



2018-07-24

公司深度报告

买入/维持

中国化学(601117)

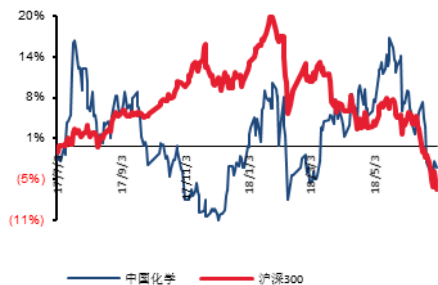
目标价: 9.0

昨收盘: 6.83

工业 资本货物

业绩向上拐点确认，化学工程龙头扬帆远航

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,933/4,933
总市值/流通(百万元)	33,692/33,692
12个月最高/最低(元)	8.15/6.18

相关研究报告:

中国化学(601117)《【太平洋化工】中国化学5月经营简报点评:营收及新签订单持续增长,维持“买入”》—2018/06/13

中国化学(601117)《【太平洋化工】中国化学2018Q1经营简报点评:在手订单充足,业绩拐点趋势明显,维持“买入”》—2018/04/11

中国化学(601117)《中国化学(601117)经营简报点评:订单大增、业绩进入良性增长期,维持“买入”》—2018/03/13

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

证券分析师: 翟绪丽

电话: 010-88695269

报告摘要

1. 化学工程国家队，业绩拐点持续向上

公司为我国化学工程行业国家队，主营化工、石油化工、煤化工、环保、电力、基础设施等领域的设计与EPC，在2017年美国ENR评选的全球250家承包商中位列第38位。公司2012年开始新签订单持续下滑，2016年止跌反弹，2017年订单收入比高达1.65，中期收入增速转正，预计2018年新签订单额将达1100亿元，创历史新高，带动业绩拐点持续向上。

2. 未来三年新产能周期有望开启，公司率先受益

国际油价自2016年起持续反弹至60-80美元中油价时代，叠加供给侧改革强力推进，行业ROE连续三年增长，供需格局显著好转。山东省新旧动能转换项目发布表明新产能周期有望开启，2018-2020年将成为退城入园、产业升级高峰期，预计总投资将达数千亿元，加之全球经济复苏利于海外订单，公司作为工程龙头将率先受益。预计化工、石油化工、煤化工投资将维持高景气，公司未来重点发展的环保与基础设施业务订单合计占比将由17年的12.67%逐步提升至20%。

3. 大幅计提减值，资产质量显著改善，未来现金牛

公司2016-2017年分别计提资产减值11.26亿、15.61亿元，已充分剥离不良资产，结合目前订单结构大幅优化，为再启新征程打下良好基础。公司2017年末现金余额达216.19亿元，为上市以来新高。此外江苏启东、四川PTA项目陆续退出，未来基本无大额资本支出，轻资产运营模式将带动公司逐步成为现金牛，预计至2022年公司账上净现金将与目前市值相当。

4. 盈利预测与评级

预计公司2018-2020年归母净利润分别为29.72亿元、36.88亿元、46.24亿元，对应EPS 0.60元、0.75元、0.94元，PE 11X、9X、7X。考虑到公司订单与业绩拐点持续确认，18年净利大幅增长，2019-2020年保持25%复合增速，及大幅计提减值后资产质量显著改善，给予公司2018年15倍PE，对应目标价9.0元，有30%向上空间，维持“买

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

入”评级。

风险提示：经济大幅下行的风险；新签订单不及预期的风险。

■ 主要财务指标

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	58,571.43	73,635.45	84,462.51	98,961.73
增长率（%）	10.35%	25.72%	14.70%	17.17%
净利润（百万元）	1,596.14	2,971.51	3,687.92	4,623.86
增长率（%）	-12.04%	90.82%	24.11%	25.38%
净资产收益率（%）	5.49%	9.75%	11.28%	13.04%
每股收益(元)	0.32	0.60	0.75	0.94
PE	21.34	11.34	9.14	7.29
PB	1.19	1.11	1.03	0.95

资料来源：Wind，太平洋证券

目录

一、 工程建设国家队，化工行业领导者	6
二、 新签订单走出低谷，2017 年开始业绩拐点向上	9
(一) 2017 年收入增幅转正，减值和汇兑拖累利润	9
(二) 新签订单大幅增长，业绩拐点持续向上	11
三、 新产能周期有望开启，公司将率先受益	13
(一) 基础化工品：未来三年将成为退城入园、产业升级高峰期	13
(二) 民营大炼化快速崛起为石油化工行业注入强劲动力	16
(三) 油价触底反弹，煤化工行业快速回暖	18
1、煤制乙二醇经济性显现，市场空间巨大	18
2、煤制烯烃成本优势重现，项目投资回暖	19
3、煤制气和煤制油关乎国家能源安全，公司具有绝对竞争优势	21
(四) 其他业务：己内酰胺量价齐升，环保与基础设施为转型重点	23
1、己内酰胺量价齐升，贡献可观利润	23
2、国内外基础设施领域市场巨大	25
3、环保业务受益下游投资高速增长	25
四、 全球经济回暖，新兴经济体市场巨大，海外业务开拓前景可期	26
(一) 全球经济回暖，新兴经济体增速及投资超平均	26
(二) 国际油价持续上涨，全球能源需求旺盛	27
(三) 全球主要化工产品产销两旺	28
五、 公司自身资产质量好转，新领导带来新格局	30
(一) 减值准备充分，现金流好转，资产质量显著提升	30
(二) 领导团队换帅，大处着眼小处着手	32
(三) 业务结构多元化步伐加快	32
六、 盈利预测及评级	33
七、 风险提示	34

图表目录

图表 1 公司股权结构及下属公司	7
图表 2 八家建筑类央企比较 (收盘日 2018-07-20)	8
图表 3 化学工程领域三巨头比较	9
图表 4 2010-2017 公司营业收入走势图	10
图表 5 2010-2017 公司归母净利润走势图	10
图表 6 2010-2017 公司利润率走势图	10
图表 7 2010-2017 公司资产负债率走势图	10
图表 8 2017 年公司营业收入的业务构成占比	11
图表 9 2017 年公司营业收入的境内外占比	11
图表 10 2017 年新签合同额大幅增长	12
图表 11 2017 年新签合同额境内外占比	12
图表 12 2017 年新签合同额各业务领域占比	12
图表 13 2006-2017 公司订单及收入情况	13
图表 14 化学原料及化学制品制造业固定资产投资额	14
图表 15 化学原料及化学制品制造业利润总额	14
图表 16 部分传统化工产品 2015 年产能、产量和 2020 年国内需求预测 (万吨)	14
图表 17 山东新旧动能转换第一批高端化工类部分项目	15
图表 18 25 省市化工企业搬迁完成时间表	15
图表 19 危化品搬迁改造项目	16
图表 20 在建或拟建的民营大炼化项目	17
图表 21 国内乙二醇价格维持高位 (元/吨)	19
图表 22 我国乙二醇需求稳定增长	19
图表 23 国内拟建的煤制乙二醇项目	19
图表 24 国内乙烯价格维持高位 (元/吨)	20
图表 25 我国乙烯供需偏紧	20
图表 26 国内拟建的煤制烯烃项目	21
图表 27 国内拟建的煤制气和煤制油项目	22
图表 28 国内己内酰胺供需关系	23
图表 29 国内己内酰胺进口量逐步降低	23
图表 30 国内己内酰胺价格不断上涨 (元/吨)	24
图表 31 2011-2017 公司研发投入	24
图表 32 公司部分自主研发技术	24
图表 33 生态保护和环境治理业固定资产投资持续高增长	25
图表 34 世界实际 GDP 增速 (%)	26
图表 35 世界银行预测不同地区 GDP 增速 (%)	27
图表 36 世界银行预测固定资本投资增长率 (%)	27
图表 37 全球一次能源消费量持续增长	27
图表 38 2017 年全球能源消费结构	27
图表 39 国际原油维持中高油价区间	28
图表 40 全球乙烯产能及开工率提升	29
图表 41 全球乙烯产能分布	29
图表 42 全球乙烯需求持续增长	29
图表 43 全球乙烯需求分布	29
图表 44 2010-2017 公司资产减值准备情况 (亿元)	30
图表 45 2017 年公司计提资产减值准备情况	31

图表 46 2010-2017 年公司现金流好转	32
图表 47 2010-2017 年公司收现比和付现比情况	32
图表 48 2010-2017 年公司合同额各业务占比	33
图表 49 中国化学 PE-BANDS	34
图表 50 中国化学 PB-BANDS	34

一、工程建设国家队，化工行业领导者

中国化学工程股份有限公司（以下简称“中国化学”或“公司”）成立于2008年9月，由中国化学工程集团公司作为主发起人（最初持股比例92%），联合神华集团有限责任公司（最初持股比例4%）和中国中化集团公司（最初持股比例4%）共同发起设立，属于国资委控股大型企业之一。公司于2010年1月在上海证券交易所上市，主营业务分为三部分：（1）工程承包；（2）勘察、设计及服务；（3）其他业务。

（1）工程承包

工程承包是公司核心业务，涵盖化工、电力、建筑、环保、市政等领域，其中石油化工、煤化工、化工项目为公司主要订单来源，公司在煤化工领域的工程技术和业绩居世界领先地位。工程承包主要服务于工业建筑市场，致力于从技术研发咨询开始，全过程、全方位提供重大工业项目一体化工程服务，最终产品是技术先进、工艺复杂、投资庞大的现代化工厂。

目前公司工程承包业务的主要经营模式是工程总承包和施工总承包。工程总承包，即EPC(Engineering Procurement Construction)，是指公司受业主委托，按照合同约定对工程建设项目的的设计、采购、施工、试运行等实行全过程或若干阶段的承包，工程总承包企业对工程的质量、安全、工期、造价全面负责。施工总承包指工程发包方将全部施工任务发包给具有相应资质的施工总承包单位。

（2）勘察、设计及服务

勘察、设计及服务业务是工程建设不可缺少的关键环节，公司是我国化工、石油化工、煤化工、多晶硅工程领域领先的勘察、设计及服务提供商，是将国际先进技术引入国内并成功实现产业化的先行者，主导了我国化工、石油化工工程领域的技术演进。尽管勘察、设计业务在公司营业收入中所占比重较小，但却为公司EPC项目的开展提供了重要支撑。

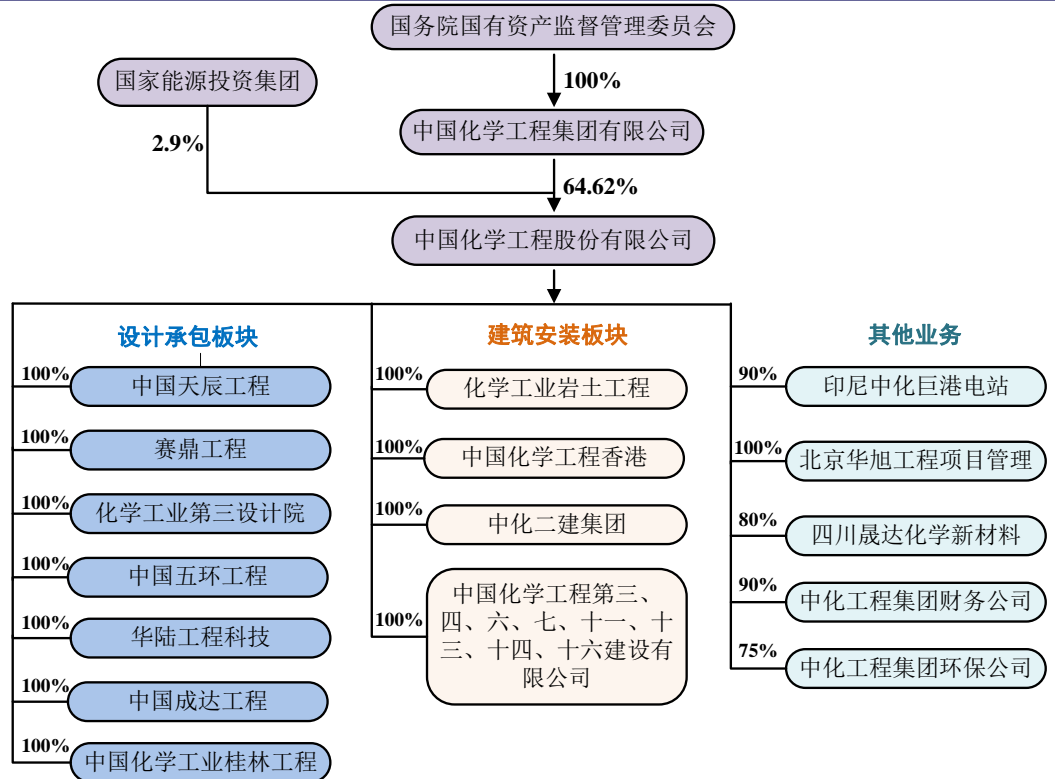
（3）其他业务

公司除开展上述两大类业务外，还经营化工产品生产与销售、电站运营、金融服务、部分机械加工制造及项目设备采购等业务。

从业务领域划分，公司覆盖化工、石油化工、煤化工、建筑、电力、环保、市政等。从地域划分，公司业务遍布全国除西藏之外的所有省份，为我国化工、石油化工、煤化工等行业的发展做出了突出贡献。同时，公司积极实施“走出去”战略，大力拓展国外市场，在东南亚、中东、非洲等地建设了大量优质工程。在2017年美国《工程

新闻记录》(ENR) 评选的最大250家国际承包商和250家全球承包商名单中，公司分别位列第50位和第38位。

图表 1 公司股权结构及下属公司



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

公司下属设计承包板块和建筑施工板块实力强大，其中包括天辰、赛鼎、五环、华陆、成达等7家设计承包工程公司，及中化二建、三建、四建、六建、七建等11家建筑安装公司，此外，还包括印尼巨港电站等5家其他业务公司。旗下子公司各自定位不同的化学工业领域的技术研究、设计承包和工程施工等，历史悠久，各有所长。

国内化学工程领域的上市公司中，除去主要进行海上油气田业务的海油工程，陆上化学工程企业呈现三足鼎立的局面，分别是中油工程、中石化炼化和中国化学。三家巨头因其所属集团不同，优势领域及主营业务各有特色。

中油工程隶属于中石油集团，下属5家子公司，其中工程建设公司、管道局工程公司、寰球工程公司在2017年ENR国际250强工程承包商排名中分别位列第73、第88和第133位。受益于中石油本身产业链完整，遍布油气产业上游的勘探开发，到中游的储存运输再到下游的石油炼制和石油化工，中油工程能提供从油气田地面工程，到管道及储运工程，以及炼油与化工工程的全产业链服务。2017年新签订单中，中石油系统内

部占比72%。

中石化炼化工程隶属于中石化集团，下属5家设计承包公司和3家施工建设公司，在2017年ENR 250强国际承包商排名中位列53位。因中石化主要业务集中在下游的石油炼制和石油化工，中石化炼化工程更侧重于石油炼化工程服务。2017年新签订单中，中石化系统内部占比33%。

相较于中油工程和中石化炼化，中国化学的市场程度更高，业务领域更广，设计施工力量更强大。公司近年来在持续发展石油化工的基础上，大力发展传统化工和新型煤化工，两个领域在国内均处于领先地位。在化学工程领域之外，中国化学不断进行业务结构调整，在基建、环保、化工产品制造等方面也取得了显著成绩。2017年，中国化学营业收入、归母净利润、毛利率等指标均领先另外两家工程公司，优势突出。

与另外7家建筑类央企相比，2017年公司毛利率14.95%，高于其他7家央企，同时收入订单比位居前列，经营水平领先。2017年新签订单额950.77亿元，同比增长35%，增幅居央企前列。2017年公司资产负债率65.1%，远低于各家央企，给予公司开展各项业务及业务转型更高的空间。此外公司PEG最低，显示公司具有最强的增长势头。

综上所述，中国化学是一家集勘察、设计、施工为一体，知识技术相对密集的工业工程公司，是我国化学工业工程领域资质最齐全、功能最完备、业务链最完整的工业工程公司之一，具有丰富的工程业绩和良好的信誉，在行业内具备专业化经营、市场化程度高及业务一体化程度高的优势。同时，强大的设计、施工和管理团队以及先进的技术研发能力和技术储备进一步提升了企业的核心竞争力，巩固了公司在我国化学工程领域的持续领先地位。

图表 2 八家建筑类央企比较 (收盘日 2018-07-20)

公司简称	总市值, 亿元	营收, 亿元(2017)	净利润, 亿元(2017)	新签订单额, 亿元(2017)	收入订单比(2017)	毛利率/净利率, % (2017)	资产负债率, % (2017)	ROE, % (2017)	PE(TTM)/(未来12个月)	PEG(未来12个月)
中国化学	317.19	583.22	15.57	950.77	0.61	14.95/2.73	65.07	5.58	19.3/11.1	0.26
中国建筑	2179.03	10400.38	329.42	22249	0.47	9.28/4.43	77.97	16.26	6.4/5.5	0.46
中国交建	1792.16	4626.35	209.43	9000.2	0.51	13.14/4.42	75.81	12.31	8.6/7.5	0.72
中国中铁	1681.34	6907.81	160.67	15568.6	0.44	9.11/2.06	79.91	11.34	10.1/8.7	0.69
中国铁建	1169.20	6760.31	160.57	15083.12	0.45	8.58/2.48	78.26	11.45	7.0/5.8	0.38
中国电建	812.38	2641.57	73.67	4067.91	0.65	13.21/3.03	79.38	10.49	10.7/9.3	0.81
中国中冶	679.73	2419.62	60.61	6049.01	0.40	12.34/2.75	76.52	7.92	10.8/9.5	0.72
中国核建	203.96	453.75	8.53	656.9	0.69	9.98/2.21	85.69	9.56	23.4/—	—

资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 3 化学工程领域三巨头比较

	中国化学	中油工程	中石化炼化工程
ENR 250 强国际承包商排名	50	详见各子公司	53
营业收入, 亿元	585.71	553.64	362.09
归母净利润, 亿元	15.57	6.7 亿	11.3
毛利率	15.32%	8.82%	11.10%
2017 年新签合同额, 亿元	950.76	1049.96	390.63
2017 年新签合同占比	1. 煤化工 9.44% 2. 石油化工 25.31% 3. 化工 34.65% 4. 电力 5.64% 5. 建筑 7.69% 6. 环保 4.98% 7. 其他 12.29%	1. 炼油与化工工程 27.58% 2. 油气田地面工程 39.04% 3. 管道与储运工程 21.08% 4. 环境工程等其他 12.31%	1. 炼油 36.25% 2. 石化 42.86% 3. 新型煤化工 6.08% 4. 其他 14.81%
设计及建筑类子公司	中国天辰工程有限公司 赛鼎工程有限公司 化学工业第三设计院有限公司 中国五环工程有限公司 华陆工程科技有限责任公司 中国成达工程有限公司 中国化学工业桂林工程有限公司 化学工业岩土工程有限公司 中国化学工程香港有限公司 中化二建集团有限公司 中国化学第三、四、六、七、十一、十三、十四、十六建设有限公司	中国石油工程建设有限公司 (ENR 排名 73) 中国寰球工程有限公司 (ENR 排名 133) 中国昆仑工程有限公司 中国石油集团工程有限公司 中国石油管道局工程有限公司 (ENR 排名 88)	中国石化工程建设公司 中石化洛阳工程公司 中石化上海工程公司 中石化宁波工程公司 中石化南京工程公司 中石化第四建设公司 中石化第五建设公司 中石化第十建设公司

资料来源：各公司 2017 年年报，太平洋证券整理

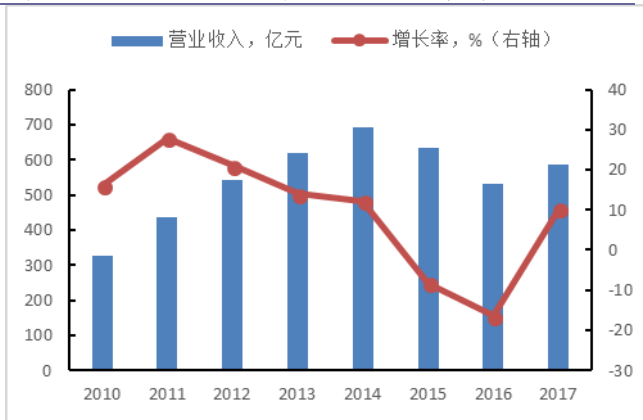
二、新签订单走出低谷，2017 年开始业绩拐点向上

(一) 2017 年收入增幅转正，减值和汇兑拖累利润

公司收入增速于 2017 年结束连续五年下滑的低迷期，首次由负转正。2017 年实现营业收入 585.71 亿元，同比增长 10.35%；实现利润总额 22.73 亿元，同比增长 3.59%；

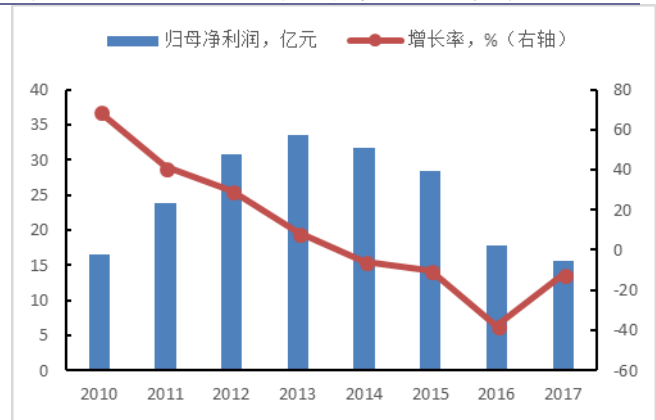
归母净利润15.57亿元，同比下降12.04%。其中归母净利润降低的主要原因有两个，一是2017年进行了较大金额的计提减值，共计15.61亿元。二是由于汇率变动所导致的汇兑净损失3.38亿元，使得财务费用较上年增加6.6亿元。除此之外，由于传统行业特别是煤化工行业投资动力不足，合同利润空间进一步缩小且部分项目处于停缓建状态，进一步增加了公司成本费用。2017年公司资产负债率65.07%，稳中有降。

图表 4 2010-2017 公司营业收入走势图



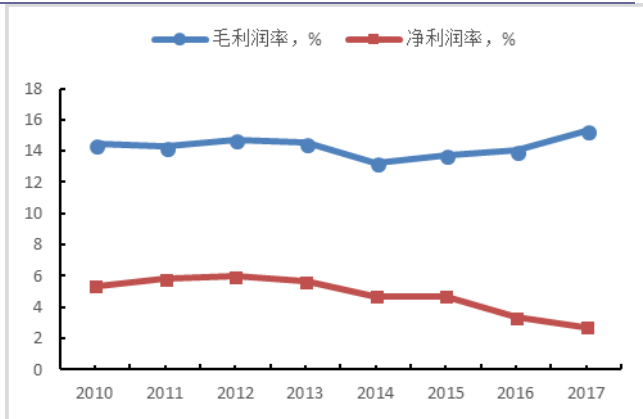
资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 5 2010-2017 公司归母净利润走势图



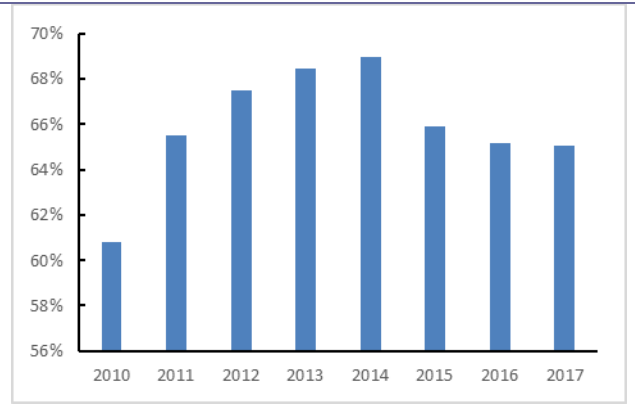
资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 6 2010-2017 公司利润率走势图



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 7 2010-2017 公司资产负债率走势图



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

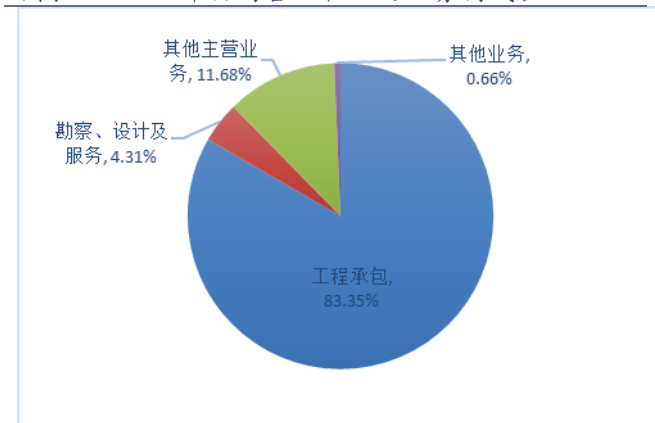
从主营业务构成看，工程承包仍是公司收入和利润的主要来源，占营业收入的83.35%，实现毛利68.34亿元，同比增加8.61亿元；2017年工程承包业务的毛利率为14.0%，同比增加0.76个百分点，主要原因是收入的增长带动利润增加，部分项目进入项目执行期及后期运行阶段，毛利较高；公司加大了项目结算管理并通过集中采购等手段对工程成本费用进行了有效控制。勘察、设计及服务业务占营业收入的

4.31%，实现毛利 5.65 亿元，同比增加1.43 亿元。2017 年毛利率为 22.40%，同比增加 5.78 个百分点，主要原因是部分设计业务2017 年毛利较高以及公司特有的专利及专有技术的高收益附加值导致毛利增加。

其他业务收入主要来源于福建天辰耀隆己内酰胺项目销售收入、印尼巨港电站发电收入及部分加工制造收入，占营业收入的 11.68%，较上年提高 2.06 个百分点。该部分收业务实现毛利 14.65亿元，同比增加 4.92 亿元，主要因福建天辰耀隆己内酰胺项目由20万吨扩能改造为28万吨之后，产能提高以及己内酰胺产品市场价格大幅上涨，带动该板块营业收入和毛利均有较大增长。2017 年该部分业务毛利率为 21.42%，同比增加 2.53 个百分点。

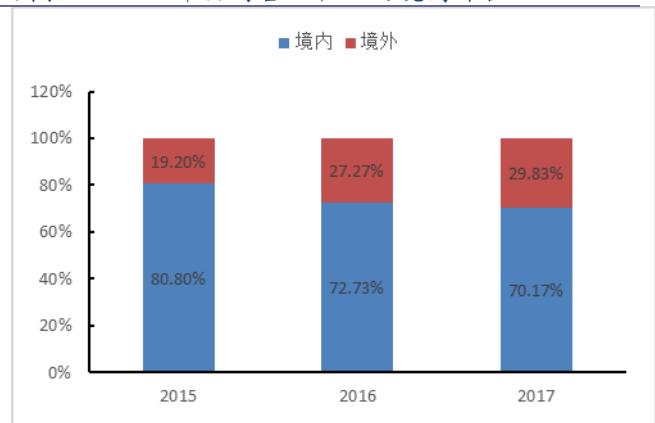
从业务的地域分布来看，2017 年公司境内营业收入 408.27 亿元，同比增长 6.29%，占总收入70.17%；境外营业收入 173.59 亿元，同比增长 20.51%，占总收入的 29.83%，比上年同期增加 2.56个百分点。随着公司强力拓展国际市场，推动海外大项目落地，海外整体经营业绩逐年提升。

图表 8 2017 年公司营业收入的业务构成占比



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 9 2017 年公司营业收入的境内外占比



资料来源：Wind，太平洋证券整理

(二) 新签订单大幅增长，业绩拐点持续向上

2017年公司新签合同额950.77亿元，较上年同期增长245.81亿元，增幅达34.86%。其中，新签境内合同613.93亿元，占新签合同总额的64.57%，较上年同期增加66.34%。新签境外合同50.66亿美元，折合人民币336.84亿元，占新签合同额的35.43%，与上年同期基本持平。新签合同额中，石油化工、化工、煤化工占比69.4%，非化工行业占比30.6%。

2017年，公司加大业务结构调整，加快转型升级，推进提质增效，营业收入和利润总额双双止跌回升，寒冬时节已然过去。同时从2016年开始，公司新签订单额以及

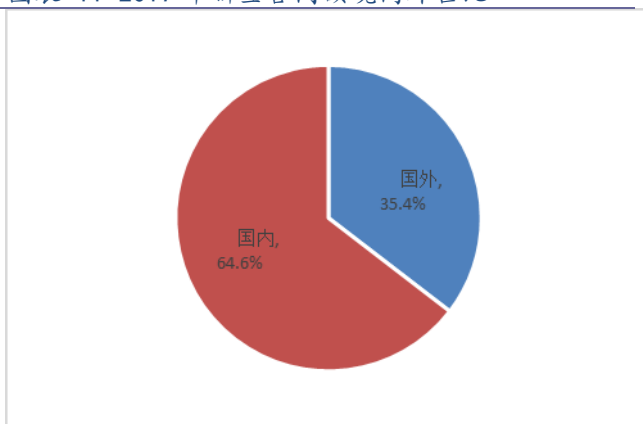
订单收入比逐年上升，随着合同额-营业收入-利润的逐步传导，公司将重回增长通道，业绩拐点已然显现。

图表 10 2017 年新签合同额大幅增长

项目	2017 年	2016 年	同比变化	2018Q1	2017Q1	同比变化
累计新签合同额	950.77	704.96	34.87%	256.32	241.93	5.95%
按合同性质分						
1. 工程总承包	491.66	324.99	51.28%	65.93	131.88	-50.01%
2. 施工承包及总承包	412.48	333.62	23.63%	177.88	97.15	83.09%
3. 勘察设计监理咨询	20.63	12.20	69.10%	5.34	2.78	92.08%
4. 其他	26	34.15	-23.87%	5.66	10.12	-44.07%
按地区划分						
1. 境内	613.93	369.07	66.35%	170.56	99.85	70.81%
2. 境外	336.84	335.89	0.28%	85.76	142.08	-39.64%
按业务领域划分						
1. 煤化工	89.71	33.94	164.32%	42.56	14.70	189.52%
2. 石油化工	240.61	180.02	33.66%	87.43	125.05	-30.08%
3. 化工	329.48	255.82	28.79%	71.74	34.47	108.12%
4. 电力	53.58	68.61	-21.91%	3.44	10.71	-67.88%
5. 建筑	73.12	56.83	28.66%	20.98	11.47	82.91%
6. 环保	47.38	15.29	209.88%	7.80	20.20	-61.38%
7. 其他	116.88	94.46	23.73%	22.37	25.33	-11.68%

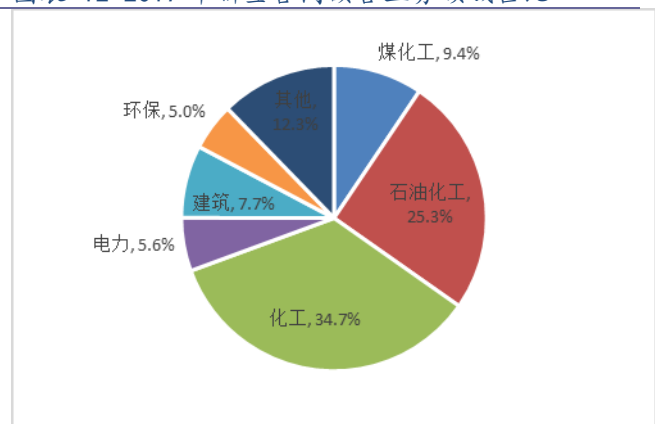
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 11 2017 年新签合同额境内外占比



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 12 2017 年新签合同额各业务领域占比

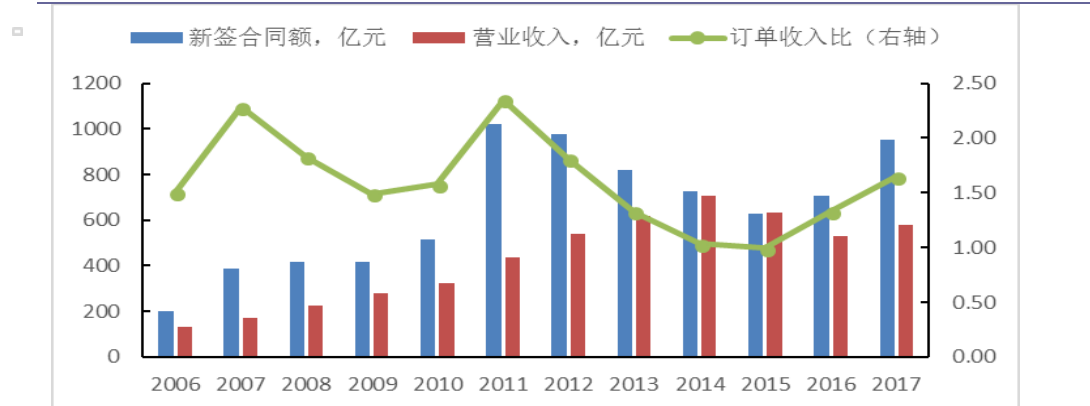


资料来源：公司年报，太平洋证券整理

2018 年一季度，公司实现营业收入 149.2 亿元，同比增长 41.89%；归母净利润 4 亿元，同比增长 28.97%。2018H1 公司新签合同额达到 800.74 亿元，同比大增 72.05%。

主要财务指标延续增长态势，拐点向上趋势继续确认。

图表 13 2006-2017 公司订单及收入情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

三、新产能周期有望开启，公司将率先受益

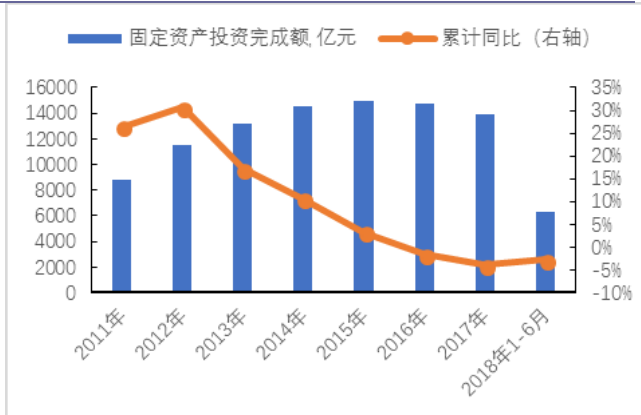
2017 年，国内经济延续稳中向好的发展态势，已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，即以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动能增强、质量效益提升。随着供给侧改革进程加速及更加严格的环保核查，技术落后、环保不达标的落后产能将被加速淘汰，龙头企业则受益市场集中度提升、资产负债表修复，开启新的产能周期。公司作为我国化学工程领域的国家队，将在未来三年的退城入园、新投资周期中受益最大。

(一) 基础化工品：未来三年将成为退城入园、产业升级高峰期

2015 年以来，由于国内化工行业产能过剩，化学原料及化学制品制造业固定资产投资持续下降。2018 年 1-6 月，固定资产投资完成额同比下降 2.7%。由于产业升级以及低端产能被淘汰，2013 年以来我国化学原料及化学制品制造业利润总额持续增长，2018 年 1-5 月我国化学原料及化学制品制造业利润总额为 2363.3 亿元，同比增长 27.7%。

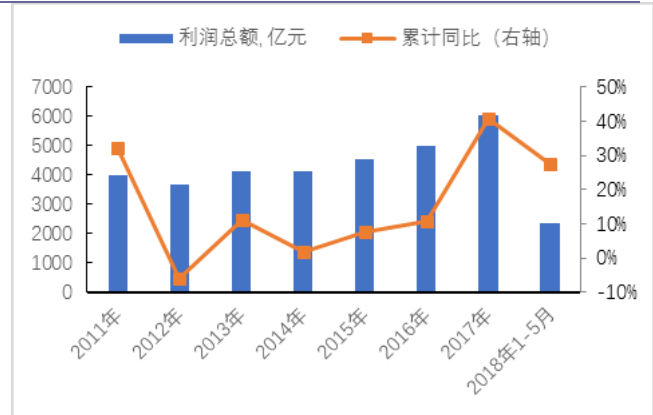
根据工业和信息化部发布的《石化和化学工业发展规划（2016-2020 年）》，“十三五”期间我国石化和化学工业继续维持平稳增长，其中化学原料及化学制品制造业的工业增加值年均增长 9.8%。我国已成为世界第一大化学品生产国，甲醇、化肥、农药、氯碱、轮胎、无机原料等重要大宗产品产量位居世界首位。

图表 14 化学原料及化学制品制造业固定资产投资



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 15 化学原料及化学制品制造业利润总额



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

图表 16 部分传统化工产品 2015 年产能、产量和 2020 年国内需求预测 (万吨)

产 品	2015 年产能	2015 年产量	2015 年消费量	2020 年需求预测	需求年均增长率%
聚氯乙烯	2350	1609	1614	2020	4.6
烧碱	3870	3028	2852	3550	4.5
纯碱	3150	2617	2390	2780	3.0
氮肥 (折纯 N100%)	6050	4840	3728	4100	1.2
磷肥 (折 P ₂ O ₅ 100%)	2350	1793	1243	1320	1.2

资料来源:《石化和化学工业发展规划 (2016-2020 年)》

在全国供给侧结构性改革的大潮中，山东新旧动能转换综合试验区应运而生。试验区主要目标是到 2020 年，化解过剩产能，淘汰落后产能阶段性任务基本完成，到 2022 年，新动能主导经济发展的新格局基本形成。建设总体方案涉及信息技术产业、高端装备产业、高端化工产业等 10 大产业。其中建设高端化工产业的具体建设方案就包括淘汰“小散乱”炼油化工低端产能，提升传统产业改造形成新动能，加快推动化工企业进入园区集聚发展，优化发展新型煤化工和精细盐化工，推动传统化工转型。2018 年 6 月，确定了新旧动能转换重大项目库第一批优选项目 450 个，总投资 1.8 万亿元。其中高端化工类项目共计 35 个，总投资 2992 亿元。

图表 17 山东新旧动能转换第一批高端化工类部分项目

单位	项目名称
万华化学集团股份有限公司	年产 40 万吨聚碳酸酯项目
万华化学集团股份有限公司	年产 4 万吨尼龙 12 项目
万华化学集团股份有限公司	年产 25 万吨 MMA 项目
华鲁恒升化工股份有限公司	年产 150 万吨绿色化工新材料项目
鲁西化工集团股份有限公司	100 万吨/年有机硅项目
鲁西化工集团股份有限公司	100 万吨/年聚碳酸酯项目
新和成股份有限公司	新和成产业园项目
中节能万润股份有限公司	环保材料建设项目
金能科技股份有限公司	新材料及氢能源综合利用项目
利华益维远化工有限公司	10 万吨/年聚碳酸酯共混改口项目
利华益利津炼化有限公司	100 万吨/年烯烃芳烃联合项目

资料来源：山东省发改委，太平洋证券整理

山东省新旧动能转换项目将成为国内化工产业升级的标杆。随着国家环保监察力度不断加强，化工行业产能过剩，中小企业环保污染严重，成为环保监察的重点。关停污染严重的化工企业，淘汰落后产能，有助于行业有效开工率的提升，优化资源配置，提升行业盈利水平。从 2016 年至今，在环保高压常态化的形势下，化工企业入园、升级改造已是大势所趋，2018-2020 年将成为退城入园、产业升级的高峰期。

图表 18 25 省市化工企业搬迁完成时间表

序号	省市	搬迁完成时间	序号	省市	搬迁完成时间
1	山东省	2020 年 6 月底	14	烟台	2019 年 10 月
2	武汉	2019 年底	15	安徽	2020 年底
3	西安	2019 年 11 月	16	甘肃	2019 年 11 月
4	山西省	2020 年底	17	淄博	2018 年底
5	苏州	2020 年底	18	哈尔滨	2020 年底
6	连云港	2019 年 11 月	19	江西	2019 年 10 月
7	河北	2020 年底	20	温州	2018 年底
8	广东	2019 年底	21	四川	2019 年 11 月
9	湖南	2018 年底	22	咸宁	2019 年 10 月
10	云南	2020 年底	23	常州	2020 年 6 月底
11	杭州	2019 年底	24	江苏	2020 年底
12	扬州	2020 年底	25	南京	2020 年 5 月底

资料来源：太平洋证券整理

此外，工信部、国家发改委等遴选出 238 个危化品搬迁改造项目，按区域划分，东部地区有 90 个，占项目总数的 37.8%，中部地区有 100 个，占项目总数的 42%；西

部地区有 48 个，占项目总数的 20.2%。按投资规模划分，20 亿元以上项目 30 个，占项目总数的 12.6%；5 亿~20 亿元项目 107 个，占项目总数的 45%；5 亿元以下项目 101 个，占项目总数的 42.4%。预计总投资超过 2500 亿元。

图表 19 危化品搬迁改造项目

东部地区 90 占比 37.8%	中部地区 100 占比 42%	西部地区 48 占比 20.2%
山东 42	安徽 26	四川 11
河北 17	河南 19	重庆 22
辽宁 17	湖南 16	其他 15
其他 14	湖北 14	
	其他 25	

资料来源：太平洋证券整理

退城入园与搬迁改造带来的大量新增投资均对中国化学形成利好，公司依托其横跨化工及基础设施建设两个领域的丰富经验和业务能力，具有得天独厚的优势，在化工企业退城入园、化工园区的建设改造、化工项目升级的大趋势下，将获得广阔的市场和充足的订单。

(二) 民营大炼化快速崛起为石油化工行业注入强劲动力

2010 年以来，大批民营化纤企业新建 PTA 和聚酯装置，产能规模领先，市场份额扩大，并且技术先进，运行高效，恒力股份、桐昆股份、荣盛石化、恒逸石化成为了中国 4 大上市民营化纤巨头。目前四大巨头已通过“炼化一体化”向上游 PX、炼油延伸，从而实现上中下游全产业链的发展战略。我国炼化市场长久以来主要由四桶油所垄断，近年来，炼化行业竞争愈发激烈，国内炼油行业转型升级加快，地炼以获得“原油进口权”和“进口原油使用权”为契机，顺势加速崛起，大型民营炼化项目纷纷上马。

由于所属集团原因，中石油集团内部的炼化项目大多由中油工程承建，中石化集团内部的炼化项目大多由中石化炼化工程承建。而民营大炼化项目市场化程度高，公司凭借其在技术、业绩、管理上的综合竞争优势，将充分受益民营大炼化投资增长。

民营炼化加速崛起，石化领域改革红利促进行业发展。2017 年 9 月 16 日，浙江省率先牵头成立了浙江石油集团，注册资本高达 110 亿元，其中浙江能源集团持股 60%，另外 40% 股权持有者为荣盛石化、巨化集团等出资设立的浙江石油化工有限公司，后者正在浙江舟山投资建设 4000 万吨/年炼化一体化项目。浙江省石油集团发展规划：首期在 2020 年前后布局数百个加油站（综合能源供应站），投资预算为 700 亿元；还

要建立成品油销售板块，搭建油品储运销体系。

图表 20 在建或拟建的民营大炼化项目

编号	项目	业主	地点	投资, 亿元	进展
1	恒力石化 2000 万吨/年炼化一体化项目	恒力石化	大连长兴岛	740	预计 2018 年 10 月投料试生产
2	浙江石化 4000 万吨炼化一体化项目	荣盛、桐昆 巨化、政府	浙江舟山	1730	预计一期 2018 年底投产， 预计二期 2021 年投产
3	盛虹石化 1600 万吨炼化一体化项目	盛虹石化	江苏连云港	714	预计 2019 年投产
4	恒逸石化 800 万吨炼化一体化项目	恒逸石化、 文莱	文莱大摩拉 岛	210	预计 2019 年 3 月底可正式投 产
5	河北一泓 1500 万吨/年炼化一体化项目	河北浅海化工 集团	河北曹妃甸	360	预计 2019 年投产
6	中东海湾 1500 万吨/年炼化一体化项目	中东海湾、 沙特	河北曹妃甸	600	预计 2019 年投产
7	新华石化 2000 万吨/年炼化一体化项目	新华石化	河北曹妃甸	596	2017 年 5 月环评公示
8	华锦股份 800 万吨/年改扩建项目	中国兵器	辽宁盘锦	150	预计 2019 年投产
9	精细化工及 1500 万吨/年原材料工程项目	中国兵器， 沙特阿美	辽宁盘锦	924	前期工作阶段
10	中俄东方石化 1300 万吨/年炼化一体化项目	中俄东方石化 (天津)	天津	600	预计 2019 年底完工
11	旭阳集团 2000 万吨/年炼化一体化项目	旭阳集团	河北曹妃甸	259	一期预计 2020 年投产 二期预计 2024 年投产
12	大连福佳 2000 万吨/年炼化一体化项目	大连福佳集团	河北曹妃甸	968	2017 年 4 月签约
13	辽宁海城 2000 万吨/年炼化一体化项目		河北曹妃甸	800	2017 年 4 月签约
14	古雷石化 1600 万吨/年一体化项目	福建古雷石化	福建古雷	955	预计 2020 年投产
总计				9606	

资料来源：太平洋证券整理

2017 年 9 月 27 日，由东明石化、清源石化等发起设立，共 16 家地炼企业联合出资筹建的山东炼化能源集团在济南正式成立，注册资本拟定为 900 亿元。计划 5 年投资 1000 亿元，用于乙烯、芳烃、新材料及炼化产业链等项目，投资 500 亿元，在山东省重点规划投资 6-8 个园区，重点建设以石脑油、轻烃、甲醇、天然气为原料的 500 万吨轻烃高端新材料一体化项目，以及其他基础设施、油气终端等项目。同时推进园区一体化发展。投资 100 亿元重组 3-5 家炼厂；参与一带一路沿线地区建设，发挥集团化优势，投资 100 亿元在非洲、中东、南美等重点区域发展仓储、油气田，力争在海外建设以原油和轻烃为原料的石化产业海外基地

地炼企业迅速整合重组转型，“一南一北”两个省级地炼航母就此搭建，中国的“第五桶油”“第六桶油”呼之欲出。大型炼化集团的成立有利于加快推进地炼行业炼化一体化、装置大型化、生产清洁化、产品高端化、企业园区化发展，提升整理竞争力、

影响力和话语权。中国化学将伴随民营大炼化的崛起，石油化工订单量保持较高水平。

(三) 油价触底反弹，煤化工行业快速回暖

自 2014 年中期开始，国际油价持续下跌，煤化工经济性失去优势，而且 2015 年 1 月新环保法实施，严格限制煤化工准入门槛，行业景气度跌入低谷。2017 年 2 月，国家能源局发布《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》指出，煤炭深加工产业做为延伸煤炭产业链、提高附加值的重要途径将迎来新的发展机遇，“十三五”期间煤制油、煤制天然气、低价煤利用、煤制化学品、煤与石油综合利用及通用技术装备 6 个方面将开展升级示范，到 2020 年，大型煤气化、加氢液化、低温费托合成、甲醇制烯烃技术进一步完善。自此，煤化工项目审批由严转松。同时，国际油价 2016 年以来逐渐企稳回升，煤化工成本优势重新显现，下游周期品价格上涨，煤化工利润扩大，多重发力，加快煤化工行业的复苏进程，煤化工迎来经济和政策双重拐点。

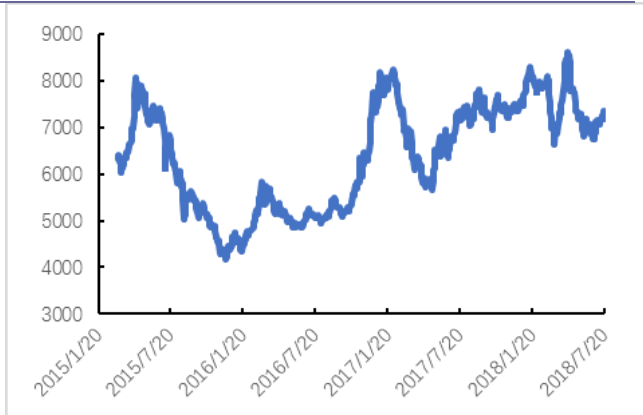
2017 年受益于煤价回升及煤炭行业淘汰落后产能，90 家大型煤企利润大增 4.5 倍，同时随着化工产品价格不断上涨以及煤化工技术提升，煤化工项目盈利显著好转，行业投资积极性大幅提升。

1、煤制乙二醇经济性显现，市场空间巨大

新型煤化工主要包括煤制天然气、煤制甲醇、煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制油等。其中煤制乙二醇经济性率先体现。据测算，煤制乙二醇项目在油价超过 40 美元/桶时即可实现盈亏平衡，煤制乙二醇的成本测算约 4500 元/吨，国内乙二醇价格自 2016 年底开始强势反弹之后，价格维持在 7000~8000 元/吨的高位区间，盈利空间可观。

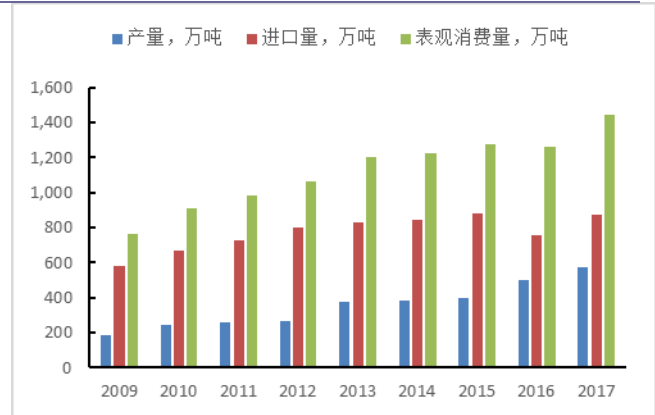
乙二醇的下游市场主要是聚酯，占比达到 94%，而聚酯主要用于生产聚酯纤维，包括涤纶长丝及涤纶短纤等，最终应用到服装纺织领域。受我国服装产业稳定发展的带动，乙二醇需求稳定增长。2017 年表观消费量达到 1445 万吨，为 2009 年表观消费量的 1.89 倍，年均增长 8.25%。2017 年国内产量仅有 571 万吨，进口 875 万吨，进口依存度达到 60.5%，可替代空间巨大。

图表 21 国内乙二醇价格维持高位 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表 22 我国乙二醇需求稳定增长



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表 23 国内拟建的煤制乙二醇项目

煤制乙二醇				
序号	项目名称	业主	地点	投资额 (亿元)
1	中盐红四方 30 万吨合成气制乙二醇	中盐安徽红四方股份有限公司	安徽合肥	60
2	江苏盐城 120 万吨煤制乙二醇	通辽金煤，中电投资集团	江苏盐城	100
3	山能呼伦贝尔 40 万吨煤制乙二醇	山东能源集团呼伦贝尔能源化工有限公司	内蒙古呼伦贝尔	54
4	慧力能源 20 万吨煤制乙二醇	呼伦贝尔慧力能源开发有限公司	内蒙古呼伦贝尔	34.9
5	阳煤锡林浩特 20 万吨煤制乙二醇	阳煤集团	内蒙古锡林浩特	550
6	久泰内蒙古 50 万吨煤制乙二醇	久泰集团	内蒙古鄂尔多斯	74.2
7	渭化彬县 30 万吨煤制乙二醇	陕煤化集团渭化公司	陕西彬县	54.95
8	国能包头 60 万吨煤制乙二醇	国能新兴能源集团股份公司	内蒙古包头	89
9	内蒙古黄陶勒盖 40 万吨煤制乙二醇	内蒙古黄陶勒盖煤炭有限责任公司	内蒙古鄂尔多斯	70
10	陕西榆能 30 万吨煤制乙二醇	陕西榆林能源集团有限公司	陕西榆林	135
11	山西权昇实业 120 万吨合成气制乙二醇	山西权昇实业有限公司	山西运城	156
12	宁夏东来能化 25 万吨煤制乙二醇项目	宁夏东来能源化工有限责任公司	宁夏银川灵武	21
13	内蒙古蒙东现代能源 180 万吨煤制乙二醇	内蒙古蒙东现代能源有限公司	内蒙古呼伦贝尔	239
14	易高鄂尔多斯 24 万吨合成气制乙二醇	内蒙古易高煤化科技有限公司	内蒙古鄂尔多斯	19
15	神雾赤峰 70 万吨煤制乙二醇	神雾集团	内蒙古赤峰	97
总计				1754.05

资料来源：太平洋证券整理

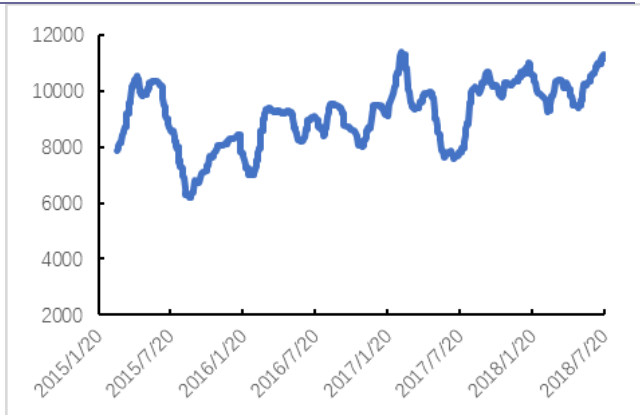
据我们统计，国内已建成投产的乙二醇项目，总投资额约为 380 亿元，中国化学旗下设计子公司华陆工程、东华工程、五环工程共计承包完成了其中的 296 亿元，市场占有率约为 77%。因市场及政策看好，国内拟建的煤制乙二醇项目众多，投资额超过 1700 亿元，中国化学订单量可期。

2、煤制烯烃成本优势重现，项目投资回暖

烯烃作为行业支柱型的化工原料，主要的生产路线包括石脑油裂解（油基）、煤基/甲醇制烯烃、烷烃裂解制烯烃。目前烷烃裂解的成本最低，另据测算，当国际原油价格处于 60 美元/桶左右时，石脑油裂解制烯烃的成本与煤制烯烃相当。随着国际油价上行，煤制烯烃的成本优势重现。国内乙烯价格自 2016 年以来整体上升，近期维持在 10000 元/吨左右。乙烯下游需求众多，且动力强劲，表观消费量增速大于产量增速，供需关系更加紧张，进口量逐年增加，2017 年对外依存度为 10.6%。价格、需求多方发力助推煤制烯烃项目投资回暖。

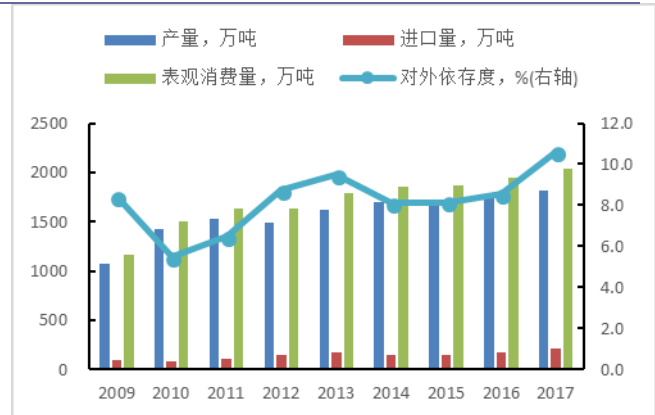
据我们统计，国内已建成投产的煤制烯烃项目总投资约为 2440 亿元，中国化学旗下设计公司天辰工程、五环工程、华陆工程等共计承包了其中 1496 亿元，市场占有率约为 61%。目前国内拟建的煤制烯烃项目总投资额超过 1800 亿元。

图表 24 国内乙烯价格维持高位（元/吨）



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表 25 我国乙烯供需偏紧



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表 26 国内拟建的煤制烯烃项目

煤制烯烃				
序号	项目名称	业主	地点	投资额 (亿元)
1	金龙洋酒泉 70 万吨煤制烯烃	北京金龙洋化工科技有限公司	甘肃酒泉	234
2	徐矿邳州 80 万吨甲醇制烯烃	徐州矿业集团	江苏邳州	40
3	神华包头煤制烯烃二期项目	神华集团有限责任公司	内蒙古包头	227
4	山东东润 60 万吨甲醇制烯烃	山东东润清洁能源有限公司	山东东营	12
5	聊城煤武 60 万吨甲醇制烯烃	聊城煤武新材料科技有限公司	山东聊城	20.78
6	山东贝特尔 30 万吨甲醇制烯烃	山东贝特尔清洁能源有限公司	山东东营	50
7	山东百瑞 20 万吨甲醇制烯烃	山东百瑞石油技术有限公司	山东东营	20
8	国投伊犁 60 万吨煤制烯烃	国家开发投资公司	新疆伊犁	193
9	江苏金坛 60 万吨甲醇制丙烯	中触媒、康泰化学、胜帮化工	江苏金坛	25
10	古雷石化 180 万吨甲醇制烯烃	福建古雷石化有限公司	福建漳州	345.7
11	鸿点鹤岗 60 万吨煤制烯烃/芳烃	大连鸿点投资控股集团有限公司	黑龙江鹤岗	170
12	中沙合资宁东 70 万吨煤制烯烃项目	神华宁夏煤业集团公司、沙特基础工业公司	宁夏银川	270
13	中汇洋玉门 136 万吨煤制烯烃	中汇洋有限公司	甘肃玉门	200
总计				1807.48

资料来源：太平洋证券整理

3、煤制气和煤制油关乎国家能源安全，公司具有绝对竞争优势

煤制天然气是通过煤的气化、净化、甲烷化等过程，将煤炭制成合成天然气。煤制油是以煤炭为原料通过化学加工过程生产油品和石油化工产品的一项技术，包括煤直接液化和煤间接液化两条技术路线。因为中国“富煤贫油少气”的能源结构，煤制气和煤制油成为一种解决国内天然气和石油短缺的途径，是涉及国家能源安全的重要战略。

图表 27 国内拟建的煤制气和煤制油项目

序号	项目名称	业主	地点	投资额 (亿元)
煤制气				
1	华星新能源鄂尔多斯 40 亿立方煤制气	内蒙古华星新能源有限公司	内蒙古鄂尔多斯	248
2	中海油鄂尔多斯 40 亿立方煤制气	中海油鄂尔多斯能源化工有限责任公司	内蒙古鄂尔多斯	250
3	河北建投鄂尔多斯 40 亿立方煤制气	河北建设投资集团有限责任公司	内蒙古鄂尔多斯	290.99
4	新蒙能源内蒙古 40 亿立方煤制气	新蒙能源投资股份有限公司	内蒙古鄂尔多斯	187
5	镇东能源包头 60 亿立方煤制气	内蒙古镇东新能源化工股份有限公司	内蒙古包头	300
6	中电投新疆 60 亿立方煤制气	中电投新疆能源化工集团公司	新疆伊犁	477
7	中石化新疆准东 80 亿立方煤制气	中国石化	新疆昌吉	700
8	新疆北控准东 40 亿立方煤制气	新疆北控新能源发展有限公司	新疆昌吉	256
9	华能新疆准东 40 亿立方煤制气	华能新疆能源开发有限公司	新疆昌吉	260
10	浙能新疆准东 20 亿立方煤制气	浙江省能源集团有限公司	新疆昌吉	164.4
11	新疆广汇准东 40 亿立方煤制气	新疆富蕴广汇新能源有限公司	新疆昌吉	248
12	新疆龙宇准东 40 亿立方煤制气	新疆龙宇能源准东煤化工有限责任公司	新疆昌吉	211
13	中海油山西大同 40 亿立方煤制气	中海油，大同煤矿	山西大同	192.38
14	晋能朔州 40 亿立方煤制气	晋能有限责任公司	山西朔州	262.82
15	新峰邯郸 18 亿立方煤制气	武安市新峰水泥有限责任公司	河北邯郸	200
16	国投新集安徽 40 亿立方煤制气	国投新集能源股份有限公司	安徽淮南	300
17	京皖安庆 40 亿立方煤制气	安徽京皖天然气有限公司	安徽安庆	300
18	国能宿州 20 亿立方煤制气	国能新兴能源集团股份公司	安徽宿州	120
19	天津渤海化工内蒙古 40 亿方煤制气	天津渤海化工集团	内蒙古鄂尔多斯	400
20	国储能源内蒙古 40 亿方煤制气	中国国储能源化工集团股份有限公司	内蒙古阿拉善	180
21	兴安盟内蒙古 40 亿立方煤制气	内蒙古矿业(集团)兴安能源化工有限公司	内蒙古兴安盟	250
小计				5797.59
煤制油				
1	渝富能源贵州 200 万吨间接煤制油	贵州渝富能源开发股份有限公司	贵州毕节	350
2	神木富油 50 万吨煤焦油制环烷基油	神木富油能源科技有限公司	陕西榆林	23
3	陕西未来榆林煤间接液化一期后续项目	陕西未来能源化工有限公司	陕西榆林	676
小计				1049
总计				6846.59

资料来源：太平洋证券整理

国内已经建成投产的 4 个大型煤制气项目中，大唐克旗煤制气、新疆庆华伊犁煤制气由赛鼎工程设计承包，内蒙古汇都鄂尔多斯煤制气、新疆新天伊犁煤制气由天辰工程公司设计承包，中国化学在煤制气项目设计承包领域处于垄断地位。大型煤制油项目方面，已经建成投产的兖矿榆林 100 万吨间接煤制油项目以及在建的 400 万吨间接煤制油项目均由华陆工程公司设计承包，在建的伊泰内蒙古 200 万吨间接煤制油项目和伊泰伊犁 100 万吨煤制油项目均由天辰工程公司设计承包，中国化学同样占据领

先地位。煤制气与煤制油目前主要受制于管网配套及经济性不高，预计新增投资不会很快，但如国际油价继续大幅上涨，中国化学将极大获益。

（四）其他业务：己内酰胺量价齐升，环保与基础设施为转型重点

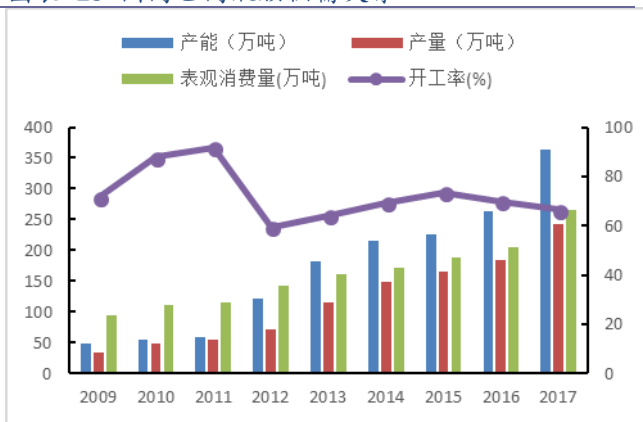
1、己内酰胺量价齐升，贡献可观利润

己内酰胺是一种重要的有机化工原料，是生产尼龙-6纤维（即锦纶）和尼龙-6工程塑料的单体，主要用途为通过聚生成聚酰胺切片（通常叫尼龙-6切片，或锦纶切片），可进一步加工成锦纶纤维、工程塑料、塑料薄膜等。其中锦纶切片占其消耗量的93%，因其耐磨性强多用作丝袜、登山服、无缝内衣及其他户外产品。

HPO法是目前工业应用最广泛的己内酰胺合成工艺，生产流程主要包括环己酮制备、环己酮肟化和贝克曼重排三大工序。具体过程为：以苯为原料，在Ni催化剂作用下加氢得到环己烷，然后以Co为催化剂经液相氧化生成环己酮，再与硫酸羟胺和氨发生肟化反应生成环己酮肟，同时副产硫酸铵。分离出的环己酮肟在过量发烟硫酸存在下经贝克曼重排最后生成己内酰胺。

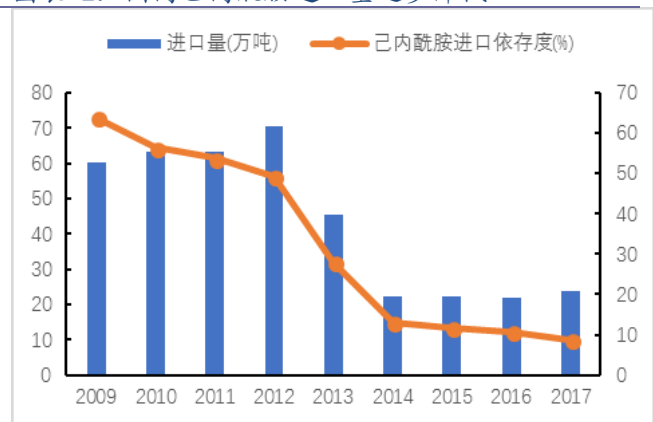
2017年国内己内酰胺产能大幅增长，达363万吨，增幅38%。受化工行业回暖影响，消费量达到265万吨，增幅29%。国内产量241.7万吨，进口量23.74万吨，进口依存度降至8.77%，持续下降趋势。同时，产品价格自2016年底开启上涨通道，2018年初至7月20日己内酰胺均价为16122元/吨，同比涨幅8.7%。

图表 28 国内己内酰胺供需关系



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表 29 国内己内酰胺进口量逐步降低

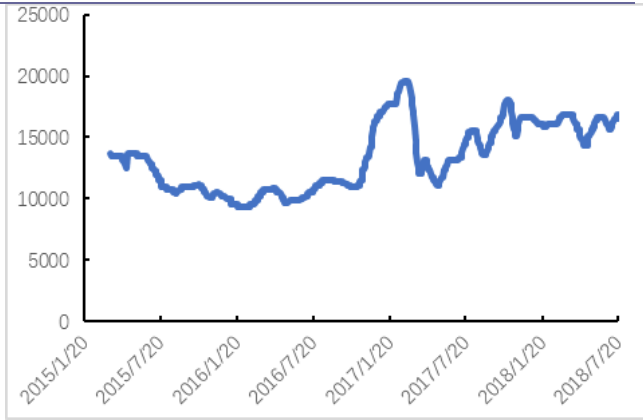


资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

公司多年来持续推进技术创新工作，打造企业的核心竞争力，研发投入逐年增加。2017年研发支出18.07亿元，较上年增长23.32%，占营业收入的3.09%，公司拥有由7529名研发人员组成的庞大的研发队伍，在传统化工、新型煤化工、化工新材料等多

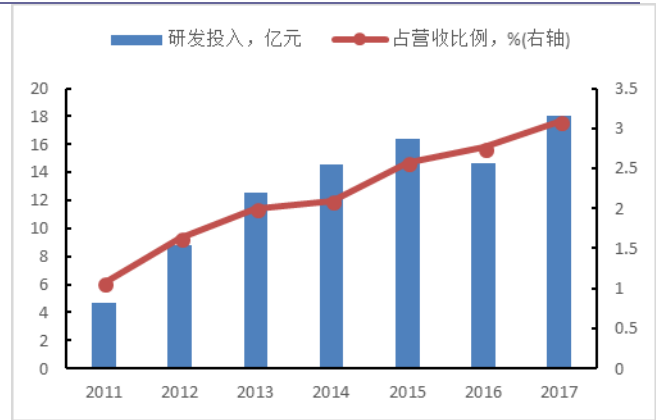
个领域通过自主创新和产学研协同创新等方式掌握并形成系列的工艺技术和工程技术。

图表 30 国内己内酰胺价格不断上涨（元/吨）



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

图表 31 2011-2017 公司研发投入



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 32 公司部分自主研发技术

序号	所属领域	自主技术	应用成果
1	传统化工	大型低能耗尿素生产技术的研发项目	已在四川美丰搬迁改造项目上工业应用；
2		五复合橡胶挤出机组研制和 3200mm 宽幅胶片挤出压延生产线研制项目	已通过科技成果鉴定，认定达到国际先进水平
3		草酸二甲酯加氢制乙二醇技术	应用于新疆天业 5 万吨/年电石炉气制乙二醇项目
4		联合四川大学开发的新型催化法烟气脱硫技术	应用于重庆涪陵化工 120 万吨/年硫酸尾气处理工程
5		丁二烯直接氢氰化法己二腈合成技术开发项目	已完成工业中试
6	新型煤化工	合成气生产乙二醇技术	已在内蒙古伊霖成功应用
7		一步法甲醇制汽油技术、	已应用于新疆新业年产 10 万吨甲醇制汽油工程
8		大规模碎煤加压气化技术	已应用于内蒙古大唐国际克什克腾煤制天然气项目
9		与清华大学合作的流化床甲醇制烯烃新工艺	被列入国家高技术研究发展计划(863 计划)
10		与华东理工大学合作的生物质与煤混燃发电技术与示范	被列入国家科技支撑计划

资料来源：公司年报，公司官网，太平洋证券整理

公司控股福建天辰耀隆己内酰胺项目采用自主开发的成套绿色己内酰胺技术，2014 年 8 月一次开车成功，所采用苯加氢催化剂全部由天辰公司自主研发和生产。该项目已由最初的 20 万吨/年扩建至 28 万吨/年，计划 2018 年再度扩建至 33 万吨/年，

成为国际规模最大、技术先进的单条生产线。公司持续的研发投入带来了丰硕的技术成果，技术成果的转化带动了工程建设业务的发展。公司在基础化工、新型煤化工、化工新材料、环保等领域的先进技术将不断提升企业的核心竞争力，并为企业转型升级提供有力支撑。

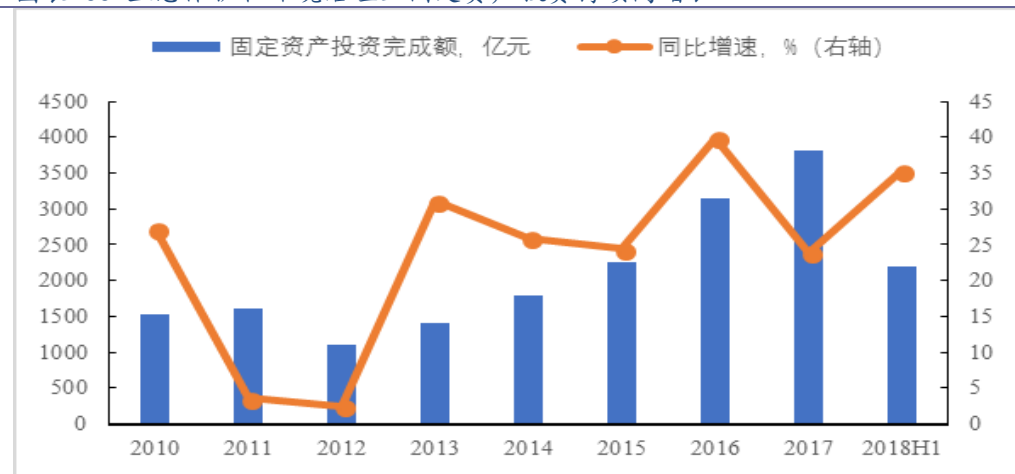
2、国内外基础设施领域市场巨大

近年来我国的基础设施建设行业一直保持着较快幅度的增长。随着京津冀协同发展、雄安新区建设、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、大中小城市网络化建设等区域协调发展战略的实施，国内基础设施市场依然繁荣，以投资拉动基础设施业务仍有很大的市场机遇。2018年初，16省发布2018年基础设施建设计划和项目计划，投资近2万亿元。同时，海外基础设施领域体量巨大，2016-2020年全球范围内的资本项目和基础设施投入年增长预计达到5%，到2020年全球基础设施年投入预计达到53000亿美元。

3、环保业务受益下游投资高速增长

近年来，国家以提高环境质量为核心，实行更为严格的环境保护政策，生态环保越来越受到重视，相继出台了“大气十条”、“水十条”及“土十条”，在《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》也明确提出“要以提高环境质量为核心，以解决生态环境领域突出问题为重点，加大生态环境保护力度，提高资源利用效率，为人民提供更多优质生态产品，协同推进人民富裕、国家富强、中国美丽”，党的十九大召开以来，把“绿水青山将是金山银山”的内容写进党章，提出加快生态文明体制改革，建设美丽中国，坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战。

图表 33 生态保护和环境治理业固定资产投资持续高增长



资料来源: wind, 太平洋证券整理

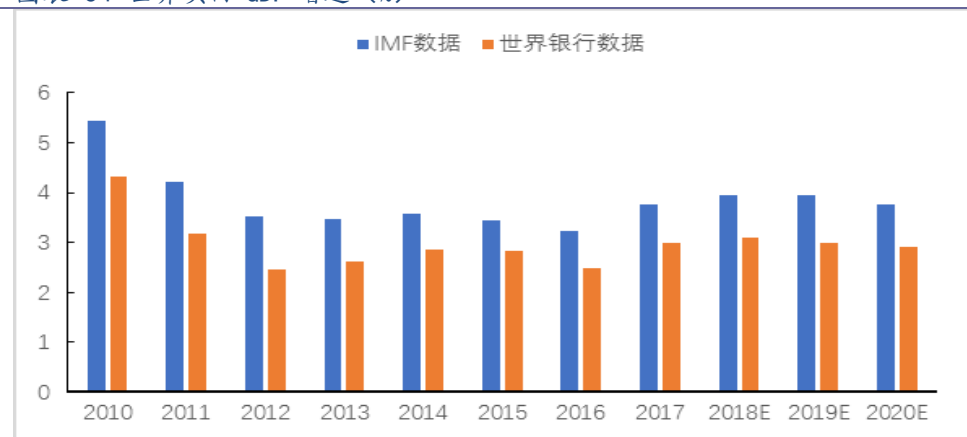
2013 年至今，生态保护和环境治理业固定资产投资年增速均高于 20%，2018H1 累计固定资产投资额已经达到 2191.45 亿元，同比增长 35.4%。预计“十三五”期间我国环保行业将保持 20% 以上的较快成长速度。我国大力推进各个领域的环境污染治理，未来较长时期将是环境工程行业的黄金发展期，这些都为公司的业务开展提供了机遇与空间。

四、全球经济回暖，新兴经济体市场巨大，海外业务开拓前景可期

（一）全球经济回暖，新兴经济体增速及投资超平均

据国际货币基金组织 (IMF) 的数据显示，全球经济自 2016 年中期以来持续回升，美国、中国、欧元区以及日本等经济体在 2017 年增速加快，增长率均超过预期。2017 年世界实际 GDP 增速为 3.76%，为 2012 年以来最快增幅。在 4 月份公布的预测报告中，IMF 预计 2018 年全球经济有望增长 3.9%，各主要经济体连续第二年实现增长。尽管目前存在全球股市下跌，美国、中国和其他国家的贸易关系紧张等风险，IMF 仍看好 2018 年的全球经济前景，称，今年全球经济增速将受到强劲的动能、有利的市场情绪、宽松的金融形势以及美国扩张性财政政策的国内外影响提振，将延续广泛、强劲的增长态势。世界银行数据给出了同样的预测。

图表 34 世界实际 GDP 增速 (%)

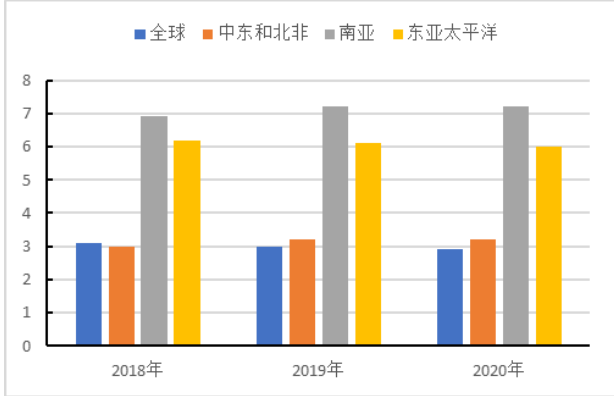


资料来源: wind, 太平洋证券整理

对于发展中经济体，如中东和北非，南亚，东亚太平洋，IMF 和世界银行同样预测，其经济增速将超过全球平均水平，尤其是亚洲发展中经济体，如中国，印尼，越南。世界银行同时预测，这些发展中经济体的实际固定资本投资增长率将保持在 5~9% 的较高水平。新兴经济体市场潜力巨大，是带动世界经济增长的主要动力。中国

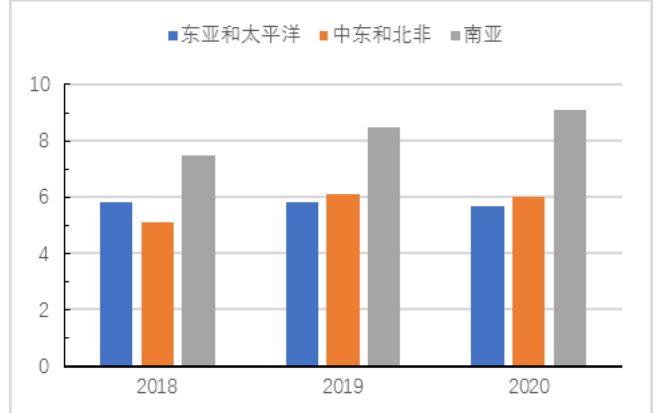
化学境外业务主要分布在上述地区，这无疑将为公司的境外业务发展注入强劲动力。

图表 35 世界银行预测不同地区 GDP 增速 (%)



资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 36 世界银行预测固定资本投资增长率 (%)

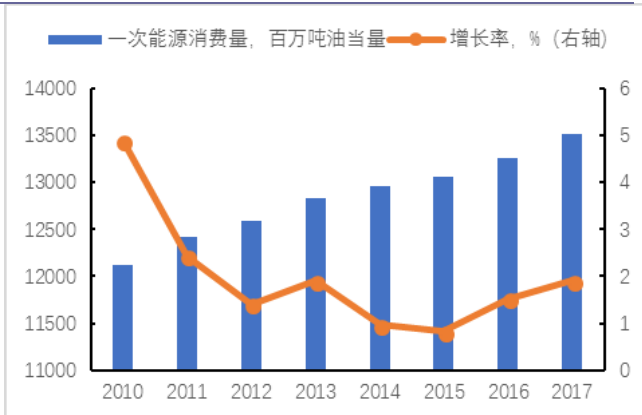


资料来源: wind, 太平洋证券整理

(二) 国际油价持续上涨，全球能源需求旺盛

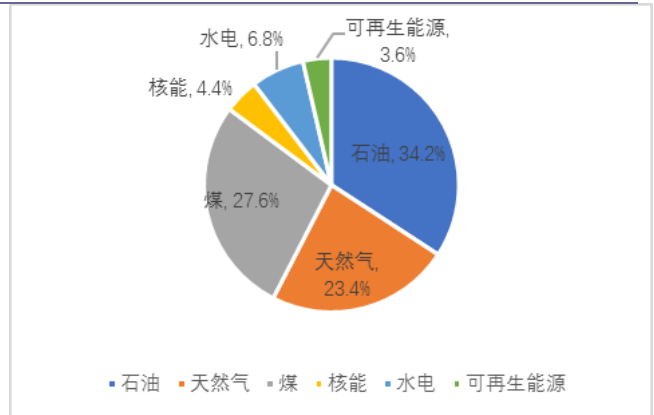
全球经济回暖带动能源需求持续温和增长，据《BP 世界能源统计年鉴 2018》统计，2017 年全球一次能源消费量 13511.2 百万吨油当量，同比增长 1.9%，继 2015 年之后，增速继续回升。在全球能源消费结构中，化石能源仍占据主导地位，总比重高达 85.2%，石油、煤和天然气占比分别为 34.2%、27.6%和 23.4%。随着全球经济走强，预计 2018~2020 年一次能源消费量将维持 1.5% 以上的增速。亚太地区成为推动世界能源消费增长的主要力量。

图表 37 全球一次能源消费量持续增长



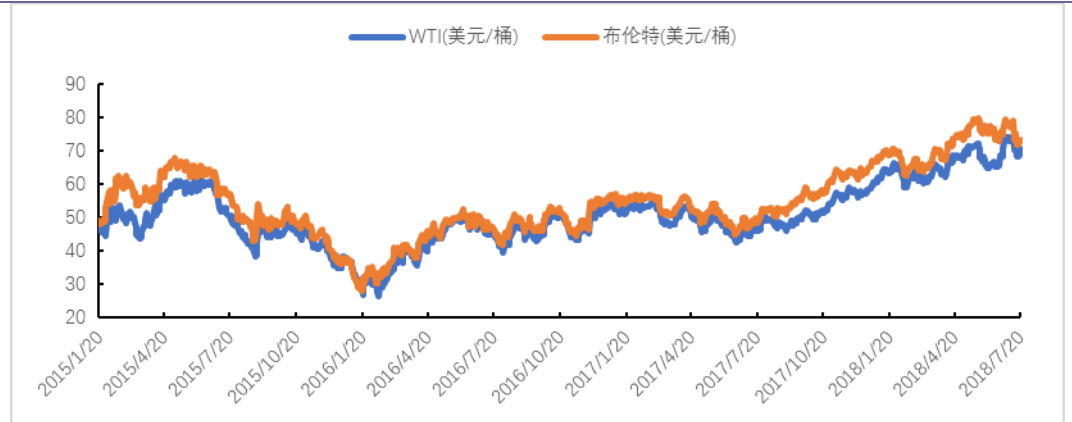
资料来源:《BP 能源统计年鉴 2018》, 太平洋证券整理

图表 38 2017 年全球能源消费结构



资料来源:《BP 能源统计年鉴 2018》, 太平洋证券整理

图表 39 国际原油维持中高油价区间



资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

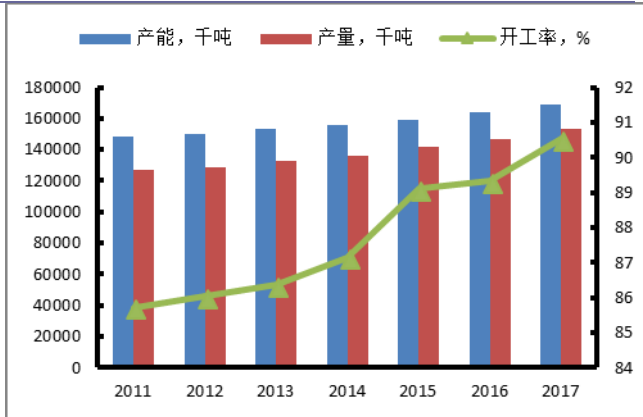
紧随着世界经济复苏的步伐，国际油价自 2017 年下半年开始新一轮上涨。布伦特原油已由 2017 年 5 月 30 日的 50 美元/桶涨至如 2018 年 5 月 23 日的 79.8 美元/桶，一年内增幅接近 60%。虽然近期的油价上涨受地缘政治影响较大，但受经济增长、OPEC 减产、美国页岩油开采成本等支撑，我们认为油价中枢已经上移至 70 美元/桶左右，将继续维持在较高油价水平。油价上涨给予原油产业链投资机会，行业基本面由 2017 年开始逐渐扭亏为盈，具备投资机会。IEA 数据显示，2014-2017 年间投资额下降约 3400 亿美元，但 2015-2018 年间下降 1200 亿美元，显示投资正在复苏。实际上，IEA 预计今年的投资额将增至 4660 亿美元，出现 2014 年以来首次增加。OPEC 主席称：“2018 年我们将见证市场供需的平衡，更重要的是我们将看到更多的投资流入石油板块”。同时，油价上涨也利好天然气、煤化工等替代能源投资回升。

（三）全球主要化工产品产销两旺

乙烯工业作为石油化工行业的核心，近年来一直维持高景气度。产能逐年增加，需求日益强劲，市场供应偏紧，全球乙烯装置保持高位运行，开工率连续 7 年稳步提升，2017 年达到 90.5%。

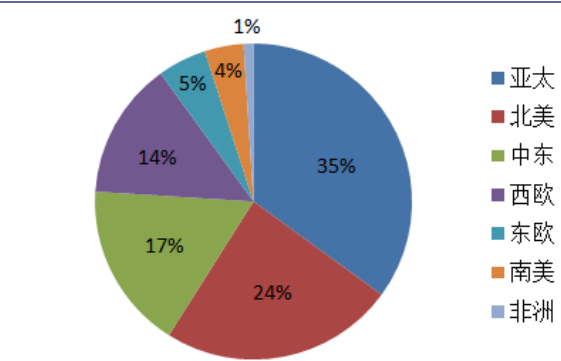
分地区来看，2017 年，亚太地区乙烯产能达 5905 万吨/年，其在全球总产能中占比达到 35%，位列第一，中东占比约 17%，排第三位。这两个发展中经济体的合计占比达 52%，占据世界乙烯产能的半壁江山。

图表 40 全球乙烯产能及开工率提升



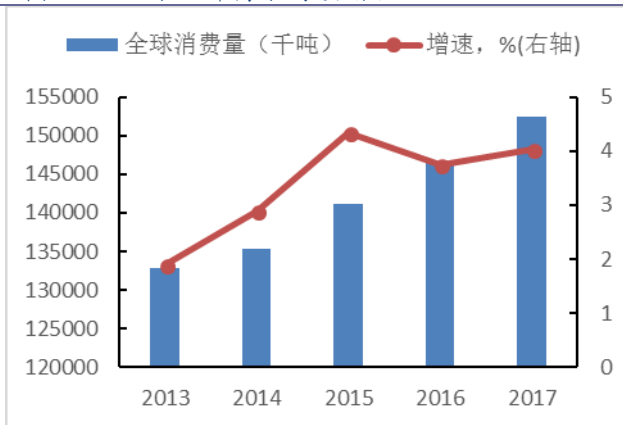
资料来源: IHS, 太平洋证券整理

图表 41 全球乙烯产能分布



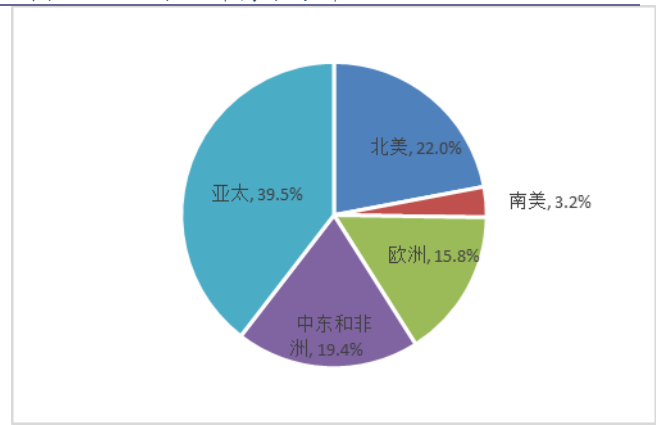
资料来源: IHS, 太平洋证券整理

图表 42 全球乙烯需求持续增长



资料来源: IHS, 太平洋证券整理

图表 43 全球乙烯需求分布



资料来源: IHS, 太平洋证券整理

2017 年，全球乙烯需求增加约 560 万吨/年，达到 1.53 亿吨/年，连续 3 年增速保持在 4% 左右，其中需求增长主要来自亚太和中东等地区。2017 年全球乙烯消费占比中，亚太为 39.5%，中东和非洲为 19.4%，两者之和为 58.9%，发展中经济体的市场分量日益加重。

全球经济逐步复苏，油价企稳回升，油气产业投资加速，主要化工品产能、需求及价格持续上涨。特别是对于发展中经济体，如亚太、中东、非洲，这些趋势更加明显，或者增速高于全球平均水平。稳中向好的经济、投资及行业基本面利好油气工程市场。

虽然行业竞争激烈，但公司经过多年积累，具备丰富的工程业绩、良好的品牌、充分的经验和过硬的能力，在传统化工建设领域居行业第一，是细分市场的领先者。近几年，公司在“走出去”的战略指引下，乘着“一带一路”持续推进的春风，加大

了海外开拓的力度，海外新签合同额快速增加，2017 年达到新签合同额的 35.4%，进一步向国际工程公司跨步。

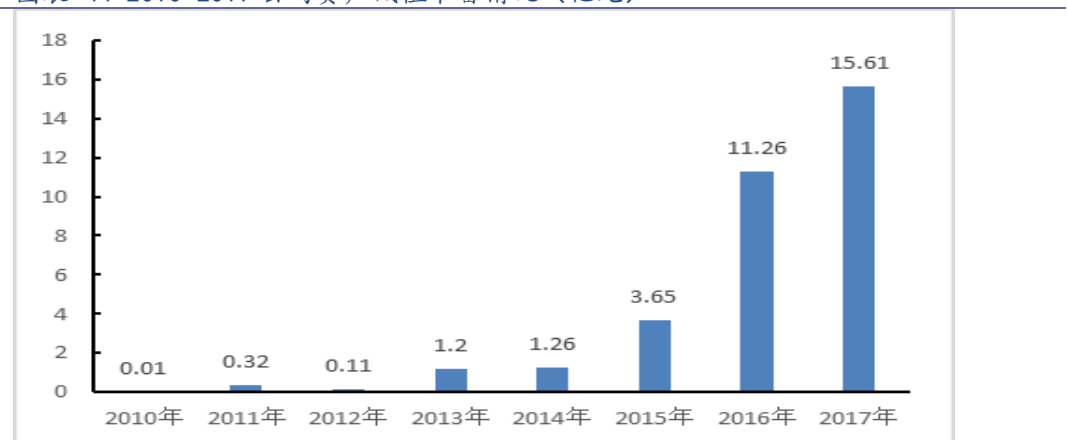
2018 年 5 月 8 日，中国化学与刚果（金）签署了基础设施建设成套项目及固体垃圾发电项目工程总承包合同，合同按照工程量单月度结算，合同期 36 个月，合同金额共计 25.65 亿欧元，折合人民币 194 亿元，约占公司 2017 年度营业收入的 33%。2018 年 5 月 13 日，继沙特阿美（Saudi Aramco）等中东国有石油巨头纷纷将产出的大部分原油精炼加工而非出口之后，阿布扎比国家石油公司（ADNOC）加入中东炼油热潮，宣布将投资 450 亿美元升级现有设施，届时将成为世界上最大的炼油和石化联合体之一。非洲如火如荼的基础设施建设，中东的炼油热潮，亚太的转型升级，中国的海外业务大部分集中在上述发展中经济体中，更加广阔的市场空间、更加快速的经济增长及更高的行业景气度将为公司带来持续稳定且丰厚的收益。

五、公司自身资产质量好转，新领导带来新格局

（一）减值准备充分，现金流好转，资产质量显著提升

公司自 2016 年开始，连续两年计提较大数额的资产减值准备，2016 年计提资产减值准备 11.26 亿元，2017 年计提资产减值准备 15.61 亿元。公司表示减值准备已足够谨慎，对单一项目已不存在进一步计提的可能。PTA 项目因地处西南，原料及产品运输成本高，而且装置单一，难以形成全产业链，叠加受到原材料优惠政策变化，2016 年计提减值 4.92 亿元，2017 年计提减值 4.02 亿元。经连续两年大数额计提减值之后，总资产已降至 30 亿元以内。而且 2017 年 PTA 价格上扬，与 PX 的价差扩大，使得该项目已具备经济性。公司目前正积极寻求合作伙伴，计划利用经营租赁的方式盘活资产，预计 2018 年将投产运营。

图表 44 2010-2017 公司资产减值准备情况（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

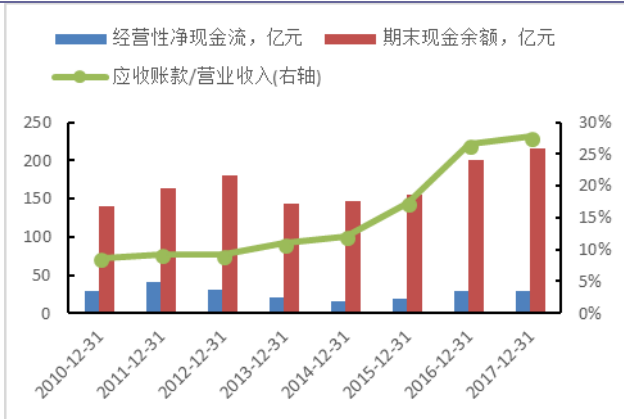
图表 45 2017 公司计提资产减值准备情况

单位	项目	金额，万元	原因	依据
四川晟达	100 万吨/年 精对苯二甲酸 (PTA) 项目	17600 (在建工程)	PX 原材料供应的 优惠政策发生变化	原材料优惠政策变化 对该项目未来现金流 产生重大影响
		22600 (固定资产)		
天辰公司	应收蓝星化工新材料有限公司 债权 9,590.99 万元	7,957.23	业主方原定的重组安排没有成功	存在客观证据表明， 将无法按应收款项的 原有条件收回所有款项
中化二建	应收安中国际石油有限公司等 三家公司债权合计 14,043.57 万元	7,021.78	甲方资金问题相关项目 进入停缓建状态	
中化二建	应收天津一化化工有限公司 债权 1,367.35 万元	683.68	甲方因环保问题停产	
赛鼎工程	应收云南先锋化工有限公司 债权 4,664.54 万元	4,664.54	环保整治工程未实质性开展， 其能否恢复生产存在重大不确定性	
中化四建	应收新疆天同能源有限公司 债权 1,994.32 万元	1,503.10	预计原定重组计划无法正常进行	
东华工程	刚果 (布) 蒙哥 1200kt/a 钾肥项目	27,000.00	资金困难项目暂停，后出让给新业主 ，新业主对合同的履行亦存在风险	资产负债表日， 建造合同预计总成本 超过合同总收入
中国化学 (香港)	香港荃湾区、葵涌区主供水 管网更换改造项目	7,201.87	施工难度增加，项目延期完工， 预计总成本增加，将形成项目亏损	
中化十一 建	沙特 SWCC 延布-麦地那 三期输水工程项目	3,107.12	与总包方对合同结算方面出现争议	
赛鼎工程	云南先锋褐煤洁净化 利用试验示范项目	7,212.57	环保整治工程未实质性开展，其能否恢 复生产存在重大不确定性	资产负债表日 有客观证据表明 该金融资产发生减值
成达公司	投资四川天华富邦化工 有限责任公司 2000 万元	1,800.00	该公司破产重组	
成达公司	投资新疆美丰化工 有限公司 2400 万元	1,081.28	煤改气改革导致天然气价格上涨， 对该公司经营带来持续不利影响	

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

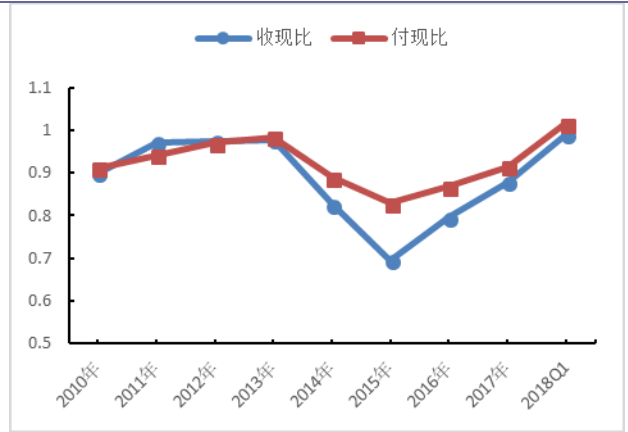
公司经营性净现金流逐年增加,货币资金余额达到历史最高。2017 年 12 月 31 日,公司经营性净现金流为 28.86 亿元,自 2014 年以来已连续 3 年增加;公司 2017 期末现金余额达到 216.19 亿元,为上市以来的历史最高。

图表 46 2010-2017 年公司现金流好转



资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 47 2010-2017 年公司收现比和付现比情况



资料来源: wind, 太平洋证券整理

2018 年第一季度应收账款 151.47 亿元，较 2017 年底 162.19 亿元明显下降，下游企业业绩持续好转、现金流大幅改善，预计公司 2018 年应收账款将大幅下降。随着化工产品价格上涨，下游投资意愿增强，2018 年企业经营情况及现金流将显著好转。

(二) 领导团队换帅，大处着眼小处着手

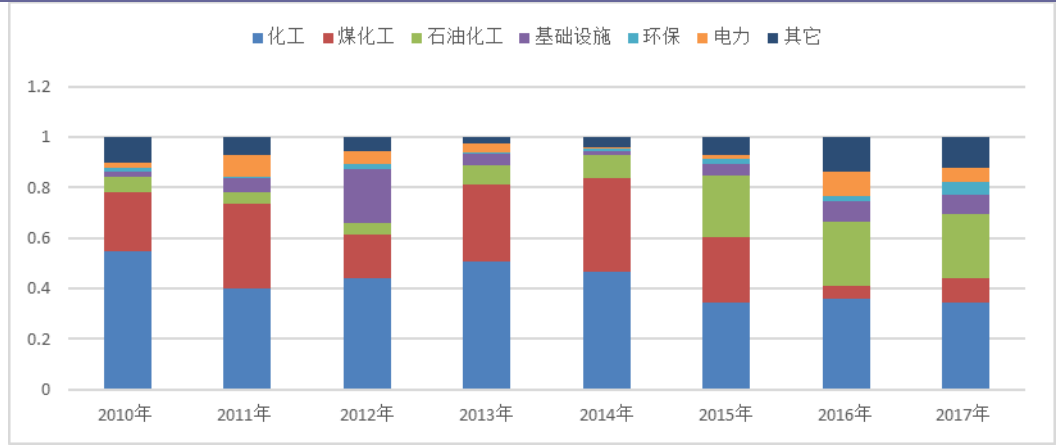
2017 年 7 月，曾任中国中铁总裁的戴和根走马上任，出任公司董事长、党委书记。新的领导团队从大处着眼，利用战略眼光和思维带领公司开疆拓土，业务更多元，市场更宽广。同时从小处着手，针对 2017 年的大额汇兑损失，制定外汇管理制度，尽量规避外币风险。对项目进行全周期精细化管理，向细节要效益，通过提升项目管理水平进而提高企业盈利水平。

(三) 业务结构多元化步伐加快

公司控股的中化工程集团财务有限公司，以公司及成员单位的资金集中管理、提高资金使用效率为中心，开展结算、信贷、投融资等金融业务，实现自身可持续发展的同时，为公司主营业务提供金融支持。2016 年 7 月，公司联合中国化学工程集团公司投资设立中化工程集团环保有限公司，打造独立的环保业务板块，加大环保业务开拓力度，助力公司实现业务的转型升级，形成新的业绩增长点。2017 年 6 月，公司联合多家企业共同发起成立了中化工程集团基础设施建设有限公司，主营业务为公路、桥梁、水利、产业园区、城市供电等的投资、建设和运营等。这一举措推进了基础设施板块发展、提高在该领域的市场竞争力，加快了公司战略转型。2018 年 4 月，公司投资 5310 万美元，对赞比亚埃米科电站公司 EEZL 实施增资扩股，获得其 49% 股权，表明公司拓展海外非化工业务的决心。

公司在保持主营业务优势的同时，不断向非化工领域发力，其所占比重逐年上升，业务结构不断优化。2017年新签合同额中，非化工行业占比达30.6%。这不仅仅是公司新的业绩增长点，更重要的是，这是公司减少对化工行业的依赖，抵御化工行业强周期的战略性布局。未来公司将不断完善相关资质，积极推进业务结构多元化进程，稳步提升公司综合竞争力和抗风险能力。

图表 48 2010-2017 年公司合同额各业务占比



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

六、盈利预测及评级

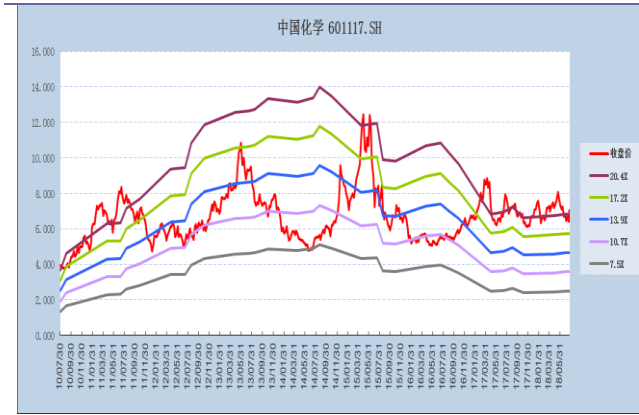
关键假设：

- 1, 2018-2020年新签订单额分别为1100亿、1300亿、1500亿元。
- 2, 资产减值损失大幅大降，2018-2020年分别为5亿元、4亿元、3亿元。
- 3, 2018-2020年无实业项目大额支出。

盈利预测与评级：

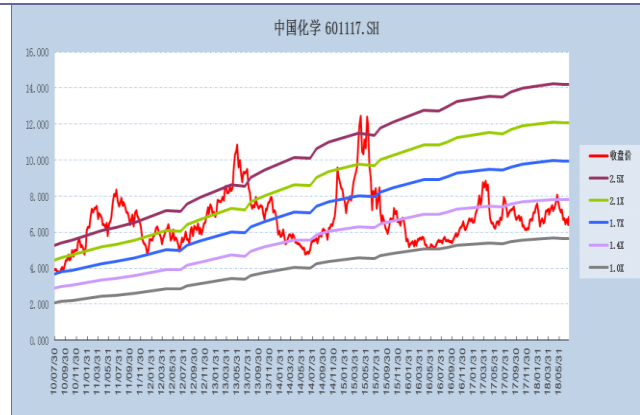
预计公司2018-2020年归母净利润分别为29.72亿元、36.88亿元、46.24亿元，对应EPS 0.60元、0.75元、0.94元，PE 11X、9X、7X。从公司历史PE与PB变化趋势来看，2010-2011年订单向上驱动期间市场给予15-20倍PE，1.7-2.5倍PB。考虑到公司订单与业绩拐点向上持续确认，18年净利大幅增长，未来两年保持25%复合增速，及大幅计提减值后资产质量显著改善，给予公司2018年15倍PE，对应目标价9.0元，有30%向上空间，维持“买入”评级。

图表 49 中国化学 PE-Bands



资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 50 中国化学 PB-Bands



资料来源: wind, 太平洋证券整理

七、风险提示

经济大幅下行的风险；新签订单不及预期的风险

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元						
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	70543	86452	102923	123094	营业收入	58571	73635	84463	98962					
货币资金	23270	32471	42166	53272	营业成本	49600	63338	72732	85284					
应收账款	16219	18157	20826	24402	营业税金及附加	249	317	363	426					
其他应收款	2296	2887	3311	3879	营业费用	292	383	439	515					
预付款项	6380	6380	6380	6380	管理费用	4133	5007	5659	6531					
存货	15891	20823	23912	28039	财务费用	586	220	66	-90					
其他流动资产	1548	1548	1548	1548	资产减值损失	1560.59	500.00	400.00	300.00					
非流动资产合计	16938	16439	15766	15067	公允价值变动收益	0.06	0.00	0.00	0.00					
长期股权投资	375	374	374	374	投资净收益	84.72	100.00	100.00	100.00					
固定资产	8548.47	9170.08	9203.84	8954.06	营业利润	2315	3971	4903	6095					
无形资产	1927	1734	1541	1349	营业外收入	32.40	50.00	50.00	50.00					
其他非流动资产	60	60	60	60	营业外支出	73.71	40.00	40.00	40.00					
资产总计	87481	102891	118689	138160	利润总额	2273	3981	4913	6105					
流动负债合计	49676	63065	76376	92772	所得税	677	776	958	1191					
短期借款	488	0	0	0	净利润	1596	3204	3955	4915					
应付账款	25000	31235	35868	42058	少数股东损益	39	233	267	291					
预收款项	15768	23132	31578	41474	归属于母公司净利润	1557	2972	3688	4624					
一年内到期的非流动负债	548	547	547	547	EBITDA	3741	5190	6042	7105					
其他非流动负债					EPS (元)	0.32	0.60	0.75	0.94					
非流动负债合计	7248	6082	6089	6099	主要财务比率									
长期借款	5437	5437	5437	5437		2017A	2018E	2019E	2020E					
应付债券	0	0	0	0	成长能力									
负债合计	56923	69147	82465	98871	营业收入增长	10.4%	25.7%	14.7%	17.2%					
少数股东权益	2215	2447	2714	3005	营业利润增长	14.5%	71.5%	23.5%	24.3%					
实收资本(或股本)	4933	4933	4933	4933	归属于母公司净利润增长	-12.0%	90.8%	24.1%	25.4%					
资本公积	5522	5517	5517	5517	获利能力									
未分配利润	17690	18730	20021	21639	毛利率(%)	15%	14%	14%	14%					
归属母公司股东权益合计	28344	30481	32693	35468	净利率(%)	3%	4%	5%	5%					
负债和所有者权益	87481	102075	117873	137344	总资产净利润(%)	2%	3%	3%	3%					
现金流量表	单位:百万元				ROE(%)	5%	10%	11%	13%					
	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力									
经营活动现金流	2886	12021	11929	13456	资产负债率(%)	65%	68%	70%	72%					
净利润	1596	3204	3955	4915	流动比率	1.42	1.37	1.35	1.33					
折旧摊销	840.80	999.07	1072.92	1099.46	速动比率	1.10	1.04	1.03	1.02					
财务费用	586	220	66	-90	营运能力									
应付账款的变化	0	6235	4633	6190	总资产周转率	0.68	0.78	0.77	0.78					
预收账款的变化	0	7364	8446	9896	应收账款周转率	4	4	4	4					
投资活动现金流	-1138	-898	-700	-600	应付账款周转率	2.33	2.62	2.52	2.54					
公允价值变动收益	0	0	0	0	每股指标(元)									
长期投资	375	374	374	374	每股收益(最新摊薄)	0.32	0.60	0.75	0.94					
投资收益	85	100	100	100	每股净现金流(最新摊薄)	0.34	1.87	1.97	2.25					
筹资活动现金流	-57	-1922	-1534	-1750	每股净资产(最新摊薄)	5.75	6.18	6.63	7.19					
短期借款	488	0	0	0	估值比率									
长期借款	5437	5437	5437	5437	P/E	21.34	11.34	9.14	7.29					
普通股增加	0	0	0	0	P/B	1.19	1.11	1.03	0.95					
资本公积增加	9	-5	0	0	EV/EBITDA	4.52	1.39	-0.41	-1.91					
现金净增加额	1690	9201	9695	11106										

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：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；

看淡：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。

2、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；

持有：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；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。