东兴证券 DONGXING SECURITIES

石油石化行业：终端需求恢复延缓，去库存大幕即将拉开

2020 年 07 月 28 日

看好/维持

石油石化 行业报告

分析师	罗四维 电话：010-66554047 邮箱：luosw@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519080002
研究助理	徐昆仑 电话：010-66554050 邮箱：xukl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480118080017
研究助理	薛阳 电话：010-66554090 邮箱：xueyang@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070062

投资摘要：

20 年二季度全球能源需求大幅下降。迫于经济压力，5 月份以来欧美等国家急于复工复产，在“保经济”和“防疫情”当中选择了前者。而防控的缺位导致了新冠疫情的二次反弹，加上巴西、印度等发展中国家疫情的大面积传播，全球新冠疫情新增确诊人数自五月底以来持续上升。这一趋势的持续可能会导致消费者信心反弹和消费行为的减弱。加上全球贸易依然受到美国贸易争端的拖累，全球经济的恢复进程也将受到一定影响。由于公路运输和航空燃料需求的大幅减少，今年 2 季度全球原油需求创下近年来最低值，仅有不到 82 百万桶/天，相较于 2019 年全年平均水平下降了近 1800 万桶/天。按照目前的疫情发展形势，下半年的原油需求将在三季度末或四季度随着经济活动恢复而逐渐恢复，**预计 20 年全年原油需求同比下降近 9 百万桶/天。**

原油供需情况将从三季度起逐步改善，逐渐进入去库存阶段。8 月份起 OPEC+进入减产协议的第二阶段，原油供给预计将会增加 200 万桶/日。如果 5-6 月未完成减产份额的国家进行补偿减产的话，OPEC 方面实际增加的原油供给将仅有 116 万桶/日。鉴于我们预计三季度开始全球原油需求将会较二季度大幅回升 1027 万桶/日，四季度环比再增 400 万桶/日，在 OPEC+减产执行情况能够维持的情况下，三季度起全球原油市场将进入去库存阶段。我们认为三季度将会小幅去库存，四季度去库存速度才会达到 400 万桶/天左右。2021 年全年需求恢复的乐观估计下，由于美国原油产量的下降和 OPEC+减产协议进入第三阶段，将以 112 万桶/日的速度继续消化原油库存。**去库存阶段原油价格将会小幅抬升，预计明年的原油价格中枢将会上升到 50 美元/桶左右。**

判断后续原油价格走势应重点观察库存指标。近期中美关系恶化、贸易保护主义进一步抬头也给全球原油需求前景带来了一定不确定性。后续我们认为可以重点观察原油库存指标，目前 OECD 商业原油库存和美国商业原油库存依然位于高位。一旦如我们预计的三季度末开始库存达到峰值并有明显下降的趋势，全球原油消费将开始景气。**重点推荐关注受益于油价上涨的油气公司以及业绩增长确定性较强的民营炼化龙头。**

投资策略：关注油价上涨受益标的和业绩大增民营炼化。

风险提示：原油价格大幅波动、中美经贸关系恶化、地缘政治事件影响原油供给、新冠疫情反复。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS（元）				PE				PB	评级
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E		
潜能恒信	0.08	0.17	0.42	0.97	217.25	102.90	41.14	17.97	4.47	推荐
中国石油	0.25	0.06	0.21	0.31	23.36	79.06	21.13	14.59	0.69	未评级
中国石化	0.48	0.24	0.41	0.48	10.74	16.89	9.82	8.36	0.70	强烈推荐
恒力石化	1.44	1.70	2.07	2.20	11.06	9.34	7.69	7.25	3.14	强烈推荐
荣盛石化	0.35	0.90	1.18	1.46	35.32	17.97	13.76	11.13	4.43	推荐
桐昆股份	1.56	1.61	2.04	2.36	9.60	8.78	6.91	5.99	1.42	强烈推荐
卫星石化	1.20	1.24	2.33	3.62	12.13	11.73	6.24	4.03	1.49	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 全球疫情二次爆发，原油需求恢复延缓 4
1.1 全球疫情回顾：美国和新兴经济体受到较大影响 4
1.2 全球经济百废待兴，20Q2 原油需求大减 5
1.3 中国经济持续复苏为世界注入信心 7
2. OPEC 减产进入第二阶段支撑油价 8
2.1 减产协议即将进入第二阶段 8
2.2 减产不构成油价上涨动力，美国页岩油复产压制油价 9
2.3 原油供需 20Q3 起改善，逐渐进入去库存阶段 12
3. 汽油裂解价差缓慢修复，柴油、煤油尚需等待 14
3.1 全球原油裂解价差从低位开始复苏 14
3.2 地板价政策+国内需求率先恢复，国内原油裂解价差维持 15
4. 重点推荐 16
4.1 油价上涨受益标的 16
4.1.1 潜能恒信 16
4.1.2 中国石油 17
4.1.3 中国石化 17
4.2 业绩大增民营大炼化 17
4.2.1 恒力石化 17
4.2.2 荣盛石化 17
4.2.3 桐昆股份 18
4.2.4 卫星石化 18
5. 风险提示 18
相关报告汇总 19

插图目录

图 1： 国外疫情新增趋势图 4
图 2： 全球疫情地图（现有确诊人数） 4
图 3： 美国新冠疫情情况 4
图 4： 巴西新冠疫情情况 5
图 5： 印度新冠疫情情况 5
图 6： 美国月度就业情况 5
图 7： 全球 PMI 指数情况 5
图 8： 美国原油需求变化预测 6
图 9： 美国四月份原油分产品需求变动（百万桶/天） 6
图 10： 中国制造业 PMI 8
图 11： 中国月度进出口数据（亿美元） 8
图 12： 中国原油需求变化预测 8

图 13： 中国原油进口量（万吨） 8
图 14： 原油价格走势 10
图 15： 布伦特原油期货远期曲线 10
图 16： 美国原油产量预测 10
图 17： 美国活跃钻机数量和原油产量对比 10
图 18： 美国新钻井和完井数量 11
图 19： 美国各地区库存井数量 11
图 20： 美国商业原油库存 12
图 21： OECD 商业原油库存 12
图 22： EIA 预测全球原油供需平衡曲线 13
图 23： 美国成品油裂解价差 14
图 24： 欧洲（鹿特丹）成品油裂解价差 14
图 25： 全球炼厂综合开工率 14
图 26： 全球各地区炼油毛利 14
图 27： 石油加工行业利润 15
图 28： 国内炼厂及山东地炼开工率 15
图 29： 国内航空公司出行数据 16
图 30： 国内 2000 万吨炼厂裂解毛利 16

表格目录

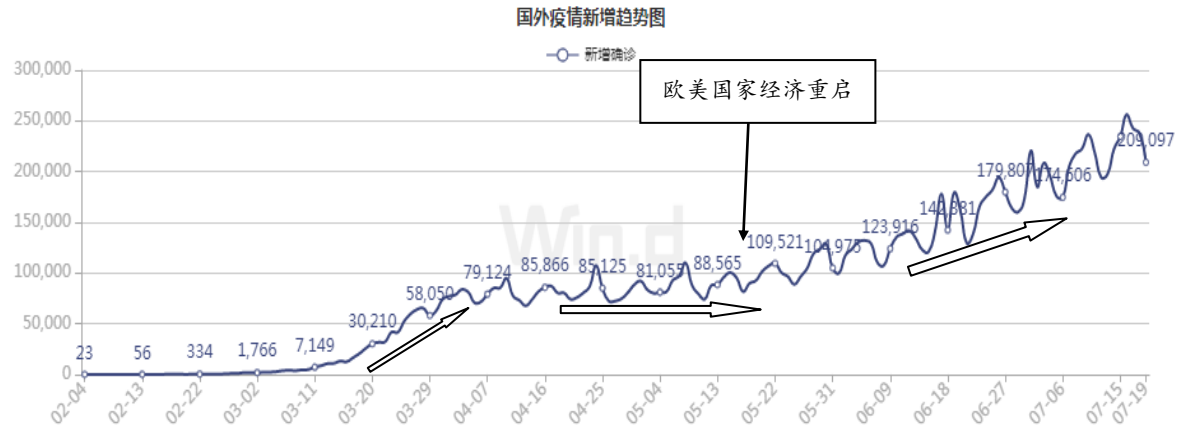
表 1： 全球主要经济体 GDP 增速预测（%） 6
表 2： 全球原油需求预计（百万桶/天） 7
表 3： OPEC+减产执行情况 9
表 4： 美国各生产商不同地区油气开发半生命周期盈亏平衡油价（单位：美元/桶） 11
表 5： 全球原油供需平衡预测（单位：百万桶/日） 13

1. 全球疫情二次爆发，原油需求恢复延缓

1.1 全球疫情回顾：美国和新兴经济体受到较大影响

全球新冠疫情二次爆发，日新增确认人数超 20 万。迫于经济压力，5 月份以来欧美等国家急于复工复产，在“保经济”和“防疫情”当中选择了前者。而防控的缺位导致了新冠疫情的二次反弹，加上巴西、印度等发展中国家疫情的大面积传播，全球新冠疫情新增确诊人数自五月底以来持续上升。全球新冠疫情在经历了四五月份的平台期之后迎来了二次爆发，目前全球每日新增确认人数超过 20 万，尚未见到疫情缓和的势头。而西班牙、法国等欧美国家则是暂停了新增确诊人数的统计和上报，因此疫情的实际情况可能会比数据显示的更为糟糕。

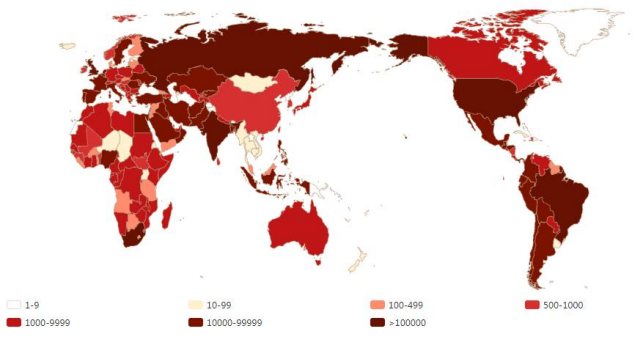
图1：国外疫情新增趋势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

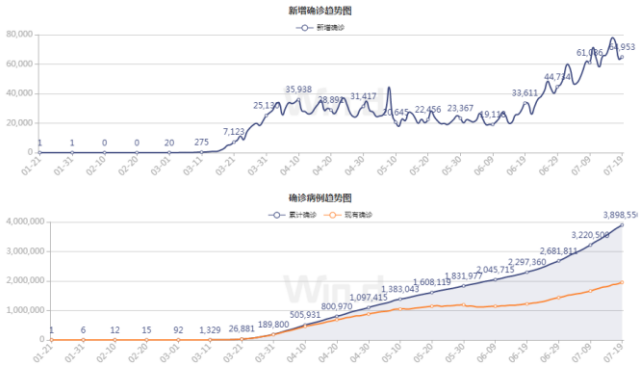
目前全球现存确诊人数 523 万人，美国、巴西、印度和俄罗斯以及中东部分地区成了目前疫情最为严重的地区。过于急切的复工复产加上国内严重的抗议集会活动，使得本就严重的美国疫情雪上加霜。7 月 16 日美国单日新增确诊人数达到 78000 人再度创下新高，累计确诊人数超 389 万人，现存确诊人数仍超 195 万。疫情快速抬升势必对部分州的复工进展带来不利影响，疫情复发最为严重的得州和佛罗里达均已重新对酒吧和部分餐厅实施了限制令。如果后续疫情升级，不排除有更多限制措施推出，将会影响经济复苏进程。

图2：全球疫情地图（现有确诊人数）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：美国新冠疫情情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

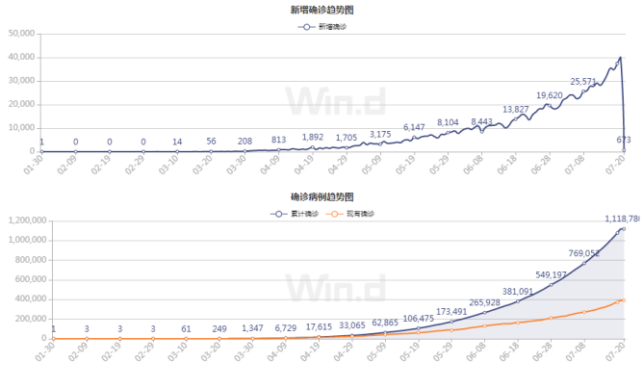
新冠疫情也对巴西、印度等新兴和发展中经济体产生了更为明显的影响。截止至 7 月 19 日，巴西最大城市圣保罗累计新冠确诊病例达到 412027 例，超过纽约成为全球新冠肺炎累计确诊数最多的城市。持续的疫情对巴西经济造成了较为严重的打击，巴西央行预计 2020 年全国 GDP 将萎缩 6.4%。近期国内新增确诊人数增长势头有所放缓，现有确诊人数也进入平台期，展现出较为积极的疫情防控结果，说明前景正在改善。印度七月初逐步解除封锁措施，而在过去 20 多天时间内，印度累计确诊病例数翻了一番，突破百万大关。印度二季度的消费、投资和出口仍然受到疫情的较大扰动，上半年 GDP 累计增速回正的概率不大，经济恢复将会较此前预期有所滞后。类似的情况也发生在俄罗斯和中东部分地区。

图4：巴西新冠疫情情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图5：印度新冠疫情情况

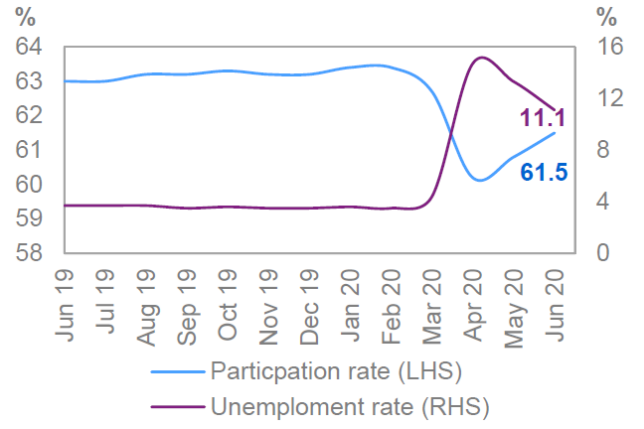


资料来源：wind，东兴证券研究所

1.2 全球经济百废待兴，20Q2 原油需求大减

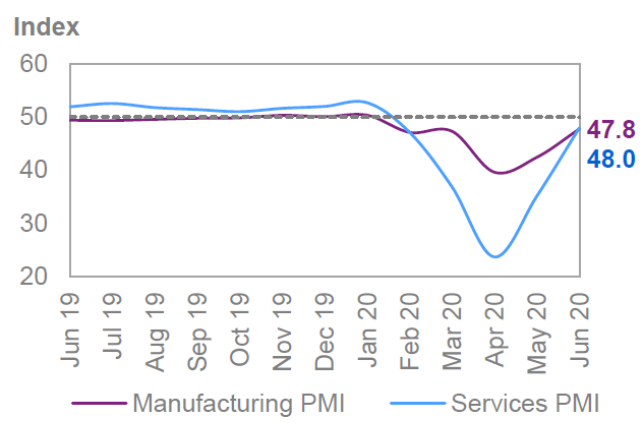
新冠病毒大流行对全球经济造成了沉重打击。在新冠疫情的影响之下，全球工业生产出现下滑、服务业生产下降，固定资产投资降低，失业率大幅上升。餐饮业、旅游业、航空业都遭遇停摆，制造业面临着需求大幅下滑开工率不高和工人不足的尴尬处境。从美国的月度就业数据可以看到，疫情发生之后美国的失业率不断攀升，并在四月份达到近 15%的高值，可以说是全球经济的缩影。随后美国经济重启，全球经济进入复苏阶段，美国失业率的改善为市场信心提供了非常重要的支撑。

图6：美国月度就业情况



资料来源：Bureau of Labor Statistics and Haver Analytics，东兴证券研究所

图7：全球 PMI 指数情况



资料来源：IHS，东兴证券研究所

6 月全球采购经理人指数（PMI）也反映出经济正在复苏。疫情危机之下全球各主要经济体采取了大规模的货币和财政政策刺激措施,并在封锁逐渐解除的情况下支持了经济活动的迅速反弹。全球制造业和服务业 PMI 在 4 月份经历了暴跌探底之后，5 月和 6 月的 PMI 指数水平则出现了明显改善。4 月份全球制造业 PMI 为 39.6，5 月份升至 42.4，6 月份达到 47.8。服务业 PMI 也大幅回升，在 4 月份达到 23.7，受到严重打击；5 月份达到 35.1 之后，6 月份回到 48 的水平。

疫情二次爆发导致经济复苏放缓。我们对于近期美国感染人数激增的情况需要保持密切关注，并且印度、巴西和其他主要位于拉丁美洲和非洲的发展中经济体受到的影响超过了之前的预期。这一趋势的持续可能会导致消费者信心反弹和消费行为的减弱。加上全球贸易依然受到美国贸易争端的拖累，因此全球经济的恢复进程也将受到一定影响。基于全球感染率的上升在 20Q3 中期将有所缓解、到 20Q4 新冠疫情将得到广泛控制的假设下，OPEC 预计 2020 年全球经济同比下滑 3.7%；而到 2021 年全球经济的复苏将不再受到新冠疫情的影响，预计 2021 年全球 GDP 同比增长将达到 4.7%。美国、日本、巴西和欧元区今年经济将同比下滑 5%以上，中国则由于疫情的有效控制 2020 年 GDP 预计仍将增长 1.3%。

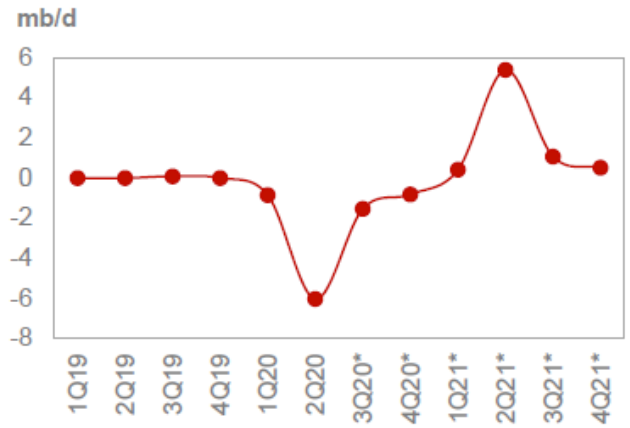
表1：全球主要经济体 GDP 增速预测（%）

年度	全球	OECD	美国	欧元区	英国	日本	中国	印度	巴西	俄罗斯
2019	2.3	1.7	2.3	1.3	1.4	0.7	6.1	5.3	1.1	1.3
2020	-3.7	-6.1	-5.2	-8.0	-8.5	-5.1	1.3	-2.5	-6.7	-4.5
2021	4.7	4.0	4.1	4.3	4.1	3.2	6.9	6.8	2.4	2.9

资料来源：OPEC、东兴证券研究所

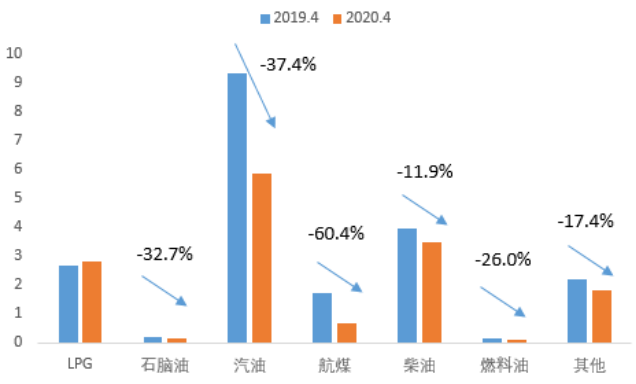
20 年二季度全球能源需求大幅下降。全球原油需求与全球经济增长息息相关，在全球经济受到重大影响的情况下二季度全球原油需求也出现了大幅下滑。由于公路运输和航空燃料需求的大幅减少，美国四月份原油需求减少 6.2 百万桶/天，同比萎缩超 24%。根据联邦公路管理局的数据，4 月份美国汽车行驶里程同比下降超过 41%，创下有史以来最大降幅。而随着五月份开始美国工业复产复工，用作化工品原料的轻质烷烃需求不降反增，这也造成了乙烷、丙烷价格的强势反弹。但是需求的恢复往往要晚于供给端，因此工业库存端的压力依然较大。欧洲、拉美地区和亚太其他国家的情况也是较为类似，4 月份原油需求同比分别下降 2.78、1.4 和 1.2 百万桶/天，预计将到今年四季度才能逐渐恢复到疫情前水平。

图8：美国原油需求变化预测



资料来源：OPEC，东兴证券研究所

图9：美国四月份原油分产品需求变动（百万桶/天）



资料来源：OPEC，东兴证券研究所

下半年原油需求逐步恢复，预计 20 年全年原油需求同比下降近 9 百万桶/天。今年 2 季度全球原油需求创下近年来最低值，仅有不到 82 百万桶/天，相较于 2019 年全年平均水平下降了近 1800 万桶/天。按照目前的疫情发展形势，下半年的原油需求将在三季度末或四季度随着经济活动恢复而逐渐恢复。考虑到 2021 年全球洲际航班线路的运营依然会承受较大压力，居民个人在出门旅行和通勤的时候会更加谨慎，出行减少将影响运输燃料需求。同时，OECD 和非 OECD 国家各部门持续提高效率、加强远程工作/电话会议，而技术发展、石油产品替代政策和补贴削减机制，都会部分限制 2021 年的石油需求增长。因此我们认为居民生活习惯的改变和其他影响因素或造成短期内原油需求难以恢复到 2019 年之前的水平。从行业角度来看，运输行业的改善将贡献主要涨幅，其次是石化和工业板块。

表2：全球原油需求预计（百万桶/天）

	2019	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2020	2021
美洲	25.62	24.44	19.27	24.39	25.06	23.30	25.14
欧洲	14.33	13.30	10.19	13.25	13.61	12.59	13.80
亚太地区	7.93	7.73	6.43	6.64	7.46	7.06	7.53
亚洲其他	13.87	13.05	11.90	12.40	13.67	12.76	13.96
拉丁美洲	6.59	6.20	5.81	6.24	6.15	6.10	6.40
中东	8.20	7.83	7.01	7.93	7.62	7.60	7.97
非洲	4.45	4.38	4.17	4.07	4.20	4.20	4.37
前苏联地区	4.84	4.50	4.08	4.45	4.61	4.41	4.64
欧洲其他	0.76	0.71	0.55	0.47	0.56	0.57	0.68
中国	13.07	10.27	12.55	12.37	13.28	12.12	13.22
全球合计	99.67	92.41	81.95	92.22	96.22	90.72	97.72

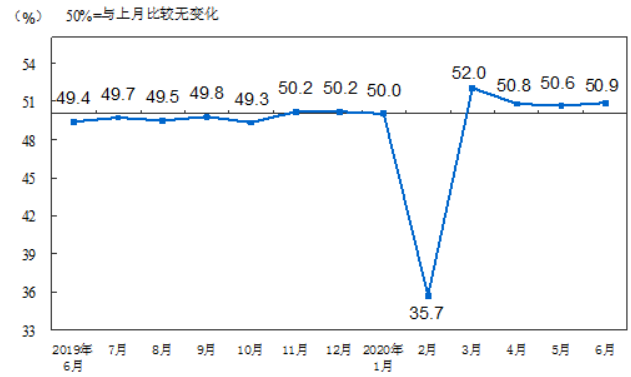
资料来源：OPEC、东兴证券研究所

1.3 中国经济持续复苏为世界注入信心

进出口数据超预期恢复。中国在今年第 1 季度经历了新冠肺炎病毒的重大冲击，整个二月进入全国封锁，GDP 排名全国第八的湖北省更是遭受重创。但在国家的正确领导和全民一心的努力之下，迅速成功地控制住了病毒的进一步传播。并从三月份起开始全国多地有序复工复产，尽管一季度 GDP 同比下滑 6.8%，但是二季度经济活动的复苏比预期的更为显著。这也拉动了国内原油需求的触底反弹。五月份国内原油需求在四月份基础上继续改善 90 万桶/天，达到 1233 万桶/天，只比 19 年同期少 47 万桶/天。供需两端持续回暖，6 月制造业 PMI 为 50.9，连续四个月位于荣枯线以上，进一步释放向好信号。

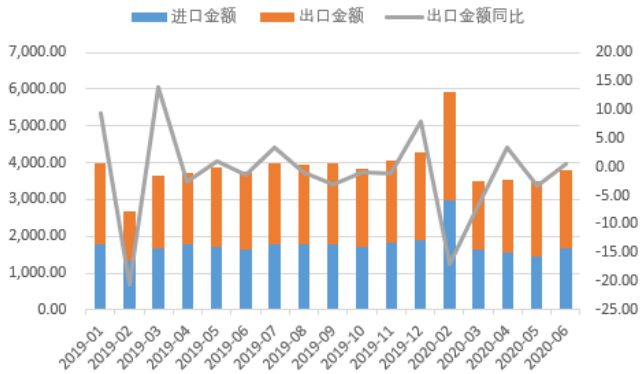
得益于我国在全球范围内率先控制住了疫情，并多方发力、率先实现了全面复工复产。再加上完善出口退税政策、增加外贸信贷投放、加大出口信用保险支持、增设跨境电商综合试验区、支持出口转内销等一系列具体措施落地见效、红利逐渐显现，为促进外贸稳增长提供重要支撑。据海关统计，今年上半年，中国货物贸易进出口总值 14.24 万亿元人民币，同比下降 3.2%，降幅较前 5 个月收窄 1.7 个百分点。其中出口 7.71 万亿元，进口 6.53 万亿元。随着全球主要经济体先后重启经济，今年 6 月份出口、进口双双实现正增长。进出口的数据的超预期表明了国内外需求的超预期恢复，然而下半年中国外贸仍面临着诸多挑战：一方面，海外疫情仍在蔓延，近期美国等地区有反弹的趋势，不排除下半年会出现进一步的疫情反复；另一方面，疫情之下，全球经济衰退不可避免，贸易保护主义进一步抬头，经贸也存在着诸多不确定性。中国外贸复苏的可持续仍面临考验。

图10：中国制造业 PMI



资料来源：wind，东兴证券研究所

图11：中国月度进出口数据（亿美元）

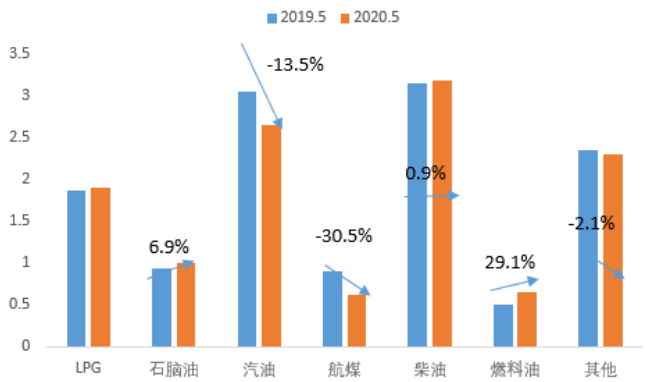


资料来源：wind，东兴证券研究所

低油价下原油进口创纪录支撑原油需求。原油价格暴跌加上国内地板价政策，炼厂加工利润较为可观。山东地炼整体开工率经历了二月份跌至谷底之后，三月开始迅速回升，目前维持在 70%以上的较高水平。较高的炼化开工率刺激原油需求，各大炼厂也是抓住低油价的契机囤积原油、加工产品，为原油需求提供了有力支撑。在五月份创下进口原油 4797 万吨记录之后，六月份进口原油 5318 万吨，再次刷新记录。

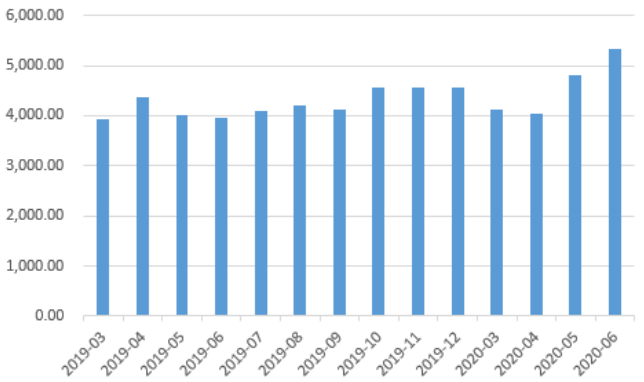
而在终端需求方面，柴油需求同比略有增长，而汽油需求同比下降 41 万桶/日。因为炼厂高开工率及供给端率先复产，石化原料需求表现好于预期，液化石油气和石脑油需求同比分别增长 0.04 万桶/日和 0.06 万桶/日。由于今年还有较多新增丙烷脱氢装置（PDH）产能，对液化石油气的需求预计将在第三季度和第四季度继续改善。考虑到经济活动的持续恢复，加上 2020 年上半年基数较低，预计到 2021 年石油需求将比今年出现大幅增长。整体而言，预计 2020 年中国的石油需求将比 2019 年下降约 95 万桶/日（-7.3%）；2021 年原油需求将比 2020 年增加 110 万桶/日（9.1%），达到 1322 万桶/日。

图12：中国原油需求变化预测



资料来源：OPEC，东兴证券研究所

图13：中国原油进口量（万吨）



资料来源：中国海关，东兴证券研究所

2. OPEC 减产进入第二阶段支撑油价

2.1 减产协议即将进入第二阶段

根据 OPEC+ 4 月达成的协议，自 5 月 1 日起 23 个成员国启动首轮减产，规模为 970 万桶/日，为期两个月。第二阶段自 2020 年 7 月起至年底，减产规模缩减至 770 万桶/日，第三阶段从 2021 年 1 月至 2022 年 4 月，减产规模为 580 万桶/日。在 6 月欧佩克全会上，成员国一致同意延期第一阶段协议一个月，这样减产协议将从 8 月 1 日起进入第二阶段。在二季度原油需求大幅下滑的背景下，OPEC+的减产极大的缓解了原油库存激增的压力，国际原油价格也在跌破 20 美元/桶后逐渐恢复到 40 美元/桶左右的价格中枢上来。

从减产的执行情况来看，根据此前公布的 6 月生产数据，OPEC+ 整体减产履约率达到了 107%，其中沙特、阿联酋和科威特继续自愿在原有配额基础上额外减产。5-6 月未完成份额的国家包括伊拉克和尼日利亚等 13 个国家，这些国家将在 8-9 补偿减产 84.2 万桶/日。此举可能缓和 8 月份 OPEC 开始恢复部分石油供应的影响。如果 OPEC+的成员国全面实施减产，原定 200 万桶/日的供应增幅或可以减少近一半。

表3：OPEC+减产执行情况

国家	2018.10	产量目标	削减量	2020.4	2020.6	减产执行力度
OPEC						
阿尔及利亚	106	81.6	24.4	100.6	80.9	102.95%
安哥拉	153	117.8	35.2	131.3	122.4	86.96%
刚果	32.5	25.0	7.5	29.3	29.5	40.13%
赤道几内亚	12.7	9.8	2.9	12.4	11.4	44.51%
加蓬	18.7	14.4	4.3	19.6	20.4	-39.53%
伊朗	355	-	-	197.3	195.4	-
伊拉克	465	358.1	107.0	450.5	371.6	87.33%
科威特	281	216.4	64.6	311.8	210.3	109.39%
利比亚	95.1	-	-	8.2	9.3	-
尼日利亚	174	134.0	40.0	177.8	150.4	58.97%
沙特	1100	850	250.0	1164.2	755.7	137.72%
阿联酋	317	244.1	72.9	384.1	234.9	112.60%
委内瑞拉	135.4	-	-	62.4	35.6	-
非 OPEC						
俄罗斯	1100	850.0	250.0	1068	866	93.60%
墨西哥	202	155.5	16.5	174.4	165	79.64%
哈萨克斯坦	190	146.3	43.7	163.5	125	148.74%
其他	290.8	223.9	66.9	-	-	
合计	5028.2	3877.7	985.8			107%

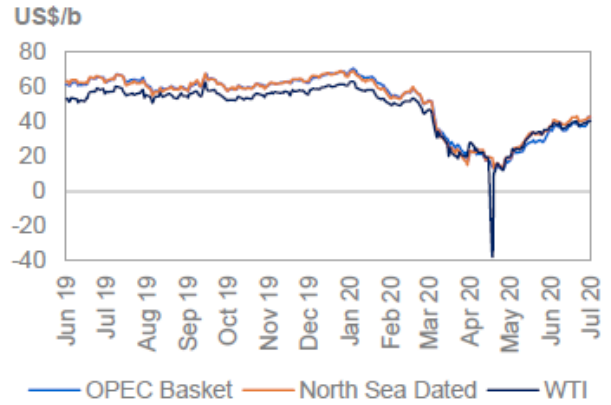
资料来源：OPEC、东兴证券研究所 注：墨西哥将由美国帮其减产 30 万桶/天

2.2 减产不构成油价上涨动力，美国页岩油复产压制油价

OPEC+的减产缓解了全球原油供给过剩的危机，对于稳定原油价格起到了至关重要的作用。此外，炼油厂原油需求的回升也对油价形成良好支撑，全球市场需求前景有进一步改善的迹象。6 月国际原油现货价格连续第二个月上涨，布伦特原油价格上涨 8.36 美元至 40.77 美元/桶，涨幅 25.8%；WTI 原油价格上涨 9.79 美元至 38.31 美元/桶，涨幅 34.3%。从期货价格结构来看，布伦特原油远期价格曲线继续趋平，即期和远期价格

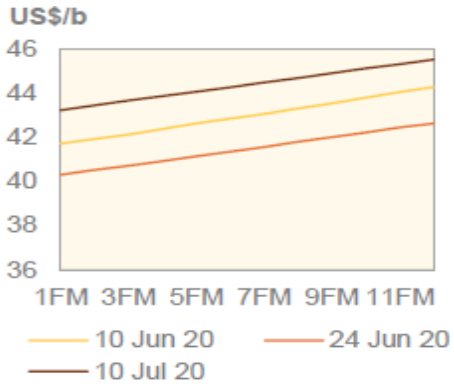
之间的差距缩窄，显示了需求预期方面情绪上的好转。但是仅靠减产难以维持原油价格的持续上涨，原油价格下一阶段的走势依然取决于需求端的恢复情况以及可能出现的减产放松。

图14：原油价格走势



资料来源：OPEC，东兴证券研究所

图15：布伦特原油期货远期曲线

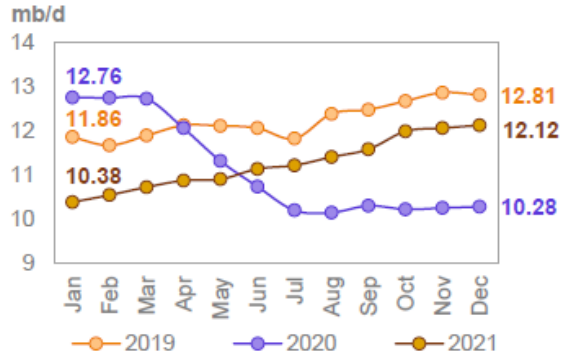


资料来源：OPEC，东兴证券研究所

不少机构担心欧佩克调整减产计划可能对市场造成冲击，但关于减产力度逐步减弱是有一致市场预期的，我们认为在需求端不发生恶化的情况下不太会出现原油价格的暴跌。并且如果 OPEC+全员可以严格遵守减产协议、未完成 5-6 月份减产份额的国家可以补偿减产的话，三季度原油供给相较于二季度而言仅会增加 116 万桶/日。而同期市场需求端的恢复预计将超过 1000 万桶/日，带动市场进入去库存阶段。市场需求趋势良好，放松减产的决定代表着产油国信心恢复。未来油价走势不仅取决于需求回暖能否持续，还取决于 OPEC+各国 8 月以后能否继续履行配额义务以及美国页岩油的复产情况。

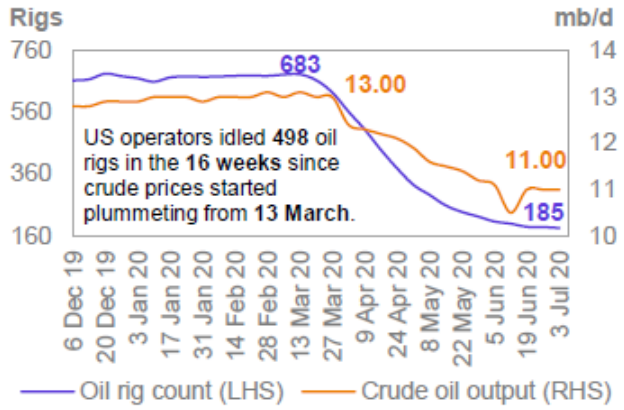
自今年 3 月份油价暴跌以来，美国油气开发公司遭遇了重创。美国页岩油是近几年油气市场上最大的搅局者，但曾经号称美国“页岩先锋”的切萨皮克公司近期也轰然倒下，据不完全统计目前申请破产的中大型页岩油气企业超过 17 家。企业破产、油井关停、钻井数量减少，美国“页岩神话”风光不再。截止至七月第一周，美国原油产量最低下降至 1087.5 万桶/日，相较于疫情前超 1280 万桶/日的生产水平下降了近 200 万桶/日，也印证了我们在前期报告中提到今年全年美国原油产量将会下滑 150-250 万桶/日的预测。在 40 美元/桶的原油价格下，我们认为今年美国原油产量将会维持在这一水平。

图16：美国原油产量预测



资料来源：OPEC，东兴证券研究所

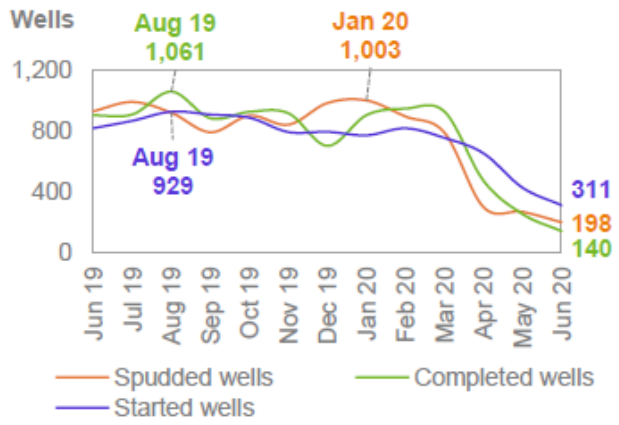
图17：美国活跃钻机数量和原油产量对比



资料来源：EIA，东兴证券研究所

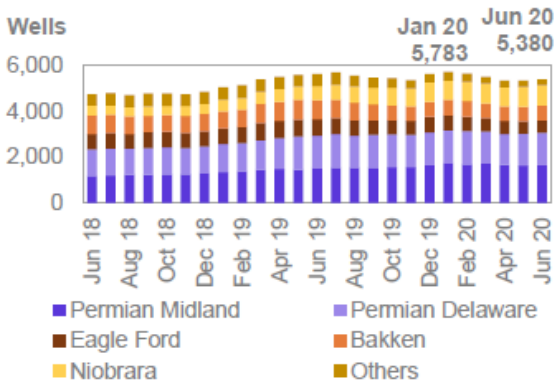
美国钻井数下降将从长期维度影响原油供给。持续的低油价也削减了油气投资的热情，根据企业调查的结果显示，今年美国油气领域资本开支同比将下降超过 37%。因此自三月份以来，美国活跃钻机数量总体下降超过 73%。从年初的近 683 座活跃钻井平台下降至七月份的 185 座。部分地区的下降幅度更为惊人，鹰福特地区的钻井平台数量下降了 84%。钻井平台数量的下降不是导致近期美国原油产量下降的主要原因，但生产活动活跃程度的下降导致新钻井数、完井数都创下 2014 年来的新低，这将影响未来美国原油产量的接续。6 月份美国新开钻井数 198 口，完井数目 140 口，相较去年同期分别下降了 734 口和 764 口。目前的原油产量和去年同期基本持平，但去年下半年美国原油产量持续增长创下近 1300 万桶/日的产量记录，而今年剩余时间内的原油产量预计将会维持在 1050 万桶/日左右的水平。直至原油价格继续回暖、生产活动活跃程度恢复，美国原油产量才有望重回增长轨道，但在投资下滑的背景下也难以超越前期峰值。**因此从长期角度来看，未来全球原油供给会有所收紧，但短期部分油井的复产也会对油价上涨形成压制。**

图18：美国新钻井和完井数量



资料来源：EIA，东兴证券研究所

图19：美国各地区库存井数量



资料来源：EIA，东兴证券研究所

40 美金/桶以上的原油价格，已经达到多数页岩油的生产盈亏平衡点。与钻新井相比，恢复关井或减产井复产通常需要更少的资金。但具体何时恢复钻井平台和压裂设备的工作视具体情况而异，需要考虑的因素包括探明储量、租赁到期日、对冲、合同和现金流等。但新钻井的经济性将是一个核心关注点，随着原油价格高于可变生产成本（包括收集费用和水处理等成本），石油生产商有希望恢复部分产量。根据一些生产商 2019 年以来投产的油井计算，鹰福特地区和米德兰盆地大部分油井的平均盈亏平衡价格低于 40 美元/桶。在当前油价水平下，这部分地区的油井有恢复正常生产的驱动力。而对于大多数运营商来说，中部地区的平均生产商盈亏平衡定价处于 45-50 美元/桶的狭窄区间，若今年底开始油价继续回暖，这部分产能有望在未来进行恢复或扩张。原油价格继续突破，将使美国页岩油气生产商的活动从历史低点回升，美国原油产量也有望从今年四季度开始缓慢提升。

表4：美国各生产商不同地区油气开发半生命周期盈亏平衡油价（单位：美元/桶）

运营商	Bakken	Delaware Basin	DJ	Eastern Eagle Ford	Midland Basin	PRB	SCOOP	STACK	Western Eagle Ford
APA		78.95			40.96				
CHK				52.46		70.27		69.23	37.66

运营商	Bakken	Delaware Basin	DJ	Eastern Eagle Ford	Midland Basin	PRB	SCOOP	STACK	Western Eagle Ford
XEC		46.84						49.88	
CXO		52.79			47.99				
CLR	54.18						45.83	66.47	
DVN		43.13		29.68		59.09		60.30	
FANG		47.55			46.44				
Endeavor					42.49				
EOG	49.64	40.77	48.47	32.89		68.36	49.40		54.60
EPE				67.94					66.54
XOG			45.24						
GPOR							61.44		
HES	59.53								
LPI					56.32				
MRO	45.90	55.45		28.35			82.28	68.43	
NBL		45.13	40.81						73.06
OAS	53.93	48.61							
OVV	59.63			34.79	44.15		62.46	63.46	
PDCE		55.16	50.67						
PXD					43.68				
SBOW				73.66					70.97
WLL	61.81								
WPX	46.52	51.94							

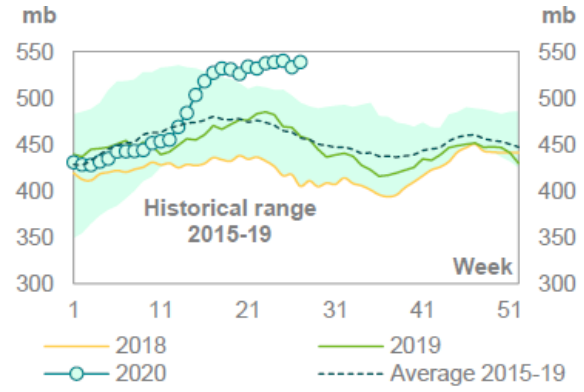
资料来源：BTU Analysis、东兴证券研究所

2.3 原油供需 20Q3 起改善，逐渐进入去库存阶段

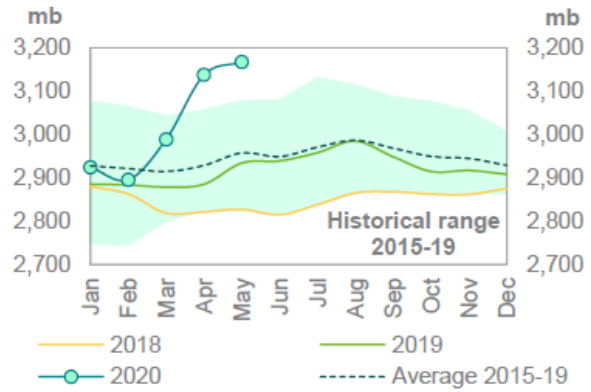
受到疫情期间全球原油需求大幅下滑的影响，近年来经合组织商业原油库存和美国商业原油库存都创下历史新高，也一度造成了原油期货合约价格为负的罕见景象。5 月初步数据显示，经合组织（OECD）商业石油库存总量增加 2990 万桶，连续第三个月上升，总库存达到 31.67 亿桶，比一年前同期增加 2.332 亿桶，比最近五年平均水平高出 2.095 亿桶。6 月份美国商业原油库存总量继续增加，达到 5.392 亿桶。这比去年同期增加了 7520 万桶，也比过去五年的平均水平高出 7510 万桶。高企的原油库存也对油价形成压制，好在这一现象正在逐渐好转。随着全球需求的恢复和炼厂开工率的提高，全球原油市场从三季度开始将会逐渐进入去库存阶段。

图20：美国商业原油库存

图21：OECD 商业原油库存



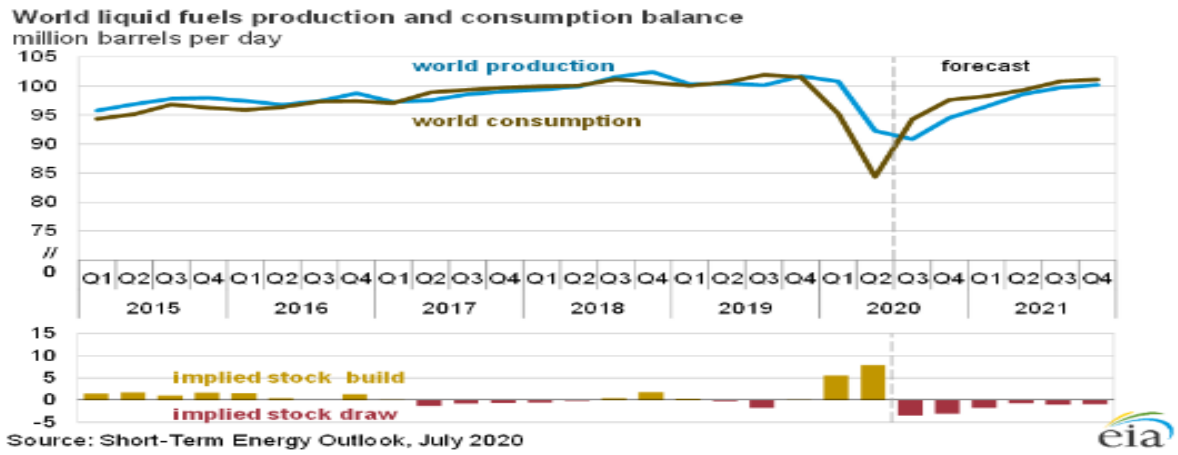
资料来源：EIA，东兴证券研究所



资料来源：OPEC，东兴证券研究所

8 月份起 OPEC+进入减产协议的第二阶段，原油供给预计将会增加 200 万桶/日。如果 5-6 月未完成减产份额的国家进行补偿减产的话，OPEC 方面实际增加的原油供给将仅有 116 万桶/日。鉴于我们预计三季度开始全球原油需求将会较二季度大幅回升 1027 万桶/日，四季度环比再增 400 万桶/日，在 OPEC+减产执行情况能够维持的情况下，三季度起全球原油市场将进入去库存阶段。EIA 方面预计三季度起将以每天 330 万桶的速度去库存，到 2021 年去库存的速度将下降到 1100 万桶/日。而考虑到全球疫情的二次爆发，我们认为三季度将会小幅去库存，四季度去库存速度才会达到 400 万桶/天左右。2021 年全年需求恢复的乐观估计下，由于美国原油产量的下降和 OPEC+减产协议进入第三阶段，将以 112 万桶/日的速度继续消化原油库存。**去库存阶段原油价格将会小幅抬升，预计明年的原油价格中枢将会上升到 50 美元/桶左右。**

图22：EIA 预测全球原油供需平衡曲线



资料来源：EIA、东兴证券研究所

表5：全球原油供需平衡预测（单位：百万桶/日）

	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021
全球原油需求	99.67	92.41	81.95	92.22	96.22	97.72
非 OPEC 原油产量	70.28	71.78	66.08	64.55	65.32	67.91
OPEC 原油产量	29.34	28.26	25.63	26.40	26.79	28.69
供需差	-0.05	7.62	9.76	-1.27	-4.11	-1.12

资料来源：OPEC、东兴证券研究所

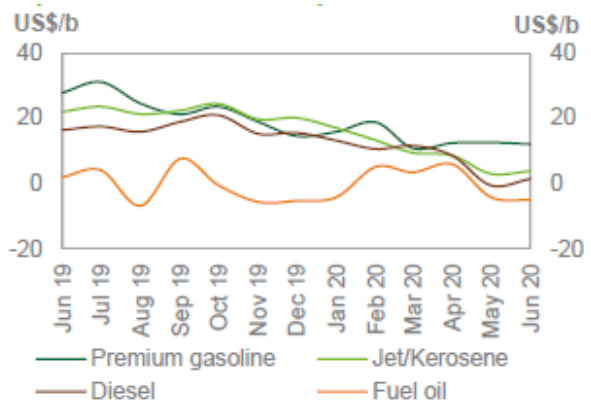
3. 汽油裂解价差缓慢修复，柴油、煤油尚需等待

3.1 全球原油裂解价差从低位开始复苏

随着新冠病毒 3 月份起在全球范围内的蔓延，人们的出行受到极大限制、生产活动被迫中止。汽油、柴油和航空煤油的需求随之大幅下滑，欧美成品油裂解价差自三月份起一路暴跌至成本线附近。随着五月起全球经济重启和旅行限制措施的解除，汽油需求强势反弹使得汽油裂解价差得以维持。而柴油和航空煤油的裂解价差则从五月份开始触底回升，仍在修复当中。然而供给端先于需求端恢复，高企的成品油库存给成品油价格和裂解价差带来下行压力，待到疫情得到控制之后成品油需求前景有望更加明朗。

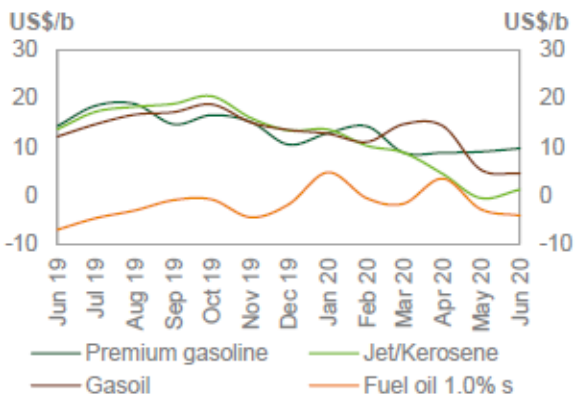
具体来看，对疫情二次爆发的担忧给美国的汽油消费带来压力，加上原油价格温和上涨，最终压制了美国汽油裂解价差的修复，使得五六月份以来美国汽油裂解价差不升反而有小幅下降。而六月份航空燃料裂解价差则在连续下跌六个月亏损后出现复苏迹象，尽管年环比仍在极低的水平。同时由于疫情影响，各大炼厂纷纷调节了产品结构以尽量降低航空煤油的产出，这在一定程度上缓解了航煤的库存压力。欧洲的情况与美国基本类似。

图23：美国成品油裂解价差



资料来源：EIA，东兴证券研究所

图24：欧洲（鹿特丹）成品油裂解价差



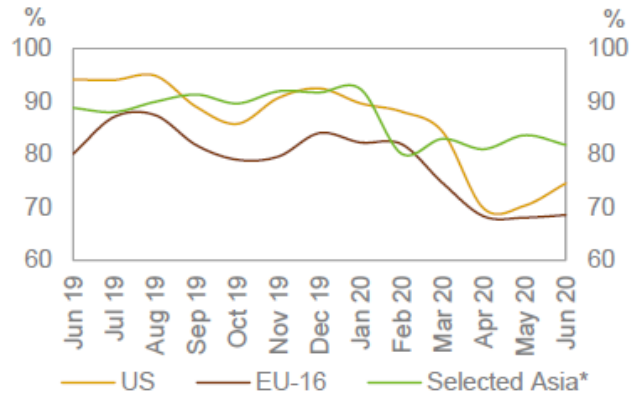
资料来源：OPEC，东兴证券研究所

未来全球炼厂的开工率和盈利情况将会出现区域性结构分化，亚洲和北美将成为未来全球的炼化中心。从全球炼厂开工率情况来看，亚洲地区由于疫情率先得到控制以及中国民营炼厂高开工率的原因，自三月份以来一直维持在 80%以上的高位。美国炼厂的综合开工率则从五月份开始逐渐增加，六月达到 75%，日进料量 1415 万桶，离 1600-1700 万桶/天的历史平均水平还有一定差距，预计后续将继续恢复。相比之下欧洲的炼厂开工率就不甚理想，六月份综合开工率仅有 68.55%。

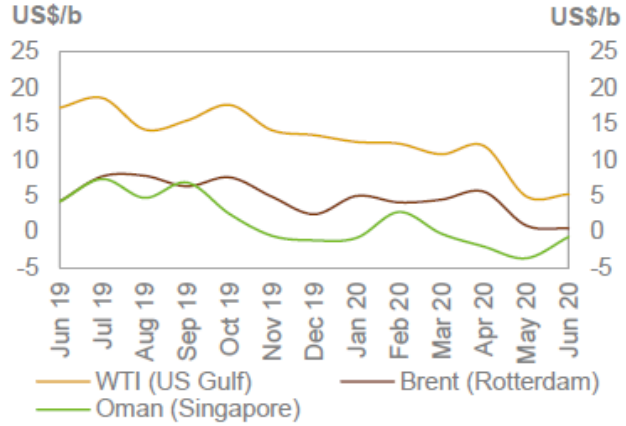
随着国内民营大炼化的相继投产，炼化一体化项目的综合竞争力得以显现。受需求疲软拖累，WTI、布伦特和新加坡三大区域的炼油毛利近几个月呈现下降趋势，除了 WTI 炼油毛利尚能维持 5 美元/桶左右的正值之外，布伦特和新加坡地区炼油毛利几为负值。而国内炼油毛利从 3 月底开始稳步上涨，最高到达过 28 美金/桶，随后恢复到 10-15 美金/桶的正常水平，依然显著高于全球其他地区。随着国内成品油出口的限制逐渐放开，国内的民营炼化企业有望进一步提升在国际市场上的竞争力。

图25：全球炼厂综合开工率

图26：全球各地区炼油毛利



资料来源：OPEC，东兴证券研究所



资料来源：OPEC，东兴证券研究所

3.2 地板价政策+国内需求率先恢复，国内原油裂解价差维持

5 月份起石油加工行业盈利大幅改善。6 月 28 日国家统计局发布 5 月份数据显示，石油加工行业利润由四月份全行业亏损 218 亿元转为 5 月份盈利 116.2 亿元，同比增长 8.9%。炼油行业整体在经历 2、3 及 4 月份三个月的亏损后，终于迎来了久违的盈利。其实自三月份原油价格暴跌以来，受益于低成本进口原油和国内地板价的政策，各大民营炼厂和山东地炼就加足马力开工。四月份炼油加工亏损更多是来自于需求不足以及原油价格暴跌带来的库存损失。进入五月以后前期高价原油已经基本上加工完毕，尽量多的加工低价原油并储存商品和原油成了炼厂提高今年整体利润的一大考虑因素。恒力石化更是在低油价期间赶工扩充油罐库容囤积低价原油，以求在油价上涨阶段获取库存收益对冲前期油价下跌的库存损失。

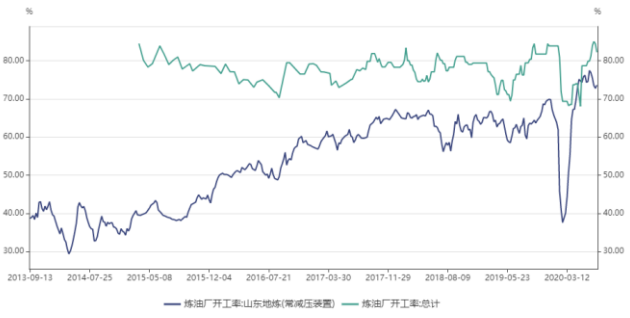
目前国内开工率也已经到了历史高位，供应压力较大。后市来看，目前原油价格不断上涨，汽柴油价格却由于库存高企价格难以维持上涨趋势，炼厂利润开始萎缩。一些没有进口原油配额的炼厂，因为享受不到四月份的低价原油，只能从港口购买高价原油现货，利润开始出现倒挂。所以七八月份部分炼厂开始停工检修，开工率将有所下滑，也有助于市场消化前期积累的高库存。至金九银十需求旺季时，需求好转，利润反弹，开工率预计会再进一步上涨。

图27：石油加工行业利润



资料来源：wind，东兴证券研究所

图28：国内炼厂及山东地炼开工率

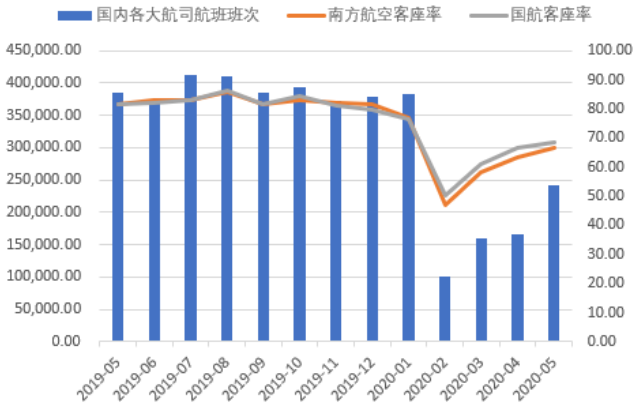


资料来源：wind，东兴证券研究所

航空经营恢复，成品油需求逐渐向好。今年上半年，航空业受到新冠肺炎疫情沉重打击，居民乘坐航班出行的减少也大大降低了对航空燃料的需求。作为应对，各大炼厂也降低了产品结构，减少航空煤油的产出。随着国内疫情防控形势向好，国内航空市场在近几个月明显回暖，尤其是跨省游恢复等旅游市场的利好消息，也促进了国内航空业的进一步复苏。中国旅游研究院院长戴斌表示，如果疫情防控不出现大的反复，相信到十一整个市场就可能会恢复到去年同期水平。目前国内部分地区虽然还偶有病例出现，但我国疫情整体防控形势良好，居民生活生产已经恢复至接近正常水平，而汽柴油消费自 3 月份以来就呈回暖态势。

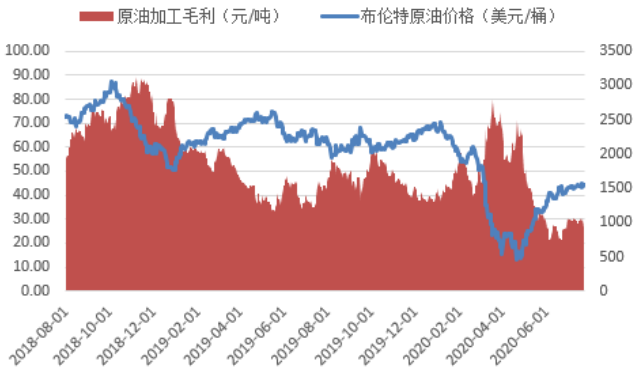
一季度受益于低成本原油和高成品油价格，炼厂裂解价差位于高位，刺激炼厂维持高开工率。二季度以来原油价格不断上涨，炼油价差有所收窄。随着目前原油价格再次突破 40 美元/吨，后续成品油价格将恢复随原油价格上涨而上调。加上金九银十消费旺季即将到来，航空煤油的需求恢复将抬升航煤价格，预计三季度开始炼厂裂解毛利将会再次上升。今年上半年在新冠疫情的影响之下，大家对于炼厂经营状况比较悲观。但从高开工率、较高的裂解毛利来看，民营炼化 20H1 业绩预计将会超出市场预期。

图29：国内航空公司出行数据



资料来源：wind，东兴证券研究所

图30：国内 2000 万吨炼厂裂解毛利



资料来源：wind，东兴证券研究所 注：成品油价格按市场价计算

4. 重点推荐

全球疫情和经济最差的时期已经过去了，原油价格震荡上行是主基调。整体上看今年二季度全球新冠疫情对全球经济和原油需求的影响已经逐步被市场消化，OPEC+及时的联合减产也是有效防止了原油库存的继续累积。随着欧美国家逐渐复工复产，原油需求有望在三季度环比出现大幅改善，这一预期也支撑原油价格站上 40 美元/桶关键位置。后续我们认为短期内原油价格将随着二次疫情的爆发和页岩油产能的恢复、OPEC 减产力度的减弱而震荡；中长期来看美国页岩油产能或难以恢复至疫情前水平，OPEC 重夺对原油市场的掌控权，三季度末原油价格中枢或再次抬升，到明年将涨至 50 美元/桶水平。

判断后续原油价格走势应重点观察库存指标。近期中美关系恶化、贸易保护主义进一步抬头也给全球原油需求前景带来了一定不确定性。后续我们认为可以重点观察原油库存指标，目前 OECD 商业原油库存和美国商业原油库存依然位于高位。一旦如我们预计的三季度末开始库存达到峰值并有明显下降的趋势，全球原油消费将开始景气。**重点推荐关注受益于油价上涨的油气公司以及业绩增长确定性较强的民营炼化龙头。**

4.1 油价上涨受益标的

4.1.1 潜能恒信

公司是油气勘探油气勘探过程中地震数据处理解释服务的行业龙头， 技术行业领先。公司多次为中石油、中石化提供重大油气勘探项目地震数据处理解释服务，并相继承接并圆满完成了多个海外合作项目，技术实力获得广泛认可。2013 年公司与中海油就渤海 05/31 石油区块签订了为期 30 年的产品分成合同。公司就此迈出了从石油技术服务型公司向石油勘探开发综合性国际化公司战略转型的第一步。截至目前公司手握七块宝贵油气区块资源，并与北方油服合作逆周期投资海上钻井平台。公司未来将利用自身找油能力和成本管控优势，扩大石油产能降低开采成本。随着原油价格逐步回升和油气区块陆续投产，公司有望迎来价值提升。

4.1.2 中国石油

公司是中国油气行业占主导地位的最大的油气生产和销售商，也是世界最大的石油公司之一。2018 年公司原油储量达到 68.38 亿桶，仅次于埃克森美孚和 BP，位居全球第三位；拥有天然气储量 2.11 万亿方，位列全球第一。油气资源依然是公司的核心资产，未来非常规油气资源开发将成为主要增长点。低油价下公司业绩受到较大影响，公司股价也随之大幅下滑。但是随着原油价格复苏，根据公司 7.5 亿桶左右的原油产量来看，油价每上涨 1 美元/桶，公司业绩将增加 52.5 亿元。公司当前估值位于上市以来的最低水平，预计也将随着原油价格上涨触底反弹。此外公司管道资产出售给国家管网公司，评估价格 2687 亿元增值 458.2 亿，换取国家管网公司 29.9%的股权外加 1192 亿现金，成为国家管网公司最大股东。本次交易完成后，公司将更加聚焦上游油气勘探开发，缓解公司资本支出压力，提升运营效率及价值创造能力。

4.1.3 中国石化

公司是国内最大的一体化能源化工公司之一，石油石化主业突出，拥有国内最完善的成品油销售网络。炼油能力排名国内第一位，是国内最大的成品油和化工品供应商。今年一季度受到疫情影响，公司单季度亏损 197.82 亿元，是公司近十年来第二次单季度业绩亏损。上一次单季度归母净利润为负是 2014 年四季度，当季亏损也只有 37.39 亿元。当前公司业绩和估值都位于历史低点。二季度以来全国复工复产，六月份全国进出口数据同比增长，都给出了宏观经济向好的信号。此外公司将其及下属子公司持有的油气管道资产转让给国家管网公司，全部资产合计评估价值 1227 亿元，增值 41.91%，提升公司整体价值。交易完成后有助于公司降低整体资产负债率，缓解管道业务的相关资本支出压力，提升公司整体竞争力。

4.2 业绩大增民营大炼化

4.2.1 恒力石化

公司作为国内聚酯龙头，2000 万吨/年炼化一体化项目于去年五月份率先全面投产，打通聚酯产业链上游。炼化项目的投产为公司带来显著业绩增长，2019 年公司实现归母净利润 100 亿元，同比增幅超过 200%。今年在新冠疫情期间公司一季度依然交出了单季度归母净利润 21.52 亿元的令人满意的答卷。此外公司 PTA 第四、第五条生产线也已经实现投产，公司现有 PTA 产能达到 1160 万吨，进一步巩固自己行业龙头地位，扩大对 PTA 市场的控制力。公司乙烯项目也于 7 月 13 号正式投入商业运营，炼化产业链布局进一步完善。标志着公司除去聚酯产业链之外，横向开拓了烯烃-新材料路线，未来将极大提升公司炼化项目深加工能力和产品附加价值。

4.2.2 荣盛石化

公司是全国石化-化纤行业龙头企业，也是国内较早进入炼化行业的民营企业，积累了丰富的炼化行业经验。公司控股子公司浙江石化 4000 万吨/年炼化一体化项目一期已于去年十一月份正式投产，开工负荷稳步提升，显著增加公司业绩。根据公司发布的业绩预告，今年上半年预计实现归母净利润 31-33.6 亿元，同比大增

196%-221%。同时浙江石化二期建设稳步推进当中，建成后将进一步扩大成本优势，带动业绩增长。远期公司将建成 6000 万吨/年全国最大的石油炼化基地，对标印度信诚。同时公司成品油销售市场也抢得先机，出去联合浙能集团成立浙石油开拓成品油销售业务之外，还借助地利获取成品油出口贸易资格，未来业绩提升空间巨大。

4.2.3 桐昆股份

公司是涤纶长丝行业龙头，连续 19 年涤纶长丝产销率位列国内市场第一。公司现有 PTA 产能 420 万吨/年，长丝产能 690 万吨/年，国内市场占有率达到 18%。涤纶长丝行业在近几年呈现出明显向头部集中的发展趋势，新增产能集中在前五大行业龙头手中。龙头规模优势表现为成本优势，加上 18 年底以来纺织服装行业处于去库存阶段，景气度有所下滑，落后产能的利润空间不断收窄，今年的新冠疫情更是加速行业落后产能的出清。同时公司参股浙石化 20%股权，浙石化进入也即是放弃，公司投资收益将大幅增加。

4.2.4 卫星石化

公司是国内最大、全球前五大丙烯酸制造商，是国内第一家以丙烷为原料形成 C3 产业一体化格局的民营上市企业。同时进军 C2 产业链，乙烷裂解项目正在建设中，预计今年内投产。长期以来我国乙烯产品存在较大的供需缺口，当量进口依存度超过 50%，具有较大的国产替代空间。而乙烷裂解制乙烯具有收率高、成本低的优点，极具发展前景。由于国内炼能过剩，未来炼化项目配套的石脑油制乙烯路线产能将会越来越少，而进口乙烷裂解成本优势在 1500-2000 元/吨。我们以 2014 年来原材料和产品的月度均价为参考，回溯测算了公司乙烷裂解项目一期的年均净利润情况。景气高点年度净利润可达 42 亿，2014 年至今可实现年均净利润 28 亿元。公司 2019 年实现归母净利润 12.72 亿元，乙烯项目投产将给公司带来显著业绩增长。

5. 风险提示

原油价格大幅波动、中美经贸关系恶化、地缘政治事件影响原油供给、新冠疫情反复。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	烯烃原料轻质化系列报告之三： 动态视角看油价暴跌后乙烷裂解成本.docx	2020-05-21
行业深度报告	烯烃原料轻质化系列报告之二：油价暴跌之后美国乙烷供给依然充足	2020-05-21
行业普通报告	油价波动点评：危机与机遇并存，无限风光在险峰	2020-04-27
行业深度报告	能源开采天然气专题系列报告之二:天然气基础设施建设任重道远 管道建设加速创万亿市场	2019-12-09
行业深度报告	天然气供给端:非常规气和进口 LNG 发展加速	2019-11-12
公司财报点评	恒力石化（600346）三季报点评：炼化项目投产改善现金流 乙烯项目投产在即	2019-10-24
公司财报点评	恒力石化（600346）半年报点评：炼化投产 PTA 景气 业绩大增远超预期	2019-08-12
公司深度报告	中油工程(600339.SH)深度报告：行业复苏业绩增 低估值凸显投资价值	2019-08-21
公司普通报告	东华能源（002221）业绩快报点评：贸易资产剥离提升公司资产质量	2020-03-01
公司深度报告	东华能源深度报告：成本优势铸丙烯霸主 氢能源新材料双轮驱动	2020-01-22
公司财报点评	桐昆股份 2019 半年报点评：以量补价 长丝霸主逆势增长	2019-08-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

研究助理简介

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，CFA、FRM 持证人。2018 年 6 月加入东兴证券研究所，2018 年水晶球公募榜入围。

薛阳

清华大学化学系硕士，在 Chemical Science, CCS Chemistry 等期刊发表论文三篇，中国化学会会员。2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526