

2017年04月12日

上海石化 (600688.SH)

公司深度分析

证券研究报告

炼油

炼化一体化享成本优势，油气改革建炼化基地正当时

■供需局面渐见改善，看好2季度油价反弹：1季度消费淡季，美国页岩油投产加快、沙特进口量激增导致美国原油库存新高，造成三地油价3月前两周快速下跌均超过10%。随着美国成品油库存持续下降，2季度炼厂开工率底部回升，原油库存短期或将见顶。考虑到临近2季度全球消费旺季、全球原油供需持续改善和OPEC减产延续等因素，油价有望重回55美元/桶附近，考虑近期叙利亚等突发战事影响，油价可能向上甚至突破60美元/桶。

■一体化享成本优势，炼油、化工再迎上涨周期：基于油价反弹的判断，公司原油库存增值将继续增厚炼油利润，公司乙烯业务将持续高景气；副产丁二烯年前价格暴涨，公司及时调整进料结构提升产量，丁二烯价格回调后依然保持较高的毛利水平。

■油气改革方案即将公布、打造世界级炼化基地正当时：3月1日，中石化集团宣布：“十三五”期间将投资2000亿元，打造四个世界级炼化基地四大基地茂湛（茂名、湛江）、镇海、上海和南京。公司2016年底在手现金54.41亿元，资产负债率26.65%，历史最低，目前公司扩产PX项目仍在审批，作为中石化集团公司规划的四大炼化基地之一，项目投资进程有望加快。

■投资建议：项目买入-A投资评级，6个月目标价8.34元。我们预计公司2017年-2019年的收入分别为860亿元、936亿元和1005亿元，预计EPS分别为0.62元、0.69元、0.70元；给予买入-A的投资评级，6个月目标价为8.34元，对应2017年PE13.4倍。

■风险提示：油价反弹不及预期，新项目审批进度不及预期等

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	80,803.4	77,894.3	86,073.2	93,647.6	100,483.9
净利润	3,245.8	5,955.6	6,650.8	7,422.6	7,605.0
每股收益(元)	0.30	0.55	0.62	0.69	0.70
每股净资产(元)	1.84	2.29	2.84	3.42	4.07

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	21.8	11.9	10.7	9.5	9.3
市净率(倍)	3.6	2.9	2.3	1.9	1.6
净利润率	4.0%	7.6%	7.7%	7.9%	7.6%
净资产收益率	16.4%	24.1%	21.7%	20.1%	17.3%
股息收益率	1.5%	0.0%	1.0%	1.5%	0.9%
ROIC	16.6%	29.0%	32.4%	39.0%	40.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

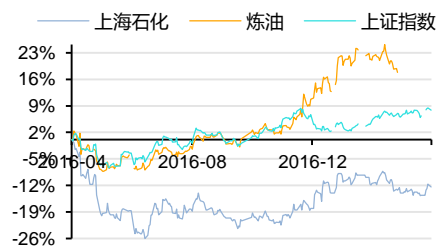
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**8.34元**
股价(2017-04-12) **6.68元**

交易数据

总市值(百万元)	70,848.00
流通市值(百万元)	47,920.80
总股本(百万股)	10,800.00
流通股本(百万股)	7,305.00
12个月价格区间	5.63/7.62元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.1	-6.79	-23.75
绝对收益	1.86	-3.39	-14.22

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004

hengkun@essence.com.cn

010-83321058

相关报告

上海石化：油价反弹下游高毛利，加工量回升主营超预期 2017-04-10

内容目录

1. 享低油价炼油、化工双丰收，净资产收益率新高.....	4
2. 供需局面渐见改善，看好 2 季度油价反弹.....	5
2.1. 页岩油快速投产促油价下跌，进口激增是高库存主因	5
2.2. 成品油消费旺季临近，预计历史原油库存拐点就在近期.....	7
3. 一体化享成本优势，炼油、化工再迎上涨周期.....	11
3.1. 油价低位博弈持续，炼油业务充分受益	11
3.2. 乙烯与石脑油价差扩大，长期看好乙烯盈利性	14
3.3. 丁二烯供需错配问题依旧，下游回暖价格将获支撑	16
3.4. PX 国内产能长期供应不足，公司增产意愿强烈	18
4. 油气改革方案即将公布、打造世界级炼化基地正当时.....	19
5. 盈利预测及投资建议.....	20
5.1. 盈利预测假设条件	20
5.2. 投资建议：给予买入-A 评级，目标价 8.34 元.....	21

图表目录

图 1：主营业务毛利	4
图 2：2015（内）、2016(外)年主营产品利润比例	4
图 3：报告期内公司主要控股和参股公司.....	5
图 4：国际原油现货价格.....	6
图 5：美国、加拿大钻机数量当周值.....	7
图 6：主要产油地钻井平台总数.....	7
图 7：美国原油进口周报.....	7
图 8：全美商业原油库存.....	8
图 9：美国馏分油库存.....	8
图 10：全美汽油库存	8
图 11：美国丙烷库存.....	8
图 12：美国原油净进口量及环比	9
图 13：全美炼油厂原油加工量.....	9
图 14：欧美炼厂原油加工量月值	9
图 15：全球主要汽车市场增幅.....	10
图 16：全球石油消费量增长预测	10
图 17：中国原油及成品油库存量同比.....	10
图 18：全球原油供应开始下降.....	11
图 19：公司生产工艺流程.....	12
图 20：炼化企业盈利周期性	12
图 21：WTI 现货原油月均价	13
图 22：公司石油、石化产品毛利率	13
图 23：全国表观消费量柴油/汽油	14
图 24：公司炼油柴汽比.....	14
图 25：乙烯表观消费量及进口依赖度.....	14
图 26：聚乙烯表观消费量累计.....	14

图 27: MTO 和蒸汽裂解制乙烯成本.....	15
图 28: 乙烯-石脑油价差	16
图 29: 聚乙烯-乙烯价差	16
图 30: 丁二烯下游产业链分布.....	16
图 31: 丁二烯单吨毛利.....	17
图 32: SBR 丁苯橡胶成本及利润	17
图 33: SBS 油胶生产成本及利润	17
图 34: 顺丁橡胶成本及利润	17
图 35: ABS 树脂成本及利润	17
图 36: 橡胶库存变化	18
图 37: PX 产能长期供应不足.....	19
图 38: 下游 PTA 价格和开工情况.....	19
图 39: 2017 年 1 月 PX 进口占比 (按产销国)	19
图 40: 公司具有充足的现金流.....	20
图 41: 资产负债水平较低.....	20
图 42: PB-Band.....	21
表 1: 中国一次加工能力千万吨/年以上炼厂	4
表 2: 1 季度主要经营数据	5
表 3: 2017-2020 年计划新建 MTO 产能.....	15
表 4: 全球 TOP10 炼化基地炼油能力	20

1. 享低油价炼油、化工双丰收，净资产收益率新高

公司是 A 股最大的纯正炼化平台之一，从事炼化业务 40 多年，是中国重要的成品油、中间石化产品、合成树脂和合成纤维生产企业，并拥有独立的公用工程、环境保护系统，及海运、内河航运、铁路运输、公路运输配套设施。2016 年，公司共加工原油 1430.3 万吨，原油平均成本 1979.6 元/吨，较 2015 年降低 21.8%，原油总成本为人民币 231.9 亿元，较 2015 年降低 28.4%。原油成本降低，公司炼油、化工业务业绩大幅提升。

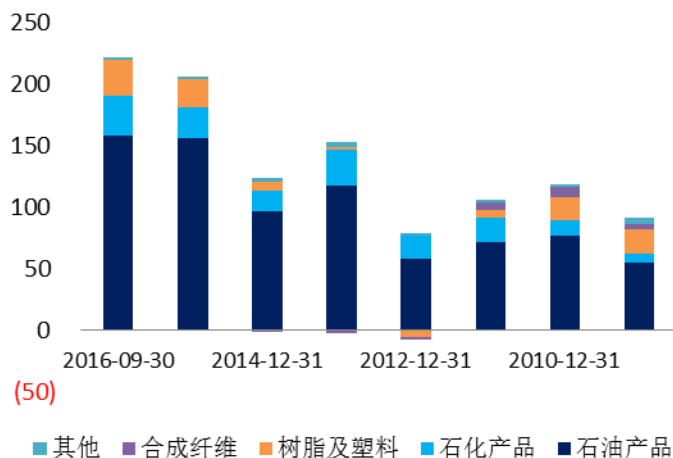
表 1：中国一次加工能力千万吨/年以上炼厂

炼厂名称	炼油能力，万吨/年	地址	母公司
镇海炼化	2300	浙江镇海	中国石化
大连石化	2050	辽宁大连	中国石油
茂名石化	1800	广东茂名	中国石化
金陵石化	1800	江苏南京	中国石化
延长石油	1740	陕西省	延长石油
独山子石化	1580	新疆克拉玛依	中国石油
广州石化	1570	广东广州	中国石化
天津石化	1500	天津市	中国石化
上海石化	1400	上海市	中国石化
扬子石化	1250	江苏南京	中国石化
福建炼化	1200	福建泉州	中国石化
惠州炼化	1200	广东惠州	中国海油
高桥石化	1130	上海市	中国石化
兰州石化	1050	甘肃兰州	中国石油

资料来源：隆众资讯，安信证券研究中心

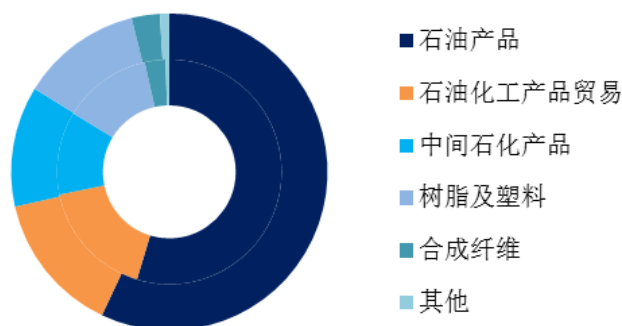
2016 年，营业收入 778.4 亿元，比上年同期下降 3.6%；产品产销率为 100.3%，贷款回笼率为 100%。2016 年归母净利润 59.56 亿，同比增长 83.5%，ROE 26.4%，创上市以来新高。2016 年公司实现 EPS 0.55 元，每股经营活动产生的现金流量净额为 0.67 元，归属于上市公司股东的每股净资产为 2.29 元，比上年同期分别提升 83.0%、40.3%和 24.7%。公司拟派发 2016 年度股利每 10 股 2.5 元（含税）。

图 1：主营业务毛利



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：2015（内）、2016(外)年主营产品利润比例

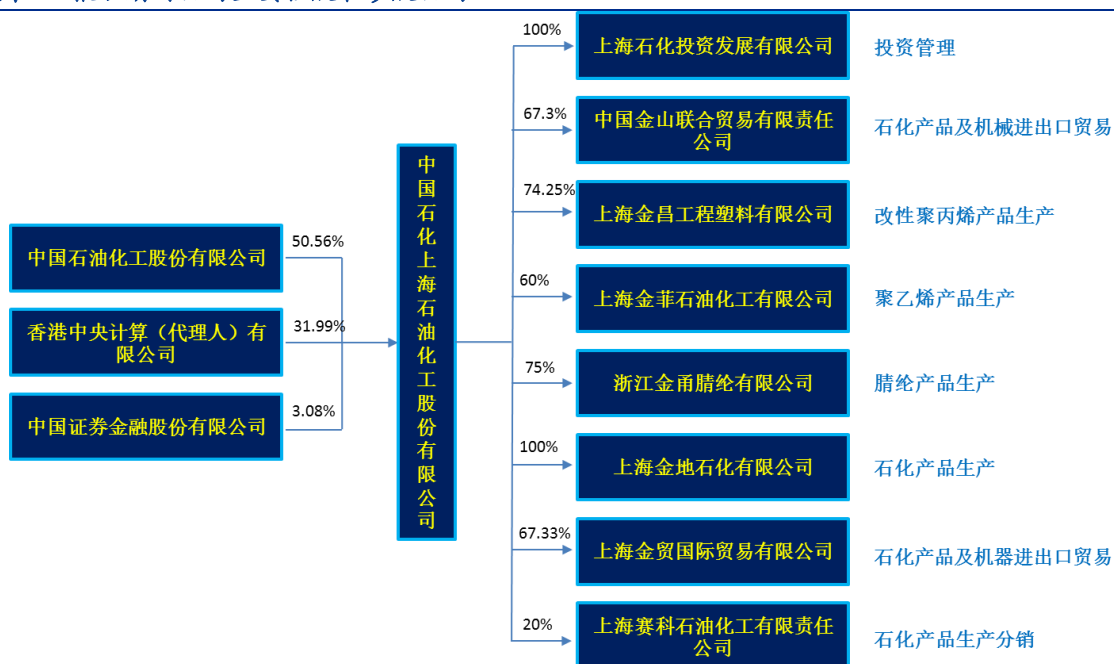


资料来源：wind，安信证券研究中心

2016 年度，公司大力开展对二甲苯业务，销量攀升同时获取成本优势，原材料价格引导聚丙烯下游产业复苏，石化中间产品乙烯等价格于 2016 年长居高位，下游聚乙烯毛利水平较高，子公司金山联贸经营业绩较上年度上升 85.8%；上海金昌经营业绩较上年度增长 38.4%

上；金贸国际经营业绩较上年度增长 28.4%；参股子公司上海赛科贡献利润 7.507 亿元较上年同期增长 71.8%。

图 3：报告期内公司主要控股和参股公司



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

2017 年 4 月 7 日公司发布 1 季度业绩预增公告，预计一季度归母净利润较上年同期增长 18.32-20.04 亿元，增幅 60%-75%；4 月 11 日公司公布一季度主要经营数据，其中柴油、航空煤油和聚酯切片销量不包含来料加工，其他产品产销差距为内部自用。一季度平均原油加工成本 2661.7 元/吨，同比提升 56.5%。多数产品价格平均涨幅未超过原料成本涨幅，一季度业绩同比大幅增长主要原因：原油加工量同比增长约 10%，联营企业利润增加和财务费用同比大幅节约等。

表 2：1 季度主要经营数据

产品名称	产量，万吨	销量，万吨	价格变动幅度
柴油	103.42	73.48	19.64%
汽油	82.63	83.77	19.34%
航空煤油	42.96	16.13	48.24%
对二甲苯	17.02	9.83	25.77%
苯	9.46	8.26	76.82%
乙二醇	10.35	7.41	46.47%
环氧乙烷	3.76	3.74	37.75%
乙烯	20.63	0.55	35.75%
聚乙烯	11.66	10.46	16.67%
聚丙烯	12.64	10.84	26.74%
聚酯切片	10.65	6.95	33.11%
腈纶	3.95	3.80	16.67%
涤纶	1.20	0.90	38.43%

资料来源：隆众资讯，安信证券研究中心

2. 供需局面渐见改善，看好 2 季度油价反弹

2.1. 页岩油快速投产促油价下跌，进口激增是高库存主因

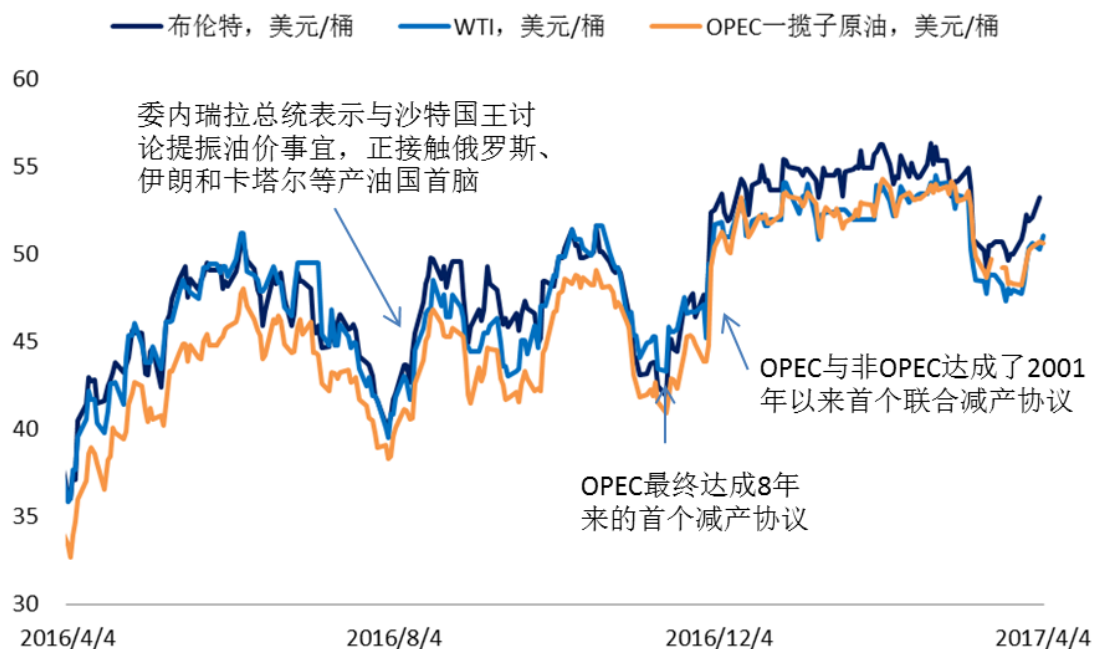
自 2016 年 8 月后媒体频传 OPEC 减产消息，国际油价随着 OPEC 会议进程波动加剧，直至 11 份 OPEC 最终达成 8 年来首个减产协议，油价开启强力反弹之势，12 月底 OPEC 与俄罗斯等非 OPEC 国家达成自 2001 年来首个联合减产协议，油价快速上涨到 55 美元附近

并窄幅震荡。纵观 2016，OPEC 减产影响力有增无减，油价中枢逐步上移。至 2016 年底，布伦特原油价格较 2015 年底上涨 52%，美国 WTI 原油价格较 2015 年底上涨 45%。

进入 2017 年 3 月份，美国原油库存创历史新高，最大的油田二叠纪盆地产量激增。2 月底路透社等媒体大势宣传称，沙特阿拉伯能源部长表态 OPEC 不会延长减产来抵消美国页岩油产量增长。与此同时美国页岩油投产加快，截止 3 月 17 日，美国石油钻井平台连续 9 周增加，美国原油日均产量 905.8 万桶，创两年以来新高。2017 年以来美国石油钻井数量高于去年同期数量。贝克休斯油服公司数据，截止 3 月 10 日的一周，美国在线钻探油井数量 617 座，接近去年 5 月份低点 316 座的 2 倍，触及 18 个月来最高水平，环比增加 8 座，比去年同期增加 231 座。3 月前两周，国际油价快速下跌，美国原油期货自去年 12 月份以来首次跌破每桶 50 美元，三地油价跌幅均超过 10%。

根据 OPEC 发布的月报，3 月份 WTI 原油现货均价 49.67 美元/桶，布伦特原油现货均价 51.46 美元/桶，较 2 月均价分别下跌 7.1% 和 6.6%。

图 4：国际原油现货价格

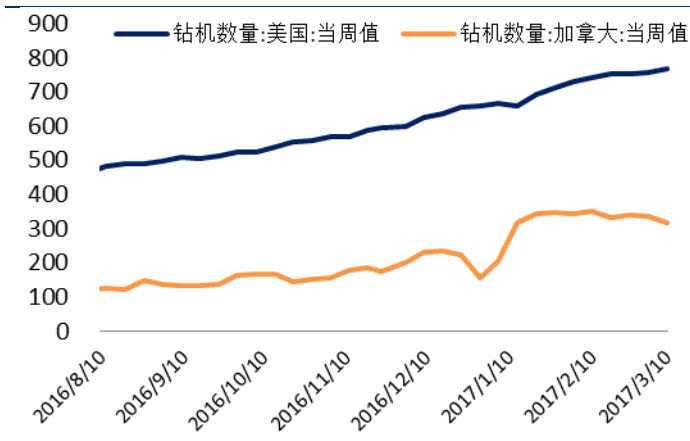


资料来源：wind，安信证券研究中心

我们认为本轮油价下跌主要有三大因素：

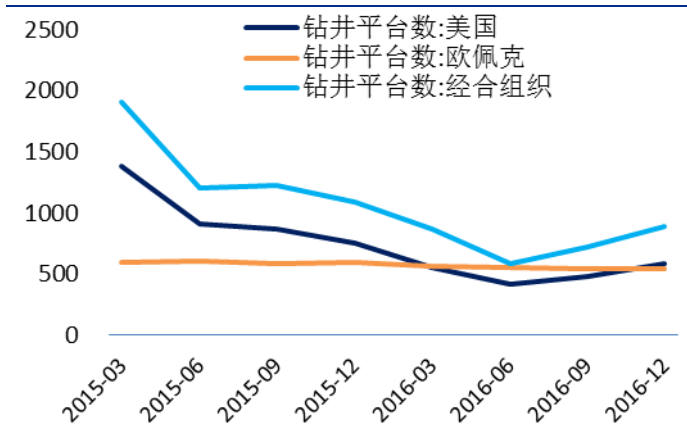
页岩油迅速投产：OPEC 达成减产协议后，美国页岩油钻井量持续增加，原油钻井平台数在 2014 年 10 月份达到峰值的 1609 座后，迫于低油价压力数量减少。随着油价反弹，美国页岩油厂商陆续投入生产，加剧了市场对超供的担忧。

图 5：美国、加拿大钻机数量当周值



资料来源：wind，安信证券研究中心

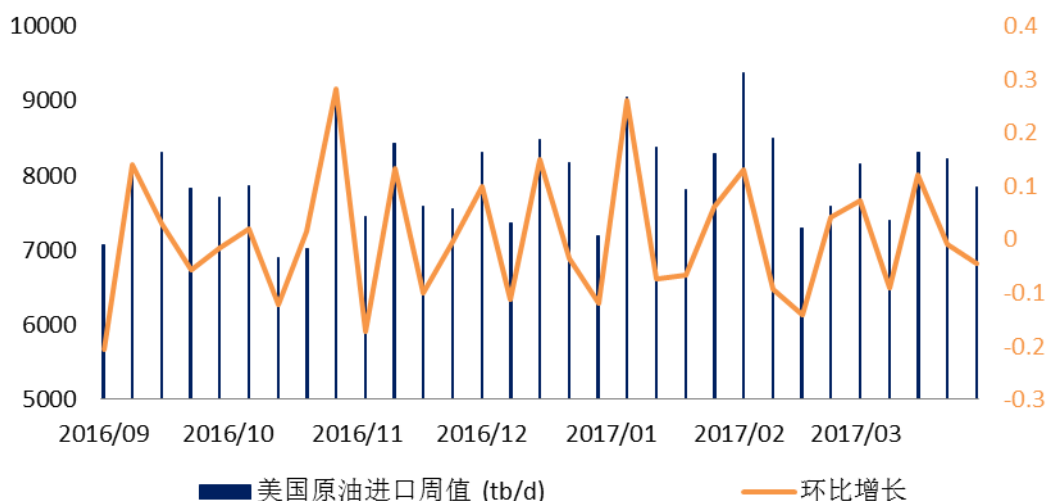
图 6：主要产油地钻井平台总数



资料来源：wind，安信证券研究中心

美国原油进口激增：EIA 数据，2016 年 11 月到 2017 年 1 月，美国原油产量从 875 万桶/天增长到 883 万桶/天，净增 8 万桶/天；OPEC 进口量从 973 万桶/天增长到 1109 万桶/天，净增 36 万桶/天，其中沙特阿拉伯进口量从 300 万桶/天增长到 416 万桶/天，净增 116 万桶/天。沙特原油进口量激增是美国库存增长主因。

图 7：美国原油进口周报



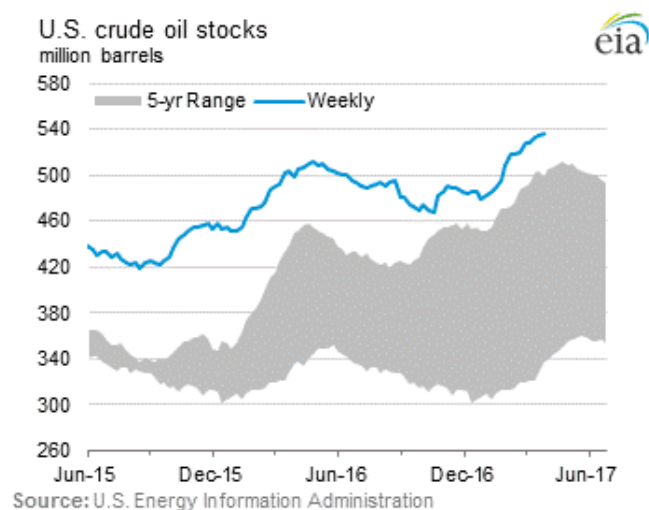
资料来源：EIA，安信证券研究中心

投机商过度押注：洲际交易所 3 月 13 日数据显示，截止 2 月 14 日布伦特投机性持仓净多头寸增加 18539 手至 481399 手，创历史新高，随后的一周开始急速减少，加快了油价下跌的速度。

2.2. 成品油消费旺季临近，预计历史原油库存拐点就在近期

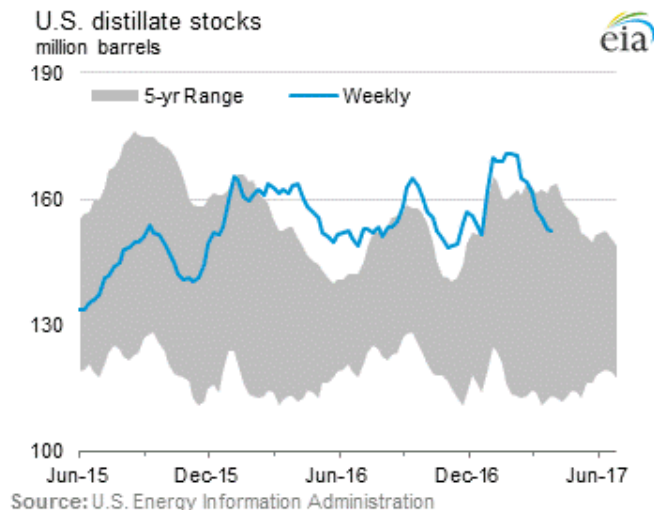
考虑原油需求端季节性，一季度全球燃油消耗普遍偏弱，二、三季度回升，四季度一般为年内峰值，全球最主要的两大能源消费国美国和中国在 1 月份均出现库存高点，2 月份成品油库存均持续下降。EIA 数据，截止 3 月 10 日的当周，美国汽油库存总量 2.46 亿桶，比前一周下降 306 万桶；馏分油库存量为 1.57 亿桶，比前一周下降 423 万桶。原油库存比去年同期高 7.3%，汽油库存比去年同期低 1.4%，馏分油库存比去年同期低 2.5%。

图 8：全美商业原油库存



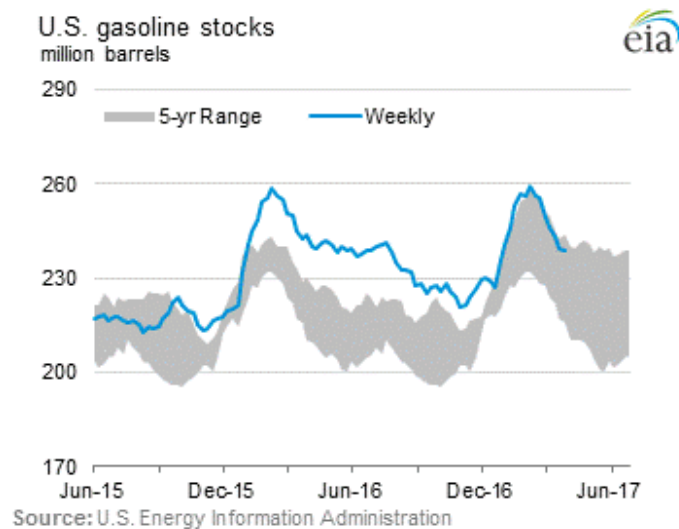
资料来源：EIA

图 9：美国馏分油库存



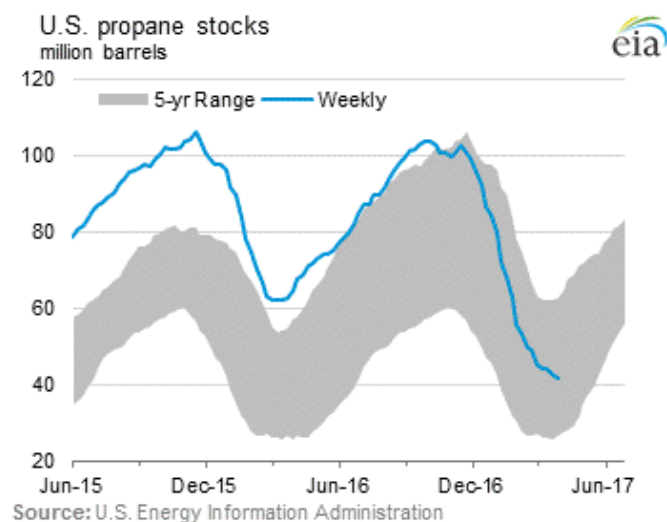
资料来源：EIA

图 10：全美汽油库存



资料来源：EIA

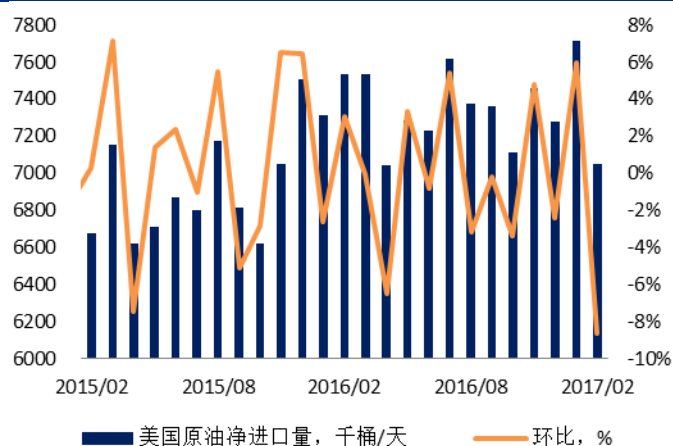
图 11：美国丙烷库存



资料来源：EIA

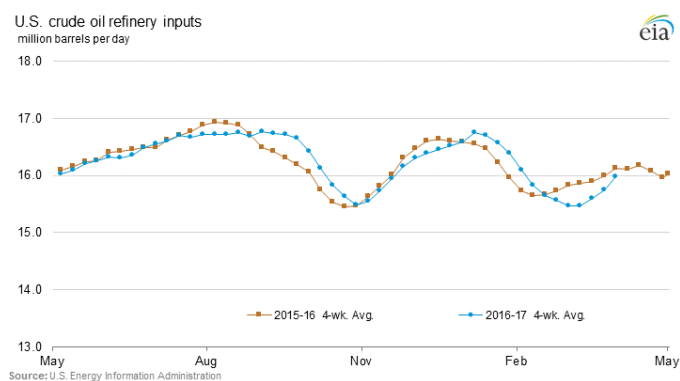
美国国内 2017 年 1 月原油净进口平均值创两年内新高，较 2016 年 12 月平均增加 43.5 万桶/天，与此同时 2 月底全美炼厂原油加工量连续 9 周下降，处于年度最低水平，叠加产量因素，导致美国原油库存总量持续攀升。3 月份以来炼厂开工率探底回升，1 季度炼厂检修完成，随着驾驶季临近，炼厂开工率有望持续上涨并降低原油库存。

图 12: 美国原油净进口量及环比



资料来源: wind, 安信证券研究中心

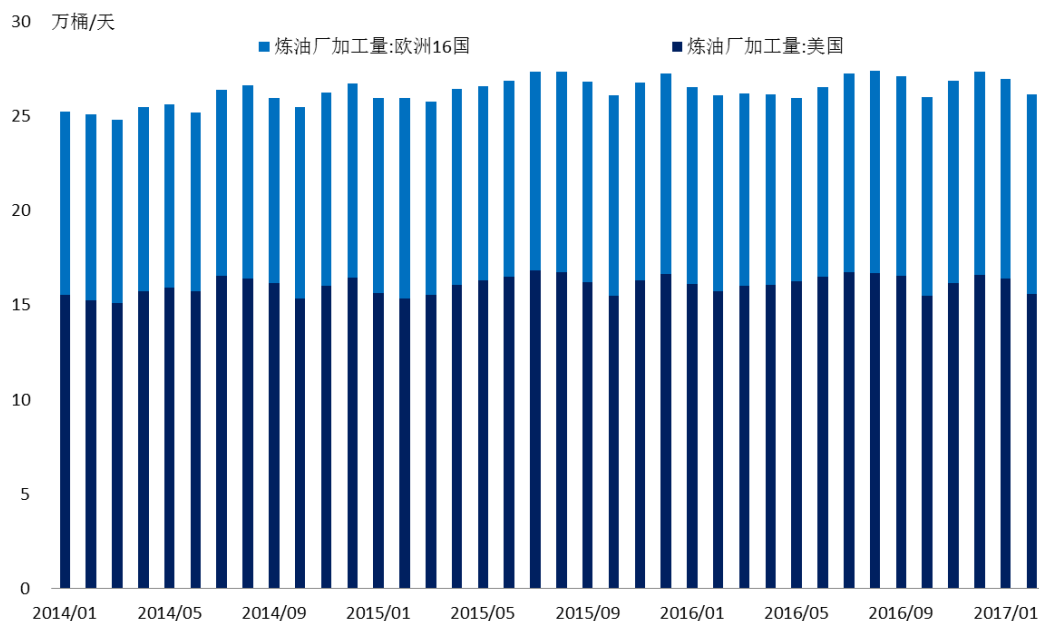
图 13: 全美炼油厂原油加工量



资料来源: EIA, 安信证券研究中心

虽然最新的 EIA 周报数据美国原油库存依然处于历史新高水平，但过去的八周包括汽油和其他燃料在内的美国石油库存总量累计减少了 2200 万桶，从历史范围不难看出，库存拐点或将出现，本周为 EIA 和 OPEC 数据周，相关数据有望激发油价上涨动力。

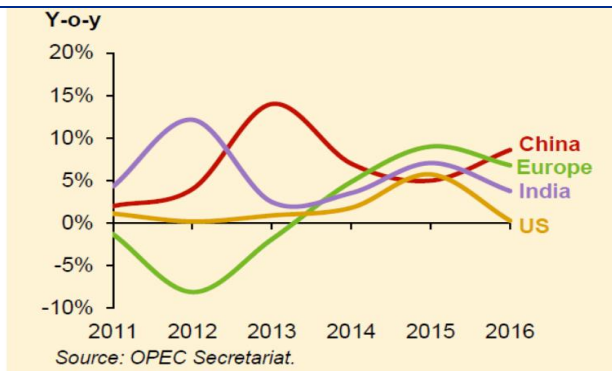
图 14: 欧美炼厂原油加工量月值



资料来源: wind, 安信证券研究中心

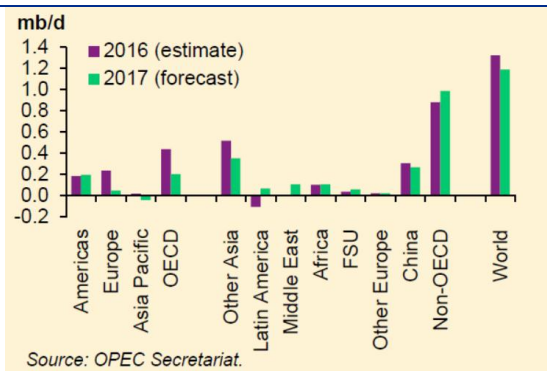
原油需求方面，OPEC 最新修正的 2016 年全球需求总量平均为 95.05 百万桶/天，较 2015 年增幅为 1.38 百万桶/天。美国自 1999 年以后保持全球原油消费第一，虽然页岩气革命后美国逐步从原油消费国向能源输出国转变，但美国整体原油消费仍保持 10% 左右增速；欧洲汽车市场持续三年保持 3% 以上增幅；印度自 2016 年之后超越日本成为全球第三大原油消费国并保持增长。OPEC 预测 2017 年预测全球总需求量为 96.31 百万桶/天，平均涨幅 1.26 百万桶/天。

图 15: 全球主要汽车市场增幅



资料来源: OPEC 月报

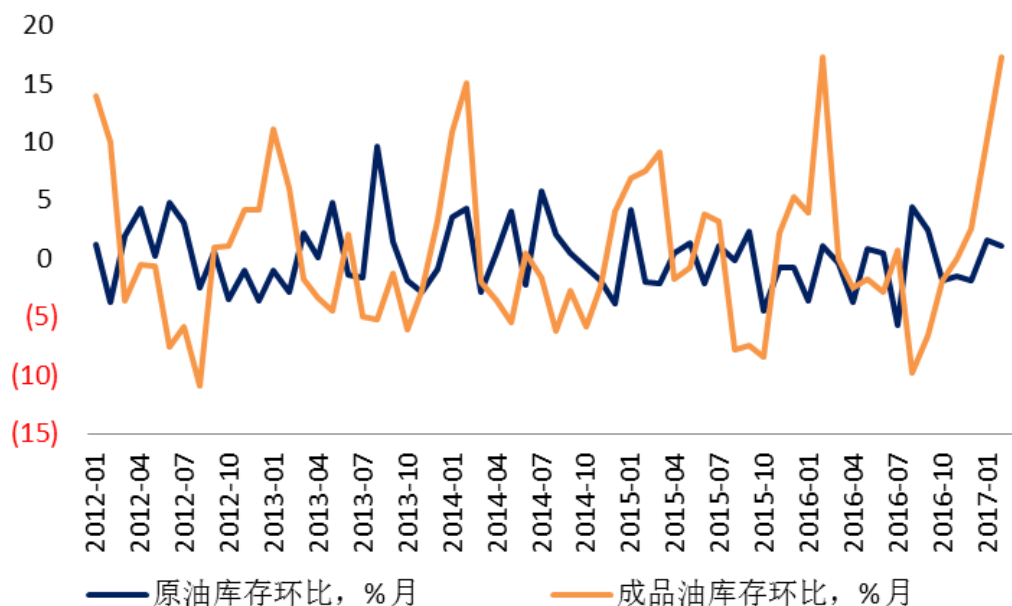
图 16: 全球石油消费量增长预测



资料来源: OPEC 月报

2016 年中国原油加工量 5.4 亿吨, 同比增长 2.8%; 成品油产量 3.48 亿吨, 增长 2.5%, 全年出口成品油 3820.2 万吨, 增长 50.2%。国内成品油库存峰值主要出现在 1、2 月份, 由于春节等因素, 1 季度工厂开工率普遍偏低, 目前 3 月份成品油库存数据暂未公布, 但从历史数据下降概率较大。

图 17: 中国原油及成品油库存量同比

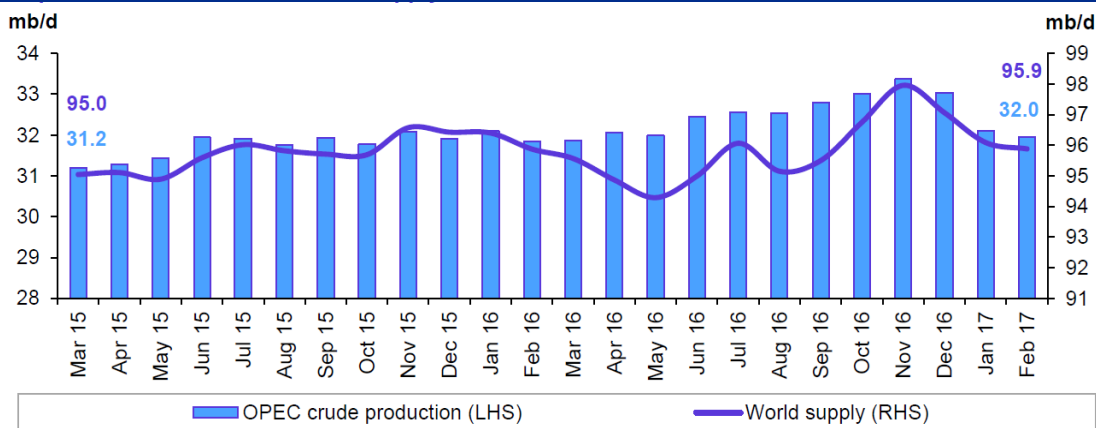


资料来源: wind, 安信证券研究中心

原油产量方面, 联合减产协议计划自今年 1 月起, OPEC 把产能削减 120 万桶/天, 非 OPEC 输出国将削减 55.8 万桶/天, 协议有效期为 2017 年上半年。沙特能源部长表示: “如果 6 个月后 OECD 国家石油库存仍然高于 5 年均值, 那么 OPEC 将在 6 月份减产协议到期后将其延长”。

2 月份 OECD 国家石油库存为 30.25 亿桶, 较 5 年均值高出 2.97 亿桶。2 月份 OPEC 原油日产量 3200 万桶, 比 1 月份日均增加 17 万桶, 2 月份减产协议履行率达到 91%; 修正后的 1 月份数据显示, OPEC 的减产执行率为 105%。沙特阿拉伯 2 月份原油日产量增加 18 万桶, 但是仍然低于减产协议的目标产量。国际能源署在报告中称, 今年上半年全球日均供应量可能会因为 OPEC 减产而短缺 50 万桶。而若要库存能在 OPEC 的 5 月份会议前达到目标, 每日降幅需达到 300 万桶以上, 因此减产协议延长至下半年几乎是 OPEC 必然选择。

图 18: 全球原油供应开始下降



Source: OPEC Secretariat.

资料来源: OPEC 月报

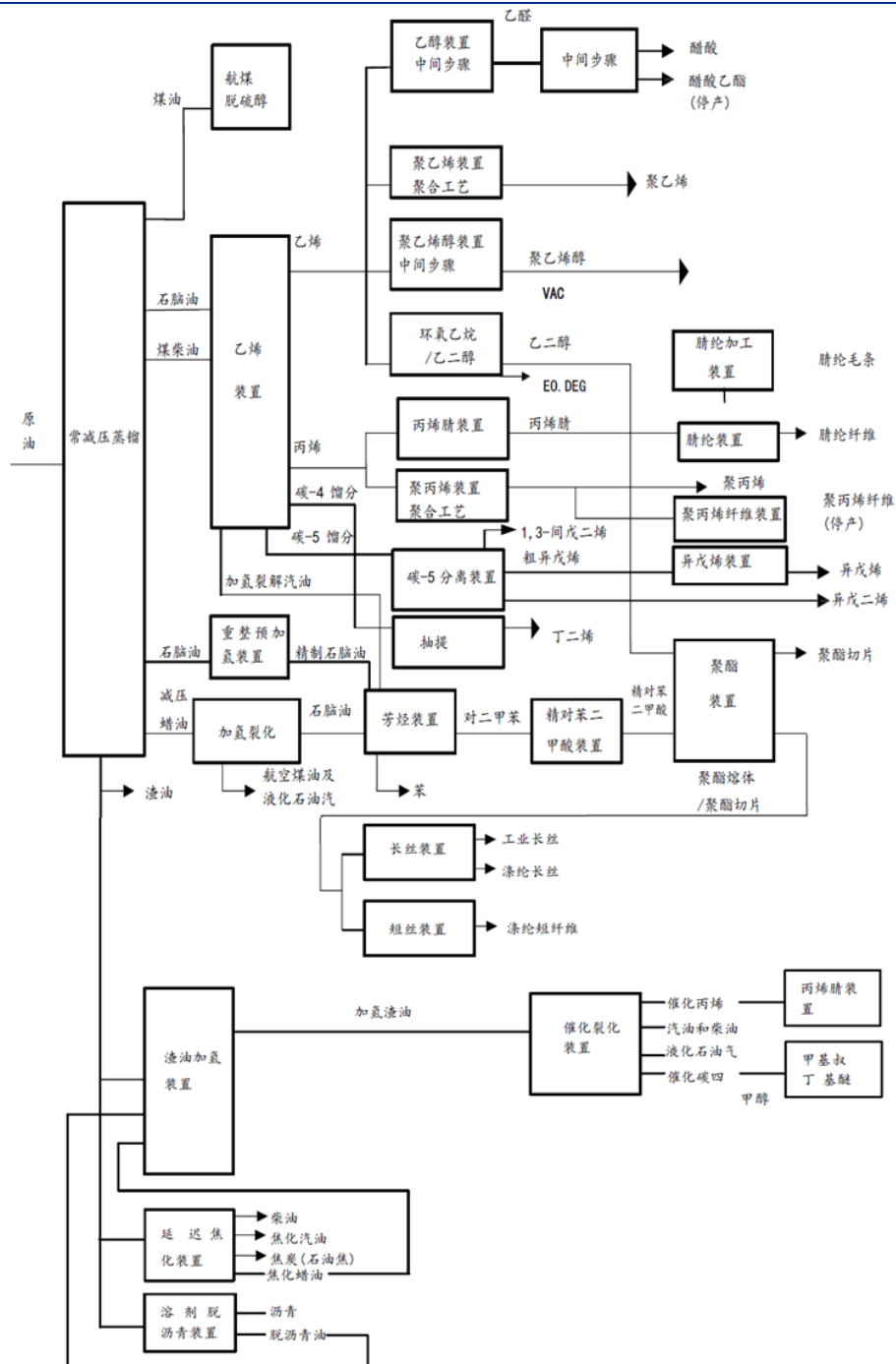
据联合国网站 4 日消息, 叙利亚西北部的伊德利卜省 4 月 4 日清晨发生了一起化学武器袭击事件, 并在短时间内造成数十人死亡。美国东部时间 6 日 20 时至 21 时之间, 位于地中海东部的两艘美军舰船向叙利亚中部的沙伊拉特军用机场发射了 50 至 60 枚战斧式巡航导弹。美国总统唐纳德·特朗普当天表示, 此次军事行动是由他下令进行的。突发战事引起国际油价快速上涨, 冲突升级可能使伊拉克和伊朗原油出口降低, 我们预计国际油价重回 55 美元/桶附近, 考虑地缘因素影响有可能突破 60 美元/桶。

3. 一体化享成本优势, 炼油、化工再迎上涨周期

3.1. 油价低位博弈持续, 炼油业务充分受益

目前炼油化工行业正处于景气周期回升阶段, 2016 年全国柴油产量 1.79 亿吨, 下降 1.3%; 汽油产量 1.29 亿吨, 增长 6.4%; 主要化工产品总产量约 5.69 亿吨, 同比增幅 2.0%, 其中, 乙烯产量 1781.1 万吨, 增长 3.9%, 合成材料总产量 1.42 亿吨, 增长 8.0%。

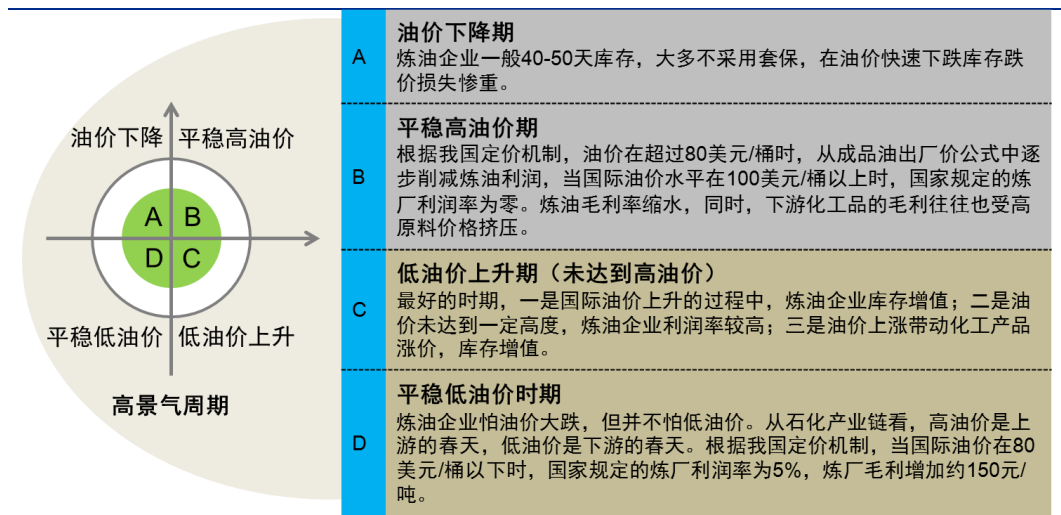
图 19：公司生产工艺流程



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

短期受到美国库存量及页岩油持续复苏的影响，加上3月初相关数据密集公布，贸易商过度押注导致油价快速下跌，但在OPEC和美国页岩油厂商博弈未分胜负之前，双方对油价的影响力料将保持此消彼长的态势，随着OPEC减产延续，全球原油消费需求逐步回暖，油价有望重复2016年走势，油价有望再回55美元/桶附近甚至向上。

图 20：炼化企业盈利周期性



资料来源：安信证券研究中心

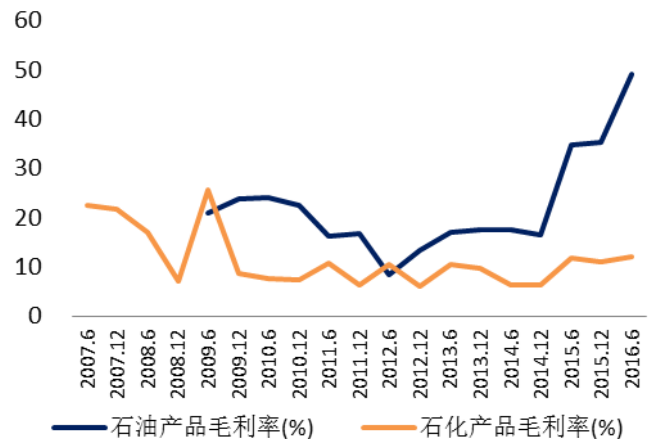
公司是A股上市公司中综合炼油能力最强的企业之一，具有原油综合加工1600万吨/年、乙烯100万吨/年（权益）、合成树脂100万吨/年、聚合物合成纤维50万吨/年的生产能力，截止2016年7月21日，平均原油加工量4.07万吨/天。受益于原油价格低位，下游化工产品持续景气，化工产品-原油价差不断提升，公司毛利水平创历史新高。

图 21：WTI 现货原油月均价



资料来源：wind，安信证券研究中心

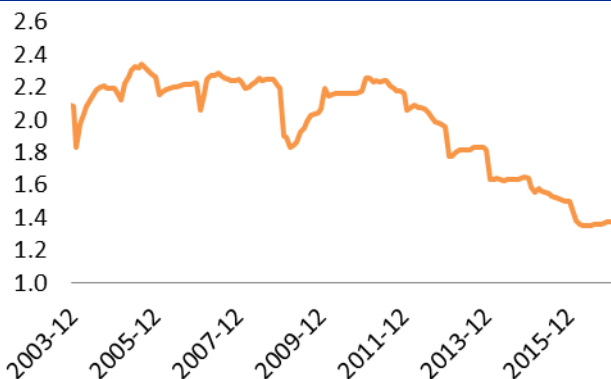
图 22：公司石油、石化产品毛利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

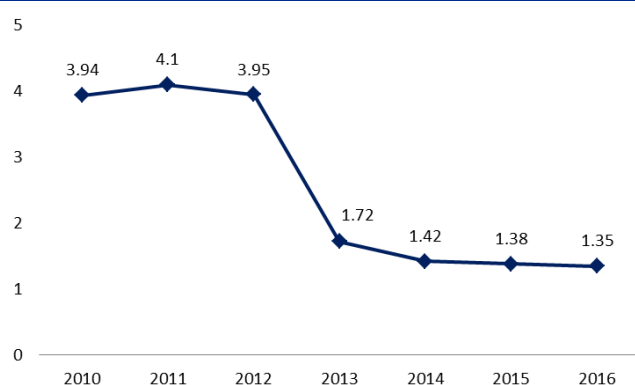
2010年以后，国内成品油消费柴汽比呈逐渐下降趋势，主要源于国内轿车市场的快速发展，增速远大于工业发展平均速度，柴油的消费比例下行，随着我国宏观经济增速进入中速平稳期，柴汽油消费比例维持在1.4左右水平，汽油和柴油生产成本相近，而汽油的需求、零售价格则明显高于柴油，因此汽油平均毛利高于柴油。公司通过提高常减压装置拔出率和优化调整催化裂化装置工艺操作等措施，压减柴油产量提高汽油产量及高标号汽油比例。公司领先于市场比例调整柴/汽油生产比例，在同行业中保持较高的桶油利润。2016年，公司柴汽比为1.35，继续优于全国同期平均水平的1.39。

图 23: 全国表观消费量柴油/汽油



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 24: 公司炼油柴汽比



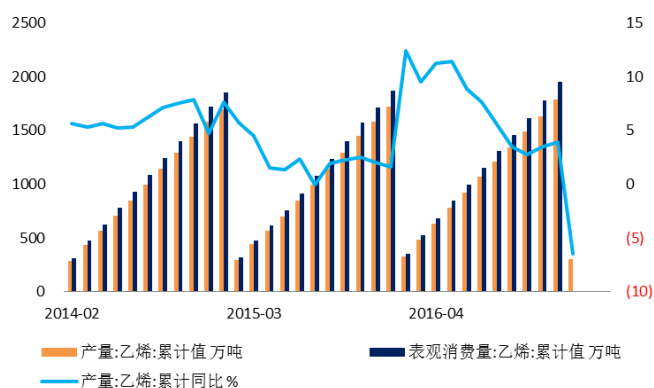
资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

公司所加工的原油主要来自中东地区, 依靠海运进口, 从签订合同-中东港口装运-海上运输-洋山港口卸货入厂平均历时 45 天, 而成品油价格是根据近 10 个工作日原油价格波动情况制定。在国际油价快跌慢涨且波动中枢逐步上移的环境下, 公司原油库存升值增厚主营石油产品利润。3 月前两周一揽子原油价格跌幅 10.2%, 以 2016 年剔除来料后平均加工量 3.97 万吨/天估算, 库存损失约 1000 万元, 若 4 月中旬底油价反弹到 54 美元/桶附近, 则公司原油库存增值可以抵消下跌损失, 若反弹行情持续时间更久, 原油库存有望继续增厚利润。

3.2. 乙烯与石脑油价差扩大, 长期看好乙烯盈利性

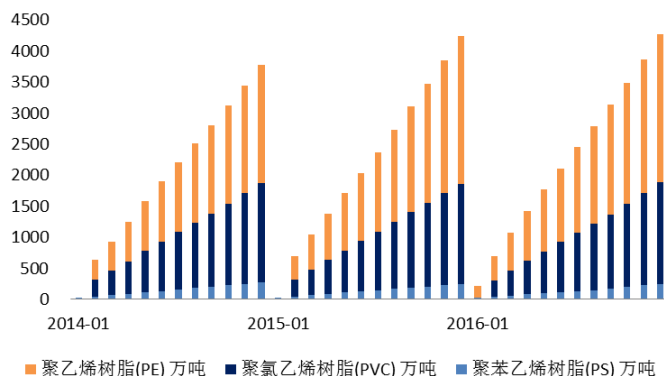
影响全球乙烯裂解的关键因素依然是原料问题, 受益于油价的持续低位, 石脑油价格竞争优势明显, 乙烯与主要制烯烃原材料石脑油价差得以支撑, 国内主要石脑油制烯烃企业经营情况向好。公司 14 年产量乙烯装置产量 80.4 万吨, 装置负荷 107%, 开工率 97%, 乙烯收率 33%, 双烯收率 49%; 原料结构: AGO1.92%/尾油 21.05%/石脑油 28.17%/轻石脑油 30.11%/轻烃 18.76%。15 年装置产量 83.6 万吨, 装置负荷 109%, 开工率 99%, 乙烯收率 33%, 双烯收率 49%; 原料结构, AGO3.31%/尾油 26.79%/石脑油 21.64%/轻石脑油 27%/轻烃 21.25%。公司灵活调整原油结构、装置负荷、原料和燃料结构、产品结构和加工路线, 根据市场适当调节乙烯、丙烯和丁二烯收率。

图 25: 乙烯表观消费量及进口依赖度



资料来源: wind, 安信证券研究中心

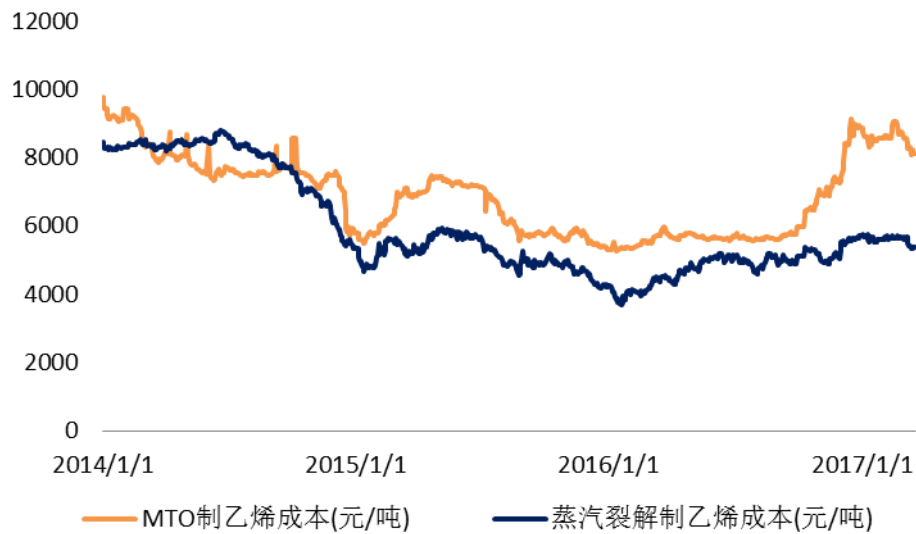
图 26: 聚乙烯表观消费量累计



资料来源: wind, 安信证券研究中心

乙烯装置是衡量炼化企业竞争力的核心, 公司较早的完成炼化一体化建设, 下游产业链以聚烯烃为主, 聚乙烯进口数量逐年增长, 受年前油价上涨带动, 高压聚乙烯价格持续疯涨导致贸易商加大对进口货源的采购, 2 月份聚乙烯进口到港较多, 造成库存上升市场短期供大于求, 高压聚乙烯市场跌幅均超过 1000 元/吨, 3 月份聚乙烯价格累计下调 2%, 截止 4 月 10 日聚乙烯平均毛利水平 17.1%, 明显高于 MTO 路线的 -20.2%。

图 27: MTO 和蒸汽裂解制乙烯成本



资料来源: 卓创资讯, 安信证券研究中心

目前产业格局下, 蒸汽裂解路线仅受油价波动影响, 煤制烯 (含 MTO) 受到煤/油价影响较大, 煤制烯烃产能欲望强烈但亏损严重, 截止 2016 年底, 国内乙烯在产产能 2235 万吨/年, 其中煤制乙烯 (含 MTO) 产能 412 万吨, 2017-2020 年计划投产 MTO 产能 500 万吨。

表 3: 2017-2020 年计划新建 MTO 产能

企业	计划投产时间	产能, 千吨	地点
中天合创	2017-05	300	内蒙
延安能化	2018-01	450	陕西
银川神华	2018-01	400	宁夏
中安联合	2018-01	350	安徽
山焦飞虹	2018-01	300	山西
内蒙神华	2018-01	300	内蒙
神华包头煤化工	2018-01	300	内蒙
内蒙久泰	2018-01	250	内蒙
青海矿业	2018-04	300	青海
山东东润	2018-11	150	山东
大美煤业	2018-12	300	青海
山西同煤集团	2018-12	300	山西
贵州织金	2019-01	300	贵州
国投新疆伊犁煤化工	2020-01	300	新疆
电力投资	2020-07	400	内蒙
荣信化工	2020-12	300	内蒙

资料来源: 卓创资讯, 安信证券研究中心

2016 全年乙烯价格上涨 14.9%, 煤炭综合价格指数上涨 29%, 造成煤化工和 MTO 装置成本提升, 从而支撑乙烯价格。而石脑油价格基本稳定, 使得石脑油裂解装置产品利润空间增大。2017 年 3 月前两周国际原油价格快速下跌超 10%, 低油价将会延缓 MTO 和乙烷路线的投产进度。近期受油价影响聚乙烯吨毛利下降至 1400 元左右, 我们判断油价反弹将持续, 聚乙烯平均吨毛利有望重新回到年前 2000 元以上水平。

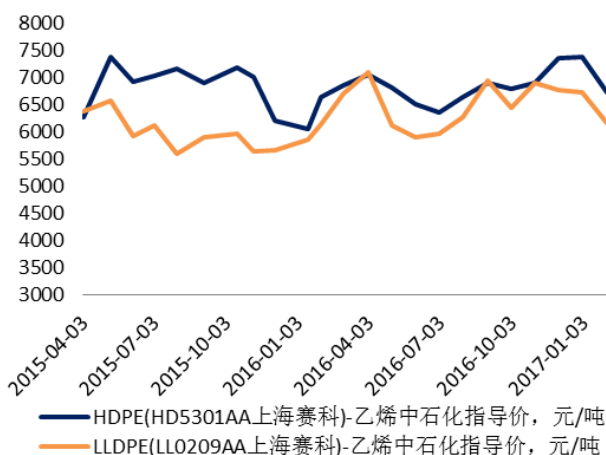
石脑油制乙烯投资门槛巨大, 短时期产能难以有效扩张, 山东、广东、东北等地方炼厂受制于一体化程度低、环保压力大等问题, 乙烯产业竞争力提升较慢, 北美乙烷制乙烯新项目投产大概率将延迟, 国内首套乙烷制乙烯装置仍处于规划阶段。目前乙烯供给增速仍难满足需求, 预计乙烯中长期维持高景气。

图 28: 乙烯-石脑油价差



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 29: 聚乙烯-乙烯价差



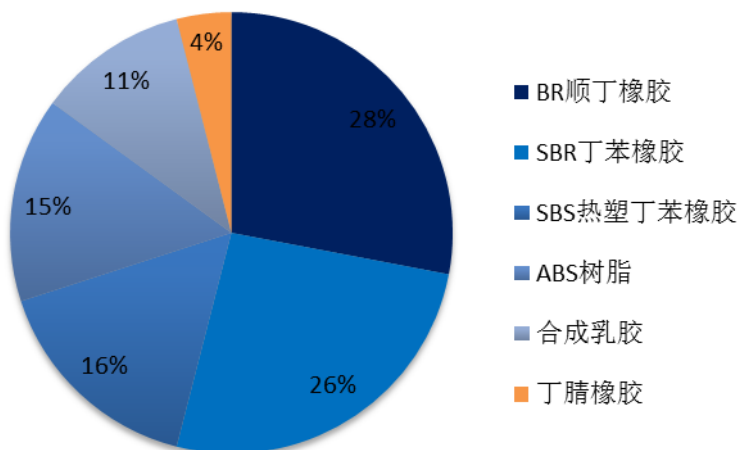
资料来源: wind, 安信证券研究中心

3.3. 丁二烯供需错配问题依旧，下游回暖价格将获支撑

目前丁二烯的来源主要有两种：一种是从乙烯裂解装置副产的混合碳四馏分中抽提得到，丁二烯/乙烯约 15%，这种方法成本相对低廉，经济上占优势，是目前世界上丁二烯的主要来源，占比达到 90%以上，另一种是从炼油厂碳四馏分氧化脱氢得到，该方法只在少数地区采用。由于丁二烯装置多数与乙烯裂解装置配套建设，2017-2018 年投产的乙烯裂解产能较少，仅有 245 万吨，投产的 MTO 产能较多，约有 342 万吨，MTO 工艺本身不直接生产丁二烯产品，只能将正丁烯产品通过丁烯氧化脱氢反应间接生产丁二烯，生产成本会大幅提高。隆众资讯预测，2017-2018 年丁二烯供应面偏紧的局面会表现更为明显，供应缓解的时间点大概在 2019-2020 年。

丁二烯下游主要用于制造顺丁橡胶、丁苯橡胶及热塑橡胶等合成橡胶产品。2016 年全国合成橡胶产量 545 万吨，同比增幅分别为 5.6%。2016 年下半年以来国内重卡销量激增，2017 年合成橡胶产量有望延续上年增长势头。

图 30: 丁二烯下游产业链分布

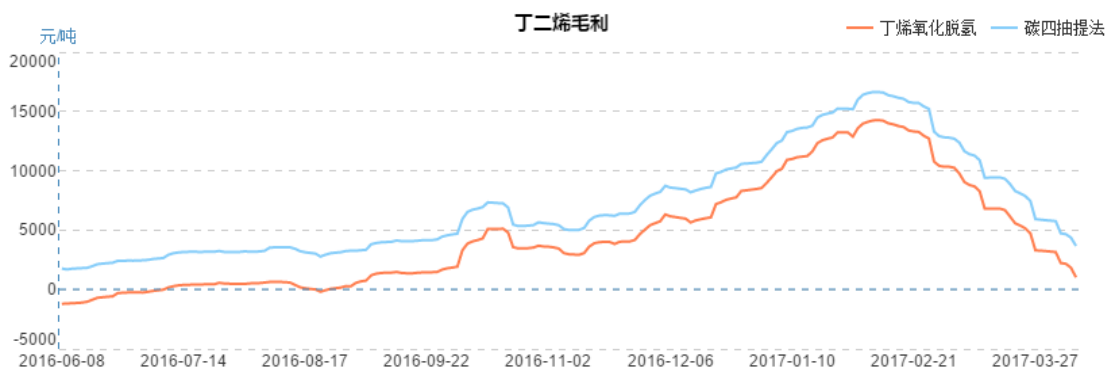


资料来源: 卓创资讯, 安信证券研究中心

16 年 10 月份以后由于丁二烯供需缺口明显，年底装置检修计划密集，丁二烯行情持续走高，市场开启近半年的强势补库存行情，最高点丁二烯利润达 17000 元/吨。以日本石脑油价格和中石化华东丁二烯供价为成本测算数据依据，丁二烯裂解装置成本线维持在 5500-7500 元/吨左右水平，最高毛利水平超过 200%。2 月份以来丁二烯行情大幅下行，但装置盈利水平依旧较高，C4 抽提法 2、3 月份平均毛利率分别为 72.3%、60.8%，4 月前 10 个交易日平

均毛利率 43.3%。

图 31：丁二烯单吨毛利

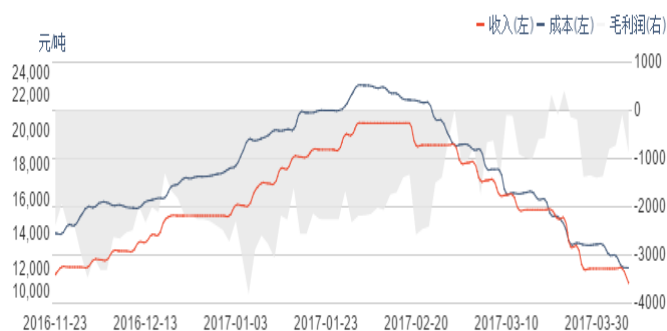


资料来源：卓创资讯

公司丁二烯主要由中石化销售公司统一分派，公司目前拥有丁二烯产能 12 万吨，联营企业上海赛科拥有丁二烯产能 9 万吨，2016 年丁二烯收入 7.98 亿元，同比增长 30.6%，公司通过降低原料中 C3 组分加入比例，提升丁二烯收率。

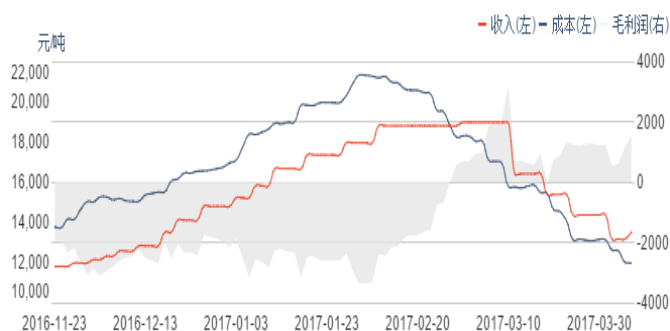
丁二烯价格上涨对下游合成橡胶产业影响较大。国内丁苯橡胶装置利润率长期不佳，以中石化华北丁二烯挂牌价格及齐鲁 1502 供价为估算依据，2 月合成橡胶市场下行，丁苯橡胶装置一度亏损 2000 元/吨，近期丁二烯及苯乙烯行情不断下行，但丁苯橡胶供价亦相应走跌，生产亏损明显，4 月 10 日中石化丁二烯供价下调后，丁苯橡胶单吨亏损 890 元。卓创资讯调研监测数据，丁苯橡胶 1-3 月份总产量 24.88 万吨，同比去年一季度增加 16% 左右，产量增长盈利较难。顺丁橡胶完全以丁二烯为原料，利润情况受丁二烯行情波动更为明显，以齐鲁石化顺丁橡胶为例，截止到 3 月 10 日，顺丁出厂价格执行 21500 元/吨，中石化华北丁二烯供价 18500 元/吨，理论推算齐鲁石化顺丁橡胶成本在 21355 元/吨，丁二烯调价后，顺丁橡胶生产达到利润正值，截止 4 月 10 日单吨毛利约 623 元。SBS 盈利水平回归正值，近期丁二烯价格下行提升 ABS 盈利性，截止 4 月 10 日，SBS 和 ABS 单吨毛利分别为 1535 元和 1702 元。

图 32：SBR 丁苯橡胶成本及利润



资料来源：卓创资讯

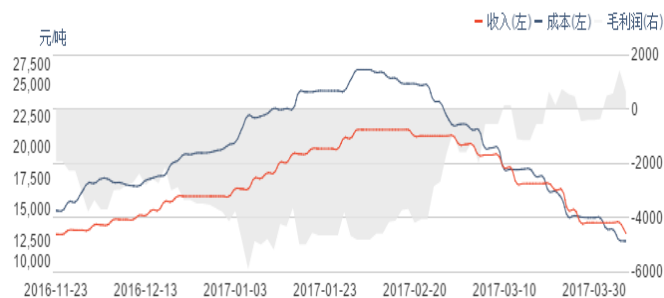
图 33：SBS 油胶生产成本及利润



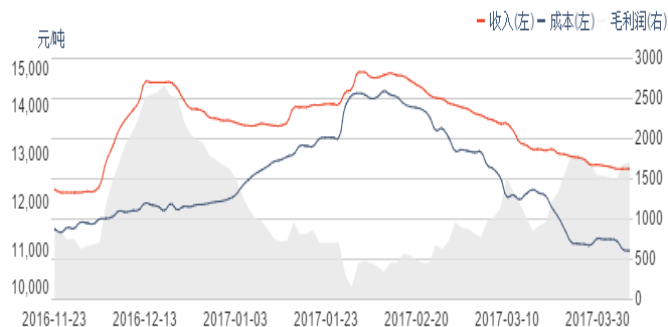
资料来源：卓创资讯

图 34：顺丁橡胶成本及利润

图 35：ABS 树脂成本及利润



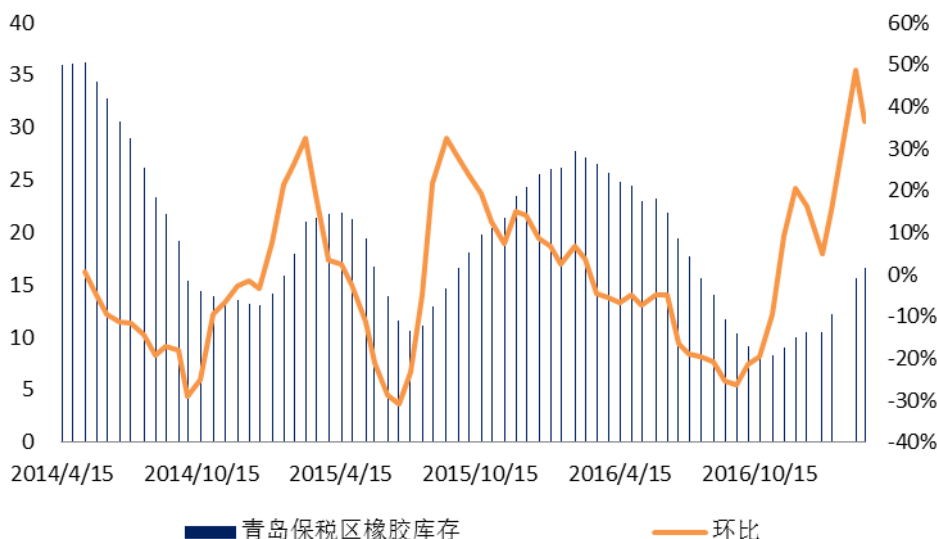
资料来源：卓创资讯



资料来源：卓创资讯

2月由于下游合成橡胶库存上升，产业资金淤塞等因素，丁二烯受压下行，公司丁二烯装置3-4月份进入检修期，随着下游盈利性回暖，油价经过短期的快速下跌后企稳，4-5月份检修高峰临近，丁二烯价格将逐步获得支撑，预计2017年丁二烯盈利能力保持高位。

图 36：橡胶库存变化



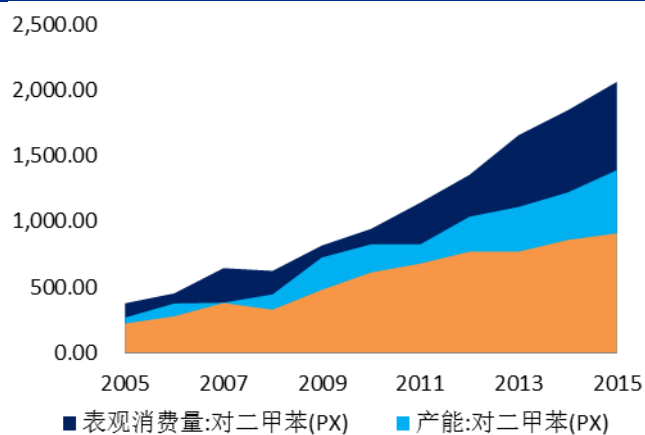
资料来源：wind，安信证券研究中心

3.4. PX 国内产能长期供应不足，公司增产意愿强烈

2016年中国PX进口总量在1236.14万吨，较2015同期增长71.26万吨，涨幅6.12%。2016年PX表观消费量继续上涨，主要是由于下游PTA产能在部分临时停车，使得下游PTA有效产能基数下滑，但是整体开机率今年基本保持在高位。2016年PX进口依存度较2015年同期微跌1%至56%。由于国内民众对PX环保问题比较敏感，新规划PX项目获审批难度较大。

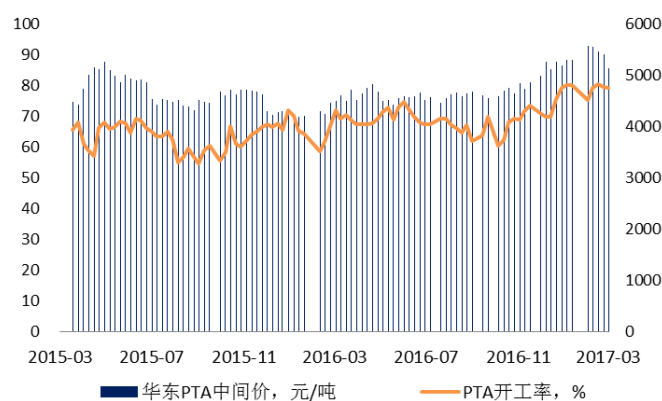
近期公司董事长承认母公司中石化计划在上海新建PX项目，公司目前有足够的土地，并且有四十多年的PX项目运营经验，上海政府对PX项目认可度高，相关程序仍在审批，项目规模100万吨/年左右，一旦批准将成为公司新的业务增长点。

图 37: PX 产能长期供应不足



资料来源: wind, 安信证券研究中心

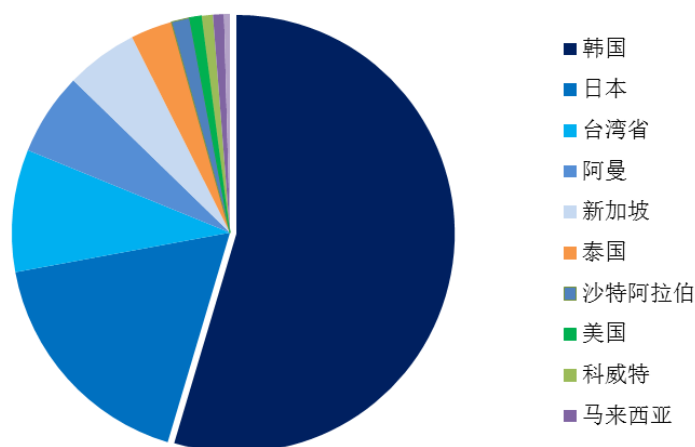
图 38: 下游 PTA 价格和开工情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

2016 年底, 中国 PX 总产能达到 1392 万吨, 占亚洲 PX 总产能 30%; 韩国总产能在 1008 万吨, 占亚洲 PX 总产能的 21.7%。海关数据, 2017 年 1 月进口 115.5 万吨, 其中从韩国进口占总进口量 55%, 较 2016 年 12 月上升 10%, 2 月份韩国进口量较 1 月出口量下滑 17.5%, 较去年同期上涨 4.7%。

图 39: 2017 年 1 月 PX 进口占比 (按产销国)



资料来源: 隆众资讯, 安信证券研究中心

4. 油气改革方案即将公布、打造世界级炼化基地正当时

国家在 2014 年就对能源领域改革进行了总体部署, 但由于油企改革涉及面广, 并且影响多方利益, 对于具体的实施方案分歧较大, 经过三年时间的酝酿筹划, 油气体制改革方案终于迎来突破, 成品油行业的改革进度将明显提速。能源情报 3 月 8 日消息, 油气体质改革方案全称《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》已经走完审批流程, 公布在即。“油改”主要方向: 上游油田及输油管道实行混改; 下游建立大型石化基地; 销售业务混改整合上市。根据国家石油化工“十三五”规划草案中的论述, 炼油行业已经产能过剩。BP 能源数据, 中国 2015 年年底炼油产能达到 1426 万桶/天, 约 7.5 亿吨/年, 需淘汰 7500-10000 万吨/年的产能。自 2015 年, 国内 GDP 增速逐渐降低到 6.5% 左右, 原油需求增速放缓。

3 月 1 日, 中石化集团董事长王玉普在上任近两年来, 首次接受国内媒体采访称: “十三五”期间, 中石化将投资 2000 亿元, 打造四个世界级炼化基地四大基地茂湛 (茂名、湛江)、镇海、上海和南京。四大基地全面优化升级后, 炼油年总产能将达到 1.3 亿吨, 乙烯达到 900 万吨, 分别约占整个集团产能的 45% 和 65%, 成为中石化的主力军团。目前, 世界级炼化基地的标准是炼油能力为 3000 万吨/年, 乙烯能力 100 万吨/年。中石化集团公司意在将炼

化成为国家的第三张名片。

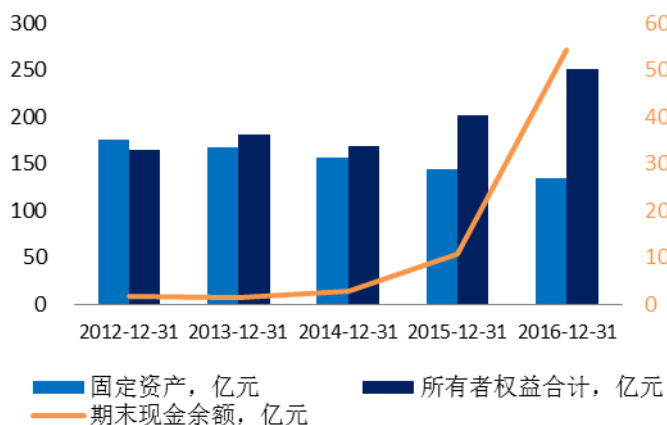
表 4：全球 TOP10 炼化基地炼油能力

炼化基地	加工量	地区	母公司
Reliance Jamnagar Refinery	124 万桶/天	印度古吉拉特邦	Reliance Industries
Paraguana Refining Centre	95.5 万桶/天	委内瑞拉帕拉瓜纳	PDVSA
Ulsan Refinery	77.5 万桶/天	韩国丽水	Chevron&GS
Onsan Refinery	66.9 万桶/天	韩国蔚山	S-Oil
Port Arthur Refinery	60 万桶/天	美国德克萨斯州	Motiva
ExxonMobil Singapore refinery	59.2 万桶/天	新加坡裕廊	ExxonMobil
ExxonMobil Baytown Refinery	58.4 万桶/天	美国德克萨斯州	ExxonMobil
Ras Tanura Refinery	55 万桶/天	沙特阿拉伯朱拜勒	Saudi Aramco
Garyville Refinery	52.2 万桶/天	美国路易斯安娜州	Marathon Oil

资料来源：安信证券研究中心

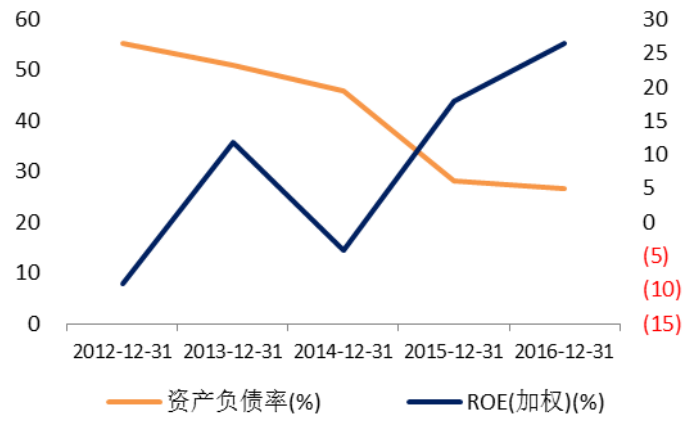
中国是目前全球第一大炼油国，国内炼厂多达 240 家，除藏黔晋渝 4 省市外，其他各省市均建有炼厂，平均规模仅为 308 万吨，远低于 742 万吨的世界平均水平。全球最大的炼厂，产量超过 6000 万吨，韩国一年炼油 1.4 亿吨，而炼厂只有 4 家。我国最大的镇海炼化原油加工能力 2300 万吨/年，在全球排到 18 位。规模小布局分散，导致能耗物耗高，投入产出比低等问题，从而影响竞争力。

图 40：公司具有充足的现金流



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 41：资产负债水平较低



资料来源：wind，安信证券研究中心

公司作为中石化集团公司规划的四大炼化基地之一，现金流充足，截止 2016 年 12 月 31 日，在手现金 54.41 亿元，资产负债率 26.65%，为上市以来最低水平，固定资产仅 135.02 亿元。公司将进一步提升规模，优化炼油化工产品结构，瞄准中高端产品，增加高端优质供给，大幅减少互供原料运输成本和配套设施投资，生产更为清洁环保的产品。若油气体制改革方案近期公布，将会推进上游开采市场化进程，进一步提升成品油市场化定价效率，炼化产业链有望实现更加公平的竞争，炼化产业集中提升将是大势所趋，公司将在去产能、去杠杆的石化改革潮流中大有可为，向世界一流炼油企业迈进。

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测假设条件

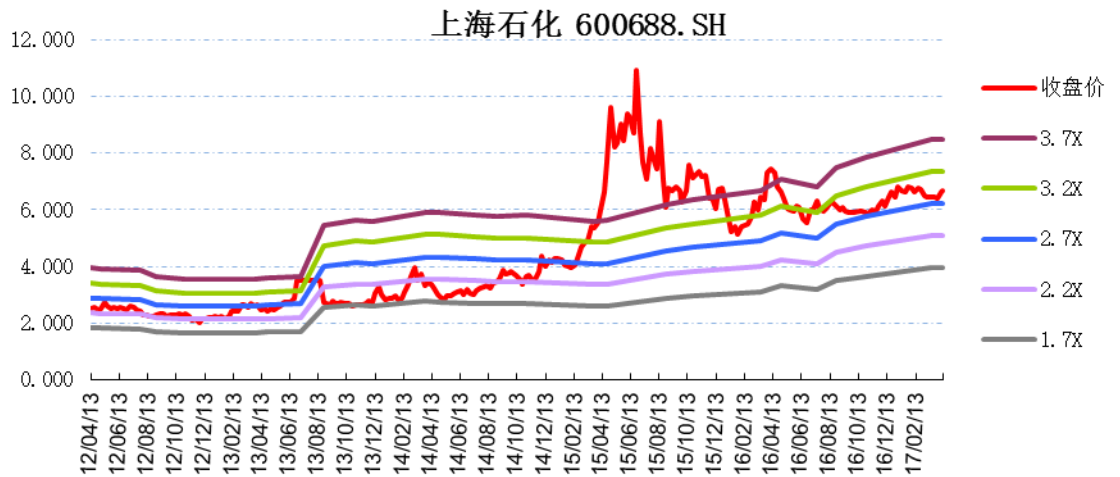
- 1、美国成品油库存持续下降，炼厂开工率回升，预计原油库存近期见顶。
- 2、地缘政治助推油价反弹，OPEC 原定 5 月 25 会议大概率延长减产协议支撑油价。
- 3、乙烯装置中长期保持高景气，油价反弹利好下游化工品。
- 4、公司去年完成主要装置检修，今年原油加工总量上升。

5.2. 投资建议：给予买入-A 评级，目标价 8.34 元

油价持续反弹增厚炼油业务利润，并带动下游化工产品维持较高毛利水平，检修后公司全年加工量稳步增长，预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 860 亿元、936 亿元和 1005 亿元，对应 EPS 分别为 0.62 元、0.69 元、0.70 元；给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 8.34 元，对应 2017 年 PE 13.4 倍。

■ 风险提示：油价反弹不及预期，新项目审批进度不及预期等

图 42：PB-Band



资料来源：wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	80,803.4	77,894.3	86,073.2	93,647.6	100,483.9	成长性					
减:营业成本	60,089.3	55,743.3	61,198.0	66,489.8	72,348.4	营业收入增长率	-20.9%	-3.6%	10.5%	8.8%	7.3%
营业税费	13,710.9	11,906.4	13,880.9	15,102.4	15,923.0	营业利润增长率	-492.1%	89.3%	9.8%	12.6%	2.3%
销售费用	516.9	493.3	518.1	585.3	623.0	净利润增长率	-553.1%	83.5%	11.7%	11.6%	2.5%
管理费用	2,667.4	2,683.3	2,684.2	3,079.3	3,299.7	EBITDA 增长率	354.5%	52.9%	5.4%	7.7%	-1.1%
财务费用	254.1	-55.8	-355.9	-661.5	-999.4	EBIT 增长率	-769.1%	76.9%	5.9%	9.3%	-1.3%
资产减值损失	95.6	330.4	216.7	214.3	253.8	NOPLAT 增长率	-781.4%	74.3%	6.7%	9.3%	-1.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.2%	-4.6%	-9.2%	-4.0%	-13.3%
投资和汇兑收益	599.2	906.8	520.0	675.3	700.7	净资产增长率	19.6%	24.3%	23.5%	20.5%	18.7%
营业利润	4,068.3	7,700.1	8,451.2	9,513.5	9,736.1	利润率					
加:营业外净收支	140.4	65.3	109.8	105.2	93.4	毛利率	25.6%	28.4%	28.9%	29.0%	28.0%
利润总额	4,208.7	7,765.4	8,561.0	9,618.7	9,829.5	营业利润率	5.0%	9.9%	9.8%	10.2%	9.7%
减:所得税	926.8	1,796.8	1,933.1	2,171.9	2,219.5	净利润率	4.0%	7.6%	7.7%	7.9%	7.6%
净利润	3,245.8	5,955.6	6,650.8	7,422.6	7,605.0	EBITDA/营业收入	7.5%	12.0%	11.4%	11.3%	10.4%
						EBIT/营业收入	5.3%	9.8%	9.4%	9.5%	8.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	67	65	53	42	33
货币资金	1,077.4	5,440.6	12,484.5	19,818.5	28,984.7	流动营业资本周转天数	5	6	4	6	6
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	39	53	74	99	125
应收帐款	1,653.6	1,713.1	1,751.0	2,142.4	2,045.9	应收帐款周转天数	7	8	7	7	8
应收票据	1,007.4	1,267.9	1,638.4	1,246.8	1,894.5	存货周转天数	23	24	22	22	23
预付帐款	15.1	29.3	11.0	38.3	14.7	总资产周转天数	132	144	151	162	177
存货	4,178.2	6,159.5	4,446.7	7,233.1	5,655.1	投资资本周转天数	91	92	77	66	56
其他流动资产	212.2	265.4	231.6	236.4	244.5						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	16.4%	24.1%	21.7%	20.1%	17.3%
长期股权投资	3,471.1	3,838.8	3,838.8	3,838.8	3,838.8	ROA	11.7%	17.5%	17.4%	16.1%	14.4%
投资性房地产	405.6	380.4	380.4	380.4	380.4	ROIC	16.6%	29.0%	32.4%	39.0%	40.1%
固定资产	14,424.9	13,502.4	11,796.2	10,090.1	8,383.9	费用率					
在建工程	722.5	717.7	717.7	717.7	717.7	销售费用率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
无形资产	423.5	406.1	389.1	372.0	355.0	管理费用率	3.3%	3.4%	3.1%	3.3%	3.3%
其他非流动资产	430.5	402.4	456.4	179.1	215.1	财务费用率	0.3%	-0.1%	-0.4%	-0.7%	-1.0%
资产总额	28,022.2	34,123.7	38,141.8	46,293.5	52,730.2	三费/营业收入	4.3%	4.0%	3.3%	3.2%	2.9%
短期债务	2,070.0	546.4	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	3,647.0	5,697.1	4,751.1	6,465.7	5,762.5	资产负债率	28.1%	26.6%	19.0%	19.5%	16.2%
应付票据	-	5.0	6.3	4.1	6.3	负债权益比	39.2%	36.3%	23.4%	24.3%	19.3%
其他流动负债	2,009.3	2,693.8	2,315.8	2,413.1	2,597.3	流动比率	1.05	1.66	2.91	3.46	4.64
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.51	0.97	2.28	2.64	3.97
其他非流动负债	160.0	150.0	165.5	158.5	158.0	利息保障倍数	17.01	-136.92	-22.75	-13.38	-8.74
负债总额	7,886.3	9,092.4	7,238.8	9,041.4	8,524.1	分红指标					
少数股东权益	297.0	281.3	258.4	282.6	287.6	DPS(元)	0.10	-	0.07	0.10	0.06
股本	10,800.0	10,800.0	10,800.0	10,800.0	10,800.0	分红比率	33.3%	0.0%	11.1%	14.8%	8.6%
留存收益	9,037.9	13,931.5	19,844.6	26,169.6	33,118.5	股息收益率	1.5%	0.0%	1.0%	1.5%	0.9%
股东权益	20,135.9	25,031.3	30,903.0	37,252.1	44,206.1						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,282.0	5,968.6	6,650.8	7,422.6	7,605.0	EPS(元)	0.30	0.55	0.62	0.69	0.70
加:折旧和摊销	2,073.7	1,895.8	1,723.2	1,723.2	1,723.2	BVPS(元)	1.84	2.29	2.84	3.42	4.07
资产减值准备	95.6	330.4	-	-	-	PE(X)	21.8	11.9	10.7	9.5	9.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	2.9	2.3	1.9	1.6
财务费用	231.7	-108.0	-355.9	-661.5	-999.4	P/FCF	-204.1	13.2	9.0	8.7	7.2
投资损失	-599.2	-906.8	-520.0	-675.3	-700.7	P/S	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
少数股东损益	36.1	13.0	-22.8	24.2	5.0	EV/EBITDA	11.6	6.9	5.9	4.8	4.0
营运资金的变动	112.7	719.6	-3.8	-738.4	488.8	CAGR(%)	31.4%	8.4%	-311.6%	31.4%	8.4%
经营活动产生现金流量	5,143.4	7,211.0	7,471.4	7,094.7	8,121.9	PEG	0.7	1.4	-0.0	0.3	1.1
投资活动产生现金流量	-439.0	-189.9	520.0	675.3	700.7	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-3,906.3	-2,666.3	-947.5	-436.0	343.6	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034