

# 中国海洋石油 (00883)

证券研究报告

2018年09月28日

## 上游降成本成效显著，长期合理 PB 得到提升

### 中国海洋石油：海上油气巨头，业务布局全球

中国海洋石油是中国最大的海上原油及天然气生产商，以中国海域的渤海、南海西部、南海东部和东海为核心区域，资产分布遍及亚洲、非洲、北美洲、南美洲、大洋洲和欧洲。至 2017 年底，公司油气储量位列全国第二。中国海洋石油 2017 年底原油储量 31.99 亿桶，约占全国 26%；产量 3.89 亿桶，占全国 25%；天然气储量 2136.0 亿方，占全国 8%；国内天然气产量 134.42 亿方，占全国 9%。

### 储采比显著提升，超过中石油、中石化

2014 年国际油价大跌后，中国石油、中国石化的原油储量都出现了大幅下调。而中海油储量基本维持平稳，2017 年原油储量甚至创历史新高。这主要得益于：1) 中海油上游平均成本大幅下降后，成为三桶油中最低的一家，因此经济性导致的 15、16 年储量下表不明显，17 年长湖油砂项目储量重新上表；2) 中国海域勘探新增和扩边成效、Liza 1 期和 Libra 等项目新增储量。2017 年，中海油储量寿命显著回升。

### 产量维持平稳小幅增长

2016 年，公司受低油价和加拿大火山停产影响，首次减产原油，产量同比下滑 3.39%。2017 年，油价轻微反弹，公司油气总产量为 470.2 百万桶油当量，同比维持平稳。2018 年公司产量目标为 470-480 百万桶油当量，且投产新项目，但考虑到国际外部经营环境的不确定性和国家对国内原油产量稳产要求，原油产量预期持稳。预计 2018 年公司资本支出将达 700-800 亿元，新增产量贡献会进一步加大。预计在 2020 年以后扩增产至 500 百万桶油当量。

### 实现价格受益油价上行，成本继续下降空间有限

过去 4 年，公司桶油成本从 45 美金/桶下降到 32.5 美金/桶。未来成本趋势：1) DDA 成本方面，未来考虑到公司资本开支更多分布在成本相对较高的海外，另外油服价格不可能再度压缩，我们判断，未来 2~3 年公司单位 DDA 成本将出现小幅上行。2) 操作费用方面，未来能源成本和耗材成本将出现上升，但同时公司将继续加强内部挖潜，总体操作费用有望保持平稳。3) 税费方面，随着原油价格回到 65 美金/桶以上，特别收益金预计重新开始征收。综合来看，公司综合平均成本水平将出现小幅上行。

### 盈利预测与估值：

预计公司 18/19 年净利润 601/761 亿元，EPS 分别 1.40/1.77 元（人民币）。结合我们对油价的判断（70~80 美金/桶式合理运行区间），中海油对应净利润区间 529~673 亿，ROE 水平 13.1~16.7%。按照国际公司可比估值水平，对应 PB1.62~1.82 倍，对应目标市值 6935~7791 亿元，对应股价 15.55~17.47 人民币元，相当于 17.69~19.87 港元，首次给与“增持”评级。

**风险提示：**国际油价大跌的风险；公司单位 DDA 和现金成本大幅反弹的风险；公司海外产量比例增加提升整体成本的风险；安全生产事故风险

### 投资评级

行业 能源业/石油及天然气

6 个月评级 增持（首次评级）

当前价格 14.84 港元

目标价格 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	44,647.46
港股总市值(百万港元)	662,568.25
每股净资产(港元)	8.87
资产负债率(%)	39.36
一年内最高/最低(港元)	14.98/9.80

### 作者

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

刘子栋 联系人  
liuzidong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

财务数据和估值	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营收入(百万元)	171437	146490	186390	255440	292719
净利润(百万元)	20246	637	24677	60100	76109
ROE	5.2%	0.2%	6.5%	14.9%	17.2%
EPS(元)	0.47	0.01	0.57	1.40	1.77
分红金额(百万元)	18702	13978	18661	24040	30444
分红收益率	4%	3%	4%	5%	6%
PE	24.0	763.6	19.7	8.1	6.4
PB	1.26	1.27	1.28	1.14	1.06

资料来源：wind，天风证券研究所 注：除非特别标注，货币为人民币元，人民币/港元汇率=1.137

## 内容目录

1. 中国海洋石油：海上油气巨头，业务布局全球.....	3
2. 储量：储采比显著提升，超过中石油、中石化.....	4
3. 产量：稳产为主，布局海外.....	5
4. 盈利：实现价格受益油价上行，成本进一步下降空间有限.....	6
5. 盈利预测与估值.....	7
5.1. 盈利预测.....	7
5.2. 估值与投资评级.....	8

## 图表目录

图 1：中国海洋石油合并净利润规模（亿元）.....	3
图 2：中国海洋石油经营收入构成（亿元）.....	3
图 3：中海油业务结构.....	3
图 4：中国石油、中国海洋石油、中国石化探明原油储量（百万桶油当量）.....	4
图 5：中国石油、中国海洋石油、中国石化探明天然气储量（百万桶油当量）.....	4
图 6：中国石油、中国海洋石油、中国石化储量寿命（年）.....	4
图 7：中国海洋石油分区块经证实原油可采储量（百万桶）.....	5
图 8：中国海洋石油分区块经证实天然气可采储量（亿立方米）.....	5
图 9：中国石油、中海油、中国石化原油产量（百万桶油）.....	6
图 10：中国石油、中国石化、中国海洋石油天然气产量（百万桶油当量）.....	6
图 11：中国石油、中海油、中国石化归母净利润比较（百万元）.....	6
图 12：公司实现油价与 Brent 比较.....	6
图 13：中海油主要成本结构预测（美元/桶油当量）.....	7
图 14：资本支出按区域分类（百万元）.....	7
图 31：国际可比公司 PB/ROE 水平比较.....	9
表 2：中国海洋石油盈利预测假设.....	8
表 3：中国海洋石油盈利预测与估值摘要.....	8

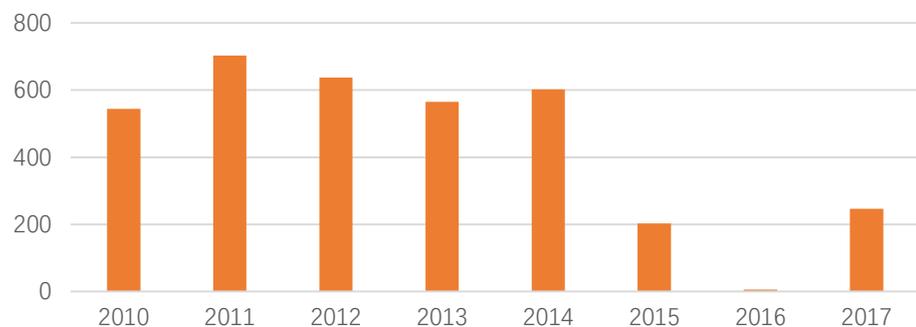
## 1. 中国海洋石油：海上油气巨头，业务布局全球

中国海洋石油是中国最大的海上原油及天然气生产商，以中国海域的渤海、南海西部、南海东部和东海为核心区域，资产分布遍及亚洲、非洲、北美洲、南美洲、大洋洲和欧洲。至 2017 年底，公司油气储量位列全国第二。

中国海洋石油 2017 年底原油储量 31.99 亿桶，约占全国 26%；产量 3.89 亿桶，占全国 25%；天然气储量 2136.0 亿方，占全国 8%；国内天然气产量 134.42 亿方，占全国 9%。（数据来自中海油公告以及 BP 能源统计）

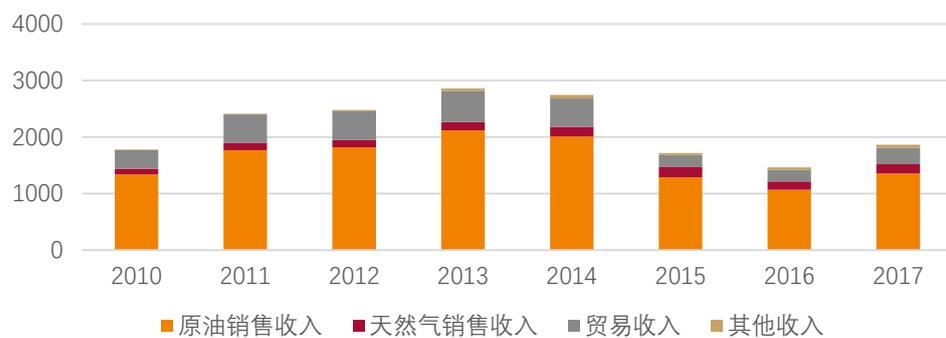
业务结构看，中国海洋石油主营业务为勘探、开发、生产及销售原油和天然气，处于石油天然气行业上游。2010-2017 年，油气销售收入一直在 1200 亿以上。因勘探开发业务弹性巨大，2014 年后，油价下跌，公司业绩承受了巨大压力，2015 年、2016 年合并净利润下降至 202.46 亿元、6.37 亿元，同比下降 66.37%、96.85%。受益于油价上涨，2017 年业绩大幅回升，经营收入升至 1863.9 亿元，实现净利润 246.77 亿元。

图 1：中国海洋石油合并净利润规模（亿元）



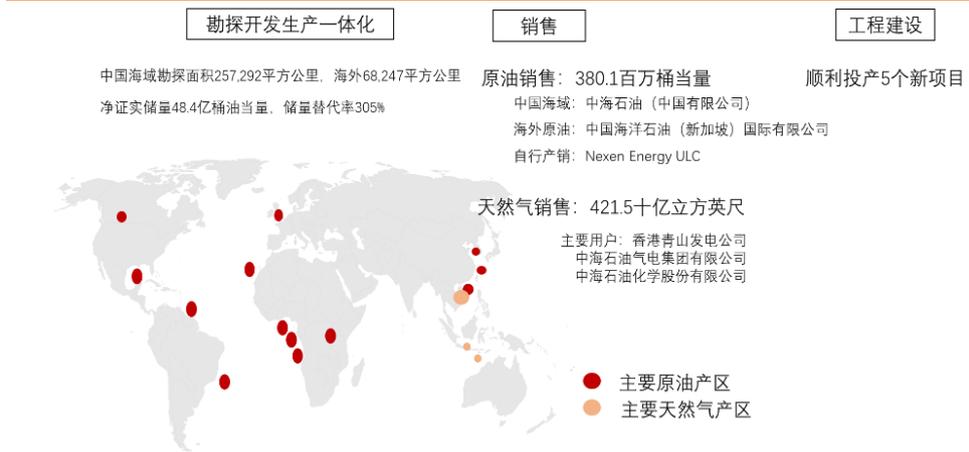
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：中国海洋石油经营收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：中海油业务结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

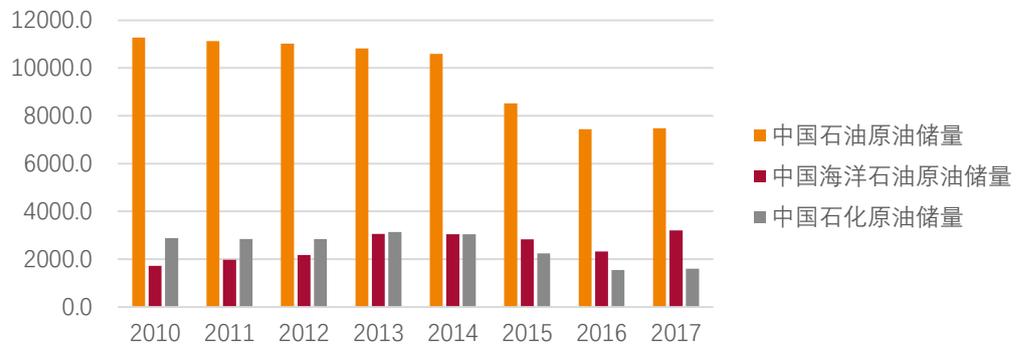
## 2. 储量：储采比显著提升，超过中石油、中石化

2014 年国际油价大跌后，中国石油、中国石化的原油储量都出现了大幅下调。而中海油储量基本维持平稳，2017 年原油储量甚至创历史新高。这主要得益于：1) 中海油上游平均成本大幅下降后，成为三桶油中最低的一家，因此经济性导致的 15、16 年储量下表不明显，17 年长湖油砂项目储量重新上表；2) 中国海域勘探新增和扩边成效、Liza 1 期和 Libra 等项目新增储量、长湖油砂项目储量重新上表。储量寿命显著回升。

天然气方面，公司储量维持小幅增容，过去 5 年 CAGR=4.53%，2017 年达到 2136 亿方。

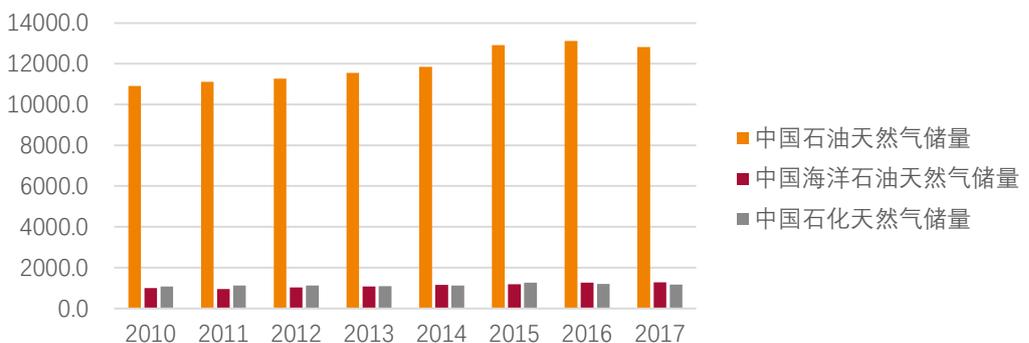
截止 2017 年底，公司约 54.0%的净证实储量位于中国大陆。其中，渤海是公司最主要的原油产区，所产原油主要为重油，油气储量占公司储量的 22.8%，南海西部是公司最重要的天然气产区之一。此外，加拿大是公司油气储量的海外主要来源国。

图 4：中国石油、中国海洋石油、中国石化探明原油储量（百万桶油当量）



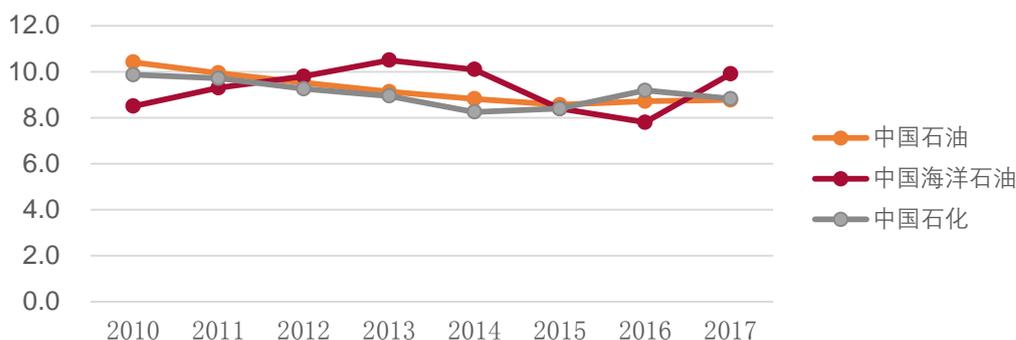
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：中国石油、中国海洋石油、中国石化探明天然气储量（百万桶油当量）



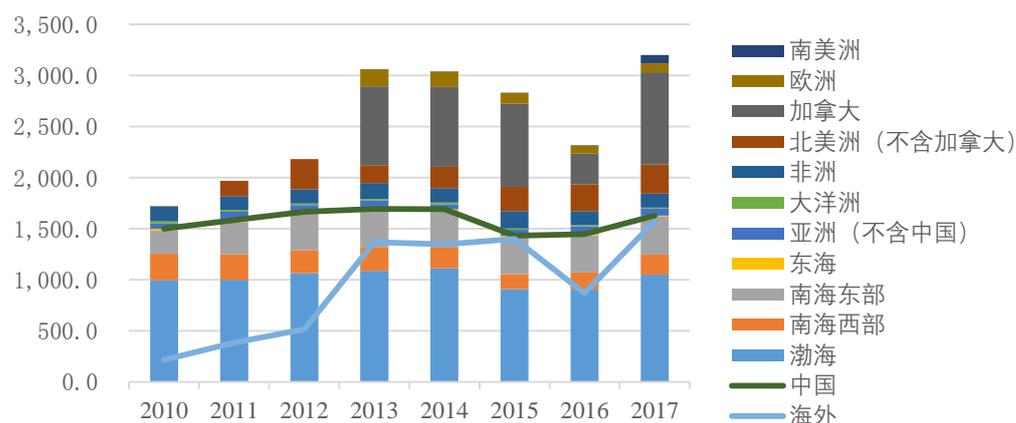
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：中国石油、中国海洋石油、中国石化储量寿命（年）



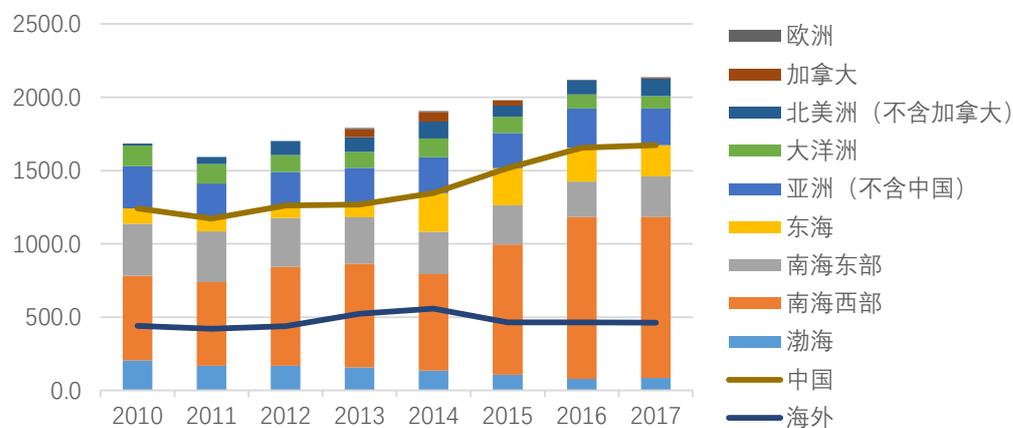
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 7: 中国海洋石油分区块经证实原油可采储量 (百万桶)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 8: 中国海洋石油分区块经证实天然气可采储量 (亿立方米)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

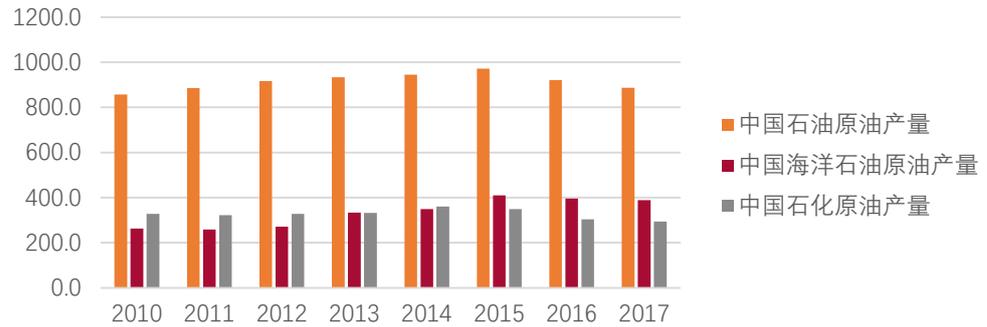
### 3. 产量: 稳产为主, 布局海外

2016 年, 公司受低油价和加拿大山火停产影响, 首次减产原油, 产量同比下滑 3.39%。2017 年, 油价轻微反弹, 公司油气总产量为 470.2 百万桶油当量, 同比维持平稳。其中, 原油产量 388.7 百万桶, 同比下滑 1.94%, 国内产量占 64.40%。2018 年公司产量目标为 470-480 百万桶油当量, 考虑到国际外部经营环境的不确定性和国家对国内原油产量稳产要求, 原油产量预期持稳。

预计 2018 年公司资本支出将达 700-800 亿元, 新增产量贡献会进一步加大。预计在 2020 年以后扩增产至 500 百万桶油当量, 同时, 公司将进一步完善海外布局, 提升海外产量和资本支出占比, 包括计划 2020 年投产的圭亚那 Stabroek 项目 Liza I 期 (高峰产量 12 万桶/天) 和预计 2021 年投产的巴西 Libra 项目 Mero 1 (高峰产量为原油 18 万桶/天)。(以

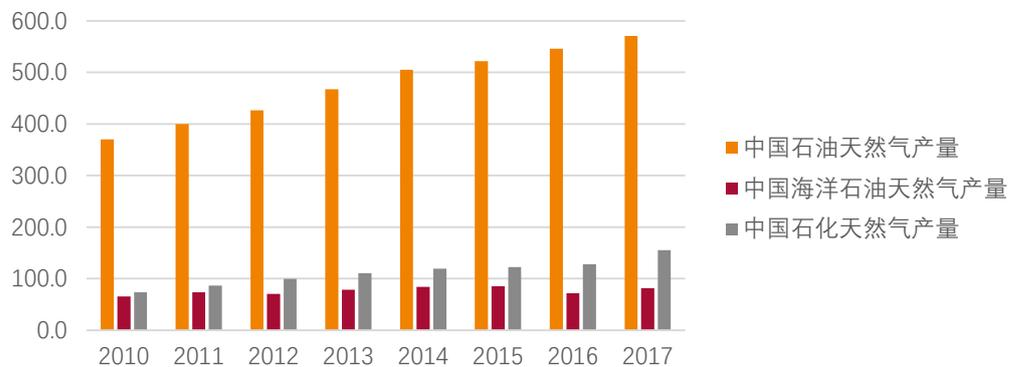
上数据来自公司 2018 年度战略展望)

图 9：中国石油、中海油、中国石化原油产量（百万桶油）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：中国石油、中国石化、中国海洋石油天然气产量（百万桶油当量）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4. 盈利：实现价格受益油价上行，成本进一步下降空间有限

公司过去 3 年业绩趋势表现较好，受益于国际市场原油价格回暖，公司原油实现价格上涨 27.2%，实现油气销售收入 1519 亿元，同比增长 25.2%。并得益于成本下降，实现经营利润 370.5 亿元，单位油气产量当量盈利 11.7 美元/桶当量。

公司过去三年业绩表现好的主要原因是降成本。2014~2017 年，公司单位成本（桶油当量成本）下降了 23.07%，其中 44%来自操作成本的下降，15%来自 DDA 下降，23.36%来自税收减少（主要是特别收益金下降）。

##### 分析未来成本趋势：

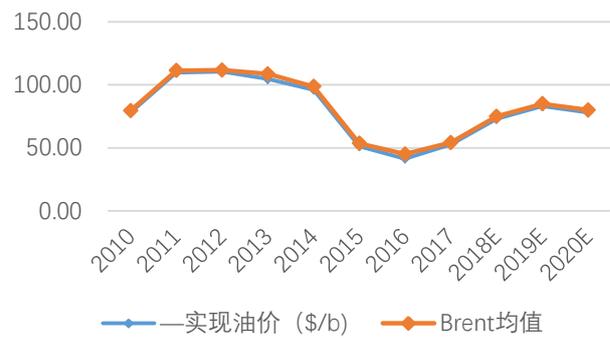
- 1) DDA 成本方面，过去下降主要得益于单位产能建设投资下降，5 年间降幅超过 50%。未来考虑到公司资本开支更多分布在成本相对较高的海外，另外油服价格不可能再度压缩，我们判断，未来 2~3 年公司单位 DDA 成本将出现小幅上行。
- 2) 操作费用方面，过去的下降主要来自公司内部挖潜，以及相关能源物料成本的下降。我们认为，未来能源成本和耗材成本将出现上升，但同时公司将进一步加强内部挖潜，总体操作费用有望保持平稳。
- 3) 税费方面，随着原油价格回到 65 美金/桶以上，特别收益金预计重新开始征收。

综合来看，未来随着勘探开发进入相对中高成本的区块，油服成本难以进一步下降，油价突破 65 美金/桶之后特别收益金开始征收，公司综合平均成本水平将出现小幅上行。

公司实现油价与国际油价接近，国际油价分析详见我们原油系列报告。

图 11：中国石油、中海油、中国石化归母净利润比较（百万元）

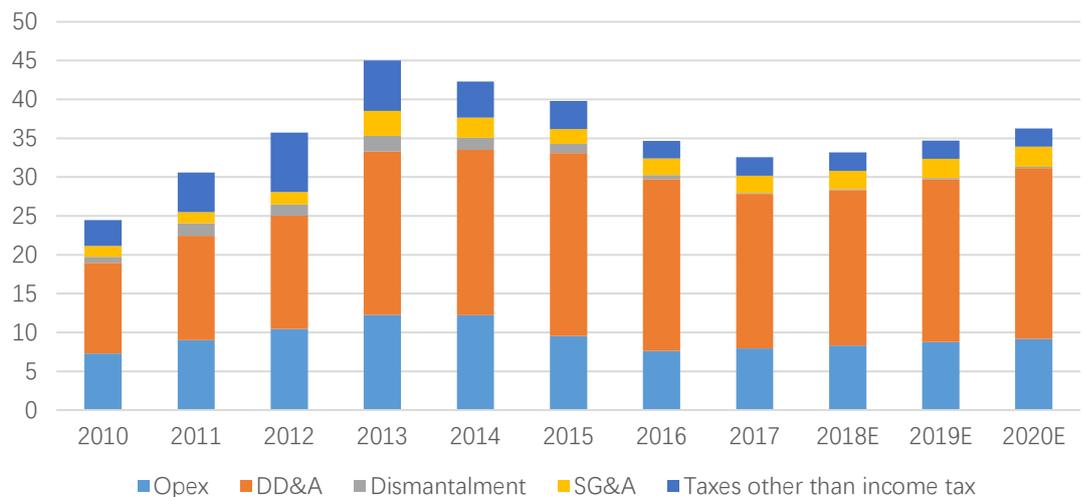
图 12：公司实现油价与 Brent 比较



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

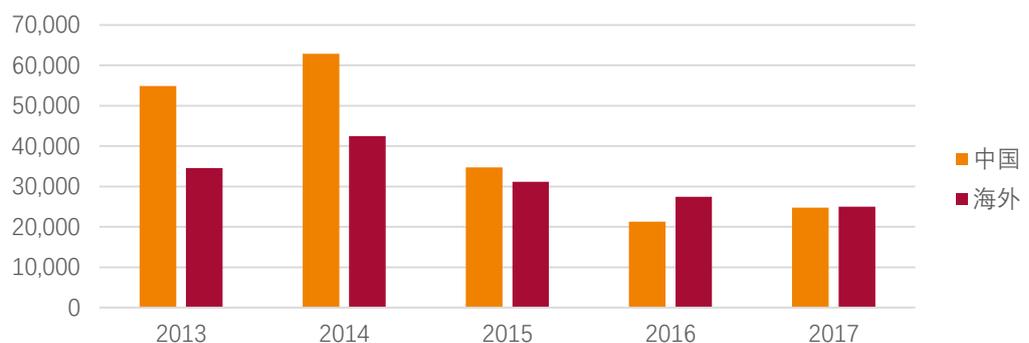
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 13: 中海油主要成本结构预测 (美元/桶油当量)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所 注: 图中数据均为美元/桶油当量

图 14: 资本支出按区域分类 (百万元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测

- 1) 国际油价 Brent18/19 年均价 75/85 美金/桶;
- 2) 公司上游成本小幅上升 (详见前文), 公司油气产量根据《2018 Preview》;
- 3) 尽管资本开支增加, 但受油价回暖利好, 自由现金流持续向好, 分红比例下降而分红金额上升;

预计公司 18/19 年净利润 601/761 亿元 (人民币), EPS 分别 1.40/1.77 元 (人民币)

表 1：中国海洋石油盈利预测假设

	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>1 成本</b>					
操作费用 (\$/boe)	9.55	7.62	7.93	8.33	8.74
DD&A (\$/boe)	23.53	22.12	19.89	20.00	21.00
弃置义务 (\$/boe)	1.19	0.52	0.13	0.13	0.13
销售和管理费用 (\$/boe)	1.92	2.13	2.24	2.35	2.47
除所得税以外的税 (\$/boe)	3.62	2.28	2.36	2.36	2.36
五项成本总计 (\$/boe)	39.82	34.67	32.54	33.17	34.70
<b>2.产量</b>					
油当量(mmboe)	496	468	470	475	485
原油产量 (mmb)	410	396	389	380	388
天然气产量 (bcf)	497	467	475	570	582
<b>3.实现价格</b>					
—实现油价 (\$/b)	51.27	41.40	52.65	73	83
—实现气价(\$/mcf)	6.39	5.46	5.84	5.84	5.84
Brent 均值 (\$/b)	53.60	45.13	54.19	75	85

资料来源：wind，天风证券研究所

## 5.2. 估值与投资评级

1) PE 估值：当前股价对应 18/19 年 PE8/6 倍，

2) PB 估值：当前股价对应 18/19 年 PB 1.14/1.06 倍。

考虑到公司过去四年降成本，桶油当量的完全成本已经下降至 32.5 美金/桶。因此公司 2014 年以前的 ROE 水平已经不能用于估值参考。

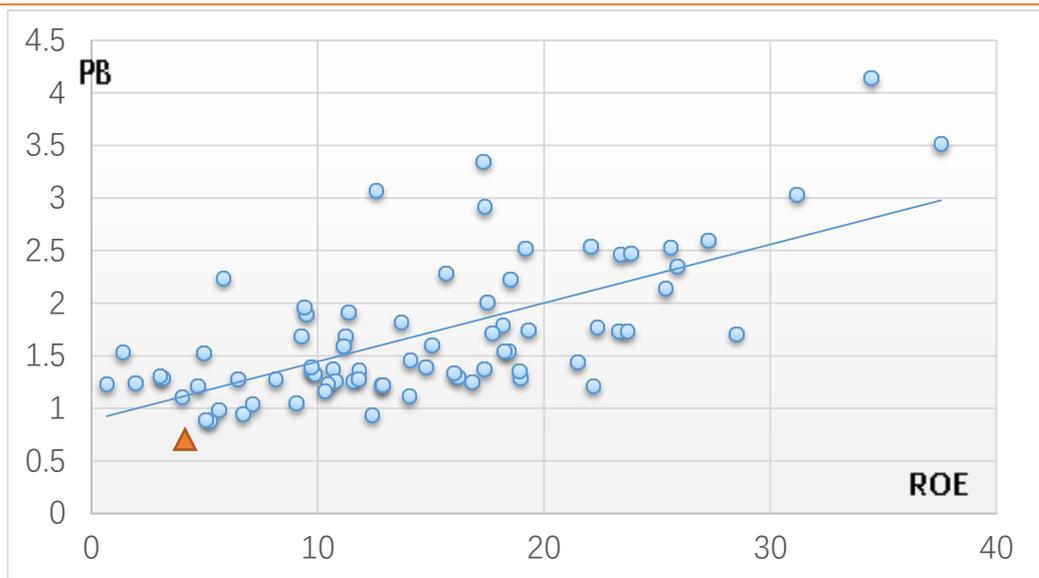
结合我们对油价的判断(70~80 美金/桶式合理运行区间)，中海油对应净利润区间 529~673 亿，ROE 水平 13.1~16.7%。按照国际公司可比估值水平，对应 PB1.62~1.82 倍，对应目标市值 6935~7791 亿元，对应股价 15.55~17.47 人民币元，相当于 17.69~19.87 港元，首次给与“增持”评级。

表 2：中国海洋石油盈利财务预测及估值摘要

	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营收入 (百万元)	171437	146490	186390	255440	292719
净利润 (百万元)	20246	637	24677	60100	76109
ROE	5.2%	0.2%	6.5%	14.9%	17.2%
EPS (元)	0.47	0.01	0.57	1.40	1.77
分红金额 (百万元)	18702	13978	18661	24040	30444
分红收益率	4%	3%	4%	5%	6%
PE	24.0	763.6	19.7	8.1	6.4
PB	1.26	1.27	1.28	1.14	1.06

资料来源：wind，天风证券研究所

图 15: 国际可比公司 PB/ROE 水平比较



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

利润表(百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E	资产负债表(百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>经营收入</b>						<b>流动资产</b>					
油气销售收入	146597	121325	151888	208157	238535	货币资金	11867	13735	12572	23300	51114
贸易收入	21422	20310	28907	39616	45397	定期存款	18010	16830	15380	15380	15380
其他收入	3418	4855	5595	7668	8787	存货	9263	8709	7354	10078	11549
<b>经营收入总计</b>	<b>171437</b>	<b>146490</b>	<b>186390</b>	<b>255440</b>	<b>292719</b>	应收账款	21829	23289	20787	28488	32645
<b>经营支出</b>						其他金融资产	71806	52889	74344	74344	74344
作业费用	-28372	-23211	-24282	-26499	-28410	其他流动资产	7436	37158	36353	36353	36353
所得税以外的税金	-10770	-6941	-7210	-7511	-7669	<b>流动资产合计</b>	<b>140211</b>	<b>122045</b>	<b>138838</b>	<b>149263</b>	<b>154891</b>
勘探费用	-9900	-7359	-6881	-8775	-9360	<b>非流动资产</b>					
折旧、耗损及摊销	-73439	-68907	-61257	-63650	-68240	固定资产	454141	432465	395868	427404	445314
石油特别收益金	-59	0	-55	-5090	-14033	无形资产和商誉	16423	16644	15070	15070	15070
资产减值损失	-2746	-12171	-9130	-9130	-2000	其他非流动资产	53587	66527	67443	68372	69313
原油及油品采购成本	-19840	-19018	-27643	-37884	-43412	<b>非流动资产合计</b>	<b>524151</b>	<b>515636</b>	<b>478381</b>	<b>510846</b>	<b>529697</b>
行政及营销费用	-5705	-6493	-6861	-7485	-8025	<b>资产总计</b>	<b>664362</b>	<b>637681</b>	<b>617219</b>	<b>660109</b>	<b>684588</b>
其他支出-经营	-3150	-4802	-6021	-8252	-9456	<b>流动负债</b>					
<b>经营支出总计</b>	<b>-153981</b>	<b>-148902</b>	<b>-149340</b>	<b>-174276</b>	<b>-190604</b>	短期借款	33585	19678	13892	8892	8892
<b>营业利润</b>	<b>17456</b>	<b>-2412</b>	<b>37050</b>	<b>81165</b>	<b>102115</b>	应付账款	32614	25345	26713	36609	41952
财务收益净额	-5388	-6135	-4035	-4923	-4138	其他流动负债	18181	22067	20807	20807	20807
投资收益及应占联营合营收益	4301	2698	3264	3421	3128	<b>流动负债合计</b>	<b>84380</b>	<b>67090</b>	<b>61412</b>	<b>66308</b>	<b>71651</b>
营业外收入/(支出)	761	574	78	471	374	<b>非流动负债</b>					
<b>除税前溢利</b>	<b>17130</b>	<b>-5275</b>	<b>36357</b>	<b>80133</b>	<b>101479</b>	长期借款	131060	130798	118358	108358	98358
所得税	3116	5912	-11680	-20033	-25370	其他非流动负债	62881	57422	57474	57474	57474
<b>净利润(不含少数股东权益)</b>	<b>20246</b>	<b>637</b>	<b>24677</b>	<b>60100</b>	<b>76109</b>	<b>非流动负债合计</b>	<b>193941</b>	<b>188220</b>	<b>175832</b>	<b>165832</b>	<b>155832</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	2015	2016	2017	2018E	2019E	<b>股东权益</b>					
除税前(亏损)/溢利	17130	-5275	36357	60100	76109	股本	43081	43081	43081	43081	43081
财务成本净额	5388	6135	4035	4923	4138	储备	342960	339290	336894	384888	414024
投资损失及应占联营合营损失	-4301	-2698	-3264	-3421	-3128	<b>股东权益合计</b>	<b>386041</b>	<b>382371</b>	<b>379975</b>	<b>427969</b>	<b>457105</b>
存货跌价准备/(拨备回拨)	2746	12171	9130	8016	9772	<b>负债加股东权益总计</b>	<b>664362</b>	<b>637681</b>	<b>617219</b>	<b>660109</b>	<b>684588</b>
折旧及摊销	73439	68907	61257	55657	60090	流动资产-流动负债	55831	54955	77426	82955	83241
营运资金变动及其他	-14307	-6377	-12781	-11155	-10104	<b>主要财务指标</b>	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>经营现金流净额</b>	<b>80095</b>	<b>72863</b>	<b>94734</b>	<b>114120</b>	<b>136878</b>	<b>财务杠杆</b>					
资本性支出	-67674	-51347	-47734	-65000	-80000	资产负债率	42%	40%	38%	35%	33%
其他投资现金流	-8821	23394	-16677	-10000	-1094	流动比率	60%	55%	44%	44%	46%
<b>投资现金流净额</b>	<b>-76495</b>	<b>-27953</b>	<b>-64411</b>	<b>-75000</b>	<b>-81094</b>	<b>盈利指标</b>					
银行借款净额	-3586	-19119	-800	-5000	0	ROE	5.2%	0.2%	6.5%	14.9%	17.2%
发行债券所得款	22395	-4866	-8869	0	0	EBIT 利润率	15.0%	4.6%	15.4%	17.6%	18.7%
偿付股息净额	-20419	-14153	-16448	-18661	-24040	<b>现金流指标</b>					
偿付利息净额	-5283	-5102	-5154	-4731	-3929	FCF(百万元)	12421	21516	47000	49120	56878
其他融资现金流	0	0	0	0	0	分红金额(百万元)	18702	13978	18661	24040	30444
<b>融资现金流净额</b>	<b>-6893</b>	<b>-43240</b>	<b>-31271</b>	<b>-28392</b>	<b>-27969</b>	股利支付率	92%	2194%	76%	40%	40%
<b>现金及等价物增加</b>	<b>-3293</b>	<b>1670</b>	<b>-948</b>	<b>10728</b>	<b>27814</b>	分红收益率	3.8%	2.9%	3.8%	4.9%	6.3%

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