



中信证券  
CITIC SECURITIES

# 炼化受益油价触底回升，民营炼化空间较大

石油石化行业专题 | 2020.5.12

中信证券研究部

核心观点



黄莉莉  
首席石油石化  
分析师

S1010510120048



联系人：王佩坚

疫情防控推动下游需求复苏及 OPEC+减产推动下，预计下半年国际油价重回上升通道，2020 年底布油有望回升至 50 美元/桶。炼化企业在油价触底反弹通道中库存收益显著，预计下半年民营炼化业绩将在 Q1 业绩基础上进一步提升，当前空间较大，推荐恒力石化、桐昆股份等；传统炼厂当前 PB 估值为历史个位数分位水平，高股息具有吸引力，推荐中国石化（A+H）、上海石化（H）等。

■ 本轮油价触底反弹通道中，炼化化工企业大概率迎来量价齐升。需求端，油价触底反弹通道通常伴随炼化需求增加，一方面本轮油价复苏预计以下游实际需求改善为前提，另一方油价提升推动化工产品涨价，带来短期主动累库的需求增加。价差端，油价上升通道中炼厂享有可观的库存收益，短期的库存影响甚至超过炼厂加工利润，成为影响炼厂短期业绩主导因素。

■ 油价上升通道中库存收益可观，民营炼化空间较大。在上轮油价底部反弹周期中，布油价格 2016 年底同比提升 19 美元/桶，同期上海石化、华锦股份等炼化企业单吨盈利提升 180-220 元/吨，炼厂单季度盈利改善与油价同步或滞后油价 1 个季度。2020Q1 极端情况下，民营大炼化单吨盈利显著领先传统国营炼厂，预计在下半年油价回升过程中，库存收益将推动民营炼化业绩进一步提升。预计恒力石化单季度业绩高点有望达到近 40 亿元，按照年化业绩高点 8-10 倍 PE 估值，即使不考虑传统聚酯和 PTA 盈利，公司当前股价具有 30%-60%空间。

■ 资本市场提前反应业绩改善预期，主营炼厂 PB 估值低位。上轮油价上升周期 2016Q1-2018Q3 当中，炼化企业股价变动基本与国际油价同步，资本市场提前反应炼化企业业绩改善预期。当前中国石化（A+H）、上海石化（H）等传统炼化企业 PB 估值为绝对低位，位于过去 10 年个位数分位数水平。预计在下半年油价中枢提升过程中，传统国营炼厂将扭亏为盈，我们认为相关公司估值修复空间远大于继续下跌的风险。

■ 风险因素：国际油价大幅波动的风险；全球疫情防控不及预期的风险；中美贸易争端加剧的风险；炼化行业竞争加剧超预期的风险。

■ 投资策略：当前国内疫情已经基本得到有效控制，伴随全球疫情防控预计下半年石化下游需求逐步复苏，叠加 OPEC+减产 5 月份生效，预计下半年国际油价企稳回升，年底布油有望回升至 50 美元/桶。油价触底反弹通道中，炼厂库存收益可观，特别是民营大炼化业绩将在 Q1 业绩基础上进一步提升，推荐民营炼化龙头恒力石化、桐昆股份、卫星石化等；此外传统炼厂当前 PB 估值为历史最低水平，估值修复空间远大于继续下跌风险，高股息具有吸引力，推荐中国石化（A+H）、上海石化（H）等。

## 石油石化行业

评级

强于大市（维持）

景气趋势

石油石化↓

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
恒力石化	14.14	1.44	1.55	1.74	10	9	8	买入
桐昆股份	11.8	1.57	1.74	1.99	8	7	6	买入
卫星石化	14.16	1.2	1.48	2.92	12	10	5	买入
中国石化	4.42	0.48	0.25	0.41	9	18	11	买入
上海石化	3.99	0.21	0.12	0.19	19	33	21	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 5 月 8 日收盘价

## 目录

油价反弹过程中炼化行业盈利分析 .....	1
油价上升对炼化行业盈利影响的传导逻辑 .....	1
油价上升通道伴随需求提升 .....	1
油价上升通道中，炼化企业中短期库存收益可观 .....	3
民营大炼化空间较大 .....	5
资本市场提前反映盈利改善的预期 .....	7
资本市场提前反应业绩改善预期 .....	7
风险因素 .....	8
投资建议 .....	8

## 插图目录

图 1：油价上涨对炼化企业盈利影响的传导逻辑 .....	1
图 2：全球原油年消费增量及产量增量 .....	2
图 3：我国原油消费量及同比 .....	2
图 4：我国成品油表观消费增速与国际油价 .....	2
图 5：我国化工品表观消费增速与国际油价 .....	2
图 6：我国 5 大树脂表观消费增速与国际油价 .....	3
图 7：我国化纤、橡胶表观消费增速与国际油价 .....	3
图 8：2014 年至今我国山东地炼成品油现货价差与布伦特油价 .....	3
图 9：2014 年至今我国聚烯烃价差与布伦特油价 .....	4
图 10：上海石化单季度归母净利润 .....	5
图 11：上海石化单季度毛利率和净利率 .....	5
图 12：华锦股份单季度归母净利润 .....	5
图 13：华锦股份单季度毛利率和净利率 .....	5
图 14：2020Q1 国内主要炼厂盈利及单吨盈利 .....	6
图 15：2019Q2-2020Q1 恒力石化和上海石化原油成本 .....	6
图 16：中国石化股价表现与布伦特油价 .....	7
图 17：中国石化 PB band .....	7

## 表格目录

表 1：炼化企业 2016 年利润及利润率变动 .....	4
表 2：主要炼厂 2020Q1 业绩拆分及全年业绩预测 .....	6
表 3：主要炼化企业当前 PB 及在过去 10 年历史分位数 .....	7
表 4：相关上市公司盈利预测 .....	8

## ■ 油价反弹过程中炼化行业盈利分析

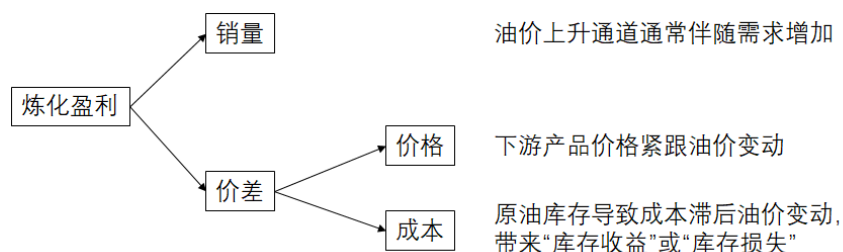
### 油价上升对炼化行业盈利影响的传导逻辑

**油价上涨通道中，炼化行业通常伴随量价齐升。**油价对炼化行业盈利的影响主要通过销量（需求）和价差两个渠道。**需求端，油价上升通道通常伴随需求增加**，一方面油价提升通常是下游需求增加的表现结果，另一方面油价提升推动下游化工产品涨价带来短期内主动累库的需求增加。

**价差端，油价上升通道中炼厂将享有可观的库存收益。**下游炼化产品价格紧跟油价变动，烯烃、芳烃下游等产品的期货市场价格对油价实时反应，现货市场价格在中间贸易商寻找套利空间的驱动下也可以实现较高的调价效率，即使是国家层面制定的成品油零售指导价，调价周期仅为两周时长。但由于主营炼厂一般持有 4-6 周原油库存的影响，炼厂成本端的变化往往滞后油价变动，成本的滞后效应在油价上升和下跌通道中会分别给炼厂带来“库存收益”、“库存损失”，通过直接影响加工毛利和计提存货跌价准备影响炼厂盈利。

**在油价的短期极端变化中，库存的影响甚至超过炼厂加工利润，成为影响炼厂短期业绩的主导因素，是近期市场关注本轮油价上升通道中炼厂业绩改善的重要原因。**

图 1：油价上涨对炼化企业盈利影响的传导逻辑

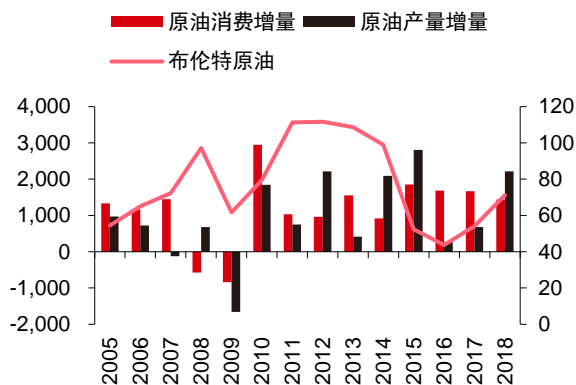


资料来源：中信证券研究部

### 油价上升通道伴随需求提升

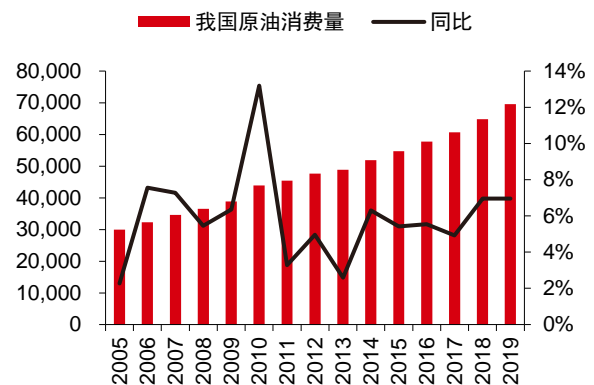
**油价与下游炼化产品需求互相影响。**油价与下游化工品需求互相影响，一方面高油价会压制下游化工品需求，如 2011-2014 年高油价时期全球原油需求年均增量在 1100 万桶/日左右，显著低于 2015-2018 年约 1650 万桶/天的平均需求增量；另一方面下游需求复苏提升原油价格，如 2008-2009 年全球经济危机之后原油需求快速恢复，国际油价迅速走出低谷。油价上升通道中，通常伴随需求提升，如 2017-2019 年我国原油需求增速与国际油价同步提升。

图 2：全球原油年消费增量及产量增量（千桶/天）



资料来源：BP，中信证券研究部

图 3：我国原油消费量及同比（亿吨，%）

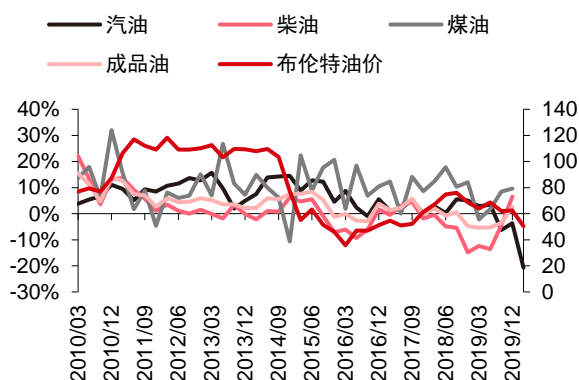


资料来源：国家统计局，中信证券研究部

**本轮油价上升通道大概率将伴随下游需求的提升。**上两轮的油价底部反弹分别由需求端和供给端主导，2009 年经济危机之后需求端快速复苏，油价快速走出低谷；2014 年 OPEC 国家重新减产，供给端压缩推动油价底部反转。

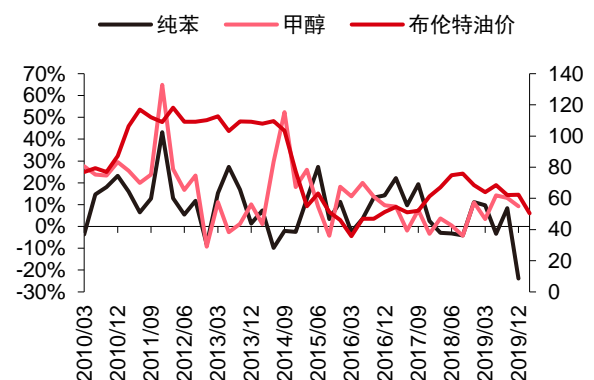
2020 年初出现极端油价主要由于全球疫情对需求端的冲击，供给端 OPEC+ 国家已经达成自 5 月起减产 1000 万桶/日的史上最大减产协议。以我国为例，一季度由于疫情影响，汽油等成品油表观消费量同比降幅在 20% 以上，若考虑一季度疫情影响主要在 2-3 月份，疫情影响成品油需求峰值在 30% 左右；由于下游停产，除医疗防护相关的产品，其他部分产品需求达到两位数降幅；以美国为例，通过对其原油及石油产品库存分析，3-4 月份疫情高峰时期下游需求受影响幅度在 25%-30% 之间。因此，后续油价上升通道中大概率将伴随下游需求的提升，或者说下游石化产品需求出现明显复苏后，国际油价才能明显进入上升修复通道。

图 4：我国成品油表观消费增速与国际油价（%，美元/桶）



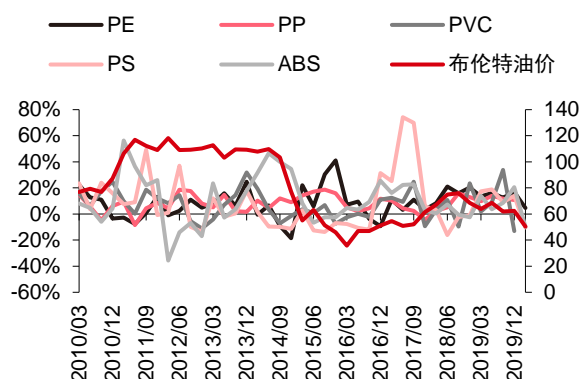
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：我国化工品表观消费增速与国际油价（%，美元/桶）



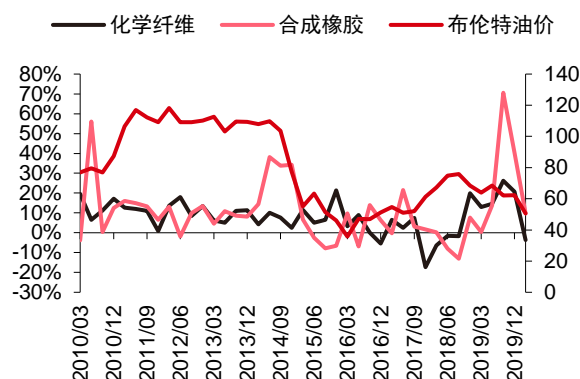
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：我国 5 大树脂表观消费增速与国际油价（%，美元/桶）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：我国化纤、橡胶表观消费增速与国际油价（%，美元/桶）



资料来源：Wind，中信证券研究部

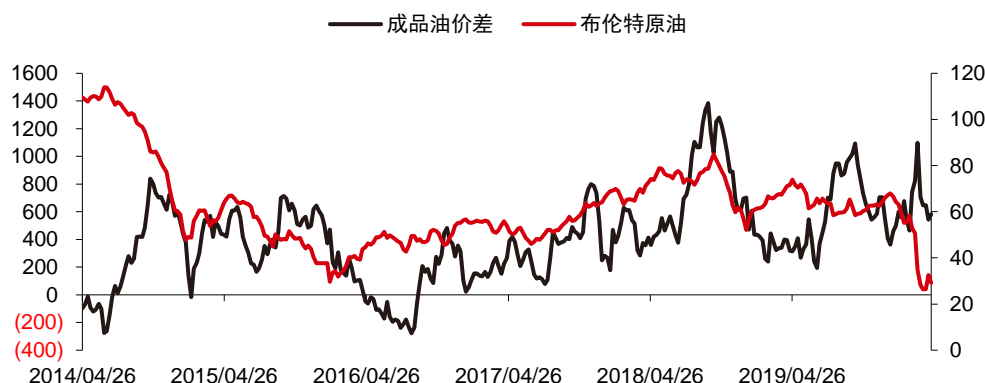
## 油价上升通道中，炼化企业中短期库存收益可观

油价上升通道炼化企业享有库存收益，炼油部分影响程度大于化工部分。油价上升通道中，对炼化行业盈利的影响主要通过两个途径：1）由于库存原料的成本滞后效应，低成本带来的效益提升；2）油价上涨带来下游产品涨价预期，下游主动补库存需求拉动实时价差走扩。

在上一轮 2016Q1-2018Q3 油价上行通道中，成品油方面，我国山东地炼成品油现货价与原油的价差，一路从负值区间上涨至 1300 元/吨以上，油价上行通道中行业盈利改善明显；化工品方面，在 2016 年 2 月油价触底反弹和 2017 年 7 月油价重新上涨过程中，聚烯烃产品短期价差也出现明显扩张。

由于成品油价格普遍低于一般化工产品，扣除消费税后的成品油价差也远低于化工品价差，因此油价上涨对行业的短期盈利改善，对炼油影响程度大于对化工产品影响程度。

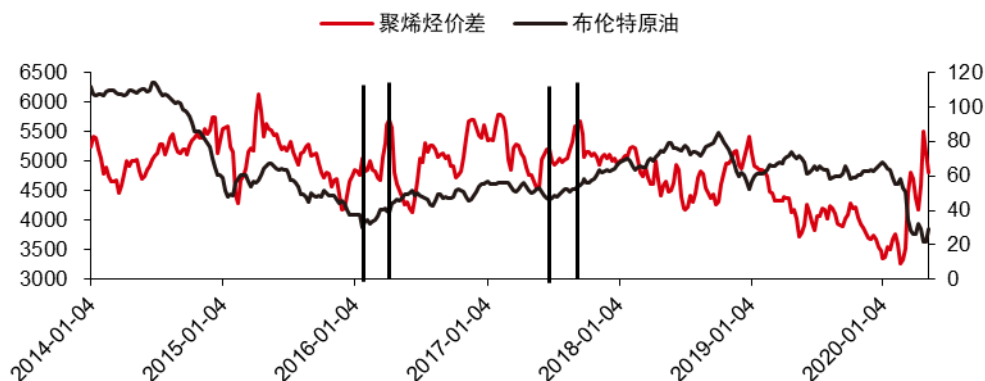
图 8：2014 年至今我国山东地炼成品油现货价差与布伦特油价（扣消费税后，元/吨，美元/桶）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：成品油按照汽油：柴油=1:1 加权平均；价差=成品油现货价-消费税-原油成本；由于地板价保护机制，2020 年初油价低于 40 美元/桶以下时，油价成本按照 40 美元/桶计算



图 9：2014 年至今我国聚烯烃价差与布伦特油价（元/吨，美元/桶）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：聚烯烃按照聚乙烯：聚丙烯=1:1 加权平均

从炼化上市公司角度来看，油价底部反弹过程中炼化产能单吨盈利实现大幅增加。以上一轮 2016 年国际油价底部反弹为例，布伦特现货价从 2015 年底 36 美元/桶上涨至 2016 年底 55 美元/桶，涨幅 19 美元/桶，期间国内主要炼化企业单位炼能盈利提升幅度在 150-300 元/吨之间；其中上海石化、华锦股份单吨炼能盈利增厚约在 180-220 元/吨之间，两者 2016 年销售毛利率分别同比提升 2.8、12.3 pcts。

表 1：炼化企业 2016 年利润及利润率变动（亿元，%）

上市公司	2016 年利润 (亿元)	同比 (%)	利润增加值 (亿元)	单吨炼能增 加 (元/吨)	2016 年利润 率 (%)	同比提升
上海石化	59.60	84%	27.1	181	28.4%	2.8 pcts
华锦股份	18.00	449%	14.7	226	28.2%	12.3 pcts
中国石化炼油 分部	562.7	168%	353.1	154	6.6%	4.3 pcts
中国石化化工 分部	206.2	6%	11.47	31	6.2%	0.2 pcts
中国石油炼油 与化工分部	481.6	425%	389.92	291	8.3%	6.8 pcts

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：上海石化、华锦股份利润口径为归母净利润，利润率为毛利率；中国石化、中国石油的分部数据利润为营业利润口径，利润率为营业利润率

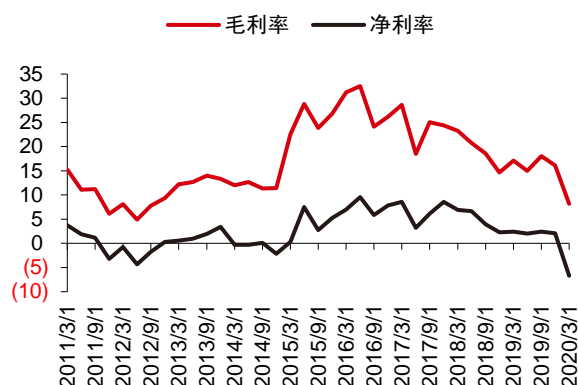
季度盈利尺度下，从油价反弹到上市公司盈利改善滞后 0-1 个季度。从单季度盈利情况来看，在上一轮 2016Q1-2018Q3 油价上行周期中，油价反弹到上市公司盈利改善滞后 0-1 个季度。其中，2016Q1 油价在季度中间（2 月份）反弹，当年上海石化 2016Q2 单季度盈利增厚最为明显（环比增加 8 亿元）；2017Q3 油价在季度初（7 月份）重回上升通道，当年上海石化 2017Q3 单季度盈利增厚最为明显（环比提升 9 亿元）。

图 10：上海石化单季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：上海石化单季度毛利率和净利率（%）



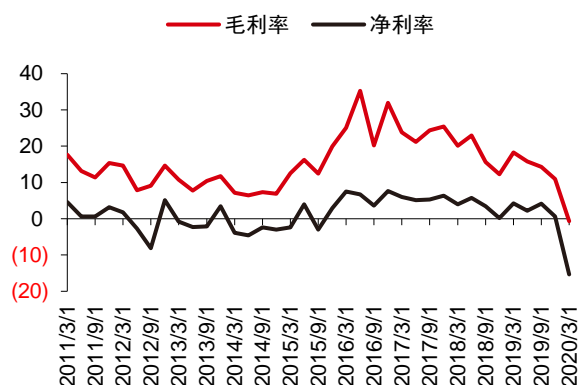
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：华锦股份单季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：华锦股份单季度毛利率和净利率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 民营大炼化空间较大

**2020Q1 极端情况下，民营大炼化企业盈利能力普遍优于国营炼厂。**2020 年一季度在国际油价大幅下跌和疫情对下游需求冲击影响下，民营炼化大幅盈利的同时，国营炼厂普遍亏损。民营炼厂方面，恒力石化 Q1 归母净利润 21.4 亿元，我们测算其 2000 万吨炼厂盈利约 23 亿元；根据桐昆股份披露投资收益情况，测算浙江石化 Q1 盈利约为 16 亿元。同期国营炼厂方面，上海石化亏损 12 亿元，华锦股份亏损 9 亿元，中国石化炼油板块亏损 263 亿元，化工板块亏损 18 亿元。

2020Q1 民营炼厂与传统国营炼厂盈利能力差异主要来自以下 3 个方面：

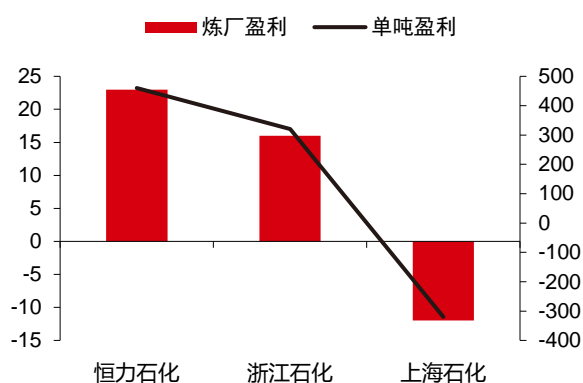
1) **国营炼厂计提存货跌价准备可能更为保守。**如中国石化炼油板块计提了 185 亿元资产减值，但即使考虑折算回计提资产减值损失的影响，民营炼化单吨盈利仍然显著优于传统国营炼厂。

2) **民营大炼化原料库存天数短，应对极端油价处理更为灵活。**2020Q1 恒力石化原油成本 2958 元/吨，同期上海石化原油加工成本 3428 元/吨、国内原油平均进口价 3250

元/吨，恒力石化原油成本较上海石化低 470 元/吨，是 2020Q1 两者单吨炼化盈利差距较大的最主要原因。

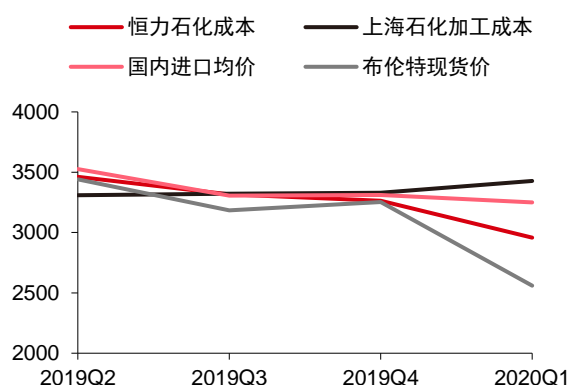
**3) 民营大炼化规模、技术、产品结构、政策等优势体现。**恒力石化、浙江石化炼化产能 2000 万吨/年，炼厂规模领先国内绝大多数国营炼厂，规模效应带来单位成本下降；民营大炼化产品结构中化工品占比 70%左右，显著高于传统国营炼厂以成品油为主的产品结构，化工品效益高于成品油；此外民营大炼化在当地可能享有退税等优惠政策。

图 14：2020Q1 国内主要炼厂盈利及单吨盈利（亿元、元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：其中浙江石化盈利根据桐昆股份投资收益估算

图 15：2019Q2-2020Q1 恒力石化和上海石化原油成本（元/吨）



资料来源：Wind，各公司公告，中信证券研究部

**下半年油价回升通道中，预计恒力石化单季度业绩高点有望达到近 40 亿元。**当前国内疫情已经初步控制，伴随全球疫情防控途径下游需求逐步复苏，此外 OPEC+减产 5 月份开始实施，我们预计 2020 年底布油价格有望达到 50 美元/桶，较一季度末提升约 30 美元/桶（详见《国际油价专题：短期疫情压制，Q2 有望启动中长期回升》2020-4-21），2020 年 Q2-Q4 单季度油价平均提升约 10 美元/桶。

表 2：主要炼厂 2020Q1 业绩拆分及全年业绩预测（亿元，元/吨）

	Q1 净利润	单吨盈利	资产减值	库存损失	地板价收益	Q1 实际加工利润	实际单吨盈利	2020 年炼化模拟业绩
恒力石化	25.0	574.7	6.2	10.2	1	36.6	841	144
浙江石化	17.6	440.0	3.6	10.0	1	26.8	671	114
上海石化	-12.0	-400.0	1.2	21.6	2	4.0	132	21
中国石化炼油板块	-210.5	-501.3	185.0	238.0	30	84.5	201	344
华锦股份	-8.9	-556.3	2.9	11.7	0.3	1.9	117	10

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

预计在库存收益推动下，2020 年后三个季度炼厂业绩将大幅改善，民营大炼化业绩将更上一层楼。恒力石化炼厂全年业绩有望达到 144 亿元，不考虑传统聚酯和 PTA 盈利情况下，公司当前股价对应 2020 年全年业绩的 PE 估值仅 7 倍；按照下半年单季度约 40 亿元业绩高点年化，按照业绩高点 8-10 倍 PE 估值，恒力石化合理市值 1300-1600 亿元，较当前市值具有 30%-60%空间。库存收益推动下，预计浙江石化全年业绩有望达到 100 亿元以上，桐昆股份持有浙石化 20%股权，当前约 220 亿市值，考虑上公司约 50 亿元可



转债规模稀释效应，再考虑到其传统主业聚酯行业下半年复苏预期，当前股价对应 2020 年业绩 PE 估值在 10 倍以下。

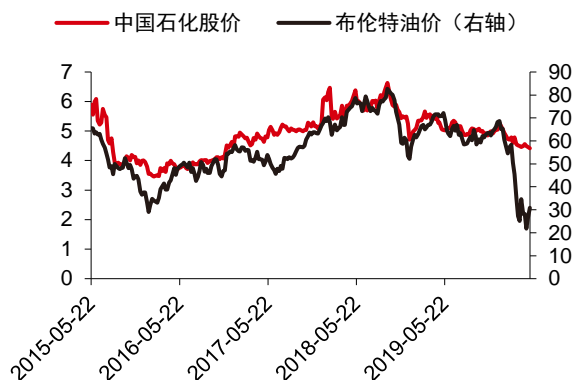
传统国营炼厂方面，油价中枢提升将推动相应公司扭亏为盈，预计上海石化、华锦股份全年业绩在 21、10 亿元左右，下半年业绩高点的年化业绩约为 45、25 亿元。

## ■ 资本市场提前反映盈利改善的预期

### 资本市场提前反应业绩改善预期

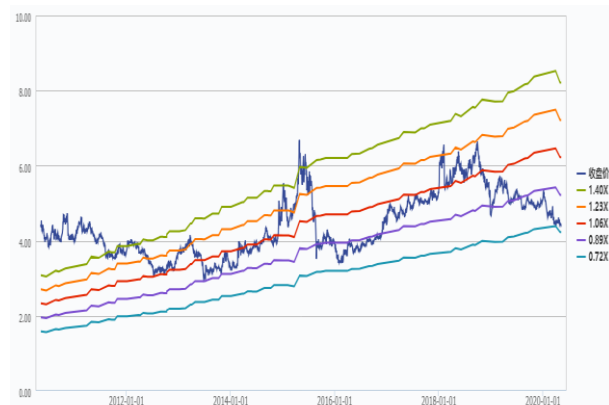
资本市场提前反应业绩变动，当前 PB 估值处于历史底部。以中国石化为例，资本市场股价与国际油价变动几乎同步，提前反应上市公司盈利改善的预期；当前中国石化 PB 估值 0.75 倍，基本与上一轮油价周期底部 2016 年初相当。

图 16：中国石化股价表现与布伦特油价（元，美元/桶）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：中国石化 PB band



资料来源：Wind，中信证券研究部

当前主营炼化企业 PB 估值均位于过去 10 年个位数分位数水平，包括中国石化(A+H)、上海石化（A+H）、华锦股份等。在当前极端油价冲击下，我们认为后续伴随需求改善及油价复苏，炼化企业盈利将逐步改善，相关公司未来向上修复的空间远大于继续下跌的风险。

表 3：主要炼化企业当前 PB 及在过去 10 年历史分位数

	当前 PB	历史最高 PB	历史最低 PB	历史分位数
中国石油化工股份	0.6	1.6	0.5	4%
中国石化	0.8	3.3	0.7	1%
上海石油化工股份	0.7	4.1	0.7	1%
上海石化	1.5	7.7	1.3	4%
华锦股份	0.6	2.6	0.6	1%

资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 风险因素

国际油价大幅波动的风险，全球疫情防控不及预期的风险，中美贸易争端加剧的风险，全球主要经济体宏观经济衰退的风险，石化行业产能无序扩张的风险。

## ■ 投资建议

当前国内疫情已经基本得到有效控制，伴随全球疫情防控预计下半年石化下游需求逐步复苏，叠加 OPEC+减产 5 月份生效，预计下半年国际油价企稳回升，年底布油有望回升至 50 美元/桶。

1) 油价触底反弹通道中，炼厂库存收益可观，特别是民营大炼化业绩将在 Q1 业绩基础上进一步提升，推荐民营炼化龙头**恒力石化**、**桐昆股份**、**卫星石化**等；

2) 传统炼厂当前 PB 估值为历史最低水平，估值修复空间远大于继续下跌风险，高股息具有吸引力，推荐**中国石化（A+H）**、**上海石化（H）**等。

表 4：相关上市公司盈利预测

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
恒力石化	14.14	1.44	1.55	1.74	10	9	8	买入
桐昆股份	11.8	1.57	1.74	1.99	8	7	6	买入
卫星石化	14.16	1.2	1.48	2.92	12	10	5	买入
中国石化	4.42	0.48	0.25	0.41	9	18	11	买入
上海石化	3.99	0.21	0.12	0.19	19	33	21	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 5 月 8 日收盘价

## 相关研究

- 石油石化行业 2019 年报及 2020 年一季报总结：行业盈利最差时期已过，静待基本面回升  
(2020-05-08)
- 国际油价专题：短期疫情压制，Q2 有望启动中长期回升  
(2020-04-21)
- 全球视野下的原油标的投资解析：国内 QDII 相对稳健，海外杠杆 ETF 弹性大  
(2020-04-16)
- 石油石化行业国际油价点评—沙特主权基金买入石油股，彰显对中长期油价回升的信心  
(2020-04-10)
- 国际油价点评：OPEC+初步达成长期减产协议，油价回升仍需等待基本面逐步改善  
(2020-04-10)
- 石油化工行业油价波动影响专题—关注低成本一体化石化龙头和受油价波动影响较小的精细化工子行业  
(2020-04-07)
- 国际油价点评 20200403：供应端信号提振情绪，中长期持续反弹仍需基本面实质性改善  
(2020-04-03)
- 国际油价点评 20200328：全球库存面临“爆仓”风险，供应端积极变化有望提前  
(2020-03-28)
- 美国页岩油行业债务情况分析：低油价将加速整合，近两年偿债压力可控  
(2020-03-25)
- 石油石化行业天然气定价机制调整点评：天然气定价机制调整，向市场化放开更进一步  
(2020-03-17)
- 石油石化行业专题：石化行业凛冬已至，春天还有多远？  
(2020-03-16)
- 国际油价点评：海外疫情加剧，下调 2020 年需求与油价预测  
(2020-03-16)
- 国际油价走势及其对产业链的影响—油价回升需等待基本面改善信号（PPT）  
(2020-03-15)
- 国际油价专题：油价回升仍需等待基本面改善信号  
(2020-03-09)
- 国际油价点评：基本面边际改善，OPEC 有望短期满额或扩大减产支撑油价(2020-02-25)
- 石油石化行业浙江省能源改革专题：浙江省能源改革对未来省级管网改革的启示  
(2020-02-17)
- 石油石化行业热点聚焦 20200205：疫情影响短期需求，恐慌抛售提供长期机会  
(2020-02-05)
- 石油石化行业国际油价专题：疫情拖累需求叠加美油累库季，Q1 油价短期承压后有望触底反弹  
(2020-02-04)
- 石油石化行业《关于进一步加强塑料污染治理的意见》点评：新限塑令推升可降解塑料及替代品市场空间  
(2020-01-20)
- 石油石化行业中海油、中海油服 2020 年战略指引点评—中海油资本支出持续提升，利好旗下三大油服  
(2020-01-15)
- 石油石化行业页岩油深度专题二：Permian 将成美国核心产区，行业集中度提升龙头公司强者愈强  
(2020-01-14)
- 石油石化行业 2019 年总结及 2020Q1 展望：石化行业估值低位，关注 20Q1 三长一短主线

(2020-01-03)

石油石化行业国际油价专题—多重利好短期提振市场情绪，一季度基本面压力仍存

(2020-01-03)

页岩油行业深度专题一：国内页岩油气高速增产，油服龙头业绩可期

(2020-01-02)

石油石化行业 2019 年 11 月国际油价专题：基本面边际改善，关注 OPEC+减产和中美谈判进展

(2019-12-05)

油服工程行业 2020 年策略专题：政策驱动国内油服工程行业强势复苏

(2019-11-18)

2019 年冬季天然气行业供需分析：预计今冬明春天然气市场紧平衡

(2019-11-11)

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。**