



Research and
Development Center

大炼化利润有望超预期：改革重拳打出结构性预期差！

石油加工行业深度报告

2018年9月7日

郭荆璞 能源行业首席分析师
许隽逸 研究助理
陈淑娴 研究助理

证券研究报告

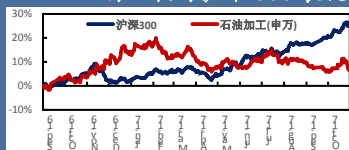
行业研究——投资策略

石油加工行业



上次评级: 看好, 2018.6.21

石油加工行业相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

相关研究:

《原油多空博弈激烈, 大炼化红利释放在即!》
2018.6.21

《大炼化, 2018 年石化板块的历史性重大机会》
2017.12.11

《信达大炼化指数: 坚定陪伴 4 大民营石化巨头业绩腾飞》
2017.11.21

《改革护航的腾飞式盈利: 4 大上市民营石化巨头必逆袭!》
2017.10.11

《与国起航, 石化供给侧结构性改革下的大道红利》 2017.9.4

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编: 100031

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号: S1500510120013
 联系电话: +86 10 83326789
 邮箱: guojingpu@cindasc.com

许隽逸 研究助理

联系电话: +86 10 83326709
 邮箱: xujunyi@cindasc.com

陈淑娴 研究助理

联系电话: +86 10 83326791
 邮箱: chenshuxian@cindasc.com

大炼化利润有望超预期: 改革重拳打出结构性预期差!

石油加工行业深度报告

2018 年 9 月 7 日

本期内容提要:

- ◆ **消费税改革重拳出击, 倒逼地炼逃税过剩产能退出:** 当前国内成品油出厂价格频繁出现脱离季节性、脱离油价的上涨, 同“成品油过剩加剧, 在需求回落的情形下价格必将越来越低”的传统思维形成明显反差。我们认为, 这主要是由于随着供给侧结构性改革的深入, 特别是今年 2 季度开始的成品油消费税新政的实施对成品油经销商变票(将化工品增值税发票变为成品油增值税发票)和虚开增值税发票(向需要成品油增值税发票的非法调油商等主体有偿开票, 或造成刑事犯罪)的重拳出击, 有望结构性地改变中国成品油过剩的大环境, 逐步使得我国成品油供求结构从严重过剩的落后逃税产能大幅侵蚀合法合规产能利润转向落后产能逐步退出, 合法合规产能逐步进入供求平衡(甚至紧平衡)的供给侧结构性改革红利收获阶段。这个阶段伴随国内民营优质炼化一体化项目的逐步投产, 我们坚定地认为: 新建民营炼化一体化项目有望借助供给侧改革获取高额红利。
- ◆ **民营优质炼化一体化项目端盈利有望超预期:** 我们参考我们在 2017 年 10 月 11 日的大炼化深度报告《改革护航的腾飞式盈利: 4 大上市民营石化巨头必逆袭!》中的方法, 在当前最新市场情况基于 9 种不同 Brent 油价环境下重新对 3 个炼化一体化项目给出盈利预测。在 7 种的油价稳定环境下, 浙江石化炼化一体化一期项目净利润区间为: 80 - 180 亿, 恒力大连炼化一体化项目净利润区间为: 80 - 180 亿, 恒逸文莱炼化一体化一期项目净利润区间为 30 - 60 亿, 三个项目合计净利润区间为 190-420 亿; 而在两种油价降低情形下, 浙江石化炼化一体化一期项目净利润区间为: 50 - 100 亿, 恒力大连炼化一体化项目净利润区间为: 50 - 100 亿, 恒逸文莱炼化一体化一期项目净利润区间为 0 - 20 亿, 三个项目合计净利润区间为 100-220 亿。
- ◆ **当前大炼化项目端盈利测算的 PX 环节利润将结构性让渡给下游 PTA 环节, 因此可以通过最后 PTA 环节价差扩大来弥补大炼化项目端 PX 环节利润的下滑。**
- ◆ **行业评级与投资策略:** 随着 2018-2019 年部分炼化一体化项目的建成投产, 4 大民营石化巨头将打通“原油-PX-PTA-PET-涤纶长丝-化纤织造”全产业链, 实现【从无到有】的业绩腾飞。我们对 2018-2019 年石油加工行业维持“看好”评级。
- ◆ **相关上市公司:** 恒力股份、恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份。

- ◆ **风险因素：**地缘政治与厄尔尼诺等因素对油价有较大干扰；项目进展放缓造成业绩释放延后的风险；信用风险导致企业资金链紧张；国家税务总局 2018 年 1 号消费税政策执行效果不达预期；国内成品油价格本身会有季节性波动并且成品油调价通常滞后于原油价格的调整导致炼化盈利测算出现一些误差；项目实际运行产生的三费与假设不同所造成的偏差；设备故障等因素造成装置实际开工率偏低导致项目盈利低于预期；项目端盈利测算的 PX 环节利润逐步让渡给下游 PTA 环节。

目录

改革重拳：成品油消费税新政有望加快推动落后地炼产能的退出	1
(一) 消费税旧规力度小：国家税务总局 2012 年第 47 号文和 2013 年第 50 号文	2
(二) 消费税新规重拳出击：国家税务总局 2018 年第 1 号文	3
民营优质炼化产能将替代落后地炼逃税产能	9
(一) 落后地炼逃税产能和民营优质炼化产能的测算	9
(二) 加油站的高利润正在向炼厂环节转移	12
9 种油价+4 种成品油销售方式下的炼化盈利敏感性测算	14
(一) 9 种油价环境的选取依据	14
(二) 浙江石化炼化一体化项目盈利敏感性测算	16
(三) 恒力大连炼化一体化项目盈利敏感性测算	17
(四) 恒逸文莱炼化一体化项目盈利敏感性测算	19
(五) 浙江石化、恒力大连和恒逸文莱三大炼化一体化项目端的盈利敏感性测算	21
信达大炼化指数最新走势	24
行业评级与投资策略	25
风险因素	25

表目录

表格 1 我国汽油和柴油消费税额历史变化	2
表格 2 2015 年 1 月 13 日至今我国成品油消费税额	3
表格 3 2018 年 9 月 3 日山东地炼主流报价	7
表格 4 浙江石化、恒力大连和恒逸文莱三大炼化一体化项目的盈利敏感性测算 (亿元)	22

图目录

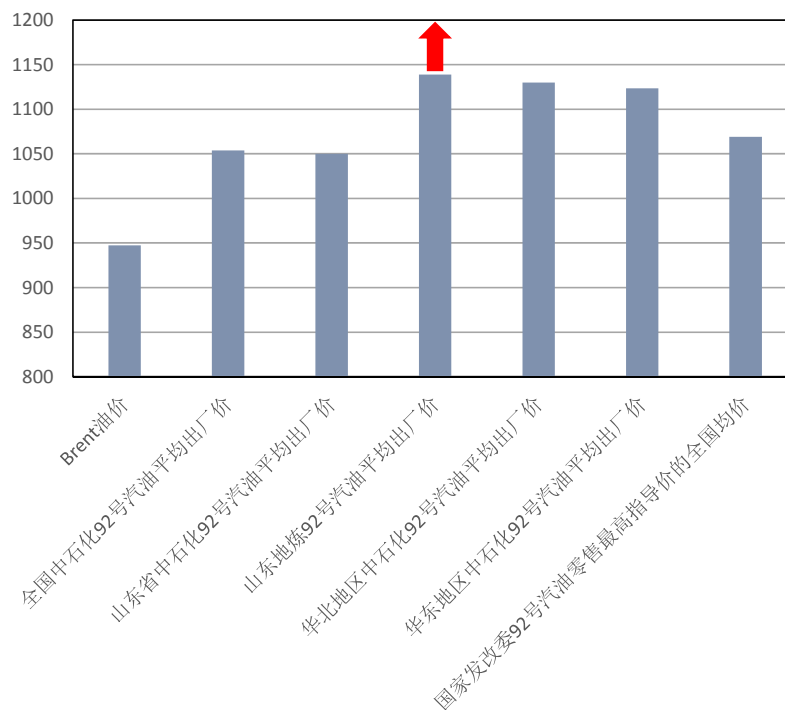
图 1 2018 年 3-9 月 Brent 原油、国内炼厂 92 号汽油出厂价和加油站 92 号汽油零售最高指导价增量 (元/吨)	1
图 2 增值税发票管理新系统中的成品油发票开具模块	4
图 3 增值税发票管理新系统中的成品油发票开具模块	4
图 4 原油贸易商-炼厂-成品油批发商-加油站-最终消费者的油票链条图	5
图 5 非法调油商买票的方式 1	6
图 6 非法调油商买票的方式 2	7
图 7 中国炼化企业产能竞争格局 (%)	9
图 8 山东地炼开工率 (%)	10
图 9 山东地炼 92 号汽油平均出厂价 (元/吨, 美金/桶)	10
图 10 2018 年 3-9 月全国中石化、山东中石化和山东地炼 92 号汽油出厂价的价差 (元/吨)	10
图 11 山东省国有主营炼厂和地方炼厂的竞争格局 (%)	11

图 12 山东省炼厂按产能分布 (%)	11
图 13 中国终端加油站竞争格局 (%)	12
图 14 Brent 原油、国内炼厂 92 号汽油出厂价和加油站 92 号汽油零售最高指导价 (元/吨, 美元/桶)	13
图 15 2018 年 3-9 月 Brent 原油、全国中石化 92 号汽油平均出厂价和发改委 92 号汽油零售最高指导价的价格及价差 (元/吨)	13
图 16 过去 1 年内 Brent 油价走势 (美金/桶)	14
图 17 浙江石化炼化一体化项目的盈利敏感性测算 (亿元, 美金/桶)	17
图 18 恒力大连炼化一体化项目的盈利敏感性测算 (亿元, 美金/桶)	19
图 19 恒逸文莱炼化一体化项目的盈利敏感性测算 (亿元, 美金/桶)	21
图 20 浙江石化、恒力大连和恒逸文莱三大炼化一体化项目的盈利敏感性测算 (亿元, 美金/桶)	23
图 21 信达大炼化指数相对石油加工行业指数和沪深 300 指数的市场表现	24

改革重拳：成品油消费税新政有望加快推动落后地炼产能的退出

我们发现，当前国内成品油出厂价格频繁出现脱离季节性和脱离油价的上涨，同“成品油过剩加剧，在需求回落的情形下价格必将越来越低”的传统思维形成明显反差。我们认为，这主要是由于随着供给侧结构性改革的深入，特别是今年2季度开始的成品油消费税新政的实施对成品油经销商变票（将化工品增值税发票变为成品油增值税发票）和虚开增值税发票（向需要成品油增值税发票的非法调油商等主体有偿开票，或造成刑事犯罪）的重拳出击，有望结构性地改变中国成品油过剩的大环境，逐步使得我国成品油供求结构从严重过剩的落后逃税产能大幅侵蚀合法合规产能利润转向落后产能逐步退出，合法合规产能逐步进入供求平衡（甚至紧平衡）的供给侧结构性改革红利收获阶段。这个阶段伴随国内民营优质炼化一体化项目的逐步投产，我们坚定地认为：新建民营炼化一体化项目有望借助供给侧改革获取高额红利。

图 1 2018 年 3-9 月 Brent 原油、国内炼厂 92 号汽油出厂价和加油站 92 号汽油零售最高指导价增量（元/吨）



资料来源：万得，百川，信达证券研发中心

（一）消费税旧规力度小：国家税务总局 2012 年第 47 号文和 2013 年第 50 号文

由于石油在我国属于稀缺性资源，并且汽柴油在燃烧过程中会对环境产生一定的影响，因此我国自 1994 年以来就在生产环节（即炼厂）对汽油和柴油按量征收消费税，以督促最终消费者（汽车、卡车等）节约用油。至今我国成品油消费税已历经 4 次大幅上调，汽油消费税从 0.2 元/升（约 278 元/吨）增至 1.52 元/升（约 2110 元/吨），柴油消费税从 0.1 元/升（约 118 元/吨）增至 1.2 元/升（约 1411 元/吨）。

表格 1 我国汽油和柴油消费税额历史变化

调整时间点	汽油 (元/升)	柴油 (元/升)	汽油 (元/吨)	柴油 (元/吨)	备注
自 1994 年起	0.2	0.1	278	118	1994 年开始征收汽油、柴油消费税
自 2005 年 9 月 1 日起	0.2	0.1	278	118	2005 年 9 月 1 日开始施行《汽油、柴油消费税管理办法(试行)》
自 2006 年 4 月 1 日起	0.2	0.1	278	118	2006 年 4 月 1 日起，取消汽油、柴油税目，增列成品油税目
自 2009 年 1 月 1 日起	1	0.8	1388	941	
自 2014 年 11 月 29 日起	1.12	0.94	1555	1105	
自 2014 年 12 月 13 日起	1.4	1.1	1943	1294	
自 2015 年 1 月 13 日起	1.52	1.2	2110	1411	

资料来源：国家税务总局、信达证券研发中心整理 注：汽油密度按照 1388 升/吨，柴油密度按照 1176 升/吨

由于成品油消费税是在炼厂环节征收，若炼厂按照成品油的实际生产量缴纳消费税，则成品油出厂价势必较高，在面对下游成品油批发商及终端零售加油站时没有价格上的竞争优势。考虑到成品油的产品属性较难判断（似油非油），因此一直以来部分炼厂（尤其是地方炼厂）通过“变名销售（把成品油当做化工品来卖）”的方式避免缴纳成品油消费税，从而获得更高的盈利。但是，炼厂这种偷税漏税的行为一方面没有尽到诚信缴税的义务，另一方面也破坏了成品油市场的正常运行。

因此，国家税务总局发布了 2012 年第 47 号文和 2013 年第 50 号文严格定义了成品油消费税的征收范围，以对炼厂的变名销售行为进行针对性堵漏：

一、纳税人以原油或其他原料生产加工的在常温常压下呈液态状的产品（长得像油的产品）对外销售按以下规则征收消费税：

- 1、符合汽油、柴油、石脑油、溶剂油、航空煤油、润滑油和燃料油这 7 大油种标准的产品，按照相应的规定征收增值税；
- 2、规定 1 以外的符合国家标准或石油化工行业标准，且事先将省级以上（含）质量技术监督部门（仅对送检样品负责）出具的相关产品质量检验证明报主管税务机关进行备案的产品，不征收消费税；
- 3、规定 1 和 2 以外的产品，视同石脑油征收消费税。

二、纳税人以原油或其他原料生产加工产品如以沥青产品（长得像沥青的产品）对外销售按以下规则征收消费税：

- 1、符合沥青产品的国家标准或石油化工行业标准，且事先将省级以上（含）质量技术监督部门（仅对送检样品负责）出具的相关产品质量检验证明报主管税务机关进行备案，不征收消费税；
- 2、规定 1 以外的产品，视同燃料油征收消费税。

表格 2 2015 年 1 月 13 日至今我国成品油消费税额

成品油消费税 7 大子类	密度 (升/吨)	消费税 (元/升)	消费税 (元/吨)
汽油	1388	1.52	2110
柴油	1176	1.2	1411
航空煤油 (暂缓征收)	1246	1.2	1495
石脑油	1385	1.52	2105
润滑油	1126	1.52	1712
燃料油	1015	1.2	1218
溶剂油	1282	1.52	1949

资料来源：国家税务总局、信达证券研发中心整理

消费税旧规力度小：由于消费税完税信息传递不畅通、成品油和其他石油化工产品难以区分、对炼化企业的生产行为缺乏有效监管和省级政府及其税务机关对消费税征收不严格不积极等原因，国家税务总局 2012 年第 47 号文执行多年但是堵漏效果不明显，以地炼为代表的炼厂仍然在变名销售不缴纳消费税。

（二）消费税新规重拳出击：国家税务总局 2018 年第 1 号文

为进一步解决炼厂少交成品油消费税的问题，国家税务总局发布了 2018 年第 1 号文（成品油消费税新政）：自 2018 年 3 月 1 日起，所有成品油发票均须通过增值税发票管理新系统中的成品油发票开具模块开具，通过该模块可开具成品油增值税专用发票、普通发票和电子普通发票，并且必须在发票左上角打印“成品油”字样，目前对加油站开具的卷式增值税普通发票暂无此要求。

图 2 增值税发票管理新系统中的成品油发票开具模块

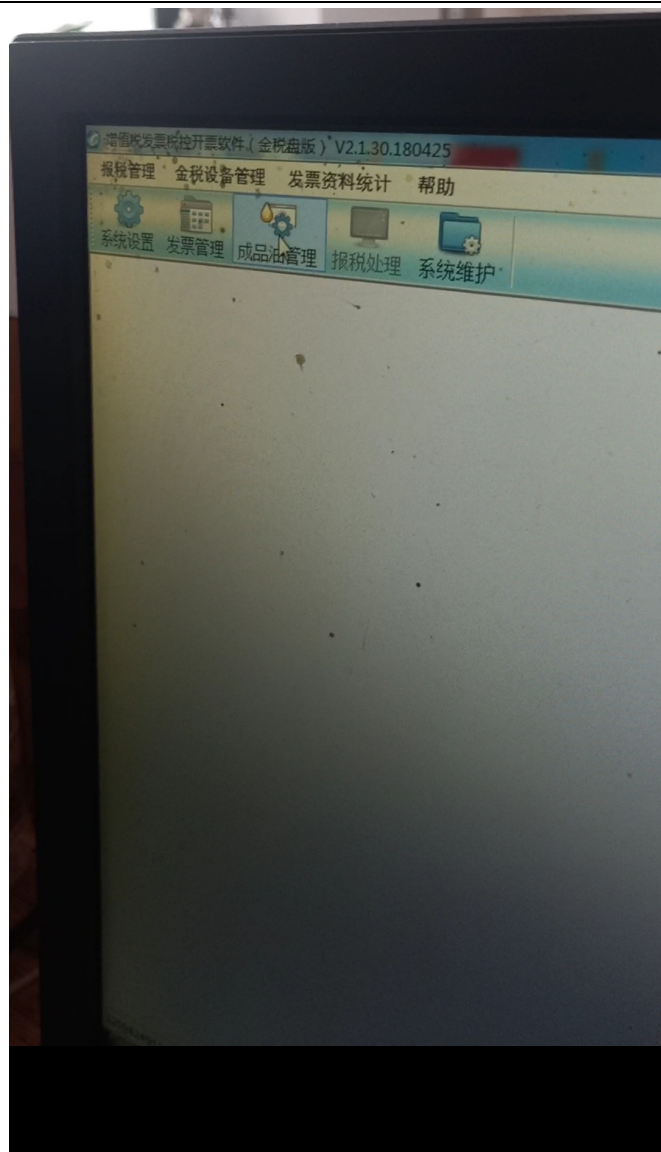
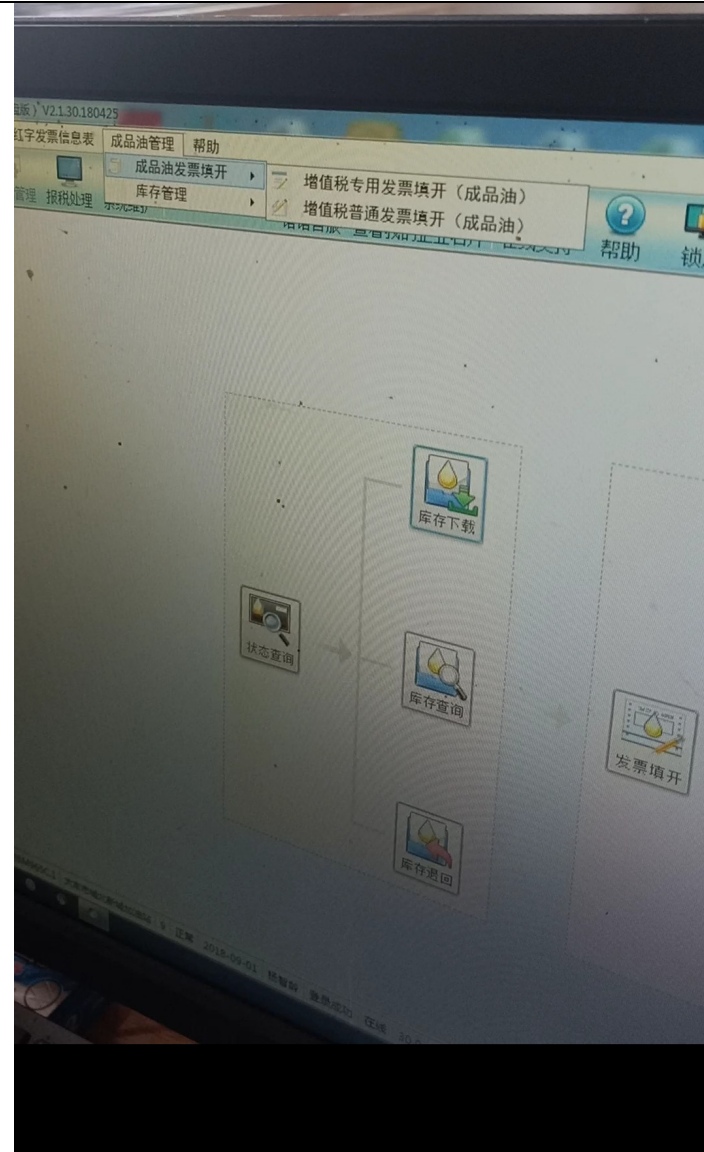


图 3 增值税发票管理新系统中的成品油发票开具模块



资料来源：信达证券研发中心

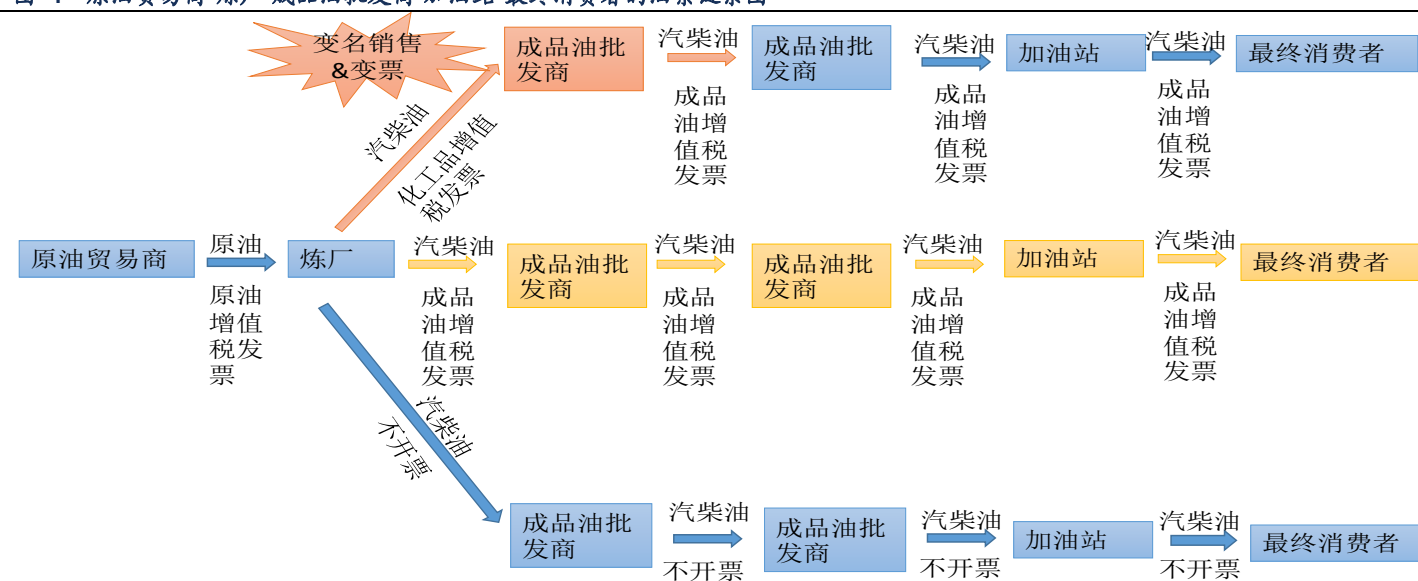
资料来源：信达证券研发中心

我们认为自 2018 年 3 月 1 日起执行的消费税新政通过 1、增值税抵扣形成封闭链条；2、利用编码系统在税务端构建库存数据；3、开票时锁定可开发票的商品范围，从而形成对成品油销售体系的有效管控，针对成品油经销商变票（将化工品增值税发票变为成品油增值税发票）和虚开增值税发票（向需要成品油增值税发票的非法调油商等主体有偿开票）进行堵漏，进而产生两方面作用。

一方面，成品油和其他非油品分别在两个分开的开票模块里，并且成品油增值税开票系统实行“以进限出”的库存管理，即成品油批发零售商可开具的成品油增值税发票额度不超过其成品油增值税开票系统中的库容（期初库存+新增带票进货量），也就是说如果成品油批发商接受了炼厂开具的化工品增值税发票，那么将无法向下游需要发票的客户开具相应数量的成品油增值税发票，因此成品油批发零售商将不再能将化工票变为成品油票（图 4 上方红色途径被打击），面对需要发票的下游客户时成品油批发商只能倒逼上游炼厂生产环节按照规定开具成品油增值税发票（从图 4 上方红色途径转移至图 4 中间黄色途径）。

因此炼厂要比以前多开成品油增值税发票，从而比以前按月多申报缴纳成品油消费税，之前逃税的地炼的利润将大幅收窄，一些成本高的炼厂甚至可能出现亏损，许多地方炼厂降低了开工负荷或者以检修的名义暂时停车，倒逼落后炼化产能淘汰出局。

图 4 原油贸易商-炼厂-成品油批发商-加油站-最终消费者的油票链条图

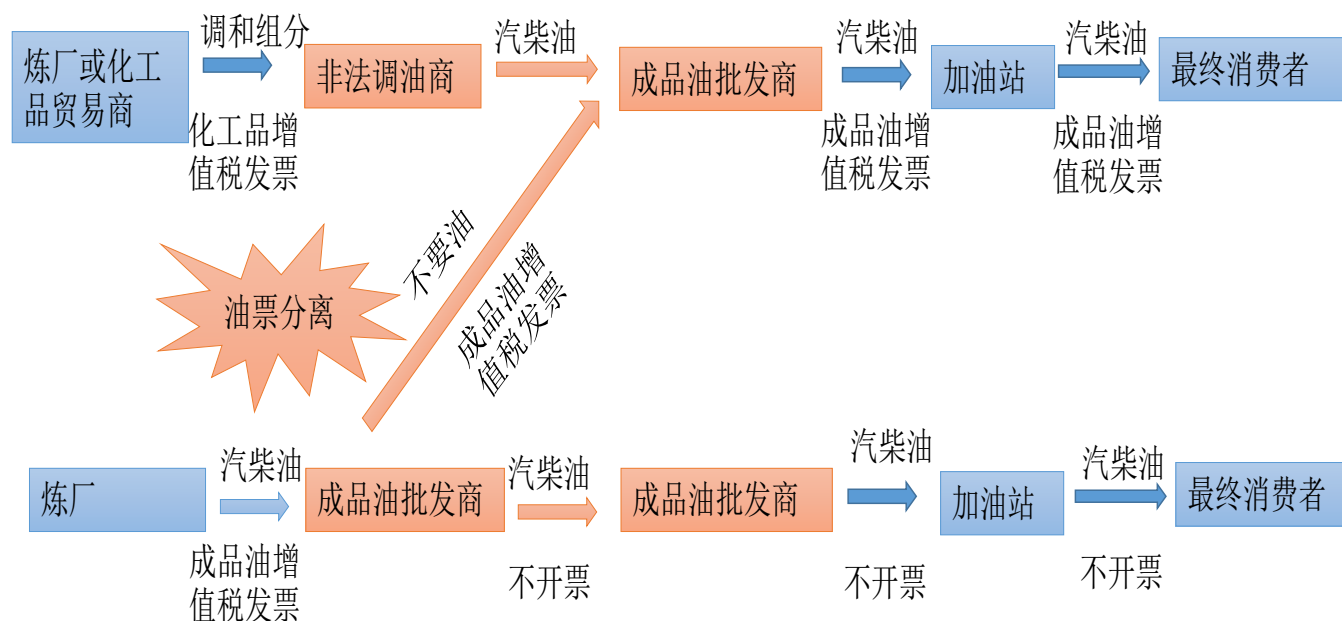


资料来源：信达证券研发中心 注：中间黄色部分是炼厂正规销售渠道，下方蓝色部分是炼厂不开票销售的非正规渠道，上方红色部分是消费税新政打击的非正规渠道

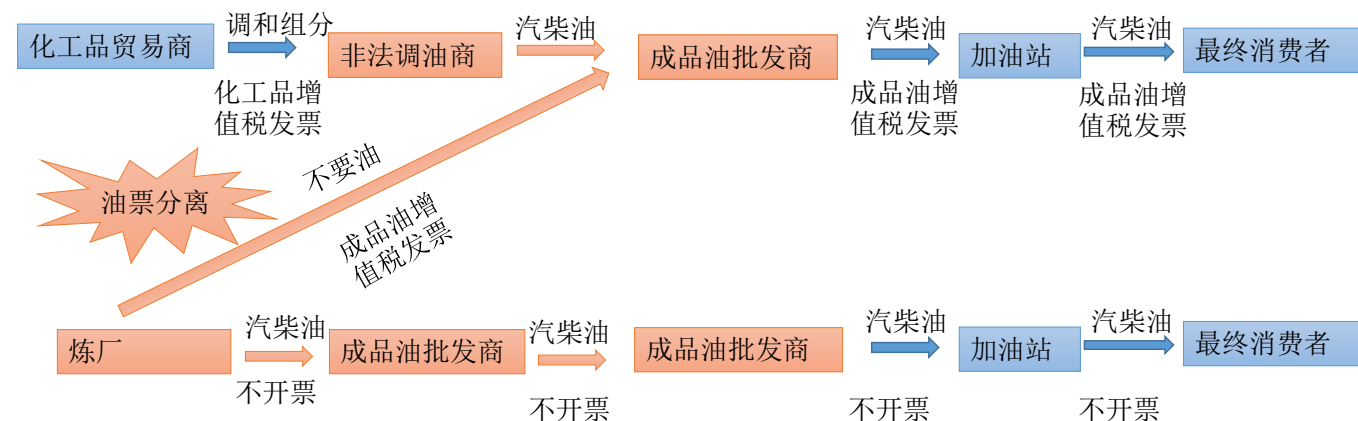
但是，若最终消费者不需要成品油增值税发票，则原油贸易商-炼厂-成品油批发商-加油站-最终消费者的链条上所有主体都无需开票（图 4 下方蓝色途径），我们认为该问题只能通过对加油站终端零售环节的严格稽查监管来解决（比如在加油枪安装税控机），国家税务总局 2018 年第 1 号文消费税新政无法针对性解决此问题。

另一方面，下游批发零售流通环节成品油增值税发票的供给受限（批发零售商期初库存+炼厂新开出的成品油增值税发票），汽油增值税发票价格从 2017 年的 500 元/吨左右暴涨至现在的 2000 元/吨左右，柴油增值税发票价格从 2017 年的 300 元/吨左右暴涨至现在的 1000 元/吨左右，非法调油商低价购买若干种化工原料再物理调和出成品油产品、再通过“油票分离”的方式从成品油批发商处或从炼厂处购买成品油增值税发票、最后将油和票一起卖给下游要票客户的传统经营模式由于非法虚开票价大幅上涨从而利润大幅收窄，倒逼非法调油产能也淘汰出局。

图 5 非法调油商买票的方式 1



资料来源：信达证券研发中心 注：红色部分是被国家税务总局 2018 年第 1 号文打击的环节

图 6 非法调油商买票的方式 2


资料来源：信达证券研发中心 注：红色部分是被国家税务总局 2018 年第 1 号文打击的环节

下面我们根据 2018 年 9 月 3 日山东地炼汽柴油的主流报价测算成品油增值税发票本身的价格区间。

1、非法调油商通过“油票分离”向炼厂或成品油批发商违法买票的方式决定了成品油增值税发票价格的最高价：

表格 3 2018 年 9 月 3 日山东地炼主流报价

	单价（带票价）
国五 92 号汽油	8400
国五 0 号车用柴油	7460

资料来源：百川，信达证券研发中心

1) 以国五 92 号汽油为例，炼厂开具汽油增值税发票需同时缴纳增值税和汽油消费税。假设原油采购成本为 3500 元/吨，约为 72 美金/桶，再假设 1 吨原油可生产 1 吨汽油，则炼厂开具汽油增值税发票在抵扣采购原油进项增值税后需缴纳的增值税= $(8400-3500) / 1.16 * 0.16 = 676$ 元/吨，炼厂需缴纳汽油消费税 1.52 元/升（约 2110 元/吨），合计多交税额= $676+2110=2786$ 元/吨，因此汽油增值税发票的最高价约为 2786 元/吨。

2) 以国五 0 号柴油为例，炼厂开具柴油增值税发票需同时缴纳增值税和柴油消费税。假设原油采购成本为 3500 元/吨，约为 72 美金/桶，再假设 1 吨原油可生产 1 吨柴油，则炼厂开具柴油增值税发票在抵扣采购原油进项增值税后需缴纳的增值税= $(7460-3500) / 1.16 * 0.16 = 546$ 元/吨，炼厂还需缴纳柴油消费税 1.2 元/升（约 1411 元/吨），合计多交税额= $546+1411=1957$ 元/吨，因此柴油增值税发票的最高价约为 1957 元/吨。

2、另外，由于成品油增值税开票系统实行“以进限出”的库存管理，部分成品油批发商在 2018 年 3 月内设定库存初始值时虚增了期初库存（无成品油进项发票抵扣），从而可以虚开成品油增值税发票（虚开增值税发票或造成刑事犯罪，风险较大），但成品油批发商属于流通环节，无需缴纳成品油消费税，因此非法调油商通过“虚开发票”向成品油批发商买票的方式决定了成品油增值税发票价格的最低价：

1) 以国五 92 号汽油为例，假设成品油批发商贸易利润为 200 元/吨，成品油批发商向非法调油商虚开 8600（8400+200）元/吨的汽油增值税发票，则需缴纳的增值税= $8600/1.16*0.16=1186$ 元/吨，因此汽油增值税发票的最低价约为 1186 元/吨。

2) 以国五 0 号柴油为例，假设成品油批发商贸易利润为 200 元/吨，成品油批发商向非法调油商虚开 7660（7460+200）元/吨的柴油增值税发票，则需缴纳的增值税= $7660/1.16*0.16=1056$ 元/吨，因此柴油增值税发票的最低价约为 1056 元/吨。

因此，在当前成品油批发商期初库存尚有虚增余量的情况下，汽油增值税发票的价格区间约为 1186-2786 元/吨，柴油增值税发票的价格区间约为 1066-1957 元/吨，考虑到虚开增值税有较大风险，当前实际汽油和柴油实际市场票价约为 2000 元/吨和 1000 元/吨左右。但是我们需要强调的是，随着成品油批发商期初库存虚增余量逐渐减小，成品油增值税发票的市场价格将逐渐趋于最高价，非法调油商的利润将进一步收窄甚至可能出现亏损。

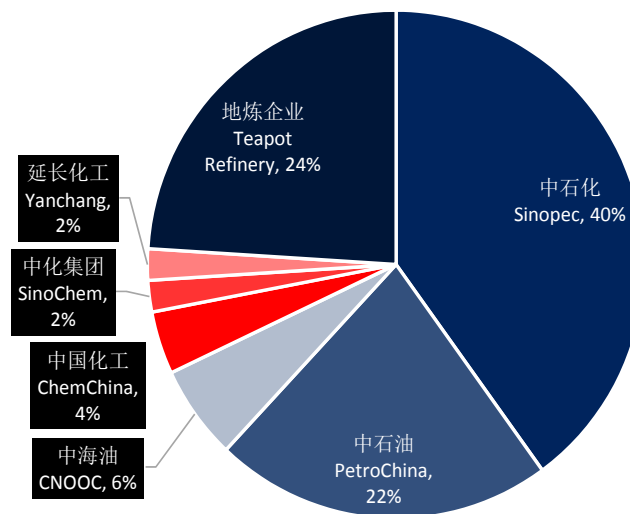
综上所述，我们认为，在国家税务总局 2018 年第 1 号文对成品油流通环节开具增值税开票的严格执行和监管的趋势下，不合规的成品油产能（落后炼厂+非法调油商）逐渐淘汰，并被合规的成品油产能（主营炼厂+优质地方炼厂+以恒力大连和浙江石化为代表的十三五新建的民营炼厂）所替代，最终不合规成品油市场会逐渐消失，多种类型的炼厂和成品油批发零售商会在统一的合规成品油市场环境和价格体系下竞争与生存。

民营优质炼化产能将替代落后地炼逃税产能

（一）落后地炼逃税产能和民营优质炼化产能的测算

目前我国炼化产业总产能约为 7 亿吨，典型的央企三桶油、其他国企和民营地炼三足鼎立的格局，其中山东约占全国民营地炼产能的 70%以上。

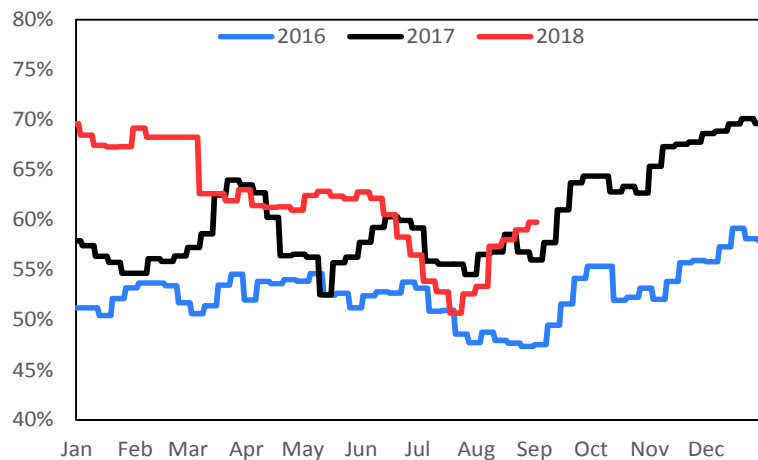
图 7 中国炼化企业产能竞争格局（%）



资料来源：万得，百川，信达证券研发中心

自 2018 年 3 月 1 日起执行的消费税新政执行以来，山东地炼整体开工率出现脱离季节性的下滑，并于 2018 年 7-8 月触及近 3 年以来的最低点 50%左右，与此同时，山东地炼 92 号汽油平均出厂价出现脱离了季节性的上升，并于 2018 年 7-8 月触及近 3 年以来的最高点 8300 元/吨左右，这同“成品油过剩加剧，在需求回落的情形下价格必将越来越低”的传统思维形成明显反差。

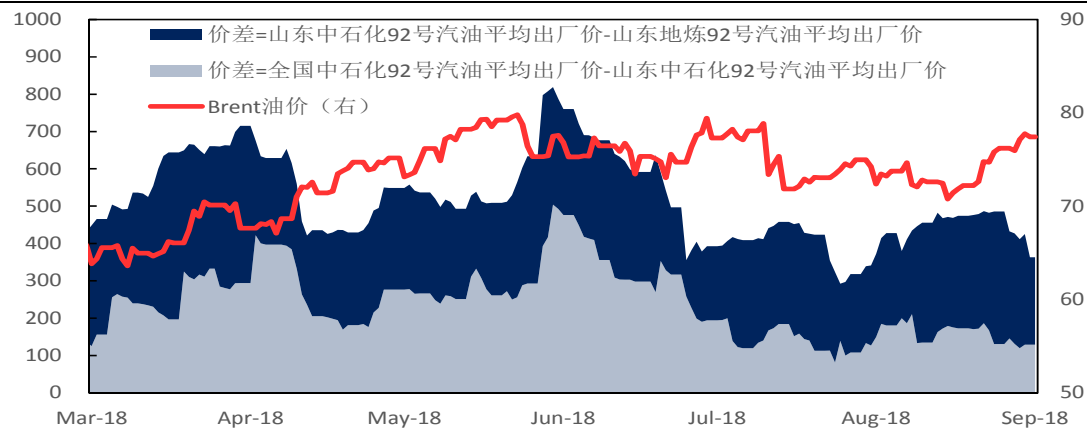
我们认为，山东地炼开工率的脱离季节性降低和汽油价格的在原油价格处于震荡格局下持续走高体现了国家税务总局第 1 号文通过对成品油批发商变票和虚开发票的堵漏已经实质性地促使了一些加工经营成本较低的山东优质地炼逐渐转向开成品油增值发票的正规销售途径，成品油的出厂价也逐渐抬升，与山东省内主营炼厂的价差也在缩小，成品油价格体系正在趋同，而另一些加工经营成本较高的山东落后地炼则被逼无奈选择了停工检修，这部分落后产能最终也将退出市场。

图 8 山东地炼开工率 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 9 山东地炼 92 号汽油平均出厂价 (元/吨, 美金/桶)


资料来源: 百川, 信达证券研发中心

图 10 2018 年 3-9 月全国中石化、山东中石化和山东地炼 92 号汽油出厂价的价差 (元/吨)


资料来源: 万得, 百川, 信达证券研发中心

下面我们再进一步细分山东省内的炼油产能。山东是我国的化工大省，其中中国有主营和地方炼厂共计 82 个，总产能约 2 亿吨，其中以中石化济南和青岛、中海油青岛、中化弘润等中化集团下属炼厂、中化正和等中国化工下属炼厂为代表的国有主营炼厂共有 14 个，产能合计约 6500 万吨/年，平均产能约为 450 万吨/年，以东明石化、京博石化、汇丰石化和齐成石化为代表的地方炼厂共有 68 个，产能合计约为 1.5 亿吨/年，平均产能约为 250 万吨/年。

若将山东省内共 82 个炼厂按照产能 ≥ 200 万吨/年或 < 200 万吨/年来分类，则产能 ≥ 200 万吨/年炼厂共有 47 个，产能合计约 2 亿吨，平均产能约为 415 万吨/年，而产能 < 200 万吨/年炼厂共有 35 个，产能合计约 2300 万吨，平均产能约为 65 万吨/年。

我们认为，在国家税务总局 2018 年第 1 号文对成品油流通环节开具增值税开票的严格执行和监管的趋势下，山东省内产能 < 200 万吨/年的地方炼厂由于炼化规模小、运营成本高、销售渠道不合规、环保投资能力不足等原因将最先被淘汰，符合此条件的炼厂共有 31 个，合计产能约为 2000 万吨/年，平均产能约为 62 万吨/年。

图 11 山东省国有主营炼厂和地方炼厂的竞争格局 (%)

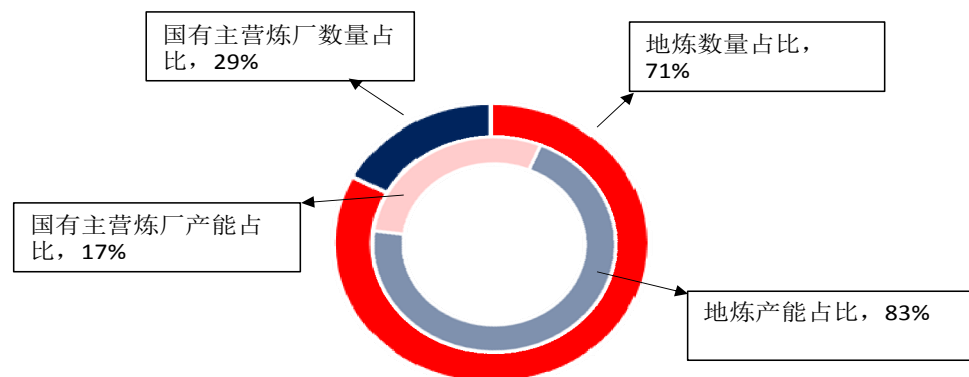
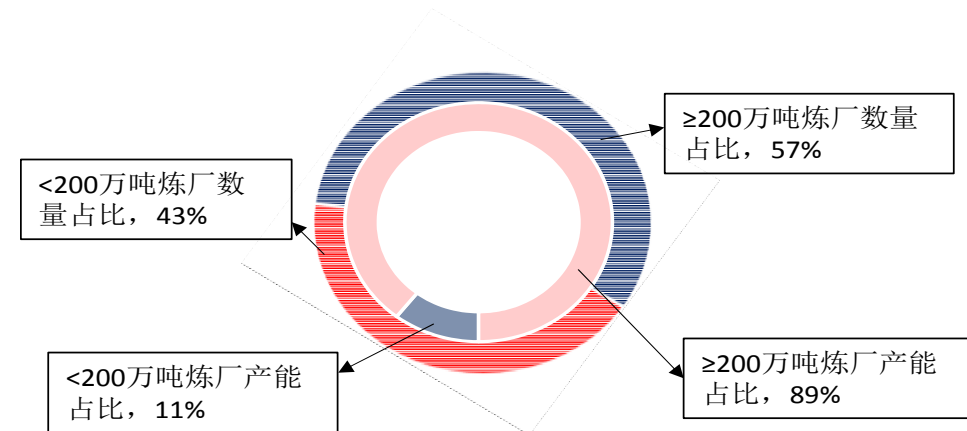


图 12 山东省炼厂按产能分布 (%)



资料来源：卓创资讯，信达证券研发中心

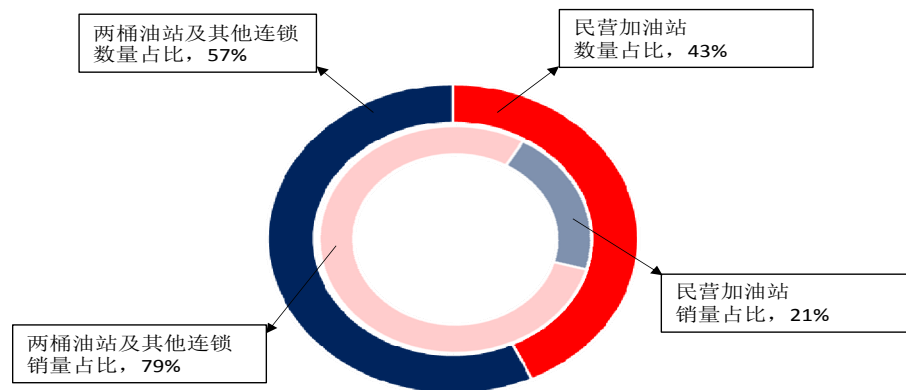
资料来源：卓创资讯，信达证券研发中心

再考虑到炼厂的成品油收率特征，山东省炼厂平均汽油和柴油收率分别约为 30%和 50%，那么若山东省淘汰上述 2000 万吨/年的产能，则将退出汽油和柴油产能约为 600 万吨/年和 1000 万吨/年，合计约 1600 万吨/年成品油产能。浙江石化 2000 万吨/年炼化一体化一期项目的汽油和柴油收率分别为 19%和 9%，相应的汽油和柴油产能分别约有 380 万吨/年和 170 万吨/年，而恒力大连 2000 万吨/年炼化一体化项目的汽油和柴油收率分别为 23%和 8%，相应的汽油和柴油产能分别约有 460 万吨/年和 160 万吨/年。因此，在十三五期间，浙江石化和恒力大连这两大新增优质民营炼化产能将有 4000 万吨/年，对应新增汽油和柴油产能分别约为 840 万吨/年和 330 万吨/年，合计约 1170 万吨/年汽油和柴油产能，民营优质炼化产能将替代落后地炼逃税产能。

（二）加油站的高利润正在向炼厂环节转移

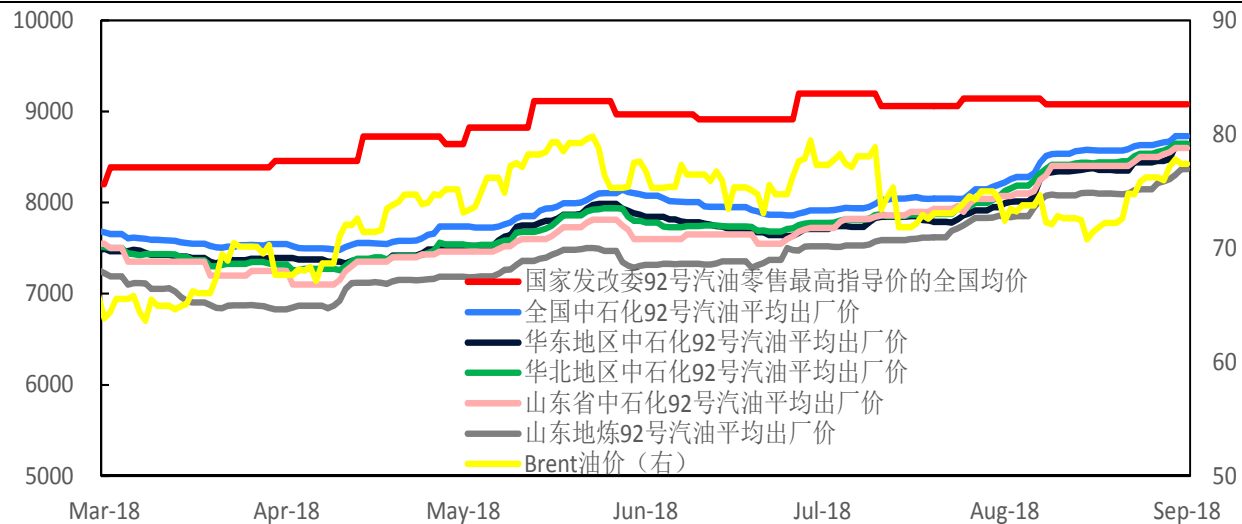
目前，我国约有 10 万座加油站，汽柴油消费量约为 3 亿吨/年，其中两桶油及其他连锁加油站（如中化、中海油及其他外资与国内企业合资的加油站）数量约占约 57%，其销量占约 79%，而民营加油站虽然数量占到 43%，但其销量却仅占 21%，这体现了两桶油及其连锁加油站的单站加油量和盈利水平远高于民营加油站，两桶油在成品油零售终端领域具有绝对优势，加油站盈利环节利润丰厚。

图 13 中国终端加油站竞争格局（%）

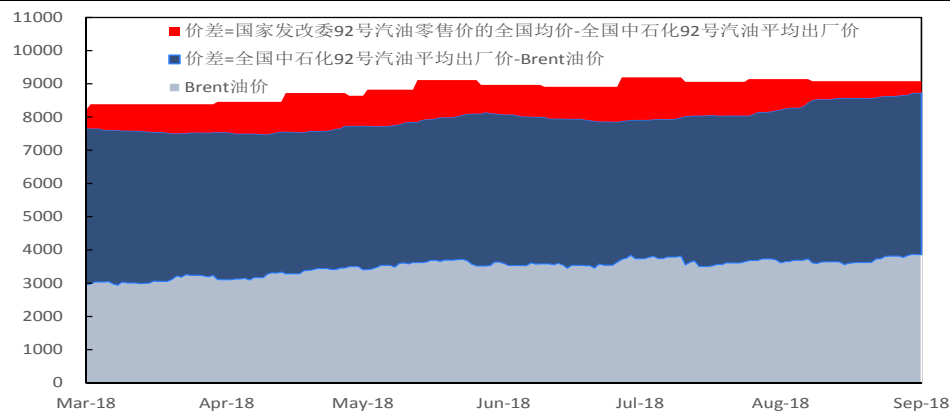


资料来源：万得，百川，信达证券研发中心

我国发改委规定汽、柴油最高零售价格以国际市场原油价格为基础（与国际油价挂钩），考虑国内平均加工成本、税金、合理流通环节费用和适当利润确定，并且汽、柴油价格根据国际市场原油价格变化每 10 个工作日调整一次，调价具有滞后性。我们发现，在当前国内成品油出厂价格频繁出现脱离季节性和脱离油价的上涨的情况下，炼厂成品油出厂价的增幅远高于加油站成品油零售价格的增幅，两者价差在逐渐缩小，加油站的高利润正在向炼厂环节转移，这主要是由于炼厂的合法成品油的供求关系出现结构性优化，以往能够和合法成品油形成恶性竞争的逃税落后成品油产能开始结构性退出。

图 14 Brent 原油、国内炼厂 92 号汽油出厂价和加油站 92 号汽油零售最高指导价 (元/吨, 美元/桶)


资料来源：万得，百川，信达证券研发中心

图 15 2018 年 3-9 月 Brent 原油、全国中石化 92 号汽油平均出厂价和发改委 92 号汽油零售最高指导价的价格及价差 (元/吨)


资料来源：万得，百川，信达证券研发中心

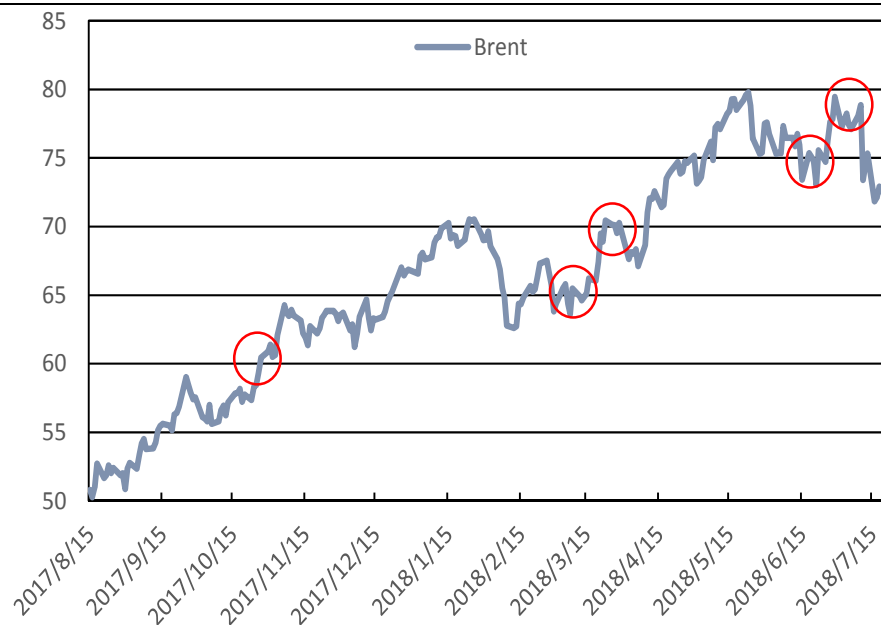
9 种油价+4 种成品油销售方式下的炼化盈利敏感性测算

(一) 9 种油价环境的选取依据

为了更加及时、有效、全面、客观地分析炼化一体化项目端的盈利能力，我们参考我们在 2017 年 10 月 11 日的大炼化深度报告《改革护航的腾飞式盈利：4 大上市民营石化巨头必逆袭！》中的方法，在当前最新市场情况基于 9 种不同 Brent 油价环境下重新对 3 个炼化一体化项目给出盈利预测（其中 85 美金和 90 美金油价环境因为在过去 1 年未出现过，因此参考 2014 年 10 月份的油价环境）。

在实际贸易过程中，生产厂商会有不同的采购和销售方式，还有一些有能力的企业会利用套期保值等手段来实现锁定原料和产品的价格或价差等，以控制企业的运营风险。为了简单有效地炼化盈利测算的计算，我们的原料和产成品价格体系是优先选取 Brent 价格稳定的时间点，若有多个稳定时间点，则选取时间上最新的，以避免产成品自身行业供需格局大幅变化对产成品价格带来的影响。

图 16 过去 1 年内 Brent 油价走势（美金/桶）



资料来源：彭博，信达证券研发中心

第一大类：油价稳定（基准情景）

情景 1【稳在 60 美金/桶】：Brent 处于 60 美金/桶左右，原材料和产成品价格均参考 2017 年 10 月 27 日左右的历史价格。

情景 2【稳在 65 美金/桶】：Brent 处于 65 美金/桶左右，原材料和产成品价格均参考 2018 年 3 月 8 日左右的历史价格。

情景 3【稳在 70 美金/桶】：Brent 处于 70 美金/桶左右，原材料和产成品价格均参考 2018 年 3 月 28 日左右的历史价格。

情景 4【稳在 75 美金/桶】：Brent 处于 75 美金/桶左右，原材料和产成品价格均参考 2018 年 6 月 19 日左右的历史价格。

情景 5【稳在 80 美金/桶】：Brent 处于 80 美金/桶左右，原材料和产成品价格均参考 2018 年 7 月 4 日左右的历史价格。

情景 6【稳在 85 美金/桶】：我们往前追溯 Brent 上一次处于 85 美金/桶是在至 2014 年 10 月 30 日左右，原材料和产成品价格均参考 2014 年 10 月 30 日左右的历史价格，以对后续油价突破 80 美金/桶对炼化盈利的影响作为参考。

情景 7【稳在 90 美金/桶】：我们往前追溯 Brent 上一次处于 90 美金/桶是在至 2014 年 10 月 10 日左右，原材料和产成品价格均参考 2014 年 10 月 10 日左右的历史价格，以对后续油价突破 80 美金/桶对炼化盈利的影响作为参考。

第二大类：油价降低（调整情景）

情景 8【80 降至 70 美金/桶】：考虑油价下跌的风险，原材料采用情景 5 的价格，产成品采用情景 3 的价格。

情景 9【70 降至 60 美金/桶】：考虑油价下跌的风险，原材料采用情景 3 的价格，产成品采用情景 1 的价格。

另外需要补充说明的是：

1) 国内成品油价格本身会有季节性波动并且成品油调价通常滞后于原油价格的调整，因此我们使用上述方法来确定原材料和产成品的价格体系可能会导致炼化盈利测算出现一些误差。

2) 油价降低情形往往只影响降低过程中的单季度利润。

此外，我们需要特别说明的是：油价上升情形由于原料价格在低位购买，产品价格在高位销售，因此油价上涨情形的盈利一般大于油价稳定情形。

综上所述，我们将测算 9 种油价环境（油价平稳下，5 美金/桶一档；油价降低下，10 美金/桶一档）下恒力大连炼化一体化、恒逸文莱炼化一体化、浙江石化（荣盛、桐昆等）炼化一体化这 3 个炼化一体化项目端的盈利情况。

（二）浙江石化炼化一体化项目盈利敏感性测算

对浙江石化（持股比例为：荣盛 51%，桐昆 20%，巨化集团 20%和舟山海洋综合开发投资公司 9%）2000 万吨/年炼化一体化一期项目+140 万吨乙烯项目（暂不考虑二期项目）的盈利预测的假设如下：

1. 浙江石化汽油和柴油的可能销售方式有 6 种途径：

假设 1：卖给中石化、中石油的销售公司：按全国中石化汽柴油平均出厂价；

假设 2：卖给其他油品销售公司：按山东地炼汽柴油平均出厂价；

假设 3：直接卖给其他民营加油站：在山东地炼汽柴油平均出厂价的基础上+成品油批发环节的利润（假设为 200 元/吨）；

假设 4：取得成品油一般贸易出口配额，出口退 16%增值税，按剔除国内成品油消费税后的全国中石化汽柴油平均出厂价【浙江石化目前尚未获得成品油出口资质】；

假设 5：将成品油卖给自建的加油站，但加油站额外收益不在本报告分析范围之内，因此本文不针对假设 5 的销售方式测算盈利。【浙江石化和浙能集团共同成立浙江石油公司，拟在 3 年内新建 700 座加油站以消化浙江石化的成品油】；

假设 6：通过套期保值等金融工具来锁定原油-成品油环节的利润，但是套保量和套保下的收益不在本报告分析范围之内，套期保值是境外市场化炼厂锁定利润的常见手法。大炼化相关公司在获取成品油出口配额后将具备在境外交易所进行实际物理交割的能力。

2. 我们采用了国内炼厂航煤平均销售价格来测算浙江石化炼化一体化的航空煤油部分的营业收入；

3. 我们采用国内炼化企业化工品平均销售价格来测算浙江石化炼化一体化项目的 PX 等化工品的营业收入；

4. 我们采用各种油品销往亚太地区的现货价格来测算原油采购成本；

5. 100%满负荷生产；

6. 固定资产折旧按 15 年，净残值率为 0%；

7. 浙江石化装置多且精细，维修难度大，修理费用率取为固定资产原值的 5%；

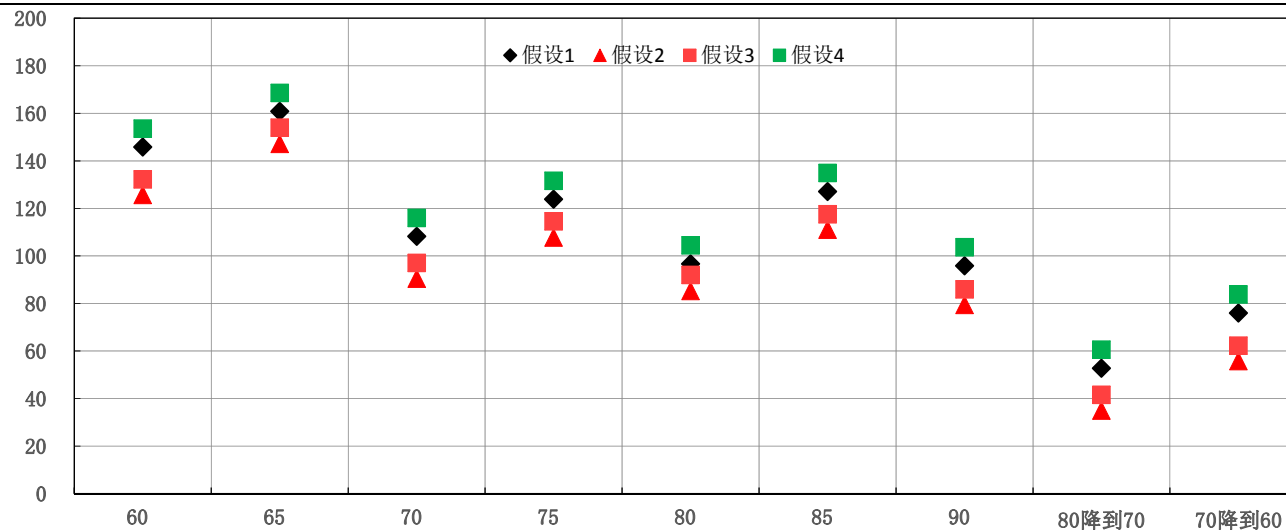
8. 炼油区和化工区两大区域，总人员数 3000 人，工资水平 10 万元/人/年；

9. 沿用我们在 2017 年 10 月 11 日发布的分析报告《改革护航的腾飞式盈利：4 大民营石化巨头必逆袭！》中对三费的假设，取管理费用率为 5%，取银行贷款及其他融资渠道的综合资金成本约为 7.5%/年，取销售费用率为 2%。

10. 汽油消费税按照 1.52 元/升征收，柴油、消费税率按照 1.2 元/升征收，航煤消费税率按照 1.2 元/升征收，但目前航煤暂缓征收消费税；
11. 增值税除水、天然气、液化气为 13%以外，其他均为 17%；
12. 城市维护建设税和教育费附加税分别按照消费税和增值税之和的 7%和 5%；
13. 企业所得税率按照 25%。

我们给出了 9 种油价环境+4 种成品油销售方式（假设 1-4）下的浙江石化（荣盛、桐昆等）炼化一体化一期项目的盈利敏感性测算：

图 17 浙江石化炼化一体化项目的盈利敏感性测算（亿元，美金/桶）



资料来源：万得，彭博，公司公告，信达证券研发中心

（三）恒力大连炼化一体化项目盈利敏感性测算

对恒力大连（持股比例为：恒力石化 100%）2000 万吨/年炼化一体化项目+150 万吨乙烯项目的盈利预测的假设如下：

1. 恒力大连汽油和柴油可能的销售方式有 6 种途径:

假设 1: 卖给中石化、中石油的销售公司: 按全国中石化汽柴油平均出厂价;

假设 2: 卖给其他油品销售公司: 按山东地炼汽柴油平均出厂价;

假设 3: 直接卖给其他民营加油站: 在山东地炼汽柴油平均出厂价的基础上+成品油批发环节的利润(假设为 200 元/吨);

假设 4: 取得成品油一般贸易出口配额, 出口退 16% 增值税, 按剔除国内成品油消费税后的全国中石化汽柴油平均出厂价【恒力大连目前尚未获得成品油出口资质】;

假设 5: 将成品油卖给自建的加油站, 但加油站额外收益不在本报告分析范围之内, 因此本文不针对假设 5 的销售方式测算盈利。【从目前公开信息来看, 恒力大连尚未有采取该途径的公告】;

假设 6: 通过套期保值等金融工具来锁定原油-成品油环节的利润, 但是套保量和套保下的收益不在本报告分析范围之内, 套期保值是境外市场化炼厂锁定利润的常见手法。大炼化相关公司在获取成品油出口配额后将具备在境外交易所进行实际物理交割的能力。

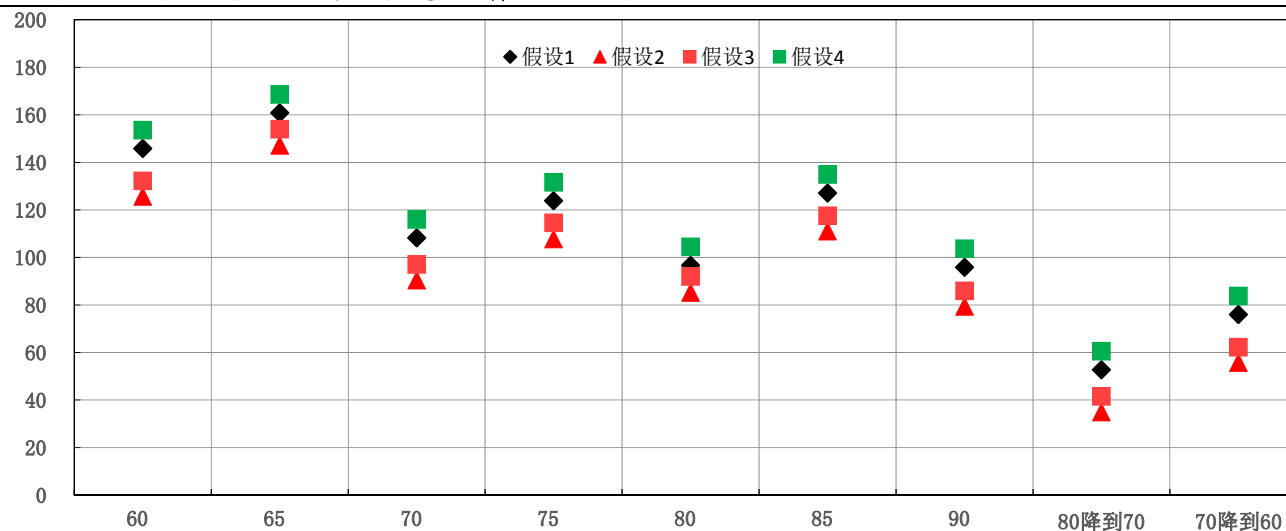
2. 我们采用了国内炼厂航煤平均销售价格来测算恒力大连炼化一体化的航空煤油部分的营业收入;
3. 我们采用国内炼化企业化工品平均销售价格来测算恒力大连炼化一体化项目的 PX 等化工品的营业收入;
4. 我们采用各种油品销往亚太地区的现货价格来测算原油采购成本;
5. 100% 满负荷生产;
6. 固定资产折旧按 15 年, 净残值率为 0%;
7. 由于恒力大连新增了 150 万吨/年乙烯项目, 现与浙江石化项目同样有炼油和化工两个区域, 且规模相当, 故将恒力大连项目的修理费用率由 2017 年 10 月 11 日发布的分析报告《改革护航的腾飞式盈利: 4 大民营石化巨头必逆袭!》中固定资产原值的 3% 上调为 5%, 管理费用率由原先的 3% 上调为 5%, 销售费用率由原先的 1% 上调为 2%。
8. 由于恒力大连新增了 150 万吨/年乙烯项目, 总人员数由原先的 2000 人上升至 3000 人, 工资水平 10 万元/人/年;
9. 沿用我们在 2017 年 10 月 11 日发布的分析报告《改革护航的腾飞式盈利: 4 大民营石化巨头必逆袭!》中对贷款利率的假设, 取银行贷款及其他融资渠道的综合资金成本约为 7.5%/年。
10. 汽油、润滑油及其他像石脑油的油品的消费税按照 1.52 元/升征收, 柴油和燃料油消费税率按照 1.2 元/升征收, 航煤消费

税率按照 1.2 元/升征收，但航煤暂缓征收消费税；

11. 增值税除水、天然气、液化气为 13% 以外，其他均为 16%；
12. 城市维护建设税和教育费附加税分别按照消费税和增值税之和的 7% 和 5%；
13. 企业所得税率按照 25%。

我们给出了 9 种油价环境+4 种成品油销售方式（假设 1-4）下的恒力大连炼化一体化项目的盈利敏感性测算：

图 18 恒力大连炼化一体化项目的盈利敏感性测算（亿元，美金/桶）



资料来源：万得，彭博，公司公告，信达证券研发中心

（四）恒逸文莱炼化一体化项目盈利敏感性测算

对恒逸文莱（持股比例为；恒逸石化 70% 和文莱国王 30%）800 万吨/年炼化一体化一期项目的盈利预测的假设如下：

1. 恒逸文莱汽油和柴油可能的销售方式有 2 种途径：

假设 1：直接在东南亚地区及新加坡油品交易所销售。恒逸文莱炼化一体化项目生产的欧规 IV 汽油、柴油各 40 万吨/年、

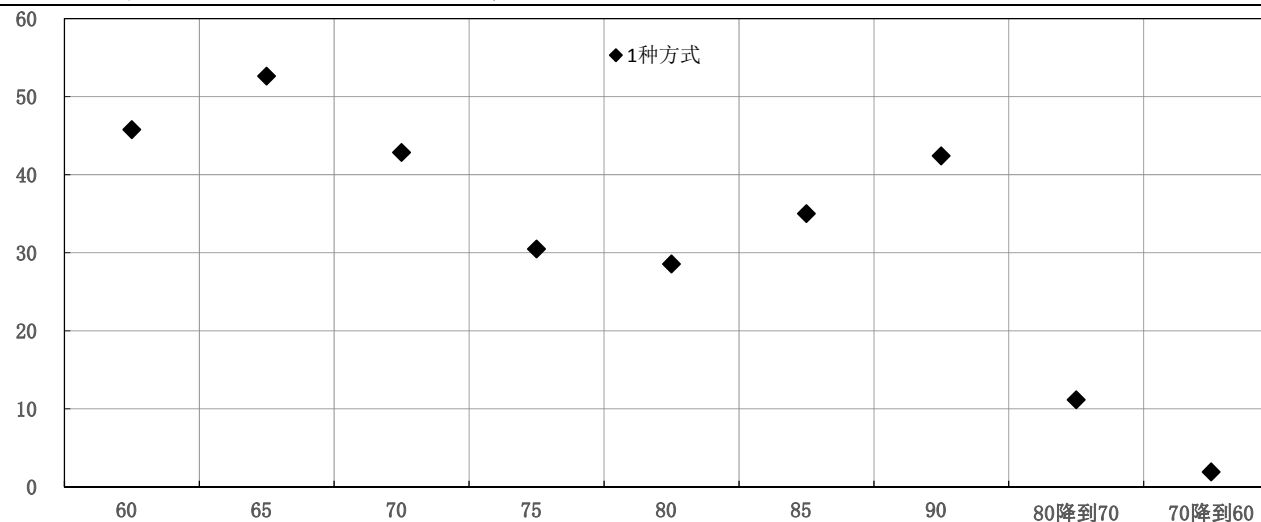
20万吨/年航煤油供应文莱国内，其他成品油在新加坡油品交易所销售，因此我们采用9种油价下的新加坡交易所汽油、柴油和航空煤油的价格来测算恒逸文莱炼化一体化项目的成品油部分营业收入；

假设2：通过套期保值等金融工具来锁定原油-成品油环节的利润，但是套保量和套保下的收益不在本报告分析范围之内，套期保值是境外市场化炼厂锁定利润的常见手法。大炼化相关公司在获取成品油出口配额后将具备在境外交易所进行实际物理交割的能力。

2. 恒逸文莱炼化一体化的产成品中150万吨/年PX主要满足浙江恒逸石化有限公司对下游聚酯纤维产业的原料需要，50万吨/年苯主要满足浙江巴陵恒逸有限公司对己内酰胺的原料需要，因此我们采用国内炼化企业化工品平均销售价格来测算恒逸文莱炼化一体化项目的PX等化工品的营业收入；
3. 我们采用各种油品销往亚太地区的现货价格来测算原油采购成本；
4. 100%满负荷生产；
5. 固定资产折旧按15年，净残值率为0%；
6. 保守假设修理费用率为固定资产原值的3%；
7. 总人员数800人，工资水平5万美金/人/年；
8. 沿用我们在2017年10月11日发布的分析报告《改革护航的腾飞式盈利：4大民营石化巨头必逆袭！》中对三费的假设，取管理费用率为3%，取银行贷款及其他融资渠道的综合资金成本约为7.5%/年，取销售费用率为1%。
9. 文莱没有消费税、增值税、城市维护建设税、教育费附加税等，并且符合文“先锋企业”税收优惠政策，前11年企业不征收企业所得税。本项目PX、苯、部分煤油及减压重油计划销往中国，根据中国-东盟自由贸易区协定（文莱是东盟自贸区成员国），关税税率为零，只会产生部分进口环节增值税。
10. 汇率按照6.7元人民币/美金，关于恒逸的金额均为人民币。
11. 企业所得税率按照0%。

我们给出了 9 种油价环境+1 种成品油销售方式（假设 1）下的恒逸文莱炼化一体化一期项目的盈利敏感性测算：

图 19 恒逸文莱炼化一体化项目的盈利敏感性测算（亿元，美金/桶）



资料来源：万得，彭博，公司公告，信达证券研发中心

（五）浙江石化、恒力大连和恒逸文莱三大炼化一体化项目端的盈利敏感性测算

综上所述，我们给出了 9 种 60-90 美金/桶油价环境+4 种成品油销售方式（假设 1-4）下的浙江石化一期、恒力大连和 1 种成品油销售方式（假设 1）下的恒逸文莱一期这三大炼化一体化项目端的盈利敏感性测算：

浙江石化和恒力大连两个项目的成品油销售方式假设如下；

假设 1：卖给中石化、中石油的销售公司：按全国中石化汽柴油平均出厂价；

假设 2：卖给其他油品销售公司：按山东地炼汽柴油平均出厂价；

假设 3：直接卖给其他民营加油站：在山东地炼汽柴油平均出厂价的基础上+成品油批发环节的利润（假设为 200 元/吨）；

假设 4：取得成品油一般贸易出口配额，出口退 16% 增值税，按剔除国内成品油消费税后的全国中石化汽柴油平均出厂价。

恒逸文莱项目的成品油销售方式假设如下；

假设 1: 直接在东南亚地区及新加坡油品交易所销售。

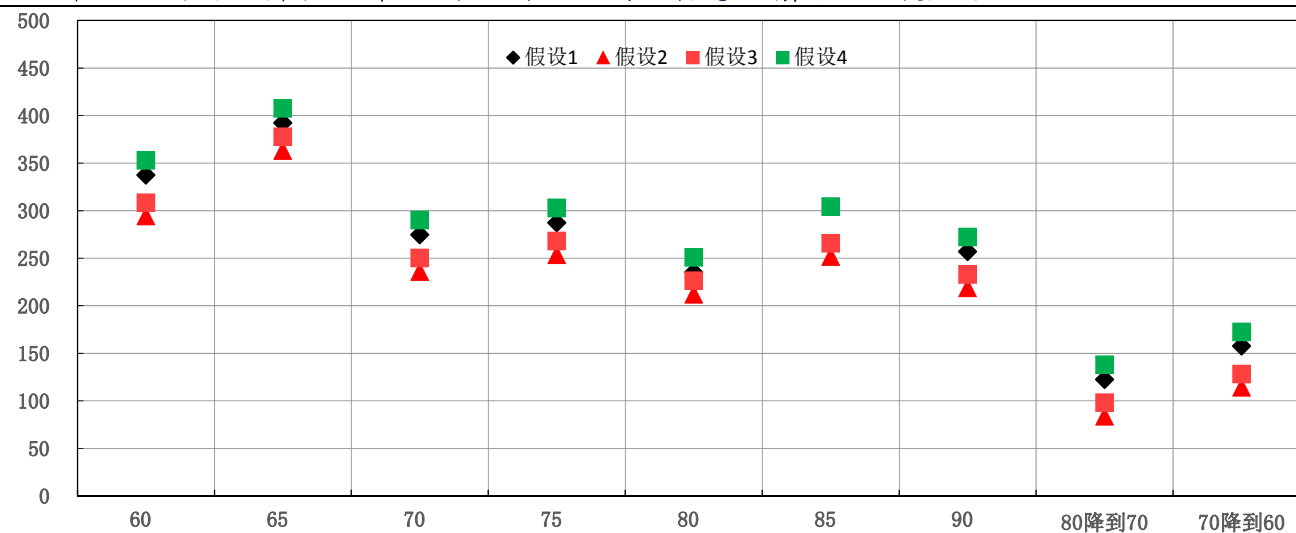
我们参考在 2017 年 10 月 11 日的大炼化深度报告《改革护航的腾飞式盈利：4 大上市民营石化巨头必逆袭！》中的方法，在当前最新市场情况基于 9 种不同 Brent 油价环境下重新对 3 个炼化一体化项目给出盈利预测。在 7 种的油价稳定环境下，浙江石化炼化一体化一期项目净利润区间为：80 - 180 亿，恒力大连炼化一体化项目净利润区间为：80 - 180 亿，恒逸文莱炼化一体化一期项目净利润区间为 30 - 60 亿，三个项目合计净利润区间为 190-420 亿；而在两种油价降低情形下，浙江石化炼化一体化一期项目净利润区间为：50 - 100 亿，恒力大连炼化一体化项目净利润区间为：50 - 100 亿，恒逸文莱炼化一体化一期项目净利润区间为 0 - 20 亿，三个项目合计净利润区间为 100-220 亿。因此，炼化一体化项目越偏重深度化工路线，产品附加值越高，盈利能力越强，并且抵御油价波动风险的能力也更强，盈利能力越稳定。

表格 4 浙江石化、恒力大连和恒逸文莱三大炼化一体化项目的盈利敏感性测算（亿元）

	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	情景 5	情景 6	情景 7	情景 8	情景 9
Brent 油价	60 美金/桶	65 美金/桶	70 美金/桶	75 美金/桶	80 美金/桶	85 美金/桶	90 美金/桶	80 降至 70 美金/桶	70 降至 60 美金/桶
浙江石化									
假设 1	146	161	108	124	97	127	96	53	76
假设 2	126	147	90	108	85	111	79	35	56
假设 3	132	154	97	115	92	118	86	42	62
假设 4	154	169	116	132	104	135	104	61	84
恒力大连									
假设 1	147	179	124	133	110	127	119	59	80
假设 2	124	163	103	115	98	106	97	38	57
假设 3	132	171	110	123	106	113	104	45	64
假设 4	155	187	131	141	118	134	126	66	87
恒逸文莱									
1 种方式	45	53	43	30	29	35	42	11	2
合计									
假设 1	337	392	275	287	235		257	122	158
假设 2	294	363	236	254	212	252	219	84	114
假设 3	308	378	250	268	226	266	233	98	128
假设 4	353	408	290	303	251	304	272	138	172

资料来源：万得，彭博，公司公告，信达证券研发中心

图 20 浙江石化、恒力大连和恒逸文莱三大炼化一体化项目的盈利敏感性测算（亿元，美金/桶）



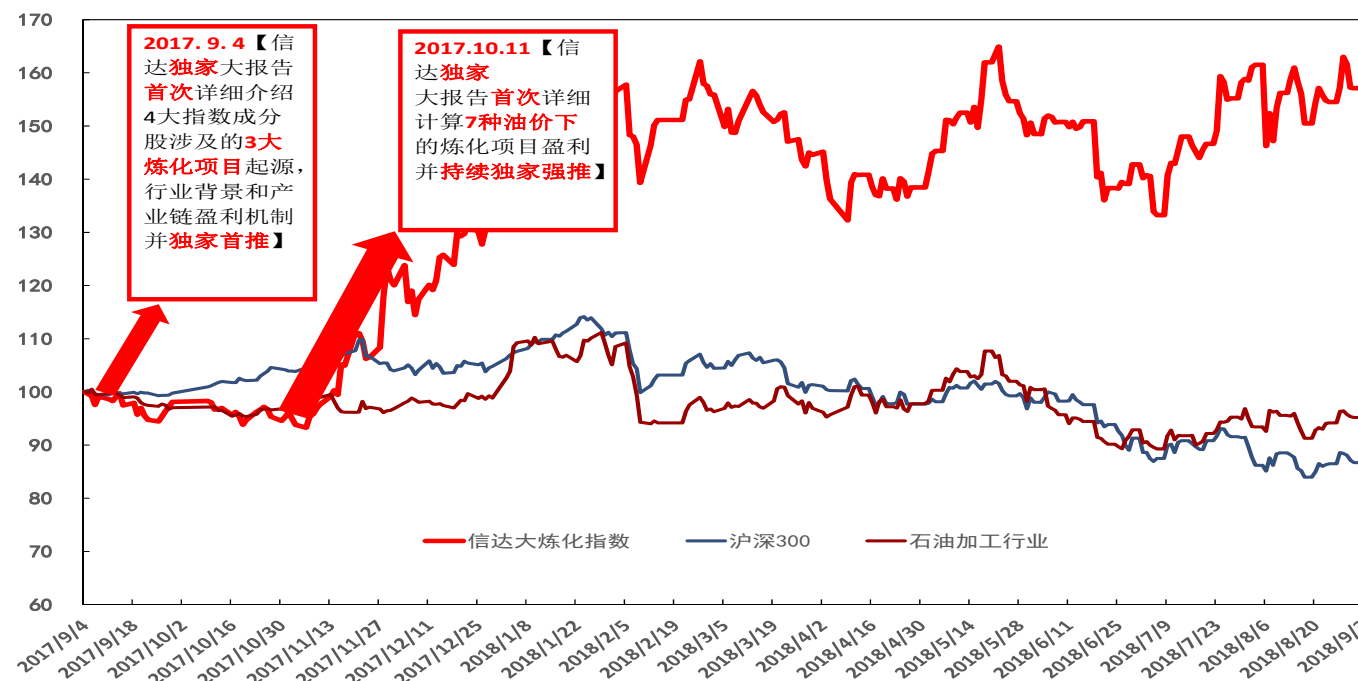
资料来源：万得，彭博，公司公告，信达证券研发中心

信达大炼化指数最新走势

我们以石油加工行业报告《与国起航，石化供给侧结构性改革下的大道红利》的发布日期（2017年9月4日）为基期，以100为基点，以2017年10月11日石油加工行业报告《改革护航的腾飞式盈利：4大民营石化巨头必逆袭！》中详细计算炼化盈利能力的3大炼化一体化项目所相关的四家上市公司荣盛石化(002493.SZ)、桐昆股份(601233.SH)、恒力股份(600346.SH)、恒逸石化(000703.SZ)为成分股，将其市值等权重平均，编制信达大炼化指数，以求客观反映四大民营石化巨头的业绩表现，并与石油加工行业指数和沪深300对的市场整体表现做比较。

从下图可以发现，在2017年9月4日至2018年9月4日这一年期间，信达大炼化指数的涨幅达到55.98%，同期石油加工行业指数涨幅为-3.92%，沪深300指数涨幅为-12.53%。

图 21 信达大炼化指数相对石油加工行业指数和沪深300指数的市场表现



资料来源：万得，信达证券研发中心 注：采用2018年9月4日的收盘价。

行业评级与投资策略

随着 2018-2019 年部分炼化一体化项目的建成投产，4 大民营石化巨头将打通“原油-PX-PTA-PET-涤纶长丝-化纤织造”全产业链，实现【从无到有】的业绩腾飞。我们对 2018-2019 年石油加工行业维持“看好”评级。

相关上市公司：恒力股份、恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份。

风险因素

地缘政治与厄尔尼诺等因素对油价有较大干扰；项目进展放缓造成业绩释放延后的风险；信用风险导致企业资金链紧张；国家税务总局 2018 年 1 号消费税政策执行效果不达预期；国内成品油价格本身会有季节性波动并且成品油调价通常滞后于原油价格的调整导致炼化盈利测算出现一些误差；项目实际运行产生的三费与假设不同所造成的偏差；设备故障等因素造成装置实际开工率偏低导致项目盈利低于预期；项目端盈利测算的 PX 环节利润逐步让渡给下游 PTA 环节。

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

许隽逸，浙江大学化工和生物工程系学士，美国南加州大学石油化工系博士（首位获得 George V. Chilingar 石油工程奖的华人）。14 年石油化工行业研究和投资经验。国际石油工程师协会 SPE 会员（2008 至今）。国务院发展研究中心《中国气体清洁能源发展报告 2015》编委，莫干山会议 30 周年能源环境组报告专家，《2015 联合国南南合作可持续发展高级别论坛》特邀主题报告专家。曾任美国能源公司（Energy Corporation of America, ECA）技术首席，跨国合资工程主管。2016 年 10 月加入信达证券，从事石油化工行业研究。

陈淑娴，北京大学数学科学学院（SMS）金融数学系学士，北京大学国家发展研究院（CCER）经济学双学士和西方经济学硕士。2017 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。