

投资评级：买入（维持）

证券研究报告|公司专题报告

基础化工|化学原料

2025年8月17日



优质盐化工区域龙头，盐穴储能价值或显著低估

——苏盐井神(603299.SH)

证券分析师

姓名：查浩

资格编号：S1350524060004

邮箱：zhahao@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：刘晓宁

资格编号：S1350523120003

邮箱：liuxiaoning@jzsec.com

证券分析师

姓名：邱达治

资格编号：S1350525050001

邮箱：qiudazhi@huayuanstock.com



- **盐业龙头深耕“盐+储能”，低负债高现金流盈利稳定。**公司为华东盐业龙头，实控人江苏省国资委，核心业务为盐及盐化工，并深耕盐穴综合利用进入建设落地期。公司盐产品主要为食盐及工业盐，盐化工产品主要为纯碱，2024年合计贡献约85%的营收毛利，近三年产品顺价稳定，并受益煤炭价格下行，归母净利润/经营性现金流净额/货币资金稳定在7/13/25亿元中枢，2022-2024年负债率持续下降，2024年有息负债率仅12%。公司盐穴综合利用方向为盐穴储天然气、盐穴压缩空气储能、盐穴储小分子气体，在能源安全及碳中和背景下，均具备积极的发展前景，其中盐穴储天然气业务进入建设落地期，“盐+储能”双轮驱动，未来5年有望持续贡献显著业绩增量。
- **盐碱钙一体化发展，盐产品顺价稳定仍有增量。**公司盐产品在煤炭价格高涨时期顺价稳定，当前受益于煤炭价格下行带来的成本下降，盈利可保持相对稳定，2024年实现盐产品/碱产品/钙产品销量774/76/32万吨，且未来盐产品销量或仍有较大增长空间，公司于2025年4月29日公告拟定增不超过18亿元发展储气库卤水制盐项目，预计增加300万吨/年固体盐、150万方/年液体盐产量，2030年公司盐及盐化工产品有望实现1200万吨产能。此外，公司独创井下循环制碱技术，是氨碱法的升级改造，生产纯碱的同时实现氯化钠和氯化钙的高效利用，碱渣填腔不仅实现环保处置，还有效规避地下盐腔带来的地质安全隐患，具备盐碱钙一体化绿色发展优势。
- **江苏天然气需求居全国首位，季节性调峰储气需求旺盛。**国内天然气作为供暖的重要能源，存在显著的季节性需求差异，旺季为11月至次年3月，淡季为4月至9月，且天然气在淡旺季存在较明显价差。为应对季节性波动，缓解冬季采暖用气需求激增的供需紧张，同时保障国内民生、工业用气安全，对天然气进行一定比例的储备十分必要。据国际天然气信息中心数据，截至2023年底，全国天然气储气库和液化天然气(LNG)罐的总储气能力为378亿方，占2023年天然气消费量的9.6%，主流发达国家储气水平可达10%-20%，我国储气量仍有提升空间，盐穴储气可充分补足国内储气需求。公司盐穴储气库作为稀缺的天然气存储资源，具备天然气季节性调峰能力，且处在国内天然气消费需求最大的江苏省，公司可在淡季低价购气并注入储气库存储，在旺季从储气库采气并以相对高价出售，从而赚取价差，公司储气库商业模式的底层支撑既是需求季节性不均，又是稀缺盐穴储气资源的价值实现。
- **盐穴储气业务高速发展，库容增量有望助公司进入持续增长期。**公司目前规划建设2大储气库项目，其中张兴储气库31亿方库容（预计2030年前全部投产）、杨槐储气库50亿方库容（计划2025完成可行性研究），且预计张兴储气库或在2030年前额外增加约20亿方库容建设，从而有望实现2030年约50亿方库容，叠加杨槐储气库未来投产，公司或将实现100亿方库容远景目标。张兴储气库2022年开始建设，预计即将进入大规模运营业绩释放期，截至2025年6月张兴储气库已具备库容能力6.1亿方，据我们保守测算，截至2030年，若张兴储气库实现约50亿方库容规模，有望实现4.1亿元归母净利润增量，若截至2035年公司实现100亿方的库容规模，则有望助力公司进入维持10年的业绩增长期，2035年或将实现10.2亿元的归母净利润增量
- **压缩空气储能及小分子气体存储项目快速推进，持续开拓盐穴资源利用领域。**2024年1月，公司拟与国信集团、淮安产投成立合资公司，合作建设压缩空气储能项目，公司出资4.25亿元，持股34%，该项目一期300兆瓦机组已于2025年7月并网发电。此外，2025年1月，公司与广钢气体签署小分子气体储备中心项目合作协议，3月27日，项目正式开工建设，按照“2025年签约、2025年开工、2025年达注气条件”的“三个当年”目标，目前项目正在有序推进中。公司坚持以盐穴利用推动新业务发展壮大，持续深耕“盐+储能”产业链，探索盐穴资源利用领域，挖掘盐穴利用价值，打造第二增长曲线。
- **盈利预测与评级：**公司传统业务具备成本优势；盐穴储气等综合利用手段，为公司打开第二成长曲线，从周期化工领域进入公用事业运营领域，且具备持续增长空间，天花板较高，有望给公司带来业绩和估值的双增。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为7.1、9.2、11.3亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示。**盐产品价格超预期下跌，纯碱价格超预期下跌，盐穴储气项目建设进度不及预期。

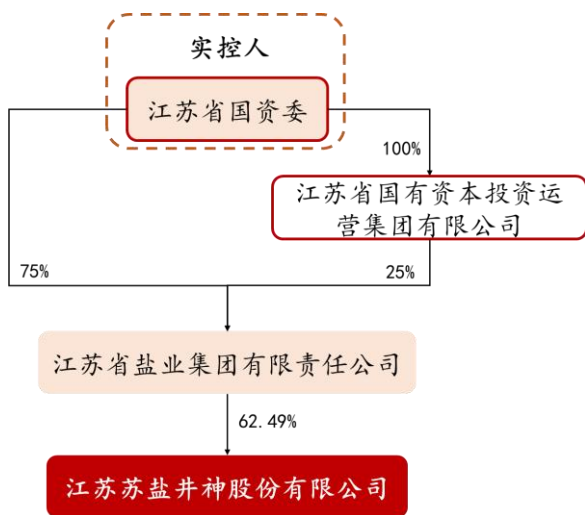
主要内容

1. 公司简介：盐矿区域龙头，低负债盈利稳健
2. 盐化业务：以盐为主，盐碱钙一体化发展
3. 盐穴利用：储气库进入投产期，持续贡献利润增量
4. 风险提示

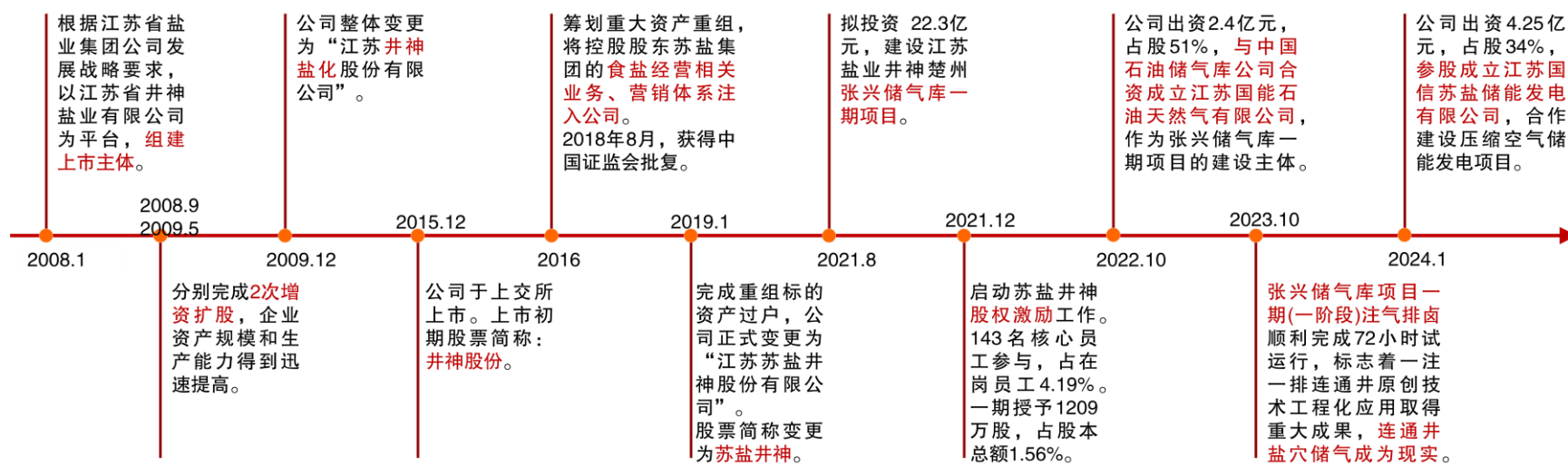
1.1 盐矿国资龙头，深耕“盐+储能”产业链

- **盐矿资源开发区域龙头，实控人江苏省国资委。** 苏盐井神是我国大型盐矿资源综合利用企业，制盐生产能力行业前列，主业为盐及盐化工、盐穴综合利用两大产业，生产单位主要分布在江苏省淮安、徐州、盐城，销售单位遍布省内各市县及全国重点区域。公司实控人为江苏省国资委，大股东为江苏盐业集团，截至2024年底持股公司62.5%。
- **深耕“盐+储能”产业链。** 公司着力打造全国最大食盐产销基地，发展盐碱钙循环经济，并以此为基础，聚焦盐穴综合利用，发展盐穴储能业务，形成“盐+储能”产业发展新格局。
 - **盐及盐化工业务**，包括盐矿的开采、盐及盐化工产品的生产与销售，盐产品包括**食盐**、**两碱工业盐**、**小工业盐**，盐化工产品为**纯碱**、**小苏打**，盐副产品为**氯化钙**、**元明粉**。
 - **盐穴综合利用业务**，包括盐穴储天然气、盐穴压缩空气储能、盐穴储小分子气体（氢气、二氧化碳）。

公司股权结构（截至最新）



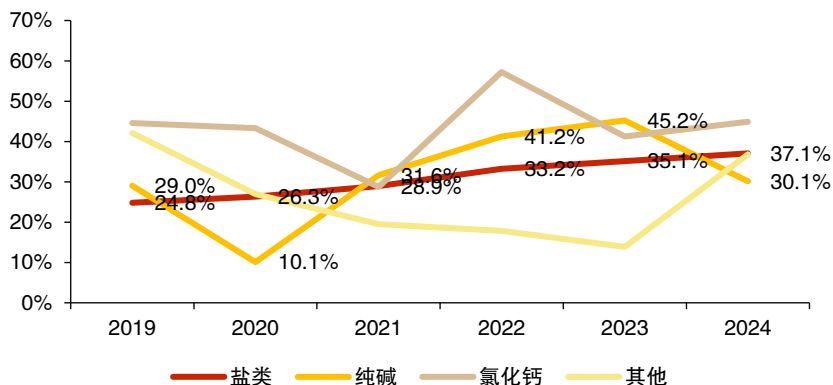
公司发展历程



1.2 主销盐及纯碱，盐类毛利率稳健上升

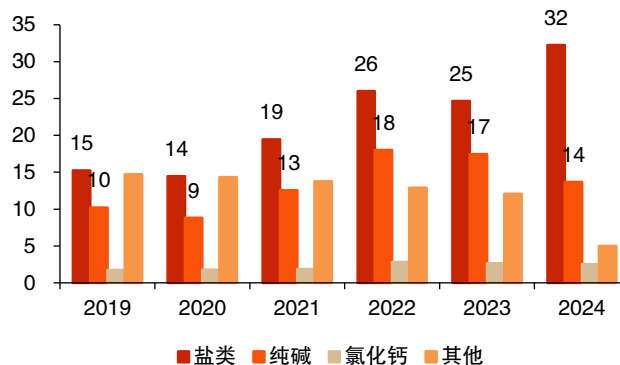
- **主销盐类&纯碱，2024年贡献85%左右营收毛利。**
 2024年，公司实现盐类产品销售收入**32亿元**，占比**60%**，实现纯碱销售收入14亿元，占比26%；实现盐类产品销售毛利**12亿元**，占比**63%**，实现纯碱销售毛利4亿元，占比22%。
- **盐类毛利率稳步上涨，纯碱毛利率波动较大。**2019–2024年，由于阶段性的产品价格上升及煤炭价格下降带动成本降低，盐类业务毛利率由24.8%逐年上升至37.1%，纯碱业务受下游需求导致的价格波动影响，2019–2024年毛利率在10%–45%之间宽幅波动。

公司各业务毛利率



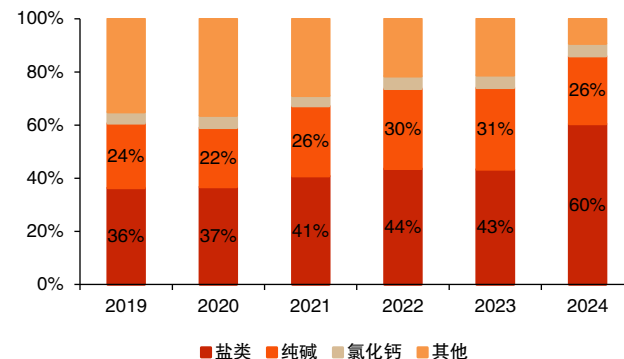
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

公司各业务收入（亿元）



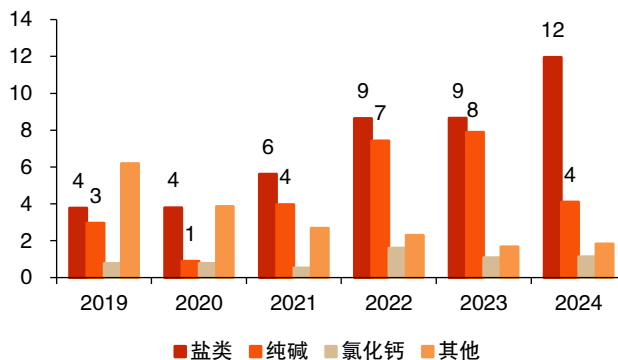
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

公司各业务收入占比



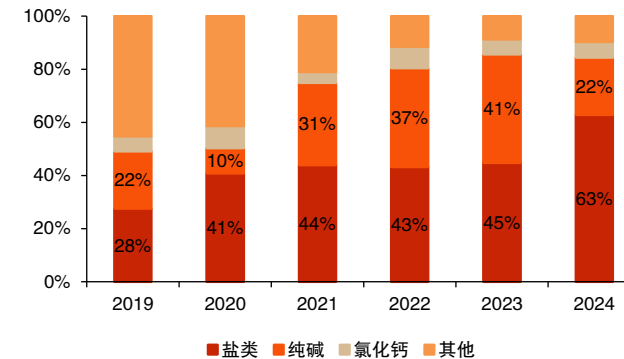
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

公司各业务毛利（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

公司各业务毛利占比

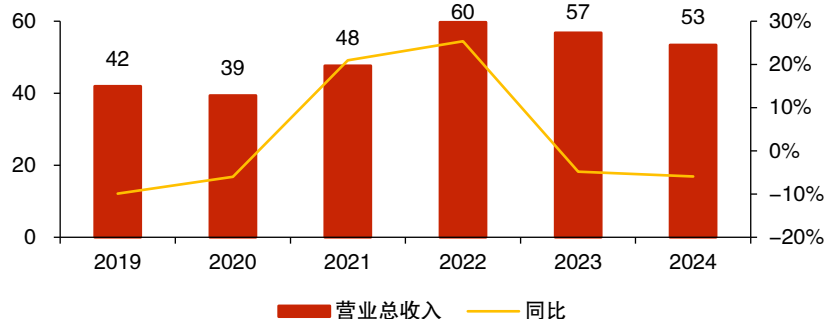


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

1.3 盈利稳健现金流充沛，负债率低持续改善

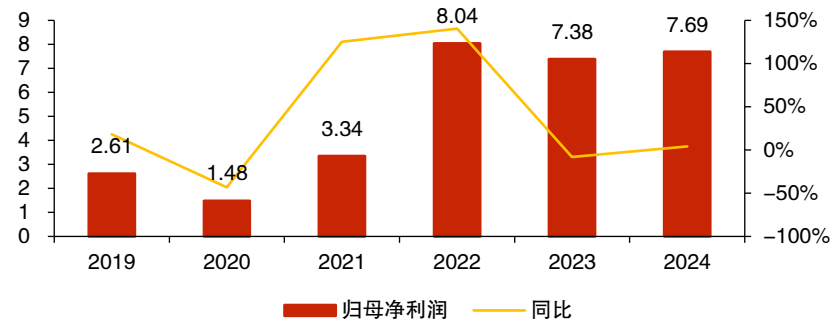
- **归母净利润站稳7亿元。**2022–2025年，公司盐类产品价格实现了较为顺利的成本传导，并受益2023年以来的煤炭价格下行带来的成本下降，近几年归母净利润稳定在7亿元。
- **盈利能力增强，负债率下降，有息负债率低，货币资金充足。**业绩上升显著改善公司财务状况，2022–2024年，公司净资产收益率稳定在13%附近，资产负债率由45%降至34.2%，有息负债率降至12.7%，经营活动现金流净额稳定在13亿元水平，货币资金稳定在25亿元中枢。

公司营业总收入及增速（亿元）



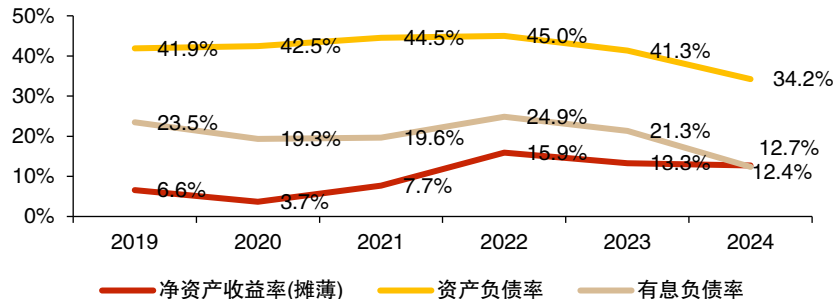
资料来源：Wind，华源证券研究所

公司归母净利润及增速（亿元）



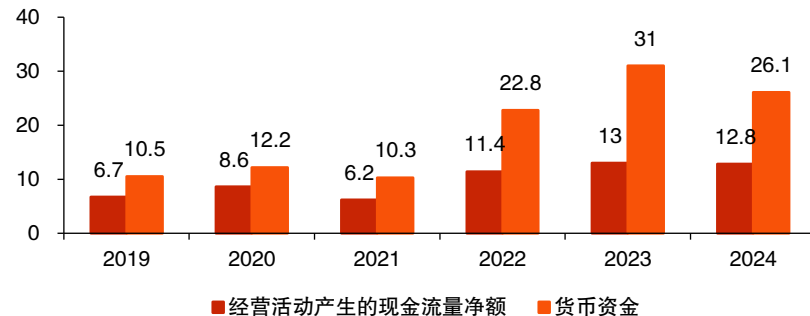
资料来源：Wind，华源证券研究所

公司净资产收益率及负债率



资料来源：Wind，华源证券研究所

公司经营性净现金流及货币资金（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

主要内容

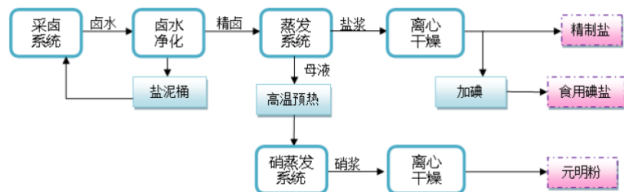
1. 公司简介：盐矿区域龙头，低负债盈利稳健
2. 盐化业务：以盐为主，盐碱钙一体化发展
3. 盐穴利用：储气库进入投产期，持续贡献利润增量
4. 风险提示

2.1 盐产品：资源丰富，产销持续增长

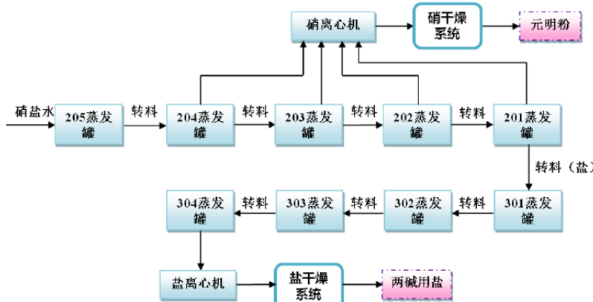
- 盐矿资源丰富。**公司盐矿具有储量大、品质优良、矿床厚、矿层含盐率高、盐层品位高的特点，拥有张兴盐矿、下关盐矿、蒋南盐矿、石塘盐矿等八个大中型盐矿采矿权，总面积约22平方公里，矿体埋深在地下1000米以上，盐层厚度500米左右，保有资源储量矿石量 121.40 亿吨，NaCl 量 70.94 亿吨，伴生 Na_2SO_4 量 11.05 亿吨， 许可生产规模 1194 万吨/年，充分保障了公司盐及盐化工产品所需卤水的持续供给和盐腔经济的拓展。2025年4月，公司公告拟定增募集不超过18亿元，全部用于储气库卤水制盐综合利用工程，该项目包含300万吨/年固体盐和150万方/年液体盐产能建设，预计2027年项目建成后公司年盐化产品产能有望达到1200万吨。
- 盐碱钙一体化发展，盐类销量持续增长。**当前公司拥有食盐及工业盐产能529万吨、纯碱产能70万吨，元明粉产能41.8万吨，氯化钙产能35万吨，小苏打产能3万吨。2024年，公司合计实现产品销售882万吨，其中盐类产品销量774万吨、碱类产品销量76万吨、钙类产品销量32万吨。2019–2024年，公司盐类产品销量从535万吨上升至774万吨， **主要为工业盐产能释放**，工业盐销量由2019年434万吨增长至2023年的605万吨。

公司盐产品工艺流程

食盐的工艺流程图：

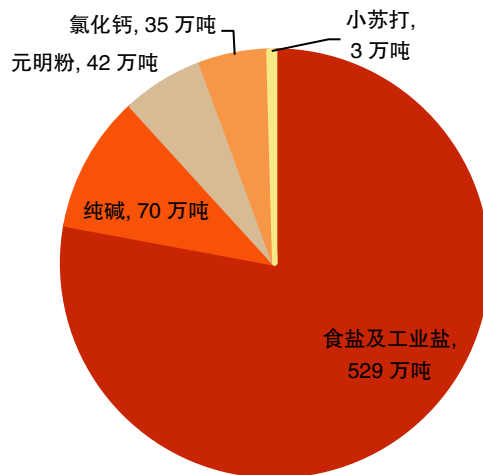


元明粉、两碱用盐的工艺流程图：



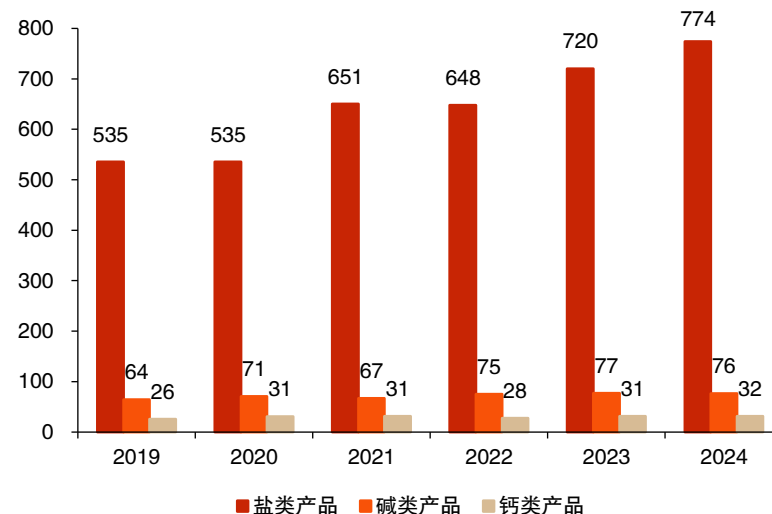
资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司各产品产能情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司各产品销量（万吨）

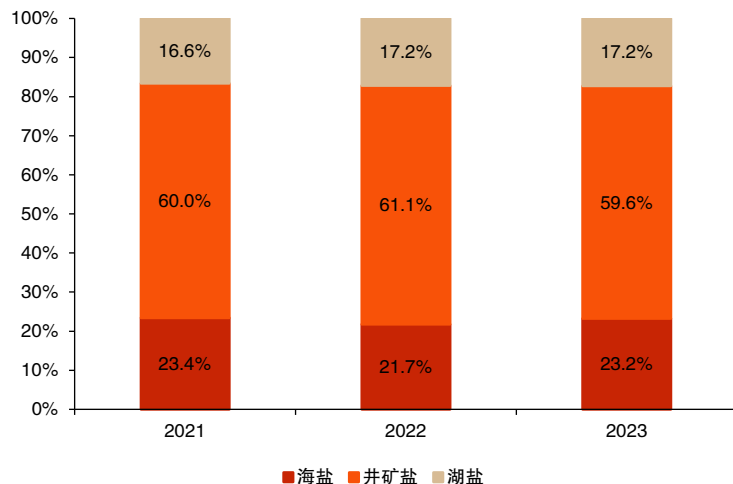


资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.2 盐产品：井矿盐需求稳定，食盐价格稳中有升

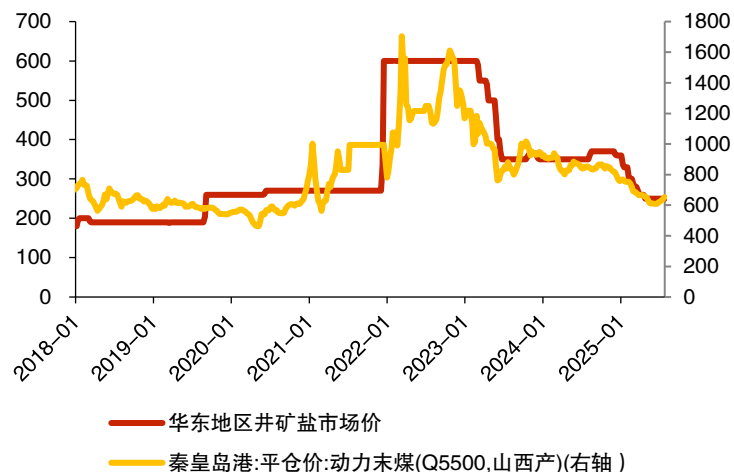
- **井矿盐需求稳定。**公司盐类产品属井矿盐，2021-2023年，井矿盐产量占比稳定在60%左右，是我国主要的盐类消费品种，需求较为稳定。
- **井矿盐价格高位回落趋稳，食盐价格缓步上行。**2018-2025年6月，受到煤炭价格波动导致用能成本上升，我国华东地区井矿盐市场价经历了一轮上行行情，后回落至目前的250元/吨水平，目前煤价显著下行，井矿盐价格处于历史较为合理水平；食盐价格呈现震荡上行走势，当前价格处于2018年以来高位。

井矿盐的产量占比



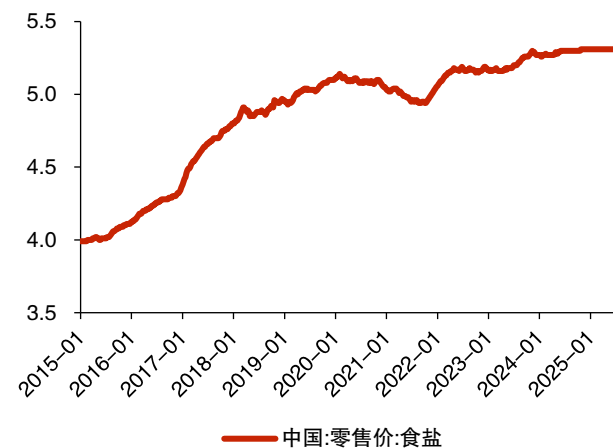
资料来源：中国盐业协会公众号等，华源证券研究所

井矿盐价格（元/吨）



资料来源：Wind，钢联数据，华源证券研究所

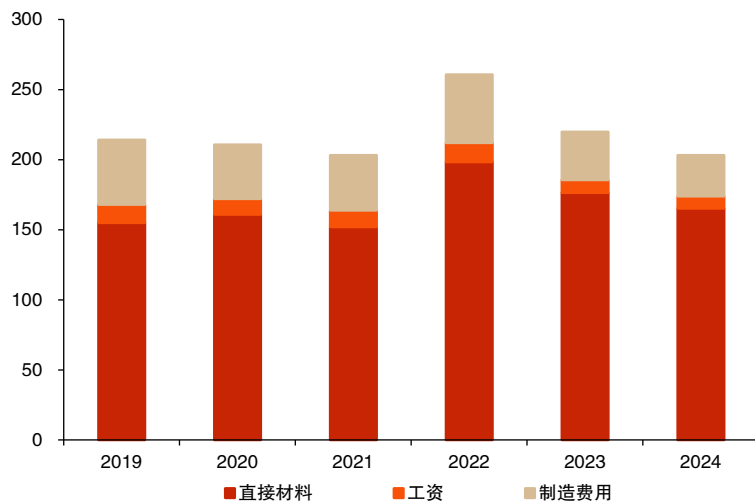
食盐价格（元/千克）



资料来源：Wind，华源证券研究所

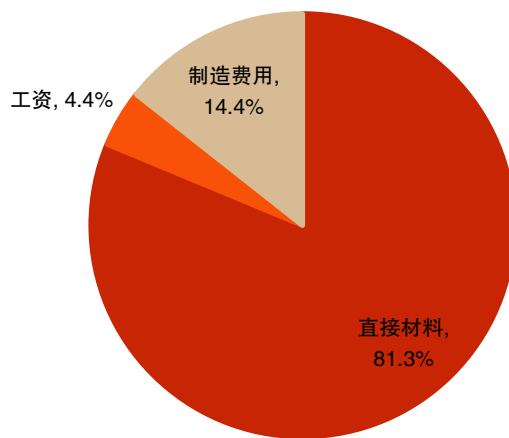
- 公司盐产品主要成本为煤炭消耗，受益煤炭价格下跌。**煤炭是公司盐产品生产蒸发流程的主要能源原料，记为材料成本，2024年盐产品中公司的直接材料成本占比达81.3%，为主要的成本项。2020–2024年公司吨盐直接材料成本与煤炭价格波动一致，煤炭价格波动对公司盐产品毛利率水平具有较大影响。2025年以来，煤炭价格经历较大幅度下跌，预计将降低公司盐产品生产成本，提高盐产品盈利能力。

2019–2024年公司盐产品成本构成（元/吨）



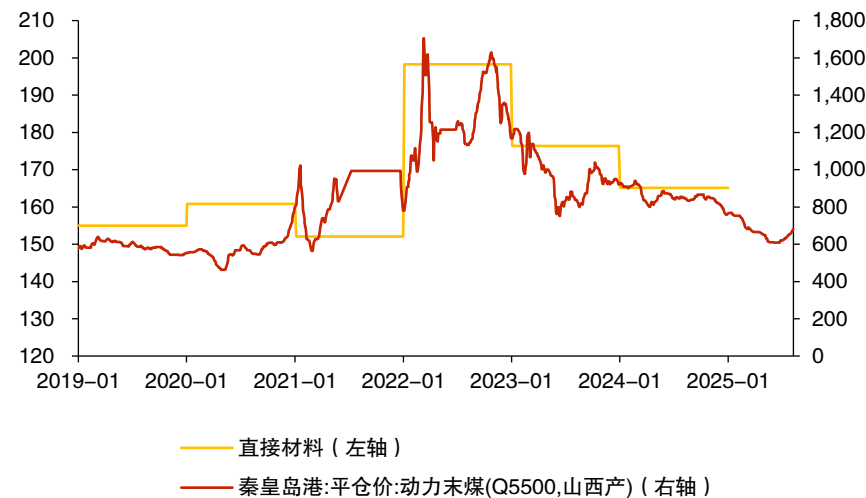
资料来源：公司公告，华源证券研究所

2024年公司盐产品成本结构占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司盐产品直接材料成本与煤炭价格对比（元/吨）



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

主要内容

1. 公司简介：盐矿区域龙头，低负债盈利稳健
2. 盐化业务：以盐为主，盐碱钙一体化发展
3. 盐穴利用：储气库进入投产期，持续贡献利润增量
4. 风险提示



3.1 盐穴储气满足天然气季节性调峰需求

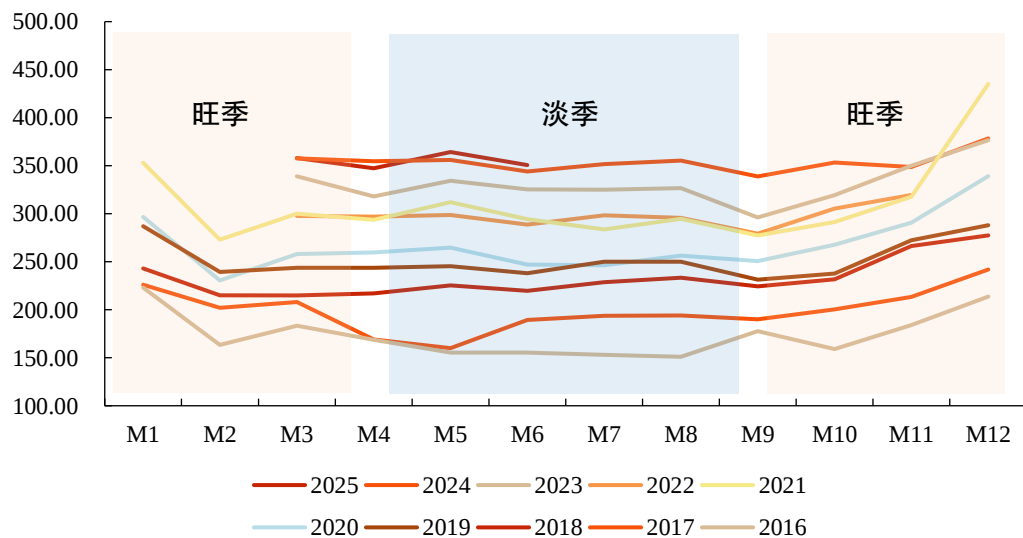
■ 天然气需求季节性明显，储气库需求旺盛

- 国内天然气作为供暖的重要能源，存在显著的季节性需求差异，旺季为11月至次年3月，淡季为4月至9月，且天然气在淡旺季存在较明显价差。为应对季节性波动，缓解冬季采暖用气需求激增的供需紧张，同时保障国内民生、工业用气安全，对天然气进行一定比例的储备十分必要。据CEDIGAZ数据，截至2023年底，全国天然气储气库和液化天然气(LNG)罐的总储气能力为378亿方，占2023年天然气消费量的9.6%，主流发达国家储气水平可达10%-20%，我国储气量仍有提升空间，盐穴储气可充分补足国内储气需求。

■ 公司储气库参与季节性调峰，淡储旺采差价可观

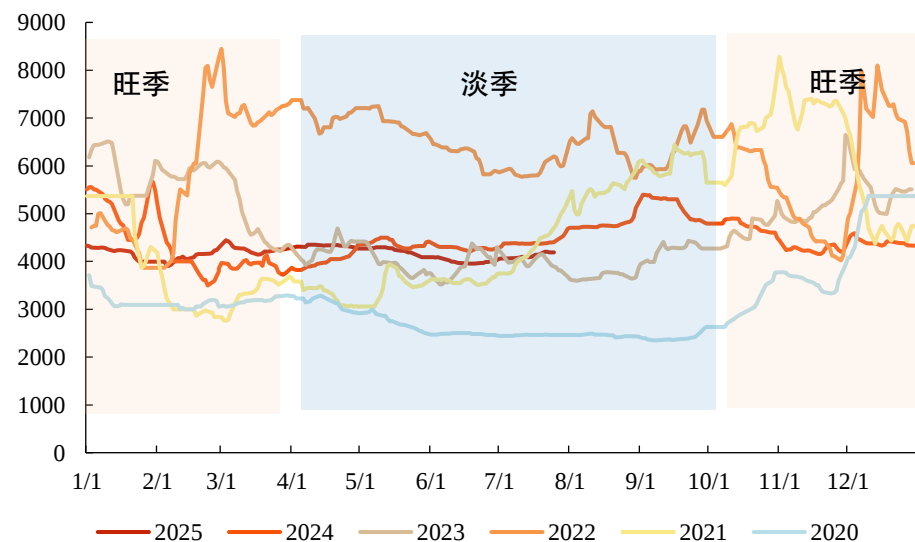
- 公司盐穴储气库作为稀缺的天然气存储资源，具备天然气季节性调峰能力，可在淡季低价购气并注入储气库存储，在旺季从储气库采气并以相对高价出售，从而赚取价差，公司储气库商业模式的底层支撑既是需求的季节性不均，又是稀缺盐穴储气资源的价值实现。

国内天然气表观消费量淡旺季对比（亿立方米）



资料来源：Wind，华源证券研究所

国内液化天然气淡旺季价格走势（元/吨）

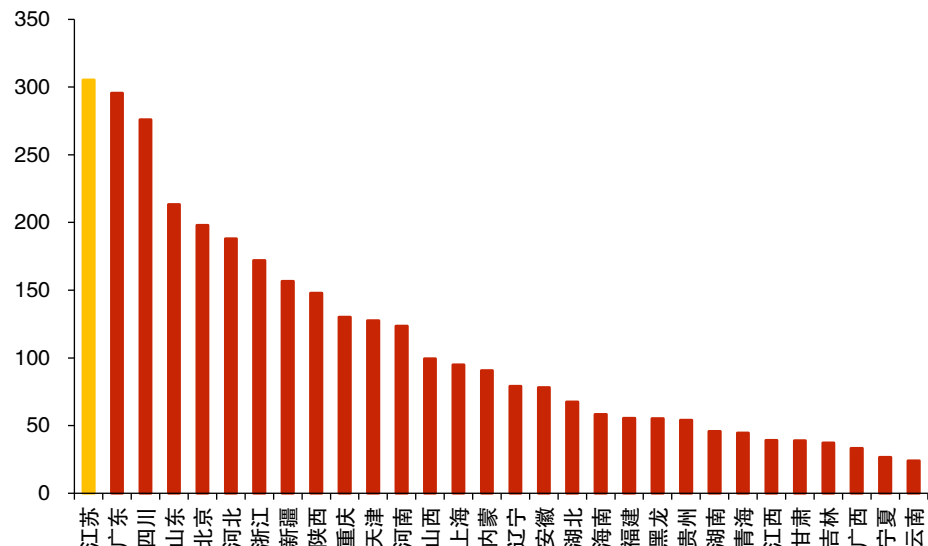


资料来源：Wind，iFind，华源证券研究所

■ 江苏省为用能大省，天然气存储需求旺盛

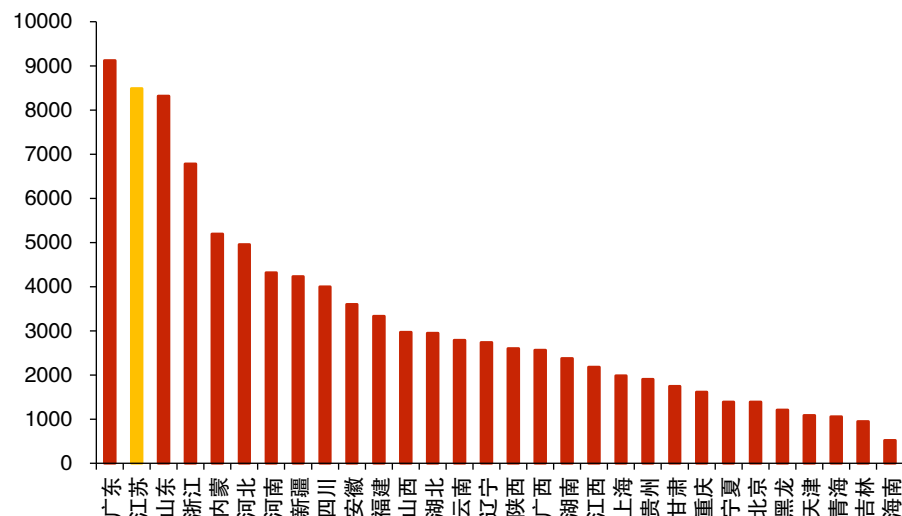
- 江苏省能源消耗量位于全国前列，据中国能源统计年鉴最新数据，2022年江苏省天然气消费量达305亿方，位列全国第一，据国家统计局数据，江苏省2024年用电量达8487亿千瓦时，仅次于广东省。以欧美主流10%–20%的储气占比计算，江苏省总储气需求或达30–60亿方，若考虑长三角周边江苏、上海、浙江、安徽的用气需求合计651亿方，江苏省内储气库或可覆盖约65–130亿方的储气需求市场需求。

2022年各省市天然气消费量（亿立方米）



资料来源：Wind，华源证券研究所

2024年各省市用电量（亿千瓦时）



资料来源：Wind，华源证券研究所



華源証券

HUAYUAN SECURITIES

3.3 公司储气库加速落地投产，库容规模快速扩大

- **张兴储气库项目：**计划总投资约**65亿元**，新建1座注采气站，3座集配气站，19座注采井场，设计总库容**31.26亿立方米**，工作气量**18.5亿立方米**，设计规模占江苏省城燃配套储气设施的61%，据公司预计，投入运营后预计可实现年销售超50亿元。

- **一期：**总投资约22.3亿元，利用公司张兴矿区已有6组老腔进行改造利用，并配套地面工程建设，形成库容气量约10.35亿方、工作气量约6.31亿方的地下盐穴储气库，计划2026年全部建成投产。截至2025年5月底，张兴储气库一期工程具备库容能力6.1亿方；累计注气7345万方、采气1230.94万方。
- **二期&三期：**设计库容**20.90亿方**、工作气量12.19亿方，目前正在启动前期工作，计划2025年完成可研。
- **20亿方潜在增量：**公司在张兴储气库三期全部投产后，有望进一步增加**20亿方**库容建设，有望于2030年实现50亿方库容水平。

■ 杨槐储气库项目

- 设计库容**50亿方**，计划2025年完成可研。

■ 储气库服务市场分布

- 淮安储气库群就近服务于**江苏省、安徽省、浙江省、上海市**等长三角天然气消费区，同时可依托周边输河南等省气管道实现对周边**山东、河南**等省的辐射，起到季节调峰、应急保供的作用。

公司储气库项目所处位置



资料来源：公司介绍材料，华源证券研究所

公司储气库市场及管网分布



资料来源：公司介绍材料，华源证券研究所



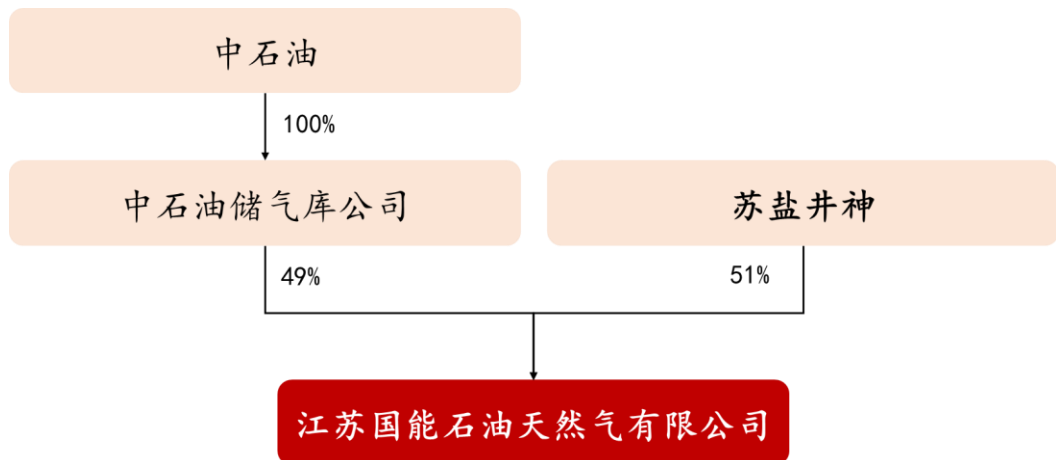
■ 与中石油合作保障天然气购销稳定

- 张兴储气库一期项目实施主体——江苏国能石油天然气有限公司，为公司与中石油储气库公司合资成立，公司持股51%，中石油储气库公司为中石油全资子公司，因此可预计张兴储气库一期有望受益于关联方中石油的稳定的天然气供应及“回购”方，经营稳定性大幅提升。

■ 新型建库技术优势显著

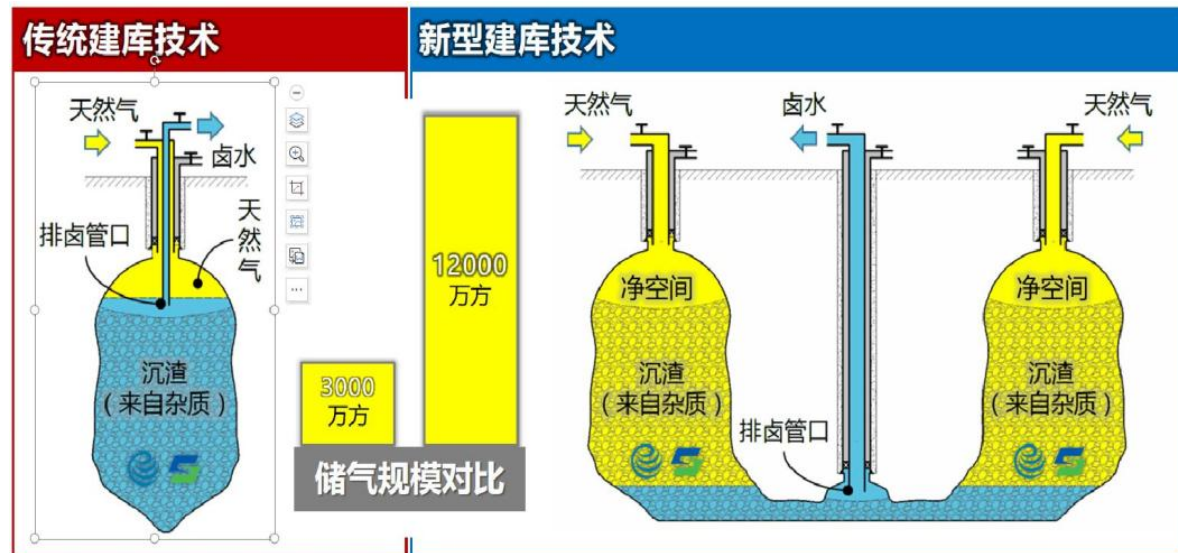
- 公司储气库项目采用自主研发的“连通井盐穴储气新技术”，与传统的单井造腔技术相比，连通井技术具备卤水产量高、质量好，造腔速度快、体积大，排卤方式灵活、垫底气少、腔体稳定性好等诸多优势。

张兴储气库一期各方持股占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：基于2022年1月20日公司公告

公司储气库技术与传统技术对比



资料来源：公司介绍材料，华源证券研究所



3.5 2030年储气库有望贡献4.1亿元归母净利润增量

■ 2030年，储气库项目有望贡献10.8亿元利润总额及4.1亿元归母净利润

- 张兴储气库项目可于淡季从关联方中国石油稳定购买低价天然气，并在旺季以相对高价回售中国石油，我们假设该模式实现毛差约0.6元/方，考虑张兴储气库项目当前规划的一、二、三期合计31亿方库容于2030年前全部投产，且根据公司远期规划至2030年张兴储气库可额外新增约20亿方库容，我们测算截至2030年，公司储气库业务有望贡献10.8亿元利润总额及4.1亿元归母净利润。

储气库建设进度与业绩释放测算

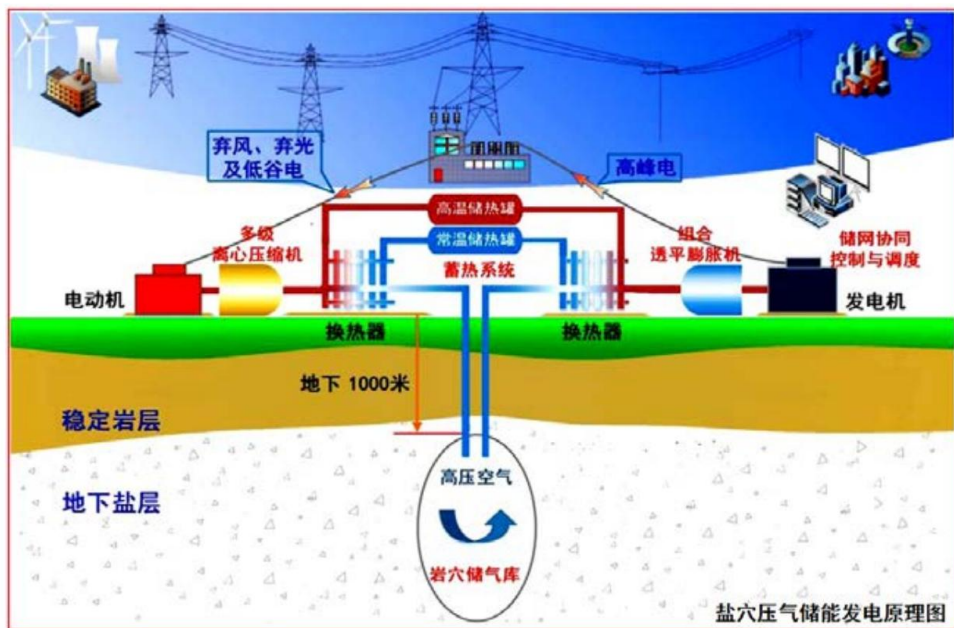
	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
总库容（亿方）	6.1	10.0	18.0	26.0	36.0	46.0	56	66	76	88	100
工作库容（亿方）	3.5	6.3	11.7	17.4	24.5	31.7	39.2	47.5	55.5	66.0	80.0
总采气（亿方）-跨年结算	3.5	6.3	11.7	17.4	24.5	31.7	39.2	47.5	55.5	66.0	80.0
年度1-当年12月	1.2	2.1	3.9	5.7	8.1	10.5	12.9	15.7	18.3	21.8	26.4
年度2-次年1月&2月	2.3	4.2	7.7	11.5	16.2	20.9	25.9	31.4	36.6	43.6	52.8
上半年采气（亿方）	0.0	2.3	4.2	7.7	11.5	16.2	20.9	25.9	31.4	36.6	43.6
下半年采气（亿方）	1.2	2.1	3.9	5.7	8.1	10.5	12.9	15.7	18.3	21.8	26.4
年度合计	1.2	4.4	8.0	13.5	19.6	26.6	33.9	41.6	49.7	58.4	70.0
毛差（元/立方米）	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
储气收益（亿元）	0.7	2.6	4.8	8.1	11.7	16.0	20.3	24.9	29.8	35.0	42.0
单方储气成本	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
储气成本-含财务费用	0.0	0.5	1.0	2.1	3.4	5.2	7.4	9.0	10.8	12.7	15.2
利润总额（亿元）	0.7	2.2	3.8	6.0	8.3	10.8	13.0	15.9	19.0	22.3	26.8
净利润（亿元）	0.5	1.6	2.8	4.5	6.3	8.1	9.7	11.9	14.2	16.7	20.1
少数股东权益	0.3	0.8	1.4	2.2	3.1	4.0	4.8	5.8	7.0	8.2	9.8
归母净利润（持股51%，亿元）	0.3	0.8	1.4	2.3	3.2	4.1	5.0	6.1	7.3	8.5	10.2



■ 国信压气储能项目

- 淮安盐穴压气储能发电项目计划总投资37.4亿元，由江苏省国信集团牵头，联合苏盐井神及淮安市产业投资公司共同投资建设，持股比例为60%、34%、6%。项目依托地下1150至1500米深处的97万立方米盐穴资源，共建设两套300MW级非补燃式压缩空气储能电站，压缩时间8h，发电时间4h。主要内容包括压缩机系统、膨胀机系统、储气系统（地下盐穴合计体积97万立方米）、蓄热装置（钢制球形罐）等配套建筑设施。

盐穴压气储能发电原理图

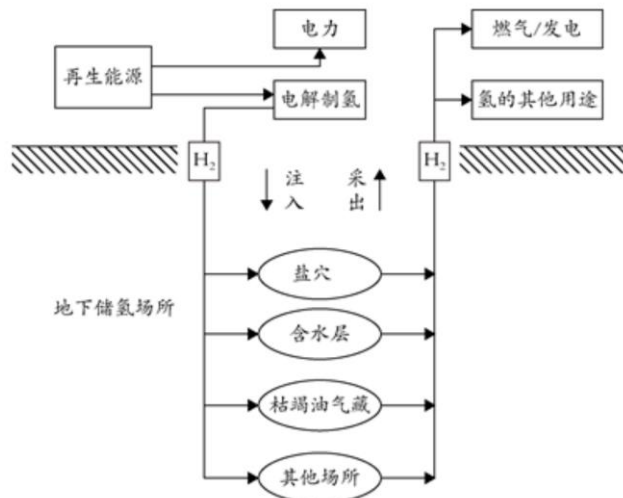




■ 盐穴小分子气体、储氢、储碳项目

- 2025年1月13日，公司与广钢气体在淮安签署小分子气体储备中心项目合作协议。3月27日，项目正式开工建设。按照“2025年签约、2025年开工、2025年达注气条件”的“三个当年”目标，目前项目正在有序推进中。项目建设对保障国家产业链供应链安全具有重要意义。2024年10月，公司“盐穴大规模储氢关键技术研发”项目成功通过省科技厅审批，获得2024年江苏省前沿技术研发项目立项。实施项目是落实《国家氢能产业发展中长期规划》和《江苏省“十四五”新型储能发展实施方案》的重要举措，也为公司发展新质生产力、扩大盐穴资源的综合利用范围，实现高质量发展开辟了新路径。
- 2024年12月，公司参与申报的“特殊空间封存CO₂有效性评价与监测技术研究”项目获批“深地国家科技重大专项”立项。该项目利用已有盐穴地下空间作为存储CO₂的“仓库”，将连通井废弃盐穴作为存储反应装置，实现CO₂大规模存储，降低封存成本，在减少碳排放的同时实现废弃盐穴再利用，提高盐穴稳定性。

地下储氢的运作机制



主要内容

1. 公司简介：盐矿区域龙头，低负债盈利稳健
2. 盐化业务：以盐为主，盐碱钙一体化发展
3. 盐穴利用：储气库进入投产期，持续贡献利润增量
4. 风险提示



- **盐产品价格超预期下跌。**盐产品生产销售是公司主要业务之一，若盐产品市场价超预期下跌，或将对公司业绩造成较明显影响。
- **纯碱价格超预期下跌。**纯碱是主要的盐化工产品，若价格超预期下跌，或将对整体业绩造成负面影响。
- **盐穴储气项目建设进度不及预期。**盐穴储气业务是公司未来业绩核心增长来源，若建设落地不及预期，或影响公司业绩释放。



证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。



信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数： A股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES