

# 油价延续震荡格局，把握业绩周期改善投资机会

——5月动态报告

石油化工

推荐 (维持评级)

## 核心观点:

- **1-4月我国原油需求持续复苏，同比增长5.49%** 整体来看，1-4月我国加工原油2.32亿吨，同比增长14.20%；原油产量0.66亿吨，同比增长1.85%；原油进口1.80亿吨，同比增长7.14%；原油表观消费量2.45亿吨，同比增长5.49%；对外依存度73.19%，处于历史高位。
- **1-4月我国成品油需求同比增加15.40%** 1-4月我国成品油产量1.13亿吨，同比增加10.48%；成品油出口1984.91万吨，同比下降8.77%；成品油表观消费量0.94亿吨，同比增加15.40%。其中，汽油、煤油、柴油表观消费量分别同比增加23.87%、47.27%、2.58%，尤其是煤油需求表现抢眼，主要系新冠疫情有序恢复，航空需求复苏所致。由于国内成品油市场已然饱和，成品油产量占比在逐渐下降，将更多的转向生产化工产品。
- **5月油价延续窄幅震荡格局** 随着美国申请失业金人数下降、机场客流量创疫情以来最高水平，市场预期美国需求回升、欧洲重新开放经济带来流动性改善以及疫苗接种为原油需求复苏铺平道路，同时受压抑的夏季出行需求可能进一步提振汽油和航空燃料的消费。但印度、新加坡、日本疫情依然严峻，引发对石油需求的部分担忧。截至5月28日，Brent和WTI油价分别达到69.63美元/桶、66.32美元/桶，自年初以来仍有30%以上的涨幅。中长期来看，受新冠疫苗接种带来的原油需求持续好转的影响，2021年原油供需将处在基本平衡或紧平衡状态，当前中油价水平有望继续维持。
- **行业表现优于整个市场，排在109个二级子行业的34位** 年初至今，石油化工行业收益率10.42%，表现优于整个市场，排在109个二级子行业的第34位。截至5月28日，石油化工板块整体估值(PE(TTM))为11.40x，随着业绩逐季改善，行业估值水平逐渐恢复合理水平。
- **投资建议** 在油价回归背景下，考虑到影响石油加工行业的主要不利因素在2021年“由负转正”，石油加工行业存在业绩周期改善的预期；同时看好进行低成本业务布局实施规模扩张的头部企业。重点推荐卫星石化(002648.SZ)、上海石化(600688.SZ)、中国石化(600028.SH)；油价回暖也利于油服行业的景气复苏，推荐石化油服(600871.SH)、通源石油(300164.SZ)。同时建议关注宝丰能源(600989.SH)、三友化工(600409.SH)、广汇能源(600256.SH)等。
- **核心组合(5月28日)**

股票代码	股票简称	累计涨幅 (年初至今)	相对收益率 (年初至今)	市盈率 PE (TTM)
002648.SZ	卫星石化	68.11%	57.68%	22.60
600688.SH	上海石化	8.14%	-2.28%	13.40
600028.SH	中国石化	10.92%	0.49%	7.66

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

- **风险提示:** 油价持续下跌的风险、产品价差下降的风险、营收不及预期的风险等。

## 分析师

任文坡

☎: 8610-83574570

✉: renwenpo\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080001

林相宜

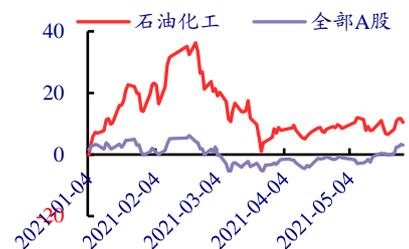
☎: 8610-66568843

✉: linxiangyi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050007

## 市场表现

2021.05.28



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 相关研究

- 【银河化工】行业动态报告\_石化行业\_21Q1业绩显著提升，基金持仓创历史新高\_20210430
- 【银河化工】行业动态报告\_石化行业\_油价21Q1大幅上涨，看好行业单季度业绩表现\_20210330
- 【银河化工】行业动态报告\_石化行业\_油价持续上行，行业业绩有望周期改善\_20210301
- 【银河化工】行业动态报告\_石化行业\_行业业绩有望周期改善，基金持仓大幅提升\_20210128
- 【银河化工】行业动态报告\_石化行业\_油价2021年有望中枢上行，预计行业周期业绩改善\_20210229
- 【银河化工】行业动态报告\_石化行业:需求复苏、油价上涨，看好行业Q4业绩表现-20201130
- 【银河化工】行业动态报告\_石化行业:需求回升助力Q3业绩大幅改善，基金持仓环比提升-20201104
- 【银河化工】行业动态报告\_石化行业:低油价利于行业盈利提升，看好下半年业绩表现-20200930

## 目录

<b>一、石油和化工行业是重要支柱产业，关系国民经济命脉.....</b>	<b>2</b>
(一) 石油和化工行业上市公司 409 家，占全部 A 股 9.51% .....	2
(二) 石油和化工行业总市值 6.20 万亿，占全部 A 股 6.77% .....	3
<b>二、我国经济面临下行压力，石油化工行业景气回落.....</b>	<b>4</b>
(一) 我国经济稳步复苏，能源消费低速增长.....	4
(二) 2021 年油价回归，预计未来延续震荡格局.....	6
(三) 我国主要石油化工产品需求增长总体乏力.....	8
(四) 行业产能继续快速增长，景气度将进一步回落.....	10
(五) 石油化工行业财务指标分析 .....	11
<b>三、我国石油化工行业步入成熟期，市场格局将重塑.....</b>	<b>12</b>
(一) 能源替代+参与主体增多，竞争愈加多元化 .....	12
(二) 上下游议价能力弱，行业盈利能力将下降.....	13
(三) 多项政策密集出台，确保行业绿色健康可持续发展.....	13
(四) 我国石油化工行业步入成熟期，依旧存在成长空间.....	14
<b>四、行业面临的问题及建议 .....</b>	<b>14</b>
(一) 存在主要问题 .....	14
(二) 建议及对策 .....	15
<b>五、石油化工行业在资本市场中的发展情况.....</b>	<b>16</b>
(一) 行业收益率表现 .....	16
(二) 行业估值表现 .....	17
(三) 行业成长性分析 .....	18
<b>六、投资策略及推荐标的 .....</b>	<b>19</b>
(一) 投资策略 .....	19
(二) 组合表现 .....	19
<b>七、风险提示 .....</b>	<b>19</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>20</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>20</b>

## 一、石油和化工行业是重要支柱产业，关系国民经济命脉

我国石油和化工行业是以石油、天然气、煤炭等为原料生产满足人们生产生活需求的各种产品，是我国重要的支柱产业之一。国家统计局数据显示，2020 年我国石油和化工行业规模以上企业营业收入 11.08 万亿元，下降 8.7%，降幅较前三季度收窄 1.8 个百分点，占全国规模以上工业营业收入的 10.4%。

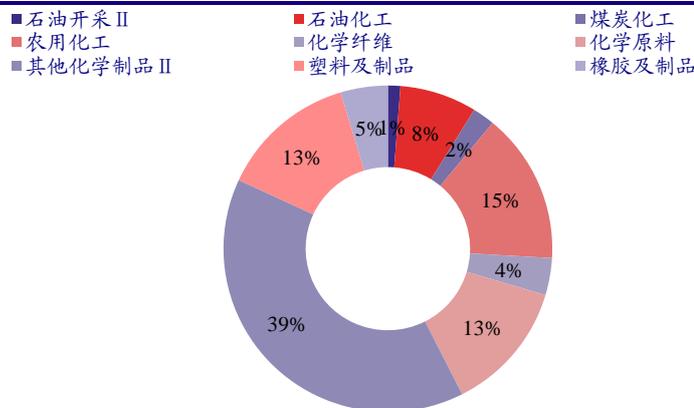
石油和化学工业关系到国民经济命脉，大到工业、农业、交通、国防，小到每个人的衣食住行，都离不开石油和化学工业。如，飞机、汽车、轮船、拖拉机、锅炉的燃料，金属加工、各类机械运转都需要用到的各类润滑材料，铺设公路用的沥青；高铁、汽车、建筑、家电等行业也都要用到来自石油和化工行业的塑料、橡胶制品；工业上或者家里用的天然气，农业用到的地膜、农药、化肥，纺织行业使用的化纤原料，玻璃制品生产用到的纯碱也是来自该行业；等等。石油和化工行业产业链长、涉及面广、产品众多，且上下游关联非常紧密。依据中信证券行业分类，我们将整个石油和化工产业链分为 9 个子行业，包括石油开采、石油化工、煤炭化工、农用化工、化学纤维、化学原料、塑料及制品、橡胶及制品、其他化学制品。其中，石油化工行业处于整个产业链的中游，与上下游关联非常紧密。

石油化工是指以石油和低碳烷烃（乙烷、丙烷等）为原料，生产油品（汽油、煤油、柴油、燃料油、润滑油、石蜡、沥青等）和石化产品（“三烯”、“三苯”、合成树脂、合成橡胶等）的加工工业。化肥、碱等产品，以及通过“三烯”、“三苯”生产的其他品种的一些精细化学品，习惯上已经不属于石油化工的范畴。考虑到石油化工行业处在整个产业链的中游环节，且整个产业链细分子行业众多，各细分子行业景气影响因素不一、表现各异，本报告重点围绕石油化工行业进行阐述和分析，适当向产业链两端延伸。

### （一）石油和化工行业上市公司 409 家，占全部 A 股 9.51%

截至 5 月 28 日，我国石油和化工行业共有 409 家上市公司，占到全部 A 股的 9.51%，在 A 股市场位居前二。其中，石油化工行业有 31 家上市公司，占我国石油和化工行业的 7.58%、占全部 A 股 0.72%。

图 1：石油和化工行业个股数量及占比

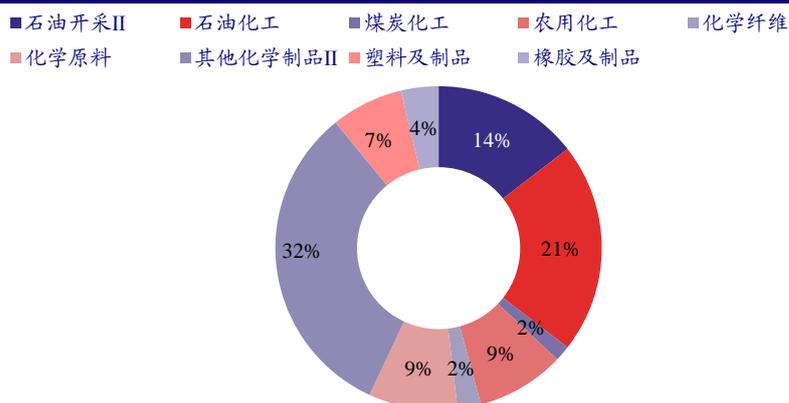


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (二) 石油和化工行业总市值 6.20 万亿，占全部 A 股 6.77%

截至 5 月 28 日，我国石油和化工行业总市值 6.20 万亿，全部 A 股总市值 91.48 万亿，占到全部 A 股的 6.77%。其中，石油化工行业总市值为 1.30 万亿，占整个石油和化学工业 21.00%、占全部 A 股 1.42%。

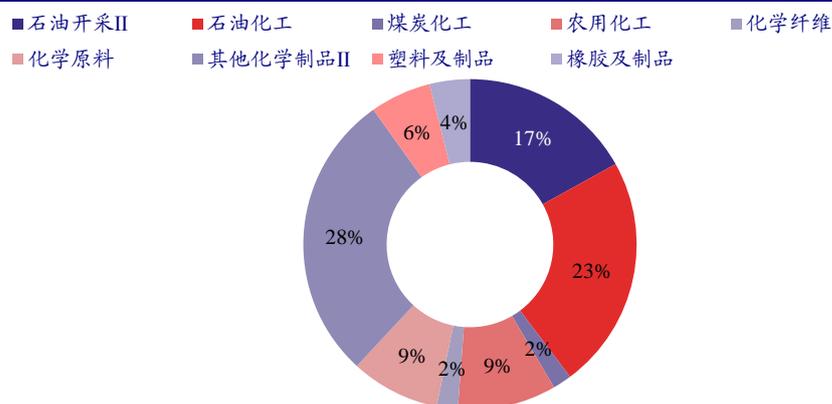
图 2: 石油和化工行业总市值 (亿元) 及占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在流通 A 股市值方面，我国石油和化工行业流通市值 4.73 万亿，全部 A 股流通市值 68.36 万亿，占到全部 A 股的 6.91%。其中，石油化工行业流通市值为 1.08 万亿，占整个石油和化学工业 22.83%、占全部 A 股 1.58%。

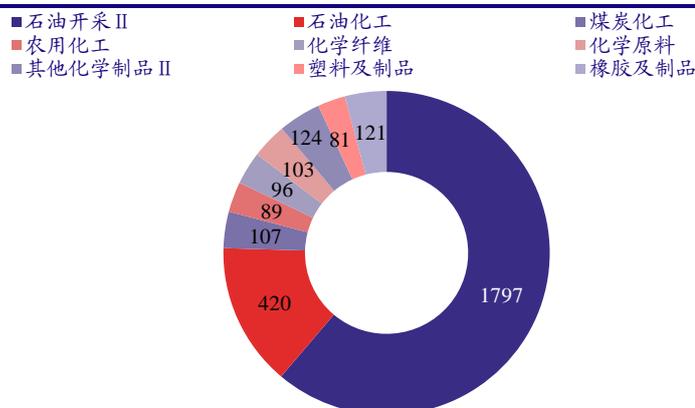
图 3: 石油和化工行业流通 A 股市值 (亿元) 及占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在平均市值方面，我国石油和化工行业平均市值 152 亿，同期全部 A 股平均市值 213 亿。其中，石油化工行业平均市值为 420 亿，主要系中国石化市值较高所致。

图 4: 石油和化工行业平均市值 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、我国经济面临下行压力，石油化工行业景气回落

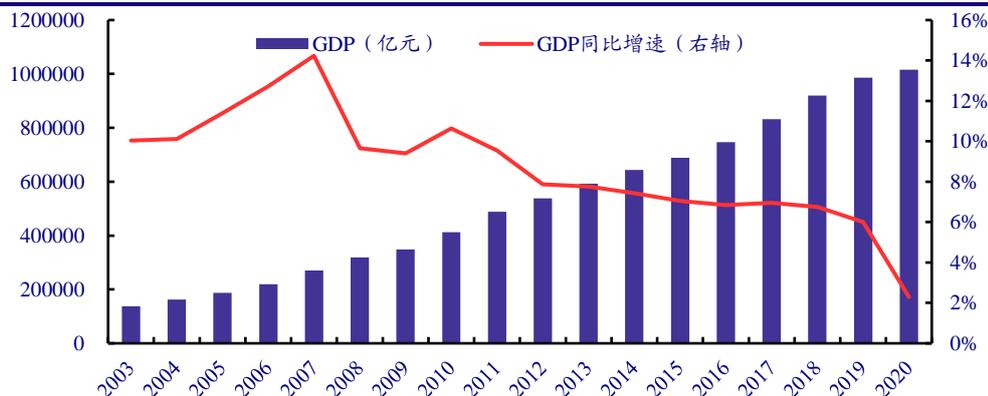
影响石油化工行业景气度的因素众多，主要驱动因素包括宏观经济运行/政策法规、能源消费、油价、产能投放、主要产品需求、产品价差等。

### (一) 我国经济稳步复苏，能源消费低速增长

#### 1. 21Q1GDP 实现高增长，经济运行稳步复苏

国家统计局数据显示，2020 年我国 GDP 达到 1015986 亿元，按可比价格计算同比增长 2.3%。虽然受到新冠疫情的影响，我国经济仍实现了正增长。经初步核算，2021 年第一季度国内生产总值 249310 亿元，同比增长 18.3%，较 2019 年第一季度增长 14.8%。分产业看，第一产业增加值 11332 亿元，同比增长 8.1%；第二产业增加值 92623 亿元，同比增长 24.4%；第三产业增加值 145354 亿元，增长 15.6%。

图 5: 我国国内生产总值 (GDP) 及同比增速



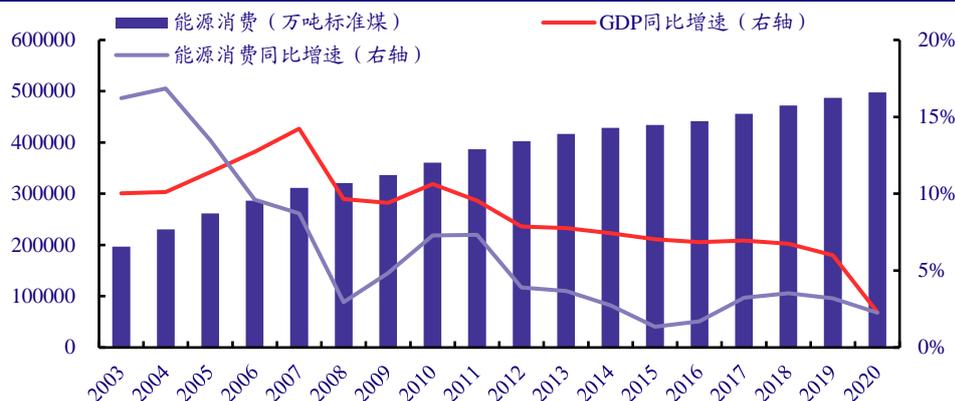
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### 2. 我国能源消费低速增长，油气对外依存屡创新高

能源消费通常被视为经济发展的同步指标，与工业化进程密切相关。随着我国经济持续增

长，我国能源消费亦呈现增长之势，但于2012年开始增速显著下降。随着我国进入后工业时代及供给侧结构性改革的持续推进，能源消费与经济发展相关性正在趋弱。近些年我国能源消费已然步入低速增长模式。预计未来几年，我国经济中速增长仍将推动能源消费低速上涨，但表现分化，其中天然气需求依然保持较高增速，石油需求增速趋于放缓、煤炭需求则基本持平。

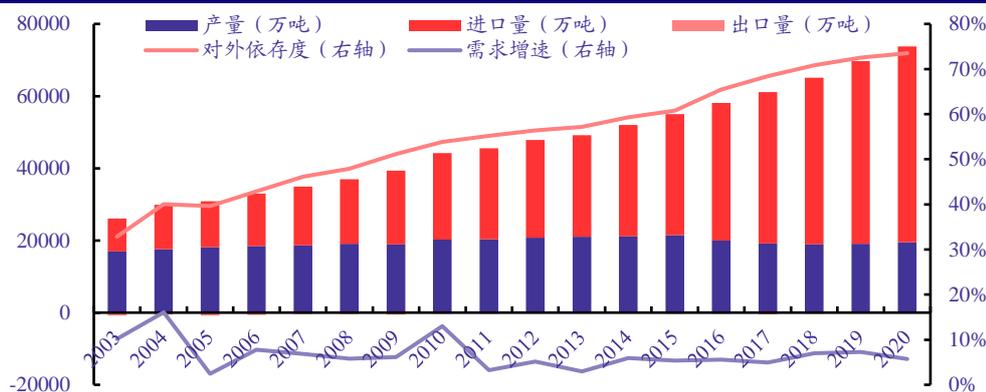
图6：我国能源消费及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

近年来，我国石油需求稳步增长，产量基本稳定在1.9亿吨左右，进口量逐年增长，对外依存度屡创新高。2020年我国加工原油6.74亿吨，同比增长3.44%；2020年受民营炼厂陆续投产影响，我国原油需求上升至7.36亿吨，同比增长5.71%；产量1.95亿吨，连续两年正增长，同比增加2.04%；进口原油5.42亿吨，同比增长7.25%；对外依存度达到73.5%，较上年增长0.95个百分点，再创历史新高。1-4月我国加工原油2.32亿吨，同比增长14.20%；原油产量0.66亿吨，同比增长1.85%；原油进口1.80亿吨，同比增长7.14%；原油表观消费量2.45亿吨，同比增长5.49%；对外依存度73.19%，处于历史高位。随着我国炼油能力扩建，预计未来几年我国原油需求依旧保持增长，但增速将趋于放缓。

图7：我国原油供需及对外依存度

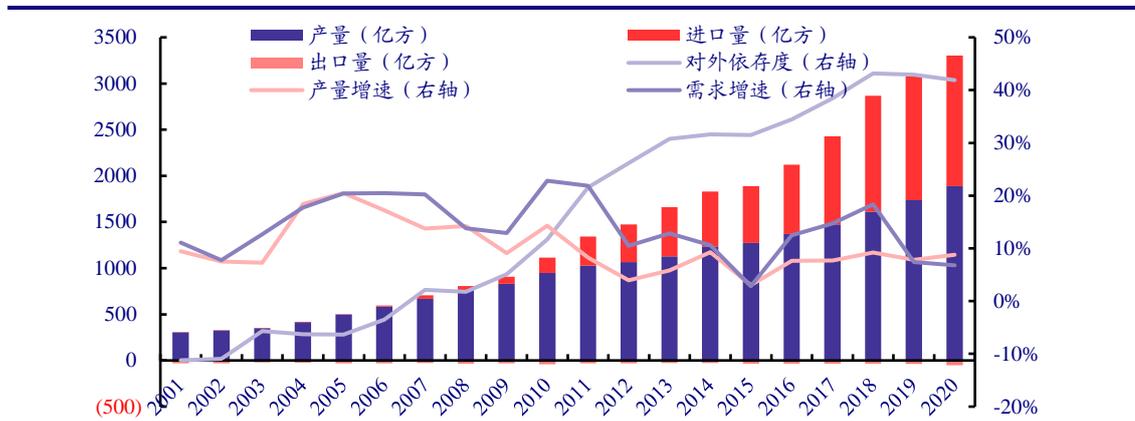


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在我国能源消费结构转型升级背景下，我国天然气需求保持增长势头，但增速有所下降。2020年我国天然气需求约3250亿方，同比增长6.86%；产量1889亿方，同比增长8.77%；天然气进口1413亿方，同比增长5.34%，增速大幅回落；对外依存度仍旧处在高位，达到41.89%。

较上年下降 1.02 个百分点。1-4 月，我国天然气表观消费量 1235 亿方，同比增长 14.47%；产量 702 亿方，同比增长 8.97%；进口天然气 548 亿方，同比增长 22.39%；对外依存度 43.17%，继续维持高位。

图 8：我国天然气供需及对外依存度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

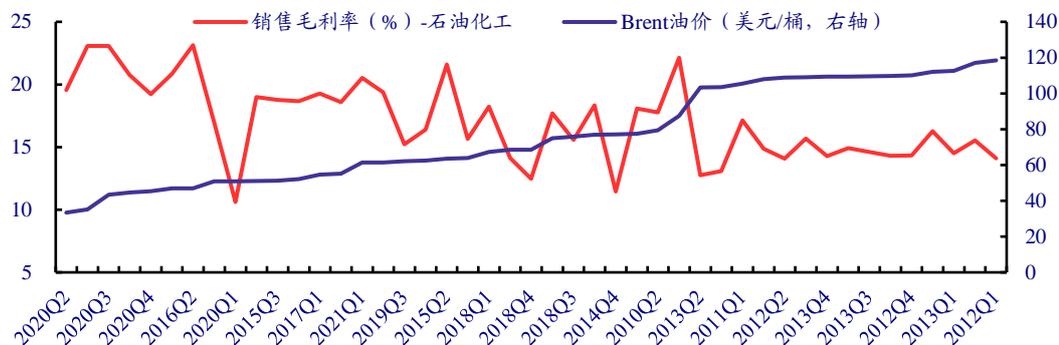
据《世界能源蓝皮书：世界能源发展报告（2020）》显示，“十四五”期间，我国天然气消费量将依旧保持快速增长。2025 年天然气消费量预计为 4827 亿立方米，是 2019 年的 1.59 倍。2020-2025 年天然气消费量复合增长率为 8.4%。预计到 2025 年我国天然气对外依存度将突破 50%，进口依存度的提升，一方面是因为我国天然气产量增速无法满足消费量的增速，另一方面中俄东线的达产、沿海 LNG 接收站的密集投建也将拉动天然气的进口的快速增长。中石油经研院预测数据显示，2035 年我国天然气需求将达 6200 亿方，其中自产 3000 亿方，约 52% 需要依赖进口。我们认为，在我国城镇化率逐渐提升、天然气管网布局日趋完善，以及环境治理等多重因素推动下，我国天然气需求仍将处于黄金发展期，未来发展潜力和增量空间巨大。

## （二）2021 年油价回归，预计未来延续震荡格局

原油成本占企业营业成本的 40%-70%左右，因此油价的高低直接影响到石油化工行业的盈利能力。单从原料成本角度来看，低油价对石油化工产业是利好，不仅是在原料端降低了成本，而且有助于降低燃动力消耗等其他成本，增强石油化工行业的盈利能力。在高油价水平下，上游开采行业非常受益，但对下游石油化工行业来说，由于市场竞争激烈，很多产品无法实现成本的向下转移，使得价差收窄，行业盈利空间将被大幅缩小，企业盈利能力承压。

石油化工行业盈利与油价水平和走势息息相关。通常 Brent 油价在 50 美元/桶以下区间，行业处在高盈利区间，油价越低盈利能力越强；在 50-70 美元/桶的中油价水平下，石油化工行业虽然较低油价水平盈利能力有所下降，但依然处在合理范围内；若油价突破 70 美元/桶，继续向高位上涨，行业盈利将大度缩窄。需要注意，在油价持续下跌或者持续上涨情形下，行业盈利能力将受到显著影响。21Q1 石油化工行业表现环比 20Q4 边际改善，毛利率为 20.52%，目前仍处在需求向上修复阶段，产品销量、原料库存转化、产品价格/价差三因素环比向好。

图 9: 油价高低与石油化工行业盈利能力关系



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2020 年疫情严重冲击油价, 4 月油价一度跌至历史谷底, 5 月重心上移, 6 月进入窄幅震荡阶段, 12 月开始反弹。Brent 和 WTI 油价全年均价分别为 43.21、39.47 美元/桶, 均价创 2005 年以来新低。

2021 年 Q1, Brent 和 WTI 季度均价分别为 61.32 美元/桶、58.08 美元/桶, Brent 季度均价同比上行 20.66%、环比上行 35.49%。受沙特宣布 2 月和 3 月将主动实施 100 万桶/日单边减产等利好因素刺激, 1 月份油价延续 2020 年 12 月的反弹行情。受全球新冠肺炎确诊人数连续数周下降带来需求向好预期、美国财政刺激、美国极寒天气带来原油供应减少等利多因素刺激, 2 月份油价迎来大幅上涨。3 月原油价格实现小幅上扬, 主要影响因素有: 除哈萨克斯坦和俄罗斯少量增产外, OPEC+其他成员国延长减产计划; 拜登正式签署 1.9 万亿美元的新冠刺激法案, 同时美联储保证利率将在一段时间内维持低位, 提振了投资者的风险偏好。

4 月份, 供给方面主要影响因素有: 4 月 5 日, 美国与伊朗计划就制裁问题开始新一轮磋商, 市场担忧伊朗原油供应增长; OPEC 及其盟国 3 月原油产量增加 45 万桶/日, 俄罗斯和伊拉克的产量高于配额上限, 3 月 OPEC+减产执行率从 2 月的 113.5%降至 111%; 同时俄罗斯副总理诺瓦克表示, OPEC+将在 5-7 月逐步恢复石油产量。需求方面主要影响因素有: 意大利、法国等欧洲国家实施封锁令, 印度和巴西疫情持续恶化或抑制需求; 美国推进疫苗接种、财政刺激政策为下半年的石油需求复苏奠定坚实基础。4 月 Brent 和 WTI 平均油价分别为 65.27 美元/桶, 61.71 美元/桶。

进入 5 月份, 随着美国申请失业金人数下降、机场客流量创疫情以来最高水平, 市场预期美国需求回升、欧洲重新开放经济带来流动性改善以及疫苗接种为原油需求复苏铺平道路, 受压抑的夏季出行需求可能进一步提振汽油和航空燃料的消费; 美元兑一篮子货币跌至 1 月 7 日以来低点, 美元走软使得原油等以美元计价的商品价格得以支撑。但伊朗表示核协议问题上仍存在分歧, 市场仍担忧伊朗产量迅速增加; 同时, 海外疫情依然严峻, 印度部分邦延长疫情封锁、新加坡准备关闭学校、日本宣布三个县进入紧急状态以控制疫情, 引发对石油需求的部分担忧。截至 5 月 28 日, Brent 和 WTI 油价分别达到 69.63 美元/桶、66.32 美元/桶, 自年初以来仍有 30%以上的涨幅。

图 10: Brent 与 WTI 油价走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

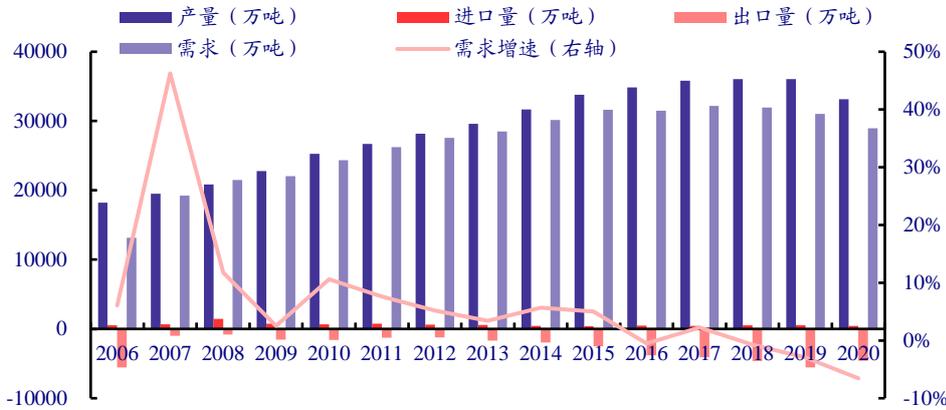
油价上涨符合我们 2020 年油价周期底部确认、2021 年价格中枢向上的判断。油价上行, 美国有增产动力, 但考虑到美国大多数页岩油企业制定 2021 年资本开支对应的油价为 49 美元/桶, 且钻机数处在相对低位, 预计增产有限。美国对伊朗、委内瑞拉制裁预计短期内不会放松, 但中伊签署 25 年合作协议将使得伊朗原油出口量提升。OPEC+ 仍将执行减产, 但预计将视市场供需情况来考虑放松减产的节奏。我们认为, 随着需求好转, 2021 年原油供需将处在基本平衡或紧平衡状态, 当前中油价水平有望继续维持窄幅震荡走势。

### (三) 我国主要石油化工产品需求增长总体乏力

#### 1. 我国成品油市场基本饱和, 供应过剩且需求增长乏力

2020 年我国成品油需求 2.90 亿吨, 同比下降 6.58%, 连续三年负增长, 主要原因系因新冠疫情导致的需求下降。总体来看, 2020 年我国成品油产量 3.31 亿吨, 同比下降 8.06%。成品油需求表现继续分化, 其中汽油需求 1.16 亿吨, 延续负增长, 同比下降 7.17%; 柴油需求 1.40 亿吨, 继续负增长, 同比下降 3.91%; 煤油需求 3307 万吨, 由正转负, 同比大幅下降 14.72%。全年出口量达到 4573 万吨, 同比下降 17.39%, 主要原因系受全球疫情影响, 海外成品油需求萎缩所致, 同时海外成品油现货价格较低, 出口利润呈现亏损, 出口途径受阻。1-4 月我国成品油产量 1.13 亿吨, 同比增加 10.48%; 成品油出口 1984.91 万吨, 同比下降 8.77%; 成品油表观消费量 0.94 亿吨, 同比增加 15.40%。其中, 汽油、煤油、柴油表观消费量分别同比增加 23.87%、47.27%、2.58%, 尤其是煤油需求表现抢眼, 主要系新冠疫情有序恢复, 航空需求复苏所致。由于国内成品油市场已然饱和, 成品油产量占比在逐渐下降, 更多的转向生产化工品。整体来看, 我国成品油需求已然步入低速增长甚至负增长模式。

图 11: 我国成品油供需统计

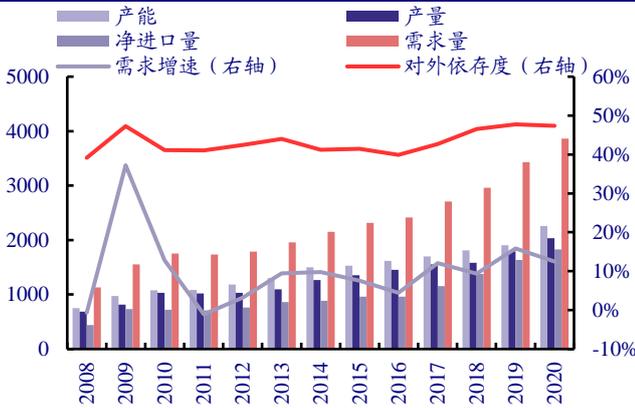


资料来源: wind, 海关总署, 中国银河证券研究院整理

## 2. 主要石化产品需求好于成品油增长, 但整体增长动力不足

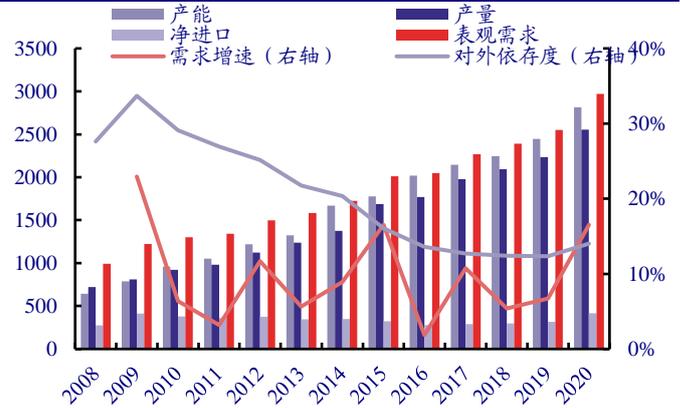
我国主要石化产品 (PE、PP、PX、EG 等) 需求好于成品油需求的增长。2020 年我国 PE 需求 3860 万吨/年, 同比增长 12.5%, 略有下降, 但依然保持较为稳健的需求增长; 对外依存度为 47.4%, 依然处于较高水平。2020 年我国 PP 需求 2971 万吨, 需求增速加快, 对外依存度上升至 14%, 缺口主要体现在东南亚和中东的低成本通用产品以及来自欧洲、日本、美国的高附加值产品。2020 年我国 PX 需求 3349 万吨, 同比增长 13.05%, 下降 0.3 个百分点; EG 需求 1925 万吨, 同比增长 10.6%, 增加 4.8 个百分点; PTA 需求 4930 万吨, 同比增长 9.2%, 下降 1.9 个百分点。综合来看, 我国石化产品需求表现整体乏力。

图 12: 我国聚乙烯 (PE) 供需统计



资料来源: 卓创资讯、Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 我国聚丙烯 (PP) 供需统计



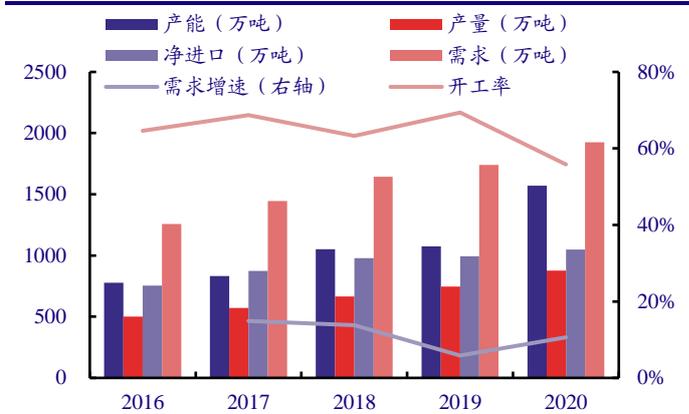
资料来源: 卓创资讯、Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 我国乙二醇 (EG) 供需统计

图 14: 我国对二甲苯 (PX) 供需统计

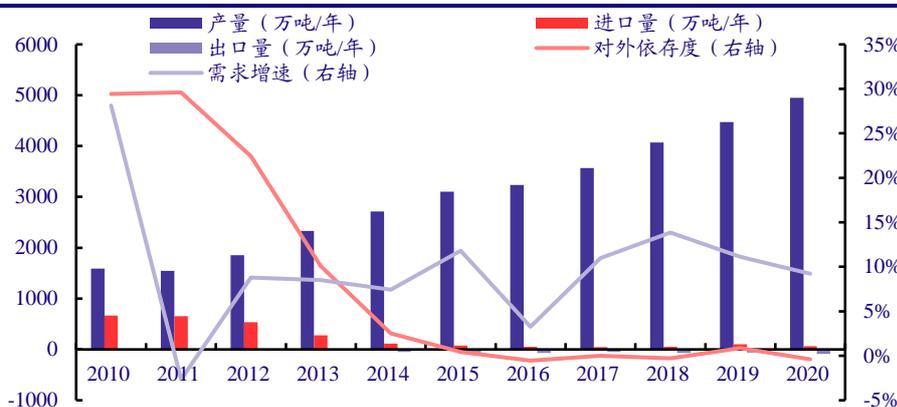


资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院整理



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院整理

图 16: 我国对苯二甲酸 (PTA) 供需统计



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

未来我国石化产品需求仍将上涨, 但受经济增长放缓、工业化进入中后期等因素影响, 我国主要石化产品的市场需求增速将放缓, 维持低速增长。

#### (四) 行业产能继续快速增长, 景气度将进一步回落

一方面, 在需求端, 我国石油化工产品需求总体乏力, 基本维持低速增长; 另一方面, 在供给端, 我国石油化工行业出现了新一轮投资热, 产能扩增速远超前需求增速, 带来供给的大量增加, 结构性产能过剩问题进一步凸显, 行业竞争更趋激烈。我们认为, 受供需矛盾加剧影响, 我国石油化工行业景气度将进一步回落。

2020 年我国炼油能力达到 8.95 亿吨/年, 预计 2025 年我国炼油能力将达到 10.2 亿吨/年, 超越美国成为世界第一大炼油国。炼油产能严重过剩局势将进一步恶化国内成品油市场环境, 严重打压盈利水平, 竞争趋向白热化。

国内石化产品市场也将迎来产能的爆发式增长, 未来几年石化产品供需格局将发生显著改变。预计 2021-2023 年, 我国 PX 产能仍将计划新增 1805 万吨/年, 大量 PX 产能快速释放将使国内 PX 实现自给自足, 加上国外 PX 出口冲击, PX 议价能力将向下游转移, “石脑油-PX” 利润将收窄。2021-2022 年我国计划新增 EG 产能 1011 万吨/年, 产能扩张速度远超前需求增速,

市场竞争进一步加剧；自 2019 年开始我国烯烃产业链迎来新一轮扩产高峰，将持续到 2022 年前后，预计 2021-2022 年我国 PE、PP 扩产增速分别达到 16.58%、7.94%。考虑到部分低成本产品和高附加值产品短期内难以取代进口，未来我国 PP 装置开工率或将大幅下降。由于国内 PE 缺口较大，预计 PE 装置仍将维持较高的开工率。

### (五) 石油化工行业财务指标分析

自 2014 年下半年油价开始暴跌，至 2016 年初跌至谷底，期间石油化工行业营收负增长。其后随着油价触底反弹，相关下游产品价格也有所上涨，叠加下游产品需求增加，石油化工行业营收在 2017-2018 年实现大幅增长，行业竞争加剧导致 2019 年盈利水平略有下降。但 2020 年受疫情影响，行业营收 2.76 万亿元，同比减少 23.45%；归母净利润 648.26 亿元，同比下降 20.95%。

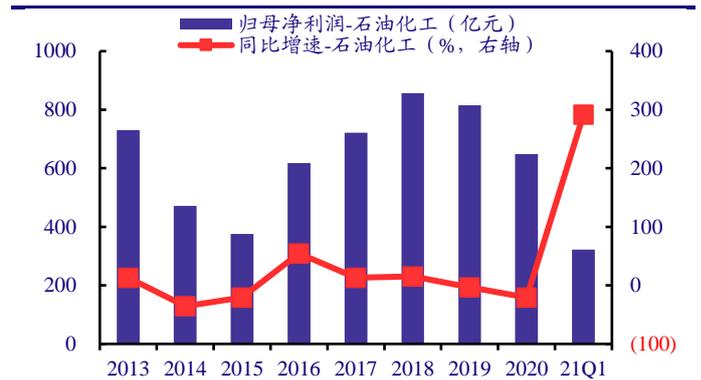
进入 2021 年，行业营收和净利大幅修复。2021 年第一季度行业营收 7783 亿元、同比增长 13.50%；归母净利 322 亿元，同比增长 291.67%。化工行业延续 2020Q4 表现，产品销量、原料库存转化、产品价格/价差三因素环比向好，Q1 盈利预期环比显著改善。

图 17: 石油化工板块营收及增长率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 石油化工板块归母净利润及增长率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

石油化工行业净资产收益率有所下降，从 2018 年的 9.11% 降至 2020 年的 6.64%。根据杜邦分析法，净资产收益率=销售净利率×资产周转率×权益乘数，因此受到销售净利率、资产周转率、权益乘数三个因素的共同影响。石油化工行业净资产收益率下降主要是受到资产周转率和资产收益率共同推动，二者均有一定程度下降。销售净利率略有上升表明行业整体运行状况较为稳定；权益乘数增加表明资产负债率提升，财务杠杆变大；而资产周转率减小说明行业整体资产使用效率有所下降。

图 19: 石油化工板块净资产收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 石油化工板块销售净利率



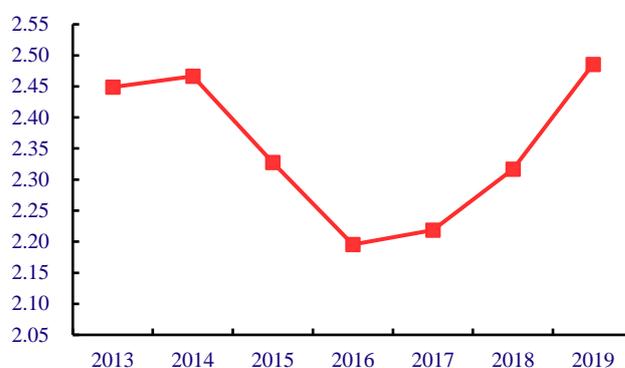
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 石油化工板块资产周转率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22: 石油化工板块权益乘数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 三、我国石油化工行业步入成熟期，市场格局将重塑

#### (一) 能源替代+参与主体增多，竞争愈加多元化

化学原料及其石化制品被其他行业产品替代的可能性很小,如塑料制品本身就是一种替代品,可以作为传统的金属、木材等型材的替代;聚酯和合成橡胶作为棉花和天然橡胶的替代,有效解决了我国土地资源不足、天然材料短缺的困境。石油化工行业主要的替代在成品油领域,替代品包括天然气、电力、生物燃料等。我国天然气汽车和新能源汽车保有量不断增加,将逐步替代部分汽柴油的需求。国家已经完成封闭试点并即将推广的 M100 甲醇汽车,以及 2020 年已全面推广的乙醇汽油等将替代部分汽油需求。2019 年我国车用替代燃料替代成品油达到 4482 万吨/年,约占到全国成品油年消费量的 14%。从 2020 年发布的《新能源汽车产业发展规划》看,2025 年新能源汽车新车销量占比将达 20%左右,届时新能源汽车的替代规模将达 1200 万吨左右。未来随着天然气汽车、甲醇汽车、新能源汽车和生物燃料的普及使用,这一替代比例还将上升。因此,天然气、甲醇、电力、生物燃料等替代品对石油化工行业的威胁还是比较显著的。

随着国家对地炼企业和民营炼化企业放开原油进口权和使用权,以及对外商独资企业放开成品油批发和零售的限制,我国石油化工行业已经基本处于完全竞争状态。在国家重点布局建

设七大石化产业基地背景下，民营企业纷纷布局建设大型炼化企业，虽然有助于推进行业规模化、一体化、集约化发展，但无疑加剧了国内炼油能力过剩的局面。民营企业在丙烷脱氢、煤（甲醇）制烯烃等石化领域也已建成并规划了大量产能，同时在乙烷蒸汽裂解项目上也开展了产业布局并取得实质性进展。不仅是民营企业大举加入我国石油化工行业的竞争，外商独资企业也开始加入竞争行列，巴斯夫、埃克森美孚等石化巨头已宣布将在中国独资建设乙烯项目，目标是以低成本和高品质抢夺中国的市场份额。整体来看，我国石油化工行业的参与主体更加多元化，民营企业、外资独资企业等行业新进入者威胁很大，将塑造国内市场新格局。

## （二）上下游议价能力弱，行业盈利能力将下降

石油、低碳烷烃（乙烷、丙烷等）是我国石油化工行业最为重要的上游原料，需求量极大，但国内供给严重短缺，需要大量依赖进口，对外依存度居高不下，国内石油化工企业议价能力弱。供应商对石油、低碳烷烃等上游原料的价格控制能力较强，但只要上游原料的价格水平保持在合理区间，原料价格的波动基本能够有效顺价到下游产品。

我国石油化工行业主营产品可分为成品油、合成材料和大宗石化原料三类。国内成品油（占原油加工量的 60%左右）市场已经饱和，出口量大幅增加，市场竞争激烈；合成树脂、合成橡胶产品存在低端牌号同质化产品竞争激烈、高端牌号依赖进口的局面；大宗石化产品，如 PX、EG，面临需求增速放缓、产能大幅增加以及国外低成本产品的冲击。综合来看，下游客户对上游产品的选择性较大，其讨价还价能力较强，行业整体盈利能力将下降。

## （三）多项政策密集出台，确保行业绿色健康可持续发展

近年来，国家和地方政府连续出台多项政策以促进石油化工行业高效、绿色、可持续发展。

2018 年，国内安全环保风暴持续发酵，化工企业搬迁工作持续快速推进，石油化工行业持续提质升级，国家和地方政府陆续出台了多个涉及化工园区的环境、整顿、提升、搬迁等政策。在国家层面政策要求上，针对化工园区，主要围绕：①园区污染治理，包括水、大气、土壤和固废等；②园区规划布局和园区管理，如“散乱污”整合搬迁、监管项目的建设等；③园区转型升级，园区循环化改造及绿色园区等。

2019 年，国内化工园区安全事故频发，特别是发生了江苏响水天嘉宜化工有限公司“3.21”特别重大爆炸事故，行业安全检查力度将进一步加大。4 月，江苏省印发《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》，系统推进化工产业整治提升等有关工作，加速淘汰安全系数低、污染严重的化工园区和企业。对不符合安全生产标准的企业、园区必须关闭，对环保不达标的企业、园区必须关停，对落后低端企业必须淘汰。

2020 年 3 月底，国务院下发了《关于支持中国（浙江）自由贸易试验区油气全产业链开放发展若干措施》，在引入国际战略投资者、推进石化炼化转型升级、打造 LNG 接收中心、提升成品油市场化水平、健全低硫船燃供应市场、推动大宗商品期现市场联动、实施有利于油气全产业链发展的财税政策等十二个方面提出了有关措施，显示了国家推进浙江自贸试验区加快形成国际化、一体化、高端化油气产业基地的决心。在国际环境纷繁复杂的情况下，此举对于保障国内油气供应稳定、提升产业价值链水平、推动产品结构升级具有重要的示范作用。

2021 年 1 月，中国油和化学工业联合会发布了《石油和化学工业“十四五”发展指南》，指

出在“十四五”期间，行业将以推动高质量发展为主题，以绿色、低碳、数字化转型为重点，以加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局为方向，以提高行业企业核心竞争力为目标，深入实施创新驱动发展战略、绿色可持续发展战略、数字化智能化转型发展战略、人才强企战略，加快建设现代化石油和化学工业体系，建设一批具有国际竞争力的企业集团和产业集群，打造一批具有国际影响力的知名品牌，推动我国由石化大国向石化强国迈进，部分行业率先进入强国行列。

与此同时，17家石油和化工企业、园区以及石化联合会联合签署并共同发布了《中国石油和化学工业碳达峰与碳中和宣言》，以此作为新时代中国石油和化工行业践行绿色发展理念、建设生态文明和美丽地球的新起点。

#### （四）我国石油化工行业步入成熟期，依旧存在成长空间

行业生命周期理论是在产品生命周期理论上发展起来的，是每个行业都要经历的一个由初创到衰退的演变过程，一般分为初创、成长、成熟和衰退四个阶段。

目前，我国石油化工行业主要呈现以下几个特征：产能呈现结构性过剩；能源替代+行业参与主体增多，竞争更加多元化；成品油需求放缓，国内供应过剩，需求步入低速增长期；主要石化产品需求增长总体乏力，部分合成材料低端牌号过剩而高端牌号依赖进口等。同时，我国石油化工行业已经基本掌握了行业所需技术、技术成熟可靠，以及能够出生产满足市场所需的大宗产品、且对高端产品存在更多的需求。我们认为，我国石油化工行业已经步入成熟期，但因产能结构性过剩问题突出，行业亟需转型升级实现高质量发展，叠加国家和地方政府的多项政策支持和推动，行业未来依旧存在很大的成长空间。

行业实现高质量发展的根本任务是解决低端产能过剩而高端产能不足的结构性矛盾。在炼油能力已经过剩的背景下，民营企业大举新建炼油产能，源于国家的政策导向，一是给予民营企业同等的发展机会，形成多元化竞争格局；二是加快落后产能的淘汰速度，推动结构调整和产业升级。通过布局大型炼厂以及推动淘汰落后产能，不仅是重塑我国炼油行业格局，更重要的是有助于提升我国炼油产业的国际竞争力，通过做强炼油产业，实现产业的健康可持续发展。石化产品高端供给不足是我国石油化工行业突出的“短板”问题，与国际先进水平差距还比较大。在国家政策大力支持、企业自主科技创新能力不断提升的背景下，我国高端产品产业规模将不断扩大，逐渐实现进口替代，行业格局有望重塑。

### 四、行业面临的问题及建议

#### （一）存在主要问题

##### 1. 产能严重过剩，落后产能淘汰力度不够

近年来，我国炼油能力已然呈现严重过剩态势。2020年我国炼油能力8.95亿吨/年，炼厂开工率略有下降，达到75.3%；疫情的全球暴发叠加国际油价波动加剧，2020年全球炼厂开工率约为72%，美国炼厂开工率维持在79%左右。按照83%正常开工率计算，我国炼油能力已然过剩6000万吨/年以上；若同时考虑到仅满足我国成品油需求的情景，成品油收率按50%计算，我国炼油能力过剩高达约1.5亿吨/年。随着我国大量新增炼油产能陆续投产，未来产能严重过剩的态势将持续恶化。

目前,我国存在大量能耗高、技术落后、环保和产品质量不达标的落后炼油产能,甚至有些产能按照国家政策要求是应该关停的,但由于涉及地方税收、人员安置等诸多因素,依然在运转。此外,我国部分传统石化产品产能过剩局面依然存在。如,低端聚烯烃产能过剩、市场竞争激烈;PTA 存在大量闲置产能;乳聚丁苯橡胶装置开工率低,产能明显过剩等。总体来看,当前落后产能淘汰力度和幅度都不及预期。

## 2. 产业布局不尽合理,“城围石化”现象严重

由于历史原因,在规划初期我国东北、西北地区的石油化工企业多布置在大型油田周边,但随着经济的不断发展,产业布局过于集中并远离华东、华南消费市场的弊端开始逐渐显现,存在着石油化工产品由北向南、由东向西调运的不合理格局。山东地炼的无序扩张进一步加剧了这种不合理流向,特别是成品油。2020 年山东省成品油产量有所下降,但仍达到 5127 万吨,而成品油需求仅有 2000 多万吨,导致大量的成品油需要外调出省。

随着我国经济发展和城镇化进程的加快,由于缺少合理的科学规划和强有力的法律干涉,过去远离城市的一些石油化工企业已经被新建的城区包围,企业与居民区之间的卫生防护距离不断缩小,形成了企业被城市包围的“城围石化”格局,邻避矛盾愈加凸显。以中国石化为例,现有的石油化工企业中,约有 80% 存在“城围石化”现象。

## 3. 先进产能不足,产业竞争力整体不强

在盈利能力和技术经济指标等方面,我国炼厂依然与世界先进水平存在差距。虽然个别炼厂能够达到世界先进水平,但整体看,我国大型化的先进产能依然不足,产业整体竞争力不强。

在石化产品方面,我国先进产能短缺更为突出,基本呈现出低端产品市场竞争激烈甚至产能过剩、高端产品严重依赖进口的局面。国内高端聚烯烃,如高透明聚丙烯、高抗冲聚丙烯、聚烯烃管材、茂金属聚烯烃、辛烯共聚聚乙烯等,自给率不足 40%,需要大量依赖进口。其中,茂金属聚烯烃、辛烯共聚聚乙烯等自给率甚至不足 10%。我国合成橡胶产业同样存在常规产品同质化无序竞争、装置开工率低,而高性能产品依赖进口的局面。主要原因在于我国科技创新能力和产业化水平与国外先进水平差距较大,体现在基础研究和前瞻性研究工作薄弱、以企业为主体的产学研创新体系尚未完全建立、研究力量分散、创新成果转化率不高等方面。同时由于投入大、见效慢,也存在企业开发投入力度和意愿不强的因素。

### (二) 建议及对策

#### 1. 科学规划+多措并举,化解产能结构性过剩

炼油产能和部分传统石化产品的产能过剩不仅造成了市场无序化竞争,更多的是带来了资源浪费。但化解产能过剩不宜采取杜绝新建、坚决淘汰等“一刀切”手段,应科学规划、政策引领,积极稳妥推进,实现产业可持续发展。

建议国家统筹布局,多措并举。一方面,由国家适时调整产业准入和许可条件,提高新建产能门槛,坚决遏制产能盲目扩张。另一方面,要坚决淘汰环保和产品质量不达标的落后产能,而对一些能耗高、规模小、产品同质化严重的过剩产能,需加大新旧产能置换和整合重组等措施实施力度,推动落后产能尽快有效退出。

深入推进实施“一带一路”战略,加强国际产能合作。充分借助“一带一路”战略,鼓励企业

走出去，积极推进油气资源、石油化工业务的国际化合作，建设海外石化产业园区，带动相关技术、装备和工程设计“走出去”，化解国内过剩产能，形成全方位对外合作新格局。

## 2. 优化完善产业布局，统筹协调产业与城市发展

优化完善产业布局。有序推进七大石化产业基地建设，新建大型炼油、乙烯、芳烃等项目全部进入石化基地，实现园区化、基地化、一体化、集约化发展，提升行业整体竞争力。对于地处东北、西北地区的石油化工企业，建议持续开展区域内资源优化，尤其是加强石化原料及中间物料的互供，形成各具特色的产品链。

统筹协调产业与城市发展。应结合实际情况，实行“一厂一策”，根本原则是“本质安全 清洁环保”。对于安全环保和卫生防护距离达标、或者经过改造升级能够达标的企业，建议就地发展，但需持续进行安全环保投入，实现企业与城市和谐共存；对于存在重大安全环保隐患、经就地改造仍不能达到要求的企业，坚决实施异地搬迁或关停，建议政府给予企业合理的搬迁或关停补偿，做好人员安置工作。此外，政府与企业要加强沟通，统筹兼顾产业与城市发展规划，避免“城围石化”现象发生。

## 3. 推进行业高质量发展，实现“大国”向“强国”转变

我国经济已经由高速增长转向高质量发展阶段，通过转型升级实现石油化工行业高质量发展是大势所趋，也是我国由石化大国向石化强国转变的机遇所在。转型升级的关键在于我国石油化工企业要积极研究和应用少产油品、多产化工原料和低碳烯烃技术以及其他先进前沿技术，同时要大力开发高端、高性能化工系列新产品，实现补短板，拓展国内高端市场份额，替代国外进口。

科技创新是实现转型升级的核心，是石油化工行业实现可持续发展的持久动力。国家高度重视高端产品的产业化工作，先后出台了多项重磅政策并给予了多项资金计划支持。建议国有企业充分发挥自身资金、平台和研发优势，积极参与高端产品业务的国际并购，通过消化吸收再创新的模式，实现跨越式发展。针对“要不来、买不来”的关键核心技术，建议国家重点培育优势核心企业，充分利用全球资源，建立以企业为主体的“产学研”合作联盟，加大政策和配套资金支持力度，引领我国高端产品的向前发展。

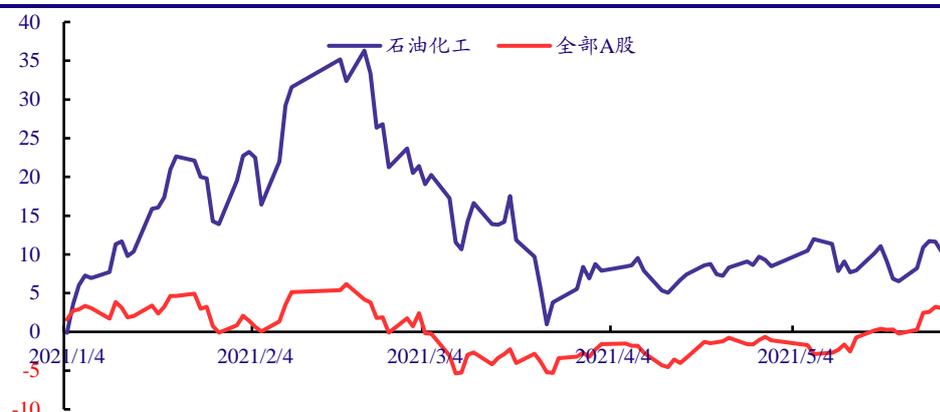
# 五、石油化工行业在资本市场中的发展情况

## （一）行业收益率表现

石油化工行业收益率表现优于整个 A 股市场。年初至今，石油化工行业收益率 10.42%，表现优于整个市场，较全部 A 股高 7.37 个百分点；排在 109 个二级子行业的第 34 位。

我们进行石油和化工行业整个产业链共计 9 个二级子行业的涨跌幅对比，涨跌排名依次为：化学原料（31.14%）、橡胶及制品（27.73%）、煤炭化工（18.02%）、其他化学制品（13.79%）、农用化工（12.80%）、化学纤维（11.94%）、石油开采（11.11%）、石油化工（10.42%）、塑料及制品（6.43%）。石油化工位于 9 个二级子行业的第 8 位。

图 23: 年初至今石油化工板块和全部 A 股收益率表现



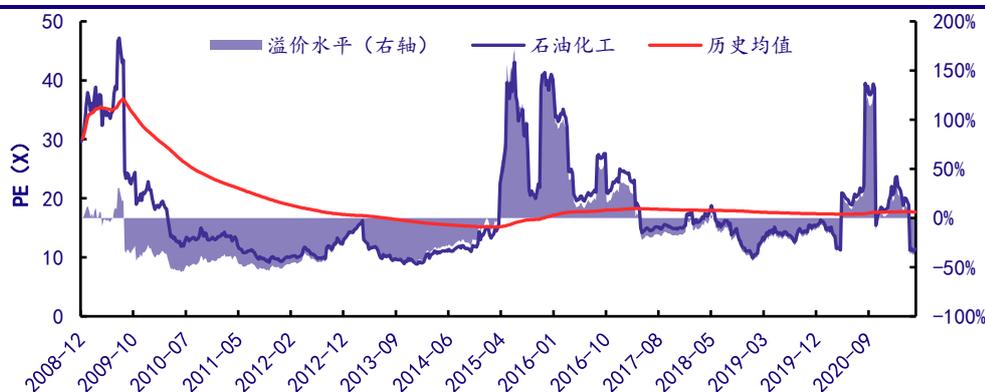
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 行业估值表现

### 1. 石油化工行业估值相较历史均值变化

截至 5 月 28 日, 石油化工板块整体估值 (PE (TTM)) 为 11.40x, 高于 2014 年初创下的 8.87X 最低水平, 低于 2009 年以来的历史均值 (17.69X)。估值有所修复主要系一季度业绩显著改善影响。

图 24: 2009 年至今石油化工估值相较历史均值变化情况

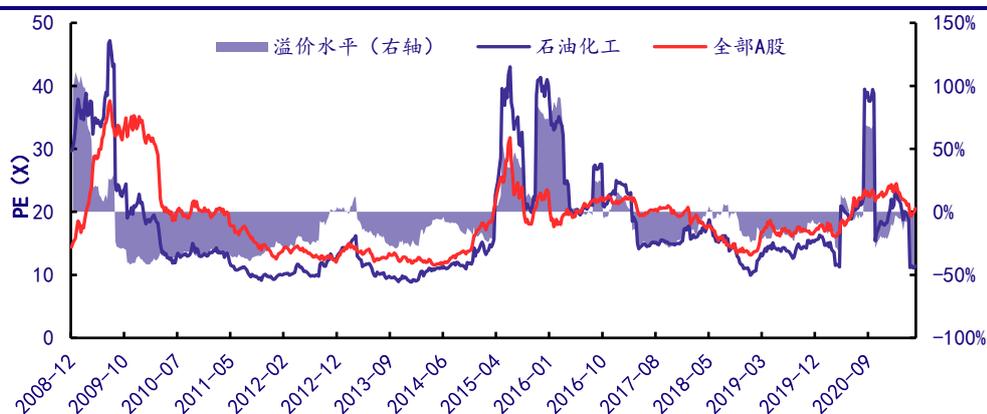


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 2. 石油化工行业估值相较全部 A 股变化

一季度报告披露后, 石油化工板块估值回归, 主要系近期油价呈上涨趋势, 行业景气度较高, 相关个股业绩增幅较大。全部 A 股估值达到 20.54x, 较年初降低 12.07%。石油化工板块相对全部 A 股估值溢价为 -44.49%, 较 2009 年以来的历史均值 -7.27% 减少了 37.21 个百分点。

图 25: 2009 年至今石油化工估值相较全部 A 股变化情况



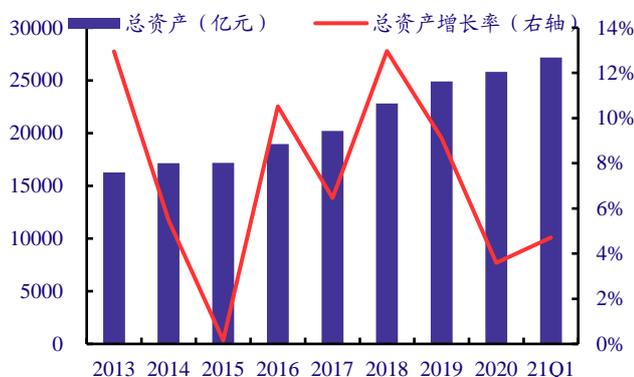
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 行业成长性分析

判断行业成长性的主要指标包括总资产增长率、固定资产增长率、营收增长率和净利润增长率等。由于油价的高低会直接影响到石油化工行业营收和净利润，且油价波动存在极大的不确定性，因此石油化工行业的成长性我们主要依据总资产增长率、固定资产增长率进行判断和分析。2016-2019 年我国石油化工行业总资产保持持续增长的势头，行业也维持高景气。2020 年总资产继续保持增长势头，但产能过剩背景下的行业竞争加剧、新冠疫情影响需求致景气有所回落。随后几年，上市企业仍将有大量的石油化工项目逐步投产，预计行业总资产将继续增加。就固定资产而言，2016-2018 年固定资产连续三年下降，主要系资产折旧所致；但由于新建项目因素，2019 年固定资产大幅增加，2020 年延续增加趋势。然而，在产能已经饱和甚至过剩的市场情形下，总资产或固定资产的增加并不能代表行业具有较好的成长性，反而反映了行业产能过剩的局面进一步加剧，将促使行业景气回落。

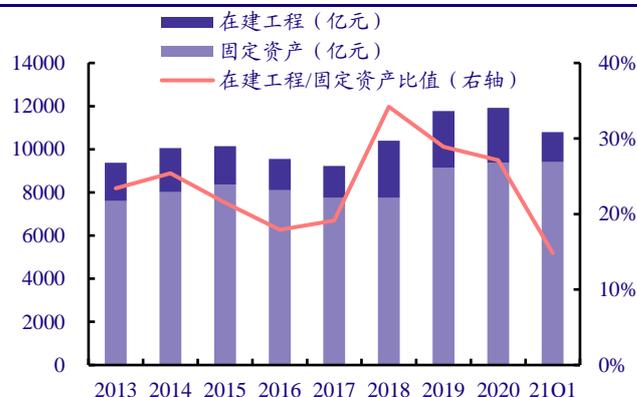
未来影响行业发展最主要的因素依然是产业政策（落后产能淘汰力度）、新增产能投放力度和主要产品（成品油、石化产品等）需求，即供需之间的关系；另外一个重要因素是油价，油价越低对行业越为有利。

图 26: 石油化工行业总资产及增长率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 27: 石油化工行业固定资产、在建工程



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 六、投资策略及推荐标的

### (一) 投资策略

在 2021 油价回归背景下，考虑到影响石油加工行业的主要不利因素（产品销量减少、盈利能力下降、原料库存转化损失等）将有望在 2021 年“由负转正”，石油加工行业存在业绩周期改善的预期；同时看好进行低成本业务布局实施规模扩张的头部企业，油价上涨带来业绩弹性。重点推荐卫星石化（002648.SZ）、上海石化（600688.SZ）、中国石化（600028.SH）；油价回暖也利于油服行业的景气复苏，推荐石化油服（600871.SH）、通源石油（300164.SZ）。同时建议关注宝丰能源（600989.SH）、三友化工（600409.SH）、广汇能源（600256.SH）等。

### (二) 组合表现

表 1: 核心组合表现

股票代码	股票简称	累计涨幅 (年初至今)	相对收益率 (年初至今)	市盈率 PE (TTM)	质押率
002648.SZ	卫星石化	68.11%	57.68%	22.60	11.61%
600688.SH	上海石化	8.14%	-2.28%	13.40	0.00%
600028.SH	中国石化	10.92%	0.49%	7.66	0.00%

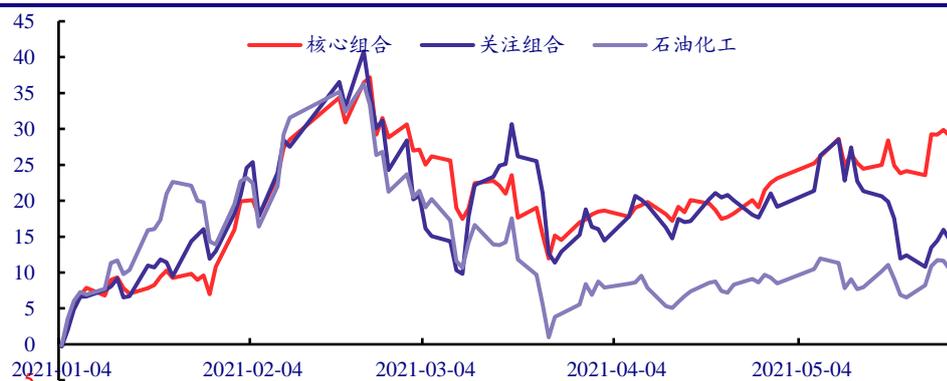
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 2: 关注组合表现

股票代码	股票简称	累计涨幅 (年初至今)	相对收益率 (年初至今)	市盈率 PE (TTM)	质押率
600989.SH	宝丰能源	28.69%	18.27%	19.60	0.16%
600409.SH	三友化工	0.78%	-9.64%	13.99	0.00%
600256.SH	广汇能源	-2.42%	-36.43%	11.61	20.96%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 28: 年初以来组合表现 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 七、风险提示

油价持续下跌的风险、产品价格下降的风险、营收不及预期的风险等。

## 插图目录

图 1: 石油和化工行业个股数量及占比.....	2
图 2: 石油和化工行业总市值 (亿元) 及占比.....	3
图 3: 石油和化工行业流通 A 股市值 (亿元) 及占比.....	3
图 4: 石油和化工行业平均市值 (亿元) .....	4
图 5: 我国国内生产总值 (GDP) 及同比增速.....	4
图 6: 我国能源消费及同比增速.....	5
图 7: 我国原油供需及对外依存度.....	5
图 8: 我国天然气供需及对外依存度.....	6
图 9: 油价高低与石油化工行业盈利能力关系 .....	7
图 10: Brent 与 WTI 油价走势 .....	8
图 11: 我国成品油供需统计.....	9
图 12: 我国聚乙烯 (PE) 供需统计 .....	9
图 13: 我国聚丙烯 (PP) 供需统计 .....	9
图 14: 我国对二甲苯 (PX) 供需统计.....	10
图 15: 我国乙二醇 (EG) 供需统计 .....	9
图 16: 我国对苯二甲酸 (PTA) 供需统计.....	10
图 17: 石油化工板块营收及增长率.....	11
图 18: 石油化工板块归母净利润及增长率.....	11
图 19: 石油化工板块净资产收益率.....	12
图 20: 石油化工板块销售净利率.....	12
图 21: 石油化工板块资产周转率.....	12
图 22: 石油化工板块权益乘数.....	12
图 23: 年初至今石油化工板块和全部 A 股收益率表现 .....	17
图 24: 2009 年至今石油化工估值相较历史均值变化情况.....	17
图 25: 2009 年至今石油化工估值相较全部 A 股变化情况 .....	18
图 26: 石油化工行业总资产及增长率.....	18
图 27: 石油化工行业固定资产、在建工程.....	18
图 28: 年初以来组合表现 (%) .....	19

## 表格目录

表 1: 核心组合表现.....	19
表 2: 关注组合表现.....	19

### 分析师简介及承诺

**任文坡**，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师、化工组组长、项目经理，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

**林相宜**，南开大学金融硕士、学士，中国注册会计师。曾任职于安永华明会计师事务所。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业和纺织服装行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，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而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn