

中石化冠德 (00934.HK) 投资价值分析报告

码头、管输业务量提升， 海外物流仓储开拓有空间

2017 年 11 月 22 日

投资要点

- ❖ **中石化冠德：中国石化股份公司旗下唯一国际化仓储物流平台。**公司是中国石化控股的一家储运和贸易公司，主营原油接卸、储存和运输，以及天然气管道输送业务。公司是中国石化母公司旗下定位国际化仓储物流的唯一平台公司。在国内，公司通过参股控股形式拥有惠州华德石化等 7 个原油码头，年码头设计吞吐量达 2.72 亿吨；于 2015 年收购母公司旗下榆济管道有限公司，开启天然气管道输送业务。在国外，公司共有 4 个仓储区域，总设计容量达 278 万立方米。
- ❖ **公司是国内原油码头服务龙头，将受益于我国原油进口较快增长。**公司是国内原油码头服务企业，旗下码头吞吐量占国内原油进出口总量 50% 以上。2017-2020 年，国内进入新一轮的炼化产能投产高峰，加上非国营原油进口贸易额度持续提升（预计 2018 年额度同比增长超过 60%），我们预测国内原油进口量将有年均超过 10% 以上的高速增长，特别是 2018-2019 年，年均增速可能超过 15%。在此背景下，公司将充分受益于自身码头资源与新建炼化项目地域的高度契合，预计公司原油吞吐量 2018-2020 年年均增速 40% 以上。
- ❖ **油气改革不断推进，公司天然气管输业务盈利空间已经打开。**随着油气改革、天然气定价市场化的不断推进，预计 2017-2020 年我国天然气消费量年均增速将超过 13%，特别是 2017-2018 年煤改气带来需求脉冲式增加，国内天然气供需格局从“供应过剩”走向“季节性紧张”。天然气管输企业将受益于输气量增加。2017 年开始，公司旗下榆济管线受山东 LNG 接收站竞争冲击趋弱，另外新折旧规定降低折旧成本、输气能力扩张后输气量上升将充分对冲管输费下降带来的利空，榆济管线盈利空间已经打开。
- ❖ **海外拓展或提速。**随着中国石化 LNG 进口业务规模的扩大，预计公司 LNG 船运业务盈利规模将稳步提升。随着国内油气及炼化市场向民营企业开放，竞争进一步市场化格局的形成，预计国有石油公司出海开拓市场的步伐将提速。而作为中国石化国际化仓储物流唯一平台的冠德必然将受益于这个趋势。
- ❖ **风险因素：1、原油进口不及预期；2、榆济管道扩能项目不及预期；3、公司在印尼巴淡项目仲裁案给公司带来负面影响。**
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**公司原油码头服务和天然气管输业务均迎来发展良机，海外市场开拓也有想象空间。预测公司 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.44/0.57/0.61 港元，参考同行 2018 年估值，结合 A-H 估值差异，给予公司 18 年 PE12 倍，目标价 6.80 港元，首次给予“买入”评级。

中石化冠德 (0934.HK) 盈利预测及估值

项目/年度	2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入(万港元)	204,363	176,659	183,616	224,710	225,485
增长率 YoY%	-0.89	-13.56	3.94	22.38	0.34
净利润(万港元)	102,685	100,525	108,893	140,691	151,654
增长率 YoY%	0.47	-2.10	8.32	29.20	7.79
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.41	0.40	0.44	0.57	0.61
毛利率%	41.05	35.68	46.48	50.58	50.56
净资产收益率 ROE%	10.91	10.47	10.19	11.63	11.14
PE	12	12	11	9	8
PB	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 11 月 15 日收盘价



买入 (首次)

当前价：4.87 港元

目标价：6.80 港元

中信证券研究部

黄莉莉

电话：010-60838728

邮件：hll@citics.com

执业证书编号：S1010510120048

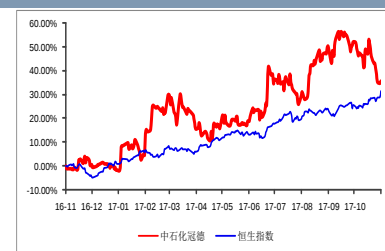
张樾樾

电话：0755-23835419

邮件：zhangxx@citics.com

执业证书编号：S1010512080002

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	25465.22 点
总股本/流通股本	2486/2486 百万股
近 12 月最高/最低价	5.56 元/3.43 元
近 1 月绝对涨幅	-10.84%
今年以来绝对涨幅	34.95%

目录

中石化冠德——国内原油码头服务龙头	1
我国原油进口量将持续增长，成品油出口带来新发展空间	2
我国原油进口将保持上升态势	2
成品油出口市场或成为新的发展空间	5
榆济管道扩能贡献将显现	8
国内天然气消费增速重回两位数	8
山东市场 LNG 冲击长期趋弱，榆济线未来盈利可期	9
管输费调整尘埃落地，榆济线负荷有望继续提升	11
海外业务或跟随母公司稳步推进	13
风险提示	13
盈利预测及估值假设	14
主要假设与盈利预测	14
估值及评级	15

插图目录

图 1: 公司原油码头吞吐量及占全国原油吞吐量比例	1
图 2: 公司业务发展历史	1
图 3: 公司营业收入与净利润	2
图 4: 2016 年公司主营构成	2
图 5: 中石化冠德股权结构	2
图 6: 我国原油消费量及增速预测	3
图 7: 我国原油非国营贸易进口允许量	3
图 8: 我国原油对外依存度	5
图 9: 我国原油进口数量	5
图 10: 我国成品油出口规模及其预测	6
图 11: 山东省原油进口量	6
图 12: 公司码头与新建炼厂地理位置	7
图 13: 国内月度天然气累计表观消费量及其增速	9
图 14: 中国天然气表观消费量	9
图 15: 山东天然气表观消费量和自产产量	10
图 16: 山东天然气消费量和城市用消费量	10
图 17: 天然气管道运输价格表	11
图 18: 河南天然气表观消费量和自产产量	13

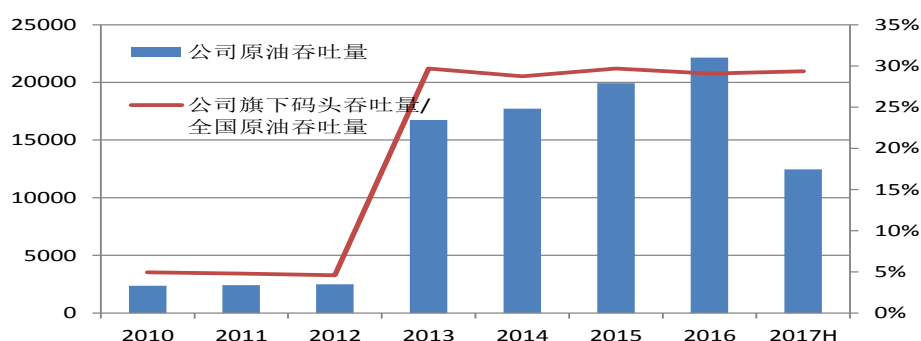
表格目录

表 1: 非国营进口原油资质（截至 2017 年 5 月底）	3
表 2: 目前我国在建、拟建及规划的炼油项目	4
表 3: 公司码头分布及仓储情况	7
表 4: 国内主要原油码头企业及其接卸能力	7
表 5: 天然气基础设施开放及中间环节降成本政策	8
表 6: 榆济管道各省管道输气量	10
表 7: 青岛 LNG 接收站累计接卸量	10
表 8: 青岛 LNG 工程投产计划	11
表 9: 榆济管道天然气运输价格表（运输价格含 11% 增值税，2017 年 9 月 1 日起生效）	11
表 10: 天然气管道运输距离表	12
表 11: 中国石化 LNG 接收站	13
表 12: 公司未来三年营业情况预测	14
表 13: 公司未来三年核心指标预测	15
表 14: 可比公司估值情况	15

中石化冠德——国内原油码头服务龙头

中石化冠德是中石化控股的一家储运和贸易公司，公司主营原油接卸、储存和运输，以及天然气管道输送业务。公司在国内通过参股控股形式拥有惠州华德石化、天津宝华、湛江港码头、日照宝华、唐山曹妃甸宝华、宁波宝华等 7 个原油码头，年码头设计吞吐量达 2.72 亿吨。2016 年，公司旗下码头合计吞吐量达 2.22 亿吨，占国内原油码头吞吐量（按照原油进口量*2）7.62 亿吨的约 30%，是国内原油码头服务龙头。此外，公司于 2015 年收购母公司旗下中石化榆济管道有限公司，开启天然气管道输送业务。同时，公司在境外共有 4 个仓储区域，总设计容量达 278 万立方米。

图 1：公司原油码头吞吐量及占全国原油吞吐量比例



资料来源：公司公告，中信证券研究部

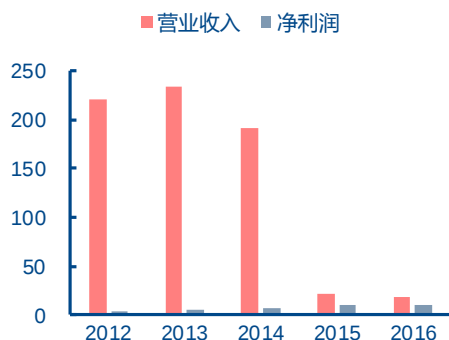
图 2：公司业务发展历史



资料来源：公司公告，中信证券研究部

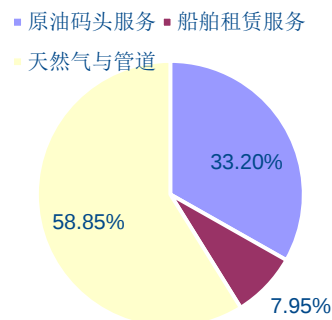
公司于 2015 年停止石油贸易业务，营收大幅-89.37%，但同时榆济管道并表导致毛利同比+199.75%；2016 年全年，公司共实现营业收入 17.67 亿港元，同比-13.56%，主要原因是山东天然气供过于求导致榆济管道竞争加剧；但得益于原油码头业务的增长以及中东富查伊拉公司盈利能力的增长，共实现净利润 10.05 亿元，略微-2.14%。公司营业收入主要来自天然气管道输送、原油码头服务和船舶租赁服务，但期租游轮合约已于 16 年底到期，为规避经营风险，公司决定暂停船舶租赁服务。

图 3：公司营业收入与净利润



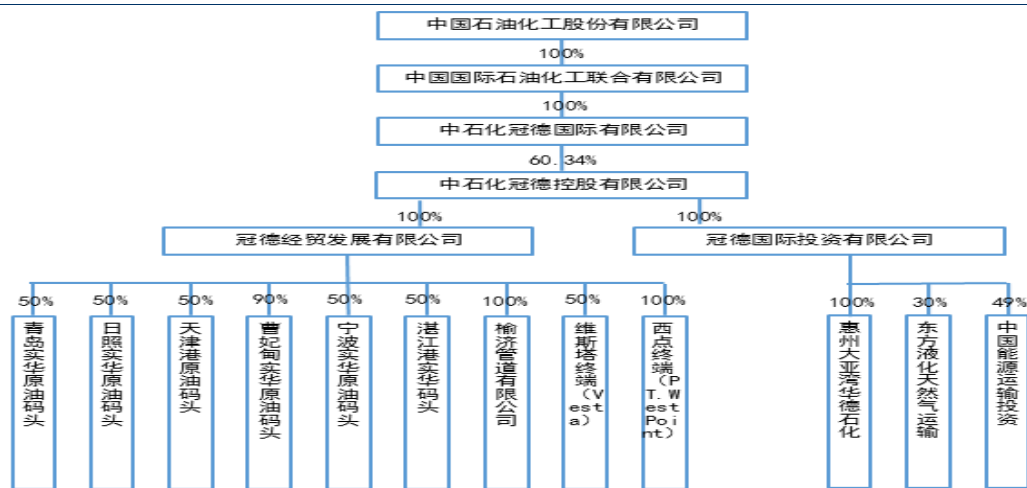
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：2016 年公司主营构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：中石化冠德股权结构



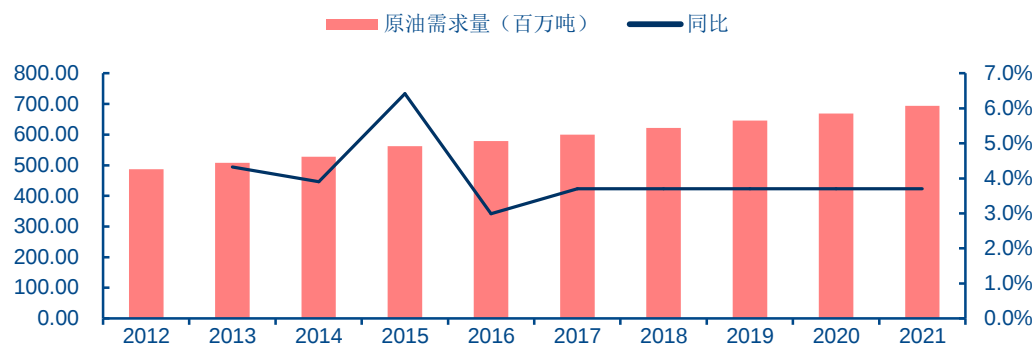
资料来源：wind，中信证券研究部

我国原油进口量将持续增长，成品油出口带来新发展空间

我国原油进口将保持上升态势

2016 年，我国原油需求占全球约 12%，表观需求约 1110 万桶/天。未来几年，在国内稳定经济需求，以及原油进口双权继续放宽、新建炼能投产高峰再次到来的多轮驱动下，我们预计 2017-2020 年，我国原油需求量将保持 4%左右的增速。

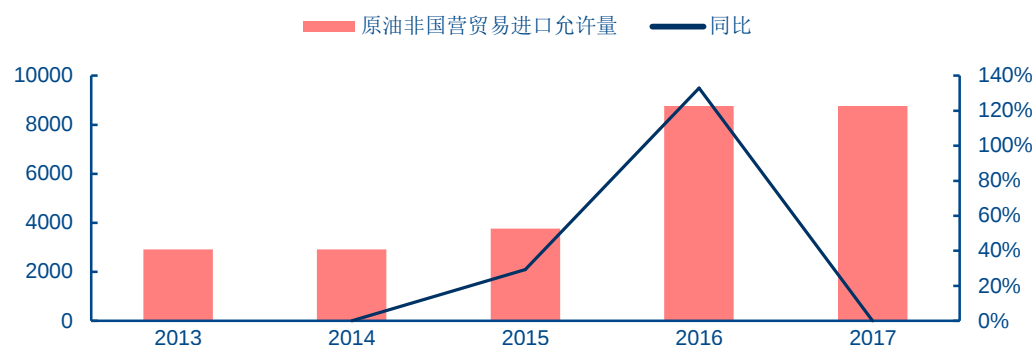
图 6：我国原油消费量及增速预测



资料来源：BP，IEA，中信证券研究部预测

进口原油双权下放，地炼原油进口保持高增长。自 2015 年国家原油使用权、原油进口非国营贸易资质双权下放开始，2016 年，我国继续扩大放开地方炼油企业使用原油进口配额，并于 2016 年 2 月 29 日成立中国独立炼厂石油采购联盟。由商务部数据，我国原油非国营贸易进口允许量逐年激增，2016 年允许量已接近 2014 年的 3 倍。而发改委审批的原油进口使用权逐年均比允许量高 2000 万吨左右，2017 年原油进口使用权的审批数量业已破亿万吨。2018 年，我国非国营贸易进口允许量大幅提升至 1.42 亿吨，+62%。

图 7：我国原油非国营贸易进口允许量



资料来源：商务部，中信证券研究部

截止 2017 年 5 月底，共有 30 家地方炼厂获/等待批复进口原油使用权配额共计 9669 万吨。有 16 家地炼获批非国营贸易进口原油资质，共计 4564 万吨。

表 1：非国营进口原油资质（截至 2017 年 5 月底）

炼厂名称	进口原油使用配额	发改委批复情况	常减压装置产能	淘汰产能	2017 年首批原油非国营贸易进口允许配额	非国营贸易进口资质
东明石化	750	批复	750	600	657	批复
盘锦北方沥青燃料	700	批复	700	600	567	批复
中化弘润	530	批复	570	330	509	暂无
垦利石化	252	批复	300	210	224	批复
利津石化	350	批复	350	250	312	批复
亚通石化	276	批复	350	230	201	批复
宝塔石化	616	批复	750	170	46	批复
汇丰石化	416	批复	580	180	167	批复
万达天弘	440	批复	500	342	375	批复
寿光鲁清	258	批复	300	215	218	批复
京博石化	331	批复	350	230	78	批复
齐润化工	220	批复	220	190	208	批复

炼厂名称	进口原油使用配额	发改委批复情况	常减压装置产能	淘汰产能	2017年首批原油非国营贸易进口允许配额	非国营贸易进口资质
海右石化	320	批复	350	260	43	批复
无棣鑫岳炼化	240	批复	240	200	120	暂无
恒源石化	350	批复	350	280	175	暂无
鑫海化工	372	批复	600	366	186	公示中
清源集团	404	批复	520	325	202	公示中
神驰化工	252	批复	260	210	126	公示中
金城石化	300	批复	590	250	150	公示中
海科瑞林	210	批复	230	175		暂无
中海精细	186	批复	230	155		暂无
丰利石化	222	批复	260	160		暂无
金澳科技	230	批复	500	230		暂无
延长石油	360	批复	1740	300		暂无
总计	8585	11590	6458	4564		
岚桥石化	180	等待批复	350	150		暂无
齐成石油	160	等待批复	350	160		暂无
胜星化工	220	等待批复	220	220		暂无
东方华龙工贸	300	等待批复	300	285		暂无
锦源石化	80	等待批复	220	80		暂无
玉皇盛世	144	公示中	300	120		暂无
总计	1084		1740	1015		

资料来源：发改委，中信证券研究部

炼能加速扩张将大幅提升原油进口需求。由于近几年原油价格较低，炼油毛利总体较好，2016年中国炼油行业盈利1704亿元，比上年大幅增长120%，创历史纪录。自国家下放炼油项目审批权、放开原油进口权等以来，民营炼油企业快速扩能，多个千万吨级炼化项目纷纷开工建设。

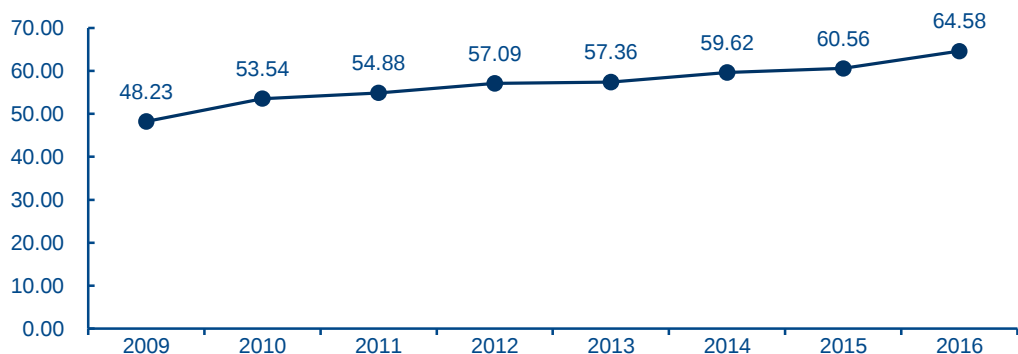
表2：目前我国在建、拟建及规划的炼油项目

投产时间	企业	所属	能力	建设进度	所在区域
2020年以前	云南石化	中国石油	1300	2018年	云南
	华北石化	中国石油	500	2018年	沧州
	惠州炼厂	中国海油	1000	2018年	惠州
	大榭石化	中国海油	600	2018年底	大榭
	恒力石化	恒力	2000	2019年	大连
	一泓石油化工	浅海	1500	2019年	浅海
	舟山石化	荣盛、巨化	2000	2019年	舟山
	其他地炼		500		
合计			9400		
2020年及以后	东方石化	中国石油、俄罗斯	1300		
	揭阳石化	中国石油、委内瑞拉	2000		
	古雷石化	中国石化	1600		
	上海漕泾	中国石化	2000		
	华锦石化	中国兵器	1500		
	西中岛	中国石油	1500		
	曹妃甸	中国石化	1500		
	华通京港化工	中东海湾投资	1600		
	新华石化	新华联合冶金	2000		
	大连福佳	福佳	2000		
	辽宁海城	海城石油机械制造	2000		
	旭阳集团	旭阳集团	1000		
	盛虹石化	盛虹	1600		
	中科大炼油	中国石化、科威特	1000		湛江
合计			22600		

资料来源：中国石油集团经济技术研究院

国内自产原油料将保持稳定。供应端，我国自产原油受限于资源量和成本，产量多年保持稳定，未来大幅增加的潜力不大。根据国家发改委公布的《石化产业规划布局方案》，我国原油产量到 2020 年争取稳定在 2 亿吨水平。此外，我国石油战略储备自 2008 年以来持续建设，我国原油依存度始终处于高位，2009 年以来持续攀高。

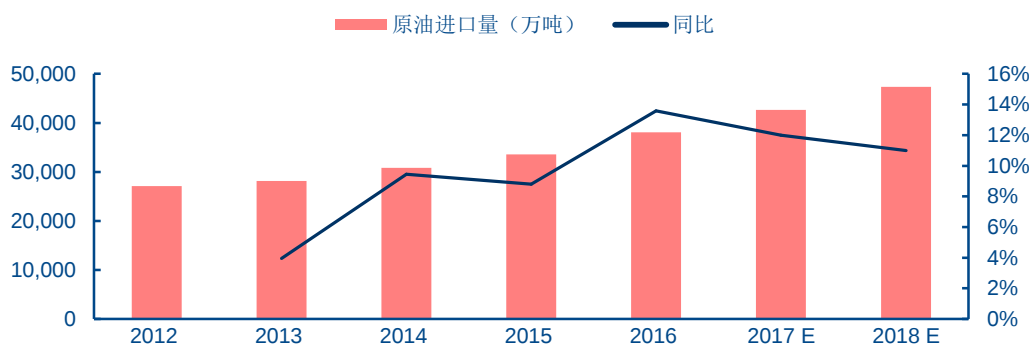
图 8：我国原油对外依存度 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

根据供给和需求，结合战略储备进度，我们预测尽管 17、18 年原油进口增速将有所放缓，但仍将保持高速增长，预计 2017 同比+12%，2018 同比+11%。2019-2020 年，随着新建炼厂投入生产，原油进口又将再次提速。

图 9：我国原油进口数量

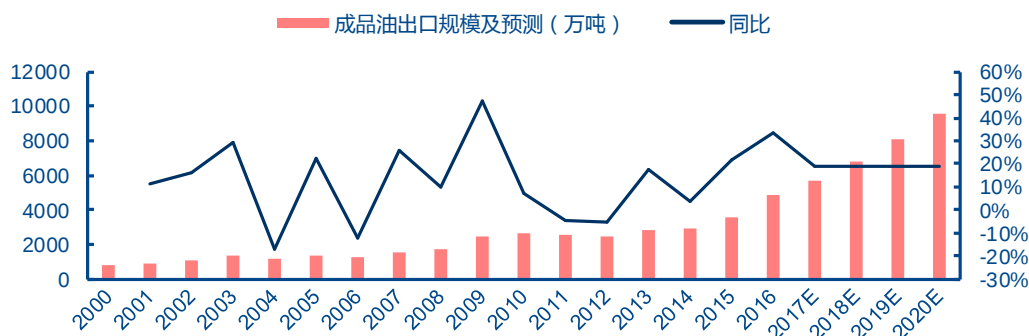


资料来源：国家统计局，中信证券研究部预测

成品油出口市场或成为新的发展空间

考虑到国内炼油能力过剩，加之国内成品油需求面临电动车、燃料乙醇等替代能源的冲击，我国成品油出口市场规模将越来越大。根据《石化产业规划布局方案》“十三五”规划预测，2020 年，国内炼油能力将从 2016 年的 7.5 亿吨/年提高到 8.7 亿吨/年。根据中国石油规划总院预测，国内成品油需求预计达到 3.4 亿吨，届时国内成品油出口规模将从 16 年的 4831 万吨提高到 9580 万吨左右，年均增长 18.67%。

图 10：我国成品油出口规模及其预测



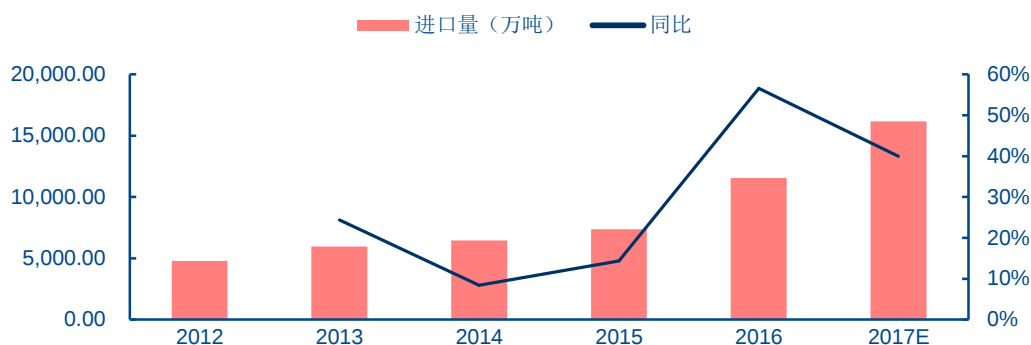
资料来源：海关总署，中国石油规划总院，中信证券研究部预测

根据中国石油规划总院预计，2025—2030 年中国将迎来成品油消费的峰值，峰值水平约为 3.9 亿~4.0 亿吨，折合原油需求量约为 6.5 亿~6.8 亿吨/年。与此同时，中国炼油能力的增长并未结束，意味着成品油供过于求的局面在今后较长一段时期内难以扭转。加大成品油出口，可带动炼厂开工负荷提升，有利于化解产能过剩，对保证炼厂装置安全平稳有效运行发挥着重要作用。公司旗下原油码头未来可作为国内成品油出口的主要方式之一，将充分享受到成品油出口带来的业绩增长。公司码头资源分布广，将充分受益市场空间的扩大

公司青岛和日照码头充分受益山东地炼开工率提升

公司旗下七家国内码头公司中，青岛实华和日照实华均处于山东省，两码头年设计吞吐量分别为 8400 万吨和 3850 万吨，合计 1.25 亿吨，占比超过公司国内总设计吞吐量 50%。山东是我国地炼大省，产能约占全国地炼的 70%，因此极大受益于双权下放政策。近年来，山东原油进口量处于高速增长阶段，2016 年进口 1.15 亿吨，同比+57%。2017 年 1-5 月，进口原油 0.65 亿吨，同比+38%。鉴于中国独立炼厂石油采购联盟等组织成立不久，内控、议价能力等诸方面将逐步完善，我们认为 2017 年下半年山东进口原油数量增速将更高。

图 11：山东省原油进口量

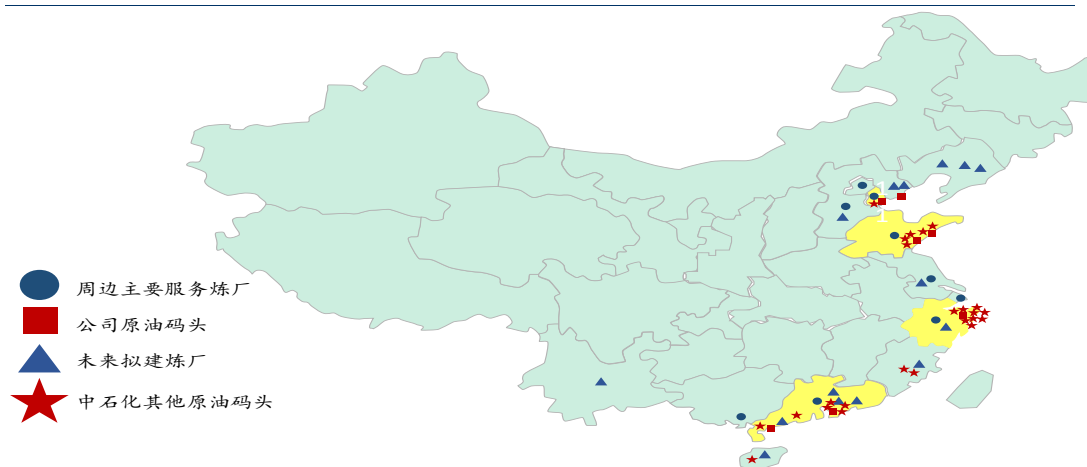


资料来源：海关总署，中信证券研究部预测

公司码头与新建炼厂有契合，业务量将受益

从地理位置上来看，公司现有码头资源与中国石化其他码头资源与新建炼油装置所处区域布局契合度非常高。除中石油云南石化、恒力股份所在的云南、大连，及浙江石化自建新原油码头外，惠州和大榭二期项目、以及浅海、华北石化的原油进口可能都需要公司码头资源的配合。

图 12：公司码头与新建炼厂地理位置



资料来源：中石油经济技术研究院，中信证券研究部

表 3：公司码头分布及仓储情况

码头名称	泊位数量（座）	最大的油轮数量（万吨）	年设计吞吐量（万吨）
青岛实华	12	30	8400
日照实华	2	30	3850
天津实华	1	30	2000
湛江港码头	14	30	4500
唐山曹妃甸实华	1	30	2000
宁波实华	3	45	3500

资料来源：公司 2017 年中期报告，中信证券研究部

表 4：国内主要原油码头企业及其接卸能力

原油港口	原油接卸能力（万吨/年）	港口主要码头	泊位情况（万吨）	原油供应对象	在建
天津港	2650	南疆港区南疆码头 南疆港区原油码头 30 号码头 岚山区原油一期码头	10 30 30	中石化燕山、天津、石家庄、沧州等炼厂	
日照港	4650	岚山区 10 万吨级原油码头 日照港日仪管道配套原油码头	10 30	中石化下属炼厂及山东地炼	岚山区第三座 30 万吨级原油码头拟今年年底完成
青岛港	6840	黄岛港区原油二期码头 黄岛港区原油三期码头 黄岛港区益佳油码头 青岛港董家口港区原油码头	20 30 30 30	中石化山东、河南、河北及长江沿线炼厂、山东地炼	
曹妃甸	2000	曹妃甸港区原油码头	30	中石化华北地区炼厂	
宁波港	6520	北仑港区算山 1 号码头 北仑港区算山 2 号码头 大榭港区实华 1 号码头 大榭港区实华 3 号码头 大榭中油燃料油码头	25 25 30 45 30	中石化镇海炼化、南京及沿江炼厂、中石油下游炼厂及地炼	
湛江港	3050	霞山港区 200 号原油码头 霞山港区 209 号原油码头	30 30	中石化湛江东兴石化、北海石化、茂名石化	
大连新港	5568	新港 1 号码头 鲅鱼湾港区 0 号码头 鲅鱼湾港区 22 号码头 大连港长兴岛港区原油码头	15 30 45 30	中石油大连石化、西太平洋石化	
惠州	5600	东马港区华德原油一期码头 东马港区华德原油二期码头 中海油马鞭洲原油码头 中海壳牌马鞭洲原油码头	15 30 30 15	中石化广州石化、中海油惠炼、中海壳牌	

原油港口	原油接卸能力(万吨/年)	港口主要码头	泊位情况(万吨)	原油供应对象	在建
舟山	7335	定海港区中化舟山 1 号码头	25	中石化上海、南京及长江沿线炼厂	45 万吨, 年通过能力 1 800 万 t, 预计 2017 年年底完工
		定海港区中化舟山 5 号码头	30		
		岑港港区册子原油一期码头	30		
		舟山港黄泽山油品码头	30		
		舟山港外钓岛光汇油品码头	30		
洋浦港	1750	神头港区原油码头	30	中石化海南炼化	
营口港	1800	仙人岛港区原油码头	30	中石油辽阳石化、辽河石化; 兵器集团下属华锦化工	
茂名港	1000	茂名港原油码头	25	中石化茂名石化	
泉州港	1915	肖厝港区福建联合石化原油码头	10	中石化福建联合石化、中化集团泉州石化	
		斗尾港区青兰山原油码头	30		
锦州港	800	锦州港区 301 号码头	25	中石油锦州石化、锦西石化	
钦州港	1500	大榄坪港区油码头	10	中石油广西石化	

资料来源: 隆众资讯网, 中信证券研究部

榆济管道扩能贡献将显现

2015 年, 公司收购母公司旗下中石化榆济管道, 开启天然气管输业务。榆济管线输送鄂尔多斯中石化旗下大牛地气田天然气, 管线运输 944.93 公里, 目前年设计管输量 40 亿立方米, 计划扩能改造至 50 亿立方米。

国内天然气消费增速重回两位数

2015 年开始, 国内天然气市场机制体制迎来大变革, 其核心是天然气定价市场化。2016 年, 在改革和环保双重力量的推动下, 国内天然气消费量在 2017 年 6 月份再次回升到两位数。根据《天然气“十三五”规划》, 受煤改气、发电及居民气化率得提高, 到 2020 年, 国内天然气表观消费量将达到 3071 亿方, 年均+10%。

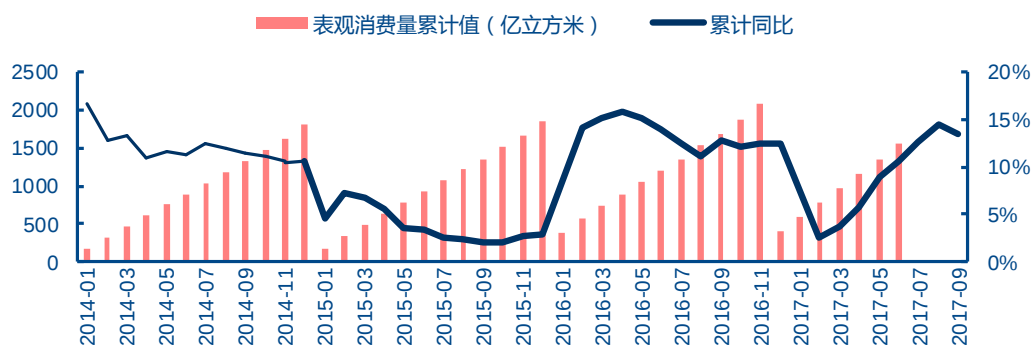
表 5: 天然气基础设施开放及中间环节降成本政策

发布时间	发布机构	文件名	主要内容
2017/10/13	国家发展改革委能源局	《关于全面开展天然气储气调峰设施建设运营情况自查和整改的通知》	提出各主要供气企业要立即全面开展天然气储气调峰设施建设运营情况自查和整改, 各主管部门要督促有关城市按照储气调峰设施建设规划或专项计划加快在建项目建设。
2017/8/30	国家发展改革委	《关于降低非居民用天然气基准门站价格的通知》	非居民用气基准门站价格每千立方米降低 100 元。
2017/8/30	国家发展改革委	《对 13 家天然气跨省管道运输企业开展定价成本监审》	核定成本总额 242 亿元, 核减不应计入定价成本的费用 46 亿元, 核减比例 16%。
2017/8/29	国家发展改革委	《关于核定天然气跨省管道运输价格的通知》	通知要求自 2017 年 9 月 1 日起, 相关管道运输企业要根据单位距离的管道运输价格(运价率), 以及天然气入口与出口的运输距离, 计算确定并公布本公司管道运输价格表, 同时报我委(价格司)备案。
2017/5/21	国务院	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	深化油气勘查开采、进出口管理、管网运营、生产加工、产品定价体制改革和国有油气企业改革。
2017/4/19	财政部	天然气增值税税率	天然气等增值税税率从 13% 降至 11%。
2016/10/15	国家发展改革委	《关于明确储气设施相关价格政策的通知》	储气服务价格由设施经营企业根据服务成本、市场情况等与委托企业协商确定。储气设施天然气购进和对外销售价格由市场竞争形成。储气设施经营企业要与用气企业单独签订合同, 约定气量和价格。
2016/10/9	国家发展改革委	《天然气管道运输定价成本监审办法(试行)》和《天然气管道运输价格管理办法(试行)》	跨省输气管道收费按照 8% 收益率的原则确定。

发布时间	发布机构	文件名	主要内容
2016/8/26	国家发展改革委	《关于加强地方天然气输配价格监管降低企业用气成本的通知》	降低过高的省内管道运输价格和配气价格。减少供气中间环节。整顿规范收费行为。
2014/2/24	国家发展改革委能源局	《油气管网设施公平开放监管办法（试行）》和《天然气基础设施建设与运行管理办法》	对天然气官网、储运、气化、液化和压缩等基础设施等三方公平开放做出了明确规定。

资料来源：国家发改委，中信证券研究部

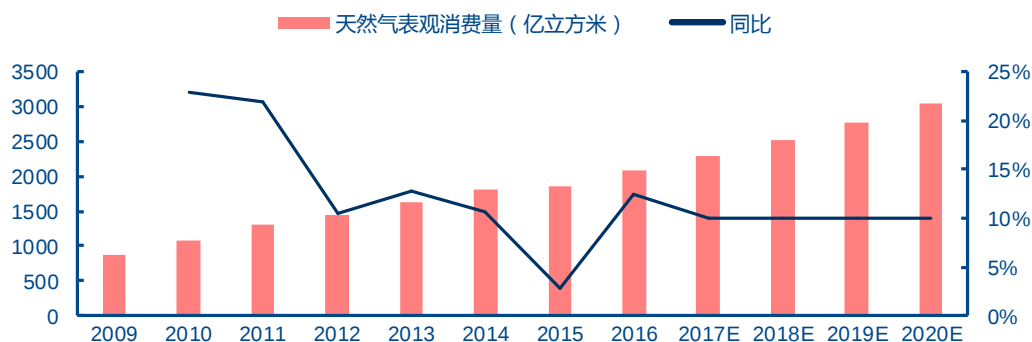
图 13：国内月度天然气累计表观消费量及其增速



资料来源：百川资讯，中信证券研究部

结合上述诸项举措，实际上天然气的终端用户受到的降价优惠极大，极大地刺激了天然气的终端消费。根据《天然气“十三五”规划》，到“十三五”末，天然气消费力争占到一次能源比重达到 8.3%~10%，即 2990~3600 亿方/年。我们谨慎预计到 2020 年全国天然气消费达到 3071 亿方，CAGR=10%。

图 14：中国天然气表观消费量

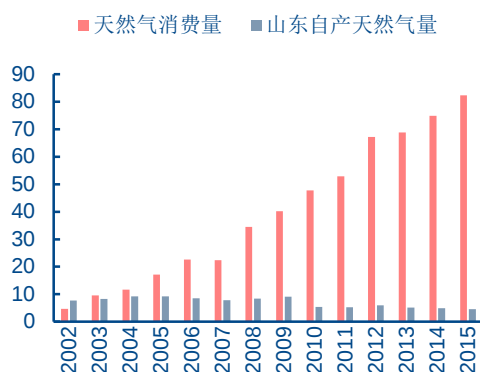


资料来源：wind，中信证券研究部预测

山东市场 LNG 冲击长期趋弱，榆济线未来盈利可期

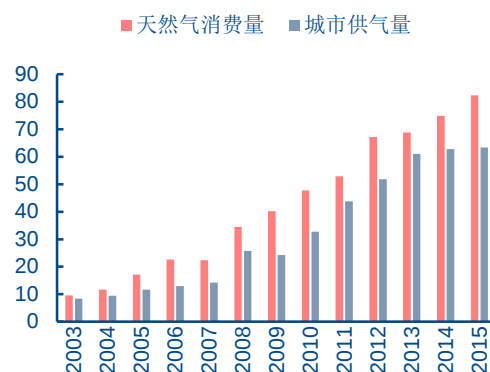
山东省近年来天然气消费量逐年增加，2015 年消费量达到 82.32 亿方，而同时期省内自产的天然气却只有 4.57 亿方，供需缺口达到 77.75 亿方，因此外源的天然气就成为解决山东省供应紧张的重要途径。2014 年 12 月中石化青岛 LNG 项目投入运营，这是中石化首个 LNG 项目在青岛正式启用，该项目的启动对山东市场甚至整个华北市场天然气供应起非常重要作用。

图 15：山东天然气表观消费量和自产产量（亿方）



资料来源：wind，中信证券研究部

图 16：山东天然气消费量和城市用消费量（亿方）



资料来源：wind，中信证券研究部

由于山东进口 LNG 的增加，榆济管线对山东省的输气量大幅下滑，2015 年下滑幅度 37.15%，2016 年下滑 41.2%。连续两年榆济线对山东省输气量下降，2015 年通过青岛 LNG 接收站供应的天然气量为 27.86 亿方，是榆济线对山东省输气量的 2 倍以上，占 2015 年山东省总消费量的 33.84%，如此大量的供应势必会对榆济线对山东省的业务造成挤压。

表 6：榆济管道各省管道输气量（亿方）

省份	2014 年	2015 年	同比	2016 年	同比
陕西	2.7	3.2	18.52%	1.56	-51.25%
山西	0.39	0.93	138.46	4.67	432.8%
河南/河北	9.41	13.25	40.81%	16.17	22.0%
山东	19.76	12.42	-37.15%	7.30	-41.2%
总计	32.26	29.8	-7.63%	29.7	-0.34%

资料来源：公司公开资料，中信证券研究部

表 7：青岛 LNG 接收站累计接卸量

时间	累计值（万吨）	折合天然气量（亿方）	增量
2014 年 12 月	15	2.09	-
2016 年 2 月	200	27.86	25.77
2017 年 9 月	725	101	73.14

资料来源：中国石化新闻网，中国石化官网，中信证券研究部

根据《山东省石油天然气中长期发展规划（2016-2030 年）》，到 2020 年山东省天然气需求量为 250 亿方，占全省能源消费总量的 8%；到 2030 年山东省天然气需求量为 470 亿方，占全省能源消费总量的 13%；另一方面，目前山东省的天然气消费主要是供城市用，2015 年城市用天然气消费量占总消费比重达到 77%。

日前，山东省发改委出台《加快推进天然气利用发展的指导意见》，意见提出，到 2020 年，省内建成“五横五纵三枢纽”主网架，长期天然气管道总里程达到 1 万公里，实现镇镇通达率 70%以上，全面推广天然气村村通，城镇天然气管网里程达到 6 万公里。从意见可以看出，未来山东省天然气覆盖范围将延伸至村级层次，而天然气管道运输将是主要的输送方式。

另外，青岛 LNG 项目不仅承担山东省 LNG 供应，还肩负整个华北市场 LNG 供应的角色。即使不考虑华北市场供应问题，预计 2018 年建成后，对山东市场供应最大也才 135 亿方，离 2020 年山东省天然气需求量 250 亿方仍然存在很大距离。

最后，榆济线经过改造后，可以实现天然气的反输，从而可以更加灵活应对市场需求的变化。输气量的上升趋势明确。

综上分析，长期看山东 LNG 给榆济管道对山东输气量的冲击将明显减弱，榆济管道业务在山东市场盈利可期。

表 8：青岛 LNG 工程投产计划

项目名称	规模（吨/年）	天然气（亿立方米）	投产时间
LNG 一期	300	40	2014 年
LNG 二期	500	67	2016 年
LNG 三期	1000	135	2018 年

资料来源：青岛新闻网，中信证券研究部

管输费调整尘埃落地，榆济线负荷有望继续提升

近期，国家发改委在官网公布《关于核定天然气跨省管道运输价格的通知》，根据通知榆济线天然气管道运输价格调整为 0.4443 元/千立方米*公里，具体而言，管道运输价格至河南段和山东段分别下调 6% 和 13% 左右。

图 17：天然气管道运输价格表

天然气跨省管道运输价格表

企业名称	经营的主要管道	主干管道管径	管道运输价格	
		毫米	元/千立方米·公里	元/立方米
中石油北京天然气管道有限公司	包括陕京系统（陕西靖边-榆林-北京）等	1219/1016	0.2857	
中石油管道联合有限公司	包括西一线西段（新疆轮南-宁夏中卫），西二线西段（新疆霍尔果斯-宁夏中卫），涩宁兰线（青海涩北-甘肃兰州）等	1219	0.1442	
中石油西北联合管道有限责任公司	包括西三线（新疆霍尔果斯-福建福州，广东广州）等	1219	0.1224	
中石油东部管道有限公司	包括西一线东段（宁夏中卫-上海），西二线东段（宁夏中卫-广东广州），忠武线（重庆忠县-湖北武汉），长宁线（陕西长庆-宁夏银川）等	1219/1016/711	0.2429	
中石油管道分公司	包括秦沈线（河北秦皇岛-辽宁沈阳），大沈线（辽宁大连-沈阳），哈沈线（沈阳-长春），中沧线（河南濮阳-河北沧州）等	1016/711	0.4678	
中石油西南管道分公司	包括中贵线（宁夏中卫-贵州贵阳），西二线广南支干线（广东广州-广西南宁）等	1016	0.3961	
中石油西南管道有限公司	中缅线（云南瑞丽-广西贵港）	1016	0.4109	
中石油西南油气田分公司	西南油气田周边管网	914/813/711		0.15
中石化川气东送天然气管道有限公司	川气东送管道（四川普光-上海）	1016	0.3894	
中石化榆济管道有限责任公司	榆济线（陕西榆林-山东济南）	711/610	0.4443	
内蒙古大唐国际克什克腾煤制天然气有限责任公司	内蒙古克什克腾旗至北京煤制气管道	914	0.9787	
山西通豫煤层气输配有限公司	山西沁水至河南博爱煤层气管道	559	3.5047	
张家口应张天然气有限公司	应张线（山西应县-河北张家口）	508	2.0304	

注：部分企业经营的管道包含联络线及支线，本表未全部注明，具体见企业公布的价格表。

资料来源：国家发改委，中信证券研究部

表 9：榆济管道天然气运输价格表（运输价格含 11% 增值税，2017 年 9 月 1 日起生效）

省份	县、市	下气点（区）进气点（区）	榆林首站	文 96 储气库	齐河站	原价格
陕西	榆林市榆阳区	麻黄梁站	0.0225	-	-	0.05
陕西	榆林市佳县	佳县站	0.0440	-	-	0.05
山西	吕梁市临县	兔坂阀室	0.0565	-	-	0.19
山西	吕梁市	上楼桥阀室	0.1127	-	-	0.19
山西	汾阳市	汾阳站	0.1431	-	-	0.19
山西	长治市武乡县	武乡站	0.1970	-	-	0.19
山西	黎城县	黎城站	0.2311	-	-	0.19
山西	晋中市太谷县	任村阀室	0.2581	-	-	0.19

省份	县、市	下气点（区）进气点（区）	榆林首站	文 96 储气库	齐河站	原价格
河南	安阳市	安阳站	0.2814	-	-	0.35
河南	濮阳市南乐县	南乐站	0.3205	0.0132	0.0784	0.35
河南	濮阳市清丰县	清丰站	0.3337	0.0000	0.0916	0.35
河南	濮阳县柳屯镇	柳屯站	0.3361	0.0024	0.0940	0.35
河南	河南省濮阳县	文 96 储气库（文 23 储气库）	0.3337	0.0000	0.0916	0.35
山东	聊城	聊城西站	0.3567	0.0494	0.0422	0.46
山东	齐河	齐河站	0.3989	0.0916	0.0000	0.46
山东	德州市	宣章屯站	0.4063	0.0990	0.0074	0.46

资料来源：中石化官网，中信证券研究部

表 10：天然气管道运输距离表（单位：公里）

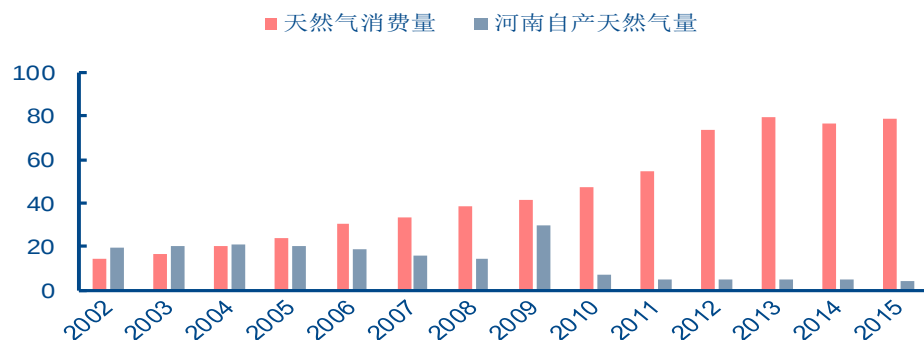
下气点区进气点区	榆林首站	文 96 储气库	齐河站
麻黄梁站	50.55	801.52	948.25
佳县站	98.95	652.02	798.75
兔坂阀室	127.06	623.91	770.64
上楼桥阀室	253.56	497.41	644.14
汾阳站	322.00	428.97	575.70
武乡站	443.36	307.61	454.34
黎城站	520.03	230.94	377.67
任村阀室	580.79	170.18	316.91
安阳站	633.24	117.73	264.46
南乐站	721.28	29.69	176.42
清丰站	750.97	0.00	206.11
柳屯站	756.35	5.38	211.49
文 96 储气库（文 23 储气库）	750.97	0.00	206.11
聊城西站	802.73	111.14	94.97
齐河站	897.70	206.11	0.00
宣章屯站	914.33	222.74	16.63

资料来源：中石化官网，中信证券研究部

成本方面，根据国家发改委《对 13 家天然气跨省管道运输企业开展定价成本监审》，榆济线天然气管道折旧年限由 20 年调整为 30 年，储气库使用年限由原来的 14 年调整为 30 年，折旧准则调整后，2016 年折旧费用累计减少约 8990 万元人民币，核减成本总体下降 2.19 亿元，占比达到 35%，ROA 由 2%-3%提高至 4.2%左右。2017H1 折旧成本降低分别给公司增利 4700 万元和 1300 万元，ROA 已经提升至 8%左右。总体而言，管道费下调幅度低于成本下降幅度，公司盈利空间得到提升。

对榆济管道业务贡献最大的是河南和山东两省，2016 年榆济管道对河南输气量已经超过总输气量的一半，2015 年河南省天然气消费量为 78.77 亿方，而省内自产的天然气量仅为 4.19 亿方，榆济管道的文 96 储气库是目前河南建成投用的唯一一座天然气储气库，对河南省有着非常重要作用。可以说榆济管道对河南省天然气供应作用巨大，而河南省输气消费亦是公司榆济管道业务重要收入来源之一。根据《河南省“十三五”能源发展规划》，天然气占能源消费总量的比重要达到 7.5%，可以预见未来在河南天然气消费需求增长的带动下，叠加管输费价格下调，榆济管道对河南的输气量将呈现上升趋势。

图 18：河南天然气表观消费量和自产产量（亿方）



资料来源：wind，中信证券研究部

2016 年榆济管道产能利用率为 75%左右。鉴于国内天然气需求的高速增长，我们认为，榆济管道 2017 年产能利用率将达 85%以上，若 2018 年管道顺利扩能至 50 亿立方米，利用率将达 80%。

海外业务或跟随母公司稳步推进

公司海外业务主要包括 LNG 船运和仓储两个方面。公司 LNG 船运业务主要是巴布亚新几内亚和澳洲。巴布项目有 2 条 LNG 船，分别 15 年初和 16 年 4 月份投产，9%的股权，上半年贡献 400 万港币；澳洲目前 3 条船，39.2%股权，2016 年 10 月份投产 1 条，2017 年 1 月投用 1 条，6 月份 1 条，2017H1 有 2000 万港币投资收益（扣所得税后）。2017 年 9 月投产 1 条，预计 2018 年 1、5 月分别有 1 条船投产。LNG 船租赁主要收取固定租金，业绩贡献比较稳定。

未来，随着中国石化 LNG 进口业务规模的扩大，我们预计公司 LNG 船运业务盈利规模将稳步提升。

仓储业务方面，公司 15 年 2 月份收购中东富查伊拉，17H1 贡献 1300 万港币；另外欧洲 Vesta 三个港口，17H1 贡献 900 多万港币。随着国内油气及炼化市场向民营企业开放，竞争进一步市场化格局的行程，我们预计国有油公司出海开拓市场的步伐将提速。而作为中国石化国际化仓储物流唯一平台的冠德必然将受益于这个趋势。

表 11：中国石化 LNG 接收站

项目	一期产能 (万吨/年)	设计产能 (万吨/年)	状态	投产时间
山东青岛 LNG 项目	300	1000	一期投产	2014 年 12 月
广西北海 LNG 项目	300	300	投产	2016 年 4 月
天津滨海 LNG 项目	300	1000	在建	2017 年

资料来源：中国石化网站，中信证券研究部

风险因素

1、原油进口不及预期；2、榆济管道扩能项目不及预期；3、印尼巴淡项目仲裁案给公司带来负面影响；4、母公司中国石化海外项目推进进度慢，或者注入冠德进度低于预期的风险。

盈利预测及估值假设

主要假设与盈利预测

根据目前公司主营产品及业务布局情况，我们对公司主要业务预测基于以下假设：

- 1) 原油码头服务：受益于“三桶油”资本支出下降的滞后效应，以及进口原油双权下放、中国成立地炼联盟等因素，我们认为公司抓住了发展机会，于 2016 年码头吞吐量同比+13.4%，随着地炼联盟等组织的内控与议价能力的提高，我们认为未来几年原油进口仍将保持高速增长，特别是 2018 年新炼化项目投产后，公司码头吞吐量有望实现高速的增长。
- 2) 天然气管输业务：随着油气改革的不断推进，天然气定价市场化的背景下，天然气势将大力推广，根据我们的保守估计，到 2020 年国内天然气使用量将达 3071 亿方，复合增长率 10%。考虑到榆济管道 2016 年因为山东地区天然气供过于求而导致利润降低将近一半，而公司已积极应对，努力开拓周边市场，我们预测 2017 年公司天然气管输业务业绩同比+200%以上，此后两年仍有快速增长。
- 3) 船舶租赁业务：由于公司 2016 年年底船舶租约已经到期，管理层决定暂停该业务，因此营收为 0。

综合以上，我们对公司主要业务未来收入及利润情况做如下预测：

表 12：公司未来三年营业情况预测（万元）

	2015	2016	2017H	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
原油码头年设计吞吐量（万吨）								
惠州华德 100%	2419	2457	1266	2570	3370	3404	3438	3472
其他 6 家合计	17500	19700	11200	22736	24736	27236	27736	28236
收入(千港元)	613975	586512	280079	591095.4	775095.4	782846.35	790674.82	798581.57
惠州华德利润	232094	242578	124551	256998	336998	340367.98	343771.66	347209.38
其他 6 家权益利润	668503	770035	394769	795760	865760	953260	970760	988260
榆济管线								
输送天然气（亿方）	29.7	29.7	20.63	42	50	50	50	50
营业收入	1205067	1039605	664528	1245062	1472000	1472000	1472000	1472000
营业利润	338627	191156	352993	596761	800000	805000	810000	815000
				212.2%	126.6%	34.9%	1.3%	1.2%
LNG 船舶投资收益	3263	9642	24366	30340	42260	42260	42260	42260
海外仓储								
富查伊拉投资收益		30580	12970	25940	28260	28825	29402	29990
欧洲 Vesta 投资收益		27270	9280	18560	22915	23373	23841	24318
未分配其他企业业绩	-66521	-132247	-46028	-92056	-96941	-96941	-96941	-96941

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

在此基础上，我们的对公司未来的关键财务指标预测如下：公司 2017/2018/2019 年归属母公司股东净利润分别为 10.89/14.07/15.17 亿港元，对应 EPS 分别为 0.44/0.57/0.61 港元。

表 13：公司未来三年核心指标预测

项目/年度	2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入(万港元)	204,363	176,659	183,616	224,710	225,485
增长率 YoY%	-0.89	-13.56	3.94	22.38	0.34
净利润(万港元)	102,685	100,525	108,893	140,691	151,654
增长率 YoY%	0.47	-2.10	8.32	29.20	7.79
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.41	0.40	0.44	0.57	0.61
毛利率%	41.05	35.68	46.48	50.58	50.56
净资产收益率 ROE%	10.91	10.47	10.19	11.63	11.14
PE	12	12	11	9	8
PB	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

中石化冠德在港股的可比公司不多，我们主要选择 A 股部分从事码头和天然气长输管网业务的公司如昆仑能源、大连港等进行比较。2018 年同行平均 PE 约为 15 倍，PB1.5 倍。

表 14：可比公司估值情况（单位：亿港元）

公司名称	代码	收盘价	EPS				PE				PB
			2016	2017F	2018F	2019F	2016	2017F	2018F	2019F	
陕天然气	002267.sz	8.10	0.46	0.35	0.40	0.47	18	23	20	17	1.6
昆仑能源	0135.hk	6.75	0.08	0.65	0.65	0.73	83	10	10	9	1.4
上港集团	600018.sh	7.98	0.30	0.39	0.44	0.48	27	21	18	17	3.0
大连港	601808.sh	11.42	-2.40	0.08	0.19	0.40	(5)	138	61	29	1.6
宁波舟山港	601018.sh	6.04	0.17	0.21	0.22	0.24	36	29	27	25	2.3
天津港	600717.sh	11.37	0.75	0.69	0.76	0.82	15	16	15	14	1.2
平均							50	17	15	13	1.5
中石化冠德	0934.hk	4.87	0.40	0.44	0.57	0.61	12	11	9	8	1.1

资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部预测（除了中石化冠德外，均为 WIND 一致预期）

注：股价为 2017

年 11 月 10 日收盘价

估值及评级

中石化冠德旗下原油码头服务和天然气管输业务均迎来发展的黄金时期，特别是榆济管道 2016 年利润处于历史低位，我们认为公司基本面良好、财务风险低、执行力强，在业务环境优良的大背景下，预计公司 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.44/0.57/0.61 港元，参考同行 2018 年估值，结合 A-H 估值差异，给予公司 18 年 PE*12 倍，目标价 6.80 港元，首次给予“买入”评级。

利润表 (万港元)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入	2044	1767	1836	2247	2255
营业成本	1205	1136	983	1110	1110
毛利率	41.1%	35.7%	46.5%	50.6%	50.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	9
销售费用(2014年及以后含矿税等)	26	21	22	26	26
销售费用率	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	139	163	169	207	208
管理费用率	6.8%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
财务费用	183	193	223	186	144
财务费用率	9.0%	10.9%	12.1%	8.3%	6.4%
投资收益	672	780	779	862	951
营业利润	1163	1033	1218	1580	1708
营业利润率	56.9%	58.5%	66.3%	70.3%	75.7%
营业外收入	55	107	63	75	82
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1219	1140	1281	1655	1790
所得税	192	135	192	248	268
所得税率	15.7%	11.9%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司股东的净利润	1027	1005	1089	1407	1522
净利率	50.2%	56.9%	59.3%	62.6%	67.5%

现金流量表 (百万元)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
税前利润	1219	1140	1281	1655	1790
所得税支出	-192	-135	-192	-248	-268
折旧和摊销	12	12	0	0	0
营运资金变动	-13	30	-169	-169	-6
其他	449	-457	-551	-673	-802
经营现金流	1475	591	368	565	713
资本支出	-18	-38	0	0	0
投资收益	672	780	779	862	951
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-1281	-437	0	0	0
投资现金流	-628	305	779	862	951
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-27	19	-911	-1166	-196
股息支出	0	0	0	0	0
其他	-524	-1582	-223	-186	-144
融资现金流	-551	-1563	-1134	-1352	-341
现金及现金等价物净增加额	296	-668	13	75	1323

资料来源: 中信量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
货币资金	1058	323	336	411	1734
存货	21	16	11	16	14
应收账款	988	1173	1219	1492	1498
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产	2067	1512	1566	1919	3246
固定资产	7576	6872	6872	6872	6872
长期股权投资	7057	7171	7171	7171	7171
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	914	744	744	744	744
非流动资产	15547	14788	14788	14788	14788
资产总计	17614	16300	16354	16707	18034
短期借款	0	2274	1363	196	0
应付账款	4140	944	816	922	922
其他流动负债	23	15	15	17	16
流动负债	4163	3232	2193	1136	937
长期负债	3939	3354	3354	3354	3354
其他长期负债	100	113	117	121	125
非流动性负债	4039	3467	3471	3475	3479
负债合计	8202	6699	5664	4611	4416
股本	249	249	249	249	249
资本公积	9125	9314	9314	9314	9314
股东权益合计	9412	9601	10689	12096	13617
少数股东权益	39	38	38	38	37
负债股东权益总计	17614	16300	16354	16707	18034

主要财务指标

项目/年度	2015	2016	2017F	2018F	2019F
增长率 (%)					
营业收入	-89.4%	-13.6%	3.9%	22.4%	0.3%
净利润	46.7%	-2.1%	8.3%	29.2%	8.2%
利润率 (%)					
毛利率	41.1%	35.7%	46.5%	50.6%	50.8%
EBIT Margin	68.6%	75.5%	81.9%	81.9%	85.8%
EBITDA Margin	68.6%	75.5%	81.9%	81.9%	85.8%
净利率	50.2%	56.9%	59.3%	62.6%	67.5%
回报率 (%)					
净资产收益率	10.9%	10.5%	10.2%	11.6%	11.2%
总资产收益率	5.8%	6.2%	6.7%	8.4%	8.4%
其他 (%)					
资产负债率	46.6%	41.1%	34.6%	27.6%	24.5%
所得税率	15.7%	11.9%	15.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。