

周期轮回 细嗅蔷薇

最近一年行业指数走势



联系信息

**分析师**  
虞小波  
SAC 证书编号: S0160518020001  
yuxb@ctsec.com

**联系人**  
张兴宇  
zhangxingyu@ctsec.com

相关报告

- 《化肥巨头三季度业绩增长,行业景气延续:海外公司看全球化工景气(一)》 2018-12-03
- 《盈利环比下降,自下而上选择投资机会:化工行业 2018 年三季报总结》 2018-11-07
- 《估值性价比逐渐体现,从油价角度挖掘投资机会:化工行业事件点评》 2018-10-11

投资要点:

- **原油为引,我们分别从衣(化纤)、食(农化)、住(地产)、行(汽车)四个角度分析下游需求和相关产品盈利情况。**1) **原油:**以原油为代表的大宗化工品从 10 月开始大幅下跌,我们对 2019 年原油的整体判断仍然是偏平衡(不考虑地区冲突激化)。2) **衣:**国内纺服需求相对坚挺,聚酯产业链利润有望处于 2017 年水平,其中 POY 与 2017 年利润基本持平,而 PX 利润将会向 PTA 转移一部分。3) **食:**化肥方面,海外巨头三季度业绩增长,行业景气有望延续;磷肥价差缩窄,尿素价差处于高位。农药方面,行业仍处本轮景气高点。4) **住:**国内地产需求面临较大压力,带动 PVC 利润高位回调;此外需关注海外需求变化对钛白粉行业的边际影响。5) **行:**汽车销量持续下滑,但轮胎需求仍保持稳定增长,关注上游原料价格下跌带来轮胎行业盈利改善。
- **2019 年化工行业整体投资逻辑:大周期关注安全边际及中长期成长性,小品种关注业绩和估值。**1) 我们认为,目前大宗化工品处于景气下行周期,行业盈利增速环比下滑。但中长期看,以华鲁恒升和万华化学为代表的国内一批极具竞争优势并拥有坚固护城河(园区、产业链一体化)的龙头企业仍具备一定的安全边际和成长性。2) 随着中上游大宗化工品价格回落,产业链利润中心将向下游转移,建议关注具有业绩确定性和估值优势的中小市值企业。
- **投资建议:万华化学(短期 MDI 价格下跌拖累盈利,看好长期成长性)、华鲁恒升(关注公司安全边际及中长期成长)、玲珑轮胎(受益原材料下跌及行业集中度提升)、巨化股份(看好氟化工景气度以及公司完善的氟化工产业链)、安迪苏(蛋氨酸价格底部回升,特种产品盈利提高)、嘉化能源(园区业务提供稳定盈利,磺化医药带来业绩增量)、广信材料(新产能投放在即,进口替代有望加速)。**
- **风险提示:原油价格波动,下游需求不及预期,环保及安全生产风险。**

表 1:重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (12.07)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
601966	玲珑轮胎	166.44	13.87	0.87	1.03	1.36	15.94	13.47	10.20	买入
300537	广信材料	19.53	10.12	0.32	0.37	0.68	31.63	27.35	14.88	买入
600299	安迪苏	310.30	11.57	0.49	0.46	0.58	23.61	25.15	19.95	买入
600273	嘉化能源	138.97	9.70	0.68	0.93	1.18	14.26	10.43	8.22	买入
600160	巨化股份	193.26	7.04	0.34	0.75	0.84	20.71	9.39	8.38	买入
600426	华鲁恒升	210.32	12.98	0.75	2.17	2.48	17.31	5.98	5.23	买入
600309	万华化学	853.01	31.20	4.07	4.14	5.57	7.67	7.54	5.60	买入

数据来源:Wind,财通证券研究所

## 内容目录

1、 大宗化工品：整体需求偏弱，利润中枢向下.....	4
1.1 原油：10月起大幅下跌，预计2019年偏平衡.....	4
1.2 “衣”方面：国内纺服需求相对坚挺，聚酯产业链利润有望处于2017年水平.....	7
1.2.1 国内纺服是2019年需求相对坚挺的行业.....	7
1.2.2 聚酯产业链：利润有望处于2017年水平.....	8
1.3 “食”方面：农化板块景气延续.....	10
1.3.1 主要农产品价格处于历史低位，板块防御性较强.....	10
1.3.2 化肥巨头三季度业绩增长，行业景气延续.....	10
1.3.3 磷酸二铵价差持续下降，尿素盈利处于高位.....	12
1.3.4 农药行业仍处本轮景气高点.....	13
1.4 “住”方面：国内地产下行带动PVC利润高位回调，关注海外需求对钛白粉行业的边际影响.....	14
1.4.1 国内地产行业2018年高于预期，但2019年仍面临较大压力.....	14
1.4.2 PVC盈利中枢高位回调.....	16
1.4.3 钛白粉景气仍处高位，关注海外需求的边际影响.....	16
1.5 “行方面”：汽车销量持续下滑，关注轮胎行业由原料下跌带来的盈利改善.....	18
1.5.1 国内及全球汽车销量呈下滑趋势.....	18
1.5.2 轮胎：上游原材料价格下跌，行业盈利有望持续改善.....	18
2、 2019年化工行业整体投资逻辑：大周期关注安全边际及中长期成长性，小品种关注业绩和估值.....	20
2.1 大宗化工品景气下行，关注龙头企业的安全边际和中长期成长性.....	20
2.1.1 华鲁恒升：景气下行周期，关注公司安全边际及中长期成长.....	20
2.1.2 万华化学：短期MDI价格下跌拖累盈利，看好长期成长性.....	23
2.2 具有业绩确定性和估值优势的中小市值企业更值得目前关注.....	24
3、 重点推荐标的.....	26
3.1 万华化学.....	26
3.2 华鲁恒升.....	26
3.3 巨化股份.....	27
3.4 安迪苏.....	27
3.5 嘉化能源.....	28
3.6 广信材料.....	29
3.7 玲珑轮胎.....	29
4、 风险提示：.....	30

## 图表目录

图 1：全球 2019 年原油需求增长预测（单位：百万桶/日）.....	4
图 2：全球 2019 年原油产量增长预测（单位：百万桶/日）.....	5
图 3：Midland-Cushing 价差保持在 5 以上（单位：美元/桶）.....	5
图 4：美国 2019 年原油产量预测（单位：百万桶/日）.....	6
图 5：纺服 2016 年底后进入补库存周期.....	7
图 6：纺服内需仍然保持 8% 以上增长.....	7
图 7：纺服出口数据还未出现下滑.....	8

图 8: 一吨 POY 全产业链利润, 含所得税 .....	8
图 9: 全球农作物播种面积 (单位: 百万公顷) .....	10
图 10: 农产品价格低位 (单位: 美分/蒲式耳) .....	10
图 11: 国际钾肥、磷肥和尿素价格走势 .....	11
图 12: 美盛全球磷肥发货量预测 .....	11
图 13: 天然气、原油价格走势 .....	11
图 14: 中国尿素出口量 .....	11
图 15: 磷酸二铵价差变化 (单位: 元/吨) .....	12
图 16: 尿素价差变化 (单位: 元/吨) .....	13
图 17: 草甘膦价差底部回升 (单位: 万/吨) .....	13
图 18: 2018 年商品房销售面积增速维持在 2% .....	14
图 19: PSL 推动了三线城市商品房销售面积 .....	14
图 20: 2019、2020 年棚改户数每年降低约 80 万套, 带来 2% 的商品房销售面积 下滑 .....	15
图 21: 2017 年后新开工与拿地之间出现缺口 .....	15
图 22: 2018 年期房销售远好于现房 .....	16
图 23: PVC-电石价差处于近年来较低水平 (元/吨) .....	16
图 24: 钛白粉盈利持续高景气 (单位: 元/吨) .....	17
图 25: 出口增速维持高位 (单位: 万吨) .....	17
图 26: 美国新屋开工增速平稳 (单位: 千套) .....	17
图 27: 新兴国家 GDP 增速变化 .....	17
图 28: 国内乘用车及货车月销量 (万辆) .....	18
图 29: 全球汽车月销量 (万辆) .....	18
图 30: 天胶、合成胶价格变化 (元/吨) .....	19
图 31: 炭黑 N330 吨价格及价差 (元/吨) .....	19
图 32: 主要助剂价格情况 (元/吨) .....	19
图 33: “一头多线”循环经济柔性多联产 .....	20
图 34: 甲醇、合成氨价格成本情况 (单位: 元/吨) .....	21
图 35: 近五年尿素价格及价差情况 (元/吨) .....	21
图 36: 近五年 DMF 价格及价差情况 (元/吨) .....	21
图 37: 近五年醋酸价格及价差情况 (元/吨) .....	22
图 38: 近五年乙二醇价格及价差情况 (元/吨) .....	22
图 39: 近五年己二酸价格及价差情况 (元/吨) .....	22
图 40: 近五年辛醇价格及价差情况 (元/吨) .....	22
图 41: MDI 价格及价差情况 (单位: 元/吨) .....	23
图 42: 万华一体化优势明显 .....	24
图 43: 筛选公司的 PB-ROE 分布 (2019 年) .....	25
表 1: Permian 在建的主要石油运输管线 .....	5
表 2: 聚酯产业链历年平均利润 .....	9
表 3: 18 年第三季度海外化肥巨头财务数据摘要 (百万美元) .....	10
表 4: 公司盈利测算 .....	23

## 1、大宗化工品：整体需求偏弱，利润中枢下移

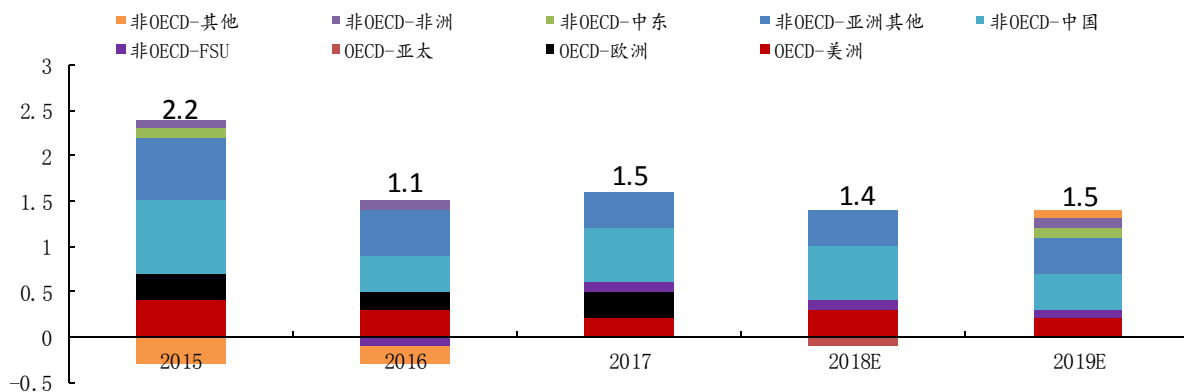
2019 年需求是最重要的变量。原油为引，我们分别从衣（化纤）、食（农化）、住（地产）、行（汽车）四个角度分析下游需求和相关产品盈利情况。

### 1.1 原油：10月起大幅下跌，预计2019年偏平衡

以原油为代表的大宗化工品从10月开始大幅下跌，两个月内布油下跌30%。原油下跌主要由两方面影响：1) 供给端，伊朗制裁不达预期，美沙深度绑定后OPEC快速增产；2) 需求端，对2019年担忧加剧，包括主要经济体2019年增速下滑以及贸易战影响。而其他化工品则跟随油价下跌开始痛苦的被动去库存过程。

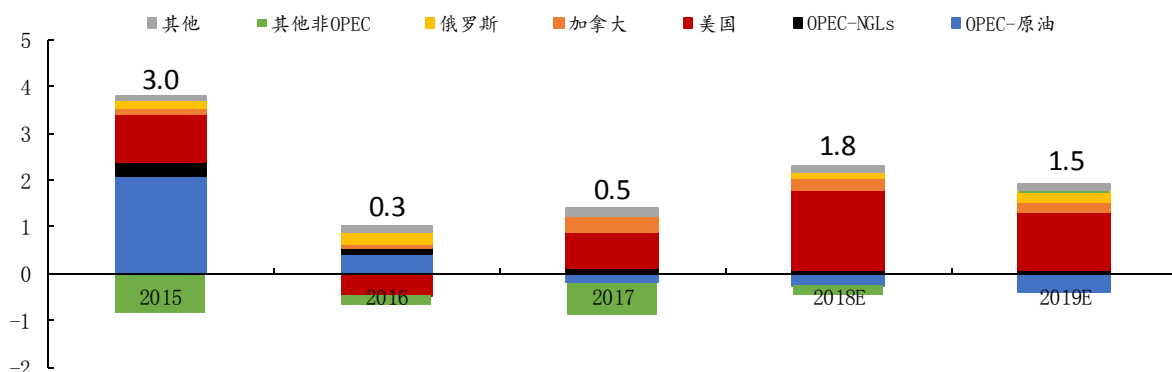
我们对 2019 年原油的整体判断仍然是偏平衡（不考虑地区冲突激化）。这其中主要假设包括：1) 中美需求增长下降；2) 对非 OECD 国家的原油需求增长偏乐观，主要因为其经济的恢复（尤其是中东地区）和油价下跌；3) OPEC 减产；4) 美国产量增长相比 2018 年减少。我们预计 2019 年需求和产量增长中枢都在 150 万桶/日。

图1：全球2019年原油需求增长预测（单位：百万桶/日）



数据来源：IEA，财通证券研究所

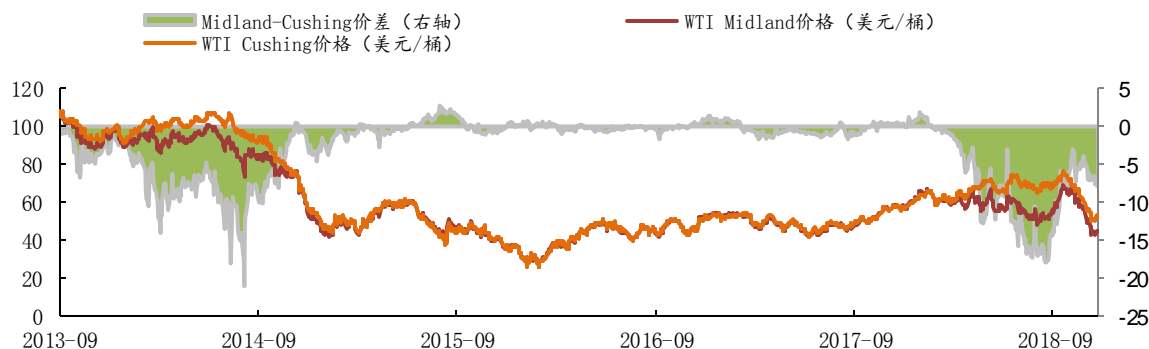
图2：全球2019年原油产量增长预测（单位：百万桶/日）



数据来源：IEA，财通证券研究所

关于美国产量，其管道运力仍然是重要问题，Midland-Cushing 价差保持在 5 以上。从管道建设情况看，2019Q2 后这一问题才会得到初步解决。从历史趋势来看，上一轮管道运力问题持续了一年多（2013/9-2015 年初），本次从 2018/3 持续到 2019 年中旬也符合预期。我们预测美国产量的增长主要集中在 2019 年下半年。

图3：Midland-Cushing 价差保持在 5 以上（单位：美元/桶）



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

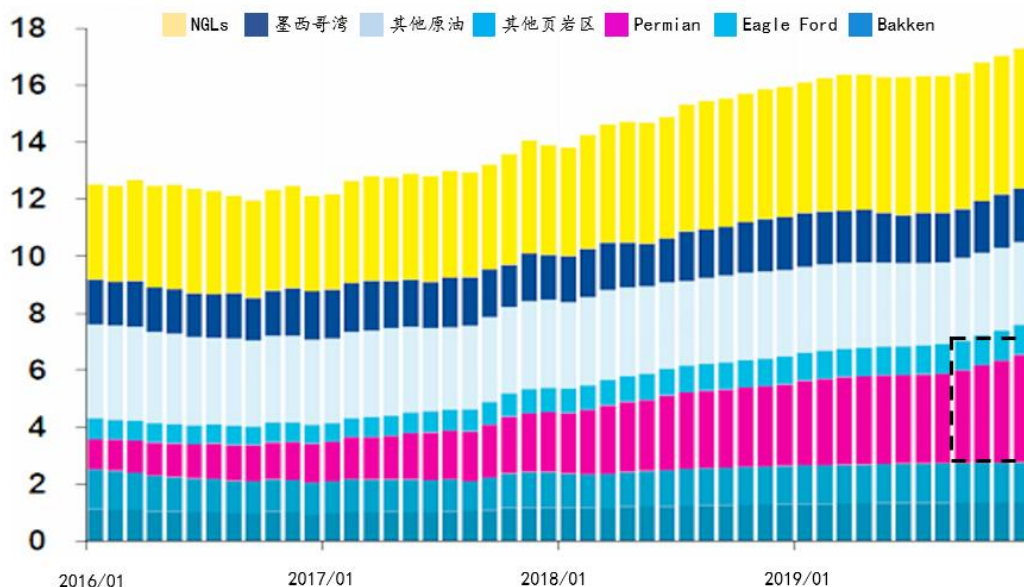
表1：Permian在建的主要石油运输管线

新石油运输管线	建成时间	运输能力（百万桶/日）
Longhorn	2019Q1	5.5
扩建 Bridge Texas	2019Q1	45
Permian Express III	2019Q1	20

新建	Gray Oak	2019Q2	100
	Cactus II	2019Q4	55
	EPIC	2020	44
	South Texas Gateway	2020	40

数据来源: RBN Energy, EIA, 财通证券研究所

图4: 美国2019年原油产量预测 (单位: 百万桶/日)



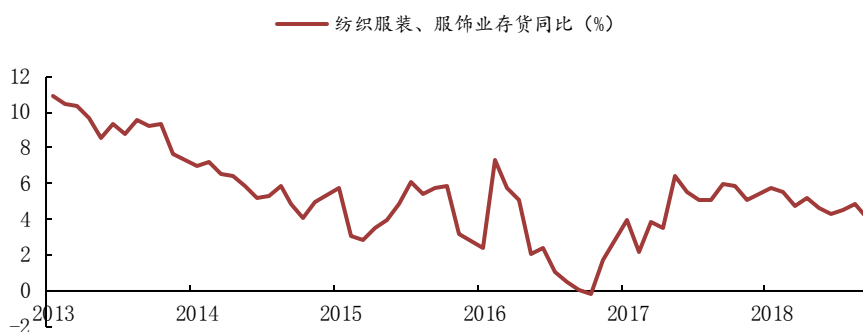
数据来源: EIA, 财通证券研究所

## 1.2 “衣”方面：国内纺服需求相对坚挺，聚酯产业链利润有望处于 2017 年水平

### 1.2.1 国内纺服是 2019 年需求相对坚挺的行业

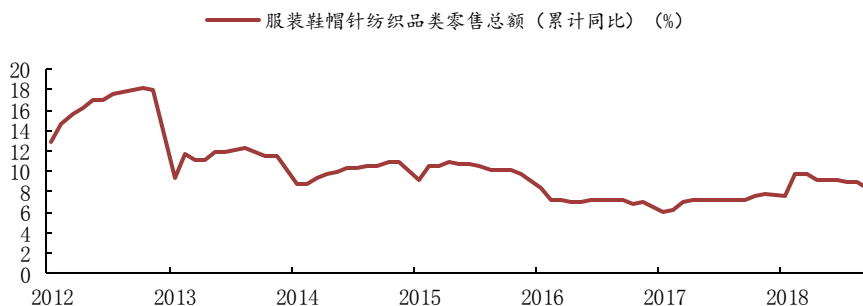
2016 年底纺服行业走出了过去 5 年的弱势进入补库存周期，这也直接带来了涤纶和锦纶产业链的大景气周期。由于目前补库存仅进行了两年，我们认为 2019 年仍然不会结束，纺服的刚需还是相对稳定的，终端的社零数据也支持这一结论。

图 5：纺服 2016 年底后进入补库存周期



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 6：纺服内需仍然保持 8% 以上增长



数据来源：Wind，财通证券研究所

至于出口，目前增速仍然在持续增长。尽管确实存在订单提前，但无须怀疑中国纺服行业的全球竞争力，通过东南亚转口贸易等方式可以规避关税风险。

图 7：纺服出口数据还未出现下滑



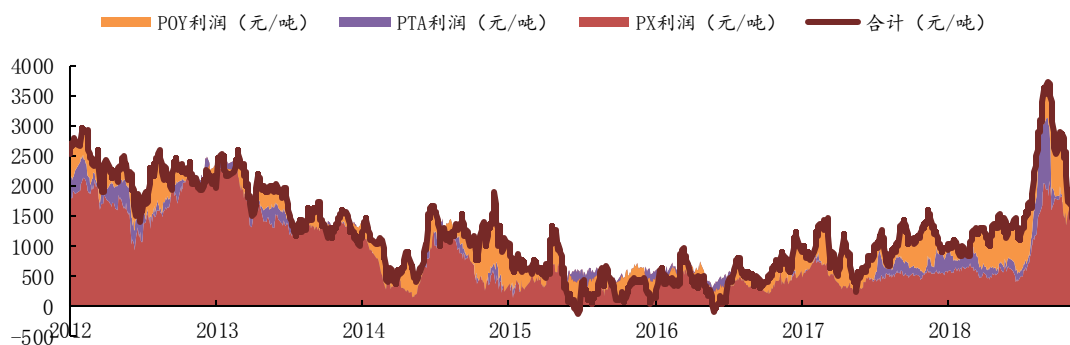
数据来源：Wind，财通证券研究所

### 1.2.2 聚酯产业链：利润有望处于 2017 年水平

我们计算了一吨POY全产业链利润（含所得税，仅代表行业平均水平，不同企业有差异）。由于PX和PTA在过去几年扩张较快，所以聚酯产业链利润也波动较大。需要注意的是，产业链某一个环节扩张过快导致的利润下滑不一定能传递到产业链其他环节，也有可能直接消失掉——核心还是看下游需求。

考虑到2019年纺服需求和产业链各环节扩产节奏，我们认为聚酯产业链利润有望处于2017年水平，其中POY与2017年利润基本持平，而PX利润将会向PTA转移一部分。

图 8：一吨POY全产业链利润，含所得税



数据来源：CCF，wind，财通证券研究所



表2：聚酯产业链历年平均利润

	PX	PTA	POY	合计
2012	1798	154	289	2241
2013	1558	48	118	1724
2014	741	-13	332	1060
2015	541	-77	6	470
2016	525	-78	68	515
2017	556	62	393	1012
2018	964	248	480	1693

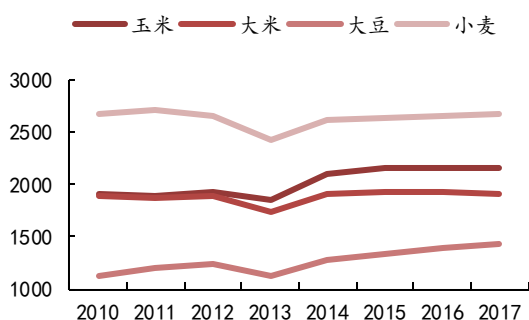
数据来源：CCF, wind, 财通证券研究所

### 1.3 “食”方面：农化板块景气延续

#### 1.3.1 主要农产品价格处于历史低位，板块防御性较强

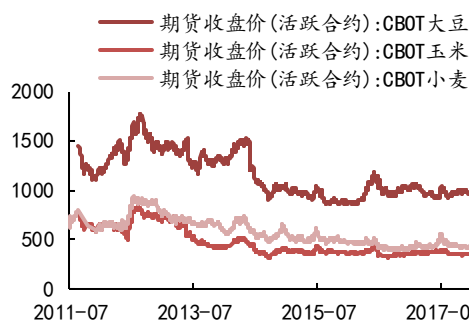
从农化产品下游需求看，全球农作物播种面积维持稳步增长。从农产品价格看，大豆、玉米、小麦等主要作物价格都处于历史低位，板块防御性较强。

图 9：全球农作物播种面积（单位：百万公顷）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 10：农产品价格低位（单位：美分/蒲式耳）



数据来源：Wind，财通证券研究所

#### 1.3.2 化肥巨头三季度业绩增长，行业景气延续

四大海外化肥巨头—美盛公司、Nutrien 公司、雅拉国际公司及 CF 工业控股公司 18 年第三季度业绩稳定增长。从 18 年第三季度来看，四家公司营收同比增速均超 10%，三家公司 EBITDA 增速超 30%；从 18 年前三季度累计来看，四家公司营收同比增速均超 7%，美盛和 CF 工业 EBITDA 增速超 50%。随着化肥产品市场价的提高及需求量的增长，2019 年化肥市场景气有望持续。

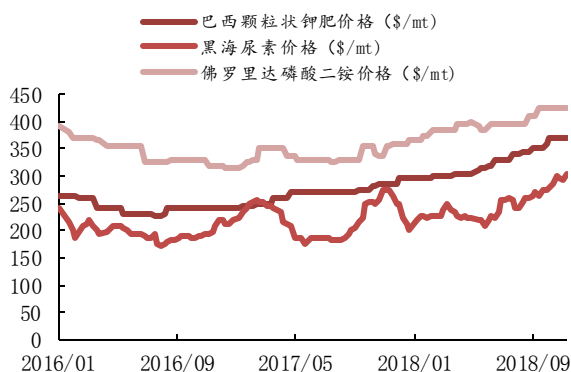
表 3：18 年第三季度海外化肥巨头财务数据摘要（百万美元）

代码	公司名	地域	市值 (09/30)	营收	营收同比增长	EBITDA	EBITDA 同比增速
MOS US	美盛 Mosaic 公司	美国	12,520	2928.1	47.53%	608	58.95%
NTR US	Nutrien 有限公司	加拿大	35,285	4034	11.78%	-932	-
YAR NO	雅拉 Yara 国际公司	挪威	13,418	3504	16.53%	372	30.99%
CF US	CF 工业控股股份有限公司	美国	12,622	1040	19.54%	364	87.63%

数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

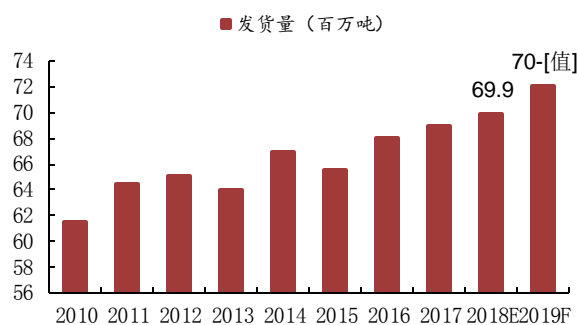
**磷肥市场的观点：市场价与需求量齐升，市场基本面预计继续提升。**全球最大磷肥厂商美盛 18Q3 实现营收 29.28 亿美元 (YoY+47.53%)。11 月佛罗里达磷酸二铵中间价 425 美元/吨 (YoY+26.87%)。硫和氨价格持续走强，项目增速推迟，支撑磷酸盐价格。在需求端，全球磷肥需求预计将保持强劲增长，美盛预测 19 年全球磷肥发货量将创新纪录达 7000-7200 万吨 (相比 17 年上升 4.35%)。在供应端，在美盛关闭部分产能，全球新增产能不及预期以及中国减少磷肥出口等多重因素叠加下，预计磷肥供应增长率将放缓。

图 11：国际钾肥、磷肥和尿素价格走势



数据来源：Bloomberg, 财通证券研究所

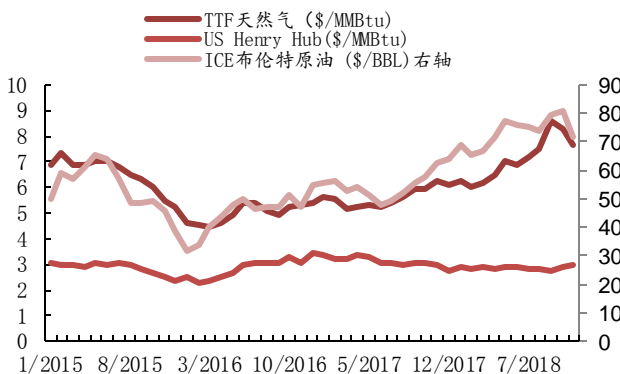
图 12：美盛全球磷肥发货量预测



数据来源：美盛, 财通证券研究所

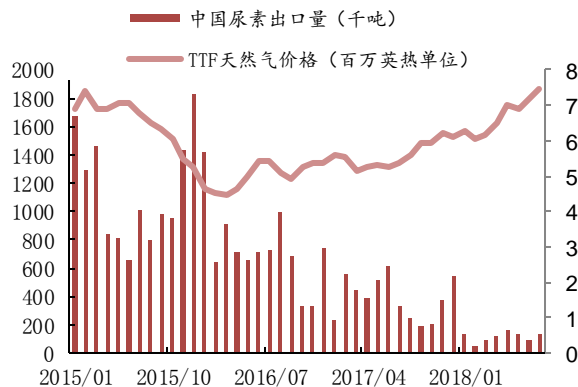
**氮肥市场的观点：全球尿素供需紧平衡趋势延续。**美国亨利枢纽(Henry Hub)天然气价格整体低于荷兰 TTF 天然气价格，从短期看，能源成本大幅上涨导致欧洲和亚洲的氮肥产量收缩，叠加中国的环保政策因素导致出口供应减少 (2018 上半年出口 71 万公吨 YoY-74%)，使得全球供应缩紧。从长期来看，由于合成氨-尿素装置的建设需要 4 年左右时间，在此期间无明显产能扩张，预计全球氮肥供需紧平衡将持续至 2022 年，氮肥价格回升将使具有能源成本优势的美国 CF 工业公司充分受益。

图 13：天然气、原油价格走势



数据来源：Bloomberg, 财通证券研究所

图 14：中国尿素出口量



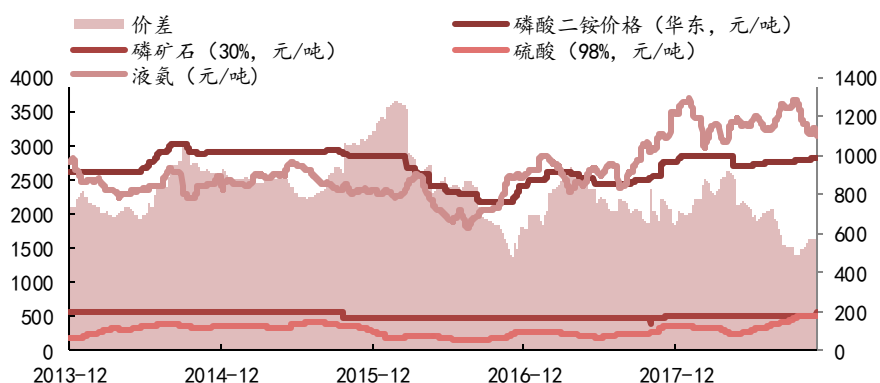
数据来源：Bloomberg, 财通证券研究所

**钾肥市场的观点：供需结构改善，钾肥价格回暖。**全球最大钾肥厂商 Nutrien 公司 18Q3 调整后 EBITDA 同比上升 64%，主要原因是价格和销量上涨。2020 年前世界上主要几家钾肥厂商(除加拿大外)扩产缓慢，且部分厂家将有关闭矿的情况；据藏格控股年报，预计 19 年全球钾肥产能将维持在 8500 万吨左右；而需求在经济复苏的背景下恢复增长，预计到 2019 年全球钾肥需求达到 6570 万吨，供应增速低于需求增速，钾肥行业的产能过剩情况有所好转。

### 1.3.3 磷酸二铵价差持续下降，尿素盈利处于高位

**磷酸二铵成本支撑力度依旧，价差逐渐收窄。**若按照原材料均外购测算，因硫酸和液氨大幅度上涨，及 17 年底磷矿石减产限产，磷肥价差持续下降。因此不具备上游原材料配套的企业将受到原料价格波动影响，而具有原材料布局的企业将收益于磷肥的价格提升。

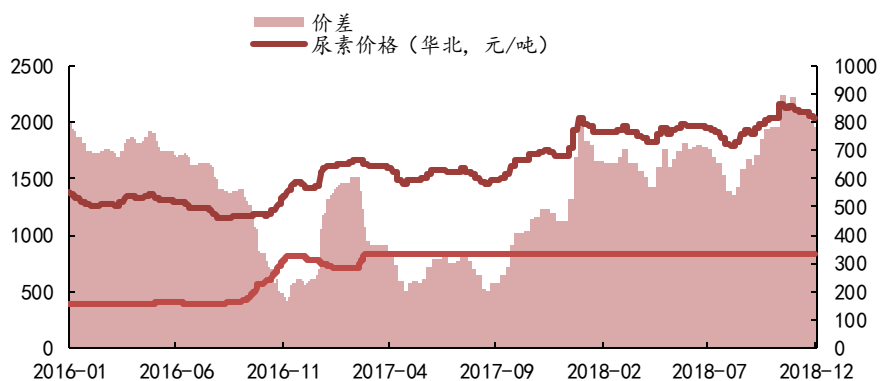
图 15：磷酸二铵价差变化（单位：元/吨）



数据来源：Wind，财通证券研究所

**尿素价格和价差整体处于历史高位。**目前，国内尿素价格小幅下跌，尿素价格 18 年来维持高位运行，原材料无烟煤价格走势平稳，因此价差也保持在高位。此外，冬季供给端气头尿素减产，叠加春耕需求支撑，价格有望维持高位。

图 16：尿素价差变化（单位：元/吨）

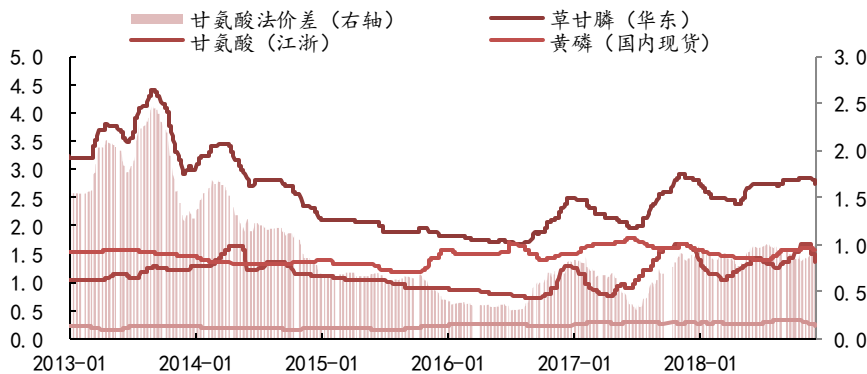


数据来源：Wind，财通证券研究所

### 1.3.4 农药行业仍处本轮景气高点

过去一轮农药行业景气主要是因为环保压力下，供给趋紧和中间体成本因素驱动导致的。以草甘膦（甘氨酸法）为例，国内产品价格和价差自 16 年下半年环保趋严后底部回升，目前仍处于本轮周期的景气高点。

图 17：草甘膦价差底部回升（单位：万/吨）



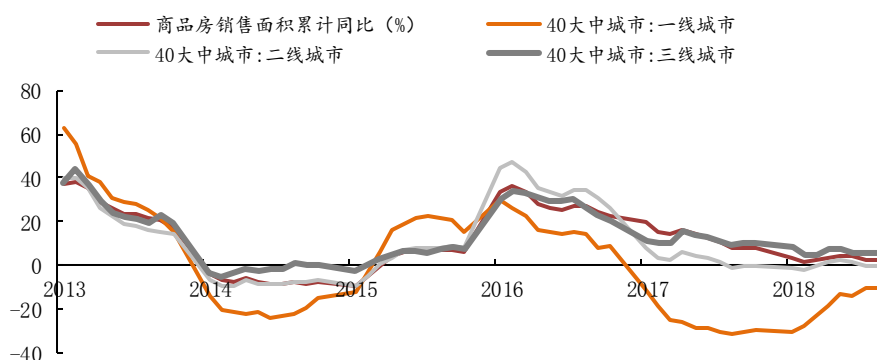
数据来源：wind，财通证券研究所

### 1.4 “住”方面：国内地产下行带动 PVC 利润高位回调，关注海外需求对钛白粉行业的边际影响

#### 1.4.1 国内地产行业 2018 年高于预期，但 2019 年仍面临较大压力

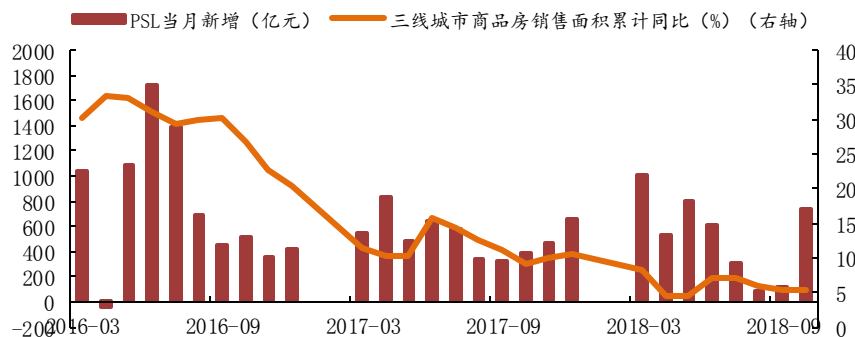
一方面，2018 年商品房销售增速保持在了 2%，主要因为政策没有边际收紧，且棚改规模未有明显减少。棚改是 2015 年后支撑三四线城市商品房销售的重要因素，尤其是 PSL 推出加快了棚改货币化进程。2019 和 2020 年棚改总规划为 920 万套，如果 2019 年能达到 500 万套的话，相比 2018 年 580 万套，对应商品房销售面积的减少约为 3300 万平方米(2016 年 606 万套棚改消化 2.5 亿平方米库存)，相当于全年全国商品房销售面积下滑 2%，即 2019 年商品房销售面积增速将降至 0%。

图 18：2018 年商品房销售面积增速维持在 2%



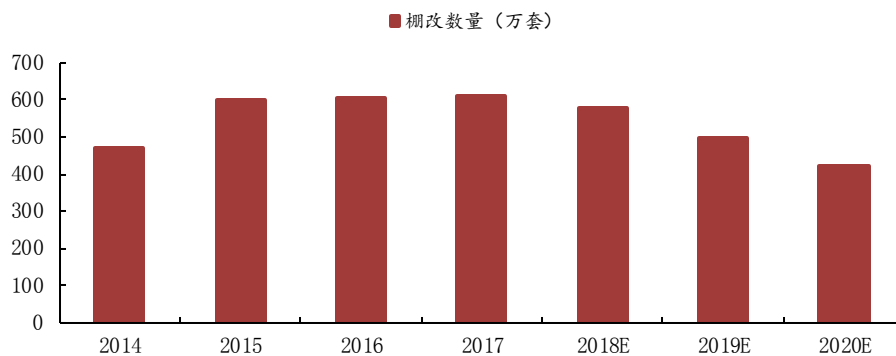
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 19：PSL 推动了三线城市商品房销售面积



数据来源：Wind，财通证券研究所

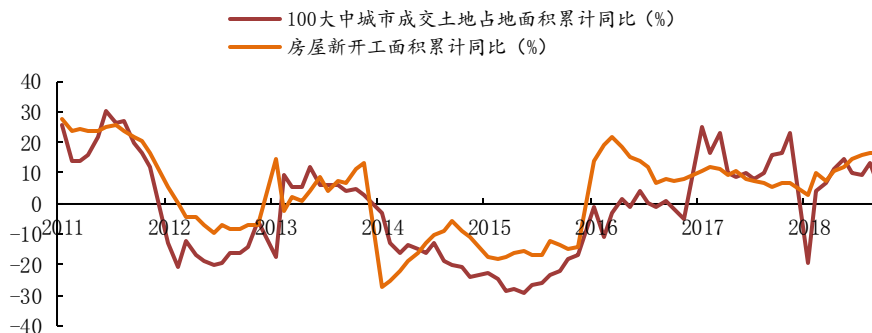
图 20：2019、2020 年棚改户数每年降低约 80 万套，带来 2% 的商品房销售面积下滑



数据来源：Wind，财通证券研究所

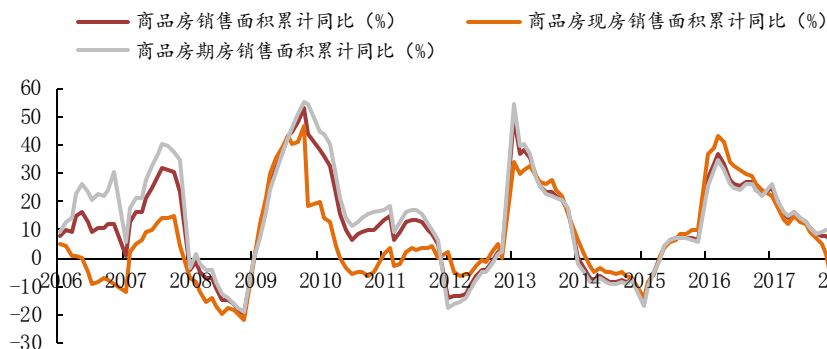
另一方面，2018 年新开工非常强势。2017 年后是房企拿地高峰，新开工增速与拿地之间存在差距，而新开工增速在 2018 年才开始赶上，也就是说 2018 年的房企在去拿地的库存，这也是今年期房销售明显好于现房的原因。但目前房企拿地意愿已经出现下滑，在房屋开工补上此前缺口后，将随着拿地面积的下滑出现增速下滑。

图 21：2017 年后新开工与拿地之间出现缺口



数据来源：Wind，财通证券研究所

图22：2018年期房销售远好于现房

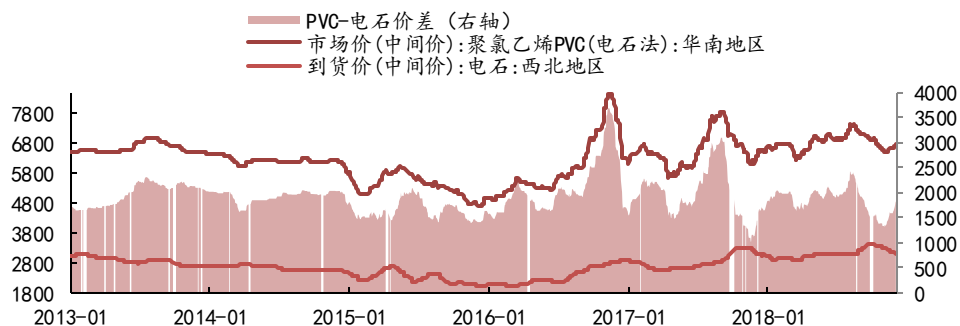


数据来源：Wind，财通证券研究所

#### 1.4.2 PVC 盈利中枢高位回调

随着以地产为代表的下游需求呈现弱化趋势，PVC价格和价差逐步回调，目前处于近年来较低水平，拥有电石产业配套的企业更具竞争优势。

图23：PVC-电石价差处于近年来较低水平（元/吨）



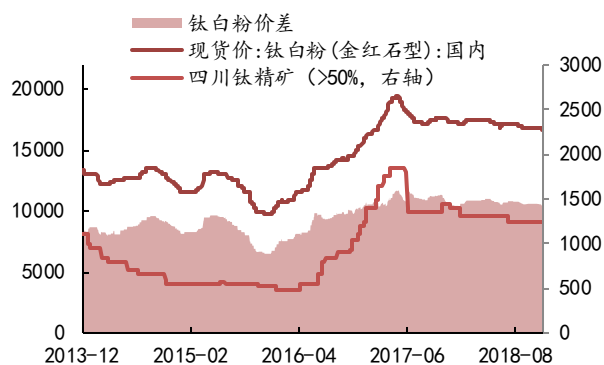
数据来源：Wind，财通证券研究所

#### 1.4.3 钛白粉景气仍处高位，关注海外需求的边际影响

本轮钛白粉景气周期主要由出口带动，目前景气仍处高位。我们判断，未来新增供给释放缓慢，关注海外需求变化带来的边际影响。1) 供给端：国内传统的硫酸法工艺新增产能受限，而氯化法先进产能由于工艺和技术壁垒，其投产进度放缓是大概率事件；2) 需求端：国内地产需求处于下行周期，从全球视野看，海外新增需求增量主要由国内产能满足。此外，在当前中美贸易摩擦背景下，全球经济不确定性增加，或对钛白粉出口造成影响。

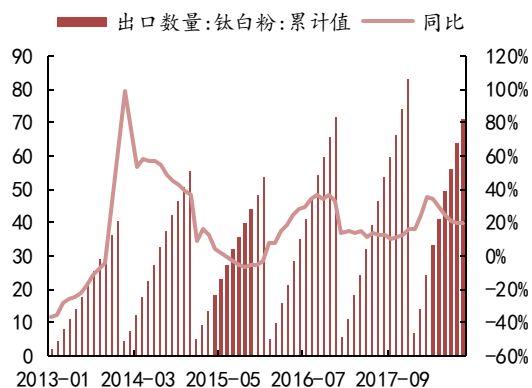


图 24：钛白粉盈利持续高景气（单位：元/吨）



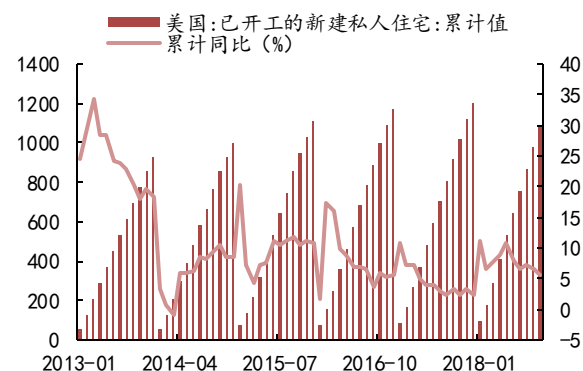
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 25：出口增速维持高位（单位：万吨）



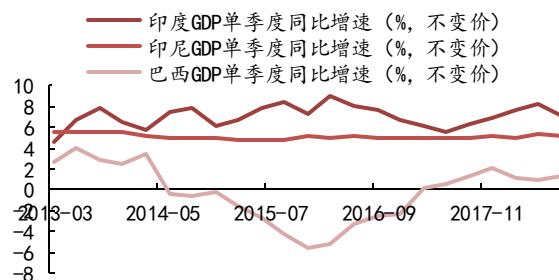
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 26：美国新屋开工增速平稳（单位：千套）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 27：新兴国家GDP增速变化



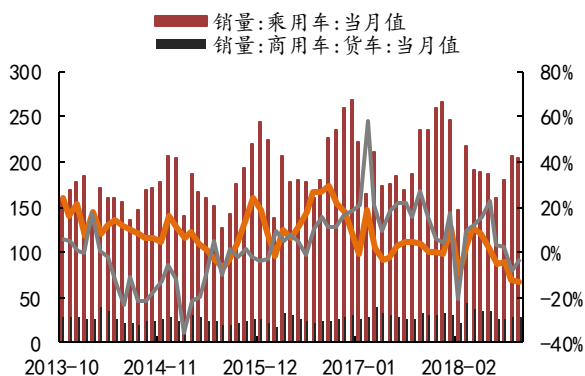
数据来源：Wind，财通证券研究所

## 1.5 “行方面”：汽车销量持续下滑，关注轮胎行业由原料下跌带来的盈利改善

### 1.5.1 国内及全球汽车销量呈下滑趋势

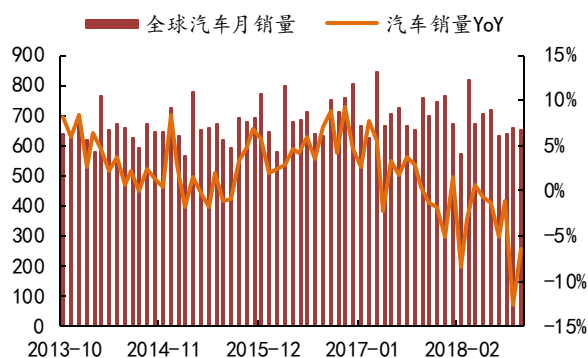
2018年1-10月，中国乘用车销量为1926.49万辆，同比减少1.21%，货车销量318.65万辆，同比增加5.17%，全球汽车销量为6739.87万辆，同比减少3.71%。2018年10月中国乘用车、货车销量分别为204.68、29.52万辆，同比为-12.99%、-3.18%，环比分别为-0.66%、1.02%；全球汽车销量为654.68万辆，同比环比分别为-6.39%、-0.82%。

图28：国内乘用车及货车月销量（万辆）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图29：全球汽车月销量（万辆）



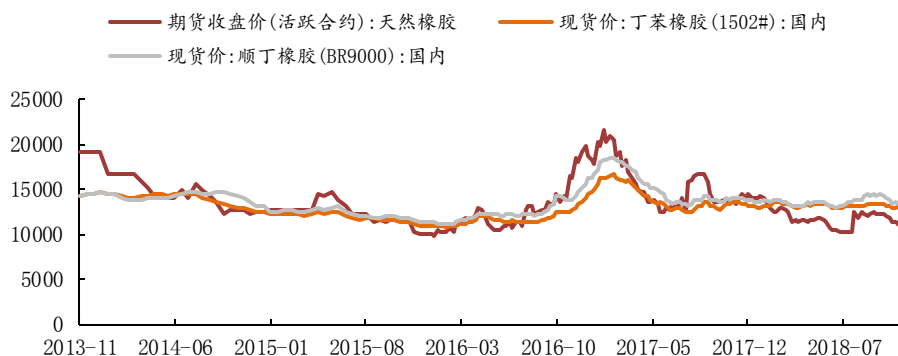
数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

### 1.5.2 轮胎：上游原材料价格下跌，行业盈利有望持续改善

虽然汽车销量下滑，但是轮胎需求依然稳定增长，主要由于轮胎需求来源于两个方面：1) 新车新增需求，对应配套胎市场，2) 旧车更换需求，对应替换胎市场。2017年国内汽车保有量达到2.36亿辆，同比增长12%。按照乘用车新车需求5条胎，乘用车替换市场每辆车平均3年换胎周期粗略测算，国内每年配套胎需求约1亿条，替换胎需求约3亿条，替换胎仍是轮胎需求的主要市场。

**轮胎上游原材料情况：**1) 橡胶，自2017年上半年以来，橡胶价格持续走低，目前天然橡胶期货价格为11215元/吨，丁苯橡胶价格为12897元/吨。2) 炭黑，2017年初以来，随着煤焦油价格持续上涨，炭黑N330价格上涨，2018年初达到最高点的8600元/吨，之后价格有所下滑，目前炭黑价格约7600元/吨；3) 助剂，防老剂价格最近五年来相对稳定，2017年以来稳中有升；促进剂价格在2018年初达到最高点的32000元/吨后下跌较多；目前前华北地区防老剂和促进剂GZ的价格为35000和25500元/吨。上游原材料处于下行周期，轮胎由于其较强的消费属性一般价格跌幅较小，毛利有望持续改善。

图30：天胶、合成胶价格变化（元/吨）



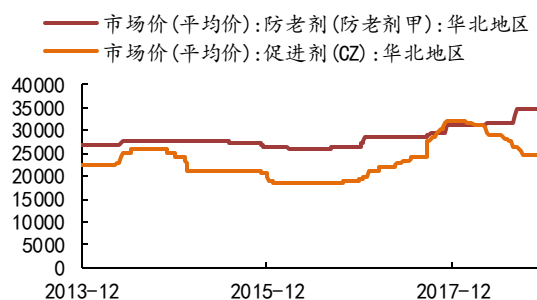
数据来源：Wind，财通证券研究所

图31：炭黑N330吨价格及价差（元/吨）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图32：主要助剂价格情况（元/吨）



数据来源：Wind，财通证券研究所

## 2、2019年化工行业整体投资逻辑：大周期关注安全边际及中长期成长性，小品种关注业绩和估值

1) 我们认为，目前大宗化工品处于景气下行周期，带动行业盈利增速环比下滑。但中长期来看，以华鲁恒升和万华化学为代表的国内极具竞争优势并拥有坚固护城河（园区、产业链一体化）的行业龙头企业仍具备一定的安全边际和成长性。

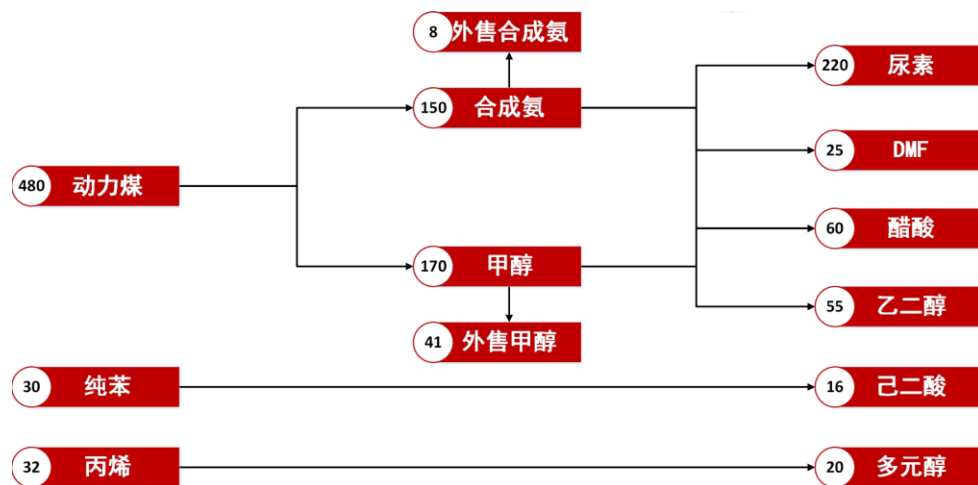
2) 随着中上游大宗化工品价格回落，产业链利润中心将向下游转移，建议关注具有业绩确定性和估值优势的中小市值企业。

### 2.1 大宗化工品景气下行，关注龙头企业的安全边际和中长期成长性

#### 2.1.1 华鲁恒升：景气下行周期，关注公司安全边际及中长期成长

公司现已形成年产170万吨甲醇，110万吨液氨及40万吨合成气生产能力，为下游尿素等产品提供低成本的原料，平台优势明显。公司依托柔性多联产优势，实施产销联动，根据市场行情及时调节生产结构，保持稳产高产和产销平衡。

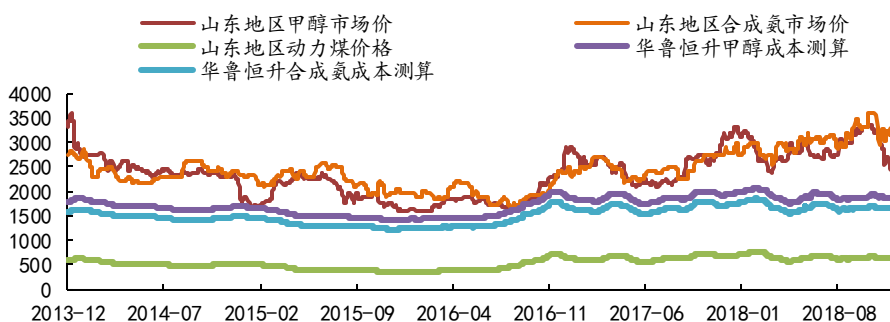
图33：“一头多线”循环经济柔性多联产



数据来源：财通证券研究所

产业链带来的成本优势仍是公司最强护城河。由于公司原料为低成本的烟煤，甲醇及合成氨成本较低，相比外购甲醇、合成氨的企业具有明显的产业链优势。按目前价格测算，公司单吨甲醇相比外购成本节约428元，单吨合成氨相比外购成本节约693元，对应170万吨甲醇产量，150万吨合成氨产量，产业链优势给公司带来的平台价值约17亿元。

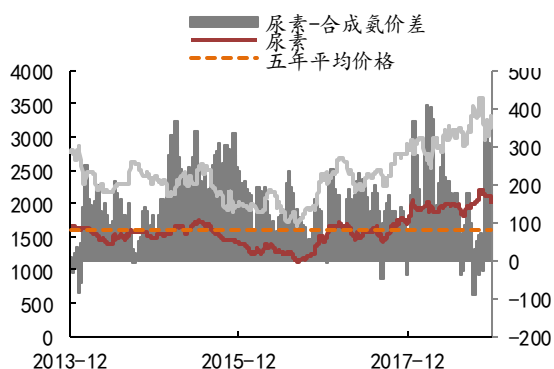
图34：甲醇、合成氨价格成本情况（单位：元/吨）



数据来源：百川资讯，财通证券研究所

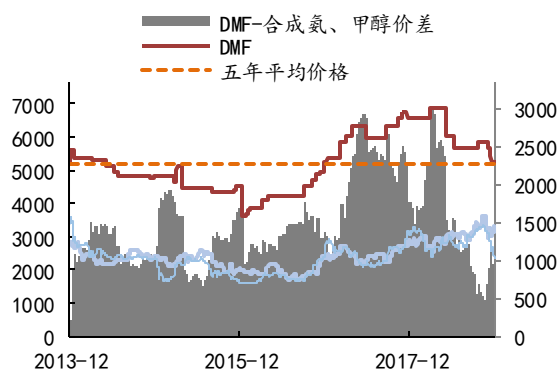
10月份以来，公司主要产品中，己二酸、辛醇、乙二醇、DMF等下滑较多，醋酸、尿素价格略有下滑，整体盈利处于下降周期中：1) 尿素，目前价格1990元/吨，过去五年均价约1592元/吨，目前价格及价差仍处于五年来高位；2) DMF，目前价格5250元/吨，过去五年均价约5217元/吨，目前价格及价差处于五年平均水平；3) 醋酸，目前价格4600元/吨，过去五年均价约3225元/吨，目前价格及价差仍处于五年来较高水平；4) 乙二醇，目前价格5900元/吨，过去五年均价约6774元/吨，目前价格及价差几乎已跌至五年来最低点；5) 己二酸，目前价格8300元/吨，过去五年均价约9353元/吨，目前价格及价差已至五年来较低位置；6) 辛醇，目前价格8350元/吨，过去五年均价约7952元/吨，目前价格及价差处于过去五年平均线上，但仍在下跌通道中。

图35：近五年尿素价格及价差情况（元/吨）



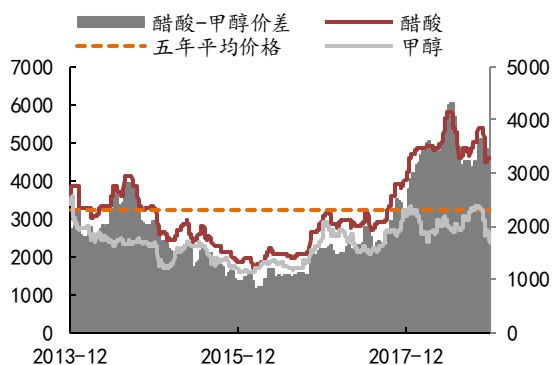
数据来源：百川资讯，财通证券研究所

图36：近五年DMF价格及价差情况（元/吨）



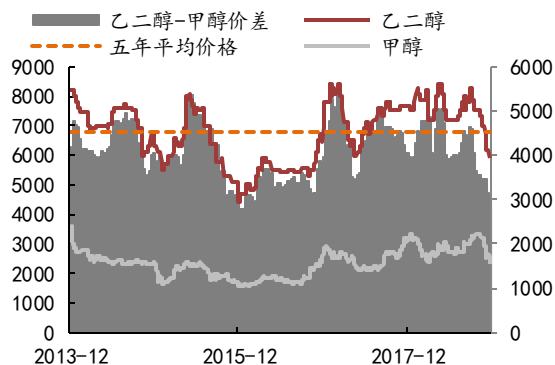
数据来源：百川资讯，财通证券研究所

图37：近五年醋酸价格及价差情况（元/吨）



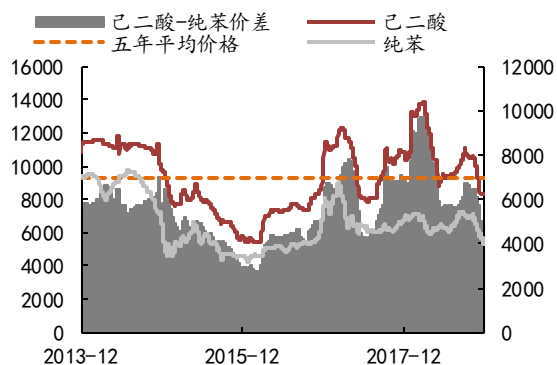
数据来源：百川资讯，财通证券研究所

图38：近五年乙二醇价格及价差情况（元/吨）



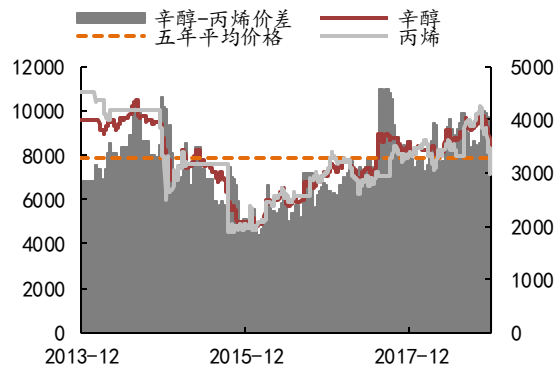
数据来源：百川资讯，财通证券研究所

图39：近五年己二酸价格及价差情况（元/吨）



数据来源：百川资讯，财通证券研究所

图40：近五年辛醇价格及价差情况（元/吨）



数据来源：百川资讯，财通证券研究所

**景气下行周期下寻找业绩的安全边际：**我们以近五年各产品平均价格测算公司业绩中枢，假设尿素、DMF、醋酸、乙二醇、己二酸、多元醇年化产量分别为120、25、50、55、16、20万吨，合计对甲醇、合成氨的需求分别为123.5、82万吨，若公司甲醇、合成氨的开工率均为100%且余下全部外售，则外售甲醇、合成氨分别为46.5、28万吨。据此，测算公司年化毛利润为24.5亿元。考虑到2017年8月之前醋酸长期处于景气低谷，均价不到3000元/吨，而未来几年供需错配格局下有望长期保持高景气，假设市场价维持4500元/吨，则公司毛利中枢约35亿元。长期看，公司已成功进入山东省化工园区，园区占地5.89平方公里，目前公司占地仅3.6平方公里左右，未来三年公司的现金流也足以支撑下一轮百亿级资本扩张，按照15%资本回报率，三年后公司净利润中枢有望达到40亿元，成长动力仍然强劲。

表4：公司盈利测算

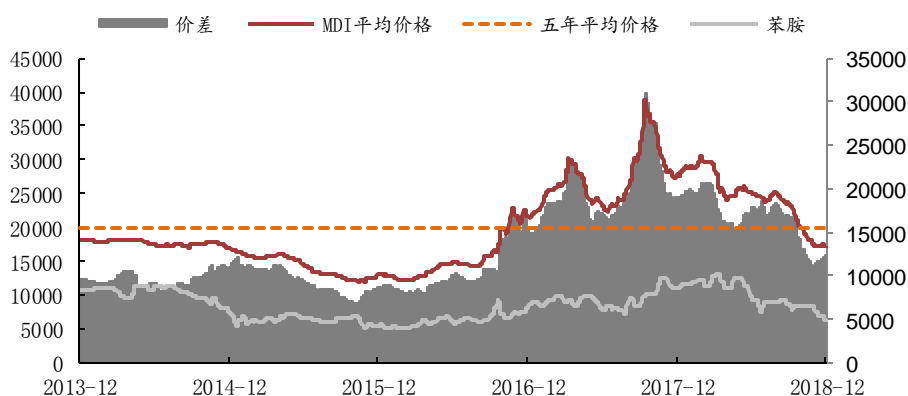
	价格 (元/吨)	成本 (元/吨)	吨毛利 (元)	销量 (万吨)	毛利 (亿元)
甲醇	2025	1596	429	41	1.8
合成氨	2092	1399	693	8	0.6
尿素	1434	1139	295	220	6.5
DMF	4529	3324	1205	25	3.0
醋酸	2787	1828	959	60	5.8
乙二醇	5839	4830	1010	55	5.6
己二酸	8062	7877	185	16	0.3
多元醇	6737	6213	524	20	1.0
合计					24.5

数据来源：百川资讯，财通证券研究所

### 2.1.2 万华化学：短期 MDI 价格下跌拖累盈利，看好长期成长性

MDI 价格持续下跌，预计向下空间已不大：MDI 价格（聚合 MDI 和纯 MDI 均价）在 2017 年 9 月底达到最高点的 36750 元/吨后进入下行通道，目前价格仅 17050 元/吨，已经跌破过去五年的均价（接近 20000 元/吨），我们认为在 MDI 供需格局未发生较大变化情况下目前价格已经跌至底部区间，预计价格向下空间已不大。

图41：MDI价格及价差情况（单位：元/吨）

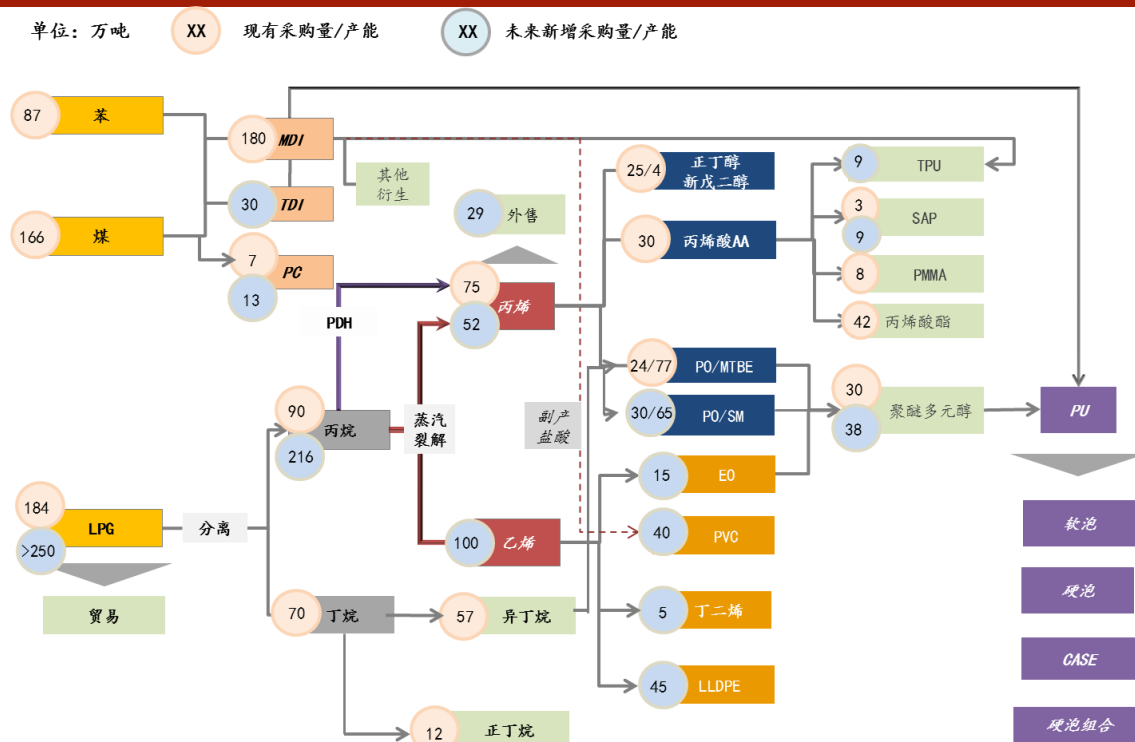


数据来源：Wind，财通证券研究所

中长期更看好公司全球化、多元化及产业链延伸带来的估值提升。公司 30 万吨 TDI 及 13 万吨 PC 二期项目预计近期投产，MDI、TDI、乙烯、新材料等产能持续扩张；欧洲 BC 及美国布局，全球扩张进程加速，有望成长成世界级化工巨头。公司未来较大资本开支包括：1) 美国建厂项目，下属子公司在美国路易斯安那

州建立年产 40 万吨 MDI 装置及一体化配套工厂，项目投资额预计 12.5 亿美元。项目基础设施建设预计将持续 36 个月，预计 2021 年 10 月底完成。2) 乙烯项目，新建 100 万吨/年乙烯联合装置、40 万吨/年聚氯乙烯装置、15 万吨/年环氧乙烷装置、45 万吨/年 LLDPE 装置、30/65 万吨/年环氧丙烷/苯乙烯装置、5 万吨/年丁二烯装置及配套的辅助和公用工程设施。项目建成投产后，年产 100 万吨乙烯以及丙烯、混合 C4、C6+ 等中间产物，并深加工生产 40 万吨聚氯乙烯、15 万吨环氧乙烷、45 万吨 LLDPE、30 万吨环氧丙烷和 65 万吨苯乙烯、5 万吨丁二烯等下游产品。项目预计建设期 2 年，总投资 168 亿元，其中建设投资 157 亿元。

图42：万华一体化优势明显



数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 2.2 具有业绩确定性和估值优势的中小市值企业更值得目前关注

由于宏观经济增速下滑和原油持续下跌，我们认为当前时点是布局化工中小市值公司的重要机会。

- 比强周期品种，一些小品种的需求刚性较强，尤其是重视持续研发投入、客户和渠道优质的龙头公司；
- 下游公司将受益于上游大宗原材料的价格下跌；
- 中小市值公司业绩弹性更大，经过前一轮下跌部分业绩确定的公司已经具有估值吸引力。



基于以上逻辑，我们采用如下标准筛选公司：

- 市值小于 100 亿，非能化和强周期行业
- 2019、2020 年的 ROE>10%，PB<2.5（PB-ROE 角度）
- PEG<1（估值与净利润增速匹配角度）
- 研发费用占 EBITDA 比例>10%（研发角度）

筛选出的公司及其 PB-ROE 散点图如下所示：

图 43：筛选公司的 PB-ROE 分布（2019 年）



数据来源：wind，财通证券研究所

### 3、重点推荐标的

#### 3.1 万华化学

公司拟通过下属子公司在美国路易斯安那州建立年产 40 万吨 MDI 装置及一体化配套工厂,项目投资额预计 12.5 亿美元。项目基础设施建设预计将持续 36 个月,预计 2021 年 10 月底完成竣工。

北美建厂意义重大,万华全球化布局有望更进一步:1)北美地区 MDI 供不应求。据统计,美国 MDI 产能 148 万吨/年,其需求量每年增速在 5%-10%。目前美国 MDI 产能无法满足增长的 MDI 需求,2017 年美国自中国进口聚合 MDI 约 16 万吨。2)万华美国建厂将为当地创造较多就业机会。MDI 项目建设期间预计为当地创造 1000 个工作岗位,建成后将创造 1230 个直接与间接就业岗位。3)规避贸易战影响。受贸易战影响,从 9 月 24 日美国对从中国进口的聚合 MDI 加征 10% 的关税,并若两国无法达成协议,关税可能继续上调。

盈利下滑不改长期成长,全球布局打造世界万华。虽然年初至今国内聚合 MDI 价格几乎单边下行,华东地区价格从 1 月初的 27300 元/吨跌至目前 11650 元/吨,国内纯 MDI 价格也由 1 月初的 30250 元/吨跌至目前 21850 元/吨。但从中长期看,高壁垒、高投入使得 MDI 行业处于寡头垄断格局,且全球超过 20 年以上老旧装置超过 50%,不可抗力因素出现概率较大,且在供需格局微发生重大改变下今年 MDI 价格以大幅低于历史平均水平,未来有望企稳回升。另外,公司 30 万吨 TDI 及 13 万吨 PC 二期项目预计近期投产,9 月整体上市方案得到证监会批文,乙烯项目受山东发改委批复。公司未来 MDI、TDI、乙烯、新材料等产能持续扩张;欧洲 BC 及美国布局,全球扩张进程加速,有望成长成世界级化工巨头。

盈利预测及投资评级:美国 MDI 布局开启,公司全球化布局有望更进一步,看好公司长期成长性及估值提升,维持“买入”评级,维持盈利预测,预计 2018-2020 年 EPS 为 4.14/5.57/7.33 元,对应现价 PE 为 7.6/5.6/4.3 倍。

#### 3.2 华鲁恒升

产业链带来的成本优势仍是公司最强护城河。由于公司原料为低成本的烟煤,甲醇及合成氨成本较低,相比外购甲醇、合成氨的企业具有明显的产业链优势。按目前价格测算,公司单吨甲醇相比外购成本节约 428 元,单吨合成氨相比外购成本节约 693 元,对应 170 万吨甲醇产量,150 万吨合成氨产量,产业链优势给公司带来的平台价值约 17 亿元。

景气下行周期下寻找业绩的安全边际:我们以近五年各产品平均价格测算公司业绩中枢,假设尿素、DMF、醋酸、乙二醇、己二酸、多元醇年化产量分别为 120、

25、50、55、16、20 万吨，合计对甲醇、合成氨的需求分别为 123.5、82 万吨，若公司甲醇、合成氨的开工率均为 100%且余下全部外售，则外售甲醇、合成氨分别为 46.5、28 万吨。据此，测算公司年化毛利润为 24.5 亿元。考虑到 2017 年 8 月之前醋酸长期处于景气低谷，均价不到 3000 元/吨，而未来几年供需错配格局下有望长期保持高景气，假设市场价维持 4500 元/吨，则公司毛利中枢约 35 亿元。长期看公司已成功进入山东省化工园区，园区占地 5.89 平方公里，目前公司占地仅 3.6 平方公里左右，未来三年公司的现金流也足以支撑下一轮百亿级资本扩张，按照 15%资本回报率，三年后公司净利润中枢有望达到 40 亿元，成长动力仍然强劲。

**盈利预测及投资评级：**公司煤气化技术及成本优势突出，50 万吨乙二醇投产为四季度带来新增长。维持买入评级，维持盈利预测，预计 18-20 年 EPS 为 2.17/2.48/2.57 元，对应 PE 为 6.0/5.2/5.0 倍。

### 3.3 巨化股份

氟化工（制冷剂）是我们 2019 年仍然看好的化工子行业。①氟化工行业壁垒足够，重污染和腐蚀对设备运行能力提出了很高的要求；②制冷剂的新增需求和维修需求均比较稳定，且下游对涨价极不敏感；③2019 年发达国家开始削减 HFCs，存在供需缺口；④制冷剂少数中国具有定价权的化工品。

**Q3 制冷剂价格整体稳定。**尽管逐渐进入淡季，但 Q3 制冷剂价格整体保持稳定，R22/R134a/R125/R32 价格环比分别变化+12.87%/-4.16%/-26.16%/-1.52%，与 HF 价差环比分别变化+16.87%/-6.42%/-32.85%/-0.89%。

**2019 年制冷剂仍有望迎来阶段性涨价行情。**二代制冷剂面临环保部严查（配额外）；发达国家于明年开始三代制冷剂削减，进口需求提高。

**三代制冷剂和含氟聚合物扩产助力未来发展。**制冷剂方面，拟投资 2.97 亿元建设 3 万吨/年 R32，计划 2019Q4 试产。含氟聚合物方面，拟投资 2.26 亿扩建 1.27 万吨/年 PTFE 和配套的 1 万吨/年 TFE、4 万吨/年 R22，计划 2019Q1 试产。

我们预测公司 2018/19/20 年归母净利润 20.61/22.98/26.01 亿元，EPS 0.75/0.84/0.95 元，对应现价 PE 9/8/7 倍。看好氟化工景气度以及公司完善的氟化工产业链，维持“买入”评级。

### 3.4 安迪苏

供需共同影响下，蛋氨酸价格 9 月份开始底部回升。供给层面，紫光 7 月中旬开始检修后一直没有复产，新和成也处于检修中，国内蛋氨酸供应紧张；需求层面，中美贸易战影响下豆粕期现价格相比年初已上涨 20%左右，氨基酸作为豆粕替代

产品的需求持续增长。供需共同影响下，固蛋从9月初17元/kg上涨至目前20.25元/kg (+19%)，液蛋从14.25元/kg上涨至目前15.75元/kg (+10%)。

**Q3 成本控制优秀，尽管面临原材料涨价但功能产品毛利率大幅提高。** Q3 公司功能产品营收 20.36 亿 (环比+11%)，毛利 5.78 亿 (环比+34%)，毛利率 28.40% (环比+6.92pct)。由于蛋氨酸价格大幅上涨主要在 9 月底之后且公司定价策略为季度定价，因此蛋氨酸涨价还未完全体现在 Q3 业绩上。Q3 公司业绩增长主要得益于成本下降，尤其是在主要原材料丙烯、甲醇、硫磺价格均大幅上涨的情况下更为不易，体现了公司强大的成本控制能力，Q4 公司有望凭借液蛋的全球领先地位充分受益蛋氨酸价格上涨。我们测算固蛋/液蛋均上涨 1 元/kg 可增厚公司年化业绩约 1.97 亿元。

**特种产品表现强劲，盈利能力持续提高。** 由于反刍动物答案酸逐步恢复以及并购 Nutriad 的协同效应开始体现，公司特种产品业务盈利能力持续提高。Q3 公司特种产品营收 5.71 亿 (环比+1%)，毛利 3.11 亿 (环比+13%)，毛利率 54.43% (环比+5.63pct)。

我们预测公司 2018/19/20 年归母净利润 12.37/15.51/18.24 亿，EPS 0.46/0.58/0.68 元，对应现价 PE 25/20/17 倍，维持“买入”评级。

### 3.5 嘉化能源

**园区业务提供稳定盈利，磺化医药带来业绩增量：**2018 前三季度实现营业收入 41.90 亿 (+4.51%)，归母净利润 8.55 亿 (+25.41%)。业绩增长主要原因是：1. 公司是国内最大磺化医药系列产品生产商，技术领先，产业竞争力强，且产品价格持续上涨。此外，3.8 万吨 TA 项目投产后效益逐步释放；2. 基于园区规模不断发展和公司循环经济优势，热电、脂肪醇（酸）和氯碱装置产能利用率达历史较高水平。分季度看，18Q3 单季度归母净利润 2.74 亿 (同比+22.73%，环比-4.65%)，符合预期。

**磺化医药系列产品下游需求转好，产品量价齐升：**根据公司公告，公司 18Q3 磺化医药系列产品销量 0.95 万吨 (环比+61.0%)，且单季度 127% 的产销率也高于 18Q2 的 84%；此外，产品不含税均价环比上涨 20.4% 至 1.8 万/吨。公司是业内唯一采用三氧化硫连续磺化管道反应技术的企业，兼具环保、规模和成本优势。此外，公司已依托重要中间体对甲苯磺酰氯打通磺化医药全产业链：根据投资者关系记录，深加工产品 BA 一期 2000 吨已投产；3.8 万吨 TA 系列产品项目也已陆续投产，且效益逐步释放，未来业绩增厚可期。

**依托热电联产核心装置，蒸汽/氯碱业务竞争优势明显：**(1) 核心蒸汽业务：公司是中国化工新材料（嘉兴）园区唯一蒸汽供应商，且采用煤热联动的定价机制牢牢锁住利润。其中，18Q1~Q3 蒸汽单吨毛利分别为 53.5/63.3/53.0 元/吨。随未

来园区经济逐渐发展及公司新锅炉产能的投放,有望带动公司蒸汽供热业务的稳健增长。(2) 氯碱业务:利用热电联产装置产生的电力供应氯碱产品生产以节约成本,经测算若烧碱装置自供电比例为70%,则17年可节约成本达1.7亿。公司氯碱产品是浙北地区(嘉兴、湖州)唯一生产商,拥有管道及良好稳定的合作客户,能够实现“碱氯平衡”,装置开工率维持在100%(远高于整个行业的80%左右),竞争优势明显。

我们预测公司 2018/19/20 年归母净利润 13.38/16.97/19.66 亿, EPS 0.93/1.18/1.37 元,对应现价 PE 10/8/7 倍,维持“买入”评级。

### 3.6 广信材料

公司目前为 PCB 油墨及涂料双主业,与台湾企业合作布局战略储备品种,未来有望借此切入半导体及面板领域:目前公司拥有 6500 吨专用油墨的产能,募投的 8000 吨感光专用油墨产能预计 2019 年 6 月投产,将会有效缓解公司的产能瓶颈。公司子公司江苏宏泰专注紫外光固化涂料研发和生产,多年来致力于消费电子涂料和汽车车灯涂料的研发,2017-2019 年承诺业绩分别为 4800、5500、6200 万元。公司此次与台湾广至签订光刻胶产品委托开发合同,未来有望与现有 PCB 客户发挥协同作用,也将扩宽公司产品线及应用领域,利于公司长期发展。

宏泰收购湖南阳光新材,外延并购持续进行:今年 9 月,宏泰以现金方式(1.6 亿元)收购阳光新材 100% 股权。阳光新材业务包括 UV 新材料研发、生产和销售,主要生产高性能紫外光固化涂料与亲水涂料,产品广泛应用于地板、家具、塑料、电子、汽车、空调电器等行业,其 2018 年、2019 年、2020 年承诺经审计的净利润分别不低于 1200 万元、1770 万元、2630 万元。

公司已经形成 PCB 油墨及涂料双主业,内生+外延驱动公司持续成长。但是受原材料价格上涨影响,公司前三季度业绩低于预期,且公司募投项目受多方面影响导致延期,预计 2018-2020 年 EPS 为 0.37/0.68/0.96 元,当前股价对应 18-20 年 PE 为 27/15/11 倍,维持“买入”评级。

### 3.7 玲珑轮胎

原材料价格趋稳,公司盈利稳步改善。今年下半年以来,天然橡胶、合成橡胶价格稳定在 12500 元/吨左右,山东地区炭黑价格稳定在 7800 元/吨左右,促进剂、防老剂等助剂价格也相对稳定。公司三季度轮胎价格同比上涨 0.63%,天胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线、帘子布五种原材料采购价格同比上涨 6.80%,原材料价格趋稳下公司盈利逐步改善。

“5+3 战略”稳步推进,新产能建设持续进行,公司成长性强。公司在国内除了招远、德州、柳州三个生产基地外,将再建立两个生产基地,其中湖北荆门项

目 3 月完成工商注册、7 月开工奠基，将形成 1200 万套半钢、240 万套全钢、6 万套工程胎产能；同时国际化布局稳步推进，泰国玲珑三期项目 18 年 3 月份启动，塞尔维亚规划投资 9.9 亿美元建设年产 1362 万条高性能子午线轮胎项目。公司现有半钢胎年产能 4714 万套、全钢胎年产能 800 万套，2020 年底规划年产能扩张至半钢胎 7404 万套，全钢胎 1220 万套，未来产能持续投产放量，助力业绩持续高增长。

公司作为国内轮胎行业龙头，原材料价格趋稳下盈利逐步改善，品牌及配套优势明显，产能持续扩张助力公司未来业绩稳定增长。预计 2018-2020 年 EPS 为 1.03/1.36/1.75 元，对应 PE 13/10/8 倍，给予“买入”评级。

#### 4、风险提示：

- 1) **原油价格波动：**原油价格波动会对石油化工整个产业带来较大的不确定性。
- 2) **需求不及预期：**下游需求增速不及预期会对化工品价格的传导带来较大的不确定性。
- 3) **环保及安全生产风险：**化工属于高危高污染行业，需警惕突发性安全事故及环保检查带来的影响。

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。