

煤炭石化行业 2020 年中期策略

煤炭股类债配置，石化股给成长性定价

推荐（维持）

□ **煤炭供需宽松仍是基调，成本优势是利润稳定性的根源。**按照我们的测算，5-12 月火电产量增速为 0.6%，对应 2% 的供给增速，供需仍旧保持宽松的格局；若要实现动力煤的供需平衡，2020 年发电量增速需要达到 2.5%。在供需宽松的基调下，下半年煤价的主变量为进口政策，我们认为政策基调是预期管理为主，实质性管理为辅，政策 Q2 难以收紧，Q3 到 Q4 逐步趋严，因此我们修改 2019 年底 500-590 元/吨的区间预测至 470-570 元/吨，按照时间加权价格中枢为 536 元/吨，相对 2019 年 CCI 均值 592 元/吨下降 56 元/吨。这意味着煤炭生产企业的业绩在 2020 年会呈现出不同程度的压力，但盈利仍处于历史高位，其中 Q2 会是一个相对低点。影响业绩压力大小的主要是煤炭业务的质量和煤业务的对冲能力，前者的核心是自产煤长协结算比例、履约率的稳定性和吨煤完全成本在行业成本曲线中的位置，后者的核心是高质量火电业务占比越高，越有利于业务的稳定性，焦化和烯烃业务基本和煤炭业务同周期，贸易业务则一直透视拖累项。

□ **炼厂深度一体化，高速扩规模争龙头地位。**石化行业目前最为明确的趋势为成品油消费增速下台阶与炼厂产能过剩，从竞争格局上看，主营炼厂凭借管网和加油站的优势在成品油市场的份额不断抬升，民营地方炼厂的侧重点则是化工品。在成本端，民营炼厂的优势在原油和辅料可以节省出部分成本，同时可以以更低的管理费率和销售费率经营，劣势则在于折旧偏高+财务费用偏大。于下游的化工品而言，独立加工型化工厂需要相对一体化炼厂更贴近客户、采用成本更加地炼的技术路线，前者适用于长丝企业，后者适用于烯烃企业。在发展的阶段上，目前一体化炼厂、聚酯和长丝企业仍在高速扩张规模，以争夺行业龙头的定价权和提高行业集中度来增强行业的扛风险能力，量的增长仍是该阶段的主基调。在盈利能力上，烯烃目前仍然显著强于聚酯，边际变化上，聚酯随着产销率的恢复，吨长丝净利有望回到 200 元以上，烯烃的盈利受原料价格上涨侵蚀边际有所回落。

□ **投资建议：煤炭股类债配置，石化股给成长性定价。**在市场偏爱弱周期的当下，弱周期/强周期估值比值已经达到 2006 年以来的最高水平，在经济周期驱动的风格转换之前，煤炭石化行业仍会在原有的投资逻辑下运行，从风格转换的先后次序而言，周期成长大概率会有领先性。从资源品股票的投资特征而言，其核心吸引力表现为高利润弹性，往往是在量价双增时表现最好，其余时间市值增长更多的体现为利润的扩张。在煤炭板块，我们认为煤价周期尚未反转，对于煤炭中长期供需关系的担忧未改善前估值仍然受压制，所以类债配置仍是基础策略，转型则是强化策略，**推荐标的为中国神华、陕西煤业，建议关注露天煤业和金能科技。**石化板块，我们认为在炼厂产能过剩的趋势中，聚酯的毛利率有扩张空间，靠近成本曲线左端的 PTA 也能在 PX 国产化的进程中维持较好的盈利水平，具有技术路线优势的 PDH 装置也能维持较高的盈利水平，在“量”的逻辑下以周期成长股的特征存在，预计会在周期板块中先行走出趋势行情，标的上我们**推荐卫星石化、恒力石化，建议关注恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份和新凤鸣。**

□ **风险提示：**电力需求不及预期，石化企业产能投放进度不及预期

华创证券研究所

证券分析师：任志强

电话：021-20572571
邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com
执业编号：S0360518010002

证券分析师：张文龙

电话：010-66500983
邮箱：zhangwenlong@hcyjs.com
执业编号：S0360520050003

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	67	1.73
总市值(亿元)	18,873.85	2.78
流通市值(亿元)	15,338.67	3.08

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-0.96	-14.41	-22.99	-22.99
相对表现	-1.84	-15.29	-31.61	-31.61



相关研究报告

- 《公募此前为何不看好煤炭股，预期差在哪里？》
2020-05-20
- 《煤炭石化行业周报：山东焦化减产政策影响几何？油价修复进程的风险在哪？》
2020-05-24
- 《煤炭石化行业周报：煤价涨势结束与否？美国原油库存如何理解？》
2020-05-31

投资主题

报告亮点

本报告梳理了产业链关系，发现资源品股票的核心在于利润弹性，所以在价格周期未启动前，其运行往往是对利润增长部分进行定价，而估值修复难以实现。以此为背景，我们认为煤炭价格周期尚未启动，中远期新能源冲击和经济周期同步压制估值，这使得煤炭股整体处于低估值运行的轨道中，股价波动由煤价波动来解释，这使得价格周期和新能源冲击忧虑未有改善前，核心逻辑还是类债配置。石化板块，我们通过梳理炼厂产能投放进度和下游关系，可以发现炼厂过剩和成品油消费增速下台阶是明显的趋势，这使得民营大炼化必争之地成为物流瓶颈相对较小的化工品。长丝在 PX 国产化的进程有利润率扩张的潜力，PTA 靠近成本曲线左端的产能和 PDH 制备丙烯的企业也能保持较好的盈利能力。

投资逻辑

风格转换之前，重点是周期成长。当前的市场风格明显青睐于弱周期，弱周期/强周期比值处于 2006 年以来的最高水平，预计这种修复会首先体现在周期成长类的股票中。在煤炭石化两个行业中，石化存在非常明显的量增，在毛利率整体稳定的前提下，其利润存在较好的成长性，是当下的核心。在煤炭板块，股息率的高低与稳定性是基础，所以煤炭企业成本在成本曲线中的位置、业务结构和分红比例是关键。

目 录

一、煤炭：供需宽松仍是基调，成本优势是利润稳定性的根源.....	6
（一）上半年煤价主变量为疫情与复工，下半年关键在于进口和电力总需求	6
1.1 煤炭价格锚住动力煤，上半年价格核心在于疫情与复工	6
1.2 下半年煤价关键在于进口政策与电力总需求	7
（二）成本优势铸就业绩稳定性，业务结构互补提供额外助力	10
二、石化：炼厂深度一体化，高速扩规模争龙头地位.....	11
（一）炼厂：地方炼厂从燃料型转向化工型，成本之争已成必然	11
（二）化工：一体化炼厂主导，加工型化工厂需另筑壁垒	13
三、投资建议：煤炭股类债配置，石化股给成长性定价.....	16
（一）大宗资源行业特点：产业链放大机制是核心，业绩高弹性是基本规律	16
（二）煤炭石化投资建议：煤炭股类债配置，石化股给成长性定价	17
3.1 煤炭：基础策略类债配置，强化策略关注转型	18
3.2 石化：给成长定价，周期成长有望领先周期整体进行估值修复	19
四、风险提示.....	21

图表目录

图表 1 动力煤、炼焦煤、无烟煤和焦炭季度均价同比涨跌幅	6
图表 2 重点煤矿煤炭库存走势	6
图表 3 重点电厂煤炭库存走势	6
图表 4 秦皇岛 5500 卡末煤价格走势	7
图表 5 5500 卡动力煤 CCI 指数走势	7
图表 6 IEA 预计 2020 年全球煤炭需求预计下降 8%	8
图表 7 从澳洲进口煤炭模拟利润	8
图表 8 澳非欧动力煤价格走势	8
图表 9 煤炭进口量激增引发政策关注	9
图表 10 煤炭海外发运量暂时仍正常	9
图表 11 住宅销售面积持续修复	9
图表 12 基建投资增速持续修复	9
图表 13 煤炭板块上市公司营收增速开始负增长	10
图表 14 煤炭板块上市公司毛利率呈现压力	10
图表 15 主要煤炭企业煤炭业务营收占比	10
图表 16 主要煤炭企业煤炭销量中自产煤占比	10
图表 17 主要煤炭企业 2019 年经营数据和 2020Q1 净利同比增速对比	11
图表 18 中国主要石油产品需求变化趋势	11
图表 19 2011 年和 2018 年中国原油二次加工装置结构	11
图表 20 成品油消费增速下台阶	12
图表 21 中石油中石化成品油收率稳中有升	12
图表 22 2019 年原油加工量结构	12
图表 23 2019 年加油站结构	12
图表 24 民营炼厂利润表拆分	13
图表 25 中国石化利润表拆分	13
图表 26 中石油中石化成品油市场份额逐步提升	14
图表 27 聚丙烯气头路线和油头路线成本对比	14
图表 28 涤纶长丝产销率回到正常年份水平	14
图表 29 织机企业库存已经消耗至正常水平	14
图表 30 聚酯原料价格走势	14
图表 31 预取向丝自 5 月中旬开始盈利	14
图表 32 烯烃装置开工率处于高位	15
图表 33 两油烯烃库存去化至历史低位	15

图表 34	油头气头制备 PP 盈利处于历史高位.....	15
图表 35	油头制备 PE 盈利高位有所回落.....	15
图表 36	聚丙烯表观需求走势.....	16
图表 37	长丝表观需求走势.....	16
图表 38	产业链放大机制中核心为资本开支节奏和库存节奏.....	16
图表 39	A 股全行业、机械和原料行业营收增速.....	17
图表 40	A 股全行业、机械和原料行业净利增速.....	17
图表 41	总发电量增速与火电发电量增速.....	17
图表 42	煤价与火电发电量增速走势的关系.....	17
图表 43	弱周期/强周期比价.....	18
图表 44	申万一级行业市盈率所处分位.....	18
图表 45	经济周期预期暂时仍在底部徘徊.....	18
图表 46	陕西煤业与隆基股份估值对比.....	18
图表 47	煤炭板块市净率已经降至 2000 年以来的最低点.....	19
图表 48	成品油消费增速下台阶.....	19
图表 49	我国炼油厂综合开工率维持低位.....	19
图表 50	PTA-PX 历史价差走势.....	20
图表 51	聚酯吨利润历史走势.....	20
图表 52	部分石化企业重要在建工程情况.....	20

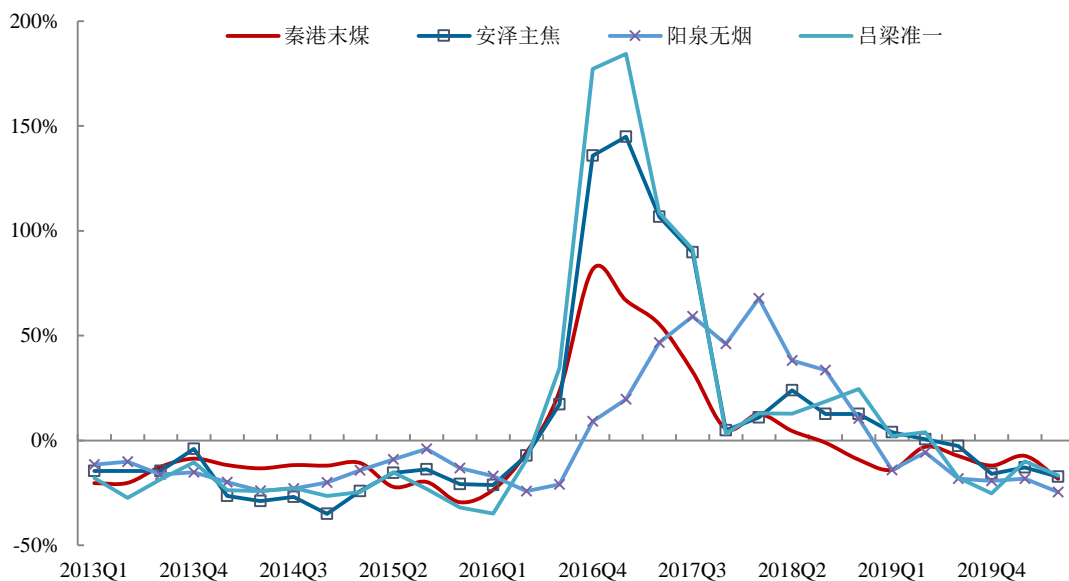
一、煤炭：供需宽松仍是基调，成本优势是利润稳定性的根源

（一）上半年煤价主变量为疫情与复工，下半年关键在于进口和电力总需求

1.1 煤炭价格锚住动力煤，上半年价格核心在于疫情与复工

煤炭企业以产品划分，大体可以分为动力煤、焦煤、无烟煤三类生产企业，其中动力煤下游主体是电厂，焦煤下游主体是焦化厂，无烟煤下游主体是化肥厂，虽然电厂、焦化厂、化肥厂需求背后的本质分别为工业生产强度、建筑活动强度和种植强度，但由于动力煤、焦煤和无烟煤在中间煤种或者说原煤的选洗环节存在一定的调节空间，使三个产品中具备一定程度的替代性，导致煤炭价格基本锚住体量最大的动力煤价格。

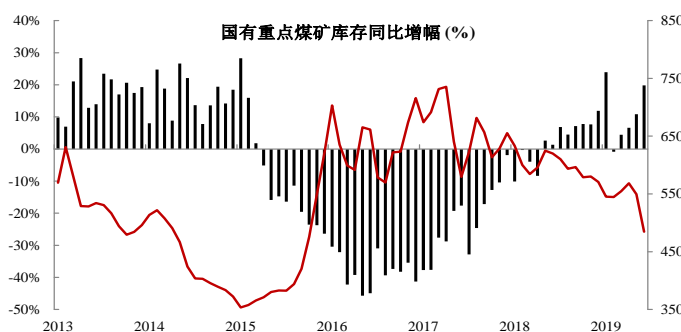
图表 1 动力煤、炼焦煤、无烟煤和焦炭季度均价同比涨跌幅



资料来源：wind、华创证券

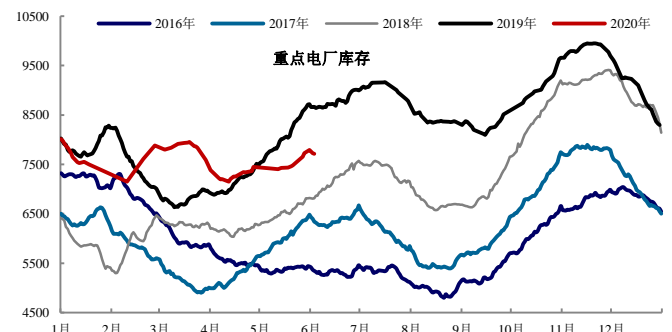
就动力煤的运行而言，以我们在年初的策略报告中提供的供需平衡表为基础，以重点煤矿、重点电厂的煤炭库存作为跟踪观察指标，供需宽松的局面尚未逆转。

图表 2 重点煤矿煤炭库存走势



资料来源：wind、华创证券

图表 3 重点电厂煤炭库存走势



资料来源：wind、华创证券

回顾上半年的价格运行，疫情冲击首先导致了市场煤断供，从而致使港口价格上行近 30 元/吨；在相关单位的积极协调下，煤矿开始在 2 月底快速复工导致煤炭供需因为需求不足严重过剩，使得秦港 5500 卡末煤从 571 元/吨下跌至 464 元/吨，跌幅高达 18%；五一节后，沿海城市气温突升+水电同比显著偏枯+外来电检修+煤矿安监趋严+进口煤严控预期，秦港 5500 末煤价格快速反弹至 543 元/吨，涨幅高达 17%，核心在于多因素叠加。

图表 4 秦皇岛 5500 卡末煤价格走势

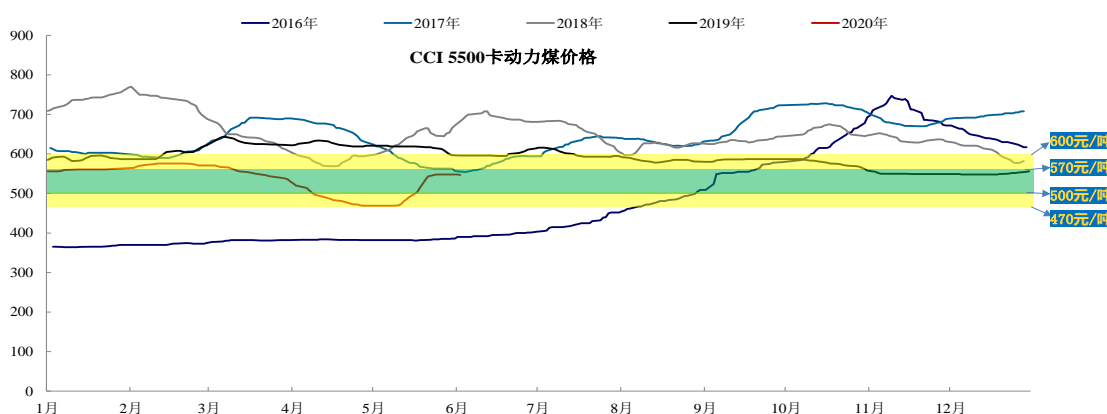


资料来源: wind、华创证券

1.2 下半年煤价关键在于进口政策与电力总需求

展望下半年，价格主线在于进口煤政策变化+电力需求增速变化两条，前者主要是改变沿海电厂的采购节奏，后者则是改变煤炭供需平衡表。

图表 5 5500 卡动力煤 CCI 指数走势

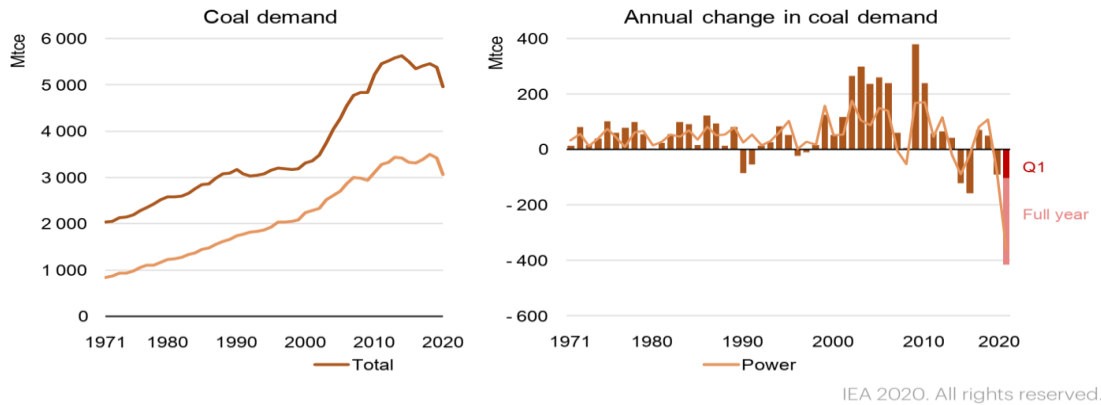


资料来源: wind、华创证券

在进口煤方面，主要涉及三个问题，依次是海外动力煤供需、进口利润和进口政策。在全球动力煤供需方面，IEA 预计 2020 年全球煤炭需求下降 8%，其中印度需求显著下降，美国下降 25%，欧盟下降 20%，日韩下降 5%-10%。与此同时，海外煤矿生产受疫情干扰较小，供给维持整体稳定的态势，海外供需维持过剩的现状。

图表 6 IEA 预计 2020 年全球煤炭需求预计下降 8%

Global total coal demand, and coal demand for power generation

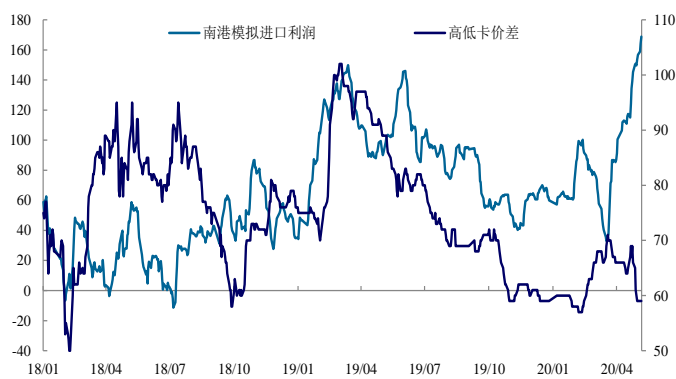


IEA 2020. All rights reserved.

资料来源：IEA 《Global Energy Review 2020》，华创证券

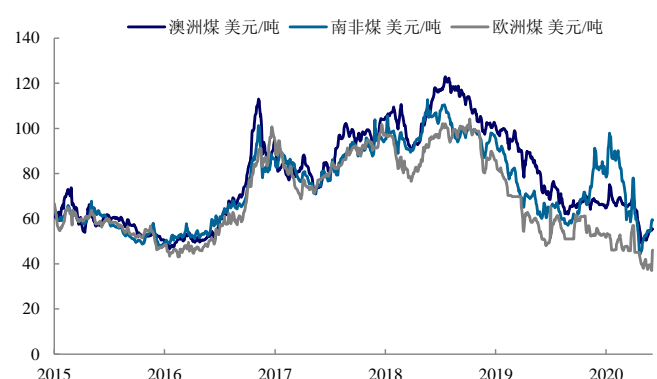
在海外煤炭供需过剩和国内煤炭供需基本平衡的区域结构下，澳洲和 ARA 煤炭价格显著低于国内，且越靠近我国国内的地区煤价越高，这足以证明当前国内煤价为全球的价格高地，换言之，海外煤炭的供需关系相对我国国内是更加宽松，进口利润模拟值预计会在 2020 年剩余的短时间内持续保持高位。

图表 7 从澳洲进口煤炭模拟利润



资料来源：wind、华创证券

图表 8 澳非欧动力煤价格走势



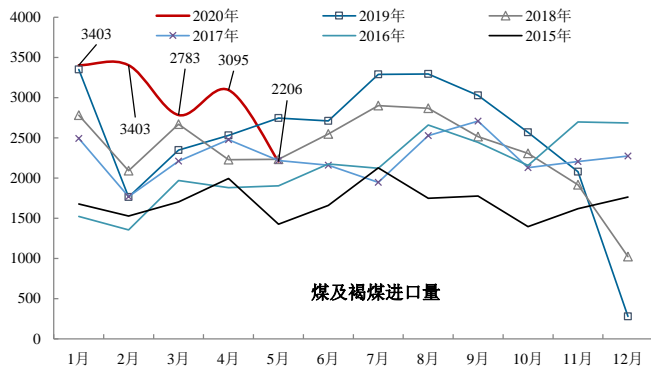
资料来源：wind、华创证券

在进口政策方面，自 2017 年开始，我国曾多次采用进口政策调节沿海动力煤的供需关系，而调节效果也不尽相同，其中 2018 年 4 月中旬的调控导致了煤价启动了一轮高达 24% 的上涨；2018 年底和 2019 年底的进口煤收紧则对煤价走势基本没有影响。从统计数据的角度而言，沿海七省（上海浙江江苏山东福建广东广西）2019 年共消耗动力煤 9.9 亿吨，两湖一江消耗动力煤 2.1 亿吨，即下水煤主要覆盖区域动力煤总消费量为 12 亿吨；而同期环渤海港口发运 7.2 亿吨，进口非炼焦煤 2.3 亿吨，即进口煤在相关区域内的动力煤占比略低于 18%，调研可知进口煤冲击影响常常主要集中在江苏和浙江。

所以，在电力供应保障的前提下，进口政策常常只有收紧难有断供，使进口煤政策变化作为单一变量难以大幅改变相关区域内动力煤的供需平衡表，其对煤价的影响常常通过影响电厂预期和采购节奏来改变北港煤价走势，所以在供需偏紧的时候影响偏大，供需宽松时影响偏小。以前文的论述作为基础，2020 年五一节后的进口预期变化对

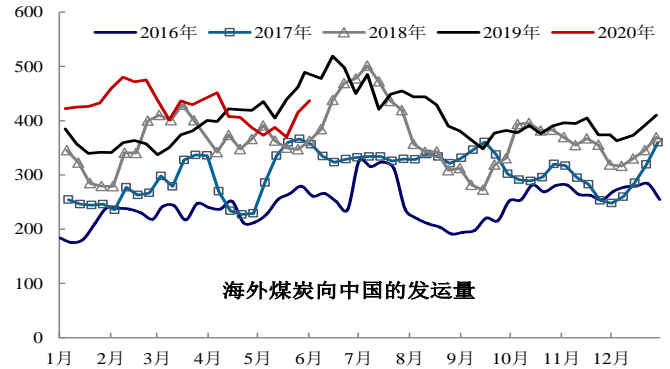
煤价的影响，则更多的是以多因素叠加为基础，电厂做出应激反应，叠加北港市场煤结构性缺失的问题，才造成煤价的剧烈上涨。对于 2020 年下半年进口政策的把握，我们倾向于政策重点依然是预期管理，实质性影响预计 Q2 较小，Q3 到 Q4 逐步放大。

图表 9 煤炭进口量激增引发政策关注



资料来源: wind、华创证券

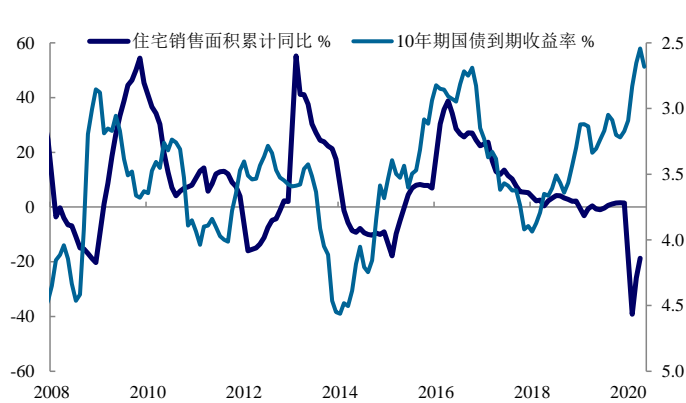
图表 10 煤炭海外发运量暂时仍正常



资料来源: wind、华创证券

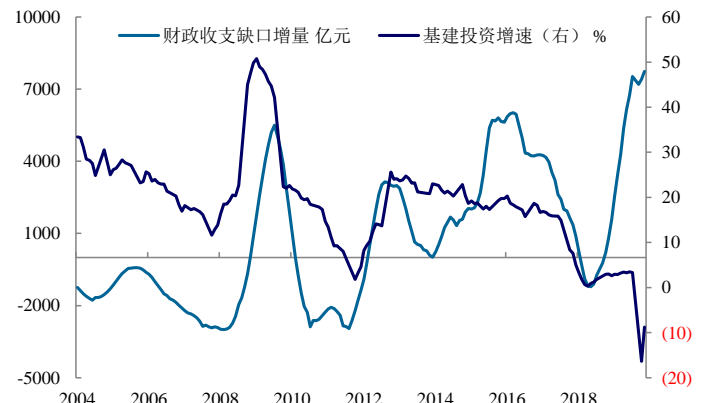
在总需求的维度，地产在“房住不炒”的总基调下整体呈修复走势，基建在政府支出的驱动下起托底作用，外需在疫情冲击尚需要恢复时间，即总需求仍在修复的进度下进行，但总体幅度较为有限。按照万得 2020 年 GDP 同比预测平均值 2.7% 和电力消费弹性系数五年均值 0.6 计算，2020 年电力产销量增速中性预期为 1.6%，火电发电量全年增速-1.1%，若将 1-4 月数据扣除，5-12 月中火电发电增速预计为 0.6%。这意味着在动力煤 2% 的供给增速下，煤炭供需宽松的格局没有从根本上改变。若要在 2020 年 5-12 月数据端实现供需平衡，全年电力产销量增速需要达到 2.5%，火电增速大于零，5-12 月电力总产销量增速达到 5%。

图表 11 住宅销售面积持续修复



资料来源: wind、华创证券

图表 12 基建投资增速持续修复



资料来源: wind、华创证券

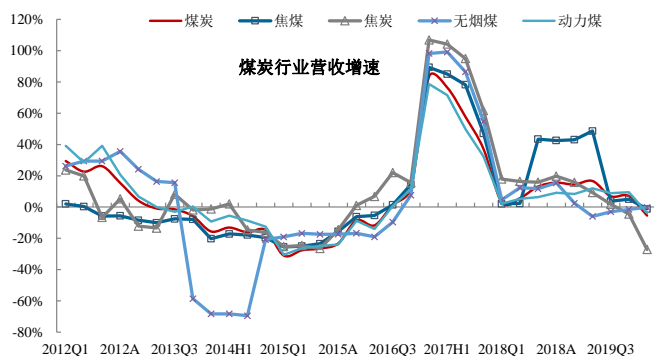
综上，下半年煤价的主变量为进口政策和总需求恢复程度。在电力供应的刚性约束下，煤炭进口政策偏向于预期管理，实质性影响预计 Q2 较小，Q3 到 Q4 逐步放大。在总需求修复力度的判断上，按照 2.7% 的 GDP 增速和 0.6 的电力消费弹性系数测算，电力需求增速中性预期当为 1.6%，对应全年火电产量增速为-1.1%，扣除 1-4 月数据后，5-12 月火电产量增速为 0.6%，在动力煤 2% 的供给增速下，供需依旧保持宽松的格局，若要动力煤供需关系达到平衡，需要 2020 年发电量增速达到 2.5%。因此，我们在 2020 年策略报告中煤价（CCI 口径）区间 500-590 元/吨的基础上，将煤价区间调整为 470-570 元/吨，下沿对准大同矿区生产商发运利润归零，上沿对准市场煤中断带来价格上涨时的价格顶部。价格中枢判断上，2020 年 Q1 月中枢为 562 元/吨，Q2（4-6 月）中枢为 503 元/吨，6-12 月中枢价

格在进口管理和需求修复的进程中会显著高于 Q2，我们倾向于将年度价格中枢作为 6-12 月的锚，即 535 元/吨，按照时间加权计算对应 2020 年价格中枢为 536 元/吨，相对 2019 年均值 592 元/吨下降 56 元/吨。

（二）成本优势铸就业绩稳定性，业务结构互补提供额外助力

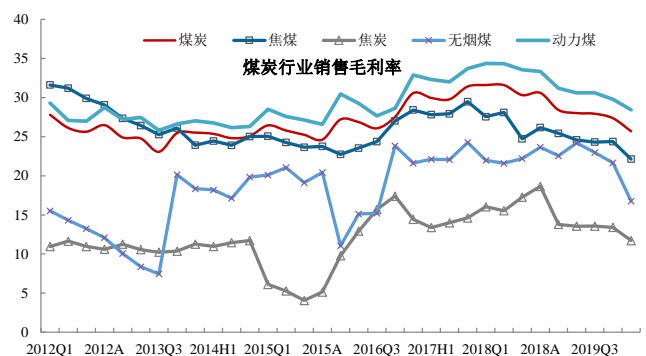
在上文中，我们给出了关于价格的判断，认为 2020 年动力煤价格中枢为 536 元/吨，相对 2019 年下沉 56 元/吨，节奏上 Q1 中枢为 562 元/吨，Q2 为最低点，Q3 和 Q4 中枢相对 Q2 环比出现显著改善，这意味着煤炭生产企业的业绩在 2020 年会呈现出不同程度的压力，但盈利仍处于历史高位，其中 Q2 会是一个相对低点。

图表 13 煤炭板块上市公司营收增速开始负增长



资料来源：wind、华创证券

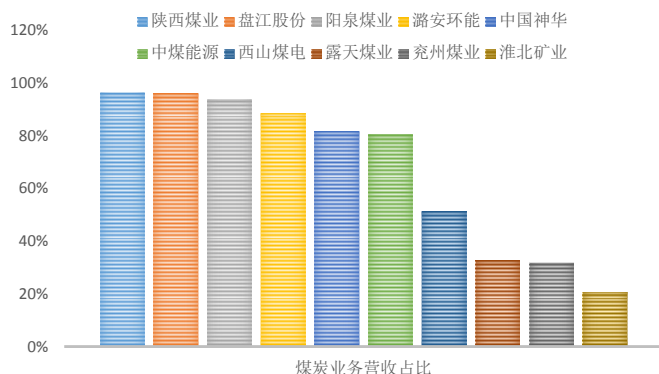
图表 14 煤炭板块上市公司毛利率呈现压力



资料来源：wind、华创证券

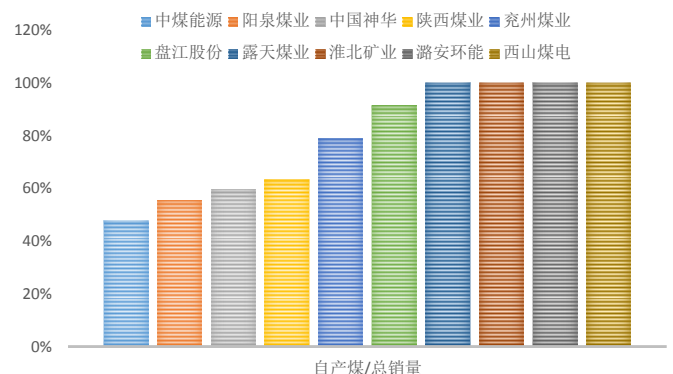
在煤价承压时，煤炭企业业务结构中非煤业务的对冲能力至为关键，煤炭业务的基本盘则是以成本优势为根本，那些吨煤营业成本越低的企业，吨营收的变动对利润的冲击作用越小。此处需要重点区分的问题有两个：1）煤炭产品中的贸易煤业务利润主要源自采购成本基础上的加价销售，这部分利润的变动与煤价的变动无线性对应关系，而动力煤企业煤炭销量中普遍有 20% 以上的贸易占比，焦煤企业则不太经营贸易煤业务；2）煤炭龙头企业长协煤市场中有相对更加强势的地位，其长协履约率相对更有保障，使其吨营收波动相对市场较小，该特征以中国神华的优势最为突出。在业务结构上，能对冲煤炭业务的主要是电力业务，以烯烃和焦炭为代表的煤化工业务基本与煤炭业务同周期，运输业务干线外运输也与煤炭业务同周期，贸易业务则一直以来属于拖累项。

图表 15 主要煤炭企业煤炭业务营收占比



资料来源：wind、华创证券

图表 16 主要煤炭企业煤炭销量中自产煤占比



资料来源：wind、华创证券

图表 17 主要煤炭企业 2019 年经营数据和 2020Q1 净利同比增速对比

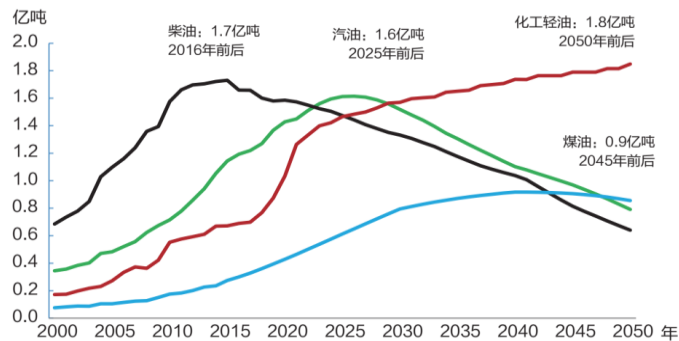
板块	证券代码	公司简称	2019A经营数据							
			毛利率	净利率	费率	2020Q1净利增速	煤炭销量	吨营收	吨成本	吨毛利
动力煤	601088.SH	中国神华	41%	21%	19%	-21%	44710	442	322	120
	601225.SH	陕西煤业	41%	23%	18%	-10%	17849	396	232	163
	600188.SH	兖州煤业	14%	6%	8%	-38%	11612	549	334	215
	002128.SZ	露天煤业	27%	14%	13%	40%	4607	136	70	65
	600348.SH	阳泉煤业	18%	5%	13%	-25%	7549	406	331	75
	601898.SH	中煤能源	28%	7%	21%	-46%	23128	450	321	129
焦煤	600985.SH	淮北矿业	17%	6%	11%	-15%	1728	721	441	280
	601699.SH	潞安环能	39%	9%	30%	-28%	4405	538	312	226
	600395.SH	盘江股份	36%	17%	19%	-55%	817	757	495	262
	000983.SZ	西山煤电	32%	6%	26%	-18%	2517	670	279	391

资料来源: wind、华创证券

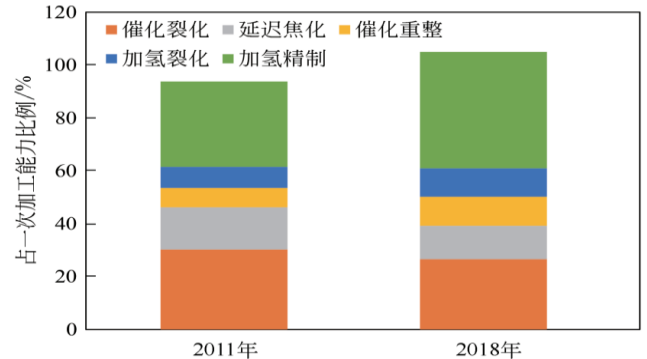
二、石化：炼厂深度一体化，高速扩规模争龙头地位

(一) 炼厂：地方炼厂从燃料型转向化工型，成本之争已成必然

按照石化联合会会长的统计，截至 2019 年底，全国炼油产能已超 8.5 亿吨，产能利用率约为 76%，仍然低于 82% 的合理值，背后的主要原因是占比接近 20% 的地方炼厂年均只有约 60% 的水平。对照国际经验，在成品油消费增速下台阶的当下，化工油收率提升成为趋势，但随着乙二醇等部分传统石化下游产品面临过剩的问题时，炼厂向化工品倾斜的同时还需要尽力实现产品的高端化和深度的一体化以挖潜毛利率的空间，而主要的技术手段是加氢。

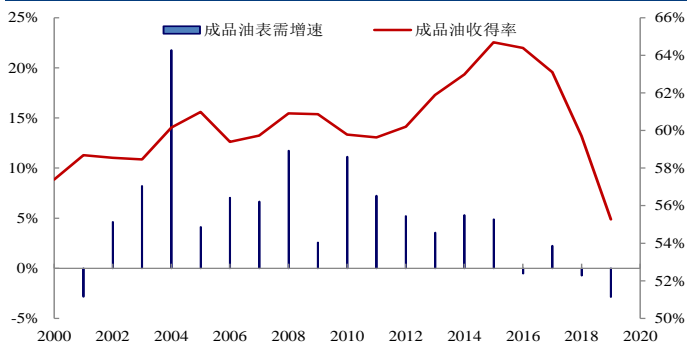
图表 18 中国主要石油产品需求变化趋势


资料来源: 乞孟迪、张硕、柯晓明《中国石油需求放缓背景下新一轮炼油产能扩张解析》, 华创证券

图表 19 2011 年和 2018 年中国原油二次加工装置结构


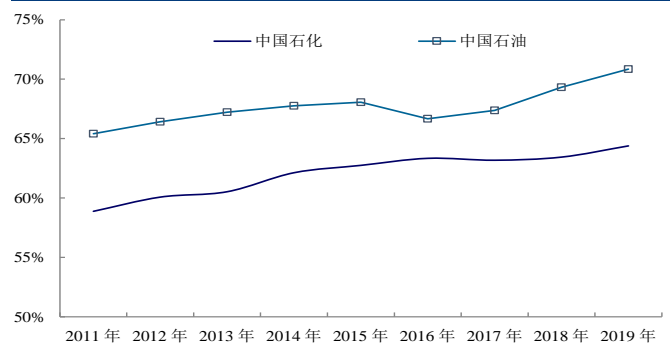
资料来源: 宋倩倩、慕彦君、侯雨璇等《中美两国石油化工产业实力对比分析》, 华创证券

图表 20 成品油消费增速下台阶



资料来源: wind、华创证券 (成品油收率为测算值)

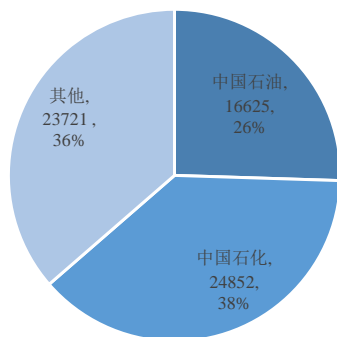
图表 21 中石油中石化成品油收率稳中有升



资料来源: 公司公告、华创证券

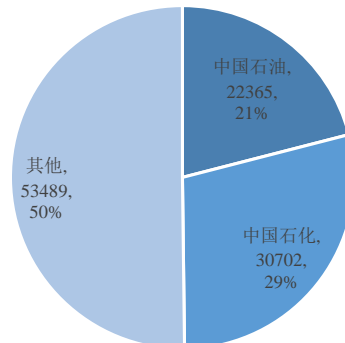
从收入的角度出发,在成品油领域,地方炼厂的劣势集中在物流网络上,其中加油站环节已经非常明显,截至 2019 年底全国共有加油站 10.7 万座,两桶油合计占 50%,且以车流量优势的高速公路、国道省道为主。如果考虑管网优势带来的运输便利,两桶油的物流优势则更加突出。以此为判断基础,可以认为地方炼厂产的成品油覆盖半径相对较短,且以支撑中国石油和中国石化站网的薄弱环节为主,并依托沿海运线一定程度上降低物流成本压力。换言之,成品油市场是以中国石油和中国石化为主体,地方炼厂为补充。

图表 22 2019 年原油加工量结构



资料来源: wind、公司公告、华创证券

图表 23 2019 年加油站结构



资料来源: 石油流通协会、公司公告、华创证券

若在更长时间尺度上考虑地方炼厂发展空间的问题,核心在于是原料自给后高端化工品的开发上,以其“船小好掉头”的优势对原料进行深度加工,而这种战略抉择在经营指标上主要体现为低成品油收率。以恒力石化为例,2019 财年共采购原油 1661 万吨,产成品油 308 万吨,若将原油采购量等同于加工量,成品油收率仅 18%,即使考虑首批采购中有 1-2 月库存原油,折算出来的成品油收率也不足 25%。同期的浙江石化项目中,规划的成品油收率约为 40%,该项目于 2019 年底全面投产。

在成本的角度,民营炼厂可以优化的主要成本是原料油+辅料投料组合,其中原油核心在于依托加氢能力充分利用部分重油的贴水,辅料则主要自备电厂、制备纯氢工艺,其余的优化空间主要集中在管理费用和销售费用的降低。在折旧、财务费用的管理上,新投的民营炼厂处于劣势低位。至于行业常用来衡量炼厂加工成本差异的制造费用,在设备和技术没有代际差异的情况下,差异是较小的。

图表 24 民营炼厂利润表拆分

炼厂合并报表（不含中石化）	2017/3/31	2017/6/30	2017/9/30	2017/12/31	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31
营业总收入	364	538	492	514	531	661	725	814	611	808	843	763	756
营业收入	364	538	492	514	531	661	725	814	611	808	843	763	756
YOY	-41%	48%	-8%	5%	3%	24%	10%	12%	-25%	32%	4%	-9%	-1%
营业总成本	347	521	473	495	502	639	682	828	593	750	788	712	705
营业成本	324	497	446	464	479	599	644	783	563	706	736	641	636
毛利率	11.1%	7.6%	9.4%	9.9%	9.9%	9.3%	11.2%	3.8%	7.9%	12.6%	12.7%	16.1%	15.8%
费率	6.0%	4.6%	5.3%	5.8%	4.4%	5.8%	5.1%	4.9%	4.5%	5.9%	6.3%	9.1%	10.3%
净利率	5.1%	3.0%	4.2%	4.1%	5.5%	3.5%	6.0%	-1.1%	3.3%	6.7%	6.3%	7.0%	5.6%
税金及附加	5	8	7	9	5	6	5	10	6	8	12	20	10
税率	1.4%	1.4%	1.5%	1.8%	1.0%	0.9%	0.7%	1.3%	1.0%	1.0%	1.4%	2.6%	1.3%
销售费用	3	2	3	3	4	4	5	5	5	6	7	7	6
销售费率	0.7%	0.5%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%	0.8%
管理费用	10	9	11	12	11	14	5	8	7	7	9	13	10
管理费率	2.7%	1.6%	2.1%	2.4%	2.1%	2.2%	0.7%	0.9%	1.2%	0.9%	1.0%	1.7%	1.4%
研发费用	0	0	0	0	0	0	6	8	5	7	7	6	4
研发费率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.5%
财务费用	5	5	5	2	2	16	13	9	5	13	17	24	28
财务费率	1.5%	0.9%	1.1%	0.3%	0.4%	2.4%	1.8%	1.2%	0.9%	1.6%	2.1%	3.1%	3.7%
综合费率	4.9%	3.0%	3.9%	3.3%	3.2%	5.2%	4.1%	3.7%	3.8%	4.1%	4.8%	6.5%	6.3%

资料来源：wind、华创证券（注：报表是对恒力石化、恒逸石化、荣盛石化和华锦股份四家企业进行合并，时间轴可以看到炼厂产能投放后的报表变化，跨企业可以对比民营炼厂和国营炼厂财务数据差异）

图表 25 中国石化利润表拆分

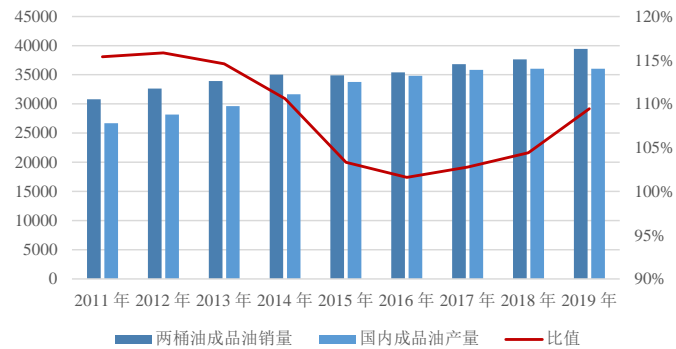
中国石化	2017/3/31	2017/6/30	2017/9/30	2017/12/31	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31
营业总收入	5,822	5,837	5,791	6,152	6,213	6,790	7,727	8,182	7,176	7,814	7,343	7,329	5,555
营业收入	5,822	5,837	5,791	6,152	6,213	6,790	7,727	8,182	7,176	7,814	7,343	7,329	5,555
YOY	3%	0%	-1%	6%	1%	9%	14%	6%	-12%	9%	-6%	0%	-24%
营业总成本	5,582	5,724	5,641	6,003	5,941	6,458	7,496	8,163	6,906	7,631	7,186	7,176	5,935
营业成本	4,663	4,763	4,630	4,848	5,013	5,494	6,460	7,043	5,964	6,667	6,180	6,078	4,993
毛利率	19.9%	18.4%	20.1%	21.2%	19.3%	19.1%	16.4%	13.9%	16.9%	14.7%	15.8%	17.1%	10.1%
费率	16.2%	15.9%	17.3%	18.2%	15.4%	14.8%	13.5%	13.4%	14.3%	12.1%	13.7%	14.7%	13.9%
净利率	3.7%	2.5%	2.7%	3.0%	3.9%	4.2%	2.9%	0.6%	2.6%	2.6%	2.1%	2.4%	-3.8%
税金及附加	582	581	600	590	577	610	648	630	605	598	617	606	497
税率	10.0%	10.0%	10.4%	9.6%	9.3%	9.0%	8.4%	7.7%	8.4%	7.7%	8.4%	8.3%	8.9%
销售费用	124	135	142	159	137	140	151	167	147	150	160	178	147
销售费率	2.1%	2.3%	2.4%	2.6%	2.2%	2.1%	1.9%	2.0%	2.1%	1.9%	2.2%	2.4%	2.6%
管理费用	179	180	211	219	187	152	188	207	155	116	161	190	141
管理费率	3.1%	3.1%	3.6%	3.6%	3.0%	2.2%	2.4%	2.5%	2.2%	1.5%	2.2%	2.6%	2.5%
研发费用	0	0	0	0	0	41	16	22	13	27	19	35	11
研发费率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%	0.2%
财务费用	8	5	5	-2	5	-2	4	-16	23	28	26	22	20
财务费率	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%
综合费率	5.4%	5.5%	6.2%	6.1%	5.3%	4.9%	4.6%	4.6%	4.7%	4.1%	5.0%	5.8%	5.7%

资料来源：wind、华创证券

（二）化工：一体化炼厂主导，加工型化工厂需另筑壁垒

一直以来，传统赚取加工费的化工厂面临的最大问题是原料供应稳定性和原料供应商高生产利润挤压下游生存空间的问题。在加氢技术深度应用的背景下，炼厂具有强大的化工原料供应能力，其一体化发展则会相对传统加工型炼厂表现出更好的利润稳定性（抗风险能力）和生产稳定性，而利润微薄的加工型化工厂则很容易因为产品原料价差收窄或供应端偶发性事故遭遇巨大打击。从该角度出发，加工型化工厂需要建立起相对于一体化炼厂而言的其他优势，比如从地理和需求的角度更贴近客户，或者技术路线相对一体化炼厂存在天然成本优势等，前者适用于类似于长丝这种下游需求相对分散的行业，后者适用于类似于 PDH 这种非油路线大部分时候成本相对油头路线都有优势的赛道。

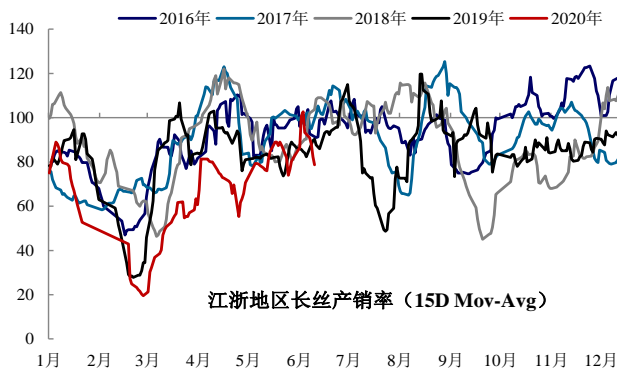
图表 26 中石油中石化成品油市场份额逐步提升



资料来源: wind、华创证券 (注: 销量大于产量是因为存在部分调油市场)

在具体产品条线上, 涤纶长丝产销率已经回到正常年份的水平, 且伴随着织机企业的长丝库存也降低至 15 天左右的正常水平, 这意味着当前的需求以真实需求为主, 投机成分相对较轻。在需求回升+油价修复的双重驱动下, 长丝的利润水平也出现了较为明显的回升, 支撑利润扩张的原因在于供需面相对较差的 PTA 和乙二醇价格修复较长丝偏慢, 即产品原料价差持续扩大。

图表 28 涤纶长丝产销率回到正常年份水平



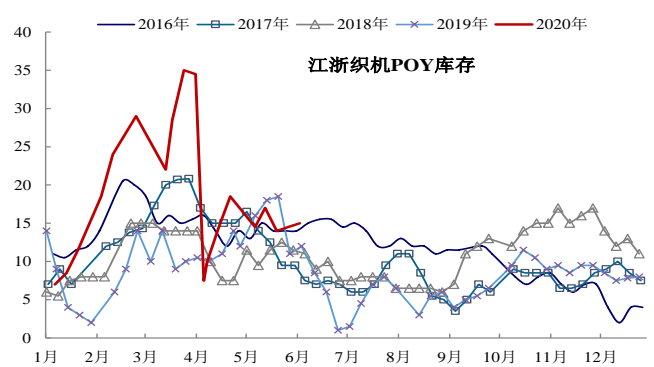
资料来源: wind、华创证券

图表 27 聚丙烯气头路线和油头路线成本对比



资料来源: wind、华创证券

图表 29 织机企业库存已经消耗至正常水平



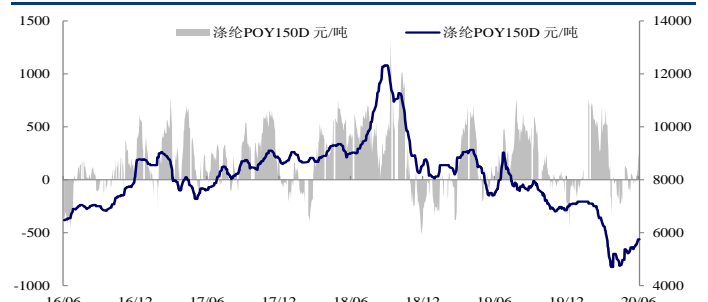
资料来源: 华创证券

图表 30 聚酯原料价格走势



资料来源: wind、华创证券

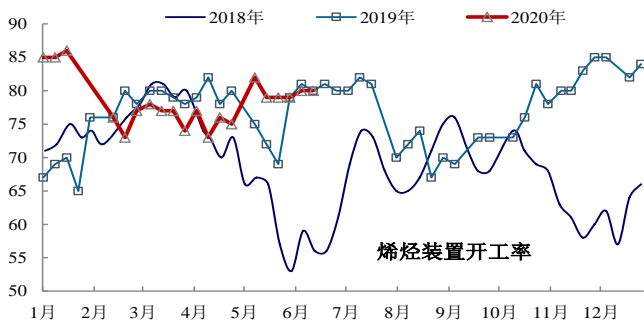
图表 31 预取向丝自 5 月中旬开始盈利



资料来源: wind、华创证券

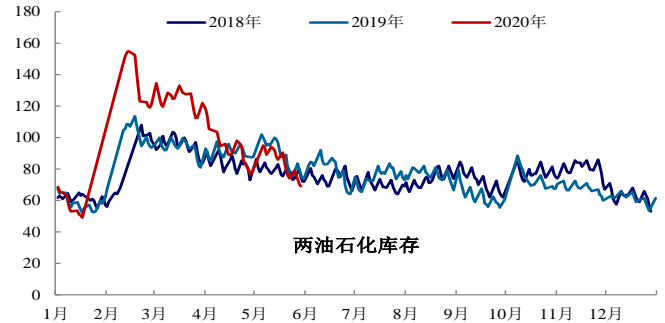
烯烃方面，防疫需求支撑+物流需求强势，使得烯烃库存存在高供给的背景下库存去化至近 3 年低位。在低油价的帮助下，需求相对偏强的烯烃盈利能力处于历史较高的分位上。

图表 32 烯烃装置开工率处于高位



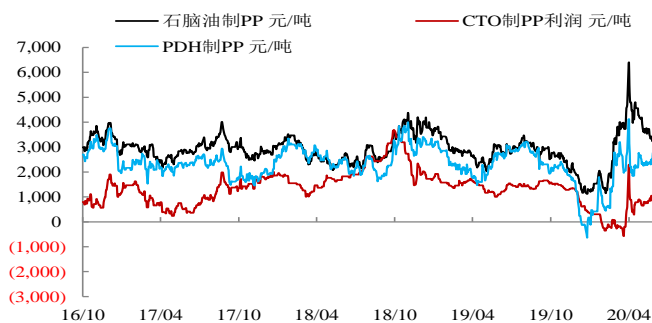
资料来源: wind、华创证券

图表 33 两油烯烃库存去化至历史低位



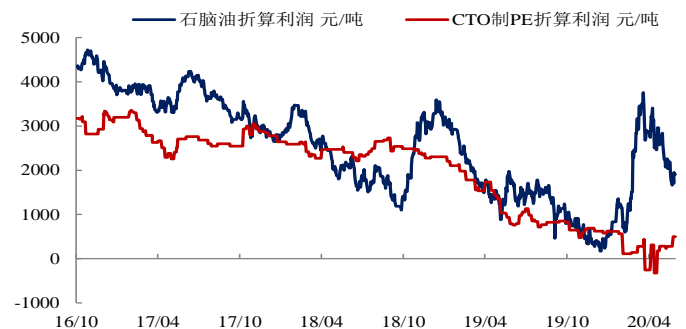
资料来源: wind、华创证券

图表 34 油头气头制备 PP 盈利处于历史高位



资料来源: wind、华创证券

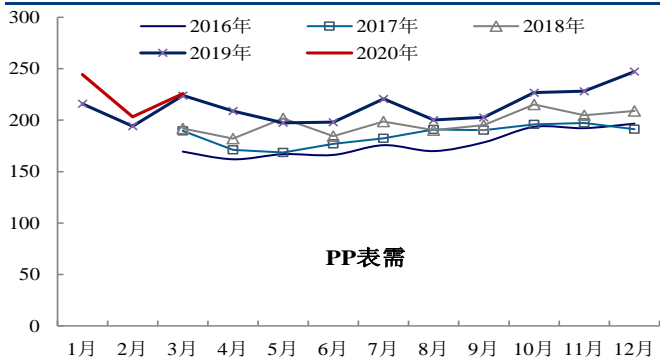
图表 35 油头制备 PE 盈利高位有所回落



资料来源: wind、华创证券

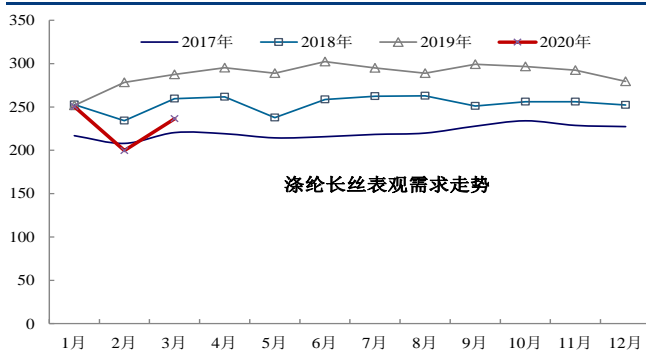
就前半年的盈利能力而言，烯烃远高于聚酯，背后主因在于新产能投放速度偏慢叠加防疫物资需求支撑。从半年的尺度展望未来，随着聚酯企业产销率的修复和需求的边际好转，吨长丝净利有望回到 200 以上的水平，而烯烃受原料价格修复的侵蚀烯烃的超额利润，即边际趋势上聚酯优于烯烃。就风险点而言，聚烯烃在 Q1 实现了 10% 的产量增长，这基本印证了我们年初关于烯烃 9% 的高供给增速的预测，这在 5%-6% 的需求增速下会使得烯烃产品难以将原料成本上涨的压力转嫁给下游企业，进而使得自身利润中枢存在一定的下降风险，但在高成本供给的保护下，低成本技术路线的企业仍能保持很好的盈利能力。

图表 36 聚丙烯表观需求走势



资料来源: wind、华创证券

图表 37 长丝表观需求走势



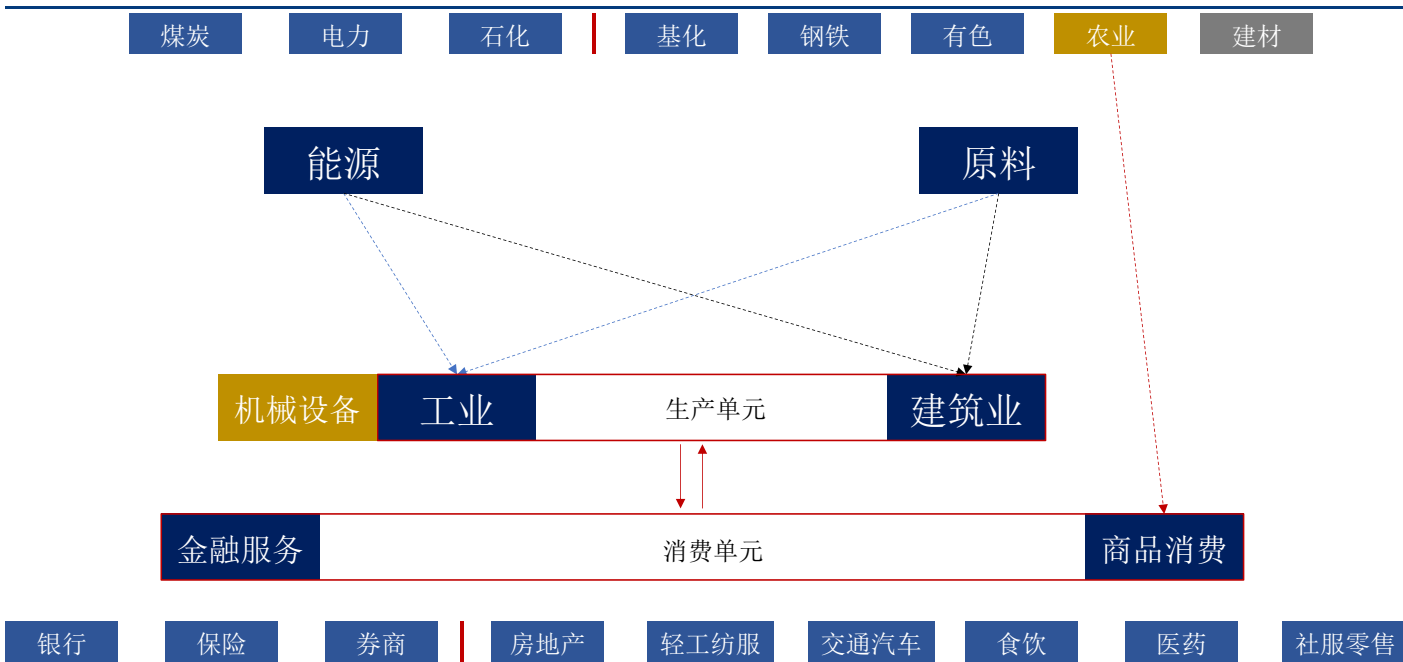
资料来源: wind、华创证券

三、投资建议：煤炭股类债配置，石化股给成长性定价

（一）大宗资源行业特点：产业链放大机制是核心，业绩高弹性是基本规律

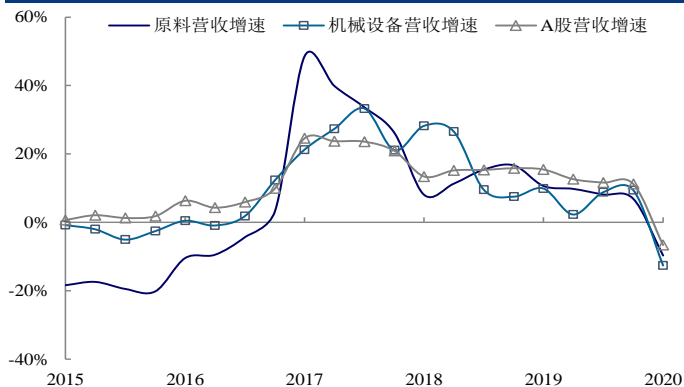
在商业社会的运行中，主体大致可以分为生产单元和消费单元，原料、能源和设备作为主要物料，其短周期的需求节奏取决于生产者的决策，设备作为投资品，其需求对应生产单元的资本开支节奏；原料作为耗材，其需求对应生产强度和库存管理。在放大机制中，一旦某个下游行业需求低迷+预期不明朗，带来的生产企业降低资本开支往往是腰斩，反之则是倍增，对应设备需求的变化斜率往往是极大的；类似的，下游行业需求低迷+预期不明朗带来的生产企业降低负荷和降低库存往往同步进行，若考虑流通环节同步降低库存，库销比大的大宗原料需求遭受到的冲击往往远大于生产企业下游真实的减少量。

图表 38 产业链放大机制中核心为资本开支节奏和库存节奏



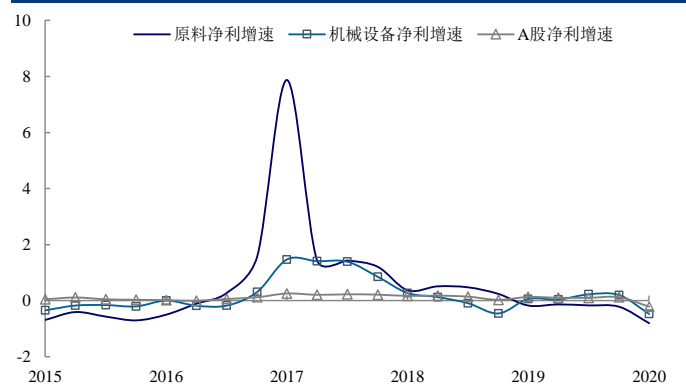
资料来源: 华创证券整理

图表 39 A 股全行业、机械和原料行业营收增速



资料来源: wind、华创证券 (原料: 采掘有色化工钢铁)

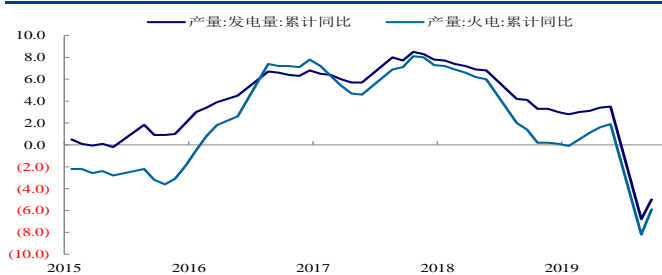
图表 40 A 股全行业、机械和原料行业净利增速



资料来源: wind、华创证券 (原料: 采掘有色化工钢铁)

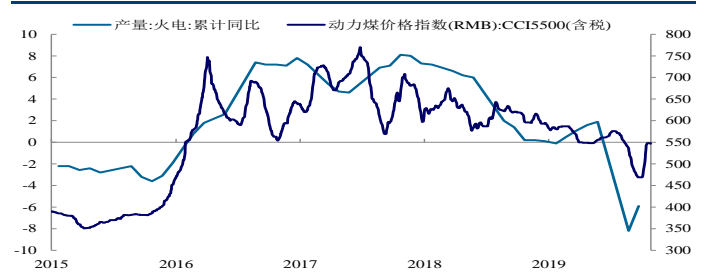
以煤电产业链为例，电力总需求的减弱，会对作为调峰供给的火电以更大的冲击，而火电厂受到冲击以后，往往会结合预期的情况调整资本开支和原料库存管理节奏，其中资本开支会涉及到发电机组的需求，原料库存管理则会对煤炭需求予以放大版的冲击，从而体现为煤价对电力需求变化出现明显的弹性，当然，其背后还有煤炭供给作为需求的滞后变量带来的额外变化。

图表 41 总发电量增速与火电发电量增速



资料来源: wind、华创证券

图表 42 煤价与火电发电量增速走势的关系



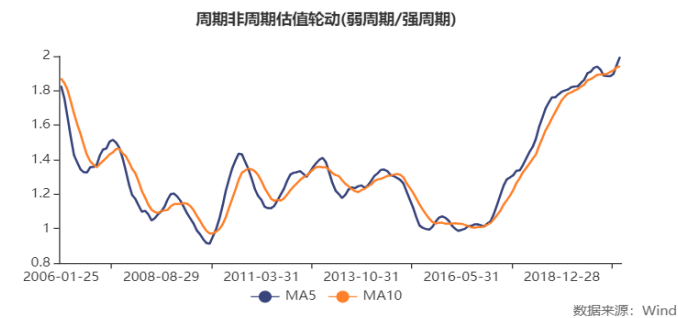
资料来源: wind、华创证券

以上文为基础，我们可以认为大宗资源品企业的业绩在赛道失去增速或者说企业失去扩规模的逻辑以后，其相对于下游需求周期呈现出滞后且高弹性的特征，犹如钢铁高利润运行滞后大概率会带来铁矿生产企业利润的爆发式增长，也类似于经济大幅向好带来电力需求大幅向好驱动煤炭生产企业利润中枢的抬升。额外需要强调的事情在于，对于资源品而言，跟随变量供给端产能或者产能利用率的变化会影响放大机制起作用的时点和时长。

(二) 煤炭石化投资建议：煤炭股类债配置，石化股给成长性定价

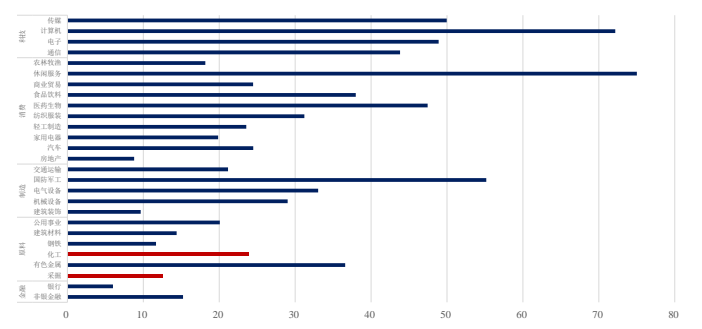
当前股票市场更青睐于弱周期股，强周期股估值已经降至历史极值，这使得在市场主流配置思路没有变化之前，煤炭石化两个行业仍会在自己原有的逻辑框架内进行投资，煤炭股以类债配置为基础策略，石化股重点给予成长性以定价。

图表 43 弱周期/强周期比价



资料来源: wind、华创证券

图表 44 申万一级行业市盈率所处分位



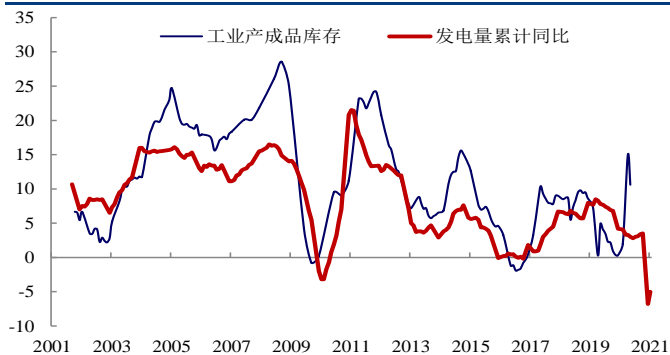
资料来源: wind、华创证券

3.1 煤炭: 基础策略类债配置, 强化策略关注转型

就煤炭股而言, 最大的问题在于以本轮供给侧改革为开端, 企业失去了产销量扩张的空间, EPS 和估值均与煤价挂钩, 这使其作为典型强周期股, 在经济周期预期或者说中长周期煤价预期未发生逆转前, 仍难以有十分强劲的表现。与此同时, 市场对新能源崛起对传统煤炭市场份额的冲击也表示担忧, 普遍认为单位 GDP 能耗下降的趋势中, 煤炭可能会在中长期处于偏过剩的状态, 该派观点的表达显著压制了煤炭股的估值水平。

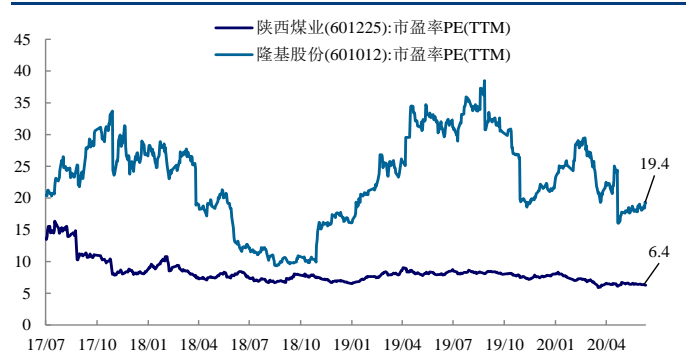
以陕西煤业为例, 供给侧改革期间 2016-2017 年底, 其股价涨幅为 65%, 而对应的利润同比涨幅为 280%, 2017 年最后一个收盘日对应市盈率为 7.2 倍, 接下来的 2018-2020 年 6.5 倍-10.2 倍之间波动, 基本就是围绕 8 倍的中枢波动, 并未发生过估值抬升的现象。

图表 45 经济周期预期暂时仍在底部徘徊



资料来源: wind、华创证券

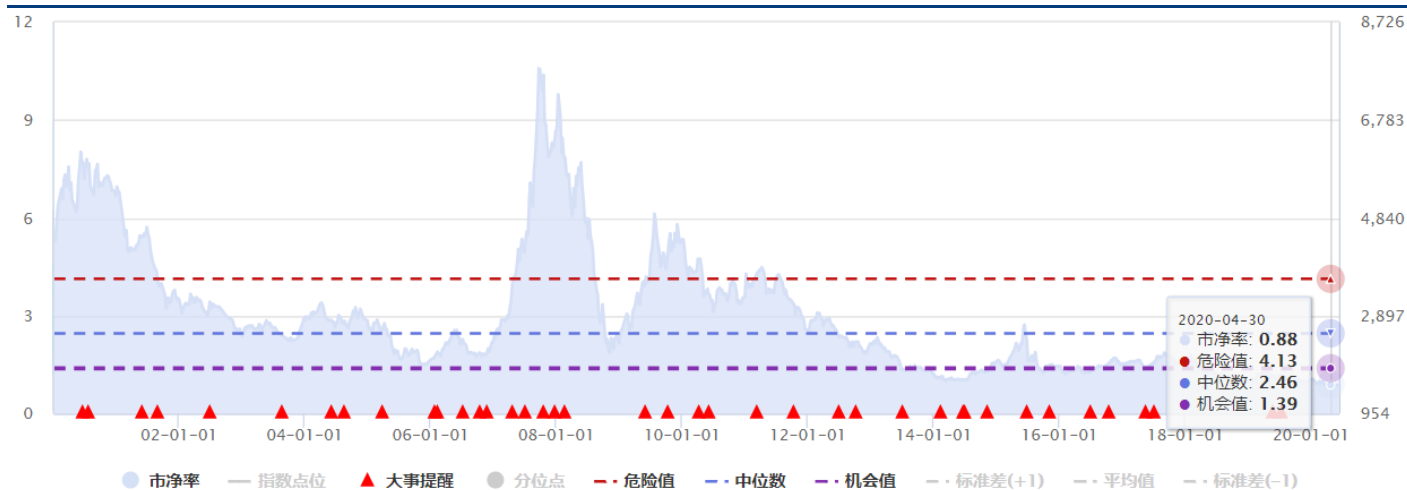
图表 46 陕西煤业与隆基股份估值对比



资料来源: wind、华创证券

在煤炭板块, 就 2020 年下半年这个时间跨度而言, 大的前提是煤炭企业的估值压缩已经完成, 无论是价格的超预期还是经济周期的超预期, 都可能触发其估值修复的进程, 只是需要分为启动期-加速器-降速期三个阶段看待。在启动期, 我们仍以类债配置作为基础策略, 优选高股息率、低估值和成本曲线靠左的煤炭龙头型企业, 以转型作为强化策略, 基础策略中我们继续推荐中国神华、陕西煤业, 建议关注露天煤业; 强化策略建议关注金能科技。

图表 47 煤炭板块市净率已经降至 2000 年以来的最低点

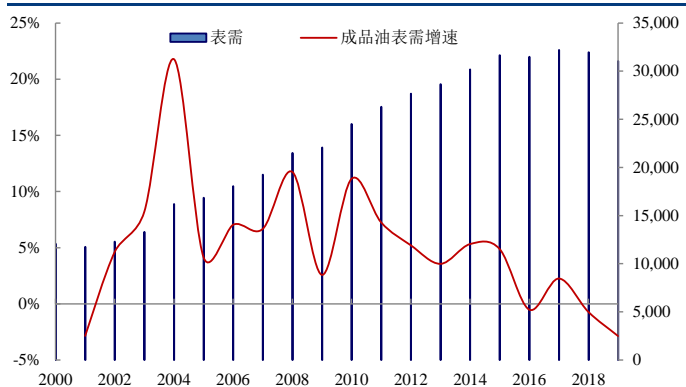


资料来源: wind、华创证券

3.2 石化: 给成长定价, 周期成长有望领先周期整体进行估值修复

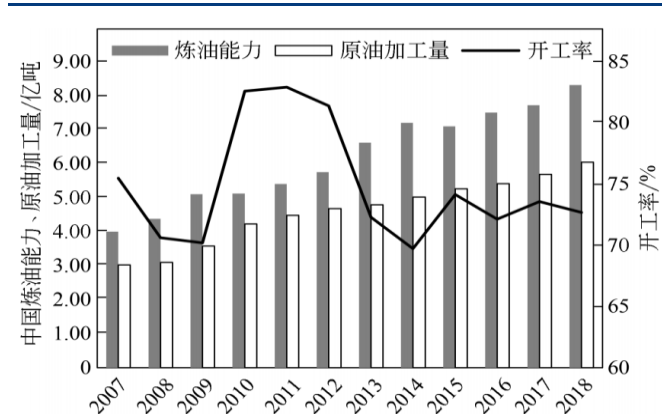
石化行业当前最为显著的趋势在于成品油消费增速下台阶叠加炼厂产能过剩, 但现行的最高零售价倒推+零售价调价机制的作用下, 除地炼外的成品油价格走势反应的是国际原油供需关系, 并未在成品油的角度给主营炼厂造成利润率收缩的问题, 但显著压缩了地方炼厂的生存空间。在化工品的角度, 以乙二醇为代表的部分产品面临过剩的问题, 使得炼厂化工品毛利率中枢有所下降, 化工产品结构不合理的炼厂压力会更为明显。

图表 48 成品油消费增速下台阶



资料来源: wind、华创证券

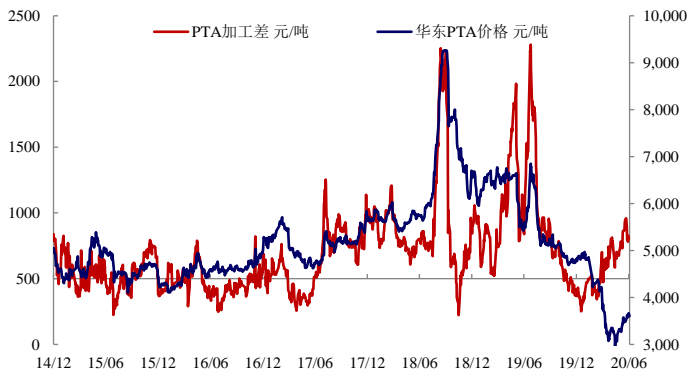
图表 49 我国炼油厂综合开工率维持低位



资料来源: 宋倩倩、慕彦君、侯雨璇等《中美两国石油化工产业实力对比分析》, 华创证券

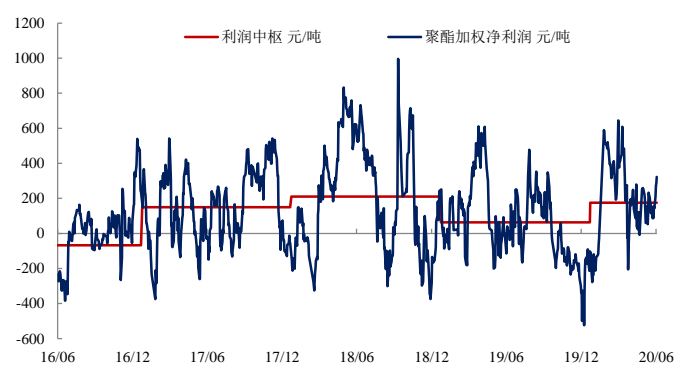
在该趋势石化企业的投资逻辑主要基于两点, 第一, 以 PX 为代表的原料国产化后带来的 PTA 成本中枢下沉, 使得长丝毛利率能有所抬升, 且部分能做到 400 元/吨以下的加工费 PTA 企业能在淘汰高成本产线的过程中保持较高的盈利水平, 这使得部分产能正高速扩张的长丝企业具有很好的投资价值; 第二, 以浙江石化为代表的地方炼厂, 通过压低成品油产率, 扩大化工产品或者中间料供给, 使其能在与国营炼厂竞争时回避物流网络的不足, 在竞争性领域充分发挥效率优势, 这使期产能的高速扩张能体现为利润的快速扩张。

图表 50 PTA-PX 历史价差走势



资料来源: wind、华创证券

图表 51 聚酯吨利润历史走势



资料来源: wind、华创证券

从公司公告公布的体量看,以荣盛石化、恒逸石化、恒力石化、新凤鸣和桐昆股份为代表的企业在今后几年仍高速扩大规模,量的增长使其具有明显的周期成长属性。在市场配置从弱周期向强周期转换的过程中,周期成长类的股票有望成为风向标。

图表 52 部分石化企业重要在建工程情况

企业名称	项目名称	总投资	项目进展
荣盛石化	浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目一期	901.56 亿元	全面投产
	浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目二期	829.29 亿元	建设中
	逸盛新材料投资建设年产 600 万吨 PTA 工程	67.31 亿元	建设中
	100 万吨多功能聚酯切片项目	25.20 亿元	建设中
恒逸石化	文莱 PMB 石油化工项目	34.50 亿美元	一期全面投产, 二期筹备中
	年产 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目	22.72 亿元	已投产
	海宁新材料年产 100 万吨差别化环保功能性纤维建设项目	63.60 亿元	第一套 2 月投产生产线已于 2020 年
	逸盛新材料投资建设年产 600 万吨 PTA 工程	67.31 亿元	建设中
	福建逸锦新型功能性纤维项目	15.88 亿元	建设中
	海南逸盛年产 50 万吨多功能新型材料项目	8.36 亿元	建设中
恒力石化	年产 135 万吨多功能高品质纺织新材料项目	123.00 亿元	计划 2020 年投产(分批投产)
	年产 250 万吨 PTA-4 项目	29.00 亿元	计划 2020 年二季度投产
	年产 250 万吨 PTA-5 项目	29.00 亿元	计划 2020 年二季度投产
	恒力化工 150 万吨乙烯项目	240 亿元	计划 2020 年二季度投产
桐昆股份	年产 38 万吨 DTY 差别化纤维项目	12.70 亿元	计划 2021 年投产
	恒超化纤年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目	17.98 亿元	计划 2020 年三季度投产
	嘉通能源年产 500 万吨 PTA、240 万吨新型功能性纤维及 10000 吨苯甲酸、5600 吨乙醛石化聚酯一体化项目	170.00 亿元	建设中
新凤鸣	独山能源年产 220 万吨 PTA 项目(二期)	32.00 亿元	计划 2020 年三季度投产
	中益化纤年产 60 万吨智能化、低碳差别化纤维项目	18.97 亿元	ZCP11 30 万吨已于 4 月投产
	中跃化纤年产 30 万吨功能性、差别化纤维新材料智能生产	9.94 亿元	建设中

	线项目		
	嘉兴年产 400 万吨 PTA 和 210 万吨差别化功能性纤维项目	130 亿元	建设中
	桐乡年产 200 万吨功能柔性定制化短纤新材料及 100 万吨功能性差别化纤维项目	110 亿元	建设中

资料来源：公司公告、华创证券

综上，在市场偏爱弱周期的当下，弱周期/强周期估值比值已经达到 2006 年以来的最高水平，在经济周期驱动的风格转换之前，煤炭石化行业仍会在原有的投资逻辑下运行，从风格转换的先后次序而言，周期成长大概率会有领先性。从资源品股票的投资特征而言，其核心吸引力表现为高利润弹性，往往是在量价双增时表现最好，其余时间市值增长更多的体现为利润的扩张。在煤炭板块，我们认为煤价周期尚未反转，对于煤炭中长期供需关系的担忧未改善前估值仍然受压制，所以类债配置仍是基础策略，转型则是强化策略，推荐标的为中国神华、陕西煤业，推荐关注露天煤业和金能科技。石化板块，我们认为在炼厂产能过剩的趋势中，聚酯的毛利率有扩张空间，靠近成本曲线左端的 PTA 也能在 PX 国产化的进程中维持较好的盈利水平，具有技术路线优势的 PDH 装置也能维持较高的盈利水平，在“量”的逻辑下以周期成长股的特征存在，预计会在周期板块中先行走出趋势行情，标的上我们推荐卫星石化、恒力石化，建议关注恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份和新凤鸣。

四、风险提示

电力需求不及预期，石化企业产能投放进度不及预期。

大宗组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

分析师：张文龙

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500