

能源开采

 证券研究报告
 2019年11月04日

民营炼化合理利润，及国际综合比较

投资评级

行业评级

上次评级

中性(首次评级)

作者

张樾樾

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

彭鑫

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110002

pengxin@tfzq.com

贾广博

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519010002

jiaguangbo@tfzq.com

刘子栋

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519090001

liuzidong@tfzq.com

郑小兵

联系人

zhengxiaobing@tfzq.com

相关报告

2019-2020 年聚酯和炼化行业正在经历快速变化，而四大民营炼化公司的重大项目也进入投产业绩释放期，竞争力和合理盈利水平如何？本文主要探讨两个问题：1）民营炼化公司的合理估值；2）国际炼化公司综合比较。

1. 如何看待民营炼化公司合理估值

从成本角度看聚酯各环节合理利润。PX 方面，在短流程 MX 路线现金流平衡时，大炼化路线 PX 环节利润在 500~1000 元。PTA 方面，预计 2020 年 PTA 将呈现明显的供需过剩局面，极端情况下先进产能预计保有 0-100 元吨净利润。涤纶长丝方面，预计 2020 年供给依然维持温和扩张，在边际产能无法盈利的情况下，行业先进产能依然可以有 200-400 元吨净利润。

从历史回溯角度看炼化合理利润。根据 2013-2019H1 年油价、汇率、主要产品及原材料的年度价格，回溯了浙石化、恒力（不含乙烯）、恒力（含乙烯）恒逸文莱炼化项目盈利能力。年化利润 50%分位水平分别为 126/113/174/45 亿；20%分位水平分别为 63/57/108/27 亿。

我们估算恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份中性情形年化利润分别为 128/86/61/47 亿元，悲观情形年化利润分别为 63/34/37/25。

2. 国际炼化公司综合比较

分析炼化公司竞争力，我们选取全球各个区域市场最具竞争力并具有长期可追溯财务报表的炼化企业，包括：瓦莱罗、马拉松 P66、Reliance、台塑、上海石化。对影响炼化公司 ROE 的因素进行分解，从销售净利率、资产周转率和财务杠杆三方面进行综合比较。

销售利润率方面，美国炼厂优势明显，个体差异同样重要。区域裂解价差与桶油利润相关，北美地区原油较其他地区折价高达 6-10 美元/桶。个体差异方面，单位加工量的盈利水平与炼厂复杂系数相关。

资产周转率方面，上海石化>瓦莱罗>P66>台塑>马拉松>Reliance，简单炼厂反而因其资产相对较轻有一定优势。

财务杠杆方面，Reliance>马拉松>瓦莱罗>P66>上海石化>台塑，老炼厂综合负债成本优势明显，财务杠杆较低。

风险提示：PX、PTA 环节因供给大于需求盈利大幅下行；炼化产能扩张盈利、竞争加剧盈利大幅下行；原油价格大幅波动导致库存跌价损失。

重点标的推荐

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价 2019-11-01 | 投资 评级 | EPS(元) | | | | P/E | | | |
|-----------|------|-------------------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 600346.SH | 恒力石化 | 15.95 | 买入 | 0.47 | 1.17 | 1.56 | 1.63 | 33.94 | 13.63 | 10.22 | 9.79 |
| 002493.SZ | 荣盛石化 | 11.20 | 买入 | 0.26 | 0.67 | 1.25 | 1.42 | 43.08 | 16.72 | 8.96 | 7.89 |
| 000703.SZ | 恒逸石化 | 14.50 | 买入 | 0.69 | 1.13 | 1.87 | 1.90 | 21.01 | 12.83 | 7.75 | 7.63 |

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 如何看待民营炼化公司合理利润..... | 3 |
| 1.1. 聚酯：从成本角度看各环节合理利润..... | 3 |
| 1.1. 炼化：从历史回溯角度看合理利润..... | 4 |
| 2. 国际炼化公司综合比较..... | 6 |
| 2.1. 各公司财务表现存在明显差异..... | 6 |
| 2.2. 销售利润率：区域裂解价差与桶油利润相关，炼厂个体差异同样重要..... | 7 |
| 2.3. 资产周转率：老炼厂与轻资产公司有优势..... | 10 |
| 2.4. 财务杠杆：老炼厂综合负债成本优势明显，财务杠杆较低..... | 10 |
| 2.5. 综合比较..... | 11 |
| 3. 风险提示..... | 11 |

1. 如何看待民营炼化公司合理利润

2019-2020 年聚酯和炼化行业正在经历快速变化，而四大民营炼化公司的重大项目也进入投产业绩释放期

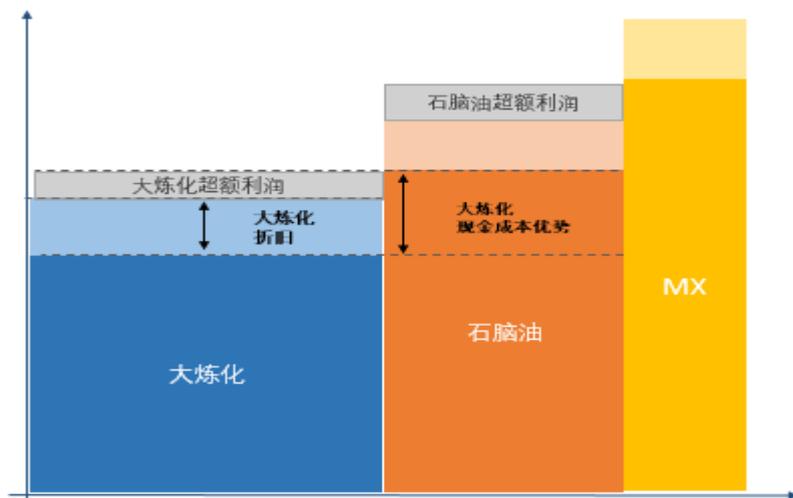
聚酯产业链各环节供需分化：PX 方面 2019/2020 年产能增速分别 67.0%/28.4%。PTA19/20 年产能增速分别 6.6%/21.3%。涤纶产能扩张集中于龙头企业，19/20 年产能增速 8.4%/7.5%。炼化方面，根据 Energy Aspect，2012-2015 年间全球炼油产能净增长达到 336.8 万桶/日，而 2018-2020 年间全球炼油能力净增长达到 636.1 万桶/日，增速达到 7.7%，扩张强度远远高于上一轮周期。

在聚酯和炼化均面临较大变化的情况下，民营大炼化低成本将带来一定的盈利安全边际，具体分析如下：

1.1. 聚酯：从成本角度看各环节合理利润

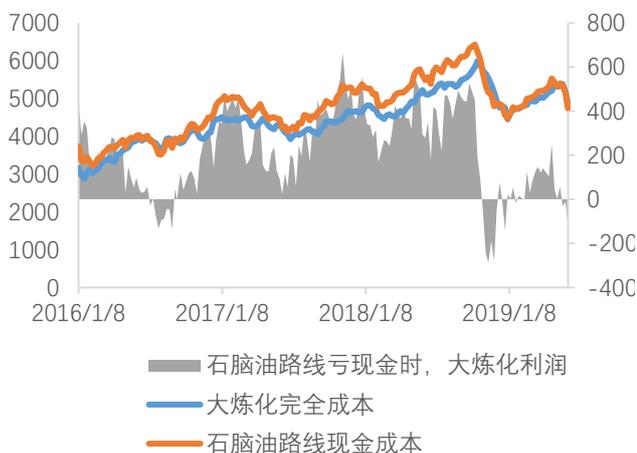
PX 方面，通过炼化路线 PX 装置与中短流程 PX 装置对比，在 MX 路线现金流平衡时，大炼化路线 PX 环节利润在 500~1000 元。

图 1：各 PX 工艺路线成本-利润示意图



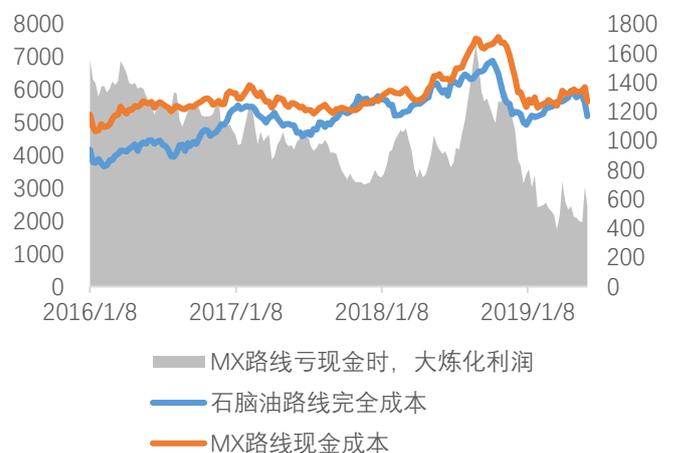
资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 2：石脑油路线现金成本 vs 大炼化 PX 完全成本



资料来源：Wind，百川资讯，天风证券研究所

图 3：MX 路线现金成本 vs 石脑油路线完全成本

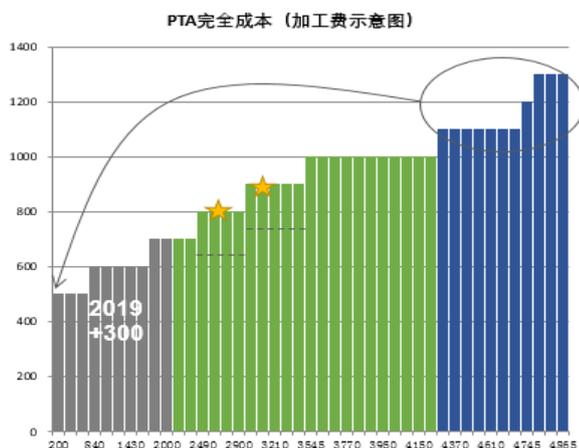


资料来源：Wind，百川资讯，天风证券研究所

PTA 方面，新凤鸣 220 万吨 PTA 已于近期投产，恒力 PTA4/5 预计将在 2019 年底至 2020 年间先后投产，PTA 供给端增量显著高于需求增速，预计 2020 年 PTA 将呈现明显的供需过剩局面。单吨完全加工成本在 1000 元的产能大概率亏损，极端情况下甚至单吨完全加工成本为 600 元的产能也无法盈利，行业最差的情况是先进产能预计 0-100 元吨净利润。

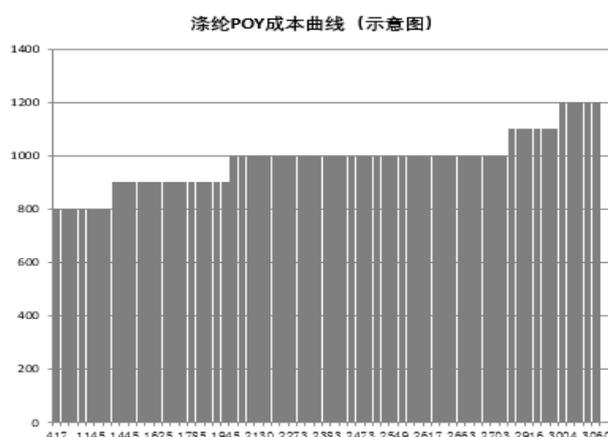
涤纶长丝方面，预计 2020 年供给依然维持温和扩张，在边际产能无法盈利的情况下，行业先进产能依然可以有 200-400 元吨净利润。

图 4：PTA 完全成本（加工费示意图）



资料来源：隆众资讯，wind，天风证券研究所

图 5：涤纶 POY 成本曲线（加工费示意图）

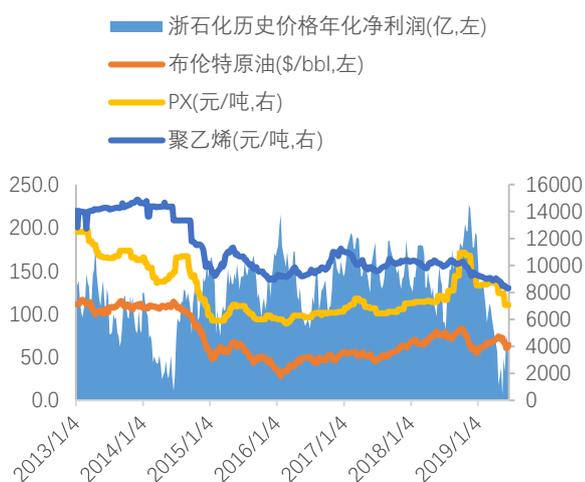


资料来源：隆众资讯，wind，天风证券研究所

1.1. 炼化：从历史回溯角度看合理利润

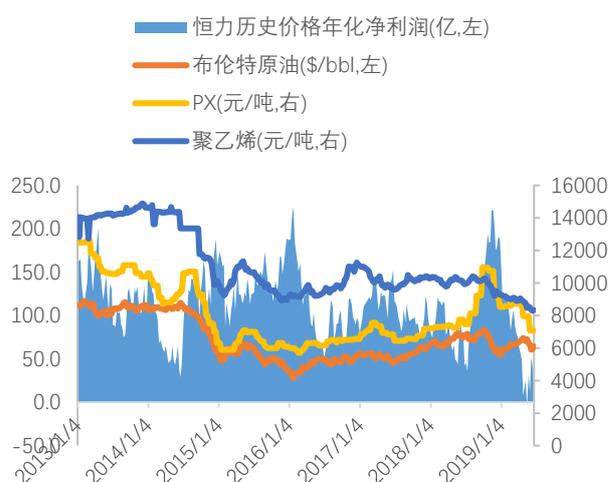
炼化方面，我们根据 2013-2019H1 期间油价、汇率、主要产品及原材料的年度价格，回溯了浙石化、恒力、恒力+乙烯、恒逸文莱炼化项目盈利能力。期间油价曾长期 100 美元/桶以上，也曾处于 30 美元/桶以下的低位，各类化工品景气度也几多轮回，能够较好反映合理盈利区间。

图 6：浙江石化历史业绩回溯情况



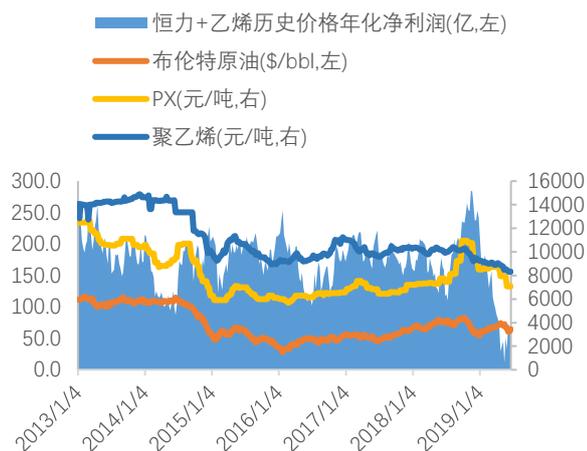
资料来源：隆众资讯，wind，天风证券研究所

图 7：恒力石化历史业绩回溯情况



资料来源：隆众资讯，wind，天风证券研究所

图 8：恒力石化+乙烯历史业绩回溯情况



资料来源：隆众资讯，wind，天风证券研究所

图 9：恒逸文莱历史业绩回溯情况



资料来源：隆众资讯，wind，天风证券研究所

历史回溯结果上看，浙石化、恒力、恒力+乙烯、恒逸文莱炼化项目年化利润 50%分位分别为 126/113/174/45 亿（常态利润情形）；年化利润 20%分位分别为 63/57/108/27 亿（低利润情形）。

表 1：各项目历史年化业绩回溯 50%分位和 20%分位（亿）

| 项目 | 2013-2019H1 年化利润 50%分位 | 2013-2019H1 年化利润后 20%分位 |
|---------|------------------------|-------------------------|
| 浙石化一期 | 126 | 63 |
| 恒力石化 | 113 | 57 |
| 恒力石化+乙烯 | 174 | 108 |
| 恒逸文莱 | 45 | 27 |

资料来源：隆众资讯，wind，天风证券研究所

按照上文假设，我们估算恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份常态年化利润分别为 128/86/61/47 亿元，低利润情形年化利润分别为 63/34/37/25 亿元。（表 2-3）

表 2：恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份中性情形利润估算（亿）

| 公司 | 涤纶 | PTA | PX | 大炼化 | 其他 | 中性情形利润 |
|------|------------|-----------|------------|------------|----|--------|
| 恒力石化 | 200*400=8 | 700*100=7 | | 113 | | 128 |
| 荣盛石化 | 100*300=3 | 500*100=5 | 180*800=14 | 126*51%=64 | | 86 |
| 恒逸石化 | 600*300=18 | 600*100=6 | | 45*70%=31 | 6 | 61 |
| 桐昆股份 | 600*300=18 | 400*100=4 | | 126*20%=25 | | 47 |

资料来源：隆众资讯，wind，天风证券研究所

注：涤纶按单吨净利润 300 元，恒力 400 元；PTA 单吨净利润 100 元；中金 PX 单吨净利润 800 元；炼化按历史回溯 50%分位，恒力石化未考虑乙烯

表 3：恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份悲观情形利润估算（亿）

| 公司 | 涤纶 | PTA | PX | 大炼化 | 其他 | 悲观情形利润 |
|------|------------|-----|----|-----------|----|--------|
| 恒力石化 | 200*300=6 | | | 57 | | 63 |
| 荣盛石化 | 100*200=2 | | | 63*51%=32 | | 34 |
| 恒逸石化 | 600*200=12 | | | 27*70%=19 | 6 | 37 |
| 桐昆股份 | 600*200=12 | | | 63*20%=13 | | 25 |

资料来源：隆众资讯，wind，天风证券研究所

注：涤纶按单吨净利润 200 元，恒力 300 元；PTA 和石脑油流程 PX 零利润；炼化按历史回溯 20%分位，恒力石化未考虑乙烯

2. 国际炼化公司综合比较

分析炼化公司在未来比拼中的竞争力，我们选取全球各个区域市场最具竞争力并具有长期可追溯财务报表的炼化企业，包括：美国的瓦莱罗（VLO）、马拉松石油（MPC）、Phillips66（P66）；印度 Reliance；中国台湾的台塑石化、中国的上海石化，6 家炼化公司业务布局及个体差异见图 10。

图 10：6 家炼化公司个体差异对比

| | 瓦莱罗 (美国) | 马拉松 (美国) | P66 (美国) | Reliance(印度) | 台塑石化 | 上海石化 |
|-------------|----------|----------|----------|--------------|------|------|
| 炼能 (万桶/天) | 315 | 302 | 210 | 124 | 54 | 34 |
| 尼尔森系数 | 11.4 | NA | 11.3 | 12.7 | NA | 9.4 |
| 烯烃产能 (万吨/年) | 少 | 少 | 778 | 420 | 531 | 95 |
| 芳烃产量 (万吨/年) | 少 | 少 | 159 | 370 | 无 | 97 |
| 加油站数量 (个) | 0 | 3912 | 7520 | 1313 | 511 | 无 |
| 中游业务 | 少 | 管道储运 | 管道储运 | 无 | 无 | 无 |

资料来源：Bloomberg，Wind，公司公告，天风证券研究所

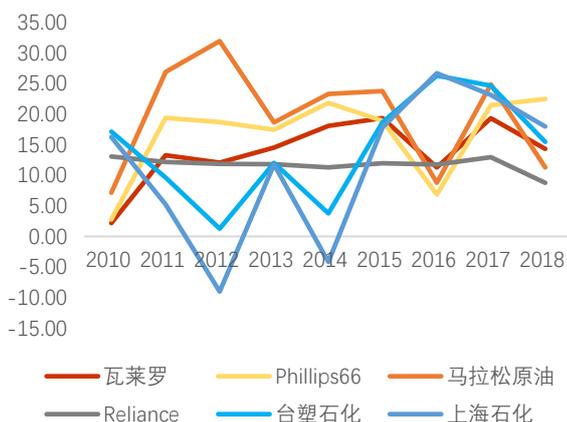
注：

1. 炼能、尼尔森系数、加油站数量：根据公司年报披露
2. 烯烃、芳烃产能/产量：每家公司披露口径不同。具体如下，P66 根据公司公告的乙烯+丙烯产能，以及纯苯+PX 产能。Reliance，烯烃产量根据年报 PE+PP 产量，芳烃产能根据年报 PX 产量。台塑石化烯烃产能根据年报公告的乙烯+丙烯，其下游配套芳烃在台塑集团旗下另外一家上市公司在台化（1326.TW）体内。上海石化烯烃产量根据年报中 PE+PP，芳烃产量根据 PX+纯苯。
3. 净利润、市值和 PE 根据 wind 数据，美元/人民币汇率按照 6.8，新台币
4. 各公司更详细业务情况见附图 1-6

2.1. 各公司财务表现存在明显差异

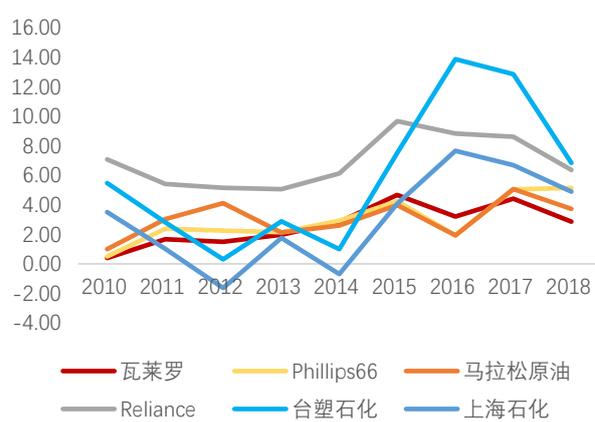
回顾 2010-2018 年 6 家公司的财务表现，并通过杜邦分析对其 ROE 指标分解(图 11-14)，2011-2014 年为炼化行业景气度较低，2015-2018 年为炼化行业高景气周期。尽管 6 家公司主营业务同为炼化，然而各公司财务表现上存在着非常明显的差异，最明显的是美国三公司与亚太三公司 ROE 走势并不同步。

图 11：2010-2018 年各公司 ROE (%)



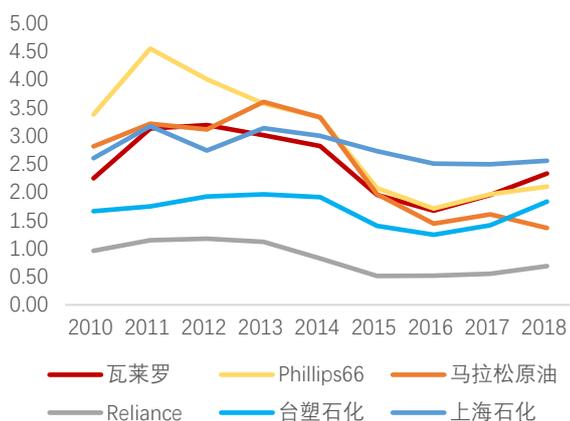
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

图 12：2010-2018 年各公司销售净利率 (%)



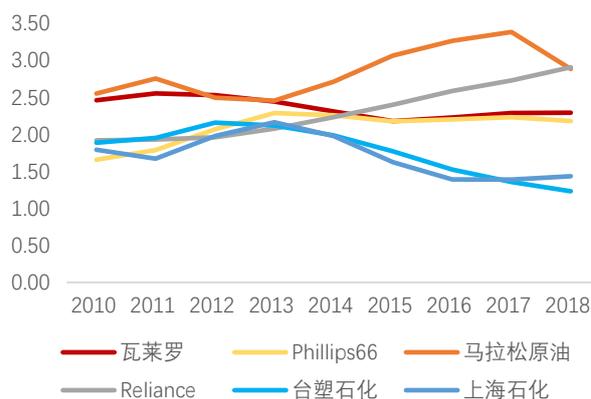
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

图 13：2010-2018 年各公司资产周转率



资料来源：Bloomberg, Wind, 天风证券研究所

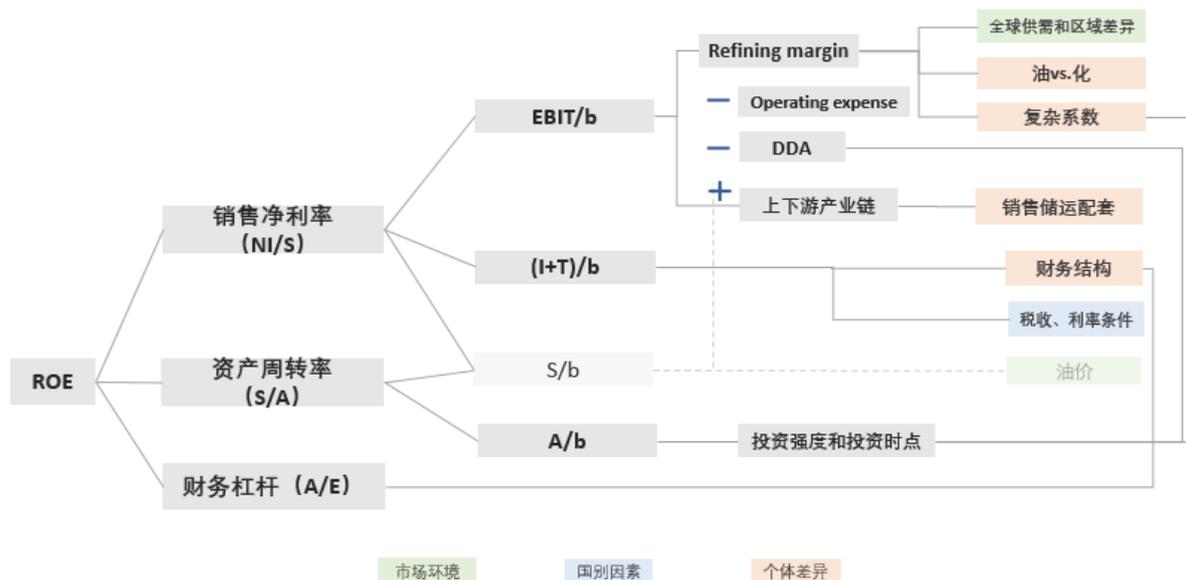
图 14：2010-2018 年各公司财务杠杆



资料来源：Bloomberg, Wind, 天风证券研究所

为探讨这一问题，我们对影响炼化公司 ROE 的因素进行分解（图 15），从销售净利率、资产周转率和财务杠杆的角度，对 6 家公司进行综合比较，具体如下：

图 15：炼化公司 ROE 分解



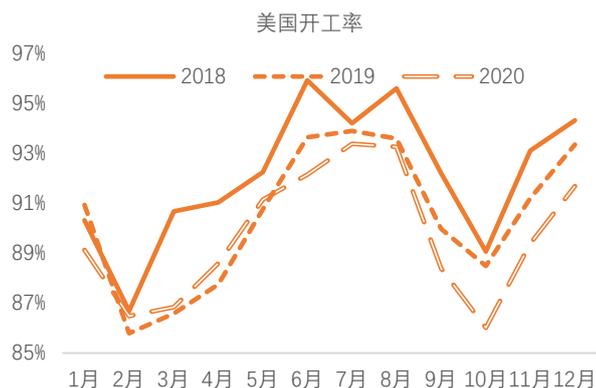
资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

2.2. 销售利润率：区域裂解价差与桶油利润相关，炼厂个体差异同样重要

全球范围来看，2019 年 6 月全球炼厂平均开工率 81%，同期中国炼厂开工率 76.5%，美国炼厂开工率高达 94%（图 16），亚太地区炼厂开工率 81.2%（图 17）。美国炼厂开工率冠绝全球，原因在于北美地区原油较其他地区折价高达 6-10 美元/桶（图 18），美国裂解价差也长期高于亚太地区（图 19）。

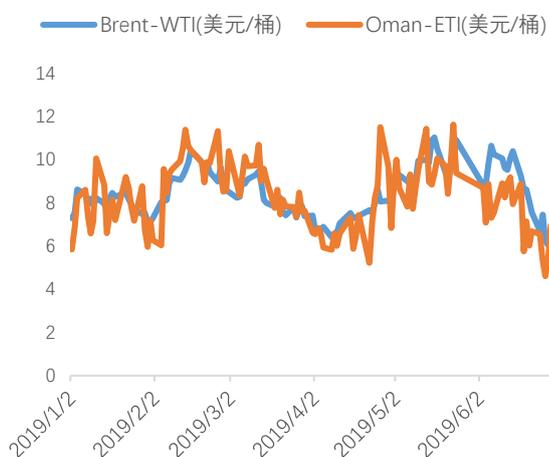
图 16：美国炼厂开工率（%）

图 17：亚太炼厂开工率（%）

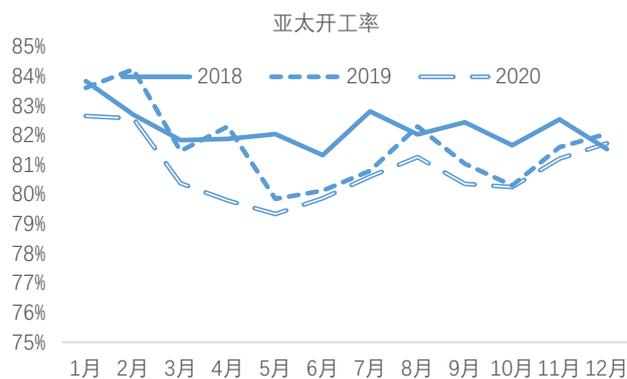


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 18: 美国原油价格较其他地区折价明显

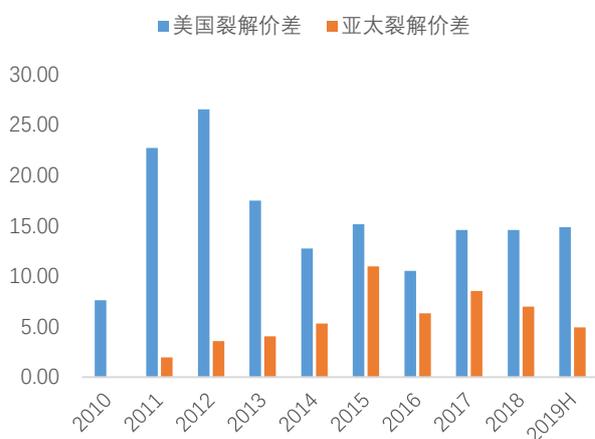


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

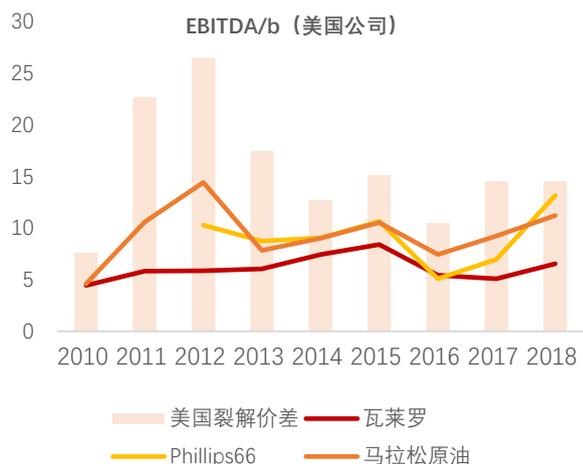
图 19: 美国裂解价差长期高于亚太 (\$/b)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

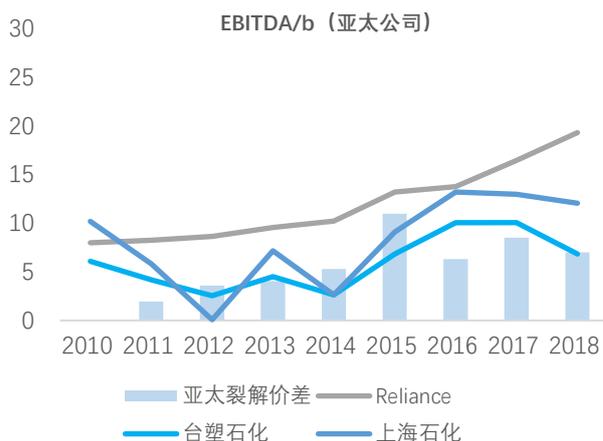
我们统计了 2011-2019H1 美国和亚太地区年度裂解价差情况, 结果显示美国裂解价差较亚太裂解价差相比要高出 10.7 美元/桶 (2011-2019H1 年均值)。区域差异使得美国炼厂长期可加工低成本原油, 从而坐享油桶裂解价差上的优势, 加上尼尔森系数上的优势, 美国公司 EBITDA/B 长期优于亚太公司 (图 20/21)。

图 20: 美国裂解价差 (美元/桶) vs 美国公司 EBITDA/B



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 21: 亚太裂解价差 (美元/桶) vs 亚太公司 EBITDA/B



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

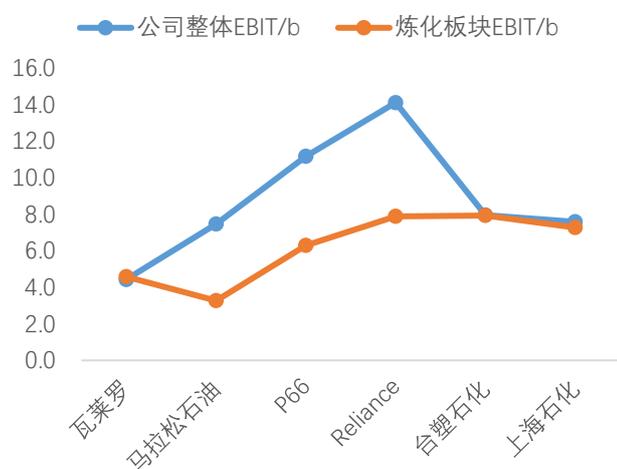
还需注意的是, 公司整体 EBIT 与公司炼化板块 EBIT 之间的差异。

- 公司整体 EBIT = 炼化板块 EBIT + 其他板块 EBIT

其他板块包括: 1) 销售板块, 加油站数量, 销量产量匹配情况; 2) 中游板块, 原油、成品油、天然气、NGL 管道及进出口终端。

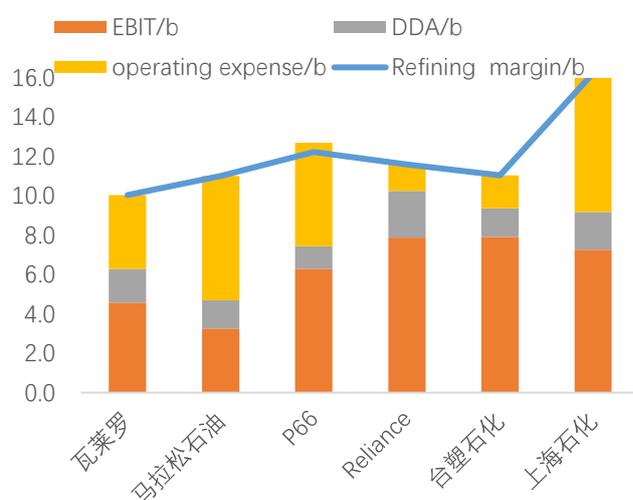
- 炼化板块 EBIT = 裂解价差 - DD&A - 操作费用

图 22: EBIT: 公司整体 vs. 炼化板块



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

图 23: 炼化 EBIT 分析

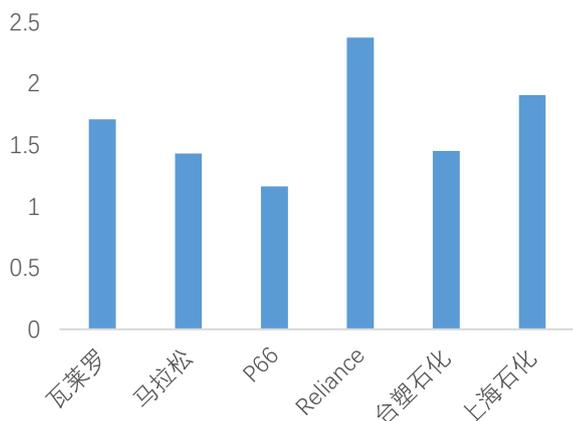


资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

DD&A 方面, Reliance > 上海石化 > VLO > 台塑 > MPV > P66, 在成本中占比不高。单位 DD&A 高来自两个方面: 1) 尼尔森系数较高, 这将对更好的加工价差, 可以抵消掉一部分单位 DDA 高的影响; 2) 新装置尚未经过折旧账面净值较高, 而上海石化作为经过多期扩建改造的老装置, 折旧已经逐年下降。

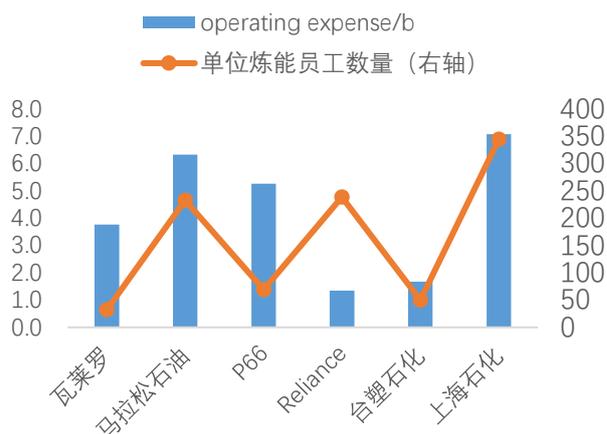
操作费用 (operating expense) 包括销售费用、行政费用、一般费用和研发费用等, 上海石化 > MPC > P66 > VLO > 台塑 > Reliance, 亚太公司普遍低于美国公司 (上海石化例外, 国企在职及离退休人员较多, 工资支出是导致上石化单操作费用水平高企的主要原因)。

图 24: DD&A (\$/b)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

图 25: 操作成本 operating expense (\$/b)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

2.3. 资产周转率: 老炼厂与轻资产公司有优势

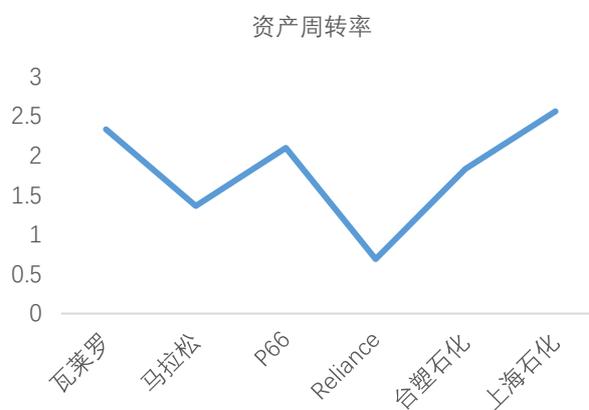
截止 2018 年年报, 瓦莱罗、马拉松、P66、Reliance、台塑、上海石化资产周转率分别为 2.33/1.36/2.10/0.69/1.83/2.56。台塑石化与上海石化固定资产折旧比例已高达 75%, 资产较轻, 瓦莱罗虽然固定资产折旧比例 32%, 但由于其没有中游管道业务, 同样属于相对轻资产, 资产周转率较高; P66 拥有较为庞大的销售体系, 其高资产周转率主要归因于较高的营业收入。

图 26: 固定资产已折旧比例



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

图 27: 资产周转率

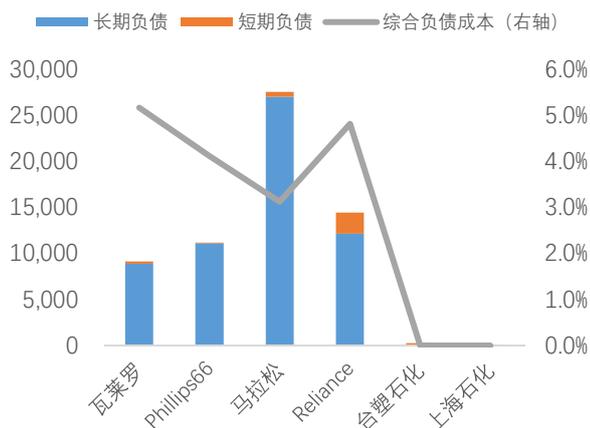


资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

2.4. 财务杠杆: 老炼厂综合负债成本优势明显, 财务杠杆较低

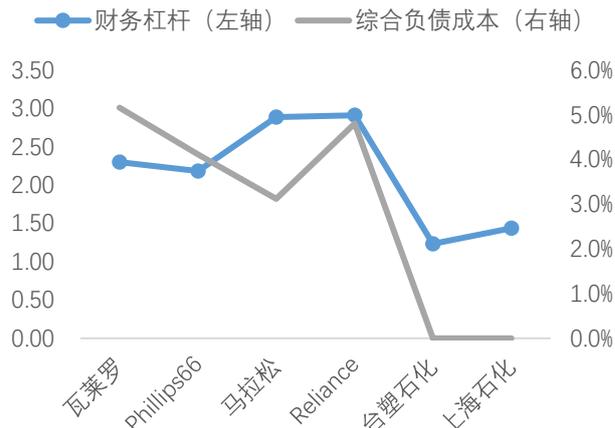
截止 2018 年年报, 瓦莱罗、P66、马拉松和 Reliance 负债均以长期负债为主, 仅有少量短期负债, 综合负债成本分别为 5.2%/4.1%/3.1%/4.8%, 财务杠杆比例分别为 2.30/2.18/2.89/2.91; 台塑石化、上海石化作为老年炼厂, 固定资产成新率低, 多年没有扩能, 财务费用为 0 甚至为负值, 财务杠杆比例分别为 1.23/1.44。

图 28：负债结构 (mm\$) 与综合财务成本 (%)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 29：财务杠杆比例与综合财务成本 (%)

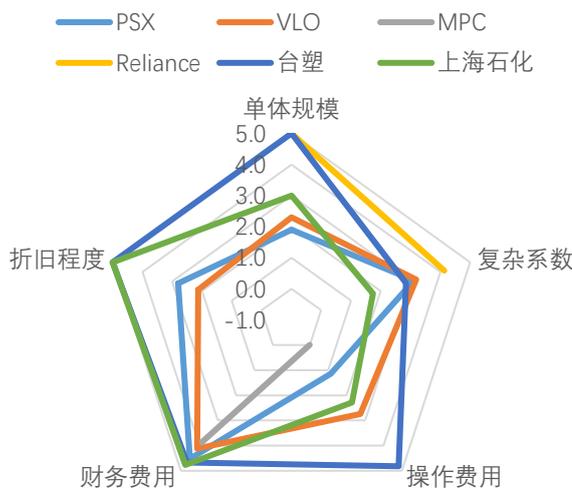


资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.5. 综合比较

单体规模上，Reliance 与台塑最具竞争优势；复杂系数方面，Reliance 保持领先；折旧程度方面，台塑与上海石化折旧程度最高；财务费用方面，上海石化最具优势；操作费用方面，台塑最具优势。

图 30：6 家炼化公司综合比较

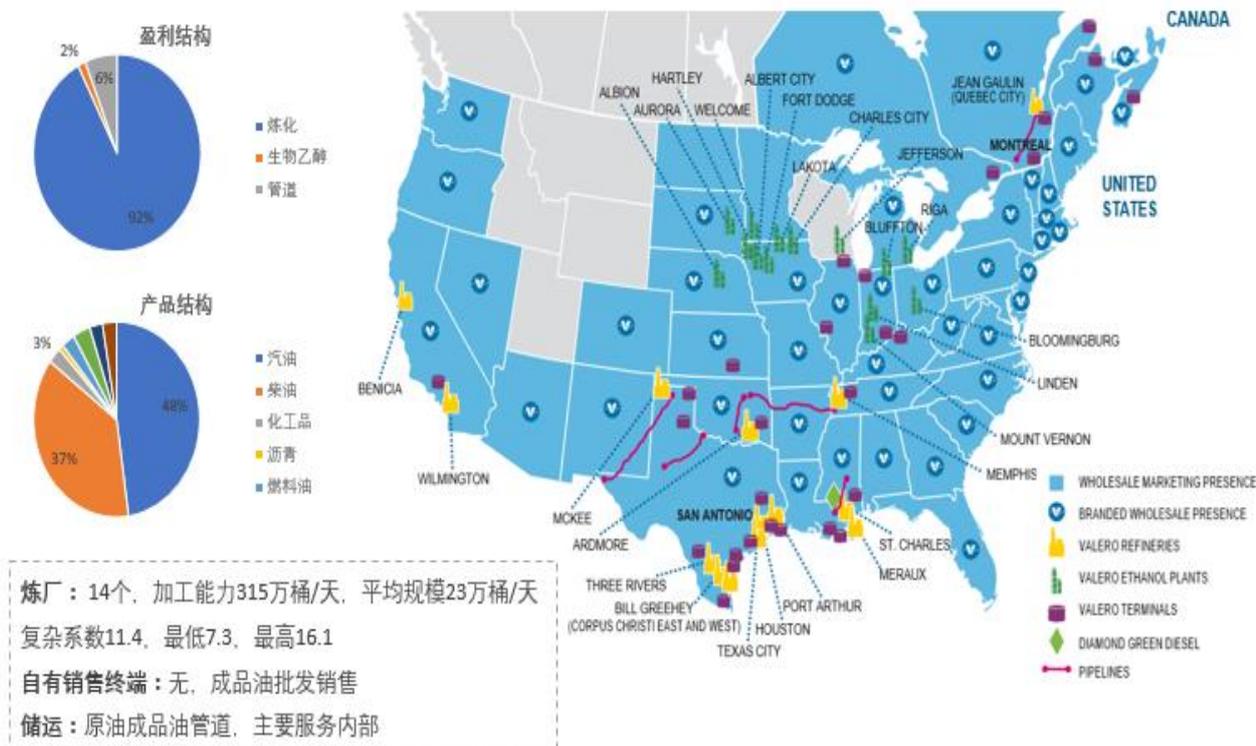


资料来源：公司年报，天风证券研究所

3. 风险提示

- 1) PX 环节因浙石化、恒逸文莱项目 PX 投产，供给大于需求盈利大幅下滑；
- 2) PTA 环节因新凤鸣独山、恒力 4/5 项目投产，供给大于需求盈利大幅下滑；
- 3) 炼化产能扩张盈利、竞争加剧盈利大幅下行；
- 4) 原油价格大幅波动导致相关公司原料及产成品库存跌价损失。

附图 1: 瓦莱罗: 燃油型、独立炼厂



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

附图 2: 马拉松石油: 燃油型炼厂+储运+零售终端



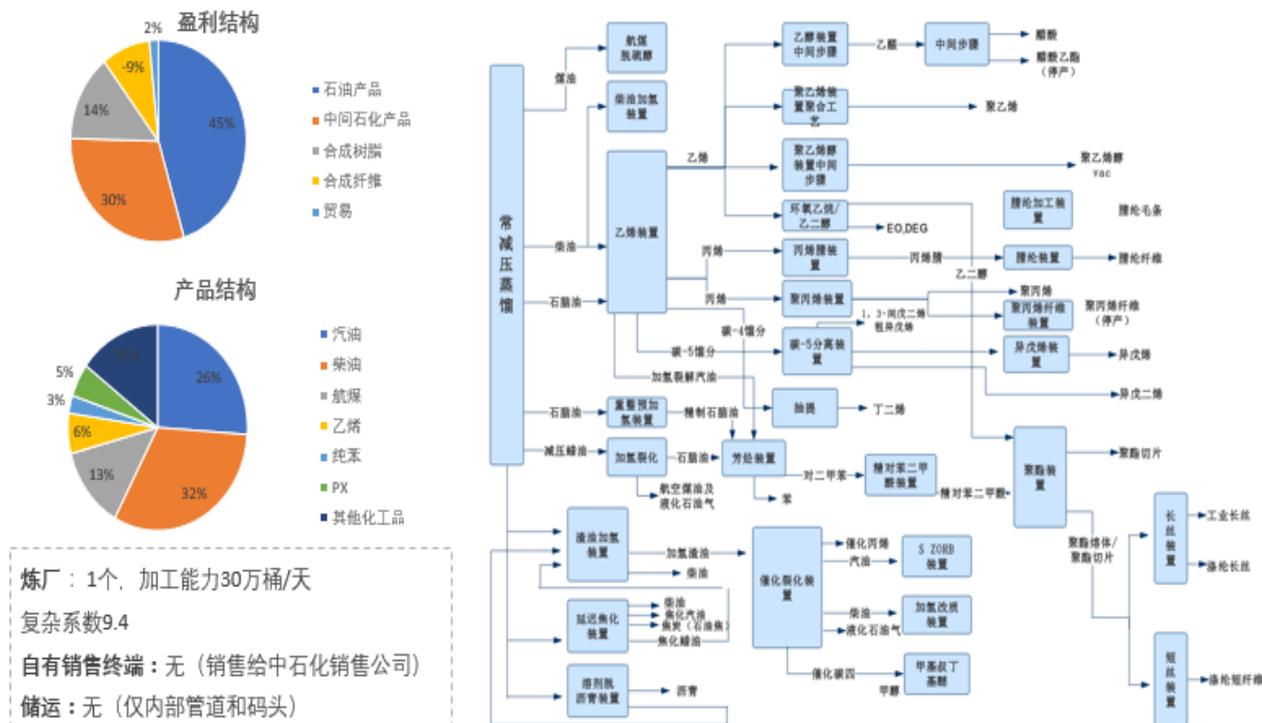
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

附图 3: P66: 炼化一体化+储运+零售终端



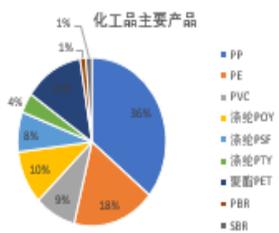
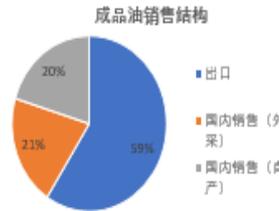
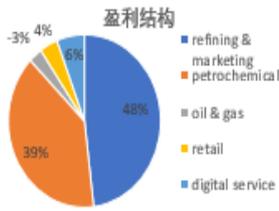
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

附图 4: 上海石化: 炼化一体化

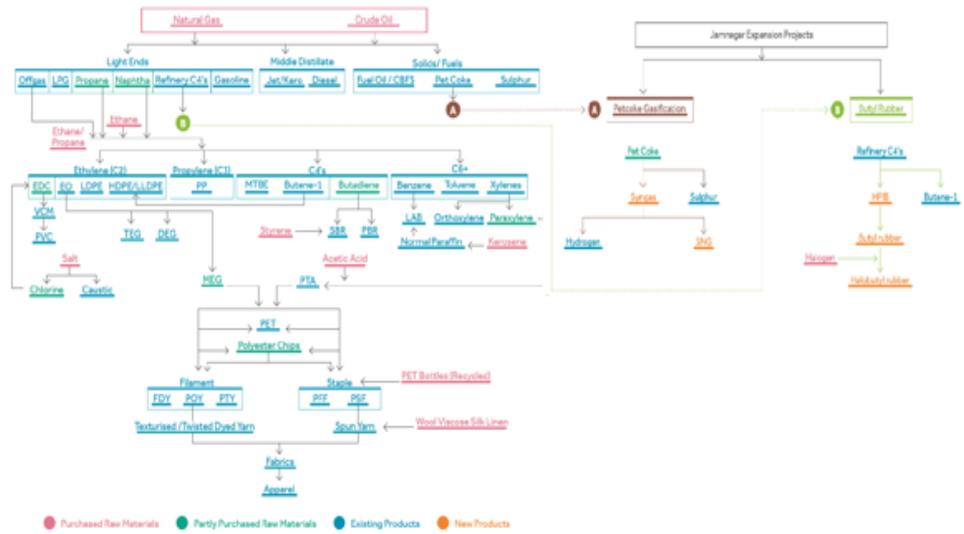


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

附图 5: Reliance: 炼化一体化+零售终端



Product Flow Chart



炼厂：1个 (Jamnagar)，加工能力124万桶/天 (全球最大单一炼厂)
 复杂系数12.7，下游配套烯烃及聚合物、化纤及原料等
 自有销售终端：1313个 (销量大于产量)

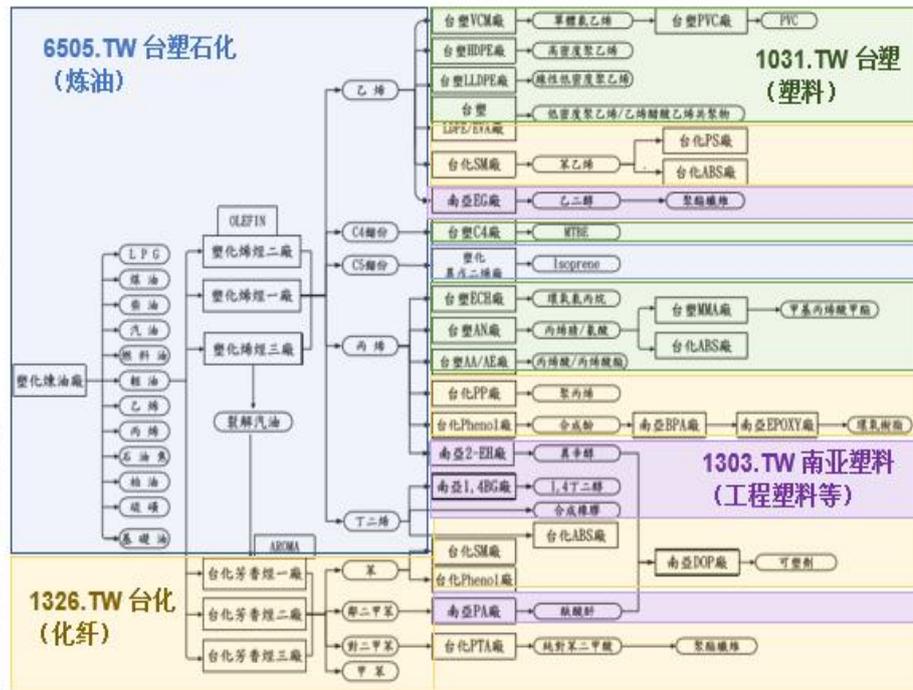
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

附图 6: 台塑石化: 炼化一体化



炼厂：1个 (六轻)，加工能力104万桶/天
 产业链到三烯三苯止，下游在其他上市板块，4家上市公司交叉持股
 自有销售终端：511个

六輕石化產品關連



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |