

# 油价大幅下跌, 看好改性塑料和轮胎子行业表现

## 2月动态报告

### 核心观点

#### ● 最新观点

1) 2月油价大幅下降, 环比跌幅达到12.9%。2月油价一度小幅反弹, 但其后受新冠疫情全球扩散加剧原油需求担忧的影响, 走出大幅下跌走势, Brent 原油均价达到55.48美元/桶, 环比下降12.9%。2月底油价已经降至2017年9月以来的最低水平。受新冠疫情影响, OPEC 在其最新月报中将2020年全球原油需求增速预期下调23万桶/日至99万桶/日。

2) 低油价虽利好行业发展, 但供需失衡继续主导行业走势。当前油价水平对石油化工行业而言是一个比较舒适的价格区间, 但产能扩张叠加需求放缓带来的供需失衡问题将继续主导行业走势, 新冠疫情有望加速行业洗牌进程。预计2020年行业仍将处在景气下降周期, 行业盈利将小幅回落。

3) 低油价+行业景气下降, 利好下游刚性需求细分行业。在油价下降至低位、行业处在景气向下周期的背景下, 塑料(PP、PS、ABS等)、合成橡胶等产品价格处在历史低位, 成本端的价格下降利好下游改性塑料、轮胎等行业盈利能力的提升。另一方面, 改性塑料和轮胎作为刚性需求产品, 其自身存在较为稳健的增长需求, 将保持较高的景气度。

4) 石油化工行业表现落后于整个市场, 排名第108个二级子行业的第74位。年初至今, 石油化工行业收益率-6.59%, 较全部A股低6.31个百分点。行业估值(PE(TTM))14.74x, 处在历史底部区域, 与历史均值相比仍具备20%左右的回归空间。

#### ● 投资建议

低油价和行业景气向下背景下, 塑料、橡胶等产品价格处在历史底部区域, 改性塑料和轮胎行业盈利能力将得以提升。推荐国恩股份(002768.SZ)、玲珑轮胎(601966.SH); 继续看好“C3产能扩张+C2产能布局”双引擎发展的卫星石化(002648.SZ)。

#### ● 核心组合

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	-0.98%	5.61%	13.92
002768.SZ	国恩股份	11.94%	18.53%	17.94
601966.SH	玲珑轮胎	-0.78%	5.80%	18.06

资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

风险提示: 油价大幅波动风险、产品价差下降风险、营收不及预期风险等。

### 石油化工

## 推荐 维持评级

#### 分析师

刘兰程

☎: 010-83571383

✉: liulancheng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517100001

联系人:

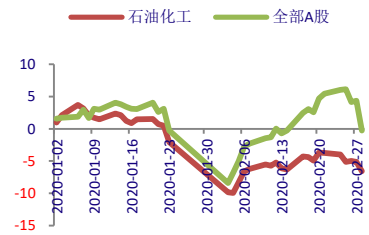
任文坡

☎: 010-83574570

✉: renwenpo\_yj@chinastock.com.cn

#### 行业数据

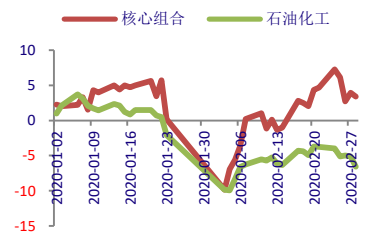
2020.02.28



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

#### 核心组合表现

2020.02.28



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

## 正文目录

<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>3</b>
(一) 石油和化工行业上市公司 353 家，占全部 A 股 9.3% .....	3
(二) 石油和化工行业总市值 4.2 万亿，占全部 A 股 6.4% .....	4
<b>二、我国经济面临下行压力，石油化工行业景气回落</b> .....	<b>5</b>
(一) 我国经济面临下行压力，能源消费低速增长 .....	5
(二) 油价处在中低位区间，属行业发展的相对舒适区 .....	8
(三) 我国主要石油化工产品需求增长总体乏力 .....	9
(四) 行业产能继续快速增长，景气度将进一步回落 .....	11
(五) 低油价+行业景气下降，利好下游刚性需求细分子行业 .....	12
(六) 石油化工行业财务指标分析 .....	12
<b>三、我国石油化工行业步入成熟期，市场格局将重塑</b> .....	<b>14</b>
(一) 能源替代+参与主体增多，竞争愈加多元化 .....	14
(二) 上下游议价能力弱，行业盈利能力将下降 .....	14
(三) 多项政策密集出台，确保行业绿色健康可持续发展 .....	15
(四) 我国石油化工行业步入成熟期，依旧存在成长空间 .....	16
<b>四、行业面临的问题及建议</b> .....	<b>16</b>
(一) 存在主要问题 .....	16
(二) 建议及对策 .....	17
<b>五、石油化工行业在资本市场中的发展情况</b> .....	<b>18</b>
(一) 行业收益率表现 .....	19
(二) 行业估值表现 .....	19
(四) 行业公募基金重仓持股表现 .....	20
(五) 行业成长性分析 .....	21
<b>六、投资策略及推荐标的</b> .....	<b>22</b>
(一) 投资策略 .....	22
(二) 组合表现 .....	23
<b>七、风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 石油和化工行业个股数量及占比 .....	3
图 2: 石油和化工行业总市值 (亿元) 及占比 .....	4
图 3: 石油和化工行业流通 A 股市值 (亿元) 及占比 .....	5
图 4: 石油和化工行业平均市值 (亿元) .....	5
图 5: 我国国内生产总值 (GDP) 及同比增速 .....	6
图 6: 我国能源消费及同比增速 .....	6
图 7: 我国原油供需及对外依存度 .....	7
图 8: 我国天然气供需及对外依存度 .....	7
图 9: 油价高低与石油化工行业盈利能力关系 .....	8
图 10: Brent 与 WTI 油价走势 .....	9
图 11: 我国成品油供需统计 .....	9
图 12: 我国聚乙烯 (PE) 供需统计 .....	10
图 13: 我国聚丙烯 (PP) 供需统计 .....	10
图 14: 我国对二甲苯 (PX) 供需统计 .....	11
图 15: 我国乙二醇 (EG) 供需统计 .....	11
图 16: 我国对苯二甲酸 (PTA) 供需统计 .....	11
图 17: PP 价格与改性塑料行业盈利能力关系 .....	12
图 18: 石油化工板块营收及增长率 .....	13
图 19: 石油化工板块归母净利润及增长率 .....	13
图 20: 石油化工板块净资产收益率 .....	13
图 21: 石油化工板块销售净利率 .....	13
图 22: 石油化工板块资产周转率 .....	14
图 23: 石油化工板块权益乘数 .....	14
图 24: 年初至今石油化工板块和全部 A 股收益率表现 .....	19
图 25: 2009 年至今石油化工估值相较历史均值变化情况 .....	19
图 26: 2009 年至今石油化工估值相较全部 A 股变化情况 .....	20
图 27: 基金石油化工行业持仓比例变化 .....	21
图 28: 石油化工行业总资产及增长率 .....	21
图 29: 石油化工行业固定资产、在建工程 .....	22
图 30: 年初以来组合表现 (%) .....	23
表 1: 核心组合表现 .....	23
表 2: 关注组合表现 .....	23

## 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。据国家统计局数据显示，截至 2018 年末，我国石油和化工行业规模以上企业 27813 家，主营业务收入 12.4 万亿元、利润总额 8393.8 亿元，分别占全国规模工业主营业务收入和利润总额的 12.1% 和 12.7%；资产总计 12.81 万亿元，占全国规模工业总资产的 11.3%。

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。

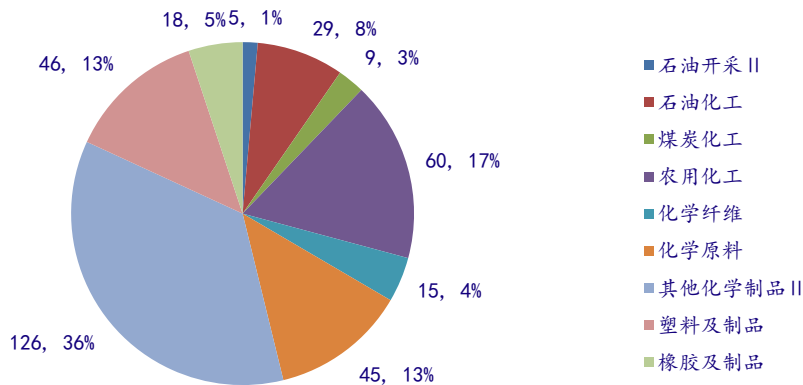
石油化工是指以石油和低碳烷烃（乙烷、丙烷等）为原料，生产油品（汽油、煤油、柴油、燃料油、润滑油、石蜡、沥青等）和石化产品（“三烯”、“三苯”、合成树脂、合成橡胶等）的加工工业。化肥、碱等产品，以及通过“三烯”、“三苯”生产的其他品种的一些精细化学品，习惯上已经不属于石油化工的范畴。

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 353 家，占全部 A 股 9.3%

截至 2 月 28 日，我国石油和化工行业共有 353 家上市公司，占到全部 A 的 9.3%，在 A 股市场位居前二。其中，石油化工行业有 29 家上市公司，占我国石油和化工行业的 8.2%、占全部 A 股 0.8%。

图 1：石油和化工行业个股数量及占比

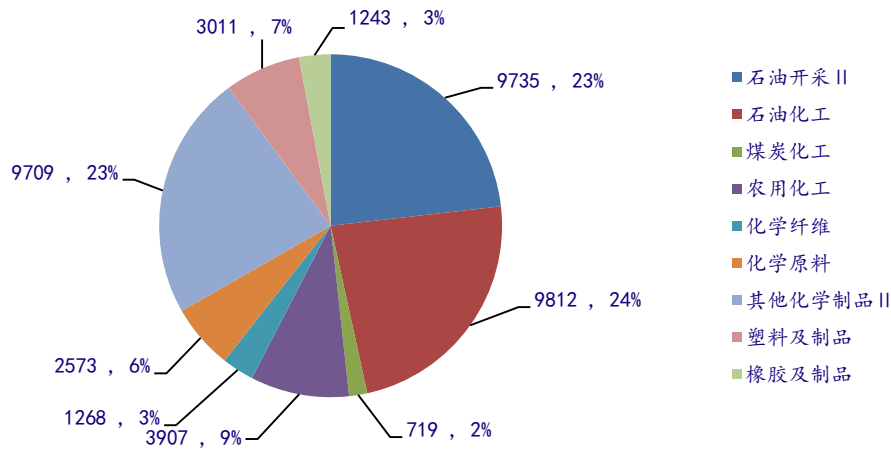


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 石油和化工行业总市值 4.2 万亿，占全部 A 股 6.4%

截至 2 月 28 日，我国石油和化工行业总市值 4.2 万亿，全部 A 股总市值 65.4 万亿，占到全部 A 股的 6.4%。其中，石油化工行业总市值为 0.98 万亿，占整个石油和化学工业 23.4%、占全部 A 股 1.5%。

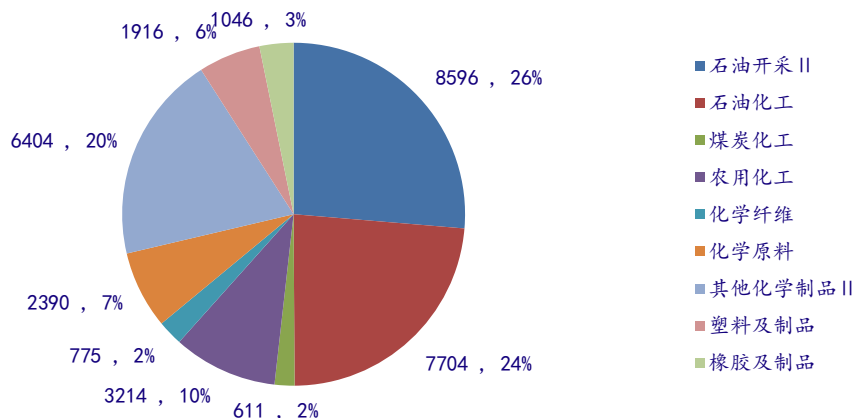
图 2: 石油和化工行业总市值 (亿元) 及占比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

在流通 A 股市值方面，我国石油和化工行业流通市值 3.3 万亿，全部 A 股流通市值 48.0 万亿，占到全部 A 股的 6.8%。其中，石油化工行业流通市值为 0.77 万亿，占整个石油和化学工业 23.6%、占全部 A 股 1.6%。

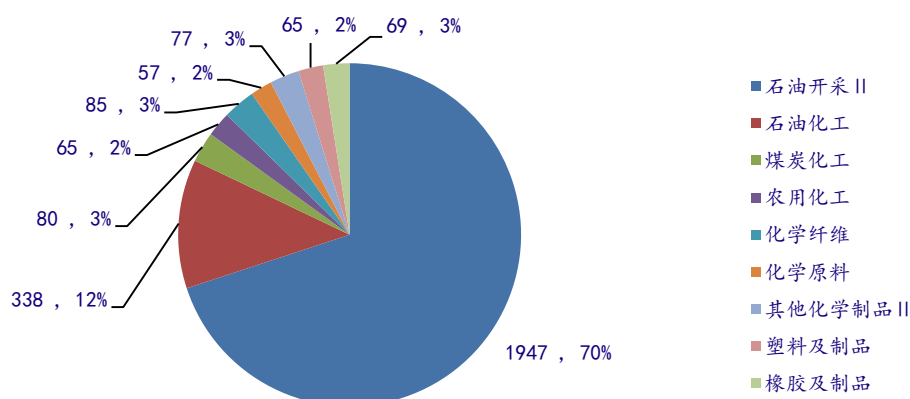
图 3: 石油和化工行业流通 A 股市值 (亿元) 及占比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

在平均市值方面,我国石油和化工行业平均市值 119 亿,同期全部 A 股平均市值 173 亿。其中,石油化工行业平均市值为 338 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整理

## 二、我国经济面临下行压力, 石油化工行业景气回落

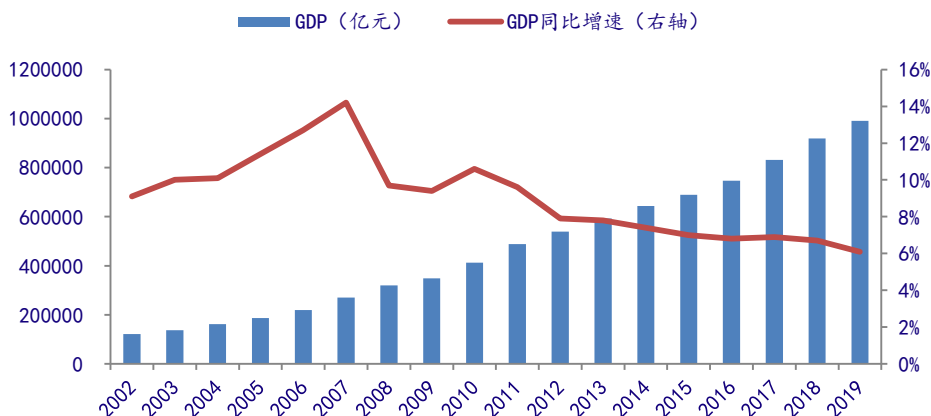
影响石油化工行业景气度的因素众多,主要驱动因素包括宏观经济运行/政策法规、能源消费、油价、产能投放、主要产品需求、产品价差等。

### (一) 我国经济面临下行压力, 能源消费低速增长

#### 1. 2019 年我国 GDP 同比增长 6.1%, 国内经济下行压力较大

国家统计局数据显示，经初步核算，2019 年我国 GDP 达到 990865 亿元，按可比价格计算同比增长 6.1%，符合 6%—6.5% 的预期目标。分季度看，一季度同比增长 6.4%，二季度增长 6.2%，三季度增长 6.0%，四季度增长 6.0%。新冠疫情将进一步加剧国内经济下行压力，对 2020 年第一季度经济增长将产生较大影响。

图 5：我国国内生产总值（GDP）及同比增速

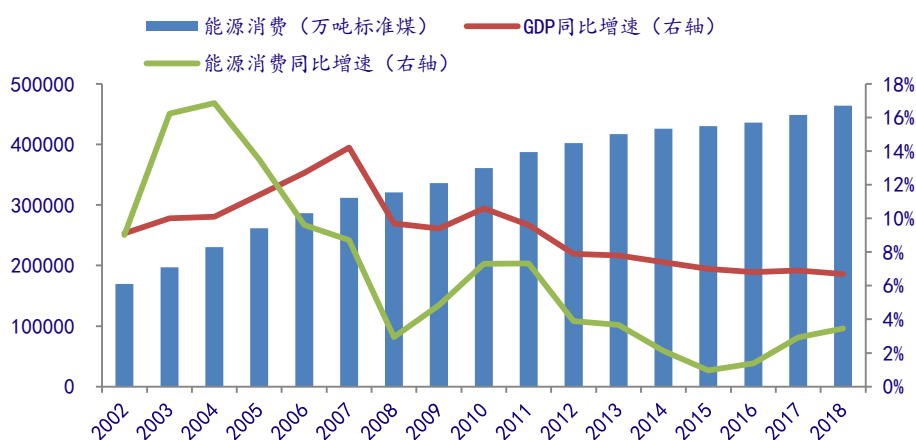


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

## 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，其中天然气需求增长依然强劲，石油需求增速平稳、煤炭需求基本持平。

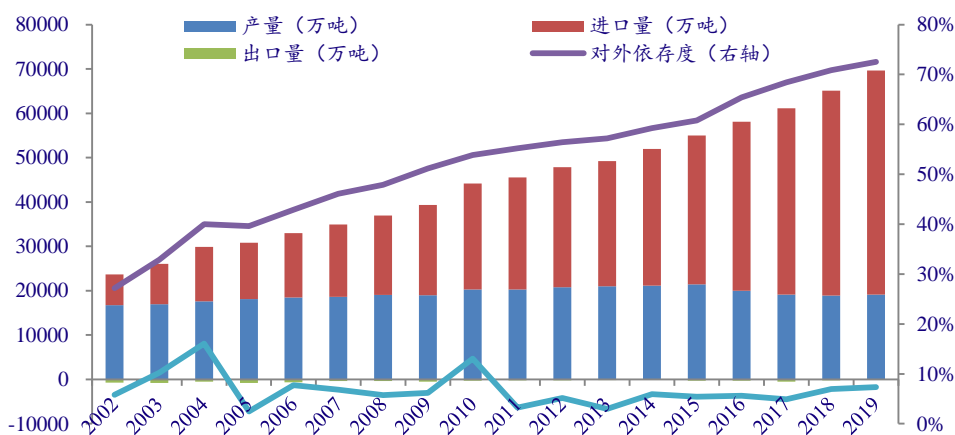
图 6：我国能源消费及同比增速



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

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。2019 年，受民营炼厂陆续投产影响，我国原油需求上升至 6.96 亿吨，同比增长 7.33%；产量 1.91 亿吨，止跌回升，同比增加 1.01%；进口原油 5.06 亿吨，同比增长 9.49%；对外依存度达到 72.55%，再创历史新高，较上年增长 1.7 个百分点。

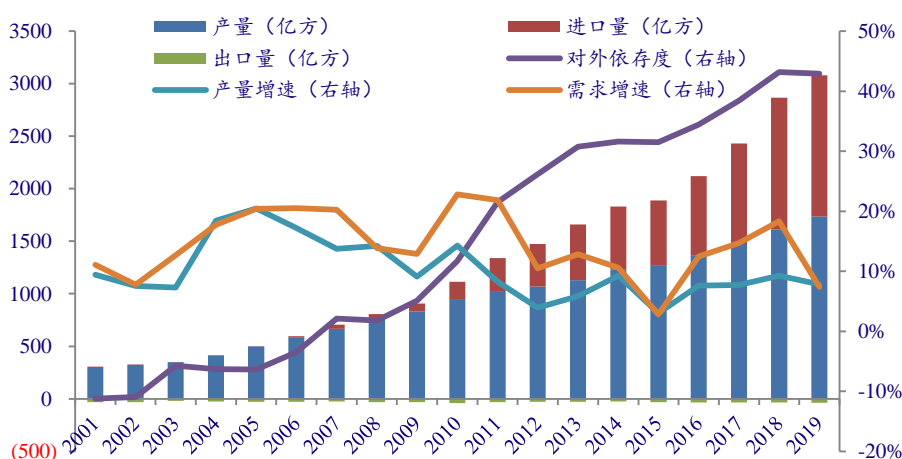
图 7：我国原油供需及对外依存度



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

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稳健增长势头。2019 年我国天然气需求约 3043 亿方，同比增长 7.39%；产量 1736 亿方，增速下降，仅增长了 7.83%；天然气进口 1343 亿方，同比增长 6.83%，增速大幅回落；对外依存度仍旧处在高位，达到 42.93%，较上年下降 0.23 个百分点。

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整理

据《世界能源蓝皮书：世界能源发展报告（2019）》显示，天然气在我国一次能源的占比从“十二五”初期的 5% 稳步提升至 2018 年的 7.5%；未来 10 年，我国天然气占比将由 2018 年的 7.5% 上升至 15% 左右。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



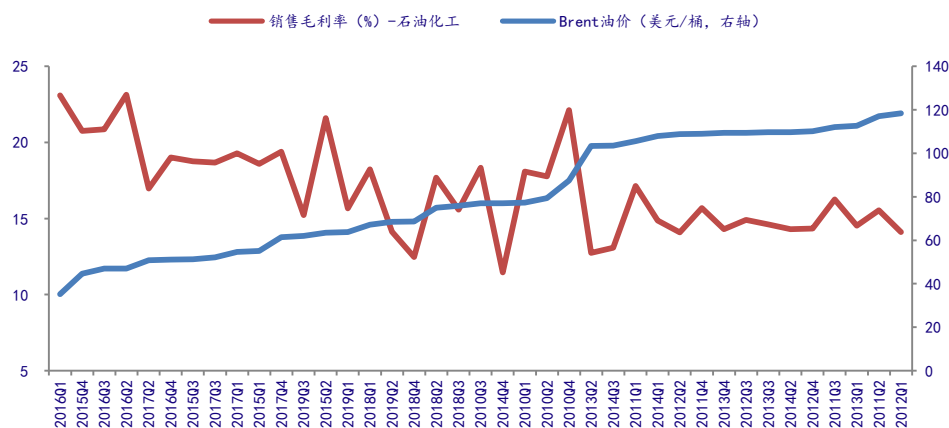
然气管网布局日趋完善,以及环境治理等多重因素推动下,我国天然气需求仍将处于黄金发展期,未来发展潜力和增量空间巨大。

## (二) 油价处在中低位区间,属行业发展的相对舒适区

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。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。

图 9: 油价高低与石油化工行业盈利能力关系



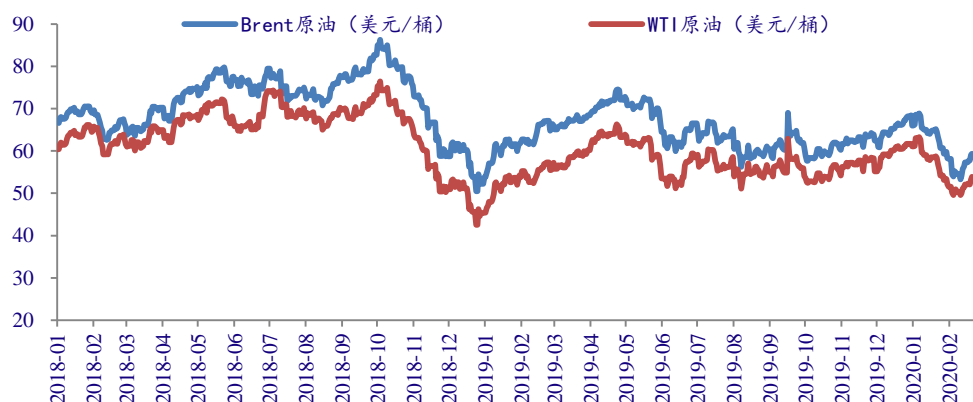
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

2019 年,油价呈现窄幅震荡走势,Brent 原油均价达到 64.16 美元/桶,同比下降 10.50%。尽管受到 7 月 OPEC+延长减产、9 月沙特油田遇袭、12 月深化减产等利多因素影响,但全球经济放缓带来的原油需求增速下降主导了全年油价走势,原油市场变现较为平稳。

2020 年 1 月,受新冠疫情持续发酵对中国经济带来的负面因素影响,原油市场风云突变,油价承压,呈连续下跌走势,Brent 油价均价达到 63.67 美元/桶,环比下降 2.30%。据彭博预计,中国原油需求可能会下跌约 300 万桶/日,占总需求量的 20%左右。

2020 年 2 月,油价一度小幅反弹,但其后受新冠疫情全球扩散加剧原油需求担忧的影响,油价承压,走出大幅下跌走势,Brent 油价均价达到 55.48 美元/桶,环比下降 12.9%。目前油价已经降至 2017 年 9 月以来的最低水平。受新冠疫情影响,OPEC 在其最新月报中将 2020 年全球原油需求增速预期下调 23 万桶/日至 99 万桶/日。据报道,OPEC+有望进一步实施 100 万桶/日的减产计划,预计减产总额度将达到 270 万桶/日。

图 10: Brent 与 WTI 油价走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

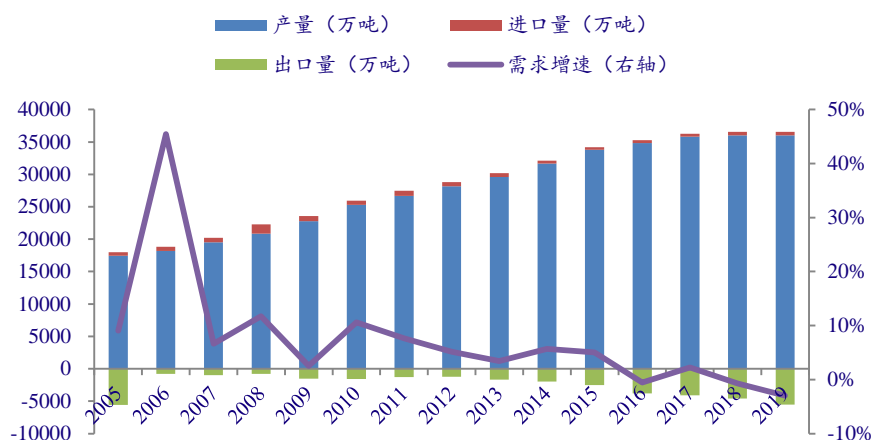
总体来看,一方面,2020 年一季度 OPEC+ 深化减产(或将进一步减产)、沙特自愿减产,以及美国原油钻机数连续下降将带来页岩油产量增速放缓等因素影响,原油供给端收缩,成为驱动油价上涨的主要因素;另一方面,受新冠疫情影响,世界经济继续承压,在宏观经济基本面难以改善的情况下,原油需求增速将放缓,很难有爆发式的增长,油价上涨空间承压。受新冠疫情全球扩散影响,我们将 2020 年 Brent 油价预测再次下调 5 美元/桶,价格中枢将在 55-65 美元/桶区间震荡。该油价区间对石油化工行业而言仍是一个比较舒适的价格区间,但受供需矛盾仍将进一步加剧影响,预计行业盈利将小幅回落。

### (三) 我国主要石油化工产品需求增长总体乏力

#### 1. 我国成品油需求持续负增长, 对外出口量急剧增加

2019 年我国成品油需求 3.10 亿吨,同比下降 2.95%,继续负增长,主要原因系柴油需求存在较大降幅所致。总体来看,成品油需求表现继续分化。其中,汽油需求 1.25 亿吨,结束近年来的低速增长,转为负增长,同比下降 1.01%;柴油需求 1.46 亿吨,继续负增长,同比下降 6.25%;煤油需求 3870 万吨,保持较快增速,同比增长 4.32%。受国内成品油市场饱和但供应过剩影响,出口量继续增加,全年达到 5536 万吨,同比增长 20.15%。随着国内炼油产能陆续释放投产,成品油出口量仍将保持快速增长,国内市场依旧承受极大的供给压力。

图 11: 我国成品油供需统计



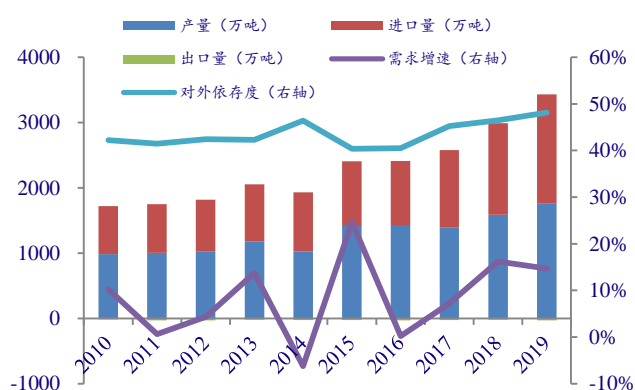
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

考虑到我国汽油需求将维持低速增长、柴油需求或进入平台期、航煤需求增长稳健，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。

## 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

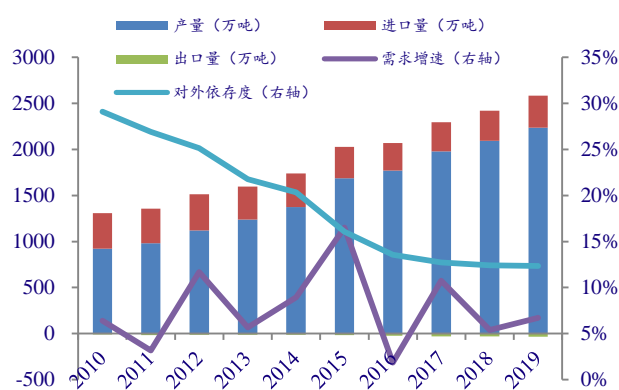
我国主要石化产品（PE、PP、PX、EG等）需求好于成品油需求的增长。2019年我国PE需求3403万吨，同比增长14.7%，略有下降，但依然保持较为稳健的需求增长；由于产量增长低于进口量增长，对外依存度有所提升，达到48.1%。相较于PE，我国PP需求增速放缓，2019年需求2550万吨，对外依存度基本稳定在12%左右，缺口主要体现在东南亚和中东的低成本通用产品以及来自欧洲、日本、美国的高附加值产品。2019年我国PX需求2962万吨，同比增长13.3%，较上年增长3.7个百分点；EG需求1733万吨，同比增长5.5%，较上年下降了8.5个百分点；PTA需求4515万吨，同比增长11.2%，较上年下降2.7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



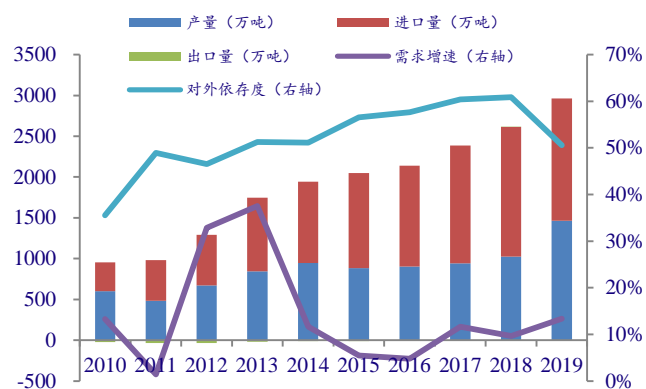
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图13: 我国聚丙烯（PP）供需统计



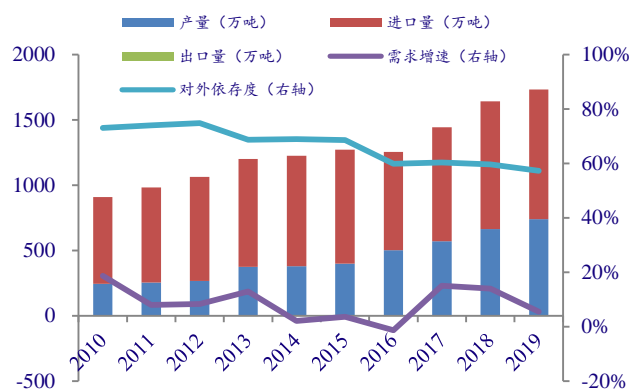
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院整理

图 14: 我国对二甲苯 (PX) 供需统计



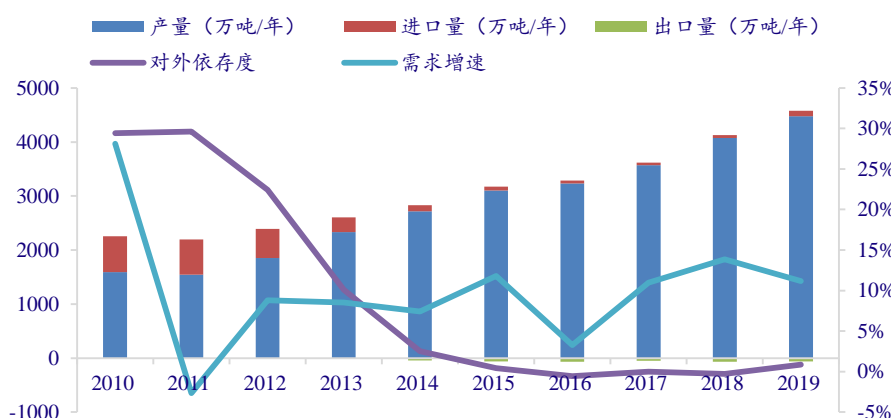
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院整理

图 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

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整理

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。

中石油研究院统计数据显示, 2019 年随着浙江石化一期、鲁清石化等炼油能力投产, 我国新增炼油能力 2850 万吨/年, 过剩形势更加严峻; 预计 2020 年我国将净增炼油能力 2700 万吨/年, 主要中科炼化等新建、改扩建项目投产带来的增量。不考虑去产能影响, 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

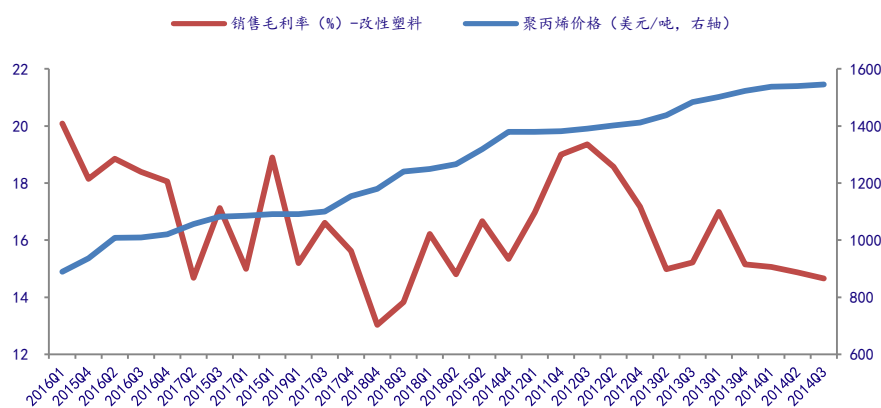
将进一步恶化国内成品油市场环境，严重打压盈利水平，竞争趋向白热化。

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 2020-2022 年，我国 PX 产能仍将计划新增 2000 多万吨/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。2020 年我国计划新增 EG 产能 485 万吨/年，产能扩张速度远超需求增速，市场竞争进一步加剧；我国 PP 计划新增产能 566 万吨/年，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，未来扩能不多，仍将不能满足国内需求缺口，PE 装置仍将维持较高的开工率。

### （五）低油价+行业景气下降，利好下游刚性需求细分子行业

在油价下降至低位、行业处在景气向下周期的背景下，塑料（PP、PS、ABS 等）、合成橡胶等产品价格处在历史低位，成本端的价格下降利好下游改性塑料、轮胎等行业盈利能力的提升。另一方面，改性塑料和轮胎作为刚性需求产品，其自身存在较为稳健的增长需求，保持较高的景气度。

图 17: PP 价格与改性塑料行业盈利能力关系



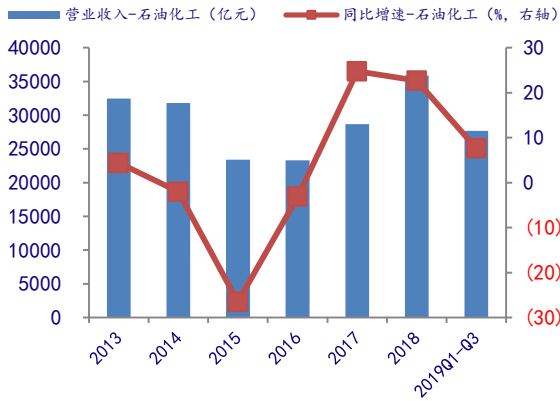
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

### （六）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，行业营收在 2017-2018 年实现大幅增长。2018 年，石油化工行业营收达到 3.58 万亿元，同比增长 22.67%。与营收增长原因一样，近年石油化工行业归母净利润也呈现增长之势。2018 年，石油化工行业归母净利润达到 856.1 亿元，同比增长 15.07%。

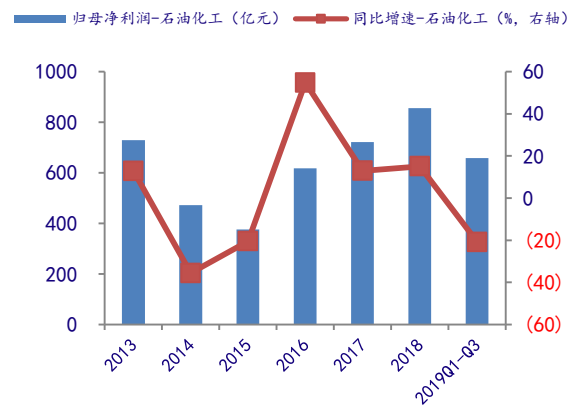
2019Q1-Q3，石油化工行业营收 27686 亿元，同比增长 7.62%；归母净利润 658 亿元，同比下降 20.9%。在行业包含个股不变、更低油价均价的情况下，2019Q1-Q3 归母净利润同比下降的原因主要系行业竞争加剧带来的盈利下降，未来随着新增产能的陆续释放，石油化工行业景气度进一步下降为大概率事件。

图 18: 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整理

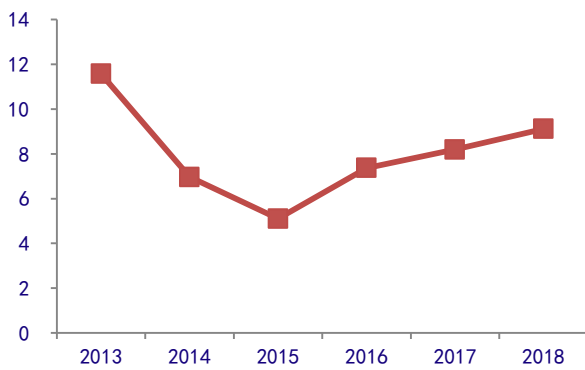
图 19: 石油化工板块归母净利润及增长率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

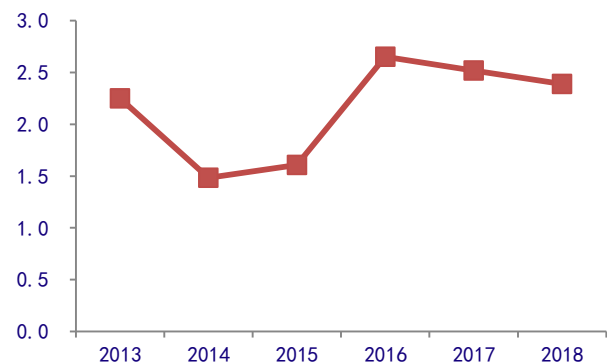
石油化工行业净资产收益率整体呈上升趋势,从2015年的5.10%上升到2018年的9.11%。根据杜邦分析法,净资产收益率=销售净利率×资产周转率×权益乘数,因此受到销售净利率、资产周转率、权益乘数三个因素的共同影响。近年石油化工行业净资产收益率提升主要为资产周转率和权益乘数所推动,2018年二者均有较大幅度提升。销售净利率下降表明行业整体运行状况欠佳,企业盈利能力下降;权益乘数增加表明资产负债率提升,财务杠杆变大;而资产周转率上升说明行业整体资产使用效率有所提高。

图 20: 石油化工板块净资产收益率



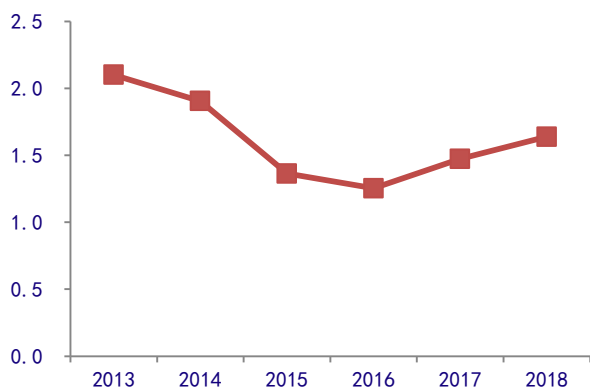
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 21: 石油化工板块销售净利率



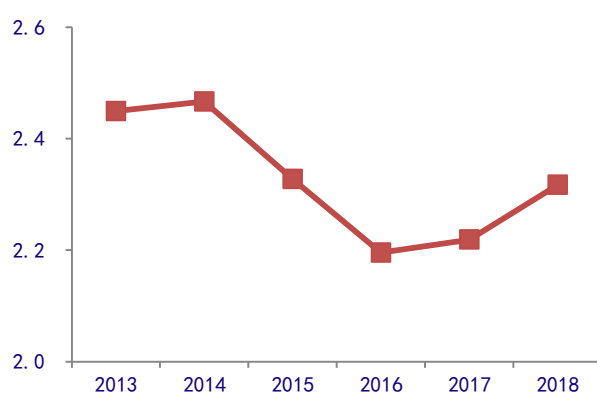
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 22: 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整理

图 23: 石油化工板块权益乘数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

### 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,以及将于 2020 年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%。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。

2015 年 5 月，发改委印发《石化产业规划布局方案》（发改产业[2014]2208 号），对今后一个时期的石化产业布局进行了总体部署，推动石化产业绿色、安全、高效发展。重点建设七大石化产业基地，包括大连长兴岛（西中岛）、河北曹妃甸、江苏连云港、上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷，同时推进现代煤化工升级示范。新建炼油、乙烯、PX 项目等应布局在产业基地内，按照炼化一体化、装置大型化的要求建设，要求单系列常减压装置原油年加工能力达到 1500 万吨及以上、乙烯装置年生产能力达到 100 万吨及以上、对二甲苯装置年生产能力达到 60 万吨及以上等。

2017 年 12 月，发改委印发《关于促进石化产业绿色发展的指导意见》，旨在提升石化产业绿色发展水平，推动产业发展和生态环境保护协同共进。部署了四大主要目标：产业布局更趋合理、产业结构不断优化、创新能力稳步提升、绿色标准持续完善。设置了六大重点任务：优化调整产业布局、规范化工园区发展、加快行业升级改造、大力发展绿色产品、提升科技支撑能力、健全行业绿色标准。

在国家的产业政策和规划出台后，沿海各省市也出台了相应的产业规划。江苏省 2015 年 12 月发布了《江苏省石化产业布局方案》，旨在做大做强沿海石化产业带、有序推进南京老石化基地的调整和改造等。浙江省 2016 年 7 月发布《浙江省石油和化学工业“十三五”发展规划》，旨在推进舟山绿色石化基地建设、推进做强宁波石化产业基地等。广东省 2017 年 12 月发布《广东省沿海经济带综合发展规划（2017~2030 年）》，提出依托港口资源优势，加快建设惠州、湛江、茂名、揭阳四大炼化一体化基地。山东省 2018 年 2 月公布《山东省人民政府关于印发山东省新旧动能转换重大工程实施规划的通知》，提出要加快炼化一体化步伐。坚持基础产业优化整合，加快向下游延伸，推动地炼产业由“一油独大”向“油化并举”转变。山东省 2018 年 10 月印发《关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案》，对于地炼行业转型升级确定了具体目标，力争到 2022 年，将位于城市人口密集区和炼油能力在 300 万吨及以下的地炼企业炼油产能进行整合转移；到 2025 年，将 500 万吨及以下地炼企业的炼油产能分步进行整合转移，全省地炼行业原油加工能力由目前的 1.3 亿吨/年压减到 9000 万吨/年左右，成品油收率降至 40%左右。

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。

#### （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。2019年我国炼油能力8.6亿吨/年，炼厂开工率有所回升，达到仅为75.8%；同期全球炼厂开工率约为81%，而美国炼厂开工率始终维持在90%左右。按照83%开工率计算，我国炼油能力已然过剩约6200万吨/年；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60%计算，我国炼油能力过剩高达约2.4亿吨/

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。2019 年山东省成品油产量有所下降，但仍达到 5700 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

2019 年我国炼厂平均规模仅 424 万吨/年，低于世界平均 770 万吨/年规模；全国千万吨级炼厂 29 家，炼油能力仅占到总能力的 45.6%。在盈利能力和技术经济指标等方面，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，但整体来看，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。

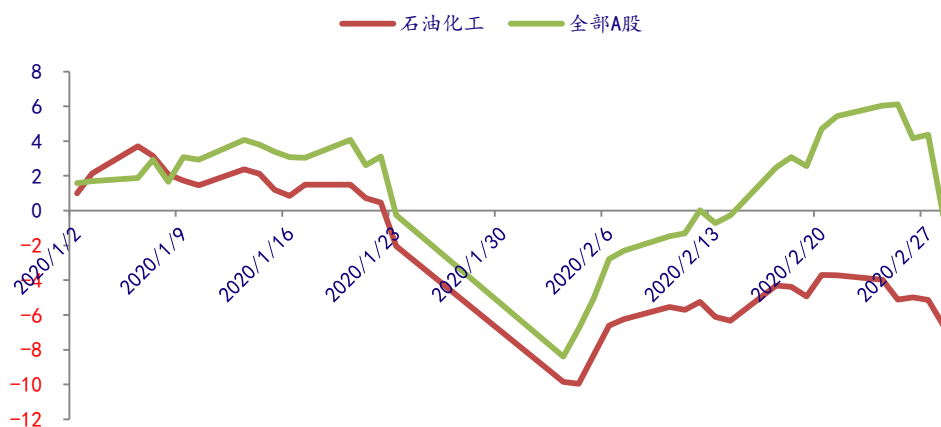
## 五、石油化工行业在资本市场中的发展情况

## （一）行业收益率表现

石油化工行业收益率表现落后于整个 A 股市场。年初至今，石油化工行业收益率-6.59%，表现逊于整个市场，较全部 A 股低 6.31 个百分点；排在 108 个二级子行业的第 74 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：塑料及制品（9.60%）、化学纤维（5.15%）、橡胶及制品（1.88%）、其他化学制品（0.53%）、化学原料（-1.03%）、石油化工（-6.59%）、农用化工（-6.72%）、石油开采（-13.13%）、煤炭化工（-15.60%）。石油化工位于 9 个二级子行业的第 6 位。

图 24：年初至今石油化工板块和全部 A 股收益率表现



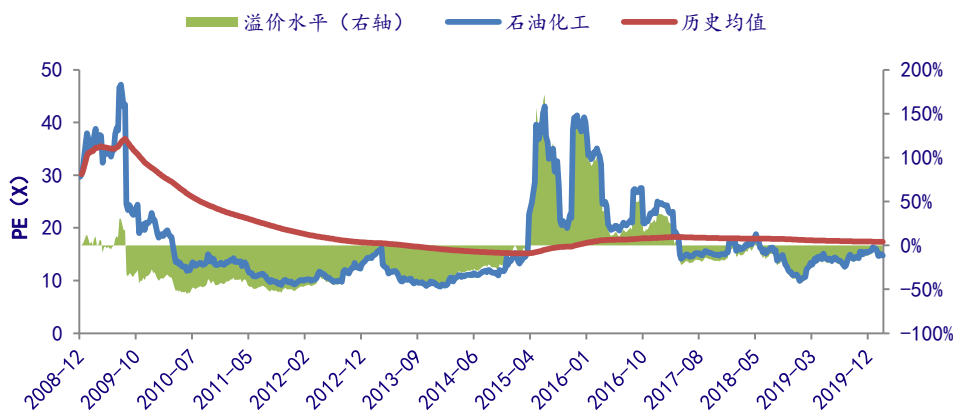
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

## （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 2 月 28 日，石油化工板块整体估值（PE（TTM））约为 14.74x，虽然仍高于 2014 年初创下的 8.87X 最低水平，但低于 2009 年以来的历史均值（17.37X），处在底部区域。中长期来看，目前估值水平与历史均值相比仍具备 20% 左右的回归空间。

图 25：2009 年至今石油化工估值相较历史均值变化情况

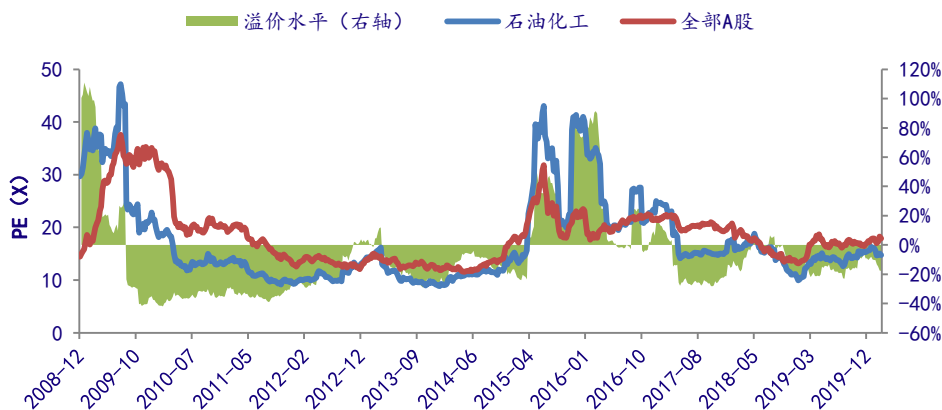


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

## 2. 石油化工行业估值相较全部 A 股变化

年初至今, 石油化工板块估值有所提升, 较年初下降了 9.8%。全部 A 股估值达到 17.92x, 较年初小幅抬升 0.77%。石油化工板块相对全部 A 股估值溢价为 -17.7%, 较 2009 年以来的历史均值 -7.8%, 下降了 10 个百分点, 处于相对较低位置。

图 26: 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整理

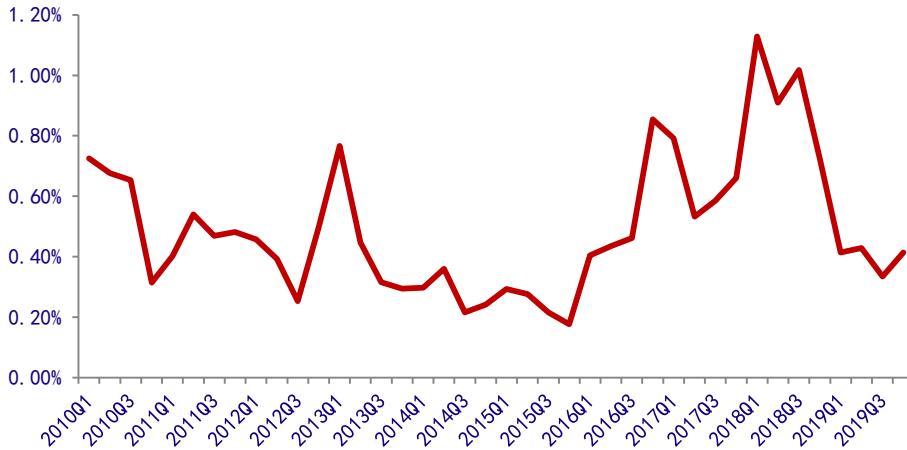
### (四) 行业公募基金重仓持股表现

19Q4 公募基金重仓持有石油化工股票比例为 0.41%，环比增加 0.07pct，低于 2010 年以来的历史平均水平（0.50%）。自 18Q1 以来，公募基金配置石油化工行业意愿持续减弱、降仓迹象明显，反映出市场对石油化工行业景气下降的担忧。长远来看，我们认为石油化工行业估值已经处在历史较低位置，具有较高的安全边际，基金持仓比例继续下行空间有限。

从持股总市值来看，19Q4 行业前三大重仓股分别为中国石化（600028.SH）、恒力石化（600346.SH）、桐昆股份（601233.SH），环比 Q3 均有较大幅度提升；从持有基金数来看，中

国石化的持有基金数最多，达到 88 只，环比减少 3 只，其次为桐昆股份（环比增加 15 只）、恒力石化（环比增加 8 只）。值得注意的是，卫星石化（002648.SZ）持有基金数大幅增加，由 4 只增加到 20 只；重仓持股市值增加近 5 倍。

图 27：基金石油化工行业持仓比例变化



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

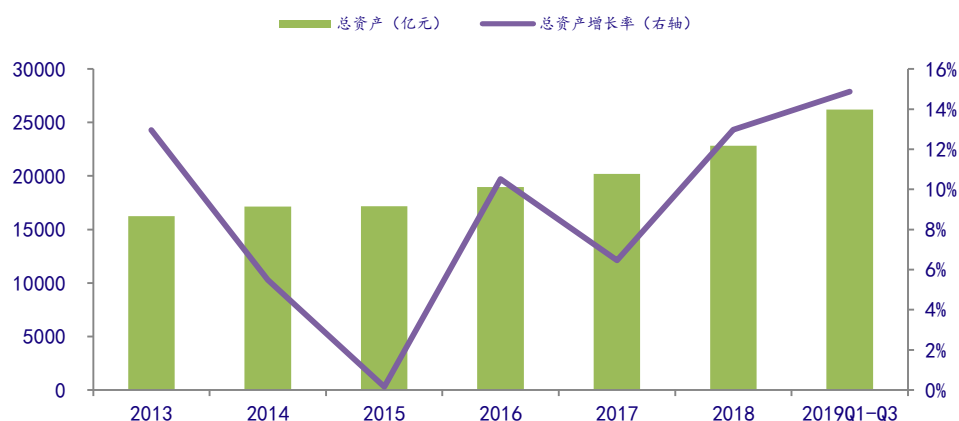
## （五）行业成长性分析

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。

2016-2018，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。2019Q1-Q3，总资产继续保持高速增长势头。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，近些年固定资产稳中略降，主要系资产折旧所致；但由于新建项目因素，2018 年在建工程有较大上涨，预计 2019 年固定资产会有所增加。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。

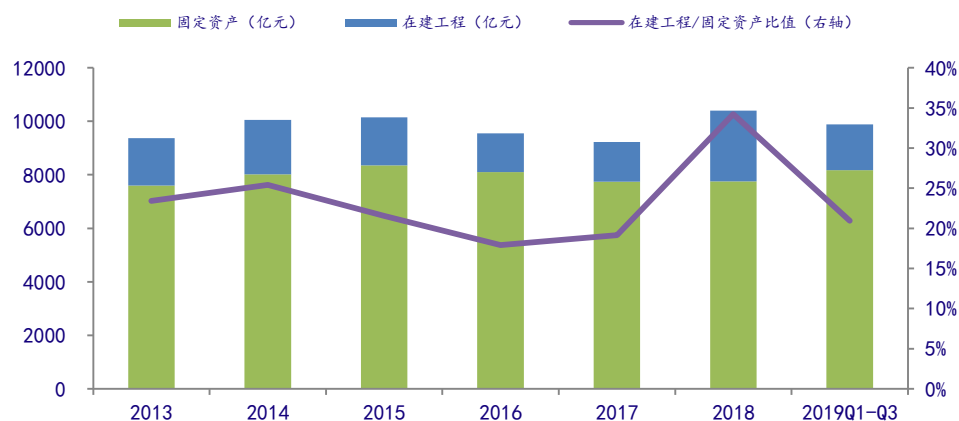
未来影响行业发展最主要的因素依然是产业政策（落后产能淘汰力度）、新增产能投放力度和主要产品（成品油、石化产品等）需求，即供需之间的关系；另外一个重要因素是油价，油价越低对行业越为有利。

图 28：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整理

图 29: 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整理

## 六、投资策略及推荐标的

### (一) 投资策略

行业超跌后价值开始凸显, 新冠疫情带来的需求下降将加速行业洗牌进程。我们认为, 随着行业洗牌进程的持续推进, 低效落后产能将被市场逐步淘汰, 行业集中度不断提升。我们看好存在刚性需求、且具有成长性的细分子行业(改性塑料、轮胎)的业绩表现; 低油价和石油化工行业景气向下背景下, 主要塑料、橡胶价格处在历史底部区域, 改性塑料和轮胎行业盈利能力也将得以提升。

具体投资逻辑如下:

改性塑料上游原料(如 PP、PS、PC 等)未来供应偏宽松, 利润有望向下游加工环节转移, 且下游需求仍将稳定增长以及行业自身存在产业升级的内在动力。看好高成长性化工新材料标的, 建议关注金发科技(600143.SH)、国恩股份(002768.SZ)。

轮胎行业是石油化工下游应用的另一重要领域,随着汽车保有量的提升将带来稳步增长的轮胎市场需求,国内轮胎企业一方面通过海外建厂规避贸易壁垒,另一方面不断提升品牌影响力增加其在配套和零售市场的渗透率,业绩有望持续增长,推荐行业龙头玲珑轮胎(601966.SH)。

继续推荐“C3 产能扩张+C2 产能布局”双引擎发展的卫星石化(002648.SZ)。

当前主要产品价差处在历史底部位置,中长期看好受益行业洗牌的龙头企业,推荐高分红的行业龙头中国石化(600028.SH),以及向产业链上游延伸的 PTA 龙头恒力石化(600346.SH)、荣盛石化(002493.SZ)。

## (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	-0.98%	5.61%	13.92	11.17%
002768.SZ	国恩股份	11.94%	18.53%	17.94	29.68%
601966.SH	玲珑轮胎	-0.78%	5.80%	18.06	0.00%

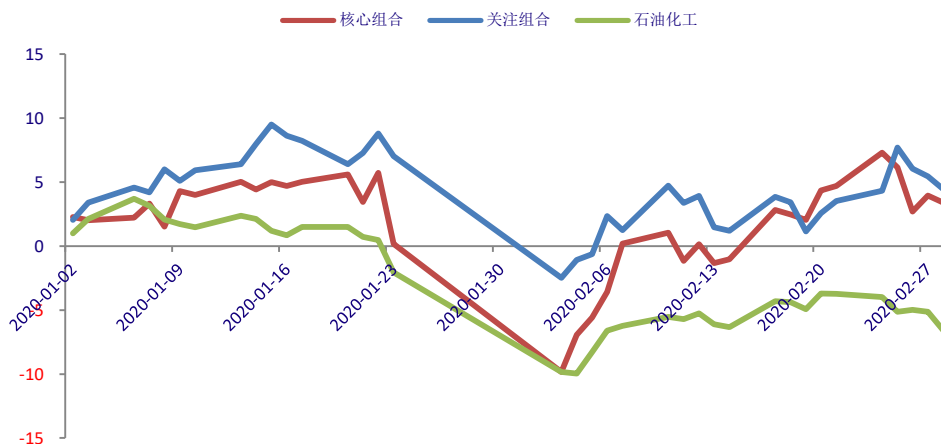
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

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
600028.SH	中国石化	-9.98%	-3.39%	12.01	0.00%
600143.SH	金发科技	37.50%	44.09%	28.18	16.31%
600256.SH	广汇能源	-14.20%	-7.61%	12.24	28.14%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 30: 年初以来组合表现 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理



## 七、风险提示

油价大幅波动风险、产品价差下降风险、营收不及预期风险等。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 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）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 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。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 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%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 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。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 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。该评级由分析师给出。

**刘兰程，证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 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，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）向其机构或个人客户（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。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、传播或复印本报告。

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。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。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

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。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。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。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

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  
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座  
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：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn