

投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《从全球石油龙头看原油成本曲线》
2020.04.27

《EIA 预计 2020 年美国原油日产量同比减少 48 万桶》2020.04.23

《3 月以来美国商业原油储存容量利用率提升 9 个百分点》2020.04.19

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

分析师:朱建军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@htsec.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@htsec.com

证书:S0850519080001

联系人:张璇

Tel:(021)23219411

Email:zx12361@htsec.com

炼化一体化项目投产贡献增量业绩

--石化行业 2019 年报及 2020 年一季度分析

投资要点:

- **原油均价同比回落、石化产品盈利承压。**2019 年布伦特原油均价 64.39 美元/桶,同比回落 9.5%。油价回落同时,石化产品价格也有不同程度下降,其中乙烯-石脑油价差同比回落 42%,且在 2019 年 12 月达到 156 美元/吨的低位。
- **2019 年,石化行业盈利相对平稳。**2019 年,石化行业归母净利润 1360 亿元,同比回落 3.06%,扣除两桶油后行业归母净利润 327.43 亿元,同比增长 32.93%。
- **2019 年新建项目贡献炼化板块增量业绩。**2019 年油气开采、油服板块、炼化板块、中国石油、中国石化占石化行业整体盈利比例分别为 2.01%、1.74%、20.32%、33.58%、42.34%。油服板块在 2019Q3 实现单季度归母净利润 17.82 亿元,为 2016 年以来单季度最高;炼化板块整体盈利 276.34 亿元,我们认为主要是由于新建项目投产,贡献增量业绩。
- **油气开采板块: 2019 年行业归母净利润增长 13.44%。**2019 年,3 家油气开采行业上市公司合计实现归属母公司净利润 27.39 亿元,同比增长 13.44%,净利率 11.96%。分公司来看,新潮能源 2019 年实现归母净利润 10.78 亿元,同比增加 4.77 亿元,是行业盈利增加的主要原因。2020Q1,新潮能源由于对油气产品进行套保盈利 5.87 亿元,整体盈利 7.49 亿元。
- **油服板块: 2019 年整体业绩明显改善。**15 家油服行业上市公司合计实现营业收入 1932.45 亿元,同比增长 18.99%;合计实现归母净利润 23.70 亿元,同比增长 9 倍,净利率为 1.23%。由于今年一季度油价暴跌,油气生产企业调整资本支出,我们预计 2020 年油服行业整体盈利承压,内部分化加剧。
- **炼化板块: 炼化一体化项目投产,盈利增长 22.74%。**2019 年,33 家炼化行业上市公司合计实现归属母公司净利润 276.35 亿元,同比增长 22.74%,净利率 4.00%,其中恒力石化贡献了炼化板块主要的盈利增量,我们认为主要原因是公司炼化一体化项目运行稳定,贡献增量业绩。
- **今年第一季度,石化行业盈利出现较大回落。**2020Q1,受到国内公共卫生事件及油价大跌影响,石化行业整体归母净利润为-317.71 亿元,扣除中国石油(亏损 162.34 亿元)和中国石化(亏损 197.82 亿元)影响后,行业整体归母净利润 42.45 亿元,同比下滑 22%。
- **目前油价处于低位,期待油价反弹。**OPEC+减产协议于 5 月开始执行,减产幅度在 970 万桶/日左右,供给压力虽有所缓解,但供需矛盾仍在,预计短期油价仍在低位。期待下半年需求回升,带动油价反弹。
- **投资建议。**油价下跌使得一季度石化行业盈利出现较大回落;二季度油价低位震荡将有助于行业盈利环比改善。未来油价反弹,石化行业有着较强的业绩弹性。建议关注既有业绩又有弹性的卫星石化、恒力石化、恒逸石化等民营炼化;关注估值低且业绩有望逐步改善的中国石化、中国石油、上海石化等主营炼厂;关注油价反弹业绩弹性大的中海油服、海油工程、杰瑞股份等油服公司。
- **风险提示:**原油价格大跌,石化行业景气度下降,产品价格大幅波动。

目 录

1. 石化行业：原油均价同比回落，产品盈利承压.....	4
1.1 原油价格：2019 均价同比回落 9.5%	4
1.2 石化产品盈利：乙烯-石脑油价差同比回落 42%.....	7
2. 各子行业上市公司分析	8
2.1 油气开采板块：2019 年行业归母净利润增长 13.44%.....	8
2.2 油服板块：2019 年行业业绩改善，预计 2020 年业绩分化明显	9
2.3 炼化板块：项目增量保障 2019 年盈利增长.....	11
2.4 中国石化：油价下跌、需求回落导致亏损	13
2.5 中国石油：油价下跌，出现亏损.....	14
3. 展望：下半年油价有望回升，需重点关注库存变化	15
3.1 油价：下半年有望回升	15
3.2 2020 年石化行业整体盈利能力承压	18
4. 投资建议.....	19
5. 风险提示.....	19

图目录

图 1	2016 年以来布伦特原油现货价变动趋势（美元/桶）	4
图 2	美债收益率（%）	6
图 3	2019 年 6-8 月黄金价格与原油价格	6
图 4	乙烯-石脑油季度价差（美元/吨）	18
图 5	A 股化工企业资本支出与净利润（亿元）	19

表目录

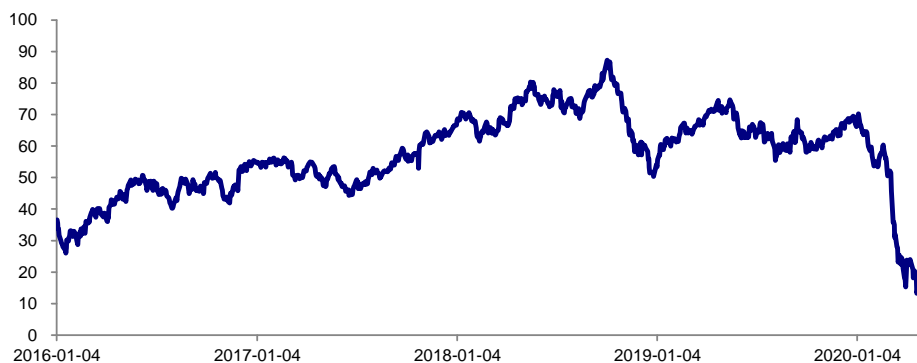
表 1	2019 年 1-7 月 OPEC 原油生产执行情况（千桶/日）	5
表 2	2019 年 8-12 月 OPEC 减产执行情况（千桶/日）	5
表 3	石化产品价差变化	7
表 4	石化行业子板块 2018-2019 年单季度归母净利润情况	8
表 5	油气开采板块上市公司单季度营业收入及增长情况	9
表 6	油气开采板块上市公司单季度归母净利润及增长情况	9
表 7	2012-2019E 三桶油勘探开发资本支出（亿元）	9
表 8	油服板块上市公司单季度营业收入及增长情况	10
表 9	油服板块上市公司单季度归母净利润及增长情况	11
表 10	炼化板块上市公司单季度营业收入及增长情况	12
表 11	炼化板块上市公司单季度归母净利润及增长情况	13
表 12	2020 年以来 OPEC 与 OPEC+原油产量（千桶/日）	16
表 13	沙特 5 月原油出口价格及变动（美元/桶）	17
表 14	2020 年 2 月下旬以来美国商业原油储存量及容量利用率（百万桶）	17
表 15	全球部分石油龙头企业上游盈亏平衡油价测算	18

1. 石化行业：原油均价同比回落，产品盈利承压

1.1 原油价格：2019 均价同比回落 9.5%

2019 年油价均价同比回落，布伦特原油均价为 64.39 美元/桶。2018Q4，油价大幅下跌，至 2018 年末，布伦特油价从 85 美元/桶跌至 50 美元/桶。2019 年，油价在 2019Q1 企稳回升，在 5 月中旬一度接近 75 美元/桶，但在 OPEC 新的减产协议没有进一步加大减产额度、美国原油产量保持趋势上升的情况下，伴随中美贸易争端形势不明朗，对需求的担心进一步加剧，油价出现回落。全年来看，2019 年布伦特原油均价 64.39 美元/桶，同比回落 9.5%。

图1 2016 年以来布伦特原油现货价变动趋势（美元/桶）



资料来源：Wind，海通证券研究所

2019 年以来影响油价的因素分析。我们将 2019 年以来的油价变化分为三个阶段：

1) 2019 年初至 2019 年 5 月，油价企稳回升，从 50 美元/桶回升到 75 美元/桶左右；2) 2019 年 5 月至 2020 年 2 月，油价维持在 60 美元/桶左右震荡；3) 2020 年 3 月至今，受国内外公共卫生事件影响以及 3 月初 OPEC 减产谈判失败，产油国大幅增产，油价出现大幅下跌。

针对第一阶段，我们在《各子行业全年业绩可观，18Q4 盈利较差》报告中提到，2018Q4 油价大幅下降的主要因素是 **1) 美国给予若干国家和地区伊朗原油进口豁免**。2018 年 5 月美国宣布将重启对伊制裁，其目标是将伊朗原油出口量降为 0，但 10 月初，美国宣布给予若干国家和地区伊朗原油进口豁免，实际上是保证伊朗原油仍有部分出口，从 OPEC 月报上看，伊朗原油产量虽有明显下滑，但到 2018 年 12 月仍然保持 272 万桶/日的产量；**2) OPEC 大幅增产**。以沙特为主的主要 OPEC 国家开始动用剩余产能主动增产，2018 年 11 月，沙特增产 38 万桶/日，阿联酋增产 9.7 万桶/日，一定程度弥补了伊朗原油产量和出口量的下滑。2019 年初至 5 月，以上导致油价回落的利空因素均已消除。

美国不再给予伊朗原油进口豁免。4 月 22 日，根据美国白宫官网消息，美国决定在 5 月后不再给予伊朗原油进口豁免，对伊制裁的目标仍然是将伊朗原油出口量降为 0。2019 年 3 月，伊朗依然保持 272 万桶/日的原油产量，5 月伊朗原油产量下滑到 237 万桶/日。

OPEC 重启减产，沙特大幅减产。2018 年 11 月后，以沙特为首的 OPEC 开始重启减产。2019 年 2 月-5 月，OPEC 减产执行率分别为 104%、155%、144%、135%，我们认为，OPEC 较高的减产执行率在供给端对油价提供有效支撑。从重点国家来看，2019 年 5 月，沙特原油产量为 971.7 万桶/日，较 2019 年 1 月减少 46.2 万桶/日。

表 1 2019 年 1-7 月 OPEC 原油生产执行情况 (千桶/日)

OPEC 国家	计划减产额度		2019 年						
	计划减产 前产量	计划减产 额度	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19
阿尔及利亚	1057	-32	1019	1032	1027	1023	1029	1005	1027
安哥拉	1528	-47	1444	1441	1447	1397	1476	1408	1395
刚果	325	-10	315	322	345	341	327	337	326
厄瓜多尔	524	-16	520	528	530	530	530	515	520
赤道几内亚	127	-4	112	117	120	112	114	115	120
加蓬	187	-6	195	204	213	192	216	217	200
伊拉克	4653	-141	4712	4649	4520	4640	4749	4721	4753
科威特	2809	-85	2723	2713	2709	2698	2710	2674	2678
尼日利亚	1738	-53	1733	1730	1736	1825	1721	1808	1786
沙特阿拉伯	10633	-322	10179	10102	9785	9764	9717	9832	9698
阿联酋	3168	-96	3075	3067	3057	3058	3060	3070	3071
合计	26749	-812	26027	25905	25489	25580	25649	25702	25574
减产执行率			89%	104%	155%	144%	135%	129%	145%
伊朗			2731	2713	2718	2597	2367	2260	2213
委内瑞拉			1151	1021	745	776	762	774	742
利比亚			883	905	1102	1172	1170	1120	1078
OPEC 总计			30792	30544	30054	30125	29948	29856	29607

注：被豁免减产的利比亚、尼日利亚“计划减产前产量”为 2016 年 12 月产量。OPEC 每个月会修正之前月份的数据。

资料来源：OPEC Press Release, OPEC 月报, 海通证券研究所

针对第二阶段，我们认为，影响油价的主要因素发生变化，过去很长一段时间油价的主要驱动因素是地缘政治，包括美国对伊朗的制裁，美国对委内瑞拉的制裁等，由于伊朗和委内瑞拉都是全球重要的产油国，地缘政治因素影响了产油国未来原油产量的预期，地缘政治加剧，油价出现上涨，地缘政治缓和，油价出现回落。但在第二阶段，需求预期逐渐取代了地缘政治成为油价波动的主要因素，对需求的担忧主要来自于中美贸易争端的反复，美联储开启降息以及美联储对于未来利率的表态，直接表现为美债收益率倒挂，进一步促进了金价上涨（起到避险作用）和油价回落（需求不足的担忧加剧）。在这一阶段，尽管在原油供应端也出现一些变化，包括 2019 年 9 月沙特两处原油生产设施遭遇袭击，以及 2019 年 12 月，OPEC 延长减产协议时间，但受到对需求担忧的影响，油价在短期向上后都出现回落，整体仍保持在 60 美元/桶左右。

OPEC 仍然维持较高的减产执行率。尽管 OPEC 在 2019 年下半年仍然保持较高的减产执行率，沙特原油产量一度缩小至 900 万桶/日以下，但油价受需求影响更为明显。

表 2 2019 年 8-12 月 OPEC 减产执行情况 (千桶/日)

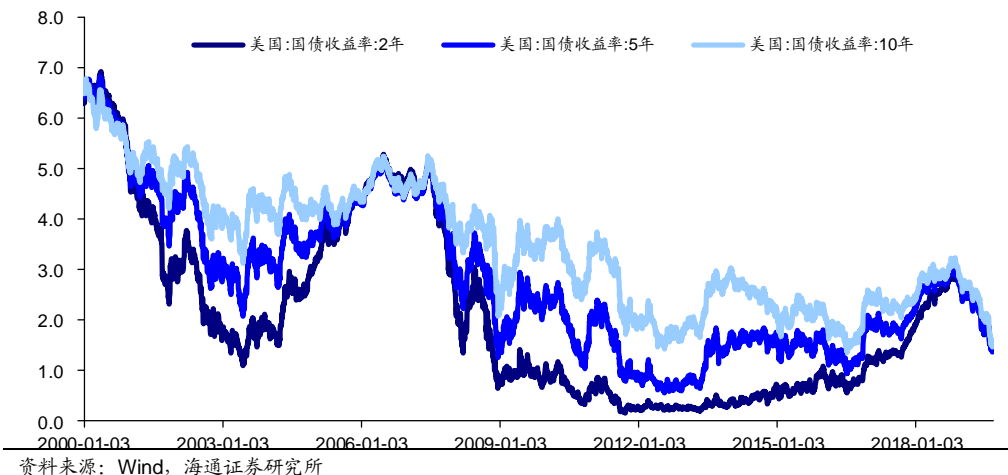
	减产计划				2019 年产量					
	计划减产 额度	2019 年减产 额度	2020 年新增 减产额度	2020 年减产 后有效产量	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	12 月 环比
减产国家										
阿尔及利亚	1057	-32	-12	1013	1016	1020	1019	1028	1017	-11
安哥拉	1528	-47	-	1481	1385	1404	1358	1283	1408	125
刚果	325	-10	-4	311	320	334	329	317	326	9
厄瓜多尔	524	-16	-1	507	543	550	459	528	538	10
赤道几内亚	127	-4	-	123	117	122	126	128	122	-6
加蓬	187	-6	-2	179	204	197	207	197	222	25
伊拉克	4653	-141	-50	4462	4781	4732	4693	4641	4565	-76
科威特	2809	-85	-55	2669	2638	2658	2648	2701	2708	7
尼日利亚	1738	-53	-21	1664	1870	1851	1809	1794	1770	-24
沙特阿拉伯	10633	-322	-167	10144	9851	8796	10001	9873	9762	-111
阿联酋	3168	-96	-60	3012	3082	3083	3105	3108	3062	-46
减产国合计	26749	-812	-372	25565	25807	24747	25754	25598	25500	-98
伊朗					2193	2163	2147	2107	2092	-15
委内瑞拉					735	644	687	717	714	-3
利比亚					1074	1162	1166	1183	1139	-44
OPEC 总计					29809	28716	29754	29605	29445	-160
减产执行率					116%	247%	123%	142%	154%	

注：合计数与各项加总略有不同，主要由于四舍五入。

资料来源：OPEC 月报, 海通证券研究所

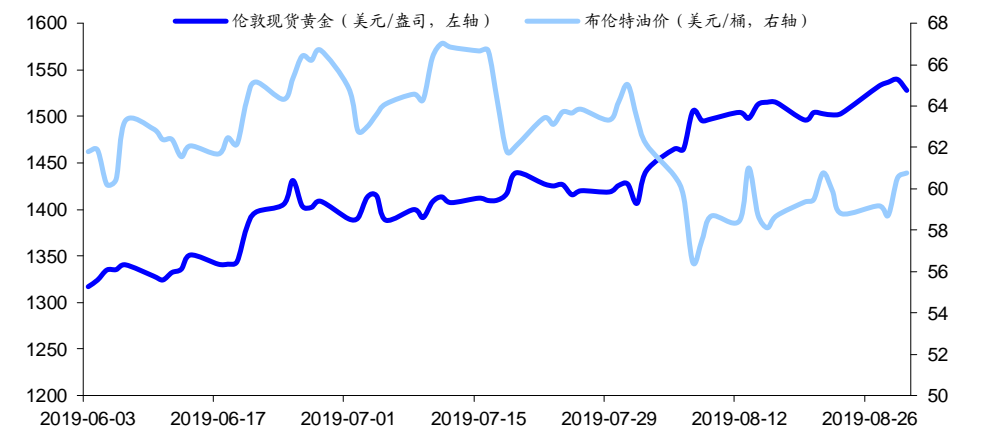
美国进入降息周期，美债收益率倒挂表明对经济担忧。根据海通宏观报告《联储“保险式”降息，提前结束缩表——7月美联储议息会议点评 20190801》，北京时间8月1日凌晨，美联储7月议息会议决定下调联邦基金目标利率 25BP 至 2.00%-2.25%。美国如期降息，提前结束缩表。会后美元指数震荡后走高触及 98.6，为近两年的新高，十年期美债收益率大幅走低至 2.01%。8月下旬，2年期和 10 年期美债收益率出现倒挂，在过去七次经济衰退发生之前，都曾发生过 10 年期美国国债与 2 年期国债收益率曲线倒挂的现象，其中包括最近一次 2007 年至 2009 年之间的衰退，这表明了市场对经济的担忧。

图2 美债收益率 (%)



黄金走强，原油走弱。在市场对经济衰退的担忧加剧下，黄金作为避险金融工具，价格明显走强，而原油作为最重要的大宗商品，经济衰退必然影响需求，需求不足导致油价回落，因此在近期，尤其是美联储宣布降息以后（8月1日），黄金价格和原油价格走势几乎完全相反。

图3 2019年6-8月黄金价格与原油价格



地缘政治一度促进油价上涨。根据新华社消息，2019年9月，沙特两处原油生产设施遭遇无人机空袭，导致沙特原油供应每日减少 570 万桶，约占沙特石油产量的 50%，同时也导致了沙特乙烷和液化天然气供应量减少约 50%。他表示，阿美石油公司目前正在尽力恢复生产。空袭事件发生后，油价出现跳涨，2019年9月16日，布伦特油价 68.36 美元/桶，较前日提高 11.6%，随着沙特两处原油生产设施恢复生产，油价再次震荡回落，仍在 60 美元/桶左右波动。

2019年12月，OPEC 延长减产协议并深化减产。2019年12月初，在第7届 OPEC 与非 OPEC 部长级会议中，OPEC+决定深化减产 50 万桶/日，达到 170 万桶/日。另外，

沙特继续在其产量配额的基础上再进行额外减产,从而达到 210 万桶/日。受此消息影响,油价出现短时间走强,一度站上 70 美元/桶。

针对第三阶段,由于国内外公共卫生事件较大地影响了原油需求,且 3 月初 OPEC 减产谈判失败,油价出现历史性暴跌,至 2020 年 4 月,WTI 油价甚至出现历史性的负油价。有关这部分油价的影响因素和走势,我们将在第三章进行分析。

1.2 石化产品盈利: 乙烯-石脑油价差同比回落 42%

2019 年,绝大多数炼油以及化工产品价差同比回落。其中乙烯-石脑油、丙烯-石脑油、丁二烯-石脑油、苯-石脑油、丙烯(PDH)、丁二烯-C4 等产品价差分别同比缩小 41.9%、15.8%、34.3%、46.0%、19.8%和 19.8%。

2019 年,代表石化行业盈利变化趋势的乙烯-石脑油价差平均值为 369 美元/吨,同比回落 41.9%,从各个季度数据来看,呈现趋势向下,2019Q1-Q4,乙烯-石脑油价差分别为 528 美元/吨、385 美元/吨、371 美元/吨、194 美元/吨;从月度数据来看,2019 年 12 月,乙烯-石脑油价差仅为 156 美元/吨,为我们跟踪数据(2012 年 1 月)以来最低值。

2019 年 PTA 及涤纶长丝价差有所缩窄。2019 年,PTA-0.655*二甲苯平均价差 1686 元/吨,同比回落 6.6%,全年来看,价差仍保持在较好水平,分季度来看,2019Q1-Q4,价差分别为 1697 元/吨、2087 元/吨、1787 元/吨、1175 元/吨,自 2019 年下半年呈现趋势回落。我们认为,2019 年下半年至 2020 年底,PTA 新增产能较多,产业链利润有望从 PTA 向下转移到涤纶长丝。2019 年涤纶长丝平均价差 1380 元/吨,同比回落 10.7%,而 2019Q3 受下游需求拉动,价差维持在较好水平。

表 3 石化产品价差变化

价差	2017	2018	2019	2019 同比	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
乙烯-石脑油(美元/吨)	693	635	369	-41.9%	528	385	371	194	266
丙烯-石脑油(美元/吨)	380	418	352	-15.8%	384	329	418	275	332
丁二烯-石脑油(美元/吨)	1005	791	519	-34.3%	578	435	665	400	348
苯-石脑油(美元/吨)	323	202	109	-46.0%	66	81	182	107	272
甲苯-石脑油(美元/吨)	156	119	113	-4.8%	89	109	163	91	106
二甲苯-石脑油(美元/吨)	355	448	369	-17.5%	555	367	319	235	250
丙烯-1.2×丙烷(美元/吨)	340	418	335	-19.8%	347	295	442	256	261
丁二烯-C4(元/吨)	8763	6569	5269	-19.8%	5611	4142	5834	5487	3642
PTA-0.655*二甲苯(元/吨)	1384	1805	1686	-6.6%	1697	2087	1787	1175	1028
涤纶-0.86*PTA-0.34*MEG(元/吨)	1497	1544	1380	-10.7%	1233	1424	1631	1231	1539
天胶-顺丁(元/吨)	-3437	-3426	-1438	-58.0%	-2108	-968	-1402	-1273	-385
顺丁-丁二烯(元/吨)	2097	1360	1726	26.9%	1810	2897	864	1335	2759
甲乙酮-混合碳四(元/吨)	3850	3416	3267	-4.4%	2627	3024	2844	4574	4393
己二酸-苯(元/吨)	4622	5171	3729	-27.9%	4412	3748	3535	3221	2818
丙烯酸-0.7*丙烯(元/吨)	4131	3444	3093	-10.2%	3876	3387	2710	2400	2801
丙烯酸甲酯-0.87*丙烯酸(元/吨)	2553	3692	3416	-7.5%	3669	3921	3169	2903	2488
丙烯酸丁酯-0.6*丙烯酸(元/吨)	4865	5089	4417	-13.2%	4853	4547	4139	4129	3930
尿素-1.5*无烟煤(元/吨)	164	162	228	41.1%	188	364	227	132	170
甲醇-1.5*无烟煤(元/吨)	1321	1282	632	-50.7%	759	735	530	503	549
聚丙烯-丙烯(元/吨)	2234	2178	2618	20.2%	2698	2646	2305	2824	2875
环氧乙烷-0.73*乙烯(元/吨)	3768	4256	3230	-24.1%	2812	2976	3298	3834	3808
环氧丙烷-0.87*丙烷(元/吨)	5551	5865	4628	-21.1%	4916	4575	4355	4667	4198
MTBE-0.36*甲醇-0.64*混合碳四(元/吨)	1635	1967	2058	4.6%	2060	1704	2235	2231	1786
顺酐-1.2*正丁烷(元/吨)	4717	4064	2375	-41.6%	2550	2103	2809	2038	2119

资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 各子行业上市公司分析

我们将石化行业上市公司分为三个子板块：油气开采、油服、石油化工。由于中国石化、中国石化收入、利润规模远超行业内其他公司，因而我们将单独分析这两家公司。

油气开采板块上市公司主要包括洲际油气、新潮能源、广汇能源 3 家公司。

油服板块上市公司主要包括恒泰艾普、惠博普、*ST 准油、仁智油服、通源石油、潜能恒信、安控科技、海油工程、石化油服、中海油服、吉艾科技、海默科技、中曼石油、博迈科、中油工程 15 家公司。

炼化板块上市公司主要包括上海石化、华锦股份、卫星石化、恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份、恒力石化、齐翔腾达、泰山石油等 33 家公司。

2019 年行业整体归母净利润下滑 3.06%。2019 年，石化行业整体归母净利润 1360 亿元，同比回落 3.06%。分板块来看，2019 年中国石油归母净利润 456.77 亿元，同比回落 13.14%；中国石化归母净利润 575.91 亿元，同比回落 8.71%，而其他三大板块，盈利均出现较好增长，如果扣除中国石油、中国石化影响，石化行业整体归母净利润 327.43 亿元，同比增长 32.93%。

2020Q1 行业整体归母净利润下滑明显。2020Q1，受到国内公共卫生事件及油价大跌影响，石化行业整体归母净利润为-317.71 亿元，扣除中国石油（亏损 162.34 亿元）和中国石化（亏损 197.82 亿元）影响后，行业整体归母净利润 42.45 亿元，同比下滑 22%。

表 4 石化行业子板块 2018-2019 年单季度归母净利润情况

	归母净利润（百万元）									
	2018	2019	2019 年同比	占比	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
油气开采	2414	2739	13.44%	2.01%	284	291	893	1052	503	971
油服板块	-296	2370	扭亏	1.74%	-1295	207	926	1782	-545	-55
炼化行业	22514	27634	22.74%	20.32%	999	4948	8410	8085	6191	3329
中国石油	52585	45677	-13.14%	33.58%	4464	10251	18169	8862	8395	-16234
中国石化	63089	57591	-8.71%	42.34%	3109	14763	16575	11943	14310	-19782
合计	140306	136011	-3.06%	100.00%	7561	30460	44973	31724	28854	-31771
合计（不包括两桶油）	24632	32743	32.93%	-	-12	5446	10229	10919	6149	4245

资料来源：Wind，海通证券研究所（注：占比为 2019 年各个板块占行业整体盈利的比重）

分子板块来看，2019 年油气开采、油服板块、炼化板块、中国石油、中国石化占石化行业整体盈利比例分别为 2.01%、1.74%、20.32%、33.58%、42.34%，油气开采板块盈利占比较小，部分原因是样本公司数量较小；油服板块在 2019Q3 实现单季度归母净利润 17.82 亿元，为 2016 年以来单季度最高；炼化板块整体盈利 276.34 亿元，我们认为主要是由于新建项目投产，贡献增量业绩；中国石油业绩下滑 13.14%，主要由于公司炼油与化工板块盈利能力下滑，2019 年该板块实现经营收益 137.64 亿元，同比下降 69.21%；中国石化业绩保持相对稳定，2019 年公司实现油气当量产量 458.85 百万桶，同比增长 1.64%；其中天然气产量 296.74 亿立方米，同比增长 7.21%，原油加工量 2.485 亿吨，同比增长 1.85%。

2.1 油气开采板块：2019 年行业归母净利润增长 13.44%

2019 年，3 家油气开采行业上市公司合计实现营业收入 228.95 亿元，同比增长 8.97%，其中 2019Q1-Q4 收入分别为 51.08 亿元、53.23 元、57.79 亿元和 66.85 亿元。行业收入逐季增长，主要由于广汇能源的收入增长。

2020Q1, 3家油气开采行业上市公司合计实现营业收入 51.65 亿元, 同比增长 1.12%, 环比回落 22.74%, 其中广汇能源、洲际油气、新潮能源收入分别同比下滑 4%、19%和增长 25%。

表 5 油气开采板块上市公司单季度营业收入及增长情况

	营业收入 (万元)					营业收入同比增速				
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
广汇能源	325858	316175	341454	420674	311438	-2%	18%	3%	17%	-4%
洲际油气	58352	75678	65493	78840	47083	-30%	-26%	-16%	14%	-19%
新潮能源	126580	140435	170957	169030	157978	31%	19%	21%	39%	25%
营收合计	510789	532288	577905	668543	516499					
合计增速	0.01%	9.06%	5.00%	21.13%	1.12%					
增速中值						-2%	18%	3%	17%	-4%
增速平均值						0%	4%	3%	23%	0%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

2019 年, 3 家油气开采行业上市公司合计实现归属母公司净利润 27.39 亿元, 同比增长 13.44%, 净利率 11.96%。分公司来看, 新潮能源 2019 年实现归母净利润 10.78 亿元, 同比增加 4.77 亿元, 是行业盈利增加的主要原因。

2020Q1, 受油价下跌影响, 广汇能源、洲际油气盈利下滑明显, 其中广汇能源盈利 2.59 亿元, 同比下滑 42%, 洲际油气亏损 3760 万元, 而新潮能源盈利 7.49 亿元, 同比增长 5.6 倍, 主要原因是公司对油气产品进行套保操作, 2019Q1 亏损 6.30 亿元, 而 2020Q1 盈利 5.87 亿元。

表 6 油气开采板块上市公司单季度归母净利润及增长情况

	归母净利润 (万元)					归母净利润同比增速				
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
广汇能源	44662	33575	41148	40831	25937	-16%	0%	-17%	7%	-42%
洲际油气	679	2382	1082	1752	-3760	-83%	42%	-82%	136%	-654%
新潮能源	-16280	53350	62991	7697	74892	-291%	242%	54%	254%	560%
归母净利润合计	29061	89307	105221	50281	97070					
合计增速	-55.66%	75.08%	9.09%	76.92%	234.03%					
净利率	5.69%	16.78%	18.21%	7.52%	18.79%					
增速中值						-83%	42%	-17%	136%	-42%
增速平均值						-130%	94%	-15%	132%	-45%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.2 油服板块: 2019 年行业业绩改善, 预计 2020 年业绩分化明显

2019 年, 中石油、中石化、中海油上游资本支出共 3720 亿元, 同比+23.8%, 连续两年保持 20%以上增速, 我们认为主要是由于国家能源安全得到进一步重视, 国内油气上游资本支出增加以保障国内油气产量稳中有升。

表 7 2013-2020E 三桶油勘探开发资本支出 (亿元)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2020E 同比
中国石油	2264	2215	1578	1302	1620	1961	2301	-	-
中国石化	888	802	547	322	313	422	617	611	-1.0%
中海油	894	1057	659	487	497	621	802	750-850	-6.5%-6.0%
合计	4046	4074	2784	2111	2430	3004	3720	-	-

资料来源: 中国石油、中国石化、中国海洋石油 2013-2019 年报, 中海油公告 20200429, 海通证券研究所

油价下跌带来不确定因素, 油气公司需要灵活应对。今年 3 月以来油价暴跌并保持

在较低水平，这给油气生产企业带来一定的经营压力，也对公司的资本支出带来一定的不确定性。根据中国石油 2019 年报，公司预计 2020 年资本性支出 2950 亿元，较 2019 年 2968 亿元略有下降，但没有具体公布勘探与生产板块的资本支出，同时强调“在合理控制资本性支出总体规模的同时，重点支持上游业务，不断增强可持续发展能力”。根据中国石化 2019 年报，公司预计 2020 年勘探及开发板块资本支出 611 亿元，较 2019 年下滑 1.0%，主要用于胜利、西北原油产能建设和涪陵、威荣页岩气产能建设，推进天然气管道和储气库以及境外油气项目建设。中海油原计划 2020 年资本开支 850-950 亿元，受油价下跌影响，公司调整 2020 年资本开支计划为 750-850 亿元。

2019 年，15 家油服行业上市公司合计实现营业收入 1932.45 亿元，同比增长 18.99%。分季度来看，除了少数几家公司外，多数公司 2019Q1-Q4 收入均保持稳中有升。分公司来看，15 家公司中有 10 家公司收入实现增长，其中博迈科、中曼石油、潜能恒信收入分别同比增长 241%、78%和 60%。

2020Q1，15 家油服行业上市公司合计实现营业收入 345.56 亿元，同比增长 5.65%，分公司来看，油服公司收入分化明显，9 家公司收入下滑，6 家公司收入增长，其中中海油服、海油工程、博迈科分别保持同比 38%、28%和 47%的增速。

表 8 油服板块上市公司单季度营业收入及增长情况

	营业收入（万元）					营业收入同比增速				
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
*ST 准油	3350	8481	7656	10720	2174	18%	36%	-4%	19%	-35%
惠博普	40121	62271	40785	86168	25461	18%	48%	3%	71%	-37%
仁智股份	2250	2123	2101	3210	773	-96%	-98%	-98%	87%	-66%
恒泰艾普	32426	26152	14867	33155	6156	-41%	-11%	-38%	-18%	-81%
通源石油	30331	41532	41993	41722	21226	-1%	-9%	4%	-1%	-30%
潜能恒信	2404	2264	3080	9705	12871	-29%	-28%	29%	384%	435%
安控科技	20108	20833	29206	58530	4680	70%	-28%	-15%	-5%	-77%
海油工程	179365	276576	350525	664573	230174	43%	19%	14%	51%	28%
石化油服	1345815	1679788	1734391	2227021	1286801	31%	25%	28%	5%	-4%
中海油服	590778	765502	777195	980040	816841	72%	62%	39%	19%	38%
吉艾科技	22292	28733	24468	42691	654	27%	55%	12%	51%	-97%
海默科技	8923	11109	11971	37227	4879	8%	2%	-11%	-1%	-45%
中曼石油	41178	53751	66542	85719	49525	-9%	77%	146%	136%	20%
博迈科	16764	33059	26930	58657	24598	557%	984%	109%	177%	47%
中油工程	934729	1202967	1423829	2943865	968781	14%	-9%	10%	21%	4%
营收合计	3270835	4215142	4555539	7283002	3455595					
合计增速	26.87%	14.10%	19.12%	18.53%	5.65%					
增速中值						18%	11%	3%	19%	-36%
增速平均值						10%	6%	-3%	55%	3%

资料来源：Wind，海通证券研究所

2019 年，15 家油服行业上市公司合计实现归母净利润 23.70 亿元，同比增长 9 倍，净利率为 1.23%。分季度来看，2019Q3 行业盈利最好，实现单季度归母净利润 17.82 亿元，主要由中海油服（11.46 亿元）、中油工程（3.30 亿元）和石化油服（2.14 亿元）贡献。2019Q4，受恒泰艾普亏损 9.61 亿元、吉艾科技亏损 13.99 亿元影响，行业整体处于亏损状态，但中海油服、海油工程分别实现归母净利润 3.83 亿元和 6.63 亿元，依然保持较好盈利。

预计 2020 年油服公司盈利进一步分化。2020Q1，15 家油服行业上市公司合计实现归母净利润-5499 万元，同比下滑 126.54%，其中中海油服实现盈利 11.39 亿元，同比增长 36 倍，但多数油服公司盈利都出现下滑，单季度仅中海油服、潜能恒信、中曼石油、博迈科实现盈利。由于油价暴跌，油气生产企业调整资本支出，我们预计 2020 年油服行业整体盈利承压，内部分化加剧。

表 9 油服板块上市公司单季度归母净利润及增长情况

	归母净利润 (万元)					归母净利润同比增速				
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
*ST 准油	-636	-270	805	5290	-1471	61%	-156%	234%	116%	-132%
惠博普	8468	-642	-3224	3922	-5519	136%	-128%	-9%	107%	-165%
仁智股份	-529	90	-676	4211	-615	58%	-84%	52%	107%	-16%
恒泰艾普	505	-2199	-3734	-96147	-4238	-20%	-160%	-240%	-66081%	-939%
通源石油	1395	2361	4437	-3680	-1634	288%	-62%	18%	-8860%	-217%
潜能恒信	422	170	257	1769	1040	1%	-64%	47%	-3%	146%
安控科技	102	350	52	-103	-4708	105%	153%	-97%	100%	-4717%
海油工程	-26099	-45310	7894	66308	-30469	28%	-355%	85%	202%	-17%
石化油服	18818	32125	21377	19105	-18231	525%	-13%	448%	164%	-197%
中海油服	3095	94209	114571	38349	113947	105%	241%	1066%	10%	3581%
吉艾科技	7438	10265	3094	-139884	-10950	28%	-7%	-77%	-1161%	-247%
海默科技	-1851	-1066	-1759	8131	-2793	1%	-29%	-727%	-10%	-51%
中曼石油	2681	47	1139	-2258	674	-67%	-98%	143%	53%	-75%
博迈科	375	1027	922	1142	1042	110%	143%	-73%	-69%	178%
中油工程	6535	1472	33030	39339	-41574	323%	-90%	-17%	-10%	-736%
归母净利润合计	20719	92628	178186	-54506	-5499					
合计增速	122.34%	-23.06%	146.52%	57.91%	-126.54%					
净利率	0.63%	2.20%	3.91%	-0.75%	-0.16%					
增速中值						59%	-63%	33%	55%	-148%
增速平均值						110%	-55%	67%	-6276%	-247%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

2019 年中海油服业绩大幅增长。2019 年, 中海油服实现营业收入 311.35 亿元, 同比+41.9%; 实现归母净利润 25.02 亿元, 同比大幅增长 3434%, 为 2015 年以来最好水平。其中钻井业务实现营业收入 108.42 亿元 (同比+39.6%); 钻井平台作业天数为 14737 天, 同比增加 3599 天 (+32.3%); 可用天使用率 81.4%, 同比提高 8.9 个百分点。油田技术服务作业量大幅上升, 实现收入 150.61 亿元, 同比+53.3%, 占公司总收入比例提升至 48%。船舶服务业务实现营业收入 30.59 亿元 (+13.0%)。2019 年公司自有船队作业 30986 天, 同比增加 737 天 (+2.4%); 自有工作船队日历天使用率为 94.3% (同比增加 4.1 个百分点)。此外, 公司外租船舶工作量提升, 共作业 15266 天, 同比+54.3%。

2.3 炼化板块: 项目增量保障 2019 年盈利增长

2019 年, 33 家炼化行业上市公司合计实现营业收入 6915.45 亿元, 同比增长 5.35%。其中 2019Q1-Q4 合计营业收入分别为 1533.34 亿元、1804.85 亿元、1783.59 亿元和 1793.66 亿元。

2020Q1, 受国内公共卫生事件的影响, 33 家炼化行业上市公司合计实现营业收入 1456.58 亿元, 同比下滑 5.0%, 其中恒力石化营业收入 297.71 亿元, 同比增长 98%, 主要是由于恒力炼化项目在 2019 年二季度投产。随着恒逸石化和浙江石化项目投产, 我们预计 2020 年恒逸石化、荣盛石化收入也会有明显增长。

表 10 炼化板块上市公司单季度营业收入及增长情况

	营业收入（万元）					营业收入同比增速				
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
华锦股份	861139	971729	965362	1162604	586172	6%	19%	6%	扭亏	-32%
广聚能源	38271	41469	40786	41782	28606	0%	-5%	-5%	3%	-25%
国际实业	6121	10346	16259	10314	1623	-68%	-19%	1%	48%	-73%
胜利股份	157937	138945	101830	136116	86271	51%	28%	0%	-11%	-45%
泰山石油	75372	73918	74270	68900	46509	8%	0%	-13%	-12%	-38%
茂化实华	100235	100217	104214	125151	75408	-2%	5%	-9%	4%	-25%
沈阳化工	219914	268319	237708	376054	128544	2%	6%	-4%	4%	-42%
恒逸石化	2097599	2075351	2047526	1741579	1887254	33%	-14%	-3%	扭亏	-10%
美达股份	80063	75044	73716	69832	45392	-7%	-25%	-32%	-19%	-43%
岳阳兴长	33264	44725	48484	48071	28350	-28%	-12%	-5%	-10%	-15%
大庆华科	52960	55420	60139	47070	45151	15%	17%	230%	-18%	-15%
华峰氨纶	115596	94432	118009	1050487	262439	16%	-22%	2%	878%	127%
滨化股份	157309	151647	149719	157751	143408	-12%	-5%	-15%	-2%	-9%
海利得	94883	104199	100104	102176	81549	11%	15%	10%	14%	-14%
泰和新材	65573	61301	60274	67048	48878	50%	10%	5%	11%	-25%
国创高新	101581	117590	150905	164401	63914	0%	13%	30%	24%	-37%
齐翔腾达	711262	939843	753460	601204	469739	127%	109%	-6%	-51%	-34%
宝莫股份	13162	11500	9233	7794	12861	96%	7%	-26%	扭亏	-2%
荣盛石化	1646130	2303052	2016630	2284176	2105269	-7%	21%	-19%	扭亏	28%
卫星石化	210670	305337	286272	275587	165313	20%	17%	11%	-11%	-22%
宝利国际	25321	60587	82569	74490	17724	21%	18%	11%	28%	-30%
三联虹普	23906	24339	19258	16608	19519	60%	66%	19%	3%	-18%
东华能源	1387405	1194405	1134039	902914	933718	52%	-1%	-15%	扭亏	-33%
恒力石化	1505299	2728029	3399553	2445357	2977050	30%	83%	96%	51%	98%
昊华科技	104228	123676	105140	137024	102321	990%	767%	668%	-64%	-2%
中化国际	1256470	1408438	1297297	1322441	1200419	-11%	-14%	-10%	-12%	-4%
上海石化	2513623	2685635	2337702	2497645	1792638	-2%	2%	-18%	-7%	-29%
ST 华鼎	172047	196308	222593	265522	187639	136%	12%	15%	21%	9%
高科石化	14088	16088	19584	22077	12103	8%	-11%	7%	扭亏	-14%
康普顿	27798	22343	24588	22295	22176	-2%	14%	37%	19%	-20%
龙蟠科技	43685	38831	39137	49643	31427	26%	16%	7%	10%	-28%
桐昆股份	1167816	1295525	1260706	1334196	769415	49%	19%	3%	扭亏	-34%
龙宇燃油	252658	309949	478855	308334	187047	-40%	-27%	7%	-2%	-26%
营收合计	15333386	18048537	17835920	17936644	14565847					
合计增速	14.90%	13.09%	2.88%	-5.58%	-5.01%					
增速中值	-12.11%	-13.90%	-28.85%	-29.45%	-19.91%	11%	10%	2%	3%	-25%
增速平均值						49%	34%	30%	24%	-15%

资料来源：Wind，海通证券研究所

2019 年，33 家炼化行业上市公司合计实现归属母公司净利润 276.35 亿元，同比增长 22.74%，净利润率 4.00%。分季度来看，2019Q2、Q3 季度盈利较好，分别为 84.10 亿元和 80.85 亿元，同比分别增长 23.73%和 3.26%。分公司来看，恒力石化 2019Q2-Q4 盈利分别为 35.15 亿元、27.96 亿元、32.08 亿元，我们认为主要原因是公司炼化一体化项目运行稳定，贡献增量业绩，我们认为 2019 年行业盈利能够保持整体增长的主要原因也是新建项目提供增量。

2020Q1，33 家炼化行业上市公司合计实现归母净利润 33.29 亿元，同比下滑 32.72%，我们认为主要是受国内公共卫生事件影响以及油价下跌影响。我们认为，2020 新建项目投产，仍将保障行业整体盈利稳中有升。

表 11 炼化板块上市公司单季度归母净利润及增长情况

	归母净利润 (万元)					归母净利润同比增速				
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
华锦股份	34496	19324	38503	6972	-88757	11%	-57%	30%	1960%	-357%
广聚能源	1032	2518	7030	1907	184	-26%	-62%	354%	64%	-82%
国际实业	2375	-1226	-2276	4169	-2768	263%	50%	-134%	26%	-217%
胜利股份	3433	5089	3053	1768	1920	4%	30%	66%	45%	-44%
泰山石油	31	95	36	430	-813	49%	33%	35%	524%	-2689%
茂化实华	3276	5077	770	-45	-3165	113%	543%	356%	-104%	-197%
沈阳化工	3220	2869	-18929	-61737	-14937	-12%	-8%	-653%	-3945%	-564%
恒逸石化	42340	85340	93683	98772	81155	-40%	114%	-15%	507%	92%
美达股份	1023	-801	-3894	6159	-4321	-44%	-227%	-378%	4954%	-522%
岳阳兴长	675	1986	2161	1208	-2672	-29%	28%	30%	16%	-496%
大庆华科	774	1900	2744	-945	-2458	204%	534%	665%	-248%	-418%
华峰氨纶	11119	12597	11992	148440	27258	1%	-9%	8%	1618%	145%
滨化股份	13952	11036	9547	9321	3657	-47%	-43%	-52%	128%	-74%
海利得	8651	7390	8299	8369	4572	5%	-27%	-22%	37%	-47%
泰和新材	4098	5289	5715	6527	5263	15%	-18%	39%	332%	28%
国创高新	7622	6253	9651	7190	-75	1%	4%	13%	-21%	-101%
齐翔腾达	18955	16423	16985	9687	19786	-24%	-35%	-12%	-34%	4%
宝莫股份	351	72	-361	9063	518	128%	111%	45%	138%	48%
荣盛石化	60493	44152	79954	36088	122586	-5%	-8%	22%	324%	103%
卫星石化	21961	33711	36534	35069	4023	94%	58%	23%	10%	-82%
宝利国际	328	2402	1145	75	-1591	47%	5%	-9%	-79%	-585%
三联虹普	5058	5439	4516	3357	5081	15%	37%	64%	1617%	0%
东华能源	35057	28252	37739	9352	26755	3%	-20%	80%	-47%	-24%
恒力石化	50570	351526	279620	320801	214335	-54%	351%	58%	1072%	324%
昊华科技	9325	16403	7270	19508	9598	1718%	626%	503%	-60%	3%
中化国际	24171	30062	1165	-9420	1109	-24%	-8%	-91%	-168%	-95%
上海石化	61065	52659	53489	54158	-120237	-66%	-70%	-53%	-12%	-297%
ST 华鼎	9435	3331	13171	-158082	2698	237%	-67%	22%	-6633%	-71%
高科石化	477	393	453	295	-510	-23%	-52%	-21%	247%	-207%
康普顿	4940	1853	1318	355	3267	1%	72%	110%	-70%	-34%
龙蟠科技	3606	2424	3435	3276	2487	26%	49%	217%	25%	-31%
桐昆股份	52136	86895	106023	43386	42852	4%	1%	-7%	213%	-18%
龙宇燃油	-1242	249	-2002	3651	-3887	-172%	-74%	-199%	119%	-213%
归母净利润合计	494805	840980	808541	619124	332912					
合计增速	-28.19%	23.73%	3.26%	519.81%	-32.72%					
净利率	3.23%	4.66%	4.53%	3.45%	2.29%					
增速中值						3%	1%	22%	37%	-74%
增速平均值						72%	56%	33%	77%	-204%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.4 中国石化: 油价下跌、需求回落导致亏损

中国石化公布 2020 年一季报。2020 年第一季度, 中石化实现营业收入 5555.02 亿元, 同比下降 22.6%; 实现归属于母公司股东净利润-197.82 亿元。我们认为需求大降导致炼油、化工、销售业务亏损, 油价大跌导致资产减值损失 (-103.6 亿元) 是导致亏损的主要原因。

1Q20, 油价下跌、价差下滑、原油加工量下降。截止 3 月 31 日布伦特油价收于 23 美元/桶, 较年初下跌 66%; 第一季度乙烯-石脑油价差 266 美元/桶, 同比下降 50%。受此影响, 第一季度我国原油加工量 1.49 亿吨, 同比下降 4.05%、成品油产量 7633 万吨, 同比下降 14.62%。

勘探与开采: 继续实现盈利。第一季度, 公司勘探与开采业务实现收入 451.82 亿元, 同比下降 12.19%; 经营收益 15.18 亿元, 仍维持盈利, 是公司四大业务中唯一实现盈利的板块。1Q20 布伦特均价 50.82 美元/桶, 同比下降 20%; 同时自产原油绝大多数供给下游炼化业务, 从而保证了该业务板块继续盈利。

炼油: 需求锐减、库存压力导致大幅亏损。第一季度, 公司炼油业务实现收入 2426.13 亿元, 同比下降 16.27%; 出现经营亏损 257.94 亿元。我们认为该业务板块亏损是由于: 2-3 月国内成品油需求的大幅下降, 对销售构成很大压力; 3 月中旬以来的油价大跌使得炼油板块承受了很大的库存损失压力。

化工: 出现亏损。第一季度, 公司化工业务实现收入 826.99 亿元, 同比下降 35.45%; 出现经营亏损 15.68 亿元。

营销与分销: 为 2003 年以来首次亏损。第一季度, 公司销售业务板块实现收入 2499.51 亿元, 同比下降 22.52%; 出现经营亏损 15.36 亿元。第一季度公司加油站单站加油量 2844 吨, 同比下降 27.8%, 是多年来首次下降, 也反映出一季度成品油需求的疲弱。

资本支出。第一季度公司资本支出 132 亿元, 同比增长 10.79%。各业务板块资本支出均增长, 其中油气勘探开采资本支出 61 亿元, 同比增长 9.67%。

期待业绩逐步改善。目前原油价格低位震荡, 我们预计随着高价库存原油消耗完毕, 低油价将减轻炼化企业成本压力; 虽然海外需求短期下降, 但国内需求已逐步恢复, 炼化企业开工率回升。我们认为低位震荡的油价、不断回升的开工率将有助于炼化企业盈利改善。

盈利预测与投资评级。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.16、0.34、0.37 元, 2020 年 BPS 为 6.10 元。结合国际石化公司的估值水平, 按照 2020 年 BPS 及 0.8-1.0 倍的 PB, 给予合理价值区间 4.88-6.10 元 (对应 2020 年 PE 31-38 倍), 维持“优于大市”投资评级。

风险提示。油气价格回落将影响上游业务盈利; 炼化行业景气度下降将影响公司炼油与化工业务板块盈利。

2.5 中国石油: 油价下跌, 出现亏损

中国石油公布 2020 年一季报。今年第一季度, 公司实现营业收入 5090.98 亿元, 同比下降 14.4%; 实现归属于母公司股东净利润-162.30 亿元。我们认为, 需求下降导致炼油、化工、销售业务亏损, 油价下跌导致资产减值损失 (-78.48 亿元), 是导致公司一季度出现亏损的主要原因。

1Q20, 油价下跌、价差下滑、原油加工量下降。截止 3 月 31 日布伦特油价收于 23 美元/桶, 较年初下跌 66%; 第一季度乙烯-石脑油价差 266 美元/桶, 同比下降 50%; 第一季度我国原油加工量 1.49 亿吨, 同比下降 4.05%、成品油产量 7633 万吨, 同比下降 14.62%。

勘探与开采业务: 油气产量增长, 盈利能力稳定。第一季度, 公司勘探与开采业务实现营业额 1545.92 亿元, 同比增长 1.48%; 实现经营利润 148.83 亿元, 同比增长 3.89%。第一季度公司原油实现价格 54.39 美元/桶, 仅下降 8.6%, 油气储量增加、油气操作成本下降等保证了该业务板块盈利稳定。

炼油与化工业务: 出现亏损。第一季度, 公司炼化业务实现收入 1776.06 亿元, 同

比下降 18.80%；出现经营亏损 87.02 亿元，为 2016 年以来首次单季亏损。我们认为，需求下降、产品价格回落、库存减值等是导致炼化业务出现亏损的主要原因。

销售业务：成品油需求锐减导致大幅亏损。第一季度，公司销售业务板块实现营业收入 4249.62 亿元，同比下降 13.75%；出现经营亏损 165.93 亿元。

天然气与管道业务：收入、利润小幅下降。第一季度，公司天然气与管道业务实现收入 1047.71 亿元，同比下降 8.37%，实现经营收益 113.59 亿元，同比下降 9.72%。该业务板块收入、利润小幅下降主要是由于：天然气销量下降（1Q20 天然气销量 477.06 亿立方米，同比下降 3.7%）、气价回落（今年 2 月提前执行淡季气价）、进口亏损增加。

期待业绩逐步改善。目前原油价格低位震荡，我们预计随着高价库存原油消耗完毕，低油价将减轻炼化企业成本压力；虽然海外需求短期下降，但国内需求已逐步恢复，炼化企业开工率回升。低位震荡的油价、不断回升的开工率将有助于炼化业务盈利改善。

盈利预测与投资建议。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.06、0.18、0.24 元，2020 年 BPS 为 6.81 元。参考可比公司估值水平，给予其 2020 年 0.8-1.0 倍 PB，对应合理价值区间 5.45-6.81 元，维持“优于大市”投资评级。

风险提示：原油、天然气价格回落将影响上游业务盈利；炼化行业景气度下降将影响公司炼油与化工业务板块盈利。

3. 展望：下半年油价有望回升，需重点关注库存变化

3.1 油价：下半年有望回升

3 月初 OPEC+谈判失败，油价暴跌。根据人民网援引华尔街日报中文网消息，3 月初 OPEC+谈判破裂，由于俄罗斯与 OPEC 未就减产额度达成协议，沙特计划增加原油产量并大幅调低官方售价。根据新华社消息，3 月 11 日，沙特阿美宣布将把原油最大持续产能从每天 1200 万桶提升至每天 1300 万桶。根据 OPEC 月报数据，2020 年 3 月，沙特原油产量 1006 万桶/日，环比增加 39 万桶/日，阿联酋原油产量 345 万桶/日，环比增加 39 万桶/日，科威特原油产量 284 万桶/日，环比增加 17 万桶/日，OPEC 合计产量 2584 万桶/日，环比增加 103 万桶/日。结合国内外公共卫生事件对需求的影响，供给增加、需求减少，油价大幅下跌，3 月 5 日，布油价格为 51.57 美元/桶，3 月 9 日暴跌至 35.70 美元/桶，到 3 月底，布油击穿 20 美元/桶并在 4 月下旬接近 13 美元/桶。

4 月 OPEC+达成新的减产协议。OPEC 官方发布声明，4 月 12 日 OPEC+达成减产协议，减产协议以 2018 年 10 月产量为基准（沙特、俄罗斯以 1100 万桶/天为基准），减产分三阶段：（1）2020 年 5-6 月减产 970 万桶/天；（2）2020 年 7 月-2020 年 12 月，减产 770 万桶/天；（3）2021 年 1 月-2022 年 4 月，减产 580 万桶/天。

表 12 2020 年以来 OPEC 与 OPEC+原油产量 (千桶/日)

	Jan-20	Feb-20	Mar-20	3 月环比	Oct-18 基准	2020 年 2 月-2018 年 10 月
减产国家						
阿尔及利亚	1012	1009	1027	18	1057	-48
安哥拉	1375	1387	1402	15	1515	-128
刚果	294	305	301	-4	321	-16
赤道几内亚	125	122	121	-1	124	-2
加蓬	192	194	203	10	185	9
伊拉克	4508	4604	4585	-20	4654	-50
科威特	2668	2670	2840	170	2753	-83
尼日利亚	1760	1788	1853	65	1760	28
沙特阿拉伯	9739	9671	10058	388	11000	-1329
阿联酋	3042	3065	3451	386	3177	-112
OPEC 减产国	24715	24815	25841	1027	26546	-1731
伊朗	2082	2070	2018	-52		
委内瑞拉	772	760	660	-100		
利比亚	793	147	93	-54		
OPEC 总计	28360	27790	28612	821		
阿塞拜疆	680	670			780	-110
哈萨克斯坦	1660	1700			1810	-110
墨西哥	1720	1720			1990	-270
阿曼	820	820			1000	-180
俄罗斯	10420	10380			11000	-620
其他	1060	1060			1190	-130
非 OPEC 减产国	16360	16340			17770	-1430

注：合计数与各项加总略有不同，主要由于四舍五入；沙特、俄罗斯 2018 年 10 月基准产量已调整为 1100 万桶/天。

资料来源：OPEC, IEA, 海通证券研究所

我们认为，OPEC 达成的减产协议，在 2020 年 5-6 月减产 970 万桶/天，其减产产量不足以对冲由于国内外公共卫生事件在 2020Q2 对原油需求的影响，因此我们对 2020Q2 的油价保持谨慎。此外，我们还注意到在联合减产下还存在市场份额之争、北美地区库存压力较大等问题，对短期油价仍然存在较大压制。中长期来看，我们认为当前油价处于较低水平，随着需求回暖，下半年油价有望回升，中长期油价仍然以油气生产国或油气生产企业的成本为有效支撑。

联合减产下的市场份额之争。4 月中下旬，沙特阿美公布 5 月原油出口价格，销往亚洲市场价格下调 4.2 美元/桶，继续给予较大折扣，我们认为沙特此举是希望在亚洲市场份额的竞争中获得优势。近几年，沙特在美国原油进口的占比下降 2 个百分点，而美国在亚洲主要原油进口市场份额有望持续提升，长期来看，沙特希望扩大亚洲地区尤其是中国市场的份额。我们认为，联合减产下的市场份额之争会给油价带来一定的压制，短期油价反弹不宜过于乐观。

表 13 沙特 5 月原油出口价格及变动 (美元/桶)

项目	4 月	5 月	变化	与轻质原油价差
销往美国				
Extra Light	-2.10	0.40	2.50	1.15
Light	-3.75	-0.75	3.00	0.00
Medium	-5.55	1.55	4.00	-0.80
Heavy	-6.30	-2.00	4.20	-1.35
销往欧洲西北部				
Extra Light	-8.10	-8.90	-0.80	1.35
Light	-10.25	-10.25	0.00	0.00
Medium	-12.60	-10.60	2.00	-0.35
Heavy	-13.00	-11.00	2.00	-0.75
销往亚洲				
Super Light	1.85	-3.65	-5.50	3.65
Extra Light	-3.10	-7.40	-4.30	-0.10
Light	-3.10	-7.30	-4.20	0.00
Medium	-4.05	-7.40	-3.35	-0.10
Heavy	-4.45	-7.40	-2.95	-0.10

资料来源: Wind, 海通证券研究所

3 月初至 4 月 10 日, 美国商业原油储存容量利用率提升 9 个百分点。截止 4 月 10 日, 美国商业原油库存 5.04 亿桶(其中在途原油 1.29 亿桶, 炼厂及储罐库存 3.75 亿桶), 接近历史最高水平, 原油储存容量利用率提升 9 个百分点至 57%(炼厂及储罐库存 3.75 亿桶/库容能力 6.53 亿桶)。以当前库存增加速度, 预计 3 个月左右利用率会攀升至 80%, 适时原油胀库风险较大。近期美国计划先动用 2300 万桶战略原油储备空间, 此举有利于降低胀库风险。我们认为短期油价仍需密切关注库容利用率变化及需求变化。

表 14 2020 年 2 月下旬以来美国商业原油储存量及容量利用率 (百万桶)

	21-Feb-20	28-Feb-20	6-Mar-20	13-Mar-20	20-Mar-20	27-Mar-20	3-Apr-20	10-Apr-20
总库存	443.33	444.12	451.78	453.74	455.36	469.19	484.37	503.62
在途库存	128.49	127.77	128.30	128.58	128.19	128.37	128.61	128.79
炼厂及储罐储罐库存	314.85	316.35	323.48	325.16	327.17	340.82	355.76	374.82
原油有效储存容量	653.45	653.45	653.45	653.45	653.45	653.45	653.45	653.45
容量利用率 (%)	48%	48%	50%	50%	50%	52%	54%	57%

资料来源: EIA, 海通证券研究所

中长期关注油气生产企业的生产成本。我们对 23 家全球石油龙头企业进行成本测算, 多数公司盈亏平衡油价在 40-50 美元/桶区间, 23 家公司平均盈亏平衡油价 45 美元/桶, 现金流成本平均 29 美元/桶。我们认为短期油价受需求下滑等因素影响维持 30 美元/桶以下低位震荡, 但从中长期角度看, 40-50 美元/桶的原油生产成本仍能为油价中枢提供一定支撑。

表 15 全球部分石油龙头企业上游盈亏平衡油价测算

主要开采区域	公司名称	油气产量 (百万桶/年)				盈亏平衡油价 (税前完全成本)	上游现金流 成本
		原油	天然气	NGL、油砂等其他	合计	美元/桶	美元/桶
沙特	沙特阿美石油公司	3629	713	466	4808	25.57	19.16
委内瑞拉	委内瑞拉石油 (2015)	1045	-	-	1045	28.30	21.13
俄罗斯	俄罗斯石油公司 (2018)	1706	408	-	2114	29.83	25.91
	俄罗斯卢克石油 (2018)	659	197	-	856	40.11	35.45
美国	美国康菲石油公司	257	171	64	492	42.69	28.92
	美国戴文能源公司	55	37	28	120	45.16	33.44
	美国大陆能源	72	52	-	124	46.57	19.69
	美国阿纳达科石油 (2018)	153	51	36	240	47.52	33.97
	美国 EOG 资源公司	167	83	49	299	47.59	23.84
	美国西方石油公司	211	88	64	363	49.66	35.90
	美国 WPX 能源	38	23	-	61	49.69	27.97
	美国怀丁石油	30	16	-	46	51.83	26.45
	美国先锋自然资源	78	49	-	126	54.95	30.50
加拿大	加拿大森科能源公司	38	-	245	283	73.32	47.60
中国	中海油	411	96	-	506	37.07	19.40
	中石油	909	651	-	1561	43.56	30.54
	中石化	284	175	-	459	45.60	30.27
巴西	巴西石油	793	188	-	981	32.83	21.17
全球	道达尔	522	578	-	1100	42.87	32.29
	雪佛龙	681	436	-	1117	45.57	23.29
	埃克森美孚	635	572	235	1442	47.49	36.66
	英国 BP	428	493	42	963	48.47	34.44
	荷兰皇家壳牌	665	654	19	1338	49.72	32.74

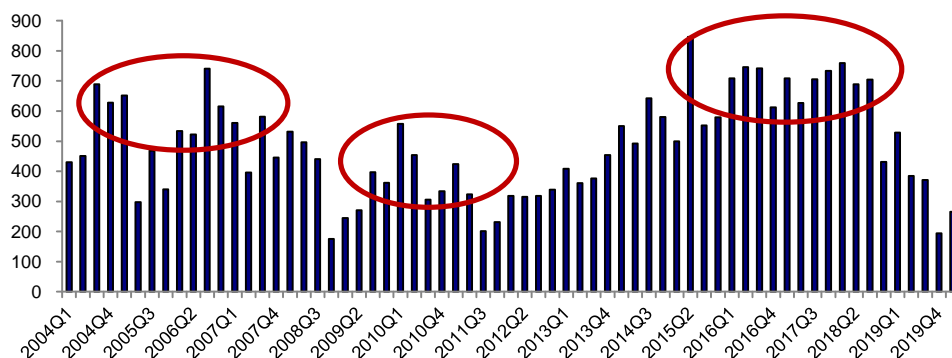
注：除特殊标注外，表中数据为 2019 年数据；上游盈亏平衡点为所得税前完全成本。

资料来源：各上市公司年报，海通证券研究所

3.2 2020 年石化行业整体盈利能力承压

在我们此前的深度报告《石化行业_深度报告：行业景气高点有望出现在 2016~2018 年 20140116》里面我们曾提到，石化行业的景气周期一般为 6~8 年，我们认为石化行业前两次景气顶点分别出现在 2004~2006 年、2010~2011 年，下一次行业景气顶点有望在 2016~2018 年出现。我们预计，2020 年石化行业整体盈利能力承压。

图4 乙烯-石脑油季度价差 (美元/吨)

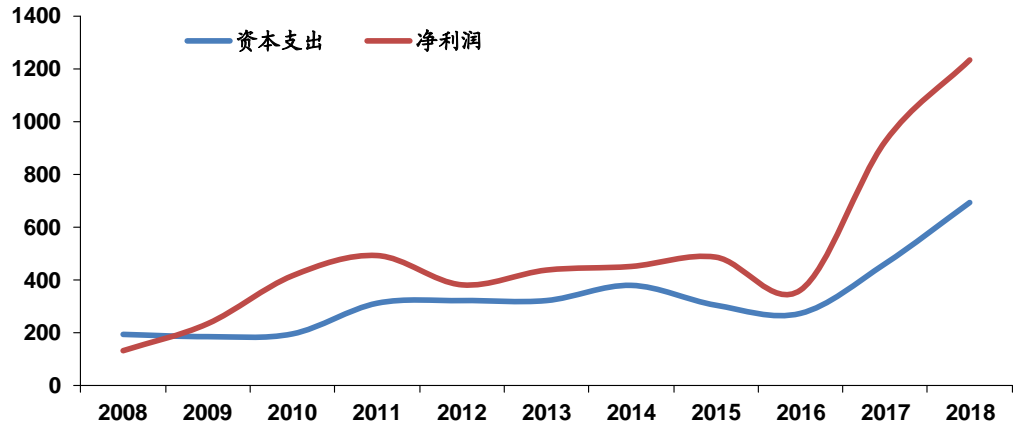


资料来源：Wind，海通证券研究所

我们在《从投资周期看石化行业盈利趋势 20181125》中提到，化工行业盈利与投资周期具有显著相关性。化工行业作为重资产行业，行业发展具有明显的周期性，整体呈现“投资-供给过剩-竞争加剧-盈利下滑-行业调整-需求稳增长-去库存-供需改善-盈利增强-投资”的周期。在完整一轮的行业周期中，盈利与投资的关系显著相关，在高盈利

水平下，企业有投资的欲望和资金能力，但投资完成后，行业供给增加又会导致盈利下滑。投资周期是当前行业景气的印证，也是盈利下滑的领先指标。我们研究得出，化工行业投资周期领先行业盈利下滑大约 2 年左右。2017-2018 年资本支出大幅增加，我们预计 2019-2020 年盈利或将震荡下行。

图5 A 股化工企业资本支出与净利润（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 投资建议

我们认为石化行业与油价正相关。油价反弹，石化行业将具有较好的向上业绩弹性。

油价下跌使得一季度石化行业盈利出现较大回落；二季度油价低位震荡将有助于行业盈利环比改善。未来油价反弹，石化行业有着较强的业绩弹性。建议关注既有业绩又有弹性的卫星石化、恒力石化、恒逸石化等民营炼化；关注估值低且业绩有望逐步改善的中国石化、中国石油、上海石化等主营炼厂；关注油价反弹业绩弹性大的中海油服、海油工程、杰瑞股份等油服公司。

5. 风险提示

原油价格大跌，石化行业景气度下降，产品价格大幅波动。

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 石油化工行业
胡歆 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 皇马科技,梅花生物,恒力石化,滨化股份,上海石化,苏博特,东华能源,浙江龙盛,通源石油,桐昆股份,飞凯材料,石大胜华,海油发展,中国石化,卫星石化,万顺新材,金石资源,华锦股份,新潮能源,中油工程,新宙邦,嘉化能源,中国石油, 星湖科技,八亿时空,新奥股份,中国海洋石油,荣盛石化,齐翔腾达,中海油服

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长

(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长

(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长

(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长

(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长

(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理

(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉(021)23219411 zxw10402@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23154130 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁(021)23154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑 蕾(0755)23617756 zl12742@htsec.com
房乔华(0755)23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅(021)23219480 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张青青(021)23219383 zqq11650@htsec.com
张弋 01050949962 zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
联系人
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
周丹 zd12213@htsec.com
联系人
吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒珲 zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com