时，管网统一规划管理后，将促进互联互通，减少灌输层级过多和加价过高现象，进一步提高供给能力。此外，合理收益下，更多社会资本也将更有动力参与建设管网等天然气基础设施。

国家管网公司的成立，实行运销分离，公平开放，不仅能够让现有国有油气企业的资本支出更集中在勘探及提升产量上，还能够让更多的市场主体进入上游勘探开发，或者利用现有管网、接收站等进口 LNG 甚至管道气，**使得国内供应主体更加多元化，提升天然气供应能力**。终端需求方面，国家管网公司成立后，其他供气商进入终端消费市场的障碍被消除，可以根据自身气源情况扩大销售范围，终端用户也将有更多选择机会，竞争将更加充分。**长期来看，国家管网公司的成立有助于城燃公司实现气源多样化并降低购气成本。**

## 5. 投资策略及重点推荐公司

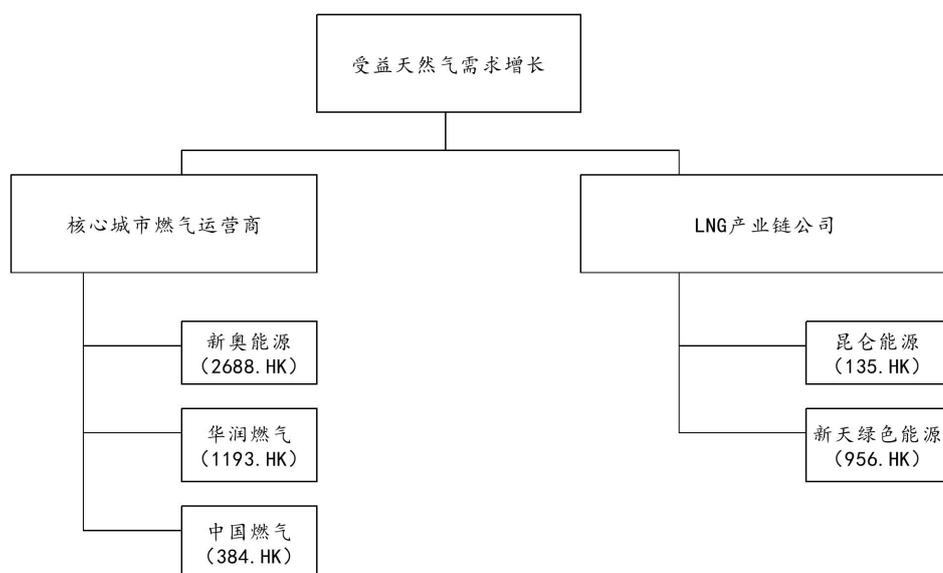
国家发改委最新运行快报显示，2019 年 1-10 月，我国天然气产量 1,422.8 亿立方米，同比增长 10.2%；天然气进口量 1,067.9 亿立方米，同比增长 8.4%；天然气表观消费量 2,462.8 亿立方米，同比增长 9.5%。总体来看，天然气产量保持较高增速，天然气需求保持稳定增长。

目前中国已形成国产常规气、非常规气、煤制气、进口液化天然气、进口管道气等多元化的供气来源和“西气东输、北气南下、海气登陆、就近供应”的多元化供气格局。我们预计 2019 年国内天然气供需整体处于紧平衡状态；2020 年若进口管道气产能与 LNG 接收站产能利用率进一步提升，我们认为供需则会保持相对平衡状态，当然也不排除供暖季出现短时紧张的状况。

据《中国天然气发展报告（2019）》预计，2019 年我国天然气表观消费量将达 3,100 亿立方米左右，同比增长约 10%；2050 年前我国天然气消费将保持增长趋势。

从天然气行业发展趋势分析来看，天然气需求的增长是带动整个行业产业链发展的关键因素，而城镇燃气消费占据天然气需求约 70% 份额。未来我国天然气价格将逐步实现市场化，天然气交易价格将由供需双方协商确定，在资源供应宽松和多元化的格局下将会迫使高价气退出市场，从而利好下游城市分销商。以此为着眼点，我们持续看好具有资源优势、气源议价能力的**核心城市燃气供应商**以及受益 LNG 高速增长的**LNG 产业链公司**。

图 11：天然气行业重点推荐公司



资料来源：国元国际

## 5.1 新奥能源 (2688.HK)

### 中国最大的清洁能源分销商之一:

公司成立于 1993 年,是中国领先的民营清洁能源分销商之一,目前已形成零售天然气、综合能源两大核心业务,逐步向综合能源服务商转型。截至 2019 年 6 月 30 日,公司在中国拥有 201 个城市燃气项目,覆盖合共 19 个省市及自治区,可接驳人口达 9,995 万人。

### 预计 2019 年销气量增长 15-20%, 新增接驳居民户 230 万户:

预计 2019 年零售气增长 15-20%, 2019 年销气毛差 0.58-0.60 元人民币/立方米。预计 2019 年新增 230 万户,其中乡镇煤改气用户 30-50 万户,新开发工商业用户日开口气量 1,800 万立方米。

### 综合能源业务快速发展:

截至 2019 年中期,公司已投运项目 82 个,在建项目 37 个,能源年需求量达 78.97 亿千瓦时,合共装机容量 1,561 兆瓦,新签约项目 106 个,签约规模达 630 亿千瓦时。预计 2019、2020 年综合能源业务收入将分别达人民币 40 亿元及 100 亿元。综合能源业务项目建设期 6-9 个月,投资回收期 7-8 年,IRR 回报率约 12%,毛利率约 10-15%。随着投产项目利用率逐步提高,项目将获得稳定现金流,成为公司利润新的增长点。

**表 9: 新奥能源 (2688.HK) 主要财务指标预测**

人民币百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	48,269	60,698	73,653	89,570	105,715
同比增长	41.5%	25.7%	21.3%	21.6%	18.0%
净利润	2,802	2,818	4,685	5,713	6,690
同比增长	30.3%	0.6%	66.3%	21.9%	17.1%
净利润率	5.8%	4.6%	6.4%	6.4%	6.3%
每股盈利(元)	2.59	2.56	4.04	4.93	5.77
PE@83.25HKD	29.0	29.3	18.6	15.2	13.0
每股股息(港元)	1.08	1.19	1.37	1.67	1.96
股息现价比率	1.3%	1.4%	1.6%	2.0%	2.4%

资料来源:公司资料、国元国际

## 5.2 华润燃气 (1193.HK)

**业务主要位于经济较发达及天然气储量丰富的地区：**

公司主要从事下游城市燃气分销业务，包括管道天然气分销、天然气加气站业务及燃气器具销售。业务主要位于经济较发达和人口密集的地区以及天然气储量丰富的地区。2019 年上半年，公司的城市燃气项目总计 249 个，分布于中国 22 个省份，其中包括 14 个省会城市及 3 个直辖市，覆盖可接驳户数 6,899 万户。

**预计 2019 年销气量同比增长 15%：**

公司 2019 年上半年共销售 140.0 亿立方米天然气，同比增长 13.1%，其中工业销气量 62.8 亿立方米，同比增长 22.6%，占公司总销气量的 44.8%；商业销气量 35.4 亿立方米，同比增长 7.5%，占比 25.3%；民用销气量同比增长 12.8%至 34.2 亿立方米，占比 24.5%。预计 2019 年销气量同比增长 15%，售气毛差 0.59-0.60 元人民币/立方米。

**派息率将逐步提高：**

公司 2014-2018 年派息比率分别为 22.4%、25.9%、30.4%、33.5%和 38.5%，呈逐年提高趋势，预计未来几年公司派息率有望持续提升，2022 年或将达到 50%。

**表 10：华润燃气 (1193.HK) 主要财务指标预测**

港币百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	39,838	51,165	57,392	64,998	73,658
同比增长	21.0%	28.4%	12.2%	13.3%	13.3%
净利润	3,654	4,450	5,050	5,635	6,242
同比增长	11.1%	21.8%	13.5%	11.6%	10.8%
净利润率	9.2%	8.7%	8.8%	8.7%	8.5%
每股盈利(港元)	1.68	2.04	2.30	2.58	2.86
PE@44.6HKD	26.5	21.9	19.4	17.3	15.6
每股股息(港元)	0.55	0.77	0.89	1.03	1.23
股息现价比率	1.2%	1.7%	2.0%	2.3%	2.8%

资料来源：公司资料，Bloomberg

### 5.3 中国燃气 (384.HK)

#### 中国最大的跨区域能源服务企业之一：

截至 2019 年 9 月 30 日，公司在中国 26 个省区市共取得 582 个管道燃气项目，并拥有 17 个天然气长输管道项目、555 座压缩/液化天然气车船加气站、一个煤层气开发项目、100 个液化石油气分销项目，及已建成运营的 75 个多能互补的综合能源供应项目。截至 2019 年 9 月 30 日，公司所有城市燃气项目覆盖的可接驳户数（不含乡镇气代煤项目覆盖户数）已增至 4,403 万户。

#### 预计 2019 年城燃销气量同比增长 25%：

公司 2020 财年上半年共销售天然气 118.4 亿立方米，同比增长 7.8%，其中销售城镇燃气 68.7 亿立方米，同比增长 15.4%，维持全年城燃销气量同比增长 25% 的预期不变。期内城市项目整体毛差为 0.621 元/立方米。上半年公司完成新接驳居民用户 293.4 万户，同比增长 15.8%，其中城市新接驳 171.7 万户，同比增长 21.6%。

#### 显著受益中俄东线北段投产：

中俄东线北段已于 12 月 2 日投产，将大幅提升东北地区资源供应能力，推动当地气化进程。公司在东北三省共有 120 个项目公司，占东北燃气市场份额的一半以上，其中燃气居民用户超过 700 万户，工商业用户 5.8 万户。公司 2018 年在东北地区销气量为 20.4 亿立方米，约占东北市场燃气消费总量的 14%。

表 11：中国燃气 (384.HK) 主要财务指标预测

港币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	52,832	59,386	68,755	82,207	94,578
同比增长	65.1%	12.4%	15.8%	19.6%	15.0%
净利润	6,095	8,224	9,721	11,607	13,051
同比增长	47.0%	34.9%	18.2%	19.4%	12.4%
净利润率	11.5%	13.8%	14.1%	14.1%	13.8%
每股盈利(港元)	1.23	1.63	1.85	2.21	2.47
PE@29.60HKD	24.1	18.2	16.0	13.4	12.0
每股股息(港元)	0.35	0.44	0.534	0.659	0.758
股息现价比率	1.2%	1.5%	1.8%	2.2%	2.6%

资料来源：公司资料, Bloomberg

## 5.4 昆仑能源 (135.HK)

### 中石油旗下天然气终端销售平台：

公司是中国石油天然气股份有限公司控股的国际性能源公司，业务主要包括天然气销售、天然气管道、LNG 加工与储运、原油勘探与生产四大板块，分布于中国 31 个省区市。2018 年，公司销售天然气 220 亿立方米，销售液化石油气 700 万吨，LNG 接收站接卸能力 1,900 万吨。

### 资源优势显著，未来销气量增长可期：

2018 年 10 月，中石油优化调整天然气销售管理体制，将天然气批发销售与终端零售业务实行一体化管理。2019 年上半年，公司销售天然气 126 亿立方米，同比增长 20.3%，其中城燃业务增速达 25.2%，处行业领先。预计未来公司将借助母公司资源优势 and 协同效应，通过并购等多种方式增强终端市场拓展力度，未来销气量增速有望保持行业领先水平。

### LNG 接收站规模优势明显：

目前我国已投产 21 座 LNG 接收站，总产能 7,987 万吨/年，公司旗下 3 座 LNG 接收站总产能占比达 23.8%，仅次于中海油（已建成）的 3,440 万吨/年。此外，公司京唐 LNG 接收站应急调峰工程与江苏 LNG 扩建工程预计分别于 2020 年及 2021 年投产。建成后，公司三座接收站产能将达 2,600 万吨，规模优势进一步扩大，持续抢占国内 LNG 接收市场。

表 12：昆仑能源 (135.HK) 主要财务指标预测

人民币百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	88,706	105,470	121,499	136,812	153,626
同比增长	26.0%	18.9%	15.2%	12.6%	12.3%
净利润	4,760	4,634	6,153	7,145	8,171
同比增长	615%	-3%	32.8%	16.1%	14.4%
净利润率	5.4%	4.4%	5.1%	5.2%	5.3%
每股盈利 (元)	0.59	0.57	0.71	0.83	0.94
PE@6.65HKD	10.2	10.4	8.4	7.3	6.4
每股股息 (元)	0.21	0.23	0.21	0.25	0.28
股息现价比率	3.5%	3.8%	3.6%	4.1%	4.7%

资料来源：公司资料，国元国际

## 5.5 新天绿色能源 (956.HK)

### 未来天然气板块盈利占比将逐步提升：

公司是河北省最大的天然气分销商和风电运营商。2019 年上半年天然气板块税后利润占比达 28%，较去年同期提升 11 个百分点，预计公司未来 2-3 年将加大天然气板块的投资，稳步提升该板块盈利占比，长期来看占比或将升至 50%左右。

### 投资唐山 LNG 接收站及配套外输管线项目，加快开拓燃气业务市场：

近期公司唐山 LNG 接收站及配套曹宝段外输管线项目获国家发改委核准。该项目建成后可将唐山 LNG 项目引入的海外优质 LNG 气源输送至河北省腹地，通过与中俄东线、陕京系统、永唐秦等输气管道实现互联互通，将有利于增强河北省及周边地区天然气供应、储备和应急调峰能力。该项目将进一步提高公司气源多元化水平，有利于公司加快开拓燃气业务市场，提升燃气业务比重。

### A 股发行后流通性有望显著改善：

公司当前股价对应股息率约 6.2%。估值优势明显，安全边际高。目前公司正在 A 股上市排队中并有望于今年底或明年初过会，我们看好公司 A 股发行后，未来流通性的改善及估值的提升。

表 13：新天绿色能源 (956.HK) 主要财务指标预测

人民币百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	7,058	9,975	10,892	12,287	13,882
同比增长	61.0%	41.3%	9.2%	12.8%	13.0%
净利润	940	1,269	1,489	1,712	2,012
同比增长	73.5%	35.0%	17.4%	15.0%	17.5%
净利润率	13.3%	12.7%	13.7%	13.9%	16.0%
每股盈利 (元)	0.25	0.33	0.40	0.46	0.54
PE@2.15HKD	7.7	5.8	4.8	4.2	3.6
每股股息 (元)	0.10	0.13	0.12	0.14	0.16
股息现价比率	5.3%	6.5%	6.2%	7.1%	8.4%

资料来源：公司资料，国元国际

## 行业估值

表 14：港股天然气行业估值

细分板块	代码	公司名称	股价 (2019.12.4)	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
油气开采	857 HK	中国石油	3.54	10780.8	14.8	11.9	10.8	9.7	0.6	0.5	0.5	0.4
	386 HK	中国石化	4.33	6315.2	9.6	8.2	7.9	7.7	0.8	0.6	0.6	0.6
	883 HK	中国海洋石油	11.16	4982.7	9.0	8.0	7.9	7.3	1.1	1.0	1.0	0.9
行业平均					11.1	9.4	8.8	8.2	0.9	0.7	0.7	0.6
城市燃气	3 HK	香港中华煤气	14.74	2494.8	26.8	30.4	28.6	27.2	4.0	3.8	3.7	3.5
	1193 HK	华润燃气	44.60	991.9	21.9	19.2	17.2	15.5	2.9	3.5	3.1	2.8
	135 HK	昆仑能源	6.65	575.8	12.7	8.0	7.2	6.7	1.4	1.1	1.0	0.9
	384 HK	中国燃气	29.60	1544.7	17.1	18.7	15.8	13.2	4.1	4.3	3.5	2.9
	392 HK	北京控股	34.10	430.4	6.9	5.3	5.0	4.6	0.8	0.6	0.5	0.5
	1083 HK	港华燃气	5.24	150.4	13.2	10.2	9.5	8.6	1.0	0.8	0.8	0.7
	2688 HK	新奥能源	83.25	936.9	23.8	16.0	14.0	12.0	3.2	3.3	2.8	2.4
	956 HK	新天绿色能源	2.15	79.9	5.3	5.0	4.5	4.1	0.7	0.6	0.6	0.5
	1600 HK	天伦燃气	7.06	70.6	9.8	6.8	5.5	4.9	1.7	1.5	1.3	1.1
行业平均					15.3	13.3	11.9	10.8	2.2	2.2	1.9	1.7
其他：设备生产	3899 HK	中集安瑞科	4.14	82.9	13.1	7.9	6.7	5.8	1.6	1.0	0.9	0.9
石油化工	934 HK	中石化冠德	3.04	75.6	6.8	5.5	5.3	5.2	0.7	0.6	0.5	0.5
	338 HK	上海石化	2.18	387.1	6.1	9.3	8.6	8.8	1.1	0.7	0.7	0.7
行业平均					8.7	7.6	6.9	6.6	1.2	0.8	0.7	0.7

资料来源：Bloomberg、国元国际

## 风险提示

全球石油天然气市场价格大幅波动

乡镇“煤改气”项目进程不及预期

国产气产量增速不及预期

俄气东线投产延迟

中美贸易摩擦升级带来工业用气需求下降

天然气市场化改革不及预期

## 投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责条款

### 一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但国元国际及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用,不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前,应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求,并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期,国元国际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。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致,相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评估或建议。

国元国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设、信息、观点和数据,向客户以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。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人,是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下,国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此,投资者应当考虑到国元国际及/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。

本报告的版权仅为国元国际所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22楼  
电 话: (852) 3769 6888  
传 真: (852) 3769 6999  
服务热线: 400-888-1313  
公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>