

# 九丰能源 (605090)

证券研究报告

2021年08月11日

## LNG、LPG 双轮驱动的清洁能源供应商

### 简介：LNG、LPG 双轮驱动的清洁能源供应商

公司于 1990 年从 LPG 贸易业务起步，2000 年进军 LNG 领域。2012 年东莞九丰 LNG 接收站完工为公司重要节点，公司成为我国首个民营 LNG 接收站运营商，步入能源贸易新阶段。LNG、LPG 为公司两大核心贸易板块，2020 年实现贸易总量 288 万吨。近年公司业绩在成本端优化下快速增长，2020 年归母净利润同比翻倍至 7.7 亿。

### LNG：成长主要动能，稀缺资产助力成本优化

LNG 板块已成为公司近年售气增长的主动动能，2015 至 2020 年销量复合增速达 25%，销量占比从 20% 提升至 45%。与此同时，在采购端的灵活调配下，近年 LNG 盈利能力快速提升，单吨毛利较 2018 年大幅抬升 37% 至 608 元/吨。行业层面看，碳中和将使天然气在十四五、十五五期间的增长曲线更为陡峭，两个五年预计复合增速分别为 6% 和 8%，消费量分别达到 4350 及 6392 亿方。在产能弹性不足的情况下，预计 LNG 进口需求将持续旺盛。公司 LNG 业务主要布局在消费占比达高、进口依赖度高的华南地区，或将深刻受益于“两碳”方向下华南工业煤改气的提速。

此外，对于贸易业务而言主动性尤为重要，公司中游稀缺资产将持续赋能购销两端主动权：(1) 运营国内首个民营 LNG 接收站，采购端灵活性及主动权持续增强。在接收站赋能下，公司 LNG 毛利率领先同业，近三年平均高出 6.2 个百分点；(2) 上市募投项目为两艘 LNG 运输船的购建，一方面气源采购的灵活性将增强，另一方面带来成本优化，预计 LNG 单位运输成本可由 0.83 美元/百万英热降低至 0.52 美元/百万英热，降幅达 37%。

### LPG：贸易规模稳定，华南地区第一大进口商

公司以 LPG 业务起家，近年 LPG 规模较为稳定，2015 年以来销量稳定在 150 至 180 万吨之间。价格端与 LNG 板块趋势一致，2020 年 LPG 单吨毛利 257 元/吨，同比大幅抬升 61%。行业层面看，随着我国 LPG 深加工装置产能的不断扩大，LPG 的化工原料需求预计稳健增长，公司作为华南第一大 LPG 进口商、全国第四大 LPG 进口商，预计 LPG 销售规模将稳中有增。在产业链布局方面，公司于 2021 年 6 月签订了 LPG 运输船购建合同，将在 2024 年拥有一艘自有的 LPG 运输船，届时会降低 LPG 业务对租赁船舶的依赖，弱化租赁价格波动的影响，同时进一步实现采购成本的优化。

**盈利预测与估值：**预计公司 2021-2023 年预计可实现营业收入 105、125 和 147 亿，归母净利润 9.3、11.4 和 13.1 亿，对应 PE 分别为 15、12 和 11 倍。给予公司 2021 年目标 PE16 倍，目标价 33.59 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**LNG、LPG 下游需求增长不及预期，国际油气价格超预期波动，运输船建设进度不及预期，开展套期保值的风险，“照付不议”采购模式的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,021.29	8,913.52	10,524.15	12,537.64	14,726.37
增长率(%)	(12.82)	(11.05)	18.07	19.13	17.46
EBITDA(百万元)	656.06	1,102.91	1,245.07	1,490.55	1,712.12
净利润(百万元)	366.75	767.64	927.43	1,135.21	1,314.57
增长率(%)	110.19	109.31	20.81	22.40	15.80
EPS(元/股)	0.83	1.73	2.09	2.56	2.97
市盈率(P/E)	37.86	18.09	14.97	12.23	10.56
市净率(P/B)	7.01	5.53	3.67	2.82	2.23
市销率(P/S)	1.39	1.56	1.32	1.11	0.94
EV/EBITDA	0.00	0.00	2.30	7.67	(0.76)

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	公用事业/燃气
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	32.11 元
目标价格	33.59 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	442.97
流通 A 股股本(百万股)	82.97
A 股总市值(百万元)	14,223.76
流通 A 股市值(百万元)	2,664.16
每股净资产(元)	7.76
资产负债率(%)	42.76
一年内最高/最低(元)	49.78/26.50

### 作者

郭丽丽 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520030001  
guolili@tfzq.com

张樨樨 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

杨阳 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520050001  
yangyanga@tfzq.com

王茜 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090005  
wangqian@tfzq.com

许杰 联系人  
xujiea@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《九丰能源-首次覆盖报告:受益 LNG 市场快速增长，未来成长性可期》  
2021-08-08

## 内容目录

<b>1. LNG、LPG 双轮驱动清洁能源供应商</b>	<b>4</b>
1.1. 简介：深耕能源贸易三十载	4
1.2. 业务：LNG、LPG 双轮驱动	4
1.3. 财务：盈利水平持续抬升	6
<b>2. LNG：成长主要动能，稀缺资产助力成本优化</b>	<b>8</b>
2.1. 业务权重快速提升，已成增长主动能	8
2.2. 两碳助力需求增长，煤改气打开空间	9
2.3. 接收站叠加运输船，气源掌控力增强	10
2.3.1. 接收站：气源掌控力的保障	10
2.3.2. 运输船：高壁垒的稀缺资产	12
<b>3. LPG：贸易规模稳定，华南地区第一大进口商</b>	<b>13</b>
3.1. 售气量波动较小，华南第一大进口商	13
3.2. 化工需求潜力大，华南地区需求稳增	14
3.3. 产业链加速布局，运输船助力降成本	15
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>16</b>
4.1. 盈利预测	16
4.2. 估值	17
<b>5. 风险提示</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图 1：公司重要时间节点	4
图 2：公司股权结构	4
图 3：公司码头与库区示意图	5
图 4：2020 年公司营收结构	5
图 5：2020 年实现总销量 288 万吨	5
图 6：公司 LNG 业务模式	5
图 7：公司 LPG 业务模式	6
图 8：公司 2020 年实现营业收入 89 亿元	6
图 9：公司 2020 年实现归母净利润 7.7 亿元	6
图 10：公司营收结构变化	7
图 11：公司毛利结构变化	7
图 12：2018 年以来公司利润率稳增	7
图 13：公司 LNG 业务毛利水平高于 LPG、甲醇等	7
图 14：公司 ROE 在 2020 年有所回升	7
图 15：公司杠杆不断下降	8
图 16：公司今年销售净利润水平大幅回升	8
图 17：2020 年 LNG 完成销量 130 万吨	8

图 18: LNG 不含税均价近两年持续走低 .....	8
图 19: LNG 单吨成本近六年均值为 2640 元/吨 .....	9
图 20: LNG 单吨毛利近六年均值为 586 元/吨 .....	9
图 21: 天然气在化石能源中碳排放水平最低 .....	9
图 22: 风、光装机占比提升仍需时日 .....	9
图 23: 国内天然气产量与消费量对比 .....	9
图 24: 产销缺口持续扩大 .....	9
图 25: 公司各地区营收占比 .....	10
图 26: 公司接收站重要事件梳理 .....	12
图 27: 同业毛利率对比 .....	12
图 28: 2020 年 LPG 完成销量 158 万吨 .....	14
图 29: LPG 不含税均价近两年持续走低 .....	14
图 30: LPG 单吨成本近六年均值为 3115 元/吨 .....	14
图 31: LPG 单吨毛利近六年均值为 214 元/吨 .....	14
图 32: LPG 表观消费量情况 .....	14
图 33: LPG 消费需求结构 .....	14
图 34: 我国 LPG 对外依存度情况 .....	15
图 35: 2020 年我国 LPG 进口来源国情况 .....	15
图 36: 华南地区 LPG 需求结构 .....	15
图 37: 公司 LPG 业务收入情况 (境内) .....	15
图 38: LPG 成本结构 .....	15
图 39: LNG 成本结构 .....	15
表 1: 华南地区 LNG 接收站分布 .....	10
表 2: 接收站具体情况梳理 .....	11
表 3: 九丰进口气源梳理 .....	11
表 4: 公司 2020 年 12 月购置的 LNG 运输船信息 .....	12
表 5: 运输成本降幅测算 .....	13
表 6: 2020 年 LPG 进口量排名 .....	13
表 7: 公司核心经营数据展示 .....	16
表 8: 可比公司估值表 .....	17

## 1. LNG、LPG 双轮驱动的清洁能源供应商

### 1.1. 简介：深耕能源贸易三十载

深耕能源贸易三十载，我国首个民营 LNG 接收站运营商。九丰集团成立于 1990 年，起步于 LPG 贸易，并于 1997 年在珠海港投建中国第一座 LPG 浮仓码头。2000 年，九丰集团进军 LNG 领域。2012 年东莞九丰 LNG 接收站完工为公司重要节点，公司成为我国首个民营 LNG 接收站运营商，步入能源贸易新阶段。在二十余年的能源贸易领域深耕下，公司已发展成为国内大型清洁能源综合服务供应商，并于 2021 年 5 月成功登陆上交所。

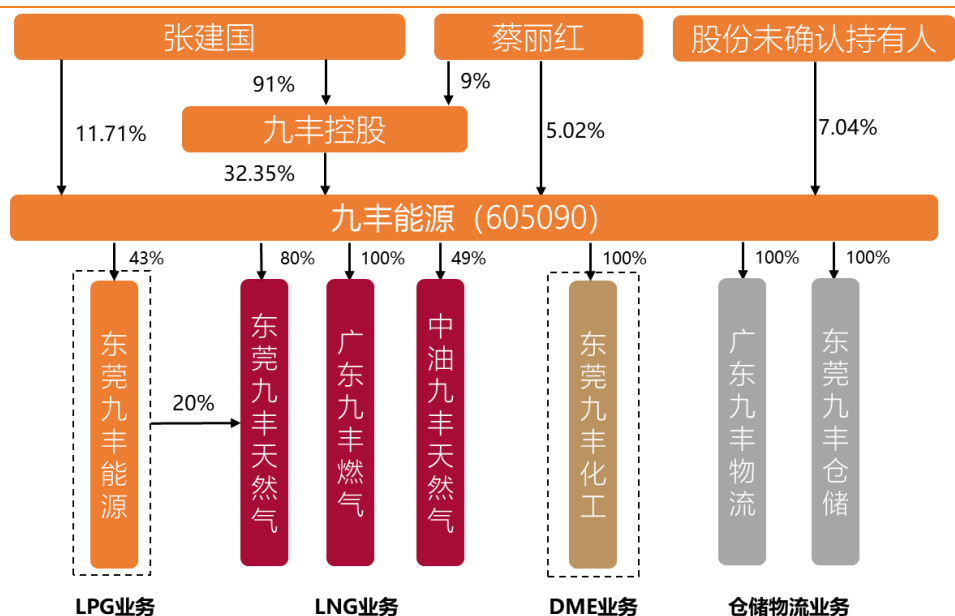
图 1：公司重要时间节点



资料来源：公司官网，招股说明书，天风证券研究所

实控人为张建国、蔡丽红夫妇，实际持股比例近 50%。股权结构方面，截至 2021 年 5 月，董事长张建国直接持有公司 11.71% 股份，并通过九丰控股持有公司 29.44% 的股份，实际控制比例已超过 40%，其妻蔡丽红直接、间接持有总计 8% 的股份，二者为公司实际控制人。公司作为大型控股集团，主要通过参控股公司来开展 LPG、LNG 贸易业务。

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截至 2021 年 5 月 25 日；公司通过 100% 控股广东盈安贸易控股东莞九丰仓储

### 1.2. 业务：LNG、LPG 双轮驱动

背靠东莞立沙岛综合能源基地，位置优越且设施完备。公司依托于自主运营的东莞立沙岛综合能源基地进行燃气贸易。基地主要由一座 5 万吨级综合码头（8 万吨级水工结构）、14.4 万立方米 LPG 储罐以及 16 万立方米 LNG 储罐组成，为公司能源贸易提供强劲支撑。其中 LNG 储备设施是保障粤港澳大湾区工业及民生的天然气应急调峰储备库，发挥着重要的天

然气应急调峰作用。

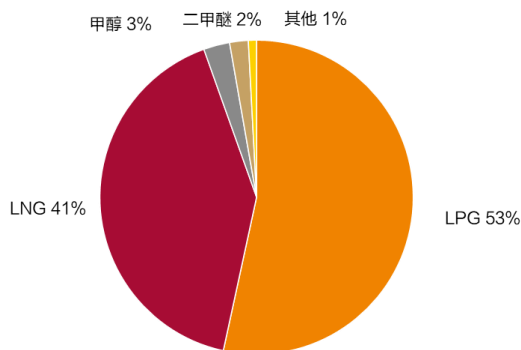
图 3: 公司码头与库区示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

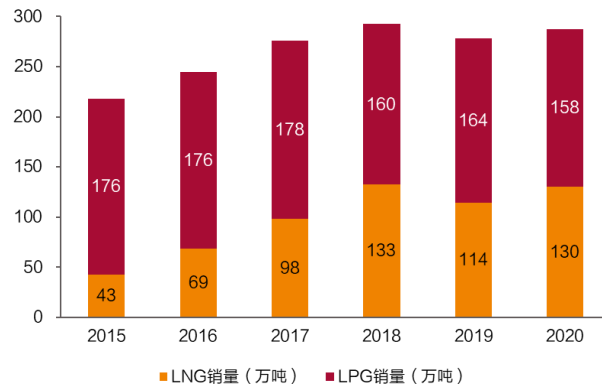
**LNG、LPG 双轮驱动，总销量规模近 300 万吨。**公司主营业务可分为三部分：LPG 贸易，LNG 贸易以及其他清洁能源（如甲醇，二甲醚）贸易，其中 LNG 和 LPG 贸易为业务主体，2020 年营收占比分别达到 41%和 53%。在接收站支撑下，公司贸易规模稳步增长，2020 年实现总贸易量 288 万吨，同比增加 3.4%，其中 LNG 销量 130 万吨，LPG 销量 158 万吨。

图 4: 2020 年公司营收结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5: 2020 年实现总销量 288 万吨

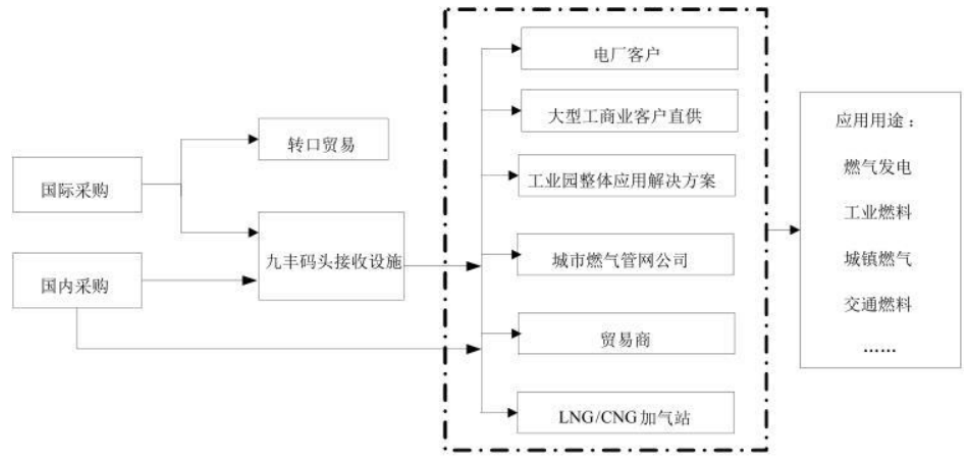


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**业务模式：依托接收站境外采购为主，长约+现货灵活调配。**接收站为公司能源贸易的基础，公司依托接收站周转能力采购燃气，并向下游直供或分销。公司采购方面以境外为主，LNG 方面长约与现货灵活调配，其中长约价格挂钩 Brent 和 JCC，现货价格参照 JKM；LPG 方面采取年度合约和现货的方式，价格一般以 CP 或者 FEI 为基础。

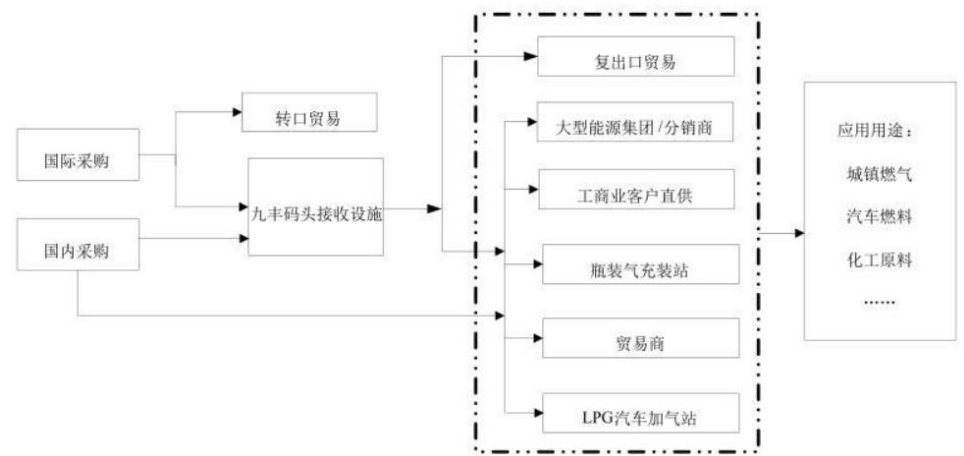
图 6: 公司 LNG 业务模式





资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 7：公司 LPG 业务模式

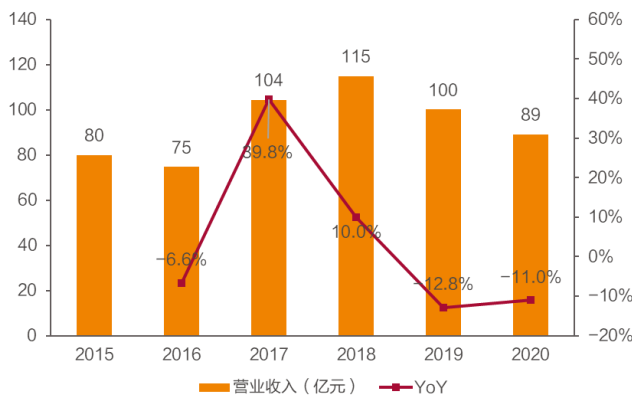


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.3. 财务：盈利水平持续抬升

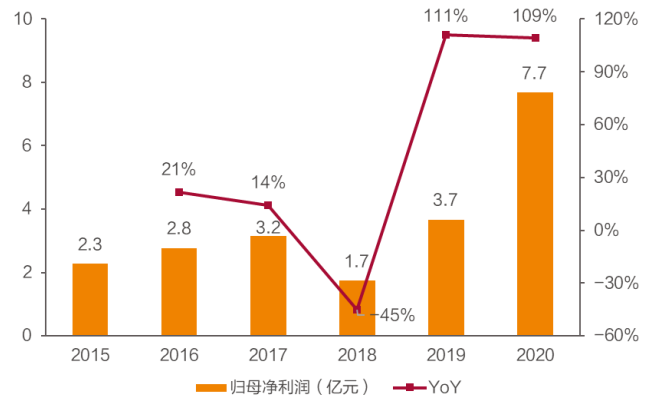
**规模：公司 2020 年实现归母净利润 7.7 亿，同比翻倍。**从营收端看，在量价因素共同作用下，公司营收规模相对稳定，2020 年实现营业收入 89 亿，同比下滑 11%，核心原因在于疫情背景下需求不济带来的量价齐跌。从利润端看，公司利润规模波动明显，2019-2020 年归母净利润均实现同比翻倍增长，核心原因在于成本端国际油气价格的降低，公司整体盈利水平得到显著提振。

图 8：公司 2020 年实现营业收入 89 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司 2020 年实现归母净利润 7.7 亿元

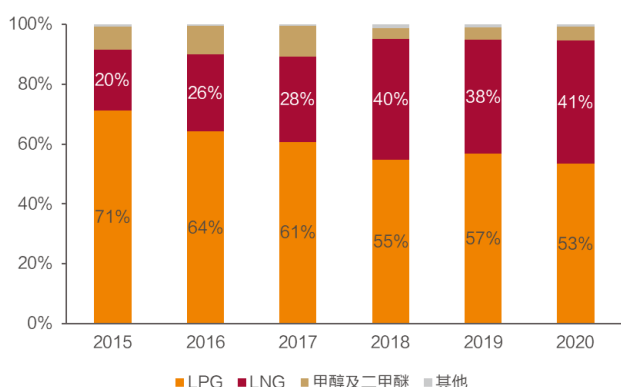


资料来源：Wind，天风证券研究所

**结构：LNG 业绩权重稳步增长。**LPG、LNG 为公司业务主体，从趋势上看，LNG 权重呈明

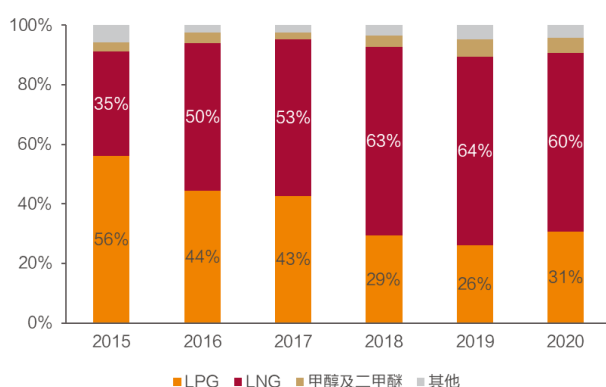
显走高趋势。在 LNG 销量的持续增长下，公司 LNG 板块营收占比自 2015 年的 20% 提升至 2020 年的 41%。与此同时，叠加 LNG 盈利水平显著高于以批发为主的 LPG，公司 LNG 板块毛利占比自 2015 年的 35% 大幅提升至 2020 年的 60%。

图 10：公司营收结构变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

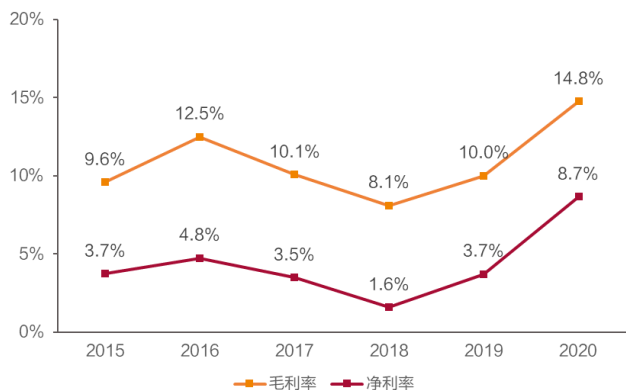
图 11：公司毛利结构变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

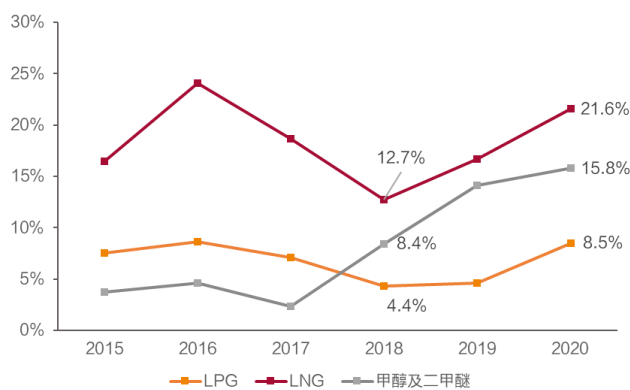
**盈利水平：2020 年毛利率为 14.8%，同比抬升 4.8 个百分点。**受国际油气价格高位运行影响，公司 2016-2018 年度 LPG 与 LNG 业务的毛利水平均有下滑。2019 年开始，国际油气价格回落，并在 2020 年在疫情冲击下加速走低，公司成本端优化明显，整体毛利水平随之大幅提振。2020 年公司实现毛利率 14.8%，同比抬升了 4.8 个百分点，带动净利率同比抬升 5 个百分点。

图 12：2018 年以来公司利润率稳增



资料来源：Wind，天风证券研究所

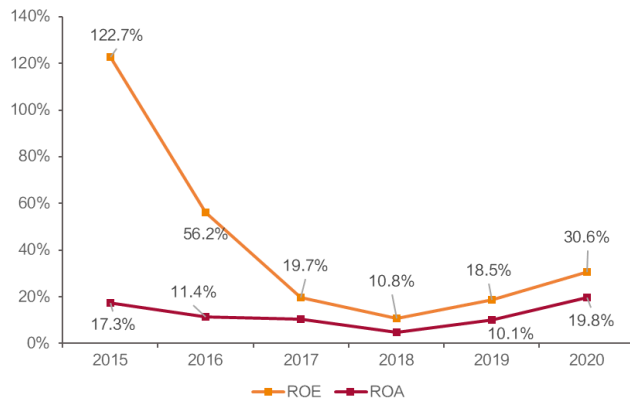
图 13：公司 LNG 业务毛利水平高于 LPG、甲醇等



资料来源：Wind，天风证券研究所

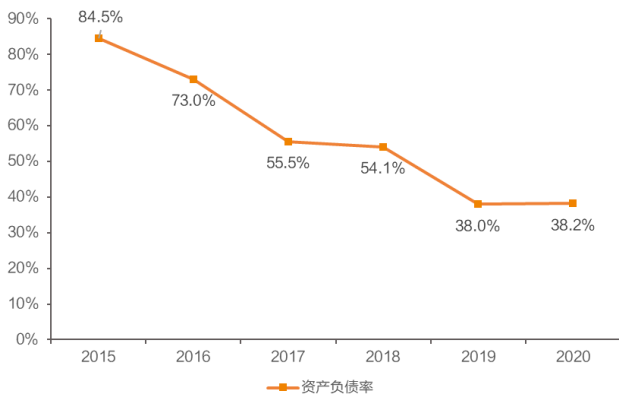
**回报率稳中有增，2020 年 ROE 实现 31%。**杠杆水平方面，在持续的增资以及债务偿还下，公司整体杠杆水平趋降，资产负债率由 2015 年的 85% 降至 2020 年的 38%。利润率方面，随着进口油气价格的高位回落，公司盈利水平触底回升，净利率自 2018 年的 1.6% 提升至 2020 年的 8.7%。在利润率、杠杆率双降的压制下，2015 至 2018 年公司 ROE 快速走低，随着盈利水平回温、杠杆率企稳，公司回报率于 2018 年开始触底反弹，ROE、ROA 分别由 2018 年的 11%、5% 提升至 2020 年的 31%、20%。

图 14：公司 ROE 在 2020 年有所回升



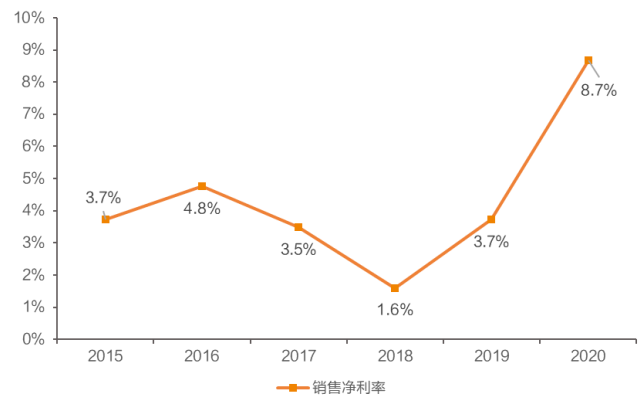
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 公司杠杆不断下降



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 公司今年销售净利润水平大幅回升



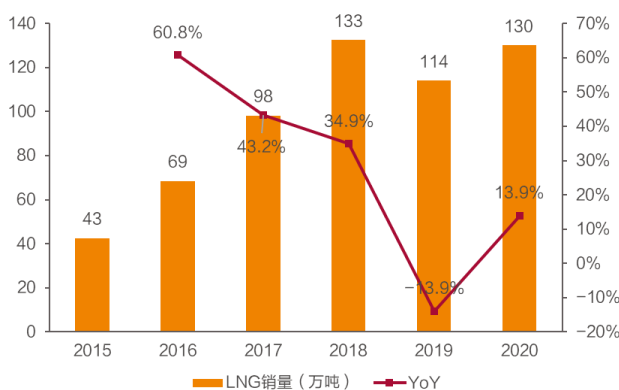
资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2. LNG: 成长主要动能, 稀缺资产助力成本优化

### 2.1. 业务权重快速提升, 已成增长主动能

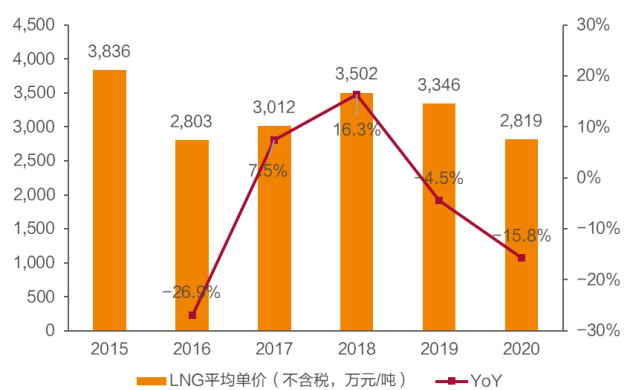
LNG 为公司成长主驱动, 单吨盈利近年快速提升。量的层面, LNG 为公司近年售气增长的主动能, 2015 至 2020 年销量复合增速达 25%, 销量占比已从 2015 年的 20% 提升至 2020 年的 45%。价格层面, 在国际油气价格回落、疫情压制需求等因素下, 2019 年以来公司 LNG 售价及采购价均有明显下行。公司紧抓机遇, 在采购端的灵活调配下实现盈利能力的快速提升。2020 年平均售价较 2018 年下滑近 20% 至 2819 元/吨, 平均成本较 2018 年下滑 28% 至 2211 元/吨, 单吨毛利较 2018 年大幅抬升 37% 至 608 元/吨。

图 17: 2020 年 LNG 完成销量 130 万吨



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

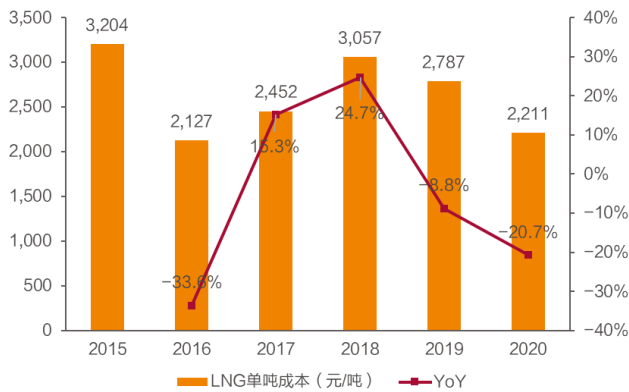
图 18: LNG 不含税均价近两年持续走低



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

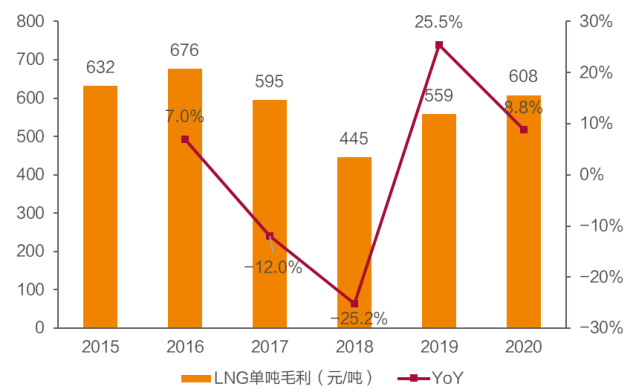


图 19: LNG 单吨成本近六年均值为 2640 元/吨



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 20: LNG 单吨毛利近六年均值为 586 元/吨



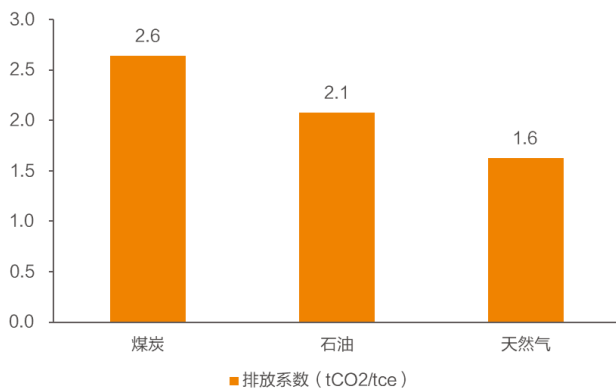
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

## 2.2. 两碳助力需求增长, 煤改气打开空间

在碳中和、碳达峰的目标下, 非化石能源将逐渐成为我国能源体系的基石, 预计到 2050 年比重将提升至 78%。但在转变的过程中, 量、质两方面的问题并不可忽视: **从量的角度看**, 目前非化石能源消费占比约 15%, 其中风电、光伏装机占比约 20%, 非化石能源的基石作用凸显仍需时日; **从质的角度看**, 新能源受制于发电模式, 与需求端的匹配度不足, 整体电源稳定性仍有待提高, 需要煤电、气电等化石能源提供调峰等稳定性支撑。天然气碳排放系数 1.6 tCO<sub>2</sub>/tce, 相对煤炭、石油碳排放压力较小。

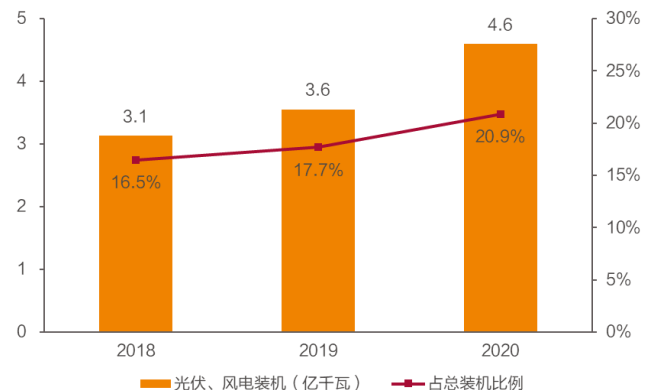
此外, 增储上产七年计划、中游管网改革正当时, 供给及基础设施支撑持续完备, 整体来看天然气是化石能源向非化石能源过渡的最优选择, **远期看天然气或将面临可再生能源的替代, 但达峰前仍将是能源体系的重要抓手, 碳中和对于天然气的作用, 在于使其十四五、十五五期间的增长曲线更为陡峭。**预计十四五、十五五期间天然气需求将保持正增长复合增速分别为 6%和 8%, 消费量分别达到 4350 及 6392 亿方, 占到能源消费比重约 10.2%和 14.3%, 两碳目标下未来十年增速或将得到明显抬升。

图 21: 天然气在化石能源中碳排放水平最低



资料来源: 碳排放交易网, 天风证券研究所

图 22: 风、光装机占比提升仍需时日

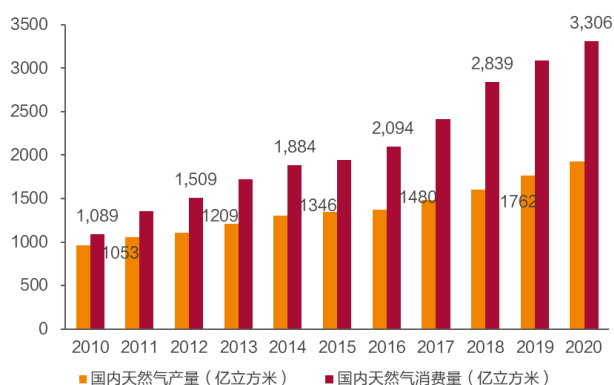


资料来源: Wind, 天风证券研究所

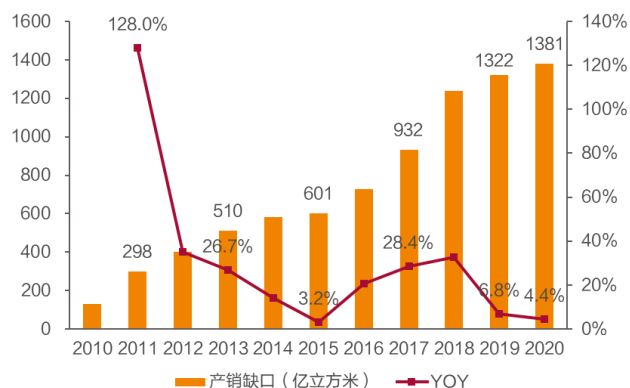
**国内天然气供需缺口持续扩大, 进口需求高企。**从趋势上看, 我国天然气需求保持快速增长势头, 2020 年即便需求受疫情压制, 中国天然气消费量仍录得 7.2%的正增长。但我国天然气生产端短期弹性有限, 无法跟上需求增长的步伐, 国内天然气 2011-2020 销售量复合增速可达 11.7%, 但国内天然气产量的复合增速仅为 7.2%, 供需缺口不断扩大, 2020 年产销缺口达 1381 亿立方米, 进口天然气需求持续走高。

图 23: 国内天然气产量与消费量对比

图 24: 产销缺口持续扩大



资料来源: Wind, 天风证券研究所

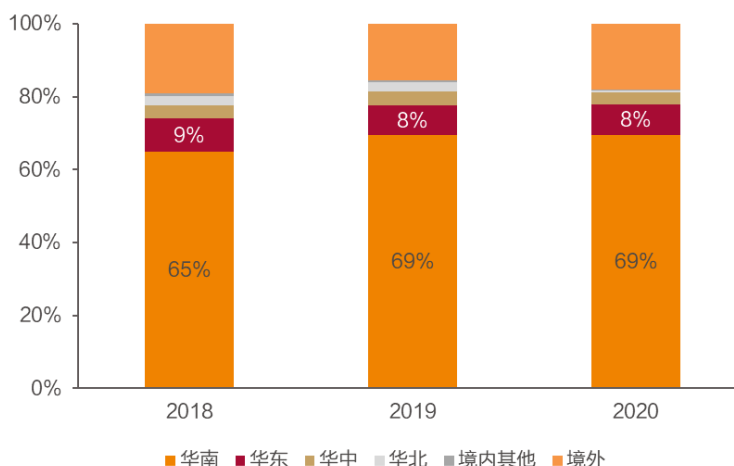


资料来源: Wind, 天风证券研究所

**华南地区煤改气提速, 公司 LNG 板块或将深刻受益。**在两碳目标下, 华南地区工业煤改气进程或有提速, 根据《广东省加快推进城市天然气事业高质量发展实施方案》: 到 2025 年, 广东省城市居民管道天然气普及率要达到 70%, 用气量要达到 200 亿立方米以上, 省生态环境厅表示下一步将继续推进工业“煤改气”工作。

华南地区 LNG 消费量在国内居首, 但 2019 年 LNG 产量仅占比 0.43%, 绝大部分 LNG 需求依靠进口满足。由于制造业发达以及沿海省份便于航运, 2018 年广东省 LNG 进口量占全国 20%, 是我国进口量最高的省份。LNG 业务区域性明显, 公司业务主要布局华南地区, 2020 年华南地区收入占公司总收入比例为 69.4%, 或将持续受益于华南工业煤改气的推进。

图 25: 公司各地区营收占比



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

## 2.3. 接收站叠加运输船, 气源掌控力增强

### 2.3.1. 接收站: 气源掌控力的保障

公司位于东莞的 LNG 接收站于 2012 年开始投产, 系国内首个民营接收站, 发展至今已积累了稳定优质的国际气源采购渠道和较高的市场知名度。截至 2020 年底, 整个华南地区仅有十座接收站, 其中八座归属于中石油、中石化和中海油, 一座归属于国有企业深圳燃气, 接收站资源对于民营企业而言极具稀缺性。

表 1: 华南地区 LNG 接收站分布

投产时间	经营者	位置
2006	中国海油	广东深圳大鹏
2012	九丰能源	广东东莞
2013	中国海油	广东珠海金湾
2014	中国石油	海南

2014	中国海油	海南
2016	中国石化	广西北海
2017	中国海油	广东粤东
2018	中国海油	广东深圳迭福
2019	深圳燃气	广东深圳
2019	中国海油	广西防城港

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

表 2：接收站具体情况梳理

项目	介绍
投产时间	2012 年 12 月（国内首家民营接收站）
储罐大小	2*8 万吨（单体储存能力国内排名第一）
接收能力	150 万吨/年
主要功能	利用 LNG 接收站进行国外采购后，再向国内 LNG 批发、终端零售
主要优势	可利用自有 LNG 接收站直接面向海外 LNG 生产商或贸易商采购，更具成本优势

资料来源：公司官网，公司招股说明书，天风证券研究所

**接收站对于能源供应商的意义是多维度的。接收站支撑公司更灵活得获取气源。**上游大型气源供应商以及下游客户偏好拥有**完善岸线码头及仓储设备**的企业。公司的接收站地理位置优越且周转能力良好，已形成稳定优质的国际采购渠道和国内分销渠道。目前公司已与马来西亚国家石油公司及国际七大石油巨头之一的意大利埃尼集团（ENI）签订了 LNG 长期采购协议，此外还与世界主要的 LNG 生产商之一的卡塔尔液化天然气有限公司、托克、新加坡国有能源企业达成了合作框架协议，保证上游气源稳定，成本合理可控。在接受站支撑下，公司在现货和长约之间的切换也更为灵活，结合 LNG 进口价格及时调整交易方式，降低进气成本。

**接收站可拓宽公司 LNG 业务覆盖区域。**接收站除服务于华南地区以外，还可与国家管网位于其他地区的接收站交换窗口期，便于公司拓展其他地区的 LNG 分销业务。2019 年 12 月，中石油 LNG 运输船顺利抵达东莞九丰 LNG 接收站，中国石油利用公司 LNG 接收站向广东、福建供应 LNG 资源取得突破。次年 11 月，公司 13.3 万方液化天然气 LNG 船舶靠泊国家管网集团海南洋浦接收站，公司成为国家管网的首批托运商，可以向海南供应 LNG。在国家管网接收站的向第三方开放的大背景下，公司与管网能够灵活交换窗口期，接收站的作用仍不可或缺。

表 3：九丰进口气源梳理

分类	进口气源	简介
长约	马来西亚石油公司	截至 2021 年 5 月 公司与马石油续签长约至 2026 年 3 月末
	意大利埃尼集团	截至 2021 年 5 月，公司与 ENI 签订新长约，期限为 3 年，可延长一年
现货	卡塔尔液化天然气有限公司	达成框架合作协议，获取来自中东的气源
	托克（Trafigura）	达成框架合作协议，获取澳大利亚气源
	新加坡 Pavilion Gas 能源集团	达成框架合作协议，获取澳大利亚气源

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

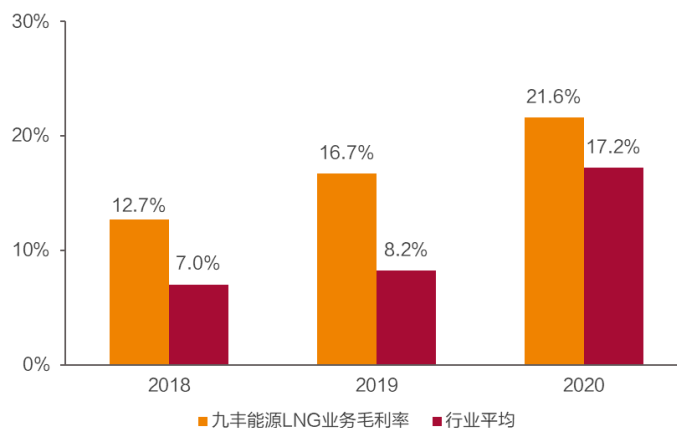
图 26：公司接收站重要事件梳理



资料来源：公司招股说明书，厦门华气官网，中国燃气网，天风证券研究所

**稀缺资源助力盈利领先，LNG 板块毛利率行业领先。**由于 LNG 业务较难跨区经营，我们选取在华南地区经营 LNG 业务的公司进行对比，拥有接收站的九丰能源毛利显著高于同业。2018-2020 年度公司 LNG 板块的毛利率为 12.7%、16.7%、21.6%，而行业平均水准为 7.0%，8.2%，17.2%，年均高 6.2 个百分点。

图 27：同业毛利率对比



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 2.3.2. 运输船：高壁垒的稀缺资产

**LNG 运输船制造工艺复杂，稀缺性凸显。**近年来，随着国际对清洁能源的重视程度提高，LNG 运输船的重要性同样与日俱增。规模较大的 LNG 运输需求叠加 LNG 运输船建造的高难度，使 LNG 运输船成为 LNG 行业的核心资产。目前行业内的大型综合能源服务商，普遍购买自有的 LNG 运输船，并基于此建立了完备的自有货物运输体系，在行业内拥有较强议价权。

**公司为构建 LNG 自有运输能力，已于 2020 年 12 月购置 2 艘 LNG 运输船。**由于国际航运市场波动较为频繁，公司迫切需要拓展远洋物流运输能力，用以避免旺季因缺乏船只或租赁成本波动过大冲击公司业绩的状况。目前公司已形成远洋船队+仓储基地+码头岸线的全物流通道布局。公司本次上市募资拟购建两艘新运输船，替代目前租用的两艘中型运输船。公司于 2018 年 7 月与江南造船签订购船合同，购建两艘吨位约为 3.53 万吨的运输船，总价款约 21.06 亿。

表 4：公司 2020 年 12 月购置的 LNG 运输船信息

船舶名称	建造时间	载重量（公吨）	购买价格（万美元）
GLOBAL ENERGY	2006 年	36,145	4,200.00
LNG Pioneer	2005 年	70,912	3,680.00

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

**运输船的意义：成本降低、灵活采购。**运输成本为公司 LNG 板块重要成本要素，根据公司测算，自有 LNG 运输船相比较租赁而言，单位运输成本可由 0.83 美元/百万英热降低至 0.52 美元/百万英热，降幅可达 37%。此外，自有运输船可帮助公司更好把握低价气源机遇，降低综合采购成本，进一步稳定板块盈利。

表 5：运输成本降幅测算

项目	成本构成	金额（万元）
2 艘新建 LNG 运输船	折旧费用	5,902.61
	运营成本	4,424.79
	合计	10,327.40
	单位成本	0.52
<b>目前租赁船舶及租金水平</b>		<b>金额（万元）</b>
2 艘租赁中型 LNG 运输船	LNG Lerici：39,000.00 美元/天	8,583.71
	Saga Dawn：43,800.00 美元/天	9,640.16
	合计	18,223.87
	单位成本	0.83

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

注：新运输船按照 5% 的残值率，30 年来计提折旧，运营成本参照船舶管理公司报价

假设运输船每年使用率为 90%，即可投入 328.5 天

### 3. LPG：贸易规模稳定，华南地区第一大进口商

LPG 业务一直是公司的重要板块，经过多年的发展，公司已成为华南地区第一大 LPG 进口商、全国第四大 LPG 进口商。从成长性来看，未来华南地区 LPG 需求预计稳健增长，将带动公司业务量不断提升。另一方面，公司 LPG 产业链布局持续优化，自有 LPG 运输船又将进一步降低运输成本，提升利润中枢。

#### 3.1. 售气量波动较小，华南第一大进口商

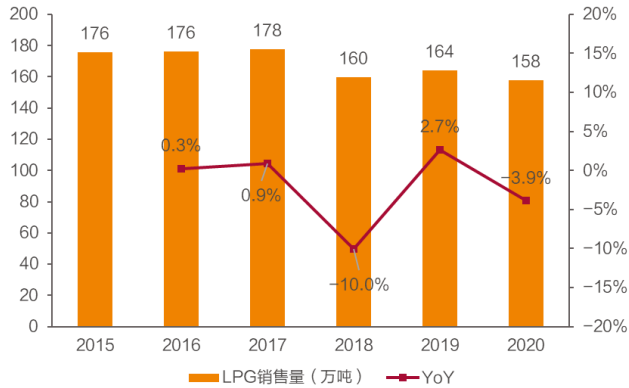
**LPG 规模稳定，盈利提升。**公司以 LPG 业务起家，依托自有的东莞立沙岛综合能源基地，目前为我国 LPG 行业的重要参与者。公司在华南地区地位突出，以 2020 年进口量计算，是**华南地区第一大 LPG 进口商，我国第四大 LPG 进口商**。从体量上看，公司近年 LPG 规模较为稳定，2015 年以来销量区间在 150 至 180 万吨之间。价格端，LPG 贸易与 LNG 贸易趋势一致，近年上下游价格均有降低，公司依托灵活的气源调配能力实现毛差回温，2020 年 LPG 单吨毛利 257 元/吨，同比大幅抬升 61%。

表 6：2020 年 LPG 进口量排名

排名	名称	主要经营区域
1	东华能源股份有限公司	华东地区
2	中国燃气控股有限公司	全国
3	万华化学集团股份有限公司	华北地区
4	<b>江西九丰能源股份有限公司</b>	<b>华南地区</b>
5	天津渤海化工集团有限责任公司	华北地区
6	泰国暹罗石油化工有限公司	华南地区
7	浙江卫星石化股份有限公司	华东地区
8	浙江物产化工集团有限公司	华东地区
9	宁波金发新材料有限公司	华东地区
10	东莞巨正源科技有限公司	华南地区

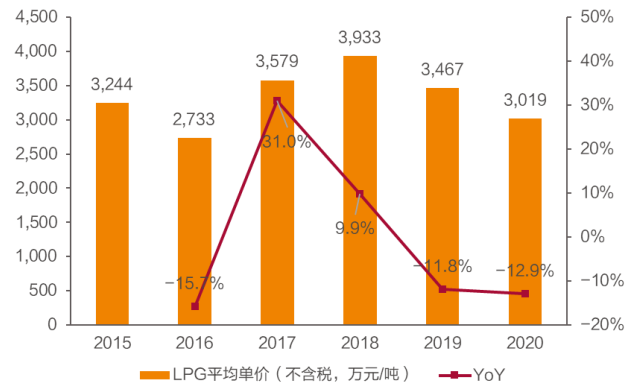
资料来源：金联创，公司招股说明书，天风证券研究所

图 28：2020 年 LPG 完成销量 158 万吨



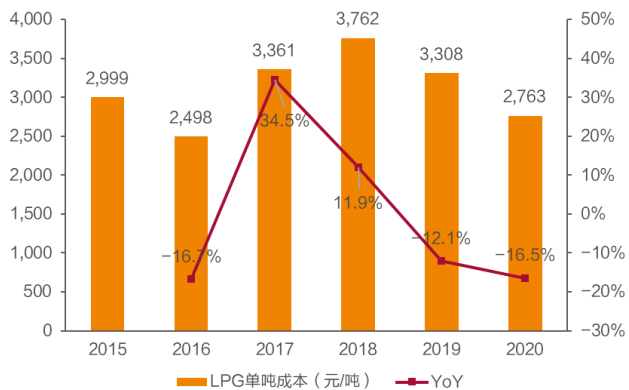
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 29：LPG 不含税均价近两年持续走低



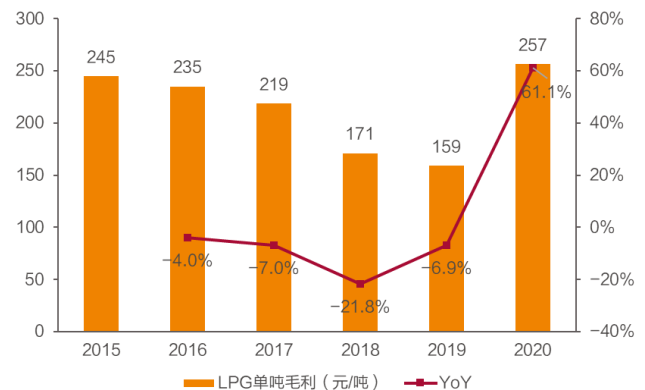
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 30：LPG 单吨成本近六年均值为 3115 元/吨



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 31：LPG 单吨毛利近六年均值为 214 元/吨

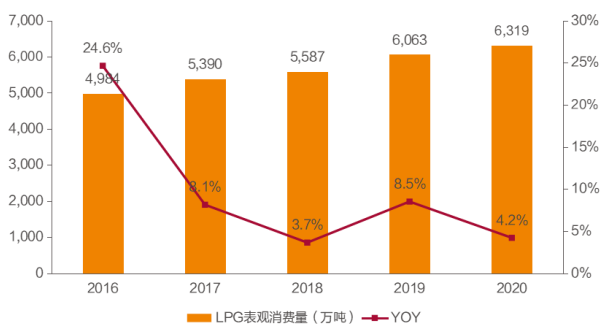


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.2. 化工需求潜力大，华南地区需求稳增

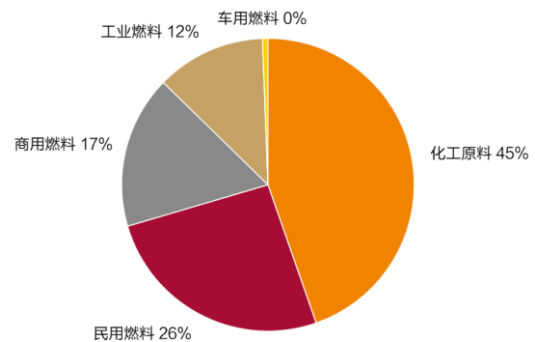
LPG 深加工装置产能的不断扩大，带动消费量稳定增长。2016 至 2020 年，我国 LPG 表观消费量复合增速为 6.11%，化工原料需求是带动 LPG 消费增长的主导因素。我国 LPG 的需求最主要用途可分为燃料和化工原料两部分，以 2020 年统计数据来看，燃料消费占比 55%，化工消费占比 45%。作为燃料用途的 LPG 需求占比在减少，但总量仍在上涨。随着我国 LPG 深加工装置产能的不断扩大，以及技术进步推动成本下降，作为化工原料的 LPG 需求量将持续提高，是我国 LPG 市场的主要增量。

图 32：LPG 表观消费量情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：LPG 消费需求结构

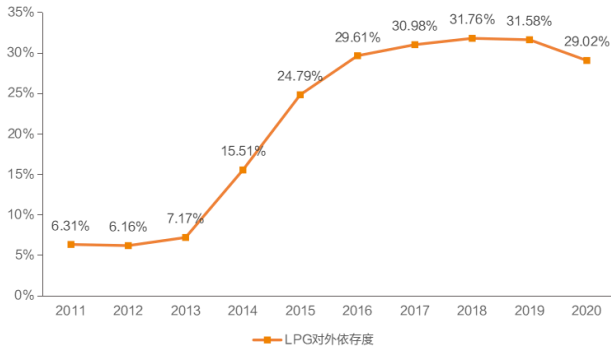


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

LPG 进口依存度走高，近五年约为 30%。我国 LPG 的供需缺口较大，对外依存度近十年不断提升，近 5 年的平均为 30%左右。由于国内油气田资源相对缺乏，我国 LPG 自产主要来源于炼厂气，供应缺口依靠进口气来填补，进口 LPG 主要来自中东地区国家，主要为油气田伴生气。

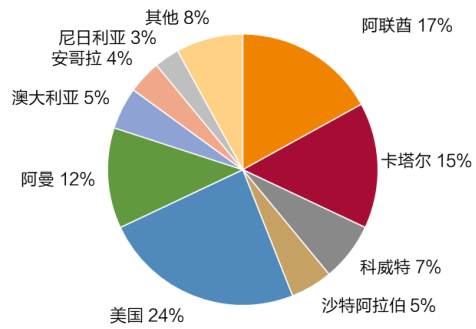


图 34：我国 LPG 对外依存度情况



资料来源：wind，天风证券研究所

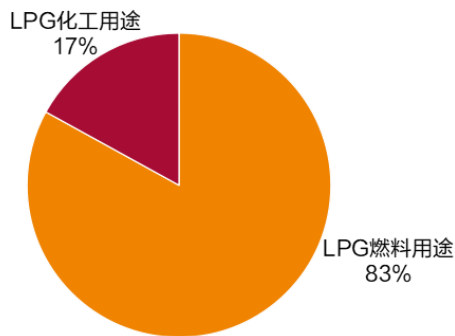
图 35：2020 年我国 LPG 进口来源国情况



资料来源：中宇资讯，天风证券研究所

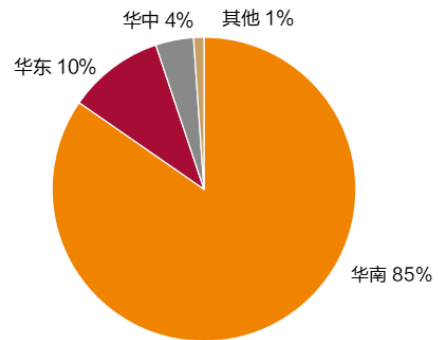
**华南地区 LPG 消费占比较高，公司 LPG 销量规模有望维持稳定。**根据大连期货交易所数据，2018 年华南地区 LPG 消费量占全国 LPG 总消费量的 26.3%。其中燃料用途消费占华南地区 LPG 总消费的 83%。我们认为华南地区 LPG 未来增量集中在农村燃料及化工领域：一方面由于其投资规模较小、灵活性强等特点，在天然气管网不具备铺设条件的农村地区，LPG 具有较大潜力；另一方面，随着技术进步和成本降低，华南地区 LPG 的化工需求也有较大增量空间。公司为华南地区第一大 LPG 进口商、全国第四大 LPG 进口商，在此背景下 LPG 业务量未来有望稳中有增。

图 36：华南地区 LPG 需求结构



资料来源：大连期货交易所，天风证券研究所

图 37：公司 LPG 业务收入情况（境内）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

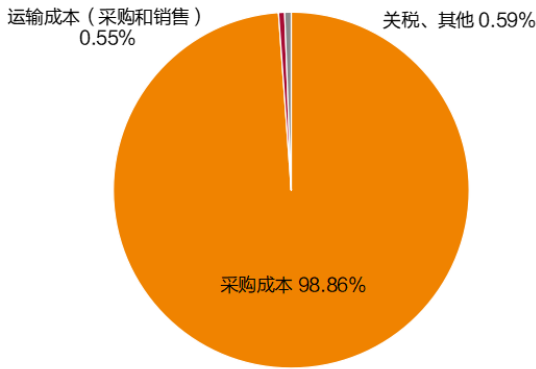
### 3.3. 产业链加速布局，运输船助力降成本

**LPG 产业链加速布局，经营稳定性持续加固。**公司已经形成涵盖国际采购、仓储加工、运输销售、终端应用解决方案等较完整的清洁能源产业链业务体系。对于 LPG 业务，购建运输船可降低对租赁船只的依赖，提高采购灵活性、增强业务经营稳定性，进一步优化 LPG 产业链布局。2021 年 6 月，公司签订了购建 LPG 运输船的合同，预计公司将在 2024 年拥有一艘自有的 LPG 运输船，届时会降低 LPG 业务对租赁船舶的依赖，避免 LPG 运输船租赁价格波动对公司业务经营稳定性的影响，保证 LPG 的稳定供应。

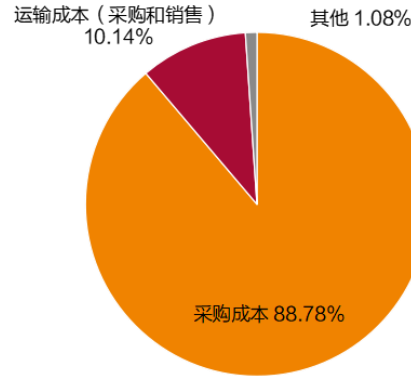
**运输成本同样为 LPG 重要成本要素，自有运输船助力采购端成本优化。**自有 LPG 公司 LPG 采购以 DES/DAP 模式为主，运费由卖方承担，而 LNG 采购则以 FOB 模式为主，运费由买方承担，即运费的计算方式不同。因此从数据上看，与 LPG 产品相比，LNG 运输成本占比明显较高，但实际上 LPG 的运输成本已包含在其采购成本之中。类比公司购置 LNG 运输船的测算，自有运输船后会产生折旧、维护等运营成本，但仍会低于租赁运输船所需的租金成本。

图 38：LPG 成本结构

图 39：LNG 成本结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

我们将公司的业务分为三部分进行盈利预测，分别是 LNG，LPG 以及其他产品。

#### LNG 板块：

(1) **销量方面**：公司 LNG 板块已成增长主动能，在两碳叠加煤改气大背景下，预计公司 LNG 销量将保持高速增长。

(2) **运输成本**：公司购置的两艘 LNG 运输船将于 2023 年如期投运，单位运输成本可由 0.83 美元/百万英热降低至 0.52 美元/百万英热。

(3) **购销价差**：在接收站及自有运输船的支撑下，公司采购端灵活性及主动权强化，预计综合价差维稳。

#### LPG 板块：

(1) **销量方面**：化工用气提供增量，华南地区潜力较大，预计公司 LPG 销量规模稳定。

(2) **价格方面**：以批发为主，运输船提供气源灵活性，预计毛差稳中有增。

表 7：公司核心经营数据展示

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>LNG 板块</b>					
销量 (万吨)	130.1	178.0	226.0	274.0	295.9
YOY	13.9%	36.9%	27.0%	21.2%	8.0%
平均售价 (元/吨)	2819	2959	3107	3262	3403
单位采购成本 (元/吨)	2211	2233	2121	2143	2100
<b>LPG 板块</b>					
销量 (万吨)	157.7	150.0	150.0	150.0	150.0
YOY	-3.9%	-4.9%	0.0%	0.0%	0.0%
平均售价 (元/吨)	3019	3170	3328	3495	3588
单位成本 (元/吨)	2763	2790	2790	2818	2762
<b>甲醇</b>					
销量 (万吨)	14.2	14.0	14.0	14.0	15.9
YOY	33.1%	-1.4%	0.0%	0.0%	13.3%
平均售价 (元/吨)	1696	1696	1730	1730	1730

#### 二甲醚

销量 (万吨)	4.3	4.0	4.0	4.0	4.2
YOY	5.1%	-7.0%	0.0%	0.0%	5.0%
平均售价 (元/吨)	3983	3876	3876	3876	3876

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

结合以上核心经营数据假设，我们预计公司 2021-2023 年预计可实现营业收入 105、125 和 147 亿，同比分别增加 18.1%、19.1%和 17.5%；可实现归母净利润 9.3、11.4 和 13.1 亿，同比分别增加 20.8%、22.4%和 15.8%。

## 4.2. 估值

我们采取相对 PE 估值法对公司进行估值。由于公司拥有接收站，相关业务经营效益高于同业平均，我们同样选取拥有接收站的企业作为可比公司，具体标的选择为新奥股份，广汇能源以及深圳燃气。可比公司平均 PE 为 16.04 倍，我们给予公司 2021 年目标 PE16 倍，目标价 33.59 元，维持“增持”评级。

表 8：可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS		PE		PB	
			2021	2022	2021	2022	2021	2022
600803.SH	新奥股份	471	1.04	1.24	15.97	13.46	4.21	3.30
600256.SH	广汇能源	326	0.38	0.46	13.22	10.83	1.75	1.55
601139.SH	深圳燃气	276	0.54	0.63	18.94	16.42	2.38	2.19

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：盈利预测来自 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

**LNG、LPG 下游需求增长不及预期：**公司主营 LNG 和 LPG 贸易，若下游需求增速持续放缓，公司贸易量或将面临大幅缩减。

**国际油气价格超预期波动：**JLM、Brent、JCC 等国际油气价格指数的波动，将对公司采购价及终端价产生影响，大幅波动的情况下公司毛差将面临较大不确定性。

**运输船建设进度不及预期：**自有运输船对于公司采购端掌控力、运输成本优化等意义重大，若进度不及预期或将影响后续贸易业务稳定性。

**开展套期保值的风险：**未来国际原油价格等价格指数及汇率因突发事件发生超预期的波动或公司套期保值业务操作不当，公司仍可能面临套期保值业务出现大额损失的风险，进而影响公司的盈利能力和经营业绩。

**“照付不议”采购模式的风险：**若因公司原因导致公司的实际提货量未达到“照付不议”合同约定量，且公司与上游供应商无法进行协商调整或公司无法协助卖方寻找合适第三方进行转售，则公司可能会面临就未完成合同约定采购量的部分对给卖方造成的损失进行赔偿的风险。若上游供应商无法按约定供货，则可能会对公司 LNG 供应的稳定性带来一定风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,261.33	1,262.82	25,251.56	16,698.95	29,445.97
应收票据及应收账款	231.33	334.47	717.95	535.82	936.82
预付账款	22.51	77.65	143.76	102.75	153.02
存货	321.03	404.43	459.47	579.19	636.44
其他	118.43	155.45	156.42	152.53	167.49
<b>流动资产合计</b>	<b>1,954.63</b>	<b>2,234.83</b>	<b>26,729.16</b>	<b>18,069.23</b>	<b>31,339.73</b>
长期股权投资	135.58	178.02	178.02	178.02	178.02
固定资产	1,183.50	1,681.27	1,667.13	1,663.01	1,651.90
在建工程	29.51	58.53	71.12	90.67	84.40
无形资产	121.16	141.20	137.13	133.06	128.99
其他	41.47	58.62	51.91	46.18	47.79
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,511.22</b>	<b>2,117.64</b>	<b>2,105.31</b>	<b>2,110.94</b>	<b>2,091.10</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,472.25</b>	<b>4,352.46</b>	<b>28,836.60</b>	<b>20,183.01</b>	<b>33,432.49</b>
短期借款	551.72	670.59	6,000.00	6,000.00	6,000.00
应付票据及应付账款	414.37	299.89	10,146.88	530.20	12,048.92
其他	321.62	466.06	590.06	390.32	754.76
<b>流动负债合计</b>	<b>1,287.72</b>	<b>1,436.53</b>	<b>16,736.95</b>	<b>6,920.52</b>	<b>18,803.68</b>
长期借款	0.00	1.00	8,000.00	8,000.00	8,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	32.73	223.23	114.18	123.38	153.60
<b>非流动负债合计</b>	<b>32.73</b>	<b>224.23</b>	<b>8,114.18</b>	<b>8,123.38</b>	<b>8,153.60</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,320.45</b>	<b>1,660.76</b>	<b>24,851.13</b>	<b>15,043.90</b>	<b>26,957.28</b>
少数股东权益	169.39	178.58	202.51	220.94	242.48
股本	360.00	360.00	442.97	442.97	442.97
资本公积	698.83	690.22	949.66	949.66	949.66
留存收益	1,622.41	2,153.12	3,339.99	4,475.20	5,789.77
其他	(698.83)	(690.22)	(949.66)	(949.66)	(949.66)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,151.80</b>	<b>2,691.70</b>	<b>3,985.47</b>	<b>5,139.11</b>	<b>6,475.22</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,472.25</b>	<b>4,352.46</b>	<b>28,836.60</b>	<b>20,183.01</b>	<b>33,432.49</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	372.55	773.22	927.43	1,135.21	1,314.57
折旧摊销	95.54	103.55	65.62	68.64	71.45
财务费用	39.15	25.57	40.00	40.00	40.00
投资损失	5.11	(56.84)	(25.86)	(25.86)	(36.19)
营运资金变动	708.77	235.88	9,364.32	(9,681.04)	11,379.11
其它	(45.78)	(256.54)	(1.01)	19.78	28.95
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,175.35</b>	<b>824.83</b>	<b>10,370.49</b>	<b>(8,443.27)</b>	<b>12,797.89</b>
资本支出	120.75	499.89	169.04	70.80	19.78
长期投资	11.33	42.44	0.00	0.00	0.00
其他	(198.53)	(1,246.84)	(205.31)	(125.65)	(32.41)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(66.46)</b>	<b>(704.51)</b>	<b>(36.27)</b>	<b>(54.85)</b>	<b>(12.63)</b>
债权融资	611.45	727.40	14,079.51	14,065.02	14,066.78
股权融资	(47.31)	(47.94)	302.41	(40.00)	(40.00)
其他	(1,419.80)	(757.08)	(727.40)	(14,079.51)	(14,065.02)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(855.66)</b>	<b>(77.61)</b>	<b>13,654.52</b>	<b>(54.49)</b>	<b>(38.24)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>253.23</b>	<b>42.71</b>	<b>23,988.74</b>	<b>(8,552.61)</b>	<b>12,747.02</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>10,021.29</b>	<b>8,913.52</b>	<b>10,524.15</b>	<b>12,537.64</b>	<b>14,726.37</b>
营业成本	9,017.78	7,597.22	8,954.37	10,677.08	12,579.11
营业税金及附加	10.65	14.93	17.63	21.00	24.67
营业费用	345.84	215.45	254.38	303.05	355.95
管理费用	110.39	110.73	130.74	155.75	182.94
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	49.49	39.33	40.00	40.00	40.00
资产减值损失	(15.65)	(14.65)	(11.50)	(13.93)	(13.36)
公允价值变动收益	15.78	(44.89)	(24.94)	1.35	7.41
投资净收益	(5.11)	56.84	25.86	25.86	36.19
其他	31.53	5.89	(1.86)	(54.42)	(87.21)
<b>营业利润</b>	<b>460.61</b>	<b>932.67</b>	<b>1,139.46</b>	<b>1,381.91</b>	<b>1,600.67</b>
营业外收入	0.59	10.43	4.39	5.14	6.65
营业外支出	3.07	20.79	9.07	10.98	13.61
<b>利润总额</b>	<b>458.13</b>	<b>922.30</b>	<b>1,134.78</b>	<b>1,376.07</b>	<b>1,593.71</b>
所得税	85.57	149.08	183.43	222.43	257.61
<b>净利润</b>	<b>372.55</b>	<b>773.22</b>	<b>951.36</b>	<b>1,153.64</b>	<b>1,336.10</b>
少数股东损益	5.80	5.58	23.93	18.43	21.53
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>366.75</b>	<b>767.64</b>	<b>927.43</b>	<b>1,135.21</b>	<b>1,314.57</b>
每股收益(元)	0.83	1.73	2.09	2.56	2.97

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-12.82%	-11.05%	18.07%	19.13%	17.46%
营业利润	99.10%	102.49%	22.17%	21.28%	15.83%
归属于母公司净利润	110.19%	109.31%	20.81%	22.40%	15.80%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.01%	14.77%	14.92%	14.84%	14.58%
净利率	3.66%	8.61%	8.81%	9.05%	8.93%
ROE	18.50%	30.55%	24.52%	23.08%	21.09%
ROIC	21.26%	55.97%	47.12%	-16.47%	55.98%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.03%	38.16%	86.18%	74.54%	80.63%
净负债率	-30.20%	-19.89%	-280.32%	-51.25%	-237.51%
流动比率	1.52	1.56	1.60	2.61	1.67
速动比率	1.27	1.27	1.57	2.53	1.63
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	44.04	31.51	20.00	20.00	20.00
存货周转率	22.26	24.57	24.36	24.14	24.23
总资产周转率	2.73	2.28	0.63	0.51	0.55
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.83	1.73	2.09	2.56	2.97
每股经营现金流	2.65	1.86	23.41	-19.06	28.89
每股净资产	4.48	5.67	8.54	11.10	14.07
<b>估值比率</b>					
市盈率	37.86	18.09	14.97	12.23	10.56
市净率	7.01	5.53	3.67	2.82	2.23
EV/EBITDA	0.00	0.00	2.30	7.67	-0.76
EV/EBIT	0.00	0.00	2.43	8.04	-0.79

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com