

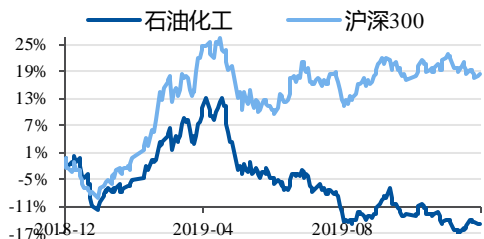
油价低位震荡，石化品价格触底反弹

2019年12月05日

评级 **同步大市**

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
石油化工	-1.17	-4.58	-14.58
沪深300	-3.82	-1.92	18.38

周策

执业证书编号: S0530519020001  
zhouce@cfzq.com

分析师

0731-84779582

相关报告

- 《石油化工：石油化工行业11月份月报：油价波动收窄，石化品利润继续下滑》 2019-11-15
- 《石油化工：石油化工2019年9月月报：下游需求转好，石化品利润回升》 2019-09-18
- 《石油化工：石油化工行业8月月报：石化品价差反弹，炼化环节利润回升》 2019-08-12

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
荣盛石化	0.26	46.81	0.39	31.21	0.80	15.21	谨慎推荐
恒逸石化	0.69	19.70	1.07	12.70	2.05	6.63	谨慎推荐
桐昆股份	1.16	11.03	1.75	7.31	2.09	6.12	推荐
中泰化学	1.13	5.76	0.23	28.30	0.45	14.47	谨慎推荐
新疆天业	0.55	8.70	0.48	9.97	0.52	9.21	谨慎推荐
巨化股份	0.78	8.65	0.42	9.50	0.51	8.43	谨慎推荐
海利得	0.26	14.07	0.29	12.62	0.33	11.09	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 11月份，在外贸冲突缓和、国内下调短期逆回购利率的背景下，大盘维持震荡行情。上证综指下跌1.95%，深成指下跌0.55%，创业板指数下跌0.38%。行业方面，前期涨幅较大的农林牧渔、通信大幅回调，而低估值的周期类板块有明显反弹。在行业旺季不旺的背景下，化工行业指数表现仍然低迷。申万化工指数下跌0.16个百分点，略微超过市场主要指数。
- 11月份，布伦特原油期货价格上涨1.86%，60.73元/桶；WTI期货价格上涨2.29%，至55.49美元/桶。石脑油价格上涨3.46%，乙烯价格上涨23.81%，甲苯价格上涨5.95%，纯苯价格上涨6.83%，丙烯价格下跌9.08%。国际油价格仍然维持低位震荡，市场聚焦12月份将在维也纳召开的OPEC组织会议，会议结果将决定3月份到期的减产协议是否能延期。目前，减产产量主要依靠沙特支撑，而俄罗斯、伊拉克以及尼日利亚的产量均超出减产限额。美国方面，原油产量达到1290万桶，较10月份产量上升30万桶，但活跃石油钻机数累计减少28座，已经连续12个月下降。需求端，美国裂解价差逐步拉大，需求进入季节性高峰期，随着未来取暖油需求量的提升，短期内原油需求端有望转好。如果12月份OPEC会议能如期达成减产延期协议，原油价格有望在短期内走强，中长期仍将维持区间震荡格局。
- 石化品需求仍然疲软，但是价差触底反弹，但受到行业供给过剩的影响，价差的反弹空间有限。化纤行业受上游原材料价格拖累，下游企业库存压力较大，价格低位震荡，产业链利润下降。PVC的价格在下游企业补库的影响，价格阶段性反弹，但缺乏原材料成本和下游需求的支撑，短期价格可能出现回落。短期内，受宏观经济需求疲软的影响，大类化工品价格短期内上涨空间有限，传统化工品利润承压。在行业景气度下降的过程中，建议关注一体化程度高、成本控制好的龙头企业，维持行业“同步大市”评级。
- 风险提示：**经济疲软带动下游需求明显回落；随着产品价格的提高关停产能复产超预期。

## 内容目录

<b>1 2019年11月中化工板块行情</b> .....	<b>3</b>
1.1 板块行情回顾 .....	3
1.2 市场行情数据 .....	4
<b>2 行内重要事件和公告</b> .....	<b>5</b>
<b>3 行业产品价格跟踪</b> .....	<b>7</b>
<b>4 行业核心观点</b> .....	<b>9</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>10</b>

## 图表目录

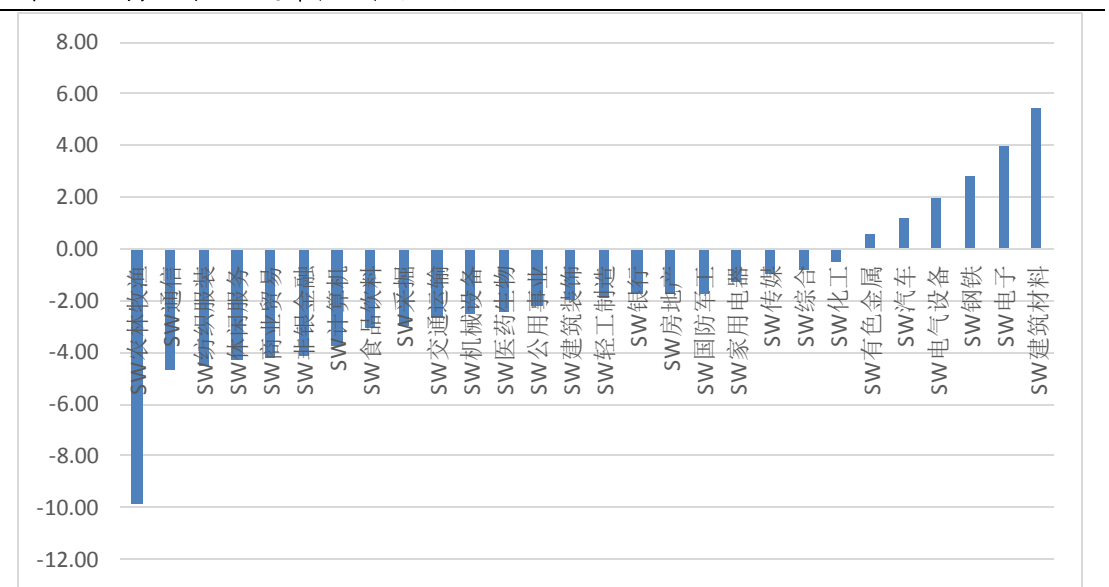
图 1: 11 月全行业流通市值加权涨跌幅% .....	3
图 2: 11 月申万化工指数与主要指数的走势对比 .....	4
图 3: 11 月申万化工三级子板块涨跌幅情况 (%) .....	4
图 4: 化工板块 2010 年以来估值情况 .....	5
图 5: 11 月申万化工三级子板块估值情况 .....	5
图 6: 国际原油期货价格数据 .....	7
图 7: 2018 年-2019 年石化产品价差情况 .....	7
图 8: 2017-2019 年化纤行业库存情况 .....	8
图 9: 2017-2019 年聚酯产业链负荷率 .....	8
图 10: 2018-2019 年 PVC 社会库存数据 .....	8
图 11: 2018-2019 年 PVC 产业链开工率 .....	8
图 12: 主要化工品价格跟踪 .....	9

## 1 2019 年 11 月中化工板块行情

### 1.1 板块行情回顾

11 月份，在外贸冲突缓和、国内下调短期逆回购利率的背景下，大盘维持震荡行情。上证综指下跌 1.95%，深成指下跌 0.55%，创业板指数下跌 0.38%。行业方面，前期涨幅较高的农林牧渔、通信大幅回调，而低估值的周期类板块有明显反弹。涨跌幅排名靠前的板块有：建筑建材（5.44%）、电子（3.96%）、钢铁（2.79%）、电气设备（1.94）、汽车（1.21%）；涨跌幅排名靠后的板块有：农林牧渔（-9.87%）、通信（-4.70%）、纺织服装（-4.54%）、休闲服务（-4.29%）、商业贸易（-4.24%）。

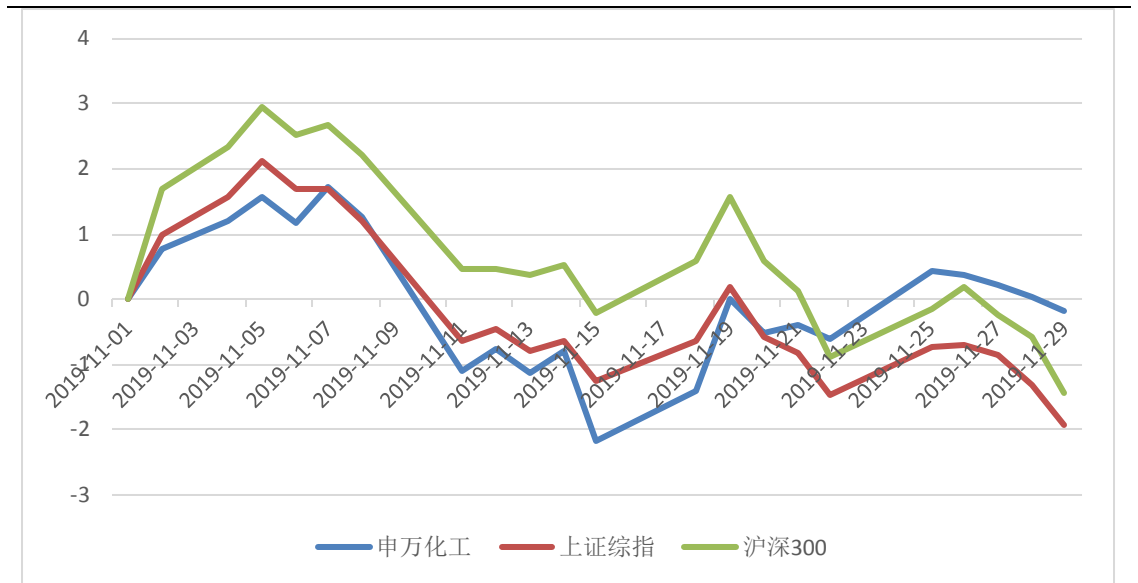
图 1：11 月全行业流通市值加权涨跌幅 %



资料来源：wind，财富证券

11 月份，布伦特原油期货价格上涨 1.86%，60.73 元/桶；WTI 期货价格上涨 2.29%，至 55.49 美元/桶。石化品价格仍受行业景气下行影响处于底部区间，但产业链价差在经历了此前的大幅下跌后有底部反弹的动力。石脑油价格上涨 3.46%，乙烯价格上涨 23.81%，甲苯价格上涨 5.95%，纯苯价格上涨 6.83%，丙烯价格下跌 9.08%。

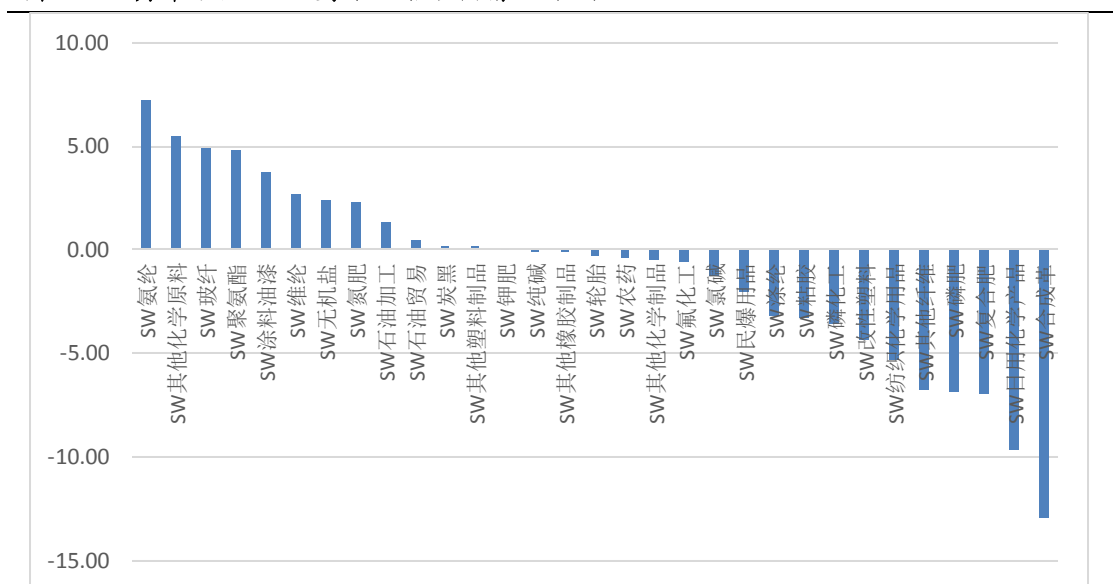
图 2：11 月申万化工指数与主要指数的走势对比



资料来源：wind，财富证券

11 月份，在行业旺季不旺的背景下，化工行业指数表现仍然低迷。申万化工指数下跌 0.16 个百分点，略微超过市场主要指数。子板块中涨幅排名靠前的细分板块为：氨纶（7.24%）、其他化学原料（5.52%）、玻纤（4.91%）、聚氨酯（4.81%）、涂料油漆（3.78%）；涨跌幅居后的细分板块为：合成革（-12.93%）、日用化学品（-9.64%）、复合肥（-6.93%）、磷肥（-6.90%）、其他纤维（-6.82%）。

图 3：11 月申万化工三级子板块涨跌幅情况（%）



资料来源：wind，财富证券

## 1.2 市场行情数据

估值方面，截止到 11 月 30 日，全部 A 股的 PE (TTM, 剔除负值, 中值) 为 30.1X, 申万化工板块 PE (TTM, 剔除负值, 中值) 为 26.7X, 估值相比 A 股折价 3.4X。各子板块中，估值偏高的包括石油贸易、改性塑料、日用化学品；估值相对较低的为涤纶、农

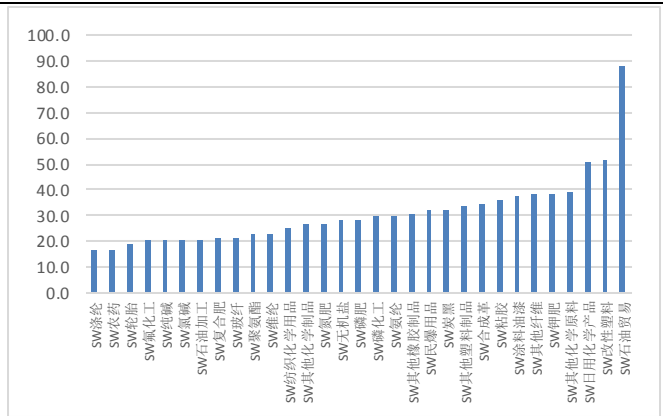
药、轮胎。

图 4：化工板块 2010 年以来估值情况



资料来源：wind，财富证券

图 5：11 月申万化工三级子板块估值情况



资料来源：wind，财富证券

## 2 行内重要事件和公告

1、“两桶油”公布三季度报告，业绩出现滑坡。中国石化 2019 年前三季度营收为 22333.05 亿元，同比增长 7.7%；归母净利为 432.81 亿元，同比下滑 27.8%；经营活动产生的现金流净额为 813.82 亿元，同比下滑 41%；加权平均净资产收益率为 5.93%，下滑 2.35 个百分点。中国石化总资产为 18263.36 亿元，同比增长 14.7%；归属母公司股东权益为 7258.93 亿元，同比增长 1.1%。中国石油 2019 年三季报显示，前三季度营收为 18144 亿元，同比增长 5.1%；归母净利为 372.53 亿元，同比下滑 23.4%；经营活动产生的现金流净额为 2393.96 亿元，同比下滑 7.6%；净资产收益率为 3.04%，下滑 0.96 个百分点。截至 9 月 30 日，中国石油总资产为 27009.22 亿元，同比增长 10.7%；归属母公司股东权益为 12252.55 亿元，同比增长 0.9%。

**点评：**石化行业受原油价格下跌以及竞争加剧影响，行业利润水平出现整体下滑的情况，我们预计未来 1-2 年时间，行业的景气度都将处于较低水平。根据“两桶油”公布的详细经营情况来看，我国整体的油气开采量维持稳定增长，其中天然气产量增速高于原油产量增速 4 个百分点左右，符合近几年天然气快速发展的趋势。炼化环节受到产能大幅扩张的影响，成为了“两桶油”利润下降幅度最大的业务板块；其次，由于成品油供给相对宽松，叠加下游消费受经济下行拖累，成品油销售环节的利润下降同样明显，国内多地区出现成品油终端价下滑 1 元/升以上的情况。我们判断石化行业仍处于竞争加剧、利润下滑的趋势中，业绩的底部位置有待观察。板块中，新进入的民营炼化企业有较大的后发优势，在行业景气下滑阶段依旧可保持相对较好的盈利能力。

2、11 月 12 日，沙特阿美公布 IPO 招股说明书，根据沙特阿美招股说明书中的预测认为石油需求将在 2035 年左右达到峰值。届时原油和其他液态石油的需求增长将“趋于平稳”，数据显示 2045 年全球石油需求将低于 2040 年。这反映了沙特内部的观点正在慢慢转变，长期以来沙特的官员们都认为石油需求见顶的预期言过其实，而阿美招股说明书的观点表明了沙特方面正在接受原油需求增长减缓的实事。

**点评：**沙特阿美在近期公布的招股说明书中没有明确融资金额和发行价格，仅对公司的财务情况和发展策略做了详细的描述。从招股说明书中我们了解到：阿美 2018 年实现收入 3559 亿美元，净利润为 1111 亿美元，总资产 3590 亿美元，净资产 2742 亿美元，平均资本回报率高达 41%。2018 年，公司油气储量 2569 亿桶油当量，油气产量 1360 万桶/天，其中原油产量 1030 万桶/天、NGLs 110 万桶/天、天然气 2.5 亿立方米/天、乙烷 10 亿立方英尺/天，上游平均开采成本 2.8 美元/桶油当量。当前来看，影响阿美发行估值的因素来自两个方面，一方面是新能源对传统能源的替代趋势明显，油气消费的增速中枢已经越来越低，这个观点已经被沙特方面所接受；二是美国页岩油产业的崛起极大的削弱了沙特在原油市场的定价能力，全球过剩的供给能力与增长减慢的需求可能是未来原油市场的长期背景，油价维持在 100 美元/桶以上的情况将可能难以出现。

3、路透社 21 日援引欧佩克消息人士消息，欧佩克及包括俄罗斯在内的盟友可能会在下月开会时同意将原油减产协议延长至 2020 年年中。现有的产量限制协议将于 2020 年 3 月底到期。欧佩克及其盟友将于 12 月 5 日和 6 日在维也纳举行会议。受到限产计划延长刺激，纽约商品交易所一月交割的西得州中质油(WTI)期货上涨 1.57 美元，至每桶 58.58 美元，涨幅 2.8%；欧洲洲际交易所一月交割的全球基准布伦特原油期货上涨 1.57 美元，至每桶 63.97 美元，涨幅 2.5%。

**点评：**市场目前已经基本接受了经济增长乏力、原油需求增速放缓的实事，并且三大能源机构都下调了对未来原油需求的预期，这个利空的因素已经包含在了市场价格中。未来影响油价的因素又重新回到供给端，目前来看减产协议大概率将被延长。60 美元/桶是主要的原油输出国的底线诉求价格，在市场供应充足的背景下，折会迫使 OPEC 和非 OPEC 国家延长协议。当前伊朗因汽油价格上涨爆发骚乱，伊拉克也有持续性动乱，这些地缘事件的发生可能有助于 OPEC 组织较好的实现减产协议，而俄罗斯方面进一步深化减产的可能性不大。整体来看，供给端最有可能的情况就是美国的页岩油增量逐步抵销掉 OPEC 部分国家的减产量，全球供给总量的变化不大。未来一段时间原油价格更有可能维持在 60-70 美元/桶之间。

4、截止 11 月 29 日原油非商业净多头寸已连续第六周回升，暗示油市做多力量继续增强。在积极因素增多的背景下，近两周以来，国内外原油期货价格重心稳步抬升。受益于原油市场供需预期改善的提振，同时宏观面不断营造偏暖氛围，在积极因素增多的背景下，国内外原油期货价格重心稳步抬升。其中，美国 WTI 原油期货价格由 54.8 美元/桶稳步走高至 58.2 美元/桶，布伦特原油期货价格从 60.4 美元/桶振荡上行至 63 美元/桶，国内原油期货 2001 合约从 443 元/桶稳步攀升至 460 元/桶。在利多因素驱动下，预计后市油价重心有望继续抬升。

**点评：**从原油供应端来看，目前掣肘产油国减产协议发挥积极作用的国家除了欧佩克成员国伊拉克和尼日利亚外，就属非欧佩克国家——美国。据统计，截至 11 月 27 日当周，美国活跃钻机数量虽继续下滑至 668 座，为连续第 12 个月减少，创 2017 年 4 月以来最低。截至 11 月 22 日当周，美国原油日均产量继续攀升至 1290 万桶，较去年同期增长 10%，仍然低于年初预期。需求端方面，每年 12 月开始，北美冬季取暖用油消费高

峰季到来。统计 2013—2018 年发现，每年 12 月至次年 1 月，取暖油裂解价差大概率会维持高位振荡的走势。除了 2015 年裂解价差走弱外，其余 5 年均表现偏强。随着冬季来临后，将逐步迎来取暖油需求放量的小高潮。预计未来两个月，原油需求端将阶段性走强。综合来看，在 OPEC 组织维持减产协议的背景下，原油价格在未来 1-2 个月内可能迎来供需格局向好的局面，利好原油价格短期走高。

### 3 行业产品价格跟踪

**石化板块：**11 月份布油价格仍然维持低位震荡，市场聚焦 12 月份将在维也纳召开的 OPEC 组织会议，会议结果将决定 3 月份到期的减产协议是否能延期。目前，减产量主要依靠沙特支撑，而俄罗斯、伊拉克以及尼日利亚的产量均超出减产限额。美国方面，EIA 最新数据显示的美国原油产量达到 1290 万桶，较 10 月份产量上升 30 万桶，但活跃石油钻机数累计减少 28 座，已经连续 12 个月下降。需求端，美国裂解价差逐步拉大，需求进入季节性高峰期，随着未来取暖油需求量的提升，短期内原油需求端有望转好。如果 12 月份 OPEC 会议能如期达成减产延期协议，原油价格有望在短期内走强，中长期仍将维持区间震荡格局。

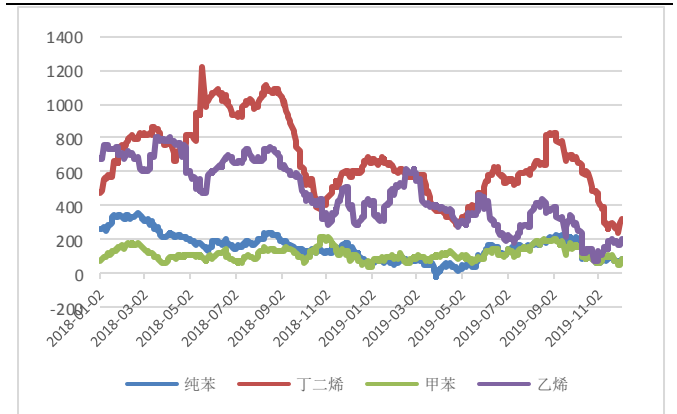
石化品价差在经历了 10 月份的大幅收窄后，11 月份触底回升。乙烯与石脑油的价差扩大 130 美元/吨、甲苯与石脑油价差扩大 17 美元/吨、丁二烯与石脑油价差缩小 109 美元/吨、纯苯与石脑油价差扩大 23 美元/吨。价差的扩大空间有限，整体来看行业利润维持底部震荡的格局没有改变，本次的行业出清过程才刚刚开始。

图 6：国际原油期货价格数据



资料来源：wind，财富证券

图 7：2018 年-2019 年石化产品价格价差情况

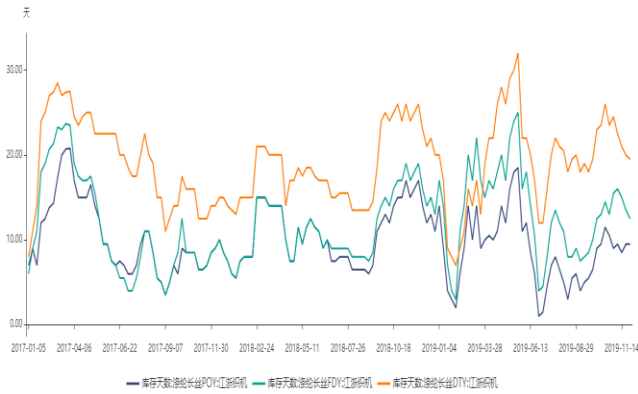


资料来源：wind，财富证券

11 月份，涤纶长丝市场价格底部震荡，环比上月持平。月初，原料 PTA 及乙二醇市场震荡偏强，但涤纶企业受库存压力影响，多数工厂按需采购原材料。供给端涤纶长丝企业平均开工率约为 87.42%，较上月开工率水平上涨了 0.69%。但下游需求端纺织市场开始进入淡季，下游加弹、织造、印染等环节开机率较上月有所下降，截至月末，江浙综合织机开机率 69% 附近，较上月下降了 7 个百分点。原料方面，前期检修的 PTA 装置基本重启，市场现货供应偏紧逐渐转变为产能过剩，加上还有恒力石化与中泰石化投产预期将至，PTA 市场承压运行。成本端整体表现偏弱，下游织造企业面临库存压力及资

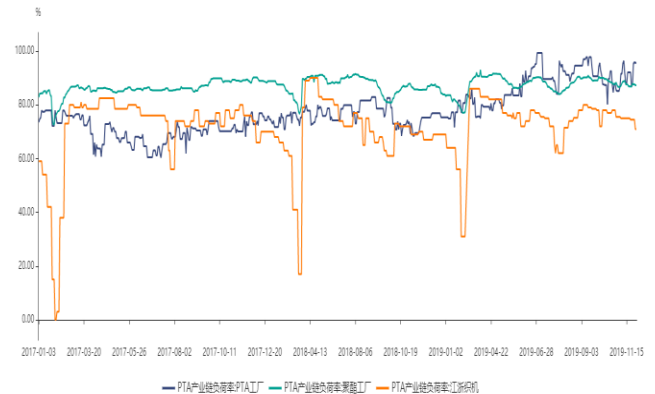
金压力，大部分都选择按需采购。涤纶长丝市场价格由前期的连续下跌行情转为稳定，下游需求回归平淡，在今年行业景气度较低的形势下，下游企业可能提前进入停工期，对短期涤纶价格产生一定冲击。

图 8：2017-2019 年化纤行业库存情况



资料来源：wind，财富证券

图 9：2017-2019 年聚酯产业链负荷率



资料来源：wind，财富证券

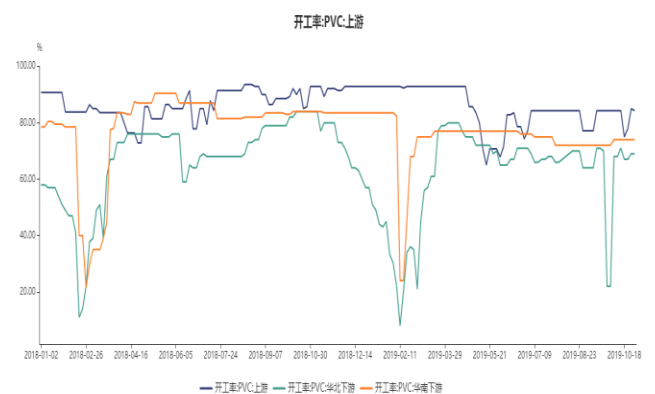
**PVC 板块：**11 月份国内电石法 PVC 市场震荡上行，月初市场窄幅上调，主要是前期出厂价偏低的 PVC 企业调价，价格上行支撑来源于三友、东岳及神马 PVC 装置的停车检修安排。月初国内 PVC 市场价格处于历史较低水平，PVC 企业提价意愿较强，但由于市场并无明显利好支撑，商品市场成交量略显平淡。11 月中旬国内 PVC 市场成交重心持续窄幅上调，除了原有的企业检修外，内蒙古君正新厂 36 万吨 PVC 装置 12 日开始轮流检修，以及乙烯法有宁波韩华 11 月 24 日开始为期两周的检修的进入，华南地区 PVC 现货市场开始有缺货现象发生，价格继续反弹。经过半个多月的价格探涨，在月底 PVC 价格创出年内新高。我们认为，目前行业整体库存仍然偏高，并且原材料成本并没有上涨，在供应恢复需求疲软的背景下，PVC 的价格在 12 月份可能出现回调。

图 10：2018-2019 年 PVC 社会库存数据



资料来源：wind，财富证券

图 11：2018-2019 年 PVC 产业链开工率



资料来源：wind，财富证券



**图 12：主要化工品价格跟踪**

分类	品种	11月30日	涨跌幅				
			一周涨跌幅	一月涨跌幅	三月涨跌幅	半年涨跌幅	一年涨跌幅
石油天然气(美元)	布伦特原油	62.43	-1.51%	3.65%	3.31%	-3.19%	6.34%
	WTI原油	55.17	-4.50%	1.83%	0.13%	3.12%	8.33%
	天然气	2.313	-12.95%	-12.32%	1.45%	-6.13%	-50.15%
国际石化价格(美元)	石脑油(CFR 韩国)	574	-2.23%	2.61%	28.65%	25.12%	18.89%
	乙烯(FOB 韩国)	780	1.30%	16.42%	-7.14%	-11.36%	0.00%
	丙烯(FOB 韩国)	801	0.00%	-9.08%	-13.03%	-11.10%	-8.56%
	苯乙烯(FOB 韩国)	825	-0.90%	-3.85%	-17.47%	-18.41%	-15.82%
	丁二烯(FOB 韩国)	900	5.88%	-7.22%	-29.69%	-10.89%	-17.43%
	纯苯(FOB) 韩国	668	1.52%	7.66%	0.38%	10.33%	7.57%
	甲苯(FOB) 韩国	661	1.07%	5.76%	0.76%	12.61%	11.09%
国内石化	碳四原料气: 齐鲁石化	4500	2.27%	5.88%	-6.25%	8.43%	3.45%
	苯乙烯(华东地区)	7265	0.00%	1.04%	-16.40%	-15.13%	-14.43%
C3C4气体	丙烷: CFR 华东	512	1.79%	7.11%	5.79%	21.04%	-9.46%
	丁烷: CFR 华东	527	1.74%	6.90%	5.61%	27.60%	-9.22%
塑料	HDPE(齐鲁石化)	7850	0.00%	-5.42%	-5.42%	-9.25%	-21.50%
	LDPE(齐鲁石化)	8250	1.23%	-0.60%	1.85%	1.85%	-10.81%
	LLDPE(齐鲁石化)	7450	1.36%	0.68%	2.76%	-4.49%	-20.74%
	PP(齐鲁石化)	9500	0.00%	0.00%	1.60%	-1.04%	-3.55%
化纤	PX(齐鲁石化)	6700	2.29%	-1.47%	1.52%	-8.22%	-21.18%
	PTA(华东地区)	4765	-0.63%	-1.95%	-9.24%	-12.17%	-28.67%
	涤纶POY	6925	-0.72%	-0.36%	-10.06%	-6.42%	-21.08%
	乙二醇	4815	5.59%	4.79%	2.99%	13.43%	-17.55%
其他	MIBE(华东)	5850	2.09%	7.34%	-13.23%	16.07%	14.71%
	TDI(华东)	11100	-3.06%	-11.20%	-12.60%	-12.25%	-45.59%
	PO(华东)	9940	2.05%	1.84%	-2.63%	5.30%	-3.68%

资料来源: wind, 财富证券

## 4 行业核心观点

11 月份, 原油价格低位窄幅波动, 后续观察减产协议的变化情况。石化品需求仍然疲软, 但是价差触底反弹, 但受到行业供给过剩的影响, 价差的反弹空间有限。化纤行业受上游原材料价格拖累, 下游企业库存压力较大, 价格低位震荡, 产业链利润下降。PVC 的价格在下游企业补库的影响, 价格阶段性反弹, 但缺乏原材料成本和下游需求的支撑, 短期价格可能出现回落。短期内, 受宏观经济需求疲软的影响, 大类化工品价格短期内上涨空间有限, 传统化工品利润承压。在行业景气度下降的过程中, 建议关注一体化程度高、成本控制好的龙头企业, 维持行业“同步大市”评级。

2019 年是国内炼化产能投产的大年，产业链利润将重新分配，PTA 和涤纶长丝环节将得到更多的议价能力，建议关注：恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份；差异化涤纶市场稳健增长，建议关注：海利得。

PVC 行业产能逐步出清，供需偏于紧平衡，行业开工率上升。环保压力增大后将对全国的电石产能造成冲击，自有电石的氯碱企业将受益。龙头企业受益于产业链一体化程度高，建议关注：中泰化学、新疆天业。

家电行业新一轮财政补贴，利好对上游制冷剂环节。制冷剂行业基本实现了产能的出清，并在 2017 年体现出了价格的弹性。龙头企业在不断扩大自身产能的同时，也在积极向电子化学剂领域延伸，建议关注：巨化股份。

## 5 风险提示

经济疲软带动下游需求明显回落；随着产品价格的提高关停产能复产超预期。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438