公司点评

荣盛石化 股票代码：002493.SZ

中金石化盈利良好，浙江石化未来可期

事　　项：

1）根据公司 17 年 5 月 15 日公告，公司拟以支付现金的方式收购控股股东荣盛集团持有的浙江石化 51%的股权。交易金额 25.68 亿元，交易完成后，浙江石化将成为公司控股子公司。2）17 年 1 季度 PX-石脑油价差为 391 美元/吨，4 月份略有下跌，但目前已回升至 380 美元/吨。PX 项目全年维持高盈利。3）按照目前 PTA、PX 的现货价格推算，PTA-PX 价差为 314 元/吨，已低于行业盈亏平衡点。行业整体来看供需格局向好，未来回暖将提供较大业绩弹性。

目标价： - RMB

当前股价：9.29RMB

投资评级　推荐

评级变动　首次评级

主要观点

1.中金石化芳烃业务成为最主要利润点，高盈利有望延续

中金石化自 16 年 3 月开新开车后运行稳定。16 年中金石化实现盈利 16.3 亿元。折合每月盈利近 1.7 亿元，年化利润高达 20 亿。盈利能力显著。目前为公司利润主要增长点。中金石化一期拥有 160 万吨/年 PX 产能、48 万吨/年纯苯产能及 110 万吨/年化工轻油产能。公司与镇海炼化是宁波两家大型炼化企业，未来预计将进一步扩大炼化产能。

16 年全年 PX-石脑油平均价差 395 美元/吨，同比 15 年全年平均价差 354 美元/吨扩大了 41 美元/吨。17 年一季度 PX-石脑油价差为 391 美元/吨，4 月份略有下跌，但目前已回升至 380 美元/吨。2016 年国内无新增 PX 产能，仍为 1440 万吨； PX 进口依存度高达 55%水平。未来 PX 依然需要大量进口才满足国内需求，中金石化将保持高盈利。

2.PTA-PX 价差目前处于低位，预计 PTA 盈利将回暖

按照目前 PTA、PX 的现货价格推算，PTA-PX 价差为 314 元/吨，已低于行业盈亏平衡点。行业整体来看供需格局向好，未来回暖将提供较大业绩弹性。公司目前 PTA 权益 599 万吨。PTA 价格每上涨 100 元，EPS 将上涨 0.15 元。

3.收购浙江石化资产，打造民营炼化龙头

近期公司拟收购公司控股股东荣盛集团持有的浙江石化 51%股权。浙江石化总规模为 4,000 万吨/年炼油产能、1,040 万吨/年芳烃产能及 280 万吨/年乙烯产能，预计 18 年底投产。目前国内芳烃进口依存度高，项目投产后能够完全满足子公司逸盛及市场一大部分企业的 PTA 生产需求，进一步完善公司聚酯产业链。

4.盈利预测与投资评级：

中金石化将维持高盈利水平，浙江石化前景可期。不考虑浙石化并表，预计公司 17-19 年 EPS 为 0.63/0.79/0.85 元，对应 PE 为 15X/12X/11X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：油价波动风险、浙江石化炼化一体化项目进展不及预期

证券分析师

证券分析师：曹令
执业编号：S0360513040001
电话：010-66500885
邮箱：caoling@hcyjs.com

联系人：刘和勇
电话：021-20572569
邮箱：liuheyong@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	381,600
流通 A 股/B 股(万股)	341,722/-
资产负债率(%)	64.6
每股净资产(元)	3.5
市盈率(倍)	14.83
市净率(倍)	2.8
12 个月内最高/最低价	11.14/7.27

市场表现对比图(近 12 个月)

相关研究报告

未经许可，禁止转载

目 录

一、拟收购浙江石化 51%股权，打造“炼化-PX-PTA-涤纶”全产业链企业 4
二、中金石化芳烃业务现为公司最主要利润来源，公司 PX 产品有望保持高盈利 5
（一）中金石化芳烃业务已成为公司最主要利润来源 5
（二）PX 对外依存度高，中金石化有望维持高盈利 6
三、PTA 供需格局向好，将为公司提供业绩弹性 7
（一）PTA 行业供需格局向好 7
（二）长期停车降低有效供给 8
（三）成本优势增强公司 PTA 产品盈利能力 9
四、浙江石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目经济效益前景可期 9
五、盈利预测与投资评级 9

图表目录

图表 1 公司产能分布 4
图表 2 公司股权结构图 4
图表 3 公司营业收入情况 5
图表 4 公司归母净利润情况 5
图表 5 公司营业收入情况（亿元） 5
图表 6 公司主营业务毛利率（%） 5
图表 7 国内 PX 产能情况 6
图表 8 国内 PX 供需关系 6
图表 9 17 年 PX 亚洲新增产能 6
图表 10 PX 与石脑油价格走势 7
图表 11 我国 PTA 产能情况 7
图表 12 我国 PTA 需求情况 7
图表 13 中国大陆长期停车装置 8
图表 14 我国 PTA 产能分布 8
图表 15 PTA-PX 价差 9

一、拟收购浙江石化 51%股权，打造“炼化-PX-PTA-涤纶”全产业链企业

公司成立于 1995 年，主要从事 PX、PTA 及聚酯纤维相关产品的生产和销售，是全国石化-化纤行业龙头企业之一。

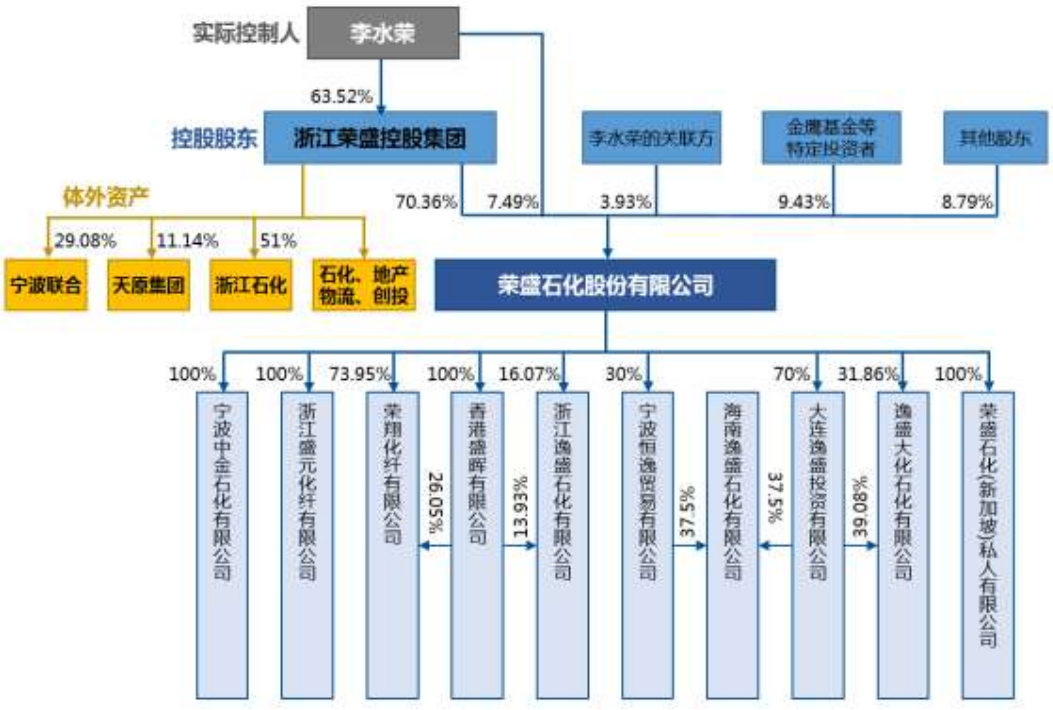
图表 1 公司产能分布

产品	所属公司	产能 万吨	持股比例	权益产能 万吨
炼油（预计 18 年底投产）	浙江石化	4000	51%	2040
芳烃（预计 18 年底投产）		1040		530.4
乙烯（预计 18 年底投产）		280		142.8
对二甲苯 PX	中金石化	160	100%	160
纯苯		48		48
化工轻油		110		110
PTA	逸盛大化	550	30%	165
	浙江逸盛	600	59.21%	355.26
	海南逸盛	210	37.5%	78.75
涤纶长丝	盛元化纤	100	100%	100
聚酯瓶片	海南逸盛	100	37.5%	37.5

资料来源：公司公告，华创证券

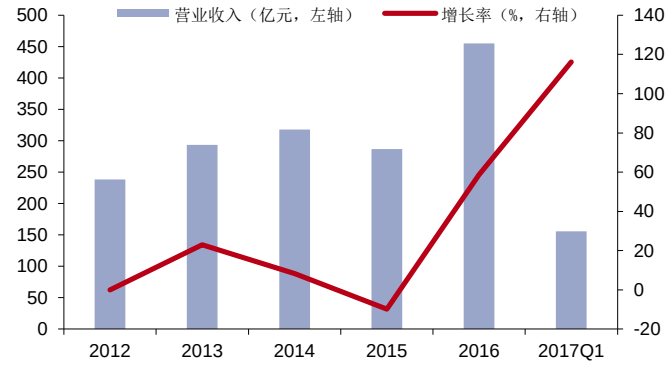
根据公司 17 年 5 月 15 日公告，公司拟以支付现金的方式收购控股股东荣盛集团持有的浙江石化 51%的股权。荣盛控股直接持有荣盛石化 70.36%股权，为公司的控股股东。本次交易完成后，浙石化为公司控股子公司。浙江石化拥有年产 4000 万吨炼油，1040 万吨芳烃、280 万吨乙烯产能，收购完成后公司将形成“炼化-PX-PTA-涤纶”全产业链企业。

图表 2 公司股权结构图



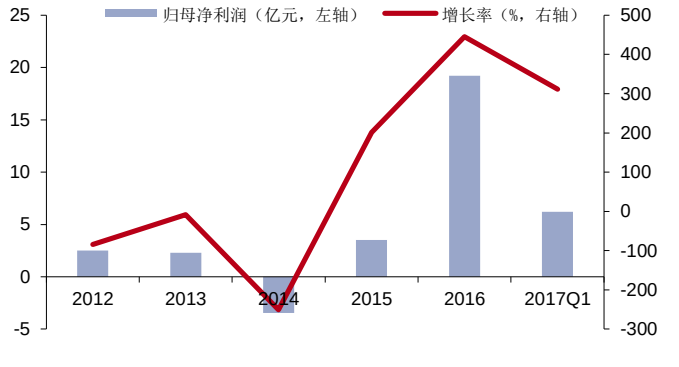
资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 公司营业收入情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，华创证券

16 年公司实现营业总收入 455.01 亿元，较上年同期上升 58.69%；归属于上市公司股东的净利润 19.21 亿元，较上年同期增长 445.49%，EPS 为 0.76 元，较上年同期增长 375%。业绩大幅度上涨的主要原因为全资子公司宁波中金石化有限公司生产顺利，芳烃项目因此成为公司盈利能力最强的产品。此外，国际原油价格从低位逐步上涨，公司各类产品盈利水平得到一定提升。

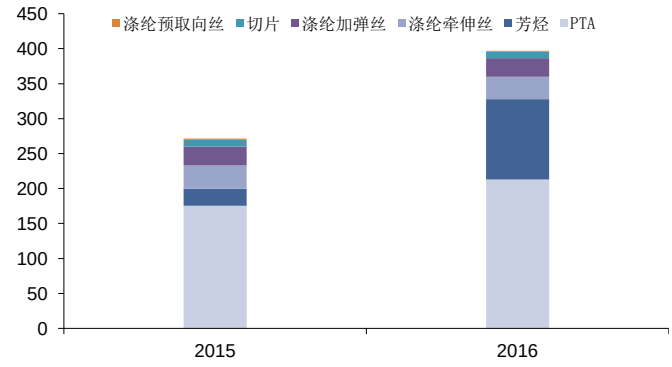
根据公司最新发布的 17 年 1 季报，报告期内公司实现营收 155.99 亿元，同比增长 116.20%，实现归母净利润 6.21 亿元，同比增长 242.83%，而公司在 2017 年一季度业绩大增主要来源于报告期内全资子公司中金石化生产顺利，公司盈利能力较 2016 年同期显著增强。

二、中金石化芳烃业务现为公司最主要利润来源，公司 PX 产品有望保持高盈利

公司芳烃业务完全来自全资子公司中金石化，拥有 160 万吨/年 PX 产能、48 万吨/年纯苯产能及 110 万吨/年化工轻油产能。中金石化芳烃业务于 15 年 8 月投产。目前已成为公司最主要利润来源。

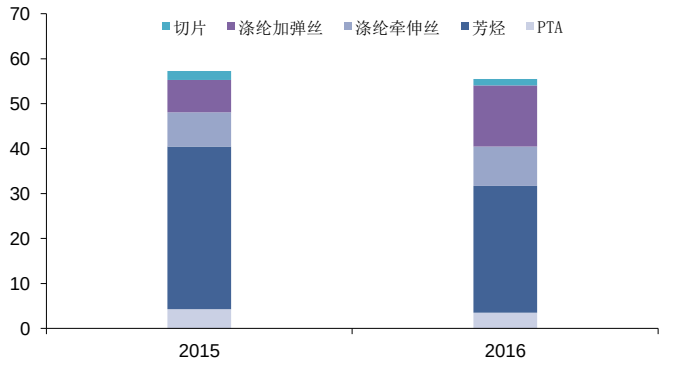
（一）中金石化芳烃业务已成为公司最主要利润来源

图表 5 公司营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 6 公司主营业务毛利率（%）



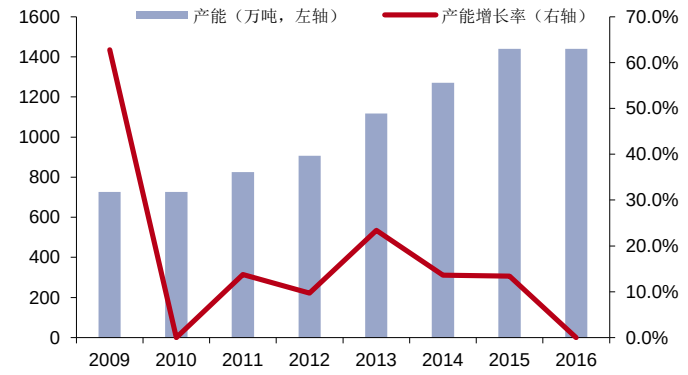
资料来源：公司公告，华创证券

公司芳烃业务现已取代 PTA 成为公司最主要的利润来源。公司芳烃业务现已取代 PTA 成为公司最主要的利润来源。2016 年中金石化贡献业绩 16.3 亿净利润，占公司总净利润约 84.85%

中金石化芳烃装置用石脑油和低成本燃料油为原料生产 PX，具备良好的成本优势，目前装置满负荷运行。

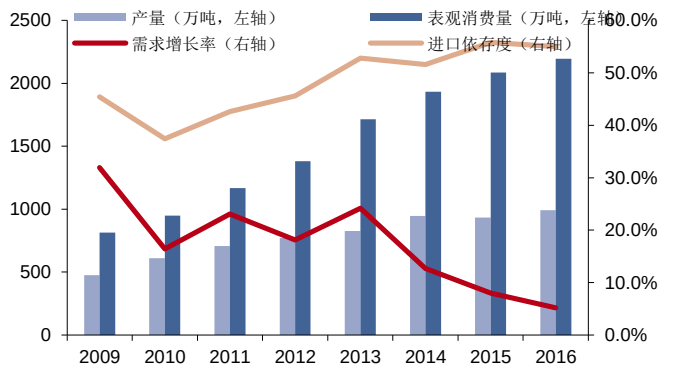
（二）PX 对外依存度高，中金石化有望维持高盈利

图表 7　国内 PX 产能情况



资料来源：中国化纤信息网，华创证券

图表 8　国内 PX 供需关系



资料来源：中国化纤信息网，华创证券

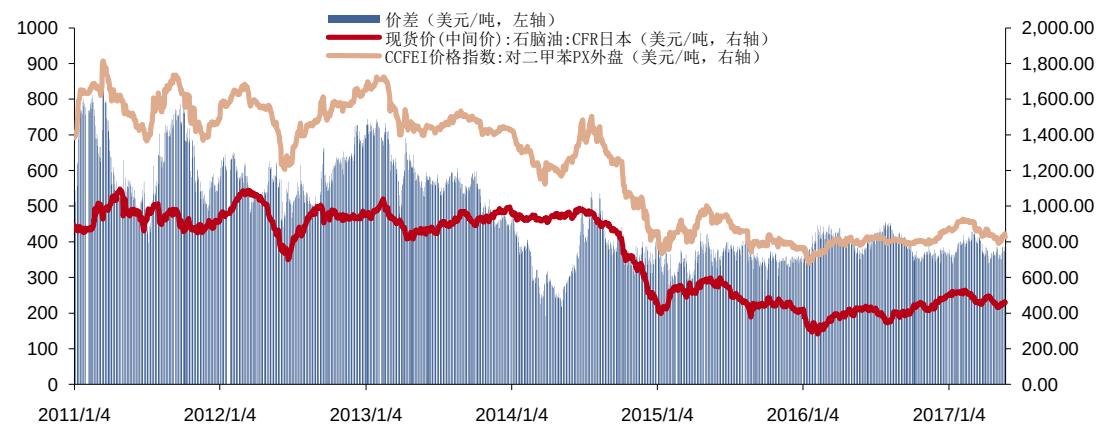
PX 是 PTA 的上游原料，近年国内对 PX 的需求量大幅增长，从 10 年起，我国 PX 产能加速投放，从 10 年的 726 万吨逐年增至 2015 年的 1440 万吨。由于 PX 工程建设和生产工艺复杂且投资额较大，制约了我国 PX 的发展，国内 PX 产能增速从 13 年的 23.4%起不断下降，至 16 年国内新增产能为零。这导致国内 PX 严重供不应求，且 PX 发展速度落后于下游 PTA、涤纶纺丝等行业的发展速度。近年我国 PX 进口依存度总体呈上升趋势。截止 16 年底，我国 PX 需求缺口超过 1200 万吨，进口依存度高达 55%。

图表 9　17 年 PX 亚洲新增产能

公司	产能 万吨	地点	备注
信赖新线	220	印度	16 年底已经试车，无明确消息
PetroRabigh	134	沙特	16 年推迟，或在 17 年 Q3 投产
AramcoJizon	65	沙特	17 年下半年
HanwhaTotal	20	韩国	17 年
NghiSon	70	越南	计划 17 年 Q3
中海油惠州	85	中国	17 年下半年
海南炼化	70	中国	17 年下半年
总计	**664**		

资料来源：百川资讯，华创证券

图表 10 PX 与石脑油价格走势



资料来源：Wind 资讯，华创证券

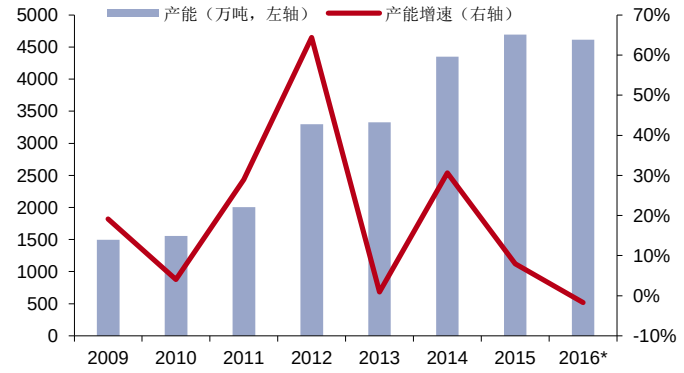
尽管未来亚洲新增产能较多，17 年亚洲将投放 664 吨/年 PX 产能，并且下游 PTA 去产能使得投产速度进一步放缓，但随着 16 年油价止跌回涨，且下游涤纶以及纺织品服装行业景气度高的情况下，16 年全年 PX-石脑油平均价差 395 美元/吨，同比 15 年全年平均价差 354 美元/吨扩大了 41 美元/吨。

17 年一季度 PX-石脑油价差为 391 美元/吨，4 月份略有下跌，但目前已回升至 380 美元/吨。此外，17 年亚洲范围内多个装置停车检修，总计 857 万吨，国内检修装置包括上海石化、青岛东丽，合计达 385 万吨，亚洲其余装置检修产能合计 472 万吨，远超 15 年的 438 万吨与 16 年的 452 万吨。因此，预计 PX 的供给端将收紧，PX 价格随之上涨，未来 PX 依旧有望保持高盈利。

三、PTA 供需格局向好，将为公司提供业绩弹性

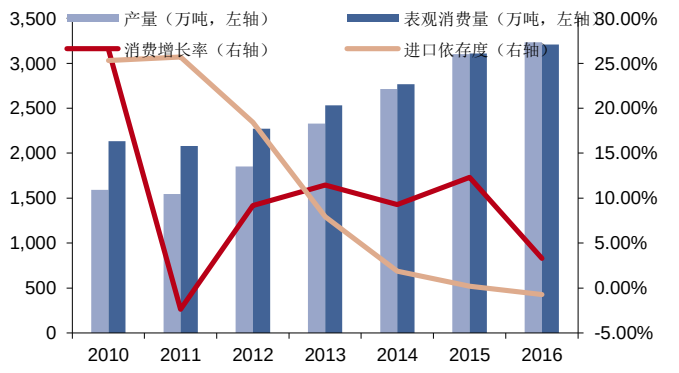
（一）PTA 行业供需格局向好

图表 11 我国 PTA 产能情况



资料来源：中国化纤信息网，华创证券

图表 12 我国 PTA 需求情况



资料来源：中国化纤信息网，卓创资讯，华创证券

12-14 年 PTA 产能集中投放，11 年底国内产能仅为 2,040 万吨，但仅 12 年一年产能就增加 1,183 万吨，产能增速达到近几年最高的 64.41%。15 年起，我国 PTA 产能投放速度放缓，15 年仅新增 345 万吨，产能增速骤降至 7.93%。2016-2017 年中国国内新产能投放速度将大幅放缓，2016 年，国内 PTA 新增产能仅汉邦石化二期 220 万吨；在目前的装置投产计划初步规划中，大部分将在 2018 年或者之后投产。目前国内能够确定在 2017 年投产的仅有四川晟达的 100 万吨产能，嘉兴石化二期的 220 万吨产能 2017 年底或 18 年初投产。

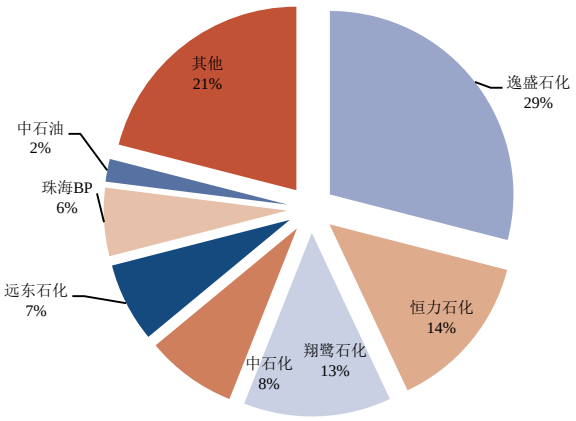
（二）长期停车降低有效供给

图表 13 中国大陆长期停车装置

公司	产能 万吨	备注
辽阳石化	80	12 年 10 月停车
蓬威石化	90	14 年 1 月停车
扬子石化	70	14 年 7 月停车
BP 1#	65	14 年 1 月停车
逸盛宁波 2#	70	13 年 12 月停车
翔鹭石化	615	15 年 4 月停车
远东石化	320	已拍卖
合计	1310	

资料来源：中国化纤信息网，华创证券

图表 14 我国 PTA 产能分布

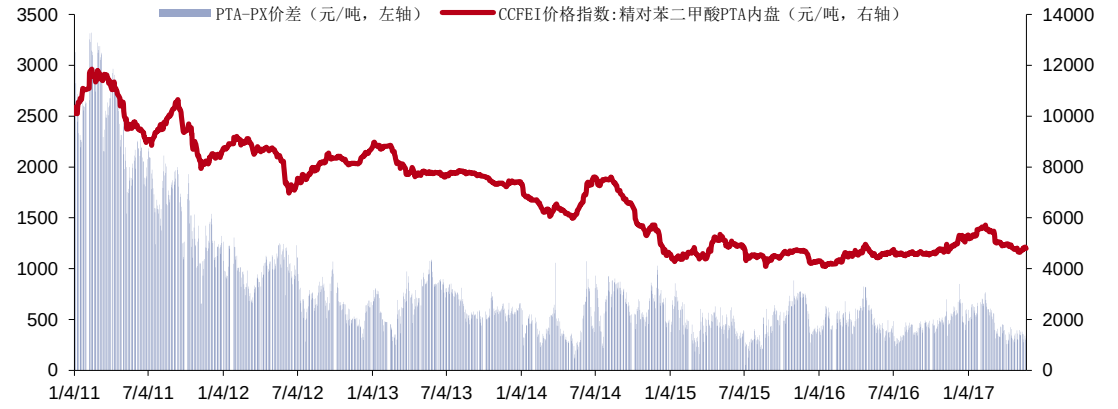


资料来源：中国化纤信息网，华创证券

根据中国化纤信息网，我国 PTA 当前名义总产能为 4,614 万吨/年，长期停车产能高达 1,310 万吨/年，因此有效产能为 3,304 万吨/年。

（三）成本优势增强公司 PTA 产品盈利能力

图表 15　PTA-PX 价差



资料来源：Wind 资讯，华创证券

按照目前 PTA、PX 的现货价格推算，PTA-PX 价差为 314 元/吨，已低于行业盈亏平衡点。但公司 PTA 成本较行业平均水平低。一方面，公司 PTA 生产基地有自建码头，厂区与自建码头紧紧相连，PTA 产品直接上船外运，无需短途运输，大幅降低了运输成本；通过海运到岸的大宗原料卸料便利，输送距离短，降低了管路投资及运输费用，增强了产品价格优势。另一方面，从宁波运到公司的 PTA 采用了槽罐车输送技术，该技术可以减少 PTA 在装卸过程中的人工费用以及降低 PTA 在装卸、输送过程中的损耗和污染，与其他使用袋装运输的企业相比，可节省包装袋成本和打包费。

公司拥有 PTA 权益产能 599 万吨，PTA 价格每上涨 100 元，EPS 上涨 0.15 元。

四、浙江石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目经济效益前景可期

浙江石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目选址于浙江省舟山市岱山县鱼山岛，是浙江省“十三五”重点项目。此项目由荣盛集团控股 51%，桐昆股份、巨化股份与舟山海洋综合开发投资有限公司分别持股 20%、20%与 9%。该项目总投资为 1,600 亿元，分两期实施，项目规划占地面积约 1,600 公顷，总规模为 4,000 万吨/年炼油产能、1,040 万吨/年芳烃产能及 280 万吨/年乙烯产能。一期项目规模为 2,000 万吨/年炼油产能、520 万吨/年芳烃产能与 140 万吨/年乙烯产能，一期项目周期为 48 个月内建成投产，预计 18 年底投产，二期项目将结合一期适时投入建设。

项目成品油达到国六标准，公司有望受益于华东地区强劲的成品油消费需求。目前国内芳烃进口依存度高，项目投产后能够完全满足子公司逸盛及市场一大部分企业的 PTA 生产需求，进一步完善公司聚酯产业链。并且，目前我国烯烃高端产品进口依存度高，项目 280 万吨/年的乙烯产能将力助公司开拓烯烃/聚烯烃产业链。

五、盈利预测与投资评级

公司拟收购浙江炼化后，将形成打造“炼化-PX-PTA-涤纶”全产业链企业。目前中金石化 PX 项目贡献高利润，PTA 行业供需格局向好。浙江石化项目，投产后将成为民营炼化巨头。不考虑浙石化并表，预计公司 17-19 年 EPS 为 0.63/0.79/0.85 元，对应 PE 为 15X/12X/11X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：油价波动风险、浙江石化炼化一体化项目进展不及预期

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,413	3,531	2,704	2,431
应收票据	448	500	560	672
应收账款	441	447	515	581
预付账款	2,833	3,356	3,816	4,312
存货	2,460	2,953	3,358	3,795
其他流动资产	4,219	4,193	4,193	4,193
流动资产合计	13,814	14,980	15,146	15,985
其他长期投资	9	9	9	9
长期股权投资	3,034	3,034	3,034	3,034
固定资产	20,839	27,031	32,686	37,851
在建工程	1,473	1,400	1,300	1,300
无形资产	1,302	1,000	1,000	1,000
其他非流动资产	170	170	170	170
非流动资产合计	26,827	32,644	38,199	43,363
资产合计	**40,641**	**47,624**	**53,345**	**59,349**
短期借款	7,803	8,000	9,000	10,000
应付票据	3,875	3,800	3,800	3,800
应付账款	2,911	3,490	3,969	4,485
预收款项	998	1,178	1,355	1,531
其他应付款	24	28	30	32
一年内到期的非流动负债	2,273	2,500	2,500	2,500
其他流动负债	363	364	364	360
流动负债合计	18,247	19,360	21,017	22,707
长期借款	6,558	10,000	11,000	12,000
应付债券	847	847	847	847
其他非流动负债	210	200	210	220
非流动负债合计	7,614	11,047	12,057	13,067
负债合计	**25,861**	**30,407**	**33,074**	**35,774**
归属母公司所有者权益	12,671	15,064	18,060	21,303
少数股东权益	2,109	2,154	2,211	2,272
所有者权益合计	**14,780**	**17,218**	**20,271**	**23,574**
负债和股东权益	**40,641**	**47,624**	**53,345**	**59,349**

现金流量表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	**1,346**	**4,533**	**6,152**	**7,127**
现金收益	4,015	4,846	6,421	7,462
存货影响	-266	-493	-405	-437
经营性应收影响	-945	-600	-607	-694
经营性应付影响	-1,091	688	658	694
其他影响	-368	92	85	101
投资活动现金流	**-2,178**	**-7,145**	**-7,385**	**-7,550**
资本支出	-2,150	-7,625	-7,900	-8,000
股权投资	86	400	430	360
其他长期资产变化	-115	80	85	90
融资活动现金流	**944**	**2,730**	**406**	**151**
借款增加	2,254	3,866	2,000	2,000
财务费用	-1,264	-1,127	-1,604	-1,859
股东融资	-60	0	0	0
其他长期负债变化	13	-10	10	10

利润表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**45,501**	**53,691**	**61,745**	**69,772**
营业成本	40,797	48,322	54,953	62,097
营业税金及附加	379	447	514	581
销售费用	431	509	585	661
管理费用	876	1,034	1,189	1,343
财务费用	1,264	1,127	1,604	1,859
资产减值损失	19	19	19	19
公允价值变动收益	77	80	85	90
投资收益	360	400	430	360
营业利润	**2,173**	**2,714**	**3,397**	**3,662**
营业外收入	73	80	100	120
营业外支出	15	15	15	15
利润总额	**2,231**	**2,779**	**3,482**	**3,767**
所得税	274	342	428	463
净利润	**1,957**	**2,438**	**3,053**	**3,304**
少数股东损益	36	45	57	61
归属母公司净利润	**1,921**	**2,392**	**2,997**	**3,242**
NOPLAT	2,647	2,964	3,951	4,464
EPS(摊薄)（元）	0.50	0.63	0.79	0.85

主要财务比率

	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	58.7%	18.0%	15.0%	13.0%
EBIT 增长率	187.1%	12.0%	33.3%	13.0%
归母净利润增长率	445.5%	24.6%	25.3%	8.2%
获利能力				
毛利率	10.3%	10.0%	11.0%	11.0%
净利率	4.3%	4.5%	4.9%	4.7%
ROE	15.2%	15.9%	16.6%	15.2%
ROIC	9.5%	8.6%	10.0%	10.0%
偿债能力				
资产负债率	63.6%	63.8%	62.0%	60.3%
债务权益比	119.7%	125.1%	116.2%	108.5%
流动比率	75.7%	77.4%	72.1%	70.4%
速动比率	62.2%	62.1%	56.1%	53.7%
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.2
应收帐款周转天数	3	3	3	3
应付帐款周转天数	26	26	26	26
存货周转天数	22	22	22	22
每股指标(元)				
每股收益	0.50	0.63	0.79	0.85
每股经营现金流	0.35	1.19	1.61	1.87
每股净资产	3.32	3.95	4.73	5.58
估值比率				
P/E	18	15	12	11
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	12	10	8	7

资料来源：公司报表、华创证券

化工组分析师介绍

华创证券组长、首席分析师：曹令

工学硕士。2011 年加入华创证券研究所。2013 年、2016 年新财富最佳分析师第四名，2016 年金牛最佳分析师第三名。

华创证券高级分析师：柳强

清华大学工学硕士。曾任职于中国寰球工程公司。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：刘和勇

复旦大学经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：陈凯茜

上海财经大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：冯自力

中国科学院管理科学与工程硕士。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	刘蕾	销售经理	010-63214683	liulei@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	杜飞	销售助理	010-66500827	dufei@hcyjs.com
	王小婷	销售助理	010-63214683	wangxiaoting@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-63214683	duboya@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理兼广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	李梦雪	销售经理	0755-82027731	limengxue@hcyjs.com
	罗颖茵	销售助理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 3402 室　华创证券
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500