

行业研究 | 行业专题研究 | 石油石化

政策发力：大化工4次大底复盘



| 报告要点

中共中央政治局9月26日召开会议，对房地产和消费提出了针对性的政策促进措施。随着促地产和消费政策落地，终端需求修复或带动石油石化和基础化工行业景气度回升。我们对大化工板块近25年4次周期底部进行了复盘，发现大化工板块在周期底部时估值充分调整，且底部磨底时间相对其他行业较长，同时在磨底过后往往受益于经济周期和政策的双重驱动存在较大反弹可能。

| 分析师及联系人



许隽逸

SAC: S0590524060003



张玮航

SAC: S0590524090003



陈律楼

SAC: S0590524080002



申起昊

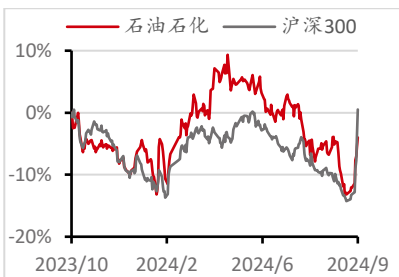
SAC: S0590524070002

石油石化

政策发力：大化工4次大底复盘

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《石油石化：美国油企中报总结：大幅下调 CAPEX 增速，强化高分红》2024.09.08
- 2、《石油石化：大化工板块 2024 年半年报业绩总结》2024.09.06

中共中央政治局9月26日召开会议，对房地产和消费提出了针对性的政策促进措施。我们认为伴随近期政策的落地实施和央行降准降息，大化工行业各类产品的终端需求有望修复，进而带动行业估值和基本面修复。我们通过回溯过去25年大化工核心行业指数走势、估值PE(TTM)、机构持仓及当期经济政策和行业产能变化，发现多次指数底部回升及估值修复或多与较为宽松的货币政策、激励终端需求回暖的经济政策，以及行业产能投放业绩兑现具有较大关联性。

政策发力需求有望提振

大化工下游大炼化、涤纶长丝以及化工品需求与房地产和消费景气度密切相关，近期政策或有望改善需求低迷的局面。2024年1月至8月，国内房地产和消费均表现低迷：截止2024年8月末，国内房屋新开工面积累计同比下降22.5%，同比降幅基本持平；商品房销售面积累计同比下降18%，较2023年同期降幅进一步扩大。国内消费市场维持弱复苏，社零总额当月同比增长率在2024年8月为2.1%，同比-2.5pct。国内CPI以及化工行业PPI与历史水平相比处于相对较低水平。

历史周期底部相似度高

我们对大化工板块4次周期底部进行了复盘，并与本轮周期底部进行了比较，发现历次周期底部的估值PE(TTM)以及机构持仓相似度较高。石油石化和基础化工4次周期底部PE分别在12-19倍以及13-25倍，本轮周期底部PE分别为14和20。大化工板块在4次周期底部时估值充分调整，且磨底时间相对其他行业较长，同时在磨底过后往往受益于经济周期和政策的双重驱动存在较大反弹可能。我们认为伴随本轮政策持续发力，大化工板块估值有望修复。

投资建议：关注顺周期优质资产、消费及地产后周期板块

建议关注顺周期优质资产及龙头白马万华化学、华鲁恒升、巨化股份、华峰化学、新和成；地产链周期品MDI、纯碱、钛白粉等；消费提振的涤纶长丝龙头桐昆股份、新凤鸣；下游农药需求的扬农化工、润丰股份、广信股份，化肥需求的磷肥、复合肥；行业景气度持续的赛轮轮胎、森麒麟、通用股份及民爆矿服产业；成本优势及成长性显著的化工企业宝丰能源、卫星化学；经营稳健的梅花生物；顺应ESG的台华新材、三联虹普、惠城环保；民营大炼化恒力石化、荣盛石化；上游优质资源且高分红的中国石油、中国石化、中国海油；关注有望受益内外需改善的改性塑料、甜味剂及粘胶产业；关注合成生物学、CPI、COC、PEEK等产业升级方向。

风险提示：政策效果不达预期；房企流动性风险加剧；市场信心不及预期；化工行业的供需矛盾暂未得到解决的风险



扫码查看更多

正文目录

1. 大化工板块 25 年 4 次底部复盘	4
1.1 政策发力促进地产消费	4
1.2 周期底部反弹回溯	5
1.3 基金持仓历史回溯	8
2. 政策发力有望提振化工需求实现新一轮反弹	10
2.1 基础化工：盈利仍承压，静待需求改善	11
2.2 石油化工：烯烃消费磨底，消费提振涤纶长丝等	12
3. 投资建议：建议关注顺周期优质资产等	15
4. 风险提示	15

图表目录

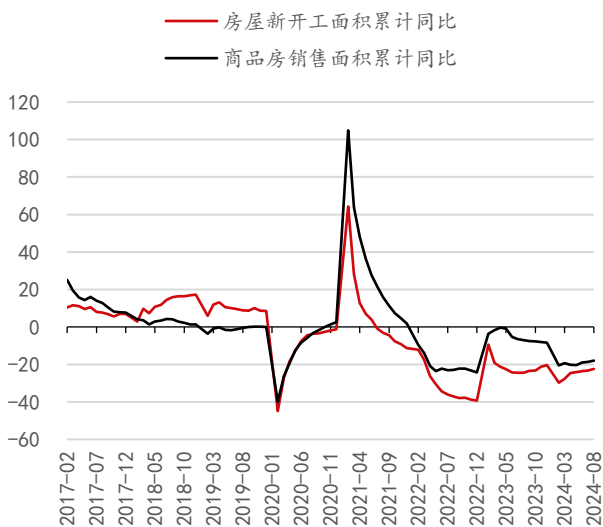
图表 1：国内房屋新开工面积和商品房销售面积累计同比 (%)	4
图表 2：固定资产投资完成额以及房地产开发投资完成额累计同比 (%)	4
图表 3：2016 年 1 月至 2024 年 8 月化工行业 PPI 和 CPI 对比 (%)	5
图表 4：2000 年至今石油石化（申万）市盈率与指数点位回溯	5
图表 5：2000 年至今基础化工（申万）市盈率与指数点位回溯	6
图表 6：2005Q1 至 2024Q2 石油石化板块基金重仓持股比例变化图	9
图表 7：2005Q1 至 2024Q2 石油石化板块基金重仓持股比例变化图	10
图表 8：CCPI 指数（中国化工产品价格指数）和 CCPI-原油价差走势	11
图表 9：基础化工板块营收变动情况	12
图表 10：基础化工板块归母净利润变动情况	12
图表 11：基础化工板块季度销售毛利率走势和分位数	12
图表 12：基础化工板块季度 ROE 走势和分位数	12
图表 13：聚烯烃-原油价差（元/吨）	13
图表 14：涤纶长丝—PTA&MEG 产品价差（元/吨）	14
图表 15：布伦特原油期货结算价（美元/桶）	15

1. 大化工板块 25 年 4 次底部复盘

1.1 政策发力促进地产消费

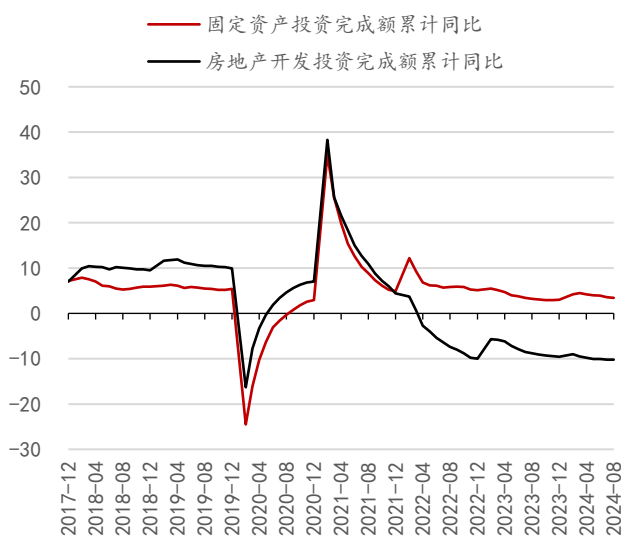
中共中央政治局 9 月 26 日召开会议,对房地产和消费提出了针对性的政策促进措施。**房地产:首次提出要“促进房地产市场止跌回稳”,以及“调整住房限购政策,降低存量房贷利率”。**根据国家统计局数据,截至 2024 年 8 月,国内房屋新开工面积累计同比下降 22.5%,与 2023 年同期降幅基本持平;商品房销售面积累计同比下降 18%,较 2023 年同期 7.1%的降幅进一步扩大。截至 2024 年 8 月房地产开发投资完成额累计同比下降 10.2%,持续拖累需求。随着稳定房地产市场的政策落地,购房需求回升,或带动房地产下游需求。

图表1: 国内房屋新开工面积和商品房销售面积累计同比 (%)



资料来源:国家统计局,国联证券研究所

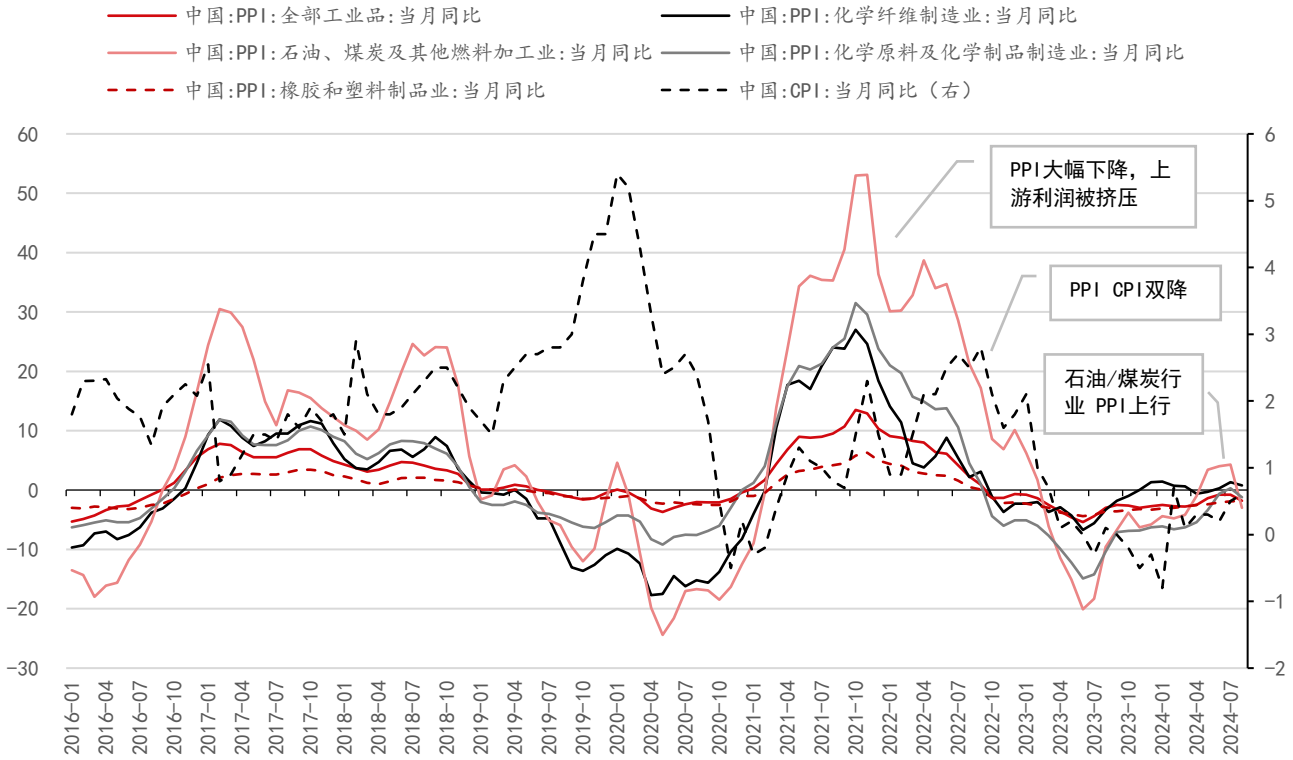
图表2: 固定资产投资完成额以及房地产开发投资完成额累计同比 (%)



资料来源:国家统计局,国联证券研究所

促消费:提出“促进中低收入群体增收,提升消费结构”。根据统计局数据,2024 年 1 月至 8 月,中国消费市场仍维持弱复苏态势。2024 年 8 月社会消费品零售总额当月同比增长率为 2.1%,低于 2023 年同期 2.5pct,消费品零售总额增速持续下滑。与此同时,2024 年 8 月中国 CPI 当月同比增长率为 0.6%,CPI 数据改善缓慢。化工行业 PPI 在 2021-2023 年间整体呈下降趋势,上游和中游利润受到挤压,尽管 PPI 自 2023 年下半年有所回升,与历史水平相比仍处于较低水平。随着促消费政策落地,终端需求修复或带动石油石化和化工行业景气度回升。

图表3：2016年1月至2024年8月化工行业PPI和CPI对比（%）

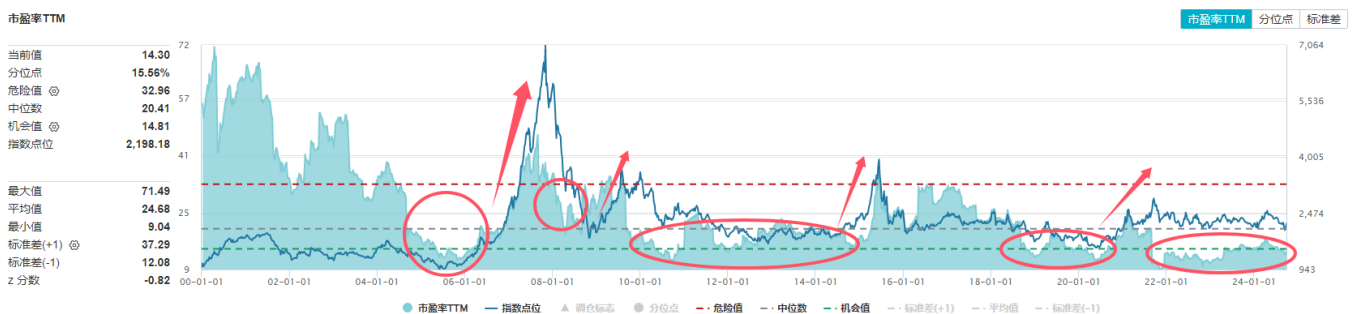


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 周期底部反弹回溯

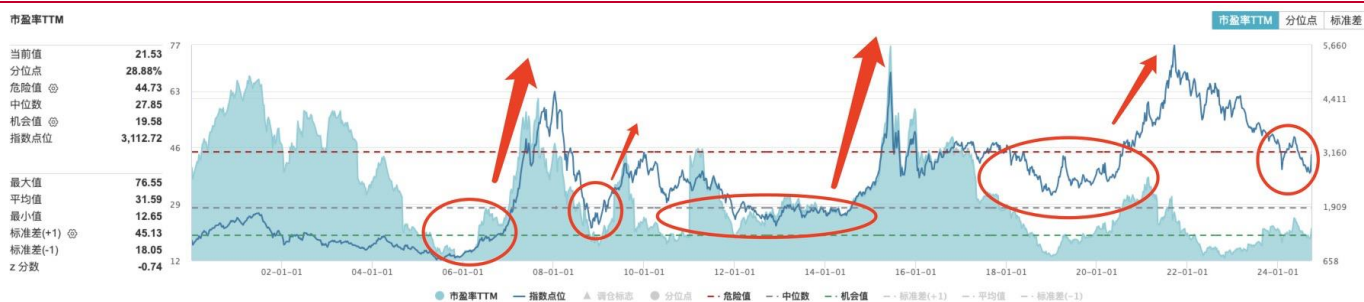
我们对大化工板块 2000 年以来 4 次周期底部和本轮周期底部进行了复盘，发现大化工板块在周期底部区域时估值充分调整，且磨底时间相对其他行业较长，同时在磨底过后往往受益于经济周期和政策的驱动存在较大反弹可能。

图表4：2000年至今石油石化（申万）市盈率与指数点位回溯



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：2000年至今基础化工（申万）市盈率与指数点位回溯



资料来源：Wind，国联证券研究所

第一次周期底部：受股权分置改革问题、宏观经济调整、上市公司业绩普遍低迷影响。2004年OPEC价格机制失效，从年初的30美元/桶左右攀升至10月的50美元/桶，年底略微回落，但波动性导致石化行业的盈利预期较为不确定。价格的剧烈波动使得下游石化产品市场原料成本压力加大，下游消费需求承压，石油石化板块PE（TTM）探底至2005年10月的12倍，基础化工板块PE（TTM）探底至2005年7月的14倍。2005年，**股权分置改革启动**，非流通股开始逐步流通，叠加宏观经济高速增长及流动性宽松，2005-2007年，“十一五”规划明确了优先发展能源工业，加速发展石油天然气，加大石油天然气资源勘探力度，并提出在油品消费集中区域以扩建为主适度扩大炼油生产能力，合理布局大型乙烯项目，形成若干炼化一体化基地，中国石化旗下子公司上海赛科100万吨/年和扬子巴斯夫74万吨/年乙烯项目**投产并实现业绩兑现**，带动大化工板块实现反弹。

第二次周期底部：2008年全球遭遇金融危机，布伦特原油期货结算价由2008年7月的146美元/桶迅速跌至同年12月的37美元/桶，严重冲击了石油石化企业的盈利能力，并加剧了市场的恐慌情绪。全球GDP增速下滑至2008年的3.04%和2009年的0.01%，国内银行信贷收紧，特别是化工等资本密集型行业面临融资困难，部分项目投资被迫延期或取消，石油石化板块PE（TTM）于2008年4月达到19倍的阶段性低点，2008年末基础化工板块PE（TTM）达到16倍的阶段性低点。2008年底，央行连续降息并下调存款准备金率，释放了大量的流动性，推动银行放贷。信贷扩张对企业投资起到激励作用，化工行业受益于宽松的融资条件。与此同时，政府推出了进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施，到2010年底约需投资4万亿元，大部分资金用于基础设施建设、民生工程、节能减排等领域，包括高速铁路、道路、机场等。这一刺激计划极大地推动了化工产品的需求，如塑料、橡胶等。此外，政府通过降低首付比例、减少贷款利率等手段刺激住房需求。房地产市场快速发展对

建筑材料和化工产品的需求起到了显著拉动作用。**央行降息降准、“四万亿”经济刺激计划、房地产政策组合拳**共同发力带动大化工板块在 2008 年开始实现反弹。

第三次周期底部：2010-2013 年由于中东地缘局势造成全球原油供应不确定性加剧，油价始终处于较高水平，化工企业原料成本较高。2014 年国际原油市场供过于求，美国页岩油产量大幅增长，叠加 OPEC 拒绝减产，导致油价大跌。与此同时，2014 年政府提出经济进入“新常态”，从经济高速增长转为中高速增长，即经济增速将放缓并进入结构调整期。房地产和基础设施投资增速放缓，使得化工产品的终端需求受到一定抑制，石油石化板块 PE (TTM) 于 2014 年 10 月探底低至 15 倍，基础化工板块维持近两年的低位震荡，PE (TTM) 于 2014 年 5 月探底至 25 倍。2015 年为应对经济下行压力，央行采取了“定向降准、降息”政策，降低了银行资金成本，鼓励企业加大投资。化工行业的资金成本下降，使得新产能和技术升级得到推进。与此同时，2015 年开始推进供给侧结构性改革，旨在优化产业结构、提升效率，特别是淘汰落后产能。化工行业通过去产能和结构调整，减少了低效企业的市场占有率，行业龙头企业的盈利能力增强。此外，2015-2016 年间，政府实施了“去库存”政策，要化解房地产库存，促进房地产业持续发展。房地产市场的回暖直接带动了与化工产品密切相关的建材、涂料等需求的上升。**货币宽松政策、化工行业供给侧改革、房地产“去库存”**政策组合拳共同发力带动石油石化板块在 2015 年开始实现反弹。

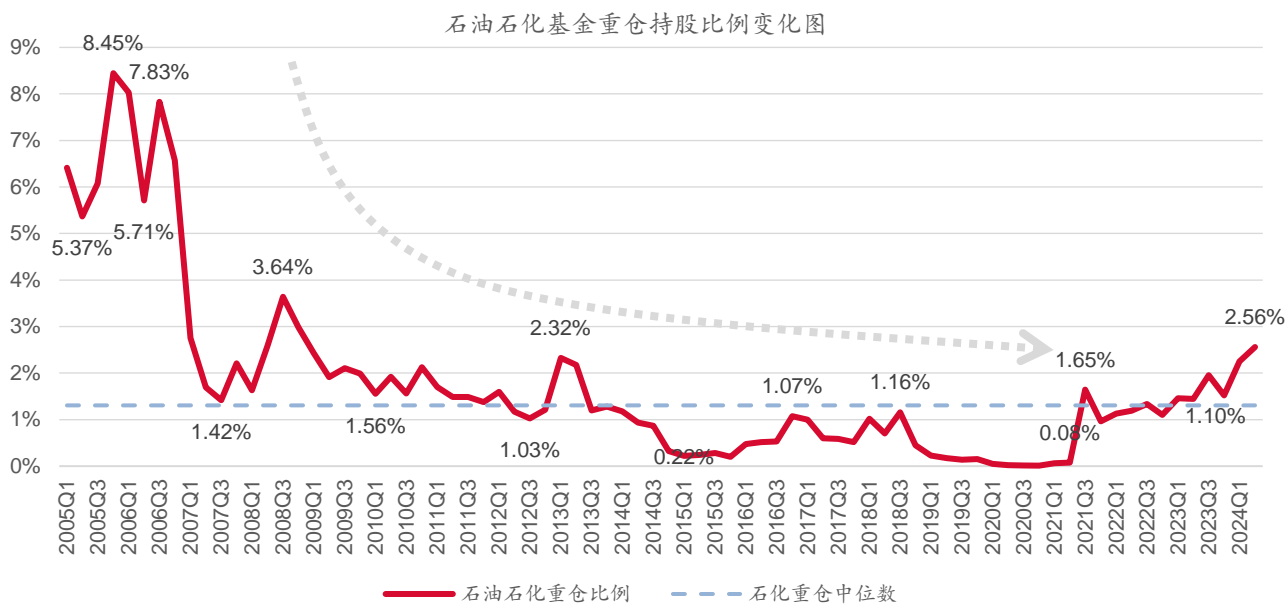
第四次周期底部：2018 年受到中美贸易摩擦、宏观经济增速放缓和环保政策收紧等多重因素影响，叠加 2020 年初全球范围内公共卫生事件使得全球经济陷入深度停滞，全球 GDP 增速为-2.69%，化工行业受到生产和国际贸易停滞的严重影响，需求大幅下滑。与此同时，原油价格由 2020 年初的 66 美元/桶大幅下跌至 2020 年 4 月 21 日的 19.33 美元/桶，极端的市场环境令石油化工企业陷入盈利危机，石油石化板块 PE (TTM) 于 2020 年 5 月探底低至 12 倍，基础化工板块 PE (TTM) 下探至 2018 年 12 月的 13 倍。2019-2020 年政府陆续出台宽松货币政策、财政政策，市场流动性逐步改善，叠加 2020 年全球公共卫生事件带来供需错配，后续大宗商品价格大幅上涨，化工行业盈利持续改善。2020 年政府提出“新基建”概念，包括 5G、人工智能、工业互联网等新兴产业的基础设施建设。新基建带动了对化工产品的需求，特别是高端材料、化工原料在 5G 基站建设、智能制造中的广泛应用。大力推动新能源领域的投资，特别是电动汽车、太阳能和风电领域，对化工材料（如电池材料、特种塑料）的需求增长迅速。**政策宽松、需求旺盛叠加行业产能释放业绩兑现**带动大化工板块在 2021 年实现反弹。

本次周期底部：2022年，全球经济面临多重冲击，包括通货膨胀压力、俄乌战争导致的能源危机、供应链中断等，2022年全球GDP增速仅为3.46%，全球需求恢复不及预期直接影响了化工产品的消费需求和出口贸易，石油石化板块PE(TTM)于2021年11月下探至自2000以来最低水平9倍，基础化工板块PE(TTM)下探至2022年10月的13倍。2023年初推行中国特色估值体系，旨在为央企和国企建立具有中国特色的估值体系，减少市场对这些企业单纯使用市盈率或市净率进行评价的局限性，更多地考虑央企和国企在国民经济中的特殊地位和战略性作用。石油化工类央企国企作为重点企业，其估值获得了市场的重新审视，提升了市场对这类企业的认可度。此外，国资委加强了对央企国企的经营绩效考核，明确要求央企在经营利润、净资产收益率等核心指标上取得稳健增长。以三桶油为首的央企国企改革卓有成效，带动石油石化指数实现小幅反弹，但同时由于油价持续中高位震荡，炼化企业原料成本高企，叠加化工产品需求仍处于磨底阶段，多数炼化企业盈利水平和估值水平仍处于行业周期底部磨底。

近25年来石油石化板块的PE(TTM)均值在24.7倍，当前板块整体估值在14倍左右，处于历史相对低位；近25年来基础化工板块的PE(TTM)均值在31.6倍，当前板块整体估值在20倍左右，处于历史相对低位。我们认为伴随近期政策组合拳持续发力，大化工板块估值有望修复。

1.3 基金持仓历史回溯

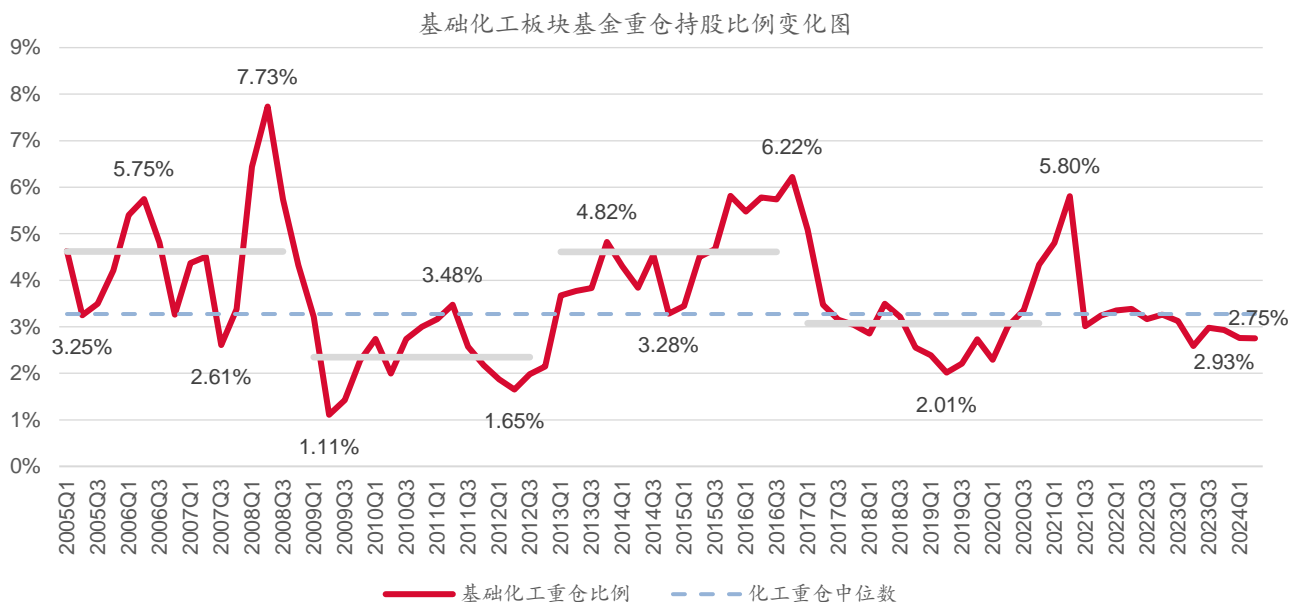
石油石化基金重仓持股比例底部相对集中，持仓比例自2020Q4触底回升。2005Q1至2024Q2石油石化重仓比例中位数为1.31%。按照重仓比例5.00%和1.31%将石化基金持仓按高重仓比例、中位数以上和中位数以下划分，2005Q1至2006Q4是高重仓比例时期，2007Q1至2013Q2是中位数以上时期，2013Q3至2022Q4是中位数以下时期，石油石化基金重仓两次触底分别在2015Q4和2020Q4，底部重仓比例分别是0.20%和0.01%，分别低于中位数1.11pct和1.30pct。重仓比例至2021年整体呈现持续下跌的态势，自2023年回升至中位数以上，截至2024Q2石油石化重仓比例为2.56%，环比+0.31pct。

图表6：2005Q1至2024Q2石油石化板块基金重仓持股比例变化图


资料来源：Wind，国联证券研究所

基础化工基金重仓持股变化周期性显著，重仓比例高低区间间隔接近4年。2005Q1至2024Q2基础化工重仓比例中位数为3.27%，若重仓比例在中位数以上为高区间，在中位数以下为低区间，2005-2020年16年间高区间和低区间每4年轮换一次：2005-2008年，2013-2016年基金重仓持股比例在中位数以上，2009-2012年，2017-2020年基金重仓持股整体比例位于中位数以下。在2009-2012年板块持仓底部时期，2009Q2和2012Q2重仓比例分别为1.11%和1.65%，分别低于中位数2.17pct和1.62pct；2017-2020年期间，持股比例底部出现在2019Q2，重仓比例为2.01%，低于中位数1.26pct。俄乌冲突引起上游原材料价格上涨，叠加下游需求维持弱复苏，基础化工板块持仓自2022年表现低迷，截至2024Q2基础化工重仓比例为2.75%，环比基本持平。

图表7：2005Q1至2024Q2石油石化板块基金重仓持股比例变化图

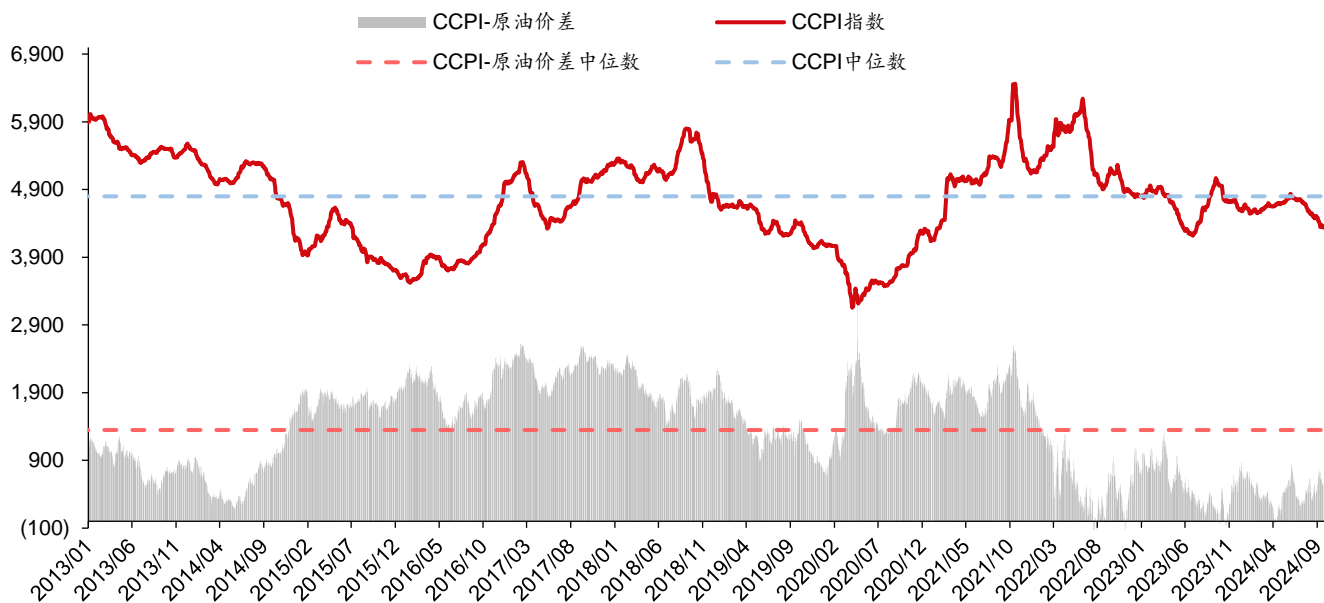


资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 政策发力有望提振化工需求实现新一轮反弹

化工品价格、价差仍处于历史低位。国内化工行业新增产能仍在投放，供给压力仍存；而国内房地产等终端需求仍较弱，出口导向的产品需求改善，化工品需求整体较疲软，2022年中以来CCPI指数（中国化工产品价格指数）整体呈震荡下行趋势。成本方面，在地缘政治紧张、OPEC+减产政策和美联储降息预期等因素影响下，原油价格仍维持相对高位，化工行业成本压力仍存，CCPI-原油价差显著低于历史中值（2013年至今）。截至2024年9月27日，CCPI指数为4352，处在27.3%历史分位；CCPI-原油价差为696，处在22.0%历史分位。

图表8: CCPI 指数 (中国化工产品价格指数) 和 CCPI-原油价差走势



资料来源: Wind, 国联证券研究所

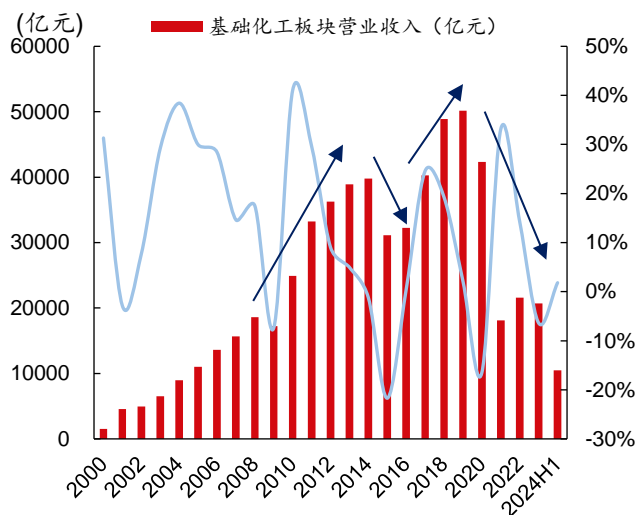
注: CCPI-原油价差中的原油价格为中国原油进口转换价格

2.1 基础化工: 盈利仍承压, 静待需求改善

基础化工板块盈利仍承压, 静待需求改善。从板块年度数据来看, 2023 年基础化工板块 (申万) 营收为 20685 亿元, 较 2010 年板块营收减少 17%; 板块归母净利润为 1086 亿元, 和 2010、2011 年归母净利润基本持平。2024 年 H1, 基础化工板块营收为 10481 亿元, 同比增长 1.8%; 归母净利润为 627 亿元, 同比下降 3.5%, 业绩仍承压。季度数据来看, 2024 年 Q2 基础化工板块销售毛利率为 16.6%, 处于近 25 年来的 42% 历史分位; 板块 ROE 为 2.0%, 处于近 25 年来的 29% 历史分位。

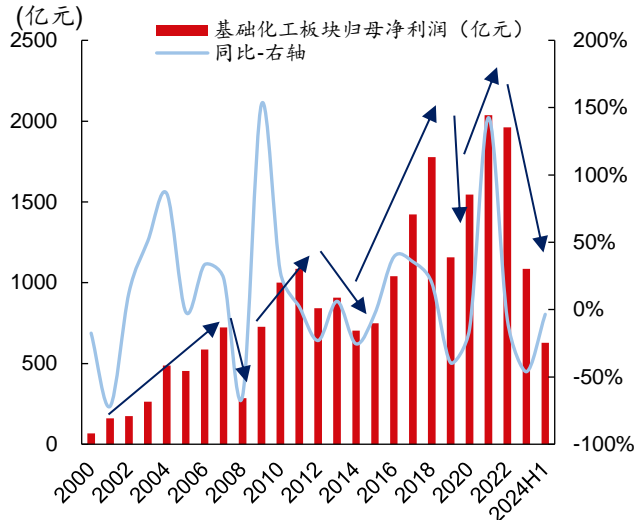
整体而言, 虽然近期宽松货币政策并不能直接解决化工行业的供需矛盾, 但有望刺激地产等终端消费需求从而为行业带来正向推动, 助力行业走出低迷。

图表9：基础化工板块营收变动情况



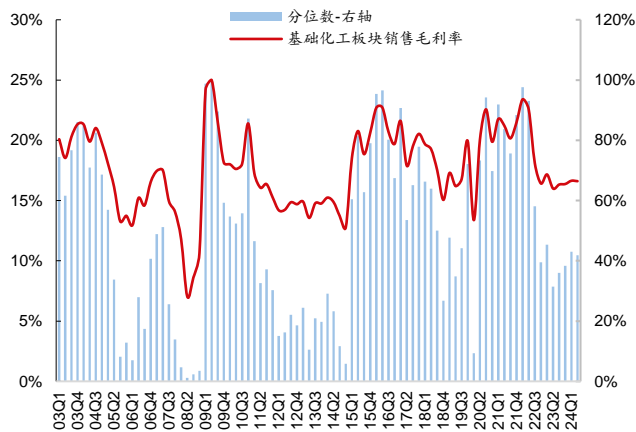
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：基础化工板块归母净利润变动情况



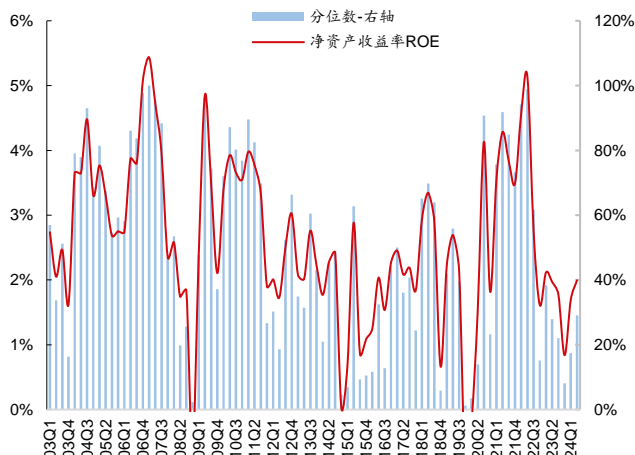
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：基础化工板块季度销售毛利率走势和分位数



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：基础化工板块季度ROE走势和分位数



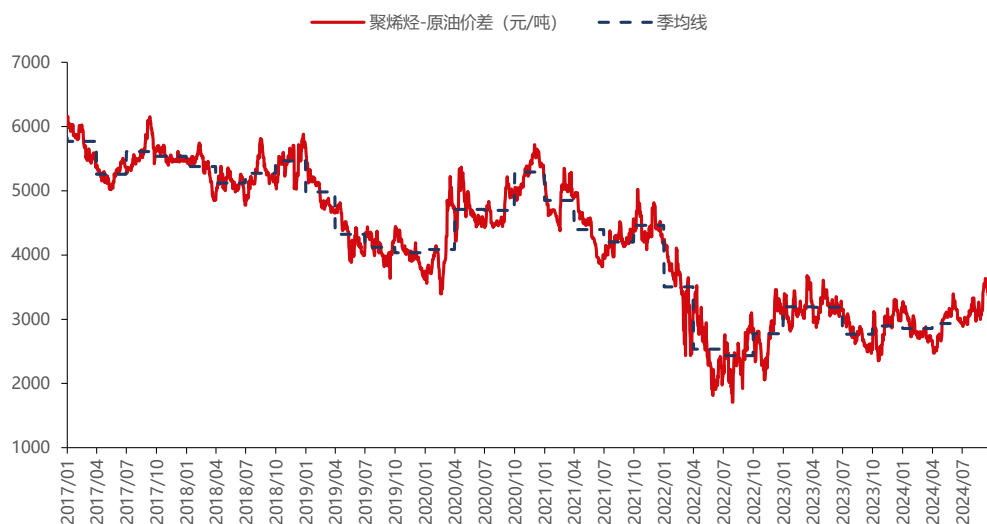
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 石油化工：烯烃消费磨底，消费提振涤纶长丝等

大炼化：受减油增化这一长远战略方针影响，大炼化中化工产品占比不断提升，近年来伴随炼化装置的集中投产，化工产品出现供应过剩，众多化工产品的下游应用场景均与房地产有关，石化行业同样具备较强的房地产后周期属性，房地产政策或对石化行业产生较为显著的影响。以聚烯烃为例，聚烯烃是由烯烃单体聚合而成的一类高分子化合物，主要包括聚乙烯和聚丙烯，具备良好的化学性质，广泛应用于

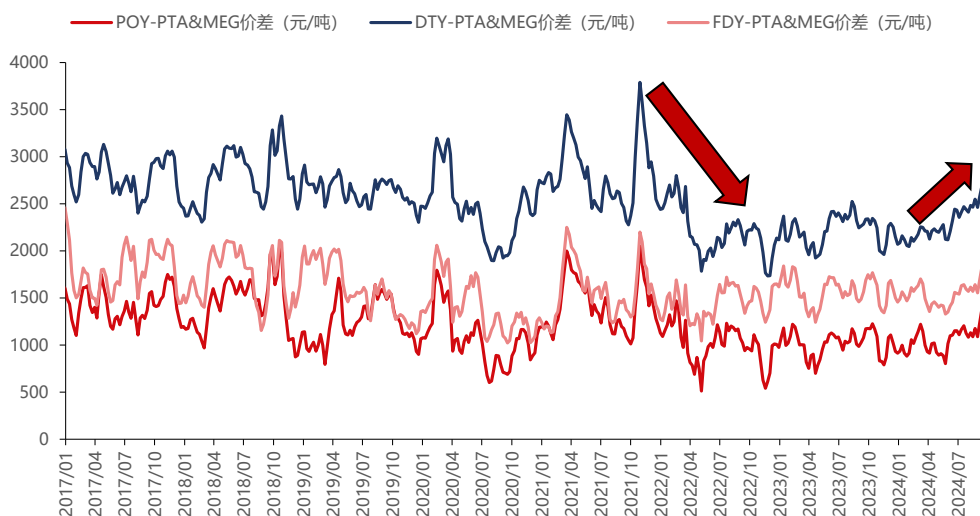
建筑材料、家具用品、包装材料等地产相关场景。当前烯烃类化工品消费需求仍处于磨底状态，且未来仍有规划产能预计投放，截至 2024 年 9 月 27 日，聚烯烃-原油价差为 3542 元/吨，相较于 2020-2021 年价差水平仍有较大回升空间。2024 年 9 月 26 日中央政治局会议的表述体现出对房地产市场的高度重视，将“止跌回稳”放在首位，期待支持政策的持续落地，房地产行业如果伴随政策实现复苏有望带动地产后周期的烯烃类化工产品需求回升，有望改善产品供需结构带动产品-原油价差修复，具备大体量化工产品的大炼化企业**恒力石化**、**荣盛石化**有望实现盈利与估值的双重反弹。

图表13：聚烯烃-原油价差（元/吨）



资料来源：Wind，国联证券研究所

涤纶长丝：2018-2023 年为涤纶长丝产能集中投放的窗口期，龙头企业纷纷进行产能扩张，新增产能远高于往年，涤纶长丝产品价差显著收窄，但伴随着 2023 年龙头企业规划产能投产临近结束，后续暂时没有大体量新产能的规划，且在建产能投放几乎完成，供应端边际增量快速减少，而需求端有望持续恢复，涤纶长丝供需格局或出现反转。涤纶长丝下游消费结构中服装领域需求占比 50%，家纺装饰领域需求占比 30%，其余领域需求占比 20%，在地产政策+消费政策发力的情况下，涤纶长丝消费需求有望获得改善，具备较强议价能力的涤纶长丝龙头企业**桐昆股份**、**新凤鸣**有望实现盈利与估值的双重反弹。

图表14：涤纶长丝—PTA&MEG 产品价差（元/吨）


资料来源：国联证券研究所

预期产能释放的标的：2005年中石化旗下子公司上海赛科100万吨/年和扬子巴斯夫74万吨/年乙烯项目投产并实现业绩兑现，中国石化实现盈利能力与估值水平的提升。2018-2022年，民营大炼化炼化一体化装置陆续投产并实现业绩快速增长，同样实现了盈利能力与估值水平的反弹。参考历史具有较强盈利性产能释放后对业绩与估值具有较强的提振作用，我们认为**卫星化学**连云港石化三四期项目投产、**宝丰能源**新疆项目投产均有望打开公司未来业绩成长空间，有望实现盈利与估值双重反弹。

三桶油：促进房地产市场止跌回稳、调整限购政策、降低存量房贷利率等房地产政策以及促消费、促进中低收入群体增收，提升消费结构等举措有望带动终端消费需求回暖，尤其是带动成品油以及地产后周期的化工产品消费需求回暖，中国油品&化工品消费需求修复有望使原油消费边际存在增量可能，并进一步推动油价修复。**中国石油、中国海油、中国石化**拥有大体量上游优质油气资产，如果油价得到修复，三桶油业绩有望持续稳健，在央企持续深化改革，加强成本管控，精细化管理的背景下，三桶油利润率和资本回报率有望持续改善，实现盈利与估值的双重反弹。

图表15：布伦特原油期货结算价（美元/桶）



资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 投资建议：建议关注顺周期优质资产等

建议关注顺周期优质资产及龙头白马万华化学、华鲁恒升、巨化股份、华峰化学、新和成；地产链周期品 MDI、纯碱、钛白粉等；消费提振的涤纶长丝龙头桐昆股份、新凤鸣；下游农药需求的扬农化工、润丰股份、广信股份，化肥需求的磷肥、复合肥；行业景气度持续的赛轮轮胎、森麒麟、通用股份及民爆矿服产业；成本优势及成长性显著的化工企业宝丰能源、卫星化学；经营稳健的梅花生物；顺应 ESG 的台华新材、三联虹普、惠城环保；民营大炼化恒力石化、荣盛石化；上游优质资源且高分红的中国石油、中国石化、中国海油；关注有望受益内外需改善的改性塑料、甜味剂及粘胶产业；关注合成生物学、CPI、COC、PEEK 等产业升级方向。

4. 风险提示

- 1、政策效果不达预期：** 尽管市场调控政策正在逐步推进，政策的执行效果可能不及预期。由于政策实施过程中可能出现的延迟等影响因素发生，市场供需平衡的恢复进程可能因此放缓，进而影响调控效果。
- 2、房企流动性风险加剧：** 在当前市场环境下，房企的资金链压力较大，对于资金实力较弱的企业，可能面临较大的流动性风险。如果融资渠道收紧或销售回款不达预期，这些企业可能面临财务困境，进而影响其项目进展和市场表现。
- 3、市场信心不及预期：** 由于过去市场波动较大，加之部分企业违约或项目延期等负

面事件的发生，市场参与者的信心可能仍然较为脆弱。消费者和投资者可能仍然持观望态度，导致市场活跃度和交易量难以显著提升，从而进一步影响市场复苏进程。

4、化工行业的供需矛盾暂未得到解决的风险：近期宽松货币政策并不能在短期内直接解决化工行业的供需矛盾，绝大多数化工产品仍存在供给过剩的问题。

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。

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，北交所市场以北证50指数为基准；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；韩国市场以柯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大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼