

油价中高位运行，看好内需修复下龙头标的表现

——2月动态报告

核心观点：

- **2月油价重心窄幅下降** 供应端来看，2月5日欧盟对俄罗斯海运石油产品限价机制正式生效，2月10日俄罗斯宣布3月计划减产原油50万桶/日，减产幅度约5%。OPEC+维持此前的生产政策不变，美国原油产量缓慢增长。需求端来看，美国1月核心PCE物价指数年率反弹加剧了市场对美联储激进加息的担忧，欧美经济衰退预期仍存，或拖累原油消费增速。疫情扰动逐步减弱，中国经济改善预期较强。整体来看，俄罗斯主动减产、中国原油消费改善预期给予油价底部支撑，但海外经济衰退担忧、美国商业原油季节性累库压制油价上行空间，预计近期油价宽幅震荡为主，Brent原油运行区间参考80-90美元/桶。Brent和WTI 2月均价分别为83.54、76.90美元/桶，环比跌幅分别为0.44%、1.69%。
- **2022年我国原油表观需求依旧疲弱，仅同比增长0.2%** 2022年我国加工原油6.76亿吨，同比下降3.9%；原油需求7.11亿吨，同比增长0.2%；原油产量2.05亿吨，连续5年增长，同比增长2.9%；进口原油5.08亿吨，同比下降0.9%；对外依存度达到71.2%，较上年下降0.74个百分点。
- **2022年我国天然气表观需求首次下降，同比减少1.3%** 2022年我国天然气需求3638亿方，首现负增长，同比下降1.3%；天然气产量2178亿方，同比增长6.1%；天然气进口1519亿方，同比下降10.0%，主要系地缘政治冲突影响，国际天然气价格大幅上涨，国内外价差倒挂，部分长协货源转口销售至欧洲，此外高价气源抑制了现货采购和下游用气积极性，国内疫情反复下天然气需求萎缩；对外依存度40.1%，维持高位。
- **2022年我国成品油表观需求3.33亿吨，同比增长4.2%** 2022年我国成品油产量3.66亿吨，同比增长2.4%；成品油需求3.33亿吨，同比增长4.2%，较2019年增长7.5%。成品油需求表现继续分化，其中汽油需求1.33亿吨，同比下降5.4%；柴油需求1.81亿吨，同比增长23.0%；煤油需求1969万吨，继续负增长，同比下降39.3%。成品油全年出口量达到3443万吨，同比下降14.6%。
- **投资建议** 年初至今，石油化工行业收益率12.9%，表现优于整个市场，排在109个二级子行业的第30位。截至3月3日，石油化工板块整体估值（PE（TTM））为12.71x。预计油价重心将在中高位运行，建议关注内需修复下的周期弹性以及实施规模扩张的龙头企业。推荐国恩股份（002768.SZ）、卫星化学（002648.SZ）、东方盛虹（000301.SZ）等。
- **核心组合（3月3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)
002768.SZ	国恩股份	1.96%	-10.88%	11.74
002648.SZ	卫星化学	11.10%	-1.75%	12.17
000301.SZ	东方盛虹	16.18%	3.34%	21.36

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

- **风险提示：**油价大幅上涨的风险，下游需求不及预期的风险，主营产品景气度下降的风险，项目达产不及预期的风险等。

石油化工

推荐 (维持评级)

分析师

任文坡

☎：8610-83574570

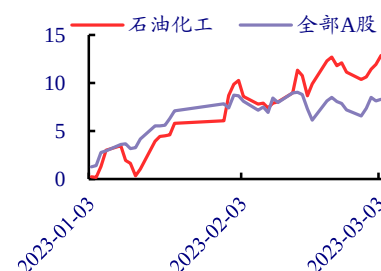
✉：renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520080001

特此鸣谢：翟启迪

市场表现

2023.3.3



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_油价中高位运行，看好盈利修复下成长性标的表现_20230131
- 【银河化工】行业动态报告_石化行业_油价中高位运行，看好内需修复预期下行业盈利表现_20221231
- 【银河化工】行业动态报告_石化行业_油价重心回落，看好内需修复预期下行业盈利表现_20221203
- 【银河化工】行业动态报告_石化行业_油价止跌反弹，看好成长性标的_20221101
- 【银河化工】行业动态报告_石化行业_油价重心继续回落，看好低估值成长性标的_20221009
- 【银河化工】行业动态报告_石化行业_油价中高位回落，看好一体化布局的成长性标的_20220905
- 【银河化工】行业动态报告_石化行业_油价高位震荡，看好强化产业链布局的成长性标的_20220731
- 【银河化工】行业动态报告_石化行业_油价筑顶回落压力，看好盈利修复下成长性标的表现_20220703

目 录

一、石油和化工行业是重要支柱产业，关系国民经济命脉.....	2
（一）石油和化工行业上市公司 493 家，占全部 A 股 9.7%	2
（二）石油和化工行业总市值 8.40 万亿，占全部 A 股 8.8%	3
二、我国经济面临下行压力，石油化工行业竞争加剧.....	4
（一）我国经济持续复苏，能源消费低速增长.....	4
（二）油价显著影响行业盈利，预计 2023 年中高位运行.....	6
（三）我国主要石油化工产品需求增长总体乏力.....	8
（四）行业产能持续扩张，市场面临激烈竞争压力.....	10
（五）石油化工行业财务指标分析	10
三、我国石油化工行业步入成熟期，市场格局将重塑.....	12
（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，行业盈利能力承压.....	12
（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
四、行业面临的问题及建议	14
（一）存在主要问题	14
（二）建议及对策	15
五、石油化工行业在资本市场中的发展情况.....	16
（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
六、投资策略及推荐标的	19
（一）投资策略	19
（二）推荐组合表现	19
七、风险提示	19
插图目录	20
表格目录	20

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。中国石油和化学工业联合会数据显示，2021 年我国石油和化工行业实现营业收入 14.45 万亿元，同比增长 30%；实现利润总额 1.16 万亿元，同比增长 126.8%，双双创出历史新高，行业利润历史上首次突破万亿元。

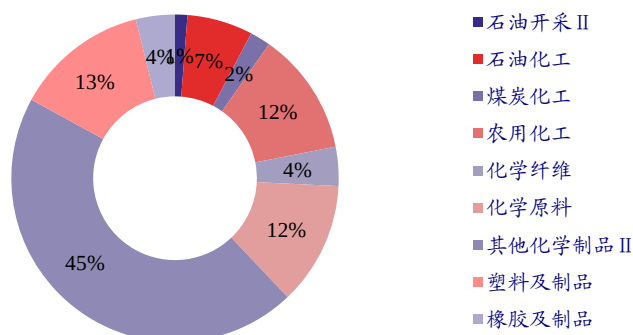
石油和化学工业关系到国民经济命脉，大到工业、农业、交通、国防，小到每个人的衣食住行，都离不开石油和化学工业。如，飞机、汽车、轮船、拖拉机、锅炉的燃料，金属加工、各类机械运转都需要用到的各类润滑材料，铺设公路用的沥青；高铁、汽车、建筑、家电等行业也都要用到来自石油和化工行业的塑料、橡胶制品；工业上或者家里用的天然气，农业用到的地膜、农药、化肥，纺织行业使用的化纤原料，玻璃制品生产用到的纯碱也是来自该行业；等等。石油和化工行业产业链长、涉及面广、产品众多，且上下游关联非常紧密。依据中信证券行业分类，我们将整个石油和化工产业链分为 9 个子行业，包括石油开采、石油化工、煤炭化工、农用化工、化学纤维、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 493 家，占全部 A 股 9.7%

截至 3 月 2 日，我国石油和化工行业共有 493 家上市公司，占到全部 A 股的 9.7%，在 A 股市场位居前二。其中，石油化工行业有 32 家上市公司，占我国石油和化工行业的 6.5%、占全部 A 股 0.63%。

图 1：石油和化工行业个股占比

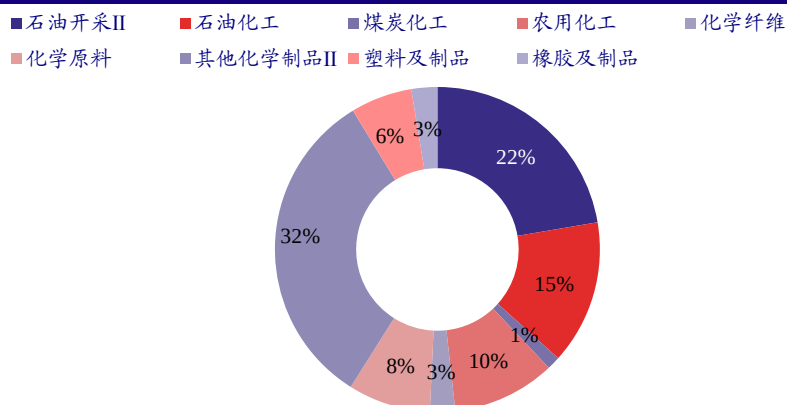


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）石油和化工行业总市值 8.40 万亿，占全部 A 股 8.8%

截至 3 月 2 日，我国石油和化工行业总市值 8.40 万亿，全部 A 股总市值 95.26 万亿，占到全部 A 股的 8.8%。其中，石油化工行业总市值为 1.20 万亿，占整个石油和化学工业 14.3%、占全部 A 股 1.3%。

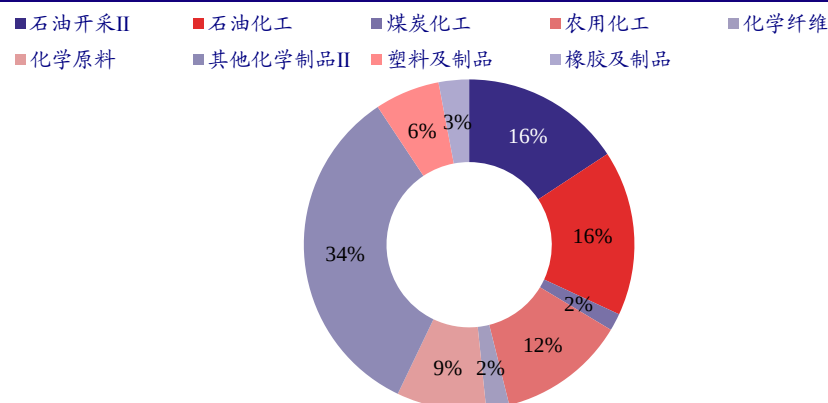
图 2：石油和化工行业总市值占比



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 6.33 万亿，全部 A 股流通市值 72.42 万亿，占到全部 A 股的 8.7%。其中，石油化工行业流通市值为 1.02 万亿，占整个石油和化学工业 16.2%、占全部 A 股 1.4%。

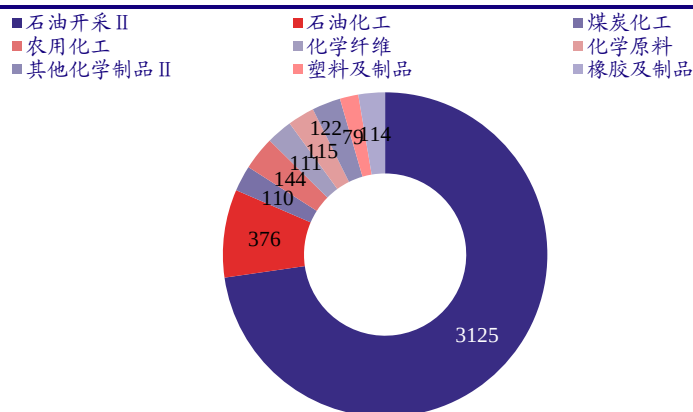
图 3：石油和化工行业流通 A 股市值占比



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 170 亿，同期全部 A 股平均市值 187 亿。其中，石油化工行业平均市值为 376 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，石油化工行业竞争加剧

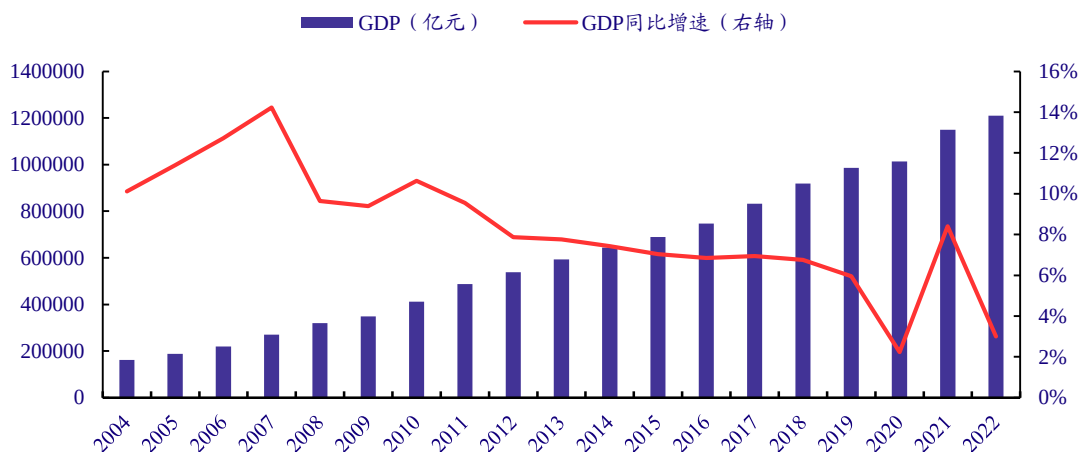
影响石油化工行业景气度的因素众多，主要驱动因素包括宏观经济运行/政策法规、能源消费、油价、产能投放、主要产品需求等。

（一）我国经济持续复苏，能源消费低速增长

1. 2022 年我国经济持续复苏，整体运行韧性彰显

国家统计局数据显示，2022 年我国 GDP 为 1210207 亿元，突破 120 万亿大关，按不变价格计算，比上年增长 3.0%。分产业看，第一产业增加值 88345 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 483164 亿元，增长 3.8%；第三产业增加值 638698 亿元，增长 2.3%。

图 5：我国国内生产总值（GDP）及同比增速



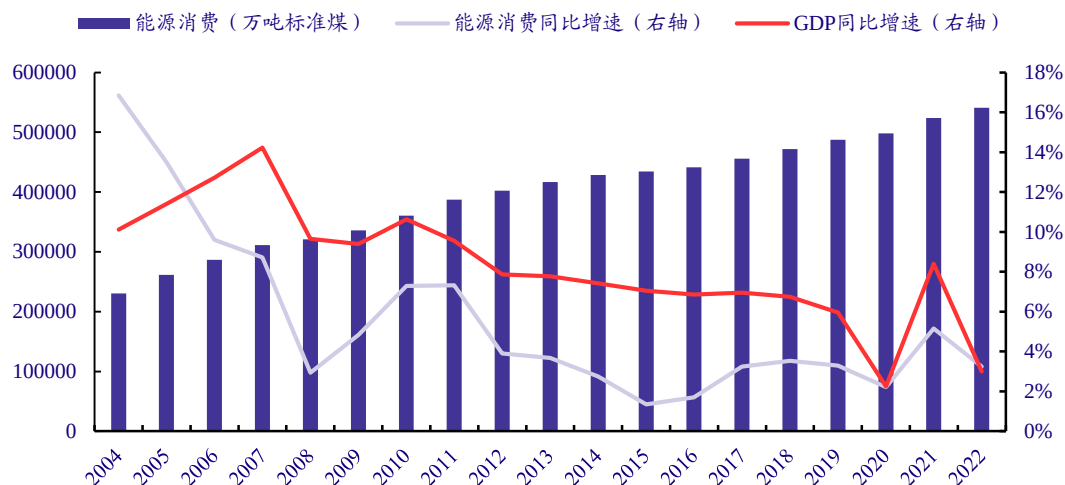
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 我国能源消费低速增长，油气对外依存保持高位

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。

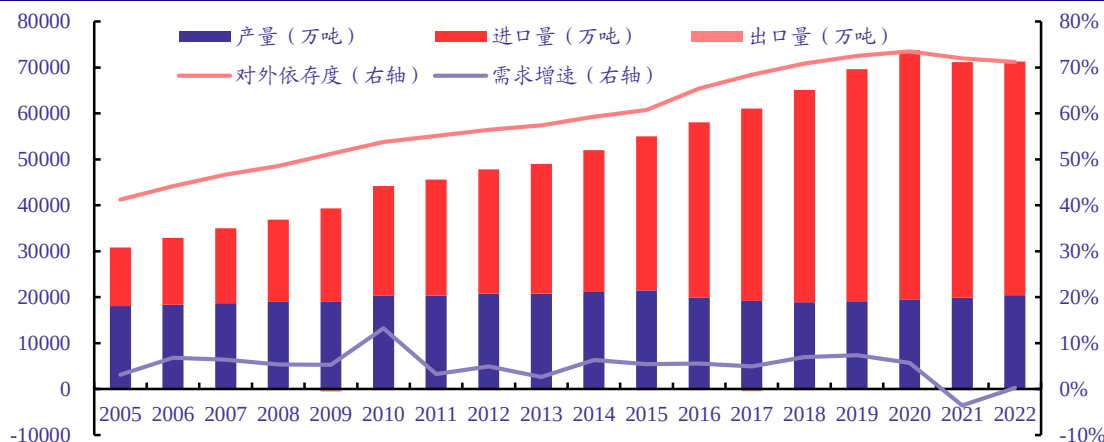
图 6：我国能源消费及同比增速



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，产量稳步提升，对外依存度略有回落。2022 年我国加工原油 6.76 亿吨，同比下降 3.93%。一方面，受疫情扰动，国内经济增速及能源需求放缓，而炼油成本随着油价高企而攀升，炼油利润缩减令部分炼油企业生产积极性降低；另一方面，国内炼化行业产能结构及资源配置优化的步伐加快，进一步影响炼油企业的整体开工负荷。2022 年我国原油表观需求 7.11 亿吨，同比增长 0.2%；原油产量 2.05 亿吨，连续五年增长，同比增长 2.9%；进口原油 5.08 亿吨，同比下降 0.9%；对外依存度达到 71.21%，较上年下降 0.74 个百分点。

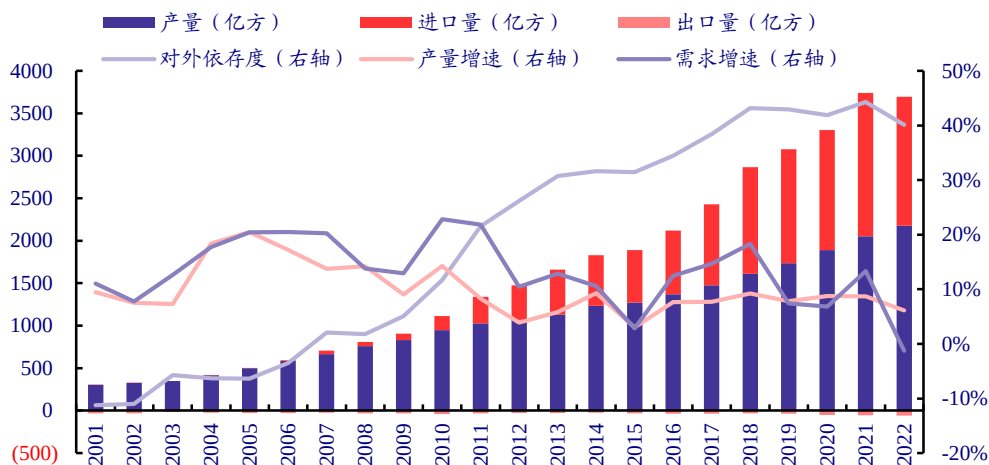
图 7：我国原油供需及对外依存度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2022 年我国天然气表观需求 3638 亿方，首现负增长，同比下降 1.3%；产量 2178 亿方，同比增长 6.1%；天然气进口 1519 亿方，同比下降 10.0%，主要系地缘政治冲突影响，国际天然气价格大幅上涨，国内外价差倒挂，部分长协货源转口销售至欧洲，此外高价气源抑制了现货采购和下游用气积极性，国内疫情反复下天然气需求萎缩；对外依存度 40.1%，维持高位。随着疫情防控的全面放开，在我国能源消费结构转型升级背景下，预计我国天然气需求将重回增长态势。

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

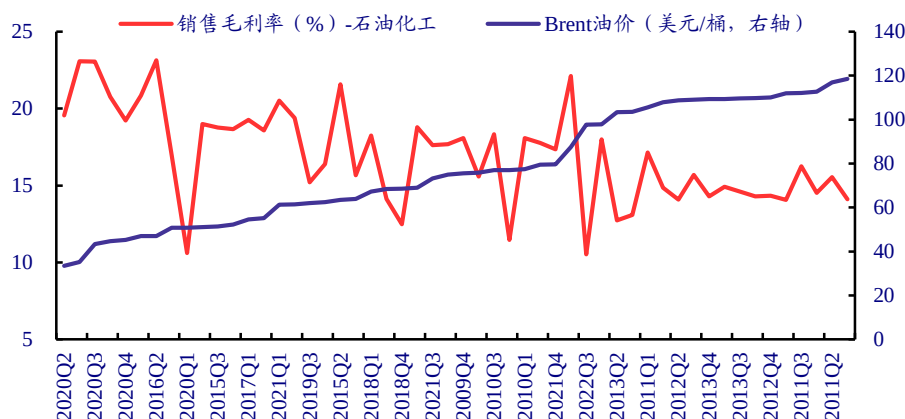
据《世界能源蓝皮书：世界能源发展报告（2022）》显示，2022-2026 年中国天然气产量稳步提升，新增天然气产量将更多来自非常规气田及海上气田，预计 2026 年中国天然气产量将达 2587 亿立方米。中国天然气表观消费量稳步增长，预计 2026 年中国天然气表观消费量将达 4868 亿立方米，2022-2026 年年均复合增长率约为 5.9%。未来，我国天然气的发展仍然与天然气的经济性存在较大关联。中国石化集团经济技术研究院预测数据显示，2030 年和 2040 年我国天然气需求量将达 5190 亿立方米和 6155 亿立方米。我们认为，在我国城镇化率逐渐提升、天然气管网布局日趋完善，以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）油价显著影响行业盈利，预计 2023 年中高位运行

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，由于库存收益的存在，行业盈利能力将受到显著影响。

图 9：油价高低与石油化工行业盈利能力关系



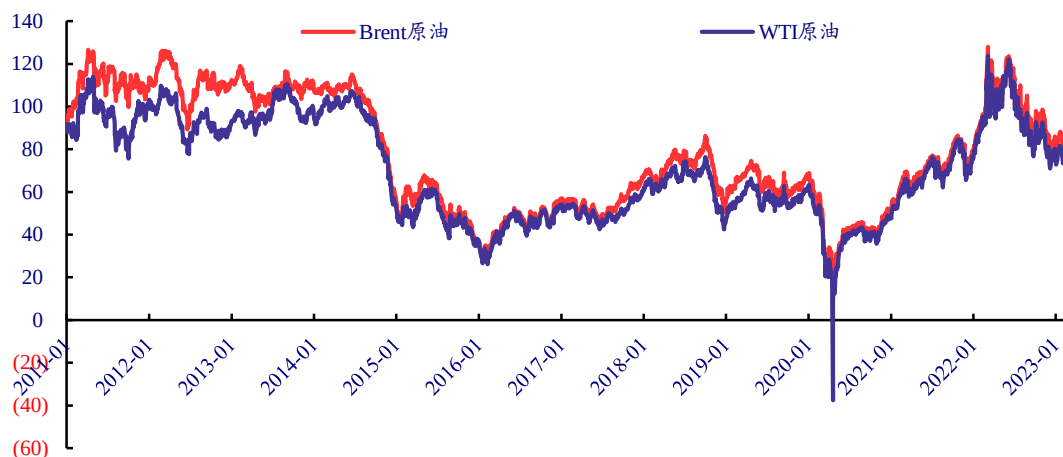
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2022 年油价先扬后抑、价格重心抬升，Brent 和 WTI 年度均价分别为 99.04 美元/桶和 94.30 美元/桶，油价涨幅分别为 39.6%和 38.5%。其中，上半年供给端主导国际油价，尤其是俄乌冲突爆发，市场担忧俄罗斯原油产量大幅下降；下半年美联储激进加息引发市场对远期经济衰退的担忧，需求端主导国际油价。Q1，Brent 和 WTI 季度均价分别为 97.90 美元/桶、94.72 美元/桶，Brent 季度均价同比上行 59.7%、环比上行 22.9%；Q2，Brent 和 WTI 季度均价分别为 111.98 美元/桶、108.58 美元/桶，Brent 季度均价同比上行 62.1%、环比上行 14.4%。Q3，Brent 和 WTI 季度均价分别为 97.70 美元/桶、91.64 美元/桶，Brent 季度均价同比上行 33.4%、环比下降 12.8%。Q4，Brent 和 WTI 季度均价分别为 88.63 美元/桶、82.56 美元/桶，Brent 季度均价同比上行 11.3%、环比下降 9.3%。

1 月，油价重心窄幅抬升。一方面，据中国疾控中心数据显示，我国核酸检测阳性率在 2022 年 12 月 25 日达高峰（29.2%），抗原检测阳性率在 12 月 22 日达高峰（21.3%），并均于 2023 年 1 月下旬降至 6%以下。疫情扰动逐步减弱，中国经济回暖预期较强，需求预期边际改善刺激油价低位反弹。另一方面，欧美经济衰退预期仍存，且俄罗斯原油出口仍较为强劲。截至 1 月 30 日，Brent 和 WTI 月均价分别为 83.97、78.29 美元/桶，环比涨幅分别为 3.2%、2.3%。

2 月，油价重心窄幅下降。供应端来看，2 月 5 日欧盟对俄罗斯海运石油产品限价机制正式生效，为回应西方“限价”，2 月 10 日俄罗斯宣布 3 月计划减产原油 50 万桶/日，减产幅度约 5%。OPEC+维持此前的生产政策不变，美国原油产量缓慢增长。需求端来看，美国 1 月核心 PCE 物价指数年率反弹加剧了市场对美联储激进加息的担忧，欧美经济衰退预期仍存，或拖累原油消费增速。疫情扰动逐步减弱，中国经济改善预期较强，EIA 预计 2023 年全球石油消费需求增长 200 万桶/日，其中中国石油消费预计增长 90 万桶/日。整体来看，俄罗斯主动减产、中国原油消费改善预期给予油价底部支撑，但海外经济衰退担忧、美国商业原油季节性累库压制油价上行空间，预计近期油价宽幅震荡为主，Brent 原油运行区间参考 80-90 美元/桶。Brent 和 WTI 2 月均价分别为 83.54、76.90 美元/桶，环比跌幅分别为 0.44%、1.69%。

图 10: Brent 与 WTI 油价走势



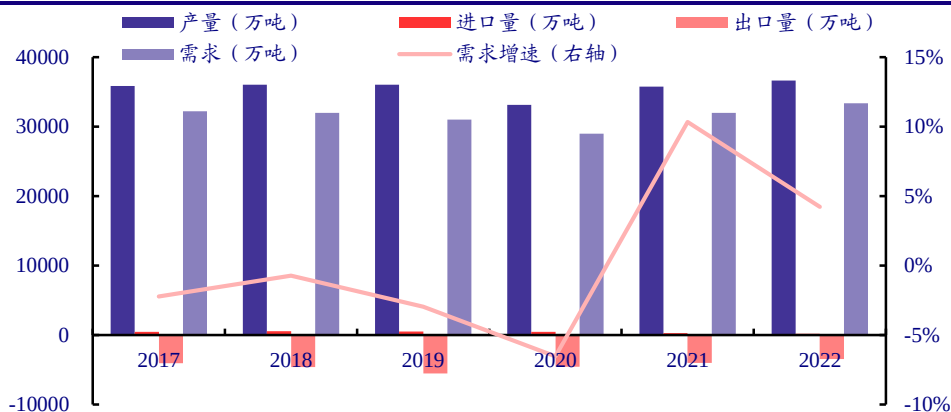
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(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, 供应过剩且需求乏力

2022 年我国成品油表观需求 3.33 亿吨, 同比增长 4.2%。总体来看, 2022 年我国成品油产量 3.66 亿吨, 同比增长 2.4%; 成品油需求 3.33 亿吨, 同比增长 4.2%, 较 2019 年增长 7.5%。成品油需求表现继续分化, 其中汽油需求 1.33 亿吨, 同比下降 5.4%; 柴油需求 1.81 亿吨, 同比增长 23.0%; 煤油需求 1969 万吨, 继续负增长, 同比下降 39.3%。全年出口量达到 3443 万吨, 同比下降 14.6%。整体来看, 我国成品油需求已然步入低速增长模式。

图 11: 我国成品油供需统计



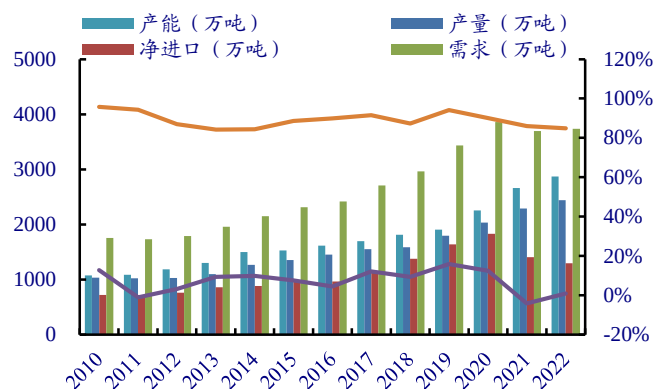
资料来源: Wind, 海关总署, 中国银河证券研究院整理

2. 主要石化产品需求整体增长动力不足

近些年, 我国主要石化产品 (PE、PP、PX、EG、PTA 等) 需求要好于成品油需求增长; 但 2022 年受到成本抬升、下游需求低迷等不利因素影响, 石化产品需求整体增长乏力。2022 年我国 PE 需求 3734 万吨/年, 同比增长 1.0%; 对外依存度为 34.7%, 有所下降, 但依然处于较高水平。2022 年我国 PP 需求 3191 万吨, 同比增长 4.6%; 对外依存度下降至 5.6%, 缺口

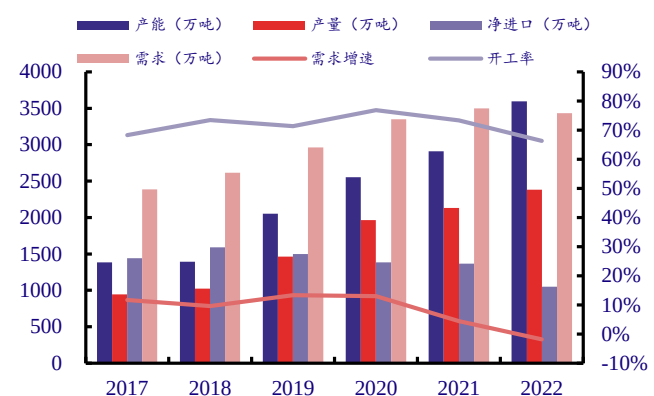
主要体现在东南亚和中东的低成本通用产品以及来自欧洲、日本、美国的高附加值产品。2022年我国PX需求3434万吨，同比下降1.8%；EG需求2093万吨，同比增长2.0%；PTA需求5005万吨，同比下降0.6%。

图 12: 我国聚乙烯 (PE) 供需统计



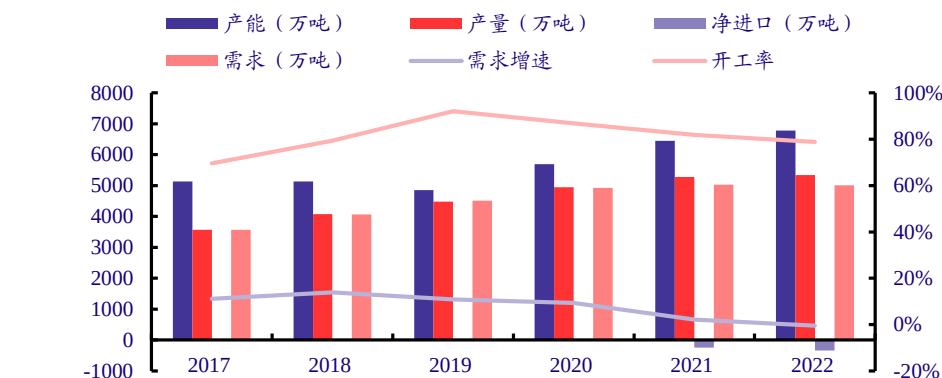
资料来源: 卓创资讯、Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 我国对二甲苯 (PX) 供需统计



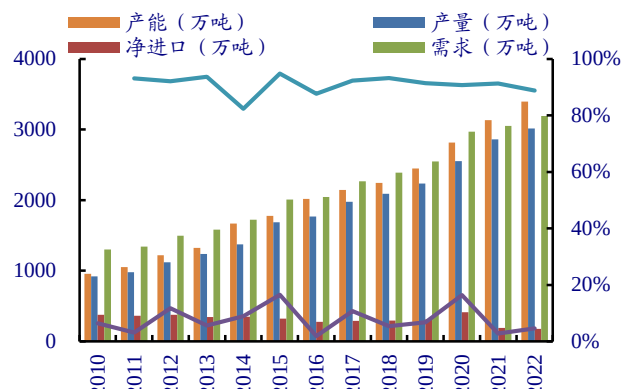
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院整理

图 16: 我国对苯二甲酸 (PTA) 供需统计



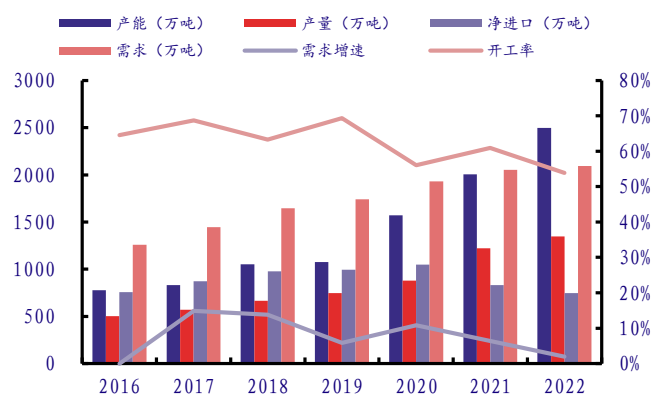
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院整理

2022 年，受油价重心抬升以及疫情防控等带来的需求减弱，从价差表现来看，主要化工品景气度有所下滑，基本处在历史底部区域。2023 年以来，聚烯烃、涤纶长丝、PX、PTA、EG 等价差有所修复。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预计将维持低速增长。

表 1：主要石化产品全产业链价差（不含增值税）

名称	单位	2023-至今	2022	2021	2020	2019	2018	2017
PP 价差	元/吨	2743	2373	4242	4528	4333	4768	4578
PE 价差	元/吨	3067	2527	4035	4002	3614	4584	5360
PX 价差	元/吨	3143	2949	2497	2067	3282	3816	3221
苯价差	元/吨	1963	2277	2959	1313	1195	2039	3029
EO 价差	元/吨	2252	2805	4310	4669	4089	5926	5976
EG 价差	元/吨	1153	1039	2598	2069	2195	4108	4402
PTA 价差	元/吨	2115	2083	1926	1738	2866	3227	2600
聚酯切片价差	元/吨	2539	2504	2865	2598	3635	4564	4171
涤纶长丝价差	元/吨	3792	3315	3937	3251	4405	5516	5057

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（四）行业产能持续扩张，市场面临激烈竞争压力

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，产能扩增速度远超需求增速，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。

2021 年我国炼油能力达到 9.11 亿吨/年，已然超越美国（9.07 亿吨/年）成为世界第一大炼油国；预计 2025 年我国炼油能力将达到 10.1 亿吨/年。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。国内石化产品市场仍处在产能扩张周期，预计未来几年石化产品供需格局依旧承压。2023-2025 年，我国 PX 产能仍将计划新增 2380 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”利润不容乐观；我国计划新增 EG 产能 1212 万吨/年，行业依旧面临产能过剩局面。自 2019 年开始我国烯烃产业链迎来新一轮扩产高峰，特别是 PP 产能仍将大幅扩张，预计 2023-2025 年我国新增 PP 产能 1194 万吨/年，行业竞争态势将愈演愈烈；预计 2023-2025 年我国 PE 扩产 697 万吨/年，竞争格局要好于 PP。

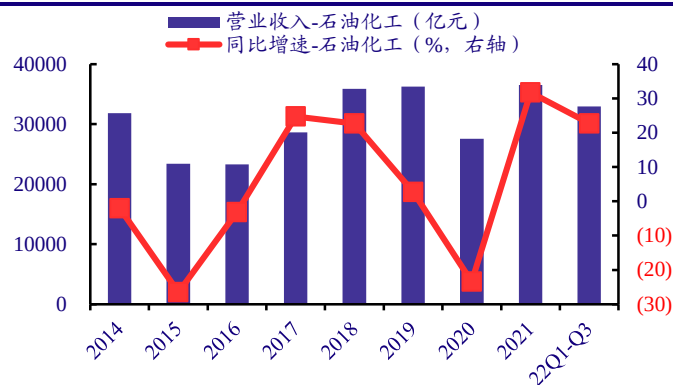
（五）石油化工行业财务指标分析

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。其中，行业营收 3.65 万亿元，同比增加 31.75%；归母净利润 1193.26 亿元。

2022 年前三季度行业营收 32952 亿元，同比增长 22.74%；归母净利润 742.22 亿元，同比下降 29.90%。其中，受益于油价上涨带来的库存收益，22Q1 毛利率 18.00%，保持在较高水平；Q2 油价高位持续上涨，但国内疫情拖累下游需求，成本向下游传导不畅，22Q2 毛利率

14.06%，环比收窄；Q3 国内疫情反复，需求恢复不及预期，叠加油价高位回落带来的库存损失，22Q3 毛利率 10.52%，环比继续收窄。

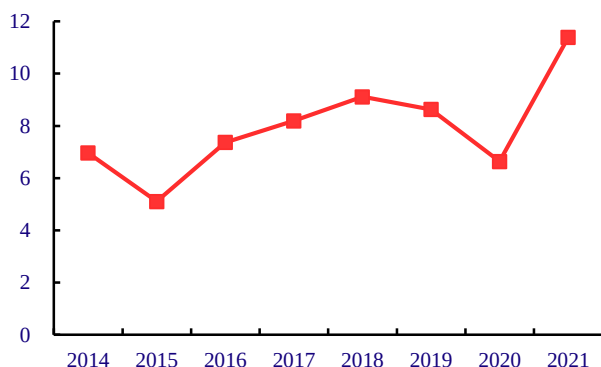
图 17：石油化工板块营收及增长率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

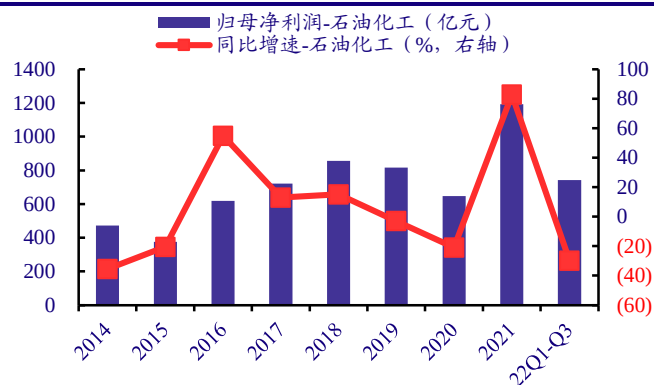
石油化工行业净资产收益率有所下降，从 2018 年的 9.11% 降至 2020 年的 6.64%、2021 年回升至 11.39%。根据杜邦分析法，净资产收益率=销售净利率×资产周转率×权益乘数，因此受到销售净利率、资产周转率、权益乘数三个因素的共同影响。石油化工行业净资产收益率下降主要是受到资产周转率和资产收益率共同推动，二者均有一定程度下降。销售净利率略有上升表明行业整体运行状况较为稳定；权益乘数增加表明资产负债率提升，财务杠杆变大；而资产周转率减小说明行业整体资产使用效率有所下降。

图 19：石油化工板块净资产收益率



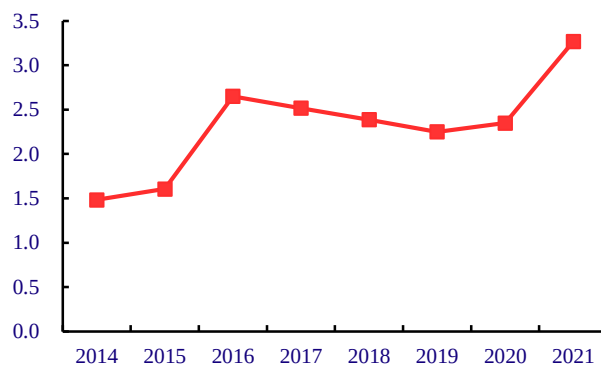
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 18：石油化工板块归母净利润及增长率



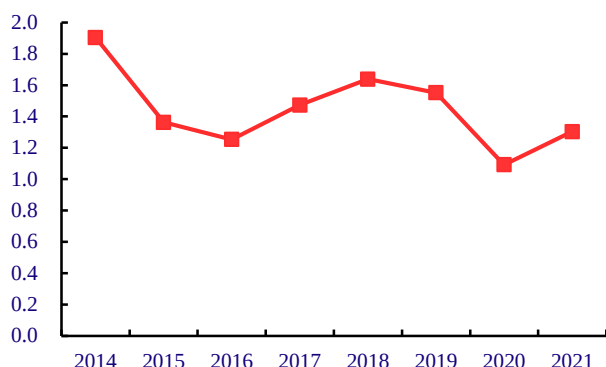
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 20：石油化工板块销售净利率



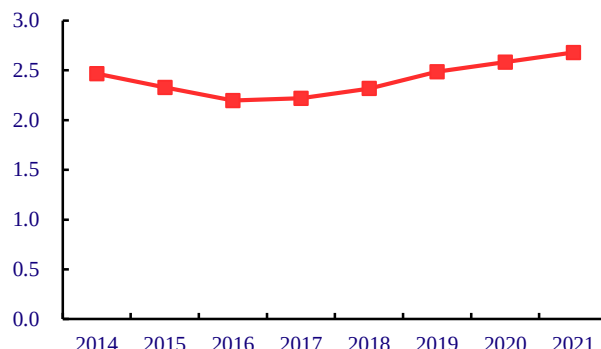
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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,将逐步替代部分汽油柴油的需求。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。2021 年我国车用替代燃料替代成品油达到 4936 万吨/年,约占到全国成品油年消费量的 15%。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宣布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，行业盈利能力承压

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 and 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 等，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，行业整体盈利能力继续承压。

（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，对环保不达标企业、园区必须关停，对落后低端企业必须淘汰。

2020 年，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，为实现“双碳”目标，推动行业高质量发展，国家多部门、行业联合会等发布了多项文件，促进行业向绿色、低碳化转型，包括《石油和化学工业“十四五”发展指南》、《关于加强高耗能、高排放建设项目生态环境源头防控的指导意见》、《石化化工重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案（2021-2025 年）》、《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021 年版）》等。

2022 年 4 月，工业和信息化部、发展改革委、科技部、生态环境部、应急部、能源局联合发布《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》。意见提出了“十四五”期间高质量发展的主要目标是，到 2025 年，石化化工行业基本形成自主创新能力强、结构布局合理、绿色安全低碳的高质量发展格局，高端产品保障能力大幅提高，核心竞争能力明显增强，高水平自立自强迈出坚实步伐。

2022 年 11 月，国家发改委、国家统计局发布《关于进一步做好原料用能不纳入能源消费总量控制有关工作的通知》。通知指出，用于生产非能源用途的烯烃、芳烃、炔烃、醇类、合成氨等产品的煤炭、石油、天然气及其制品等，属于原料用能范畴；若用作燃料、动力使用，

不属于原料用能范畴。在国家开展“十四五”省级人民政府节能目标责任评价考核中，将原料用能消费量从各地区能源消费总量中扣除，据此核算各地区能耗强度降低指标。在核算能耗强度时，原料用能消费量从各地区能源消费总量中扣除，地区生产总值不作调整。在核算能耗强度降低率时，原料用能消费量同步从基年和目标年度能源消费总量中扣除。

2023 年 1 月，国家能源局发布《2023 年能源监管工作要点》。要点指出深化油气管网设施公平开放监管。健全完善油气管网设施公平开放监管事项核实清单和监管工作流程，全面摸清油气管网设施运营企业落实公平接入、信息报送、独立核算、服务合同签订履约、公平开放服务等情况。指导做好 LNG 接收站等设施高质量公平开放，服务天然气保供稳价。加快出台天然气管网设施托运商准入规则，指导管网运营企业优化完善管网设施容量分配相关操作办法。开展典型省市天然气用气结构专项核查。

（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。2022 年我国炼油能力 9.2 亿吨/年，炼厂开工率下降，为 73.5%；全球炼厂开工率约为 81%，美国炼厂开工率在 90%左右。按照 83% 正常开工率计算，我国炼油能力已然过剩 8000 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 1 亿吨/年以上。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“本质安全绿色环保”。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。

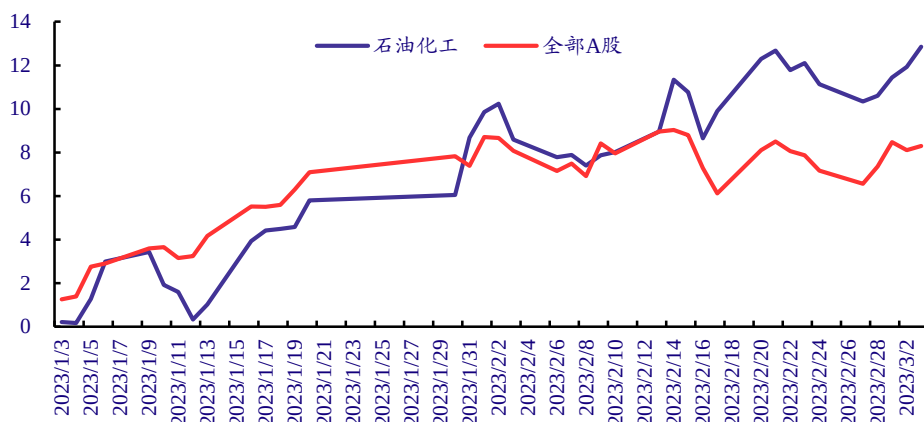
五、石油化工行业在资本市场中的发展情况

（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 12.9%，表现优于整个市场，较全部 A 股高 4.55 个百分点；排在 109 个二级子行业的第 30 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：石油开采（13.0%）、石油化工（12.9%）、化学原料（11.6%）、塑料及制品（11.5%）、橡胶及制品（9.2%）、农用化工（8.5%）、煤炭化工（7.3%）、化学纤维（6.7%）、其他化学制品（6.7%）。石油化工位于 9 个二级子行业的第 2 位。

图 23: 年初至今石油化工板块和全部 A 股收益率表现



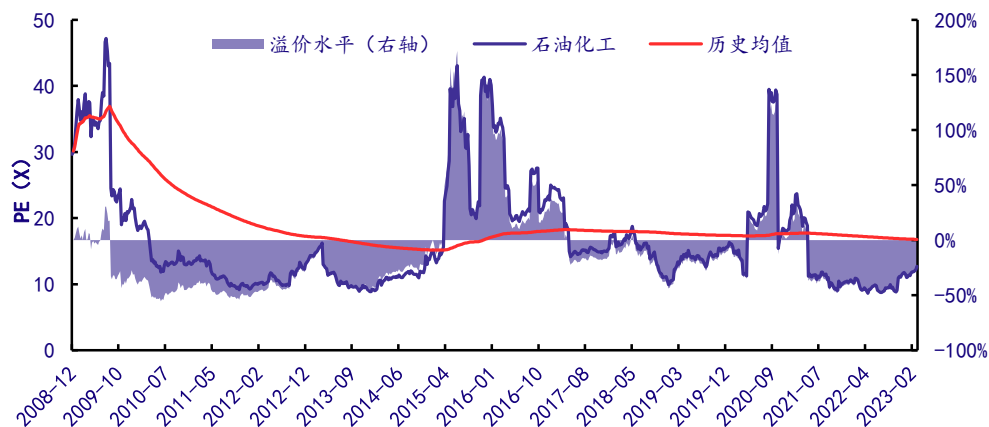
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(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 3 月 3 日, 石油化工板块整体估值 (PE (TTM)) 为 12.71x, 低于 2009 年以来的历史均值 (16.78x)。

图 24: 2009 年至今石油化工估值相较历史均值变化情况

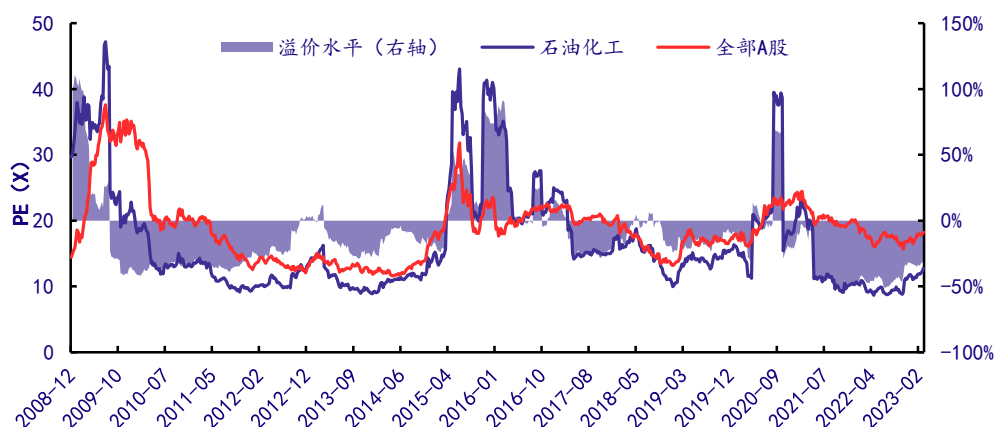


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 石油化工行业估值相较全部 A 股变化

截至 3 月 3 日, 全部 A 股估值达到 18.24x, 较年初降低 9.3%。石油化工板块相对全部 A 股估值溢价为 -30.3%, 较 2009 年以来的历史均值 -11.8% 减少了 18.6 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



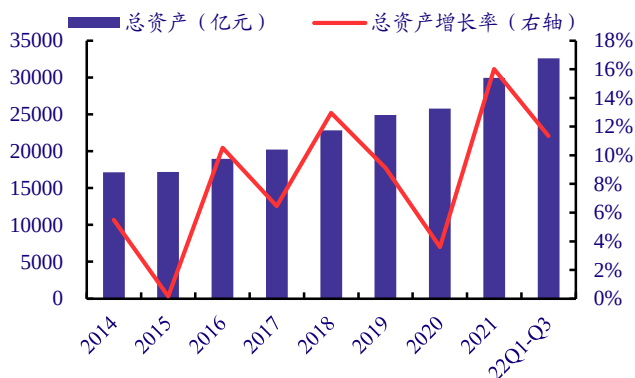
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（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 年以来，我国石油化工行业总资产保持持续增长的势头；但产能过剩背景下的行业竞争加剧。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；但由于新建项目陆续投产，2019 年以来固定资产逐年增加。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。

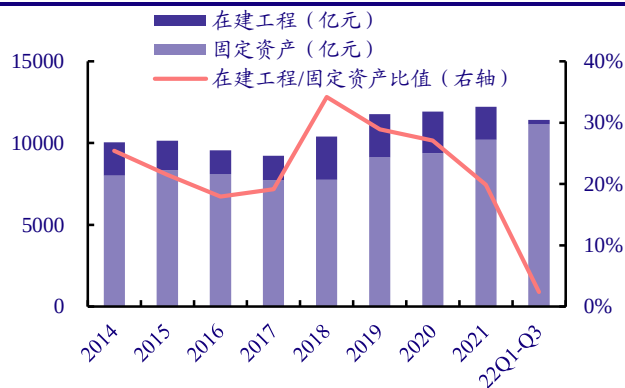
未来影响行业发展最主要的因素依然是产业政策（落后产能淘汰力度）、新增产能投放力度和主要产品（成品油、石化产品等）需求，即供需之间的关系；另外一个重要因素是油价，油价越低对行业越为有利。

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

预计油价重心将在中高位运行,建议关注内需修复下的周期弹性以及实施规模扩张的龙头企业。推荐国恩股份(002768.SZ)、卫星化学(002648.SZ)、东方盛虹(000301.SZ)等;建议关注和顺石油(603353.SH)、荣盛石化(002493.SZ)等。

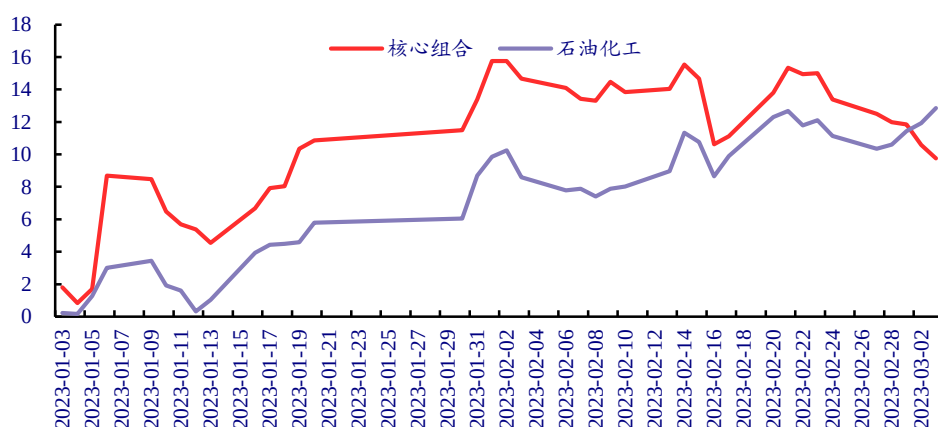
(二) 推荐组合表现

表 2: 推荐组合表现

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
002768.SZ	国恩股份	1.96%	-10.88%	11.74	22.55%
002648.SZ	卫星化学	11.10%	-1.75%	12.17	6.11%
000301.SZ	东方盛虹	16.18%	3.34%	21.36	0.00%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 28: 年初以来推荐组合表现 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

七、风险提示

油价大幅上涨的风险,下游需求不及预期的风险,主营产品景气度下降的风险,项目达产不及预期的风险等。

插图目录

图 1: 石油和化工行业个股占比.....	2
图 2: 石油和化工行业总市值占比.....	3
图 3: 石油和化工行业流通 A 股市值占比.....	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	8
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	9
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.....	9
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	11
图 20: 石油化工板块销售净利率	11
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: 年初以来推荐组合表现 (%)	19

表格目录

表 1: 主要石化产品全产业链价差 (不含增值税)	10
表 2: 推荐组合表现.....	19

分析师简介及承诺

任文城，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。
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）向其客户提供。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。

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资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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分，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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

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：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

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

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn