

# 中石化重置成本测算高于市值 30%以上



## 投资要点

- 过去几年 A 股估值体系差异性大幅扩大，8 倍 PE 的银行股和 30 倍 PE 的成长股并存于世。传统的相对估值方法能否给出一个长期合理价值就引起了我们怀疑。
- 并且在未来我国的经济走向以及政策演变还存在着诸多变数的大背景下，像石化这样的强周期性行业的盈利预测也很难做到精确。即使是更为严谨的绝对估值 DCF 方法有时也很难评估一个公司的价值。因此我们对于部分低 PB 的企业采用重置成本法分析其合理的安全边际。
- 介于中石化目前 PB 已经为 1，考虑到其上市已有 10 年，而最为核心的资产——油气和加油站还是采用 01 年的价值入账，其重估成本应该是大幅高于账面资产的。因此我们对中石化的四大板块的重置成本重新做了测算。
- 1. 勘探板块：28 亿桶原油储量，桶油价值为 15 美元，共计 2700 亿元。
- 2. 炼油板块：2 亿吨产能，吨投资 1400 元，成新率 41%，共计 1148 亿元。
- 3. 化工板块：1000 万吨乙烯产能，每万吨投资 2.4 亿，成新率 59%，共计 1416 亿元。
- 4. 零售板块：共计 3 万个加油站，单站价值 0.15 亿元，共计 4500 亿元。
- 以上累加为 9764 亿元，扣除各种债务总计 2716 亿元，公司净重置成本为 7048 亿元，相比公司目前 5200 亿元的市值要高 35.5%。

## 财务与估值

- 我们预测公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.71、0.80、0.89 元，依照可比公司，维持目标价 9.00 元，维持公司买入评级。

## 风险提示

- 油价大幅上涨，导致成品油调价不及时造成的损失
- 化工景气进一步下滑，导致该板块盈利进一步缩水

公司主要财务信息					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	1,913,182	2,505,683	2,544,953	2,708,974	2,939,600
同比增长	42.2%	31.0%	1.6%	6.4%	8.5%
营业利润 (百万元)	101,352	100,966	86,917	99,374	110,627
同比增长	26.4%	-0.4%	-13.9%	14.3%	11.3%
归属母公司净利润 (百万元)	70,713	71,697	61,810	69,801	77,651
同比增长	15.4%	1.4%	-13.8%	12.9%	11.2%
每股收益 (元)	0.81	0.83	0.71	0.80	0.89
毛利率	19.7%	16.5%	16.3%	16.9%	16.9%
净利率	3.7%	2.9%	2.4%	2.6%	2.6%
净资产收益率	17.7%	16.0%	12.2%	12.3%	12.3%
市盈率 (倍)	7.5	7.4	8.5	7.6	6.8
市净率 (倍)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2012 年 09 月 24 日)	5.89 元
目标价格	9.00 元
52 周最高价/最低价	7.86/5.80 元
总股本/A 股 (万股)	8682028/7003979
A 股市值 (百万元)	511371
国家/地区	中国
行业	化工
报告发布日期	2012 年 09 月 25 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-1.7	-0.5	-6.5	-12.1
相对表现 (%)	0.2	2.1	5.3	4.9
沪深 300 (%)	-1.9	-2.6	-11.8	-17.0



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 赵辰  
021-63325888\*5101  
zhaochen1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511120005

王晶  
021-63325888\*6072  
wangjing@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860510120030

**相关报告**

从 AH 股溢价和历史 PE 看中石化股价 2012-09-05

中国石化中报点评 2012-08-27

成品油价屡次下调，中石化将受影响 2012-07-23

## 1. 采用重置成本法估值的必要性

过去几年 A 股估值体系差异性大幅扩大，8 倍 PE 的银行股和 30 倍成长股并行不悖。用传统的相对估值方法能否给出一个长期合理价值就引起了我们怀疑。比如今日 8 倍 PE 的银行股未来完全可以跌到 5 倍 PE，毕竟 1947 年英国的整体市盈率也不过 3 倍。而今日 30 倍 PE 的成长股未来也完全有可能涨到 50 倍，这已是苹果和腾讯在美国、香港等成熟的资本市场都上演过的故事。

其实对于化工等周期性行业来讲，相对估值法最大的问题还是循环引用。所谓“合理平均 PE”本身也是随趋势而动的，而不试图做任何前瞻性的盈利判断。其趋势预测的基本假设（体现在公司的盈利预测上），就是当期的困难或增长将持续到永久。而表现在股价上就是强者恒强，弱者恒弱。由于经济本身是周期性的，因此在趋势为主导的市场里，乐观公司会被给予最宽松的经营假设：高增长将不受任何经营磨难所打断；而悲观公司则恰恰相反：当前的苦难将永无出头之日。

在当下全球经济都陷入萧条，国内经济又面临转型的大背景下，今年周期股的盈利都大幅下滑。仅从今年石化行业的半年报看，平均业绩的同比下滑就达到了 47%，接近腰斩。在这种极端情况下，相对估值其实很难对诸如中石化、中石油这类企业提供比较有实际意义估值水平。

并且在未来我国的经济走向以及政策演变还存在着诸多变数的大背景下，对于石油、石化这类强周期性行业的盈利预测本身都很难做到精确。因此哪怕是更为严谨的绝对估值 DCF 方法有时恐怕都很难精确评估一个公司的价值。因此我们对于部分企业采用重置成本法分析其合理的安全边际。毕竟钢筋水泥支撑起的 Book Value 比起虚无缥缈的 Earning 还是来的更为可靠一些。秉承这一思路，我们未来将对化工板块中低 P/B 的股票展开研究，以期找到重置成本大幅高于市值的个股。

## 2. 中石化的重置成本测算

我们之所以会在这个时点选取中石化，主要出于以下几点原因：1. 随着过去几年中石化股价的下跌，无论是其 PE 水平还是 AH 股溢价都已处于历史最低点；2. 中石化的 PB 已经接近 1，考虑到其上市已有 10 年，而最为核心的资产——油气和加油站还是采用 01 年的价值入账，其重估成本应该是大幅高于账面资产的。因此我们初步推断中石化的重置成本也应大幅高于目前市值。但为了更为精确的评估其资产价值，我们还是依照公司的四个业务板块分别进行了测算

### 2.1 勘探板块

截止 2011 年末，中石化剩余原油储量为 28.5 亿桶，剩余天然气储量为 1900 亿立方米，合计油气储量为 39.7 亿桶。由于目前国内天然气定价较低，中石化该业务盈利能力不强，因此我们仅测算原油的价值作为该板块的重置成本价值。在具体重置成本测算上，我们采用以下两种方法：

#### 2.1.1 可比交易法

过去几年，我国三大石油公司，尤其是中石化和中海油在海外收购了很多油气资源。我们统计 2009 年后的主要收购，依照时间顺序列示如下。过去 3 年，我国企业海外油田收购的平均桶油价值为 15.2 美元。

**表 1 2009-2012 年中石化、中海油海外油气收购统计**

企业名	收购时间	项目名称	储量 (亿桶)	收购金额 (亿美元)	桶油价值 (美元)
中国石化	2009	Addax	5.4	72.4	13.5
中国石化	2010	Repsol	4.2	71.0	16.7
中国石化	2010	康菲 (加拿大油砂)	4.6	46.5	10.1
中海油	2010	BEH (Pan American)	3.2	31.0	9.7
中国石化	2010	SSI	1.0	24.6	24.1
中国石化	2011	Daylight	1.7	21.0	12.1
中海油	2011	加拿大 OPTI	2.0	21.0	10.8
中海油	2011	泛美能源 60% 的股权	4.3	70.6	16.6
中国石化	2012	Galp (巴西)	2.2	51.8	23.2
中海油	2012	Nexen Inc	10.0	151.0	15.1
平均					15.2

资料来源: 公司公告

### 2.1.2 桶油盈利检验

我们测算中石化油气桶油盈利的基本假设如下:

- 1、油价假设为 108 美元/桶 (依据 2012 年中报);
- 2、开采成本为 42.5 美元/桶 (依据 2012 年中报);
- 3、维持产量每年需要新增的勘探成本为 14 美元/桶 (过去三年平均资本支出/增加产量\*15, 储采比依照 15 年计算)
- 4、资源税和暴利税为 19 美元/桶 (依照 2012 年中报)
- 5、销售费用及管理费用占比为 5%, 即 5.5 美元/桶,
- 6、所得税率为 25%.

依据以上假设, 我们用如下公式计算出的桶油利润=【(1) - (2) - (3) - (4) - (5)】\*0.75=20 美元, 略高于我们前面测算出的 15.2 美元/桶。因此我们认为通过可比交易达到的桶油价值为 15 美元还是合理的。以此测算, 对应该板块的价值为 2700 亿元。

## 2.2 炼油板块

截止 2011 年中石化炼油板块拥有炼油能力为 2 亿吨。我们依照近几年新建炼油项目的单位投资 1400 元/吨测算, 其全新产能的重置资产价值为 2800 亿元。

**表 2 2009-2012 年中石化、中石油炼油项目投资统计**

建设项目	产能 (万吨)	总投资 (亿元)	单吨投资 (元)
青岛炼油	1000	125	1250
辽通化工	500	61.6	1232

四川炼油	1000	163	1631
广西炼油	1000	151	1512
平均			1400

资料来源: 公司公告

我们测算成新率方法如下:

1. 我们假设炼油产能的总使用年限为 20 年;
2. 2011 年新增产能的可使用年限为 19 年, 以此为基准相应递减;
3. 2001 年以前的产能已使用了 9 年 (即为 01 年累计折旧/固定资产\*20), 因此 01 年总产能的可使用年限为 1 年;
4. 将新增产能\*使用年限测算出加权产能, 并将 01-11 年的加权产能相加为汇总产能
5. 将该产能除以 2011 年产能 217 亿吨, 并再除以 20 年, 算出成新率为 41%

由此我们测算出该板块的总重置价值为 1148 亿元。

**表 3 2001-2012 年中石化炼油产能成新率测算 (亿吨)**

年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
产能	105.4	109.1	120.8	137.6	144.9	157.8	167.2	174.7	186.6	211.1	217.4
新增产能	105.4	3.7	11.7	16.8	7.2	12.9	9.5	7.5	11.8	24.6	6.2
使用年限	1	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
加权产能	105.4	37.1	128.9	201.9	94.0	180.8	141.8	120.1	201.3	441.9	118.6
汇总产能											1771.7

资料来源: 公司公告

## 2.3 化工板块

截止 2011 年中石化以乙烯测算其生产能力为 1000 万吨。我们依照近几年新建乙烯及配套项目的单位投资 2.4 亿/万吨测算, 其重置资产价值为 2400 亿元。

**表 4 2009-2012 年中石化、中石油乙烯项目建设投资统计**

建设项目	产能 (万吨)	总投资 (亿元)	单位投资 (亿元/万吨)
天津乙烯	100	268.5	2.685
镇海乙烯	100	235	2.35
武汉乙烯	80	166	2.075
四川乙烯	80	187	2.33225
独山子乙烯	100	210	2.1
平均			2.4

资料来源: 公司公告

我们测算成新率方法如下：

1. 我们假设乙烯产能的总使用年限为 20 年；
2. 2011 年新增产能的可使用年限为 19 年，以此为基准相应递减；
3. 2001 年以前的产能已使用了 9 年（即为 01 年累计折旧/固定资产\*20），因此 01 年总产能的可使用年限为 1 年；
4. 将新增产能\*使用年限测算出加权产能，并将 01-11 年的加权产能相加为汇总产能
5. 将该产能除以 2011 年产能 9894 亿吨，并再除以 20 年，算出成新率为 59%

由此我们测算出该板块的总重置价值为 1416 亿元。

**表 5 2001-2012 年中石化乙烯产能成新率测算（万吨）**

年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
产能	2153	2716.4	3982	4,074	5,319	6163	6,534	6,534	6,713	9,059	9,894
新增产能	2153	563.4	1265.6	92	1245	844	371	0	179	2346	835
使用年限	1	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
加权产能	2153	5634	13922	1104	16185	11816	5565	0	3043	42228	15865
汇总产能											117515

资料来源：公司年报

## 2.4 零售板块

截止 2011 年，中石化共拥有加油站 3 万座，销售成品油能力 1.6 亿吨，单站加油能力 3330 吨。我们还是依照可比标的和贴现法进行测算其价值。

### 2.4.1 可比市场价值法

过去几年，我国三大石油公司收购加油站的可比案例如下，我们综合评定单站价值为 0.15 亿元。

1. 06-09 年，中石化累计投资 417 亿元，新增加油站 2767 座，单个加油站价值为 0.15 亿元。
2. 09-11 年，中石油累计投资 491 亿元，新增加油站 2755 座，单个加油站价值为 0.18 亿元。
3. 2011 年中石油租用海越股份 5 个加油站，共计 5 万吨的年销量，20 年总费用为 2 亿元。如果我们 20 年租金作为收购价格，相当于年销量 0.35 万吨的加油站的单站价值为 0.14 亿元。

### 2.4.2 单站贴现价值检验

我们测算加油站变现价值的基本假设如下：

1. 单站销售量 3500 吨，售价单价为 6500 元/吨，总收入为 0.23 亿元
2. 毛利率为 6.5%（扣除消费税后），三费累计 5%，净利率为 1.5%
3. 每年收入增长率为 5%（今年上半年为 8.4%）
4. 无风险利率为 3.55%，贴现率为 7.2%（等同于公司 WACC 值）

由此测算出单站价值在 0.17 亿元，略高于我们 0.15 亿元的假设。由此我们可见我们的初始假设还是较为合理的。因此中石化加油站业务的合理价值为 4500 亿元。

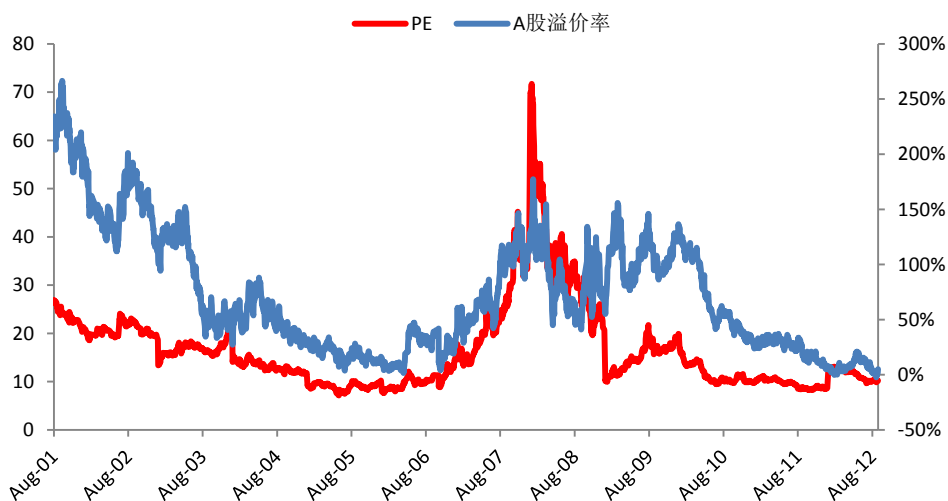
### 3. 估值结果

通过以上计算，中石化四个板块的总重置成本为 9764 亿元。由于中石化流动资产规模与扣除短期负债的流动负债比较接近，我们将两者抵扣，皆不进入重置成本。而公司的总债务成本为 2716 亿元。总重置成本与总债务两者相减的净重置成本为 7048 亿元。而公司目前市值为 5200 亿元，相比重置成本，公司被低估了 35%。

### 4. 中石化 AH 股溢价和 P/E 历史分析

今年 2 季度以来中石化股价大幅调整，从 AH 股价看，已经完全接轨，没有任何溢价，基本与 06 年最低水平相当。而从 PE 水平来看，目前的 PE 水平也处于历史最低值，并且也与国际同类石化公司 12 倍左右的 PE 接轨（今年盈利依照 wind 盈利预测中值 0.6 元）。

图表 1 中国石化历年 P/E 和 P/B 统计



资料来源: wind

### 5. 投资建议

考虑到公司 AH 股溢价和 PE 都处于历史最低水平，PE 小于 10 倍，而过去 10 年 ROE 均值为 15%，并且三季度以来月度环比数据一直在改善，因此我们依然维持公司买入评级，预测 2012-2013 年每股收益 0.71、0.80 元，维持目标价 9.00 元。

**收入分类预测表**

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>勘探业务</b>					
销售收入 (百万元)	187,145.0	241,838.0	255,432.7	268,155.6	282,245.1
增长率	51.1%	29.2%	5.6%	5.0%	5.3%
毛利率	52.1%	60.2%	58.8%	56.0%	54.8%
<b>炼油板块</b>					
销售收入 (百万元)	971,577.0	1,212,072.0	1,333,279.2	1,441,558.9	1,558,651.9
增长率	38.1%	24.8%	10.0%	8.1%	8.1%
毛利率	17.2%	10.4%	10.0%	11.0%	11.5%
<b>销售板块</b>					
销售收入 (百万元)	1,040,698.0	1,347,626.0	1,420,370.0	1,540,538.1	1,669,814.9
增长率	32.9%	29.5%	5.4%	8.5%	8.4%
毛利率	6.7%	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%
<b>石化板块</b>					
销售收入 (百万元)	327,622.0	420,490.0	374,590.5	391,463.1	409,388.4
增长率	50.0%	28.3%	-10.9%	4.5%	4.6%
毛利率	11.8%	10.8%	8.7%	10.0%	11.0%
<b>抵消及其他</b>					
销售收入 (百万元)	796,789.0	1,134,182.0	1,474,436.6	1,843,045.8	2,211,654.9
增长率	52.7%	42.3%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>对象 6</b>					
销售收入 (百万元)	(1,410,649.0)	(1,850,525.0)	(2,313,156.3)	(2,775,787.5)	(3,192,155.6)
增长率	40.3%	31.2%	25.0%	20.0%	15.0%
毛利率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	1,913,182.0	2,505,683.0	2,544,952.7	2,708,973.8	2,939,599.6
增长率	42.2%	31.0%	1.6%	6.4%	8.5%
综合毛利率	19.7%	16.5%	16.3%	16.9%	16.9%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测



**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	18,140	25,197	22,872	25,758	27,977	营业收入	1,913,182	2,505,683	2,544,953	2,708,974	2,939,600
应收账款	44,415	59,733	55,760	61,285	66,600	营业成本	1,537,131	2,093,199	2,129,282	2,251,797	2,441,448
预付账款	5,247	4,096	5,993	6,079	6,108	营业税金及附加	157,189	189,949	190,871	203,173	220,470
存货	157,637	204,799	238,293	233,388	254,511	营业费用	31,981	38,399	50,899	54,179	58,792
其他	24,011	33,763	28,051	35,196	37,470	管理费用	57,774	63,083	76,349	81,269	88,188
<b>流动资产合计</b>	<b>249,450</b>	<b>327,588</b>	<b>350,969</b>	<b>361,706</b>	<b>392,665</b>	财务费用	6,847	6,544	9,470	10,730	12,324
长期股权投资	45,221	47,636	41,999	44,831	44,763	资产减值损失	15,445	5,811	(2,834)	2,451	1,750
固定资产	540,700	565,936	610,290	629,049	633,526	公允价值变动收益	(179)	1,423	1,000	0	0
在建工程	90,313	112,034	68,171	46,548	35,705	投资净收益	5,671	4,186	4,500	4,000	4,000
无形资产	27,519	35,303	110,419	201,698	307,780	<b>其他</b>	<b>(10,955)</b>	<b>(13,341)</b>	<b>(9,500)</b>	<b>(10,000)</b>	<b>(10,000)</b>
其他	32,186	41,556	17,076	17,076	17,076	营业利润	101,352	100,966	86,917	99,374	110,627
<b>非流动资产合计</b>	<b>735,939</b>	<b>802,465</b>	<b>847,956</b>	<b>939,203</b>	<b>1,038,851</b>	营业外收入	2,108	3,411	3,000	2,000	2,000
<b>资产总计</b>	<b>985,389</b>	<b>1,130,053</b>	<b>1,198,925</b>	<b>1,300,908</b>	<b>1,431,516</b>	营业外支出	1,282	1,739	1,300	1,300	1,300
短期借款	29,298	36,985	74,690	147,945	205,938	<b>利润总额</b>	<b>102,178</b>	<b>102,638</b>	<b>88,617</b>	<b>100,074</b>	<b>111,327</b>
应付账款	132,528	177,002	188,191	194,526	211,047	所得税	25,335	25,774	22,154	25,018	27,832
其他	163,801	215,086	198,264	204,456	217,244	<b>净利润</b>	<b>76,843</b>	<b>76,864</b>	<b>66,463</b>	<b>75,055</b>	<b>83,495</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>325,627</b>	<b>429,073</b>	<b>461,146</b>	<b>546,926</b>	<b>634,229</b>	少数股东损益	6,130	5,167	4,652	5,254	5,845
长期借款	58,895	54,320	39,320	(10,680)	(20,680)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>70,713</b>	<b>71,697</b>	<b>61,810</b>	<b>69,801</b>	<b>77,651</b>
应付债券	115,180	100,137	123,542	123,542	103,542	每股收益(元)	0.81	0.83	0.71	0.80	0.89
其他	33,005	36,998	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>207,080</b>	<b>191,455</b>	<b>162,862</b>	<b>112,862</b>	<b>82,862</b>						
<b>负债合计</b>	<b>532,707</b>	<b>620,528</b>	<b>624,008</b>	<b>659,788</b>	<b>717,091</b>						
少数股东权益	31,555	35,126	39,778	45,032	50,877	<b>主要财务比率</b>					
股本	86,702	86,702	87,502	88,302	89,102						
资本公积	29,414	29,583	34,783	40,583	47,043	<b>成长能力</b>					
留存收益	304,843	356,599	409,739	464,088	524,288	营业收入	42.2%	31.0%	1.6%	6.4%	8.5%
其他	168	1,515	3,115	3,115	3,115	营业利润	26.4%	-0.4%	-13.9%	14.3%	11.3%
<b>股东权益合计</b>	<b>452,682</b>	<b>509,525</b>	<b>574,917</b>	<b>641,120</b>	<b>714,425</b>	归属于母公司净利润	15.4%	1.4%	-13.8%	12.9%	11.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>985,389</b>	<b>1,130,053</b>	<b>1,198,925</b>	<b>1,300,908</b>	<b>1,431,516</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率	19.7%	16.5%	16.3%	16.9%	16.9%
						净利率	3.7%	2.9%	2.4%	2.6%	2.6%
						ROE	17.7%	16.0%	12.2%	12.3%	12.3%
						ROIC	12.7%	11.4%	9.2%	9.4%	9.4%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	54.1%	54.9%	52.0%	50.7%	50.1%
						净负债率	42.4%	41.1%	40.6%	40.2%	40.4%
						流动比率	0.77	0.76	0.76	0.66	0.62
						速动比率	0.28	0.29	0.24	0.23	0.22
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	52.5	48.1	43.7	45.5	45.2
						存货周转率	10.2	11.6	9.6	9.5	9.9
						总资产周转率	2.1	2.4	2.2	2.2	2.2
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.81	0.83	0.71	0.80	0.89
						每股经营现金流	1.97	1.74	1.12	1.61	1.76
						每股净资产	4.85	5.46	6.16	6.87	7.64
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	7.5	7.4	8.5	7.6	6.8
						市净率	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
						EV/EBITDA	4.8	5.0	5.6	4.9	4.3
						EV/EBIT	7.4	7.5	8.4	7.3	6.5

资料来源：东方证券研究所



## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测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。

本研究报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)