



油价重心延续回落，把握成长确定性机会

——9月动态报告

2024年10月1日

核心观点

- 9月油价重心延续回落** 供给端，9月5日，沙特、俄罗斯等8个OPEC+成员宣布将此前220万桶/日的额外自愿减产延长至2024年11月，2024年12月将根据市场情况逐步退出。月内，受热带风暴“弗朗辛”影响，美国墨西哥湾部分原油生产设施被关闭，美国原油产量阶段性下降。9月26日，利比亚冲突双方正式签署协议，当地原油产量有望恢复。需求端，9月20日当周，美国炼厂开工率为90.9%，较8月底下降2.4个百分点。考虑到受秋季检修影响，近期美国炼厂开工率或将持续走低，预计将对原油需求施压。中短期来看，近期美联储宣布开启降息，前期市场担忧的经济硬着陆概率降低，经济软着陆的概率提升。库存端，9月20日当周，美国商业原油库存量41304万桶，后续或面临季节性累库压力。我们认为，近期国内外多项政策提振市场情绪，但在不出现极端供应中断意外的情况下，10月原油市场供需预期偏弱，Brent原油价格运行区间参考70-80美元/桶。9月Brent、WTI月均价分别为72.9、69.6美元/桶，环比分别下降7.6%、7.7%。
- 1-8月我国原油表观需求窄幅回落，同比下降1.7%** 1-8月，我国加工原油4.73亿吨，同比下降1.2%；原油产量1.43亿吨，同比增长2.1%；原油进口3.67亿吨，同比下降3.1%；原油表观消费量5.09亿吨，同比下降1.7%；对外依存度72.1%，维持高位。
- 1-8月我国天然气表观需求大幅增长，同比增长9.7%** 1-8月，我国天然气表观消费量2803亿立方米，同比增长9.7%；产量1637亿立方米，同比增长7.6%；进口天然气1203亿立方米，同比增长12.2%；对外依存度42.9%。
- 1-8月我国成品油表观需求略增，同比增长0.01%** 1-8月，我国成品油产量2.81亿吨，同比下降0.7%；成品油出口量2615万吨，同比下降7.2%；成品油表观消费量2.55亿吨，同比增长0.01%；汽油、煤油、柴油表观消费量分别同比变化4.5%、11.2%、-5.2%。其中，8月我国柴油出口环比增长65.0%，主要系国内柴油市场需求表现不及预期，柴油出口套利窗口陆续开启所致。
- 投资建议** 近期国内重磅经济刺激政策密集出台，市场情绪显著提振。预计近期Brent油价在70-80美元/桶区间运行，成本端不是左右行业盈利的关键，关键看行业供需改善情况。目前石油化工行业在建工程仍处高位，随着政策刺激效果逐渐体现，终端消费或有一定改善，但预计行业存量产能及在建产能仍需时间消化。我们看好行业结构性机会，建议重点布局成长属性标的，推荐宝丰能源(600989.SH)、卫星化学(002648.SZ)、国恩股份(002768.SZ)等。
- 风险提示** 原料价格大幅上涨的风险，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。

石油化工行业

推荐 维持评级

分析师

翟启迪

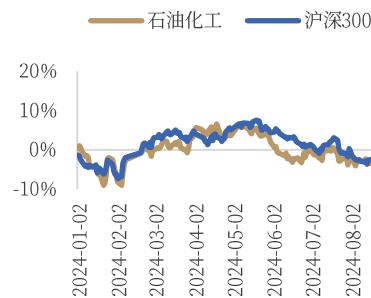
☎: 010-8092-7677

✉: zhaiqidi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060004

相对沪深300表现图

2024-9-30



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

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 (TTM)
600989.SH	宝丰能源	17.47%	9.11%	18.99
002648.SZ	卫星化学	26.58%	18.22%	12.53
002768.SZ	国恩股份	-16.34%	-24.69%	12.09

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院 (注: 相对收益率比较基准指数取石油化工(中信)指数)

目录

Catalog

一、石油和化工行业是国民经济重要支柱产业	3
(一) 石油和化工行业上市公司 526 家, 占全部 A 股 9.8%	3
(二) 石油和化工行业总市值 8.75 万亿, 占全部 A 股 9.0%	4
二、我国经济运行平稳, 石油化工行业过剩压力仍在	5
(一) 我国经济运行平稳, 能源消费预期稳步增长	5
(二) 油价显著影响行业盈利, 预计近期重心持稳运行	7
(三) 我国石油化工产品需求仍具韧性, 但供给端面临过剩压力	10
(四) 石油化工行业财务指标分析	12
三、我国石油化工行业步入成熟期, 格局有望重塑	13
(一) 能源替代+参与主体增多, 竞争愈加多元化	13
(二) 上下游议价能力弱, 行业盈利能力承压	14
(三) 多项政策密集出台, 确保行业绿色高质量发展	14
(四) 我国石油化工行业步入成熟期, 依旧存在成长空间	15
四、行业面临的问题及建议	15
(一) 存在主要问题	15
(二) 建议及对策	16
五、石油化工行业在资本市场中的发展情况	17
(一) 行业收益率表现	17
(二) 行业估值表现	18
(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	20

一、石油和化工行业是国民经济重要支柱产业

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，2023 年我国石油和化工行业实现营业收入 15.95 万亿元，同比下降 1.1%；实现利润总额 8733.6 亿元，行业经济运行总体呈现低位回升、稳中有进态势，为国家能源安全和社会经济发展提供了坚实保障。

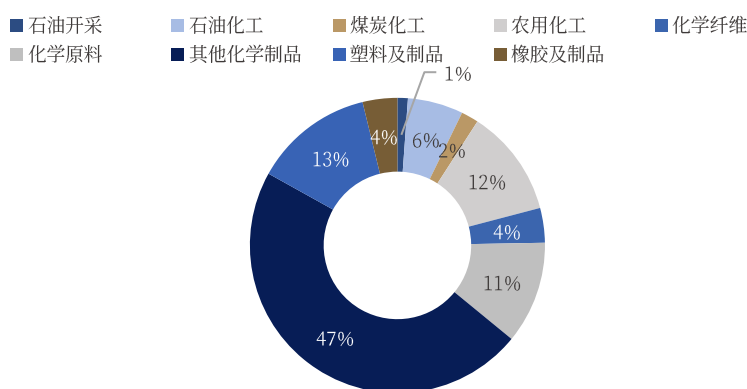
石油和化学工业关系到国民经济命脉，大到工业、农业、交通、国防，小到每个人的衣食住行，都离不开石油和化学工业。如，飞机、汽车、轮船、拖拉机、锅炉的燃料，金属加工、各类机械运转都需要用到的各类润滑材料，铺设公路用的沥青；高铁、汽车、建筑、家电等行业也都要用到来自石油和化工行业的塑料、橡胶制品；工业上或者家里用的天然气，农业用到的地膜、农药、化肥，纺织行业使用的化纤原料，玻璃制品生产用到的纯碱也是来自该行业；等等。石油和化工行业产业链长、涉及面广、产品众多，且上下游关联非常紧密。依据中信证券行业分类，我们将整个石油和化工产业链分为 9 个子行业，包括石油开采、石油化工、煤炭化工、农用化工、化学纤维、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，且整个产业链细分行业众多，各细分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 526 家，占全部 A 股 9.8%

截至 9 月 30 日，我国石油和化工行业共有 526 家上市公司，占到全部 A 股的 9.8%。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 6.1%、占全部 A 股 0.6%。

图1：石油和化工行业个股占比

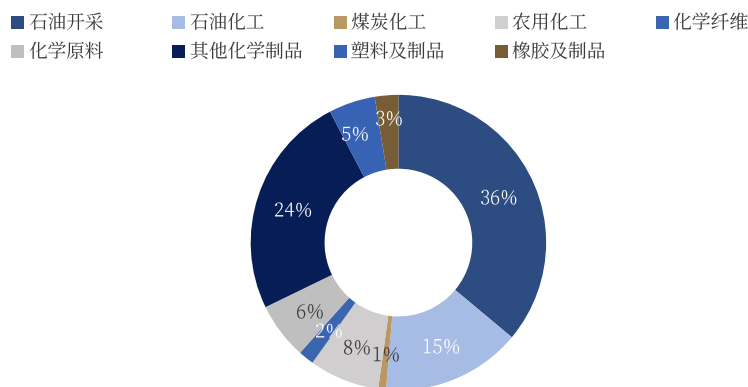


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（二）石油和化工行业总市值 8.75 万亿，占全部 A 股 9.0%

截至 9 月 30 日，我国石油和化工行业总市值 8.75 万亿，全部 A 股总市值 96.87 万亿，占到全部 A 股的 9.0%。其中，石油化工行业总市值为 1.34 万亿，占整个石油和化学工业 15.3%、占全部 A 股 1.4%。

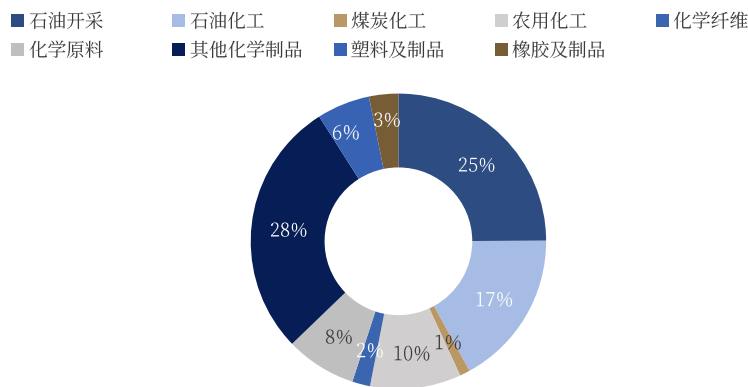
图2：石油和化工行业总市值占比



资料来源：iFind, 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 6.50 万亿，全部 A 股流通市值 76.33 万亿，占到全部 A 股的 8.5%。其中，石油化工行业流通市值为 1.11 万亿，占整个石油和化学工业 17.1%、占全部 A 股 1.5%。

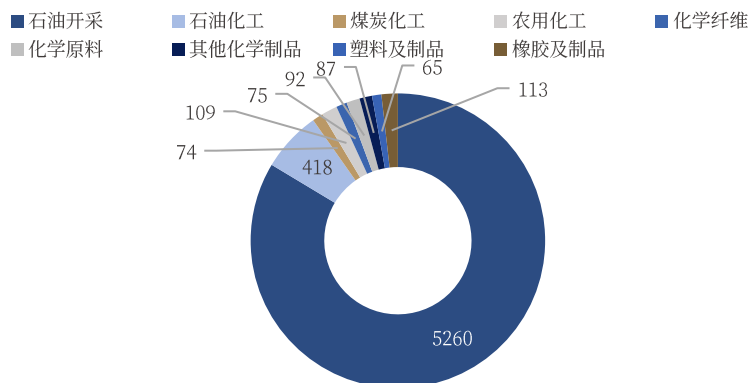
图3：石油和化工行业流通 A 股市值占比



资料来源：iFind, 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 166 亿元，同期全部 A 股平均市值 181 亿元。其中，石油化工行业平均市值 418 亿元，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: iFind, 中国银河证券研究院

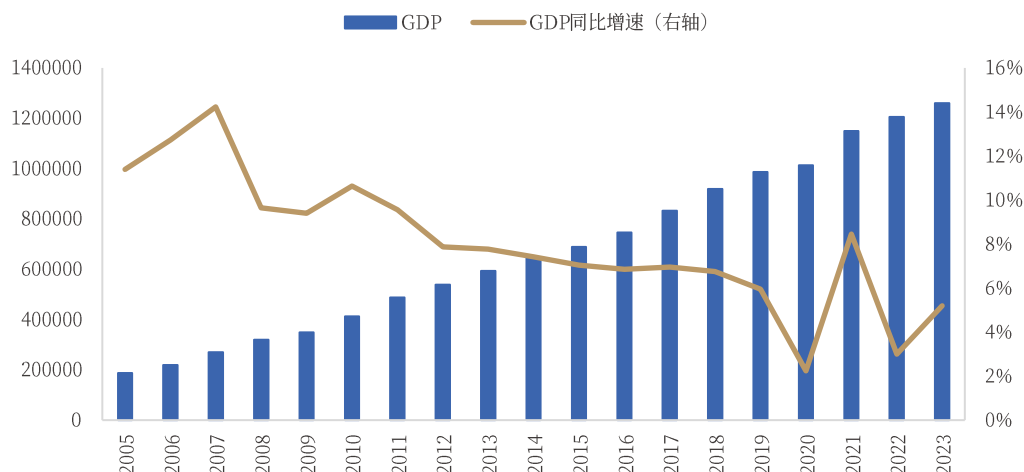
二、我国经济运行平稳, 石油化工行业过剩压力仍在

(一) 我国经济运行平稳, 能源消费预期稳步增长

1. 经济运行总体平稳, 生产稳定增长

国家统计局数据显示, 初步核算, 上半年国内生产总值 616836 亿元, 按不变价格计算, 同比增长 5.0%。分产业看, 第一产业增加值 30660 亿元, 同比增长 3.5%; 第二产业增加值 236530 亿元, 增长 5.8%; 第三产业增加值 349646 亿元, 增长 4.6%。分季度看, 一季度国内生产总值同比增长 5.3%, 二季度增长 4.7%。从环比看, 二季度国内生产总值增长 0.7%。

图5: 我国国内生产总值 (GDP, 亿元) 及同比增速

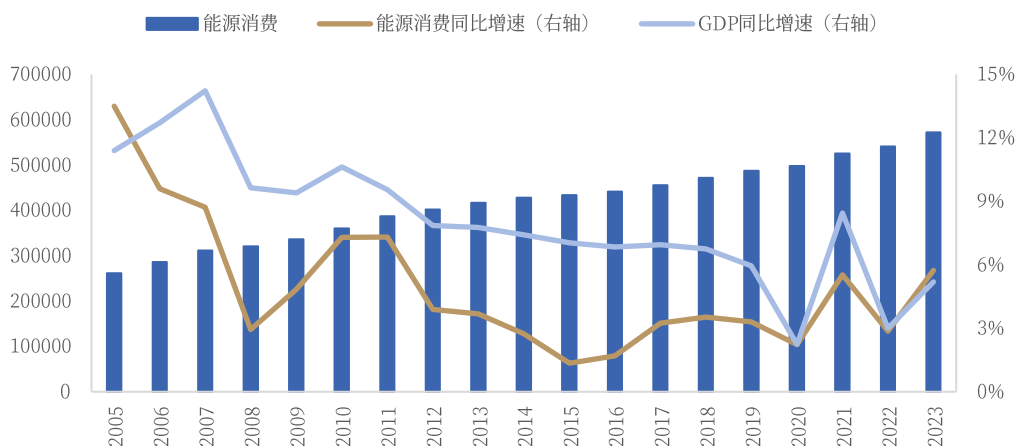


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

2. 我国能源消费稳步增长, 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, 我国经济平稳增长仍将推动能源消费稳步增长。

图6：我国能源消费（万吨标准煤）及同比增速

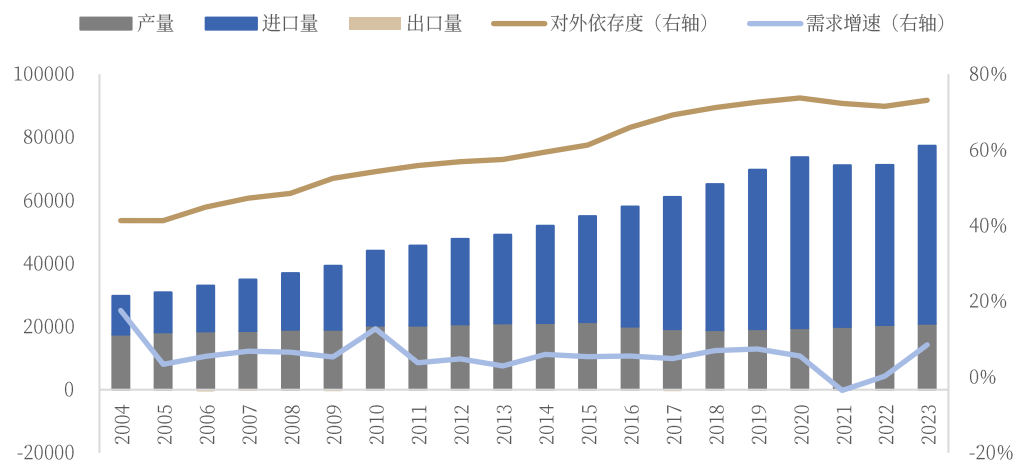


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

近年来，我国石油产量稳步提升，需求在经历 2021-2022 年疲弱后迎来增长，对外依存度继续维持高位。2023 年我国加工原油 7.35 亿吨，同比增加 9.3%，主要原因在于疫情后我国经济稳步发展，以及休闲旅游、商务出差等需求集中释放刺激国内成品油消费不断恢复，进而带动原油消费和加工量提升。2023 年我国原油表观需求 7.72 亿吨，同比增长 8.5%，2010-2023 年年均复合增长 4.5%；产量 2.09 亿吨，连续五年增长，同比增长 2.1%；进口量 5.64 亿吨，同比增长 11.0%；对外依存度达 73.1%，较上年提升 1.6 个百分点，继续维持高位。

2024 年 1-8 月，我国加工原油 4.73 亿吨，同比下降 1.2%；原油产量 1.43 亿吨，同比增长 2.1%；原油进口 3.67 亿吨，同比下降 3.1%；原油表观消费量 5.09 亿吨，同比下降 1.7%；对外依存度 72.1%，维持高位。

图7：我国原油供需（万吨）及对外依存度

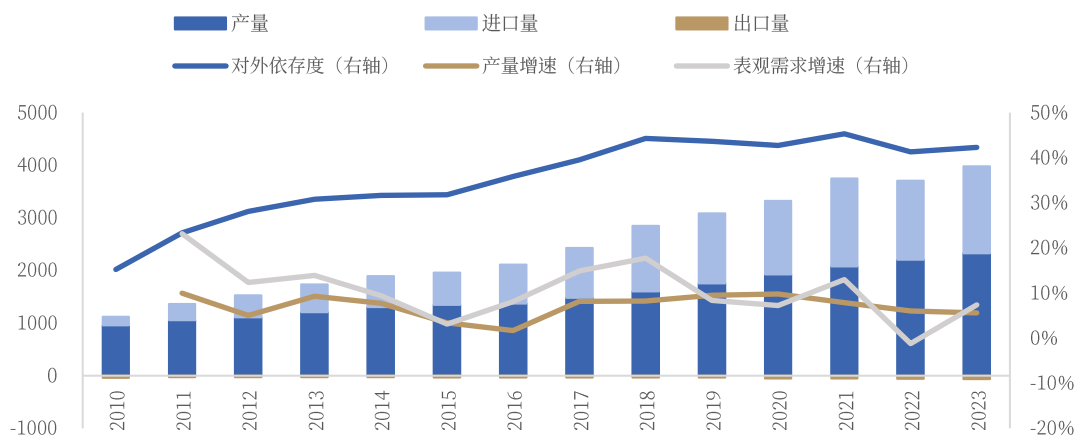


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

2023 年我国天然气表观需求 3917 亿立方米，同比增长 7.3%，2010-2023 年年均复合增长 10.4%；产量 2324 亿立方米，同比增长 5.6%；进口量 1657 亿立方米，同比增长 10.0%；对外依存度 42.3%，继续维持相对高位。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仍将保持较快增长。中国石化集团经济技术研究院预测数据显示，2025 年我国天然气需求量约 4250 亿立方米，占一次能源的比例约 9%；2030 年需求量约 5240 亿立方米，占一次能源的比例约 11%。

2024年1-8月,我国天然气表观消费量2803亿立方米,同比增长9.7%;产量1637亿立方米,同比增长7.6%;进口天然气1203亿立方米,同比增长12.2%;对外依存度42.9%。

图8:我国天然气供需(亿立方米)及对外依存度



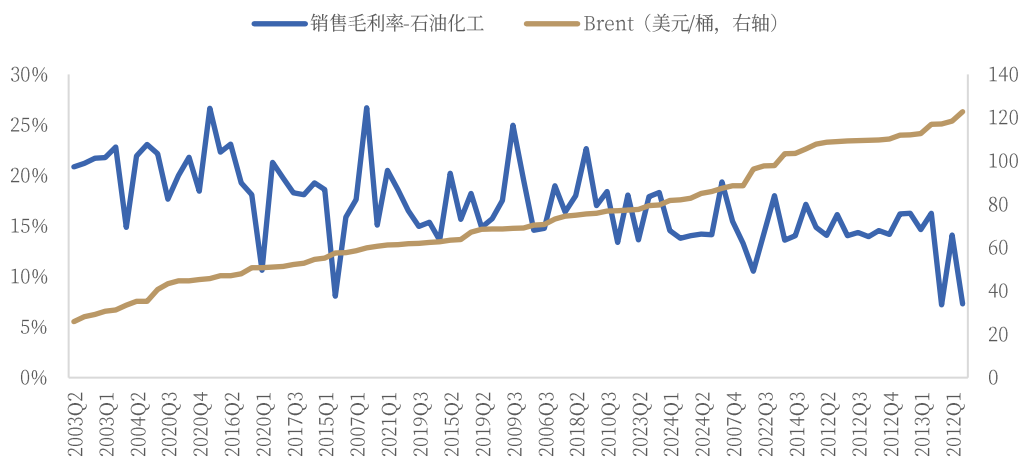
资料来源: iFind、海关总署, 中国银河证券研究院

(二) 油价显著影响行业盈利, 预计近期重心持稳运行

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: iFind, 中国银河证券研究院

2023 年油价重心回落，Brent、WTI 年度均价分别为 82.2、77.6 美元/桶，油价跌幅分别为 17.0%、17.8%。一方面，美联储加息、欧美银行业危机引发市场对远期经济衰退担忧，限制油价上行高度；另一方面，OPEC+多次持续深化减产措施、中东地缘政治局势升温等，对油价形成底部支撑。Q1，Brent、WTI 季度均价分别为 82.2、76.1 美元/桶，Brent 季度均价同比下降 16.1%、环比下降 7.3%；Q2，Brent、WTI 季度均价分别为 77.7、73.5 美元/桶，Brent 季度均价同比下降 30.6%、环比下降 5.4%。Q3，Brent、WTI 季度均价分别为 85.9、82.1 美元/桶，Brent 季度均价同比下降 12.1%、环比上涨 10.5%。Q4，Brent、WTI 季度均价分别为 82.9、78.5 美元/桶，Brent 季度均价同比下降 6.5%、环比下降 3.6%。

1 月，油价重心窄幅抬升。供给端，多因素持续影响原油供应。一方面，受寒潮天气扰动，月内美国原油产量先降后升。另一方面，红海地区紧张局势仍在持续，原油运输成本有所抬升，且市场担忧局势加剧或引发原油供应危机。需求端，短期来看，汽油、馏分燃料油、航空煤油面临季节性累库压力，原油消费仍处淡季；中短期来看，高利率环境下欧美远期经济增速预计承压，原油消费增速或将放缓。库存端，截至 1 月 26 日当周，美国商业原油库存量 42191 万桶，较 2023 年年底下降 915 万桶。1 月 Brent、WTI 月均价分别为 79.2、73.8 美元/桶，环比涨幅分别为 2.4%、2.3%。

2 月，油价重心持续抬升。供给端，多因素持续扰动原油供应。一方面，红海地区紧张趋势仍在延续，原油运输成本有所抬升，且市场担心局势加剧或引发原油供应危机。另一方面，OPEC+减产协议遵守度有所增强，2 月份欧佩克出口量减少约 90 万桶/日，市场聚焦近期 OPEC+是否会延长此前自愿减产政策。需求端，短期来看，2 月 23 日当周，美国炼厂开工率为 81.5%，处于历史同期偏低水平；中短期来看，高利率环境下欧美远期经济增速预计承压，原油消费增速或将放缓。库存端，2 月 23 日当周，美国商业原油库存量 44716 万桶，较 1 月底增长 2525 万桶。2 月 Brent、WTI 月均价分别为 81.7、76.6 美元/桶，环比涨幅分别为 3.2%、3.9%。

3 月，油价重心持续抬升。供给端，地缘扰动频繁，市场风险溢价回升。受无人机袭击影响，俄罗斯炼油产能中断或达 90 万桶/日，目前俄罗斯石油储存能力较为紧张，市场担心俄罗斯原油产量或因部分炼油能力中断而下降。此外，3 月 3 日 OPEC+成员国宣布将 220 万桶/日的自愿减产计划延长至 Q2，后续建议密切关注减产执行情况。需求端，短期来看，春季检修结束后，美国炼厂开工率逐步回升，下游汽油库存加速回落，终端消费需求目前仍较为强劲；中短期来看，高利率环境下欧美远期经济增速预计承压，原油消费增速或将放缓。3 月 Brent、WTI 月均价分别为 84.7、80.4 美元/桶，环比涨幅分别为 3.6%、4.9%。

4 月，油价重心持续抬升。供给端，地缘因素带动市场风险溢价持续回升。一是，中东地区地缘冲突频发，引发原油供应担忧。尤其是，以色列与伊朗局势有所升级，需警惕当地原油供应发生大幅下降的风险。二是，俄罗斯炼厂频频受袭，成品油出口存下降预期。需求端，短期来看，春季检修结束后，美国炼厂开工率逐步回升，下游汽油库存加速回落，终端消费需求目前仍较为强劲；中短期来看，高利率环境下欧美远期经济增速预计承压，原油消费增速或将放缓。4 月 Brent、WTI 月均价分别为 89.0、84.4 美元/桶，环比涨幅分别为 5.1%、4.9%。

5 月，油价重心高位回落。供给端，欧洲和中东地缘局势有所降温，地缘溢价回吐。需求端，美联储降息预期一再延后，高利率环境下欧美远期经济增速预计承压，原油消费增速或将放缓。短期来看，随着美国夏季驾驶旺季的来临，美国炼厂开工率已回升至 94.3%。5 月 Brent、WTI 月均价分别为 83.0、78.6 美元/桶，环比跌幅分别为 6.7%、6.8%。

6 月，油价重心高位震荡。供应端，6 月 2 日 OPEC+会议宣布将 2023 年 4 月宣布的 166 万桶/日的自愿减产措施延长至 2025 年底；将 2023 年 11 月宣布的 220 万桶/日的自愿减产措施延长至

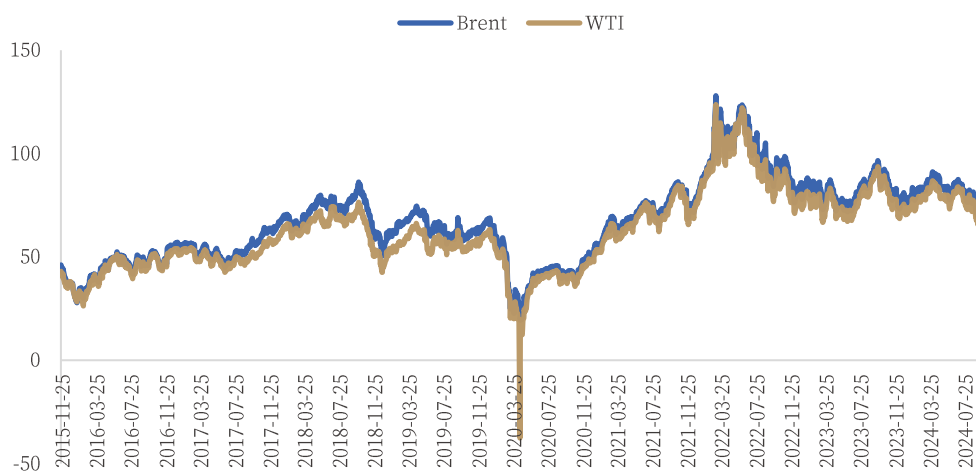
2024年9月底，2024年10月至2025年9月期间将视市场情况逐步退出。需求端，短期来看，随着美国驾驶旺季的来临，炼厂开工率保持在90%以上。6月Brent、WTI月均价分别为83.0、78.7美元/桶，环比分别变化0.0%、0.2%。

7月，油价重心窄幅回升。供应端，OPEC+维持此前产量政策，将2023年4月宣布的166万桶/日的自愿减产措施延长至2025年底；将2023年11月宣布的220万桶/日的自愿减产措施延长至2024年9月底，2024年10月至2025年9月期间将视市场情况逐步退出。需求端，短期来看，美国正值驾驶旺季，炼厂开工率保持在90%以上。EIA最新报告预计三季度全球石油市场有望维持去库。7月Brent、WTI月均价分别为83.9、80.6美元/桶，环比分别增长1.1%、2.3%。

8月，油价重心回落。供给端，8月1日OPEC+会议结果显示维持此前产量政策，将2023年4月宣布的166万桶/日的自愿减产措施延长至2025年底；将2023年11月宣布的220万桶/日的自愿减产措施延长至2024年9月底，2024年10月至2025年9月期间将视市场情况逐步退出。此外，受不可抗力因素影响，8月26日利比亚东部石油暂停生产和出口。需求端，月内美国汽油库存持续下降，炼厂开工率保持在90%以上并逐步抬升。8月Brent、WTI月均价分别为78.9、75.4美元/桶，环比分别下降6.0%、6.4%。

9月，油价重心延续回落。供给端，9月5日，沙特、俄罗斯等8个OPEC+成员宣布将此前220万桶/日的额外自愿减产延长至2024年11月，2024年12月将根据市场情况逐步退出。月内，受热带风暴“弗朗辛”影响，美国墨西哥湾部分原油生产设施被关闭，美国原油产量阶段性下降。截至9月20日，美国原油产量为1320万桶/日，较8月底下降10万桶/日。9月26日，利比亚冲突双方正式签署协议，当地原油产量有望恢复。需求端，9月20日当周，美国炼厂开工率为90.9%，较8月底下降2.4个百分点。考虑到受秋季检修影响，近期美国炼厂开工率或将持续走低，预计将对原油需求施压。中短期来看，近期美联储宣布开启降息，前期市场担忧的经济硬着陆概率降低，经济软着陆的概率提升。库存端，9月20日当周，美国商业原油库存量41304万桶，后续或面临季节性累库压力。我们认为，近期国内外多项政策提振市场情绪，但在不出现极端供应中断意外的情况下，10月原油市场供需预期偏弱，Brent原油价格运行区间参考70-80美元/桶。建议后续密切关注后续OPEC+产量政策、美联储货币政策、地缘局势演变等。9月Brent、WTI月均价分别为72.9、69.6美元/桶，环比分别下降7.6%、7.7%。

图10: Brent与WTI油价走势(美元/桶)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

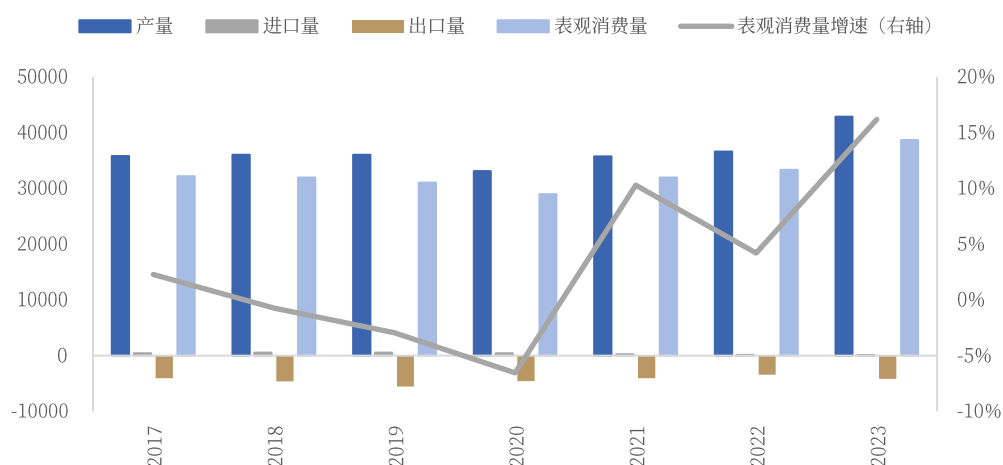
(三) 我国石油化工产品需求仍具韧性，但供给端面临过剩压力

1. 主要石油化工产品需求具有韧性，预计仍将稳健增长

2023 年我国成品油表观需求 3.87 亿吨，同比增长 16.2%，2017-2023 年年均复合增长 3.1%。其中，汽油需求 1.49 亿吨，同比增长 12.3%；柴油需求 2.04 亿吨，同比增长 12.7%；煤油需求 3418 万吨，同比增长 75.7%。2023 年我国成品油产量 4.28 亿吨，同比增长 17.0%；出口量 4190 万吨，同比增长 21.8%。

2024 年 1-8 月，我国成品油产量 2.81 亿吨，同比下降 0.7%；成品油出口量 2615 万吨，同比下降 7.2%；成品油表观消费量 2.55 亿吨，同比增长 0.01%；汽油、煤油、柴油表观消费量分别同比变化 4.5%、11.2%、-5.2%。其中，8 月我国柴油出口环比增长 65.0%，主要系国内柴油市场需求表现不及预期，柴油出口套利窗口陆续开启所致。此外，亚洲夏季煤油需求高峰结束，8 月我国煤油出口环比下降 11.9%。

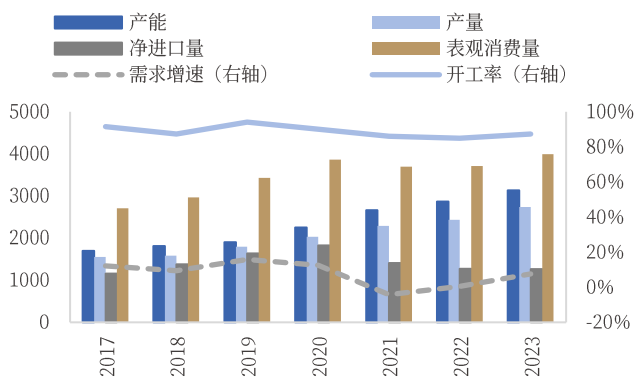
图11：我国成品油供需情况（万吨）



资料来源：iFind、海关总署，中国银河证券研究院

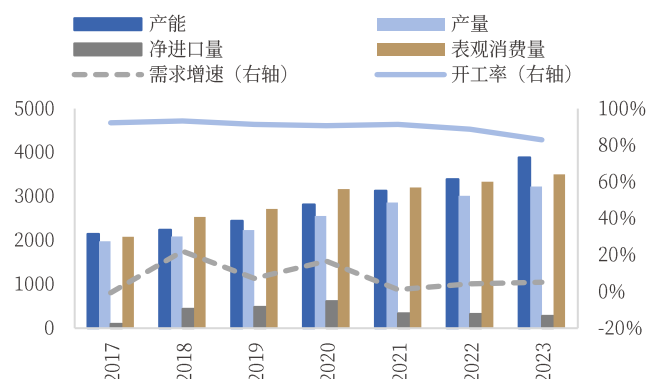
2020-2022 年，受疫情等因素影响，我国主要石化产品（PE、PP、PX、EG、PTA 等）需求增速整体放缓；2023 年需求增速有所反弹。2023 年我国 PE 需求 3996 万吨/年，同比增长 7.6%；对外依存度下降至 33.6%，但依然处于较高水平。2023 年我国 PP 需求 3506 万吨，同比增长 5.0%；对外依存度下降至 11.7%，但结构性供应过剩及高端产品供应不足的问题仍然存在。2023 年我国 PX 需求 4239 万吨，同比增长 23.5%；EG 需求 2332 万吨，同比增长 11.4%；PTA 需求 5957 万吨，同比增加 19.0%。未来我国石化产品需求仍将上涨，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稳健增长。

图12: 我国聚乙烯 (PE) 供需情况 (万吨)



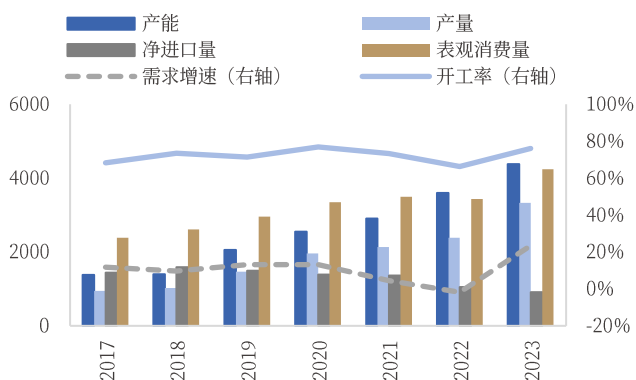
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图13: 我国聚丙烯 (PP) 供需情况 (万吨)



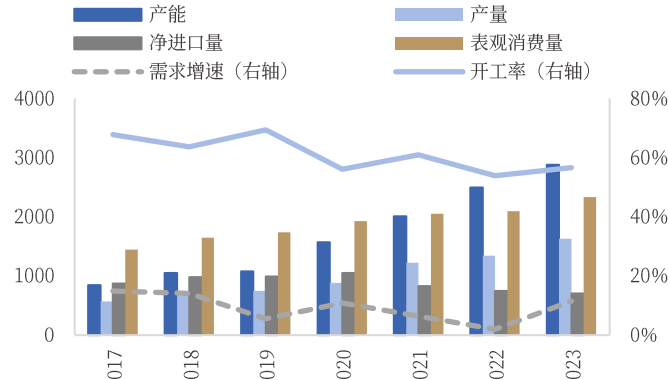
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图14: 我国对二甲苯 (PX) 供需情况 (万吨)



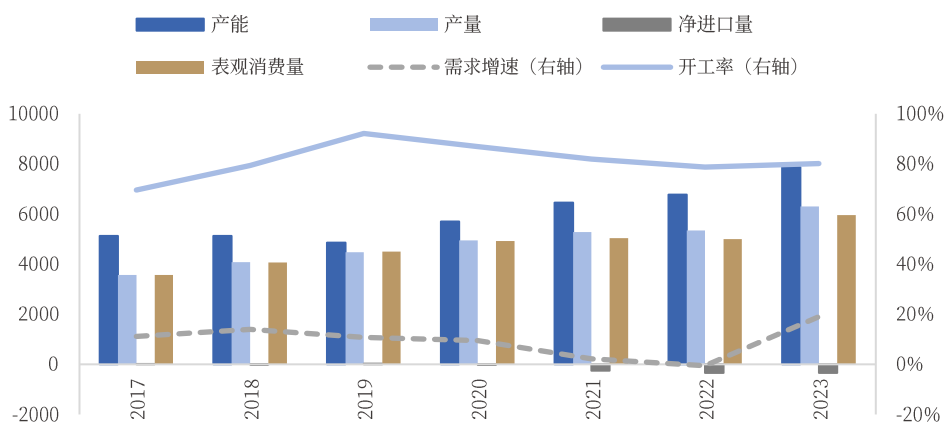
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图15: 我国乙二醇 (EG) 供需情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图16: 我国对苯二甲酸 (PTA) 供需情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

2. 行业产能面临过剩压力, 市场竞争更趋激烈

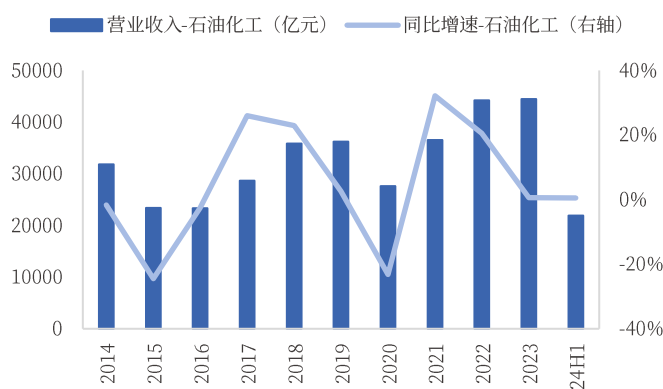
一方面, 在需求端, 我国石油化工产品需求整体预期维持稳健增长; 另一方面, 在供给端, 我国石油化工行业特别是主要石化产品仍处在产能扩张期, 结构性产能过剩问题进一步凸显, 行业竞争更趋激烈。

2023 年我国炼油能力达到 9.36 亿吨/年, 稳居世界第一; 预计 2024 年我国炼油能力将达到 9.61 亿吨/年。炼油过剩局面仍将持续, 国内成品油市场环境依旧承压; 国内主要石化产品特别是聚烯烃和 PTA 等仍处在产能扩张周期, 整体来看未来几年石化产品供需格局依旧承压。

(四) 石油化工行业财务指标分析

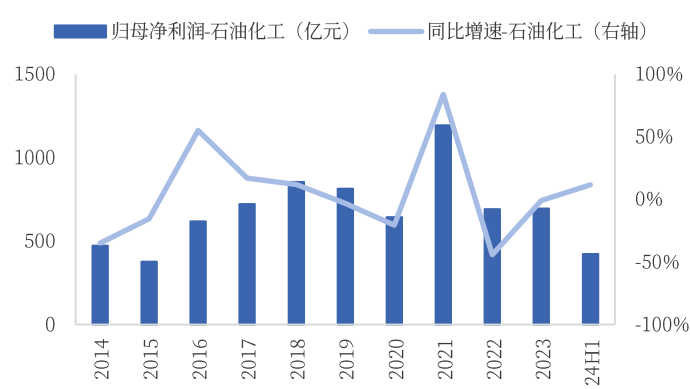
自 2014 年下半年油价开始暴跌, 至 2016 年初跌至谷底, 期间石油化工行业营收负增长。其后随着油价触底反弹, 相关下游产品价格也有所上涨, 叠加下游产品需求增加, 石油化工行业营收在 2017-2018 年实现大幅增长, 行业竞争加剧导致 2019 年盈利水平略有下降。但 2020 年受疫情影响, 行业营收 2.76 万亿元, 同比下降 23.16%; 归母净利润 643.40 亿元, 同比下降 20.48%。2021 年行业营收和净利大幅修复。2022 年, 行业营收 4.42 万亿元, 同比增长 20.57%; 归母净利润 692.07 亿元, 同比下降 44.22%, 主要系国内疫情反复拖累下游需求, 同时下半年国际油价高位回落带来库存损失。2023 年, 行业营收 4.45 万亿元, 同比增长 0.65%; 归母净利润 694.77 亿元, 同比下降 0.91%。2024 年上半年行业营收 2.19 万亿元, 同比增长 0.47%; 归母净利润 423.73 亿元, 同比增长 11.69%。

图17: 石油化工板块营收及增长率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

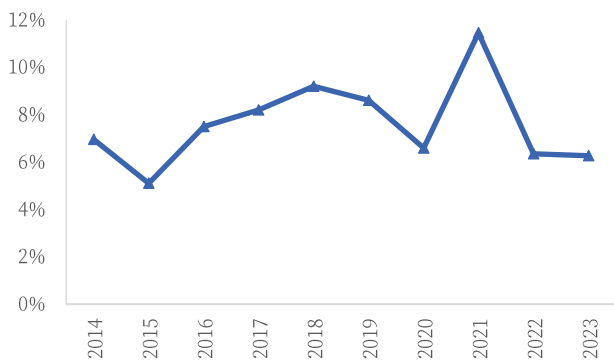
图18: 石油化工板块归母净利润及增长率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

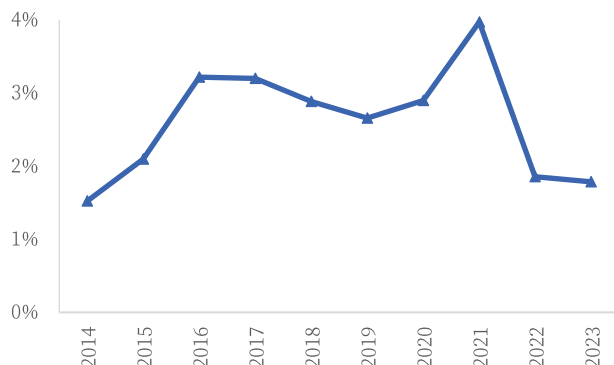
石油化工行业净资产收益率有所下降, 从 2018 年的 9.20% 降至 2020 年的 6.60%、2021 年回升至 11.46%、2023 年回落至 6.27%。根据杜邦分析法, 净资产收益率=销售净利率×资产周转率×权益乘数, 因此受到销售净利率、资产周转率、权益乘数三个因素的共同影响。2023 年石油化工行业净资产收益率下降主要是受到销售净利率和资产周转率下降推动。销售净利率窄幅回落表明行业整体盈利能力有所下降; 权益乘数增加表明资产负债率提升, 财务杠杆变大; 资产周转率下降说明行业整体资产使用效率回落。

图19: 石油化工板块净资产收益率



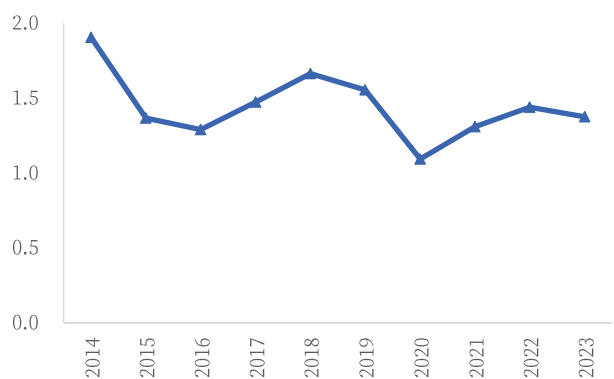
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图20: 石油化工板块销售净利率



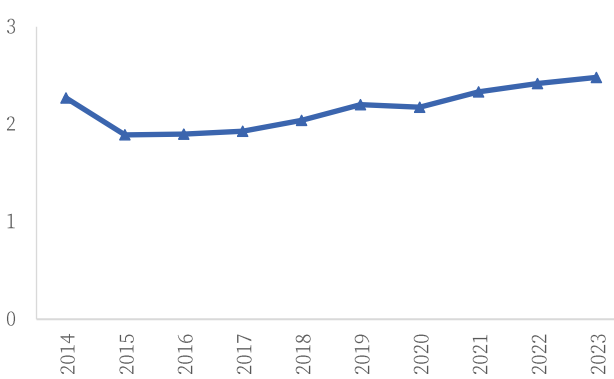
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图21: 石油化工板块资产周转率 (次)



资料来源: iFind, 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: iFind, 中国银河证券研究院

三、我国石油化工行业步入成熟期，格局有望重塑

(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。中石油经研院数据显示，2022 年我国车用替代燃料替代成品油达到 5105 万吨/年，约占到全国成品油年消费量的 15%。未来随着天然气汽车、甲醇汽车、新能源汽车和生物燃料的持续普及使用，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比较显著。

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。

（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，需要通过出口缓解过剩压力，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，如聚烯烃、PX、PTA、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，盈利能力承压。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。

（三）多项政策密集出台，确保行业绿色高质量发展

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。

2021-2023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）》、《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》、《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》等。

2024年1月，工业和信息化部等9部门联合发布了《原材料工业数字化转型工作方案（2024-2026年）》，提出主要目标包括原材料工业数字化转型取得重要进展，重点企业完成数字化转型诊断评估，数字技术在研发设计、生产制造、经营管理、市场服务等环节实现深度应用，生产要素泛在感知、制造过程自主调控、运营管理最优决策水平大幅提高，为行业高质量发展提供有力支撑。计划打造120个以上数字化转型典型场景，培育60个以上数字化转型标杆工厂，形成一批数字化转型标杆企业。重点行业关键工序数控化率、数字化研发设计工具普及率等指标显著提升，数字化转型成熟度3级及以上企业提升至20%以上。

2024年2月，工业和信息化部等七部门提出了《关于加快推动制造业绿色化发展的指导意见》。其中，包括推进绿氢、低（无）挥发性有机物、再生资源、工业固废等原料替代，增强天然气、乙烷、丙烷等原料供应能力，提高绿色低碳原料比重。推广钢铁、石化化工、有色金属、纺织、机械等行业短流程工艺技术。健全市场化法治化化解过剩产能长效机制，依法依规推动落后产能退出。到2030年，合成气一步法制烯烃、乙醇等短流程合成技术实现规模化应用。

2024年5月，国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》（以下简称《行动方案》），提出了单位国内生产总值能源消耗降低、单位国内生产总值二氧化碳排放降低、规模以上工业单位增加值能源消耗降低、非化石能源消费占比、重点领域行业节能降碳量等具体目标。《行动方案》围绕能源、工业、建筑、交通、公共机构、用能设备等重点领域和重点行业，部署了节能降碳十大行动。其中，化石能源消费减量替代行动强调优化油气消费结构，加大非常规油气资源规模化开发；

石化化工行业节能降碳行动要求强化石化产业规划布局刚性约束，合理调控产能规模。

2024年7月，工业和信息化部等九部门印发《精细化工产业创新发展实施方案（2024—2027年）》。总体目标是，到2027年，石化化工产业精细化延伸取得积极进展。其中，在产业延链工程方面，石化行业（含石油化工、天然气化工），重点需做好烯烃、芳烃的利用，发展高端聚烯烃、工程塑料、聚氨酯、特种合成橡胶、高性能纤维、功能膜、专用化学品、高性能胶黏剂等。

（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：炼油产能严重过剩；能源替代+行业参与主体增多，竞争更加多元化；主要产品需求增速放缓；部分合成材料存在低端牌号过剩而高端牌号依赖进口等结构性矛盾。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. 炼油产能过剩压力仍存，化工品过剩压力加大

近年来，随着“减油增化”持续推进，我国成品油供应过剩压力有所缓解，但由于未来炼油产能将继续增加，炼油产能过剩的问题仍需高度关注和认真解决。2023年我国炼油能力9.36亿吨/年，炼厂开工率为78.9%，同比提升5.3个百分点，达到历史最高水平；全球炼厂总体开工率为80.0%，同比提升1.4个百分点，经合组织国家炼厂开工率不同程度下降，亚洲、中东地区的炼厂开工率出现较大上升。

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，落后产能淘汰力度和幅度仍需加强。

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。

3. 先进产能仍显不足,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,自给率仅为58%,需要大量依赖进口。其中,茂金属聚烯烃自给率甚至不足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。

建议统筹布局,多措并举。一方面,持续优化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,坚决淘汰环保和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,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. 持续优化完善产业布局,统筹协调产业与城市发展

持续优化完善产业布局。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“本质安全清洁生产”。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。

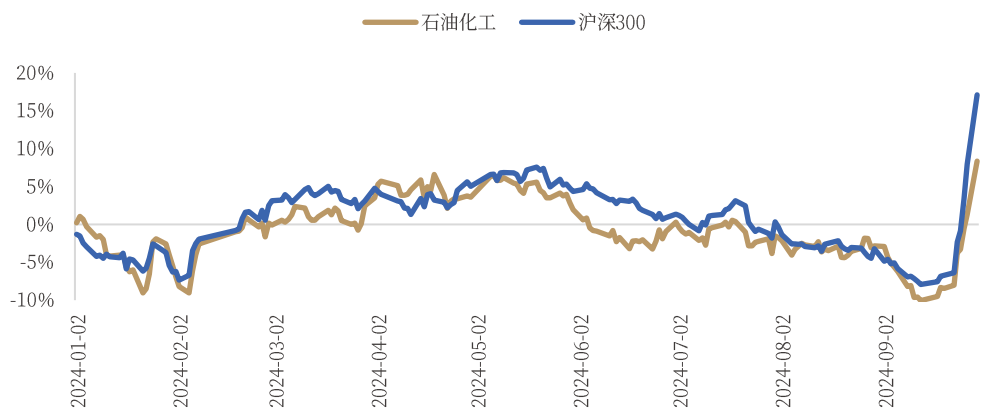
五、石油化工行业在资本市场中的发展情况

（一）行业收益率表现

石油化工行业收益率表现弱于沪深 300 指数。年初至今，石油化工行业收益率 8.4%，表现弱于整个市场，较沪深 300 指数低 8.7 个百分点；排在 109 个二级子行业的第 36 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（23.5%）、橡胶及制品（15.1%）、石油化工（8.4%）、农用化工（7.0%）、化学原料（-1.3%）、其他化学制品（-3.9%）、塑料及制品（-7.7%）、化学纤维（-9.0%）、煤炭化工（-18.7%）。石油化工位于 9 个二级子行业的第 3 位。

图23：年初至今石油化工板块和沪深 300 指数收益率表现



资料来源：iFind，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 9 月 30 日，石油化工板块整体估值（PE（TTM））为 18.1x，高于 2009 年以来的历史均值（16.9x）。

图24：2009 年至今石油化工估值相较历史均值变化情况

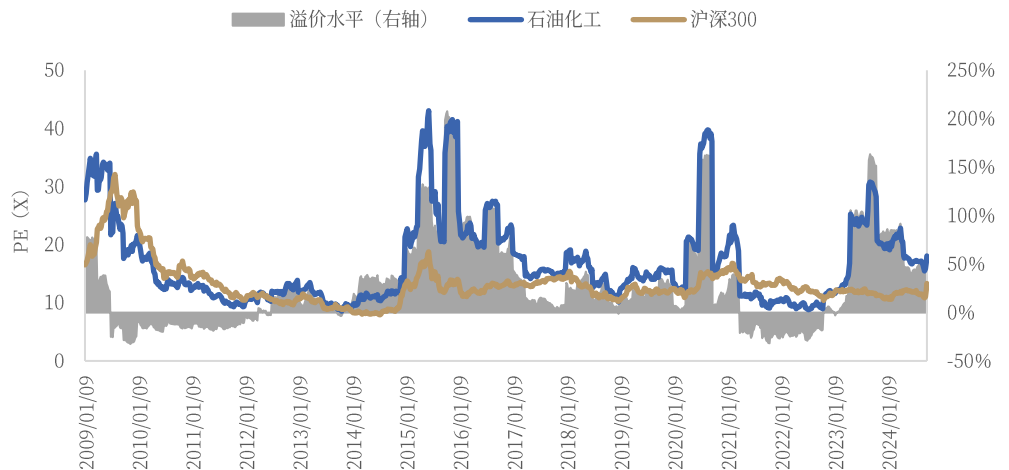


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

2. 石油化工行业估值相较沪深 300 指数变化

截至 9 月 30 日，沪深 300 指数估值达到 13.3x，较年初增长了 21.5%。石油化工板块相对沪深 300 指数估值溢价为 35.7%，较 2009 年以来的历史均值 28.6%增加了 7.1 个百分点。

图25：2009 年至今石油化工估值相较沪深 300 指数变化情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

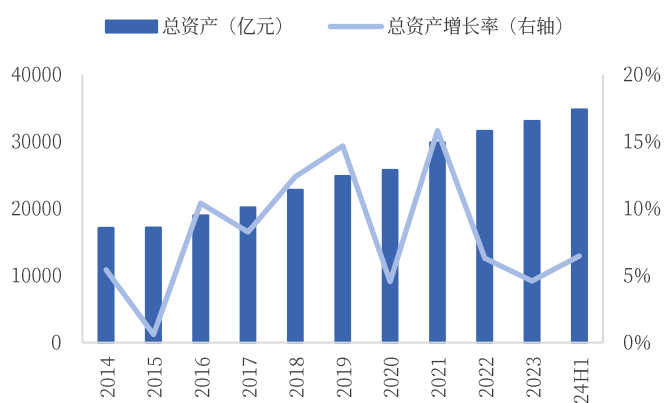
（三）行业成长性分析

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。2015 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。

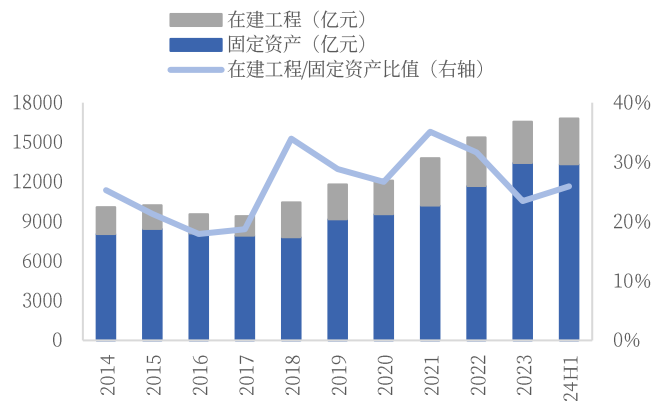
未来影响行业发展最主要的因素依然是产业政策（落后产能淘汰力度）、新增产能投放力度和主要产品（成品油、石化产品等）需求，即供需之间的关系；另外一个重要因素是油价，油价越低对行业越为有利。

图26：石油化工行业总资产及增长率



资料来源：iFind，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：iFind，中国银河证券研究院

六、投资策略及推荐标的

(一) 投资策略

近期国内重磅经济刺激政策密集出台，市场情绪显著提振。预计近期 Brent 油价在 70-80 美元/桶区间运行，成本端不是左右行业盈利的关键，关键看行业供需改善情况。目前石油化工行业在建工程仍处高位，随着政策刺激效果逐渐体现，终端消费或有一定改善，但预计行业存量产能及在建产能仍需时间消化。我们看好行业结构性机会，建议重点布局成长属性标的，推荐宝丰能源（600989.SH）、卫星化学（002648.SZ）、国恩股份（002768.SZ）等。

(二) 推荐组合表现

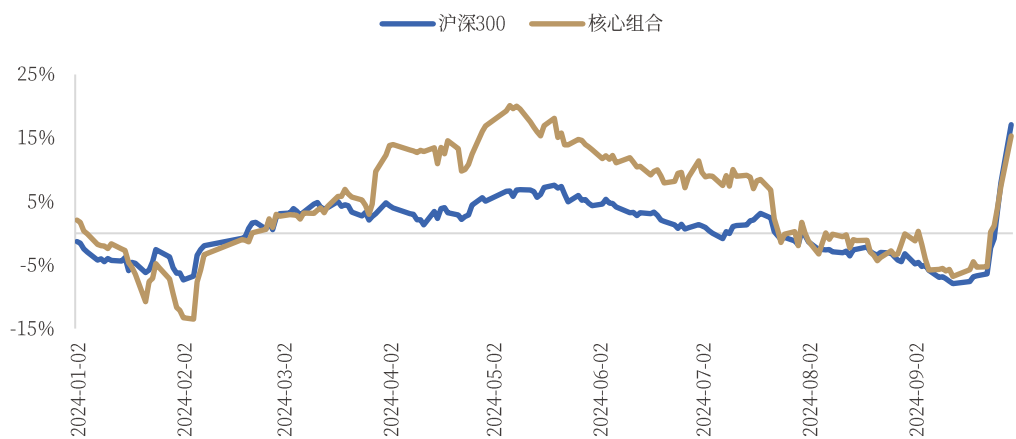
表1：推荐组合表现

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
600989.SH	宝丰能源	17.47%	9.11%	18.99	12.33%
002648.SZ	卫星化学	26.58%	18.22%	12.53	0.00%
002768.SZ	国恩股份	-16.34%	-24.69%	12.09	19.57%

注：相对收益率比较基准指数取石油化工(中信)指数

资料来源：iFind，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: iFind, 中国银河证券研究院

七、风险提示

原料价格大幅上涨的风险, 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。

图表目录

图 1: 石油和化工行业个股占比	3
图 2: 石油和化工行业总市值占比	4
图 3: 石油和化工行业流通 A 股市值占比	4
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, 亿元) 及同比增速	5
图 6: 我国能源消费 (万吨标准煤) 及同比增速	6
图 7: 我国原油供需 (万吨) 及对外依存度	6
图 8: 我国天然气供需 (亿立方米) 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	7
图 10: Brent 与 WTI 油价走势 (美元/桶)	9
图 11: 我国成品油供需情况 (万吨)	10
图 12: 我国聚乙烯 (PE) 供需情况 (万吨)	11
图 13: 我国聚丙烯 (PP) 供需情况 (万吨)	11
图 14: 我国对二甲苯 (PX) 供需情况 (万吨)	11
图 15: 我国乙二醇 (EG) 供需情况 (万吨)	11
图 16: 我国对苯二甲酸 (PTA) 供需情况 (万吨)	11
图 17: 石油化工板块营收及增长率	12
图 18: 石油化工板块归母净利润及增长率	12
图 19: 石油化工板块净资产收益率	13
图 20: 石油化工板块销售净利率	13
图 21: 石油化工板块资产周转率 (次)	13
图 22: 石油化工板块权益乘数	13
图 23: 年初至今石油化工板块和沪深 300 指数收益率表现	17
图 24: 2009 年至今石油化工估值相较历史均值变化情况	18
图 25: 2009 年至今石油化工估值相较沪深 300 指数变化情况	18
图 26: 石油化工行业总资产及增长率	19
图 27: 石油化工行业固定资产、在建工程	19
图 28: 年初以来推荐组合表现	20
表 1: 推荐组合表现	19

分析师承诺及简介

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。

翟启迪，中国社会科学院研究生院金融硕士。曾任职于方正中期期货研究院，2年化工类大宗商品研究经验。2022年5月加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

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：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

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

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn