

石油石化

行业研究/投资策略报告

关注估值低且盈利向上的油服、油气开采板块

投资策略报告/石油石化

2019年12月04日

报告摘要:

● 预计2020年油价保持中位运行，全年中枢在65-75美元/桶

回顾2019年国际油价经历了一轮过山车行情，两头低中间高，其中最高点布伦特油价达到72美元/桶，WTI达到64美元/桶，从10月4日开始，受美国产量及库存双增以及担忧全球经济增速放缓降低石油需求预期影响，国际油价快速下跌。11月30日布伦特结算价为62美元/桶、WTI结算价为55美元/桶，较5月高点分别下跌14%和14%。

展望2020年，油价的核心判断点在于下游的需求能否回暖。2019年底OPEC会议将讨论新一轮的减产协议，原油供给有望进一步收紧。2020年的油价将在全球经济复苏、减产协议执行情况、伊朗和美国产量的增加之间进行博弈。我们判断全年油价中枢预计在65-75美元/桶。

● 选股策略之一：估值处于底部且盈利持续上行的油服和油气开采子行业

油气开采：2019年PE、PB分别为24倍、1倍，均低于历史均值32倍和2倍，估值处于底部。2019年行业毛利率、净利率、ROA、ROE均位于历史均值附近或者以上的位置。我们判断2020年油气开采行业有望保持高景气，建议关注中国石油、中国石化。

油服：2019年PE为130倍，高于历史均值30倍；PB为1.8倍，低于历史均值3.1倍。2019年行业毛利率、净利率、ROA和ROE处于历史均值以下。建议关注海油工程、通源石油。

● 选股策略之二：行业底部，安全边际高的化纤板块

2019年化纤的毛利率、净利率、均位于历史均值以下，ROA、ROE均高于历史均值，行业处于底部阶段。我们判断化纤2020年有望受益订单复苏带来的利好，建议关注恒力石化、华峰氨纶。

● 选股策略之三：估值合理，高成长性的标的

过去三年PDH景气度上行，2019年行业单吨丙烯净利润超1000元，2020年乙烷裂解项目逐步投产打开新的成长空间，建议关注卫星石化。

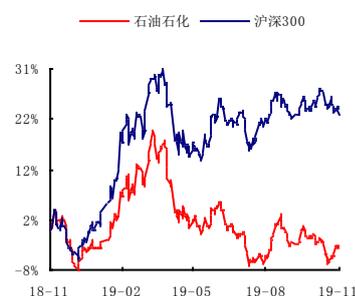
● 风险提示

国际油价大幅下跌；石油公司资本开支低于预期。

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：S0100516120001

电话：0755-22662010

邮箱：yangkan@mszq.com

分析师：李晓辉

执业证号：S0100518040001

电话：010-85127543

邮箱：lixiaohui@mszq.com

相关研究

- 1.民生石化周报 20191008：沙特产能恢复至遇袭前水平，油价连续两周下跌
- 2.民生石化周报 20190923：沙特遇袭提高原油风险溢价，后市仍有上涨空间

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 12月3日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600028	中国石化	4.93	0.52	0.44	0.52	9	11	9	推荐
300164	通源石油	4.86	0.23	0.29	0.39	21	17	12	推荐
600583	海油工程	7.04	0.02	0.01	0.21	352	704	34	推荐
002064	华峰氨纶	5.74	0.27	0.34	0.41	48	17	14	推荐
601857	中国石油	5.58	0.29	0.41	0.48	65	27	12	推荐
600346	恒力石化	14.33	0.68	1.52	2.04	21	9	7	推荐
002648	卫星石化	15.33	0.89	1.39	1.51	17	11	10	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

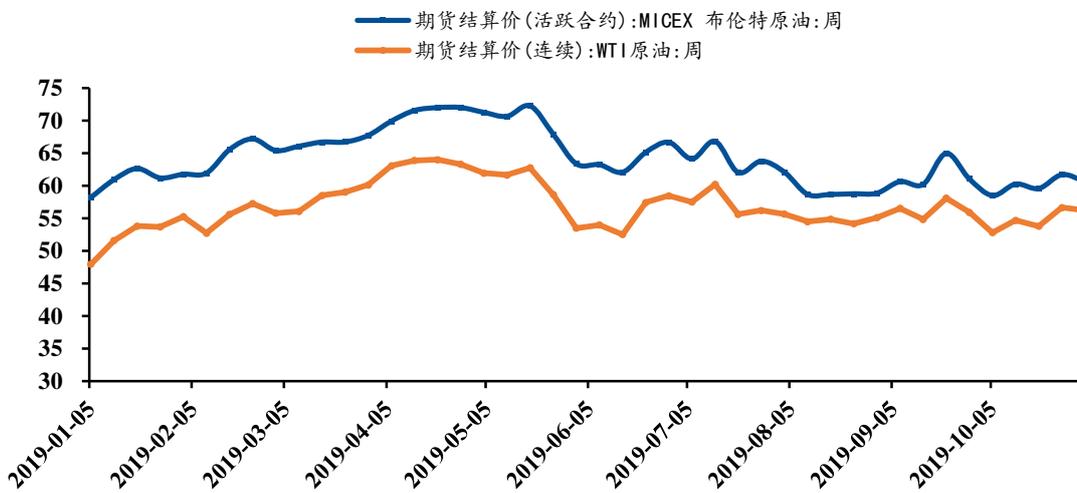
一、油价：2019 年回顾及 2020 年展望	4
(一) 2019 年：大起大落，年末价格重回年初水平，均价下移	4
(二) 全球经济：贸易摩擦使经济增长承压	4
(三) 需求：增速或放缓，但总体保持增长	5
(四) 供给：新一轮减产正在路上，供给有望进一步收缩	6
(五) 库存：处于 5 年平均水平，有上升趋势	8
(六) 美元指数：指数走高，不利于大宗商品价格	10
(七) 2020 年油价展望：全年油价中枢预计在 65-75 美元/桶	10
二、2019 石化行业回顾：油价下滑，行业景气度低	10
(一) 整体看，2019 年石化行业景气度低，估值处于历史低位	10
(二) 子行业看，油服和油气开采行业景气度高	13
三、2020 年投资策略：关注估值低且景气度较高的油气开采、油服行业	25
(一) 2020 石化行业市场大环境判断	25
(二) 选股策略之一：估值处于底部且盈利持续上行的油服和油气开采子版块.....	27
(三) 选股策略之二：处于底部且有安全边际的化纤行业.....	27
(四) 选股策略之三：估值合理且高成长的个股.....	27
四、风险提示	28
插图目录	29
表格目录	29

一、油价：2019 年回顾及 2020 年展望

(一) 2019 年：大起大落，年末价格重回年初水平，均价下移

2019 年前 10 个月国际油价经历了一轮过山车行情，两头低中间高，其中最高点出现在 4 月底 5 月初，布伦特油价达到 72 美元/桶，WTI 达到 64 美元/桶。从 10 月 4 日开始，受美国产量及库存双增以及担忧全球经济增速放缓降低石油需求预期影响，国际油价快速下跌。11 月 30 日布伦特结算价为 62 美元/桶、WTI 结算价为 55 美元/桶，较 5 月高点分别下跌 14% 和 14%，与 2018 年（72 美元/桶）相比，2019 年油价均价下跌 8 美元。

图 1：2019 年国际油价走势，美元/桶



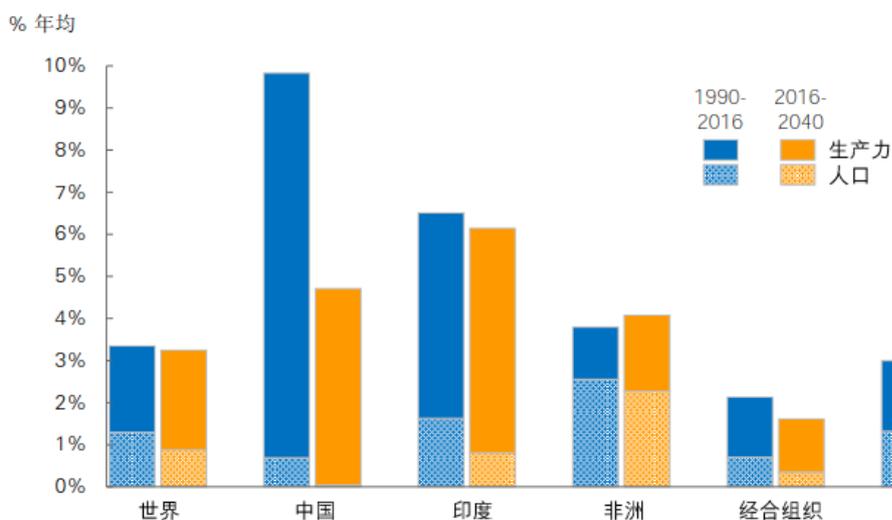
资料来源：wind，民生证券研究院

(二) 全球经济：贸易摩擦使经济增长承压

当前全球经济处于缓慢复苏趋势，2018 年初至今，美国经济增长强劲通胀攀升，处于强势地位；中国国民经济总体平稳；欧元区受英国脱欧影响缓慢复苏；日本经济呈现全面复苏态势；部分新兴脆弱国经济出现经济危机。根据惠誉国际在其最新的《全球经济展望》报告中指出，美国的贸易保护主义政策正对目前仍显强劲的全球经济增长前景造成实质性影响，美中贸易冲突促使该机构下调 2019 年全球增速预期 0.1 个百分点至 3.1%。经济合作与发展组织（OECD）小幅下调了全球增速预期，现预计 2018、2019 年增速均为 3.7%。长期看，在中国和印度引领的新兴经济体驱动下，全球经济依然保持稳步增长。根据《BP2018 世界能源展望》预测数据显示，2016-2040 年全球 GDP 预计年均增长 3.25%，与过去 25 年的增长率基本一致。

图 2：全球 GDP 增长预测

GDP增长（分地区和要素）

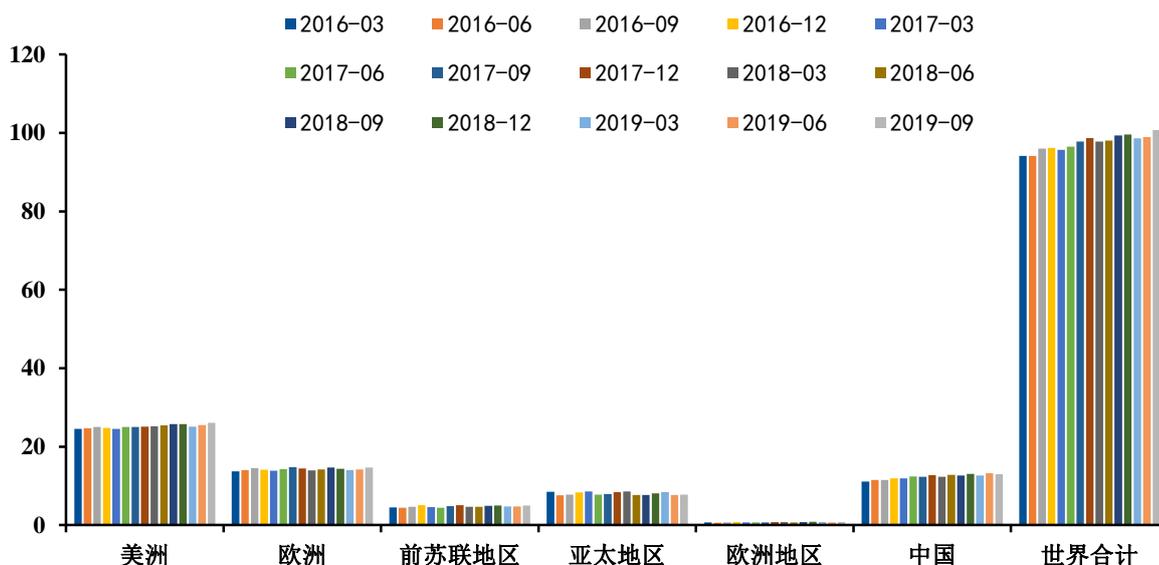


资料来源：BP2018 世界能源展望，民生证券研究院

（三）需求：增速或放缓，但总体保持增长

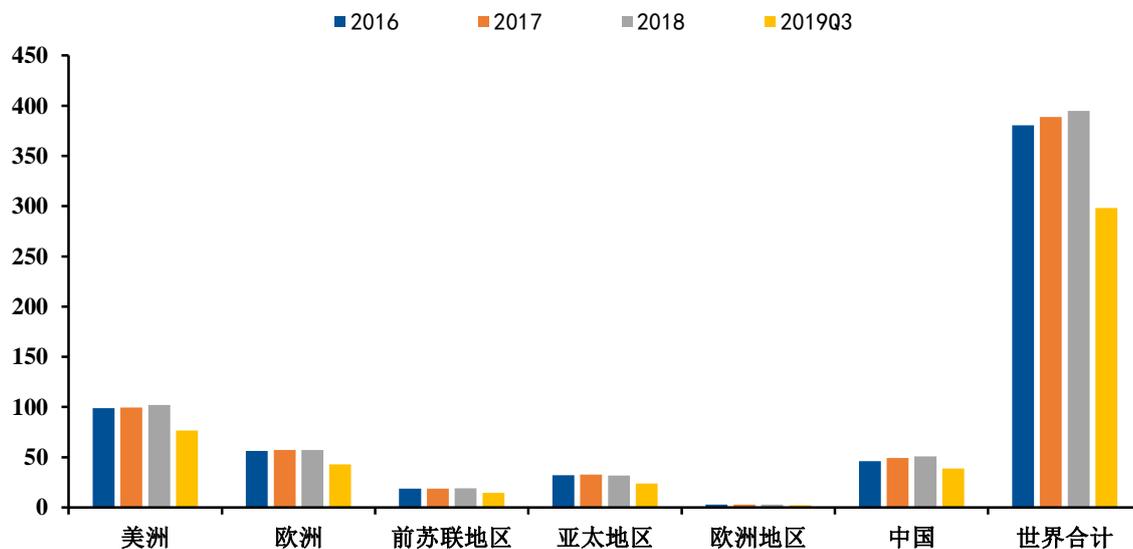
当前全球的石油需求受国际油价上涨以及全球贸易局势紧张担忧经济增速放缓影响，因为经济增速放缓将减少石油需求。今年全球石油需求将继续保持增长，但增速相对放缓。根据国际主要能源机构预测数据显示：OPEC 预估 2020 年全球石油需求将增长至 100 百万桶/日；EIA 预估 2020 年全球石油需求将加速增长 113 百万桶/日。

图 3：2016-2019 年全球原油需求变化，百万桶/日



资料来源：OPEC，民生证券研究院

图 4：2016-2019 年 Q3 全球原油需求增量对比, 万桶/日



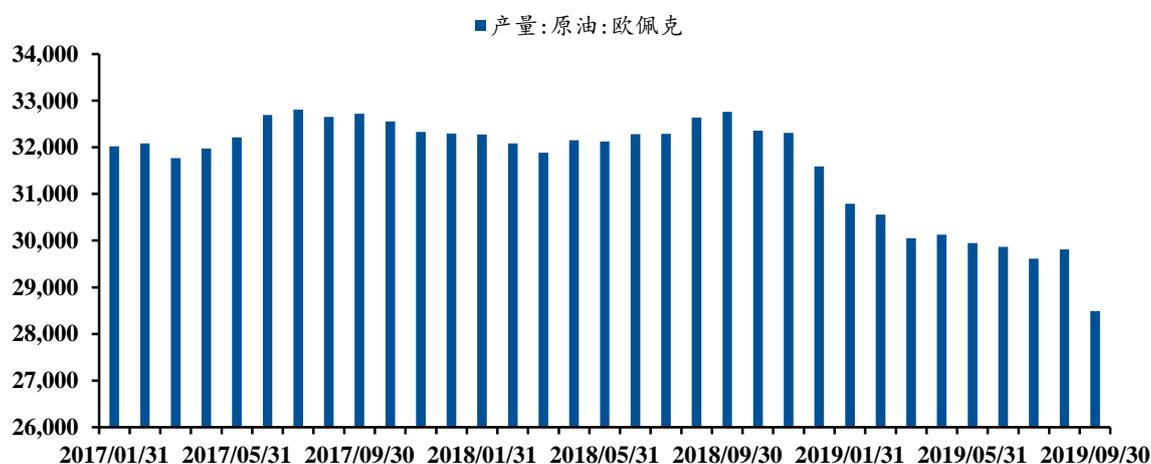
资料来源：OPEC，民生证券研究院

（四）供给：新一轮减产正在路上，供给有望进一步收缩

减产协议自 2017 年实施以来整体执行率保持在 100% 以上。据 2019 年 11 月份 OPEC 市场报告, 2019 年非 OPEC 原油产量为 6430 万桶/日(同比增长 182 万桶/日), OPEC NGLs 产量为 480 万桶/日(同比增长为 4 万桶/日), OPEC 产量为 2965 万桶/日, 合计供给约 9875 万桶/日。

展望 2020 年, 俄罗斯, 加拿大, 哈萨克斯坦, 澳大利亚预计将成为明年的主要增长动力而墨西哥、印度、英国等预计出现下降。非 OPEC 原油产量预计增长 217 万桶/日, OPEC NGLs 增长 3 万桶/日。

图 5：OPEC 原油产量, 千桶/日

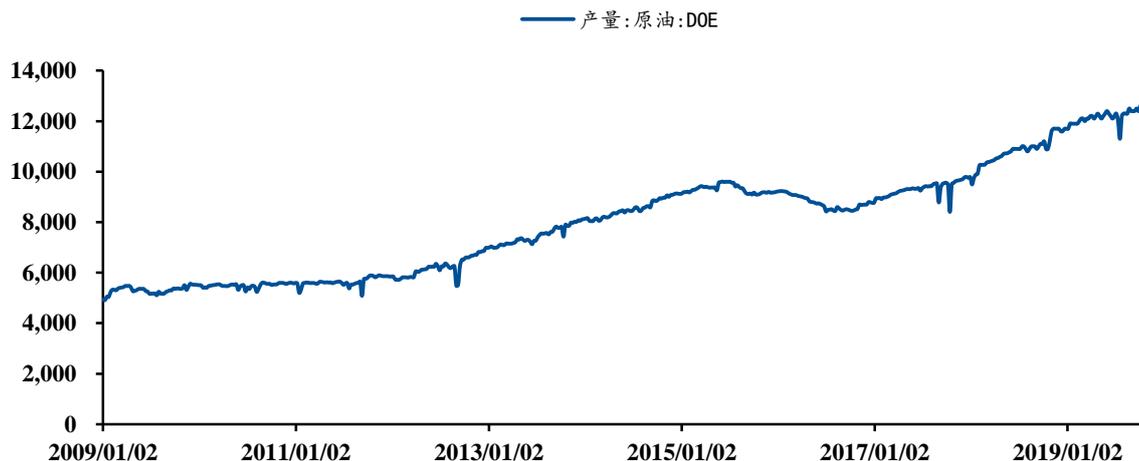


资料来源：OPEC，民生证券研究院

美国：产量保持高位

2018 年世界原油产量的增量主要来自美国页岩油产量的增加，但最近几个月由于受到运输瓶颈的限制，产量增速放缓，截至 11 月 30 日当周的美国原油日产量为 1170 万桶，继续保持在纪录高点。管道建设已得到解决，届时产量将继续增长，美国 2019 年的日产量将达到 1260 万桶，预计 2020 年日产量将达到 1320 万桶。

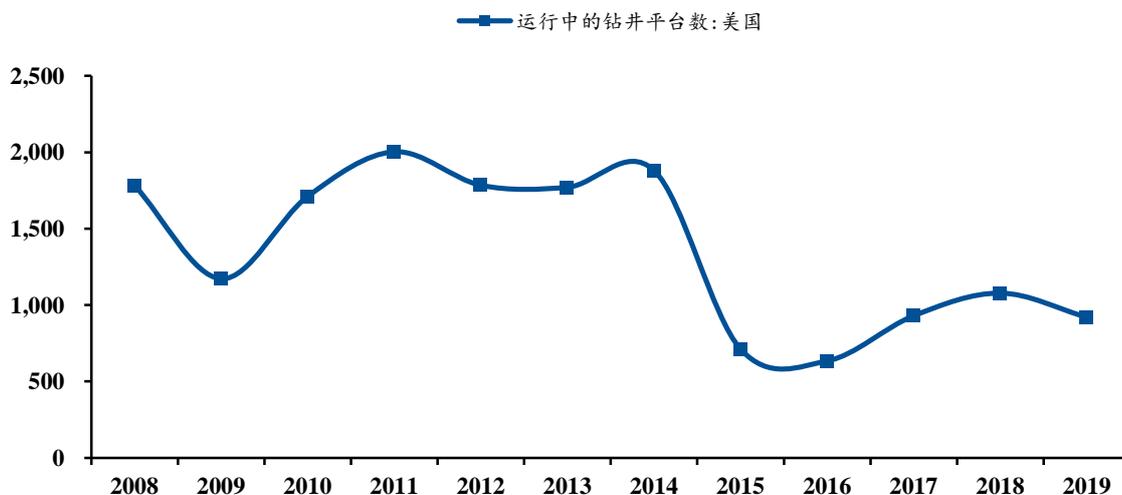
图 6：美国原油产量，千桶/日



资料来源：wind，民生证券研究院

石油钻机运行数是衡量未来产量的一个先驱指标。2019 年石油钻机运行数量年初到现在持续下滑。据全球第三大油田服务公司-贝克休斯公司表示，截至 11 月 27 当周，美国原油钻机数量降至 668 座，触及 2017 年 4 月以来的最低数量，并低于去年同期的 887 座。

图 7：美国石油钻井数，座

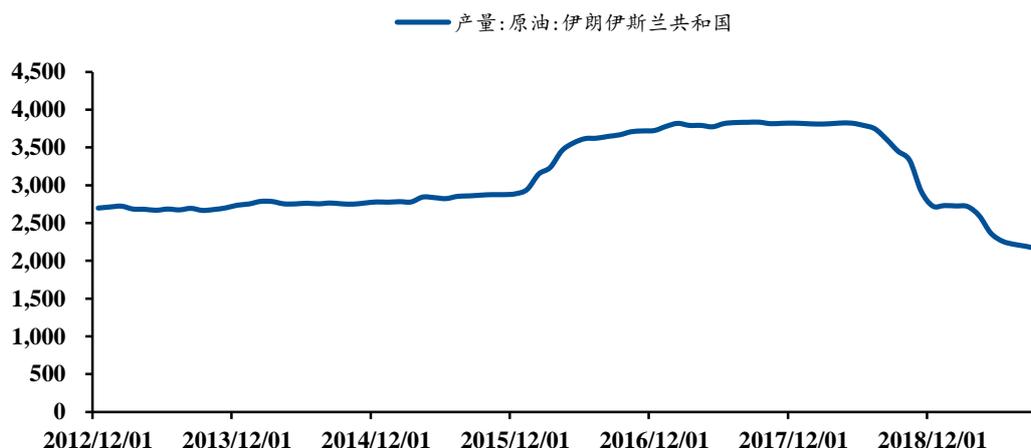


资料来源：wind，民生证券研究院

伊朗：产量受制裁影响巨大

美国对伊朗的制裁即将开始实施，虽然近期美国对伊朗制裁的口吻有些缓和，不再强调将伊朗的原油出口量降至为零，但可以确定的是此次制裁仍将是历次制裁中最严厉的一次。当截止至去年9月，伊朗的原油日产量已经从年初的382万桶降至约345万桶，累计减少37万桶；日均原油出口量从250万桶下降至9月的160万桶，累计减少90万桶。美国对伊朗制裁的严厉程度直接决定了伊朗的原油产量和出口量，对全球的原油供给影响巨大。

图8：伊朗原油产量，千桶/日



资料来源：wind，民生证券研究院

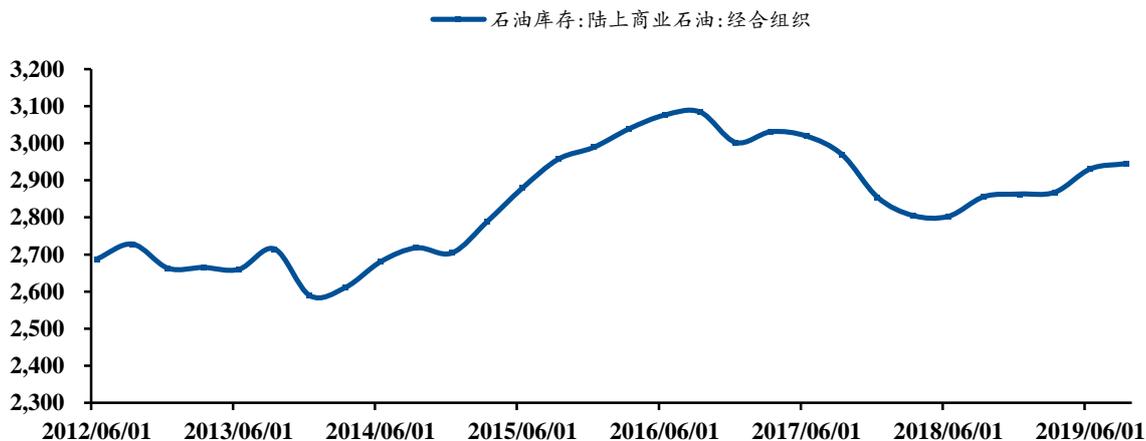
（五）库存：处于5年平均水平，有上升趋势

世界石油库存在2016年达到高点以后开始缓慢下降，2017年三季度全球石油库存上升。7月份美国、欧洲和日本三地陆上石油库存环比上升2,080万桶，8月份继续增长近3,000万桶，并达到一年来最高，但仍连续6个月低于过去5年平均水平，并且缓慢下降。

经合组织：库存处在5年平均水平，有上升趋势

根据OPEC最新月度数据显示，截止到去年9月底经合组织国家商业石油库存为28.58亿桶，略高于五年均值28.49亿桶，截至今年6月底经合组织国家商业石油库存为29.25亿桶，库存的上涨主要是美国、日本、欧洲等国家库存的增加所致。

图9：经合组织石油库存，万桶



资料来源: wind, 民生证券研究院

美国: 库存连续 10 周增加, 回到年初水平

进入四季度美国的商业石油库存连续 10 周增加, 累计增加超 5000 万桶, 主要是因为炼厂检修、需求减少及进口量增加导致。库欣地区的原油库存也已经涨回年初水平, 受此影响布伦特和 WTI 油价价差也扩大至 9 美元/桶, 19 年 6 月底开始库存开始下降 4161 万桶, 至 9 月中旬开始有增加趋势。

2019 年 11 月 15 日美国原油库存增加 137.9 万桶至 4.504 亿桶, 市场预期增加 123.3 万桶。美国汽油库存增加 175.6 万桶, 此外美国国内原油产量持平于记录高位的 1280 万桶/日。

图 10: 美国商业石油库存, 千桶



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 11: 美国库欣地区原油库存, 千桶

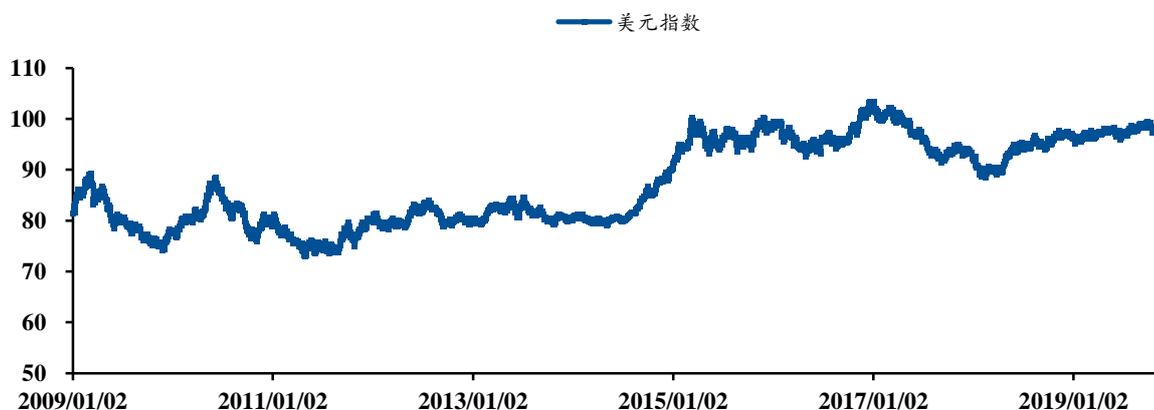


资料来源: wind, 民生证券研究院

(六) 美元指数：指数走高，不利于大宗商品价格

由于美国经济表现强劲，美元大幅升值，美元指数不断走高，美元走强对大宗商品价格承压。

图 12: 美元指数持续走强



资料来源: wind, 民生证券研究院

(七) 2020 年油价展望：全年油价中枢预计在 65-75 美元/桶

展望 2020 年，油价的核心判断点在于下游的需求能否回暖。2019 年底 OPEC 会议将讨论新一轮的减产协议，原油供给有望进一步收紧。2020 年的油价将在全球经济复苏、减产协议执行情况、伊朗和美国产量的增加之间进行博弈。我们判断全年油价中枢预计在 65-75 美元/桶。

二、2019 石化行业回顾：油价下滑，行业景气度低

(一) 整体看，2019 年石化行业景气度低，估值处于历史低位

从营收和归母净利增速看，石化行业过去十年季度营收同比增速平均为 11.6%，季度归母净利同比增速平均为 14.5%。2019 年前三季度营收同比增速平均为 7.3%，归母净利平均为-14.9%。从营收和归母净利的增速上看，2019 年石化行业处于下滑周期。从趋势上看，石化行业营收增速从 2015 年三季度开始触底反转，归母净利增速从 2016 年一季度开始触底反转，2018 年处于营收和净利同步向上的阶段，2019 年处于营收和净利率同步向下阶段。

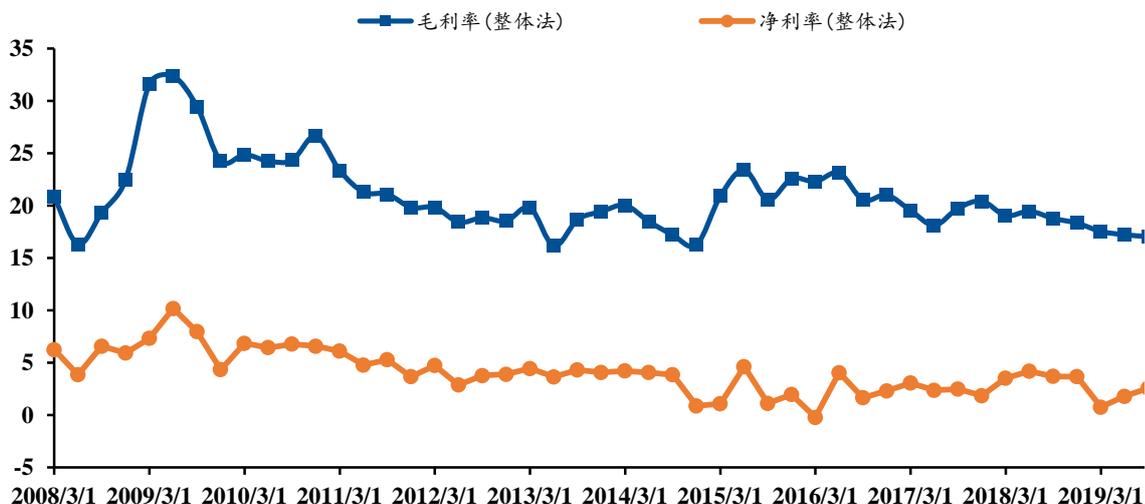
图 13: 石化行业整体季度营收与归母净利同比增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从毛利率和净利率看，石化行业过去 10 年平均毛利率为 21%，净利率为 4%。2019 年前三季度石化行业平均毛利率为 17.3%，净利率为 1.7%，当前行业景气度低。

图 14: 石化行业整体季度净利率与毛利率, %



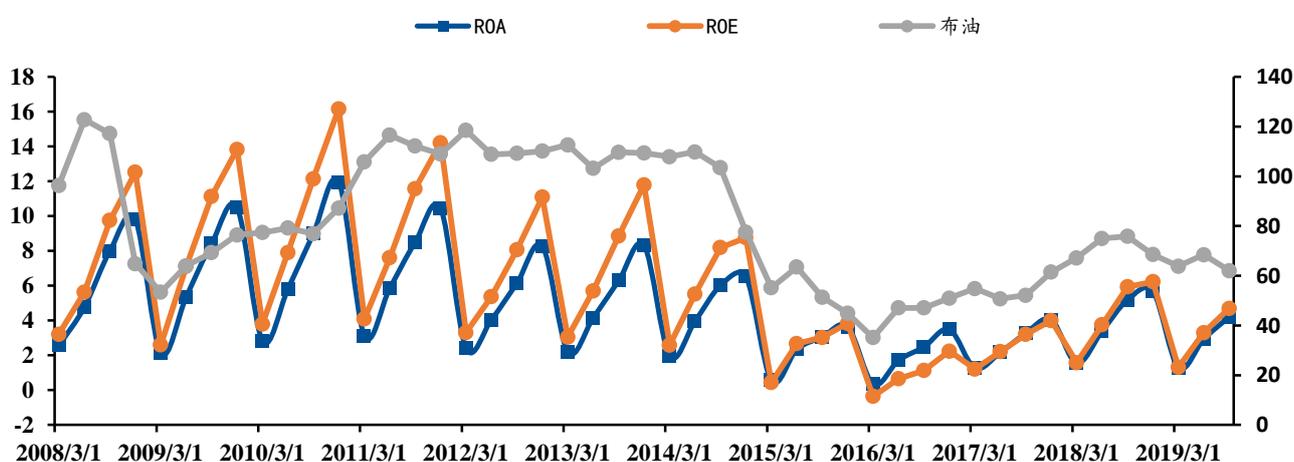
资料来源: Wind, 民生证券研究院

从 ROA 和 ROE 的角度看，石化行业过去 10 年平均 ROA 为 4.7%，ROE 为 5.9%。2019

年前三季度的 ROA 和 ROE 平均分别为 2.8% 和 3.1%。与过去十年的均值相比, 2019 年的 ROA 和 ROE 仍然有一定向上的空间。从趋势上看, 过去 10 年的历史高点为 2010 年, ROA 和 ROE 分别为 9% 和 16%, 低点为 2016 年, ROA 和 ROE 分别为 1.8% 和 2.2%。2018 年处于从 2016 年盈利底部反转后的上升阶段。

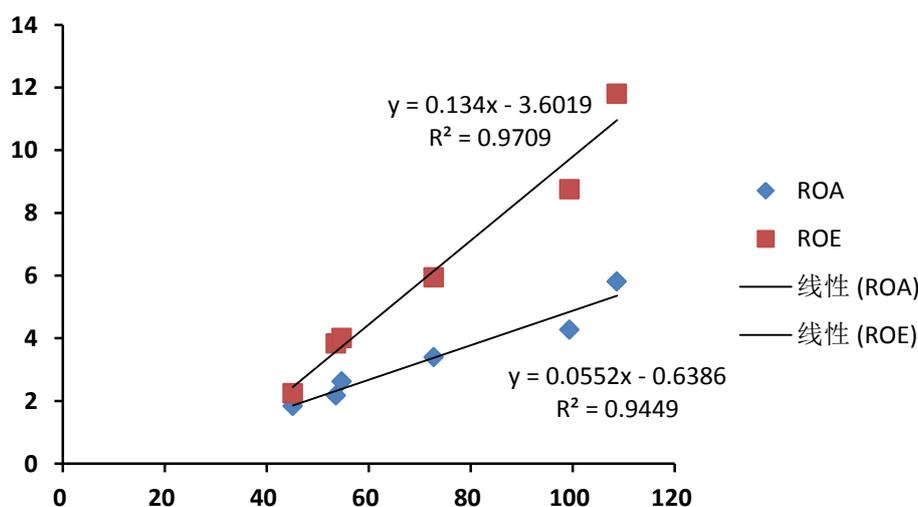
从历史数据看, 石化行业整体季度 ROA 和 ROE 与油价是比较好的线性关系, ROE 的油价弹性更大。考虑到 2013 年成品油定价机制更加市场化, 我们采用了 2013 年之后的数据进行了油价与 ROA 和 ROE 的相关性拟合。研究发现, 石化行业整体 ROA 与油价的线性关系为 $ROA = 0.055 * \text{油价} - 0.64$; 石化行业整体 ROE 与油价的线性关系为 $ROE = 0.13 * \text{油价} - 3.6$ 。此外, 我们注意到 ROE 的斜率比 ROA 高, 这说明 ROE 相对油价的弹性更大。

图 15: 石化行业整体历史 ROA 与 ROE, %



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 16: 油价与石化行业整体历史 ROA、ROE 是比较好的线性关系

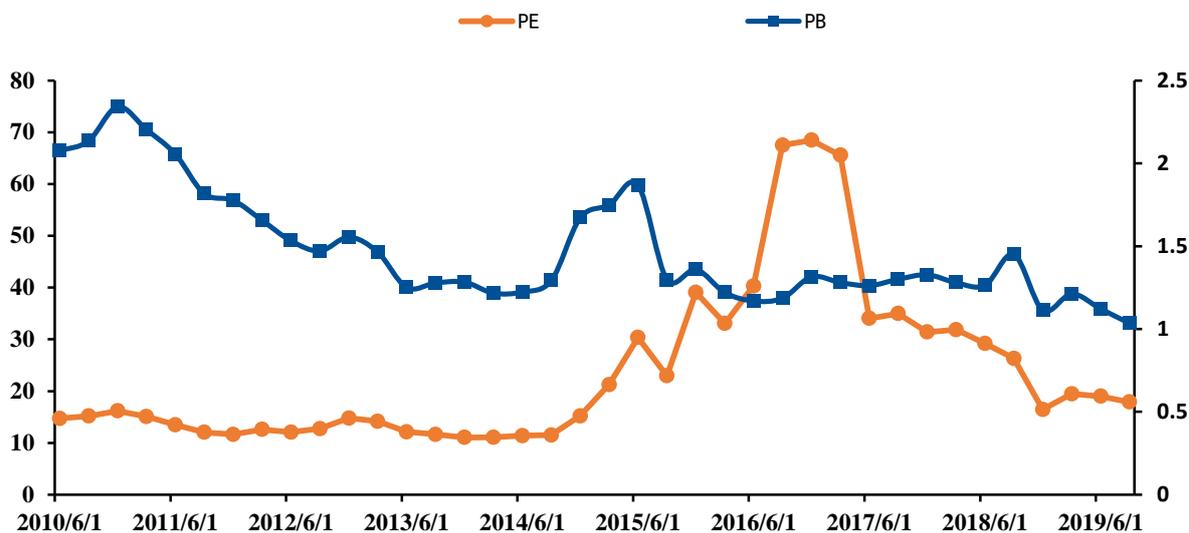


资料来源: Wind, 民生证券研究院

石化行业当前估值处于历史低位。过去十年石化行业平均 PE 为 21 倍, 平均 PB 为 1.9

倍，2019 年石化行业整体 PE 与 PB 均持续下行，全年平均 PE 为 24，PB 为 1.5 倍，19 年前 3 季 PE 与 PB 的平均值分别为 19 倍和 1.1 倍。因此，单从历史估值角度看，石化行业当前具备配置价值。

图 17: 石化行业整体历史 PE, PB



资料来源: Wind, 民生证券研究院

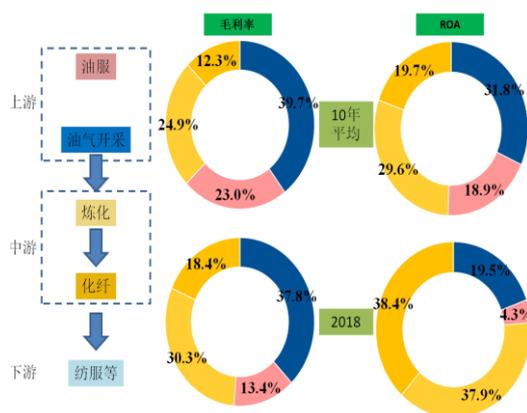
(二) 子行业看，油服和油气开采行业景气度高

石化子行业，我们参考中信、申万等分类，主要考察了 4 个大的子行业，分别是油气开采、油服、炼化和化纤。

从上下游关系看，油服和油气开采处于产业链上游，炼化和化纤处于下游。为了研究在同一产业链上利润分配的变化，我们对比了毛利率及 ROA 占比的变化。从毛利率过去十年均值与 2019 年对比看，油气开采行业与油服行业占比略有上升，炼化行业有小幅下降，化纤行业持续下降。从 ROA 过去十年均值与 2019 年对比看，油气开采行业占比小幅度上升，油服行业占比大幅度上升，炼化行业小幅度下降，化纤行业大幅度下降。由此我们判断，过去 10 年发生了明显的产业链上盈利的重新分配，盈利有向上游转移的趋势。

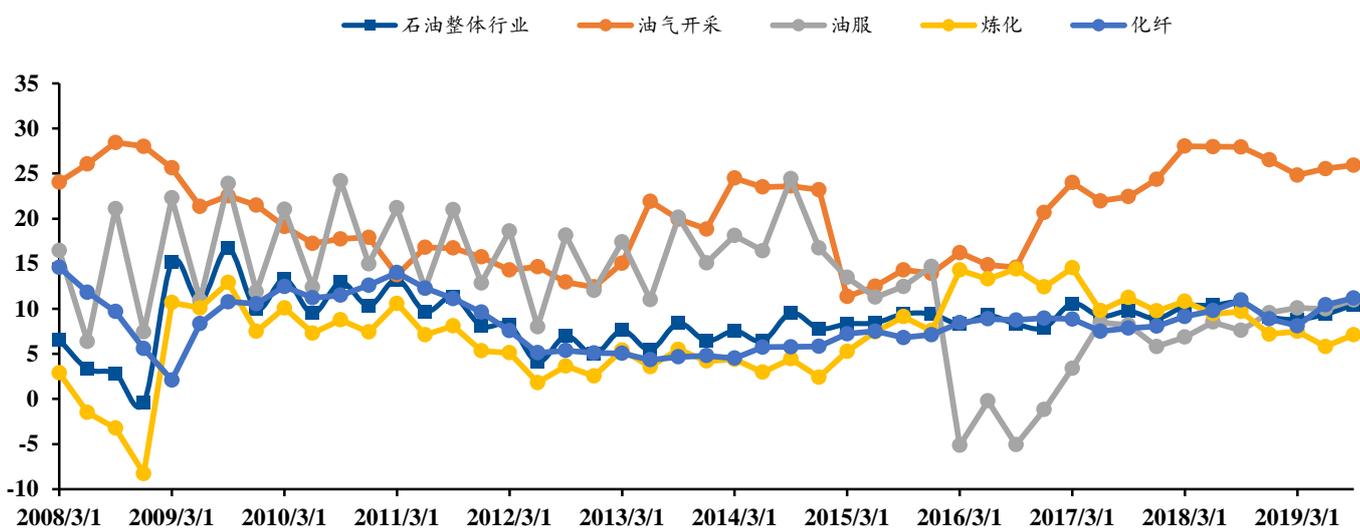
从石化子行业毛利率对比看，过去 10 年毛利率均值的大小关系：油气开采>油服>化纤>炼化。油服的毛利率波动幅度很大，2015 年之后处于行业相对弱势地位，但于 2016 年行业开始回暖，因此传统的强势关系也是自上而下的。从趋势上看，上游的油气开采的毛利率有上升的趋势，而中游的炼化和化纤有缓慢下降的趋势。

图 18: 石化行业产业链及子行业毛利率、ROA 变化



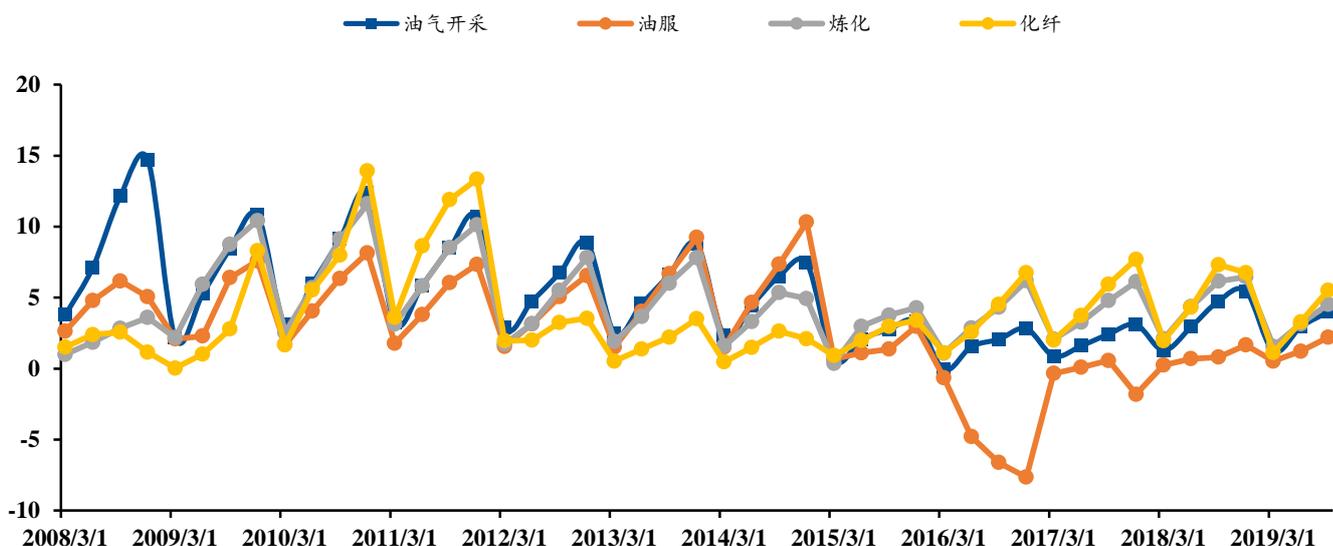
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 石化子行业历史毛利率对比, %



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 20: 石化子行业历史 ROA 对比, %

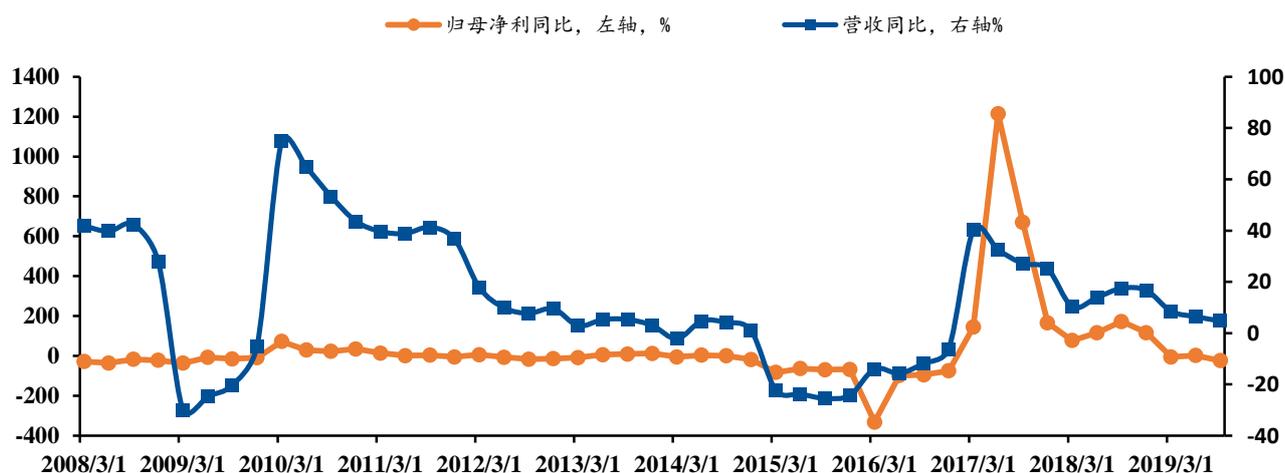


资料来源：Wind，民生证券研究院

(1) 油气开采：

从营收和归母净利增速看，油气开采行业过去十年季度营收同比增速平均为 12.6%，季度归母净利同比增速平均为 5.2%。2019 年前三季度营收同比增速平均为 6.55%，归母净利同比平均为-8.59%。从营收和归母净利上看，2018 年油气开采行业的营收和净利润同比增速都明显低于历史均值。从趋势上看，油气开采行业营收增速从 2015 年三季度开始触底反转，归母净利增速从 2016 年一季度开始触底反转，2017 年上半年开始处于营收和净利率同步下滑的阶段。

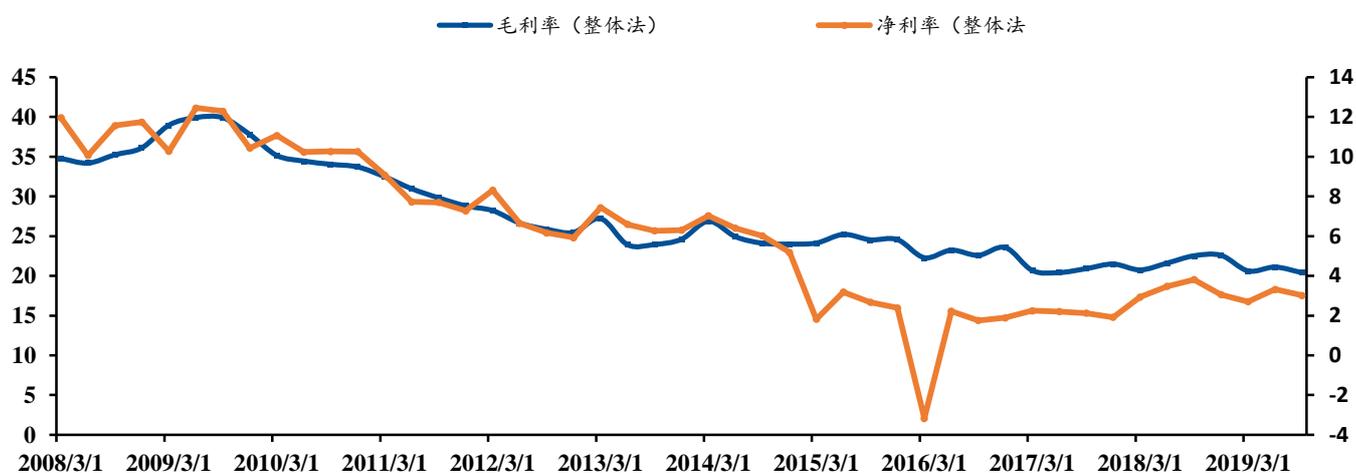
图 21：石油开采行业整体季度营收与归母净利同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

从毛利率和净利率看，油气开采行业过去 10 年平均毛利率为 27.7%，净利率为 6.2%。2019 年前三季度石化行业平均毛利率为 20.7%，净利率为 3%。从趋势上看，行业毛利率持续下行，行业净利率于 2016 年一季度触底反转。

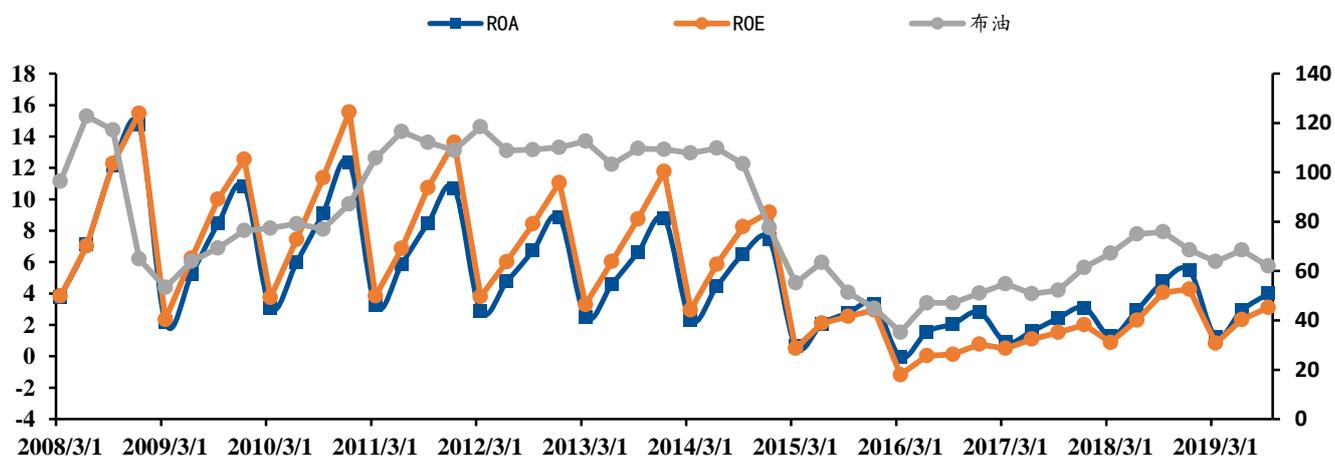
图 22: 石油开采行业整体季度净利率与毛利率, %



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从 ROA 和 ROE 的角度看, 油气开采行业过去 10 年平均 ROA 为 5%, ROE 为 5.5%。2019 年前三季度的 ROA 和 ROE 分别为 2.71% 和 2.1%。从趋势上看, 与布伦特油价走势一致, 行业的 ROA 和 ROE 同步与油价在 2016 年一季度触底反转, 到 2019 年三季度仍然处于修复的过程。

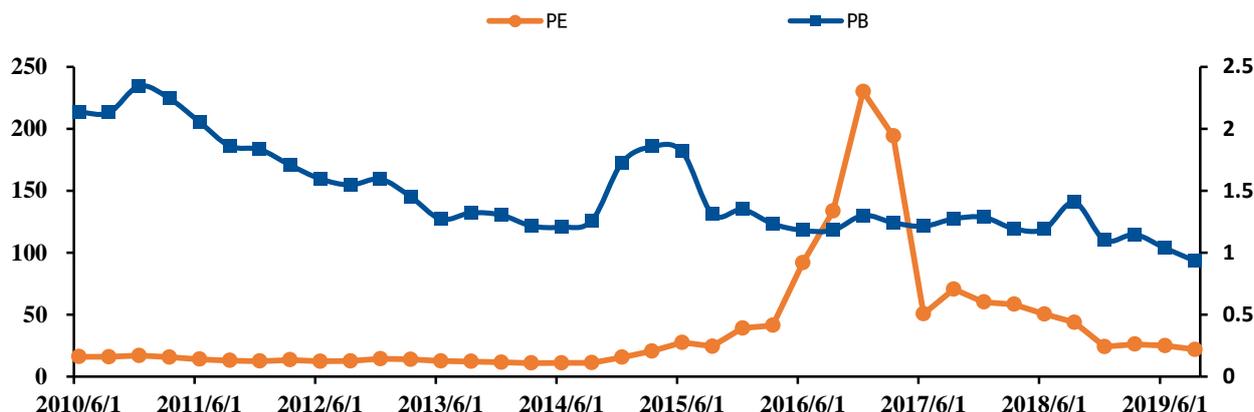
图 23: 石油开采行业整体季度 ROA 与 ROE, %



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从行业整体 PE、PB 看, 油气开采行业过去 10 年 PE 平均为 34.8 倍, PB 平均为 2.0 倍。2019 年 PE 平均为 24.3 倍, PB 平均为 1.03 倍。从历史趋势上看, 行业 PE 在 2017 年一月份高点反转后, 当前处于向下的趋势; 行业 PB 过去十年一直处于下降的趋势, 2015 年反弹至 2 倍 PB 左右, 之后继续下降, 2019 年 PB 处于历史最低位置。

图 24: 油气开采行业整体历史 PE, PB



资料来源：Wind，民生证券研究院

从行业上市公司业绩情况看，2019 年营收同比增速相比 2018 年普遍有所下滑，其中增速最快的是新潮能源；2019 年净利同比增速各公司有增有减，其中增速最快的是新潮能源。从 PE 看，2019 年估值最低的是新奥股份。从 PB 来看，2019 年估值最低的是中国石油、新潮能源。从 ROA 角度看，2019 年绝对值最高的依次是蓝焰控股（8.6%）、新奥股份（5.7%）、新潮能源（3.3%）。从 ROE 来看，2019 年绝对值最高的是蓝焰控股（16.3%）、新奥股份（14.4%）、新潮能源（7.1%）。综合公司的收益质量和盈利增速来看，2019 年表现较好的是蓝焰控股、新潮能源和新奥股份。

表 1：2019 年油气开采子行业营收净利同比、PE、PB、ROA、ROE

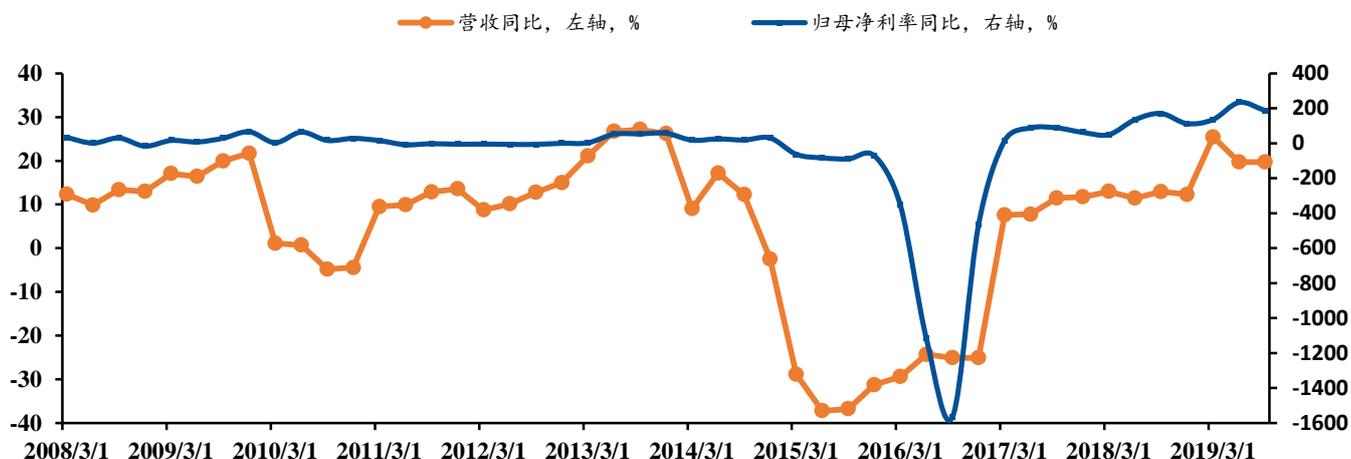
	营收同比，%		净利同比，%		PE		PB		ROA，%		ROE，%	
	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E
中国石油	17	6	131	6	26.2	18.4	1.2	1.0	3.0	2.5	4.4	4.6
新奥股份	36	-4	109	5	10.6	7.7	1.6	1.4	6.2	5.7	19.3	14.4
中天能源	-47	0	-252	0	22.9	11.7	1.3	0.0	-6.1	0.0	-18.0	0.0
蓝焰控股	23	1	39	11	17.6	13.8	3.1	2.5	8.7	8.6	19.4	16.3
新潮能源	214	15	64	87	17.5	12.0	1.1	1.0	2.7	3.3	4.2	7.1
洲际油气	17	0	131	0	-95.7	22.7	1.2	0.0	1.3	0.0	1.3	0.0
美都能源	-19	0	-1,994	0	51.2	0.0	0.8	0.0	-7.2	0.0	-10.8	0.0

资料来源：Wind，民生证券研究院

（2）油服：

从营收和归母净利增速看，油服行业过去十年季度营收同比增速平均为 4.8%，季度归母净利同比增速平均为-171%。2019 年前三季度营收同比增速平均为 21.6%，归母净利同比平均为 186%。从营收和归母净利的增速上看，2019 年油服子行业的营收和净利同比增速都明显高于历史均值。与油气开采行业相比，油服行业的营收较归母净利拐点出现要早。2019 年油服行业处于营收和净利同步向上的阶段，营收增速明显放缓，净利增速三季度也开始放缓。

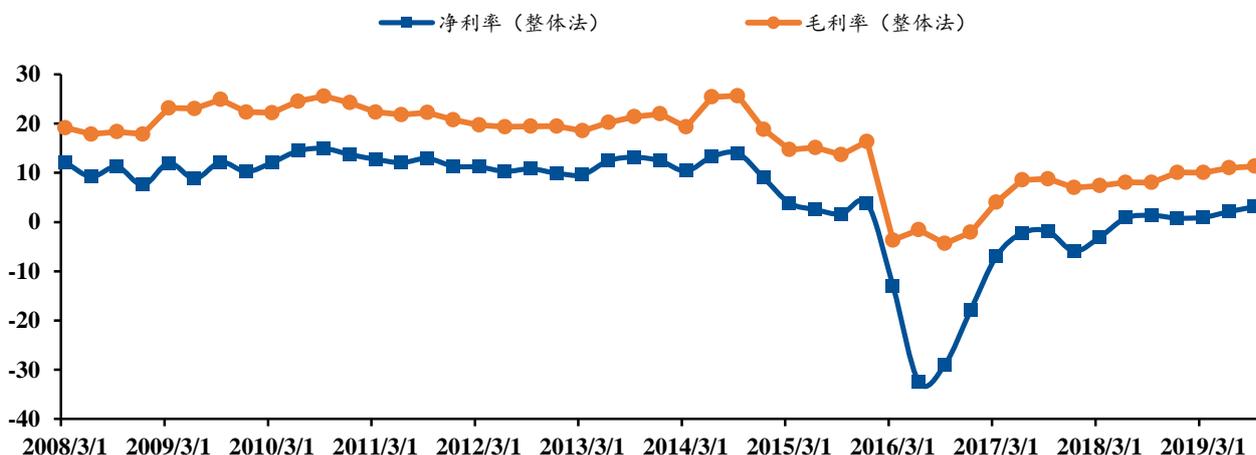
图 25: 油服行业整体季度营收与归母净利润同比增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从毛利率和净利率看, 油服行业过去 10 年平均毛利率为 16%, 净利率为 4.9%。2019 年前三季度油服行业平均毛利率为 11%, 净利率为 2%。从趋势上看, 行业毛利率拐点出现在 2016 年三季度, 净利率拐点出现在 2016 年二季度, 之后二者同步向上, 2018 年增速都开始放缓。到 2018 年三季度, 毛利率略有下滑, 净利率下滑稍大一些。2019 年开始平缓上升。

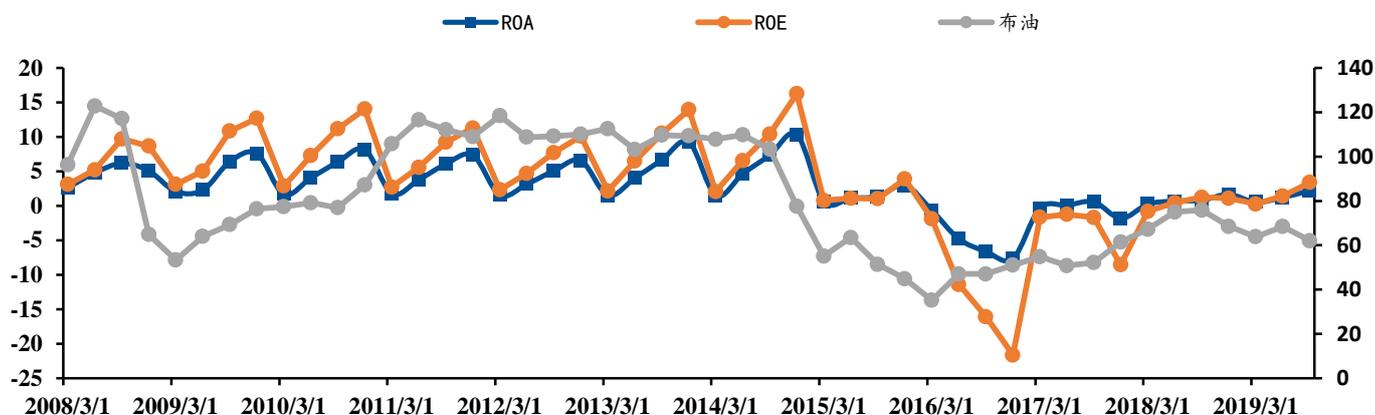
图 26: 油服行业整体季度净利率与毛利率, %



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从 ROA 和 ROE 的角度看, 油气开采子行业过去 10 年平均 ROA 为 0.74%, ROE 为 1.3%。2019 年前三季度的 ROA 和 ROE 分别为 3.08%和 4.19%。与过去十年的均值相比, 2019 年的 ROA 和 ROE 向上修复的空间很大。从趋势上看, 与布伦特油价走势基本一致, 行业的 ROA 和 ROE 在 2016 年二季度触底反转, 比油价触底晚了一个季度。到 2019 年仍然处于向上修复的过程。从历史数据看, ROA 和 ROE 具有一定的季节性, 一些年份 (2008Q4, 2009Q4, 2016Q4, 2017Q4) 的四季度都是低点。

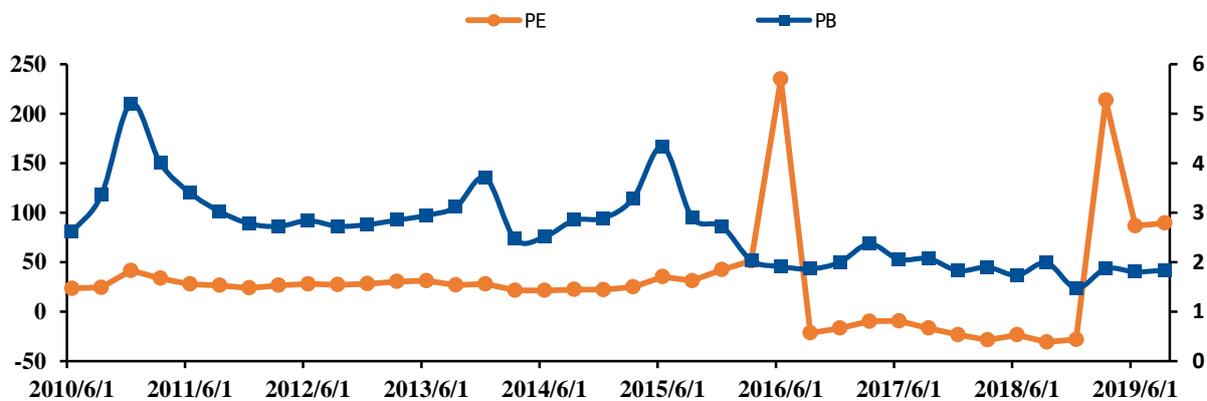
图 27: 油服行业整体季度 ROA 与 ROE, %



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从行业整体 PE、PB 看, 油服行业过去 10 年 PE 平均为 30.2 倍, PB 平均为 3.1 倍。2019 年 PE 平均为 130 倍, PB 平均为 1.8 倍。从历史趋势上看, 行业 PE 过去 10 年大多数时间在 20 倍左右区间, 2016 年 10 月之后 PE 向上, 到 2018 年 9 月见顶回落, 当前处于下降趋势。行业 PB 在 2015 年 6 后见顶后, 当前处于下降趋势。

图 28: 油服行业整体历史 PE, PB



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从上市公司业绩情况看, 2019 年营收同比增速最快的分别是中博迈科; 净利同比增速最快的是中海油服。从 PE 看, 2019 年估值最低的是迪森股份。从 PB 来看, 2019 年估值最低的是中油工程。从 ROA 来看, 2019 年最高的依次是杰瑞股份 (9.6%)、通源石油 (4.7%)、中海油服 (3.2%)。从 ROE 来看, 2019 年最高的依次是石化油服 (17%)、杰瑞股份 (13.5%)、贝肯能源 (8.5%)。综合公司的收益质量和盈利增速来看, 2019 年表现较好的是, 海油工程和杰瑞股份。

表 2：2019 年油服行业营收净利同比、PE、PB、ROA、ROE

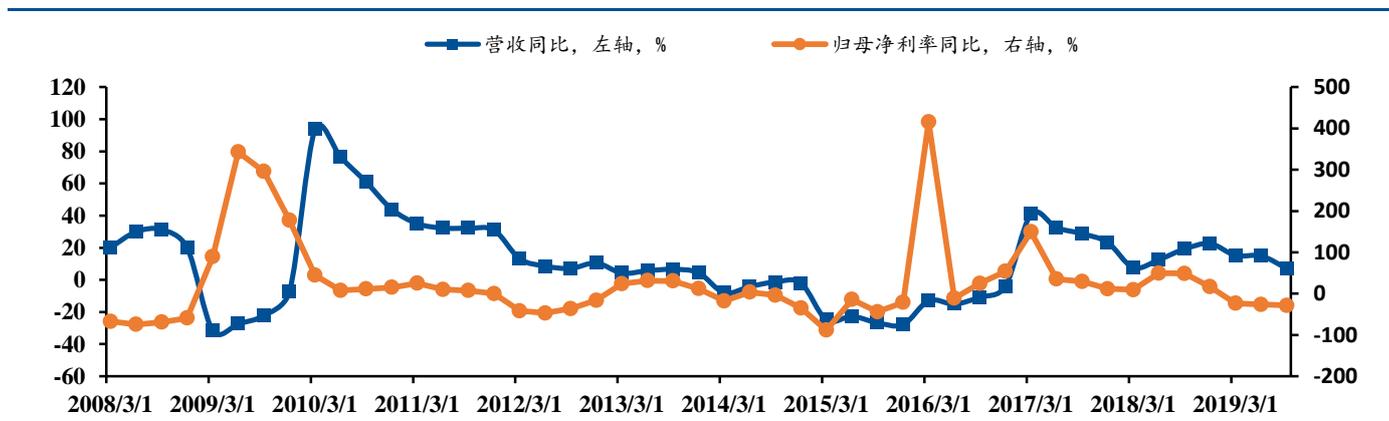
	营收同比, %		净利同比, %		PE		PB		ROA, %		ROE, %	
	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E
惠博普	12	12	-656	123	81.0	16.0	1.5	1.4	-11.6	3.0	-25.9	6.3
贝肯能源	39	66	-35	100	35.6	21.5	2.8	2.3	2.8	0.0	4.9	8.5
通源石油	95	7	135	25	24.7	17.1	1.9	1.6	5.2	4.7	6.2	7.2
中油工程	6	7	43	6	34.2	19.5	1.0	0.9	1.0	1.1	4.1	4.1
海油工程	8	28	-84	-107	487.9	23.1	1.1	1.0	0.3	0.2	0.3	0.0
中海油服	25	39	66	3,424	-465.7	35.0	1.3	1.4	0.1	3.2	0.2	6.9
中曼石油	-22	70	-92	363	65.1	22.5	3.6	2.9	0.7	1.0	1.2	5.4
博迈科	-19	201	-93	641	860.1	38.2	1.3	1.3	0.3	1.9	0.3	2.4
石化油服	20	18	101	711	-5.4	37.8	5.9	4.8	0.2	1.9	7.7	17.1
杰瑞股份	44	43	808	105	45.5	21.9	2.1	1.9	5.7	9.6	7.5	13.5
迪森股份	-8	-2	-24	-20	13.5	8.7	2.0	1.5	6.1	0.0	12.3	7.0
恒泰艾普	-49	0	107	0	-7.2	0.0	1.0	0.0	0.8	0.0	0.9	0.0
潜能恒信	33	0	273	0	374.4	0.0	4.6	0.0	5.2	0.0	2.5	0.0
仁智油服	-21	0	-1,950	0	-245.4	0.0	2.8	0.0	-113.8	0.0	-185.3	0.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(3) 炼化:

从营收和归母净利增速看, 炼化行业过去十年营收同比增速平均为 11.1%, 归母净利同比增速平均为 67.6%。2019 年前三季度营收同比增速平均为 12.4%, 归母净利同比平均为 -26.1%。从营收和归母净利的增速上看, 2019 年炼化行业的营收明显高于历史均值, 而净利增速低于历史均值。从趋势上看, 最近的营收同比增速底部向上拐点是 2015 年三季度, 归母净利同比增速的底部向上拐点是 2014 年四季度, 我们推测归母净利提前出现拐点主要是受 2014 年三季度油价急速下跌造成的库存损失影响。2018 年处于营收和净利同步向上的阶段, 2019 年处于营收向上, 净利率向下阶段。

图 29: 炼化行业整体季度营收与归母净利同比增速

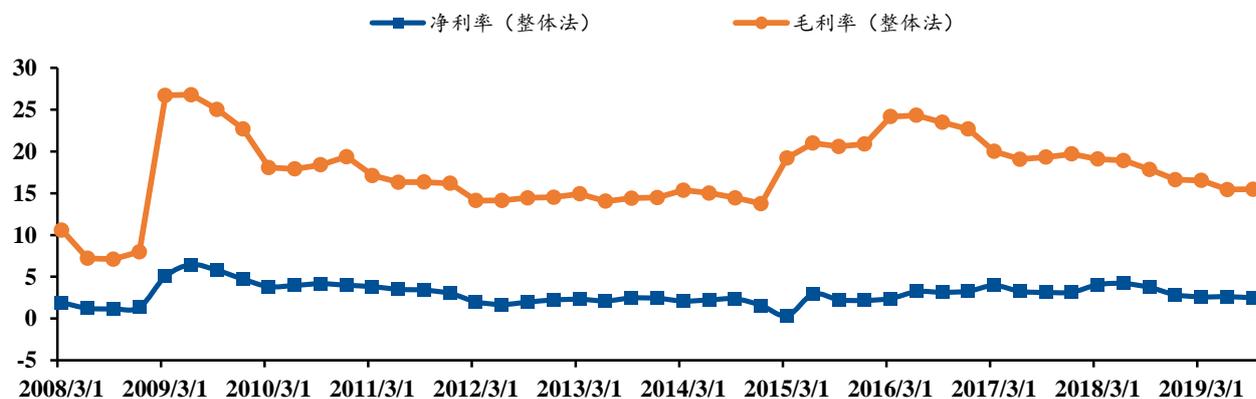


资料来源: Wind, 民生证券研究院

从毛利率和净利率看, 炼化行业过去 10 年平均毛利率为 17.4%, 净利率为 2.9%。2019 年前三季度行业平均毛利率为 16%, 净利率为 2.6%。与过去十年的均值相比, 炼化行业整体的毛利率处于均值附近, 从趋势上看, 行业毛利率高点出现在 2016 年二季度, 到 2018

年一直是下降趋势；而行业净利率高点出现在 2015 年二季度，到 2018 年是下降趋势。值得注意的是，炼化行业的季度毛利率和净利率受到库存收益影响很大，因此油价波动的幅度对单季度盈利影响较大。

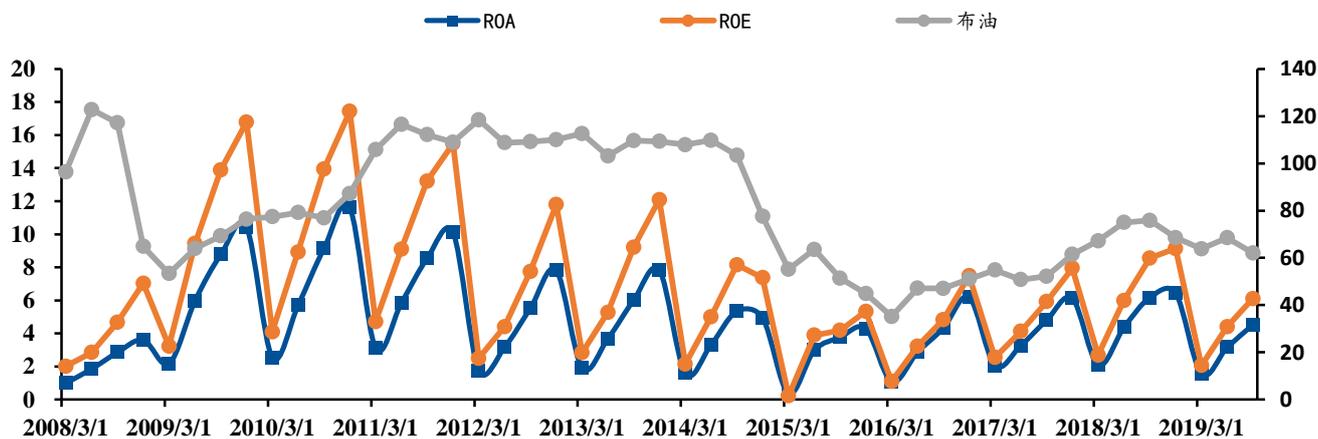
图 30: 炼化行业整体季度净利率与毛利率, %



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从 ROA 和 ROE 的角度看，炼化行业过去 10 年平均 ROA 为 1.2%，ROE 为 2.7%。2019 年前三季度的 ROA 和 ROE 分别为 3.1% 和 4.2%。与过去十年的均值相比，2019 年的 ROA 和 ROE 略高于均值。2016 年二季度之后 ROE 处于向上的趋势。

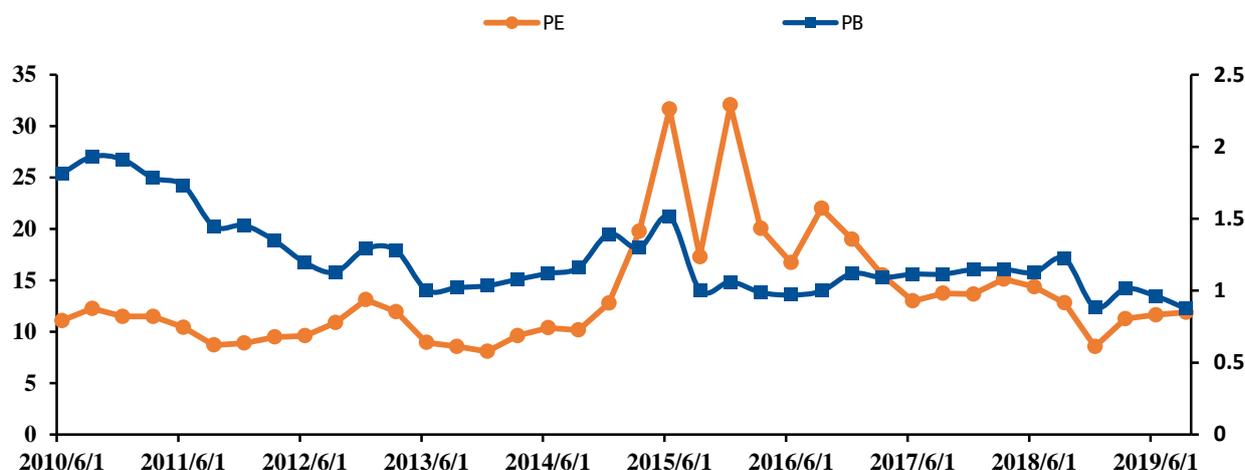
图 31: 炼化行业整体季度 ROA 与 ROE, %



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从行业整体 PE、PB 看，炼化行业过去 10 年 PE 平均为 15.8 倍，PB 平均为 1.7 倍。2019 年 PE 平均为 11.6 倍，PB 平均为 0.95 倍。从历史趋势上看，行业 PE 在 2015 年见顶之后，当前处于缓步回升趋势中。行业 PB 过去 10 年一直处于下降趋势，在 2015 年 4 月阶段性高点后，当前处于历史最底部。

图 32：炼化行业整体历史 PE, PB



资料来源：Wind，民生证券研究院

从行业上市公司业绩情况看，2019 年营收和净利同比普遍有所下滑，其中营收同比最快的依次是卫星石化、东华能源、齐翔腾达，净利同比最快的是卫星石化、东华能源、华锦股份。从 PE 角度看，估值最低的是华锦股份；从 PB 角度看，估值最低的是华锦股份。从 ROA 看，最高的是卫星石化。从 ROE 角度看，最高的是卫星石化。综合公司的收益质量和盈利增速来看，表现较好的是卫星石化、东华能源。

表 3：2019 年炼化行业营收净利同比、PE、PB、ROA、ROE

	营收同比, %		净利同比, %		PE		PB		ROA, %		ROE, %	
	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E
华锦股份	9	4	-43	16	6.0	5.9	0.8	0.6	3.5	3.9	8.3	8.7
东华能源	50	14	1	25	11.8	8.3	1.6	1.3	4.4	4.5	13.5	14.1
中国石化	22	4	23	-6	9.9	8.5	1.0	0.9	5.0	3.6	8.7	7.9
上海石化	17	0	-14	-55	8.2	9.2	1.8	1.5	12.5	5.3	18.0	7.9
大庆华科	10	0	-106	0	979.3	46.3	3.4	3.2	-0.4	0.0	-0.5	0.0
齐翔腾达	26	13	-1	-9	14.7	11.5	2.0	1.7	8.0	6.3	12.1	9.6
卫星石化	22	21	0	42	12.6	8.2	1.4	1.2	7.8	8.5	12.3	14.5
海越能源	86	0	178	0	9.1	10.2	1.7	1.5	4.3	0.0	12.7	0.0
沈阳化工	-9	0	-48	0	22.1	0.0	0.7	0.0	1.2	0.0	2.6	0.0
岳阳兴长	27	0	629	0	105.3	0.0	3.8	0.0	5.5	0.0	7.4	0.0
茂化实华	-2	0	-63	0	44.2	0.0	2.5	0.0	3.3	0.0	4.2	0.0
宝利国际	14	0	11	0	63.1	0.0	2.2	0.0	1.3	0.0	3.4	0.0

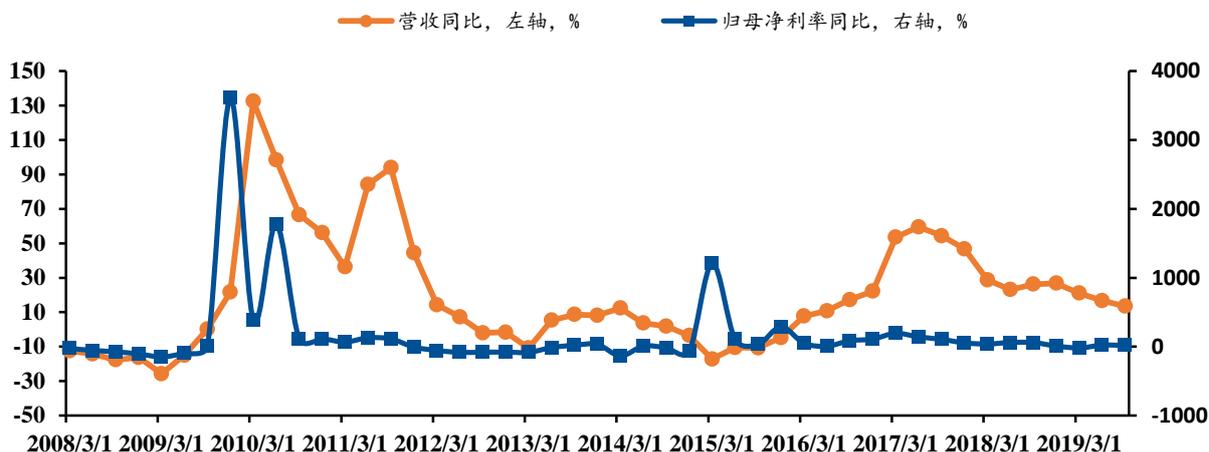
资料来源：Wind，民生证券研究院

(4) 化纤：

从营收和归母净利增速看，化纤行业过去十年营收同比增速平均为 21.2%，归母净利同比增速平均为 81.3%。2019 年前三季度营收同比增速平均为 17.1%，归母净利同比平均为 7%。从营收和归母净利的增速上看，2019 年化纤行业的营收增速低于历史均值，归母净利同比增速低于历史均值。从趋势上看，营收同比增速在 2014 年四季度开始底部反

转，到 2017 年二季度出现阶段高点，之后处于下降趋势，2018 年三季度略有反弹，之后处于下降趋势；净利同比增速底部拐点同样出现于 2014 年四季度，到 2015 年一季度出现阶段高点之后处于下降趋势中。

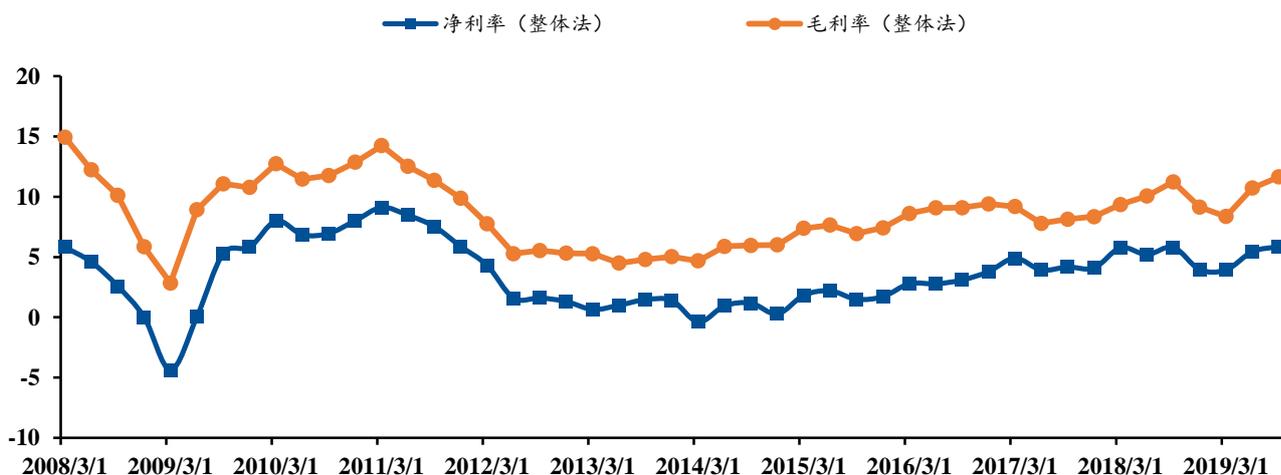
图 33: 化纤行业整体季度营收与归母净利同比增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从毛利率和净利率看，化纤行业过去 10 年平均毛利率为 8.6%，净利率为 3%。2019 年前三季度化纤行业平均毛利率为 10%，净利率为 5.1%。与过去十年的均值相比，化纤行业整体的毛利率和净利率均明显高于历史均值。从趋势上看，毛利率底部反转出现在 2012 年二季度，到 2018 年三季度趋势一直是向上的；净利率底部反转出现在 2014 年四季度，到 2019 年三季度趋势一直是向上的。

图 34: 化纤行业整体季度净利率与毛利率，%

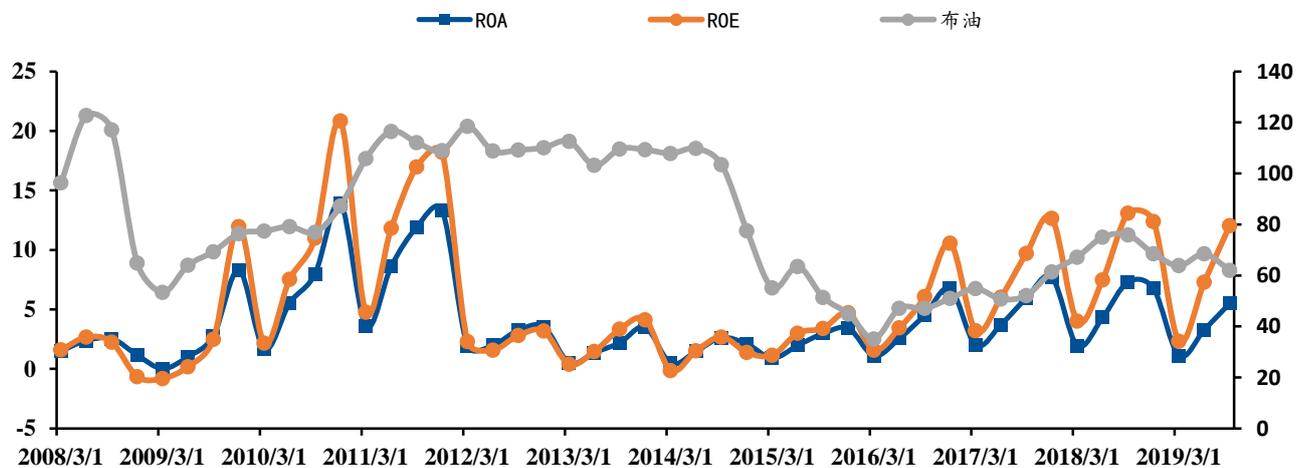


资料来源: Wind, 民生证券研究院

从 ROA 和 ROE 的角度看，化纤行业过去 10 年平均 ROA 为 0.77%，ROE 为 1.9%。2019 年前三季度的 ROA 和 ROE 分别为 3.3%和 7.2%。与过去十年的均值相比，2019 年的 ROA 和 ROE 明显高于历史均值。从趋势上看，行业的 ROA 和 ROE 在 2014 年的四季度触底反转，

到 2019 年二季度一直处于向上的阶段，但三季度略有下滑。

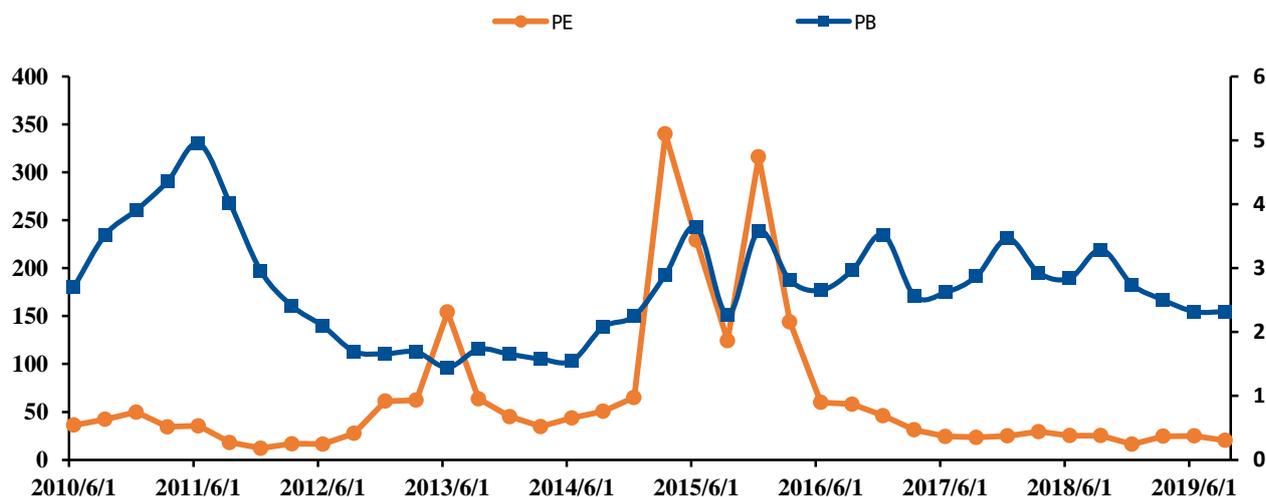
图 35: 化纤行业整体季度 ROA 与 ROE, %



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从行业整体 PE、PB 看，化纤行业过去 10 年 PE 平均为 33.8 倍，PB 平均为 2.6 倍。2019 年 PE 平均为 23.2 倍，PB 平均为 2.4 倍。行业 PB 周期为 4-5 年，PB 高点为 5 倍，低点为 1 倍左右，最近一轮高点出现在 2015 年 6 月，之后一直处于下降趋势，2019 年 PB 处于历史底部。

图 36: 化纤行业整体历史 PE, PB



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从行业上市公司业绩情况看，2019 年营收同比增速排在前三位的是恒力股份、华峰氨纶、泰和新材，净利同比增速排在前三位的是恒力股份、东方盛虹、荣盛石化。从 PE 看，估值最低的是神马股份。从 PB 看估值最低的是恒逸石化。从 ROA 看，2019 年绝对值最高的依次是华峰氨纶、新凤鸣、桐昆股份。从 ROE 角度看，2019 年绝对值最高的是恒力股份、桐昆股份、新凤鸣。综合盈利质量及增长情况来看，建议关注恒力股份、新凤鸣

和桐昆股份。

表 4：2019 年化纤行业营收净利同比、PE、PB、ROA、ROE

	营收同比, %		净利同比, %		PE		PB		ROA, %		ROE, %	
	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E
吉林化纤	17	0	55	0	30.3	18.2	1.4	1.3	2.1	0.0	4.6	0.0
恒逸石化	29	10	16	63	11.5	6.4	2.0	1.1	4.8	5.0	13.2	14.8
华峰氨纶	7	34	15	42	14.9	11.8	1.9	1.6	7.7	8.3	12.4	13.1
桐昆股份	27	16	20	38	6.5	5.2	1.3	1.0	7.0	8.2	14.4	15.9
荣盛石化	27	17	-20	75	29.5	12.5	3.0	2.7	2.1	2.2	9.1	12.2
新凤鸣	42	9	-5	7	8.2	6.9	2.0	1.5	10.1	8.3	19.2	15.7
恒力股份	27	80	4	171	16.4	7.0	2.5	2.1	4.7	5.6	19.1	25.3
东方盛虹	13	15	-41	85	32.7	10.0	1.7	1.3	6.4	5.6	10.2	11.8
泰和新材	40	24	56	25	38.0	26.8	3.1	2.8	4.7	4.9	7.5	8.2
神马股份	4	12	868	-24	9.2	4.9	1.7	1.2	9.2	5.4	22.8	14.2
新乡化纤	9	10	273	36	62.1	0.0	1.0	0.0	1.6	0.0	3.1	4.2
华峰超纤	22	15	19	-11	38.0	0.0	2.5	0.0	4.3	0.0	5.9	5.7
江南高纤	-4	0	26	0	35.5	0.0	1.3	0.0	3.5	0.0	3.6	0.0
华鼎股份	133	0	179	0	32.4	0.0	1.6	0.0	3.9	0.0	6.1	0.0
南京化纤	-38	0	102	0	-4.2	0.0	1.3	0.0	0.3	0.0	0.5	0.0

资料来源：Wind，民生证券研究院

三、2020 年投资策略：关注估值低且景气度较高的油气开采、油服行业

2020 年的石化行业投资主线主要有以下三个：一，估值位于历史底部且行业盈利有望持续向上的；二、行业处于底部，安全边际高的子行业；三，估值合理，高成长性的标的。

（一）2020 石化行业市场大环境判断

原油价格

2020 年布伦特原油价格预计为 65-75 美元/桶，主要还是基于当前供需处于相对均衡的判断，同时考虑到明年全球经济增速放缓和年底的 OPEC 限产预期。

2020 年子行业的环境判断

油气开采板块：景气度较高，中性。油价直接影响上游板块的原油产品的价格和开采量的意愿。2018 年油价中枢为 72 美元/桶左右，2019 年油价中枢为 60-70 美元/桶，预计 2020 年油价中枢为 65-75 美元/桶。因此油气开采板块业绩大概率与 2019 年持平或者略高。此外，由于油气是全球定价的大宗商品，国内的油气开采公司相对国际对手没有成本优势，并且由于国内资源的枯竭导致的产量下滑及成本上升，2020 年的成本端劣势可能会在中等油价水平表现的更加明显。

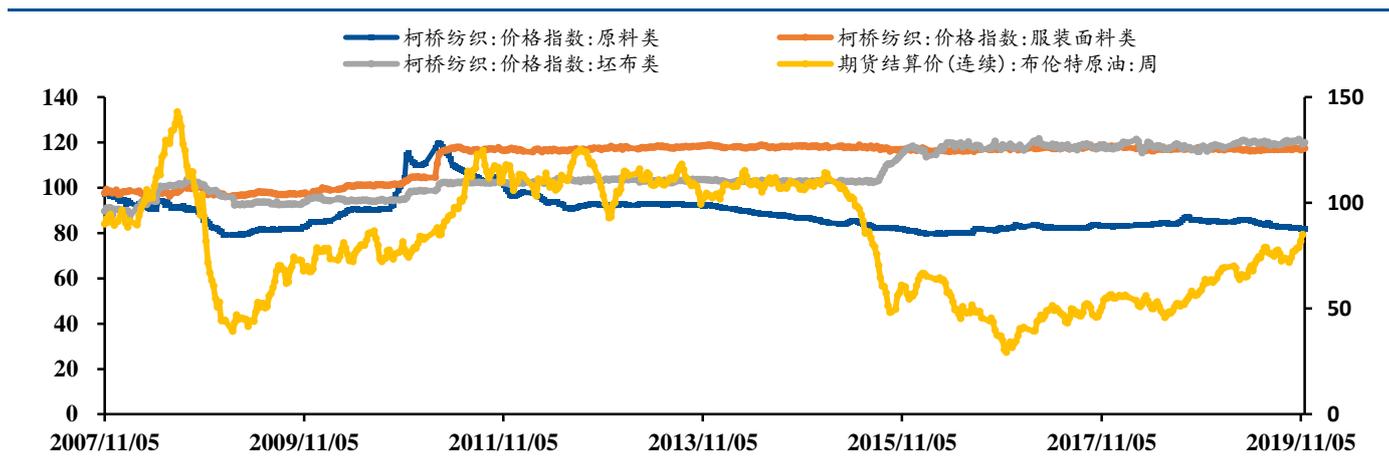
油服板块：景气度较高，中性偏乐观。油价与油气资本开支基本是线性关系。油气公

司的资本开支一般是基于历史油价增幅的，因此 2019 年的上游资本开支增幅 30%是大概率事件，（2018 原油均价 72 美元/桶，2017 年为 55 美元/桶，同比增 30%）。同时，政策上国内要求提高产量和储量的需求，会带来未来几年额外的资本开支增长。

炼化板块：景气度一般，中性。炼化板块受到油价和下游需求两个大环境的影响。国内的成品油定价机制使得炼油可以保持合理利润，但无法实现暴利。2019 年的中等油价水平，保证了炼化板块的较高毛利率。2019 年炼油的下游为交运等，成品油需求相对刚性，增速基本稳定；大化工板块下游为房地产，消费品等，有一定的下行压力，总体来看炼化板块景气度一般，并且有望保持 2018 年的水平。

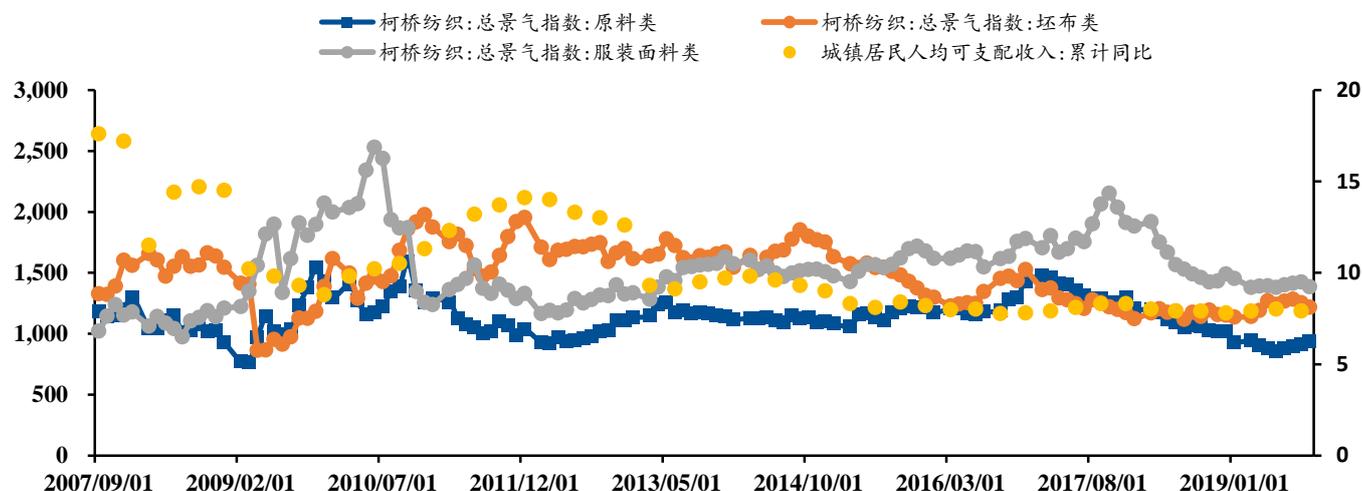
化纤板块：景气度较差，中性。化纤把那块受到油价和下游需求两个环境的影响。油价的中等水平，使得上游原料成本保持相对低位。从柯桥纺织价格指数与布伦特油价关系看，在原油-纺织原料-纺织坯布-纺织面料的链条上，2010 年油价快速上涨后，纺织原料和纺织面料价格快速上涨，而坯布价格涨幅不大，但之后纺织原料价格大幅下跌，侧面反映了链条中劣势格局的是纺织原料，其次是坯布。2014-2015 年油价快速下跌后，我们推测坯布自身行业格局变好，价格快速上涨。2016-2018 年，纺织原料（化纤）的价格指数持续缓慢上升，反映了行业格局持续向好，但仍然是整个链条中最劣势的。从柯桥纺织景气指数与城镇居民人均可支配收入看，二者具备比较明显的正相关关系。2019 年，城镇居民人均可支配收入呈下滑趋势，纺织景气指数也会有明显下滑。我们判断 2019 年，下游纺织景气度下滑，但从价格指数上看，服装面料和坯布价格相对高位，其盈利空间的安全边际足够大，对上游的纺织原料板块价格的压力并不大。同时，上游的纺织原料板块价格指数处于相对低位，向下的空间不大。

图 37：柯桥纺织价格指数（左）与布伦特油价（右），美元/桶



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 38: 柯桥纺织景气指数（左）与城镇居民人均可支配收入（右），%



资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）选股策略之一：估值处于底部且盈利持续上行的油服和油气开采子版块

油气开采：2019 年油气开采行业 PB 为 1 倍，相对历史均值 2 倍来看，明显处于底部；2019 年 PE 为 24 倍，相对历史平均 35 倍，明显处于较低位置。从业绩增速来看，2019 年营收和归母净利润均高于历史均值，并且保持了同步向上的趋势。从收益质量上看，行业毛利率、净利率、ROA、ROE 均位于历史均值以下，并且当前趋势仍然向上。当前位置 2020 年油价仍有一定的上行空间，我们判断油气开采行业 2020 年具有比较好的配置价值。从个股来看，建议关注**中国石油、中国石化**。

油服：2019 年行业 PB 为 1.8 倍，相对历史均值 3.1 倍来看，明显处于底部。2018 年 PE 为 130 倍，相对历史均值 30 倍来看，明显处于较高位置。从业绩增速看，2019 年油服行业处于营收和净利同步向上的阶段，行业毛利率、净利率、ROA、ROE 均位于历史均值以下，并且趋势向上。2020 年油气行业资本开采有明显的增幅，我们判断油服行业有望持续受益订单增长带来的利好，油服行业在 2019 年也具有较好的配置价值。从个股来看，建议关注**海油工程和通源石油**。

（三）选股策略之二：处于底部且有安全边际的化纤行业

化纤：2019 年 PE 为 23 倍，相对历史均值 34 倍来看，明显处于底部。2019 年 PB 为 2.4 倍，相对历史均值 2.6 倍，当前处于历史均值附近。从业绩增速来看，2019 年营收增速高于历史均值，归母净利润增速低于历史均值。从个股上来看，建议关注**恒力石化和 华峰氨纶**。

（四）选股策略之三：估值合理且高成长的个股

卫星石化（002648）：

- 1) 连云港一期 125 万吨气头乙烯项目预计 2020Q3 中交（副产物 16 万吨氢气），先发优势未来有望打开公司新的成长空间。
- 2) 公司目前 C3 链上丙烯 90 万吨（副产物 2.6 万吨氢气），聚丙烯 45 万吨，丙烯酸 48 万吨，丙烯酸酯 45 万吨，双氧水 22 万吨，19 年 Q4 新增烯酸 18 万吨，丙烯酸酯 30 吨，产能受益 C3 链的弹性很大。
- 3) 供给收缩，受益产品价格上涨。响水爆炸事件中，江苏裕廊 20 万吨丙烯酸（市占率 7.5%），25 万吨丙烯酸丁酯（市占率 12%），每涨 1000 元，假设 10% 三项费用率和 20% 所得税，卫星石化丙烯酸净利弹性 3.2 亿，丙烯酸丁酯弹性为 3.4 亿（当前丁酯比例不高，此为丁酯占比最乐观考虑）。
- 4) 连云港百万吨乙烷裂解项目打开公司长期成长空间。

四、风险提示

国际油价大幅下跌；石油公司资本开支低于预期。

插图目录

图 1: 2019 年国际油价走势, 美元/桶.....	4
图 2: 全球 GDP 增长预测.....	4
图 3: 2016-2019 年全球原油需求变化, 百万桶/日.....	5
图 4: 2016-2019 年 Q3 全球原油需求增量对比, 万桶/日.....	6
图 5: OPEC 原油产量, 千桶/日.....	6
图 6: 美国原油产量, 千桶/日.....	7
图 7: 美国石油钻井数.....	7
图 8: 伊朗原油产量, 千桶/日.....	8
图 9: 经合组织石油库存, 万桶.....	8
图 10: 美国商业石油库存, 千桶.....	9
图 11: 美国库欣地区原油库存, 千桶.....	9
图 12: 美元指数持续走强.....	10
图 13: 石化行业整体季度营收与归母净利润同比增速.....	11
图 14: 石化行业整体季度净利率与毛利率, %.....	11
图 15: 石化行业整体历史 ROA 与 ROE, %.....	12
图 16: 油价与石化行业整体历史 ROA、ROE 是比较好的线性关系.....	12
图 17: 石化行业整体历史 PE, PB.....	13
图 18: 石化行业产业链及子行业毛利率、ROA 变化.....	13
图 19: 石化子行业历史毛利率对比, %.....	14
图 20: 石化子行业历史 ROA 对比, %.....	14
图 21: 石油开采行业整体季度营收与归母净利润同比增速.....	15
图 22: 石油开采行业整体季度净利率与毛利率, %.....	16
图 23: 石油开采行业整体季度 ROA 与 ROE, %.....	16
图 24: 油气开采行业整体历史 PE, PB.....	16
图 25: 油服行业整体季度营收与归母净利润同比增速.....	18
图 26: 油服行业整体季度净利率与毛利率, %.....	18
图 27: 油服行业整体季度 ROA 与 ROE, %.....	19
图 28: 油服行业整体历史 PE, PB.....	19
图 29: 炼化行业整体季度营收与归母净利润同比增速.....	20
图 30: 炼化行业整体季度净利率与毛利率, %.....	21
图 31: 炼化行业整体季度 ROA 与 ROE, %.....	21
图 32: 炼化行业整体历史 PE, PB.....	22
图 33: 化纤行业整体季度营收与归母净利润同比增速.....	23
图 34: 化纤行业整体季度净利率与毛利率, %.....	23
图 35: 化纤行业整体季度 ROA 与 ROE, %.....	24
图 36: 化纤行业整体历史 PE, PB.....	24
图 37: 柯桥纺织价格指数与布伦特油价 (右).....	错误!未定义书签。
图 38: 柯桥纺织景气指数与城镇居民人均可支配收入 (右).....	错误!未定义书签。

表格目录

表 1: 2019 年油气开采子行业营收净利同比、PE、PB、ROA、ROE.....	17
表 2: 2019 年油服行业营收净利同比、PE、PB、ROA、ROE.....	20
表 3: 2019 年炼化行业营收净利同比、PE、PB、ROA、ROE.....	22
表 4: 2019 年化纤行业营收净利同比、PE、PB、ROA、ROE.....	25

分析师简介

杨 侃：南京大学地科院与美国 Rutgers 大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014 年 10 月加入民生证券，从事石油化工及建材等方向的行业研究，2015 年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名。

李晓辉：本科毕业于西北大学，研究生毕业于中国石油大学（北京），化学工艺专业。2010 年 8 月至 2016 年 2 月在中石化北京燕山分公司工作，从事炼油及化工生产技术管理。2016 年 3 月加入民生证券，从事石化和建材方向研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。