

石油石化

行业研究/专题报告

受益于油价回升，21H1 营收净利双增

—石油石化行业 2021 年中报业绩总结

专题研究报告/石油石化

2021 年 09 月 09 日

报告摘要：

● 油价观点：供需边际改善，看震荡走势，预计2021年油价中枢为65美元/桶

原油供需边际改善，预计 2021 年油价中枢在 65 美元/桶。供给端看，一方面，欧佩克国家维持月增 40 万桶/日的增产计划，供给增量可控；另一方面，美国原油钻井数量虽有提升，但仍远低于疫情前水平，页岩油供给有限。需求端：2021 年全球经济的持续复苏将带动原油需求的上涨。据 OPEC 8 月份月报预测，2021 年和 2022 年的全球经济增长分别为 5.6% 和 4.2%，经济复苏将有力带动原油需求的提升。库存方面，据 EIA 及 API 统计，截至 8 月 27 日当周，原油库存均环比下降。

● 2021H1 业绩总结：受益于油价回升，营收净利双增

受益于油价回升，2021H1 石油石化行业营收及归母净利润双增。2020 年上半年，受油价回升及疫情逐步控制影响，石油石化行业实现营业收入为 30143 亿元，同比增长 27.1%；实现归母净利润 1273 亿，同比大增 434.9%，归母净利润由负转正，并远高于 2016-2020 年同期的水平。分板块看，2021 年上半年，石油开采、石油化工及油服工程板块分别实现营业收入 12108/16962/1074 亿元，同比+28.9%/+27.3%/+7.7%，均实现正增长；实现归母净利润 549.7/688.9/34.1 亿元，同比+288.3%/+686.0%/+15.6%。

● 投资建议

展望下半年，建议关注 2 条投资主线：(1) 油价回暖及主动补库存背景下，关注大炼化及长丝相关领军企业，推荐东方盛虹、恒力石化、桐昆股份和新凤鸣。(2) 关注价差维持高位、受益行业格局改善的烯烃产业链相关标的，推荐卫星石化和宝丰能源。

● 风险提示

原油价格大幅波动的风险；疫情反复的风险。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 9月8日	EPS			PE			评级
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
000301	东方盛虹	33.70	0.07	0.77	1.54	481.43	43.77	21.88	推荐
600346	恒力石化	28.16	1.92	2.49	2.85	14.67	11.31	9.88	推荐
603225	新凤鸣	21.25	0.43	1.69	2.12	49.42	12.57	10.02	推荐
601233	桐昆股份	26.88	1.52	3.62	4.2	17.68	7.43	6.40	推荐
002648	卫星石化	40.12	1.52	2.28	3.78	26.39	17.60	10.61	推荐
600989	宝丰能源	16.76	0.63	0.97	1.2	26.60	17.28	13.97	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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

研究助理：曾杰煌

执业证号：S0100121070026

电话：0755-22662096

邮箱：zengjiehuang@mszq.com

相关研究

1.【民生石化】石化行业 2020 年报&2021

一季报总结：油价回升，助力行业盈利能力改善

2.【民生石化】2021 年投资策略：关注油价上涨带来的油服、烯烃及长丝投资机会

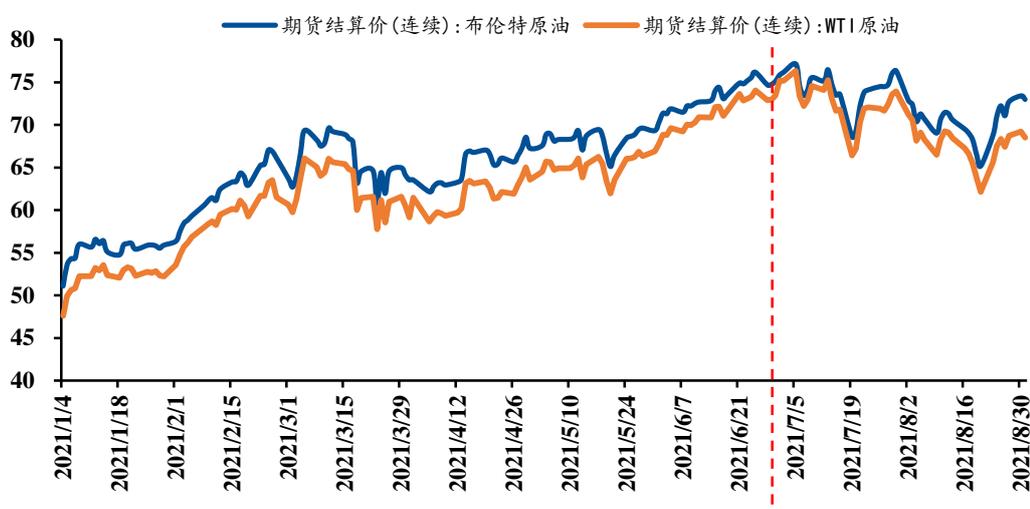
目录

1	油价：供需边际改善，看震荡走势，预计 2021 年布伦特原油中枢为 65 美元/桶	3
2	2021H1 业绩总结：受益于油价回升，营收净利双增	7
2.1	石油开采：受油价回升影响，归母净利润大幅增长	7
2.2	石油化工：21H1 营收同比+27%，净利润大增 686%	9
2.3	油服工程：营收及归母净利润稳步增长	11
3	投资建议	13
3.1	油价回暖及主动补库存背景下，关注大炼化及长丝相关领军企业	13
3.1.1	投资逻辑	13
3.1.2	重点公司观点	15
3.2	关注价差维持高位、受益行业格局改善的烯烃产业链相关标的	17
3.2.1	投资逻辑	17
3.2.2	重点公司观点	17
4	风险提示	20
	插图目录	21
	表格目录	21

1 油价：供需边际改善，看震荡走势，预计 2021 年布伦特原油中枢为 65 美元/桶

回顾：21H1 油价逐步回升，目前呈震荡态势。2021 年初至今，随着新冠疫苗的普及，国际新冠疫情得到有效控制，原油需求迎来复苏，叠加 OPEC 组织的减产政策及美元页岩油钻井数的下降，原油价格迎来复苏态势；布伦特原油从年初的 51.1 美元/桶上涨至 8 月 31 日的 73.0 美元/桶，涨幅达 42.9%，涨幅较大。**分阶段看**，2021 年至今的原油价格可分两阶段看：年初至 7 月底，原油价格呈持续上涨态势；7 月底至今，原油价格呈宽幅震荡走势。

图1：2021 年至今主要油价走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind，民生证券研究院

供需格局仍是影响原油价格中枢的主要因素。原油价格具有商品属性和金融属性，其影响因素涵盖供需、美元等多种。但是，长期来看，原油供需格局仍是影响原油价格的主要因素。其中，需求端的影响因素主要有全球经济增长，特别是中国、美国和印度这三国的经济增长；供给端的影响因素主要有 OPEC+ 的产量及美国页岩油的产量。此外，在关注供需两端的同时还需要关注原油库存的变化，其中以 EIA 原油库存为代表。

需求方面：全球经济的持续复苏将带动原油需求增长。据 OPEC 组织 8 月份月报预测，2021 年和 2022 年的全球经济增长分别为 5.6% 和 4.2%。其中，2021 年，中国、美国、印度、欧元区、日本、巴西和俄罗斯的 GDP 增速分别为 8.5%/6.1%/9.3%/4.7%/2.8%/4.2%/3.2%，除美国和印度的 GDP 增速较 7 月份报告同比下调之外，其他经济体的 GDP 增速均上调或保持一致，这说明 OPEC 组织对 2021 年全球经济持看好的态度。此外，OPEC 对于 2022 年上述经济体的 GDP 增速的预测分别为 6.0%/4.1%/6.8%/3.8%/2.0%/2.5%/2.5%。在对国际经济复苏持乐观态度的同时，我们也需要注意到，新冠疫情的影响、新冠疫苗的接种情况以及各国的通胀压力将是未来影响原油需求复苏的重要不确定因素。

据 OPEC 预计，2021 年全球原油需求将增加 600 万桶/日至 9660 万桶/日。据 OPEC 8 月份月报预测，2021 年全球石油需求将增加约 600 万桶/日，达到平均 9660 万桶/日；其中，OECD

国家合计 4464 万桶/日，Non-OECD 国家合计为 5193 万桶/日。2022 年，世界石油需求预计仍将同比增长约 330 万桶/日，全年达到平均 9986 万桶/日，并且世界石油总需求量有望在 2022 年下半年超过 1 亿桶/日的阈值。

图2: OPEC 组织对于 2021-2022 年原油需求量的预测

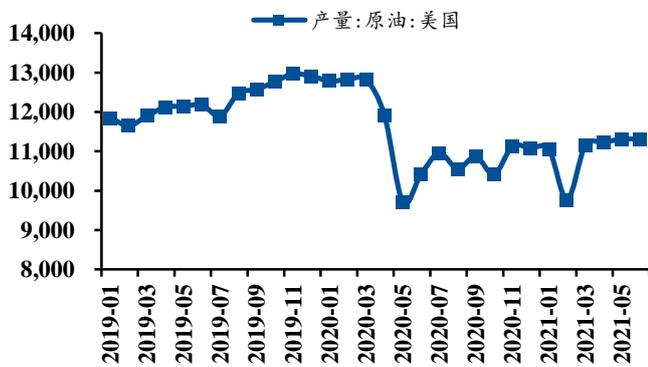
Table 4 - 2: World oil demand in 2022*, mb/d

World oil demand	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	Change 2022/21	
							Growth	%
World oil demand								
Americas	24.31	24.12	25.64	25.72	25.55	25.27	0.95	3.93
of which US	19.93	19.85	20.89	21.11	21.17	20.76	0.83	4.17
Europe	12.99	12.38	13.14	14.01	14.03	13.40	0.41	3.17
Asia Pacific	7.34	7.85	7.26	7.29	7.62	7.51	0.17	2.28
Total OECD	44.64	44.36	46.03	47.02	47.21	46.17	1.53	3.43
China	14.30	13.50	14.75	15.32	15.44	14.76	0.45	3.16
India	4.97	5.28	4.65	5.14	5.88	5.24	0.27	5.35
Other Asia	8.62	8.78	9.29	8.82	8.86	8.94	0.32	3.71
Latin America	6.29	6.39	6.34	6.61	6.56	6.48	0.18	2.89
Middle East	7.99	8.29	8.01	8.49	8.20	8.25	0.26	3.31
Africa	4.27	4.57	4.19	4.28	4.61	4.41	0.14	3.27
Russia	3.57	3.67	3.47	3.62	3.79	3.64	0.07	1.83
Other Eurasia	1.21	1.25	1.28	1.17	1.32	1.25	0.05	3.72
Other Europe	0.70	0.75	0.68	0.69	0.76	0.72	0.02	2.34
Total Non-OECD	51.93	52.48	52.67	54.15	55.41	53.68	1.75	3.37
Total World	96.57	96.83	98.71	101.17	102.62	99.86	3.28	3.40
Previous Estimate	96.58	97.03	98.52	101.17	102.62	99.86	3.28	3.40
Revision	0.00	-0.20	0.19	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Note: * 2021-2022 = Forecast. Totals may not add up due to independent rounding. Source: OPEC.

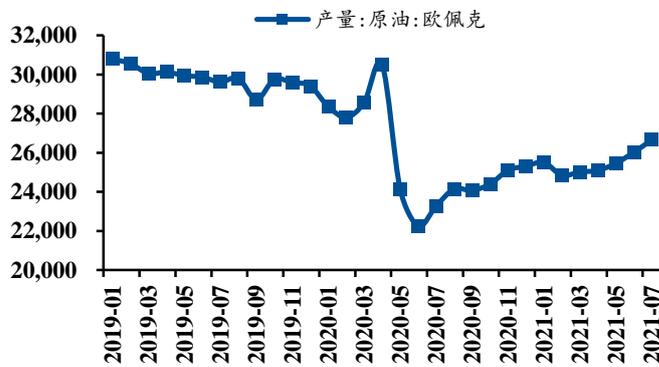
资料来源: OPEC 官网, 民生证券研究院

图3: 美国原油产量 (单位: 千桶/日)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图4: 欧佩克原油产量 (单位: 千桶/日)



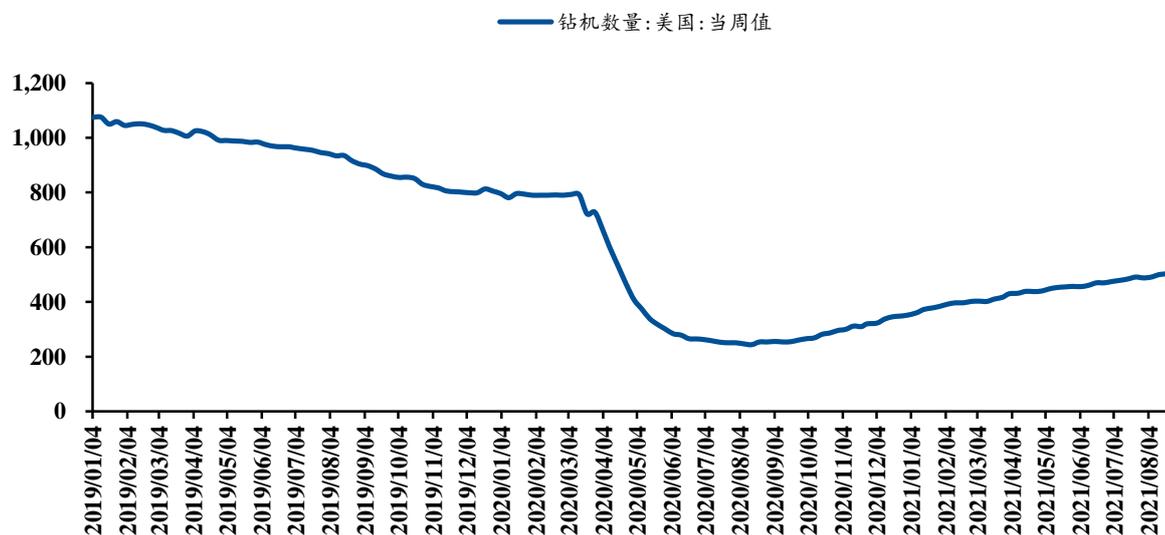
资料来源: Wind, 民生证券研究院

供给方面: 欧佩克国家维持月增 40 万桶/日的增产计划, 供给增量可控。根据 OPEC8 月份报预测, Non-OPEC 国家 2021 年原油供给将增长 110 万桶/日, 达到平均 6400 万桶/日。而对于 OPEC 国家而言, 在 9 月 1 日的 OPEC+会议中, OPEC 成员国一致同意遵守现有的每月逐步增产 40 万桶/日的时间表, 直到 12 月底。整体而言, 2021 年全球原油供给呈上升趋势, 但增量可控。

2021 年 8 月 27 日, 美国原油钻机数量为 508 座, 虽持续回升, 但仍大幅低于疫情前的水平。石油钻机运行数是衡量未来产量的一个先驱指标。2021 年 8 月 27 日, 美国原油钻机数量为 508 座, 较 2020 年同期增长了 254 座, 较 2019 年同期减少了 396 座; 但是, 相比于疫情前

(2020年初)近800座的水平仍有较大差距。因此,就美国页岩油而言,2021年供给增量可控。

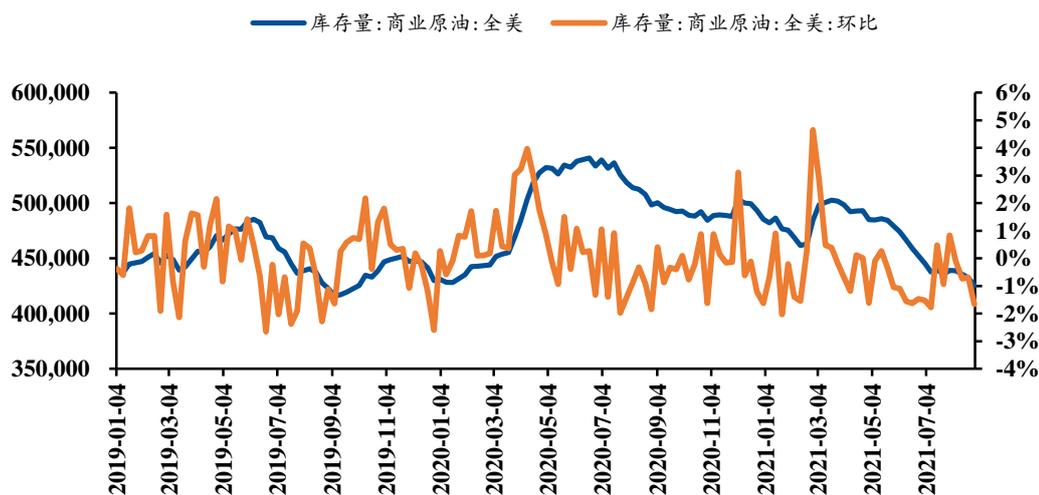
图5: 美国石油钻井运行数(座)



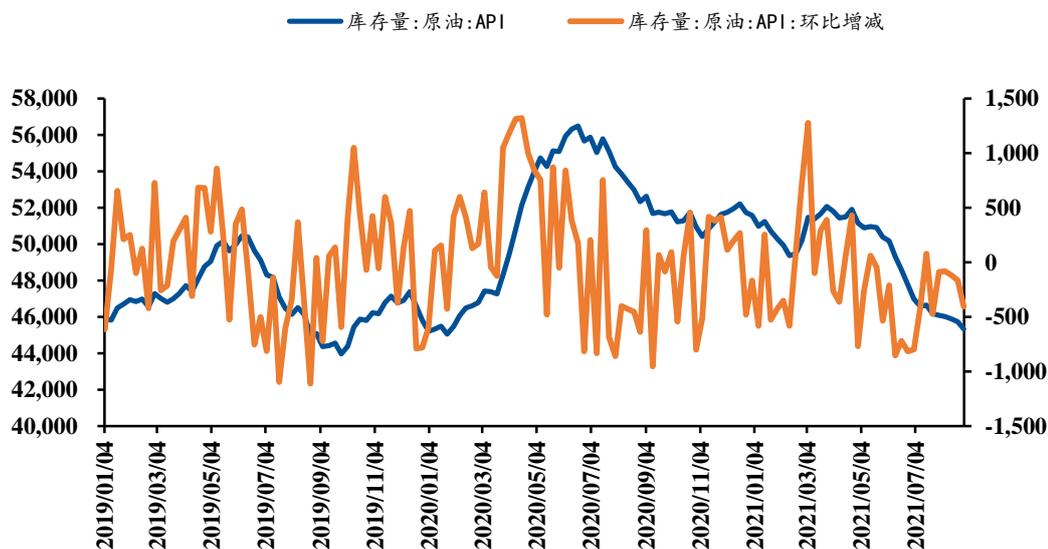
资料来源: Wind, 民生证券研究院

原油库存持续走低,支撑原油价格上行。截至8月27日当周,据EIA统计,全美商业原油库存减少约720万桶至4.254亿桶,环比减少了1.7%,低于近5年同时期均值6%。此外,据API统计,美国原油库存量为4.533亿桶,环比减少404万桶,环比减少0.9%。

图6: EIA 全美商业原油库存量(单位:左轴,千桶;右轴,%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图7: API原油库存量 (单位: 左轴, 万桶; 右轴, 万桶)


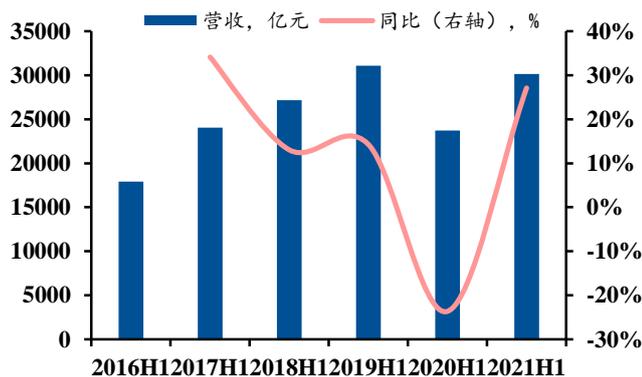
资料来源: Wind, 民生证券研究院

综上所述, 从原油供需格局及库存情况来看, 从目前至 2021 年底, 全球原油供需格局仍将是紧平衡状态, 原油库存或将进一步下降, 对原油价格的支撑作用强。因此, 我们判断, 从现在至 2021 年末, 全球原油供需将处于边际改善态势, 原油价格将呈震荡走势, 预计 2021 年布伦特原油中枢为 65 美元/桶。

2 2021H1 业绩总结：受益于油价回升，营收净利双增

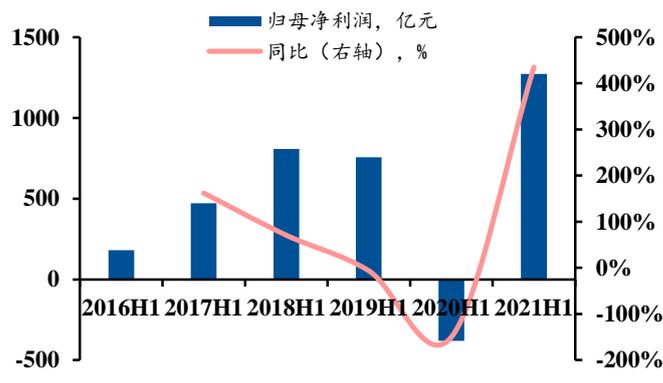
受益于油价回升，2021H1 石油石化行业营收及归母净利双增。根据中信一级行业分类，2020 年上半年，受油价回升及疫情逐步控制影响，石油石化行业实现营业收入为 30143 亿元，同比+27.1%；实现归母净利润 1273 亿，同比+434.9%，归母净利润由负转正，并高于远高于 2016-2020 年同期的水平。

图8：石化板块 H1 营收及增长率（亿，%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

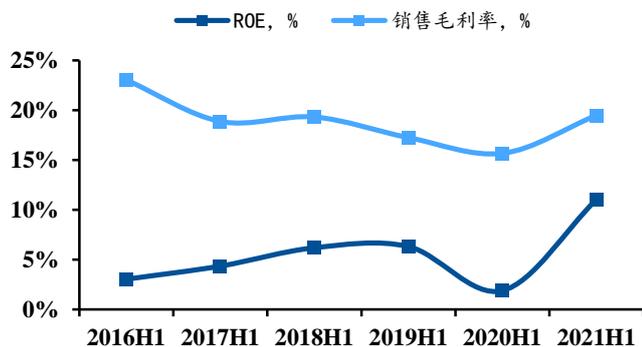
图9：石化板块 H1 净利润及增长率（亿，%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

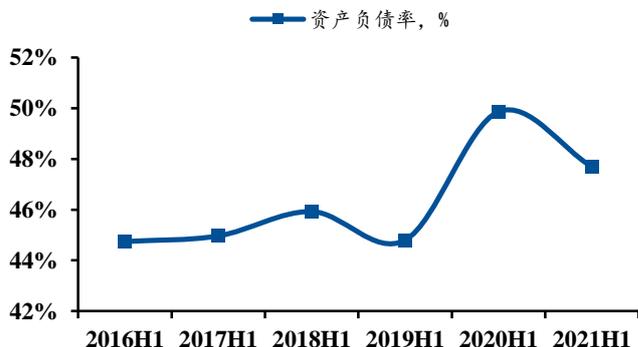
ROE 及毛利率提升，资产负债率改善。 **ROE**：受油价回升影响，2021H1 石油石化行业 ROE 为 11.0%，较 2020 年同期提升 9.1 个百分点，较 2019 年同期提升 4.7 个百分点，处于近六年的最高水平。**销售毛利率**：2021H1 石油石化行业销售毛利率为 19.5%，较 2020 年同期提升 3.8 个百分点，较 2019 年同期亦提升 2.3 个百分点。**资产负债率**：2021H1 石油石化行业资产负债率为 47.7%，较 2020 年同期下降 2.2 个百分点，较 2019 年同期提升 2.9 个百分点。

图10：石化板块毛利率（左轴）及净利率（右轴）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：石化板块资产负债率



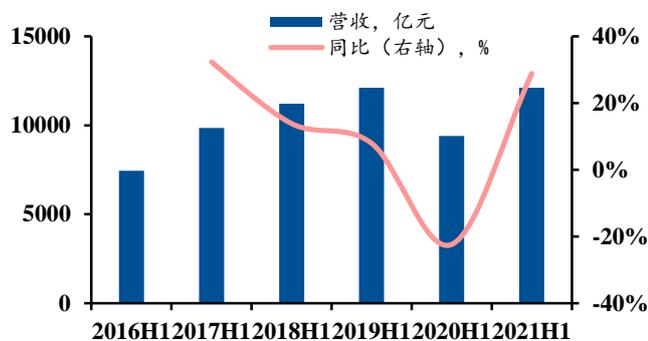
资料来源：Wind，民生证券研究院

2.1 石油开采：受油价回升影响，归母净利润大幅增长

营收稳步增长，归母净利润大幅提升。 **营业收入**：2020H1 石油开采板块实现营收 12108.1 亿元，较 2020 年同期提升 28.9%，已基本恢复至 2019 年的水平。**归母净利润**：2021H1 石油开采板块归母净利润 550 亿元，同比+288.3%，大幅提升，处于近 6 年的最高位置；从近 6 年

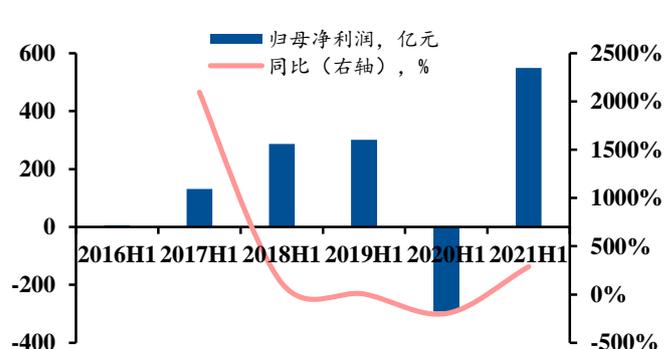
的变化趋势看，石油开采板块归母净利润波动较大。

图12: 石油开采 H1 营收及增长率 (亿, %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

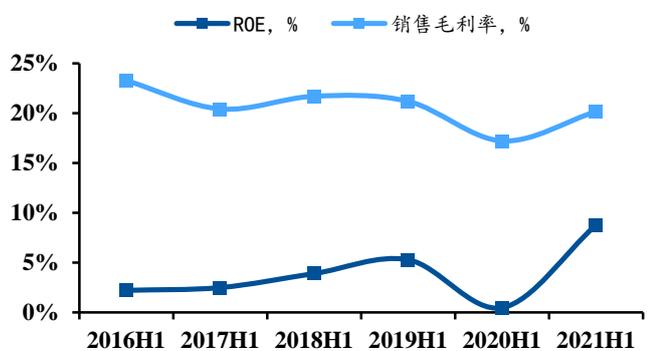
图13: 石油开采 H1 归母净利润及增长率 (亿, %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

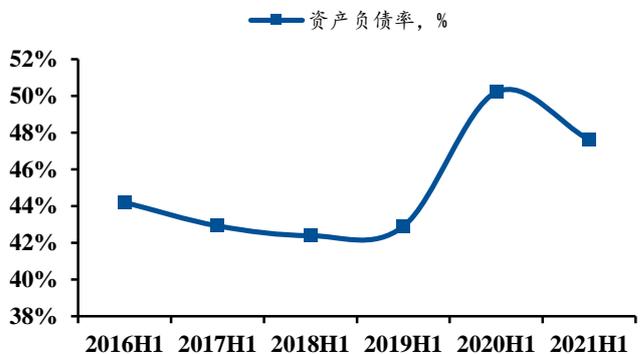
ROE 及毛利率提升，资产负债率改善。 **ROE:** 受油价回升影响，2021H1 石油开采行业 ROE 为 8.8%，较 2020 年同期提升 8.3 个百分点，较 2019 年同期提升 3.8 个百分点，处于近六年的最高水平。**销售毛利率:** 2021H1 石油开采行业销售毛利率为 20.2%，较 2020 年同期提升 3.0 个百分点，较 2019 年同期下降 1.0 个百分点。**资产负债率:** 2021H1 石油开采行业资产负债率为 47.6%，较 2020 年同期下降 2.6 个百分点。

图14: 石化板块毛利率 (左轴) 及净利率 (右轴)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图15: 石化板块资产负债率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

根据中信石化行业分类，石油开采共有 5 家上市公司；其中，2021H1，营收增速最高的为洲际油气的 54.4%，归母净利润增速最高的为中国石油的 276.9%。

表1: 石油开采板块内公司情况

证券代码	证券简称	H1 营收同比增速 (%)	H1 归母净利润同比增速 (%)	ROE%	PE	PB
000968.SZ	蓝焰控股	24.6	-18.2	3.8	101.9	1.9
600256.SH	广汇能源	49.7	118.1	8.0	22.1	2.5
600759.SH	洲际油气	54.4	135.1	1.1	16.6	1.2
600777.SH	新潮能源	-14.4	200.9	2.5	-5.6	1.2
601857.SH	中国石油	28.8	276.9	4.3	9.1	0.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院

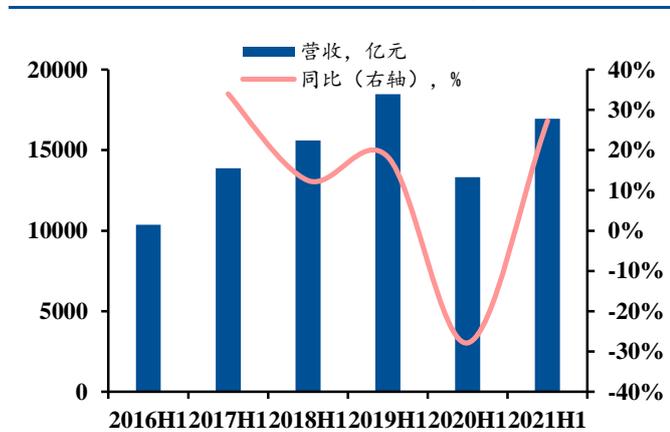
注: PE、PB 以 2021 年 9 月 3 日的收盘价为基准

展望下半年, 我们判断, 石油开采板块盈利能力将继续提升。石油开采板块的订单情况与油价的正相关性较强, 且其对油价的弹性大, 因此, 根据我们判断, 下半年随着油价的高位震荡, 石油开采板块盈利水平有望继续保持。

2.2 石油化工: 21H1 营收同比+27%, 净利润大增 686%

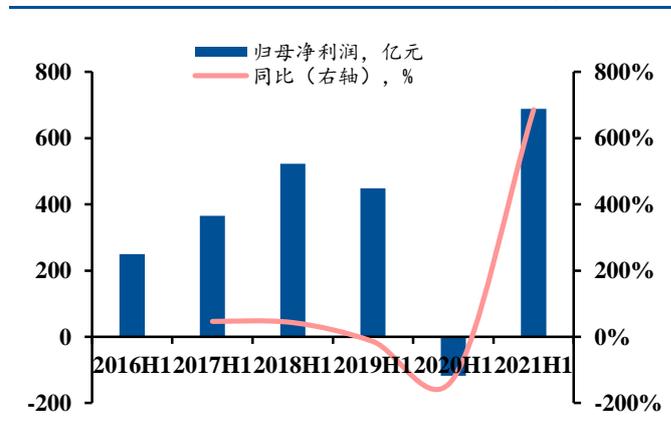
营收稳步增长, 归母净利润大幅提升。营业收入: 2020H1 石油化工板块实现营收 16961.6 亿元, 较 2020 年同期提升 27.3%, 但较 2019 年同期下降 8.2%, 营收呈复苏趋势, 但仍未恢复至疫情前水平。**归母净利润:** 2021H1 石油化工板块归母净利润 688.9 亿元, 同比+686.0%, 大幅提升, 处于近 6 年的最高位置。

图16: 石油化工 H1 营收及增长率 (亿, %)



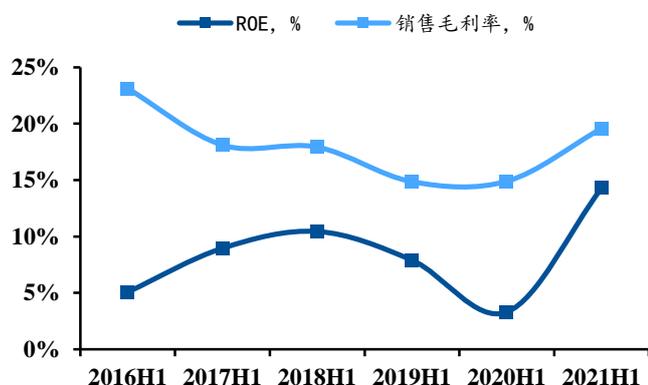
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图17: 石油化工 H1 归母净利润及增长率 (亿, %)

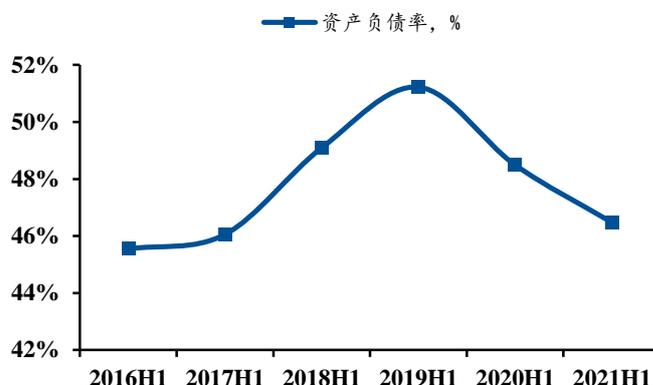


资料来源: Wind, 民生证券研究院

ROE 及毛利率提升, 资产负债率改善。ROE: 2021H1 石油化工行业 ROE 为 14.3%, 较 2020 年同期提升 11 个百分点, 较 2019 年同期提升 6.4 个百分点, 处于近六年的最高水平。**销售毛利率:** 2021H1 石油化工行业销售毛利率为 19.6%, 较 2020 年同期提升 4.7 个百分点, 较 2019 年同期上升 4.7 个百分点。**资产负债率:** 2021H1 石油化工行业资产负债率为 46.5%, 较 2020 年同期下降 2 个百分点。

图18: 石油化工上半年 ROE 及毛利率 (%)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图19: 石油化工上半年资产负债率 (%)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

受益于油价回升及疫情控制, 石油石化板块绝大部分公司均实现营收及净利的双增。其中, 2021H1, 营收增速最高的为渤海化学的 141.6%, 归母净利润增速最高的为东方盛虹的 1720.3%。

表2: 石油化工板块内公司情况

证券代码	证券简称	H1 营收同比增速 (%)	H1 归母净利润同比增速 (%)	ROE%	PE	PB
000059.SZ	华锦股份	40.5	204.5	5.1	7.2	0.9
000096.SZ	广聚能源	19.1	52.0	1.5	32.7	1.6
000159.SZ	国际实业	141.6	-22.0	2.4	54.2	1.8
000301.SZ	东方盛虹	65.4	1,720.3	6.2	113.8	8.8
000554.SZ	泰山石油	19.2	1,272.3	0.2	261.1	2.5
000637.SZ	茂化实华	18.0	99.7	2.7	87.3	2.5
000698.SZ	沈阳化工	58.4	292.2	8.9	6.0	1.3
000703.SZ	恒逸石化	54.6	17.0	8.9	12.9	1.7
000819.SZ	岳阳兴长	7.3	199.7	1.4	40.3	2.4
000985.SZ	大庆华科	14.7	233.3	0.8	81.1	2.8
002206.SZ	海利得	48.0	187.6	10.0	28.9	4.3
002221.SZ	东华能源	-13.3	8.9	7.1	16.4	1.9
002254.SZ	泰和新材	95.2	255.0	12.8	27.6	4.7
002408.SZ	齐翔腾达	79.1	208.9	14.2	14.2	2.4
002476.SZ	宝莫股份	13.1	-41.0	1.0	332.7	3.0
002493.SZ	荣盛石化	67.9	104.7	16.5	18.7	4.7
002778.SZ	中晟高科	22.9	200.9	8.9	20.6	4.1
002986.SZ	宇新股份	10.3	86.4	5.6	80.7	3.4
300135.SZ	宝利国际	75.5	105.7	0.1	76.1	2.2
300839.SZ	博汇股份	-3.0	-62.3	2.0	106.8	3.9
300876.SZ	蒙泰高新	18.9	17.3	5.6	35.4	3.9
600028.SH	中国石化	22.1	270.2	5.2	5.6	0.7
600346.SH	恒力石化	55.3	56.7	17.8	11.6	3.8
600387.SH	ST海越	16.9	-34.7	0.7	40.4	0.8
600688.SH	上海石化	4.1	172.5	4.2	11.3	1.4
600800.SH	渤海化学	141.6	180.6	3.1	14.3	1.9

600856.SH	ST 中天	59.1	38.6	-	-5.1	-18.3
601233.SH	桐昆股份	41.4	309.6	14.6	9.4	1.8
603225.SH	新凤鸣	74.6	561.2	10.3	17.0	2.3
603353.SH	和顺石油	100.3	-8.6	3.7	24.4	2.5
603798.SH	康普顿	39.4	22.9	7.8	17.5	2.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院

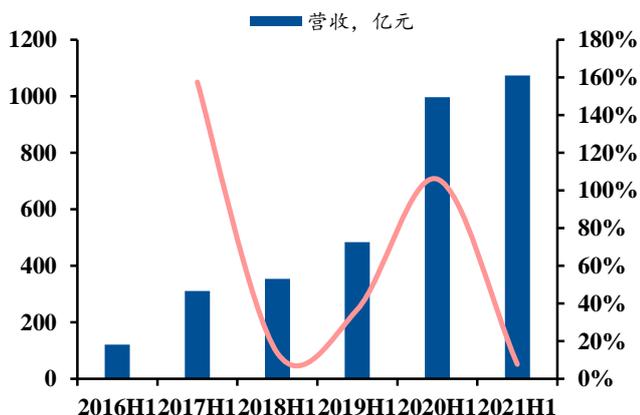
注: PE、PB 以 2021 年 9 月 3 日的收盘价为基准

展望下半年, 我们判断, 石油石化板块盈利能力将继续提升。由于石油石化板块的收入与油价的正相关性较强, 因此, 根据我们判断, 下半年随着油价的高位波动, 石油石化板块盈利水平有望继续保持。

2.3 油服工程: 营收及归母净利润稳步增长

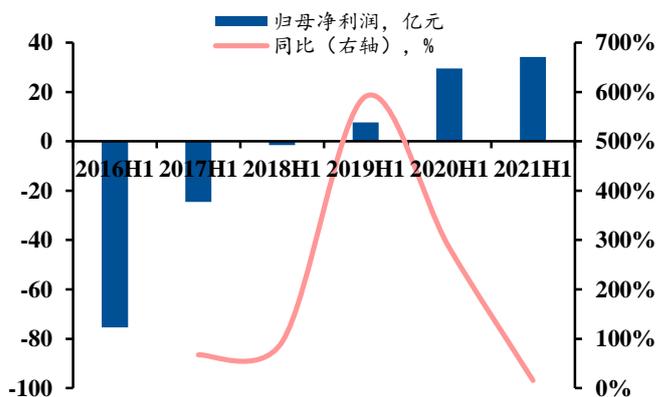
营收同比+7.7%, 归母净利润同比+15.4%。营业收入: 2020H1 油服工程板块实现营业收入 1073.5 亿元, 较 2020 年同期提升 7.7%, 但较 2019 年同期+121.9%, 营收持续稳步增长。**归母净利润:** 2021H1 油服工程板块归母净利润 34.1 亿元, 同比+15.6%, 处于近 6 年的最高位置。

图20: 油服工程上半年营收及增长率 (亿, %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

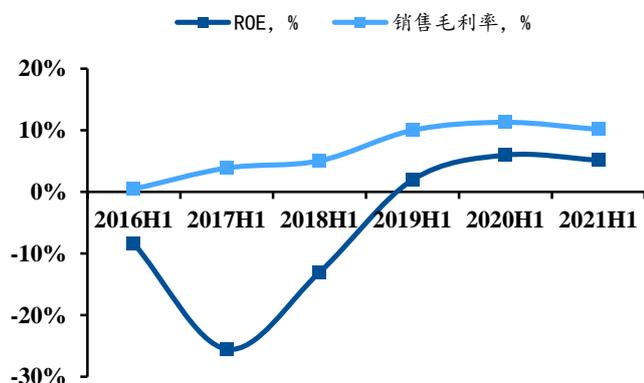
图21: 油服工程上半年归母净利润及增长率 (亿, %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

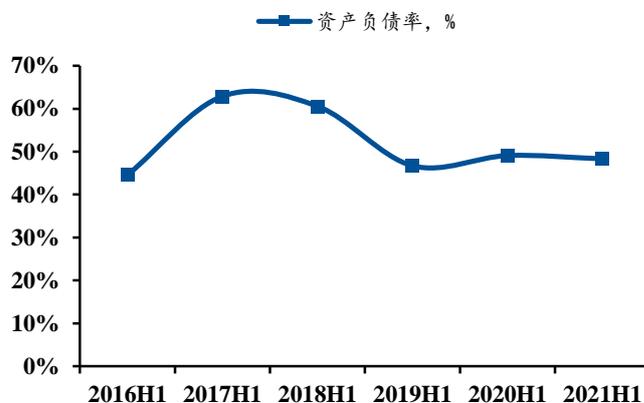
ROE 及毛利率略有下降, 资产负债率改善。ROE: 2021H1 油服工程行业 ROE 为 5.1%, 较 2020 年同期下降 0.9 个百分点, 较 2019 年同期提升 3.2 个百分点。**销售毛利率:** 2021H1 油服工程行业销售毛利率为 10.1%, 较 2020 年同期下降 1.2 个百分点, 较 2019 年同期上升 0.1 个百分点。**资产负债率:** 2021H1 石油化工有限公司资产负债率为 48.3%, 较 2020 年同期下降 0.8 个百分点。

图22: 油田服务上半年 ROE 及毛利率 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图23: 油田服务上半年资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2021 年上半年, 油服工程板块中, 营收增速最高的为博迈科的 106.4%, 归母净利润增速最高的为海油工程的 264.1%。

表3: 油服工程板块内公司情况

证券代码	证券简称	H1 营收同比增速 (%)	H1 归母净利润同比增速 (%)	ROE%	PE	PB
002828.SZ	贝肯能源	-1.7	-13.7	2.8	81.2	1.7
300384.SZ	三联虹普	-6.7	2.5	4.7	44.0	3.7
600339.SH	中油工程	15.4	74.2	1.9	15.8	0.7
600378.SH	昊华科技	32.0	29.9	6.3	38.0	4.3
600583.SH	海油工程	15.2	264.1	1.8	20.1	0.9
600871.SH	石化油服	0.4	23.6	5.2	287.5	5.8
600968.SH	海油发展	15.9	27.2	3.6	16.9	1.4
601808.SH	中海油服	-12.2	-53.2	2.1	37.6	1.7
603619.SH	中曼石油	-16.1	115.6	1.0	-14.8	2.6
603727.SH	博迈科	106.4	244.9	5.8	25.5	2.4
603800.SH	道森股份	32.0	-8,046.9	-4.5	-88.0	3.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: PE、PB 以 2021 年 9 月 3 日的收盘价为基准

看好油价的复苏带来的油服工程行业的盈利提升。从传导逻辑看, 油价的上升带动上游石油勘探、开采公司资本开支的增加, 进而带动油服工程行业的营收增长。油田服务行业虽然处在整个石化产业链的偏上游, 但是处于油价的后周期; 油服公司的业绩与油价正相关, 但是通常要落后油价。展望未来, 随着油价中枢的上移以及国家为了保障能源安全要求, 以中国石油为代表的“三桶油”资本开支逐年增加, 进而带来油服工程项目订单的增长, 最终将驱动油服行业的行业业绩增长。

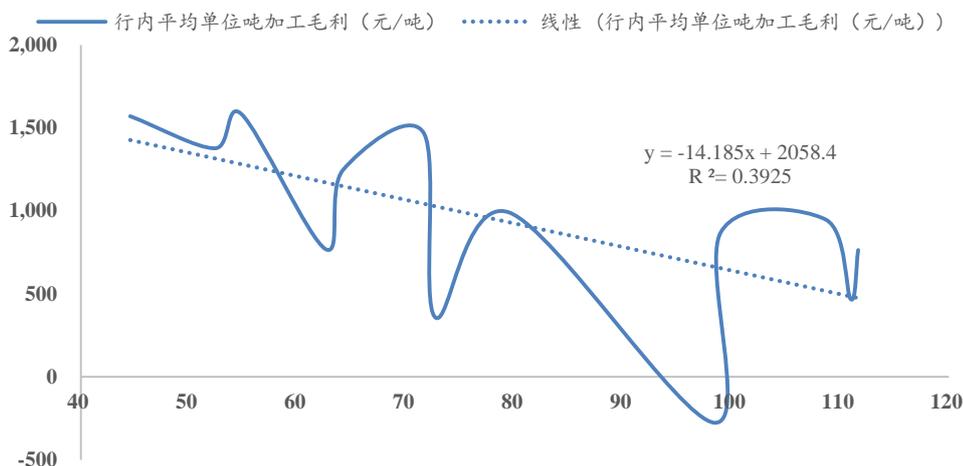
3 投资建议

3.1 油价回暖及主动补库存背景下，关注大炼化及长丝相关领军企业

3.1.1 投资逻辑

原油价格在 45 美元/桶~70 美元/桶时，单位吨加工毛利较高。我们选取了中国石油、中国石化和上海石化为可比公司来评估公司炼化一体化项目盈利；以布伦特原油价格为横坐标，行内炼化项目单位吨加工毛利为纵坐标，可以得到炼化项目单位吨加工毛利与原油价格的走势图。从图中我们可以发现，单吨炼化毛利与原油价格基本呈线性反比关系，即单吨炼化毛利随着原油价格的上升而下降。此外，我们可以看到，当原油价格在 45 美元/桶~70 美元/桶时，单位吨加工毛利处于较高的区间内。

图24: 炼化项目单位吨加工毛利（纵轴）随布伦特原油价格（横轴，美元/桶）走势图

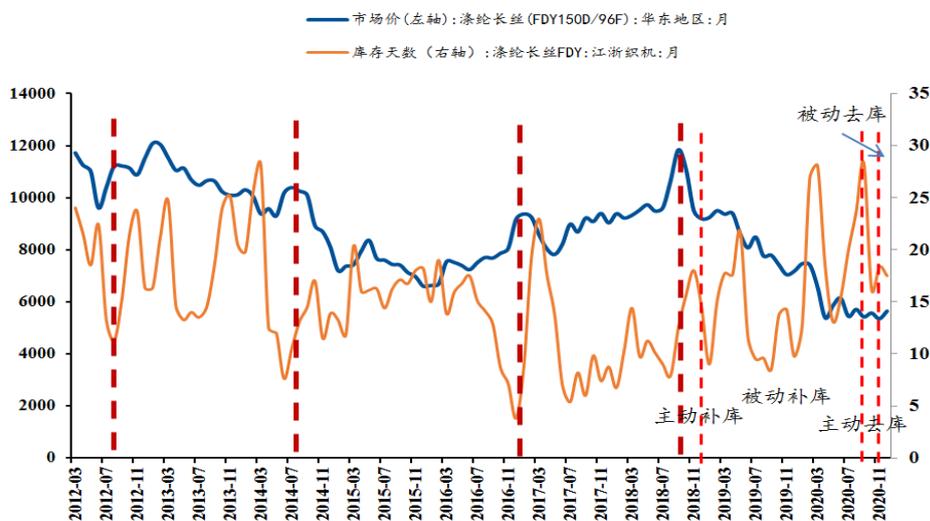


资料来源：Wind，民生证券研究院

看好布伦特原油价格在 65 美元/桶中枢波动，建议关注大炼化相关企业。根据我们前文的分析，我们认为 2021 年布伦特原油价格将在 65 美元/桶的震荡，而该油价位于炼化项目单位吨加工毛利最高的区间之内。因此，我们建议关注单线规模及效益都占优的民营大炼化项目。

根据历史数据划分，涤纶长丝库存周期平均时长为 24 个月。我们选取了 FDY 市场价格和 FDY 库存天数作为我们划分库存周期的指标；其中，价格上行代表需求向好，库存天数上行代表库存积压。根据划分，从 2012 年 8 月至今，涤纶长丝行业共经历了 3 个完整的库存周期，目前进入第 4 个周期，平均周期持续时间为 24 个月。

图25: 涤纶长丝库存周期划分(元/吨, 月)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表4: 涤纶长丝库存周期各阶段

时间	主动补库	被动补库	主动去库	被动去库
2012.08-2014.06	2012.08-2013.02	2013.02-2014.02	2014.02-2014.04	2014.04-2014.06
2014.06-2016.11	2014.06-2015.04	2015.04-2015.12	2015.12-2016.01	2016.01-2016.11
2016.11-2018.08	2016.11-2017.01	2017.01-2017.03	2017.03-2017.05	2017.05-2018.08
2018.08 至今	2018.08-2018.11	2018.11-2020.09	2020.09-2020.11	2020.12 至今

资料来源: 民生证券研究院整理

表5: 涤纶长丝库存周期各阶段持续时长

时间	主动补库	被动补库	主动去库	被动去库	本次库存周期持续时长(月)
2012.08-2014.06	6	12	2	2	22
2014.06-2016.11	10	8	1	10	29
2016.11-2018.08	2	2	2	15	21
2018.08 至今	3	22	2	2+	29+
平均时长	5.3	11	1.8	9	24

资料来源: 民生证券研究院整理

从历史数据看, 涤纶长丝行业将于 2021 年下半年进入主动补库存阶段, 建议关注长丝领军企业。根据对历史库存周期的划分, 我们认为本轮涤纶长丝库存周期主动去库存阶段从 2020 年 9 月到 2020 年 11 月, 之后进入被动去库存阶段。根据历史数据统计, 历史上一个涤纶长丝库存周期平均持续时长为 24 个月, 且历史上库存周期中被动去库存阶段周期平均时长为 9 个月, 据此我们可以推测, 涤纶长丝行业预计将于 2021 年下半年进入主动补库存阶段。一般而言, 被动去库存和主动补库存阶段均为行业景气度持续上行阶段, 行业有望进入持续赚钱的“好日子”。因此, 根据涤纶长丝库存周期判断, 行业未来景气度有望持续上行, 建议关注涤纶长丝行业领军企业。

3.1.2 重点公司观点

(1) 东方盛虹：核心业务为涤纶长丝、大炼化和 EVA

受低基数及长丝高景气影响，2021H1 业绩高增长。收入端：公司上半年营收高增长，主要系两点原因：一是受疫情影响，2020 年上半年营收基数低；二是长丝高景气度，产品价格高。分业务看，2021H1，化纤（长丝等）、石化（PTA）和热电业务收入分别为 92.5/30.5/4.3 亿元，同比+41.5%/+135.0%/+45.7%，均实现高增长。毛利率：2021H1 公司综合毛利率为 13.5%，较去年同期的 5.5% 上涨了 8.0 个百分点，其中，化纤、石化和热电毛利率分别为 19.3%/3.2%/25.1%，同比+13.6%/+6.5%/-12.5%，化纤及 PTA 业务毛利率大幅提升。

聚酯板块：看好长丝高景气度带来的行业盈利能力提升。从四个角度判断，涤纶长丝高景气度仍将延续，行业高盈利有望保持。（1）从景气度指数判断：根据柯桥原料类涤纶、服装面料类涤纶和下游坯布三种涤纶长丝景气度相关指数判断，当前，涤纶长丝景气度高于 50% 的历史平均位，并趋势向上。（2）从库存周期看：涤纶长丝预计于 2021 年下半年进入主动补库存阶段，量价齐升可期。（3）从长丝盈利能力判断：根据 POY、FDY 和 DTY 三个产品的吨净利变化趋势判断，涤纶长丝处于盈利能力提升结算，高景气正当时。（4）从其他相关指标判断：根据同比指标-布伦特原油价格、PTA 价格及纯涤纱价格，领先指标-柯桥纺织市场景气指数（涤纶）判断，涤纶长丝价格处于上涨趋势中。

看好炼化投产及收购并表斯尔邦后，公司业绩大幅提升。我们认为，东方盛虹未来 1-2 年的业绩增长点有：（1）盛虹炼化 1600 万吨炼化项目满产后有望带来超 100 亿元净利：盛虹炼化 1600 万吨项目预计于 2021 年底投产，根据测算，在 70 美元/桶的油价下，盛虹炼化 1600 万吨项目满产后可获得净利润 102 亿元。（2）收购并表斯尔邦石化：一方面，斯尔邦拥有 30 万吨 EVA 产能（其中光伏 EVA 占比近 70%），将持续受益于光伏行业未来高增长带来的需求增加，而供不应求的格局保障了斯尔邦 EVA 业务的高盈利。另一方面，二期项目的投产将使斯尔邦成为国内产能最大的丙烯酸企业，同时带来业绩的增长。根据测算，以 2021 年各产品的市场均价为计算依据，斯尔邦一期可贡献净利 40 亿元，二期满产后可贡献净利 15.4 亿元。

(2) 恒力石化：核心业务为涤纶长丝和大炼化

受益于新增产能达产，公司业绩高增长。乙烯及 PTA 项目达产，公司业绩高增长。收入端，公司 2021 年上半年实现营收高增长，主要系恒力化工 150 万吨乙烯项目和 2 套 250 万吨 PTA 项目分别于 2020 年年中及下半年投产，并经过 2020 年下半年的产线调试及产量爬坡，至 2021 年初已全部满产并贡献业绩增量。毛利率方面，公司 2021H1 毛利率为 15.3%，较去年同期的 19.5% 下降了 5.2 个百分点，主要系原油等原材料价格上涨及运输费用转记至营业成本中的影响。

完善中上游产业，做大化工原材料平台。（1）公司为行业内首家实现从“原油-芳烃、烯烃-PTA、乙二醇聚酯新材料”全产业链一体化经营发展的企业：公司在中上游业务板块已构筑形成以 2000 万吨炼化为起点，芳烃、烯烃“双轮”驱动的化工原料平台；芳烃环节，原料包括 450 万吨 PX、96 万吨纯苯、40 万吨醋酸和 1160 万吨 PTA；烯烃环节，原料包括 180 万

吨乙二醇、85万吨聚丙烯、72万吨苯乙烯、40万吨高密度聚乙烯和14万吨丁二烯。此外，公司已布局的中上游产品基本为国内紧缺且附加值高的高端化工产品与原材料，这为公司未来持续开辟聚酯、类聚酯、精细化工与新材料业务打下了坚实的原材料平台基础。(2) 投建惠州500万吨PTA项目，继续做大中上游化工原材料平台：公司于2020年10月在惠州大亚湾石化园区启动了年产500万吨PTA项目建设，项目建成后，公司PTA产能将扩张至1660万吨/年；同时，该项目技术先进，采用了最新的英威达P8+技术，利于降低原料单耗与综合运行成本，增强PTA业务的竞争优势。

多方向扩展下游精细化工及新材料品类，做精做强下游产品。差异化聚酯纤维领域：公司现有民用长丝产能360万吨，位列全国前五，工业涤纶长丝产能40万吨，位列全国第二。在此基础上，公司继续加码差异化聚酯纤维，于2021年6月启动恒科三期150万多功能纺织新材料新项目的建设；此外，德力二期120万吨民用丝与苏州本部140万吨工业丝新产能也正处于项目规划阶段。功能性薄膜与工程塑料领域：现有产能方面，公司拥有功能性薄膜26.6万吨、工程塑料24万吨及3.3万吨的可降解塑料；同时，2021年内，公司在建的12万吨功能性薄膜及3万吨工程塑料/PBS类改性将陆续投产。此外，大连长兴岛45万吨可降解塑料项目和苏州汾湖80万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目也处于建设当中。公司依托以炼化为基础的的中上游原材料平台，积极布局高端、差异化的下游化工品，做深、做精和做强烯烃、芳烃衍生品，向着世界一流的平台型化工新材料研发与制造企业的发展方向不断迈进。

(3) 新风鸣：核心业务为涤纶长丝

受益于产能扩张及长丝高景气度，2021H1 营收高增长，毛利率显著提升。营收高增长，毛利率显著提升。收入方面，公司2021Q2单季度实现营收128.6亿元，同比+51.3%，连续三个季度实现高增长，主要系新增长丝产能投产带来的业绩增量以及原油价格回升带来长丝产品销售单价上涨所致。毛利率方面，2021年上半年的毛利率为10.7%，较去年同期的5.2%上涨了5.5个百分点，主要系长丝景气度回升带来产品价差扩大影响。

行业逻辑：继续看好长丝高景气度驱动行业盈利能力的提升。(1) 从景气度指数判断：根据柯桥原料类涤纶、服装面料类涤纶和下游坯布三种涤纶长丝景气度相关指数判断，当前，涤纶长丝景气度高于50%的历史平均位，并趋势向上。(2) 从库存周期看：涤纶长丝预计于2021年下半年进入主动补库存阶段，量价齐升可期。(3) 从长丝盈利能力判断：根据POY、FDY和DTY三个产品的吨净利变化趋势判断，涤纶长丝处于盈利提升阶段，高景气正当时。(4) 从其他相关指标判断：根据同步指标-布伦特原油价格、PTA价格及纯涤纱价格，领先指标-柯桥纺织市场景气指数(涤纶)判断，涤纶长丝价格将有望继续保持上行趋势。

公司逻辑：看好产能扩张带来业绩持续增长。产能持续扩张，公司业绩有望持续高增长。聚酯方面：短期看，根据公司公告，2021年内公司预计新增130万吨的长丝产能及60万吨的涤纶短纤产能，即2021年底公司将拥有涤纶长丝产能630万吨和涤纶短纤产能60万吨，合计690万吨，较2020年末的500万吨增长了38%；长期看，公司计划在“十四五”期间将长丝产能提升至1000万吨，较2020年末翻番。PTA方面：截至目前，公司PTA实际产能达500万吨，并且已规划了400万吨的PTA项目，预计到2024年，公司PTA产能将达到1000万

吨。公司基于“两洲两湖”基地和“两个 1000 万吨”目标，持续推进新产能投产，提高市占率，提高规模效益，提升行业竞争力。

(4) 桐昆股份：核心业务为涤纶长丝

营收高增长，毛利率大幅提升，浙石化贡献近一半利润。收入方面，公司 2021Q2 单季度实现营收 190.5 亿元，同比+39.6%，主要系原油价格回升带来聚酯产品价格上涨及新产能投产所致。毛利率方面，公司 2021 年上半年的毛利率为 7.0%，较去年同期的-5.7%提升了近 13 个百分点，主要系长丝景气度回升带来价差扩大所致。浙石化贡献 22.75 亿元投资收益：2021 年上半年，浙石化一期工程实现稳定满负荷运行，二期工程顺利开车，盈利能力逐步提升，为公司贡献了 22.75 亿元的投资收益，构成了公司利润来源的重要部分。

长丝高景气驱动盈利能力提升，浙石化将继续贡献丰厚投资收益。短期来看，公司业绩增长点将来源于两块：(1) 浙石化二期产能爬坡带来的投资收益的增加：浙石化二期第一批装置于 2020 年 11 月投产，目前二期项目常减压装置、乙烯装置及部分下游装置处于试运行阶段，其余装置的试车工作正在稳步推进。根据浙石化一期从投入运营到满产的时间为半年左右推测，浙石化二期预计将于 2021 年下半年达到满负荷运行，将继续为公司带来丰厚的投资收益。**(2) 涤纶长丝高景气度驱动公司盈利能力继续提升：**我们分别从景气度指数判断、从库存周期看、长丝盈利能力和其他同步及领先相关指标判断，2021 年下半年涤纶长丝景气度将持续上行，公司作为国内涤纶长丝行业的领军者，将深度受益景气度向好带来的盈利增加。

产能扩张将带来盈利的持续增长，产业链完善驱动竞争力提升。中长期来看，通过扩张产能和完善涤纶产业链，公司将“保质”“保量”地成长。(1) 进一步扩张涤纶长丝产能，实现“保量”增长：截至 2020 年末，公司拥有涤纶长丝产能 830 万吨，PTA 产能 420 万吨，连续十多年来在国内及国际市场实现产量及销量第一，涤纶长丝的国内市场占有率约 20%，全球占比超 12%；并且，随着公司拟在建项目在未来地逐步投产，公司的涤纶长丝产能将达到 1420 万吨，PTA 产能将达到 920 万吨。**(2) 完善涤纶产业链，增加抗风险能力，实现高质量、持续增长：**大炼化背景下，公司收购浙石化 20% 权益，对应 160 万吨 PX 产能和 74 万吨 MEG 产能，随着浙石化二期的投产，公司完成了涤纶产业链的最后一块拼图，大大降低公司原料的对外依赖度，提升盈利能力的同时增强了抗风险能力。

3.2 关注价差维持高位、受益行业格局改善的烯烃产业链相关标的

3.2.1 投资逻辑

关注价差维持高位的烯烃产业链相关标的。受益于供需格局的改善，部分烯烃产品价差持续扩大，行业盈利能力提升，建议关注深耕 C3 产业链并布局 C2 产业链的卫星石化以及具有成本优势的煤制烯烃领军企业宝丰能源。

3.2.2 重点公司观点

(1) 宝丰能源

营收快速增长，毛利大幅提升，现金流情况良好。收入端：分产品，烯烃产品营收为 54.4

亿元，增幅为 23.15%，焦炭产品营收为 39.3 亿元，增幅为 67.52%，精细化工产品营收达 10.6 亿元，同比增长 45.28%。毛利率：公司上半年综合毛利率为 51.6%，较去年同期的 40.2% 增长了 11.4 个百分点，主要系甲醇自产后使得成本增幅低于产品价格增幅影响。现金流：2021 年上半年实现经营性现金流量净额 35.2 亿元，同比增长 36.9%，现金流情况较好。

公司成本优势凸显，产能扩张打开盈利天花板。公司成本优势显著：相较于油制烯烃，由于我国煤炭资源丰富，煤制烯烃工艺的原料供应稳定，且国内煤制烯烃装置大部分位于煤矿附近，运输距离较油制烯烃短，运输成本大大缩减。相较于煤制烯烃同行业企业，公司具备工艺技术先进（原料消耗低）、项目投资成本低（折旧低）、运营优势和规模优势，公司聚烯烃 2020 年的平均成本为 3693 元/吨，而中煤能源和中国神华的同期成本分别为 4985 元/吨和 4625 元/吨，公司成本优势明显。

产能扩张打开盈利天花板：烯烃产品方面，截至 2021 上年度，公司煤制烯烃产能为 120 万吨/年，占国内总产能的 10%。后续随着宁夏三期 100 万吨/年项目、四期项目和内蒙项目 400 万吨/年项目的投建，公司未来总产能将超 620 万吨/年。焦炭方面，公司目前焦炭产能为 400 万吨，而 300 万吨/年煤焦化多联产项目预计 2021 年底完工，届时焦炭产能将达 700 万吨。

新材料与绿氢双轮驱动，产品高端化与低碳化并行。新材料方面，公司宁夏现有园区三期项目包含 25 万吨/年 EVA 的高端产能，预计在 2023 年投产，EVA 被广泛应用于发泡材料、电线电缆、光伏封装膜等领域，国内该产品的进口依赖度为 60%，需求旺盛。绿氢方面，公司于 2019 年启动电解水制氢储能及综合应用示范项目，该项目采用单台产能 1000 标方/小时的高效碱性电解槽制氢设备，并配套相应的氢气压缩与储存设备，可年产 2.4 亿标方“绿氢”和 1.2 亿标方“绿氧”，目前已经有 10 台投入运营，计划今年年底前全部建成投产；改项目预计年可新增减少煤炭资源消耗约 38 万吨、年新增减少二氧化碳排放约 66 万吨、年新增消减化工装置碳排放总量的 5%，综合效益显著。

（2）卫星石化

受益于 C2 化学品项目投产及 C3 化学品板块量价齐升，业绩高增长。2021 年上半年公司盈利实现高增长，主要原因有：（1）C2 化学品项目投产带来业绩增长：连云港石化公司一期项目（C2 化学品项目）于 2021 年 5 月投产，新增聚乙烯、环氧乙烷和乙二醇销售收入 15.3 亿元，新增毛利 5.6 亿元。（2）C3 化学品板块量价齐升：受益于年产 36 万吨丙烯酸及 30 万吨丙烯酸酯项目一阶段在 2021Q1 的顺利投产及 C3 大宗化工品涨价，公司 C3 业务迎来量价齐升。

加码 C3 产业链布局，巩固行业领先地位。公司持续加码 C3 产业链布局，规模化优势凸显。截至目前，公司拥有产能丙烯 90 万吨、聚丙烯 45 万吨、丙烯酸及酯 171 万吨、双氧水 22 万吨；此外，公司于 2021 年 3 月 20 日公告，拟新建 80 万吨 PDH、80 万吨丁辛醇、12 万吨新戊二醇及配套装置，预计将于 2024 年投产，届时公司 C3 产业链产能将进一步增加，行业领军者地位进一步得到夯实，规模效应逐步显现。

投产 C2 大宗化工品，布局新能源化工新材料，打开成长新空间。公司逐步投产 C2 化学

品，并进一步布局新能源新材料，未来可期。据公告，公司连云港石化公司 C2 项目一阶段于 2021 年 5 月开车成功，同时项目二阶段已进入安装阶段，预计将于 2022 年中期建成投产，预计将为带来巨大的业绩增量。此外，公司依托 C2、C3 产业链平台，围绕新能源行业，布局化学新材料，计划于 2022 年建成以环氧乙烷与二氧化碳加成反应生产电池级碳酸乙烯酯(EC)、碳酸二甲酯(DMC)、碳酸二乙酯(DEC)、碳酸甲乙酯(EMC)等装置。同时，公司利用大量副产绿氢，推进在氢能开发及利用等方面的合作与布局，利用双氧水在江浙地区光伏产业市场份额占比超过 50%，进一步扩大双氧水在半导体、光伏等行业影响力。

4 风险提示

原油价格大幅波动的风险；疫情反复的风险。

原油价格大幅波动的风险：原油属于石油石化各子行业及产业链的上游，其价格波动对石化产品均有较大影响。因此，若原油价格波动幅度大，则石油石化行业的各产品价格及盈利能力均会受到影响。

疫情反复的风险：从2020年的情况来看，新冠疫情对石油石化行业的下游需求的影响巨大。因此，若新冠疫情反复，则石油石化行业下游需求或将继续受到制约，行业内公司的盈利能力将受到影响。

插图目录

图 1: 2021 年至今主要油价走势 (单位: 美元/桶)	3
图 2: OPEC 组织对于 2021-2022 年原油需求量的预测	4
图 3: 美国原油产量 (单位: 千桶/日)	4
图 4: 欧佩克原油产量 (单位: 千桶/日)	4
图 5: 美国石油钻井运行数 (座)	5
图 6: EIA 全美商业原油库存量 (单位: 左轴, 千桶; 右轴, %)	5
图 7: API 原油库存量 (单位: 左轴, 万桶; 右轴, 万桶)	6
图 8: 石化板块 H1 营收及增长率 (亿, %)	7
图 9: 石化板块 H1 净利润及增长率 (亿, %)	7
图 10: 石化板块毛利率 (左轴) 及净利率 (右轴)	7
图 11: 石化板块资产负债率	7
图 12: 石油开采 H1 营收及增长率 (亿, %)	8
图 13: 石油开采 H1 归母净利润及增长率 (亿, %)	8
图 14: 石化板块毛利率 (左轴) 及净利率 (右轴)	8
图 15: 石化板块资产负债率	8
图 16: 石油化工 H1 营收及增长率 (亿, %)	9
图 17: 石油化工 H1 归母净利润及增长率 (亿, %)	9
图 18: 石油化工上半年 ROE 及毛利率 (%)	10
图 19: 石油化工上半年资产负债率 (%)	10
图 20: 油服工程上半年营收及增长率 (亿, %)	11
图 21: 油服工程上半年归母净利润及增长率 (亿, %)	11
图 22: 油田服务上半年 ROE 及毛利率 (%)	12
图 23: 油田服务上半年资产负债率 (%)	12
图 24: 炼化项目单位吨加工毛利 (纵轴) 随布伦特原油价格 (横轴, 美元/桶) 走势图	13
图 25: 涤纶长丝库存周期划分 (元/吨, 月)	14

表格目录

表 1: 石油开采板块内公司情况	9
表 2: 石油化工板块内公司情况	10
表 3: 油服工程板块内公司情况	12
表 4: 涤纶长丝库存周期各阶段	14
表 5: 涤纶长丝库存周期各阶段持续时长	14

分析师与研究助理简介

杨侃，南京大学地科院与Rutgers化工系联合培养博士，拥有资深地质学及化工领域背景，在JGR、JCIS、Energy & Fuel等发表多篇论文，涉及钻井岩心分析、介观尺度地质流体计算模拟等。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材行业研究，擅长大周期行业研究及自上而下的选股策略。2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》金榜最佳独立见解分析师。

曾杰煌，石化&建材行业助理分析师，西南财经大学硕士，拥有理工&金融复合背景。2021年7月加入民生证券，从事石化、建材行业研究，曾有过汽车、交运和军工行业相关研究经验。

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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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。