

中国石化 (600028)

销售稳健增长难抵产品价格普跌，上半年业绩下滑

推荐 (维持)

现价: 4.98 元

主要数据

行业	石油石化
公司网址	www.sinopec.com
大股东/持股	中石化集团/68.31%
实际控制人	中国石油化工集团公司
总股本(百万股)	121,071
流通 A 股(百万股)	95,558
流通 B/H 股(百万股)	25,513
总市值(亿元)	5,797.60
流通 A 股市值(亿元)	4,758.78
每股净资产(元)	5.98
资产负债率(%)	52.4

行情走势图



相关研究报告

《中国石化*600028*联合石化事件影响有限，业绩同比增长 23%》 2019-03-27
《中国石化*600028*被低估的石化龙头》 2018-12-18

证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.
CN

研究助理

刘永来 一般从业资格编号
S1060118060026
LIUYONGLAI647@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司公布2019年半年报，1H19实现营业收入14990.0亿元，同比增长15.3%；归母净利润313.4亿元，同比下降24.7%；每股收益0.26元，每股净资产5.98元。

平安观点:

- **公司营收增长但利润下滑**: 分板块来看，受益于公司天然气、成品油和化工产品的产销量增长，营收普遍增长。但各板块的毛利同比出现分化，其中勘探开采和其他主营业务毛利同比分别上涨 25.7%和 28.5%，但营销及分销业务毛利同比下滑 5.1%；炼油毛利同比下滑 11.2%；化工板块毛利同比下滑 13.4%。
- **天然气成为勘探生产板块最大亮点**: 2019 年上半年该板块营收为人民币 1038 亿元，同比增长 18.1%，主要归因于天然气、LNG 销售价格及销量同比增长，原油业务表现乏善可陈。上半年该板块实现油气生产 226.6 百万桶油气当量；其中原油产量略有下降，天然气产量同比大增 7%。价格方面，公司实现原油平均销售价格人民币 2895 元/吨，同比增长 1.0%；天然气平均实现销售价格为人民币 1431 元/千立方米，同比增长 4.1%；油气销售业务量价齐升，使得上半年该事业部经营收益为人民币 62 亿元，实现扭亏为盈，同比增加人民币 67 亿元。
- **炼油板块以量补价难抵毛利下滑**: 2019 年上半年炼油事业部以量补价，公司加工原油 1.24 亿吨，同比增长 2.7%，生产成品油 7894 万吨，同比增长 3.4%，其中汽油产量增长 4.3%，煤油产量增长 7.9%，柴油产量增加 0.5%，化工轻油增长 3.6%，板块营收同比略增 0.8%。但公司在国际原油下跌的背景下，原油的平均采购成本为人民币 3389 元/吨，反而同比

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营收(百万元)	2,360,193	2,891,179	2,798,485	2,884,050	2,971,153
YoY(%)	22.2	22.5	-3.2	3.1	3.0
净利润(百万元)	51,119	63,089	60,818	68,098	74,597
YoY(%)	10.1	23.4	-3.6	12.0	9.5
毛利率(%)	19.9	17.0	18.8	18.8	18.8
净利率(%)	2.2	2.2	2.2	2.4	2.5
ROE(%)	8.2	9.4	8.8	9.2	9.5
EPS(摊薄/元)	0.42	0.52	0.50	0.56	0.62
P/E(倍)	11.8	9.6	9.9	8.9	8.1
P/B(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7

上升 3.5%，导致炼油毛利减少 161 元/吨至 383 元/吨，板块毛利为 1418 亿元，同比减少 11.2%。

- **化工板块短期业绩下滑无碍长期盈利潜力：**2019 年上半年该事业部经营收入为人民币 2605 亿元，同比增长 1.6%。主要归因于化工产品经营规模扩大，其中六大类产品（基本有机化工品、合成树脂、合纤单体及聚合物、合成纤维、合成橡胶和化肥）的销售额为人民币 2463 亿元，同比增长 1.6%，占该事业部经营收入 94.6%。但销量增长难抵价格下滑的负面影响，2019 年上半年该事业部实现毛利 236 亿，同比下滑 13.4%；实现经营收益为人民币 119 亿元，同比下滑 24.5%。但同时我们认为，公司销售量的快速增长也充分说明了国内化工品市场巨大的潜力和公司强大的运营能力，在周期性回暖时，公司该板块的业绩将十分可观。
- **IMO 新政大幅提升营销板块燃料油销售价格：**2019 年上半年该事业部成品油总经销量 1.27 亿吨，其中境内总净销量 9177 万吨，同比增长 3.8%。境内成品油总经销中，约三分之二是零售，三分之一是直销和分销。2019 年上半年公司加油站总数 30674 座，同比增加 13 座，便利店总数 27362 座，同比增加 103 座，单站加油量 3916 吨，同比上涨 1.2%，业务运行稳健。价格方面，燃料油价格受 IMO 新政影响大幅上涨 10%，其余产品的销售价格变动较小。上半年该事业部经营收入为人民币 6918 亿元，同比增长 3.5%。然而成品油市场竞争加剧，板块利润被压缩，上半年该板块毛利 461 亿元，同比下滑 5%。
- **盈利预测和投资建议：**公司上半年整体呈现营收增长但利润下滑的现象，营收的增长表明公司的生产和销售业务稳健运行，尤其是天然气的生产销售和化工板块的生产和销售。盈利的下滑一方面因为成品油等石油化工产品的竞争加剧，但更主要的是因为国际油价下跌带来的产品价格的下跌，周期股的特性在此显露无疑。综合考虑下半年国际油价走势、天然气、成品油和化工产品市场的供需格局，我们调整 2019-2021 年的归母净利分别为 608 亿元（原值 643 亿元）、681 亿元（原值 755 亿元）和 746 亿元（原值 779 亿元），对应的 EPS 分别为 0.50、0.56、0.62 元，对应的 PE 分别为 9.9、8.9、8.1 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 油价过高或者过低都会对盈利产生不利影响；2) 未来国内成品油市场竞争将日趋激烈；3) 需要应对国外的低成本地区的竞争和国内竞争对手的竞争；4) 宏观经济不景气造成产品需求增速下滑；5) 国家管网公司成立和销售板块混合所有制改革有风险存在；6) 在建项目进度不及预期，将影响公司盈利。

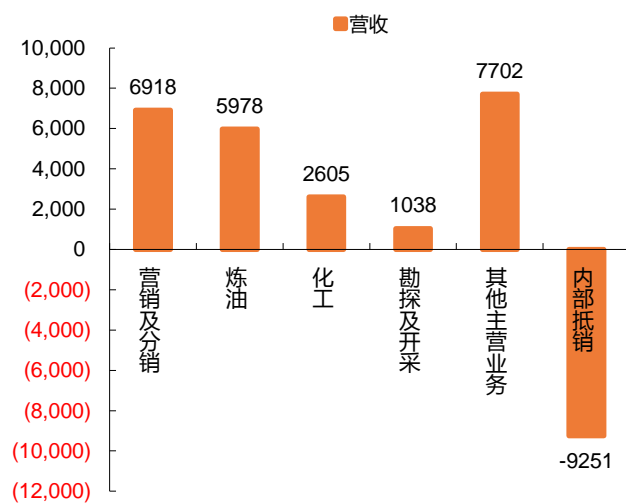
一、中国石化 2019 上半年业绩拆分

公司公布 2019 年半年报，1H19 实现营业收入 14990.0 亿元，同比增长 15.3%；归母净利润 313.4 亿元，同比下滑 24.7%；每股收益 0.26 元，每股净资产 5.98 元。

分板块来看，营销及分销板块营收 6918 亿，占总营收（不计入内部抵消）的比例约 28.5%；炼油板块营收 5978 亿，占比约 24.7%（不计入内部抵消）；化工板块 2605 亿，占比约 10.7%（不计入内部抵消）；勘探开采板块营收 1036 亿，占比约 4.3%（不计入内部抵消）；其他主营业务营收 7702 亿，占比约 31.8%（不计入内部抵消）。

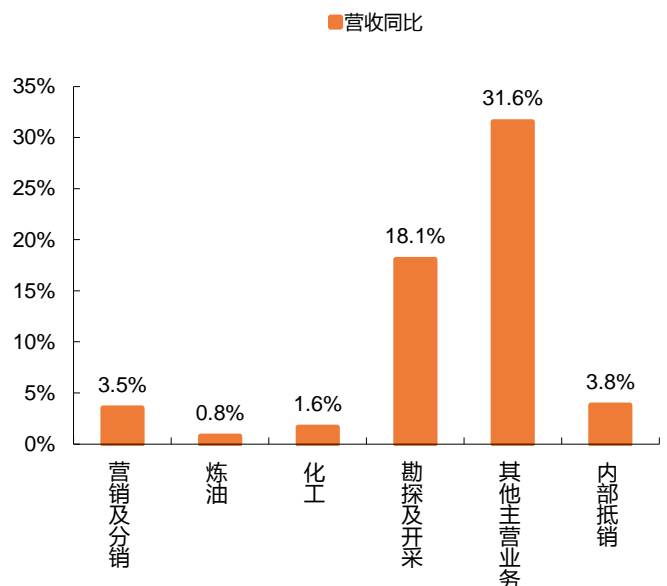
得益于公司油气当量、原油加工量、成品油销售量、化工品销售量的增长，虽然上半年公司大部分产品的价格受原油价格同比下跌影响出现了下跌，但公司每一个板块的营收均同比上涨，其中营销及分销同比上涨 3.5%，炼油同比上涨 0.8%，化工同比上涨 1.6%，勘探开发同比上涨 18.1%，其他主营业务同比上涨 31.6%。

图表1 公司上半年分版块营收（亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司上半年分版块营收同比增速（%）



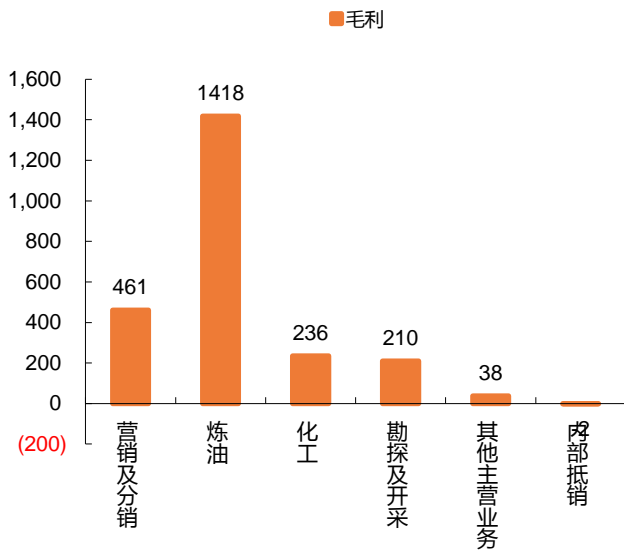
资料来源：公司公告，平安证券研究所

上半年公司总的毛利为 2359 亿元，分板块来看，营销及分销实现毛利 461 亿元，占总毛利（不计入内部抵消板块毛利）的 19.5%；炼油板块毛利 1418，占比 60.0%，是公司主要的盈利来源；化工板块毛利 236 亿元，占比 10.0%；勘探开采板块毛利 210 亿元，占比 8.9%，其他主营业务毛利 38 亿元，占比 1.6%。

上半年各板块的毛利同比出现分化，其中勘探开采和其他主营业务毛利同比分别上涨 25.7%和 28.5%，但营销及分销业务毛利同比下滑 5.1%；炼油毛利同比下滑 11.2%；化工板块毛利同比下滑 13.4%。

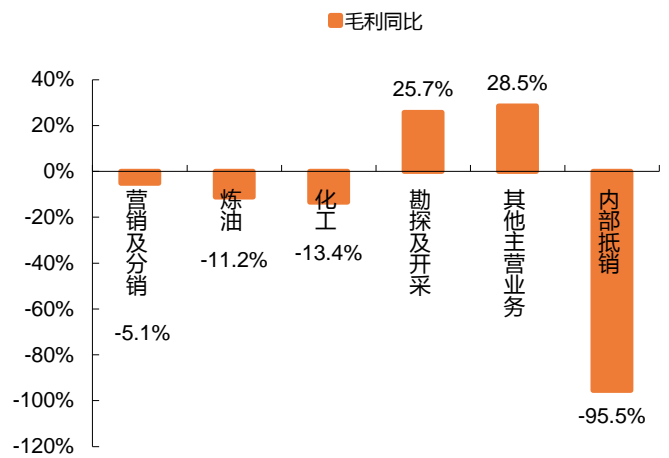
上半年公司整体毛利率为 15.7%，同比下滑 3.5 个百分点。其中营销及分销毛利率 6.5%，同比下滑 0.6 个百分点；炼油毛利率 23.7%，同比下滑 3.2 个百分点；化工毛利率 8.7%，同比下滑 1.5 个百分点；勘探开采毛利率 15.4%，同比下滑 3.6 个百分点；其他主营业务毛利率 0.5%，同比无变化。

图表3 公司上半年分板块毛利（亿元）



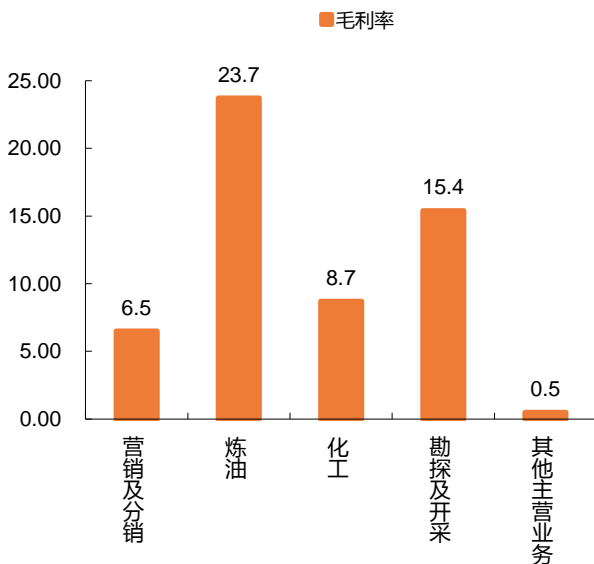
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司上半年分板块毛利同比增速（%）



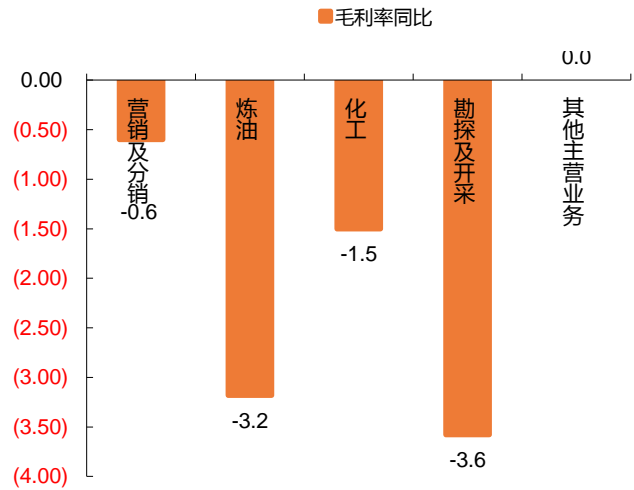
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 公司上半年分板块毛利率（%）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司上半年分板块毛利率同比增幅（百分点）



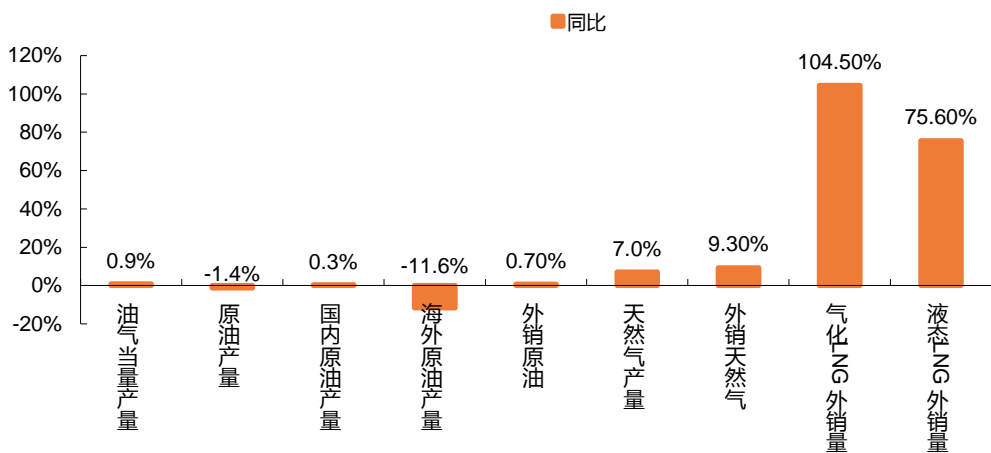
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、 勘探生产：天然气业务成为最大亮点

勘探生产板块主要进行原油和天然气的生产，其中大部分原油销售到炼油事业部进行原油加工，大部分天然气外销。2019年上半年该板块营收为人民币1038亿元，同比增长18.1%，主要归因于天然气、LNG销售价格及销量同比增长，原油业务表现乏善可陈。

2019年上半年该板块实现油气生产226.6百万桶油气当量；其中原油产量略有下降，天然气产量同比大增7%。销售方面，该板块外销原油1717万吨，同比降低0.7%；销售天然气140.0亿立方米，同比增长9.3%；销售气化LNG72.5亿立方米，同比增长104.5%；销售液态LNG197万吨，同比增长75.6%。

图表7 勘探生产板块主要业务指标同比增长(%)

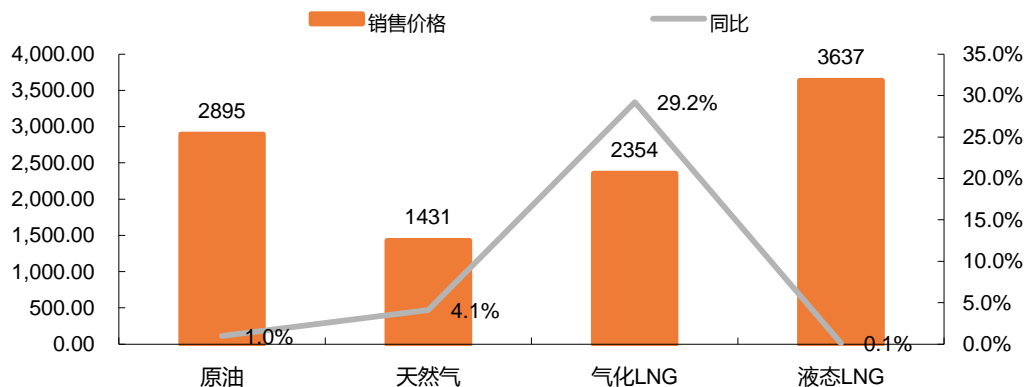


资料来源：公司公告、平安证券研究所

价格方面，上半年国际原油价格（布伦特现货）同比下滑6.6%的背景下，公司实现原油平均销售价格人民币2895元/吨，同比增长1.0%；天然气平均实现销售价格为人民币1431元/千立方米，同比增长4.1%；气化LNG平均实现销售价格为人民币2354元/千立方米，同比增长29.2%；液态LNG平均实现销售价格为人民币3637元/吨，同比降低0.1%。

油气销售业务量价齐升，尤其是天然气业务的快速发展，使得2019年上半年该事业部经营收益为人民币62亿元，实现扭亏为盈，同比增加人民币67亿元。

图表8 上半年公司原油天然气销售价格(左轴,元)及其同比变化(右轴,%)



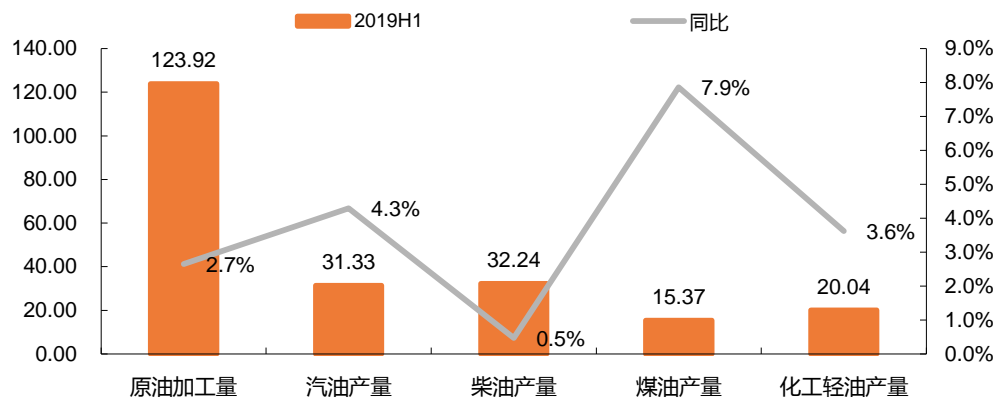
资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、 炼油板块：以量补价，难抵毛利下滑

炼油事业部主要采购国内原油和进口原油，然后加工成为汽油、柴油、煤油、化工轻油和其他炼油产品。2019年上半年该事业部经营收入为人民币 5978 亿元，同比增长 0.8%。主要归因于公司在激烈的市场竞争环境下，充分发挥一体化优势，保持了较高的加工负荷，销售量同比增加。

2019年上半年，公司加工原油 1.24 亿吨，同比增长 2.7%，生产成品油 7894 万吨，同比增长 3.4%，其中汽油产量增长 4.3%，煤油产量增长 7.9%，柴油产量增加 0.5%，化工轻油增长 3.6%。

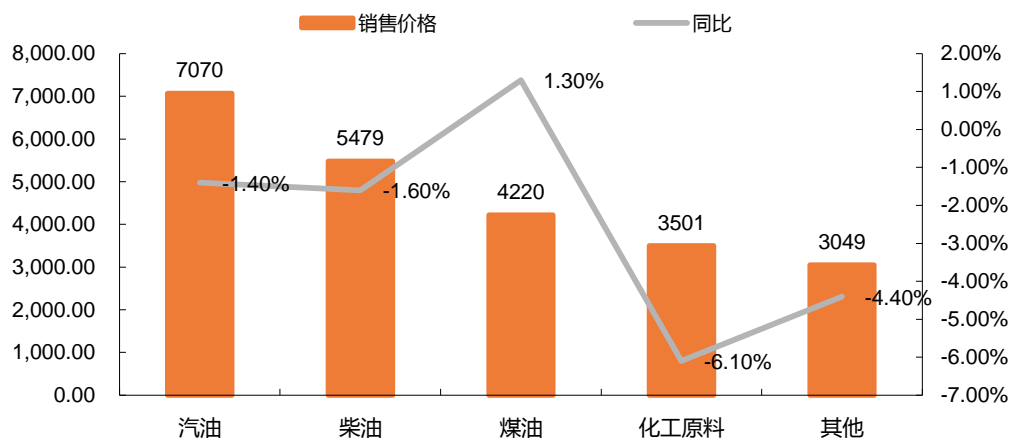
图表9 炼油板块主要业务指标（左轴，百万吨）及其同比增长（右轴，%）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

销售价格方面，除了航空煤油受航空业高速增长拉动，市场价格较为强势（同比增长 1.3%）之外，其余炼油产品受国际原油价格下跌和炼油市场竞争加剧影响，均出现下跌，其中汽油价格下跌 1.4%，柴油价格下跌 1.6%，化工原料价格下跌 6.1%，其他炼油产品综合下跌 4.4%。

图表10 上半年公司炼油产品销售价格（左轴，元）及其同比变化（右轴，%）



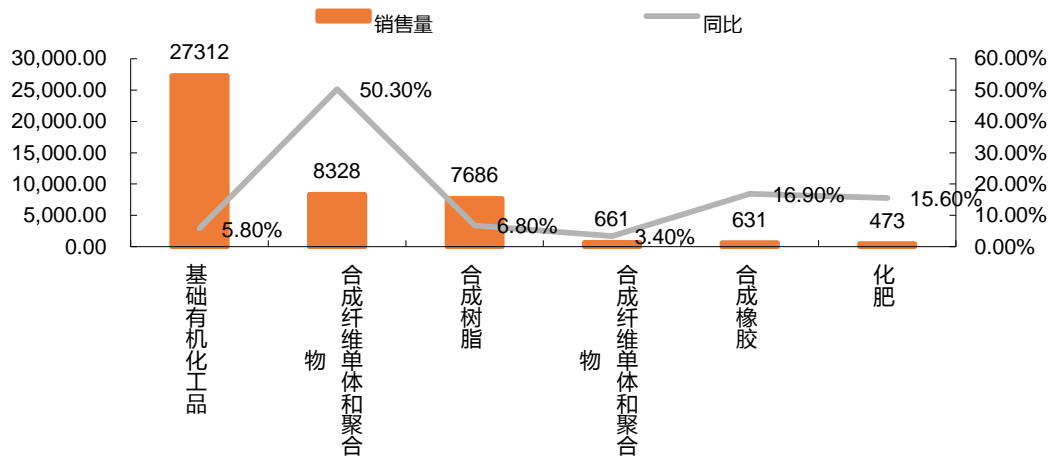
资料来源：公司公告、平安证券研究所

2019年上半年炼油事业部以量补价，板块营收同比略增 0.8%，但公司在国际原油下跌的背景下，原油的平均采购成本为人民币 3389 元/吨，反而同比上升 3.5%，导致炼油毛利减少 161 元/吨至 383 元/吨，板块毛利为 1418 亿元，同比减少 11.2%。

四、化工板块：短期业绩下滑无碍长期盈利潜力

化工事业部从炼油事业部和第三方采购石油产品作为原料，生产、营销及分销石化和无机化工产品。2019年上半年该事业部经营收入为人民币2605亿元，同比增长1.6%。主要归因于化工产品经营规模扩大，其中六大类产品（基本有机化工品、合成树脂、合纤单体及聚合物、合成纤维、合成橡胶和化肥）的销售额为人民币2463亿元，同比增长1.6%，占该事业部经营收入94.6%。

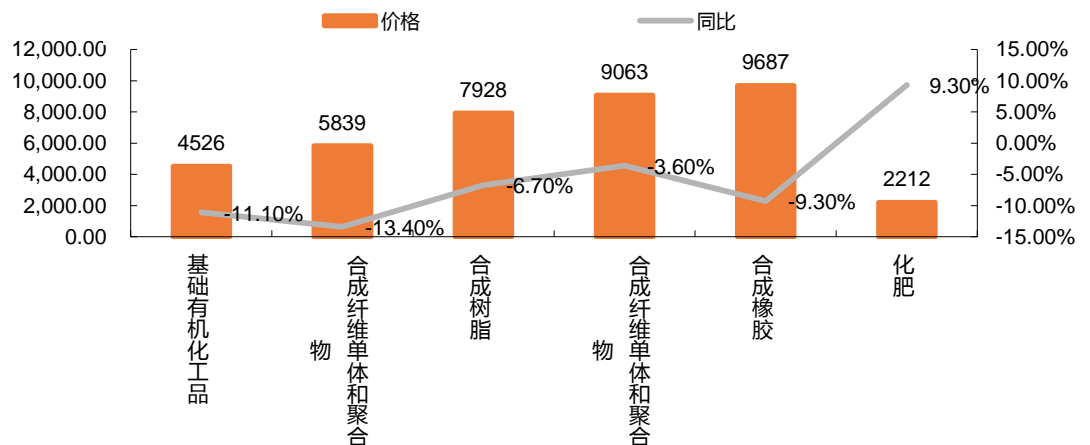
图表11 上半年公司化工产品销售量（左轴，千吨）及其同比变化（右轴，%）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

可以看到化工产品销售量增幅相当可观，其中合成纤维单体和聚合物取得了50%以上的同比增长，合成橡胶和化肥的增长幅度也在15%以上。但产品销售价格的降低拖累了板块业绩，其中六大类产品的平均实现价格除了化肥增长9.3%之外，其余均出现了同比下滑，尤其是占营收比重最大的基础有机化工品，同比下滑11%以上。

图表12 上半年公司化工产品销售价格（左轴，元）及其同比变化（右轴，%）



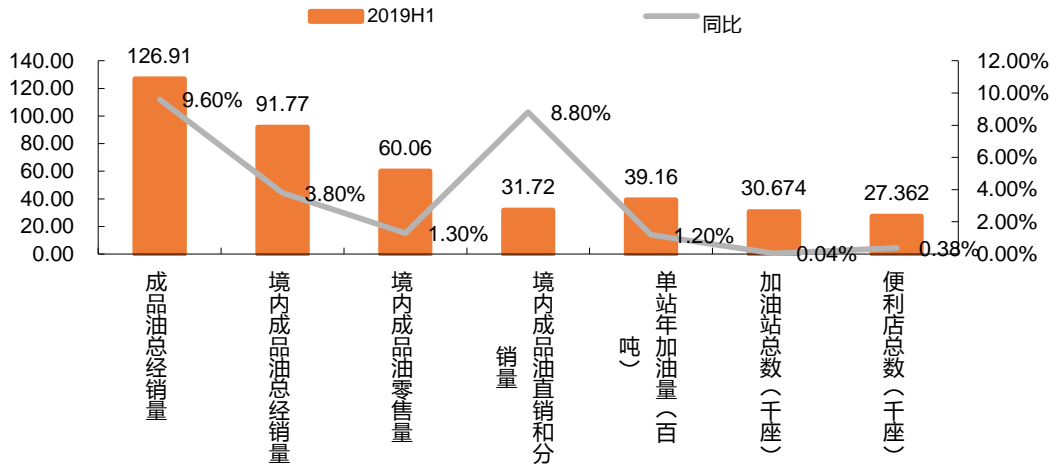
资料来源：公司公告、平安证券研究所

销量增长难抵价格下滑的负面影响，2019年上半年该事业部实现毛利236亿，同比下滑13.4%；实现经营收益为人民币119亿元，同比下滑24.5%。但同时我们认为，公司销售量的快速增长也充分说明了国内化工品市场巨大的潜力和公司强大的运营能力，在周期性回暖时，公司该板块的业绩将十分可观。

五、营销板块：IMO 新政大幅提升燃料油销售价格

营销及分销事业部从炼油事业部和第三方采购石油产品，向国内用户批发、直接销售和通过该事业部零售分销网络零售、分销石油产品及提供相关的服务。2019 上半年该事业部成品油总经销量 1.27 亿吨，其中境内总净销量 9177 万吨，同比增长 3.8%。境内成品油总经销中，约三分之二是零售，三分之一是直销和分销。2019 年上半年公司加油站总数 30674 座，同比增加 13 座，便利店总数 27362 座，同比增加 103 座，单站加油量 3916 吨，同比上涨 1.2%。业务运行稳健。

图表13 营销板块主要业务指标（左轴，百万吨）及其同比增长（右轴，%）

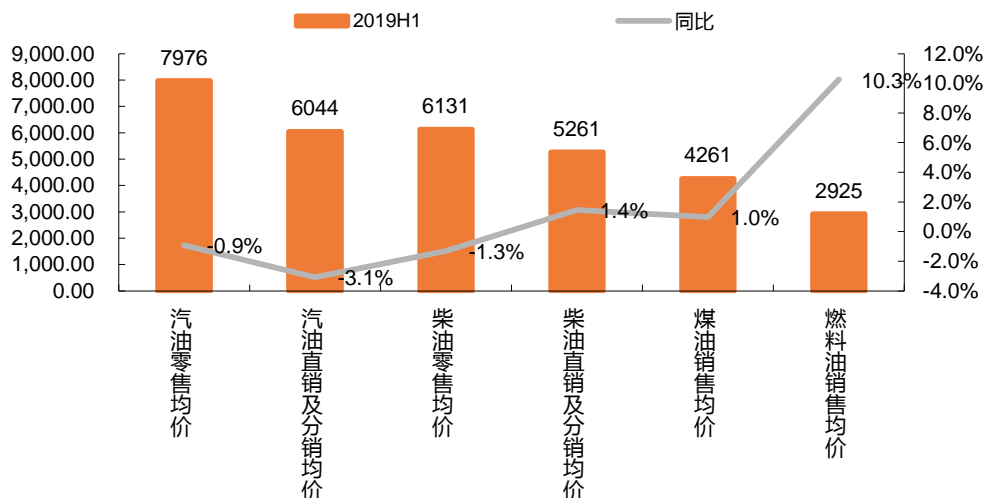


备注：单站加油量、加油站和便利店总数如图标识，单位分别为百吨、千座和千座。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

价格方面，燃料油价格受 IMO 新政影响大幅上涨 10%，其余产品的销售价格变动较小，其中汽油零售和直销价格小幅下跌，主要受到民营大炼化投产、成品市场竞争加剧和新能源汽车的影响；柴油零售价格和直销价格一跌一涨，其中直销价格的上涨主要受到 IMO 新政的间接影响，以及国际原油市场变化导致的重质油紧缺。航空煤油价格略有上涨，主要受到航空运输业高速发展的影响。

图表14 炼油板块主要业务指标同比增长 (%)



资料来源：公司公告、平安证券研究所

跟炼油板块类似，上半年价格小幅下跌，但是经销量的大幅增长弥补了价格下跌带来的损失。2019年上半年，该事业部经营收入为人民币 6918 亿元，同比增长 3.5%。然而成品油市场竞争加剧，板块利润被压缩，上半年该板块毛利 461 亿元，同比下滑 5%。同时值得注意的是，非油业务的增长也是总营收稳健增长的原因之一，2019 年上半年该事业部非油业务收入为人民币 167 亿元，利润为人民币 19 亿元，同比增长 11.8%，成为该板块的亮点。

六、 投资建议

公司上半年整体呈现营收增长但利润下滑的现象，营收的增长表明公司的生产和销售业务稳健运行，尤其是天然气的生产销售和化工板块的生产和销售。盈利的下滑一方面因为成品油等石油化工产品的竞争加剧，但更主要的是因为国际油价下跌带来的产品价格的下跌，周期股的特性在此显露无疑。

综合考虑下半年国际油价走势、天然气、成品油和化工产品市场的供需格局，我们调整 2019-2021 年的归母净利分别为 608 亿元（原值 643 亿元）、681 亿元（原值 755 亿元）和 746 亿元（原值 779 亿元），对应的 EPS 分别为 0.50、0.56、0.62 元，对应的 PE 分别为 9.9、8.9、8.1 倍，维持“推荐”评级。

七、 风险提示

1) 油价过高或者过低都会盈利产生不利影响；2) 未来国内成品油市场竞争将日趋激烈；3) 需要应对国外的低成本地区的竞争和国内竞争对手的竞争；4) 宏观经济不景气造成产品需求增速下滑；5) 国家管网公司成立和销售板块混合所有制改革有风险存在；6) 在建项目进度不及预期，将影响公司盈利。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	504120	723172	702250	894857
现金	167015	400569	348267	555046
应收票据及应收账款	64879	79905	69306	84412
其他应收款	25312	15128	26548	16386
预付账款	5937	4554	6258	4880
存货	184584	166624	195478	177740
其他流动资产	56393	56393	56393	56393
非流动资产	1088188	998765	966247	927002
长期投资	145721	160355	174989	189623
固定资产	617812	545663	519438	483784
无形资产	103855	103006	99642	96502
其他非流动资产	220800	189742	172179	157093
资产总计	1592308	1721938	1668497	1821859
流动负债	565098	677842	586575	698476
短期借款	44692	44692	44692	44692
应付票据及应付账款	192757	184951	204473	196906
其他流动负债	327649	448199	337410	456878
非流动负债	169551	137904	113580	88662
长期借款	93527	61880	37556	12638
其他非流动负债	76024	76024	76024	76024
负债合计	734649	815745	700155	787139
少数股东权益	139304	158497	179488	203125
股本	121071	121071	121071	121071
资本公积	119192	119192	119192	119192
留存收益	483160	520860	556081	590960
归属母公司股东权益	718355	747695	788855	831595
负债和股东权益	1592308	1721938	1668497	1821859

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	175868	267682	25520	288508
净利润	80289	80011	89089	98235
折旧摊销	109967	83415	86865	92993
财务费用	-1001	-4472	-7513	-11321
投资损失	-11428	-17460	-19682	-16907
营运资金变动	-14803	125990	-122647	126073
其他经营现金流	12844	198	-593	-564
投资活动现金流	-66422	23270	-34073	-36275
资本支出	103014	-104057	-47152	-53880
长期投资	16880	-14634	-14634	-14634
其他投资现金流	53472	-95421	-95859	-104789
筹资活动现金流	-111260	-57398	-43749	-45453
短期借款	-10009	0	0	0
长期借款	-5597	-31647	-24323	-24918
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-365	0	0	0
其他筹资现金流	-95289	-25751	-19425	-20535
现金净增加额	-1296	233554	-52302	206779

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2891179	2798485	2884050	2971153
营业成本	2401012	2271226	2341675	2413563
营业税金及附加	246498	272971	275893	280889
营业费用	59396	61313	66380	68266
管理费用	73390	92933	94047	92584
研发费用	7956	1925	2480	3194
财务费用	-1001	-4472	-7513	-11321
资产减值损失	11605	18354	17754	17628
其他收益	6694	0	0	0
公允价值变动收益	2656	-198	593	564
投资净收益	11428	17460	19682	16907
资产处置收益	-742	0	0	0
营业利润	101474	101496	113608	123823
营业外收入	2070	3824	3044	2564
营业外支出	3042	2945	2915	2653
利润总额	100502	102375	113736	123734
所得税	20213	22364	24648	25499
净利润	80289	80011	89089	98235
少数股东损益	17200	19193	20990	23638
归属母公司净利润	63089	60818	68098	74597
EBITDA	214340	182549	193718	206713
EPS (元)	0.52	0.50	0.56	0.62

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	22.5	-3.2	3.1	3.0
营业利润(%)	16.7	0.0	11.9	9.0
归属于母公司净利润(%)	23.4	-3.6	12.0	9.5
获利能力				
毛利率(%)	17.0	18.8	18.8	18.8
净利率(%)	2.2	2.2	2.4	2.5
ROE(%)	9.4	8.8	9.2	9.5
ROIC(%)	9.3	8.6	9.1	9.7
偿债能力				
资产负债率(%)	46.1	47.4	42.0	43.2
净负债比率(%)	1.9	-27.4	-22.7	-43.7
流动比率	0.9	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.8	0.8	1.0
营运能力				
总资产周转率	1.8	1.7	1.7	1.7
应收账款周转率	38.7	38.7	38.7	38.7
应付账款周转率	12.0	12.0	12.0	12.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.50	0.56	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	2.21	0.21	2.38
每股净资产(最新摊薄)	5.93	6.18	6.52	6.87
估值比率				
P/E	9.6	9.9	8.9	8.1
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.4	2.7	2.8	1.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033