

中国石化 (600028)

证券研究报告

2020年04月05日

中国石化投资价值分析

1. 板块分析：上游降本，炼化低油价边际利好

油价和成本联动关系：历史上油价与成本关系 **1: 0.3**。即油气实现价格同比+1 美金/桶，公司上游板块油气综合成本同比+0.3 美金/桶。

主动降本 (2019 vs. 2016)：2019 年比 2016 年油气平均实现价格高出 27 美金/桶当量，而油气平均成本与 2016 年基本相当，可见近三年以来公司主动降本效果明显。

2. 盈利分析：历史回顾与影响因素拆分

预计 2020/2021 年归母净利润 241/582 亿，EPS 为 0.20/0.48 元/股。

3. 估值分析

当前股价对应 19/20/21 年 PE 估值 9/22/9 倍，略低于历史平均水平。

当前股价对应 19 年 PB 估值 0.73 倍，低于上一轮 16 年的最低水平。

评级：综合相对估值纵比、PB/ROE 横向比较、分红收益率，结合当前基本面相对利好产业链下游炼化，维持对中国石化“买入”评级。

风险提示：炼化一季度库存损失较大风险；国际油价波动剧烈的风险；化工品供需继续恶化的风险

投资评级

行业	化工/石油化工
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	4.46 元
目标价格	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)	426,187.66
流通 A 股市值(百万元)	426,187.66
每股净资产(元)	6.11
资产负债率(%)	50.04
一年内最高/最低(元)	6.10/4.36

作者

张樨樨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国石化-季报点评:业绩略低于预期，原油采购成本增加拖累炼油盈利》 2019-10-31
- 《中国石化-半年报点评:2019 年中报点评：业绩符合预期，分红仍提供良好安全边际》 2019-08-25
- 《中国石化-季报点评:19Q1 点评：行业整体低迷，受益库存因素业绩好于预期》 2019-04-30

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,891,179.00	2,966,193.00	2,877,207.21	3,021,067.57	3,172,120.95
增长率(%)	22.50	2.59	(3.00)	5.00	5.00
EBITDA(百万元)	223,329.00	216,650.00	92,155.42	147,233.47	150,103.32
净利润(百万元)	63,089.00	57,591.00	24,140.52	58,249.12	60,543.35
增长率(%)	23.42	(8.71)	(58.08)	141.29	3.94
EPS(元/股)	0.52	0.48	0.20	0.48	0.50
市盈率(P/E)	8.56	9.38	22.37	9.27	8.92
市净率(P/B)	0.75	0.73	0.73	0.70	0.68
市销率(P/S)	0.19	0.18	0.19	0.18	0.17
EV/EBITDA	2.86	2.50	6.66	2.42	2.55

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 板块分析：上游降本，炼化低油价边际利好	4
1.1. 公司简介：业务和股权结构	4
1.2. 勘探开发板块	5
1.2.1. 盈利取决于“成本 vs. 油价”	5
1.2.2. 勘探开发板块：2019 年主动降本成效显著	5
1.3. 炼油板块	6
1.3.1. 成品油公用事业定价模式	6
1.3.2. 成品油供需有压力，但是没有化工品压力那么大	6
1.4. 化工板块	7
1.4.1. 化工行业供需压力较大	7
1.4.2. 化工板块：低油价下，石油路线成本优势重新显现	8
1.5. 销售板块：盈利水平长期缓慢下降，但始终明显好于同行	9
2. 盈利分析：历史回顾与影响因素拆分	9
2.1. 2016 年前后回顾：虽是一体化公司，更体现炼化特征	9
2.2. 影响业绩的外部因素，及 2020/2021 预测	10
3. 估值分析	11
3.1. 相对估值处于历史偏低	11
3.2. PB/ROE：中国石化 A 与国际水平相当，H 存在显著折价	11
3.3. 分红收益率：有望维持 6%以上	11
3.4. 横向比较：低油价情形下，中石化比其他两桶油更具估值优势	12
4. 风险提示	13

图表目录

图 1：中国石化股东结构	4
图 2：A/H 股权结构	4
图 3：中国石化业务结构	4
图 4：中国石化 EBIT 构成（亿元）	5
图 5：中国石化原油产量（百万桶）	5
图 6：公司上游综合平均销售价格与成本（美元/桶）	5
图 7：中国石化上游实现油价和上游完全成本（美元/桶）	6
图 8：上游资产不断计提，成本持续下降（亿元）	6
图 9：炼厂理论利润（美元/桶）	6
图 10：定价机制改革前后业绩（亿）与油价（美元/桶）	6
图 11：国营汽油价格（元/吨）	6
图 12：国营柴油价格（元/吨）	6
图 13：全球炼能增长情况（百万桶/天）	7

图 14: 国外成品油裂解价差 (美元/桶)	7
图 15: 国内成品油产能增速 (万吨)	7
图 16: 国内成品油裂解价差 (元/吨)	7
图 17: 成品油、化工品产能 (万吨)	7
图 18: 化工品价格比较 (元/吨)	8
图 19: 2019 年乙烯成本曲线 (元/吨)	8
图 20: 低油价下, 当前乙烯成本曲线 (元/吨)	8
图 21: 中国石化 vs. 中国石油: 销售板块盈利能力 (EBIT,元/吨)	9
图 22: 业绩表现 (归母净利润, 亿元; 布油, 美元/桶)	9
图 23: 2020 年盈利预测及变动因素拆分 (亿元)	10
图 24: 2020 年盈利预测及因素拆分 (亿元)	10
图 25: 中国石化 PE 估值	11
图 26: 中国石化 PB 估值	11
图 27: PB/ROE 比较	11
图 28: 中国石化股息率 (含税)	11
图 29: 中石化: 各油价情形下业绩、PE 估值模拟 (亿元)	12
图 30: 中石油: 各油价情形下业绩、PE 估值模拟 (亿元)	12
图 31: 中海油: 各油价情形下业绩、PE 估值模拟 (亿元)	13

1. 板块分析：上游降本，炼化低油价边际利好

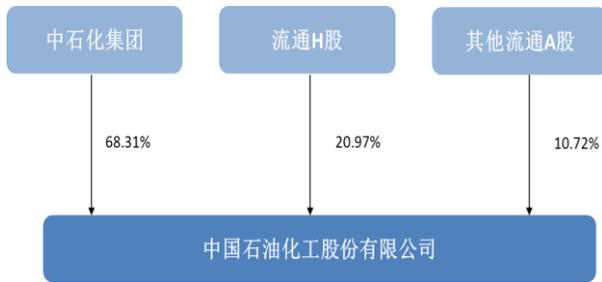
1.1. 公司简介：业务和股权结构

中国石化是国资委控股的全国石化产业龙头，业务集中于石化产业链的中游及下游，也就是炼油、化工及成品油销售。

产业链简介：公司加工的每 1 吨原油中，平均 16%来自于勘探开采板块生产，其余均来自外购（主要是海外）；炼油板块，1 吨原油得到约 0.64 吨汽煤柴油；化工板块生产约 0.17 吨化工品；营销及分销板块则除了买入公司炼油事业部生产的成品油外，还从地炼等外购约 0.38 吨汽煤柴油，境内成品油 2/3 通过中石化加油站零售渠道销售。

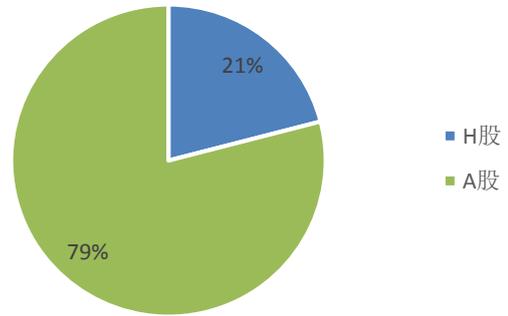
股本结构：中国石化 H 股和 A 股分别于 2000 年和 2001 年上市，目前总股本 1211 亿股，A 股流通股占 79%，H 股流通股占 21%。股东结构中，中石化集团占比 68.31%为第一大股东，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图 1：中国石化股东结构



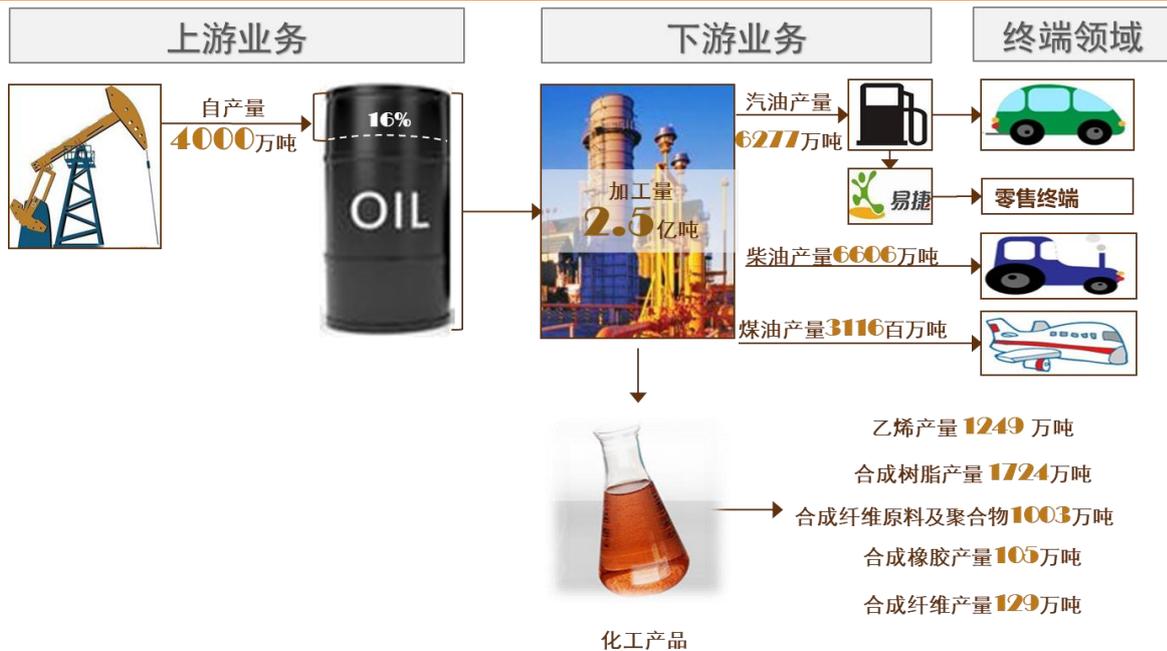
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：A/H 股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：中国石化业务结构



资料来源：公司 2019 年年报，天风证券研究所

2015 年以来，炼油和化工一直是公司盈利主体。

2019 年公司四大板块——勘探开发、炼油、化工、销售——经营收益分别 93、306、172、291 亿元。

图 4：中国石化 EBIT 构成（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 勘探开发板块

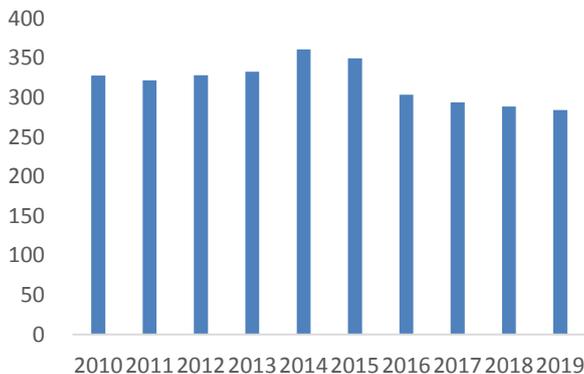
1.2.1. 盈利取决于“成本 vs. 油价”

产量：中石化原油产量约 4000 万吨，天然气产量约 300 亿方

油价和成本联动关系：历史上油价与成本关系 1: 0.3。即油气实现价格同比+1 美金/桶，公司上游板块油气综合成本同比+0.3 美金/桶。

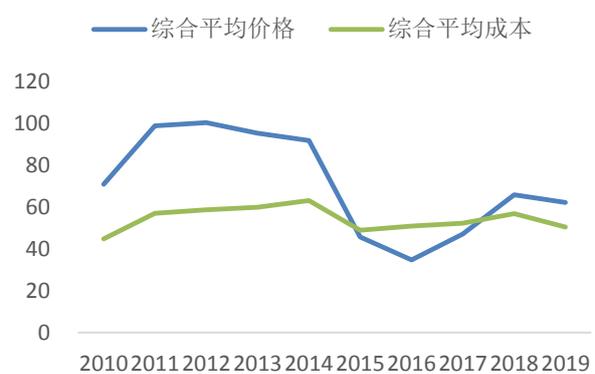
主动降本（2019 vs. 2016）：2019 年比 2016 年油气平均实现价格高出 27 美金/桶当量，而油气平均成本与 2016 年基本相当，可见近三年以来公司主动降本效果明显。

图 5：中国石化原油产量（百万桶）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司上游综合平均销售价格与成本（美元/桶）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2.2. 勘探开发板块：2019 年主动降本成效显著

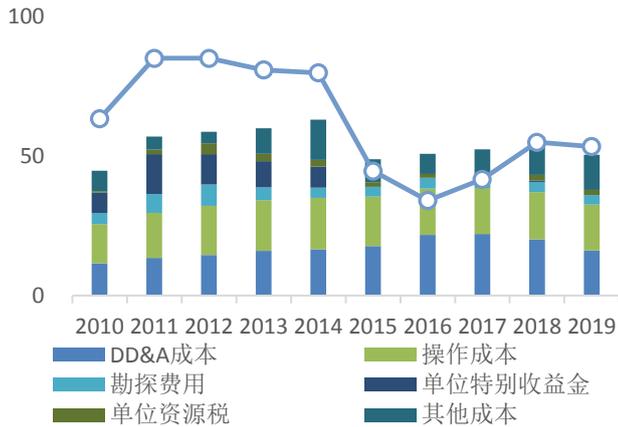
DDA：减计资产、储量扩张双向作用下，2019 年，公司上游 DD&A 同比减少 100 亿元（-4.0 美金/桶）。

税费：低油价下，资源税、特别收益金同比减少 20 亿（-0.7 美金/桶）。

操作成本：基本稳定

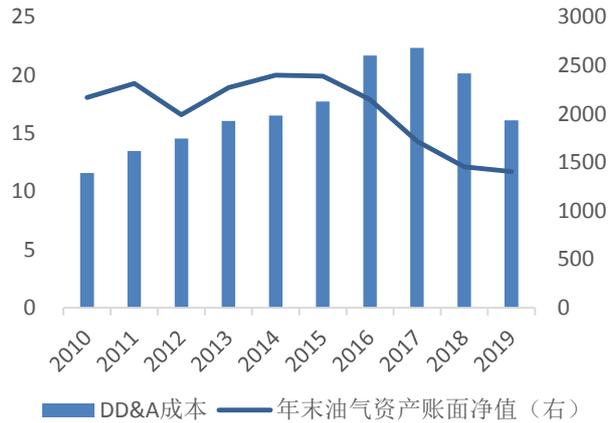
2019 年，公司勘探开发板块自 2015 年以来首度扭亏。天然气实现价格上升对 2019 年上游扭亏亦有帮助

图 7：中国石化上游实现油价和上游完全成本（美元/桶）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：上游资产不断计提，成本持续下降（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 炼油板块

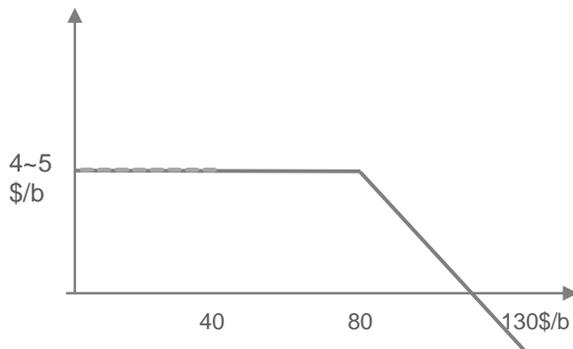
1.3.1. 成品油公用事业定价模式

成品油定价公式：发改委参照国际油价 10 个工作日变动调价。因此价差长期平稳（类公用事业定价）

汽柴油最高零售价=原油+国内平均加工成本+税金+合理流通环节费用+适当利润

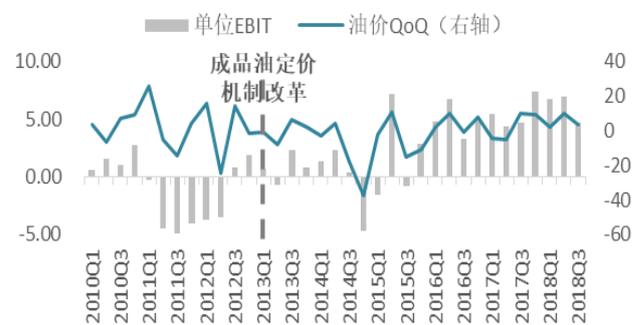
要注意：发改委定价公式未考虑原油采购**官价升贴水**因素，以及**运费**因素。油价波动带来的**库存损益**亦影响短期利润。

图 9：炼厂理论利润（美元/桶）



资料来源：发改委，天风证券研究所

图 10：定价机制改革前后业绩（亿）与油价（美元/桶）



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 11：国营汽油价格（元/吨）



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 12：国营柴油价格（元/吨）



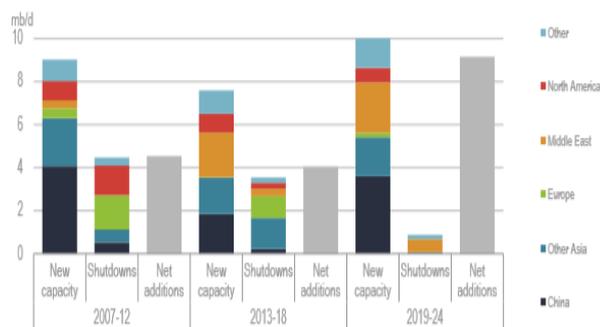
资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

1.3.2. 成品油供需有压力，但是没有化工品压力那么大

根据 IEA 预测，2018~2024 年，全球炼能新增约 900 万桶/天，CAGR=1.4%；而成品油需求

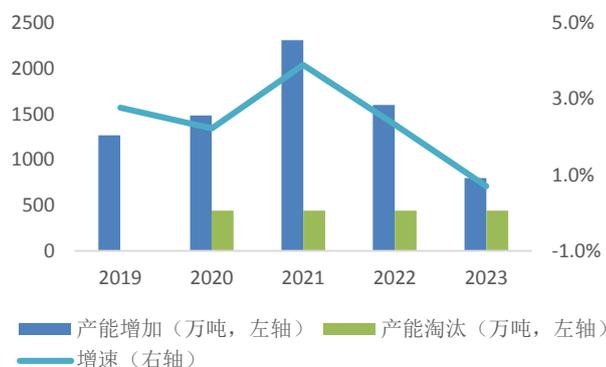
CAGR 预计 1.0%。全球炼能将趋于过剩。

图 13: 全球炼能增长情况 (百万桶/天)



资料来源: IEA, 天风证券研究所

图 15: 国内成品油产能增速 (万吨)



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 14: 国外成品油裂解价差 (美元/桶)



资料来源: bloomberg, 天风证券研究所

图 16: 国内成品油裂解价差 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

1.4. 化工板块

1.4.1. 化工行业供需压力较大

烯烃、芳烃及下游大部分产品的产能投放高峰期出现在 2020 年。2021 年及之后, 大炼化项目投产高峰带来的乙烯投产高峰过去, 尚有轻烃路线、煤头路线新产能, 乙烯、丙烯产能增速预计分别降至 13%、8%。下游主要产品, 聚乙烯、聚丙烯、丙烯酸 2021 年产能增速也将放缓。PX 的供给压力或将维持到 2021 年。

图 17: 成品油、化工品产能 (万吨)

主要石化产品	产能增速 (%)								低速 <5%
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	
成品油	3%	-1%	0%	2%	3%	3%	2%	4%	温和 5-10%
乙烯	12%	6%	6%	4%	7%	8%	31%	13%	
丙烯	20%	15%	17%	4%	3%	10%	14%	8%	较快 10-20%
聚乙烯	16%	2%	6%	2%	7%	5%	27%	16%	
聚丙烯	26%	6%	15%	8%	4%	9%	23%	8%	过快 >20%
丙烯酸	21%	19%	0%	4%	5%	5%	11%	6%	
PX	8%	13%	0%	0%	0%	58%	17%	22%	
PTA	31%	8%	-2%	4%	0%	6%	23%	8%	
涤纶	10%	7%	4%	4%	8%	7%	7%	2%	

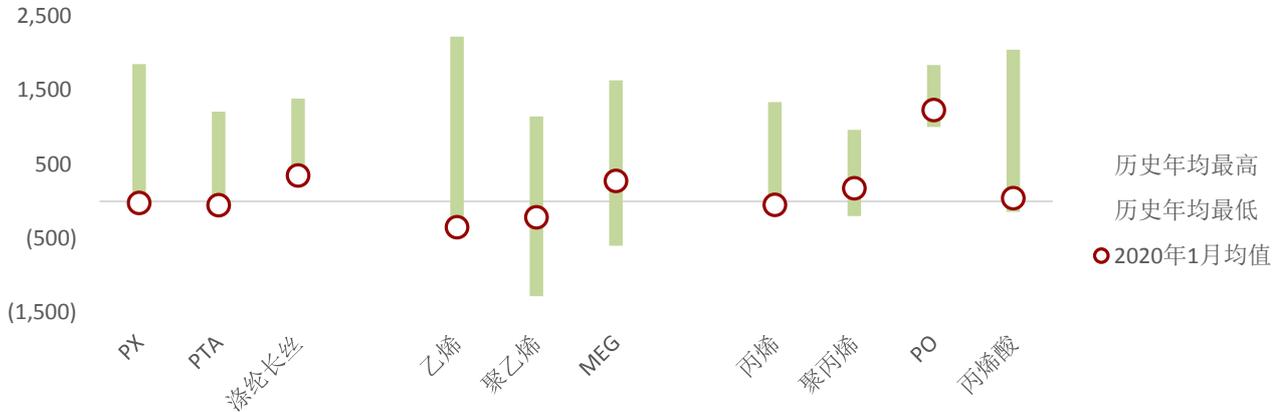
资料来源: 卓创资讯, 中纤网, 天风证券研究所

当前主要产品价差明显缩窄, 均以处于历史区间偏下限, 绝对值基本已经跌至亏损线附

近。(考虑到我们的计算公式使用的加工费是先进企业水平,行业整体应该已经出现大面积亏损)。

考虑到产能增速呈现放缓趋势,我们判断,2020年多数品种盈利将维持低位,2021年有望见底回升。

图 18: 化工品价格比较 (元/吨)

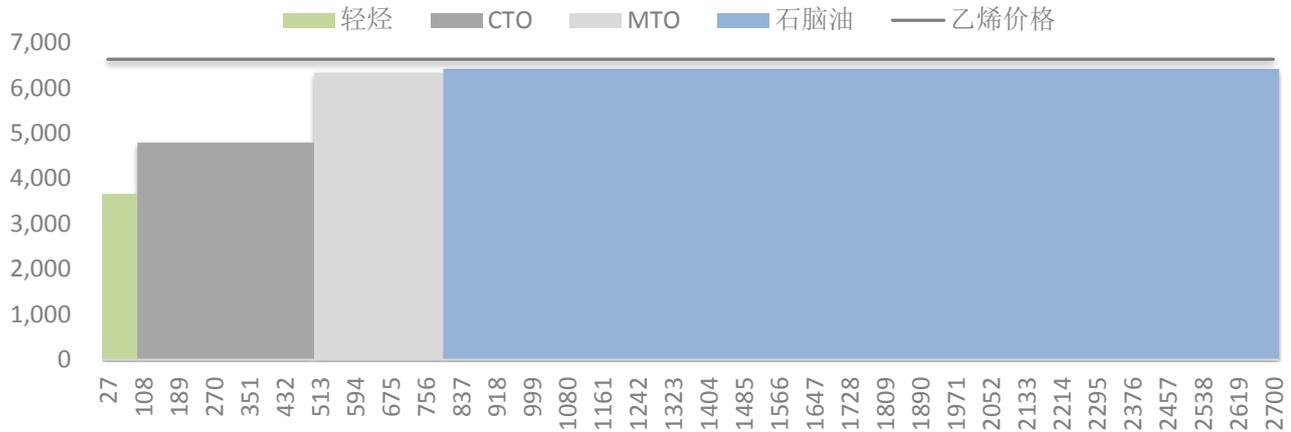


资料来源: 卓创资讯, 中纤网, 天风证券研究所

1.4.2. 化工板块: 低油价下, 石油路线成本优势重新显现

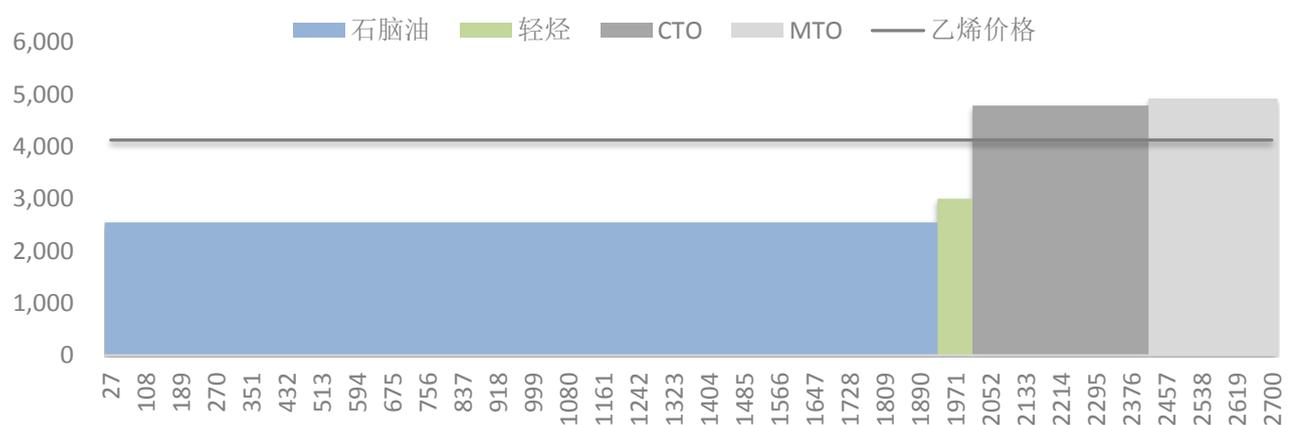
当前低油价下, 乙烯成本相比 19 年发生很大变化, 石油路线成本具有优势。

图 19: 2019 年乙烯成本曲线 (元/吨)



资料来源: wind, 隆众资讯, 天风证券研究所 注: 横轴是国内乙烯产能 (万吨), 纵轴是乙烯价格或成本 (不含税), 当前日期是 2020-3-27

图 20: 低油价下, 当前乙烯成本曲线 (元/吨)



资料来源: wind, 隆众资讯, 天风证券研究所 注: 横轴是国内乙烯产能 (万吨), 纵轴是乙烯价格或成本 (不含税), 当前日期是 2020-3-27

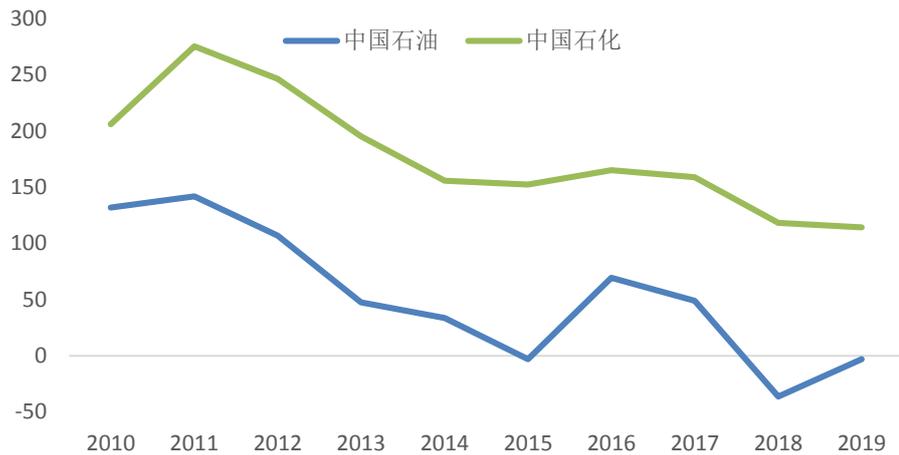
1.5. 销售板块：盈利水平长期缓慢下降，但始终明显好于同行

根据发改委成品油定价政策，“成品油生产经营企业对具备国家规定资质的社会批发企业的汽、柴油最高供应价格，按最高零售价格每吨扣减 400 元确定。”

在 400 元（发改委给定的最大批零价差空间）以内，成品油销售的盈利取决于两个因素，一是终端销售到价率，二是单个加油站自身的成本管控能力。

近年来，受成品油国内竞争加剧影响，中国石化销售板块单位 EBIT 呈现下滑趋势，但仍明显好于同行。

图 21：中国石化 vs. 中国石油：销售板块盈利能力（EBIT,元/吨）

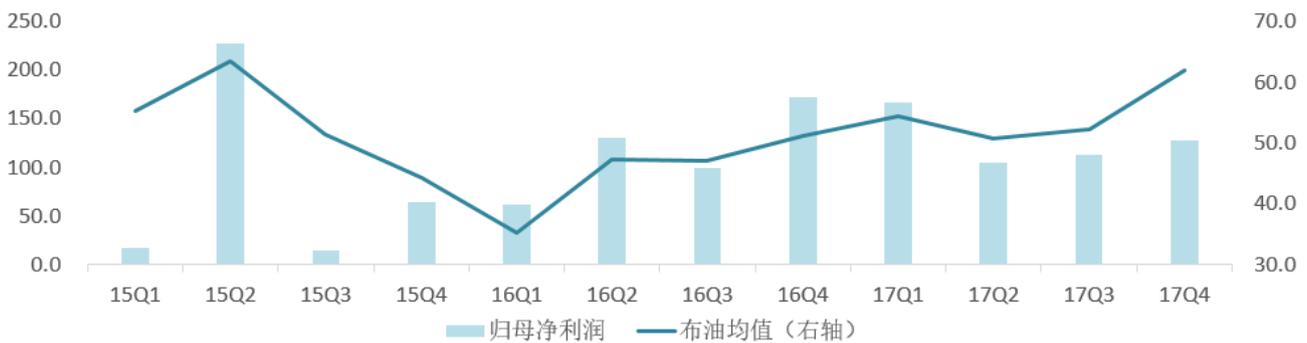


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 盈利分析：历史回顾与影响因素拆分

2.1. 2016 年前后回顾：虽是一体化公司，更体现炼化特征

图 22：业绩表现（归母净利润，亿元；布油，美元/桶）



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

2.2. 影响业绩的外部因素, 及 2020/2021 预测

弹性

上游: 历史上油价与成本关系 1: 0.3; 1 美金波动=8.7 亿利润波动

库存损益: 1 美金波动=11 亿净利润波动

官价: 1 美金/桶调整=81 亿净利润

运价: 1 万美金/天=23 亿净利润, 考虑有一定长租, 实际影响不大

假设

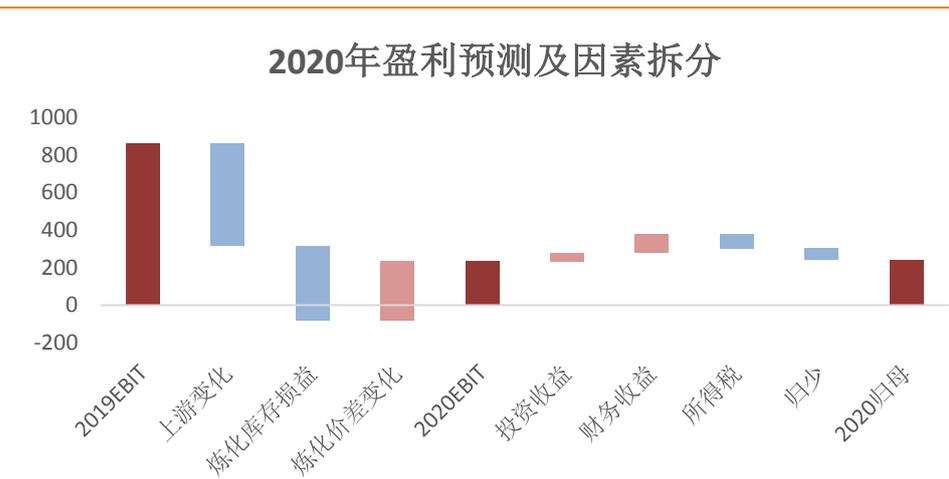
油价: 2020 年油价暴跌后维持 30 美金左右, 2021 年均值回到 40 美金

炼化: 炼油盈利从 2019 年 2.5 美金/桶, 回升到 2020 年 5 美金/桶(受益官价贴水), 2021 年回落到 4 美金/桶正常水平。化工品盈利水平未来 2 年内维持低位。

盈利预测

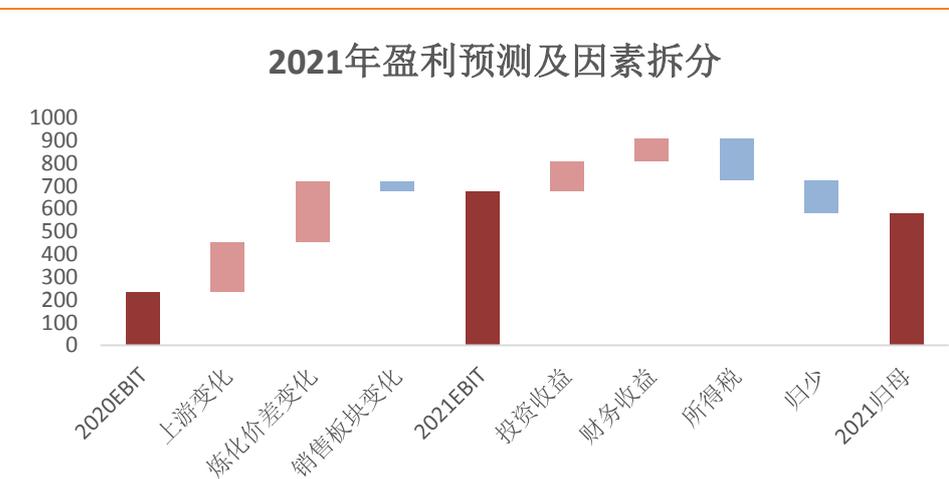
预计 2020/2021 年归母净利润 241/582 亿, EPS 为 0.20/0.48 元/股。

图 23: 2020 年盈利预测及变动因素拆分 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 24: 2021 年盈利预测及因素拆分 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

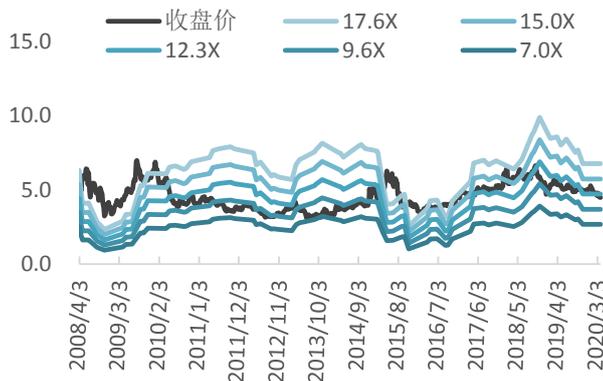
3. 估值分析

3.1. 相对估值处于历史偏低

当前股价对应 19/20/21 年 PE 估值 9/22/9 倍，略低于历史平均水平。

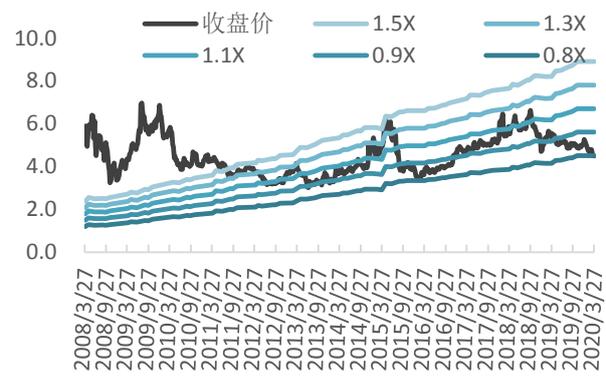
当前股价对应 19 年 PB 估值 0.73 倍，低于上一轮 16 年的最低水平。

图 25: 中国石化 PE 估值



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 26: 中国石化 PB 估值



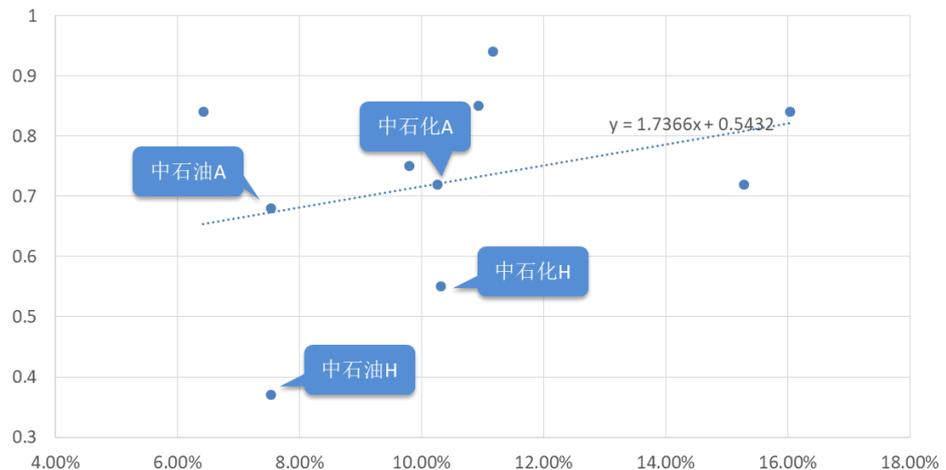
资料来源: wind, 天风证券研究所

3.2. PB/ROE: 中国石化 A 与国际水平相当, H 存在显著折价

中国石化 A 目前 PB/ROE 与国际平均水平相当, 中国石化 H 则明显折价。

当前是一个油价极低情形, 石油公司承受了极其悲观的估值假设, 因此当前石油公司的 PB 存在系统性低估的可能性。

图 27: PB/ROE 比较



资料来源: 公司公告, bloomberg, 天风证券研究所

3.3. 分红收益率: 有望维持 6%以上

中石化历史上具有优异的股息率表现, 通常在上下半年各有一次分红派息。

2017/2018/2019 年度分红金额分别 605/508/375 亿, 当前股价对应分红收益率分别 11%/9%/7%。

预计未来分红金额有望维持 300~400 亿区间, 分红收益率 5.6%-7.4%。

图 28: 中国石化股息率 (含税)



资料来源: wind, 天风证券研究所

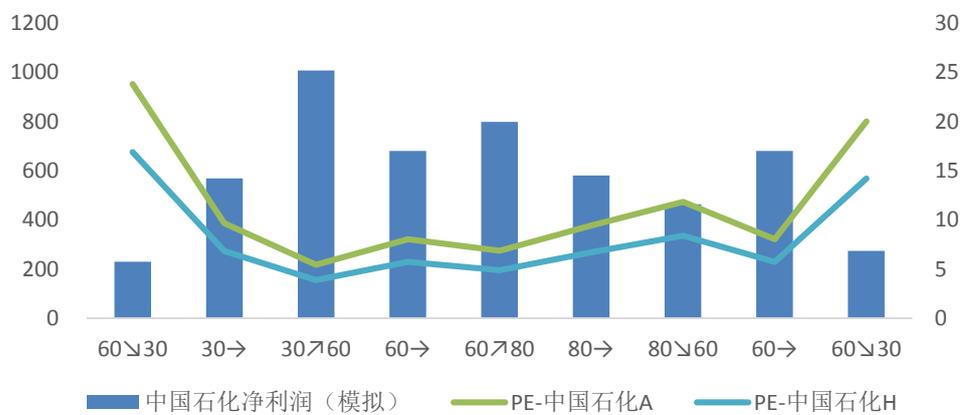
3.4. 横向比较：低油价情形下，中石化比其他两桶油更具估值优势

在接下来的一段时间（比如 1 年内），我们认为油价应该是 30 美金附近徘徊，此后或者缓慢爬升至长期中枢附近。

低油价情形、或者油价筑底回升情形，中国石化比另外两桶油的估值更具优势。

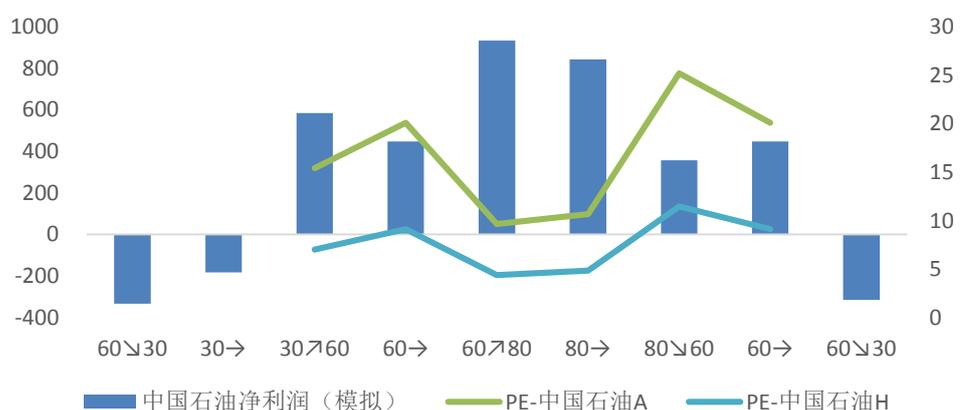
评级：综合相对估值纵比、PB/ROE 横向比较、分红收益率，结合当前基本面相对利好产业链下游炼化，维持对中国石化“买入”评级。

图 29：中石化：各油价情形下业绩、PE 估值模拟（亿元）



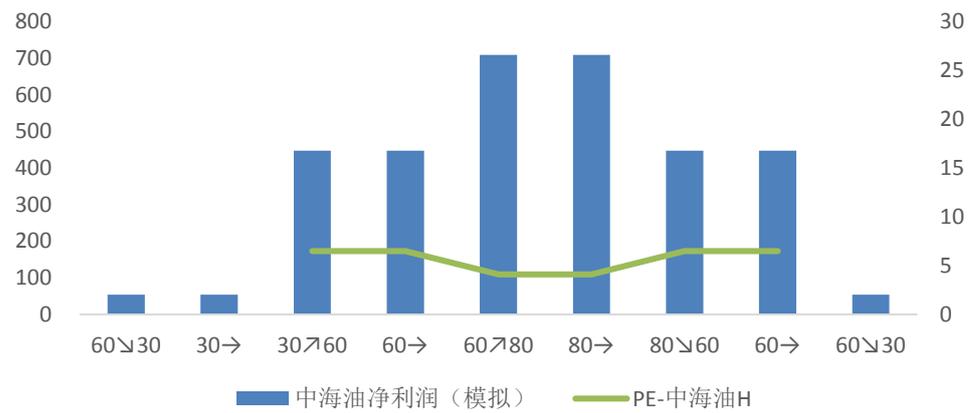
资料来源: 公司公告, wind, 天风证券研究所

图 30：中石油：各油价情形下业绩、PE 估值模拟（亿元）



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 31：中海油：各油价情形下业绩、PE 估值模拟（亿元）



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

4. 风险提示

炼化一季度库存损失较大风险。由于一季度油价暴跌，因此公司将面临库存价值的损失，或将存在较大库存减值。

国际油价波动剧烈的风险。油价的波动存在很大不确定性，如果油价持续下跌，对公司业绩会产生不利影响；油价剧烈波动也会导致公司在重大项目决策上的不确定性。

化工品供需继续恶化的风险。化工品的供需情况受到疫情等因素的影响，或将面临持续恶化。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	167,015.00	127,927.00	230,176.58	361,871.83	336,674.43	营业收入	2,891,179.00	2,966,193.00	2,877,207.21	3,021,067.57	3,172,120.95
应收票据及应收账款	64,879.00	54,865.00	93,687.35	51,059.06	100,924.68	营业成本	2,401,012.00	2,488,852.00	2,478,714.01	2,515,945.07	2,650,307.05
预付账款	5,937.00	5,066.00	6,096.97	5,173.10	6,668.39	营业税金及附加	246,498.00	242,535.00	235,258.95	247,021.90	259,372.99
存货	184,584.00	192,442.00	210,490.02	182,564.62	244,904.97	营业费用	59,396.00	63,516.00	60,421.35	63,442.42	66,614.54
其他	81,705.00	65,556.00	79,196.21	76,339.13	76,386.81	管理费用	73,390.00	62,112.00	74,807.39	78,547.76	82,475.14
流动资产合计	504,120.00	445,856.00	619,647.12	677,007.73	765,559.28	研发费用	7,956.00	9,395.00	9,113.15	9,568.81	10,047.25
长期股权投资	145,721.00	152,204.00	152,204.00	152,204.00	152,204.00	财务费用	(1,001.00)	9,967.00	8,000.00	6,000.00	4,000.00
固定资产	617,812.00	622,423.00	657,478.36	662,714.90	650,047.14	资产减值损失	11,605.00	(1,789.00)	12,170.75	12,170.75	12,170.75
在建工程	136,963.00	173,482.00	104,125.20	62,523.12	37,543.87	公允价值变动收益	2,656.00	(3,511.00)	23,430.00	(8,149.00)	(2,377.33)
无形资产	103,855.00	108,956.00	99,787.38	90,618.75	81,450.13	投资净收益	11,428.00	12,628.00	18,473.75	15,397.44	14,481.80
其他	83,837.00	252,150.00	128,447.00	149,598.67	173,159.89	其他	(23,235.00)	(7,537.00)	(83,807.50)	(14,496.88)	(24,208.93)
非流动资产合计	1,088,188.00	1,309,215.00	1,142,041.94	1,117,659.43	1,094,405.03	营业利润	101,474.00	90,025.00	40,625.36	95,619.30	99,237.68
资产总计	1,592,308.00	1,755,071.00	1,761,689.06	1,794,667.17	1,859,964.31	营业外收入	2,070.00	2,598.00	1,995.00	2,221.00	2,271.33
短期借款	44,692.00	31,196.00	177,398.46	40,000.00	40,000.00	营业外支出	3,042.00	2,607.00	2,452.67	2,700.56	2,586.74
应付票据及应付账款	192,757.00	199,792.00	191,158.01	212,858.64	207,681.74	利润总额	100,502.00	90,016.00	40,167.69	95,139.75	98,922.28
其他	327,649.00	345,386.00	286,529.86	369,537.61	373,211.05	所得税	20,213.00	17,894.00	8,836.89	20,930.74	21,762.90
流动负债合计	565,098.00	576,374.00	655,086.33	622,396.25	620,892.79	净利润	80,289.00	72,122.00	31,330.80	74,209.00	77,159.38
长期借款	61,576.00	39,625.00	63,399.34	70,000.00	70,000.00	少数股东损益	17,200.00	14,531.00	7,190.28	15,959.88	16,616.02
应付债券	31,951.00	19,157.00	27,492.67	26,200.22	24,283.30	归属于母公司净利润	63,089.00	57,591.00	24,140.52	58,249.12	60,543.35
其他	76,024.00	243,010.00	127,299.33	148,777.78	173,029.04	每股收益(元)	0.52	0.48	0.20	0.48	0.50
非流动负债合计	169,551.00	301,792.00	218,191.34	244,978.00	267,312.33						
负债合计	734,649.00	878,166.00	873,277.68	867,374.25	888,205.12	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	139,304.00	137,736.00	144,566.77	160,260.65	176,507.43	成长能力					
股本	121,071.00	121,071.00	121,071.00	121,071.00	121,071.00	营业收入	22.50%	2.59%	-3.00%	5.00%	5.00%
资本公积	119,192.00	122,127.00	122,127.00	122,127.00	122,127.00	营业利润	16.68%	-11.28%	-54.87%	135.37%	3.78%
留存收益	602,352.00	616,678.00	622,773.61	645,961.26	674,180.76	归属于母公司净利润	23.42%	-8.71%	-58.08%	141.29%	3.94%
其他	(124,260.00)	(120,707.00)	(122,127.00)	(122,127.00)	(122,127.00)	获利能力					
股东权益合计	857,659.00	876,905.00	888,411.38	927,292.92	971,759.19	毛利率	16.95%	16.09%	13.85%	16.72%	16.45%
负债和股东权益总计	1,592,308.00	1,755,071.00	1,761,689.06	1,794,667.17	1,859,964.31	净利率	2.18%	1.94%	0.84%	1.93%	1.91%
						ROE	8.78%	7.79%	3.25%	7.59%	7.61%
						ROIC	10.59%	10.75%	5.73%	9.69%	13.80%
						偿债能力					
						资产负债率	46.14%	50.04%	49.57%	48.33%	47.75%
						净负债率	-1.32%	3.60%	8.55%	-19.85%	-15.72%
						流动比率	0.89	0.77	0.95	1.09	1.23
						速动比率	0.57	0.44	0.62	0.79	0.84
						营运能力					
						应收账款周转率	38.66	49.54	38.74	41.74	41.74
						存货周转率	15.57	15.73	14.28	15.37	14.84
						总资产周转率	1.81	1.77	1.64	1.70	1.74
						每股指标(元)					
						每股收益	0.52	0.48	0.20	0.48	0.50
						每股经营现金流	1.45	1.27	0.10	2.23	-0.11
						每股净资产	5.93	6.11	6.14	6.34	6.57
						估值比率					
						市盈率	8.56	9.38	22.37	9.27	8.92
						市净率	0.75	0.73	0.73	0.70	0.68
						EV/EBITDA	2.86	2.50	6.66	2.42	2.55
						EV/EBIT	5.63	4.51	12.63	3.51	3.71

资料来源:公司公告, 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