

## 需求修复加政策利好，清洁能源产业链迎机遇

### 化工行业

投资建议： 强于大市

上次建议： 强于大市

#### 事件：

42家A股上市石油石化公司2020年报及2021一季报公布，2020年行业归母净利润微增，2021Q1行业净利润加速增长。

#### 投资要点：

##### ➤ 石油石化行业20年业绩逐季修复，21Q1呈现加速增长

以不包括中国石油、中国石化在内的42家石油石化公司为样本，其2020年整体营收同比微增1.56%，归母净利同比微增0.82%；2021Q1营收较2019Q1增长37.71%，归母净利相对2019Q1大幅上升225.97%，呈现强劲增长。42家公司整体（剔除负值）的平均市盈率为17.50X，相对全部A股市盈率溢价4.10%，处于近年较低位置，其整体PB为2.27X，相对全部A股市净率溢价26.11%，也处于历史低位。

##### ➤ 2021Q1石油石化行业资产负债率居高位，经营性现金流净额回正

以上述42家公司计，截至2021Q1末，行业总资产与负债总额分别比2019年同期增长33.95%与38.46%，行业资产负债率为64.02%，比19年同期提升2.08个百分点，环比增加0.30个百分点，处于历史高位。季末银行贷款负债环比增加2.84个百分点，整体呈升高趋势；经营性负债占比环比下降1.15个百分点，处于历史低位。石化行业固定资产总额占总资产的28.44%，环比下降8.98个百分点，处于2018以来的震荡中枢；在建工程总额占总资产总额的11.66%，环比微降0.33个百分点，处于2019Q4以来的低位，石油石化行业扩张意愿处于正常位置。2020年现金流净额显著提升，同比增加60.48%，2021Q1较2019年同期扭亏128.99%。

##### ➤ 下游需求修复叠加政策利好，清洁能源产业链迎来发展机遇

基于双碳目标的公布以及对下游需求修复的信心，我们认为包括天然气在内的清洁能源需求将获得超预期提升。天然气及煤基清洁能源的发展将给上游资源采掘、中游储运建设以及下游分销供能在内的全产业链带来机遇，建议关注新奥股份（600803.SH）、昆仑能源（0135.HK）、中国石油股份（0857.HK）、杰瑞股份（002353.SZ）、中油工程

（600339.SH）、航天工程（603698.SH）、恒逸石化（000703.SZ）等标的。

##### ➤ 风险提示

疫情反复以及宏观经济疲软导致需求不及预期的风险；原油价格大幅下跌的风险；政策推进不及预期的风险；地缘政治及贸易政策的风险。

吴诚 分析师

执业证书编号：S0590519070001

电话：0510-85611779

邮箱：wucheng@glsc.com.cn

#### 一年内行业相对大盘走势



#### 相关报告

- 1、《环氧丙烷前途光明，等待HPPO法完善》  
《化工》
- 2、《环氧丙烷前途光明，等待HPPO法完善》  
《化工》
- 3、《PVC糊树脂价格快速上行，相关氯碱企业弹性显著》

## 正文目录

1.	一季度石油石化行业排名与股价双双表现强劲 .....	3
1.1.	2020 年石油石化行业排名靠后, 2021Q1 反超居前 .....	3
1.2.	年初至今石油石化指数上涨 7.52%, 股价表现较好 .....	3
1.3.	石油石化行业市盈率降低, 市净率仍处于历史低位 .....	4
2.	石油石化行业业绩逐季修复并加速增长 .....	4
2.1.	石油石化行业 2020 年净利润微增, 2021Q1 加速增长 .....	4
2.2.	2021Q1 毛利率回升, 期间费用率弱反弹, 净利率创新高 .....	5
2.3.	石油开采毛利率修复, 炼油等下游板块出现震荡 .....	5
3.	石油石化资产负债率居高位, 扩张意愿略回落 .....	7
3.1.	总资产、总负债较 19 年大增, 资产负债率居高位 .....	7
3.2.	银行负债占比回升, 经营性负债下降 .....	7
3.3.	在建工程占比回落, 存货周转率修复 .....	8
4.	石油石化行业 2020 经营性现金流净额提升 .....	9
4.1.	2020-2021Q1 石化行业经营性现金流持续改善 .....	9
4.2.	2021Q1 石油石化行业各子板块经营性现金流分化明显 .....	10
5.	石油化工行业 ROE、ROA 继续回升 .....	11
6.	重点推荐标的 .....	11
7.	风险提示 .....	13

## 图表目录

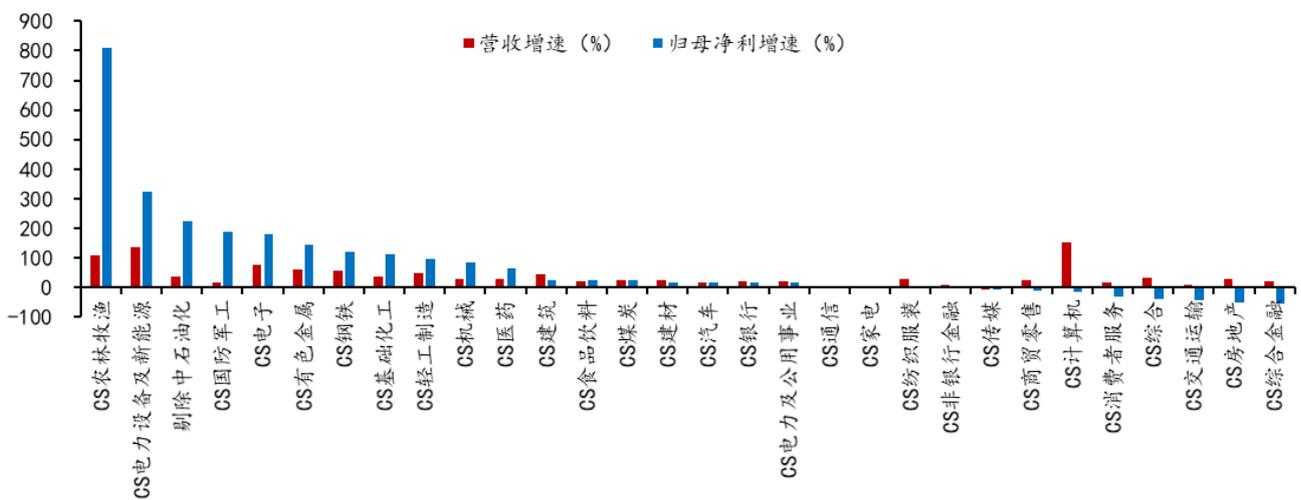
图表 1:	各板块 2021Q1 营收及利润相对 2019Q1 增速 (%) .....	3
图表 2:	年初至今 (截至 2021 年 4 月 30 日) 中信各子行业涨跌幅 (%) .....	3
图表 3:	近年石油石化行业利润表 (百万元) .....	4
图表 4:	近年 Q1 单季度石油石化行业利润表 (百万元) .....	4
图表 5:	石油石化行业毛利率、净利率和期间费用率 .....	5
图表 6:	石油石化行业销售、管理、财务费用率 .....	5
图表 7:	石油开采毛利率、净利率和期间费用率 .....	6
图表 8:	炼油毛利率、净利率和期间费用率 .....	6
图表 9:	其他石化毛利率、净利率和期间费用率 .....	6
图表 10:	销售与仓储毛利率、净利率和期间费用率 .....	6
图表 11:	油田服务毛利率、净利率和期间费用率 .....	6
图表 12:	近年石油石化行业资产负债情况 .....	7
图表 13:	近年石油石化行业资产负债率情况 .....	8
图表 14:	近年石油石化行业负债来源情况 .....	8
图表 15:	近年石油石化细分板块资产负债率情况 .....	8
图表 16:	近年在建工程、固定资产占比情况 .....	9
图表 17:	近年存货周转率情况 (次) .....	9
图表 18:	细分板块在建工程/固定资产比例 .....	9
图表 19:	细分板块存货周转率 (次) .....	9
图表 20:	近年石油石化行业现金流情况 .....	10
图表 21:	近年 Q1 石油石化行业现金流情况 .....	10
图表 22:	近年 Q1 各板块经营性现金流净额 (百万) .....	11
图表 23:	石化行业单季度 ROA 和 ROE 情况 (%) .....	11
图表 24:	细分板块单季度 ROE 情况 (%) .....	11

## 1. 一季度石油石化行业排名与股价双双表现强劲

### 1.1. 2020 年石油石化行业排名靠后，2021Q1 反超居前

以中信石油石化行业（不包括中国石油、中国石化）的 42 家上市公司为样本，其 2020 年整体营收同比微增 1.56%，在中信 30 个子行业中排名第 23 位，归属于上市公司股东的净利润同比微增 0.82%，行业排名第 22 位；2021Q1 营收相对 2019Q1 增长 37.71%，行业排名第 9 位，同期行业净利润相对 2019Q1 大幅上升 225.97%，排名第 3 位，呈现强劲增长。

图表 1：各板块 2021Q1 营收及利润相对 2019Q1 增速 (%)

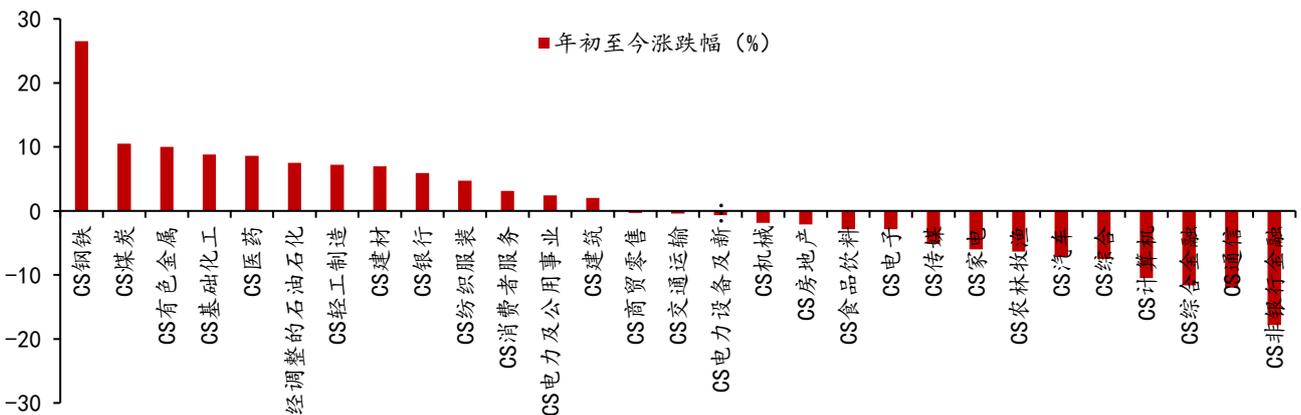


来源：Wind，国联证券研究所

### 1.2. 年初至今石油石化指数上涨 7.52%，股价表现较好

以我们统计的 42 家石油石化公司为样本，截至 2021 年 4 月 30 日，该指数年内上涨 7.52%，相对全部 A 股上涨 8.72%（同期 A 股下跌 1.20%），涨幅位列 30 个子行业中第 6 位，股价排名表现与营收及净利情况相匹配。

图表 2：年初至今（截至 2021 年 4 月 30 日）中信各子行业涨跌幅 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

### 1.3. 石油石化行业市盈率降低，市净率仍处于历史低位

以 2021 年 4 月 30 日收盘价计算，统计的 42 家石油石化公司整体（剔除负值）的平均市盈率（整体法）为 17.50X，相对全部 A 股市盈率 16.81X，溢价 4.10%，处于近年较低位置。42 家石油石化公司整体 PB（剔除负值）为 2.27X，相对全部 A 股市净率 1.80X，溢价 26.11%，处于历史较低位置。

## 2. 石油石化行业业绩逐季修复并加速增长

### 2.1. 石油石化行业 2020 年净利润微增，2021Q1 加速增长

2020 年全年，我们统计的 42 家石油石化行业公司共实现营收 8406.49 亿元，较去年同比增长 1.56%；营业成本 7178.70 亿元，同比降低 0.22%；石化板块归属上市公司股东的净利润 330.48 亿元，同比上升 0.82%，石油石化行业利润全年呈现逐季修复的走势，主要受益于油价剧烈波动后的修复行情。

图表 3：近年石油石化行业利润表（百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	374,202	439,731	589,027	769,099	827,772	840,649
营业成本	320,461	392,152	519,231	680,152	719,449	717,870
营业税金及附加	17,809	16,411	18,002	17,578	19,529	21,253
销售费用	3,848	4,110	4,359	6,455	8,128	5,269
管理费用	15,785	18,796	21,051	20,532	19,583	19,969
财务费用	6,884	6,114	7,593	7,917	11,135	15,760
资产减值损失	4,184	11,445	4,680	3,821	-3,047	-10,604
投资净收益	2,856	2,452	3,467	3,767	5,467	7,170
营业利润	8,309	-6,376	19,237	34,534	43,977	52,171
利润总额	10,445	-3,024	19,235	34,471	44,425	51,811
所得税	3,177	4,971	6,569	8,419	10,051	11,956
净利润	7,268	-7,995	12,666	26,052	34,374	39,856
归属母公司股东的净利润	7,983	-7,955	12,274	25,133	32,779	33,048

来源：Wind，国联证券研究所

2021 年 Q1，石化板块实现营收 2416.42 亿元，相对 2019Q1 增长 37.71%，实现归属于上市公司股东的净利润 161.85 亿元，相对 2019Q1 大幅上升 225.97%，这可归因于一季度原油价格继续修复，下游石化产品需求强劲增长。

图表 4：近年 Q1 单季度石油石化行业利润表（百万元）

	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1	2021Q1
营业收入	76,012	112,356	147,408	175,467	169,132	241,642
营业成本	66,581	96,952	128,416	156,053	146,165	202,907

营业税金及附加	3,618	4,274	4,320	4,182	3,845	5,032
销售费用	904	947	1,088	1,765	1,871	1,375
管理费用	3,624	4,410	4,798	4,016	4,225	4,844
财务费用	1,625	1,615	2,269	2,178	4,329	4,395
资产减值损失	64	79	35	144	-2224	-19
投资净收益	-283	810	733	894	939	1590
营业利润	-644	4,999	7,925	6,541	6,888	23,274
利润总额	922	5,299	8,187	6,632	6,888	23,345
所得税	794	1,574	1,834	1,560	1,753	4,625
净利润	128	3,724	6,353	5,071	5,135	18,720
归属母公司股东的净利润	251	3,664	6,067	4,965	4,267	16,185

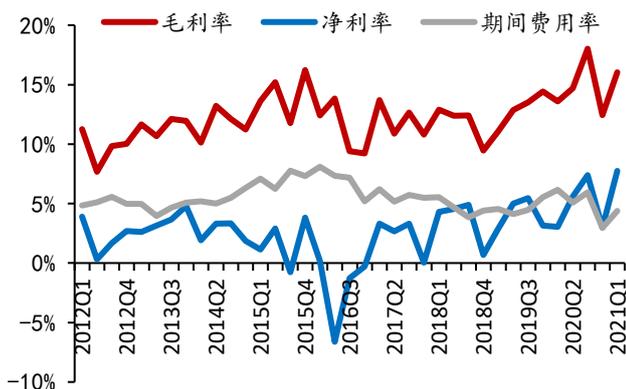
来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.2.2021Q1 毛利率回升，期间费用率弱反弹，净利率创新高

2020年，石油石化行业综合毛利率呈现前三季度升高，Q4回落的走势。Q4毛利率为12.43%，同比下滑2个百分点，环比则下滑了5.59个百分点；期间费用率为2.96%，同比下降2.59个百分点，拆分来看，2020Q4销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为-0.55%、2.58%和0.94%。

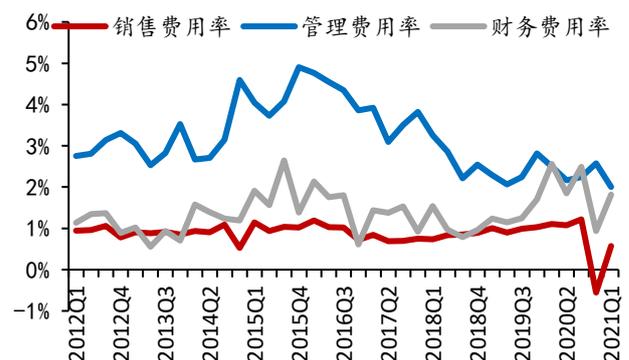
2021Q1，石油石化行业综合毛利率为16.03%，相比2019Q1增长4.97个百分点，环比增加3.60个百分点；期间费用率为4.39%，相比2019Q1减少0.15个百分点，拆分来看，2019Q1销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为0.57%、2.00%和1.82%。2018年Q1以来管理费用下降趋势明显。

图表5：石油石化行业毛利率、净利率和期间费用率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表6：石油石化行业销售、管理、财务费用率



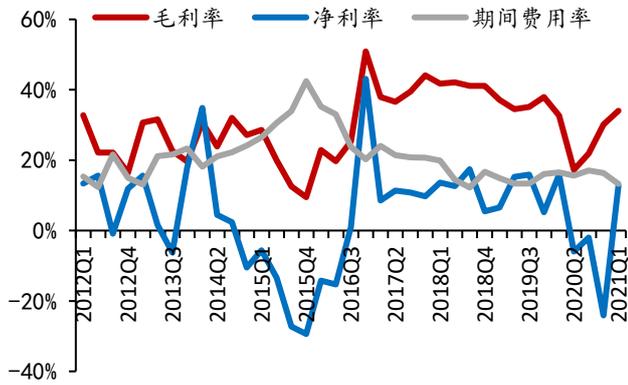
来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.3.石油开采毛利率修复，炼油等下游板块出现震荡

按石油石化行业下游五个子板块分，2020Q4、2021Q1，石油开采板块毛利率分别为30.09%和34.02%，自Q2低点后持续上行，主要受下游需求与国际油价回暖影响；炼油板块毛利率分别为16.69%和17.57%，自Q3高点回落后缓慢修复，主要由于油价的修复，炼油成本逐步抬升；其他石化方面，毛利率分别为8.28%和15.51%，

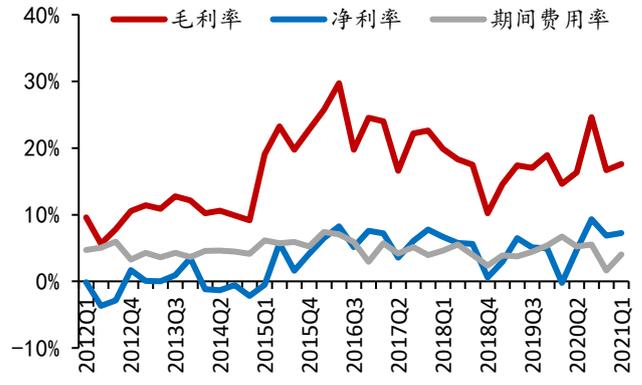
变化与炼油板块类似；油品销售与仓储毛利率分别为 10.92%和 7.81%，21Q1 末的油价回调对毛利率影响较大；油价波动令油田服务毛利率于 2020 年承压，2020Q4 毛利率在 Q3 低点后修复至 12.64%，季节性因素及成本变动令 2021Q1 毛利率降至 7.23%。除油品销售与仓储板块，其余板块期间费用率均处于下降趋势。

图表 7：石油开采毛利率、净利率和期间费用率



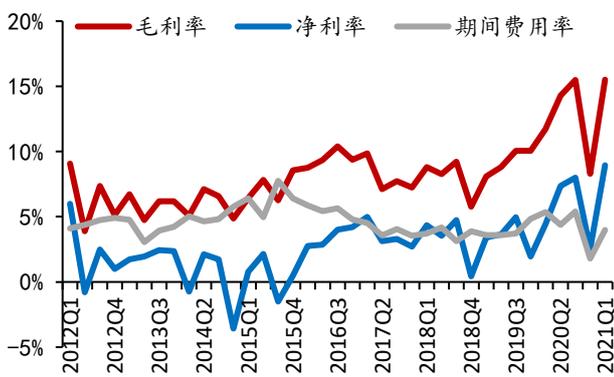
来源：Wind，国联证券研究所

图表 8：炼油毛利率、净利率和期间费用率



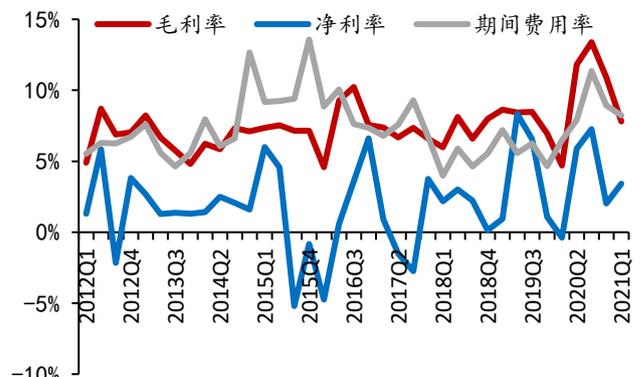
来源：Wind，国联证券研究所

图表 9：其他石化毛利率、净利率和期间费用率



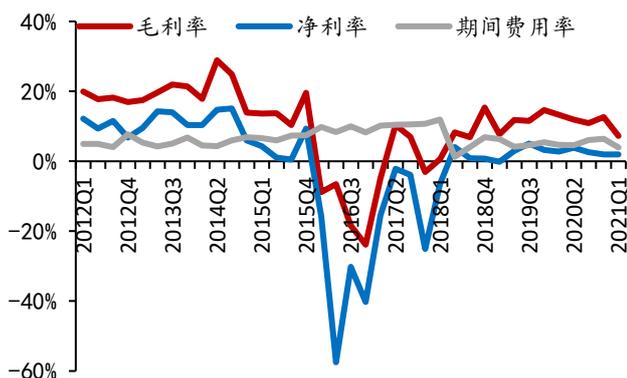
来源：Wind，国联证券研究所

图表 10：销售与仓储毛利率、净利率和期间费用率



来源：Wind，国联证券研究所

图表 11：油田服务毛利率、净利率和期间费用率



来源：Wind，国联证券研究所

### 3. 石油石化资产负债率居高位，扩张意愿略回落

#### 3.1. 总资产、总负债较 19 年大增，资产负债率居高位

以我们统计的 42 家石油石化上市公司计，截至 2021 年 3 月 31 日，行业总资产为 12682.37 亿元，比 2019 年同期增长 33.95%；负债总额为 8119.18 亿元，比 2019 年同期增长 38.46%；行业资产负债率为 64.02%，比 19 年同期提升 2.08 个百分点，环比增加 0.30 个百分点，近期资产负债率处于历史高位。

图表 12：近年石油石化行业资产负债情况

资产负债表 (单位: 百万元)	2016/3/31	2017/3/31	2018/3/31	2019/3/31	2020/3/31	2021/3/31
<b>资产:</b>						
货币资金	58,660	79,957	103,568	135,028	141,586	147,004
应收票据及应收账款	48,395	69,302	73,201	77,423	64,991	72,684
其他应收款 (合计)	8,023	14,085	13,959	15,045	17,636	16,801
预付款项	11,642	18,341	18,391	21,918	25,545	31,031
存货	46,107	76,722	83,581	90,308	104,655	107,876
流动资产合计	190,208	288,178	322,446	388,957	457,691	490,148
固定资产	221,225	223,960	236,275	201,752	324,740	360,725
在建工程 (合计)	44,233	43,597	77,636	173,096	118,759	147,863
非流动资产合计	332,377	336,268	424,385	557,853	663,662	778,089
<b>资产总计</b>	<b>522,584</b>	<b>624,446</b>	<b>746,832</b>	<b>946,809</b>	<b>1,121,353</b>	<b>1,268,237</b>
<b>负债:</b>						
短期借款	91,501	86,239	122,601	136,007	221,235	199,933
应付票据及应付账款	75,573	113,435	124,284	158,317	174,543	207,587
预收款项	12,152	35,048	42,473	36,749	9,954	102
其他应付款 (合计)	19,883	23,129	24,457	20,727	18,875	21,880
一年内到期的非流动负债	15,828	20,705	15,167	23,193	26,738	34,775
流动负债合计	226,161	292,939	345,128	391,371	504,466	530,535
长期借款	36,223	33,428	37,624	132,727	158,085	214,636
应付债券	26,963	32,433	35,023	39,569	44,766	37,522
长期应付款 (合计)	4,925	3,408	5,106	5,563	5,826	4,611
非流动负债合计	76,159	78,576	88,800	195,035	225,458	281,383
<b>负债合计</b>	<b>302,320</b>	<b>371,515</b>	<b>433,928</b>	<b>586,407</b>	<b>729,924</b>	<b>811,918</b>
<b>所有者权益(或股东权益):</b>						
所有者权益合计	220,264	252,932	312,904	360,403	391,429	456,319
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>522,584</b>	<b>624,446</b>	<b>746,832</b>	<b>946,809</b>	<b>1,121,353</b>	<b>1,268,237</b>

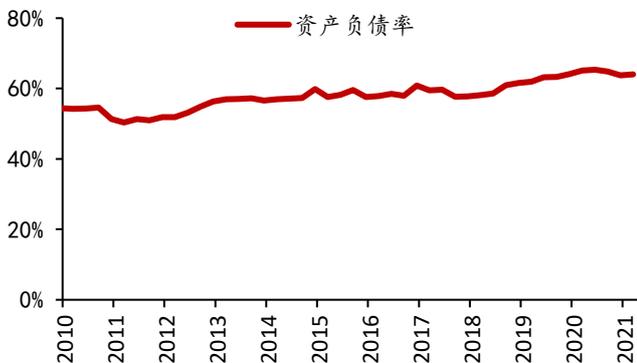
来源: Wind, 国联证券研究所

#### 3.2. 银行负债占比回升，经营性负债下降

截至 2021 年 3 月 31 日，银行贷款、经营性负债和债券融资负债占比分别为 51.06%、25.58% 和 4.62%。本季度末银行贷款负债较前一季度增加 2.84 个百分点，整体呈升高趋势；经营性负债占比较上季度末下降 1.15 个百分点，处于历史中等偏

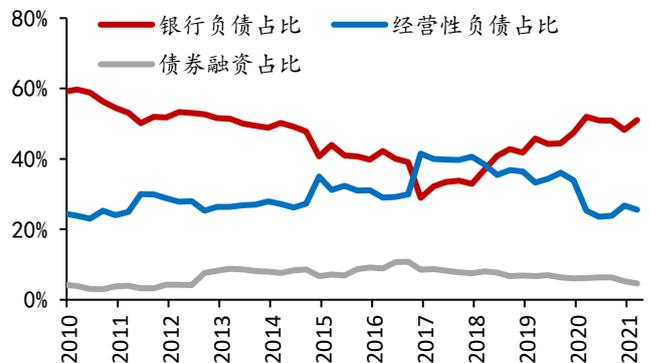
低的位置；债券融资负债占比整体稳中有降。

图表 13：近年石油石化行业资产负债率情况



来源：Wind，国联证券研究所

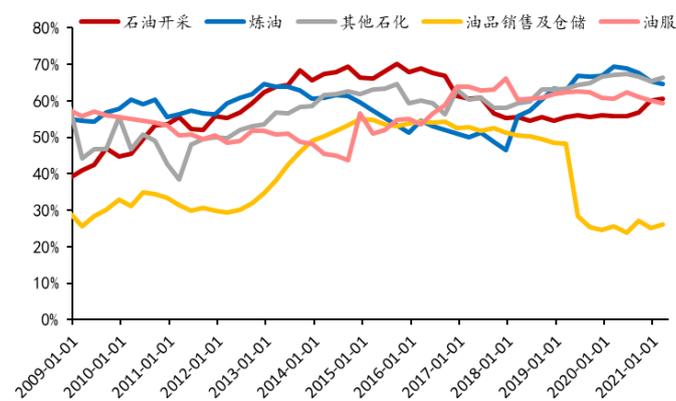
图表 14：近年石油石化行业负债来源情况



来源：Wind，国联证券研究所

从细分行业资产负债率情况来看，石油开采板块资产负债率打破 2014 年以来的下降趋势，出现反弹，2021Q1 资产负债率为 60.58%，比 2019 年同期增长 4.91 个百分点，环比上升 0.57 个百分点。原先延续升势的炼油板块自 20 年起逐季下降：2021Q1 资产负债率为 64.55%，较 2019 年同期提高 1.69 个百分点，较上一季度微降 0.81 个百分点。其他石化板块负债率为 66.31%，较 2019 年同期上升 2.80 个百分点，总体处于升势。油品销售及仓储板块资产负债率为 26.24%，较 2019 年同期下降 22 个百分点，整体负债率延续 2019Q3 以来的低位。油服板块资产负债率在 2018Q1 显著下降后，目前仍处于该位置附近，当季资产负债率为 59.30%，较 2019 年同期下降 3.01 个百分点，环比微降 0.73 个百分点。

图表 15：近年石油石化细分板块资产负债率情况



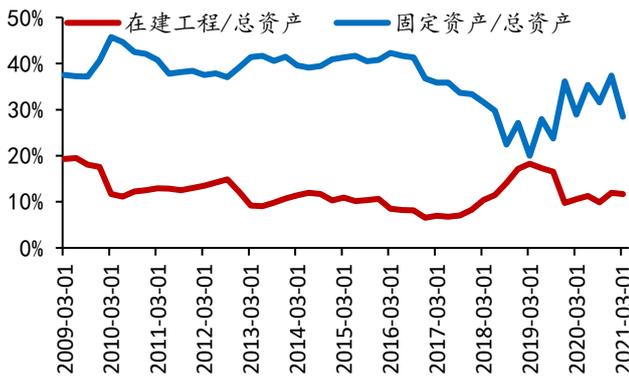
来源：Wind，国联证券研究所

### 3.3. 在建工程占比回落，存货周转率修复

以我们统计的 42 家石油石化上市公司计，截至 2021 年 3 月 31 日，固定资产总额为 3607.25 亿元，占总资产的比例为 28.44%，较上季度末下降了 8.98 个百分点，处于 2018 以来的震荡中枢；2021 年 3 月 31 日，在建工程（合计）总额为 1478.63

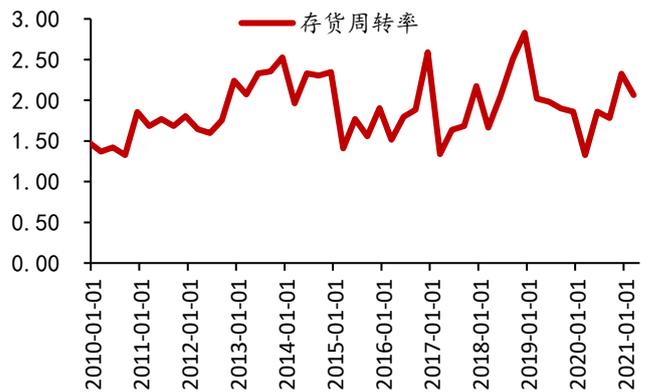
亿元，占总资产总额比例为 11.66%，较上季度末微降 0.33 个百分点，处于 2019Q4 以来的低位，石油石化行业扩张意愿回落后处于正常位置。2021 年一季度末，石油石化行业存货周转率为 2.06，较 2019 年同期提高 2.01%，虽然环比下降 11.39%，但已明显走出 2020 年的低谷。

图表 16：近年在建工程、固定资产占比情况



来源：Wind，国联证券研究所

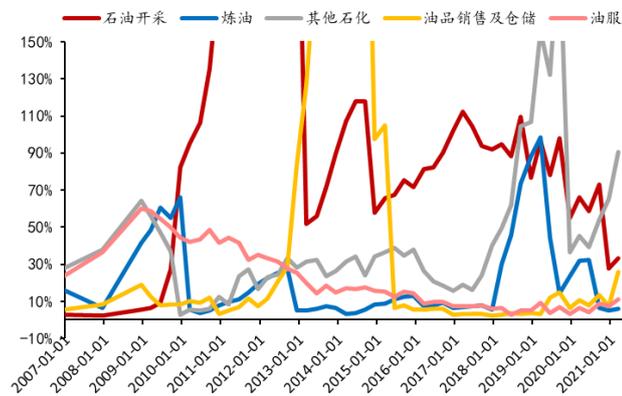
图表 17：近年存货周转率情况（次）



来源：Wind，国联证券研究所

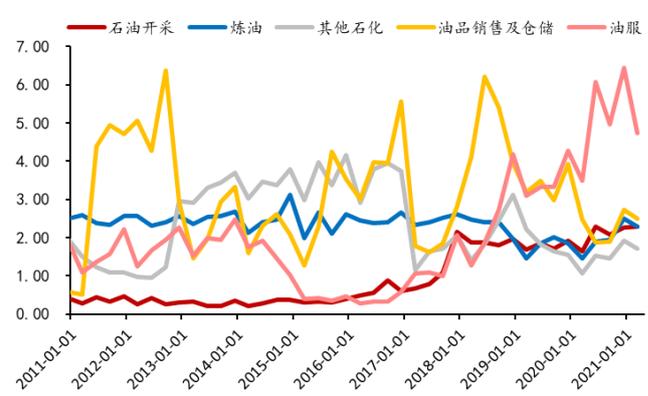
截至 2021 年第一季度末，石油石化行业在建工程/固定资产 40.99%，较 2019 年同期大降 50.37 个百分点，环比提高 8.97 个百分点。从子行业的情况来看，石油开采板块在建工程/固定资产比例较 2019 年同期大降 63.53 个百分点至 33.24%，炼油板块大降 92.37 个百分点至 5.88%，其他石化板块大降 65.19 个百分点至 90.48%，油品销售及仓储板块则大增 22.56 个百分点至 25.86%，油服板块提升 1.95 个百分点至 11.20%。从存货周转率看，石油开采、炼油、油服板块较 2019 年同期提升，其余板块则下降；从环比看除石油开采板块外，所有板块均下降。

图表 18：细分板块在建工程/固定资产比例



来源：Wind，国联证券研究所

图表 19：细分板块存货周转率（次）



来源：Wind，国联证券研究所

## 4. 石油石化行业 2020 经营性现金流净额提升

### 4.1.2020-2021Q1 石化行业经营性现金流持续改善

以统计的 42 家石油石化上市公司为样本，2020 年共产生经营性现金流净额

820.04 亿元，同比增加 60.48%，现金流净额继续提升。从构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金看，石油石化行业 2020 年共支出 1199 亿元，同比微降 0.13%，比去年高位略低，表明公司扩张意愿略有回落。

**图表 20：近年石油石化行业现金流情况**

现金流量情况 (单位: 亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
销售商品、提供劳务收到的现金	4,090	4,815	6,054	8,209	8,689	8,869
购买商品、接受劳务支付的现金	3,105	3,679	4,874	6,787	7,120	7,072
支付给职工以及为职工支付的现金	330	416	426	518	575	579
经营活动产生的现金流量净额	301	351	388	507	511	820
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	276	196	412	1,115	1,201	1,199
净利润	86	75	131	251	328	330
现金流净额/净利润	349%	467%	296%	202%	156%	248%

来源：Wind，国联证券研究所

2021 年 Q1，石油石化行业产生经营性现金流净额为 18 亿元，较 2019 年同期扭亏 128.99%，构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金总额为 362 亿元，较 2019 年同期增加 22.80%。

**图表 21：近年 Q1 石油石化行业现金流情况**

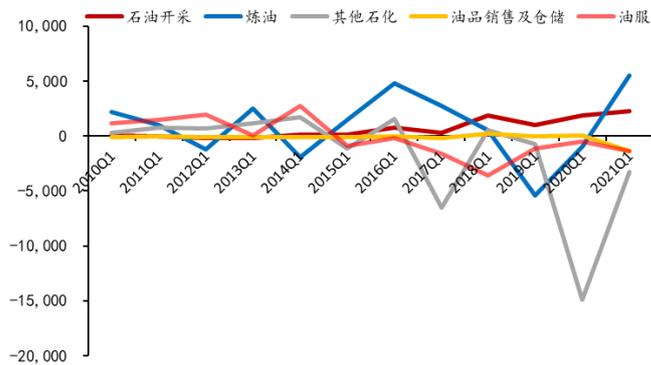
现金流量情况 (单位: 亿元)	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1	2021Q1
销售商品、提供劳务收到的现金	873	1,192	1,562	1,946	1,769	2,462
购买商品、接受劳务支付的现金	649	1,069	1,361	1,732	1,645	2,090
支付给职工以及为职工支付的现金	79	96	108	131	136	152
经营活动产生的现金流量净额	69	-53	-5	-63	-145	18
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	70	53	199	295	273	362
净利润	20	38	61	50	43	162
现金流净额/净利润	342%	-137%	-9%	-127%	-339%	11%

来源：Wind，国联证券研究所

#### 4.2.2021Q1 石油石化行业各子板块经营性现金流分化明显

从石油石化细分板块来看，2021 年第一季度石油开采、炼油、其他石化、油品销售及仓储和油服板块经营性现金流净额分别为 22.71、55.19、-32.69、-13.35 和 -13.57 亿元。与 2019Q1 相比，其中炼油板块现金流大幅度回正，石油开采板块大幅增长 121.56%，油服板块现金流缺口扩大 15.69%，其他石化板块、油品销售及仓储板块现金流缺口分别大幅增加 347.65%与 2408.47%。

图表 22：近年 Q1 各板块经营性现金流净额（百万）

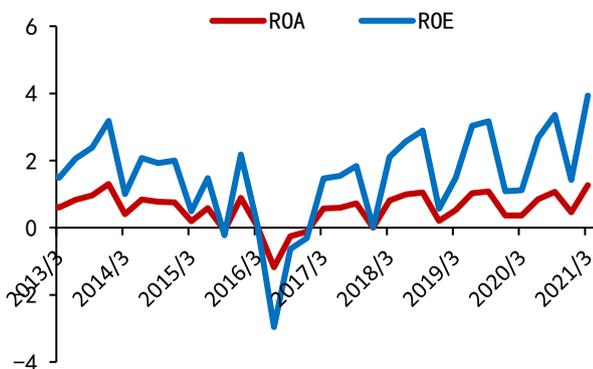


来源：Wind，国联证券研究所

## 5. 石油化工行业 ROE、ROA 继续回升

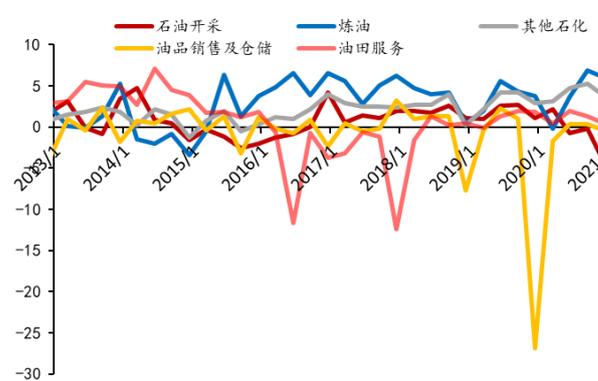
以统计的 42 家石油石化上市公司为样本，2020Q4 和 2021Q1 的 ROE 分别为-1.42%和 3.93%，ROA 分别为 0.46%和 1.27%。2021Q1 数据的回升延续了 17 年至今的上行走势，摆脱了 2016Q2 的底部。从石油石化的五个板块来看，2020Q4 除炼油板块和其他石化板块同比上升外，其余板块 ROE 均同比下降。2021Q1 与 2019Q1 相比较，油品销售及仓储板块大幅减亏，其余板块均大幅增长或扭亏为盈。上述变化主要还是由于原油价格及下游产品需求恢复速度不同步导致的，随着全球主要消费市场的复苏加速，各板块先后进入景气阶段，随着通胀预期的逐渐提升，各板块盈利有望进一步改善。

图表 23：石化行业单季度 ROA 和 ROE 情况 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 24：细分板块单季度 ROE 情况 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

## 6. 重点推荐标的

2021 年 1~4 月份，在疫情初步受控的预期下，国际油价在下游需求复苏的拉动以及 OPEC+对产量与预期的把控中震荡上行，期间依旧夹杂着地缘政治因素引发的脉冲式影响，一路稳步攀升至 65 美元/桶 (WTI) 以上，再快速回落至 60 美元/桶附

近，之后再次向上爬升。目前影响油价的主要因素有：

1. 疫情反复对需求端压制的不确定性因素。虽然疫苗的规模化接种带给市场对于经济复苏的乐观预期，但是病毒变异带来的不确定性依然高悬于需求端。
2. OPEC+减产及美油增产的供应端因素。OPEC+持续推进的减产缩减了供应，但各产油国受到财政压力均有动力提高产量，在美国能源政策转向后，OPEC+面临内部利益博弈的挑战。
3. 地缘政治因素。拜登重回伊核协议的预期始终存在，伊朗产能的回归将带给供应端较大压力。同时，中东军事力量平衡的打破或引发新一轮动荡。
4. 中美贸易摩擦在内的全球宏观经济因素。全球经济增速放缓带来的原油需求增速下调为未来原油的需求蒙上一层阴影，中美贸易摩擦可能进一步拖累全球经济，令原油需求进一步下行。

随着后续夏季消费旺季的到来，全球对原油的需求将有季节性的提升，中期来看，需求或在怀疑中震荡修复，同时市场通胀预期的强化将为油价提供进一步上行的动力。

随着双碳目标的公布，我国天然气市场将受益于对高碳能源的替代而进一步加速发展，市场仍将是供需紧平衡状态，未来两年随中俄管线的投产，供应端逐步宽松，但需求端的超预期以及局部地区特殊时段的气源需求使得供应仍面临不小压力。另一方面，国家管网公司已经成立，市场化改革将进一步深化。其作为独立公司，可能存在上浮管输费的潜在动力，对门站价的影响需要进一步跟踪。

在我国油气进口依存度维持高企并尽可能提高能源清洁利用水平的大背景下，我们认为将存在以下投资机会。

1. 天然气板块。我们认为需求侧的强力拉动以及未来原油维持中枢及以上价格的情形有望促进天然气价值的进一步回归，建议继续关注天然气产业链：**新奥股份 (600803.SH)** 拥有天然气领域的深度布局以及泛能领域的持续投入，有望受益于天然气市场化改革以及清洁能源使用比例的提升；**昆仑能源 (0135.HK)** 作为中石油旗下唯一的天然气销售平台，依托集团的资源优势，扩张速度远快于行业平均水平；**中国石油股份 (0857.HK)** 拥有优质的天然气、原油及相应的终端销售入口，其海内外资源的价格弹性不容忽视。

2. 油气及化学专业工程、能源设备行业。受益于天然气等清洁能源的需求提升以及国家管网公司成立，对于天然气上游采掘、中游储运以及煤基清洁能源的转化需求预期提升，均利好专业工程及能源设备行业：**杰瑞股份 (002353.SZ)** 作为非常规油气勘探行业的装备龙头，将继续在天然气领域持续发力；**中油工程 (600339.SH)** 专注于天然气管道储运工程、油气田地面工程与炼化工程，受益于管网建设提速；**航天工程 (603698.SH)** 受益于煤的清洁转化需求提升，核心产品航天炉市占率有望不断提高。

3. 致力于海外高成长市场的公司板块。**恒逸石化 (000703.SZ)** 于文莱大摩拉岛建设的大炼化装置正推进二期建设，将受益于东南亚国家在未来人口红利驱动下的经

济增长，当地机动化进程及消费升级将带来成品油及各行业石油炼化品的强劲需求，有望复制国内炼化企业走过的成功之路。

## 7. 风险提示

疫情反复以及宏观经济疲软导致需求不及预期的风险；

原油价格大幅下跌的风险；

政策推进不及预期的风险；

地缘政治及贸易政策的风险。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373