

新奥股份

3Q21 核心利润符合预期，舟山接收站启动注入



陆辰

SAC 执证编号: S0080519060003
SFC CE Ref: BKH244
chen.lu@cicc.com.cn



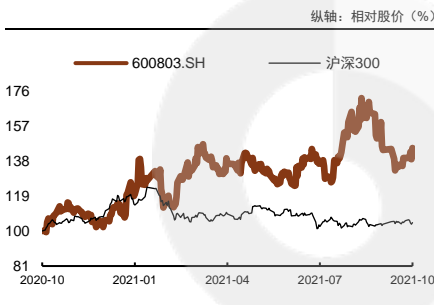
裘孝锋

SAC 执证编号: S0080521010004
SFC CE Ref: BRE717
xiaofeng.qiu@cicc.com.cn

● 维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
600803.SH	→ 跑赢行业	人民币 23.00

股票代码	600803.SH
最新收盘价	人民币 18.41
52 周最高价/最低价	人民币 22.81-12.52
总市值(亿)	人民币 524



(人民币 百万)	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	88,652	88,099	122,486	142,051
增速	550.3%	-0.6%	39.0%	16.0%
归属母公司净利润	2,906	2,107	3,371	4,104
增速	119.9%	-27.5%	60.0%	21.7%
扣非后净利润	2,906	2,107	3,371	4,104
增速	120.9%	-27.5%	60.0%	21.7%
每股净利润	1.02	0.74	1.18	1.44
每股净资产	5.87	2.86	3.87	5.03
每股股利	0.44	0.19	0.28	0.34
每股经营现金流	5.03	4.37	4.94	5.31
市盈率	18.0	24.9	15.5	12.8
市净率	3.1	6.4	4.8	3.7
EV/EBITDA	10.3	12.5	9.4	8.5
股息收益率	1.0%	0.9%	1.5%	1.8%
平均总资产收益率	4.5%	2.0%	2.9%	3.1%
平均净资产收益率	23.0%	17.0%	35.2%	32.4%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

更多作者及其他信息请见文末披露页

● 业绩回顾

3Q21 报告利润超预期

新奥股份(简称: 新奥 A) 公布 1-3Q21 业绩: 实现收入 796.4 亿元, 同比增长 33.8%; 归母净利润 32.1 亿元, 同比增长 156.8%, 超出我们和市场的预期, 主因公司通过多种方法有效对冲了气价上涨对天然气销售业务盈利能力的影响; 核心利润 25.0 亿元, 同比增长 61.3%, 符合我们的预期, 我们预计约 40% 左右的利润贡献来自新奥 A 自营业务。3Q21 核心利润约 9.8 亿元, 同比增长 116%, 环比增长 8%。

1-3Q21 公司累计实现销售气量 265 亿方, 其中零售气量 180.3 亿方, 同比增长 20.0%, 直销气量 26.2 亿方, 同比增长 718.8%, 批发气量 58.0 亿方, 同比基本持平。1-3Q21 公司直销气毛差 0.23 元/方, 同比下滑约 0.01 元/方, 零售气毛差 0.55 元/方, 同比下降 0.06 元/方。

发展趋势

舟山接收站注入正式启动, 清洁能源生态圈进一步完善: 10 月 27 日, 公司公告拟以发行股份并支付现金的方式购买控股股东持有的新奥舟山 90% 股权, 目前新奥舟山交易对价及交易形式暂未完全确定, 据我们测算, 在 2021/22/23 年 LNG 处理量 400/600/800 万吨的情形下, 舟山 LNG 接收站净利润有望达到 6.9/10.1/15.5 亿元; 基于 DCF 估算和可比交易, 在不考虑接收站未来进一步扩建的前提下, 我们保守估计资产价值达 133 亿元。我们认为本次交易有望进一步完善公司天然气产业链一体化布局, 实现更优天然气资源配置, 构建差异化竞争力。

新奥 H 下修全年天然气量与价指引, 但仍好于市场目前悲观预期。 考虑到今年海内外天然气市场特殊形式, 新奥能源管理层下修了 FY21 零售气量增速从 20% 至 18-20%, 并下修了 FY21 售气毛差从 0.56 元/方至 0.52-0.54 元/方区间, 但我们认为新的指引仍好于市场目前的悲观预期, 我们预计新指引有望支撑新奥 A/H 估值同步修复。

盈利预测与估值

维持 2021 年和 2022 年盈利(核心利润) 预测不变。当前股价对应 2021/2022 年 15.5 倍/12.8 倍市盈率。维持跑赢行业评级和 23.00 元目标价, 对应 19.4 倍 2021 年市盈率和 16.0 倍 2022 年市盈率, 较当前股价有 24.9% 的上行空间。

风险

天然气价格大幅波动, 舟山 LNG 注入进度低于预期。



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E
利润表					成长能力				
营业收入	88,652	88,099	122,486	142,051	营业收入	550.3%	-0.6%	39.0%	16.0%
营业成本	73,221	71,782	102,436	119,426	营业利润	556.5%	-0.9%	21.8%	12.7%
税金及附加	540	569	772	852	EBITDA	243.5%	-12.5%	38.9%	14.3%
营业费用	1,321	1,210	1,592	1,847	净利润	119.9%	-27.5%	60.0%	21.7%
管理费用	3,797	3,894	4,654	5,398	扣非后净利润	120.9%	-27.5%	60.0%	21.7%
财务费用	1,390	377	1,197	1,163	盈利能力				
其他	-2,296	-320	-1,056	-1,162	毛利率	16.8%	17.9%	15.7%	15.3%
营业利润	10,679	10,585	12,890	14,527	营业利润率	12.0%	12.0%	10.5%	10.2%
营业外收支	113	-150	-150	-150	EBITDA 利润率	10.2%	9.0%	9.0%	8.9%
利润总额	10,792	10,435	12,740	14,377	净利润率	3.3%	2.4%	2.8%	2.9%
所得税	2,438	2,602	3,185	3,594	扣非后净利润率	3.3%	2.4%	2.8%	2.9%
少数股东损益	5,448	5,726	6,184	6,679	偿债能力				
归属母公司净利润	2,906	2,107	3,371	4,104	流动比率	0.66	0.61	0.65	0.70
扣非后净利润	2,906	2,107	3,371	4,104	速动比率	0.57	0.57	0.60	0.65
EBITDA	9,080	7,946	11,039	12,620	现金比率	0.28	0.25	0.25	0.28
资产负债表					资产负债率	62.4%	67.8%	64.2%	60.3%
货币资金	11,680	12,629	14,099	16,454	净债务资本比率	71.9%	95.4%	57.1%	27.5%
应收账款及票据	4,834	5,800	8,064	9,352	回报率分析				
预付款项	2,084	3,403	4,857	5,662	总资产收益率	4.5%	2.0%	2.9%	3.1%
存货	3,957	1,999	2,852	3,325	净资产收益率	23.0%	17.0%	35.2%	32.4%
其他流动资产	5,172	7,112	7,112	7,112	每股指标				
流动资产合计	27,727	30,943	36,983	41,905	每股净利润 (元)	1.02	0.74	1.18	1.44
固定资产及在建工程	43,392	55,759	62,178	68,245	每股净资产 (元)	5.87	2.86	3.87	5.03
无形资产及其他长期资产	35,044	22,822	24,810	26,780	每股股利 (元)	0.44	0.19	0.28	0.34
非流动资产合计	78,436	78,581	86,987	95,025	每股经营现金流 (元)	5.03	4.37	4.94	5.31
资产合计	106,162	109,524	123,971	136,930	估值分析				
短期借款	11,971	16,687	16,687	16,687	市盈率	18.0	24.9	15.5	12.8
应付账款及票据	10,201	10,221	14,586	17,005	市净率	3.1	6.4	4.8	3.7
其他流动负债	19,533	24,146	25,337	26,056	EV/EBITDA	10.3	12.5	9.4	8.5
流动负债合计	41,705	51,055	56,611	59,748	股息收益率	1.0%	0.9%	1.5%	1.8%
长期借款和应付债券	17,323	15,502	15,332	15,162					
其他非流动负债	7,236	7,695	7,695	7,695					
非流动负债合计	24,558	23,197	23,027	22,857					
负债合计	66,263	74,252	79,638	82,605					
归母所有者权益	16,703	8,132	11,009	14,323					
少数股东权益	23,196	27,140	33,324	40,003					
负债及股东权益合计	106,162	109,524	123,971	136,930					
现金流量表									
净利润	2,906	2,107	3,371	4,104					
折旧和摊销	2,346	2,860	3,285	3,759					
营运资本变动	18,154	-11,070	1,090	571					
其他	-9,096	18,551	6,325	6,680					
经营活动现金流	14,311	12,448	14,072	15,114					
资本开支	-8,911	-6,922	-10,635	-10,635					
其他	890	-287	0	0					
投资活动现金流	-8,021	-7,209	-10,635	-10,635					
股权融资	166	200	0	0					
银行借款	21,144	2,896	-170	-170					
其他	-27,340	-7,306	-1,796	-1,953					
筹资活动现金流	-6,030	-4,210	-1,967	-2,124					
汇率变动对现金的影响	17	25	0	0					
现金净增加额	277	1,054	1,470	2,355					

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

公司简介

新奥股份于1994年上市,是中国领先的民营上下游一体化清洁能源企业。公司的主要业务为天然气全产业链业务,包括天然气零售、天然气批发和直销、综合能源销售及服务、工程施工与安装、延伸业务等,同时也运营煤炭、能源化工等其他业务。2020年公司零售气量达220亿方,运营城市燃气项目达235个,覆盖人口超过1.1亿人。

对舟山 LNG 接收站对价及交易形式的讨论

舟山 LNG 接收站交易对价分析

舟山 LNG 接收站简介

新奥舟山 LNG 接收站项目位于中国（浙江）自由贸易试验区内，是首个由国家能源局核准、民营企业投资、建设和管理的大型液化天然气（LNG）接收站。

其中舟山 LNG 接收站一期工程于 2018 年顺利投产，其二期工程已于 2021 年 6 月完工并进入试运行。建设完成后，一、二期工程合计年设计处理能力为 500 万吨；根据国家能源局于 2018 年 10 月发布的《液化天然气接收站能力核定办法》，一、二期工程合计年实际处理能力达到 800 万吨。目前，新奥舟山共拥有四座 LNG 储罐，储罐规模合计 64 万立方米（液态）。

对舟山 LNG 接收站盈利能力的讨论

进行财务估算时，我们主要进行如下假设：

1. 在投资规模方面，根据《浙江舟山国际航运船舶液化天然气（LNG）加注站试点项目一期项目环境影响报告书》及《舟山液化天然气（LNG）接收及加注站二期项目环境影响报告登记表》，舟山 LNG 接收站一期及二期合计总投资为 57.7+24.1=81.5 亿元，考虑到配套工程建设及成本节省，我们按总投资 85 亿元进行测算。
2. 在营运数据方面，参考公司公告及国家管网已公开披露的接收站 LNG 处理价格，我们预计舟山 LNG 接收站含税处理价格为 0.27 元/方。
3. 在财务数据方面，参照一般工程项目建设情况，我们假设贷款比例 70%，贷款利率 5%，还款期限 10 年，资产折旧期 20 年，WACC 为 8%，所得税率 25%。

图表 1：舟山 LNG 码头营运能力基准假设

LNG码头营运基准假设		
装卸能力	万吨	800
单位投资	元/吨	10625
总投资	亿元	85
LNG处理价格（含税）	元/方	0.27

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：关键财务数据假设

关键财务数据假设		
贷款比例		70%
贷款金额	亿元	59.5
贷款利率		5%
还款期限	年	10
WACC		8%
所得税率		25%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

基于上述假设，我们预计新奥舟山 2021-2023 年净利润分别为 6.9/10.1/15.5 亿元。

图 3：舟山 LNG 接收站盈利能力情景假设

		2021E	2022E	2023E
处理量	万吨	400	600	800
LNG处理价格（含税）	元/吨	0.27	0.27	0.27
LNG处理价格测算（不含税）	元/吨	0.24	0.24	0.24
营业收入	人民币百万元	1485	2227.5	2970
% 增长	%		50.0%	33.3%
成本合计	人民币百万元	525	575	625
成本：折旧摊销	人民币百万元	425	425	425
成本：变动成本	人民币百万元	100	150	200
单吨变动成本	元/吨	25	25	25
单方营业成本	元/方	0.095	0.070	0.057
利润总额	人民币百万元	915	1347	2061
净利润	人民币百万元	686	1010	1546
%净利润率	%	46.2%	45.3%	52.0%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

LNG 接收站交易对价分析

我们以 DCF 及可比交易法两种方法对舟山 LNG 接收站进行估值，

- DCF 法：**以 8% 的 WACC，20 年运营期（已经于 2021 年投运，以 2022 年注入上市公司为假设，运营 19 年的现金流进行估值）进行 DCF 估算，我们预计新奥舟山的 100% 股权估值为 140 亿元。

图 4：舟山 LNG 接收站的简要 DCF 估值分析

		2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
DCF 测算																				
EBIT	人民币百万元	915	1585	2254	2254	2254	2254	2254	2254	2254	2254	2254	2254	2254	2254	2254	2254	2254	2254	2254
减：所得税	人民币百万元	-229	-337	-515	-526	-534	-541	-549	-556	-564	-571	-578	-578	-578	-578	-578	-578	-578	-578	-578
减：资本支出	人民币百万元																			
减：营运资本变动	人民币百万元																			
加：折旧摊销	人民币百万元	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425
FCFF		1111	1673	2164	2153	2146	2138	2131	2123	2116	2108	2101	2101	2101	2101	2101	2101	2101	2101	2101
基年选取		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
折现因子		1.00	1.08	1.17	1.26	1.36	1.47	1.59	1.71	1.85	2.00	2.16	2.33	2.52	2.72	2.94	3.17	3.43	3.70	4.00
折现现值	人民币百万元	1111	1549	1855	1709	1577	1455	1343	1239	1143	1055	973	901	834	773	715	662	613	568	526
有息负债	人民币百万元	5950																		
FCFF 现值(企业价值)	人民币百万元																			14028

注：具体交易对价以公司实际披露情况为准

资料来源：公司公告，中金公司研究部

- 可比交易法：**参考中国石油 2020 年向国家管网出售大连 LNG 接收站（接收能力 600 万吨/年）时对价 99.9 亿元，按万吨接收能力价值 0.166 亿元进行折算，新奥舟山 800 万吨/年接收能力估值约 133 亿元。

参考两种估值方法，我们保守估计舟山 LNG 接收站 100%股权估值约 133 亿元，对应 2023 年净利润 8.6X PE。

舟山 LNG 接收站交易形式分析

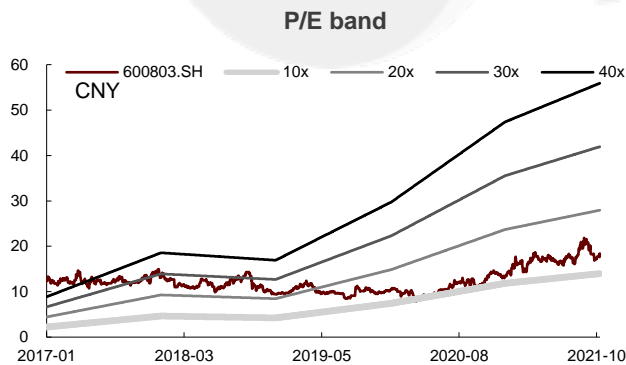
由于本次交易中发行股份价格已经确定为 17.22 元/股，主要变量为接收站对价及股份支付比例，对此我们做如下讨论：若按上述估值结果进行一定折价，以舟山 LNG 接收站 100%权益价值估值 130 亿元，在股权支付比例 60%/50%/40%的情形下，发行股份比例分别为 4.1/3.4/2.7 亿股，实控人持股比例将增长 3.8%/3.2%/2.6%。

图表 5：舟山 LNG 接收站不同股权支付比例下股本变动情况

基本假设		情景1	情景2	情景3	
100%股权估值（亿元）	130	60%	50%	40%	
90%股权对价（亿元）	117	权益金额(单位：百万元)	7,020	5,850	4,680
交易股价（元/股）	17.22	新增股本数(百万股)	408	340	272
		实际控制人原持股（百万股）	1,991	1,991	1,991
		实际控制人股份变动后（百万股）	2,398	2,330	2,262
		变动后总股本（百万股）	3,254	3,186	3,118
		实控人原持股比例	69.9%	69.9%	69.9%
		实控人现持股比例	73.7%	73.2%	72.6%
		实控人持股比例变动	3.8%	3.2%	2.6%

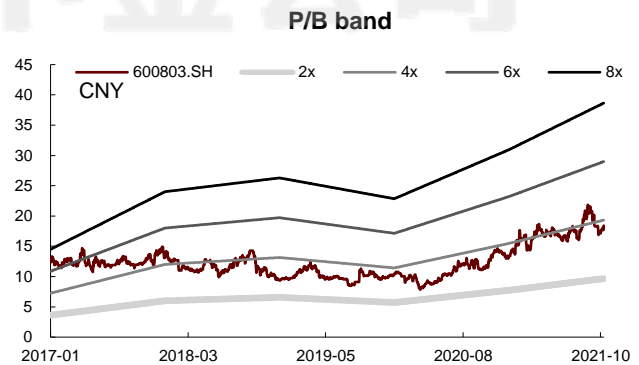
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 6：历史 P/E



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 7：历史 P/B



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 8：季度财务数据回顾

(人民币, 百万元)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	QoQ	YoY
主营业务收入	21,091	28,562	25,849	25,987	27,809	7%	32%
主营业务成本	17,101	23,697	21,914	20,725	23,357	13%	37%
主营业务税金及附加	162	185	102	133	177	33%	9%
主营业务利润	3,828	4,679	3,832	5,129	4,274	-17%	12%
销售费用	278	363	353	359	359	0%	29%
管理费用	650	1,055	884	859	852	-1%	31%
研发费用	108	357	124	201	227	13%	110%
财务费用	19	-351	173	-39	354	n.m.	1790%
资产减值损失	0	-15	-9	6	-18	-412%	n.m.
信用减值损失	-24	109	0	0	0	n.m.	n.m.
公允价值变动收益	3	-14	54	188	526	179%	17050%
投资收益	125	42	144	460	191	-59%	52%
资产处置收益	-28	-51	-19	-32	5	n.m.	n.m.
其他收益	79	153	84	96	147	52%	86%
其他	0	-205	-46	59	-44	-174%	n.m.
营业利润	2,929	3,273	2,508	4,528	3,289	-27%	12%
营业外收入	28	7	28	25	16	-37%	-45%
营业外支出	21	162	8	49	36	-28%	67%
税前利润	2,936	3,119	2,528	4,504	3,269	-27%	11%
所得税	756	765	693	859	730	-15%	-3%
少数股东损益	1,655	1,498	1,232	2,169	1,406	-35%	-15%
归母净利润	524	855	603	1,475	1,133	-23%	116%
核心利润	455		603	914	983	8%	116%
总股本(百万股)	2,600	2,600	2,846	2,846	2,846	0%	9%
摊薄EPS(元)	0.20	0.33	0.21	0.52	0.40	-23%	97%
财务比率	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	QoQ	YoY
毛利率	18.1%	16.4%	14.8%	19.7%	15.4%	-4.4pct	-2.8pct
营业利润率	13.9%	11.5%	9.7%	17.4%	11.8%	-5.6pct	-2.1pct
净利润率	2.5%	3.0%	2.3%	5.7%	4.1%	-1.6pct	1.6pct
销售费用率	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	-0.1pct	0pct
管理费用率	3.1%	3.7%	3.4%	3.3%	3.1%	-0.2pct	0pct
有效税率	25.8%	24.5%	27%	19.1%	22%	3.3pct	-3.4pct

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图 9：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	交易货币	收盘价	市值 (百万 美元)	市盈率		市净率		净资产收益率 (%)		EV/EBITDA		股息率 (%)	
						2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
港股公司															
02688.HK	新奥能源*	CNY	HKD	134.70	19,572	17.9	16.4	3.8	3.3	22.4	21.5	10.3	9.4	2.1	2.4
00384.HK	中国燃气*	HKD	HKD	19.46	13,952	8.9(a)	7.4(a)	1.9(a)	1.6(a)	23.5(a)	23.4(a)	8.0(a)	6.7(a)	3.2(a)	3.8(a)
01083.HK	港华燃气*	HKD	HKD	5.35	2,094	9.6	8.9	0.7	0.7	7.8	7.9	9.5	8.9	3.5	3.7
00392.HK	北京控股*	HKD	HKD	29.90	4,853	4.4	3.8	0.4	0.4	9.9	10.8	11.4	10.2	6.8	7.8
01600.HK	天伦燃气*	CNY	HKD	7.18	927	5.9	5.1	1.2	1.0	21.5	21.5	5.6	4.8	5.1	5.9
00003.HK	香港中华煤气	HKD	HKD	12.10	29,039	27.5	25.3	3.2	3.1	11.9	12.7	21.6	19.8	3.0	3.1
00579.HK	京能清洁能源	CNY	HKD	2.35	2,492	6.0	5.2	0.6	0.6	10.1	10.9	6.6	5.5	4.5	5.1
平均值					10,268	12.1	10.8	1.8	1.6	15.0	15.7	10.1	9.0	3.7	4.3
中值					7,042	9.6	8.2	1.4	1.3	11.9	14.7	9.5	7.9	3.2	3.8
A 股公司															
601139.SH	深圳燃气*	CNY	CNY	9.09	4,092	17.9	14.6	2.1	1.9	12.0	13.5	6.8	5.5	2.6	3.1
600803.SH	新奥股份*	CNY	CNY	18.41	8,199	15.5	12.8	4.8	3.7	35.2	32.4	9.4	8.5	1.5	1.8
600681.SH	百川能源	CNY	CNY	4.89	1,042	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.
603393.SH	新天然气	CNY	CNY	27.73	1,838	9.0	16.3	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.
600917.SH	重庆燃气	CNY	CNY	8.48	2,083	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.
300332.SZ	天壕环境	CNY	CNY	10.61	1,460	45.1	26.5	2.5	2.3	5.5	8.7	15.5	12.3	n.a.	n.a.
600642.SH	申能股份	CNY	CNY	6.19	4,753	12.4	11.7	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.
002267.SZ	陕天然气	CNY	CNY	7.25	1,261	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.
600617.SH	国新能源	CNY	CNY	4.50	929	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.
平均值					2,851	20.0	16.4	3.1	2.6	17.6	18.2	10.6	8.8	2.0	2.5
中值					1,838	15.5	14.6	2.5	2.3	12.0	13.5	9.4	8.5	2.0	2.5
国际公司															
OKE.US	欧尼克(ONEOK)	USD	USD	65.50	29,191	19.7	17.7	5.0	5.1	24.9	27.7	12.9	12.1	5.8	5.8
ATO.US	ATMOS 能源	USD	USD	92.89	12,149	17.1(a)	16.1(a)	1.5(a)	1.4(a)	8.9(a)	8.8(a)	12.1(a)	10.8(a)	2.9(a)	3.1(a)
NI.US	尼索思(NISOURCE)	USD	USD	24.68	9,685	18.4	17.4	1.6	1.5	10.0	9.7	11.1	10.1	3.6	3.8
TRP.CT	TC 能源公司	CAD	CAD	67.45	53,453	15.7	15.4	2.3	2.2	14.5	14.3	12.6	11.9	5.1	5.4
ENB.CT	安桥公司	CAD	CAD	52.18	85,549	18.6	16.6	1.9	2.0	10.0	10.9	13.1	11.8	6.4	6.7
平均值					38,005	17.9	16.6	2.4	2.4	13.7	14.3	12.3	11.4	4.8	5.0
中值					29,191	18.4	16.6	1.9	2.0	10.0	10.9	12.6	11.8	5.1	5.4

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年

A 股收盘于北京时间 2021-10-29；港股收盘于北京时间 2021-10-29；美股收盘于北京时间 2021-10-28

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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，应同时考量各自的投资目的、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，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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中金公司的客户、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级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，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。

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3号
丸の内二重橋ビル21階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560