

# 中国石化 (600028)

证券研究报告

2018年01月05日

## 已具备配置价值

### 中石化具备配置价值

在宏观经济复苏期,商品是较优资产配置选择;宏观经济扩张时期,商品是最优的资产配置选择。高盛商品指数(GSCI)中,能源品占比高达62.9%。配置大宗商品,基本可以等同于配置能源品。上游油气勘探开发行业,经历了15~17年景气极度低迷期,连续两年资本开支处于低位。油公司资本开支低位以及计提减值,一方面改善了相关上市公司资产负债表,另一方面意味着因投资不足后续油价上行空间较大。

### 勘探开发业务受益油价上行

原油成本曲线中段区域是40~60美金/桶。70-80美金/桶油价能够支撑陆上老油田和深海油田复产,或成为60美金/桶均衡打破后的新均衡目标。中国石化约3亿桶原油产量,20美金油价涨幅,对应业绩增厚290亿(未考虑成本小幅上升)。

### 炼化板块受益库存收益

2017~2018年裂解价差有望维持在6~7美金/桶的相对高位。2019年之后,受开工率下滑影响,裂解价差可能下滑至4~5美金/桶。中国石化2010年炼油单位EBIT为75元/吨(1.5美金/桶),2016年提高到239元/吨(4.9美金/桶)。增加主要来自:裂解价差扩大;油品质量升级优质优价;产品结构调整。减少项主要来自:消费税及库存影响;单位DD&A小幅增加;单位现金操作成本小幅增加。“成品油优质优价”和“消费税及库存影响”为政策性因素,未来影响将趋于降低。“产品结构调整”是长期趋势,但中短期可能面临技术上的瓶颈。“单位DD&A”和“单位现金操作成本”未来将维持平稳微幅增长。因此,未来公司炼油盈利趋势将更加反映“裂解价差”即行业盈利趋势。

### 销售公司有望价值重估

中石化销售板块历史正常EBIT为300~350亿,估算对应净利润220~260亿元。根据嘉实元和,其对中石化销售公司认购价格12.5元/股,认购比例1.4%。根据嘉实元和2016年报,中石化销售公司估值14.74亿元,对应中石化销售公司总估值4211亿元。

### 中国石化业绩预测与估值

预测公司17/18/19年净利润523/861/1007亿元,对应EPS为0.43/0.71/0.83元/股,当前股价对应16/10/8倍PE,对应1.14/1.09/1.03倍PB。根据历史估值区间,目前估值水平具有较高安全边际,且油价上行带来的利润增厚空间巨大。看好2018-2019年石化行业整体配置价值,参照石化行业合理估值水平,给予2019年10倍PE,对应目标价为8.3元,首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:** 油价下跌,炼油盈利下滑。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,018,883.00	1,930,911.00	2,317,093.20	3,475,639.80	4,518,331.74
增长率(%)	(28.56)	(4.36)	20.00	50.00	30.00
EBITDA(百万元)	167,925.00	204,947.00	130,946.77	195,352.01	220,862.22
净利润(百万元)	32,207.00	46,416.00	52,252.78	86,146.42	100,679.34
增长率(%)	(32.10)	44.12	12.57	64.86	16.87
EPS(元/股)	0.27	0.38	0.43	0.71	0.83
市盈率(P/E)	25.94	18.00	15.99	9.70	8.30
市净率(P/B)	1.24	1.17	1.14	1.09	1.03
市销率(P/S)	0.41	0.43	0.36	0.24	0.18
EV/EBITDA	4.84	3.72	7.03	4.09	3.59

资料来源:wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/石油化工
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	6.90元
目标价格	8.3元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	95,557.77
流通A股股本(百万股)	95,557.77
A股总市值(百万元)	659,348.62
流通A股市值(百万元)	659,348.62
每股净资产(元)	5.92
资产负债率(%)	42.75
一年内最高/最低(元)	7.08/5.44

### 作者

张樨樨	分析师
SAC执业证书编号: S1110517120003	
zhangxixi@tfzq.com	
刘子栋	联系人
liuzidong@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 中石化具备配置价值.....	3
2. 勘探开发业务受益油价上行.....	3
3. 炼化板块受益库存收益.....	4
4. 销售公司有望价值重估.....	6
5. 中国石化业绩预测与估值.....	6

## 图表目录

图 1: 中国石化资本开支和自由现金流 (十亿元) .....	3
图 2: 中国石化分股息率.....	3
图 3: 中国石化计提资产减值 (百万元) .....	3
图 4: 中国石化资产负债率.....	3
图 5: 2017 年全球原油需求>供给 (百万桶/天) .....	4
图 6: 2017 年全球原油库存回落 (百万桶) .....	4
图 7: 裂解价差 (\$/b) 与全球炼油行业开工率 (右轴) .....	4
图 8: 裂解价差 (\$/b) 与油价 (右轴) .....	5
图 9: 中国石化、中国石油炼油毛利 (\$/b) 与国际比较 .....	5
图 10: 中国石化炼油业务 2016 年相比 2010 年单位 EBIT 变化拆分 (元/吨) .....	6
图 11: 中国石化销售板块 EBIT (亿元) .....	6
图 12: 中石化历史 PE band.....	7
图 13: 中石化历史 PB band .....	7
表 1: 不同油价情形下, 中石化利润估算 (2018 年, 亿元) .....	6

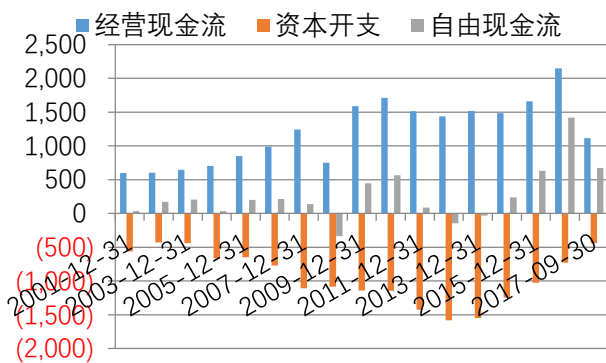
## 1. 中石化具备配置价值

1) 从大类资产配置角度，看好商品。根据美林投资时钟，在宏观经济复苏期，商品是较优资产配置选择；宏观经济扩张时期，商品是最优的资产配置选择。

2) 从商品横向比较的角度，相对看好石化。高盛商品指数（GSCI）中，能源品占比高达62.9%。配置大宗商品，基本可以等同于配置能源品。从基本面特征来看，能源化工类商品与宏观经济关联度更高。

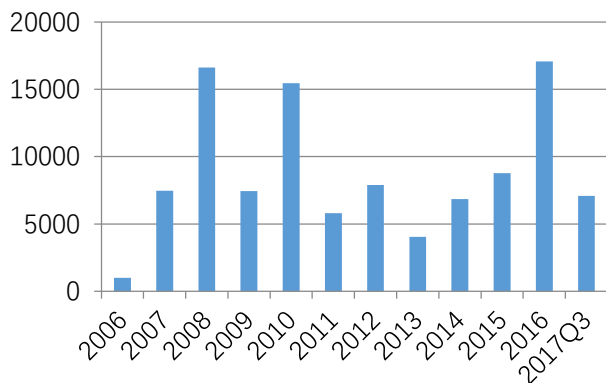
3) 从石化行业基本面周期角度，优选上游。上游油气勘探开发行业，经历了15~17年景气极度低迷期，连续两年资本开支处于低位。油公司资本开支低位以及计提减值，一方面改善了相关上市公司资产负债表，另一方面意味着因投资不足后续油价上行空间较大。

图 1：中国石化资本开支和自由现金流（十亿元）



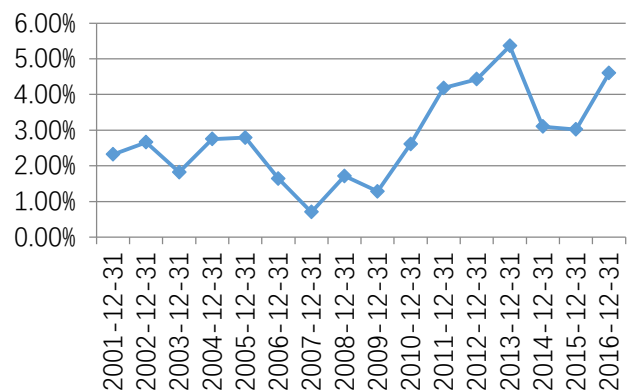
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：中国石化计提资产减值（百万元）



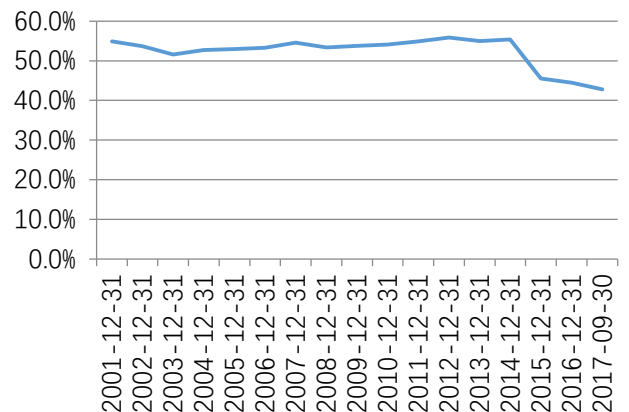
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：中国石化分股息率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：中国石化资产负债率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 勘探开发业务受益油价上行

2017年OPEC减产执行以来，全球原油库存以平均90万桶/天速度快速去化。截至11月，OECD原油库存回落到5年区间内，OECD成品油库存回落到5年均值，海上浮仓亦快速去化。

国际原油市场的再平衡实际已经实现。2018年，预估消费量增长130~150万桶/天，生产量增加110~130万桶/天。库存有望进一步去化，供需将进入偏紧状态。

2018年，在全球原油再平衡已经完成的背景下，剩余产能和库存已经不能提供充分的安全垫，事件性的供给冲击很容易把供需平衡再度打破，进入短缺状态。

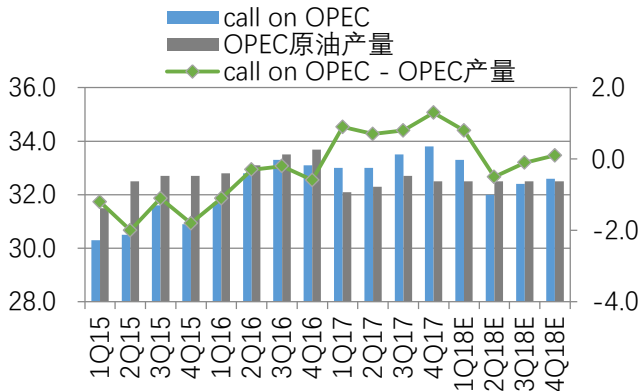
原油成本曲线中段区域是40~60美金/桶。目前美国页岩油仍然是边际资源，是平衡国际供需的核心变量。一旦需求增长突破了页岩油的边际供给，原油成本曲线将进入右端陡峭

阶段，进入加速上涨期。

70-80 美金/桶油价能够支撑是陆上老油田和深海油田复产，或成为 60 美金/桶均衡打破后的新均衡目标。

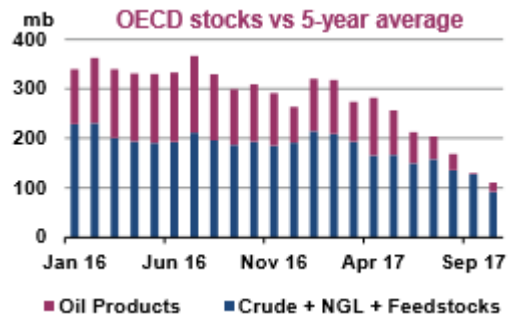
中国石化约 3 亿桶原油产量，20 美金油价涨幅，对应业绩增厚 290 亿（未考虑成本小幅上升）。

图 5：2017 年全球原油需求>供给（百万桶/天）



资料来源：IEA，天风证券研究所

图 6：2017 年全球原油库存回落（百万桶）



资料来源：IEA，天风证券研究所

### 3. 炼化板块受益库存收益

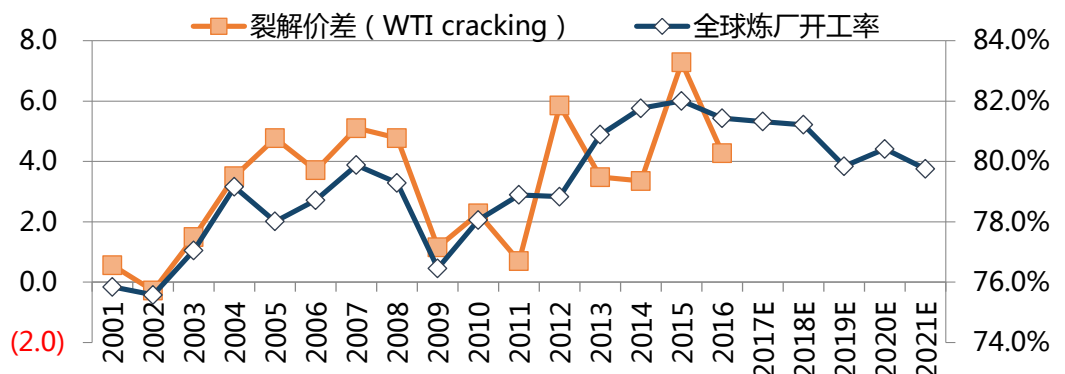
综合判断，2017~2018 年裂解价差有望维持在 6~7 美金/桶的相对高位。2019 年之后，受开工率下滑影响，裂解价差可能下滑至 4~5 美金/桶。

1) 供需关系方面：根据我们对全球石油产品需求、全球炼厂扩能计划的预计，全球炼厂开工率 2017~2018 年将基本维持在 81.3% 的高位。

2019~2021 年，中国大量民营企业大炼油项目将进入投产密集期。此外，中东（沙特、科威特、伊拉克）及美国也有新增产能投放。预计 2019~2021 年全球炼厂开工率将下降至略低于 80% 的水平。但供需情况仍将好于历史上炼化低迷时期（比如 2009 年前后）。

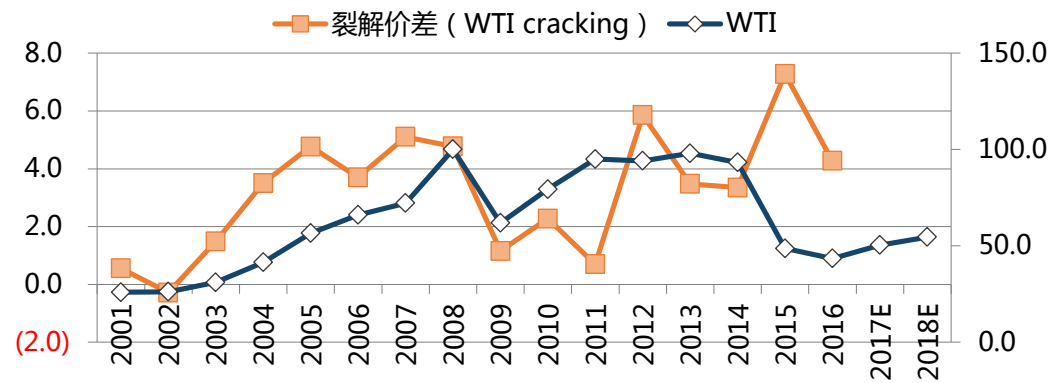
2) 油价方面：2017~2018 年，供给端仍然是油价的主要驱动因素，受到 OPEC 减产驱动，预计国际油价回到温和上行通道。供给驱动的油价上行，对裂解价差的影响略偏负面。

图 7：裂解价差（\$/b）与全球炼油行业开工率（右轴）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 8：裂解价差 (\$/b) 与油价 (右轴)

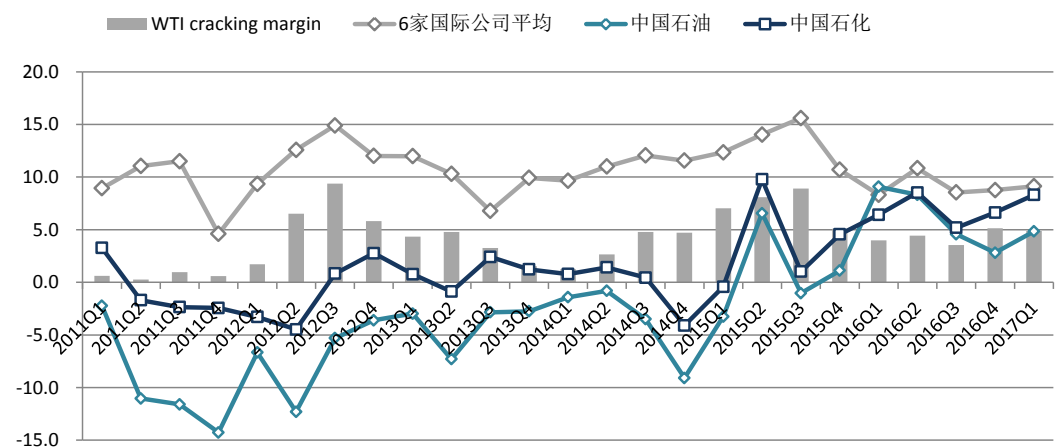


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

近年来，国内与国际炼油企业盈利差异显著缩小。原因一方面是行业政策变化，主要是成品油质量升级优质优价政策；另一方面是公司自身进行结构优化，提高汽柴比。

相比国际公司，中国石油、中国石化炼化盈利水平波动性更大，可能与库存管理有关。比如，2014Q2~2015Q3 年，裂解价差和国际公司平均盈利均呈现逐季上行趋势，但中国石化、中国石油盈利剧烈波动。2014Q4 中国石化、中国石油单位炼油毛利出现巨幅下滑，原因是当期油价暴跌，公司原油库存较高，而套期保值不足，带来较大库存损失。

图 9：中国石化、中国石油炼油毛利 (\$/b) 与国际比较

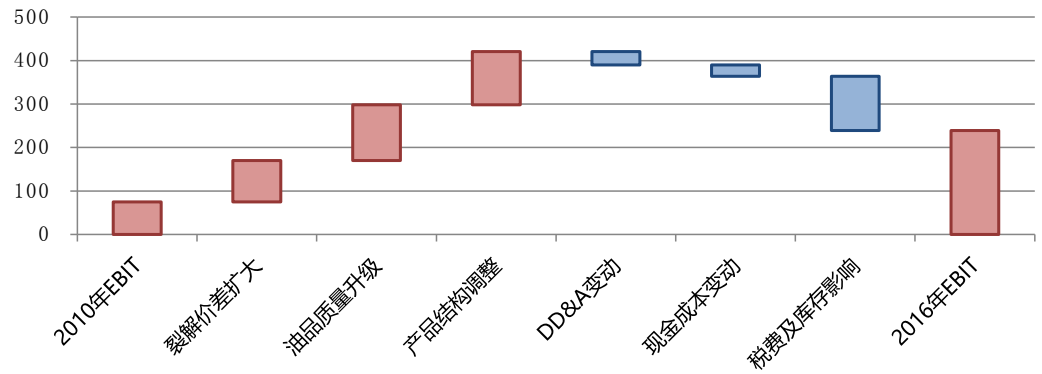


资料来源：Bloomberg，公司公告，天风证券研究所

中国石化 2010 年炼油单位 EBIT 为 75 元/吨 (1.5 美金/桶)，2016 年提高到 239 元/吨 (4.9 美金/桶)。增加主要来自：1) 裂解价差扩大 (反映行业景气上行)；2) 油品质量升级优质优价；3) 产品结构调整 (汽柴比优化)。减少项主要来自：4) 消费税及库存影响 (汽柴油消费税增加)；5) 单位 DD&A 小幅增加；6) 单位现金操作成本小幅增加。

上述因素中，“2) 成品油优质优价”和“4) 消费税及库存影响”为政策性因素，未来影响将趋于降低。“3) 产品结构调整”是长期趋势，但中短期可能面临技术上的瓶颈。“5) 单位 DD&A”和“6) 单位现金操作成本”未来将维持平稳小幅增长。因此，未来公司炼油盈利趋势将更加反映“1) 裂解价差”即行业盈利趋势。

图 10：中国石化炼油业务 2016 年相比 2010 年单位 EBIT 变化拆分（元/吨）



资料来源：Bloomberg，上市公司公告，天风证券研究所

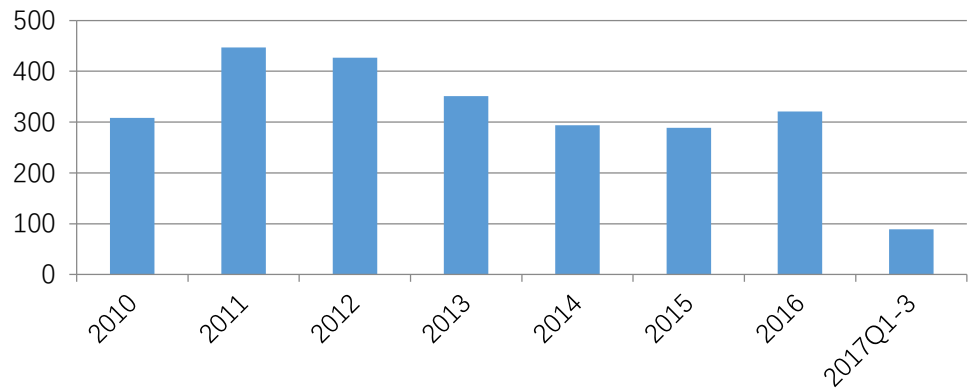
综上，预计中国石化炼化板块均衡利润水平在 2018 年维持高位，2019-2020 年出现小幅下滑。库存因素方面，2018 年受益油价上行趋势，假设 20 美金涨幅，对应库存收益约 200 亿。

#### 4. 销售公司有望价值重估

中石化销售板块 2016 年 EBIT321 亿,2017Q1-3 受价格战影响 EBIT 仅 89 亿。历史正常 EBIT 为 300~350 亿，估算对应净利润 220~260 亿元。

根据嘉实元和，其对中石化销售公司认购价格 12.5 元/股，认购比例 1.4%。根据嘉实元和 2016 年报，中石化销售公司估值 14.74 亿元，对应中石化销售公司总估值 4211 亿元。

图 11：中国石化销售板块 EBIT（亿元）



资料来源：Bloomberg，上市公司公告，天风证券研究

#### 5. 中国石化业绩预测与估值

油价上涨对中石化的弹性反映在两方面：1) 勘探开发板块直接受益，20 美金涨幅对应业绩增厚 290 亿（未考虑成本上升）；2) 炼化板块将产生库存收益 200 亿。

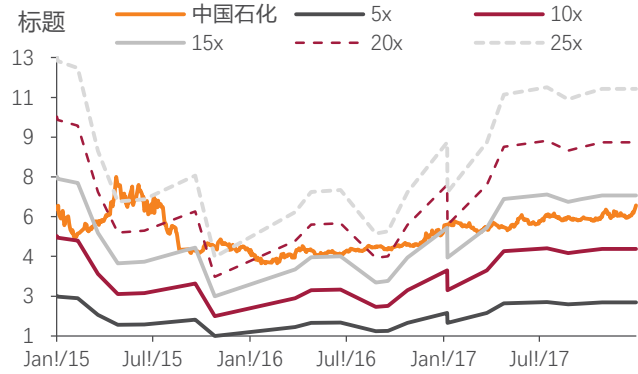
表 1：不同油价情形下，中石化利润估算（2018 年，亿元）

	油价上行 20 美金/桶	油价上行 10 美金/桶	油价平稳
2017 年归母净利润预估	523	523	523
上游勘探开发板块增厚	290	145	0
炼化板块库存收益	200	100	0
2018 年归母净利润预估	1013	768	523

资料来源：公司公告，天风证券研究所

预测公司 17/18/19 年净利润 523/861/1007 亿元，对应 EPS 为 0.43/0.71/0.83 元/股，当前股价对应 16/10/8 倍 PE，对应 1.14/1.09/1.03 倍 PB。根据历史估值区间，目前估值水平具有较高安全边际，且油价上行带来的利润增厚空间巨大。看好 2018-2019 年石化行业整体配置价值，参照石化行业合理估值水平，给予 2019 年 10 倍 PE，对应目标价为 8.3 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图 12: 中石化历史 PE band



资料来源: 贝格数据, 天风证券研究所

图 13: 中石化历史 PB band



资料来源: 贝格数据, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	68,557.00	142,497.00	185,367.46	374,434.46	454,236.21
应收账款	77,578.00	75,885.00	108,270.60	167,962.80	191,140.62
预付账款	2,919.00	3,749.00	4,252.60	7,749.80	7,853.32
存货	145,498.00	156,511.00	205,899.80	337,716.40	368,984.66
其他	37,853.00	33,619.00	36,200.20	48,106.60	49,239.04
<b>流动资产合计</b>	<b>332,405.00</b>	<b>412,261.00</b>	<b>539,990.66</b>	<b>935,970.06</b>	<b>1,071,453.8</b>
长期股权投资	82,970.00	116,812.00	116,812.00	116,812.00	116,812.00
固定资产	732,577.00	690,594.00	720,353.64	741,966.22	762,388.06
在建工程	152,276.00	129,581.00	92,823.92	72,277.21	61,607.47
无形资产	81,081.00	85,023.00	87,679.12	90,573.07	93,728.64
其他	61,820.00	64,338.00	73,630.60	84,123.20	95,335.80
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,110,724.0</b>	<b>1,086,348.0</b>	<b>1,091,299.2</b>	<b>1,105,751.7</b>	<b>1,129,871.9</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,443,129.0</b>	<b>1,498,609.0</b>	<b>1,631,289.9</b>	<b>2,041,721.7</b>	<b>2,201,325.8</b>
短期借款	74,729.00	30,374.00	62,914.61	102,914.61	142,914.61
应付账款	216,763.00	253,937.00	310,903.00	536,357.00	565,081.00
其他	171,150.00	201,232.00	235,285.20	320,014.60	342,189.54
<b>流动负债合计</b>	<b>462,642.00</b>	<b>485,543.00</b>	<b>609,102.81</b>	<b>959,286.21</b>	<b>1,050,185.1</b>
长期借款	56,493.00	62,461.00	38,526.51	40,526.51	44,526.51
应付债券	83,253.00	54,985.00	54,985.00	54,985.00	54,985.00
其他	55,118.00	63,095.00	63,095.00	63,095.00	63,095.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>194,864.00</b>	<b>180,541.00</b>	<b>156,606.51</b>	<b>158,606.51</b>	<b>162,606.51</b>
<b>负债合计</b>	<b>657,506.00</b>	<b>666,084.00</b>	<b>765,709.32</b>	<b>1,117,892.7</b>	<b>1,212,791.6</b>
少数股东权益	110,253.00	120,293.00	130,813.53	154,180.97	179,168.50
股本	121,071.00	121,071.00	121,071.00	121,071.00	121,071.00
资本公积	119,408.00	119,525.00	119,525.00	119,525.00	119,525.00
留存收益	561,671.00	591,328.00	613,696.08	648,577.07	688,294.67
其他	(126,780.00)	(119,692.00)	(119,525.00)	(119,525.00)	(119,525.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>785,623.00</b>	<b>832,525.00</b>	<b>865,580.61</b>	<b>923,829.04</b>	<b>988,534.16</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,443,129.0</b>	<b>1,498,609.0</b>	<b>1,631,289.9</b>	<b>2,041,721.7</b>	<b>2,201,325.8</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	43,346.00	59,170.00	52,252.78	86,146.42	100,679.34
折旧摊销	96,368.00	108,425.00	46,385.77	50,289.07	54,366.11
财务费用	10,692.00	4,336.00	2,822.92	1,324.01	687.03
投资损失	(8,525.00)	(30,779.00)	(15,389.50)	(15,389.50)	(15,389.50)
营运资金变动	15,883.00	81,507.00	8,867.40	105,978.40	(2,075.70)
其它	8,054.00	(8,116.00)	10,520.53	23,367.44	24,987.53
<b>经营活动现金流</b>	<b>165,818.00</b>	<b>214,543.00</b>	<b>105,459.90</b>	<b>251,715.84</b>	<b>163,254.80</b>
资本支出	98,802.00	73,636.00	54,044.45	67,448.90	81,193.78
长期投资	2,377.00	33,842.00	0.00	0.00	0.00
其他	(218,131.00)	(173,695.00)	(92,699.40)	(119,508.29)	(146,998.07)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(116,952.00)</b>	<b>(66,217.00)</b>	<b>(38,654.95)</b>	<b>(52,059.40)</b>	<b>(65,804.28)</b>
债权融资	225,752.00	186,792.00	195,398.12	237,398.12	281,398.12
股权融资	63,877.00	711.00	(2,655.92)	(1,324.01)	(687.03)
其他	(280,319.00)	(280,550.00)	(216,676.70)	(246,663.55)	(298,359.86)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>9,310.00</b>	<b>(93,047.00)</b>	<b>(23,934.49)</b>	<b>(10,589.44)</b>	<b>(17,648.77)</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>58,176.00</b>	<b>55,279.00</b>	<b>42,870.46</b>	<b>189,067.01</b>	<b>79,801.75</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>2,018,883.0</b>	<b>1,930,911.0</b>	<b>2,317,093.20</b>	<b>3,475,639.8</b>	<b>4,518,331.7</b>
营业成本	1,592,771.00	1,492,165.00	1,790,598.00	2,685,897.00	3,491,666.10
营业税金及附加	236,343.00	232,006.00	289,636.65	417,076.78	542,199.81
营业费用	46,872.00	49,550.00	60,244.42	86,891.00	112,958.29
管理费用	71,881.00	74,155.00	90,366.63	139,025.59	203,324.93
财务费用	9,017.00	6,611.00	2,822.92	1,324.01	687.03
资产减值损失	8,767.00	17,076.00	17,076.00	17,076.00	17,076.00
公允价值变动收益	735.00	(216.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8,573.00	30,779.00	15,389.50	15,389.50	15,389.50
其他	(8,157.00)	(50,091.00)	(30,779.00)	(30,779.00)	(30,779.00)
<b>营业利润</b>	<b>52,081.00</b>	<b>78,876.00</b>	<b>81,738.07</b>	<b>143,738.93</b>	<b>165,809.08</b>
营业外收入	6,945.00	4,964.00	5,539.67	5,816.22	5,439.96
营业外支出	3,067.00	3,963.00	3,580.00	3,536.67	3,693.22
<b>利润总额</b>	<b>55,959.00</b>	<b>79,877.00</b>	<b>83,697.74</b>	<b>146,018.48</b>	<b>167,555.82</b>
所得税	12,613.00	20,707.00	20,924.44	36,504.62	41,888.96
<b>净利润</b>	<b>43,346.00</b>	<b>59,170.00</b>	<b>62,773.31</b>	<b>109,513.86</b>	<b>125,666.87</b>
少数股东损益	11,139.00	12,754.00	10,520.53	23,367.44	24,987.53
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>32,207.00</b>	<b>46,416.00</b>	<b>52,252.78</b>	<b>86,146.42</b>	<b>100,679.34</b>
每股收益(元)	0.27	0.38	0.43	0.71	0.83

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-28.56%	-4.36%	20.00%	50.00%	30.00%
营业利润	-20.46%	51.45%	3.63%	75.85%	15.35%
归属于母公司净利润	-32.10%	44.12%	12.57%	64.86%	16.87%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.11%	22.72%	22.72%	22.72%	22.72%
净利率	1.60%	2.40%	2.26%	2.48%	2.23%
ROE	4.77%	6.52%	7.11%	11.19%	12.44%
ROIC	5.13%	6.90%	7.69%	13.17%	16.87%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.56%	44.45%	46.94%	54.75%	55.09%
净负债率	59.15%	40.02%	38.22%	41.02%	50.59%
流动比率	0.72	0.85	0.89	0.98	1.02
速动比率	0.40	0.53	0.55	0.62	0.67
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	20.43	25.16	25.16	25.16	25.16
存货周转率	12.10	12.79	12.79	12.79	12.79
总资产周转率	1.39	1.31	1.48	1.89	2.13
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.27	0.38	0.43	0.71	0.83
每股经营现金流	1.37	1.77	0.87	2.08	1.35
每股净资产	5.58	5.88	6.07	6.36	6.69
<b>估值比率</b>					
市盈率	25.94	18.00	15.99	9.70	8.30
市净率	1.24	1.17	1.14	1.09	1.03
EV/EBITDA	4.84	3.72	7.03	4.09	3.59
EV/EBIT	11.35	7.89	10.89	5.51	4.76



### 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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com