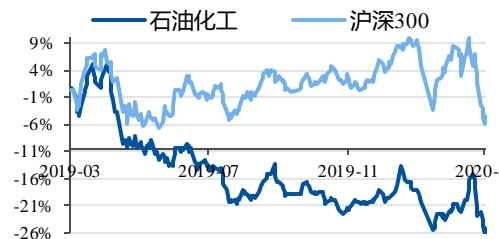


行业深度
石油化工
原油价格战再起，油气资产进入配置区间

2020年03月20日

评级
同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
石油化工	-4.73	-7.54	-25.28
沪深300	-11.86	-9.06	-4.75

周策

执业证书编号: S0530519020001
zhouce@cfzq.com

分析师

0731-84779582

相关报告

- 《石油化工：石油化工3月月报：需求恢复疲弱，库存持续累积》 2020-03-10
- 《石油化工：石油化工2020年2月月报：疫情肆虐，行业1季度业绩恐将承压》 2020-02-10
- 《石油化工：石油化工2020年1月月报：春节临近，需求疲软拖累价格》 2020-01-10

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
桐昆股份	1.16	11.05	1.75	7.33	2.09	6.13	推荐
南方原油							谨慎推荐

资料来源：财信证券

投资要点：

- 3月维也纳会议上 OPEC+组织的矛盾爆发，减产协议失效，油价进入暴跌模式。2017年以来的减产实际上是沙特一个国家的减产，在全球原油需求增速进一步下滑、美国页岩油一直在增长、俄罗斯方面不同意进一步减产的背景下，沙特为了维护自身利益被动发动了本次原油价格战。
- 在这场价格战中，俄罗斯占据相对主动地位。不管是从财政收支平衡、外汇储备情况上来看，俄罗斯都比沙特更能承受低油价所带来的负面影响。而美国页岩油因为生产成本、油井生命周期等原因成为低油价的最大受害者。某种程度上来说，美国页岩油对油价的忍耐度决定了本次价格战持续的时间和最终结果。
- 受新冠疫情的影响，2020年原油消费肯定会受到负面冲击。通过回溯原油消费的历史情况，我们认为本次疫情对原油需求影响的幅度可能并不会太大。在乐观、中兴和悲观的假设情况下，原油消费同比出现0.5%、0%以及-1%的增长，全年来看需求波动范围在150万桶/日以内。
- 我们认为一段时间的低油价是沙特与俄罗斯重新洗牌原油市场的一种手段。根据沙、美、俄三方的情况来看，低油价还将存续一段时间。当低油价促使美国页岩油的资本开支停滞，美国的原油产量将在随后一段时间内出现大幅下滑，从而实现沙、俄两国对页岩油的打击。OPEC+组织从来都是站在油价的多头一方，等待市场格局改善后，沙、俄两方将有力重新达成同盟，共同维护国际油价。站在当下时点，我们对油价保持乐观，我们判断相关的油气资产已经进入了长期配置区间。建议关注国内与原油资产相关的上市基金：南方原油；以及当前受益于国内“地板油”政策、未来受益于油价回升的民营炼化企业：桐昆股份。
- 风险提示：**新冠疫情影响超出预期，导致原油需求增长低于预期；美国页岩油企业经营韧性超出预期，导致低油价维持时间超出预期；基金产品溢价过高，纯在价值回归的风险。

内容目录

1 减产协议泡汤，原油价格跌出新低.....	3
2 油价短期冲击供给端.....	4
2.1 沙特：价格战的被动发起者，地位被动.....	4
2.2 俄罗斯：价格战的始作俑者，底气十足.....	6
2.3 美国页岩油：破局者惨遭教训.....	7
2.3.1 行业以小企业为主，产能分散.....	7
2.3.2 页岩油单井衰减率高.....	8
2.3.3 页岩油成本到底如何.....	9
3 需求端疲软：疫情成为价格战的导火索.....	12
4 油气资产进入长期配置区间.....	13
4.1 南方原油（501018.SZ）.....	13
4.2 桐昆股份（601233.SH）.....	14
5 风险提示.....	14

图表目录

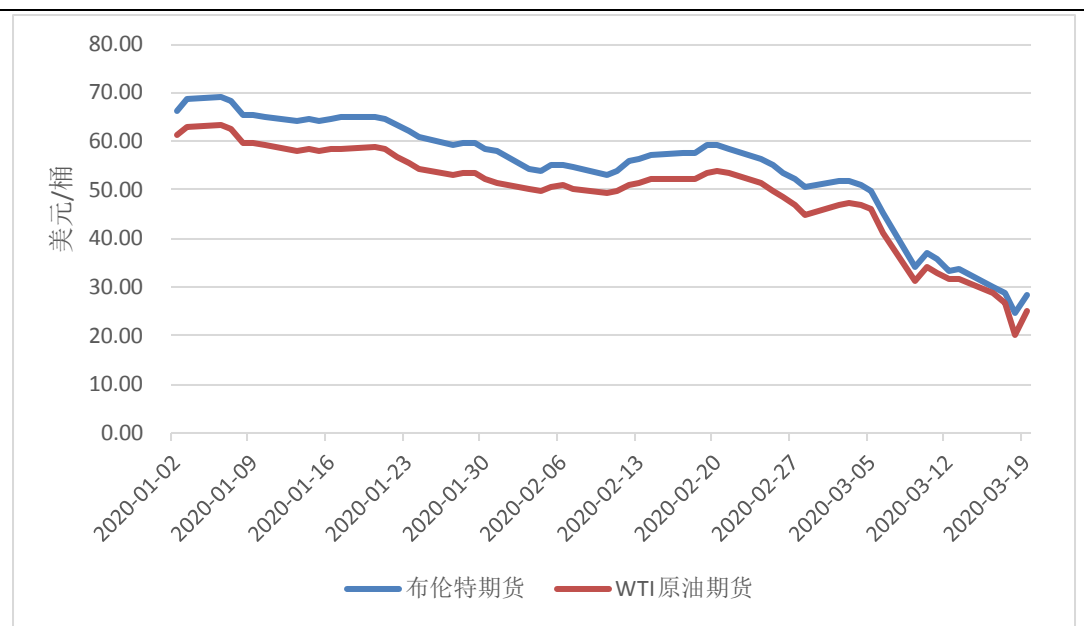
图 1：2020 年国际原油期货价格走势.....	3
图 2：2013-2019 年沙特原油产量变化情况.....	4
图 3：OPEC 组织原油产量比例.....	4
图 4：OPEC+ 组织产油的成本结构.....	4
图 5：2013-2018 年沙特财政收支情况.....	5
图 6：石油输出国家财政平衡的油价水平.....	5
图 7：2014-2020 年沙特外汇储备情况.....	5
图 8：2014-2019 年俄罗斯原油产量.....	6
图 9：2014-2019 年俄罗斯财政收支情况.....	6
图 10：2014-2020 年俄罗斯外债水平.....	6
图 11：2014-2020 年俄罗斯外汇储备情况.....	6
图 12：2010-2019 年美国原油产量结构.....	7
图 13：2015 年沙特增产导致油价暴跌.....	8
图 14：2013-2020 年期间美国活跃钻机数量.....	8
图 15：页岩油单井衰减率情况.....	8
图 16：2000-2018 年全球原油消费数据.....	12
图 17：南方基金过去一年时间净值表现.....	14
表 1：EOG 公司 2017-2019 年油气产量及财务数据.....	9
表 2：西方石油 2017-2019 年油气产量及财务数据.....	10
表 3：先锋资源 2017-2019 年油气产量及财务数据.....	11
表 4：2020 年全球原油需求预测.....	13

1 减产协议泡汤，原油价格跌出新低

事件： 欧佩克与非欧佩克产油国联合部长级会议于3月6日在奥地利维也纳举行。会议上欧佩克和非欧佩克产油国未能就深化减产达成共识，并且从4月1日开始，这些国家将不再受到生产上限或减产的约束。

受此事件影响，国际原油期货价格随之开始暴跌，期间布伦特原油期货价格最高跌幅达到47.5%；WTI原油期货价格最高跌幅达到55.4%。

图1：2020年国际原油期货价格走势



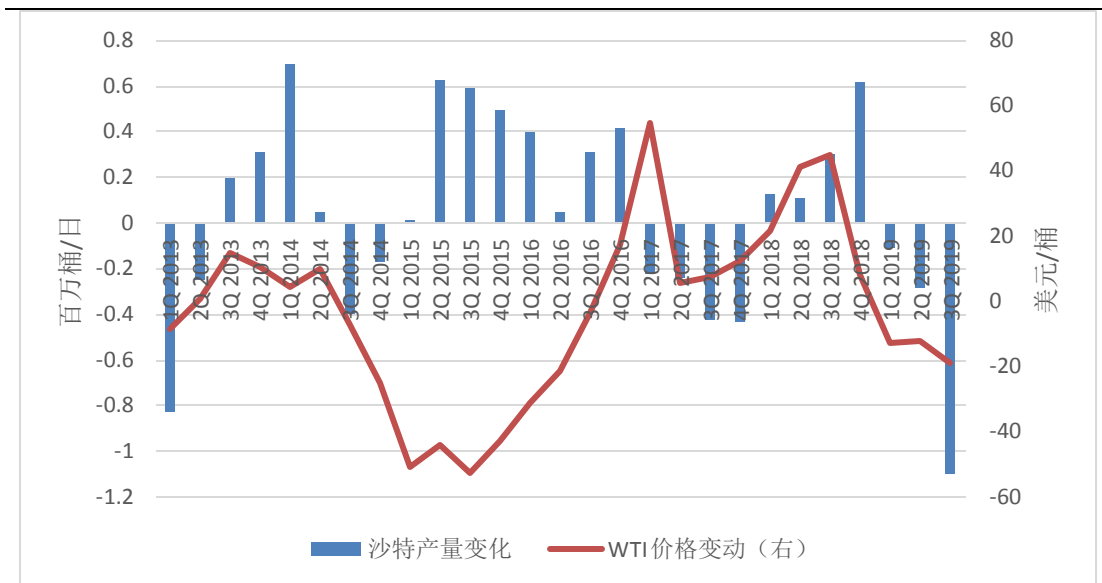
资料来源：wind，财信证券

2月份下旬，原油市场已经出现了利空的苗头，一方面是俄罗斯只同意延长现有协议，不同意扩大减产规模。另一方面有消息称沙特考虑解除与俄罗斯的减产同盟关系。最后矛盾在3月6日的部长级会议上爆发，不仅深化减产泡汤，而且沙特声称将开始随意增产。问题爆发的导火索是疫情带来的需求疲软，而本质的问题是OPEC+组织中长期的利益纠纷。

事件背景

2017年以来的减产实际上是沙特一个国家的减产，之前的减产协议是OPEC减产120万桶/日，非OPEC的同盟组织减产30万桶/日。但实际上沙特一个国家的减产幅度就达到了150-160万桶/日。而中东的其他国家和俄罗斯的产量实际上没有明显下降，并且伊拉克等国不遵守条约而增产。过去的这2-3年，OPEC组织发生了伊朗被制裁、委内瑞拉经济危机、利比亚战乱等事件，使得OPEC的整体产量勉强维持在比较低的水平，良好的实现了整体减产的目标。这是支撑油价在过去维持在60美元/桶以上的主要因素。但今年受疫情的影响，全球原油需求增速进一步下滑，在美国页岩油一直在增长、俄罗斯方面不同意进一步减产的背景下，沙特为了维护自身利益被动发动了本次原油价格战。

图 2：2013-2019 年沙特原油产量变化情况



资料来源：EIA，财信证券

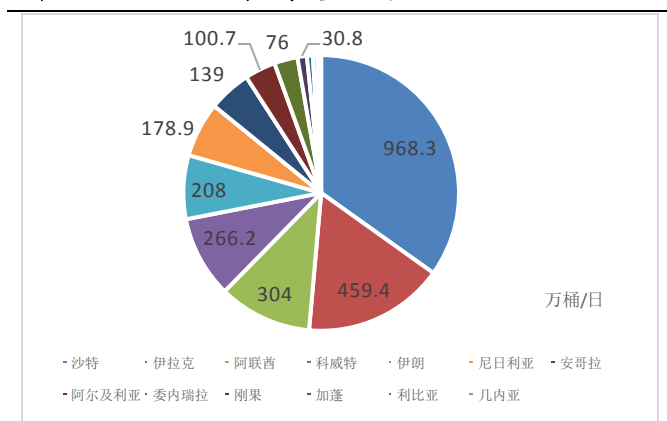
2 油价短期冲击供给端

短期来看原油的价格战才刚刚开始，这场价格战的主要参与者就是沙特、俄罗斯以及美国页岩油，我们首先来了解三方的具体情况。

2.1 沙特：价格战的被动发起者，地位被动

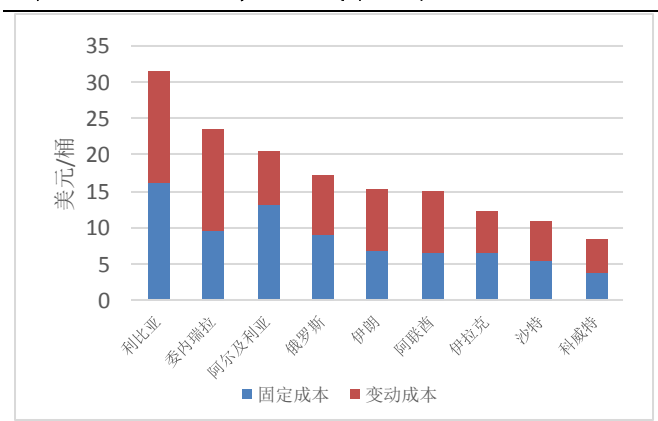
沙特一直是 OPEC 组织中的领头羊，在 OPEC 组织中有绝对的发言权。2000 年以来 OPEC 的几次联合减产都是以沙特为牵头者。决定沙特地位的原因有两个方面，一是沙特的产能和产量冠绝 OPEC，2 月份沙特的原油产量 968 万桶/日，占到 OPEC 总产量的 35%；二是沙特生产成本在 OPEC 组织中也属于较低水平，完全成本约为 11 美元/桶，资源禀赋优势明显。

图 3：OPEC 组织原油产量比例



资料来源：OPEC 月报，财信证券

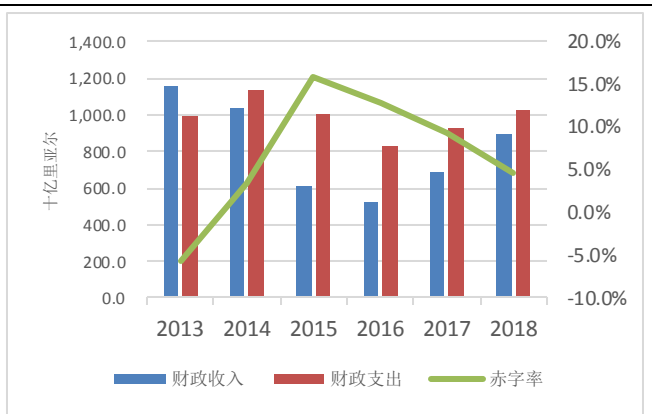
图 4：OPEC+ 组织产油的成本结构



资料来源：中财研究，财信证券

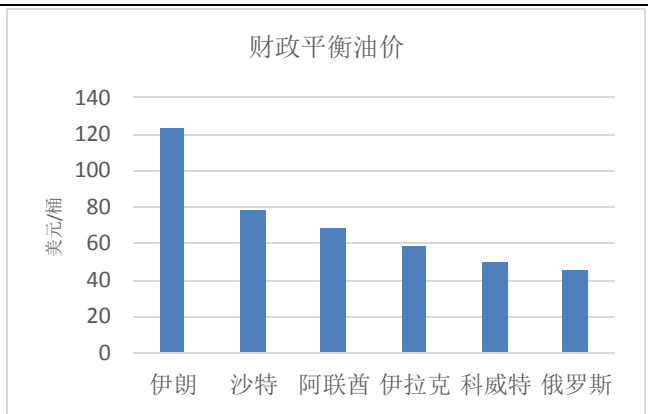
虽然沙特是 OPEC 组织的领头羊，但是在 2017 年以来的减产行动中，沙特一直处于较为被动的局面。究其原因，除了沙特产量占比大以外，还和沙特的财政情况息息相关。在 2014 年油价开始下跌以后，沙特政府的财政收支就开始恶化。2014-2018 年期间，沙特财政长期保持赤字，赤字率最高一度达到 15%。而沙特财政收入中与石油相关的收入占比达到 70%，油价对于沙特的财政收支有极为重要的作用。这使得沙特在 2017 年以来的减产计划中一直扮演妥协者的角色，通过自己的超额减产苦苦支撑着油价。

图 5：2013-2018 年沙特财政收支情况



资料来源：wind，财信证券

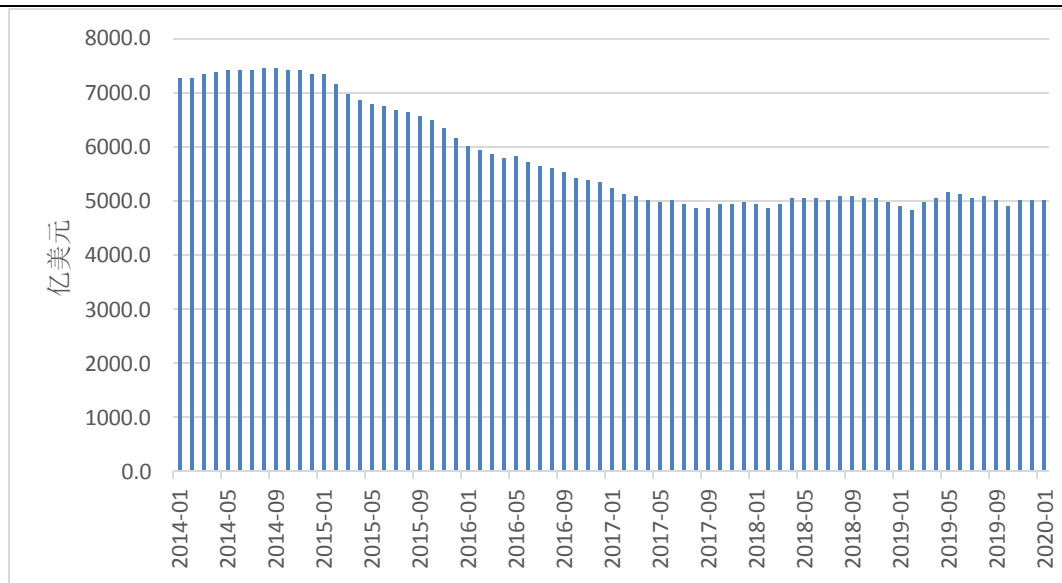
图 6：石油输出国家财政平衡的油价水平



资料来源：IMF，财信证券

沙特对低油价的忍耐度有多少和沙特现有的外汇储备有关。目前沙特的外汇储备大约 5000 亿美元，其中包含了王储 2019 年抓贪腐过程中收缴的 1000 多亿美元。2015-2016 年低油价时期，沙特的财政赤字分别高达 1066 亿美元、826 亿美元。参考该时期的财政收支情况，我们认为在当前低油价水平下，沙特财政的赤字金额可能达到 1000 亿美金，这意味着低油价水平下沙特的外汇储备只够支撑 5 年左右的时间。

图 7：2014-2020 年沙特外汇储备情况

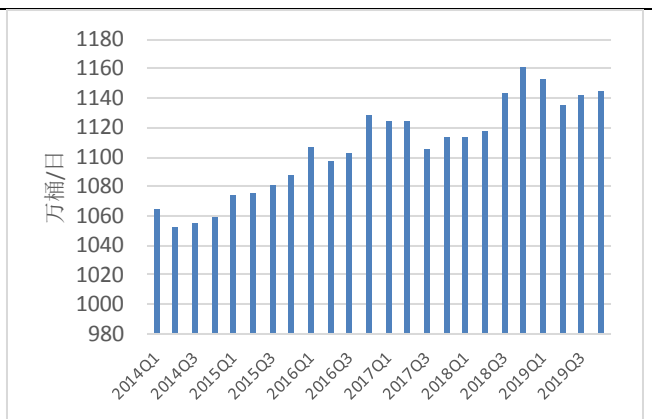


资料来源：wind，财信证券

2.2 俄罗斯：价格战的始作俑者，底气十足

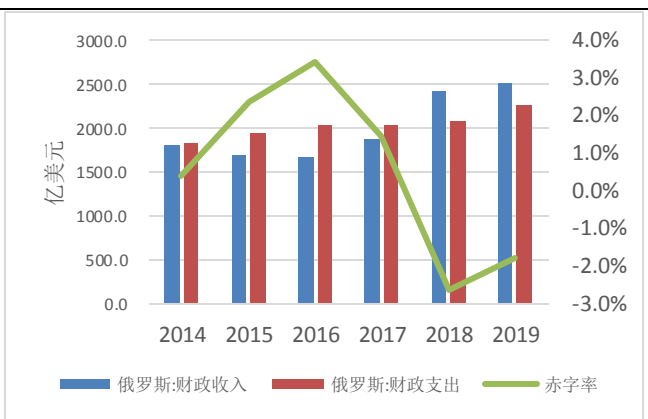
俄罗斯在减产行动中态度一直模糊不清，并且一直存在减产不到位的情况。根据 OPEC 月报的数据，俄罗斯的季度平均产量从 2017 年开始实际是在走上坡路的。俄罗斯强硬的态度背后是国内多元化经济结构所带来的优势，俄罗斯财政收入对油气收入的依赖度相对较低（市场预计约 40%），在 2015-2016 年低油价期间，虽然俄的财政上曾出现过赤字，但是赤字率一直在 4% 以下，属于可控状态。这也使得俄罗斯在与 OPEC 组织的谈判中往往占据优势地位，并且在减产博弈中常常不遵守约定。

图 8：2014-2019 年俄罗斯原油产量



资料来源：OPEC，财信证券

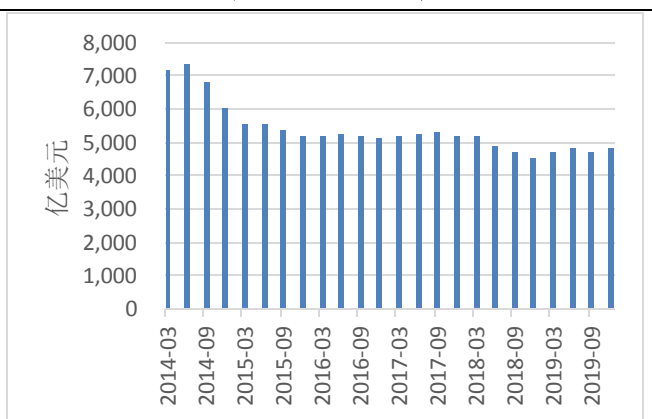
图 9：2014-2019 年俄罗斯财政收支情况



资料来源：wind，财信证券

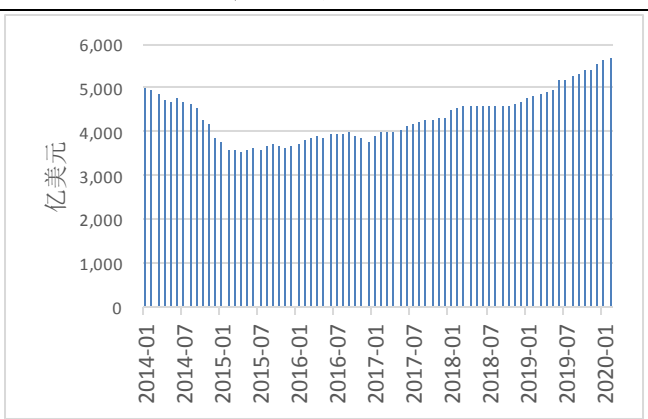
俄罗斯对于低油价的底气还体现在近几年国内 GDP 的快速增长上，过去 5 年俄罗斯经济增速保持近 2 个百分点增长。一直困扰俄罗斯的外债问题在过去的 5 年里有所缓解。2014 年后，俄罗斯的外债水平从最高 7300 亿美元不断下降，截止 2019 年底俄罗斯的外债水平已经下降到 4800 亿美元。同时，俄罗斯的外汇储备也出现了大幅的增长，目前俄罗斯外汇资产储备达到 5700 亿美元，较 2015 年增长 2200 亿美元。

图 10：2014-2020 年俄罗斯外债水平



资料来源：wind，财信证券

图 11：2014-2020 年俄罗斯外汇储备情况



资料来源：wind，财信证券

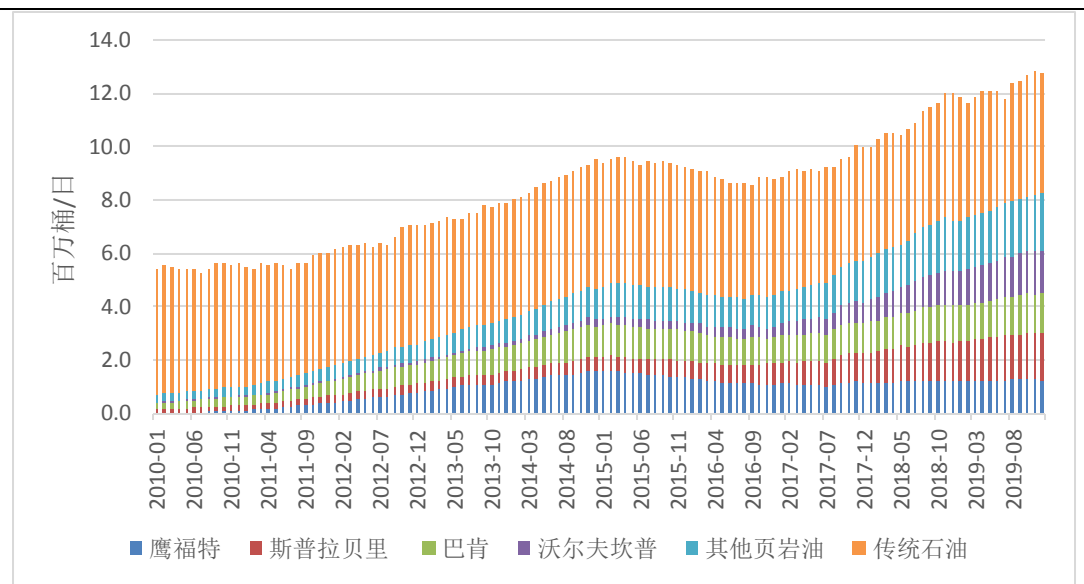
2.3 美国页岩油：破局者惨遭教训

美国页岩油是从 2010 年开始逐渐发展起来的，产量从 2010 年初的 60 万桶/日的水平增长到当前 820 万桶/日的水平。经过十年的发展，页岩油已经代替传统石油成为美国石油产量的支柱，占到全美总产能的 63%。帮助美国从原本的第一大石油进口国，转而变成了石油独立的国家，极大的增加了美国在原油价格上的议价能力。

2.3.1 行业以小企业为主，产能分散

与 OPEC、俄罗斯不同的是，美国页岩油的发展主要依靠的是民营资本的投资，行业呈现出集中度分散的局面，龙头企业产量占比 1% 不到，企业普遍各自为政，发展和经营依照原油价格水平。而 OPEC 与俄罗斯的油气产量主要被国有资本控制，国际原油贸易市场的竞争中，无法团结一致的页岩油屡受 OPEC 和俄罗斯的打击。

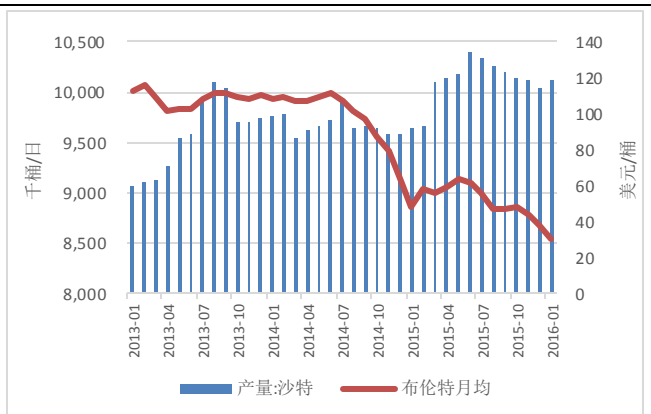
图 12：2010-2019 年美国原油产量结构



资料来源：EIA，财信证券

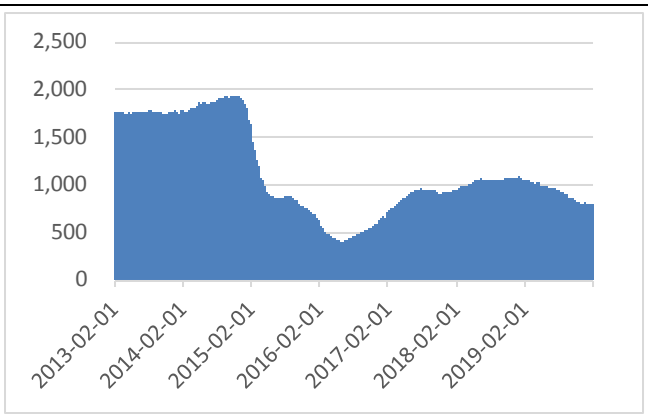
2015 年由于美国页岩油的快速发展威胁到了 OPEC 组织的市场份额，为了打击美国页岩油，沙特将产量主动提升 80 万桶/日，破坏市场供需平衡，导致国际油价暴跌。美国页岩油产量在随后的一年中产量降低了 60 万桶/日，资本开支大幅下降，美国境内的活跃钻机数量从最高 1929 台下降到 415 台。这是沙特给页岩油的第一次教训，直接导致了 2015 年大量高成本、高负债的页岩油企业破产。

图 13：2015 年沙特增产导致油价暴跌



资料来源：wind，财信证券

图 14：2013-2020 年期间美国活跃钻机数量



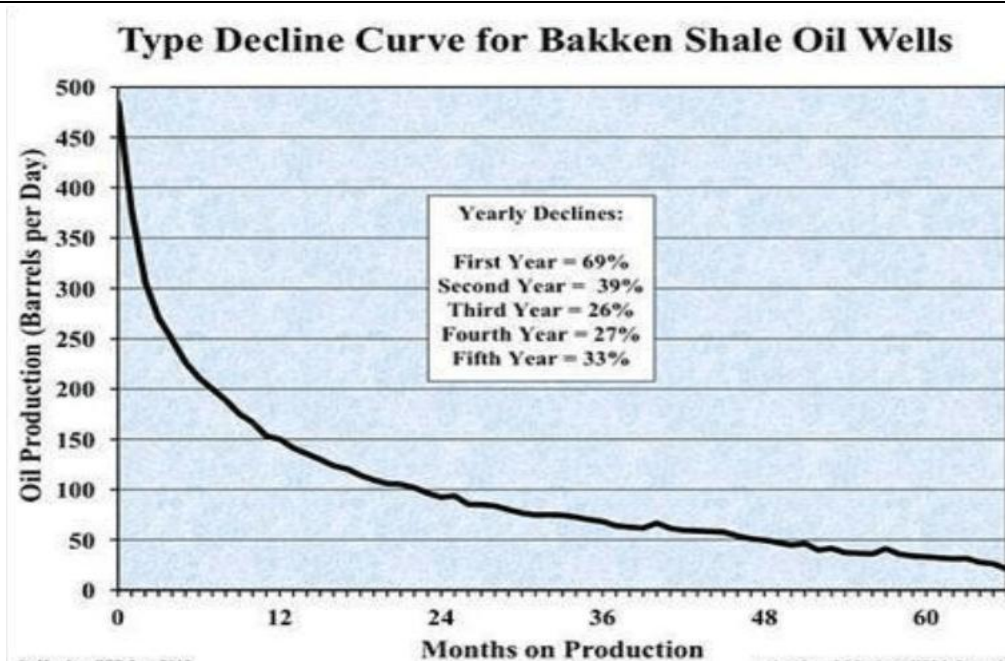
资料来源：wind，财信证券

2.3.2 页岩油单井衰减率高

与传统的油井不同，页岩油的开发周期短，单口井从钻井到完井的时间可以缩短到 1 个月内。相比于传统油井动辄以年为单位的钻井周期，页岩油对油价有更快的反应能力。但页岩油也存在致命的缺陷，那就是单井衰减率过高。一般来说，一个页岩油气井的产量在出油后的第二个月达到峰值，而后续产量的每个月都减少，首年衰减率达到 60~70%。根据 EIA 的报告，单口页岩油气井前两年的衰减率分别达到 69%、39%，后续产量衰减才开始平缓。一个页岩油井前三年的产量接近它生命周期产油量的 80%，三年后油井的经济效益就所剩不多了。

高衰减率导致了页岩油企业必须维持持续的高资本开支、自有现金流短缺、油田的开发过度依赖对外融资。恰好 2020 年-2021 年是页岩油企业偿债高峰期，这个时点上低油价对页岩油后续产量造成的负面影响大概率超过上一轮价格战。

图 15：页岩油单井衰减率情况



资料来源：EIA，财信证券

2.3.3 页岩油成本到底如何

市场上关于页岩油成本的数据很多，但实际上页岩油的成本是一个统计区间，而不是一个准确的数据。不同企业和不同油田的开采成本都不尽相同。我们通过梳理美国上市页岩油企业中产量规模靠前的三家页岩油企业的财务数据，我们发现当前页岩油的完全成本仍然在 40-50 美元/桶之间，而变动成本在 20-30 美元/桶之间。

EOG

EOG 能源公司是 1985 年在特拉华公司成立的公司。该公司和它的子公司是一家最大的独立勘探石油和天然气公司，公司遍布了美国、加拿大、英国的特立尼达和中国，主产地在二叠纪和鹰福特地区。

2019 年，EOG 公司生产原油及凝析油 1.66 亿桶，液体燃料 0.48 亿桶，天然气 4990 亿立方英尺。根据体积折算（1 桶液体=6 千立方英尺气体）后，EOG 全年生产石油产品 2.98 亿桶当量。公司在年报中自己给出了每当量油气产品的生产成本，但根据当量计算的单位成本没有考虑 NGLs 和天然气价格的因素。因此，我们依据当年原油、NGLs 与天然气的销售均价给予产量一个权重，这样来考虑公司的单位石油产品的成本。

表 1：EOG 公司 2017-2019 年油气产量及财务数据

单位（百万桶、十亿立方英尺）	2019	2018	2017
原油及凝析油	166.6	146	122.7
NGLs	48.9	42.5	32.3
天然气	499	445	402
折算后（按体积与价格）			
原油及凝析油	166.6	146	122.7
NGLs	13.6	17.3	14.3
天然气	20.6	19.9	18.1
总计	200.8	183.3	155.1
生产费用（百万美元）			
租赁费用	1,366	1,282	1,044
运输费用	758	746	740
收集与处理费用	479	436	148
勘探成本	139	148	145
干井成本	28	5	4
资产减值	517	347	479
折旧摊销	3,749	3,435	3,409
管理费用	489	426	434
收入外税收	800	772	544
利息费用（百万美元）			
计入	223	269	301
资本化	-38	-24	-27

净利息费用	185	245	274
长期成本 (美元/桶)	42.39	42.79	46.55
变动成本 (美元/桶)	23.72	24.05	24.57

资料来源：公司年报，财信证券

我们将公司油气产品的成本分为长期成本与变动成本，其中长期成本与变动成本的区别在与是否计入折旧摊销费用。根据上述方式，我们计算出 EOG 公司 2017-2019 年石油产品的长期成本分别为 46.55、42.79、42.39 美元/桶；2017-2019 年的变动成本分别为 24.57、24.05、23.72 美元/桶。

西方石油

西方石油公司 1920 年成立于美国加利福尼亚州的洛杉矶，早期主要在当地从事石油勘探开采活动，是世界上最大的独立石油和天然气勘探和生产公司之一。2019 年公司原油及凝析油 2.11 亿桶，液体燃料 0.64 亿桶，天然气 5300 亿立方英尺，全年生产石油产品 2.50 亿桶当量。

根据公司近三年的财务数据，我们算出西方石油公司 2017-2019 年石油产品的长期成本分别为 44.40、43.65、49.26 美元/桶；2017-2019 年的变动成本分别为 24.72、25.72、29.33 美元/桶。

表 2：西方石油 2017-2019 年油气产量及财务数据

单位 (百万桶)	2019	2018	2017
原油及凝析油	211	153	139
液体燃料	64	36	31
天然气	530	308	296
折算后			
原油及凝析油	211	153	139
液体燃料	17.8	14.7	13.8
天然气	21.9	13.8	13.3
总计	250.6	181.5	166.1
生产费用 (百万美元)			
租赁费用	3,338	2,765	2,463
运输费用	730	112	116
其他生产费用	1,376	911	838
勘探成本	246	110	82
折旧摊销	4,994	3,254	3,269
收入外税收	659	413	282
利息费用 (百万美元)			
净利息费用	1,002	356	324
长期成本 (美元/桶)	49.26	43.65	44.40

变动成本（美元/桶）	29.33	25.72	24.72
------------	-------	-------	-------

资料来源：公司年报，财信证券

先锋自然资源

先锋自然资源公司是一家能源公司，主营业务是油气勘探和生产，主要经营地在美国德州的两个页岩油主产区。2019 年公司原油及凝析油 0.77 亿桶，液体燃料 0.25 亿桶，天然气 1280 亿立方英尺，全年生产石油产品 1.23 亿桶当量。

根据公司近三年的财务数据，我们算出先锋资源公司 2017-2019 年石油产品的长期成本分别为 43.27、46.47、35.75 美元/桶；2017-2019 年的变动成本分别为 24.14、29.64、19.80 美元/桶。

表 3：先锋资源 2017-2019 年油气产量及财务数据

单位（百万桶）	2019	2018	2017
原油及凝析油	77	66	54
液体燃料	25	20	16
天然气	128	103	71
折算后			
原油及凝析油	77	66	54
液体燃料	25	20	16
天然气	5.3	4.6	3.2
总计	107.3	90.6	73.2
生产费用（百万美元）			
租赁费用	874	855	591
管理费用	324	381	326
其他生产费用（以及税）	448	849	244
资产减值	0	77	285
勘探成本	58	114	106
折旧摊销	1,711	1,534	1,400
收入外税收	299	284	215
利息费用（百万美元）			
净利息费用	1,002	356	324
长期成本（美元/桶）	35.75	46.57	43.27
变动成本（美元/桶）	19.80	29.64	24.14

资料来源：公司年报，财信证券

2.4 结论

通过上面对价格战三方的数据分析，我们可以看到在这场价格战中，俄罗斯占据主动地位。不管是从财政收支平衡、外汇储备情况上来看，俄罗斯都比沙特更能承受低油

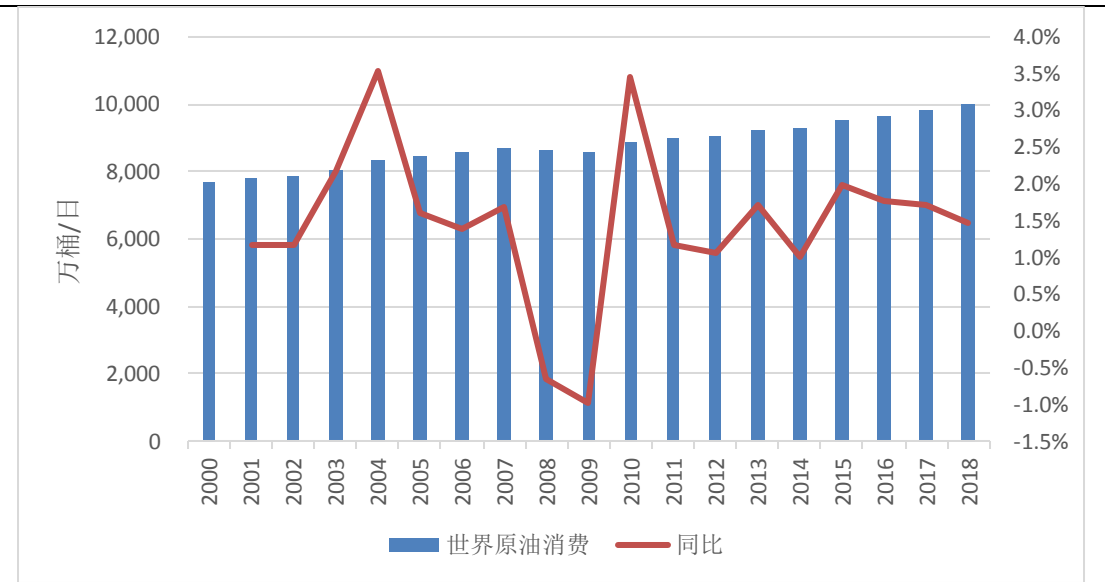
价所带来的负面影响。而美国页岩油因为生产成本、油井生命周期等原因成为低油价的最大受害者。某种程度上来说，美国页岩油对油价的忍耐度决定了本次价格战持续的时间和最终结果。

3 需求端疲软：疫情成为价格战的导火索

2020 年初新冠疫情的爆发和持续扩散打破了很多市场的平衡，原油市场也没有幸免。在 1-2 月份期间，新冠疫情爆发地主要在国内，受国内经济活动大幅下降的影响，中石化、中石油等炼化厂开工率大幅下降，降幅达到 12%。随着 3 月份，疫情开始在全球范围扩散，预计后续对原油消费产生十分大的负面影响。

国际三大能源机构纷纷下调对 2020 年原油需求增长的预期。OPEC 最新月报中预测，2020 年全球石油需求受新冠疫情的影响增速将下降至 0.06%，仅增长 6 万桶/日。EIA 则在最新的短期能源展望中提出，2020 年 1 季度全球原油需求可能下滑 90 万桶/日，但全年需求仍将保持正增长，增长幅度从此前的 130 万桶/日下降至 100 万桶/日。IEA 中期展望报告中提出如果按极端假设情景，即各国政府不能遏制新冠病毒的扩散，那么 2020 年原油消费降幅可能高达 73 万桶/日。如果乐观情况下，政府无需采取强有力的遏制措施。在这种情况下，2020 年全球石油需求每天将增长 48 万桶。

图 16：2000-2018 年全球原油消费数据



资料来源：BP 能源年鉴，财信证券

纵观过去 19 年全球原油消费情况，仅 2008-2009 年受金融危机的影响，原油消费出现了负增长，负增长幅度不超过-1%，并且在随后原油消费出现了猛烈的反弹。

虽然受新冠疫情的影响，2020 年原油消费肯定会受到负面冲击，但是我们认为影响的幅度可能并不会太大。我们简单假设在乐观、中性和悲观的情况下，原油消费同比出现 0.5%、0% 以及-1% 的增长，全年来看需求端的波动范围在 150 万桶/日以内。

表 4：2020 年全球原油需求预测

	原油消费水平（万桶/日）	变动水平（万桶/日）
乐观	10016.8	49.83
中性	9967.0	0.00
悲观	9867.3	-99.67

资料来源：财信证券

4 油气资产进入长期配置区间

根据上文的分析，可以看到美国绝大部分页岩油都在低油价冲击的范围内，并且低油价影响的不仅是页岩油，全球其他高成本油田也将受到冲击，粗略估计受影响的产能至少在 1000 万桶/日以上。而相比供给端受到的剧烈冲击，需求端的下降幅度要小很多，悲观情况下消费水平的下降不超过 100 万桶/日。因此，从原油市场长期均衡的角度判断，30 美元/桶以下的价格水平不会是原油价格的常态。

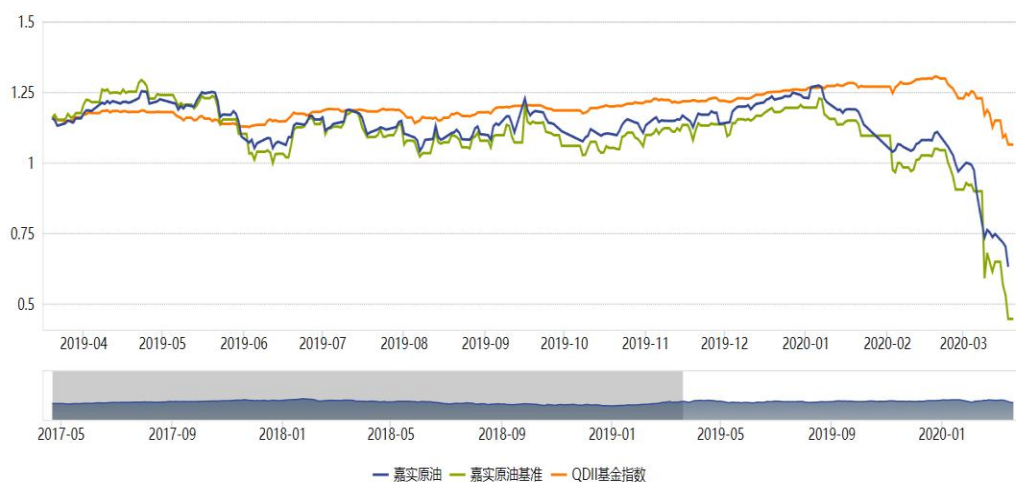
我们认为一段时间的低油价是沙特与俄罗斯重新洗牌原油市场的一种手段。根据沙、美、俄三方的情况来看，低油价还将存续一段时间。当低油价促使美国页岩油的资本开支停滞，美国的原油产量将在随后一段时间内出现大幅下滑，从而实现沙、俄两国对页岩油的打击。OPEC+ 组织从来都是站在油价的多头一方，等待市场格局改善后，沙、俄两方将有动力重新达成同盟，共同维护国际油价。站在当下时点，我们对油价保持乐观，我们判断相关的油气资产已经进入了长期配置区间。

建议关注国内与原油资产相关的上市基金：南方原油（501018.SZ）；以及当前受益于国内“地板油”政策、未来受益于油价回升的民营炼化企业：桐昆股份（601233.SH）。

4.1 南方原油（501018.SZ）

南方原油为基金中的基金(FOF)，投资于公募基金的比例不低于基金资产的 80%。基金以原油主题投资为主，投资于原油基金的比例不低于本基金非现金资产的 80%。过去一年时间内，产品净值很好的追踪了 WTI 原油价格，是投资原油价格的优质品种。目前南方原油已经暂停申购，并且二级市场溢价达到 48%，较高的溢价存在一定风险，给予“谨慎推荐”评级。

图 17：南方基金过去一年时间净值表现



资料来源：wind，财信证券

4.2 桐昆股份（601233.SH）

公司是涤纶产业的龙头公司，拥有从炼化-PX-PTA-聚酯-涤纶纤维的完整产业链布局。目前公司涤纶长丝产能达到 630 万吨，市场占有率达到 16%。配套有 420 万吨的 PTA 产能，基本可实现 PTA 的自给。

公司深耕涤纶纤维市场多年，已成为国内产能规模最大的涤纶纤维企业，覆盖了 1000 多种涤纶长丝品种，被称为“涤纶长丝的超市”。公司参股的浙江石化，一期项目已经于 2019 年实现投产，为公司打通了从 PX-PTA-涤纶的产业链，进一步扩展利润来源，并极大程度的规避掉中间品价格波动给公司业绩带来的影响。浙江石化产能拥有后发优势，在低油价阶段又受益于国内“地板价”政策保护，预计可以稳定给公司带来 10-12 亿元的投资收益。

预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 31.92、38.01、42.67 亿元，EPS 分别为 1.75、2.09、2.34 元，给予公司 2020 年底 9-10 倍 PE，对应股价的合理区间为 18.8-20.9 元/股，维持公司“推荐”评级。

5 风险提示

新冠疫情影响超出预期，导致原油需求增长低于预期；

美国页岩油企业经营韧性超出预期，导致低油价维持时间超出预期；

基金产品溢价过高，纯在价值回归的风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438