

信义山证 汇通天下

证券研究报告

石油石化

石化行业 18 年报及 19Q1 总结

维持评级

报告原因：年报一季报总结

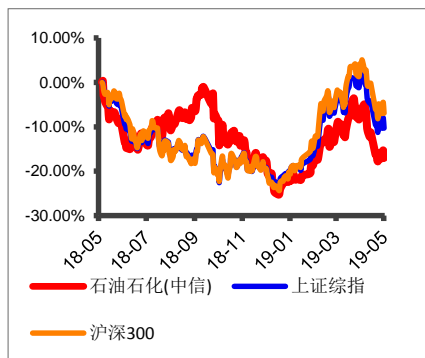
行业整体盈利实现平稳增长

看好

2019 年 5 月 20 日

行业研究/深度报告

石化行业近一年市场表现



分析师：

曹玲燕

执业证书编号：S0760511010002

邮箱：caolingyan@sxzq.com

研究助理：

程俊杰

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➤ **石油石化行业总体平稳增长，盈利水平较高。**剔除大体量的中国石油、中国石化，2018 年石油石化行业实现营业收入合计 8137.2 亿元，同比增长 32.91%，实现归母净利润为 260.8 亿元，同比增长 82.76%。全年来看，石油石化行业总体平稳增长，盈利水平较高。毛利率为 11.49%，较上年下降 4.49 个百分点，净利率 3.3%，较上年提升 35.8 个百分点，处于近 5 年较高水平。期间费用率为 4.19%，较上年下降 25.18 个百分点，其中管理费用率较上年下降 35.11 个百分点。从 2019Q1 石化行业盈利情况来看，受到 2018Q4 油价的单边大幅下降，以及化工品价格的下跌，行业整体毛利率和净利率均出现下滑，毛利率为 10.8%，较上年下降 16.08 个百分点，净利率为 2.86%，较上年下降 35.15 个百分点。期间费用率 4.46%，较上年下降 18.17 个百分点。整体而言，一季度相较 2018Q4 有所反弹。2019Q1 石油石化行业实现营业收入 1856.2 亿元，同比增长 21.56%，环比减少 25.91%，实现归母净利润 52.4 亿元，同比减少 17.48%，环比增长 479.65%。

➤ **各子行业有所分化。**从细分行业来看，5 个子行业营收同比大幅增加，归母净利润方面，除了油品销售及仓储亏损外，其他子行业均实现增长。2019Q1 石化各子行业除油品销售及仓储外，营收普遍同比实现上涨，然而环比均有所下滑。归母净利润方面，除油品销售及仓储和油田服务板块亏损外，石油开采和炼油都同比下滑。

➤ **投资建议。**2019 年一季度，石化行业市场行情整体跌势趋缓，估值在 2018 年底处于底部，市场整体估值水平仍然处于历史较低的水平，未来仍有较大的提升空间。经历 2018 年四季度的油价单边大幅下跌，部分化工产品价格处于低位，据卓创资讯数据显示，截至 3 月底有机化工价格指数值在 782.43，同比下跌 15.08%。近期受地缘政治因素影响，油价上涨，对于

下游石化产品价格有一定的成本支撑作用，预计后续成本端叠加供需方面影响，石化产品价格有望迎来增长，行业保持平稳发展。我们建议关注两条主线：

➤ 1) 民营大炼化板块：随着民营大炼化项目投产，产业链利润向下游 PTA 涤纶长丝转移，建议关注恒力股份、恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份。重点关注**桐昆股份**，PX-PTA-涤纶长丝产业链龙头企业之一，公司聚酯聚合产能约为 520 万吨，涤纶长丝产能约为 570 万吨，连续十多年来在国内市场实现产量及销量第一，涤纶长丝的国内市场占有率超过 16%，全球占比接近 11%。随着大炼化陆续投产，利润向下游 PTA/涤纶长丝转移，公司盈利有望大幅增长，同时参股的浙石化项目顺利推进，预计 2019 年浙石化一期项目将建成投产，项目投产后公司将实现产业链一体化格局，将进一步巩固公司在聚酯行业的龙头地位。

➤ 2) PDH 丙烷脱氢&氢能板块：重点关注**卫星石化**，公司是国内最大、全球前五大丙烯酸制造商。同时规划中年产 15 万吨聚丙烯二期项目、年产 6 万吨高吸水性树脂技改三期项目、年产 36 万吨丙烯酸及 36 万吨丙烯酸酯一阶段项目正在按计划推进，预计 2019 年将陆续建成，建成投产后将增厚公司业绩。另外公司全资子公司浙江卫星能源已建成年产 90 万吨丙烷脱氢制丙烯装置，富余氢气约 3 万吨/年；控股子公司连云港石化年产 400 万吨烯烃综合利用示范产业园项目正在筹建中，预计建成后将富余氢气约 25 万吨/年。同时地处长三角经济带，为氢能业务提供广阔市场。

风险提示：

➤ 宏观经济增长不及预期；油价大幅波动风险；项目投产不及预期。

目录

1.2018 及 2019Q1 石化行业盈利情况	7
2.各子行业表现	10
2.1 石油开采：油价上涨带动盈利提升	11
2.2 炼油板块：成品油总体供给过剩、竞争激烈	14
2.3 油品销售及仓储：国内成品油消费保持增长	16
2.4 其他石化：细分板块差异大	18
2.4.1 PTA/涤纶长丝板块：炼化项目投产，产业链利润转移	19
2.4.2 烯烃板块：业绩实现稳定增长	21
2.4.3 其他纤维板块：销售费用率增幅较大	22
2.4.4 能源/精细板块：毛利率及净利率保持平稳	24
2.5 油田服务：市场景气度提升	26
3.投资建议	27
4.风险提示	28

图表目录

图 1：石化行业营收情况（剔除中国石油、中国石化）	7
图 2：石化行业归母净利润情况（剔除中国石油、中国石化）	7
表 1：2018 及 2019Q1 石油石化行业整体盈利情况（亿元）（剔除中国石油、中国石化）	8
图 3：中国石油、中国石化营收情况	9
图 4：中国石油、中国石化归母净利润情况	9
表 2：2018 年石油石化行业子行业整体盈利情况（亿元）	10
表 3：2018 年石油石化行业子行业毛利率、净利率及期间费用率（%）	11

表 4：2019Q1 石油石化行业子行业整体盈利情况（亿元）	11
表 5：2019Q1 石油石化行业子行业毛利率、净利率及期间费用率（%）	11
图 5：2014-2019 单季度石油开采营收（亿元）	12
图 6：2014-2019 单季度石油开采归母净利润（亿元）	12
图 7：2014-2019 石油开采毛利率及净利率（%）	12
图 8：2014-2019 石油开采费用率（%）	12
图 9：国际原油价格走势（美元/桶）（截至 2019-05-17）	13
表 6：2018、2019Q1 石油开采板块盈利情况（亿元）	13
表 7：2018、2019Q1 石油开采板块毛利率、净利率及期间费用率（%）	14
图 10：2014-2019 单季度炼油营收（亿元）	14
图 11：2014-2019 单季度炼油归母净利润（亿元）	14
图 12：2014-2019 炼油毛利率及净利率（%）	15
图 13：2014-2019 炼油费用率（%）	15
表 8：2018、2019Q1 炼油板块盈利情况（亿元）	15
表 9：2018、2019Q1 炼油板块毛利率、净利率及期间费用率（%）	16
图 14：2014-2019 单季度油品销售营收（亿元）	16
图 15：2014-2019 单季度油品销售归母净利润（亿元）	16
图 16：2014-2019 油品销售毛利率及净利率（%）	16
图 17：2014-2019 油品销售费用率（%）	16
表 10：2018、2019Q1 油品销售板块盈利情况（亿元）	17
表 11：2018、2019Q1 油品销售板块毛利率、净利率及期间费用率（%）	17
图 18：2014-2019 单季度其他石化营收（亿元）	18
图 19：2014-2019 单季度其他石化归母净利润（亿元）	18
图 20：2014-2019 其他石化毛利率及净利率（%）	18

图 21: 2014-2019 其他石化费用率 (%)	18
图 22: 2014-2019 单季度 PTA 涤纶长丝营收 (亿元)	19
图 23: 2014-2019 单季度 PTA 涤纶归母净利润 (亿元)	19
图 24: 2014-2019PTA 涤纶长丝毛利率及净利率 (%)	19
图 25: 2014-2019PTA 涤纶长丝费用率 (%)	19
表 12: 2018、2019Q1PTA/涤纶长丝板块盈利情况 (亿元)	20
表 13: 2018、2019Q1PTA/涤纶长丝板块毛利率、净利率及期间费用率 (%)	20
图 26: 2014-2019 单季度烯烃营收 (亿元)	21
图 27: 2014-2019 单季度烯烃归母净利润 (亿元)	21
图 28: 2014-2019 烯烃毛利率及净利率 (%)	21
图 29: 2014-2019 烯烃费用率 (%)	21
表 14: 2018、2019Q1 烯烃板块盈利情况 (亿元)	22
表 15: 2018、2019Q1 烯烃板块毛利率、净利率及期间费用率 (%)	22
图 30: 2014-2019 单季度其他纤维营收 (亿元)	22
图 31: 2014-2019 单季度其他纤维归母净利润 (亿元)	22
图 32: 2014-2019 其他纤维毛利率及净利率 (%)	23
图 33: 2014-2019 其他纤维费用率 (%)	23
表 16: 2018、2019Q1 其他纤维板块盈利情况 (亿元)	23
表 17: 2018、2019Q1 其他纤维板块毛利率、净利率及期间费用率 (%)	24
图 34: 2014-2019 单季度能源精细营收 (亿元)	24
图 35: 2014-2019 单季度能源精细归母净利润 (亿元)	24
图 36: 2014-2019 能源精细毛利率及净利率 (%)	24
图 37: 2014-2019 能源精细费用率 (%)	24
表 18: 2018、2019Q1 能源精细板块盈利情况 (亿元)	25

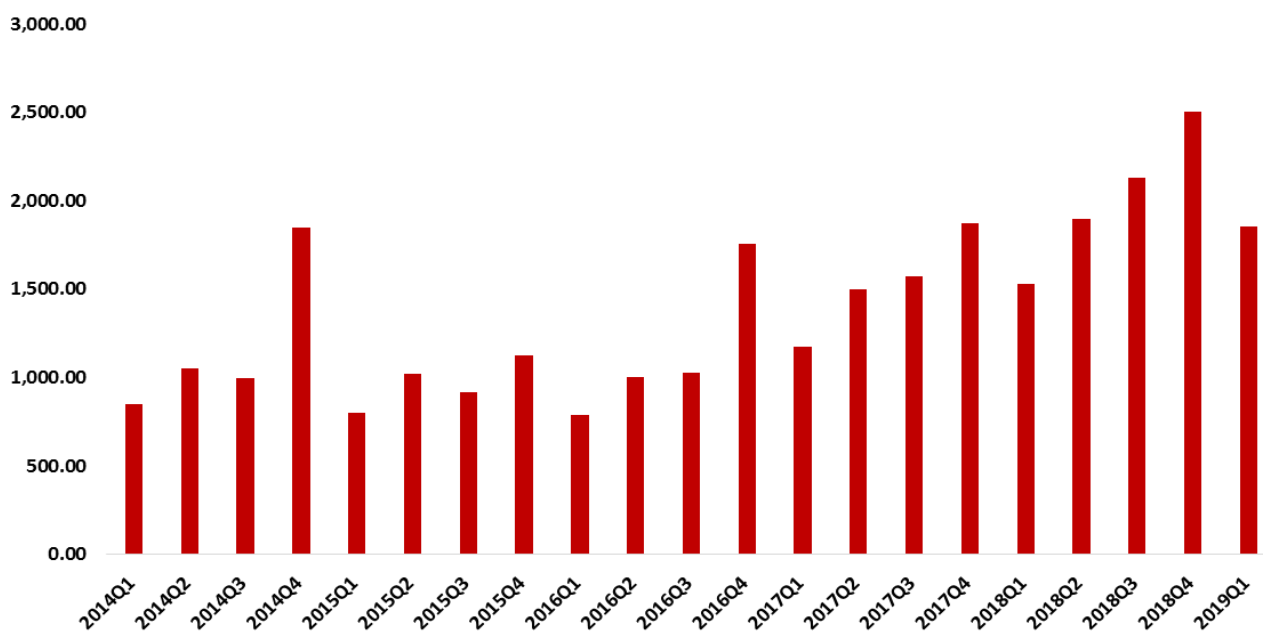


表 19：2018、2019Q1 能源精细板块毛利率、净利率及期间费用率（%）	25
图 38：2014-2019 单季度油田服务营收（亿元）	26
图 39：2014-2019 单季度油田服务归母净利润（亿元）	26
图 40：2014-2019 油田服务毛利率及净利率（%）	26
图 41：2014-2019 油田服务费用率（%）	26

1.2018 及 2019Q1 石化行业盈利情况

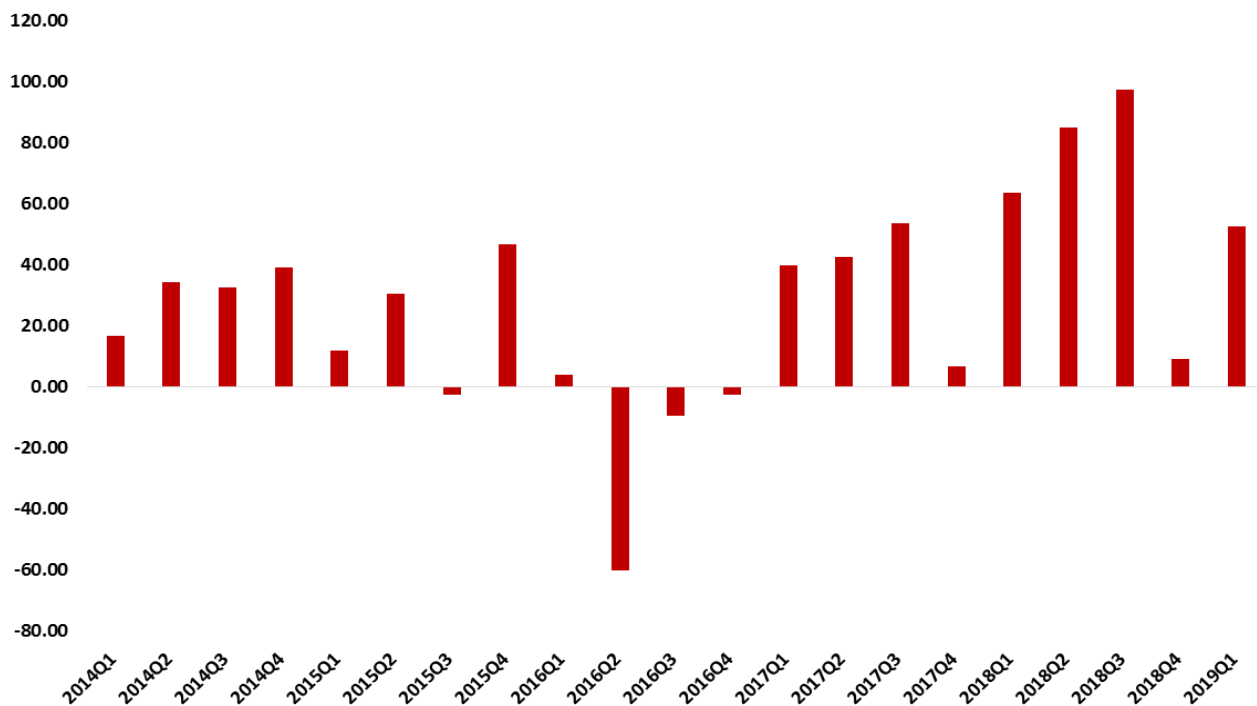
2018 年石油石化行业（根据中信一级分类，考虑到体量占比过大，我们将中国石油和中国石化从石油石化行业（中信）中剔除出去，以便更好地反映行业的盈利情况）实现营业收入合计 8137.2 亿元，同比增长 32.91%，实现归母净利润为 260.8 亿元，同比增长 82.76%。全年来看，石油石化行业总体平稳增长，盈利水平较高。毛利率为 11.49%，较上年下降 4.49 个百分点，净利率为 3.3%，较上年提升 35.8 个百分点，处于近 5 年较高水平。期间费用率为 4.19%，较上年下降 25.18 个百分点，其中管理费用率较上年下降 35.11 个百分点。

图 1：石化行业营收情况（剔除中国石油、中国石化）



数据来源：Wind、山西证券研究所

图 2：石化行业归母净利润情况（剔除中国石油、中国石化）



数据来源：Wind、山西证券研究所

2019Q1 石油石化行业实现营业收入 1856.2 亿元，同比增长 21.56%，环比减少 25.91%，实现归母净利润 52.4 亿元，同比减少 17.48%，环比增长 479.65%。主要是 2018Q4 油价的单边大幅下降，以及化工品价格的下跌。从石油石化行业 2019Q1 盈利情况来看，行业整体毛利率和净利率均出现下滑，毛利率为 10.8%，较上年下降 16.08 个百分点，净利率为 2.86%，较上年下降 35.15 个百分点。期间费用率为 4.46%，较上年下降 18.17 个百分点。

表 1：2018 及 2019Q1 石油石化行业整体盈利情况（亿元）（剔除中国石油、中国石化）

	2018	同比	2019Q1	同比
营业收入	8137.2	32.91%	1856.2	21.56%
归母净利润	260.8	82.76%	52.4	-17.48
扣非归母净利润	223.19	88.03%	45.28	-14%
扣非 ROE	6.46%	48.17%	1.28%	-27.68%
经营活动产生的现金流量净额	527.12	27.43%	-59.41	-980.18%
销售毛利率	11.49%	-4.49%	10.80%	-16.08%
销售净利率	3.30%	35.80%	2.86%	-35.15%

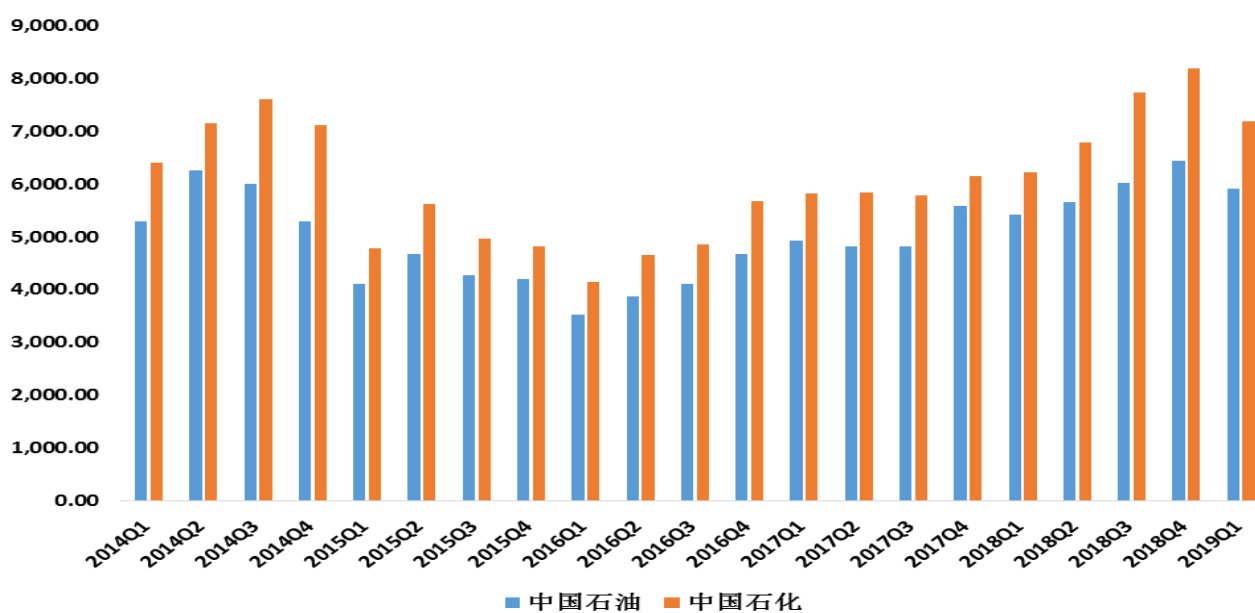
资料来源：Wind、山西证券研究所

从体量占比大的两家公司来看，**中国石油** 2018 年实现营业收入 23535.9 亿元，同比增长 16.75%，实现归母净利润为 525.9 亿元，同比增长 130.71%。主要原因是大部分油气产品价格上升以及销售量增加。毛利率为 22.49%，较上年提升 5.04 个百分点，净利率为 3.08%，较上年提升 69.23 个百分点，期间费用率为 6.6%，

较上年下降 19.51 个百分点。2019Q1 实现营业收入 5910.4 亿元，同比增长 8.92%，环比减少 8.18%，实现归母净利润 102.5 亿元，同比增长 1%，环比增长 129.82%。毛利率和净利率均有所微降，其中，毛利率为 20.54%，较上年下降 0.34 个百分点，净利率为 2.71%，较上年下降 3.21 个百分点，期间费用率方面，为 6.50%，较上年下降 10.14 个百分点。

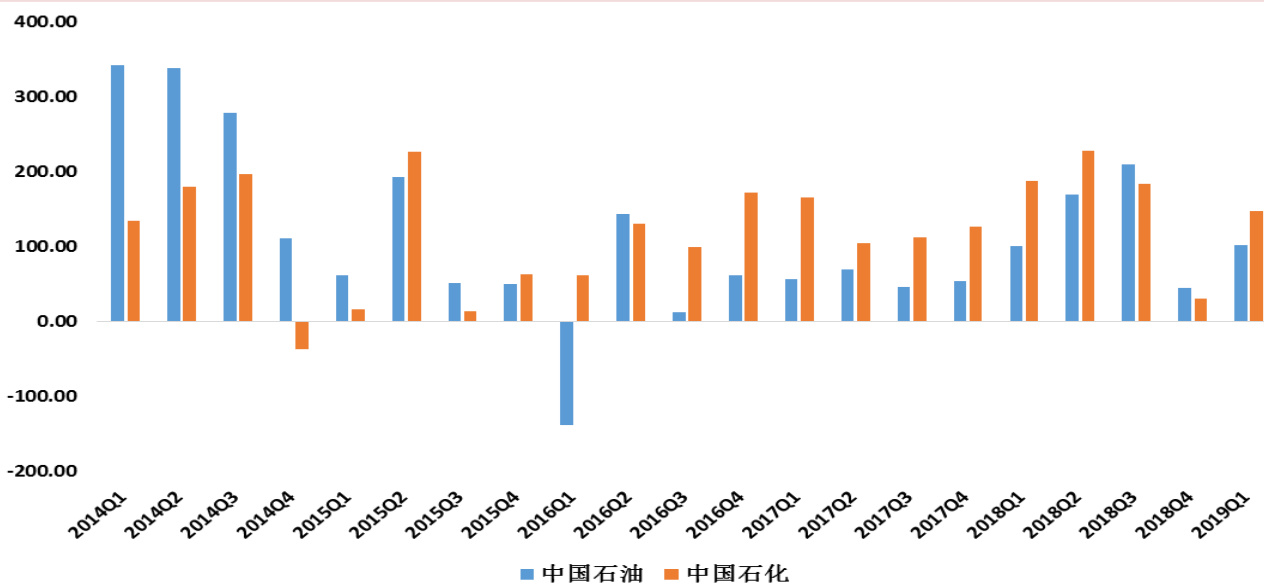
中国石化 2018 年实现营业收入 28911.8 亿元，同比增长 22.5%，实现归母净利润为 630.89 亿元，同比增长 23.42%。主要归因于公司主要产品价格同比上升，以及主要产品销量同比增长。毛利率为 16.95%，较上年下降 14.82 个百分点，净利率为 2.78%，较上年下降 6.71 个百分点，期间费用率为 4.83%，较上年下降 16.58 个百分点。2019Q1 实现营业收入 7175.8 亿元，同比增长 15.51%，环比减少 12.30%，实现归母净利润 147.6 亿元，同比减少 21.35%，环比增长 374.60%。毛利率和净利率均有所下降，其中，毛利率为 16.89%，较上年下降 12.53 个百分点，净利率为 2.57%，较上年下降 34.94 个百分点，期间费用率为 4.54%，较上年下降 14.02 个百分点。

图 3：中国石油、中国石化营收情况



数据来源：Wind、山西证券研究所

图 4：中国石油、中国石化归母净利润情况



数据来源：Wind、山西证券研究所

2.各子行业表现

2018年石油石化各子行业盈利状况表现，具体来看，5个子行业营收同比大幅增加，石油开采、炼油、油品销售及仓储、其他石化、油田服务等子行业营收分别增长16.68%、20.65%、109.48%、56.81%、20%，归母净利润方面，除了油品销售及仓储亏损外，其他子行业均实现增长，油服板块扭亏为盈，石油开采、炼油、其他石化等子行业归母净利润分别增长125.75%、13.47%、55.27%。

表2：2018年石油石化行业子行业整体盈利情况（亿元）

	营业收入	同比	归母净利润	同比
石油开采	23807.93	16.68%	558.49	125.75%
炼油	30514.27	20.65%	695.95	13.47%
油品销售及仓储	312.97	109.48%	-3.99	亏损
其他石化	5035.63	56.81%	164.19	55.27%
油田服务	914.07	20.00%	2.93	扭亏为盈

资料来源：Wind、山西证券研究所

毛利率方面，除油品销售及仓储和炼油板块有所下滑外，石油开采、其他石化、油田服务均实现增长，其中油田服务板块毛利率较上年大幅增长，主要是国内油田服务市场景气度提升，市场对于油田技术服务及钻完井设备需求快速增加。期间费用率方面，各子行业相较2018年三大费用率均有所下降，其中，油田服务板块期间费用率较上年下降45.08个百分点。

表 3：2018 年石油石化行业子行业毛利率、净利率及期间费用率（%）

	毛利率	同比	净利率	同比	期间费用率	同比
石油开采	22.70	5.34%	3.18	67.39%	6.69	-19.57%
炼油	16.99	-15.02%	2.85	-10.75%	4.51	-21.16%
油品销售及仓储	7.67	-14.98%	-1.39	-403.23%	6.23	-29.45%
其他石化	8.57	7.8%	3.40	-0.13%	3.35	-15.53%
油田服务	9.32	344.08%	0.34	102.58%	5.78	-45.08%

资料来源：Wind、山西证券研究所

2019Q1 石化各子行业除油品销售及仓储外，营收普遍同比实现上涨，然而环比均有所下滑。归母净利润方面，除油品销售及仓储和油田服务板块亏损外，石油开采和炼油都同比下滑，主要是 2018Q4 油价单边大幅下跌，化工产品价格下跌。

表 4：2019Q1 石油石化行业子行业整体盈利情况（亿元）

	营业收入	同比	环比	归母净利润	同比	环比
石油开采	5975.08	8.88%	-8.28%	107.15	-2.14%	116.15%
炼油	7546.69	12.63%	-12.40%	157.88	-28.28%	321.20%
油品销售及仓储	51.99	-24.45%	-12.35%	-0.52	亏损	94.75%
其他石化	1156.99	61.49%	-27.56%	38.46	27.09%	686.62%
油田服务	211.60	41.52%	-37.50%	-0.42	95.73%	亏损

资料来源：Wind、山西证券研究所

毛利率和净利率方面，油田服务板块增长幅度较大，主要是受行业复苏和上游勘探投入增加影响，业务作业量增加。期间费用率方面，除油品销售及仓储外，其余子行业均有所下降，油品销售及仓储期间费用率有所上升，主要是销售和管理费用同比增幅较大。

表 5：2019Q1 石油石化行业子行业毛利率、净利率及期间费用率（%）

	毛利率	同比	净利率	同比	期间费用率	同比
石油开采	20.72	-0.62%	2.76	-5.71%	6.60	-10.61%
炼油	16.87	-12.82%	2.59	-37.62%	4.51	-13.97%
油品销售及仓储	7.49	25.06%	-1.74	-179.79%	9.17	130.24%
其他石化	8.18	-9.15%	3.42	-23.28%	3.48	-8.23%
油田服务	7.68	1138.48%	-0.17	97.43%	6.38	-46.56%

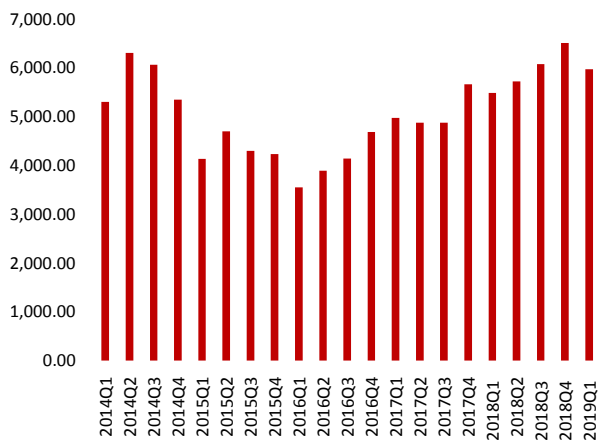
资料来源：Wind、山西证券研究所

2.1 石油开采：油价上涨带动盈利提升

2018 年石油开采板块实现营业收入 23807.93 亿元，同比增长 16.68%，实现归母净利润为 558.49 亿元，同比增长 125.75%。2019Q1 实现营业收入 5975.08 亿元，同比增长 8.88%，实现归母净利润为 107.15 亿元，

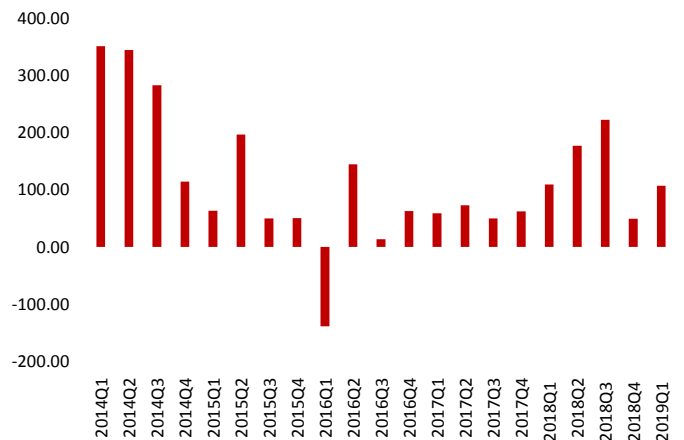
同比下降 2.14%。毛利率受到油价下跌影响有所下降，费用率方面，财务费用率有所上升。

图 5：2014-2019 单季度石油开采营收（亿元）



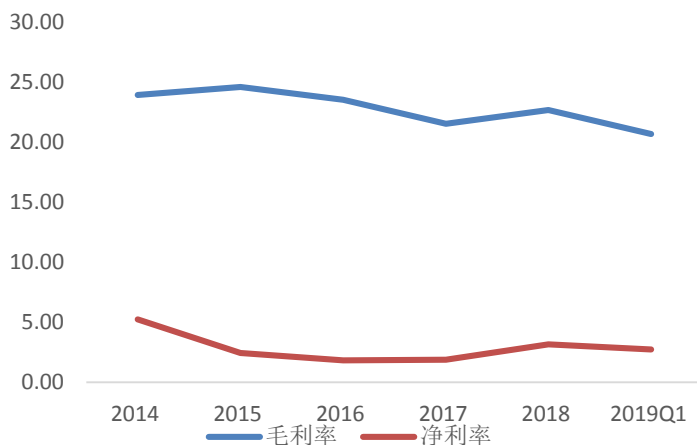
数据来源：Wind、山西证券研究所

图 6：2014-2019 单季度石油开采归母净利润（亿元）



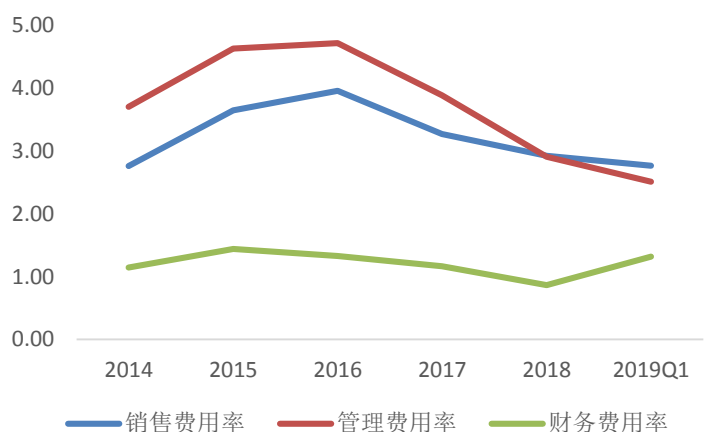
数据来源：Wind、山西证券研究所

图 7：2014-2019 石油开采毛利率及净利率（%）



数据来源：Wind、山西证券研究所

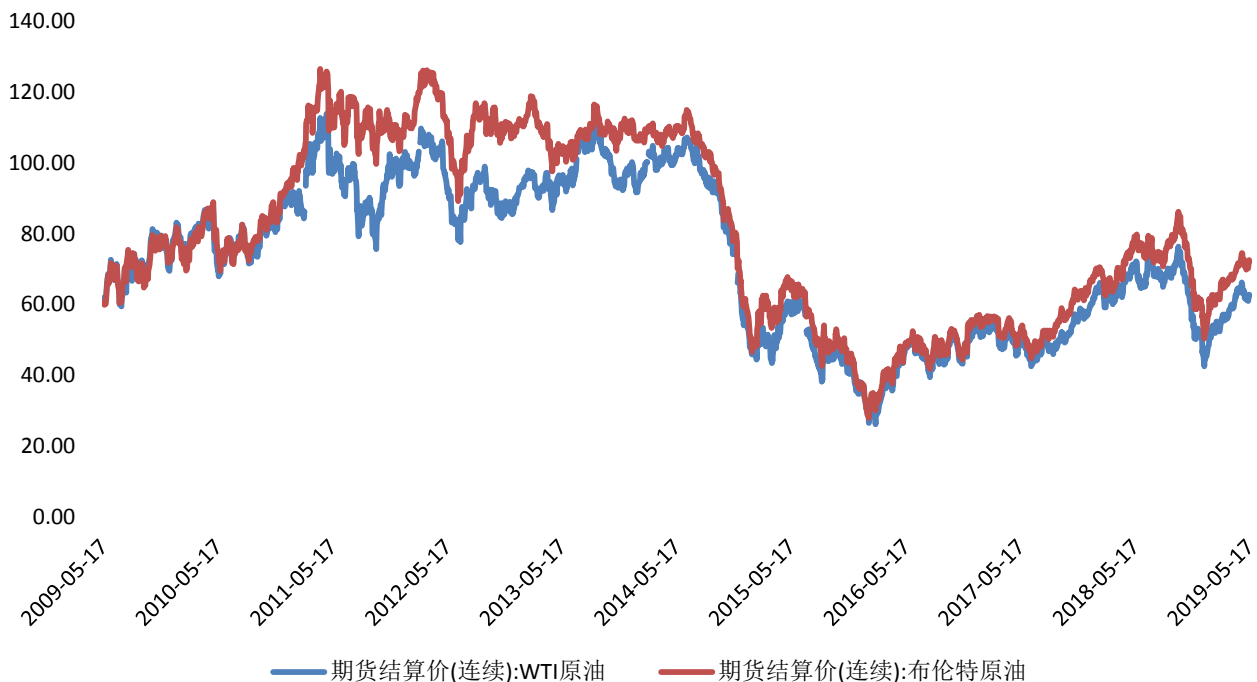
图 8：2014-2019 石油开采费用率（%）



数据来源：Wind、山西证券研究所

石油开采板块，受油价影响较大，油价上涨，带动板块盈利增长。2018 年油价前三季度震荡上行，主要有这几因素：OPEC 国家减产执行率较高、美国及 OECD 等国家商业原油库存呈下降态势、国际原油需求较为强劲、地缘政治因素同样影响油价等。然而第四季度快速单边大幅下跌，回吐 2018 年以来的涨幅，主要是阿联酋和利比亚产量急升填补了美国制裁伊朗造成的供应空缺，供应逐步上升、美国原油库存连续数周增加、EIA 原油库存增长、全球需求量放缓等多重因素叠加令油价下行，原油市场从担心制裁伊朗导致的供应趋紧迅速转变为对供应过剩的担忧，总体呈倒“V”型走势。2019Q1 油价企稳回暖，受到 OPEC 国家持续减产及美国制裁伊朗加剧等因素，但需求面的表现也是原油市场重归均衡中的重要因素，未来经济增长如果放缓会给油市带来许多不确定性影响。

图 9：国际原油价格走势（美元/桶）（截至 2019-05-17）



数据来源：Wind、山西证券研究所

2019Q1 油价震荡上行，均价低于上年同期。板块上市公司中，以中国石油勘探与生产业务来看，一季度油气产量均同比增长，Q1 生产原油 223.4 百万桶，比上年同期增长 4.6%；生产可销售天然气 999.9 十亿立方英尺，比上年同期增长 8.9%；实现油气当量产量 390.1 百万桶，比上年同期增长 6.4%。从中国石化勘探与开发业务一季度表现来看，一季度油气当量产量 113.46 百万桶，同比增长 1.9%。其中境内原油产量同比增长 0.2%，天然气产量同比增长 6.7%。勘探及开发板块经营收益人民币 21.43 亿元，实现扭亏为盈。

表 6：2018、2019Q1 石油开采板块盈利情况（亿元）

代码	简称	2018 年营收	2018 年净利润	2018 经营现金流量净额	2019Q1 营收	2019Q1 净利润	2019Q1 经营现金流量净额
601857.SH	中国石油	23,535.88	525.85	3,515.65	5,910.41	102.51	620.22
600256.SH	广汇能源	129.05	17.44	41.40	32.59	4.47	5.18
600777.SH	新潮能源	47.81	6.01	39.99	12.66	-1.63	5.10
600759.SH	洲际油气	33.26	0.70	13.57	5.84	0.07	1.68
603619.SH	中曼石油	23.33	0.30	6.92	4.12	0.27	0.25
000968.SZ	蓝焰控股	13.90	6.79	1.06	4.07	1.26	-1.85
603800.SH	道森股份	11.69	0.89	0.87	2.49	0.18	-0.37
603727.SH	博迈科	9.04	0.07	1.71	1.68	0.04	0.75

002828.SZ	贝肯能源	3.97	0.45	-3.67	1.24	-0.01	-0.48
-----------	------	------	------	-------	------	-------	-------

资料来源：Wind、山西证券研究所

表 7：2018、2019Q1 石油开采板块毛利率、净利率及期间费用率（%）

代码	简称	2018 毛利率	2018 净利率	2018 期间费用率	2019Q1 毛利率	2019Q1 净利率	2019Q1 期间费用率
601857.SH	中国石油	22.49	3.08	6.59	20.54	2.71	7.11
600256.SH	广汇能源	36.30	12.60	13.38	32.04	12.69	13.44
600777.SH	新潮能源	55.33	12.57	14.29	47.87	-12.86	8.07
600759.SH	洲际油气	67.22	6.21	31.43	68.95	1.83	39.91
603619.SH	中曼石油	23.74	2.16	15.37	23.87	6.51	15.53
000968.SZ	蓝焰控股	38.31	28.60	13.21	36.45	29.12	14.67
603800.SH	道森股份	21.92	7.45	9.53	26.59	6.79	16.97
603727.SH	博迈科	13.45	1.80	8.45	8.33	2.24	14.15
002828.SZ	贝肯能源	20.50	5.07	11.12	19.08	-1.00	21.67

资料来源：Wind、山西证券研究所

2.2 炼油板块：成品油总体供给过剩、竞争激烈

2018 年炼油板块实现营业收入 30514.27 亿元，同比增长 20.65%，实现归母净利润为 695.95 亿元，同比增长 13.47%。2019Q1 实现营业收入 7546.69 亿元，同比增长 12.63%，实现归母净利润为 157.88 亿元，同比下降 28.28%。毛利率及净利率保持平稳，财务费用率有所提升。

图 10：2014-2019 单季度炼油营收（亿元）

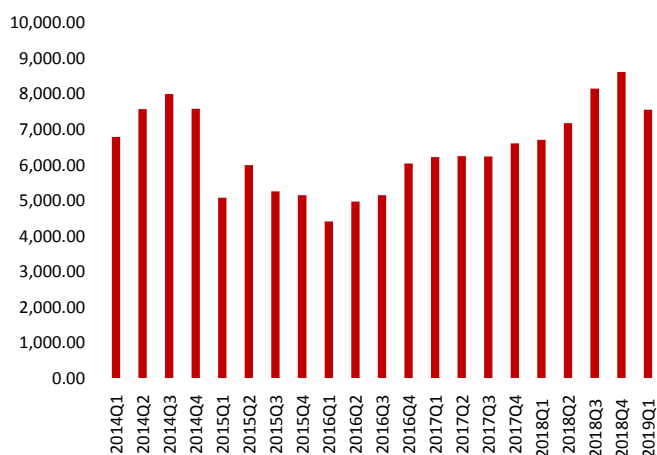
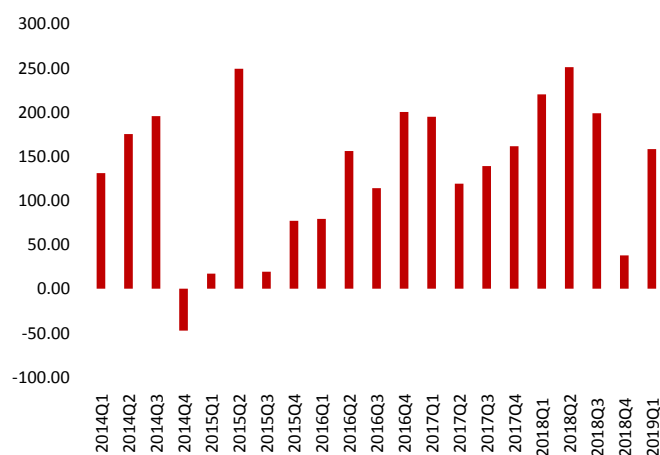


图 11：2014-2019 单季度炼油归母净利润（亿元）



数据来源：Wind、山西证券研究所

数据来源：Wind、山西证券研究所

图 12：2014-2019 炼油毛利率及净利率（%）

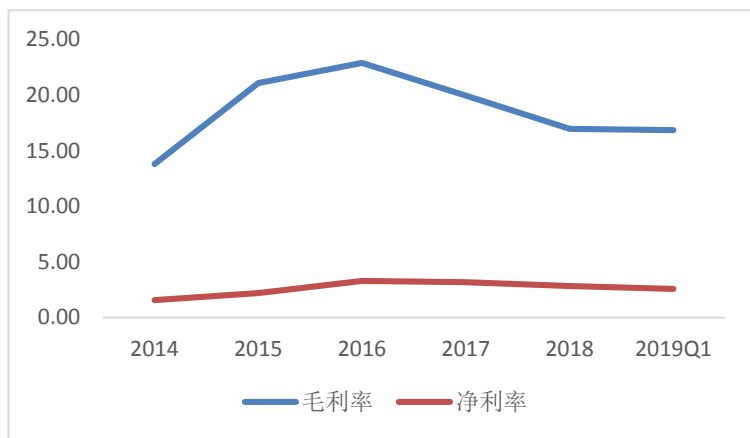
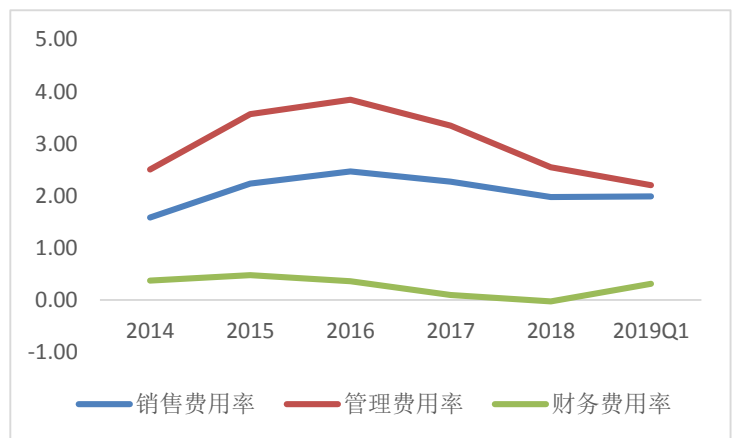


图 13：2014-2019 炼油费用率（%）



数据来源：Wind、山西证券研究所

数据来源：Wind、山西证券研究所

2018 年成品油市场需求保持增长，总体供给过剩、竞争激烈。据国家发改委统计，成品油表观消费量（包括汽油、柴油和煤油）为 3.25 亿吨，同比增长 6.0%。其中，汽油增长 7.8%，煤油增长 8.4%，柴油增长 4.1%。国内成品油价格走势与国际市场油价变化趋势基本保持一致，全年成品油价格调整 24 次，其中上调 13 次，下调 11 次。

从中国石油一季报来看，公司 2019Q1 共加工原油 291.6 百万桶，比上年同期增长 3.3%；生产汽油、柴油和煤油 2,770.8 万吨，比上年同期增长 5.8%。2019Q1 炼油业务实现经营利润人民币 0.46 亿元，比上年同期的人民币 39.06 亿元减少人民币 38.60 亿元，主要是由于公司炼油产品库存减利以及公司推进内部价格市场化影响。中国石化一季报中，原油加工量同比增长 2.7%，成品油产量同比增长 3.8%，其中汽油同比增长 5.9%，煤油同比增长 6.6%，炼油板块实现经营收益人民币 119.63 亿元。

表 8：2018、2019Q1 炼油板块盈利情况（亿元）

代码	简称	2018 年营收	2018 年净利润	2018 经营现金流量净额	2019Q1 营收	2019Q1 净利润	2019Q1 经营现金流量净额
600028.SH	中国石化	28,911.79	630.89	1,758.68	7,175.79	147.63	-146.09
600688.SH	上海石化	1,077.65	52.77	66.95	251.36	6.11	-10.90
000059.SZ	华锦股份	366.83	10.55	23.73	86.11	3.45	-8.41
000698.SZ	沈阳化工	107.91	1.18	0.65	21.99	0.32	3.77
000637.SZ	茂化实华	43.20	0.37	1.34	10.02	0.33	0.20
002778.SZ	高科石化	6.89	0.18	-0.03	1.41	0.05	-0.39

资料来源：Wind、山西证券研究所

表 9：2018、2019Q1 炼油板块毛利率、净利率及期间费用率（%）

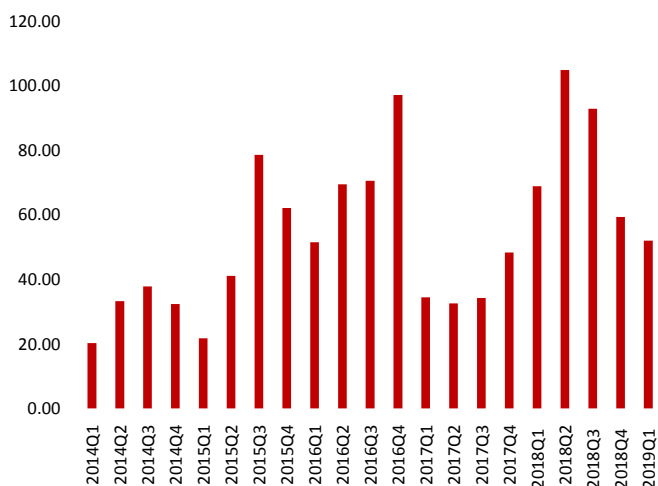
代码	简称	2018 毛利率	2018 净利率	2018 期间费用率	2019Q1 毛利率	2019Q1 净利率	2019Q1 期间费用率
600028.SH	中国石化	16.95	2.78	4.83	16.89	2.57	4.72
600688.SH	上海石化	19.24	4.90	2.69	17.12	2.43	3.10
000059.SZ	华锦股份	17.21	3.06	6.68	18.26	4.22	6.48
000698.SZ	沈阳化工	7.60	1.10	5.31	9.25	1.47	6.64
000637.SZ	茂化实华	4.77	0.93	3.06	6.10	3.83	2.71
002778.SZ	高科石化	11.96	2.63	8.32	13.79	3.38	10.33

资料来源：Wind、山西证券研究所

2.3 油品销售及仓储：国内成品油消费保持增长

2018 年油品销售及仓储板块实现营业收入 312.97 亿元，同比增长 109.48%，实现归母净利润为-3.99 亿元，同比亏损。2019Q1 实现营业收入 51.99 亿元，同比下降 24.45%，实现归母净利润为-0.52 亿元，同比亏损。净利率维持低位，管理费用率 2018 年降幅较大，主要系海越能源 2017 年管理费用同比大幅增长，控股子公司宁波海越三年一期大修费用及研发费用增加所致。销售、财务费用率保持稳定增长。

图 14：2014-2019 单季度油品销售营收（亿元）



数据来源：Wind、山西证券研究所

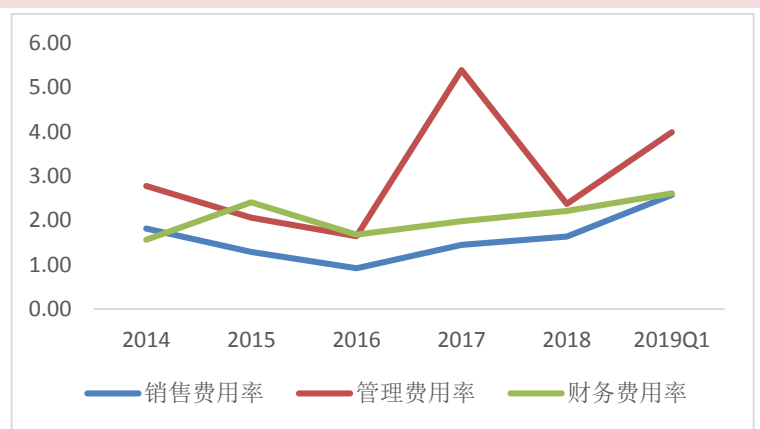
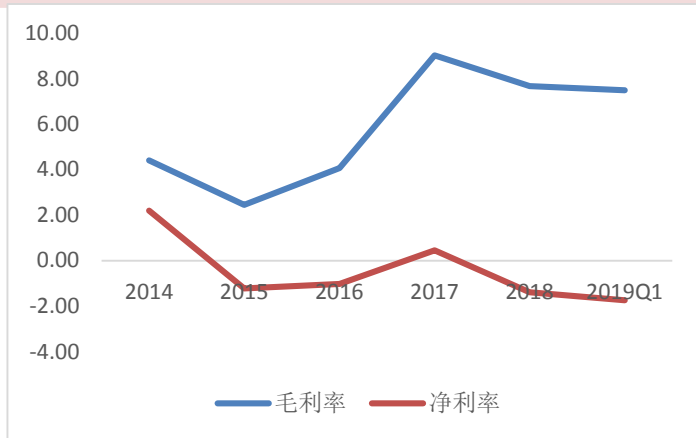
图 16：2014-2019 油品销售毛利率及净利率（%）

图 15：2014-2019 单季度油品销售归母净利润（亿元）



数据来源：Wind、山西证券研究所

图 17：2014-2019 油品销售费用率（%）



数据来源：Wind、山西证券研究所

数据来源：Wind、山西证券研究所

我国成品油的消费市场以汽油、航空煤油和柴油为主，2018年，国内成品油消费保持增长，其中汽油消费增速继续下降，柴油消费增速回升。

从2019年一季度情况来看，中国石化营销和分销板块，一季度成品油总经销量4,974万吨，同比增长5.4%，其中境内成品油同比增长5.2%，零售量同比增长2.5%。营销及分销板块实现经营收益人民币78.66亿元。中国石油销售业务，Q1销售汽油、柴油和煤油4,205.7万吨，同比下降0.8%。受成品油毛利上升及营销措施增效等因素影响，销售板块实现经营利润人民币35.17亿元，比上年同期经营利润人民币18.65亿元增长88.6%。

表 10：2018、2019Q1 油品销售板块盈利情况（亿元）

代码	简称	2018 年营收	2018 年净利润	2018 经营现金流量净额	2019Q1 营收	2019Q1 净利润	2019Q1 经营现金流量净额
600387.SH	海越能源	214.13	3.07	7.91	34.14	0.15	0.29
600856.SH	中天能源	34.26	-8.01	2.42	2.96	-0.96	-0.74
000554.SZ	泰山石油	30.78	0.02	0.92	7.54	0.00	1.65
000096.SZ	广聚能源	16.54	1.08	0.78	3.83	0.10	-0.46
002524.SZ	光正集团	11.75	-0.75	3.21	2.92	-0.05	-0.68
000159.SZ	国际实业	5.51	0.60	-0.09	0.61	0.24	-1.33

资料来源：Wind、山西证券研究所

表 11：2018、2019Q1 油品销售板块毛利率、净利率及期间费用率（%）

代码	简称	2018 毛利率	2018 净利率	2018 期间费用率	2019Q1 毛利率	2019Q1 净利率	2019Q1 期间费用率
600387.SH	海越能源	5.15	1.94	3.46	6.16	0.22	6.38
600856.SH	中天能源	12.25	-28.13	20.42	-11.45	-46.13	41.69

000554.SZ	泰山石油	8.74	0.07	7.96	8.20	0.05	7.51
000096.SZ	广聚能源	9.17	6.75	4.44	9.36	2.92	6.03
002524.SZ	光正集团	29.26	-4.28	24.41	33.84	1.85	29.22
000159.SZ	国际实业	20.66	9.05	21.84	27.63	35.80	42.05

资料来源：Wind、山西证券研究所

2.4 其他石化：细分板块差异大

2018 年其他石化板块实现营业收入 5035.63 亿元，同比增长 56.81%，实现归母净利润为 164.19 亿元，同比增长 55.27%。2019Q1 实现营业收入 1156.99 亿元，同比增长 61.49%，实现归母净利润为 38.46 亿元，同比增长 27.09%。由于其他石化板块公司主营业务有所不同，为了便于比较，我们将其他石化板块分为以下四个子版块：PTA/涤纶长丝板块、烯烃板块、其他纤维板块、能源/精细板块等。

图 18：2014-2019 单季度其他石化营收（亿元）

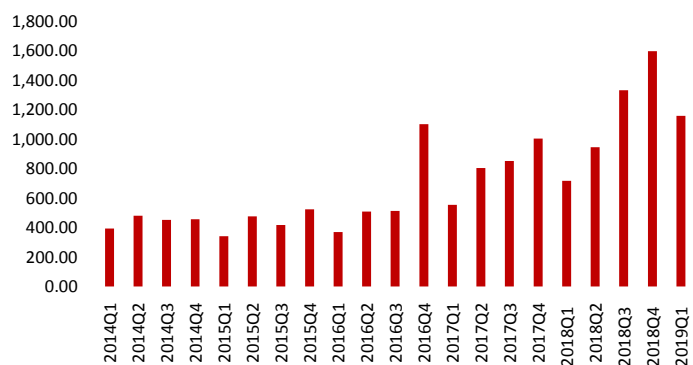
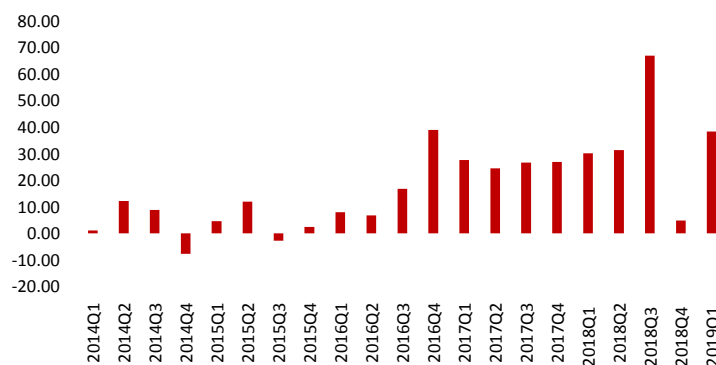


图 19：2014-2019 单季度其他石化归母净利润（亿元）



数据来源：Wind、山西证券研究所

数据来源：Wind、山西证券研究所

图 20：2014-2019 其他石化毛利率及净利率（%）

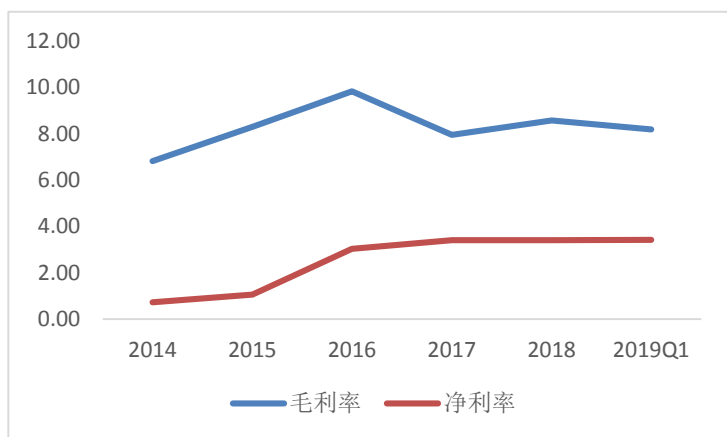
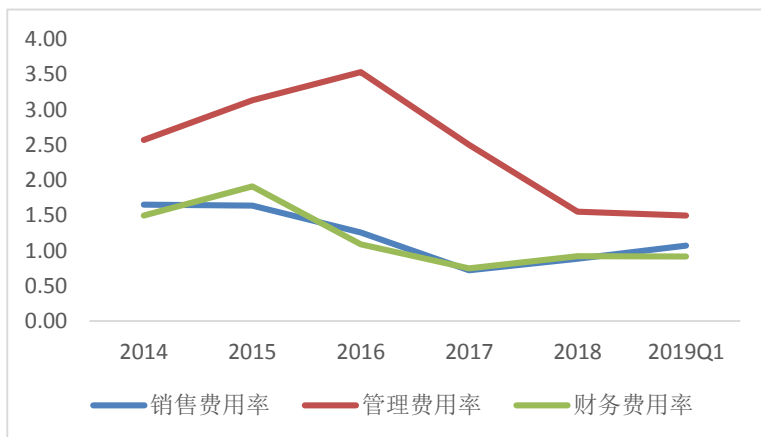


图 21：2014-2019 其他石化费用率（%）



数据来源：Wind、山西证券研究所

数据来源：Wind、山西证券研究所

2.4.1 PTA/涤纶长丝板块：炼化项目投产，产业链利润转移

2018年PTA/涤纶长丝板块实现营业收入3291.39亿元，同比增长53.81%，实现归母净利润为112.82亿元，同比增长27.80%。2019Q1实现营业收入761.76亿元，同比增长29.59%，实现归母净利润为26.38亿元，同比下降18.53%。毛利率及净利率保持平稳，管理费用率较上年下降幅度较大，财务费用率有所增加，销售费用率保持稳定。

图 22：2014-2019 单季度 PTA 涤纶长丝营收（亿元）

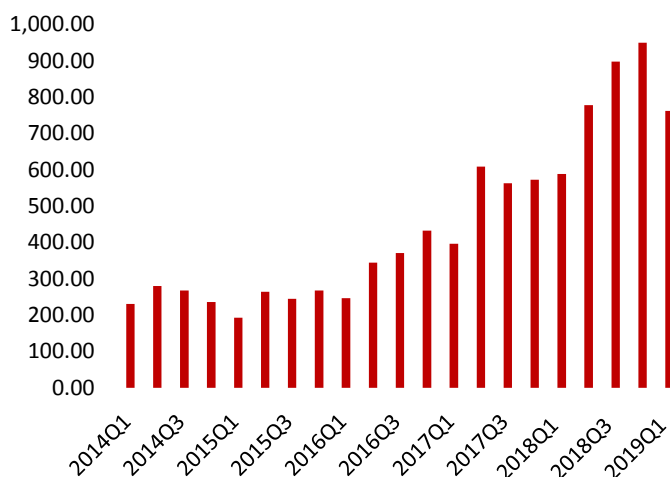
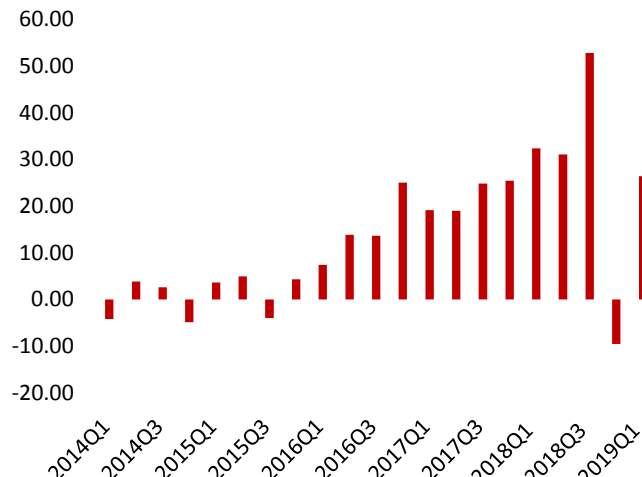


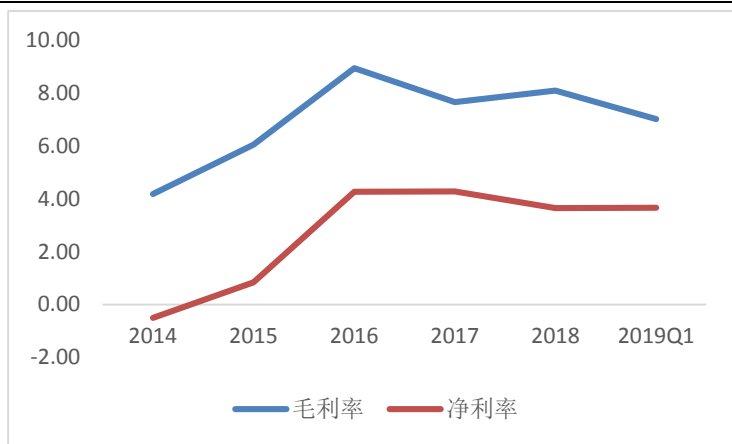
图 23：2014-2019 单季度 PTA 涤纶归母净利润（亿元）



数据来源：Wind、山西证券研究所

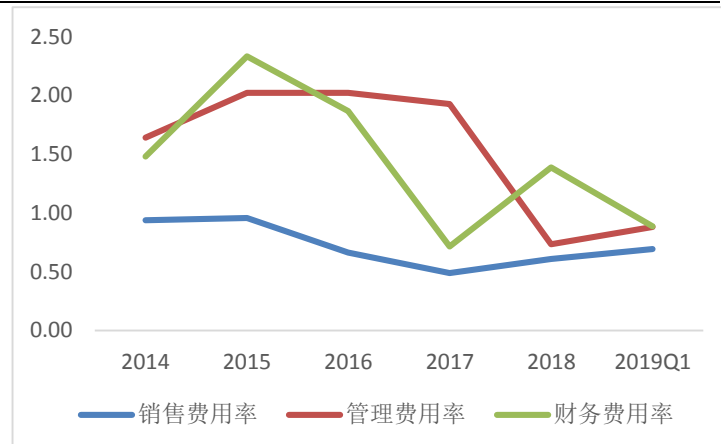
数据来源：Wind、山西证券研究所

图 24：2014-2019PTA 涤纶长丝毛利率及净利率（%）



数据来源：Wind、山西证券研究所

图 25：2014-2019PTA 涤纶长丝费用率（%）



数据来源：Wind、山西证券研究所

涤纶长丝上游原料对二甲苯 PX 与油价走势具有较高的关联度，我国长期依赖 PX 进口，进口依赖度在

50%以上，产业链利润集中在上游，因此上游炼化企业拥有较大的话语权，荣盛石化、恒力股份等企业纷纷向上游延伸，建设炼化一体化项目，随着项目投产带来的PX产能释放，未来国内需求缺口有望逐渐收窄，产业链利润分配有望从PX往PTA-涤纶长丝转移。2017~2018年前三季度，受到油价不断走高以及下游需求的提振，涤纶长丝行情持续向好。2018年四季度开始，受国际原油价格快速下跌，涤纶长丝价格大幅降低，四季度聚酯利润大幅收窄的另一原因也来自聚酯全年供应量的再放大。2018年在中美贸易摩擦爆发前期，聚酯行业延续景气周期，终端服装依然处于补库状态，行业利润水平较好，因而聚酯行业也再度进入新一轮的扩产周期，聚酯新增产能释放加上长期停车的老产能重启，2018年全年预计产量增速在10%左右，名义产能增长率较2017年上升幅度较大。2019Q1随着油价反弹，涤纶长丝行情不断好转。

个股方面，我们以代表性的恒力股份来看，2018年度实现营业收入600.67亿元，同比增长26.51%，归属于上市公司股东的净利润为33.23亿元，同比增长4.01%，尽管面临2018Q4行业外部经营环境变化不利局面，公司2018年全年仍实现了企业经营规模的较快增长与盈利能力的稳定提升，其中新注入的PTA经营性资产成为了营收与盈利增长的主要驱动力。2019Q1实现营业收入150.53亿元，同比增长29.94%，归母净利润5.06亿元，同比降54.15%。

表 12：2018、2019Q1PTA/涤纶长丝板块盈利情况（亿元）

代码	简称	2018年营收	2018年净利润	2018经营现金流量净额	2019Q1营收	2019Q1净利润	2019Q1经营现金流量净额
002493.SZ	荣盛石化	914.25	16.08	48.35	209.76	6.05	-3.91
000703.SZ	恒逸石化	849.48	19.62	16.75	164.61	4.23	18.45
600346.SH	恒力股份	600.67	33.23	41.31	150.53	5.06	-38.05
601233.SH	桐昆股份	416.01	21.20	24.26	116.78	5.21	19.23
603225.SH	新凤鸣	326.59	14.23	9.79	76.59	2.67	-5.92
000301.SZ	东方盛虹	184.40	8.47	13.88	43.49	3.16	8.96

资料来源：Wind、山西证券研究所

表 13：2018、2019Q1PTA/涤纶长丝板块毛利率、净利率及期间费用率（%）

代码	简称	2018毛利率	2018净利率	2018期间费用率	2019Q1毛利率	2019Q1净利率	2019Q1期间费用率
002493.SZ	荣盛石化	5.83	2.15	3.69	5.29	4.18	2.47
000703.SZ	恒逸石化	3.91	2.64	2.17	4.39	2.45	2.59
600346.SH	恒力股份	12.74	5.66	5.79	9.64	3.19	5.35
601233.SH	桐昆股份	11.68	5.12	4.26	8.92	4.48	3.42

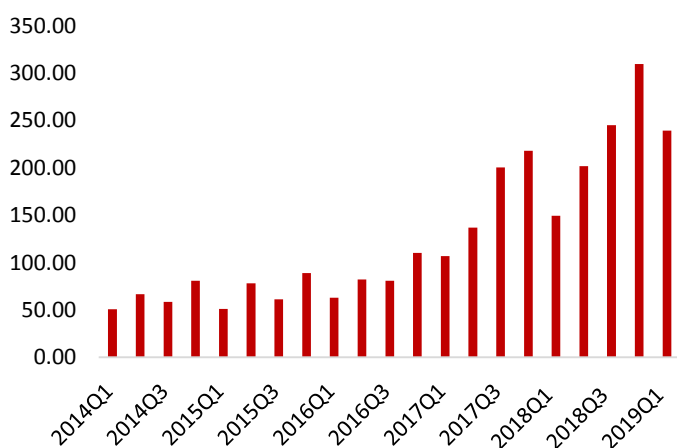
603225.SH	新凤鸣	9.08	4.36	3.73	7.46	3.48	3.91
000301.SZ	东方盛虹	13.80	4.59	3.83	11.35	7.25	4.11

资料来源：Wind、山西证券研究所

2.4.2 烯烃板块：业绩实现稳定增长

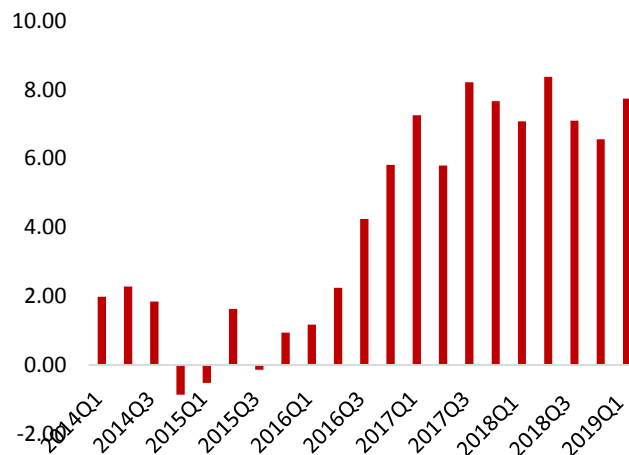
2018年烯烃板块实现营业收入905.97亿元，同比增长36.83%，实现归母净利润为29.11亿元，同比增长0.62%。2019Q1实现营业收入239.56亿元，同比增长60.43%，实现归母净利润为7.74亿元，同比增长9.32%。毛利率及净利率有所下滑，费用率整体维持下行的趋势。

图 26：2014-2019 单季度烯经营收（亿元）



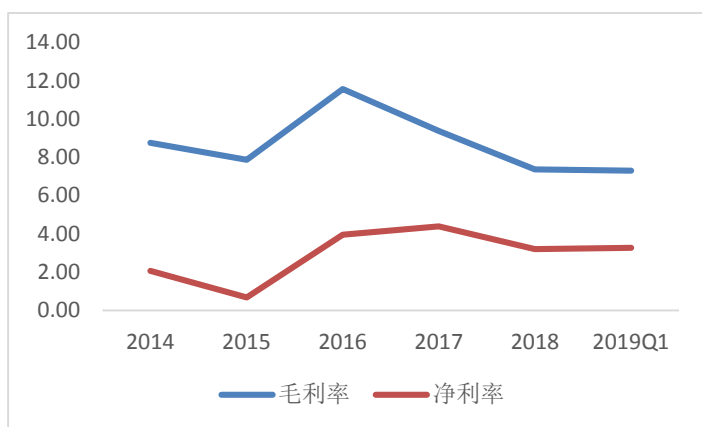
数据来源：Wind、山西证券研究所

图 27：2014-2019 单季度烯烃归母净利润（亿元）



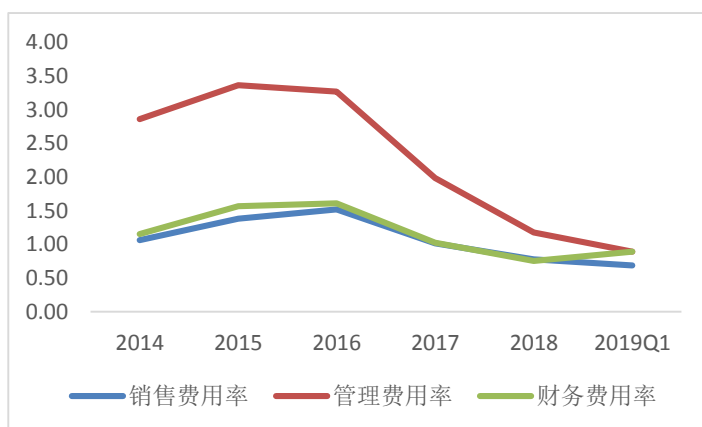
数据来源：Wind、山西证券研究所

图 28：2014-2019 烯烃毛利率及净利率（%）



数据来源：Wind、山西证券研究所

图 29：2014-2019 烯烃费用率（%）



数据来源：Wind、山西证券研究所

个股方面，卫星石化 2018 年实现营业收入为 100.29 亿元，同比增长 22.49%；归母净利润为 9.41 亿元，

同比减少 0.19%，其中，四季度业绩创新高，公司经营性现金流量净额充足，净现比维持在 1 左右。一季度实现营业收入为 21.07 亿元，同比增长 20.18%；归母净利润为 2.2 亿元，同比增长 94.1%，主要系公司本期 PDH 项目投产，丙烯销售增加所致。

表 14：2018、2019Q1 烯烃板块盈利情况（亿元）

代码	简称	2018 年营收	2018 年净利润	2018 经营现金流量净额	2019Q1 营收	2019Q1 净利润	2019Q1 经营现金流量净额
002221.SZ	东华能源	489.43	10.78	24.03	138.74	3.51	-1.19
002408.SZ	齐翔腾达	279.24	8.43	9.04	71.13	1.90	0.78
002648.SZ	卫星石化	100.29	9.41	7.52	21.07	2.20	2.08
000819.SZ	岳阳兴长	20.11	0.52	0.95	3.33	0.07	0.18
000985.SZ	大庆华科	16.90	-0.03	0.15	5.30	0.08	0.16

资料来源：Wind、山西证券研究所

表 15：2018、2019Q1 烯烃板块毛利率、净利率及期间费用率（%）

代码	简称	2018 毛利率	2018 净利率	2018 期间费用率	2019Q1 毛利率	2019Q1 净利率	2019Q1 期间费用率
002221.SZ	东华能源	4.96	2.21	2.35	5.01	2.53	1.75
002408.SZ	齐翔腾达	6.78	3.03	3.06	7.01	2.84	3.38
002648.SZ	卫星石化	20.69	9.33	10.26	22.81	10.32	10.10
000819.SZ	岳阳兴长	8.43	2.32	4.21	8.94	1.50	6.08
000985.SZ	大庆华科	5.91	-0.17	6.44	8.12	1.46	6.37

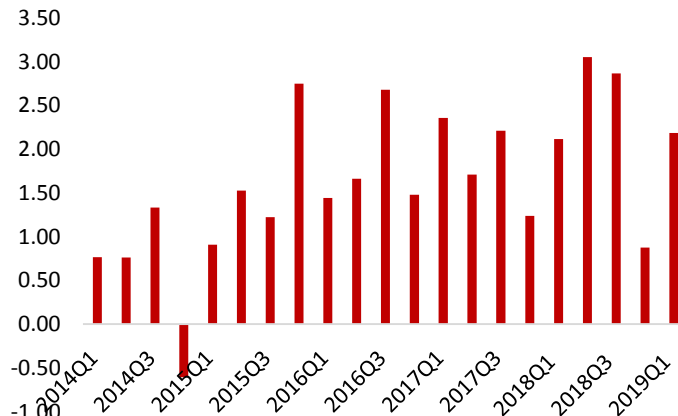
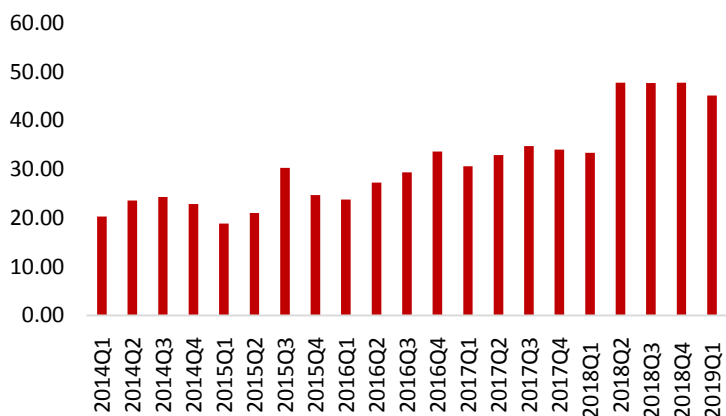
资料来源：Wind、山西证券研究所

2.4.3 其他纤维板块：销售费用率增幅较大

2018 年其他纤维板块实现营业收入 176.75 亿元，同比增长 33.55%，实现归母净利润为 8.92 亿元，同比增长 18.46%。2019Q1 实现营业收入 45.16 亿元，同比增长 35.13%，实现归母净利润为 2.19 亿元，同比增长 3.3%。净利率有下降的趋势，费用方面，除销售费用率增加，管理、财务费用率较为平稳。

图 30：2014-2019 单季度其他纤维营收（亿元）

图 31：2014-2019 单季度其他纤维归母净利润（亿元）

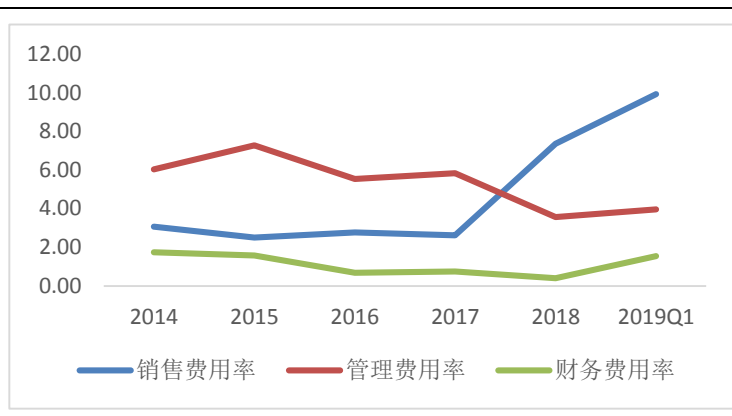
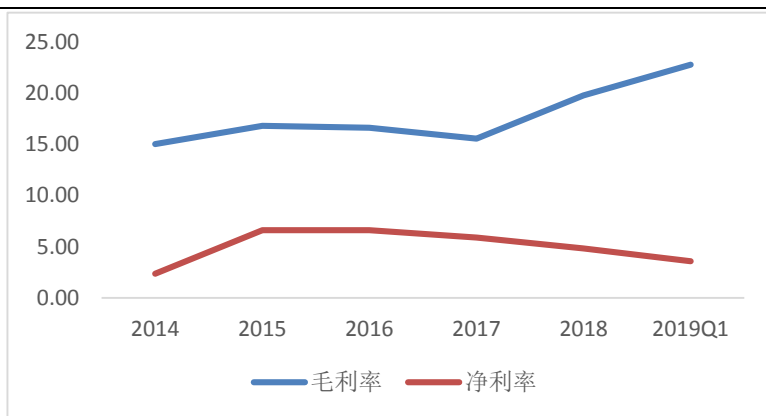


数据来源：Wind、山西证券研究所

数据来源：Wind、山西证券研究所

图 32：2014-2019 其他纤维毛利率及净利率（%）

图 33：2014-2019 其他纤维费用率（%）



数据来源：Wind、山西证券研究所

数据来源：Wind、山西证券研究所

个股方面，除澳洋健康外，其余公司均实现业绩增长。澳洋健康业绩下滑，由于公司化学纤维业务主要为粘胶短纤的生产销售，粘胶短纤市场需求较去年同期有所波动，市场价格较去年同期有所下降。一季度业绩亏损由于粘胶产品市场价格下降，相关产品的毛利率下降，并相应增加了存货跌价准备的计提金额，此外收到的政府补助金额也有下降。

表 16：2018、2019Q1 其他纤维板块盈利情况（亿元）

代码	简称	2018 年营收	2018 年净利润	2018 经营现金流量净额	2019Q1 营收	2019Q1 净利润	2019Q1 经营现金流量净额
601113.SH	华鼎股份	66.03	2.61	3.23	17.20	0.94	-1.58
002172.SZ	澳洋健康	47.11	0.10	-1.80	9.51	-0.54	1.90
002206.SZ	海利得	35.69	3.51	5.25	9.49	0.87	0.79
002254.SZ	泰和新材	21.72	1.56	0.98	6.56	0.41	0.46
300384.SZ	三联虹普	6.20	1.13	2.81	2.39	0.51	0.53

资料来源：Wind、山西证券研究所

表 17：2018、2019Q1 其他纤维板块毛利率、净利率及期间费用率（%）

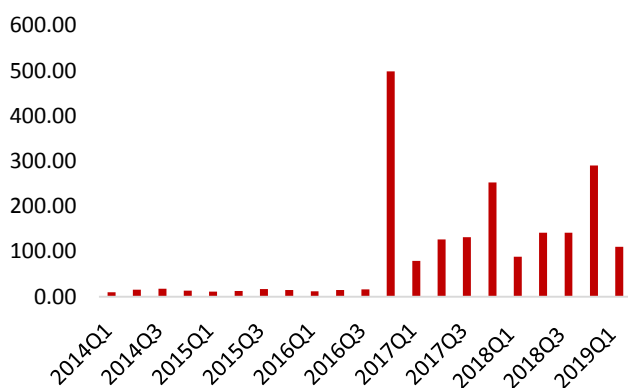
代码	简称	2018 毛利率	2018 净利率	2018 期间费用率	2019Q1 毛利率	2019Q1 净利率	2019Q1 期间费用率
601113.SH	华鼎股份	26.02	4.23	19.62	33.79	5.56	29.01
002172.SZ	澳洋健康	8.18	-0.98	9.62	7.81	-11.16	13.68
002206.SZ	海利得	21.46	9.93	9.68	20.44	9.27	9.50
002254.SZ	泰和新材	17.32	6.90	10.21	14.42	5.13	8.28
300384.SZ	三联虹普	40.15	18.49	15.83	35.67	20.88	12.95

资料来源：Wind、山西证券研究所

2.4.4 能源/精细板块：毛利率及净利率保持平稳

2018 年能源/精细板块实现营业收入 661.52 亿元，同比增长 12.13%，实现归母净利润为 13.33 亿元，同比增长 49.11%。2019Q1 实现营业收入 110.52 亿元，同比增长 25.09%，实现归母净利润为 2.15 亿元，同比增长 1435.71%。毛利率及净利率保持平稳，销售、管理费用率较为平稳。

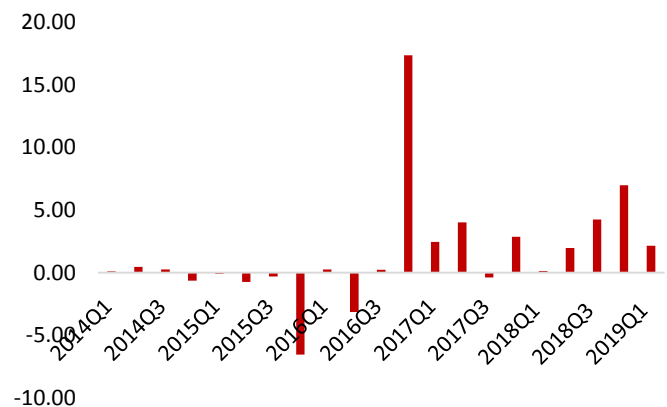
图 34：2014-2019 单季度能源精细营收（亿元）



数据来源：Wind、山西证券研究所

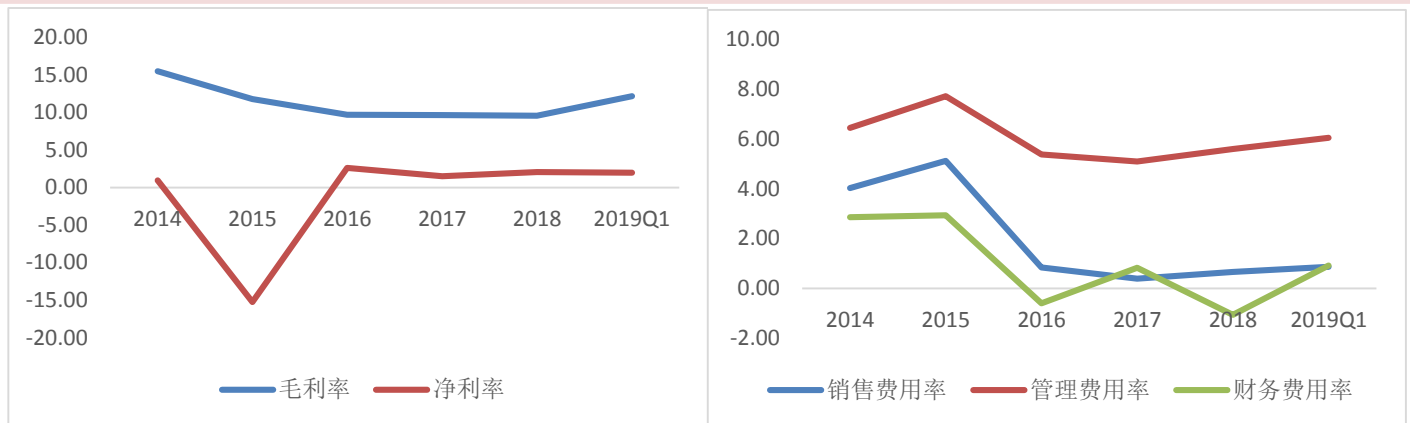
图 36：2014-2019 能源精细毛利率及净利率（%）

图 35：2014-2019 单季度能源精细归母净利润（亿元）



数据来源：Wind、山西证券研究所

图 37：2014-2019 能源精细费用率（%）



数据来源：Wind、山西证券研究所

数据来源：Wind、山西证券研究所

个股方面，我们以中油工程来看，2018年公司实现营业收入586.23亿元，同比增长5.89%。实现归母净利润9.55亿元，同比增长42.54%，毛利率7.49%，同比减少1.45个百分点，主要原因是公司2016年左右签订的部分合同处于执行高峰期，彼时受国际油价的影响，业主投资意愿未根本性改善，加之工程建设市场竞争激烈，致使在执行的部分合同毛利贡献水平较低。一季度实现营业收入93.47亿元，同比增长12.57%。实现归母净利润0.65亿元，同比增长342.33%，主要是汇兑净损失较上年同期减少，同时1-3月新签工程项目合同额112.87亿元，与去年同期相比增加59.38%。

表 18：2018、2019Q1 能源精细板块盈利情况（亿元）

代码	简称	2018 年营收	2018 年净利润	2018 经营现金流量净额	2019Q1 营收	2019Q1 净利润	2019Q1 经营现金流量净额
600339.SH	中油工程	586.23	9.55	86.14	93.47	0.65	-45.62
300135.SZ	宝利国际	20.50	0.41	1.96	2.53	0.03	0.51
600378.SH	天科股份	41.82	5.25	5.36	10.42	0.93	0.31
603798.SH	康普顿	8.47	0.76	0.88	2.78	0.49	1.01
002476.SZ	宝莫股份	4.50	-2.64	0.53	1.32	0.04	0.00

资料来源：Wind、山西证券研究所

表 19：2018、2019Q1 能源精细板块毛利率、净利率及期间费用率（%）

代码	简称	2018 毛利率	2018 净利率	2018 期间费用率	2019Q1 毛利率	2019Q1 净利率	2019Q1 期间费用率
600339.SH	中油工程	7.49	1.63	4.27	9.70	0.70	7.28
300135.SZ	宝利国际	14.89	1.98	14.76	6.68	0.92	15.97
600378.SH	天科股份	31.06	12.79	22.69	28.43	9.51	19.69
603798.SH	康普顿	30.20	8.95	17.65	36.47	17.72	13.36

002476.SZ	宝莫股份	11.33	-58.70	16.54	15.79	2.67	12.20
-----------	------	-------	--------	-------	-------	------	-------

资料来源：Wind、山西证券研究所

2.5 油田服务：市场景气度提升

2018 年油田服务板块实现营业收入 914.07 亿元，同比增长 20.00%，实现归母净利润为 2.93 亿元，同比扭亏为盈。2019Q1 实现营业收入 211.60 亿元，同比增长 41.52%，实现归母净利润为-0.42 亿元，同比亏损。油服板块毛利率及净利率随着油价上涨有所提升，整体维持低位，管理及财务费用率有所下降，而销售费用率保持平稳。

图 38：2014-2019 单季度油田服务营收（亿元）

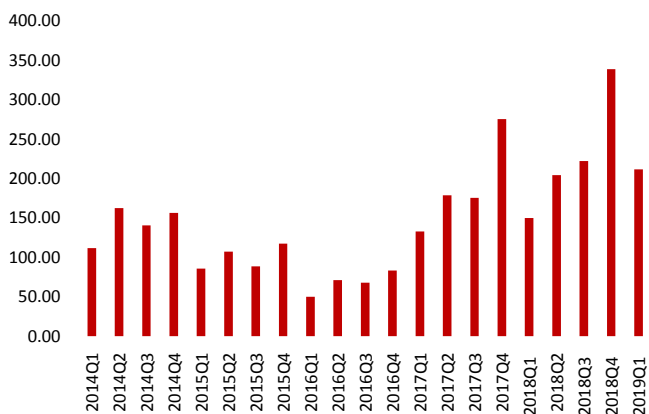
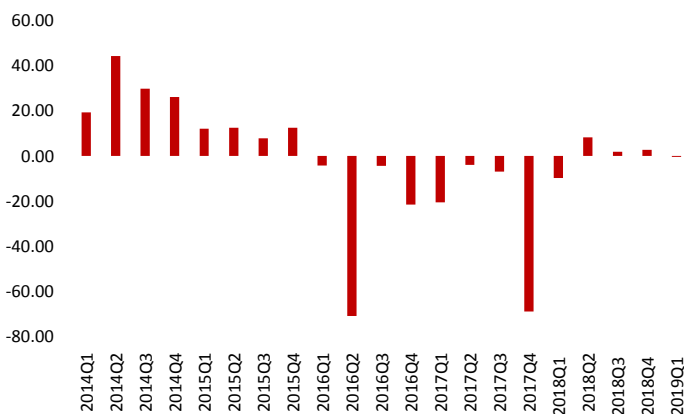


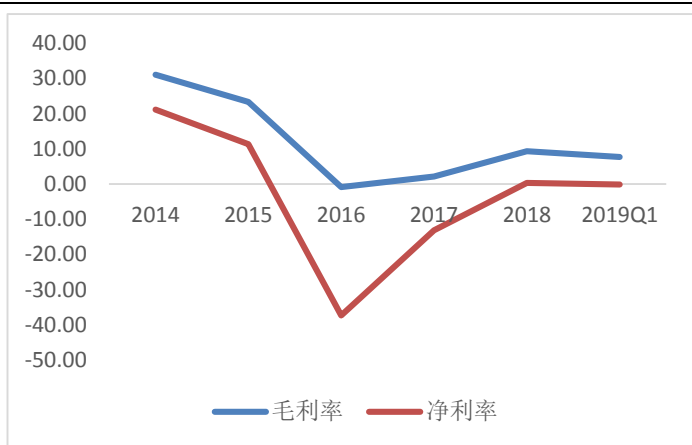
图 39：2014-2019 单季度油田服务归母净利润（亿元）



数据来源：Wind、山西证券研究所

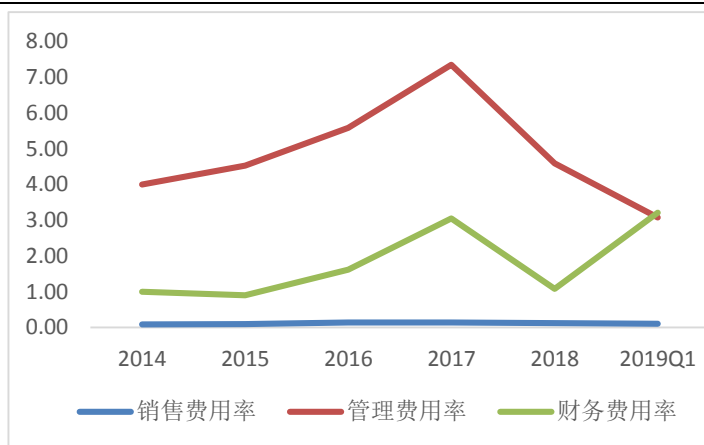
数据来源：Wind、山西证券研究所

图 40：2014-2019 油田服务毛利率及净利率（%）



数据来源：Wind、山西证券研究所

图 41：2014-2019 油田服务费用率（%）



数据来源：Wind、山西证券研究所

2018 年前三季度油价上升推动境内外油公司增加上游勘探开发资本支出，中国石油 2018 年勘探与生产

板块资本性支出为人民币 1961.09 亿元，同比增长 21.06%。中国石化 2018 年上游勘探开发资本支出为人民币 422 亿元，同比增长 34.8%。受此影响，油田服务行业经营环境进一步改善，油田服务工作量同比明显增加，油田服务市场持续复苏。

表 20：2018、2019Q1 油田服务板块盈利情况（亿元）

代码	简称	2018 年营收	2018 年净利润	2018 经营现金流量净额	2019Q1 营收	2019Q1 净利润	2019Q1 经营现金流量净额
600871.SH	石化油服	584.09	1.42	-29.40	134.58	1.88	-11.20
601808.SH	中海油服	219.46	0.71	41.72	59.08	0.31	-0.05
600583.SH	海油工程	110.52	0.80	3.76	17.94	-2.61	-0.48

资料来源：Wind、山西证券研究所

表 21：2018、2019Q1 油田服务板块毛利率、净利率及期间费用率（%）

代码	简称	2018 毛利率	2018 净利率	2018 期间费用率	2019Q1 毛利率	2019Q1 净利率	2019Q1 期间费用率
600871.SH	石化油服	8.71	0.24	8.00	8.34	1.40	6.82
601808.SH	中海油服	10.95	0.40	9.32	11.41	0.65	10.84
600583.SH	海油工程	9.27	0.72	8.21	-9.56	-14.62	6.30

资料来源：Wind、山西证券研究所

个股方面，海油工程一季度经营亏损，主要是公司前期的订单主要是按行业低谷时期的价格签订的，订单毛利率较低，消化这部分订单仍需一定时间。同时，新签订单的毛利率明显改观仍需时日。加之，一季度为公司传统业务淡季，工作量和营业收入占全年比重均较小，这些因素的共同影响给公司一季度经营带来了一定压力。

3.投资建议

2019 年一季度，石化行业市场行情整体跌势趋缓，估值在 2018 年底处于底部，市场整体估值水平仍然处于历史较低的水平，未来仍有较大的提升空间。经历 2018 年四季度的油价单边大幅下跌，部分化工产品价格处于低位，据卓创资讯数据显示，截至 3 月底有机化工价格指数在 782.43，同比下跌 15.08%。近期受地缘政治因素影响，油价上涨，对于下游石化产品价格有一定的成本支撑作用，预计后续成本端叠加供需方面影响，石化产品价格有望迎来增长，行业保持平稳发展。我们建议关注两条主线：

- 1) 民营大炼化板块：随着民营大炼化项目投产，产业链利润向下游 PTA 涤纶长丝转移，建议关注恒力



股份、恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份。重点关注桐昆股份，PX-PTA-涤纶长丝产业链龙头企业之一，公司聚酯聚合产能约为 520 万吨，涤纶长丝产能约为 570 万吨，连续十多年在国内市场实现产量及销量第一，涤纶长丝的国内市场占有率超过 16%，全球占比接近 11%。随着大炼化陆续投产，利润向下游 PTA/涤纶长丝转移，公司盈利有望大幅增长，同时参股的浙石化项目顺利推进，预计 2019 年浙石化一期项目将建成投产，项目投产后公司将实现产业链一体化格局，将进一步巩固公司在聚酯行业的龙头地位。

2) PDH 丙烷脱氢&氢能板块：重点关注卫星石化，公司是国内最大、全球前五大丙烯酸制造商。规划中年产 15 万吨聚丙烯二期项目、年产 6 万吨高吸水性树脂技改三期项目、年产 36 万吨丙烯酸及 36 万吨丙烯酸酯一阶段项目正在按计划推进，预计 2019 年将陆续建成，建成投产后将增厚公司业绩。另外公司全资子公司浙江卫星能源已建成年产 90 万吨丙烷脱氢制丙烯装置，富余氢气约 3 万吨/年；控股子公司连云港石化年产 400 万吨烯烃综合利用示范产业园项目正在筹建中，预计建成后富余氢气约 25 万吨/年。同时地处长三角经济带，为氢能业务提供广阔市场。

4.风险提示

宏观经济增长不及预期；油价大幅波动风险；项目投产不及预期。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

