信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

证券研究报告 Research Report

2020年6月14日

适应低油价，把握下游投资机会！

—— 2020年石化行业中期投资策略

陈淑娴 石化行业首席分析师
执业编号：S1500519080001
联系电话：+86 21 61678597
邮　箱：chenshuxian@cindasc.com

投资要点

- **1、原油市场回暖，油价中枢同比下移。**供应方面，OPEC+延长减产规模至7月，美国活跃钻机数量3月以来跌幅超过64%，产量减少200万桶/日。需求方面，美国中油炼厂需求恢复良好，但成品油需求低迷和原油进口量增加，短期美国原油库存方面仍然存在压力。全球大部分国家部分解封或完全解封，消费、出行、复工三方面都表明，封城解除后全球范围内的经济活动正在有序恢复。尽管经济下滑趋势得到有效遏制，2020年全球经济走向衰退的趋势仍未改变，2020年原油价格的整体中枢较疫情前下降。随着进入3季度以后，原油供需赤字的出现将推动原油去库存，油价受益于供需格局的改善将继续上行趋势。我们预计下半年布伦特原油价格在45-55美元/桶。
- **2、批零价差走扩，把握终端投资机会。**受益于国内成品油价格机制，在低油价的背景下， 国内汽柴油批零价差走扩，终端加油站业务拥有较大盈利空间。和顺石油作为国内首家民营加油站企业，主营业务营收状况良好。公司以山东地炼企业为主要供应商，拥有多样化的采购渠道，获取批零价差优势，2020年公司零售业务有望在低成本优势下进一步反弹。公司占据湖南省长沙市区位优势，加快通过并购、租赁等方式的扩张速度，使公司实现短期快速扩张的目标。
- **3、维持行业“看好”评级。**虽然2020年上半年油价波动幅度加大，但是我们认为，下半年油价受益于供需面改善，油价中枢上移趋势不改。成品油批零价差走扩，终端加油站行业是低油价下的最终受益方，维持行业“看好”评级。
- **4、相关上市公司：**和顺石油。
- **5、风险因素：**OPEC+减产情况出现反复的风险；美国页岩油增产的风险；全球疫情二次爆发的风险；加油站并购计划开展不及预期，并购成本上涨的风险；铜官油库建设不及预期的风险；经济增速下滑、新能源汽车推广、民众出行需求恢复不及预期导致油品销量不及预期的风险；品牌推广和营销活动效果不及预期的风险；国内危险化学品运输管理趋严的风险。

我公司为和顺石油保荐机构（主承销商），特别提醒投资者注意。

目录

- 原油市场回暖，油价中枢同比下移

  一、供应端：主动被动减产共存，2020年原油产量萎缩

  二、需求端：疫情缓解，经济活动重启中

  三、全球经济疲弱，油价中枢同比下移

- 批零价差走扩，把握终端投资机会

  一、成品油价格机制优势，终端盈利空间扩大

  二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

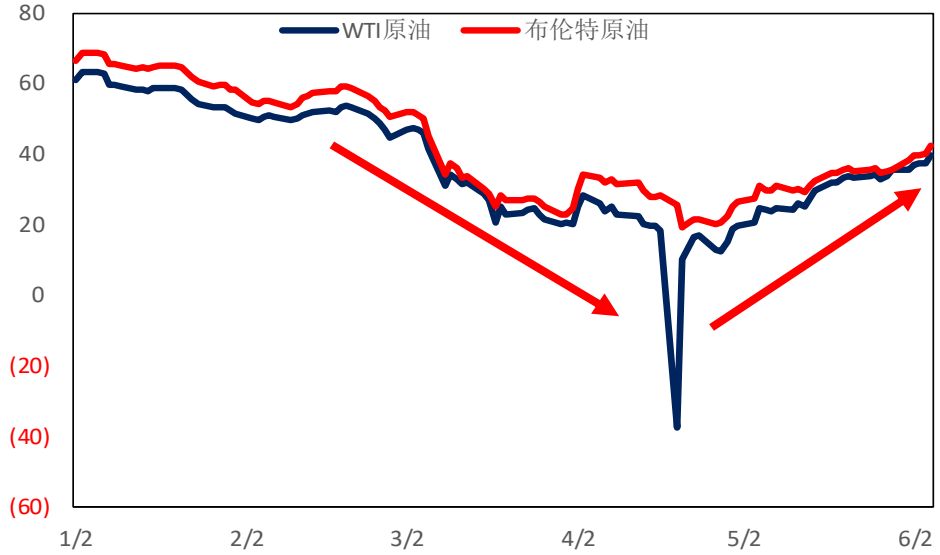
原油市场回暖，油价中枢同比下移

原油市场回暖，油价中枢同比下移

一季度，受OPEC国家和俄罗斯减产协议破裂导致原油增产和COVID-19疫情扩散全球影响，国际油价暴跌。随着OPEC+国家5月落实减产协议和全球需求逐渐恢复，原油价格呈现“V”型上升趋势。

6月6日，OPEC+宣布延长5月-6月减产规模至7月末后，沙特、科威特和阿联酋宣布不再额外减产、利比亚沙拉拉地区油田复产风波和美国原油库存压力仍存导致国际原油价格小幅回落。截止6月12日，WTI原油价格和布伦特原油价格分别为36.26美元/桶和38.73美元/桶。

图表 1：WTI原油和布伦特原油价格（美元/桶）



资料来源：万得，信达证券研发中心

一、供应端：减产主动被动共存，2020年原油产量萎缩

1. OPEC+延长减产规模至7月

2020年6月6日，OPEC+将原定于6月9日-10日举行的会议提前，会议决定将970万桶/日的减产规模延长至7月31日，并要求5月、6月未100%落实减产的国家，在7月-9月进行额外减产作为弥补。为了督促减产落实情况，OPEC+产油国联合部长级监督委员会将每月举行一次会议，直至2020年12月。

6月9日，沙特、科威特和阿联酋表示将在6月底结束118万桶/日的资源额外减产，这将部分抵消7月新增减产规模，**即7月新的减产规模较4月13日达成的协议规模多减82万桶/日。**

图表 2：OPEC+减产协议最新情况（截止6月10日）

序号	时间	减产规模
1	2020 年 5 月 1 日-2020 年 7 月 31 日	970 万桶/日
2	2020 年 8 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日	770 万桶/日
3	2021 年 1 月 1 日至 2022 年 4 月 30 日	580 万桶/日

资料来源：OPEC，信达证券研发中心

一、供应端：减产主动被动共存，2020年原油产量萎缩

图表 3：参与减产OPEC+国家减产落实情况（万桶/日，%）

OPEC+产量						
国家	2020 年 3 月	2020 年 4 月	2020 年 5 月	减产基准	减产目标	减产履约率
OPEC 成员国*						
沙特阿拉伯	1,015	1,155	849	1,100	849	100.08%
伊拉克	456	452	413	465	359	49.48%
阿拉伯联合酋长国	345	384	244	317	245	100.42%
科威特	290	313	218	281	217	98.60%
尼日利亚	192	178	148	183	141	83.21%
安哥拉	140	131	134	153	118	54.02%
阿尔及利亚	103	101	81.2	106	81.6	101.66%
刚果（布拉柴维尔）	21	28	31	33	25.1	20.27%
加蓬	32	19	22.6	19	14.4	-90.70%
赤道几内亚	13	13	8.5	13	9.8	144.83%
OPEC 合计	2,607	2,774	2,149	2,668	2,060	85.31%
非 OPEC 成员国						
俄罗斯	1,129	1,039	859	1,100	849	96.09%
墨西哥**	178	172	166	175	165	93.00%
哈萨克斯坦	156	164	153	171	132	46.67%
阿曼	80	95	68	88	68.2	101.00%
阿塞拜疆	63.4	68	62.4	72	55.4	57.32%
马来西亚	69	44	48.8	60	45.9	78.68%
巴林	14.4	21	17.5	21	15.8	63.83%
南苏丹共和国	17.8	14	12.6	13	10	13.33%
文莱	11	10	9.7	10	7.9	21.74%
苏丹共和国	7.9	7	8.4	8	5.8	-52.94%
非 OPEC 合计	1,727	1,634	1,405	1,717	1,355	86.26%
OPEC+合计	4,334	4,408	3,554	4,385	3,415	85.66%

资料来源：OPEC，Energy Intelligence，Twitter：@JRJ_ALHAJRI、@ArgusMedia，信达证券研发中心
*（*注：委内瑞拉、利比亚和伊朗未负担减产任务；**注：墨西哥减产10万桶/日是在其3月产量基础上。）*

根据我们的统计和测算，5月OPEC+的减产履约率达到85.66%。参与减产的10个OPEC国家5月产量较减产基准下降519万桶/日，减产履约率为85.31%。；**非OPEC国家**5月产量较减产基准下降312万桶/日，完成目标减产量的85.66%。

后疫情时期的全球经济复苏乏力，使得沙特和俄罗斯一改3月OPEC+会议上增产抢占市场份额的激进情绪，期望通过督促产油国落实减产，达到提高油价和保住市场份额的目的。

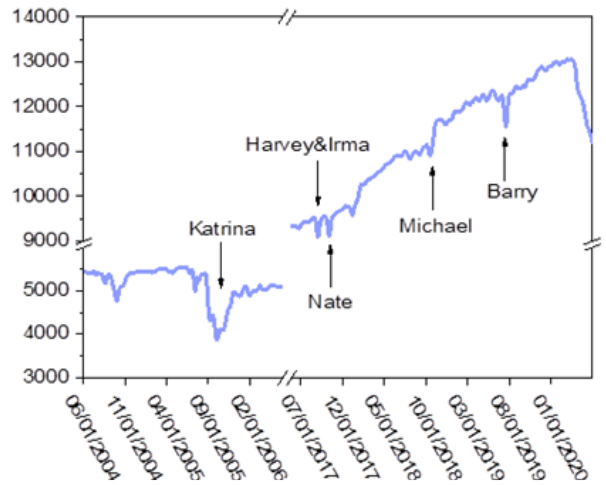
一、供应端：减产主动被动共存，2020年原油产量萎缩

2. 美国飓风季来临添不稳定因素，活跃钻机减少产量难复苏

美国热带飓风Cristobal已经导致墨西哥湾地区33%的海上钻井平台关闭，共计减少616.3千桶/日原油产量和853.3百万立方英尺/日的天然气产量。2017年-2019年期间，美国飓风季对美国原油产量的影响在70万桶/日-100万桶/日，通常产量会在1-2周内恢复。而2005年著名的“卡特里娜”飓风，导致美国产量减少达161.4万桶/日，持续影响产量超过一个季度。

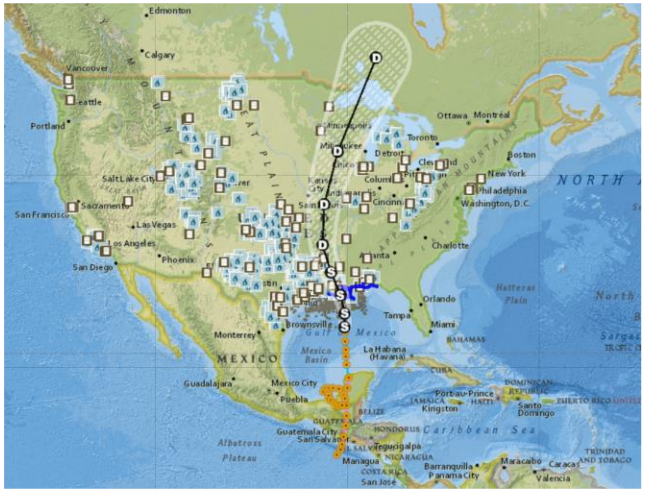
我们认为，受飓风向北移动至墨西哥湾上方影响，美国海上平台产量下降可能继续扩大，但对陆上原油产量影响较小，飓风影响时间较短，产量有望在1-2周内恢复。仍需持续关注本季飓风对原油产量是否会造成意外的影响。

图表 4：美国原油产量受飓风影响情况（千桶/日）



资料来源：EIA，信达证券研发中心

图表 5：美国飓风Cristobal对原油生产影响的预测



资料来源：EIA，信达证券研发中心

一、供应端：减产主动被动共存，2020年原油产量萎缩

油价低于美国页岩油完全生产成本推动生产商削减资本支出，原油产量持续减少。

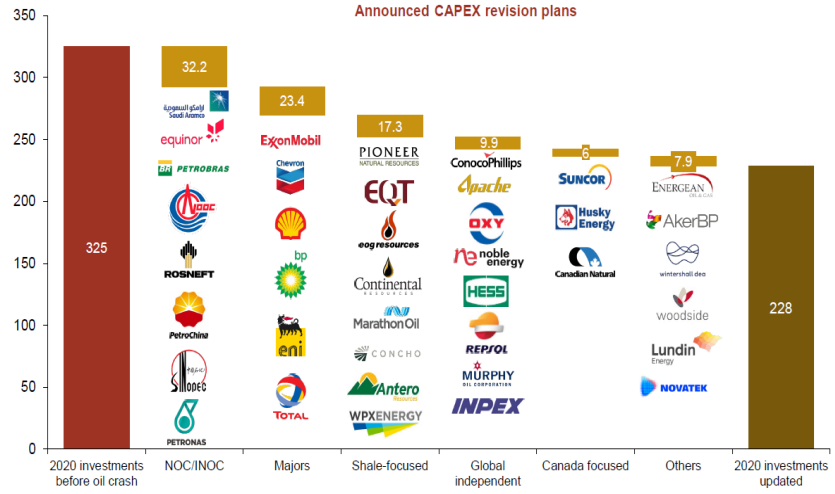
截止5月末，2020年美国已有19家原油生产商公司申请破产保护，包括怀丁石油（Whiting Petroleum）、Ultra Petroleum、钻石钻探公司（Diamond Offshore）这三家十亿美元级别的大型石油生产商。根据Rystad Energy统计，2020年原油价格暴跌前，全球性的能源公司计划资本支出为3250亿元，在油价暴跌后，各大能源公司陆续宣布削减投资金额，幅度达到30%，2020年最新的计划资本支出为2280亿元。

图表 6：2015年-2020年美国原油生产商申请破产保护数量（个）



资料来源：HAYNES AND BOONE’S，信达证券研发中心

图表 7：2020年全球性能源公司资本支出情况（十亿美元）



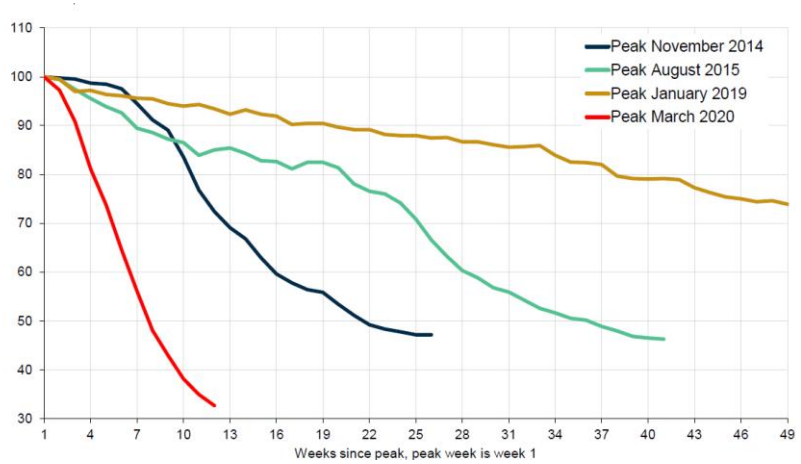
资料来源：Rystad Energy，信达证券研发中心

一、供应端：减产主动被动共存，2020年原油产量萎缩

美国活跃钻机数量从3月高点793台降至284台，跌幅超过64%。**2020年活跃钻技数仅用了不到13周时间下降至峰值约30%的水平**，在下降幅度和速度上均超越了2014年、2015年和2019年。根据EIA数据，截止6月5日，美国的原油产量为1,110万桶/日，较3月13日高点下降200万桶/日。

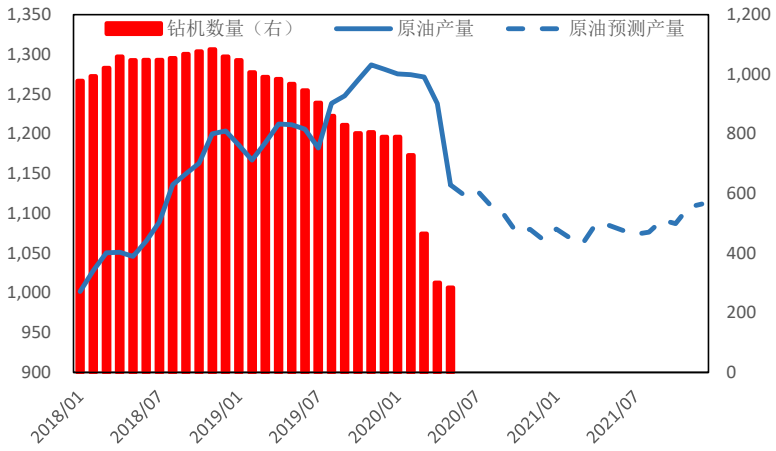
EIA在6月最新的短期能源展望（STEO）中预计，2020年美国全年平均原油产量将降至1,160万桶/日，比2019年11月的最高产量低126万桶/日；全球原油产量将下滑至9,476万桶/日，同比减少589万桶/日。

图表 8：美国活跃钻机数量从峰值下降周数（%，峰值处=100%）



资料来源：Rystad Energy，信达证券研发中心

图表 9：美国原油产量及预测和钻机数量（万桶/日，台）



资料来源：EIA，信达证券研发中心

一、供应端：减产主动被动共存，2020年原油产量萎缩

3. 沙特上调7月原油出口价

OPEC+确认延长减产规模后，沙特阿美宣布上调7月对全球各地区的原油官方售价（OSP），连续2个月上调，其中对亚洲市场的涨幅最大，阿拉伯轻质原油价格上调6.1美元/桶，达到二十年以来的最大涨幅。沙特认为亚洲地区国家受新冠疫情带来的需求压力出现缓解，为原油价格上涨提供动力。

我们认为，沙特的调价措施有助于确定全年国际油价中枢上移的基调，提振原油市场信心。

二、需求端：疫情缓解，经济活动重启中

1. 美国中游需求恢复，成品油需求稳定性不足

5月以来，美国新冠肺炎确诊病例每日新增数量较4月份有所下降，美国各州陆续解除“居家隔离令”，经济社会活动逐渐复苏。截止目前，美国已有45个州全面开放，仅有加尼福尼亚州等3个州部分解封。

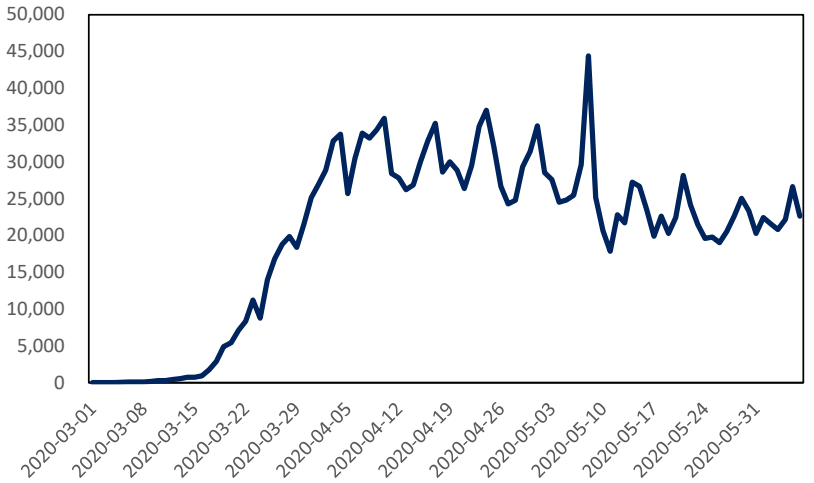
我们认为，疫情对原油需求造成最严重破坏的时期已经过去。

图表 10：美国各州复工情况（截止6月11日）



资料来源：纽约时报，信达证券研发中心

图表 11：美国新冠肺炎每日新增确诊情况（例）

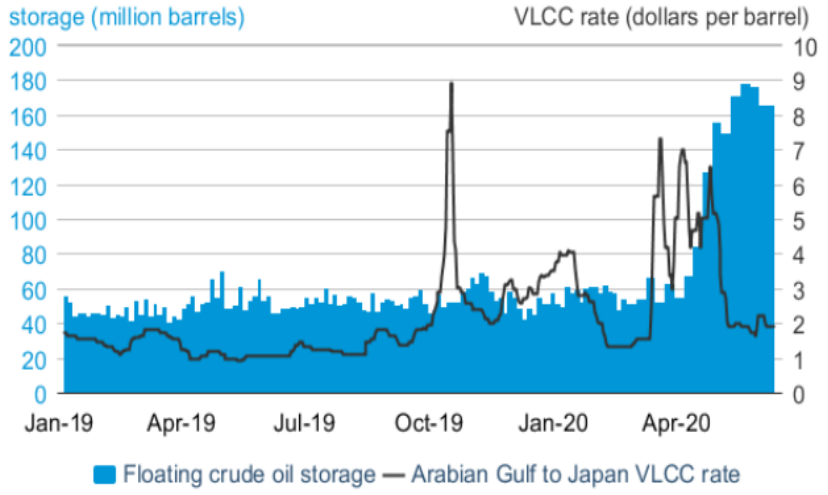


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、需求端：疫情缓解，经济活动重启中

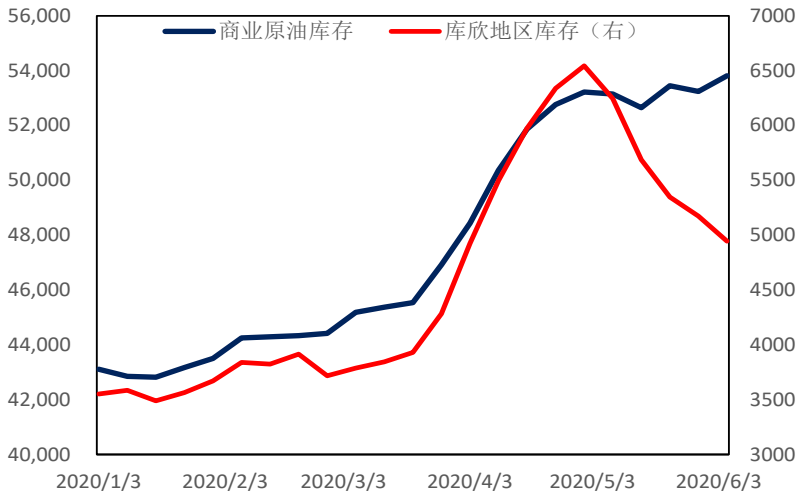
受益于5月产量下降和经济活动恢复，美国原油库存压力有所缓解。根据Vortexa的数据，到2020年5月，全球浮动仓储的原油库存达到了18,100万桶，是2016年1月有数据记录以来的最高水平。EIA预计浮动仓储库存累积速度在4月末达到峰值，为2,150万桶/日，特大型原油运输船（VLCC）基准费率的下降表明浮动储容的需求较4月下降。**美国库欣地区连续5周的库存下滑同样表明像4月20日因交割地库存不足而导致的原油“负”价格可能不会再发生。**

图表 12：海上浮动仓储的库存和VLCC基准费率（百万桶，美元/桶）



资料来源：EIA，信达证券研发中心

图表 13：美国商业原油库存和库欣地区库存（万桶，万桶）



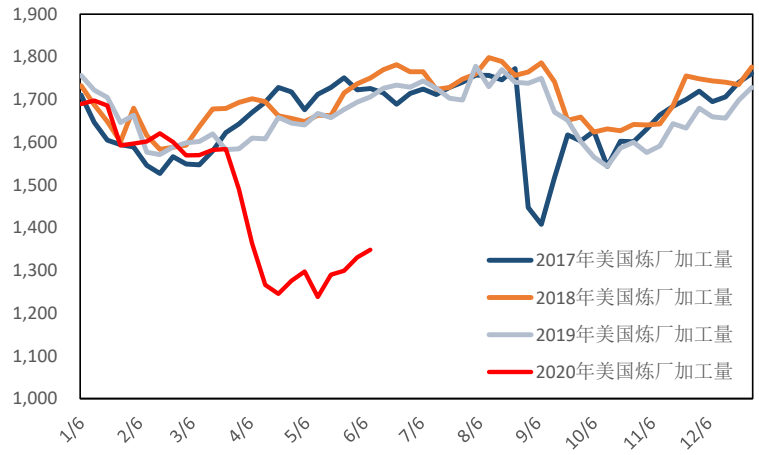
资料来源：EIA，信达证券研发中心

二、需求端：疫情缓解，经济活动重启中

美国中游炼厂端复苏情况良好，根据EIA数据，截止6月5日当周，美国炼厂加工量1,348.4万桶/日，炼厂开工率为73.1%，均连续5周录得增加。

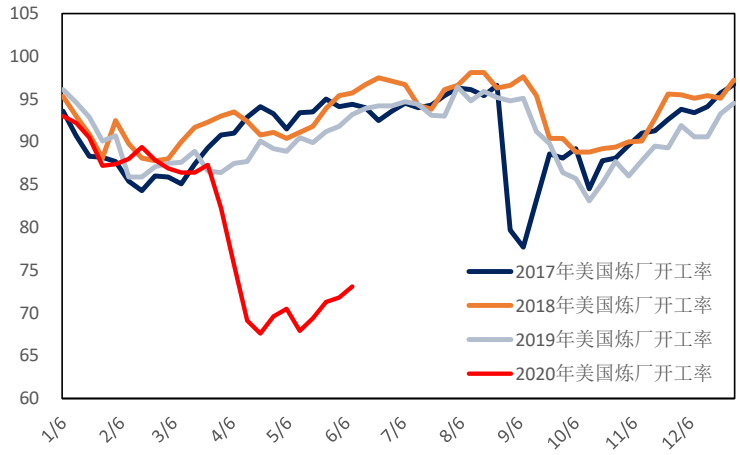
成品油需求恢复欠缺稳定性，汽油消费量5月持续回升。但美国国内需求仍未稳固，汽油库存受成品油进口、产量增加和需求恢复缓慢影响，出现小幅反弹。由于国际和美国国内航班恢复情况不理想，**航空燃油消费量**5月仍保持低水平的大幅波动；**柴油需求**5月再次下降并维持低位，表明美国国内工业恢复情况有待提升。

图表 14：2017年-2020年美国炼厂加工量（万桶/日）



资料来源：EIA，信达证券研发中心

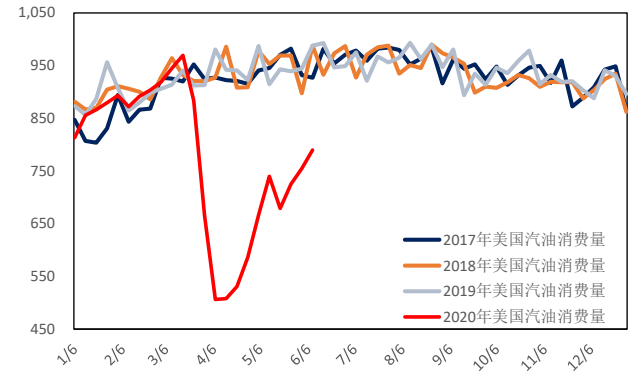
图表 15：2017年-2020年美国炼厂开工率（%）



资料来源：EIA，信达证券研发中心

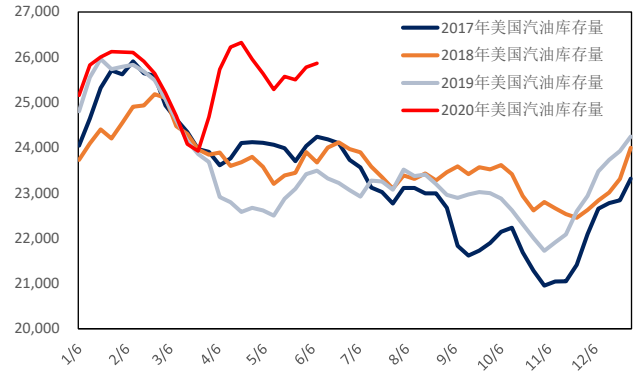
二、需求端：疫情缓解，经济活动重启中

图表 16：2017年-2019年美国汽油消费量（万桶/日）



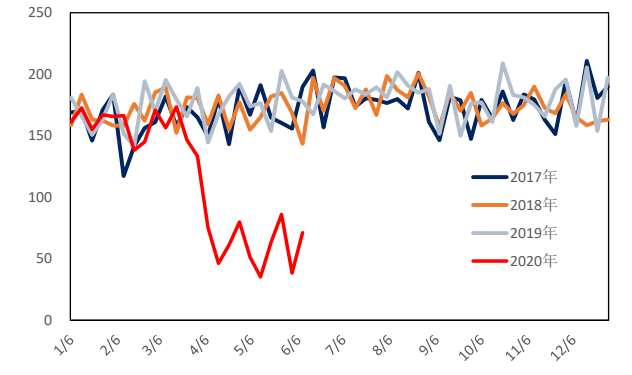
资料来源：EIA，信达证券研发中心

图表 17：2017年-2019年美国汽油库存量（万桶）



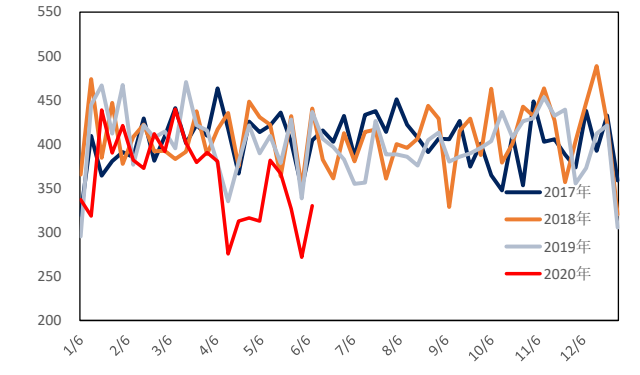
资料来源：EIA，信达证券研发中心

图表 18：2017年-2020年美国航空煤油消费量（万桶/日）



资料来源：EIA，信达证券研发中心

图表 19： 2017年-2020年美国柴油消费量（万桶/日）



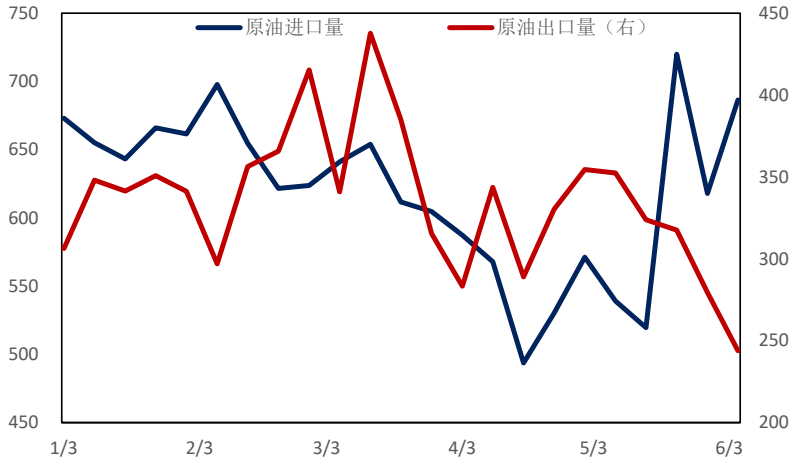
资料来源：EIA，信达证券研发中心

二、需求端：疫情缓解，经济活动重启中

6月10日的EIA周度数据显示，美国商业原油库存再次录得上涨，持续波动变化。一方面**下游需求的低迷压制了炼厂开工率和加工量的复苏节奏**。一方面原因是因为5月以来**美国的原油进口量大幅增加**，而原油出口量持续下滑，最新周度数据显示，美国原油进出口差值为442.5万桶。

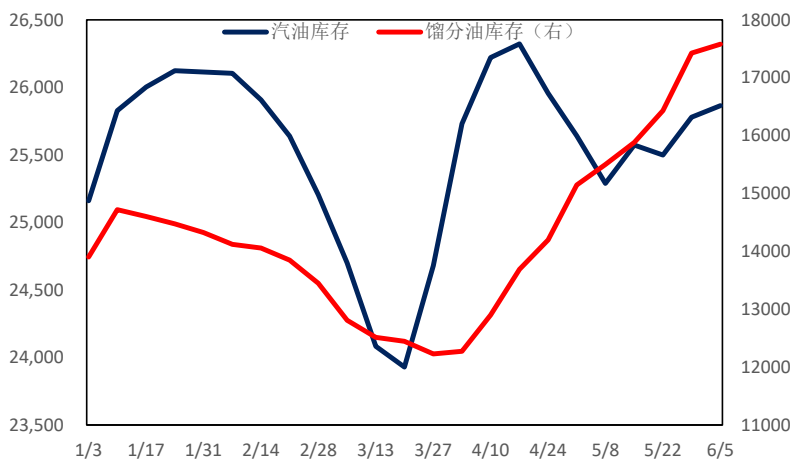
我们认为，尽管库存压力较4月的超常水平有所改善，但受限于下游成品油需求恢复不及预期、中游炼油企业复苏缓慢和原油进口量增加，短期内美国原油库存方面仍然存在压力。

图表 20：美国原油进口量和出口量（万桶/日，万桶/日）



资料来源：EIA，信达证券研发中心

图表 21：美国汽油和馏分油库存（万桶，万桶）



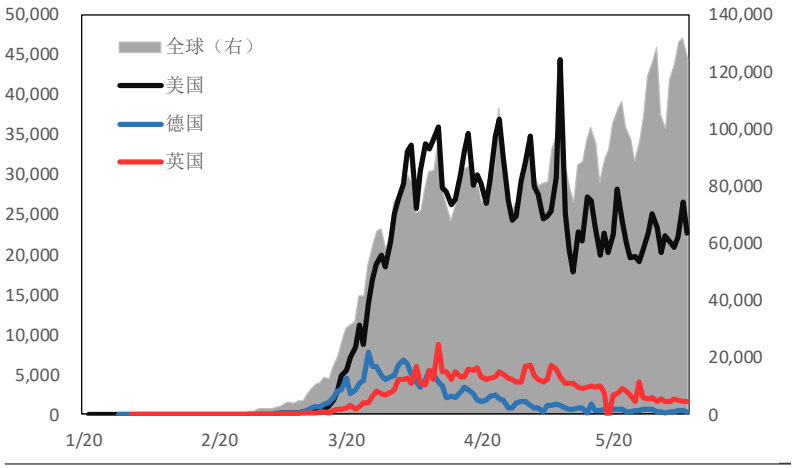
资料来源：EIA，信达证券研发中心

二、需求端：疫情缓解，经济活动重启中

2. 全球经济活动有序恢复

各经济发达国家，如美国、加拿大、德国、英国等均在5月中旬前解除封城并开展复工复产计划。目前大部分新增病例来自于中、南美洲等欠发达地区，发达国家的新增病例数量较4月明显减少。**我们认为，随着疫情进一步得到控制全球需求回升的趋势不改！**

图表 22：全球与发达国家疫情当日新增确诊病例对比（例）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图表 23：全球部分国家复工和解除封城情况

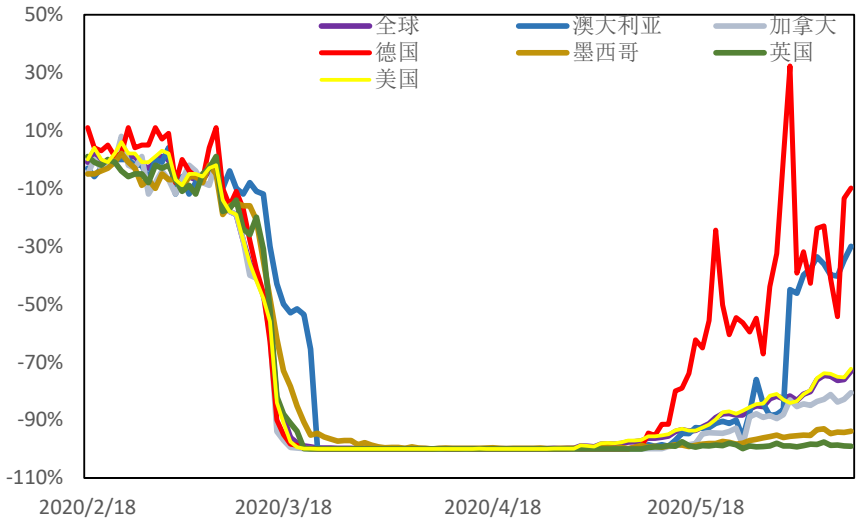
国家	开始解封时间	具体情况
美国	4 月 29 日	首都华盛顿州解封，随后美国各州逐步解封。
意大利	5 月 4 日	解除全国封锁状态。
西班牙	5 月 4 日	解封第一阶段。
加拿大	5 月 4 日	部分省份开始放松疫情期间实施的限制措施。
德国	5 月 6 日	16 个联邦州逐渐解封。
韩国	5 月 6 日	防疫体系转化为“生活防疫”阶段。
澳大利亚	5 月 8 日	总理宣布三步走解封计划。
英国	5 月 11 日	首相发布策略，进入解封第一阶段。
法国	5 月 11 日	实施解禁方案。
墨西哥	5 月 17 日	重启部分地区的经济、生活。
日本	5 月 25 日	安倍晋三宣布解除首都东京圈和北海道的紧急状态。
新加坡	6 月 2 日	开始三个阶段的解封政策。
印度	6 月 8 日	部分解封，餐饮、购物中心开放。

资料来源：各网站信息整理，信达证券研发中心

二、需求端：疫情缓解，经济活动重启中

随着城市解除封禁，消费和出行需求也逐渐增加。3月-4月疫情爆发期间，大量餐厅选择关店或取消店内就餐服务，美国餐饮业店内就餐人数最低跌至100%。根据Open table的数据显示，从5月下旬开始，**欧美国家外出就餐人数同比出现回升**，其中，德国和加拿大逐渐回升到与疫情前差不多的水平，美国和加拿大回升情况较好，而欧美其他国家，如英国、墨西哥等地回升较缓慢。

图表 24：各国餐厅店内就餐人数日数据同比变化（%）



资料来源：Opentable，信达证券研发中心

二、需求端：疫情缓解，经济活动重启中

出行方面，根据Citymapper的统计数据，疫情最严重时期（3月末-4月中）全球大部分重要城市的出行量跌至超常的低水平，随着疫情逐渐缓解，截止6月6日，全球主要城市的出行需求恢复到正常的15%-30%左右水平。

图表 25：各大城市疫情期间较普通时期出行量比例（%）

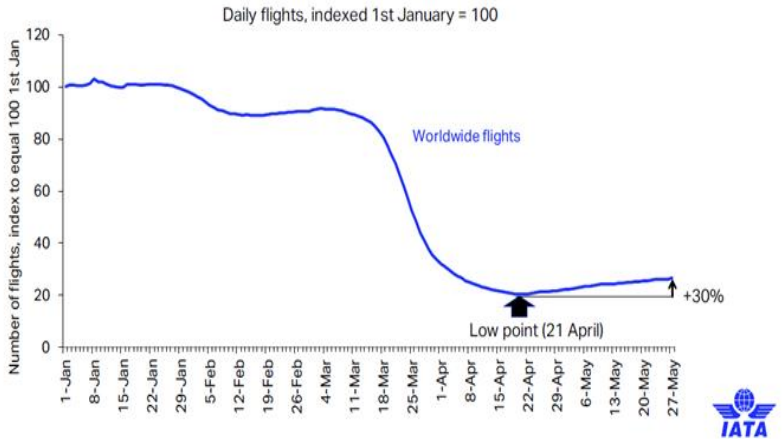
城市	2020/3/7	2020/3/14	2020/3/21	2020/3/28	2020/4/4	2020/4/11	2020/4/18	2020/4/25	2020/5/2	2020/5/9	2020/5/16	2020/5/23	2020/5/30	2020/6/6
莫斯科	102%	100%	53%	32%	13%	15%	11%	13%	11%	13%	16%	16%	22%	31%
纽约市	103%	47%	10%	6%	6%	5%	4%	6%	6%	5%	7%	5%	9%	10%
柏林	92%	54%	12%	10%	10%	11%	13%	15%	14%	24%	24%	25%	31%	36%
伦敦	97%	75%	23%	8%	7%	7%	7%	8%	9%	11%	13%	15%	19%	18%
洛杉矶	96%	50%	15%	10%	9%	8%	9%	8%	10%	10%	8%	9%	14%	14%
巴黎	99%	65%	5%	5%	4%	5%	5%	5%	6%	8%	30%	32%	45%	52%
新加坡	89%	85%	75%	56%	50%	15%	13%	11%	13%	13%	15%	16%	18%	21%
东京	57%	39%	27%	12%	13%	9%	3%	7%	7%	7%	5%	9%	10%	8%
香港	55%	56%	41%	29%	27%	31%	41%	40%	49%	51%	54%	53%	46%	55%
罗马	59%	7%	5%	4%	4%	4%	5%	4%	7%	12%	12%	24%	21%	33%

资料来源：Citymapper，信达证券研发中心

二、需求端：疫情缓解，经济活动重启中

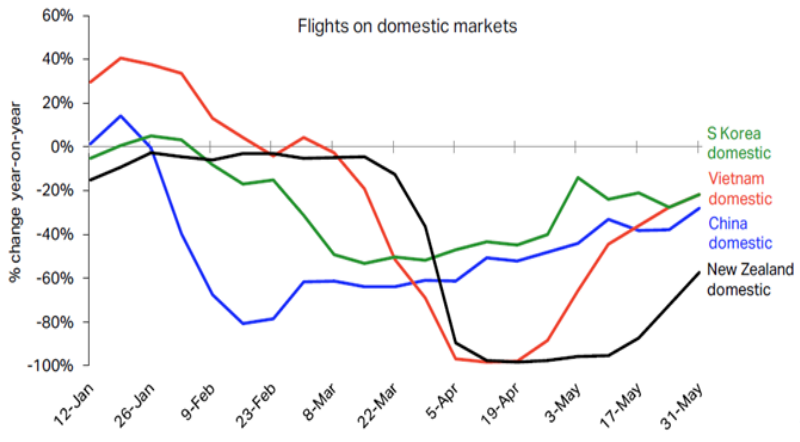
根据国际航空运输协会（IATA）统计，尽管5月全球每日航班数量仅有2020年1月1日的27%，但是相比于4月21日的最低点已经上升了30%。由于国际航空限制仍然大范围存在，航班数量的回升主要来源于各国国内航班的增加。

图表 26：全球每日航班数量指数（1月1日数量为基准=100）



资料来源：IATA，信达证券研发中心

图表 27： 主要亚洲国家国内航班数量同比变化（%）



资料来源：IATA，信达证券研发中心

二、需求端：疫情缓解，经济活动重启中

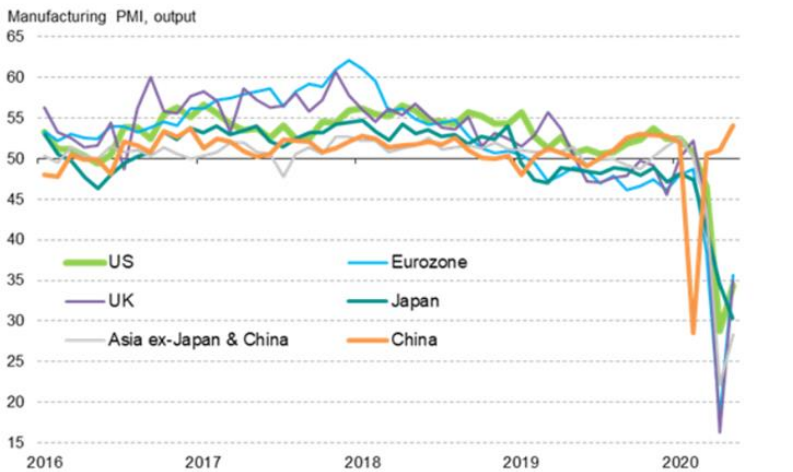
尽管全球经济受疫情影响出现严重的经济下滑，但5月复工复产的开展，推动全球制造业逐渐回暖。IHS Markit全球制造业PMI指数从3月份的32.5上升至5月的39.2。中国受益于较早的封城措施，制造业PMI指数从2月份的18.0反弹至4月和5月的平均值为55.7。而较早采取严格封城措施的意大利5月制造业PMI产出指数较4月大幅回升，高于除中国外的其他国家。**中国和意大利的数据表明，采取严格封锁措施的国家在后疫情时期的经济复苏增速更快。**

图表 28：全球制造业PMI指数和商品产量同比变动情况（%）



资料来源：IHS Markit，信达证券研发中心

图表 29：全球主要国家产出情况



资料来源：IHS Markit，信达证券研发中心

二、需求端：疫情缓解，经济活动重启中

消费、出行、复工三方面都表明，封城解除后全球范围内的经济活动正在有序恢复。

对应道路燃油和航空燃油需求来看，Rystad energy预测，2020年，全球**道路燃油**总需求同比下降9.9%，道路燃油需求下降主要集中在4月份，从5月份开始将随经济社会活动的增加出现反弹。

全年商业航空运输量将同比下降至少49.1%，将导致全年航空**燃油需求**同比下降超过40%，减少约290万桶/日至430万桶/日，航空燃油需求将在5月触底。

随着全球范围内的经济重启和复工，5月原油消费较4月有明显的回升，EIA预计，5月全球原油消费量较4月增加370万桶/日，2季度原油消费量为8,380万桶/日，同比减少1,660万桶/日，**下半年原油消费量回升速度较2020年上半年有望加快。**

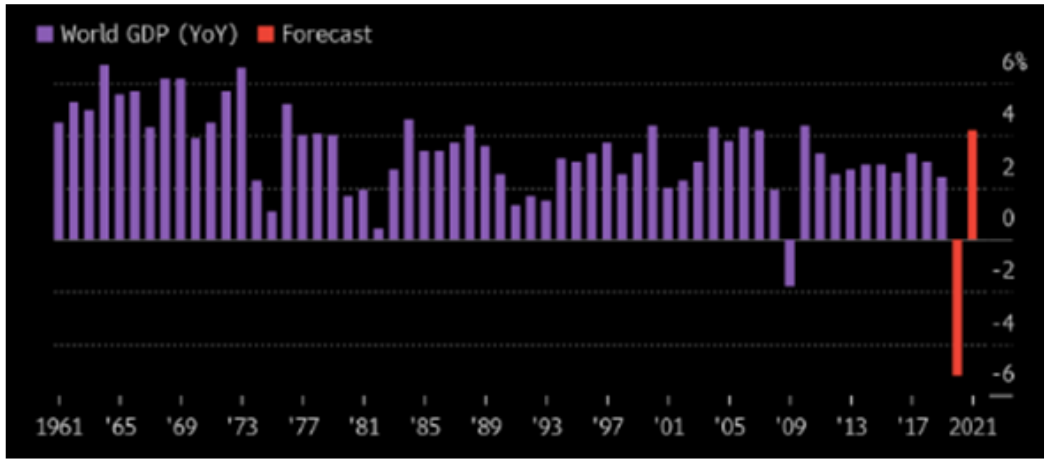
三、全球经济疲弱，油价中枢同比下移

疫情主旋律逐渐消退后，经济持续下滑的态势得到了有效的遏制，但新冠疫情导致2020年全球经济走向衰退的趋势仍未改变。世界银行最新预计，2020年全球GDP可能萎缩5.2%。

全球经济复苏仍表现出局部性和存在潜在风险，前期欧美疫情重灾区疫情控制情况良好，但**目前南亚、南美及非洲地区新兴市场国家仍处于疫情扩散期。**

6月初美国大规模示威游行影响扩散至全球多个国家和地区，对欧美国家疫情反扑和社会稳定性的担忧再起。

图表 30：全球GDP预测值（%）

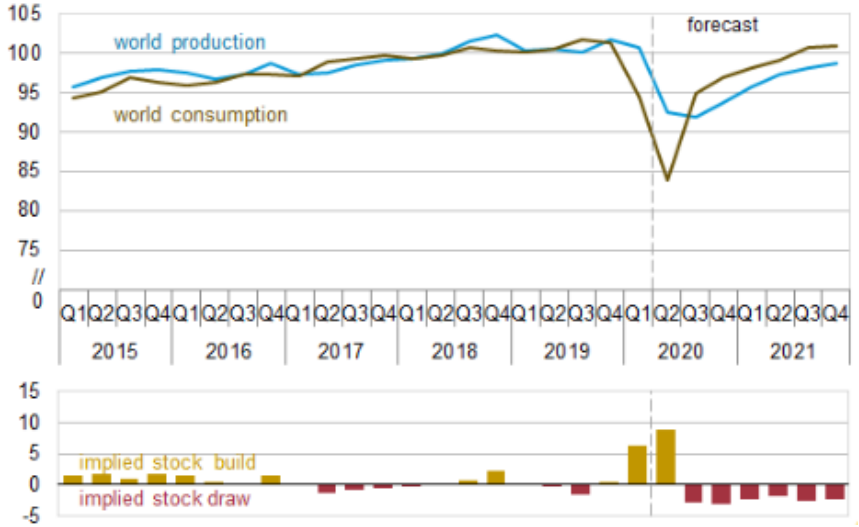


资料来源：世界银行，Bloomberg,信达证券研发中心

三、全球经济疲弱，油价中枢同比下移

接近疫情前水平。由于OPEC+的延长减产和美国的被动减产，全球原油产量回升要等到3季度，但全球原油消费量在2季度末随着经济活动重启经历“V”型快速上涨。需求面恢复较供应面恢复提前，且需求恢复的幅度更大。**预计3季度全球原油供需将出现赤字，供需赤字将在4季度达到最大值，约306万桶/日，这将是2015年来最大的供需赤字规模，未来6个季度将持续较大规模的供需赤字直到2021年末。**

图表 31：全球原油产量和消费量及预测（百万桶/日）



资料来源：EIA，信达证券研发中心

三、全球经济疲弱，油价中枢同比下移

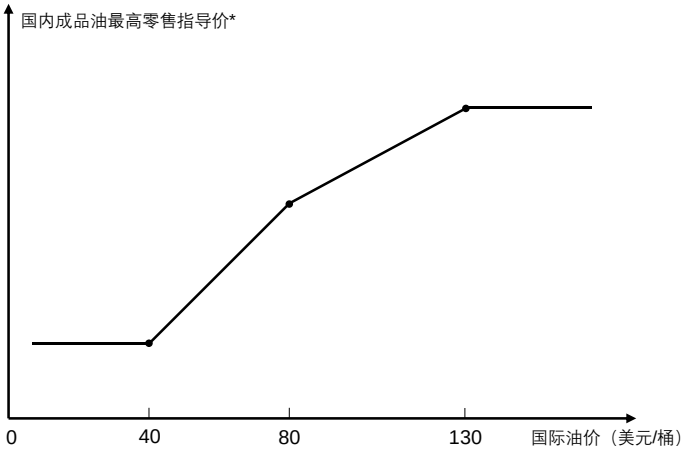
我们认为，短期内库存方面的压力仍限制原油价格的上行趋势；随着进入3季度以后，供需赤字的出现将推动原油去库存，油价受益于供需格局的改善将继续上行趋势。但是仍需注意的是，但受宏观环境景气度不佳和原油供需结构被疫情和前期价格战打乱的影响，**2020年原油价格的整体中枢较疫情前下降，我们预计下半年布伦特原油价格在45-55美元/桶。**

批零价差走扩，把握终端投资机会

一、成品油价格机制优势，终端盈利空间扩大

国家发改委于2016年1月宣布对国内成品油价格机制设置调控下限。2020年3月以来，受全球疫情需求崩塌的影响，国际油价跌幅超60%，在目前国内成品油价格调整机制下，国际油价低于40美元/桶时，汽柴油最高零售限价不做调整。自3月17日成品油零售价下调1000元/吨后，国际原油均价始终处于40美元/桶以下，因此最高零售价一直处于停调状态。

图表 32：国内现有成品油定价机制

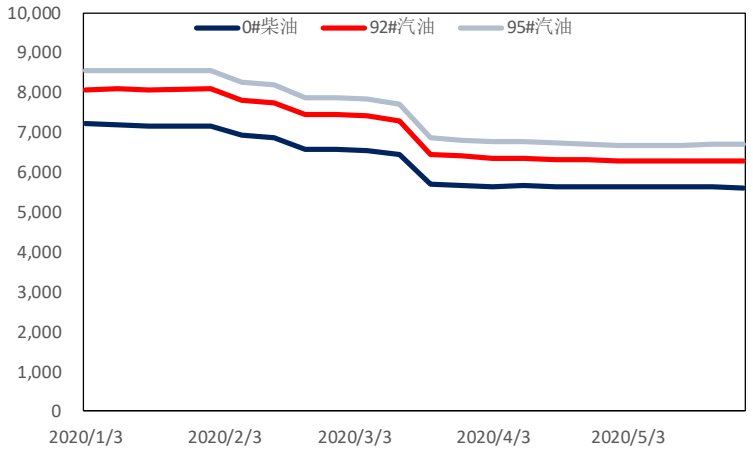


资料来源：信达证券研发中心

一、成品油价格机制优势，终端盈利空间扩大

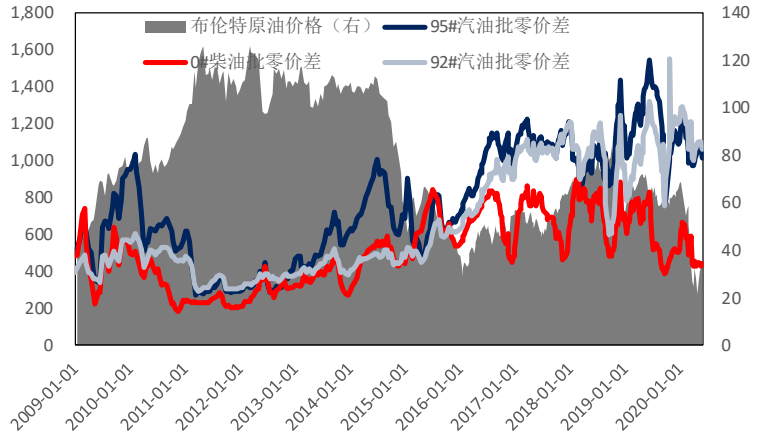
批发市场来看，2020年2月以来，国内成品油批发价格持续下跌。随着国内零售最高指导价下调和受炼厂开工率维持低位影响，3月末-4月初，全国柴油和汽油批零价差大幅回落。受5月国际油价震荡上行影响，汽柴油批发价格小幅回升，截止5月末，国内柴油批零价差窄幅回升，较2月末上涨2.74%。**随着国际原油市场乐观形势扩大，国际油价有望在6月突破调价红线，零售价格上调有助于对冲批发价格上涨，6月份国内汽柴油批零价差将重新上行恢复至4月较高的水平。**

图表 33：国内汽柴油批发价格走势（元/吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图表 34：中国汽油批零价差与油价（元/吨，美元/桶）

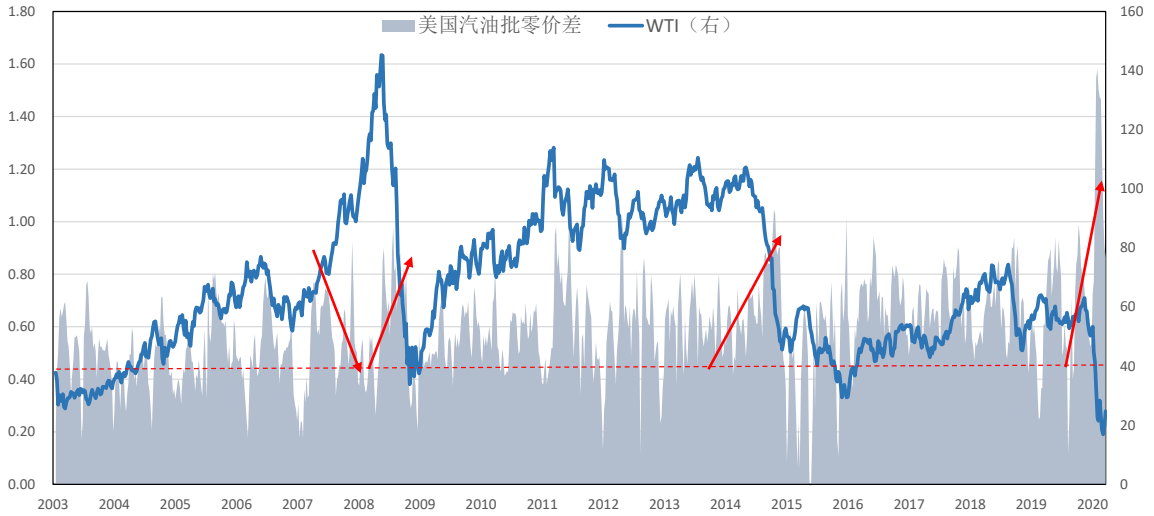


资料来源：万得，信达证券研发中心

一、成品油价格机制优势，终端盈利空间扩大

整体来看，国际油价与成品油批零价差存在显著的负相关关系。由于**美国**成品油批发价和零售价均采用市场化定价机制，当油价出现暴涨时，批零价差会下降，而当油价出现暴跌时，批零价差会上升，而当油价处于震荡时，批零价差基本稳定，并且未出现“批零倒挂”。在**中国市场**，随着国际油价回落，国内批零价差开始逐渐上升。2016 年开始实施的国内成品油调价政策，推动国内成品油批零价差在国际油价暴跌时期进一步走高。**因此，在国际油价处于低位的背下，国内成品油销售行业的盈利能力将大幅提升！**

图表 35：美国汽油批零价差与油价关系（美元/加仑，美元/桶）



资料来源：EIA，万得，信达证券研发中心

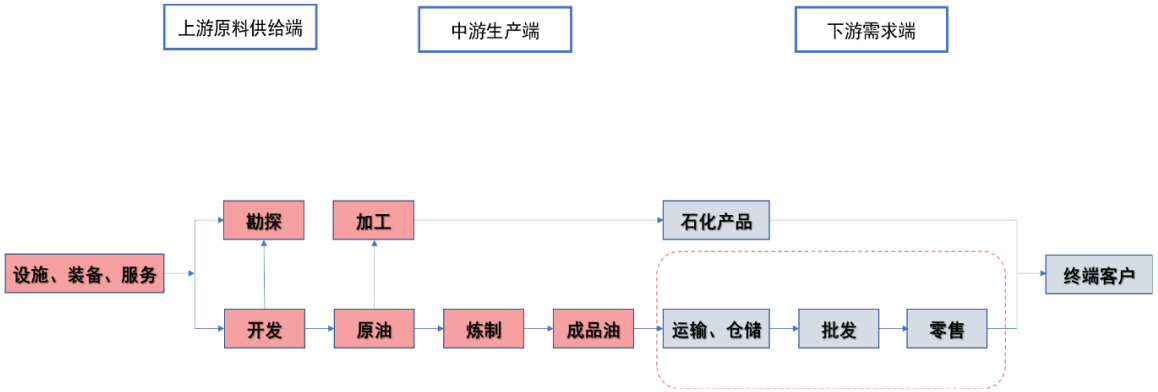
二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

低油价带动批零价差走扩为成品油销售行业带来较大的利润空间。**作为成品油零售终端最主要的经营模式，加油站行业是低油价下的最终受益方。本期策略会重点推荐：国内首家上市的民营加油站企业——和顺石油！**

1. 和顺石油公司简介

公司是湖南省第一家获国家商务部批准取得成品油批发资质的民营石油企业，立足于湖南长株潭（长沙、株洲、湘潭）城市群区域，并将面向全省及其他省份发展。公司专注于成品油销售行业，主营成品油批发、零售业务。公司业务涵盖成品油采购、仓储、物流、批发、零售环节，在成品油流通领域形成完整产业链。

图表 36：石化行业产业链及公司涵盖业务



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

零售业务方面：公司通过自建、并购和租赁等方式，不断扩充公司运营加油站数量。截止2019年12月31日，**公司运营30座加油站，其中自有14座，租赁16座**。公司在长沙市主城区加油站数量仅次于中石化、中石油，并远高于其他公司数量。

批发业务方面：公司主要客户类型为社会加油站、施工单位等，批发客户数量达到400余家。成品油仓储和运输方面，公司拥有库容为2.95万立方米的湘潭油库使用权（租赁合同）和一条3.2公里铁路的专用线使用权。另有油罐车25辆，运输吨位654吨。

公司未来整体发展思路：一是实现批发业务升级、零售业务扩张。公司拟用上市所募集的资金投入铜官油库建设、智慧物流平台建设、零售网点扩张储备建设；**二是丰富收入来源多样化。**公司将努力扩大非油业务的规模，开展便利店、汽车美容等业务；**三是努力成为平台型成品油综合服务企业。**随着新油库、智慧油联平台及运输车队的建设完成，公司将提高公司业务链各环节的管理能力和运营能力。

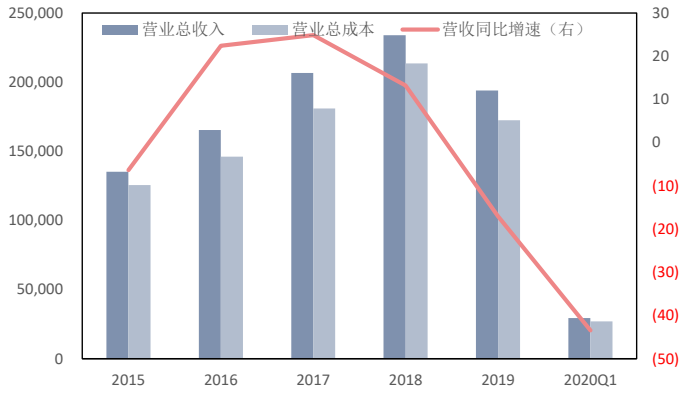
二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

2. 公司主营业务营收状况良好，分红政策好

公司主营业务包括汽柴油产品4中，92#汽油单吨毛利远高于其他标号优品，是公司销售收入的主要来源。

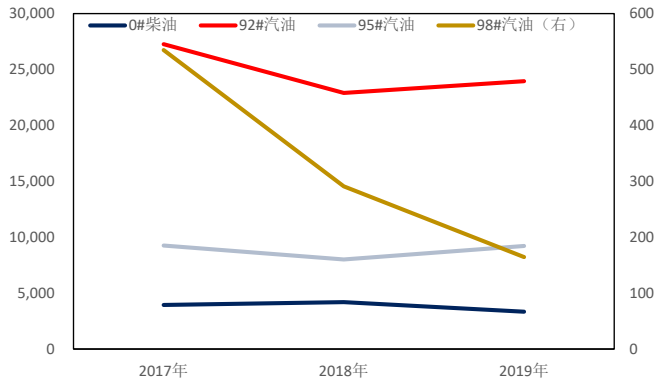
营业收入方面，公司2018年较2015年整体收入增长73.11%，复合增长率为9.58%。2019年，公司实现营业总收入194,014.67万元，同比下降17.06%，有两方面原因：一是2019年，公司调整业务结构，减少批发业务销量，着重发展毛利率较高的零售业务。二是2019年国际原油平均价格低于2018年，导致公司2019年批发和零售业务加权平均单价均较上年有所下滑。

图表 37：公司营业收入、营业成本及营收增速（万元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图表 38：公司汽柴油产品毛利（万元）

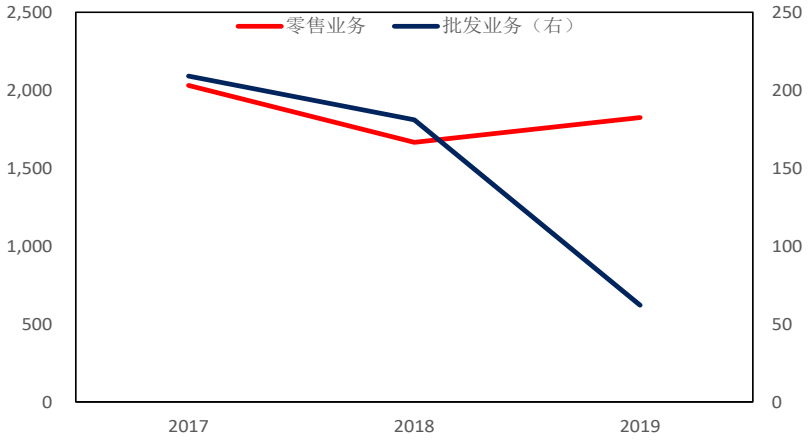


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

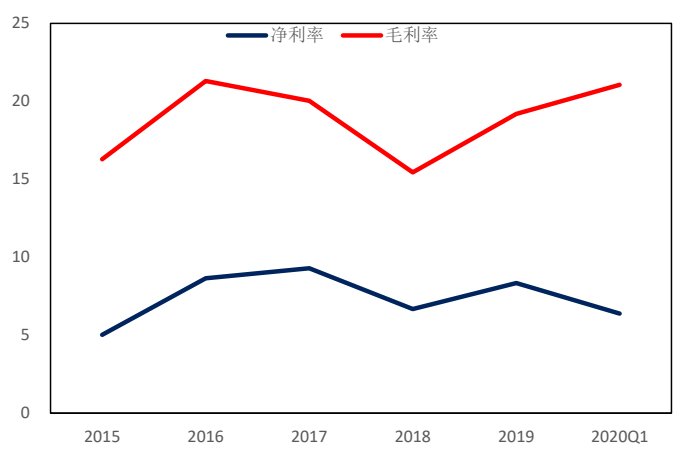
毛利方面，公司零售业务占比逐年上升。2019年，零售业务收入占比高于80%，毛利占比约99%。批发业务收入占比近20%，毛利占比仅1%左右。公司零售业务成品油单吨毛利近3年均值在1850元/吨左右。公司运营的30座加油站中，23座加油站单吨毛利超过1600元/吨。较高的单站单吨毛利保证了公司的盈利能力。2019年，公司毛利率为19.19%，同比增加3.75pct，净利率为8.34%，同比增加1.67pct。**公司整体盈利能力较强，15年以来毛利率一直高于15%，净利率一直高于5%，未出现经营亏损。**

图表 39：公司主营业务单吨毛利（元/吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 40：公司毛利率及净利率（%）

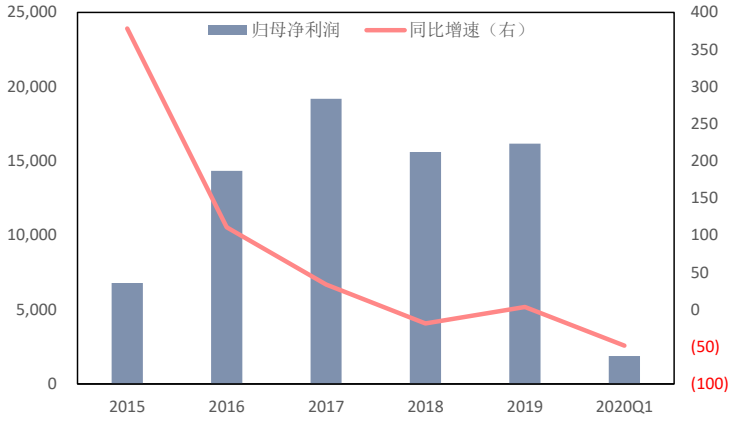


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

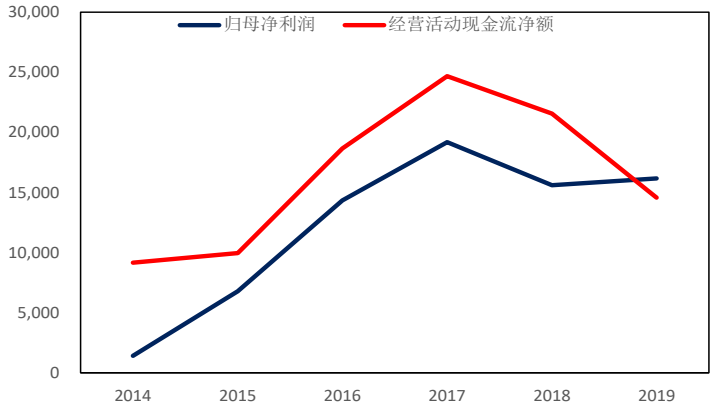
净利润和经营现金流方面，公司归属母公司净利润从2015年到2017年增长182.15%，复合增长率为41.31%。受成品油消费税改革新政和国际油价快速上涨导致的公司成品油批零价差缩小的影响。2018年，归属母公司净利润同比下滑18.67%。2019年，成品油消费税改革新政逐渐被市场消化，公司归属母公司净利润同比上升3.66%。**公司净利润与经营现金流走势基本匹配，整体现金流状况较好。**

图表 41：公司归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图表 42：公司归母净利润和经营现金流净额（万元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

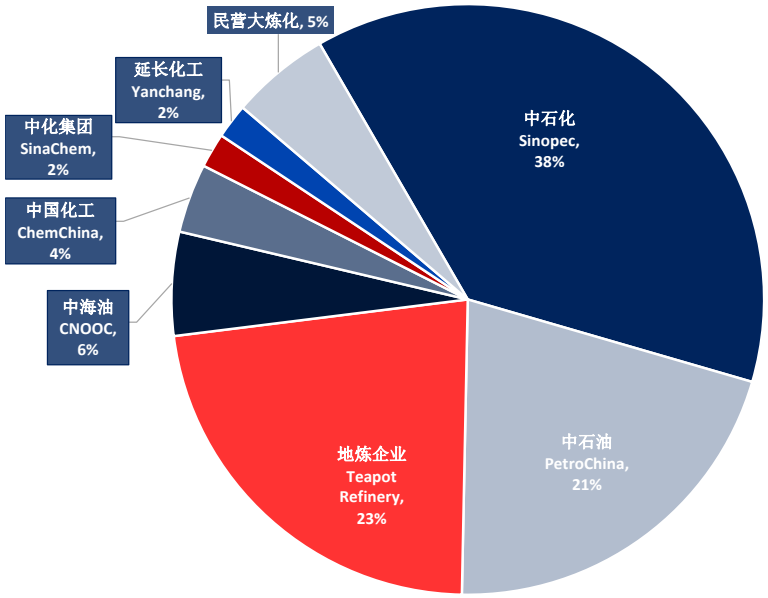
分红政策方面。公司2019年年度现金红利丰厚。2020年5月26日，公司董事会审议通过《关于公司2019年年度利润分配方案的议案》，根据利润分配预案：公司拟向全体股东每10股派发现金红利人民币4.00元（含税），截止2020年4月30日，公司现有总股本数13,338万股，拟向全体股东派发现金红利共计5335.2万元，占2019年度归母净利润的32.99%。未来三年的现金分红政策力度较大，公司承诺每年以现金形式分配的利润不低于当年实现的可分配利润的20%。

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

3. 多样化采购渠道，攫取成本优势

成品油批发、零售的上游主要为炼化企业。目前，我国的炼化产业是典型的央企三桶油，其他国企和民营地炼三足鼎立的格局，传统地炼和民营大炼化合计产能占比约为28%。随着国内石油行业市场化改革的深入，限制地炼企业发展的油源问题得到解决，近几年，地炼行业竞争日渐激烈。

图表 43：2019年中国炼化产业格局（%）



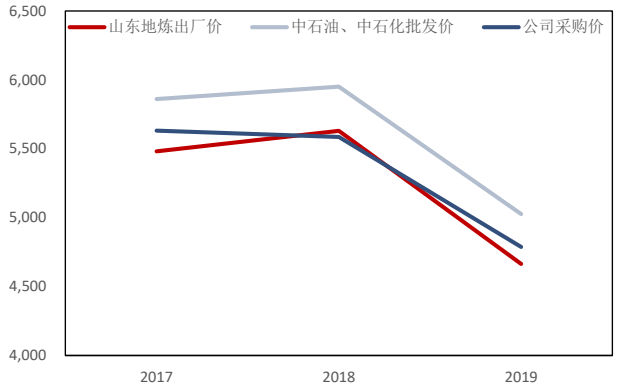
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

公司的采购渠道主要以山东地炼、西北大型国有石化企业为主，湖南本地的大型国有石化企业为辅，江沪地区和广东地区成品油贸易商为补充的模式。

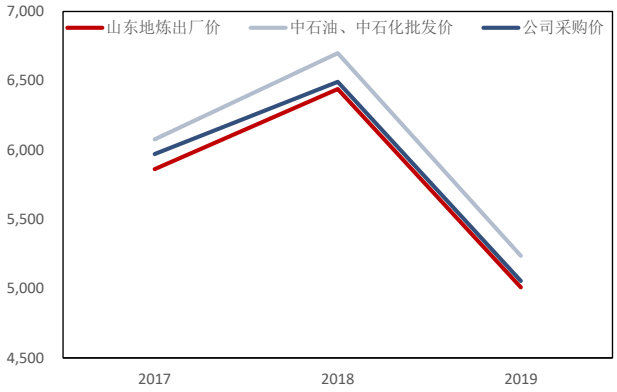
通过对比山东地炼出厂价和中石油、中石化批发价发现：公司主营产品：0#柴油、92#汽油和 95#汽油，**山东地炼出厂价较中 石油、中石化批发价均有显著的价格优势**，折价约 500-1000 元/吨左右。公司在国际油价较低和相关供应商给予优惠幅度较大时会向湖南、陕西、江沪、广东等地进行采购，主要为低成本补库措施。

图表 44：0#柴油企业年均批发价与公司采购价对比情况（元/吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

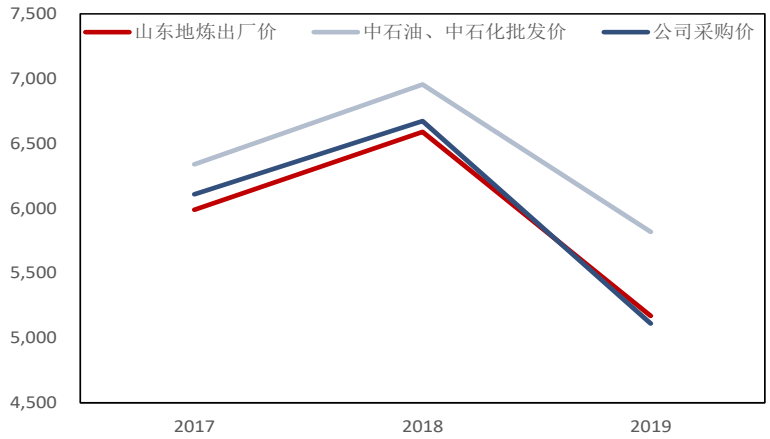
图表 45：92#汽油企业年均批发价与公司采购价对比情况（元/吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

图表 46：95#汽油企业年均批发价与公司采购价对比情况（元/吨）

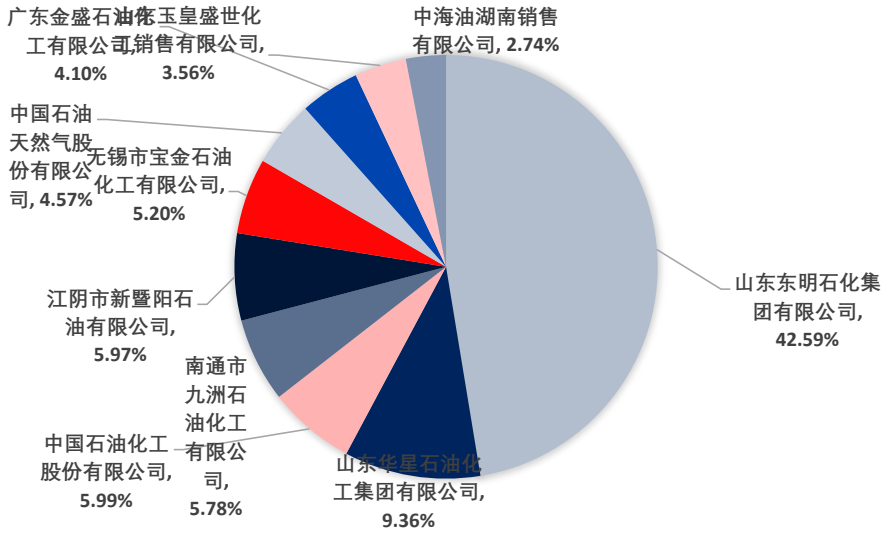


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

供应商结构方面，2017年-2019年，公司向前十大供应商采购总金额占比较为稳定，除2018年因国际油价较高时，公司向主要供应商采购量有所上升。**从结构上看，向前十大供应商采购金额比例逐渐均匀化。**2017年，公司主要向山东地炼企业采购成品油，尤其是东明石化，单个供应商比例近50%，而到2019年，公司向东明石化、齐润化工和中国石油、中石化湖南分公司采购成品油的金额共计占比64. 94%，且比例更为平均。

图表 47：2017年前十位供应商采购额及占比情况（万元，%）

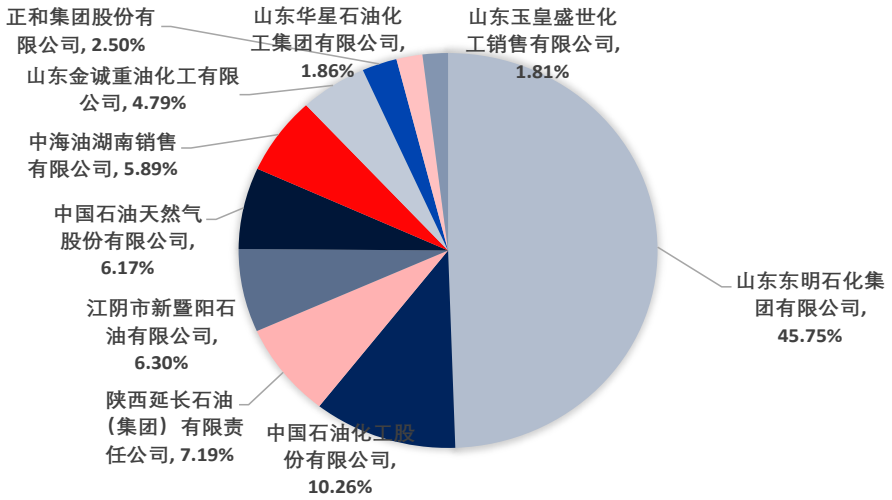


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

公司平均库存周期为15天，与国内成品油调价周期10个工作日基本一致，最大程度减小了原油价格变动导致地炼企业成品油出厂价波动对公司的不利影响，降低了油价波动对库存的影响，也便于公司调整每个阶段对供应商的选择。但在油价快速下降的时期仍会受到影响，如2018年4季度和2020年1季度，在这样的情况下，公司通常会减少存货，缩短库存周期以应对油价波动。

图表 48：2018年前十位供应商采购额及占比情况（万元，%）

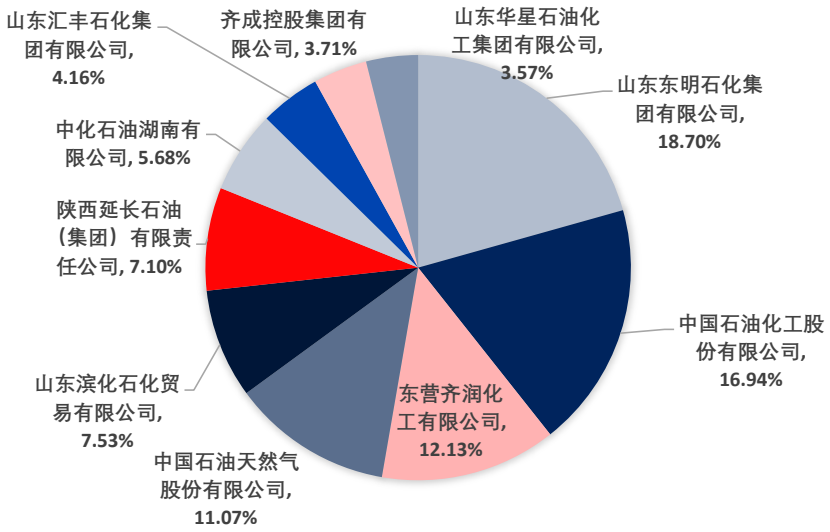


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

公司采购遵循“一单一谈，价低者得”的原则。随着国内多个大型炼化项目建成，成品油供应量加大，炼厂和成品油贸易商市场竞争加剧，我们预计公司向主要供应商采购比例将继续均匀化，而中小供应商将变动频繁，**公司整体采购议价能力将提升，成品油综合采购成本将进一步降低！**

图表 49：2019年前十位供应商采购额及占比情况（万元，%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

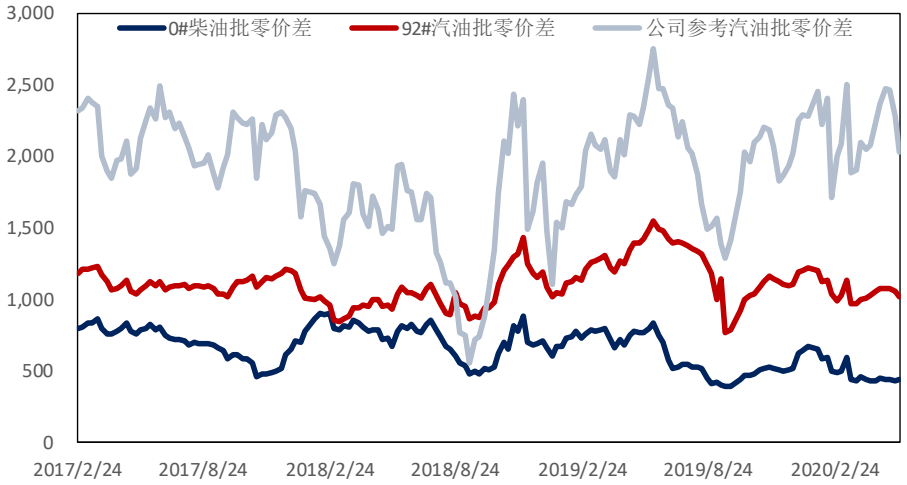
二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

4. 采购端获取批零价差优势，公司盈利空间增大

我们通过计算山东地炼企业汽油平均出厂价与湖南省零售最高指导价的差价（公司参考批零价差），截止2020年5月29日，公司参考批零价差为2020.54元/吨，远高于全国批零价差。

五月国际油价震荡上行导致公司参考批零价差出现下滑。随着国内成品油零售指导价在国际原油价格回到“地板价”上方后进行调整，批零价差预计将回升至4月的较高水平。

图表 50：全国汽柴油批零价差和公司参考批零价差（元/吨）

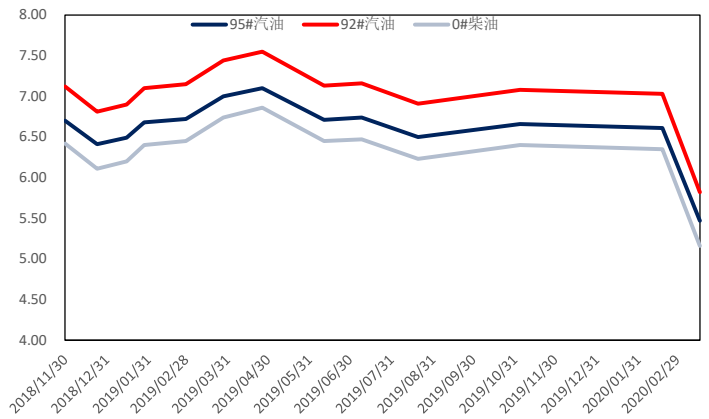


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

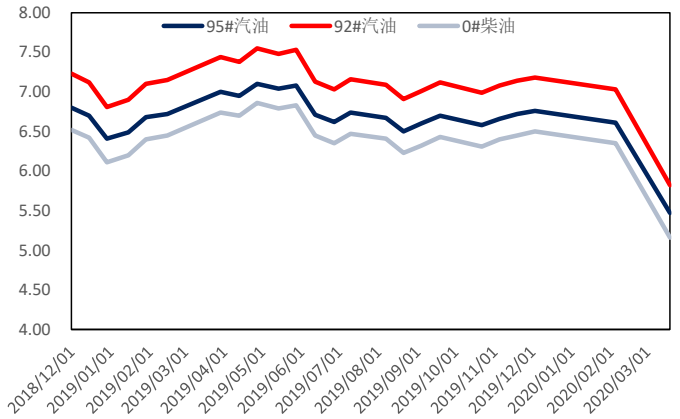
公司成品油零售价格与湖南省最高零售价格基本保持一致，但调价频率小些。通常情况下，公司油价调整时点早于湖南省零售价格调整前1-2天。目前国内汽柴油批零价差走扩，加油站零售业务拥有较大利润空间。2020年4月，公司多次开展充值促销活动和上市活动促销吸引客户，随着国内汽柴油批发价格进一步走低，**2020年公司零售业务有望在低成本优势下进一步反弹。**

图表 51：和顺石油成品油零售单价情况（元/升）



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 52：湖南省成品油零售单价情况（元/升）



资料来源：湖南省发展与改革委员会，信达证券研发中心

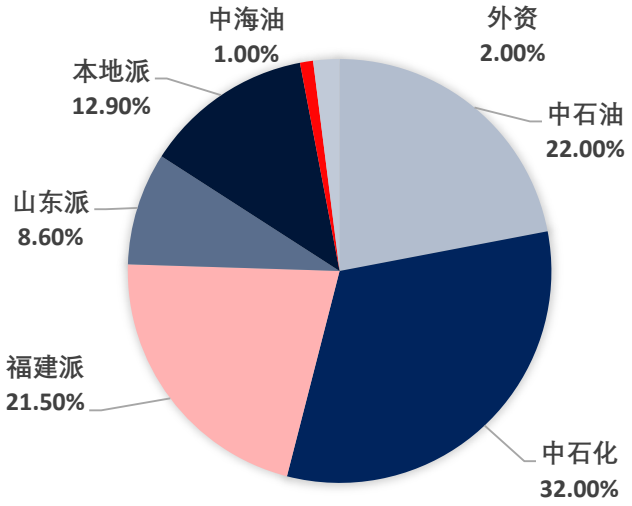
二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

5. 区域发展优势明显，加速低成本扩张

1）公司区域优势明显，各类项目加速落地

我国共有约10万座加油站，分为国企、民营、外企三大类，其中中石化3万座，中石油2万座，中海油约800多座，中化石油有600多座，三桶油约占全国的55%左右。民营约占43%，外企约占2%。**民营单站加油站普遍低于国企，民营加油站行业整体呈现“多、小、散”的特征，正因为此，民营加油站行业也孕育着巨大的收购整合的投资机会。**

图表 53：2016年中国加油站数量和类型分布（座）



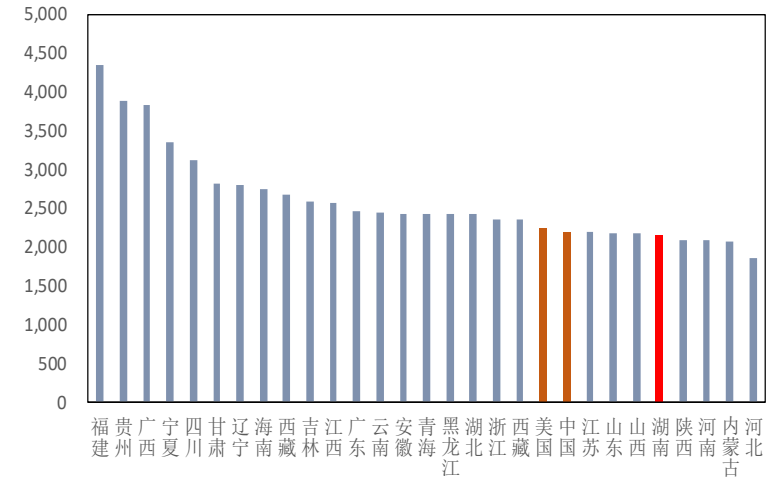
资料来源：中国数据调研网，信达证券研发中心

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

中国和中国和美国单个加油站服务汽车数量（=加油站数量/汽车保有量）相差不多，我国有21个省的加油站密度在2000-3000辆/站左右，各省加油站总量的增长空间整体有限，未来加油站企业机会主要表现为存量整合。

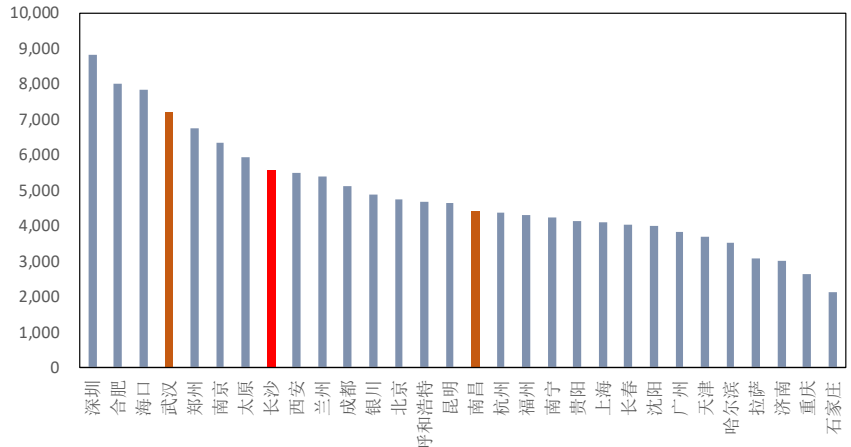
公司业务集中的长沙市单个加油站服务车辆数量在全国排名第八位，一方面表明区域内成品油需求好，另一方面表明区域市场加油站密度较全国水平更低，未来公司主营区域内，加油站仍有较大增长空间。另外，湖南周边的省会城市，如武汉市和南昌市，加油站密度同样较低，为公司业务向周边省市扩张提供了较大的进入空间。

图表 54：中美、各省单个加油站服务汽车数量（辆/站）



资料来源：百度地图，国家统计局，Statista，信达证券研发中心

图表 55：各省会和直辖市单个加油站服务汽车数量（辆/站）



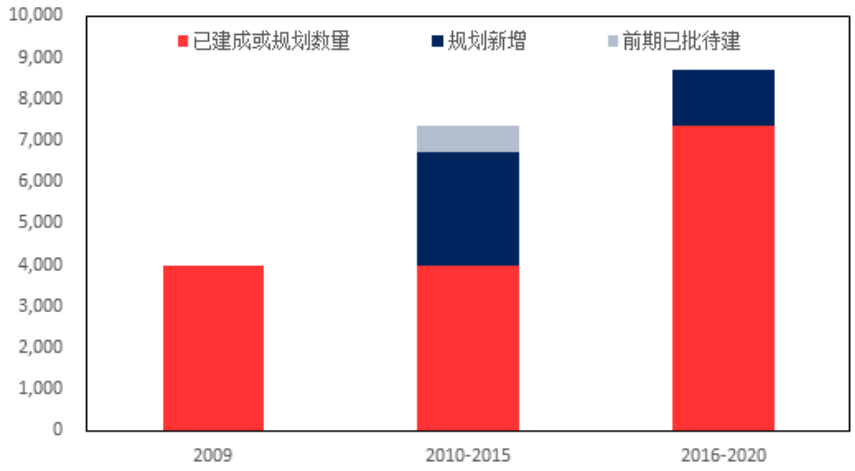
资料来源：百度地图，国家统计局，Statista，信达证券研发中心

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

根据湖南省商务厅发布的《湖南省成品油分销(零售)体系“十三五”行业发展规划》，“十三五”期间，湖南省新增规划加油站数量为1359座，仍处于规划阶段的加油站数量共计3573座，个体或民营加油站约占50%。

公司是除中石化、中石油以外，湖南省最大的民营加油站企业，面对下游广阔的市场，公司确定了明确的发展方面：一是建设铜官油库，提高公司整体油品运营能力；二是通过新建、收购、租赁、加盟等方式，增加经营的加油站数量；三是建立“和顺连锁加油站”品牌，提高单站盈利能力。

图表 56：湖南省规划建设加油站数量（座）

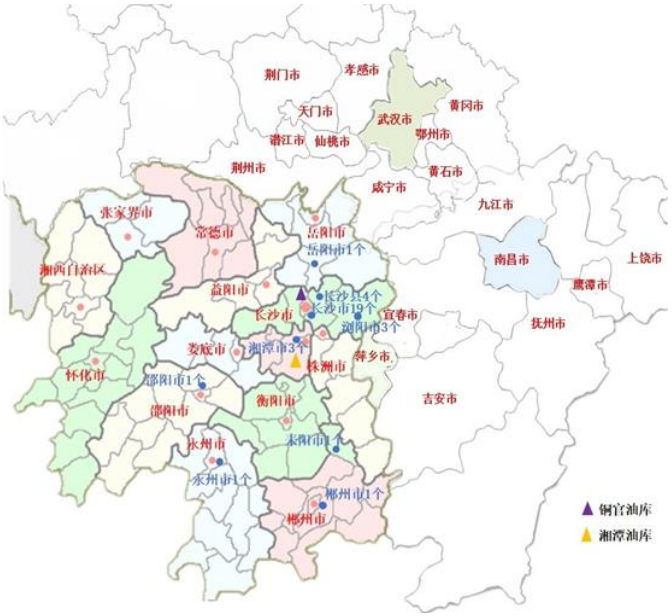


资料来源：湖南省商务厅，信达证券研发中心

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

公司位于长沙地区的加油站数量已有26座，**在有限的城市面积内，增量加油站成为稀缺资源。收购加油站的方式能够打破规划限制，快速扩张公司业务**。公司计划将上市募集资金中超过70%的资金将用于投入加油站扩张项目中，预计新增18座加油站，平均单站成本为3850万元/座。目前公司已与13座加油站签订了意向协议。为了保证公司的储油能力，公司布局的铜官油库预计2020年底建成投用，铜官油库完成建设后，公司将获得9万立方米油罐，约100万吨/年油品的自有周转能力。

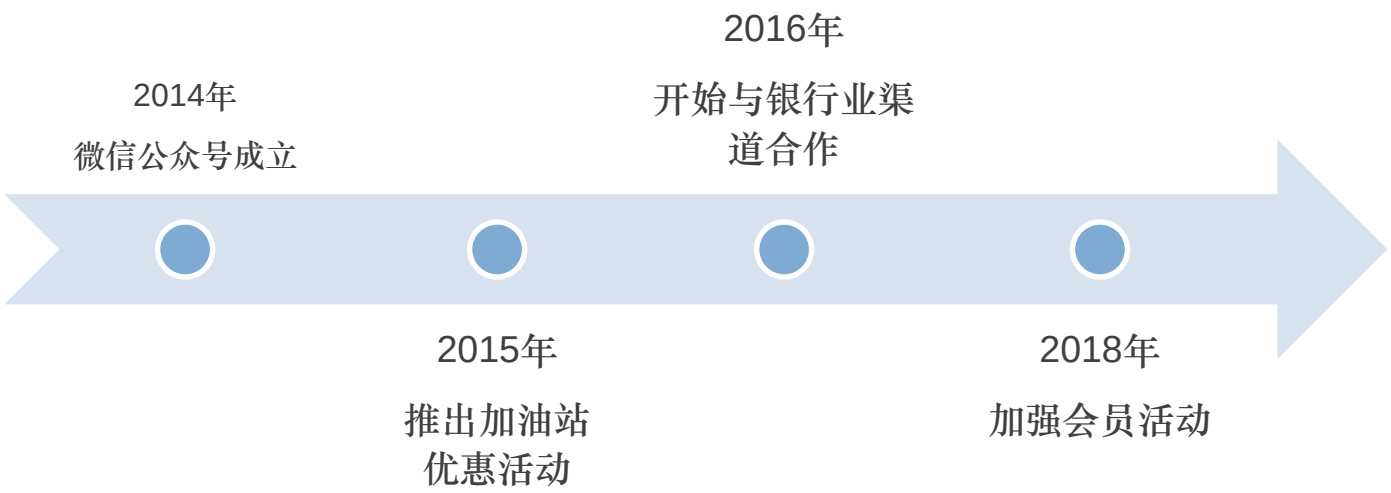
图表 57:公司加油站和油库分布



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

公司作为国内首家民营加油站上市企业，早期通过品牌形象、服务标准化改造，提高油品质量和提供擦车、全自动快速洗车等增值服务，“和顺石油”品牌在区域市场具有较强的品牌影响力。截止目前，公司加油站业务已拥有140万会员，约占长沙市常住人口的17%。**我们预计公司上市后，通过品牌宣传语营销活动，扩大“和顺连锁加油站”覆盖范围，会员数量有望进一步提高。**



二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

2）多种模式助推公司加速发展

根据和顺石油的发展规划，公司将通过新建、收购、租赁、加盟等多种发展途径并举模式，加速发展加油站业务，尤其是零售业务站点的开拓！

截止2019年，公司共经营30座加油站，其中自有产权加油站14座，租赁产权加油站16座。另外公司有9家加盟加油站，公司对加盟加油站实行“统一标识名称”形象管理，并统一安装和顺IC卡管理系统，同时与加盟加油站签订成品油销售合同，保证品牌旗下加油站油品质量。**消费者往往认为民营加油站的油品质量差，不愿意前往民营加油站加油，公司通过租赁加油站和加盟加油站的模式，进一步扩大“和顺石油”品牌影响力，有助于终端消费者对于“和顺石油”品牌的认识，增加终端客户黏性，提升公司成品油业务销量。**

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

2018年-2019年期间，公司自建加油站平均成本为4269万元/座（已建成和在建共7座）。2020年公司计划投入7亿元，新增18座加油站，平均单站成本为3850万元/座。**公司通过新建、租赁和收购的综合成本将低于自建平均成本，并且收购和租赁加油站的模式能缩短获取加油站的时间，使公司实现短期快速扩张的目标。**

图表 58:2018-2019年和顺石油加油站新增情况

序号	加油站名称	合同总金额（万元）	状态	获取方式
1	同心加油站	4600.00	已投入使用	孙公司股权收购
2	星安加油站	3700.00	已投入使用	自建
3	学莲加油站	5735.00	已投入使用	自建
4	杨家湾加油站	3200.00	已投入使用	自建
5	滨水新城加油站	4398.00	已投入使用	自建
6	易家湾加油站*	2211.43	已出租	母公司股权转让
7	大汉加油站	4300.00	在建	自建
8	龟山路加油站	5700.00	在建	自建
9	敏州西路加油站	2850.00	在建	自建

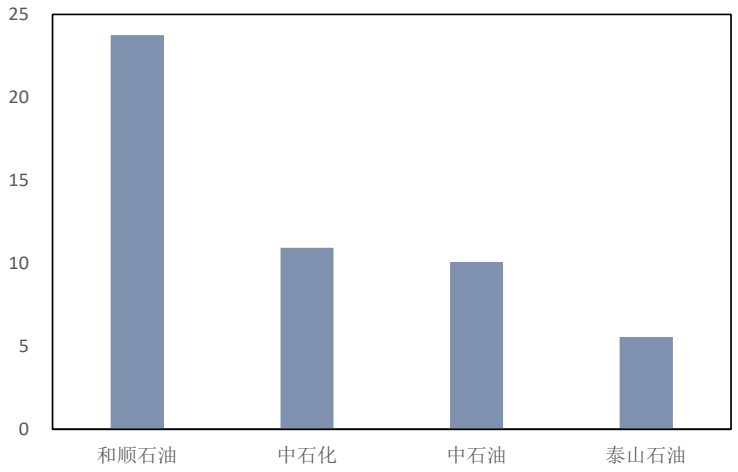
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、信达石化首推，国内首家民营加油站企业——和顺石油

2019年，中石化、中石油和泰山石油单站日均加油量分别为10.94吨/日、10.08吨/日和5.57吨/日。和顺石油单站日均销量为23.75吨/日，有23座单日销量超过10吨/日。加油站集中于长沙市车流量较大的核心区域是公司单站日均销量处于高位的主要原因。公司扩张计划针对的收购标的单日销量均高于10吨/日，将进一步提升公司平均销量水平。

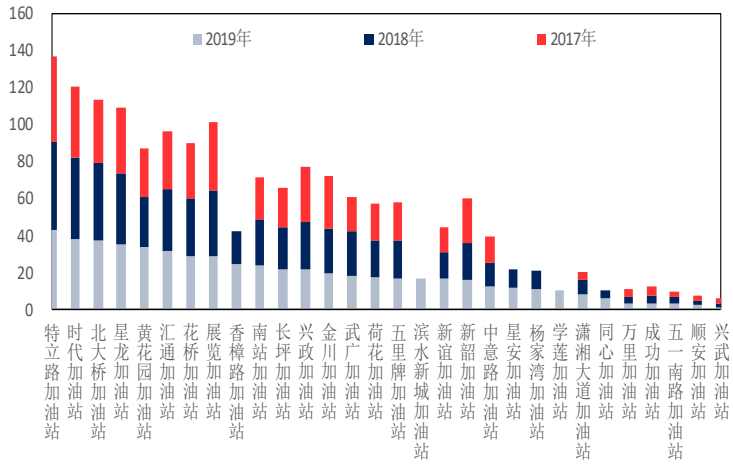
公司完成扩张计划后，公司在核心区域的加油站规模扩大，叠加用国内首家民营上市加油站“和顺石油”品牌优势和管理、服务体系升级的优势，与当地的民营加油站合作，共同提升单站销量和经营效率。

图表 59：2019年各家公司单站日均油品销量情况（吨/日）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图表 60：公司各加油站单站日均销量（吨/日）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

一、基本假设和盈利预测

基于以下假设，我们预测公司2020-2022年EPS（摊薄）分别为1.42元/股，1.82元/股和2.40元/股。

表:公司经营收入和成本预测（万元，%）

	2017年	2018年	2019年	2020年E	2021年E	2022年E
Brent油价全年均值（美元/桶）	55.00	72.00	64.00	45.00	50.00	55.00
批发业务						
营业收入	72,404.62	69,582.27	36,541.12	44,101.38	75,785.53	105,999.07
营收增速		-3.90%	-47.49%	21%	72%	40%
毛利率(%)	4.03%	2.86%	1.04%	4%	3%	3%
零售业务						
营业收入	132,240.13	162,327.09	155,224.73	105,639.42	200,469.23	341,120.58
营收增速		22.75%	-4.38%	-32%	90%	70%
毛利率(%)	28.79%	20.59%	23.38%	36%	30%	28%
综合						
营业收入	204,644.75	231,909.36	191,765.85	149,740.80	276,254.77	447,119.65
营收增速		13.32%	-17.31%	-21.91%	84%	62%
综合毛利率	20.02%	15.27%	19.14%	26%	22%	22%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表:三费假设（%））

	2017年	2018年	2019年	2020年E	2021年E	2022年E
销售费用	5.57%	4.92%	6.11%	0.36%	0.36%	0.36%
管理费用	1.29%	1.03%	1.10%	7.11%	8.11%	9.11%
财务费用	0.44%	0.52%	0.52%	0.65%	0.32%	0.28%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、相对估值与投资评级

1、与可比上市公司估值相比

泰山石油和广聚能源在国内均经营成品油批发零售业务，与公司经营模式类似，我们利用2019年EPS（摊薄）计算了静态PE，发现公司2019年静态PE约为37倍，明显低于泰山石油和广聚能源。

表:可比公司估值对比

代码	上市公司	股价	2019 年 EPS（摊薄，元/股）	2019 年静态 PE（倍）
000554.SZ	泰山石油	4.45	0.01	445
000096.SZ	广聚能源	10.60	0.24	44.17
603353.SH	和顺石油	28.75	1.21	37

资料来源：信达证券研发中心 注：股价为2020年06月12日收盘价

盈利预测、估值与投资评级

2、与行业市盈率相比

鉴于公司属于证监会行业分类之“零售行业F52”，我们选取了“证监会零售行业指数”近10年的PE数据，发现中位数为30倍，平均值为31倍，根据我们对公司盈利预测，**公司对应2020年6月12日的收盘价PE为32倍、25倍、19倍，公司动态PE低于零售行业近10年中枢，估值处于历史较低水平，首次覆盖给予“买入”评级。**

图：证监会零售行业指数的历史PE（倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心 注：截止2020年06月12日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	255.73	376.92	1,399.63	1,576.68	1,882.10
货币资金	145.09	222.97	1,286.94	1,373.57	1,561.15
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	4.17	8.47	4.43	8.18	13.23
预付账款	35.44	26.32	18.73	36.41	59.41
存货	59.81	102.76	73.13	142.14	231.92
其他	11.22	16.40	16.40	16.40	16.40
非流动资产	614.38	640.88	632.58	818.84	996.32
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（合计）	124.52	146.82	158.61	171.90	165.26
无形资产	375.39	375.91	377.19	573.91	761.83
其他	114.48	118.16	96.79	73.03	69.23
资产总计	870.11	1,017.81	2,032.21	2,395.52	2,878.42
流动负债	344.76	330.60	289.72	410.62	573.55
短期借款	141.24	141.24	141.24	141.24	141.24
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	14.63	10.93	7.78	15.12	24.67
其他	188.89	178.42	140.70	254.26	407.63
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	344.76	330.60	289.72	410.62	573.55
少数股东权益	4.96	4.94	5.06	5.21	5.40
归属母公司股东权益	520.39	682.27	1,737.28	1,979.39	2,299.01
负债和股东权益	870.11	1,017.81	2,032.21	2,395.52	2,878.42

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,339.15	1,940.15	1,514.97	2,794.94	4,523.63
营业成本	1,977.90	1,567.89	1,115.70	2,168.60	3,538.43
营业税金及附加	8.14	6.27	5.47	10.10	16.34
销售费用	115.03	118.54	107.71	226.66	412.09
管理费用	24.18	21.27	24.18	58.59	117.45
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	12.26	10.00	9.85	8.86	12.77
减值损失合计	-1.77	-0.40	-0.93	-1.66	-2.60
投资净收益	2.25	0.08	0.82	0.82	0.82
其他	0.21	-0.70	-1.86	-3.31	-5.21
营业利润	205.87	215.97	251.94	321.30	424.75
营业外收支	3.49	0.51	1.56	1.71	1.68
利润总额	209.36	216.48	253.50	323.01	426.43
所得税	53.25	54.76	63.38	80.75	106.61
净利润	156.11	161.72	190.13	242.26	319.82
少数股东损益	0.08	-0.02	0.12	0.15	0.20
归属母公司净利润	156.03	161.74	190.01	242.11	319.63
EBITDA	243.76	256.79	298.41	373.76	487.11
EPS (当年)(元)	1.56	1.62	1.42	1.82	2.40

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	215.62	145.31	234.58	323.19	425.54
净利润	156.11	161.72	190.13	242.26	319.82
折旧摊销	27.43	34.50	37.77	43.96	53.71
财务费用	6.97	5.82	7.14	6.79	6.97
投资损失	-2.25	-0.08	-0.82	-0.82	-0.82
营运资金变动	27.35	-56.52	-0.39	28.97	42.64
其它	0.01	-0.12	0.75	2.04	3.22
投资活动现金流	-144.74	-61.38	-28.47	-229.78	-230.99
资本支出	-127.34	-62.08	-29.29	-230.60	-231.81
长期投资	-17.74	80.08	0.82	0.82	0.82
其他	0.34	-79.38	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-68.06	-6.46	857.86	-6.79	-6.97
吸收投资	0.00	0.00	918.35	0.00	0.00
借款	19.20	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	87.26	6.46	60.49	6.79	6.97
现金流净增加额	2.81	77.88	1,063.97	86.62	187.58

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,339.15	1,940.15	1,514.97	2,834.71	4,535.87
同比（%）	13.23%	-17.06%	-21.91%	87.11%	60.01%
归属母公司净利润	156.03	161.74	190.01	247.74	321.05
同比（%）	-18.67%	3.66%	17.48%	30.38%	29.59%
毛利率（%）	15.44%	19.19%	26.35%	22.51%	21.79%
ROE%	32.35%	26.90%	15.71%	13.31%	14.96%
EPS (摊薄)(元)	1.17	1.21	1.42	1.86	2.41
P/E	39	37	32	25	19
P/B	11.81	9.01	3.56	3.12	2.68
EV/EBITDA	12.59	11.95	13.56	10.61	8.28

研究团队简介、机构销售联系人

陈淑娴，石化行业首席分析师。

北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油、天然气和油服产业链的研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。荣获2019年第7届 Wind“金牌分析师”石化行业第二名。担任财视中国“领遇智库”理事，对石化产业有深度专业研究，曾多次担任石化行业大型会议的特邀主题演讲人，并在多家石化行业权威媒体发表文章。

【能化娴谈】



微信公众号

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎中性行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数 ：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入： 股价相对强于基准20%以上；

增持： 股价相对强于基准5%～20%；

持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；

卖出： 股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好： 行业指数超越基准；

中性： 行业指数与基准基本持平；

看淡： 行业指数弱于基准。