




昆仑能源 (0135)

评级: **增持**

当前价格 (港元): 7.45

2017.09.19

长输管道调价落地、尽享气量增长红利

	肖洁 (分析师)	沈科 (研究助理)	孙羲昱 (研究助理)
	0755-23976115	010-59312799	021-38677369
	xiaojie@gtjas.com	shenke019723@gtjas.com	sunxiyu@gtjas.com
证书编号	S0880513080002	S0880117040062	S0880117030001

交易数据

52 周内股价区间 (港元)	5.49-7.86
当前股本 (百万股)	8072
当前市值 (百万港元)	60136

本报告导读:

公司是占全国约 1/3 市场份额的天然气行业龙头, 拥有长输管网、LNG 接收站、城市燃气等核心资产, 将确定性受益于天然气消费的高增长。

摘要:

- 首次覆盖给予“增持”评级, 目标价 9.5 港元。公司有陕京线等核心长输管道资产, LNG 接收站, 未来受益于天然气市场和 LNG 进口高速增长。预计公司 2017-19 年归母净利润为 49/53/65 亿元, 核心 EPS 0.60/0.65/0.80 元。基于谨慎原则, 我们给予公司目标价 9.5 港元, 对应 2017-19 年 PE 13.3/12.2/9.9 倍, 给予“增持”评级, 空间 28%。
- 运营华北天然气命脉, 陕京四线新增 200 亿立方米运力。公司运营的陕京线是保供北京的唯一管道气源和华北地区天然气生命线, 目前处于满负荷状态, 将于 10 月投产的陕京四线将新增 200 亿立方米运输能力, 释放业绩增长空间。发改委公布今年 9 月 1 日起执行新的管输管道费率后, 预计管输业务 2017 年下半年税前利润环比下降 15 亿元, 但在 20% 的复合增速驱动下, 预计 2017-19 年管输业务税前利润 74.6/70.1/81.9 亿元。
- LNG 接收站放量, 成本摊薄盈利前景乐观。中国天然气 1-7 月消费增速提高到 16%, 导致同期 LNG 进口量同比增长 49%, 已经超过管道天然气进口量, 2017 年上半年 LNG 接收站气化量则同比大增 90%, 产能利用率同比提高 13%, 气化成本从 0.2 元/方摊薄到 0.1 元/方, 驱动单方盈利从 0.1 元/方增长到 0.2 元/方。预计 2017-19 年税前利润 16.2/23.2/30.5 亿元。
- 预计 4 季度华北供气紧张, 催化板块估值提升。根据历史经验, 华北地区冬季供暖用气峰值较高, 容易发生供气紧张情况。今年天然气增速较快, 预计 4 季度可能重演“缺气”局面, 催化天然气板块估值提升。
- 风险提示: 油气价格低迷、燃气市场竞争加剧

相关报告

《油价回升、改革冲刺——石油天然气行业深度报告》, 2017 年 5 月 6 日。

《全球 LNG 供给过剩, 国内天然气消费复苏》, 2017 年 3 月 11 日。

财务摘要 (百万港元)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	27099	35005	38349	33802	70959	81496	92618
(+/-)%	27%	29%	10%	-12%	110%	15%	14%
毛利润	12871	14185	13009	10991	16537	17618	27520
净利润	5347	5522	4478	111	569	4847	5284
(+/-)%	14%	3%	-19%	-98%	413%	752%	9%
PE	20.1	16.4	9.3	12.8	188.0	10.4	9.5
PB	3.2	2.4	1.2	1.1	1.1	1.4	1.2

1. 昆仑能源作为行业龙头，受益于天然气消费高增长

1.1. 公司是中石油天然气业务平台

昆仑能源有限公司是在（英属）百慕达注册、香港联合交易所主板上市、由中国石油天然气股份有限公司控股的综合性能源公司，是恒生指数及恒生中资企业指数成分股之一。

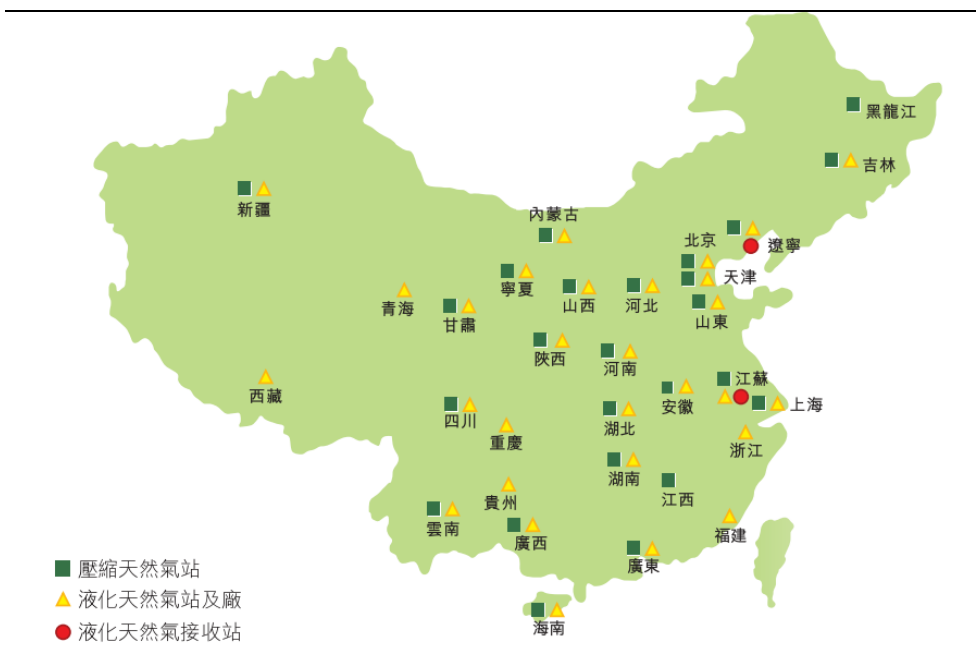
公司约占全国 1/3 天然气市场份额。公司从油气勘探开发业务起步，逐步转型为天然气行业龙头，市场分布全国 31 个省、自治区、直辖市，天然气年销售规模 600 亿立方米以上，约占全国天然气市场份额的近 1/3。

表 1. 公司 2009 年战略转型天然气业务，成为中石油天然气业务平台

时点	业务发展
2008 年之前	主要从事境内外油气勘探开发业务。
2009 年	开始战略转型，重点发展液化天然气（LNG）业务
2010 年 12 月	收购中石油北京天然气管道公司 60% 股份，获得陕京一线、二线
2015 年	公司收购中国石油所持的中石油昆仑燃气有限公司 100% 股权，成为中国石油天然气业务的融资平台和投资主体、中国石油天然气终端利用业务的管理平台

资料来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 1. 公司天然气业务分布在全国 31 个省、自治区、直辖市



资料来源：公司年报

1.2. 公司有五大业务板块

公司目前主要从事五大业务，包括天然气管道、天然气销售（城市燃气、LNG/CNG/LPG 销售）、LNG 加工储运、液化天然气（LNG）接收站和油气勘探开发。

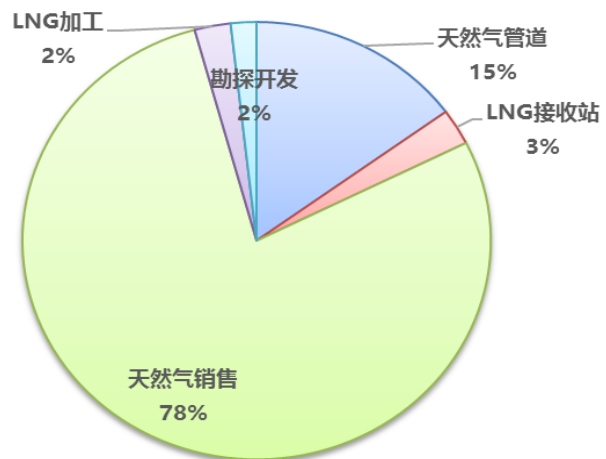
图 2.公司共有五大业务板块



资料来源：昆仑能源年报，国泰君安证券研究

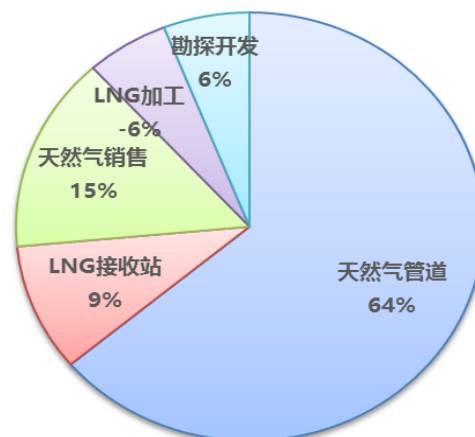
根据 2017 年上半年数据，天然气销售业务贡献了 78% 的营业收入，天然气管道业务贡献 15%，LNG 接收站 3%、LNG 加工 2%、勘探开发 2%。但从利润贡献来看，天然气管道业务贡献了 64%，天然气销售贡献了 15%，LNG 接收站贡献 9%，勘探开发贡献 6%，LNG 加工则连年亏损。

图 3. 2017 年上半年天然气销售业务贡献 78% 的收入



资料来源：昆仑能源 2017 上半年报，国泰君安证券研究

图 4. 2017 年上半年天然气管道业务贡献 64% 的利润



资料来源：昆仑能源 2017 上半年报，国泰君安证券研究

表 2.天然气管道、LNG 接收站业务利润率较高

利润率%	2017H1	2016	2015	2014	2013
天然气管道	72%	69%	67%	64%	65%
LNG 接收站	61%	41%	27%	40%	43%
天然气销售	3%	5%	4%	5%	8%
LNG 加工	-39%	-360%	-42%	-10%	5%
天然气业务	15%	10%	13%	23%	29%
勘探开发	3%	-33%	-73%	22%	33%
公司	15%	9%	8%	25%	33%

资料来源：公司年报，国泰君安证券研究。注：以上均为税前利润口径。

2. 天然气管输和 LNG 接收站受益于气量增长

2.1. 天然气管输：华北天然气命脉，陕京四线扩容 200 亿方

2.1.1. 陕京线是华北天然气命脉

昆仑能源旗下的中石油北京天然气管道有限公司，负责运营陕京线。陕京线西接长庆气田和西气东输管线，向东穿越陕西、山西、河北、天津、北京，总长度 1000 公里左右，为沿途省市供应天然气，是华北地区的天然气命脉，也是北京的独家管道天然气源。

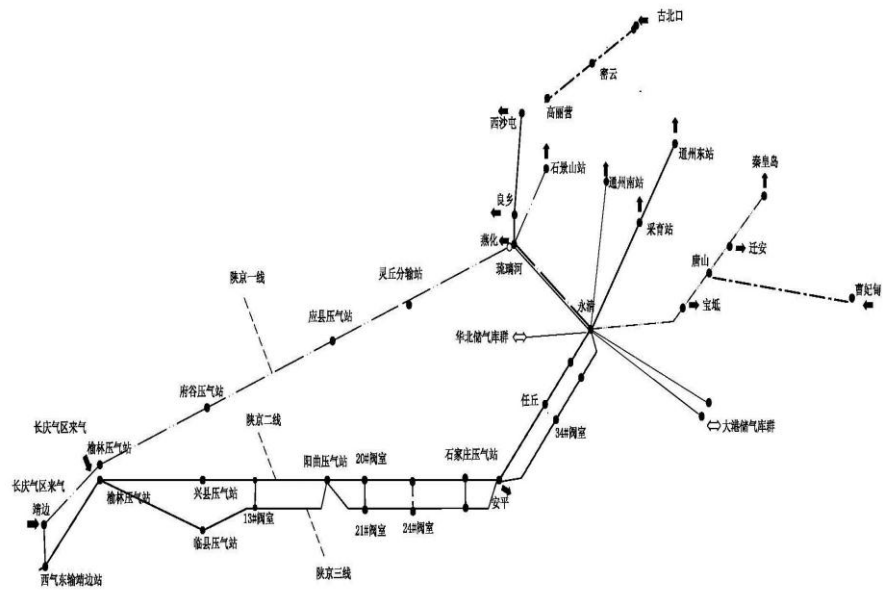
陕京线除了自西向东而来的陕京一~四线外，还有三条自东向西的短距离管线，构成了多气源的供应格局：一是陕京二线的支线永唐秦管线，连接东北天然气管网；二是唐山 LNG 外输管道，连接唐山 LNG 接收站；三是大唐煤制气管线，连接大唐克什克腾煤制天然气项目。

表 3.陕京线是供应华北地区的天然气命脉，将建成运能 907 亿方

项目名称	走向/位置	长度 (公里)	投产时间	能力 (亿方/年)	途经省市
陕京一线	靖边-琉璃河-石景山 琉璃河-永清	910.5	1997/9/3	30	陕西、山西、河北、北京
陕京二线	靖边-永清-通州	977	2005/7/25	170	陕西、山西、河北、北京
陕京三线	榆林-永清-西沙屯	985.6	2010/12/23	150	陕西、山西、河北、北京
陕京四线	靖边-高丽营	1330	2017/10/10	200	陕西、山西、河北、北京
永唐秦管线	永清-唐山-秦皇岛	312	2009/6/11	147	河北、天津
唐山 LNG 外输管道	曹妃甸-唐山	127	2013/12/25	147	河北
大唐煤制气管线	古北口-高丽营	110.3	2013/12/20	63	北京
合计		4752		907	

资料来源：中石油，国泰君安证券研究

图 5. 陕京线系统从东、西两个方向向华北地区供气



资料来源：中石油，国泰君安证券研究

2.1.2. 现有管线已经满负荷，陕京四线释放增长空间

陕京线业务量增速较快，其中已投运的一、二、三线总运力 330 亿方，2015 年以来处于满负荷状态。为缓解陕京线的保供压力，新建的陕京四线将于 2017 年 10 月投产，新增运力 200 亿方，大幅提高陕京线运力。

表 4. 陕京线占公司管输量的绝大部分，增速较快，目前已经满负荷

	2017E	2016	2015	2014	2013
管输总量	412	357	352	307	253
陕京线	390	336	329	300	250
陕京线占比%	95%	94%	94%	98%	99%
陕京线同比%	16%	2%	10%	20%	6%
负荷率%	111%	96%	94%	86%	71%

资料来源：公司年报，国泰君安证券研究

2.1.3. 国家改革长输管道价格，陕京线平均管输费下调 28%

2005 年 7 月 14 日，国家发改委曾下发《关于陕京管道输气系统天然气价格有关问题的通知》，规定陕京一线、二线管输价格实行综合结算价，全线主干线平均管输价格（含储气库费用）为每立方米 0.42 元（含营业税）其中供陕西（神木县）、山西、山东、河北、北京、天津各省（市）的干线分输站平均价格分别为每立方米 0.12 元、0.31 元、0.40 元、0.42 元、0.45 元和 0.48 元。

2016 年 10 月，国家发改委发布了《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）》，规定跨省的天然气长输管道实行政府定价，格按照“准许成本加合理收益”原则制定，即通过核定管道运输企业的准许成本，监管准许收益，考虑税收等因素确定年度准许总收入，核定管道运输价格。

2017年8月29日，国家发改委发布《关于核定天然气跨省管道运输价格的通知》，明确陕京系统管道运输价格为0.2857元/千立方米·公里，从2017年9月1日起实施。然而，陕京线的给沿途省市都有供气，为计算出改革后的平均管输价格，需要计算平均运距。

通过分析公司往年管道收入，可得出天然气管道平均收入约为0.31元/m³，根据国家发改委2005年的价格标准，可对应陕西-河北的段的管输费，大约800公里的综合运输距离。假设输气比例稳定，按照0.2857元/千立方米·公里的新价格基准，可得出改革后的平均管输价格为0.2219元/m³（剔除增值税），较之前下降28.4%。根据《天然气管道运输价格管理办法（试行）》，管道运输价格原则上每3年校核调整一次，因此预计未来3年该价格不会变化。

表 5.天然气管道平均收入约 0.3 元/m³

天然气管道	2017H1	2016	2015	2014	2013
单方收入	0.31	0.33	0.32	0.33	0.37
单方税前利润	0.22	0.23	0.22	0.21	0.24
单方成本	0.09	0.10	0.11	0.12	0.13

资料来源：公司年报，国泰君安证券研究。单位：元/m³。

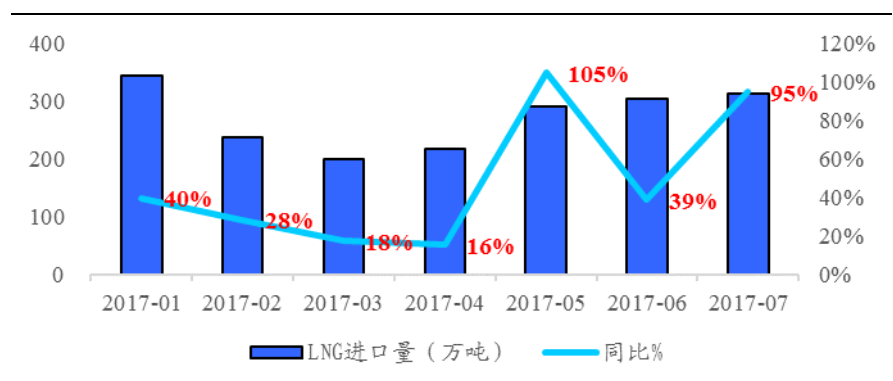
2.1.4. 陕京三线竣工转固将提高折旧成本，单方税前利润 0.12 元

长输管线作为规模较大、较复杂的工程项目，从投产到竣工验收需要较长时间的试运行和验收流程，如，2005年投产的陕京二线经过9年的试运行才完成竣工验收。因此，陕京三线2010年投产以来已试运行7年，预计很快将竣工验收。公司2016年底共有在建工程科目169亿港币，转固后按30年折旧期，每年将新增折旧费4.7亿元人民币。按照2016年357亿立方米的管输量，平均单方增加0.013元折旧费，单方成本提高到0.01元，单桶税前利润相应下降到0.12元。

2.2. LNG 接收站：气化量增长，摊薄成本、增厚利润

2017年来，在天然气消费增速提高的同时，全国LNG进口量也在快速放量，1-7月平均增速达49%。公司2017年上半年LNG接收站气化量同比大增90%，产能利用率有望快速提升，驱动盈利增长。

图 6.2017 年来 LNG 进口量维持较高增速



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

公司拥有大连、如东 LNG 接收站，合计接卸能力 1,250 万吨。从历年数据可以看到，气化费标准为 0.3 元/立方米，随着气化量的高速增长，单方成本持续摊薄，预计将收敛于 0.1 元/m³，得到单方税前利润 0.2 元/m³。

表 6. LNG 气化成本持续摊薄，业务放量驱动的盈利前景可观

	2017H1	2016 年	2015 年	2014 年
总资产 (亿元)	95	90	94	97
设计产能 (万吨/年)	1250	1250	650	650
LNG 气化量 (亿方)	36	48.6	39.7	51.8
LNG (万吨)	259	347	283	370
负荷率 (年化)	41%	28%	44%	57%
收入 (亿元)	11	15.0	12.2	15.8
税前利润 (亿元)	6.7	6.1	3.3	6.4
净利润 (亿元)	5.0	4.6	2.5	4.8
总成本费用 (年化)	8.5	8.9	8.9	9.4
单方收入 (元/立方米)	0.30	0.31	0.31	0.30
单方利润 (元/立方米)	0.19	0.13	0.08	0.12
单方成本 (元/立方米)	0.12	0.18	0.22	0.18
ROA (年化)	11%	5%	3%	5%

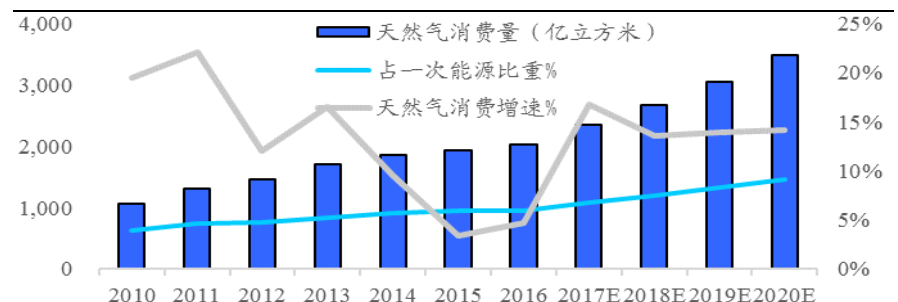
资料来源：公司年报、中报，国泰君安证券研究

3. 天然气行业驶入快车道，管输费改革落地

3.1. 天然气消费进入高速增长期

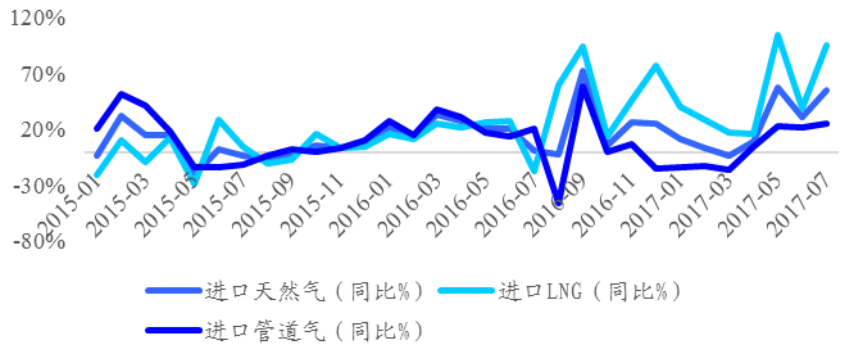
按照《天然气十三五规划》中对天然气占一次能源消费比重从 5.9% 提高到 8.3-10% 左右的目标，2015-20 年天然气消费量将增长 1,860 亿立方米，接近翻倍。为实现这一目标，国家密集出台有力的配套鼓励政策，重点落实大气污染防治重点地区等气化工程、天然气发电及分布式能源工程、交通领域气化工程、节约替代工程等四大利用工程。2017 年上半年，全国天然气消费量同比增长 15.2%，1-7 月，同比增速进一步提高到 16.2%，显示天然气需求的强劲。

图 7. 预计 2016-20 年天然气消费年均增长 14.6%，占一次能源比重提高到 9.2%



资料来源：Wind、国泰君安证券研究

图 8.2016 年 4 季度以来，天然气进口同比明显提速，LNG 增速领先



资料来源：Wind、国泰君安证券研究

3.2. 管输费下调落地，市场化改革加快

8 月 30 日，国家发改委发布《关于降低非居民用天然气基准门站价格的通知》及《关于核定天然气跨省管道运输价格的通知》，明确下调非居民用气基准门站价格每千立方米 100 元 (0.1 元/立方米)，自 2017 年 9 月 1 日起实施。同时，发改委首次公布 13 家天然气跨省管道运输企业的成本监审及核定后的管道运输价格，13 家企业管道运输价格平均下降约 15%。

非居民用天然气基准门站价格下降的 0.1 元/立方米中，跨省管输费用的下调是主要部分，而天然气增值税率从 13% 下调至 11% 也起到了一定的作用。管输费下调占到了约 0.06~0.07 元/立方米，增值税税率下调占到了约 0.03-0.04 元/立方米。

通知体现了油气改革里天然气：“放开两头，管住中间”的思想，是天然气迈向完全市场化的重要一步，未来市场净回值法存在被弃用的可能性。与一直采用的市场净回值法不同，天然气的价格不再采用可替代能源价格的加权平均公式基础上倒扣管输费回推各环节价格的方式，此次通知直接将非居民用气的门站价格下调 0.1 元/立方米。未来价格放开后，供需双方可直接约定气源和运输路径，通过协商来确定气源价格的同时，管输企业按照规定的运价收取运输费用。

核定天然气跨省管道运输企业的运输价格对破除天然气相关市场的垄断将产生积极影响。

一是促使管道向第三方开放。由于管道运输价格与负荷率挂钩，管道运输企业负荷率低于 75% 时实际收益率将小于准许收益率。因此将倒逼负荷不足的企业主动将管道向第三方开放。

二是促使管道运输企业降本增效。

三是促进天然气市场化交易。核定出各管道运输价格后，运输价格计算方式透明化。天然气生产经营企业和用户可以约定运输路径并按此结算运输费用。

四是促进管网独立。油气改革方案提出推进管网独立，实现管输和销售分开。管输价格的先行核定为下一步管道独立运行打好了基础。

4. 盈利预测和估值

4.1. 盈利预测：2017-19 年核心 EPS 0.60/0.65/0.80 元

我们根据公司 2017 年上半年经营情况，基于谨慎原则对 2017-19 年增长做出如下假设，进而测算公司 2017-19 年归母净利润为 48/53/65 亿元，核心 EPS 0.60/0.65/0.80 元。

表 7. 盈利预测核心假设

	2017	2018	2019	
勘探开发	油价 (美元/桶)	55	60	70
	产量 (万桶)	1270	1270	1270
LNG 接收站		79%	40%	30%
天然气管输	业务量	20%	20%	20%
天然气销售	同比%	16%	12%	12%
LNG 加工		92%	0%	0%

资料来源：国泰君安证券研究

表 8. 预计 2017-19 年归母净利润 48/53/65 亿元

	H1	H2	2017E	2018E	2019E	
勘探开发	业务量 (百万桶)	6.35	6.35	12.7	12.7	12.7
	税前利润	416	448	864	1038	1387
LNG 接收站	业务量 (亿立方米)	36	51	87	122	159
	税前利润	672	952	1624	2321	3053
天然气管输	业务量 (亿立方米)	202	210	412	494	593
	税前利润	4452	3010	7462	7008	8193
天然气销售	业务量 (亿立方米)	129	142	270	303	339
	税前利润	1029	1132	2161	2421	2711
LNG 加工	业务量 (亿立方米)	5.1	5.1	10	10	10
	税前利润	-400	-400	-800	-800	-800
公司合计	税前利润	6169	5142	11311	11987	14544
	所得税	1851	1543	3393	3596	4363
	净利润	4318	3599	7918	8391	10181
	少数股东权益	1742	1329	3071	3107	3711
	LNG (35%)	169	240	409	585	769
	天然气管道 (40%)	1514	1023	2537	2383	2786
	天然气销售 (8%)	59	65	124	139	156
	归母净利润	2576	2271	4847	5284	6470

资料来源：国泰君安证券研究。单位：百万元。

4.2. 估值：目标价 9.5 港元，空间 28%

我们在港股选取中国燃气、新奥能源、华润燃气、香港中华燃气、港华燃气五家天然气上市公司作为估值样本，得出 2017-19 年平均 PE 14-18 倍，当前平均 PB 3.2 倍。

综上，基于谨慎原则，我们给予公司目标价 9.5 港元，对应 2017-19 年 PE 13.3/12.2/9.9 倍，给予“增持”评级。

表 9. 样本可比公司 2017-19 年平均 PE 14-18 倍

	股价 (元/股)	市值 (亿港元)	归母净利润			PE			PB
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017/9/15
中国燃气 (0384. HK)	20.95	1053	5793	6961	8168	18.2	15.1	12.9	5.1
新奥能源 (2688. HK)	51.4	561	3406	3901	4337	16.5	14.4	12.9	3.1
华润燃气 (1193. HK)	26.3	580	3894	4360	4886	14.9	13.3	11.9	2.9
香港中华煤 气(0003. HK)	14.84	2070	7558	8085	8556	27.4	25.6	24.2	3.7
港华燃气 (1083. HK)	5.22	144	1150	1315	1477	12.5	11.0	9.7	1.0
平均						17.9	15.9	14.3	3.2

资料来源：Wind，国泰君安证券研究。注：盈利预测引用 Wind 一致预期，股价和 PB 取 2017 年 9 月 15 日收盘价。

5. 风险提示

油气价格低迷。如果油价大幅走低，将拖累勘探开发业务和 LNG 加工业务。

燃气市场竞争加剧。如果燃气市场竞争白热化，可能影响天然气销售毛利率。

6. 附录：天然气销售、LNG 加工和勘探开发业务

天然气销售业务。公司 2015 年收购昆仑燃气后，天然气销售业务规模跃升 228%，随后开始稳健增长，2016 年同比增长 4%，2017 年上半年同比增长 12%，与中国天然气消费量增速基本一致。

2013-16 年，天然气市场整体低迷，气源成本高，天然气销售业务的单方收入和税前利润震荡向下。2017 年上半年，天然气消费增速回升，但终端市场竞争加剧，气源成本上升不能顺利转嫁，平均利润进一步压缩到 0.08 元。

但根据国家发改委 2017 年 8 月 29 日公布的《关于降低非居民用天然气基准门站价格的通知》，从 9 月 1 日起非居民用气基准门站价格每千立方米降低 100 元，有利于降低气源成本，预计税前利润水平不会继续下降，未来业绩增长将受益于稳健的销量增长。

表 10.目前天然气销售平均收入约 2.51 元/m³，平均税前利润 0.08 元/m³

天然气销售	2017H1	2016	2015	2014	2013
单方收入	2.51	2.40	2.81	3.07	2.80
单方税前利润	0.08	0.12	0.11	0.17	0.22
单方成本	2.43	2.27	2.70	2.91	2.58
销量 (亿立方米)	129	232	223	68	62

资料来源：公司年报，国泰君安证券研究。单位：元/m³。

LNG 加工业务。由于 2014 年来油价暴跌，LNG 市场价格延续低迷，国内 LNG 工厂多处于亏损状态。公司拥有 LNG 工厂产能 580 万吨/年，折合 81.2 亿方/年，近年来开工率仅 6%-11%。2016 年，公司对 LNG 加工厂资产计提了高达 46 亿港元的减值；2017 年上半年，又计提了 1 亿元的减值。

我们认为，LNG 价格低迷的形势短期内难以改善，但油价已经开始回升，LNG 价格下行空间有限，预计相关资产不会继续计提减值，业务规模将维持在较低水平。

表 11.目前 LNG 加工平均收入约 2 元/m³，平均税前利润-0.8 元/m³

LNG 加工	2017H1	2016	2015	2014	2013
单方收入	2.04	2.46	2.47	3.02	2.98
单方税前利润	-0.79	-8.87	-1.04	-0.30	0.13
单方成本	2.83	11.34	3.50	3.32	2.85
业务量	5	5	7	9	9

资料来源：公司年报，国泰君安证券研究。单位：元/m³。

油气勘探开发业务。公司通过产量分成合同获得油气资源，在中国新疆油田、辽河油田及阿塞拜疆有产品分成安排。其中，新疆合同 2016 年 8 月 31 日到期。此外，通过合营联营公司占有中亚、中东区块权益产量。

公司油气区块均为常规油田，产量稳定，新疆和田到期后，2017 上半年中国地区产量 110 万桶，同比下降 140 万桶，其他地区产量同比持平，总产量为 634 万桶/天，预计全年产量 1270 万桶，折合 176 万吨。随着油价回升，公司油气业务具备弹性。

表 12.新疆合同到期后，公司年石油产量约 1270 万桶

单位：千桶	2017H1	2016	2015	2014	2013
中国	1109	4049	5258	5368	5273
南美	262	594	622	653	632
中亚	295	583	617	646	659
东南亚	200	516	512	545	625
小计	1866	5742	7009	7212	7189
应占-中亚	2322	4962	5471	5773	6456
应占-中东	2158	4519	4267	3892	3811
总计	6346	15223	16747	16877	17456

资料来源：公司年报、中报，国泰君安证券研究。

表 13.新疆合同到期后，公司实现油价较 BRENT 折价下降到 3 美元/桶

美元/桶	2017H1	2016	2015	2014	2013
BRENT	53	42	45	54	100
中国	51	33	41	84	87
南美	53	45	54	100	108
中亚	45	37	46	94	99
东南亚	48	37	48	90	93
小计	50	36	44	88	92
应占-中亚	-	-	-	-	-
应占-中东	-	-	-	-	-
总计	-	-	-	-	-

资料来源：公司年报、中报，国泰君安证券研究。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		