

强烈推荐-A (首次)

鲁西化工 000830.SZ

当前股价: 7.36 元
2017年07月24日

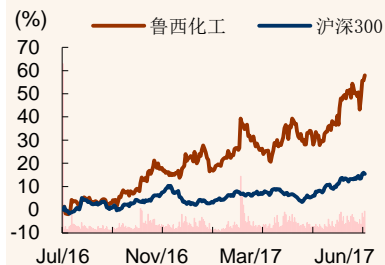
退城进园初现成本优势, 产品涨价打开盈利空间

基础数据

上证综指	3238
总股本(万股)	146486
已上市流通股(万股)	146398
总市值(亿元)	108
流通市值(亿元)	108
每股净资产(MRQ)	5.9
ROE(TTM)	5.5
资产负债率	64.8%
主要股东	鲁西集团有限公司
主要股东持股比例	33.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	35	57
相对表现	12	24	42



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

周铮

zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn
S1090516110001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn
S1090516050001

联系人

于庭泽

yutingze@cmschina.com.cn

公司对化肥业务依赖度逐步降低, 大力发展化工新材料业务, 应对行业周期波动的能力大幅提升, 具备园区一体化优势, 产能有序推进, 经营业绩稳步提升。2017-2019年EPS分别为0.57/0.75/0.78元, 净利润同比增速分别为231%、30%、5%, 最新收盘价对应估值分别为13/10/9倍。首次给予强烈推荐评级!

- 公司化工业务收入利润占比逐年提升, 产品多元化战略成效明显, 在建化工品产能丰富保障未来3年业绩高速增长。1) 自2012年以来, 公司大力发展化工业务, 2016年实现营收109.5亿元, 化工板块占比66%。2) 公司主要产品在建产能有13万吨PC、10万吨己内酰胺、13万吨尼龙-6, 各项产能将在17年底、18年初逐步投产, 保障未来三年业绩高速增长。
- 多种化工产品涨价有望持续, 价差显著扩大, 烧碱和甲酸为利润增量主力贡献品种。1) 自2016H2环保趋严, 氯碱工艺副产物液氯的下游氯化物生产受限, 液氯处理成本达900-1000元/吨, 导致企业下降负荷, 烧碱供给减少, 价格上涨。未来环保压力升级, 价格上涨有望持续。2) 甲酸供需紧平衡, 生产商少, 阿斯德停产后短期难以复产, 预计甲酸价格有望高位维持。公司目前在建20万吨甲酸, 建成后产能有望达到40万吨, 领跑全球。
- 国内PC产能扩张快, 未来高端产品依然紧缺, 2020年市场规模将达181亿元。1) 目前我国PC自给率仅34.5%, 未来三年市场规模达181亿元。2) 高功化、专用化是未来发展趋势, 高端产品依然紧缺。3) 公司PC产能年底将达20万吨, 将成为国内PC主要生产商, 抢占进口替代先机。
- 公司园区一体化优势逐步显现, 降本提效迎来盈利拐点。1) 园区化管理可有效降低运输成本, 废污处理成本, 实现经济、环境收益双赢。2) 公司持续进行旧项目的技改和园区工艺产线的优化, 经多年资金投入, 园区循环经济性大幅提升, 从2017年开始成本优势将逐步显现。
- 强烈推荐! 预计2017~19EPS为0.57/0.75/0.78元, 2018对应PE10倍。
- 风险提示: 在建项目进度低于预期、化工品价格大幅波动。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	12871	10949	14425	18283	20950
同比增长	-1%	-15%	32%	27%	15%
营业利润(百万元)	314	252	978	1300	1353
同比增长	-29%	-20%	288%	33%	4%
净利润(百万元)	289	253	841	1100	1142
同比增长	-20%	-13%	233%	31%	4%
每股收益(元)	0.20	0.17	0.57	0.75	0.78
PE	37.3	42.7	12.8	9.8	9.4
PB	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司概况：大力发展化工业务，盈利能力显著提升	5
1、化工板块收入和利润占比提升，产品多元化战略成效显著	5
2、公司业绩稳定增长，主要化工产品盈利能力强	7
二、烧碱供需维持紧平衡，涨价行情有望持续	9
1、烧碱主要采用氯碱工艺，最大的下游消费市场是氧化铝	9
2、公司淘汰落后的隔膜烧碱产能，配置产能消化液氯，双重举措降低成本	9
3、副产物液氯处理成本过高导致烧碱供给大幅收缩	11
4、烧碱新增产能无法如期投放，下游需求确定增长，2017 年烧碱供需维持紧平衡	11
三、甲酸盈利能力强，未来发展前景光明	14
1、甲酸生产主要采用甲酸甲酯水解法	14
2、公司甲酸毛利率超 40%，17 年底将成为全球最大生产商	15
3、甲酸供给偏紧有望持续，阿斯德暂无复产计划	16
五、未来 3 年国内 PC 进口替代市场空间超 100 亿元，鲁西有望抢占先机	17
1、PC 主流采用光气法，下游最大消费市场为电子电器，占比达 29%	17
2、PC 价格与双酚 A 关联，但主要影响因素是供求关系	18
3、中国产能逐年扩张，PC 产能中心将逐步向东亚地区转移	19
(1) 预计到 2020 年中国 PC 产能 160 万吨，占全球总产能 30%，有望领跑全球 ..	19
(2) 高功化、专用化是未来产品发展趋势，高端产品依然紧缺	20
4、目前我国 PC 自给率近 34.5%，未来三年市场规模达 181 亿元	22
6、鲁西化工产能年底将达 20 万吨，成为国内 PC 主要生产商	23
三、公司园区一体化优势逐步显现，降本提效迎来盈利拐点	23
1、园区化管理可有效降低生产成本，实现经济、环境收益双赢	23
2、鲁西化工园区化管理优势逐渐显现	24
3、未来两年产能投放不断，成为业绩增长重要推动力	24
四、盈利预测：公司业绩进入高速增长期，强烈推荐！	25
1. 主要假设	25
2. 盈利预测与投资评级	26

图表目录

图 1: 2007-2016 公司分业务收入结构 (亿元)	5
图 2: 2007-2016 公司分业务毛利润结构 (亿元)	5
图 3: 公司化工业务收入占比逐年上升	5
图 4: 公司化工业务毛利润占比逐年上升	5
图 5: 公司股权结构图 (截至 2017 年一季度)	6
图 6: 公司产品上下游产业链	7
图 7: 2007~2016 公司营业收入及同比增速	8
图 8: 2006~2016 净利润及同比增速	8
图 9: 2007~2016 公司分业务毛利率	8
图 10: 2007~2016 公司综合毛利率	8
图 11: 氯碱工艺流程图	9
图 12: 2015 年国内烧碱下游消费结构	9
图 13: 2016 年国内烧碱产能分类型分布	10
图 14: 液氯价格走势 (元/吨)	11
图 15: 氧化铝库存量走势 (万吨)	12
图 16: 2007-2017E 国内烧碱产能及产能增长率	14
图 17: 2012-2017H1 国内烧碱开工率走势	14
图 18: 烧碱 (32%离子膜华东) 价格走势 (元/吨)	14
图 19: 烧碱 (99%片碱) 价格走势 (元/吨)	14
图 20: 甲酸甲酯水解法工艺流程图	15
图 21: 2016 年甲酸下游消费结构	15
图 22: 2014-2017H1 甲酸价格走势 (元/吨)	17
图 23: 甲酸进出口关系	17
图 24: 光气界面缩聚法制 PC 工艺流程图	17
图 25: 2014 年上半年国内 PC 下游消费结构	18
图 26: 2012-2017 年双酚 A 及 PC 价格走势 (元/吨)	18
图 27: 2012-2017 年国内 PC 价格走势 (元/吨)	18
图 28: 截至 2017 年 2 月全球 PC 产能格局	19
图 29: PC 材料特性及下游用途	22
图 30: 2012-2016 年 PC 表观消费量及自给率走势	23
图 31: 全球 PC 消费市场格局 (分区域)	23

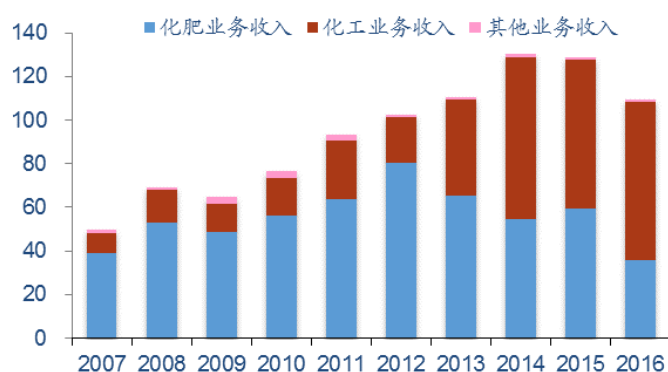
图 32: 2008-2016 年鲁西化工固定资产周转率下降	24
图 33: 2013-2016 年鲁西化工研发支出占收入比提升	24
图 34: 鲁西化工历史 PE Band	26
图 35: 鲁西化工历史 PB Band	26
表 1: 公司前 10 大股东明细 (截至 2017 年一季度)	6
表 2: 公司历年产能统计表	6
表 3: 2016 年国内烧碱产能分布	10
表 4: 离子膜法与隔膜法工艺技术对比	10
表 5: 各地区出现倒贴运费销售液氯	11
表 6: 2017 年氧化铝新增产量测算	12
表 7: 2017 年氧化铝对烧碱需求量增量测算	12
表 8: 2017-2018 年国内计划投产烧碱产能	13
表 9: 2017 年上半年国内实际新增烧碱产能	13
表 10: 2016 年国内甲酸已投产产能	15
表 11: 国内甲酸在建产能	16
表 12: 2016 年全球主要供应商及其产能分布	16
表 13: 2016 年全球 PC 已有产能统计	19
表 14: 国内 PC 在建产能统计	20
表 15: PC 产品分类 (按性能)	21
表 16: PC 产品分类 (按应用类型)	21
表 17: 2016 年国内 PC 已有产能统计	22
表 18: 光气与非光气工艺对比	23
表 19: 销售收入结构预测	25
表 20: 盈利预测简表	25
表 21: 可比公司估值表 (截至 2017 年 7 月 21 日收盘)	26
附: 财务预测表	27

一、公司概况：大力发展化工业务，盈利能力显著提升

1、化工板块收入和利润占比提升，产品多元化战略成效显著

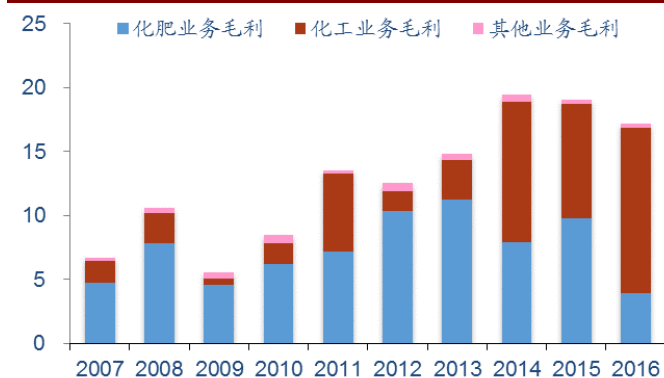
基本情况：鲁西化工成立于 1990 年，1998 年 8 月于深圳证券交易所上市。公司早期依托煤气化平台，主要生产和销售尿素和复合肥产品，2012 年前化肥业务收入占比一度超过 80%。经过公司产品结构调整，化工业务收入占比逐年提升。目前主要终端产品包括烧碱、聚碳酸酯（PC）、甲酸等。

图 1：2007-2016 公司分业务收入结构（亿元）



资料来源：wind、招商证券

图 2：2007-2016 公司分业务毛利润结构（亿元）



资料来源：wind、招商证券

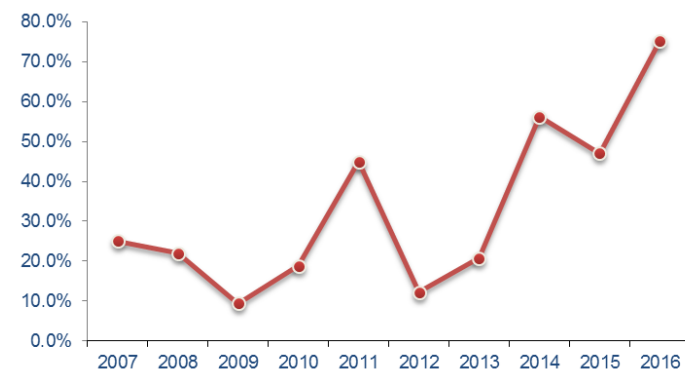
业务结构：自 2012 年以来，公司化肥板块收入和利润占比逐年降低。自 2014 年起，公司收入、利润的主要贡献方由化肥板块变为化工板块。公司 2016 年实现营业收入 109.5 亿元，其中化工板块收入占比 66%，化肥板块收入占比 33%；实现毛利润 17.2 亿元，其中化工板块毛利占比 75%，化肥板块毛利占比 23%。按照产业链划分，公司发展了盐化工、氯碱、制冷剂、煤化工、化肥、新材料（己内酰胺、多元醇、尼龙 6）、PC 七大事业部。

图 3：公司化工业务收入占比逐年上升



资料来源：wind、招商证券

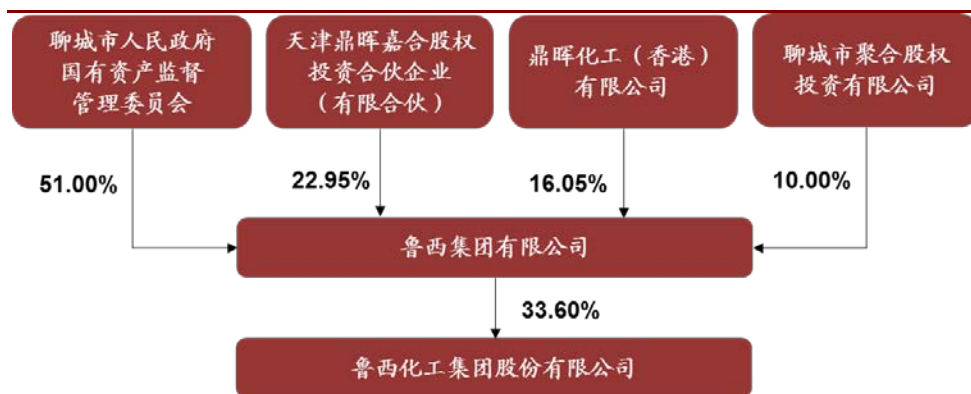
图 4：公司化工业务毛利润占比逐年上升



资料来源：wind、招商证券

股权结构：截至 2017 年一季度末，公司第一大股东为山东聊城鲁西化工集团有限责任公司，持股比例 34%，实际控制人为聊城市国资委。

图 5: 公司股权结构图 (截至 2017 年一季度)



资料来源: 公司 2017 年一季报、招商证券

表 1: 公司前 10 大股东明细 (截至 2017 年一季度)

股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例
鲁西集团有限公司	49,225	34%
中央汇金资产管理有限责任公司	3,912	3%
中国证券金融股份有限公司	1,376	1%
嘉实中证金融资产管理计划	1,056	1%
全国社保基金六零二组合	1,055	1%
宝盈新兴产业灵活配置混合型证券投资基金	1,044	1%
工银瑞信中证金融资产管理计划	889	1%
何发秀	826	1%
全国社保基金一零八组合	700	0.50%
云瑞鼎盛证券投资集合资金信托计划	642	0.40%
合计	60,724	41%

资料来源: 公司公告、招商证券

产能: 截止 2016 年底, 公司甲酸产能 20 万吨/年, 居全国第一; 聚碳酸酯产能 6.5 万吨/年, 居全国第五; 烧碱、己内酰胺产能分别为 40 万吨/年、10 万吨/年。由于退城进园项目影响, 公司尿素和复合肥产能较 2015 年末产能分别减少了 90 万吨/年和 40 万吨/年。公司主要在建产能为 13 万吨聚碳酸酯项目、10 万吨己内酰胺项目、13 万吨尼龙-6 项目。

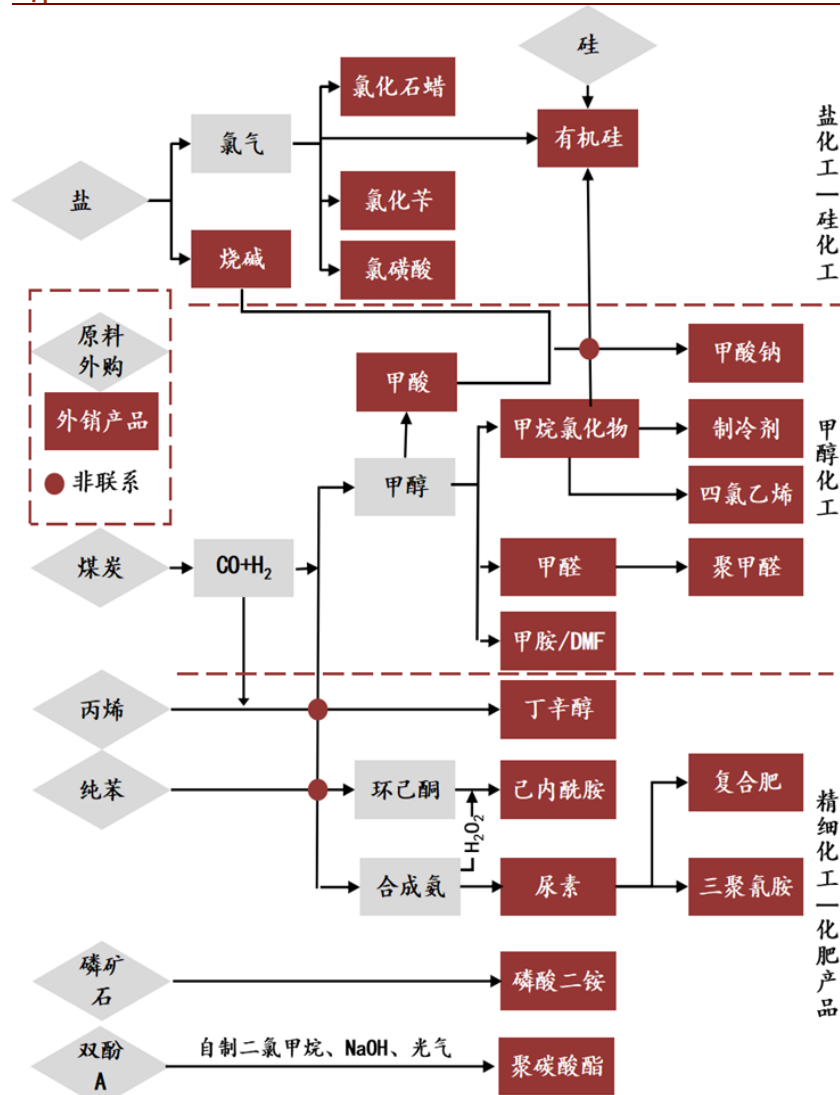
表 2: 公司历年产能统计表

产品(万吨)	2012	2013	2014	2015	2016	备注
烧碱	30	30	20	20	40	
甲烷氯化物	22	22	22	22	22	
氯磺酸	10	10	10	10	10	
氯化苄	8	8	8	8	8	
三聚氰胺	-	-	-	-	6	
氯化石蜡	-	-	-	-	5	
DMF	-	-	-	-	10	
DMC	-	-	-	-	3	
甲酸钠	10	10	10	10	10	
甲酸	-	10	10	20	20	
丁醇	-	25	50	37	20	

辛醇	-	-	-	-	17	
己内酰胺	-	10	10	10	10	二期 10 万吨于 2017 年 8 月试开车
尼龙 6	-	-	-	-	7	二期 13 万吨预计于 17 年底 18 年初投产
聚碳酸酯	-	-	-	-	7	预计 17 年底产能达到 20 万吨
尿素	180	180	180	180	90	
复合肥	150	150	210	210	170	
R125	-	-	-	-	1	
R32	-	-	-	-	1	
双氧水	-	20	20	36	36	三期在建 18 万吨，远期总规划 27.5% 双氧水产能 100 万吨

资料来源：公司公告、招商证券

图 6: 公司产品上下游产业链



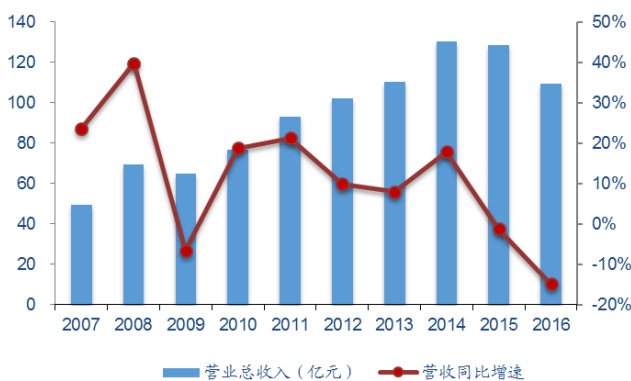
资料来源：公司资料、招商证券

公司收入和利润稳步增长。公司利润 2009 年以前每年均保持增长，2009 年、2012 年

受到世界性金融危机及欧债危机影响，业绩分别有所下降。2009-2016 年公司营业收入由 65 亿元增长至 109 亿元，年复合增速达 11%，净利润由 1.4 亿元增长至 2.5 亿元，年复合增速达 5%。

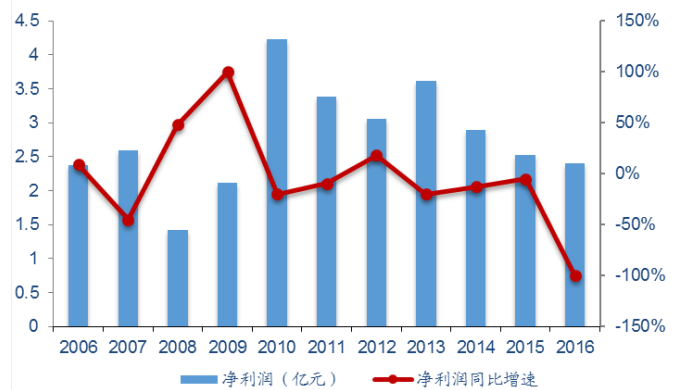
产品结构多元化，抗周期性能力增强。2012 年以来，公司加化工板块规模不断扩大，产品结构趋于合理，发展了氯碱、新材料（己内酰胺、多元醇、尼龙 6）、PC 等七大事业务部。多元化的产品结构利于公司规避因单种产品价格变动而产生的风险，增强抗周期能力，使利润空间稳定。公司综合毛利率从 2012 年底的 12% 提升至 2016 年底的 16%，同年主要化工品烧碱、聚碳酸酯、甲酸、己内酰胺毛利率也大幅提升，显现出极强的盈利能力。

图 7：2007~2016 公司营业收入及同比增速



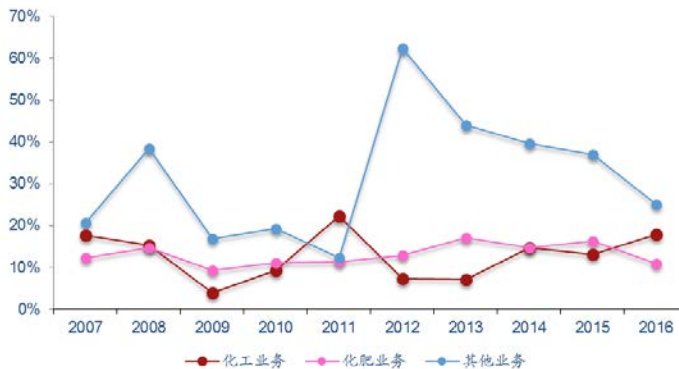
资料来源：wind、招商证券

图 8：2006~2016 净利润及同比增速



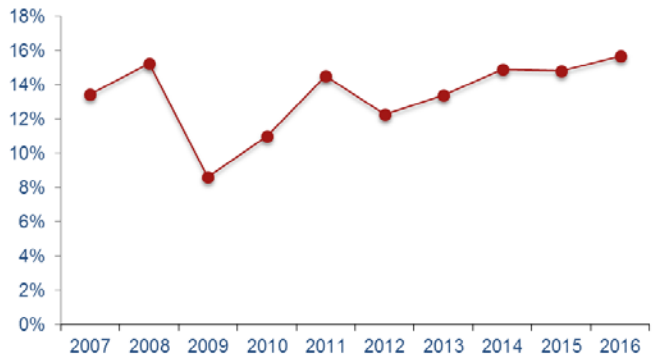
资料来源：wind、招商证券

图 9：2007~2016 公司分业务毛利率



资料来源：wind、招商证券

图 10：2007~2016 公司综合毛利率



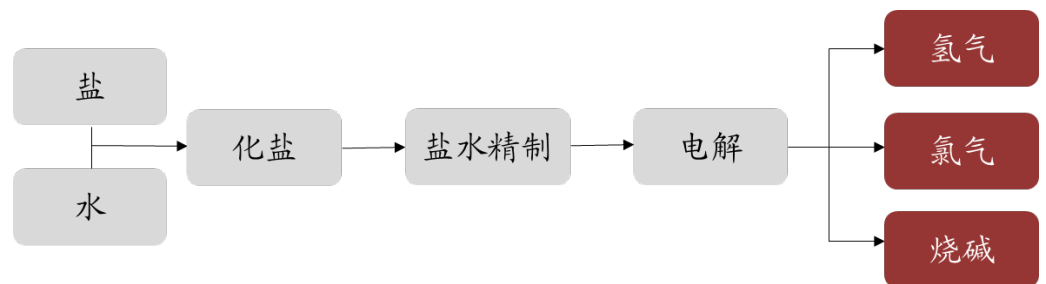
资料来源：wind、招商证券

二、烧碱供需维持紧平衡，涨价行情有望持续

1、烧碱主要采用氯碱工艺，最大的下游消费市场是氧化铝

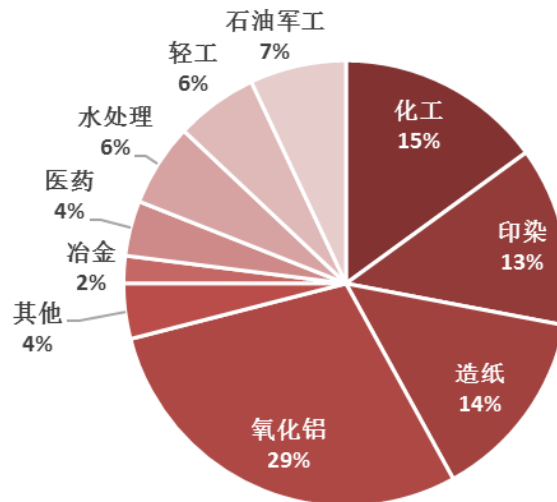
烧碱又名氢氧化钠 (NaOH)，是一种重要的基础化工原料。烧碱的下游应用极为广泛，其中氧化铝、化工、印染、造纸行业占比总计达 71%。工业上，烧碱采用氯碱工艺生产，副产物包括氯气和氢气。

图 11：氯碱工艺流程图



资料来源：中国知网、招商证券

图 12：2015 年国内烧碱下游消费结构



资料来源：中国产业信息网、招商证券

2、公司淘汰落后的隔膜烧碱产能，配置产能消化液氯，双重举措降低成本

2016 年国内烧碱产能合计为 4032 万吨，产能呈现较分散的态势。氯碱工艺可分为隔

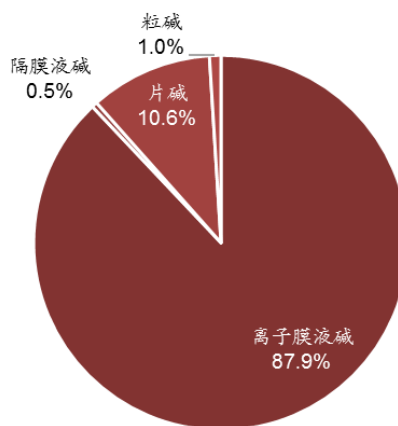
膜法和离子膜法，其中隔膜法液碱占比仅有 0.5%，离子膜法占据主导地位。公司 2015 年淘汰 10 万吨/年隔膜碱装置，扩建 20 万吨/年离子膜碱装置，现有 40 万吨/年烧碱产能，均为离子膜工艺。相比于隔膜法，离子膜法电耗低约 20%，而电费占总成本的 60%-80%，离子膜法占据成本优势。

表 3: 2016 年国内烧碱产能分布

单位	2016 年产能(万吨)
新疆中泰化学股份有限公司	120
新疆天业(集团)有限公司	110
陕西北元化工集团有限公司	88
山东信发集团有限公司	85
山东金岭化工股份有限公司	80
华泰化工集团	75
山东昊邦化学有限公司	75
新浦化学(泰兴)有限公司	75
上海氯碱化工股份有限公司	72
山东海力化工有限公司	64
其它	3188
总计	4032

资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: 2016 年国内烧碱产能分类型分布



资料来源: 百川资讯、招商证券

表 4: 离子膜法与隔膜法工艺技术对比

	离子膜法	隔膜法
产品质量	杂质含量少, 产品纯度高, 氯化钠含量 ≤ 0.007%,	氯化钠含量 ≤ 1.5%
环保	-	产生一定量的石棉绒渣, 存在一定环保问题
成本	电耗低, 单吨消耗 2000-2400kW·h	单吨电耗比离子膜法高约 25%

资料来源: 知网、招商证券

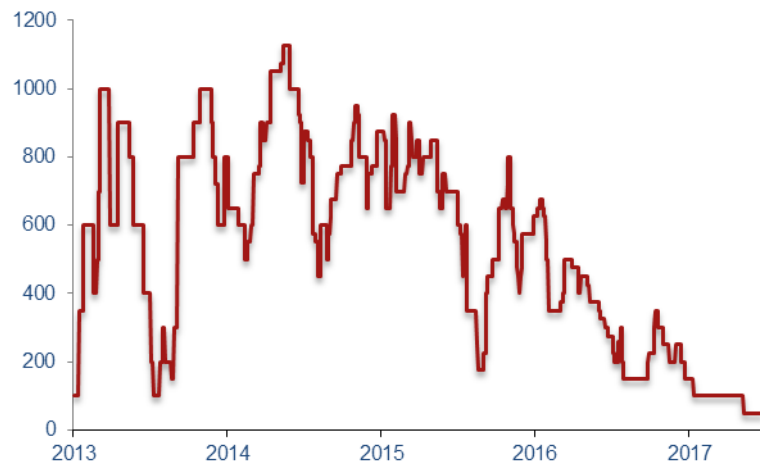
公司具配套产能消化液氯, 烧碱生产成本占优势。受液氯处理成本高而造成烧碱供给收

缩的影响，2017H1 烧碱（32%离子膜华东）价格维持于 981 元/吨高位，较 2016 年均价 625 元/吨高 43%；烧碱（99%片碱）上半年均价 4034 元/吨，相比 2016 年均价 2739 元/吨高 47%。而鲁西化工在氯碱工艺中产生的氯气将进一步用于下游氯化物（如氯化苳、氯磺酸等）的制备，利用自身产业链优势实现内部消化，避免烧碱生产的额外成本，获得更大利润空间。

3、副产物液氯处理成本过高导致烧碱供给大幅收缩

副产物液氯下游市场不景气，部分企业被动下降负荷致使烧碱供给收缩。通过氯碱工艺生产烧碱，生产单吨烧碱会副产 0.9 吨液氯。多数企业建设烧碱产能都是为了获得液氯来生产主要产品，比如 PVC、PO 和氟化工等，但仍有不少企业没有配套消化液氯的产能或者不能完全消化，还是需要将液氯外卖。自 2016 年下半年环保压力升级，氯碱工艺副产物液氯的下游氯化物生产受限，导致液氯外销困难，甚至出现企业倒贴运费销售液氯。从 2016 年 8 月起，倒贴运费的额度屡创新高，截至 2017 年 6 月底，山东地区倒贴运费额度甚至高达 900-1000 元/吨。因此，部分企业只能被动下降负荷，减少烧碱产量，避免液氯胀库。

图 14：液氯价格走势（元/吨）



资料来源：中国知网、招商证券

表 5：各地区出现倒贴运费销售液氯

地区	山东	江苏	河南	内蒙
倒贴（元/吨）	900-1100	400-600	300-600	400-800

资料来源：卓创资讯、招商证券

4、烧碱新增产能无法如期投放，下游需求确定增长，2017 年烧碱供需维持紧平衡

下游需求稳步增长，而烧碱产能增长不足，供需关系仍将保持紧张。烧碱下游需求最大的是氧化铝，占比达到 29%。近五年国内氧化铝产能产量均稳步增长，2010-2016 年

产能、产量复合增速分别达到 14%和 13%。即使如此，2016-2017H1 氧化铝库存量仍从 121 万吨持续滑落至 64 万吨，跌幅达 47%，氧化铝库存紧张有望进一步拉动其对烧碱的需求。2017 年氧化铝新增产能约 615 万吨，根据测算，预计对应烧碱需求量 97 万吨，同时考虑造纸、印染需求保持平稳，以及化工、石化大环境回暖的影响，预计烧碱新增需求量约 110 万吨。

图 15: 氧化铝库存量走势 (万吨)



资料来源: 中国知网、招商证券

表 6: 2017 年氧化铝新增产量测算

	产能 (万吨)	开工率 (%)	产量 (万吨)
截止 2016 年底已投产氧化铝	7563	88	6655
2017 年新增氧化铝	615	30	185
2017 年氧化铝	-	-	6840

资料来源: wind、百川资讯、招商证券 (注: 考虑新增氧化铝产能不能立即达产, 保守估计第一年开工率仅 30%)

表 7: 2017 年氧化铝对烧碱需求量增量测算

	2016	2017E
产量 (万吨)	6091	6840
相比上年产量增量 (万吨)	-	749
烧碱单耗 (吨/吨)	0.13	0.13
烧碱需求增量 (万吨)	-	97

资料来源: wind、百川资讯、卓创资讯、招商证券

2017 年烧碱计划投产 359 万吨, 上半年计划投产 205 万吨。实际投产产能仅 51.5 万吨。考虑下半年情况与上半年类似, 大部分产能无法如期投产, 新增产能大概率无法满负荷开工, 因此预计烧碱供给增量难超 100 万吨, 供需缺口在 10 万吨以上。

表 8: 2017-2018 年国内计划投产烧碱产能

公司名称	产能 (万吨)	计划投产时间
江西世龙实业	15	2017 年 1 月
无棣鑫岳化工	25	2017 年 1 季
华祥氯碱化工	20	2017 年 1 季
山东三木化工	18	2017 年 4 月 1 日
宁夏日盛精化工	16	2017 年 4 月
宁夏金昱元化工	16	2017 年 4 月
江西理文化工	15	2017 年 2 季末
万化化学	25	2017 年上半年
江苏东普新材料	10	2017 年内
山东恒通化工	40	2017 年内
青岛海晶化工	30	2017 年内
内蒙古乌海化工	10	2017 年内
内蒙古中谷矿业	30	2017 年内
山西恒瑞化工	40	2017 年内
闰土股份	16	2017 年内
田东锦盛化工	8	2017 年内
河北盛华化工	20	2017 年内
贵州开磷	40	2018 年内
福华通达农药科技	30	2017-2018 年
沧州聚隆化工	12	2018 年计划
湖北沙隆达	5	2020 年
总计	441	-

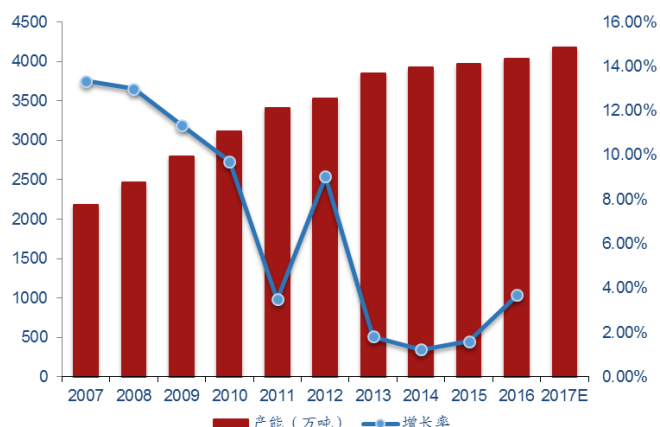
资料来源: 百川资讯、招商证券

表 9: 2017 年上半年国内实际新增烧碱产能

公司名称	产能 (万吨)	计划投产时间
青岛海晶化工	4	2017 年 1 月 6 日
江西世龙实业	5	2017 年 1 月 20 日
无棣鑫岳	15	2017 年 3 月末
广西田东锦盛化工	4	2017 年 4 月 1 日
江西理文化工	7	2017 年 4 月 14 日
山东三岳化工	8	2017 年 5 月初
新特能源	3.5	2017 年 5 月 6 日
内蒙古三联化工	5	2017 年 5 月
总计	51.5	-

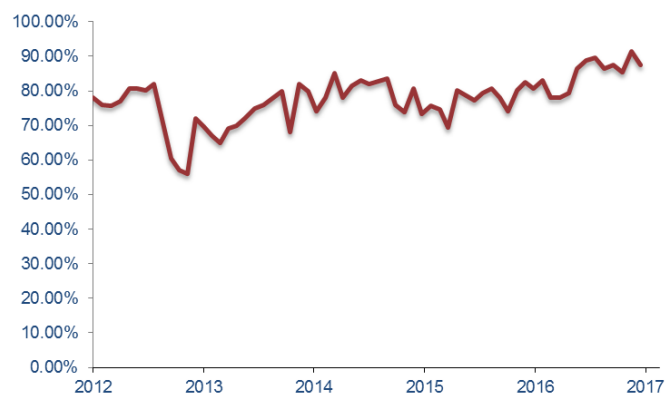
资料来源: 百川资讯、招商证券

图 16: 2007-2017E 国内烧碱产能及产能增长率



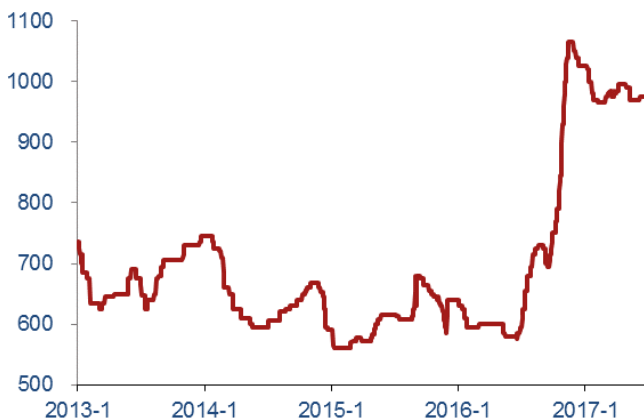
资料来源: 百川资讯、招商证券

图 17: 2012-2017H1 国内烧碱开工率走势



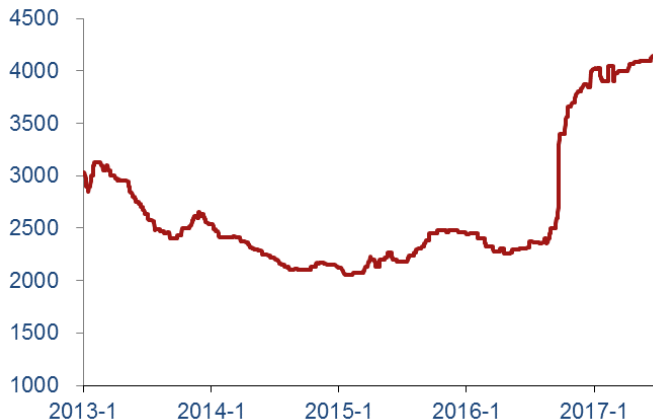
资料来源: 百川资讯、招商证券

图 18: 烧碱 (32%离子膜华东) 价格走势 (元/吨)



资料来源: 百川资讯、招商证券

图 19: 烧碱 (99%片碱) 价格走势 (元/吨)



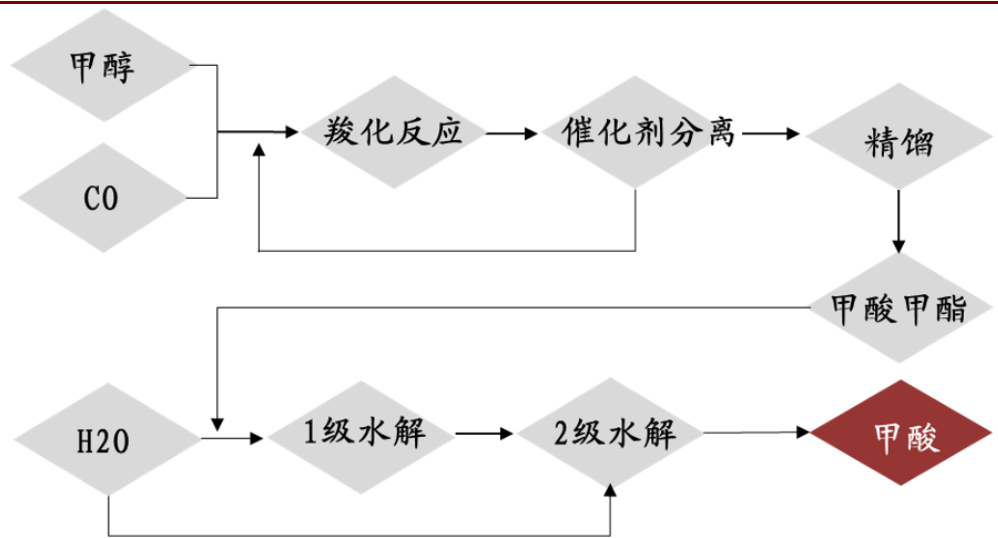
资料来源: 百川资讯、招商证券

三、甲酸盈利能力强，未来发展前景光明

1、甲酸生产主要采用甲酸甲酯水解法

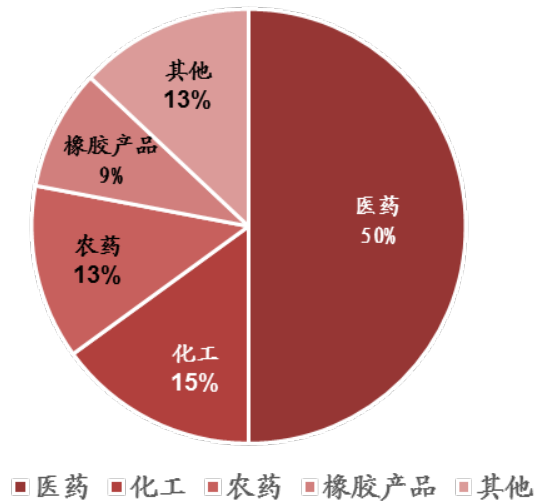
甲酸俗名蚁酸，是一种重要的基础化工原料，目前主要生产工艺为甲酸甲酯水解法。作为甲醇深加工产品之一，甲酸具有广阔的下游市场。近年来，甲酸下游市场在医药、化工中比例增加，两者占比总计高达 65%。

图 20: 甲酸甲酯水解法工艺流程图



资料来源: 中国知网、招商证券

图 21: 2016 年甲酸下游消费结构



资料来源: 中国产业信息网、招商证券

2、公司甲酸毛利率超 40%，17 年底将成为全球最大生产商

2016 年国内甲酸产能总计 55 万吨，占全球总产能的 40%，国内主要的甲酸生产商包括鲁西化工、阿斯德化工、扬子巴斯夫、川东化工。其中鲁西化工具有 20 万吨/年生产能力，国内产能占比 36%，为国内甲酸第一生产商。鲁西化工目前在建 20 万吨甲酸二期项目，建成后产能有望达到 40 万吨，预计 2017 年底投产，有望成为全球最大供应商。公司甲酸产品毛利率超过 40%，全年预计贡献利润超过 2.5 亿元。

表 20: 2016 年国内甲酸已投产产能

公司	产能 (万吨)
----	---------

山东鲁西	20
山东阿斯德	15
川东化工及其他	15
南京扬巴石化	5
总计	55

资料来源：公司公告、招商证券

表 31：国内甲酸在建产能

省份	企业名称	产能（万吨）	预计投产时间
山东	鲁西化工	13	2018
山东	利华益维	10	2018
山东	万华化学	7	2017
合计	-	30	-

表 12：2016 年全球主要供应商及其产能分布

公司	国家	产能（万吨）
鲁西化工	中国	20
BASF	德国	20
BP	英国	6.5
Eastman	芬兰	10
Technashimpor	俄罗斯	8
其它小计	-	67.2
总计	-	131.7

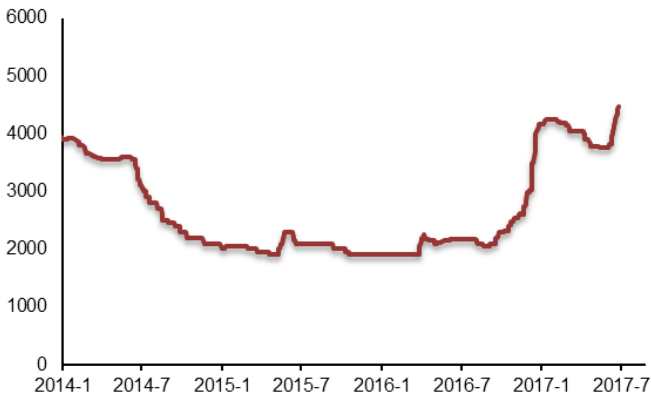
资料来源：中化新网、招商证券

3. 甲酸供给偏紧有望持续，阿斯德暂无复产计划

我国甲酸自 2015 年起基本实现自给。甲酸行业呈现多方寡头垄断格局，主要生产商对甲酸价格影响巨大。2016 年 1 月、5 月分别由于鲁西化工的停车检修，导致场内货源紧缺，价格走高；待鲁西化工恢复生产后，价格恢复平稳。2016 年 11 月起甲酸市场开启大涨模式，主要是由于山东阿斯德甲酸装置停车，市场货源紧俏。

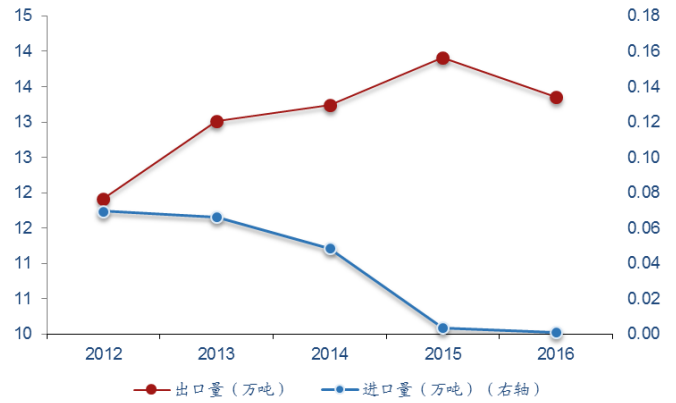
受阿斯德持续停车影响，2017 上半年甲酸价格维持于 4034 元/吨居高不下，相比 2016 年均价 2264 元/吨高 78%。目前，阿斯德暂无复产消息传出，预计 2017 下半年甲酸仍可维持强势姿态。

图 22: 2014-2017H1 甲酸价格走势 (元/吨)



资料来源: 化工在线、招商证券

图 23: 甲酸进出口关系



资料来源: wind、招商证券

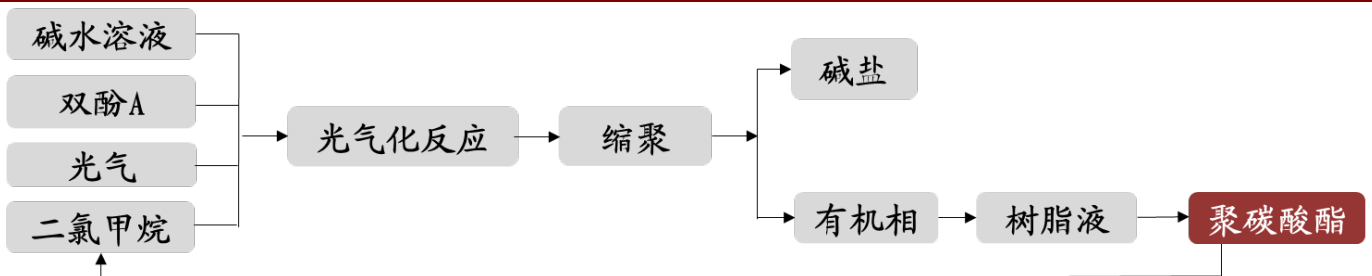
五、未来 3 年国内 PC 进口替代市场空间超 100 亿元，鲁西有望抢占先机

1、PC 主流采用光气法，下游最大消费市场为电子电器，占比达 29%

聚碳酸酯 (PC) 是唯一具有良好透明性的工程塑料。目前，国内 PC 主要采用光气法和非光气法两种生产工艺，光气法具有工艺技术成熟、产品质量好、产品透光率高的特点。

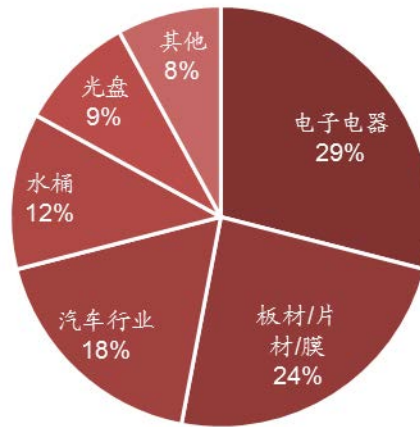
PC 的高透光性、抗冲击性、耐紫外线辐射、制品的尺寸稳定性好和良好的成型加工性能，相比普通玻璃具有明显的优势。世界聚碳酸酯下游主要用于薄膜/片材、汽车、电子/电气、器具/家庭用品等领域。除光学媒介方面的消费量以年均 4.4% 的速度减少外，其他领域的消费量呈现增长态势。其中，以电子/电气领域增长最快，年均消费量增长率有望达 4.8%；其后则是电气/家庭用品，年均消费量增长率有望达到 4.6%。

图 24: 光气界面缩聚法制 PC 工艺流程图



资料来源: 中国知网、招商证券

图 25: 2014 年上半年国内 PC 下游消费结构



资料来源: 卓创资讯、招商证券

2、PC 价格与双酚 A 关联，但主要影响因素是供求关系

聚碳酸酯主要原料是双酚 A, 尽管不同生产工艺原料单耗有所差异, 但是比例基本在 1:0.9, 为主要成本支出。2016 年 PC 价格持续走高, 主要原因是石化行业逐渐回暖, 属于原料双酚 A 价格上涨推涨 PC 价格: 从 2016 年 1 月至 2017 年 6 月, 双酚 A 价格由 6960 元/吨升至 9913 元/吨, 涨幅 42%, 相应聚碳酸酯价格由 16648 元/吨升至 19628 元/吨, 涨幅 18%。

根据历史价格走势可看出, 双酚 A 与 PC 价格关联性整体呈现逐渐下降趋势, 近年来 PC 价格受供给关系影响更大。2012-2013 年间, PC 价格出现持续大幅下滑, 主要原因是亚洲尤其是中国大量新建 PC 产能投产使得全球供应过剩, 甚至 2013 年拜耳 PC 业绩也出现了 4.5% 下滑。6 月 14 日, PC 巨头沙特阿拉伯基础工业 (SABIC) 由于生产设备故障, 暂停 Lexan 品牌 PC 的生产, 预计在 5 周内复产。SABIC 产能 131.3 万吨, 占全球产能 25%, 其不能正常供应对市场造成较强冲击, PC 短期价格有望走高。

图 26: 2012-2017 年双酚 A 及 PC 价格走势 (元/吨)

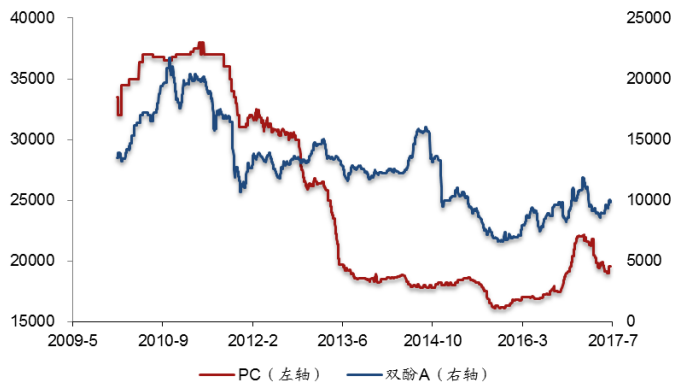


图 27: 2012-2017 年国内 PC 价格走势 (元/吨)



资料来源: wind、招商证券

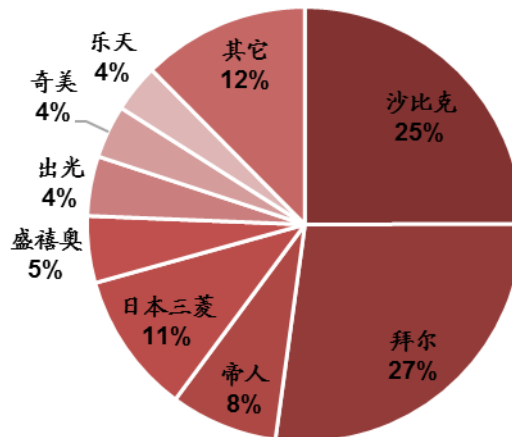
资料来源: 百川资讯、招商证券

3、中国产能逐年扩张，PC 产能中心将逐步向东亚地区转移

(1) 预计到 2020 年中国 PC 产能 160 万吨，占全球总产能 30%，有望领跑全球

截至 2017 年 2 月，全球聚碳酸酯年产能为 546 万吨，最大的生产厂商是拜耳、沙伯 (SABIC)，产能分别为 148.5 万吨/年、136.3 万吨/年，两者总产能占全球产能约 52%。国内产能逐年扩张，截止 2016 年，国内产能 87.5 万吨，占全球产能 18%，相比 2011 年 35 万吨提高了 10 个百分点。在未来几年，我国将成为 PC 新建产能的主要贡献方，预计 2018 扩能 33 万吨，至 2020 年国内产能预计达 160 万吨。

图 28: 截至 2017 年 2 月全球 PC 产能格局



资料来源: 艾邦高分子、招商证券

表 43: 2016 年全球 PC 已有产能统计

生产厂商	全球 PC 产能分布状况		
	国家	城市	年产能 (万吨)
科思创	中国	上海	40
	德国	乌丁根	38.5
	美国	德克萨斯	26
	比利时	安特卫普	24
	泰国	马它府	20
科思创汇总			148.5
SABIC	美国	亚拉巴马	30.3
		印第安纳	29.5
	西班牙	卡塔赫纳	28
	沙特	Al Jubail	26

	荷兰	贝亨奥普佐姆	22.5
SABIC 汇总			136.3
	中国	上海	16
三菱		燕山	6
	日本	黑崎	8
		鹿岛	11.5
	泰国	马它府	16
三菱汇总			57.5
	新加坡	裕廊岛	21
帝人	日本	松山	12.5
	中国	嘉兴	10
帝人汇总			43.5
	德国	施塔德	10.5
盛禧奥	美国	德克萨斯	9
	日本	新居滨	7.6
盛禧奥汇总			27.1
	中国	台湾	19.5
出光	日本	千叶	4.7
出光汇总			24.2
	中国	台湾	14
奇美		镇江	7.5
奇美汇总			21.5
乐天	韩国	丽水	19.5
LG 化学	韩国	丽水	16
中沙石化	中国	天津	13
三养	韩国	全州	12
浙江大风	中国	浙江	10
喀山石化	俄罗斯	喀山	6.5
鲁西化工	中国	山东	6
Khuzestan PC	伊朗	伊玛姆港	2.5
Unigel	巴西	巴伊亚州	1.5
总计			545.6

资料来源：艾邦高分子、招商证券

表 54: 国内 PC 在建产能统计

省份	企业名称	产能 (万吨)	预计投产时间
山东	万华化学	7	2017
山东	鲁西化工	13	2018
山东	利华益维	10	2018
四川	中蓝新材料	10	2018/5
合计	-	40	-

资料来源：百川资讯、招商证券

(2) 高功化、专用化是未来产品发展趋势，高端产品依然紧缺

回顾国内 PC 产品，尽管产能、消费量都不断增大，但产品普遍为基础料，主要用于包装及薄膜/板材等方面，应用范围比较窄且产品利润较低。而应用于汽车、家电、电子

产品等领域的合金改性、塑料改性等附加值较高的产品，仍要依赖科思创、帝人等合资企业。因此向高功能化、专用化方向发展，提高产品的档次及附加值是今后 PC 产品应用开发的重要方向。

表 65: PC 产品分类（按性能）

性能	常见生产公司及商品名
阻燃	SABIC 940 拜耳 6555
抗紫外线	SABIC 163R 拜耳 2807
耐高温	SABIC 4301 陶氏 4702-15
耐寒	SABIC EXL1414 拜耳 1837
有特殊效果（有夜光、金属、钻石等光泽）	SABIC FXL 4602 SABIC FXM 4602 SABIC FXG 941A
抗静电	SABIC 925V
导电	SABIC 5875

资料来源：中国知网、招商证券

表 76: PC 产品分类（按应用类型）

应用类型	常见生产公司及商品名
光盘级	SABIC OQ1025 三菱 H-4000
水桶级	SABIC PK2870 拜耳 WB1239
板材级	SABIC 103R 拜耳 3103
医疗级	SABIC HP1 拜耳 RX2530
眼镜级	SABIC OQ4620 拜耳 LQ2687
食品级	SABIC 244R 陶氏 200-3

资料来源：中国知网、招商证券

图 29: PC 材料特性及下游用途

粘度	分子量	常见生产公司及商品名	用途
低	小	SABIC OQ1025 三菱 H-4000	光盘 导光片等
		SABIC 123R 拜耳 2405	充电器外壳 路由器外壳 手机外壳等
		SABIC 103R 拜耳 3103	电表外壳 板材 日光灯管等
高	大	SABIC PK2870 拜耳 WB1239	奶瓶 水桶 太空杯等

资料来源: 中国知网、招商证券

4、目前我国 PC 自给率近 34.5%，未来三年市场规模达 181 亿元

尽管 PC 自给率逐年提升，2011-2016 年 PC 自给率提高了 11 个百分点，但 2016 年 PC 自给率仍仅 34.5%，未来进口替代空间大。PC 下游主要应用于电子电器、汽车、板材/片材/膜等，电子产品、电器、汽车仍是未来带动 PC 需求端的主要领域。

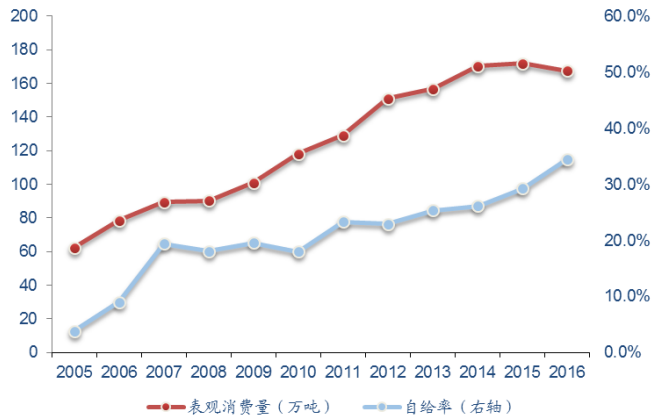
预计我国 PC 2020 年市场规模有望达到 181 亿元，进口替代空间仍存 125 亿元。假设条件：1) PC 价格：截至 2017 年 7 月 PC 的价格约 16776 元/吨（不含税），鉴于 2018 年扩产规模较大可能使 PC 价格略有下滑，预计 2018 年价格下滑 10%，2019、2020 保持 2018 年价格。2) 表观消费量：国内 PC 消费量整体处上升趋势，2011-2016 年增速约 5%，预计 2017-2020 年仍保持 5% 增速。3) PC 产量：根据在建项目产能测算 2017、2018 年产量增速，保守估计 2019-2020 年增速 5%，预计 2020 年 PC 产量达到 120 万吨。

表 87: 2016 年国内 PC 已有产能统计

项目	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
PC 产量 (万吨)	45	50	58	69	83	100	120
PC 产量增速 YOY		13%	15%	20%	20%	20%	20%
PC 表观消费量 (万吨)	170.2	171.83	167.38	176	185	194	203
PC 表观消费量增速 YOY		1%	-3%	5%	5%	5%	5%
PC 价格 (元/吨)			14229	16776	15098	15098	15098
市场规模 (亿元)				116	126	151	181

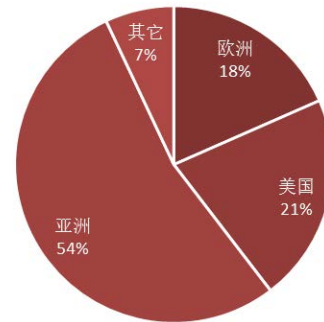
资料来源: 百川资讯、招商证券 (注: PC 价格以不含税口径计算)

图 30: 2012-2016 年 PC 表观消费量及自给率走势



资料来源: 百川资讯、招商证券

图 31: 全球 PC 消费市场格局 (分区域)



资料来源: 中轻合力塑料橡胶、招商证券

6、鲁西化工产能年底将达 20 万吨，成为国内 PC 主要生产商

鲁西化工产能 6.5 万吨，国内占比 7%。2017 年国内 PC 产能进一步扩张，在建 PC 产能中，鲁西化工有 13 万吨，预计 2017 年底可投产，届时公司 PC 总产能达 20 万吨，一跃成为国内产能第二，产能占比达 19%。

鲁西化工采用主流光气法制备 PC，一方面，采用光气法生产的产品透光率更高，纯度更高，质量更好；另一方面，光气法属于活性聚合，在较短时间内可制得比传统产品相对分子量高十倍的聚碳酸酯产品，应用领域更加广泛。

公司 2016 年聚碳酸酯产品毛利率约 20%，毛利润占比约 9%，收入占比 7%。待 2017 年底 PC 的 13 万吨装置投产，形成规模效应，可进一步降本，提升毛利率。

表 98: 光气与非光气工艺对比

	熔融酯交换法	光气法
技术	流程短、无溶剂	工艺技术成熟
反应条件	高温、高真空进行	常温常压进行，适合大规模生产
产品	产品色泽偏黄，光学性能较差 产品相对分子量低，应用范围有限	产品纯净易加工、透明度高、相对分子量高，应用范围广
环保	无污染	有污染

资料来源: 中国知网、招商证券

三、公司园区一体化优势逐步显现，降本提效迎来盈利拐点

1、园区化管理可有效降低生产成本，实现经济、环境收益双赢

化工园区之间产品能够互为原料、多级利用、阶梯利用，降低运输成本，减少生产能耗。化工行业的特点是产品链长，关联度高，上道工序的产品常常是下道工序的原料，生产装置可以通过管道连接，节省原料运输费用，降低生产能耗。

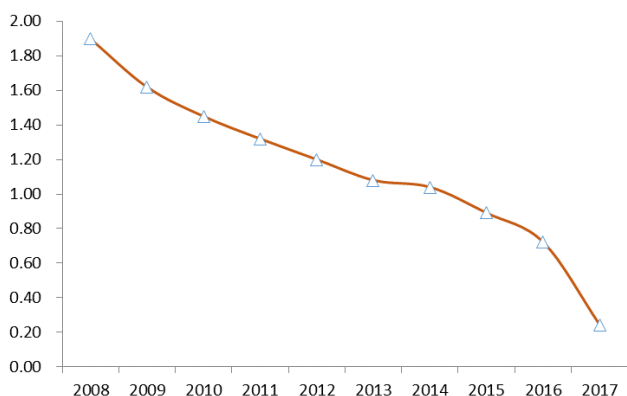
化工园区生产装置集聚，有利于“三废”集中处理，减少环境污染，降低处理成本。大规模一体化程度较高的化工产业集群能围绕环境因素的考虑建立有效的管理制度和高水平的专业化硬件设施。这不仅可以有效降低废污处理成本，并且对改善环境质量、促进安全生产有积极的影响。

2. 鲁西化工园区化管理优势逐渐显现

《关于推进园区循环化改造的意见》要求“十二五”期间 50% 以上国家级园区及 30% 以上省级园区实施循环化改造。循环经济发展初期甚至较长一段时期，资金高投入是其基本特征和重要条件，企业设备更新和折旧速度也会大大加快。

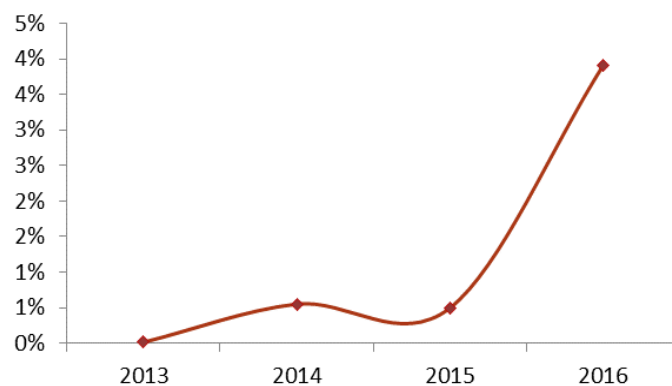
鲁西化工公司固定资产周转率自从 2004 年来持续下降，从 2004 年的 1.9 下降 63% 至 0.7。固定资产大幅增加主要是对旧项目的技改和园区工艺产线的优化。经过多年资金投入，园区循环经济性大幅提升，从 2017 年开始成本优势将逐步显现。

图 32: 2008-2016 年鲁西化工固定资产周转率下降



资料来源：公司公告、招商证券

图 33: 2013-2016 年鲁西化工研发支出占收入比提升



资料来源：公司公告、招商证券

3、未来两年产能投放不断，成为业绩增长重要推动力

公司 2017 下半年 13.5 万吨 PC、10 万吨己内酰胺即将投产，2018 上半年 20 万吨甲酸投产，在行业整体新增产能压力趋缓的背景下，公司产能投放有利于进一步打开利润空间。按照中性假设，空间测算：PC 吨净利约 3000 元，预计贡献利润 4 亿；己内酰胺吨净利约 2000 元，预计贡献利润 2 亿元；甲酸吨净利 1500 元，预计贡献利润 3 亿，也就是说 2018~2020 年三块业务合计增加利润可达 9 亿元。

四、盈利预测：公司业绩进入高速增长期，强烈推荐！

1. 主要假设

- 1) 公司在建项目按计划投产，主要产品可以实现顺利销售；
- 2) 公司销售价格、毛利率不大幅波动；主要产品税收政策在预测期保持不变

表 19: 销售收入结构预测

单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10949	14425	18283	20950
化工产品	7237	9887	13316	15552
化肥产品	3575	4410	4840	5270
其他产品	136	130	130	130
收入增长率	-15%	32%	27%	15%
化工产品	6%	37%	35%	17%
化肥产品	-40%	23%	10%	9%
其他产品	49%	-4%	0%	0%
毛利率	16%	17%	18%	17%
化工产品	18%	20%	19%	18%
化肥产品	11%	12%	13%	13%
其他产品	25%	25%	25%	25%

资料来源：公司公告、招商证券

表 20: 盈利预测简表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12871	10949	14425	18283	20950
营业成本	10966	9232	11901	15027	17360
营业税金及附加	34	62	72	91	105
营业费用	594	475	433	585	670
管理费用	412	466	462	658	733
财务费用	552	456	590	635	743
资产减值损失	6	0	4	5	6
公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
投资收益	7	(5)	14	18	21
营业利润	314	252	978	1300	1353
营业外收入	82	66	71	71	71
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	394	317	1048	1370	1423
所得税	105	65	207	270	280
净利润	289	253	841	1100	1142
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	289	253	841	1100	1142
EPS (元)	0.20	0.17	0.57	0.75	0.78

资料来源：公司公告、招商证券

2. 盈利预测与投资评级

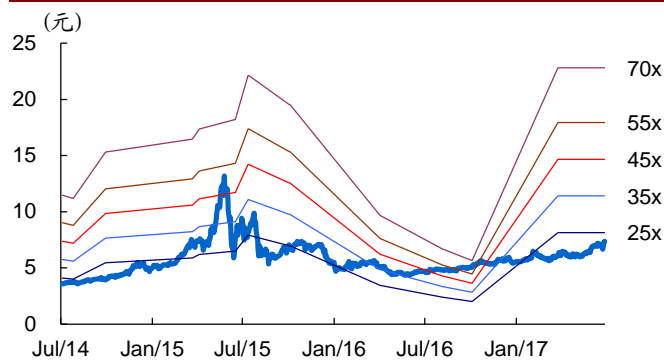
首次覆盖给予“强烈推荐-A”投资评级！公司对化肥业务依赖度逐步降低，大力发展化工新材料业务，应对行业周期波动的能力大幅提升，具备园区一体化优势，产能有序推进，经营业绩稳步提升。2017-2019年EPS分别为0.57元、0.75元、0.78元，净利润同比增速分别为231%、30%、5%，最新收盘价对应估值分别为13/10/9倍。

表 21: 可比公司估值表 (截至 2017 年 7 月 21 日收盘)

公司	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
	16	17E	18E	16	17E	18E	16	17E	18E			
华鲁恒升	0.54	0.75	0.96	-3%	39%	28%	22	16	12	2.32	11%	193
鲁西化工	0.09	0.57	0.75	-13%	533%	32%	82	13	10	1.24	3%	108
湖北宜化	0.04	0.20	0.24	-3630%	407%	20%	171	34	28	1.03	-20%	60
平均				-1215%	326%	27%	92	21	17	2	-2%	

资料来源：公司公告、招商证券（华鲁恒升 EPS 采用招商证券预测值，其他公司 EPS 均为 wind 一致预期）

图 34: 鲁西化工历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 35: 鲁西化工历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3411	3655	4610	5826	7043
现金	973	945	1122	1417	1962
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	39	52	68	87	99
应收款项	70	43	39	49	56
其它应收款	17	12	16	20	23
存货	1485	1547	1985	2506	2895
其他	828	1055	1381	1748	2008
非流动资产	18955	21409	23580	25793	27055
长期股权投资	186	201	201	201	201
固定资产	14919	15310	17446	19341	19916
无形资产	959	1118	1007	906	815
其他	2892	4780	4926	5345	6123
资产总计	22367	25065	28190	31619	34098
流动负债	11263	12095	14379	16709	18045
短期借款	4637	6794	8250	9162	9439
应付账款	1560	1776	2289	2891	3340
预收账款	370	440	567	716	827
其他	4697	3085	3273	3941	4439
长期负债	3140	4328	4328	4328	4328
长期借款	894	1435	1435	1435	1435
其他	2246	2893	2893	2893	2893
负债合计	14404	16423	18707	21037	22373
股本	1465	1465	1465	1465	1465
资本公积金	2184	2184	2184	2184	2184
留存收益	2166	2296	3138	4237	5380
少数股东权益	150	200	200	200	200
归属于母公司所有者权益	7813	8441	9283	10382	11525
负债及权益合计	22367	25065	28190	31619	34098

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1743	1083	3254	3786	3972
净利润	289	253	841	1100	1142
折旧摊销	1212	1302	1402	1571	1721
财务费用	530	471	590	635	743
投资收益	(7)	5	(14)	(18)	(21)
营运资金变动	(282)	(940)	432	489	381
其它	1	(7)	3	10	6
投资活动现金流	(2986)	(2508)	(3575)	(3786)	(2984)
资本支出	(2987)	(2490)	(3575)	(3786)	(2984)
其他投资	1	(18)	0	0	0
筹资活动现金流	1441	1714	498	295	(444)
借款变动	1937	1528	1073	912	278
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(496)	186	(575)	(616)	(722)
现金净增加额	199	289	176	295	545

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12871	10949	14425	18283	20950
营业成本	10966	9232	11901	15027	17360
营业税金及附加	34	62	72	91	105
营业费用	594	475	433	585	670
管理费用	412	466	462	658	733
财务费用	552	456	590	635	743
资产减值损失	6	0	4	5	6
公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
投资收益	7	(5)	14	18	21
营业利润	314	252	978	1300	1353
营业外收入	82	66	71	71	71
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	394	317	1048	1370	1423
所得税	105	65	207	270	280
净利润	289	253	841	1100	1142
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	289	253	841	1100	1142
EPS (元)	0.20	0.17	0.57	0.75	0.78

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-1%	-15%	32%	27%	15%
营业利润	-29%	-20%	288%	33%	4%
净利润	-20%	-13%	233%	31%	4%
获利能力					
毛利率	14.8%	15.7%	17.5%	17.8%	17.1%
净利率	2.2%	2.3%	5.8%	6.0%	5.5%
ROE	3.7%	3.0%	9.1%	10.6%	9.9%
ROIC	4.5%	3.3%	6.5%	7.3%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	64.4%	65.5%	66.4%	66.5%	65.6%
净负债比率	27.5%	34.4%	34.4%	33.5%	31.9%
流动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
营运能力					
资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	7.4	6.1	6.7	6.7	6.4
应收帐款周转率	240.1	193.9	354.1	417.8	399.1
应付帐款周转率	6.5	5.5	5.9	5.8	5.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.20	0.17	0.57	0.75	0.78
每股经营现金	1.19	0.74	2.22	2.58	2.71
每股净资产	5.33	5.76	6.34	7.09	7.87
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	37.3	42.7	12.8	9.8	9.4
PB	1.4	1.3	1.2	1.0	1.9
EV/EBITDA	14.1	14.6	9.8	8.3	7.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

姚鑫：招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士，工学学士。2016年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券。

孙维容：招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

于庭泽：招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。