



600426.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 14.82

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(14.7)	(16.7)	(21.5)	24.4
相对上证指数	6.1	(16.1)	(9.2)	45.3

发行股数(百万)	1,620
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	23,927
3个月日均交易额(人民币 百万)	400
净负债比率(%) (2018E)	14
主要股东(%)	
山东华鲁恒升集团有限公司	32

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年9月17日收市价为标准

相关研究报告

《华鲁恒升点评报告: 核心产品景气持续, 推动公司步入成长期》 20180422

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

*鞠龙为本报告重要贡献者

华鲁恒升

煤化工龙头企业, 乙二醇助力成长

经过多年发展, 华鲁恒升已成为行业领先的多业联产的新型煤化工企业, 后续有望受益于行业景气上行。另一方面, 公司50万吨/年乙二醇项目正按计划有序实施, 有望增厚业绩, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **领先的煤气化平台, “一头多线”柔性联产。**公司经过多年技术和产业升级, 已成为国内领先的煤化工企业, 构建了“一头多线”的循环经济产业链, 可根据产品市场变化及时调整生产模式和产品结构, 实现效益最大化, 抗周期性大幅增强。公司目前主要产能包括尿素220万吨/年、醋酸60万吨/年、DMF25万吨/年、混甲胺20万吨/年、乙二醇5万吨/年、己二酸16万吨/年、三聚氰胺5万吨/年等。此外公司扩建的50万吨/年乙二醇项目预计将于2018年三季度投产。
- **醋酸有望延续高景气, “一头多线”产业链体现成本优势。**2018年以来醋酸价格中枢继续上移。醋酸新增产能有限, 海外装置进入检修的周期, 出口持续增长。此外, 下游涂料增速平稳, PTA受涤纶拉动需求回升, 整体判断醋酸行业将维持高景气。2017年国内醋酸出口量45.7万吨, 同比增长90.4%, 2018年出口量预计进一步增加。公司具备醋酸产能60万吨/年, 并且“一头多线”产业链成本优势明显, 业绩弹性较大。醋酸价格每上涨1,000元/吨, 公司EPS增厚0.27元。
- **乙二醇投产打开未来成长空间。**2017年国内乙二醇表观消费量为1,444.6万吨, 同比增长14.9%; 2017年进口量约875万吨, 同比增长15.5%, 进口依存度60.57%。根据公司2017年度报告, 年产50万吨乙二醇项目工程进度为60%, 有望于2018年第三季度投产, 项目达产后将支撑未来业绩高速增长。

评级面临的主要风险

- 1、环保风险; 2、安全生产风险。

估值

- 预计2018-2020年每股收益分别为1.86元、2.16元、2.29元, 对应PE分别为8.0倍、6.9倍、6.5倍。维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	7,701	10,408	13,454	15,567	16,832
变动(%)	(11)	35	29	16	8
净利润(人民币 百万)	875	1,222	3,010	3,499	3,710
全面摊薄每股收益(人民币)	0.540	0.754	1.858	2.159	2.290
变动(%)	(3.2)	39.6	146.3	16.2	6.1
先前预测每股收益(人民币)			1.462	1.790	2.194
调整幅度(%)			27.09	20.61	4.38
全面摊薄市盈率(倍)	27.4	19.7	8.0	6.9	6.5
价格/每股现金流量(倍)	24.1	14.0	6.4	4.7	5.3
每股现金流量(人民币)	0.62	1.06	2.30	3.13	2.80
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.4	10.5	5.4	4.4	4.0
每股股息(人民币)	0.077	0.150	0.372	0.432	0.458
股息率(%)	0.5	1.0	2.5	2.9	3.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测



目录

公司介绍：煤化工龙头，构造“一头多线”产业链	6
股权结构：国资委为公司的实际控制人.....	7
聚焦煤化工，产业链不断延伸.....	8
公司财务分析.....	8
新材料入选山东新旧动能转换项目.....	11
煤气化平台：公司成本优势之关键	12
采用水煤浆加压气化工艺，确立成本优势.....	12
柔性联产，增收创利.....	12
技改提升项目成本优势.....	13
醋酸行业：供需向好，开工率达多年峰值	14
需求复苏，醋酸开启景气周期.....	14
行业新增产能较少，供给格局改善.....	16
乙二醇行业：全球供需错配，进口替代空间大	20
乙二醇主要用于合成聚酯纤维.....	20
需求稳定增长，景气持续.....	20
供给端：产能增速持续，煤制乙二醇或成主流.....	22
成本端：煤制乙二醇具备较强竞争力.....	25
尿素行业：供需改善，行业景气度有望触底回升	27
需求端：农业需求尚可，人造板带动工业需求增加.....	27
供给端：产能持续退出，新增产能有限.....	29
煤炭价格支撑，尿素价格高位震荡.....	33
多种化工产品格局良好，盈利修复	35
DMF 龙头优势明显，盈利能力稳定.....	35
己二酸未来无新增产能，盈利逐步修复.....	36
盈利预测与投资评级	39
主要假设.....	39
投资建议.....	39
风险提示	40



图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.公司煤化工产业链示意图.....	6
图表 2.公司主要产品产能.....	6
图表 3.公司股权结构.....	7
图表 4.公司股权激励情况.....	7
图表 5.公司固定资产投资发展历程.....	8
图表 6.公司固定资产情况.....	8
图表 7.公司在建工程情况.....	8
图表 8.公司营业收入情况.....	9
图表 9.公司归母净利润情况.....	9
图表 10.2017 年公司业务收入占比.....	9
图表 11.2017 年公司业务毛利占比.....	9
图表 12.公司产品毛利率变化.....	10
图表 13.公司期间费用率持续下降.....	10
图表 14.华鲁恒升与同行业公司 ROE 对比.....	10
图表 15.华鲁恒升与同行业公司毛利率对比.....	10
图表 16.华鲁恒升与同行业公司人均营收对比.....	10
图表 17.华鲁恒升与同行业公司人均净利润对比.....	10
图表 18.山东省新旧动能转换发布时间表.....	11
图表 19.煤气化技术图.....	12
图表 20.“一头多线”示意图.....	13
图表 21.公司生产工艺改造相关项目.....	13
图表 22.醋酸工业产业链.....	14
图表 23.国内醋酸下游应用领域占比.....	14
图表 24.中国和全球醋酸消费量逐步提升.....	14
图表 25.我国 PTA 产能、产量及产能利用率.....	15
图表 26.我国 PTA 历年表观消费量.....	15
图表 27.2017-2018 年我国新增或者复产 PTA 产能.....	15
图表 28.醋酸乙烯下游占比.....	15
图表 29.我国醋酸乙烯表观消费量持续增长.....	15
图表 30.醋酸乙酯下游需求占比.....	16
图表 31.我国醋酸乙酯表观消费量持续增长.....	16
图表 32.涂料（油漆）产量持续增加.....	16



图表 33.商品房销售面积表现尚可	16
图表 34.国内有醋酸产能和产量	17
图表 35.2018 年 9 月国内主要醋酸产能装置情况	17
图表 36.我国未来新增醋酸产能计划	18
图表 37.2017 年我国醋酸出口增速较快	18
图表 38.印度是我国醋酸出口主要目的地	18
图表 39.不同醋酸合成工艺	18
图表 40.醋酸和甲醇价差	19
图表 41.下游产品价格持续上涨	19
图表 42.乙二醇合成工艺	20
图表 43.国内乙二醇下游需求占比	20
图表 44.国外乙二醇下游需求占比	20
图表 45.历年全球乙二醇消费量	21
图表 46.2016 年全球乙二醇分地区消费量占比	21
图表 47.历年我国涤纶长丝产量	21
图表 48.历年我国乙二醇表观消费量	21
图表 49.我国未来新增聚酯产能	21
图表 50.我国乙二醇进口依存度高	22
图表 51.我国乙二醇的主要进口国	22
图表 52.纺织服装行业景气回暖	22
图表 53.我国乙二醇需求将持续增长	22
图表 54.全球乙二醇产能	23
图表 55.亚太地区乙二醇产能占比大	23
图表 56.全球主要乙二醇产能	23
图表 57.我国乙二醇的产能、产量以及产能利用率	24
图表 58.乙二醇产能以乙烯氧化法为主	24
图表 59.我国近年来煤化工政策	24
图表 60.我国近年来新增乙二醇产能	25
图表 61.草酸酯法和乙烯法乙二醇成本拆分	25
图表 62.煤制乙二醇（草酸酯法）工艺流程	26
图表 63.尿素产业链	27
图表 64.历年全球尿素消费量	27
图表 65.2016 年全球尿素分地区消费量占比	27
图表 66.我国尿素消费领域占比	28
图表 67.我国小麦和稻谷播种面积平稳	28
图表 68.我国玉米播种面积下降	28
图表 69.我国尿素表观消费量下降	28

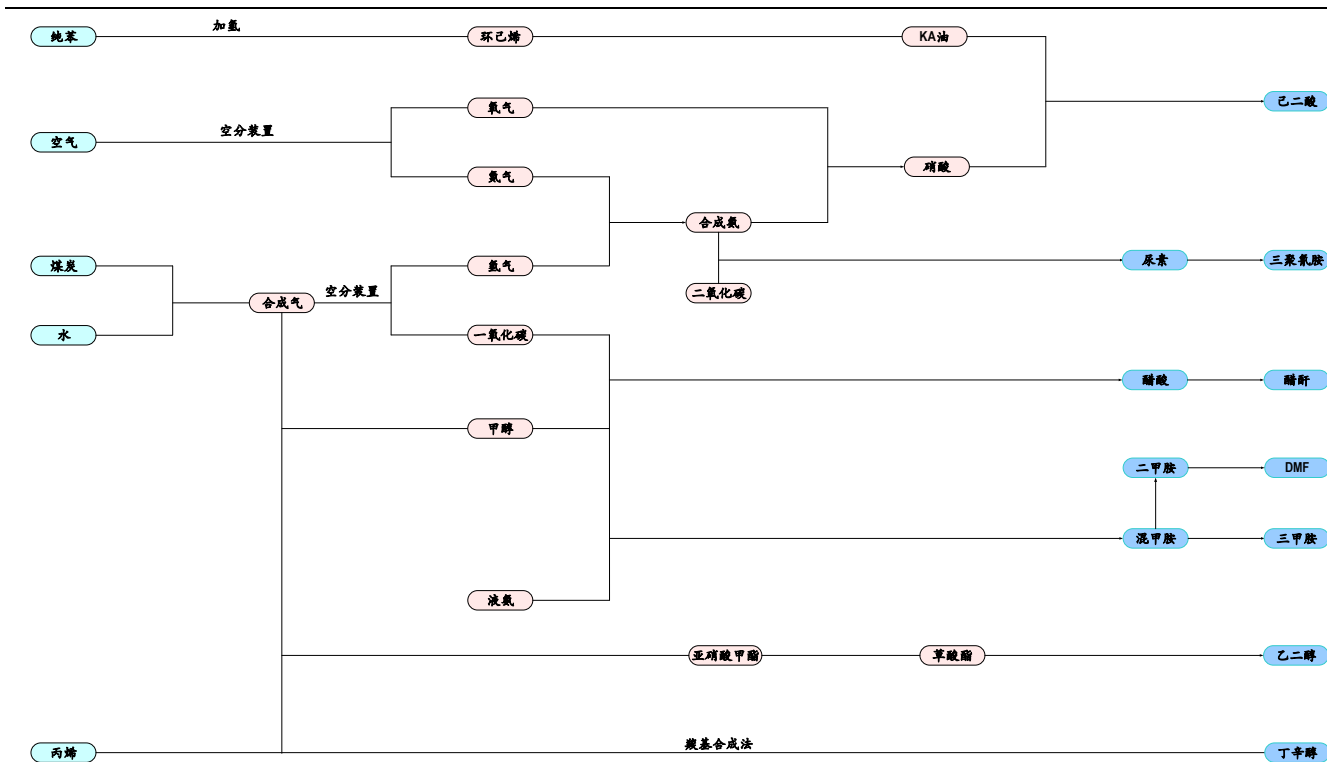


图表 70.工业用尿素下游需求占比.....	28
图表 71.人造板产量稳定增长.....	29
图表 72.三聚氰胺产量增长.....	29
图表 73.我国尿素出口大幅下降.....	29
图表 74.2017 年我国尿素出口目的国占比.....	29
图表 75.全球尿素产能增速放缓.....	30
图表 76.亚洲尿素产能占比大.....	30
图表 77.国外未来尿素扩产放缓.....	30
图表 78.全球未来新增尿素产能计划.....	31
图表 79.我国尿素的产能、产量以及产能利用率.....	32
图表 80.尿素产能以煤头法为主.....	32
图表 81.2015 年以来我国尿素退出产能.....	32
图表 82.液氨价格走势.....	33
图表 83.甲醇价格走势.....	33
图表 84.不同工艺尿素成本.....	33
图表 85.尿素与原料(烟煤)的价差图.....	34
图表 86.DMF 下游需求行业占比.....	35
图表 87.DMF 历年表观需求量.....	35
图表 88.国内 DMF 生产企业产能统计.....	35
图表 89.DMF 与甲醇价差.....	36
图表 90.己二酸产业链.....	36
图表 91.己二酸下游消费结构.....	36
图表 92.国内己二酸表观消费量.....	36
图表 93.国内己二酸产能利用率.....	37
图表 94.国内己二酸出口量.....	37
图表 95.国内己二酸生产企业产能统计.....	37
图表 96.己二酸和原料(苯和硝酸)价差.....	38
图表 97.销售收入结构预测.....	39
损益表(人民币百万).....	41
资产负债表(人民币百万).....	41
现金流量表(人民币百万).....	41
主要比率(%).....	41

公司介绍：煤化工龙头，构造“一头多线”产业链

山东华鲁恒升化工股份有限公司成立于2000年，位于山东省德州市，是2002年上市的煤化工企业。依托洁净煤气化技术，公司专注于资源综合利用和协同发展，打造了“一头多线”的循环经济产业链，主要产品包括尿素、醋酸及衍生品、DMF、己二酸及中间体、有机胺、乙二醇等。

图表1.公司煤化工产业链示意图



资料来源：公司公告，中银证券

经过多年技术和产业升级，公司已成为国内领先的煤化工企业，构建了“一头多线”的循环经济产业链，目前主要产能包括尿素220万吨/年、醋酸60万吨/年、DMF25万吨/年、混甲胺20万吨/年、乙二醇5万吨/年、己二酸16万吨/年、三聚氰胺5万吨/年等。此外公司扩建的50万吨/年乙二醇项目预计将于2018年三季度投产。

图表2.公司主要产品产能

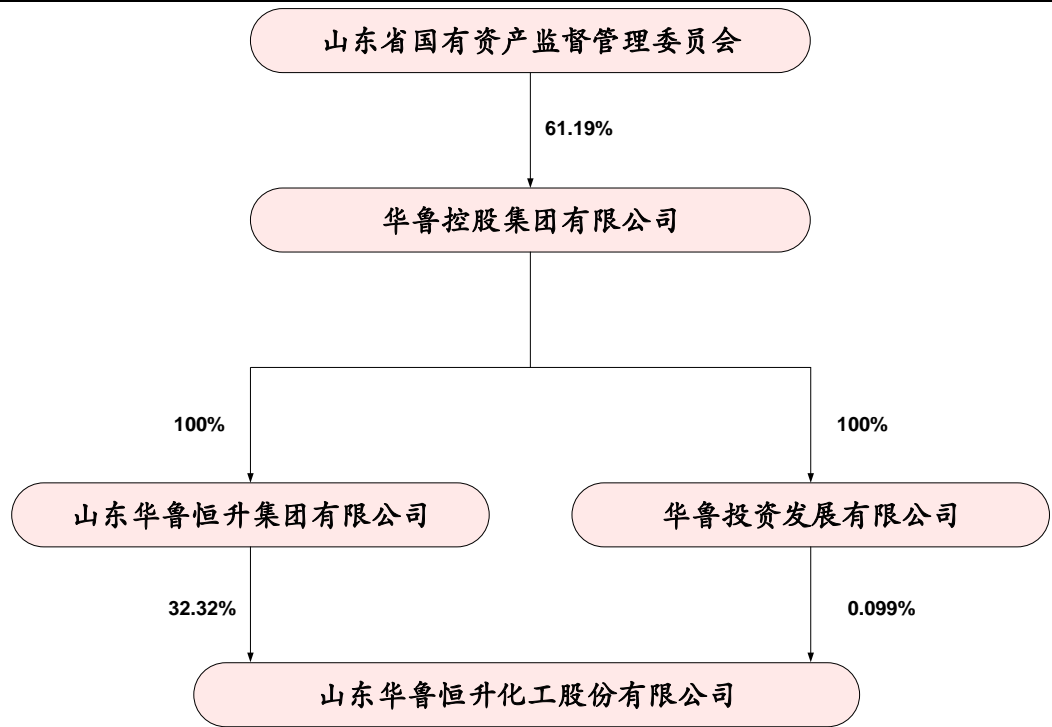
类别	产品	现有产能 (万吨/年)	备注
肥料	尿素	220	主要用于农业生产、工业加工
	复合肥	60	
有机胺	DMF	25	主要用于PU浆料、医药、农药、食品添加剂、电子行业、其他行业
	混甲胺	20	
醋酸及其衍生品	醋酸	60	主要用于制作醋酸酯、PTA，醋酸乙烯，氯乙酸和甘氨酸
	醋酐	5	
己二酸及中间体	己二酸	16	己二酸用于生产PU浆料、尼龙66等；环己酮用于生产己二酸和己内酰胺
	环己酮	5	
多元醇	丁醇	8	正丁醇主要应用在丙烯酸丁酯、醋酸丁酯、DBP；异辛醇主要应用在DOP，DOT；乙二醇主要应用在聚酯、防冻液、不饱和树脂、聚氨酯等
	辛醇	12	
	煤制乙二醇	5	
其他	三聚氰胺	5	主要用于塑料及涂料工业，也可作纺织物防缩处理剂

资料来源：公司公告，中银证券

股权结构：国资委为公司的实际控制人

自公司开创以来，山东华鲁恒升集团有限公司为公司的实际控制人。根据公司 2017 年报显示，山东华鲁恒升集团有限公司持股 32.32%。华鲁恒升集团的母公司是华鲁控股集团有限公司，是山东省政府设立的国有独资公司。华鲁控股集团有限公司已经发展成为以医药、化工、国际贸易、房地产开发为主业的大型企业集团。

图表3.公司股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

股权激励提升积极性。2015 年底，公司对经营人员进行股权激励计划，向激励对象授予 524 万股限制性股票。限制性股票的来源为公司向激励对象定向发行的华鲁恒升普通股，其中第一个解锁期股份已经解锁，第二、三期预计将在 2018 年年末和 2019 年年末分期解锁。

图表4.公司股权激励情况

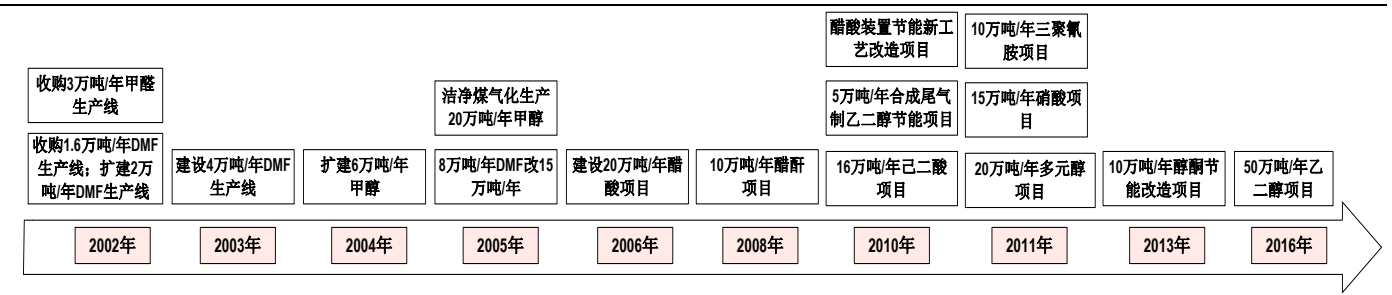
核心条款	股权激励计划
授予时间	2015 年
授予价格	7.44 元/股
授予股票数	524 万股
授予对象	包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员等
解锁条件	第三个解锁期，以 2012-2014 年净利润均值为基数，2016-2018 年净利润增长率分别不低于 50%、60%和 70%，且三年净资产收益率同行业分位值均不低于授予年度前 5 年公司实际平均分位值水平

资料来源：公司公告，中银证券

聚焦煤化工，产业链不断延伸

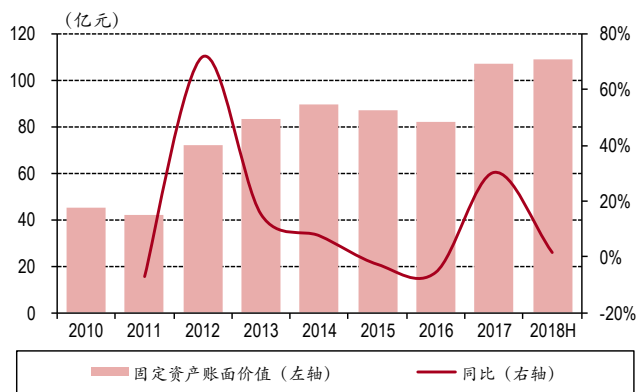
公司发展围绕着煤气化合成气平台进行，比如工艺改进和产业链的纵向、横向延伸等。2002年，公司改变单一产业结构，变为尿素、DMF双主业，产能的释放带来利润总额的攀升。公司从2006年开始建设“20万吨/年醋酸项目”，紧接着2008年进行“10万吨/年醋酐项目”，2010年进行“16万吨/年己二酸项目”，2011年公司建设多元醇、硝酸、三聚氰胺的产品线，2016年投入乙二醇的建设项目。截至2017年，公司固定资产达到百亿元的规模，十五年时间固定资产增长23.53倍。公司营收规模也从上市之初的4.51亿元，增长到2017年的104.08亿元，增长23.08倍。公司收入规模伴随着公司资产规模的增长而同步增长，近几年固定资产的营运效率和盈利情况保持稳定，体现了公司较强的抗周期波动能力。

图表5.公司固定资产投入发展历程



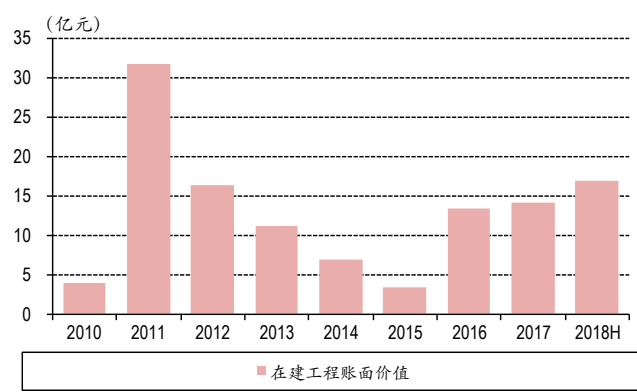
资料来源：公司公告，中银证券

图表6.公司固定资产情况



资料来源：万得，中银证券

图表7.公司在建工程情况

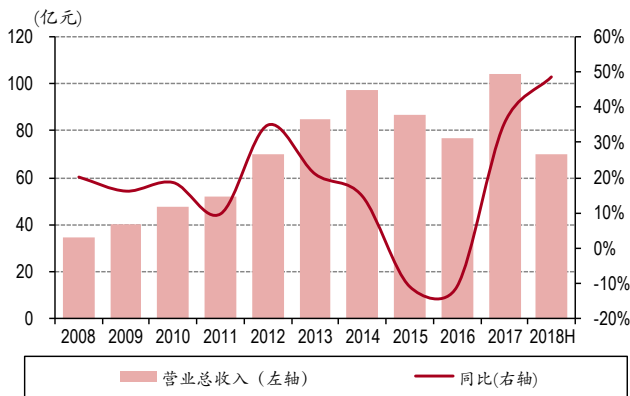


资料来源：万得，中银证券

公司财务分析

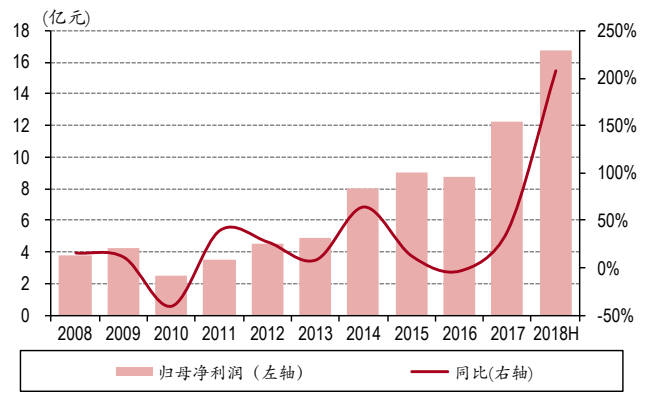
供给侧改革驱动产品价格上涨，公司业绩大幅增长。2012-2016年，公司所在行业面临产能过剩、资源与环境约束收紧等因素影响，产品价格低位徘徊，营业收入呈现下行趋势，归母净利润增长放缓。2017年，随着供给侧改革和环保等催化，公司主要产品价格上涨，行业企稳回暖。2017年公司营业收入为104.08亿元，同比增长35.15%；归母净利润为12.22亿元，同比上涨39.58%。进入2018年后，公司业绩持续增加，2018年半年度公司营业收入为69.97亿元，同比增长48.42%；归母净利润为16.80亿元，同比大幅增长207.98%，创公司成立以来的新高。公司业绩大幅增长主要受益于公司有机胺、己二酸、醋酸等产品价格出现了不同幅度的上涨。随着2017年年底传统产业升级及清洁生产综合利用项目和空分节能技术改造的完成，醇氨产能将进一步提高，综合成本将有效下降，同时公司50万吨/年乙二醇项目预计将于下半年投产，公司盈利能力持续改善。

图表8.公司营业收入情况



资料来源: 万得, 中银证券

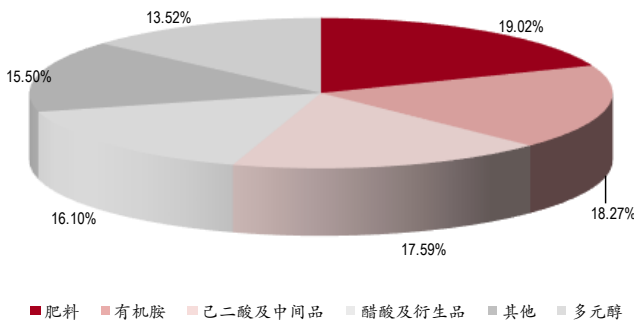
图表9.公司归母净利润情况



资料来源: 万得, 中银证券

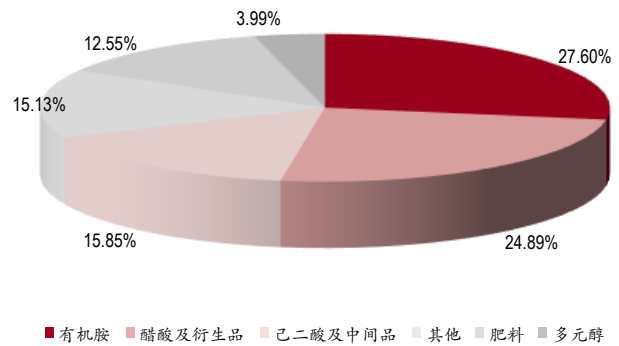
公司各产品销售规模较均衡。2017年公司主营业务主要分为肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生物、多元醇, 收入占比分别为19.02%、18.27%、17.59%、16.10%、13.52%。2017年, 公司有机胺和醋酸业务毛利占比分别为27.60%、24.89%, 源于产品价格的上涨。

图表10.2017年公司业务收入占比



资料来源: 万得, 中银证券

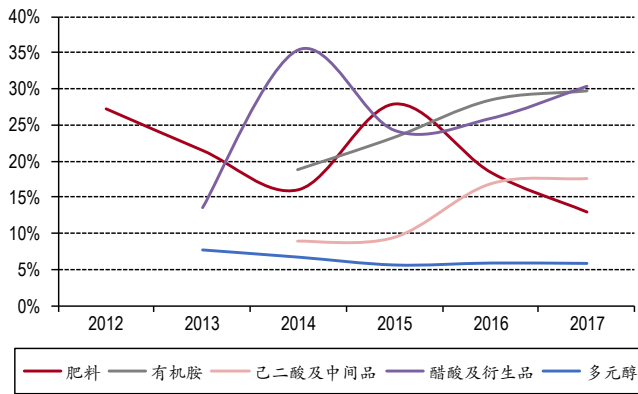
图表11.2017年公司业务毛利占比



资料来源: 万得, 中银证券

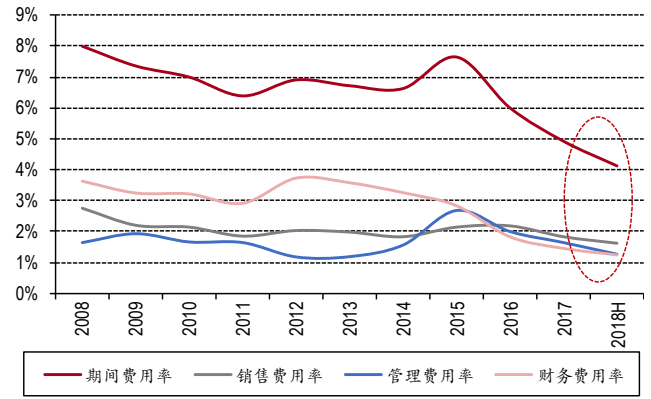
产品毛利率上升, 期间费用率持续下降。受益产品价格上涨, 除肥料业务外, 公司产品毛利率从2015年开始有所上涨。2017年, 有机胺毛利率达到29.62%, 同比提高1.26个百分点; 醋酸及衍生物为30.33%, 同比提高4.43个百分点。此外, 公司不断对产品进行技改使得公司各项费用率均处于行业较低水平, 期间费用持续下降。2017年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为1.82%、1.64%、1.46%, 期间费用率为4.92%, 同比下降1.08个百分点。

图表12.公司产品毛利率变化



资料来源: 万得, 中银证券

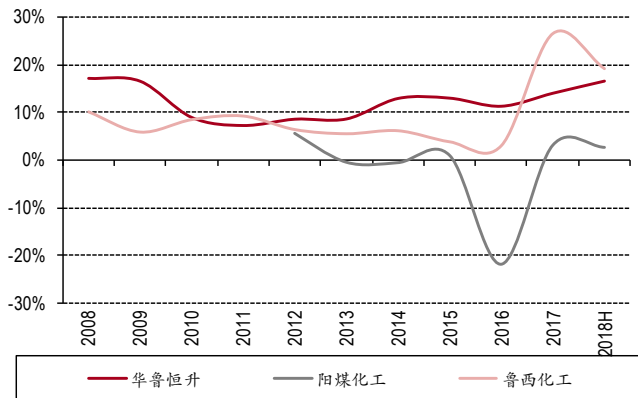
图表13.公司期间费用率持续下降



资料来源: 万得, 中银证券

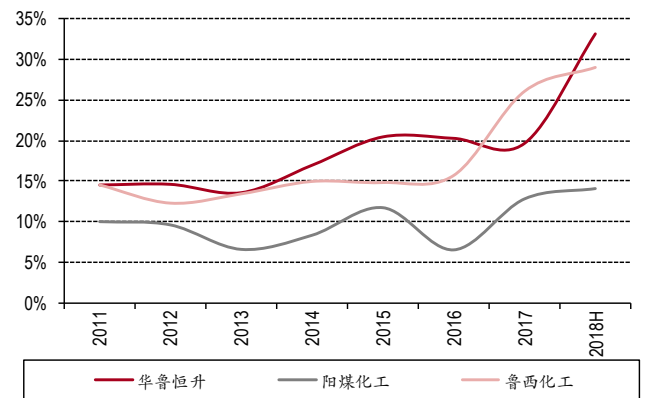
公司盈利能力优于其他上市公司。2017年公司ROE为14.02%，同比提高2.75个百分点。2014-2016年，化工产品价格低位徘徊，较多企业的毛利率下降，但是公司受益于其煤气化平台，可以根据市场变动，主动调整产品结构，增产附加值较高的产品，因此这期间公司仍维持稳定的综合毛利率。从2017年下半年开始，公司核心产品价格上行，2018年半年报公司毛利率为23.18%，创近年来新高。

图表14.华鲁恒升与同业公司ROE对比



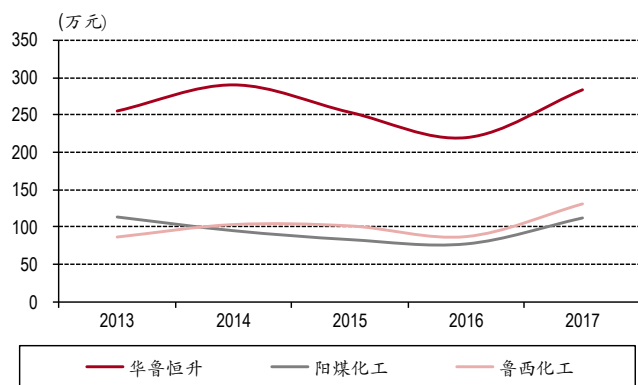
资料来源: 万得, 中银证券

图表15.华鲁恒升与同业公司毛利率对比



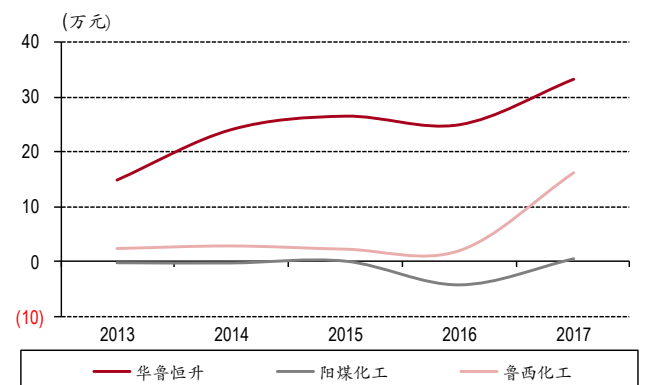
资料来源: 万得, 中银证券

图表16.华鲁恒升与同业公司人均营收对比



资料来源: 万得, 中银证券

图表17.华鲁恒升与同业公司人均净利润对比



资料来源: 万得, 中银证券

新材料入选山东新旧动能转换项目

2018年初，山东省发布新旧动能转换总体方案，旨在积极探索新旧动能转换模式，推动经济发展质量变革。2018年6月，山东省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。其中新兴产业占比59%。

图表18.山东省新旧动能转换发布时间表

时间	文件名称
2018年1月	《山东新旧动能转换综合试验区建设总体方案》
2018年2月	《关于印发山东省新旧动能转换重大工程实施规划的通知》
2018年5月	《济南新旧动能转换先行区总体规划》
2018年6月	《关于公布新旧动能转换重大项目库第一批优选项目名单的通知》

资料来源：山东省发改委，中银证券

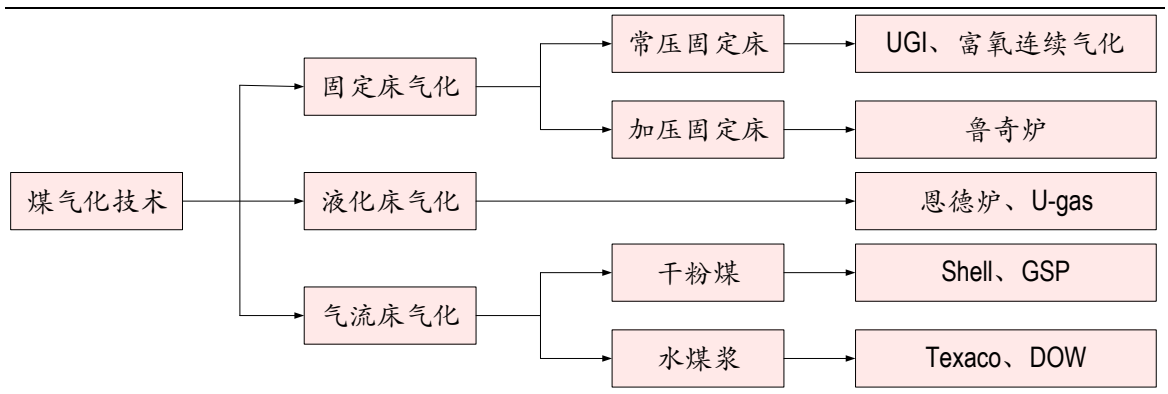
公司入选150万吨绿色化工新材料项目（包括乙二醇、精己二酸、氨基树脂、酰胺及尼龙等）。精己二酸、氨基树脂、酰胺及尼龙等都是在公司现有产业链上进一步延伸，有助于提升公司竞争力，打造增长点。

煤气化平台：公司成本优势之关键

采用水煤浆加压气化工艺，确立成本优势

随着环保趋严，煤的清洁高效利用技术逐步受重视。煤气化技术作为煤炭清洁高效利用的重要基础和关键技术，在煤炭清洁转化过程中发挥至关重要的作用。公司率先在 2004 年建设了气化压力为 6.5MPa、处理煤量为 750 吨/天的气化炉系统，于 2005 年 7 月正式投入运行。公司采用水煤浆气化技术替代固定床气化工艺，该技术运用多喷嘴（四喷嘴）水煤浆加压气化技术，操作连续性强，产品煤气压力高可省去后续气体压缩工段，碳转化率可达到 98% 以上。

图表19.煤气化技术图



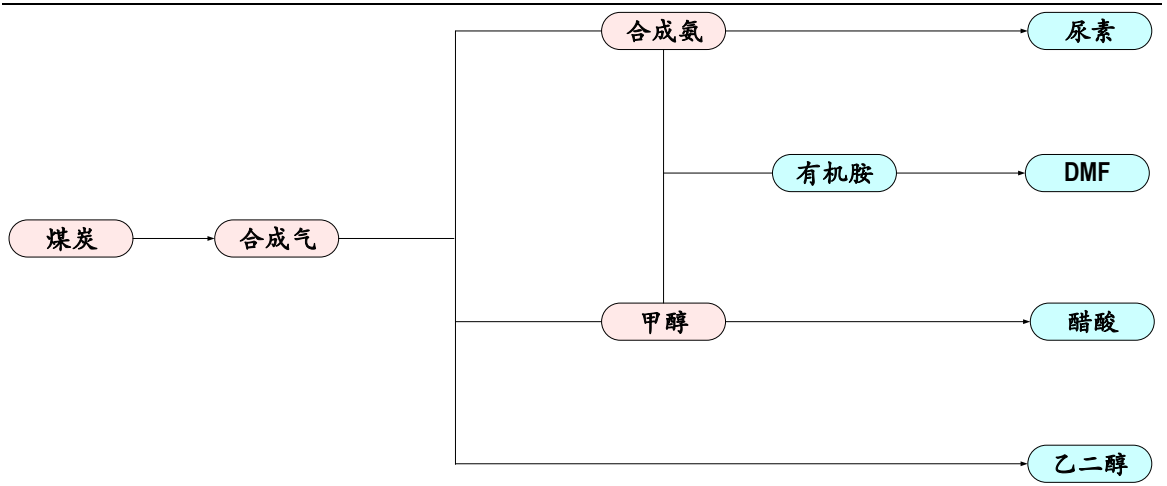
资料来源：CNKI，中银证券

公司具备较强的成本优势。Texaco 水煤浆气化工艺可以采用价格较低的烟煤作为原料，行业内大量使用传统的固定床工艺，生产原料为价格较高的无烟煤。国内烟煤价格低于无烟煤价格 300-500 元/吨，因此公司合成气的成本明显低于行业平均水平。

柔性联产，增收创利

公司以煤气化为技术平台，合成气为原料来合成氨、甲醇等产品，产品进一步加工为 DMF、乙二醇、醋酸等下游产品。公司可以根据市场需求积极调整产品结构，增加化工产品占比，可以降低风险，有效增收创利。首先，根据尿素、甲醇和醋酸的市场行情，公司可以对氨醇装置进行有效调节；其次，DMF 和有机胺原料同为甲醇和合成氨，公司可以根据有机胺和 DMF 市场需求情况进行调节；最后，乙二醇原料合成气来自醋酸节能改造工程，与醋酸进行柔性联产。

图表20.“一头多线”示意图



资料来源：公司环评报告，中银证券

技改提升项目成本优势

公司向来重视生产成本管控，持续优化装置，加大技改投入，提高产品质量，进一步降低运营成本。改造项目主要分为三大类：**一是扩能改造项目**，比如 10 万吨/年醇酮装置节能改造项目。**二是节能降耗项目**，比如化肥原料煤本地化及动力结构调整工程，实现了烟煤对无烟煤的替代，吨氨成本大幅降低；尿素产品多元化及节能技术改造和氨合成能量系统优化项目，达到节能降耗作用；还有一些空分装置节能技术改造项目，提高资源综合利用率，降低能源消耗等。**三是环保治理项目**，比如传统产业升级及清洁生产综合利用项目，降低原料煤和公用工程消耗，减少环境污染；锅炉结构调整项目，减少污染物排放，降低能源消耗等。随着技改升级项目的投产，公司在生产成本端的竞争优势不断增强。随着国家对节能减排等相关严厉政策的陆续出台，公司持续推动技改升级，进一步降低生产成本，提高企业的经济收益。

图表21.公司生产工艺改造相关项目

年份	项目类别	投资金额
2002	合成氨系统改造工程	2,259 万元
2002	变压吸附 (PSA-CO) 装置技术改造工程	1,734 万元
2002	资源综合利用项目	3,674 万元
2007	公用工程及生产扩能改造项目	1.71 亿元
2007	原料煤本地化及动力结构调整项目	5.63 亿元
2009	尿素产品多元化及节能技术改造项目	1.90 亿元
2009	原料气醇烃化节能技术改造项目	6,200 万元
2010	氨合成能量系统优化项目	1.16 亿元
2012	醋酸装置节能新工艺改造项目	44.2 亿元
2015	传统产业升级及清洁生产综合利用项目	28.31 亿元
2015	锅炉结构调整项目	3.89 亿元

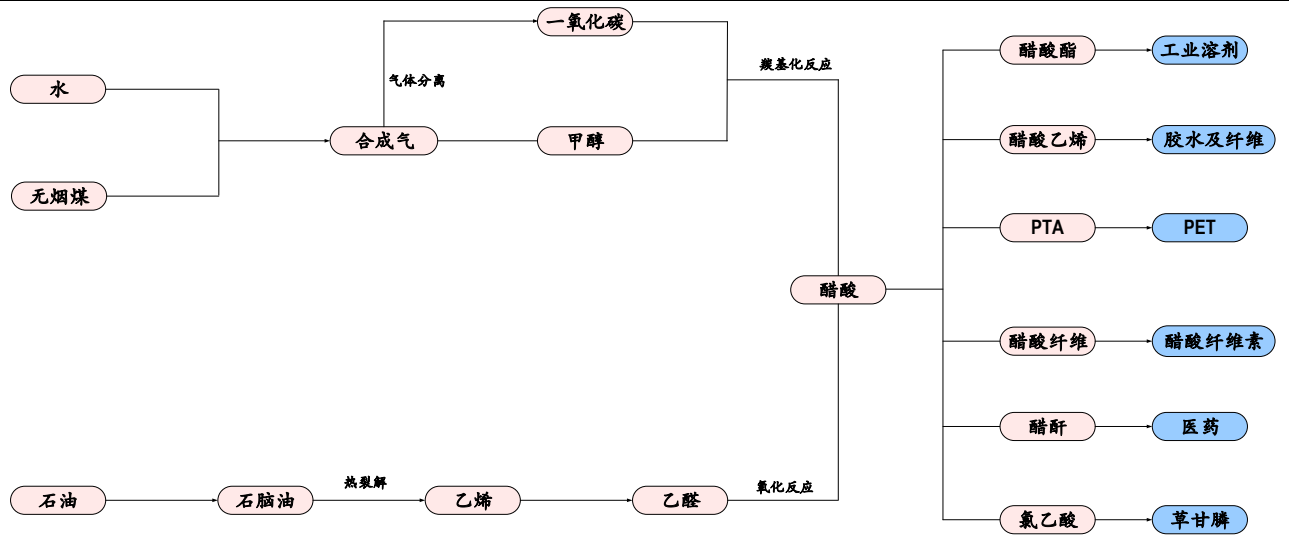
资料来源：公司公告，中银证券

醋酸行业：供需向好，开工率达多年峰值

需求复苏，醋酸开启景气周期

醋酸（又名乙酸）是重要的有机化工原料，可衍生出几百种下游产品，如醋酸酯、醋酸乙烯、醋酸纤维、醋酐、对苯二甲酸(PTA)、氯乙酸及金属醋酸盐等，广泛用于纺织、轻工、化工、医药、食品等领域。

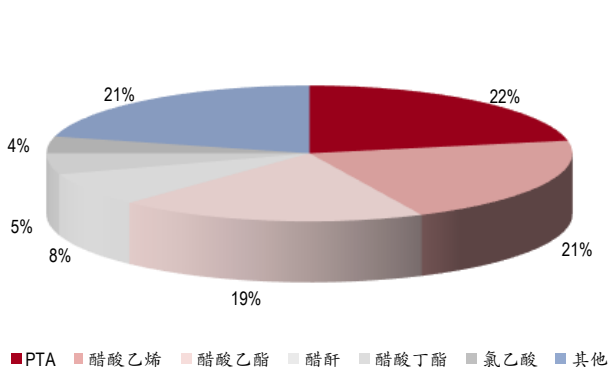
图表22.醋酸工业产业链



资料来源：CNKI，中国产业信息网，中银证券

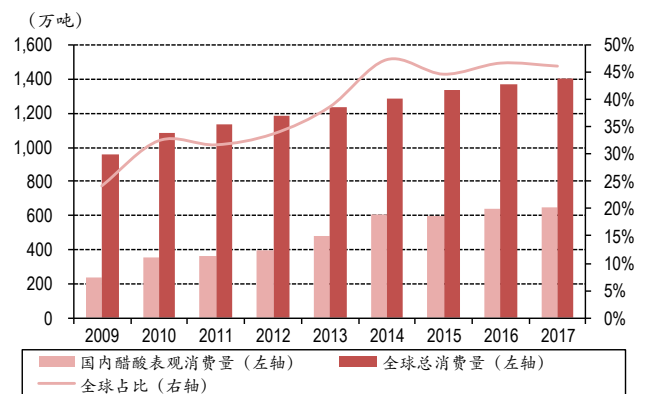
醋酸主要用于 PTA、醋酸乙烯、醋酸乙酯的合成，三者合计占醋酸总消费量的 62%。2017 年，我国醋酸表观消费量达到 648.26 万吨，同比增长 1.48%。同期，全球醋酸消费量达到 1,405.30 万吨，同比增长 2.69%，我国消费量占全球的 46.13%。随着下游 PTA 等行业蓬勃发展，国内醋酸需求有望提升。

图表23.国内醋酸下游应用领域占比



资料来源：卓创资讯，中银证券

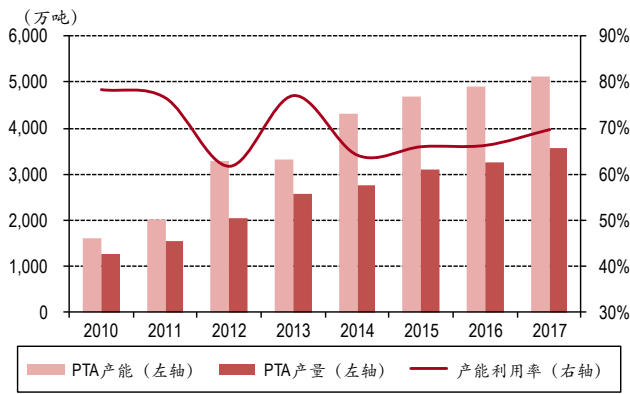
图表24.中国和全球醋酸消费量逐步提升



资料来源：卓创资讯，Bloomberg，中银证券

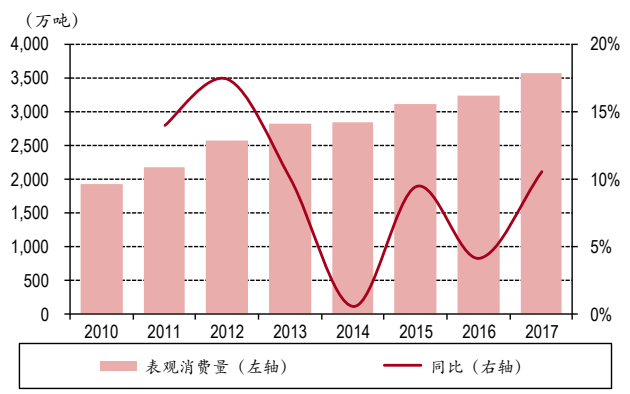
PTA 产能扩增，提升醋酸需求量。 PTA 是醋酸主要下游应用领域，主要用于聚酯生产，下游为涤纶长丝、瓶片等，终端市场用于纺织服装和食品饮料等。随着经济发展，纺织服装和消费等市场持续景气，PTA 需求持续增加。根据中纤网数据，2010-2012，我国 PTA 产能呈现爆发式增长态势，2013 年后增速回落。2017 年我国 PTA 产量为 3,575 万吨，同比增速为 9.91%。2017 年 PTA 表观消费量为 3,573.50 万吨，同比增长 10.52%。

图表25.我国 PTA 产能、产量及产能利用率



资料来源：中纤网，中银证券

图表26.我国 PTA 历年表观消费量



资料来源：中纤网，中银证券

PTA 新产能投放，提升醋酸需求。2018-2020 年，我国 PTA 新增和复产产能较多，其中华彬石化（原远东石化）和福建化工（原翔鹭石化）合计 440 万吨产能复产。2018 年新增产能有桐昆石化（220 万吨/年）、蓝山屯河（60 万吨/年）和四川晟达（100 万吨/年）。2019 年有新凤鸣集团（220 万吨/年）和中泰化学（120 万吨/年）。

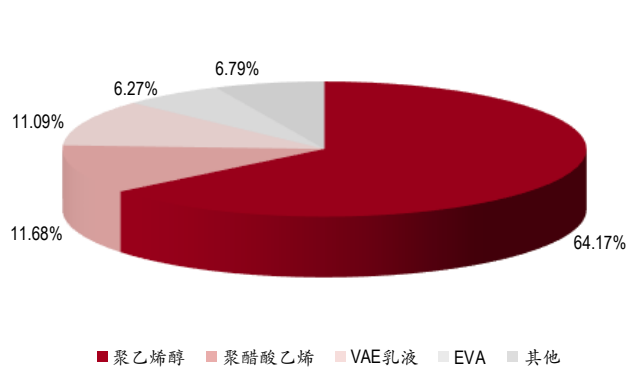
图表27.2017-2018 年我国新增或者复产 PTA 产能

公司	PTA 产能 (万吨/年)	备注
桐昆股份	220	嘉兴石化二期新增项目，于 2017 年 12 月投产
华彬石化（原远东石化）	140	2015 年宣布破产重组，2017 年 10 月底重启 140 万吨产能
福建化工（原翔鹭石化）	300	2014 年 4 月停车，2017 年 11 月重启两条 300 万吨产能
四川晟达	100	属新增产能，2018 年年中投产
新凤鸣集团	220	属新增产能，2019 年投产
恒力石化（大连）	220	属新增产能，2019 年 12 月投产
中泰化学	120	属新增产能，2019 年投产
蓝山屯河	60	属于新增产能，2018 年下半年投产

资料来源：百川资讯，中纤网，卓创资讯，中银证券

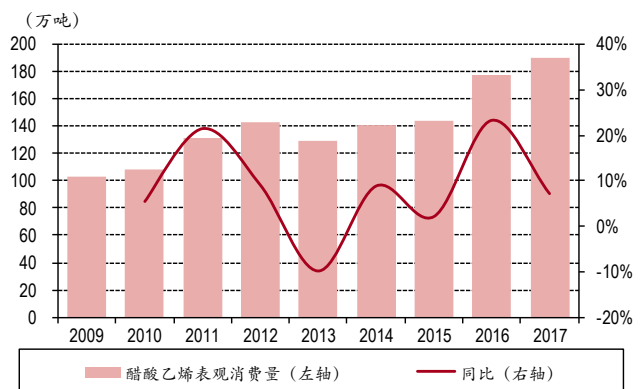
醋酸乙烯产业链发展迅速。醋酸乙烯(简称 VAc)又称醋酸乙烯酯，是一种重要的有机化工原料，主要用于生产聚醋酸乙烯(PVAc)、聚乙烯醇(PVOH)、醋酸乙烯-乙烯共聚乳液(VAE)或共聚树脂(EVA)等聚合物；在涂料、浆料、粘合剂、维纶、薄膜、皮革加工、合成纤维等方面具有广泛用途。近两年下游建筑和涂料行业的发展，2017 年醋酸乙烯表观消费量为 189.80 万吨，同比增长 7.17%。

图表28.醋酸乙烯下游占比



资料来源：卓创资讯，中银证券

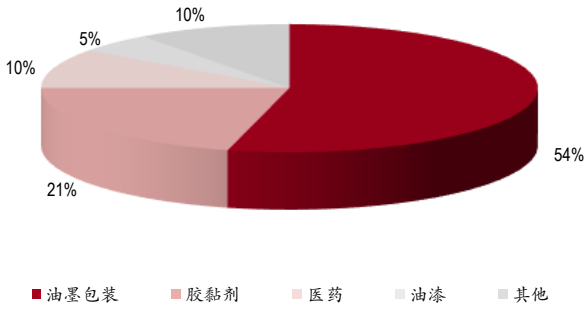
图表29.我国醋酸乙烯表观消费量持续增长



资料来源：卓创资讯，中银证券

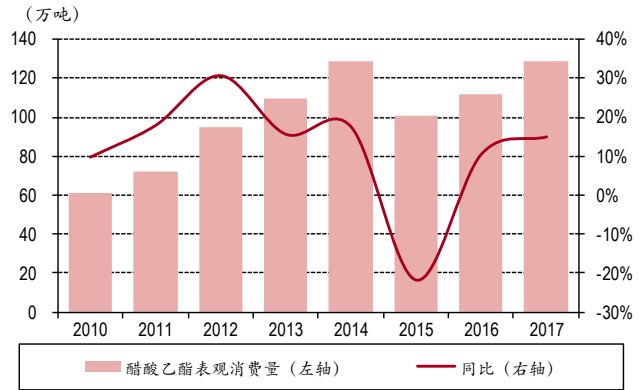
涂料（油漆）产量增长，提升醋酸乙酯需求。醋酸乙酯（又称乙酸乙酯）下游用途广泛，主要应用于油墨涂料、胶黏剂、医药等领域，其中油墨包装占总需求量的54%。自2010年到2017年，我国醋酸乙酯表观消费量翻了一番，达到目前的128.81万吨，复合增速为11.17%。从其下游来看，2017年**涂料（油漆）**产量为2,041万吨，同比增长7.43%。而2017年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.66%；2018年前七个月销售面积为9.00亿平方米，同比增长4.21%，进一步支撑需求增长。

图表30.醋酸乙酯下游需求占比



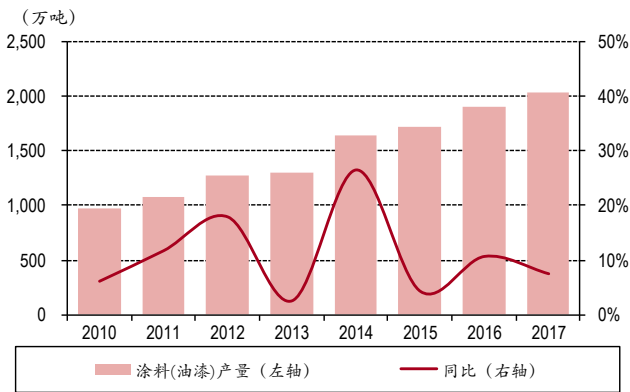
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表31.我国醋酸乙酯表观消费量持续增长



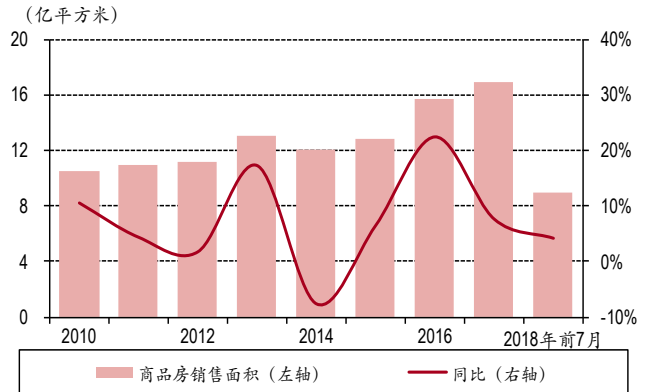
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表32.涂料（油漆）产量持续增加



资料来源：万得，中银证券

图表33.商品房销售面积表现尚可

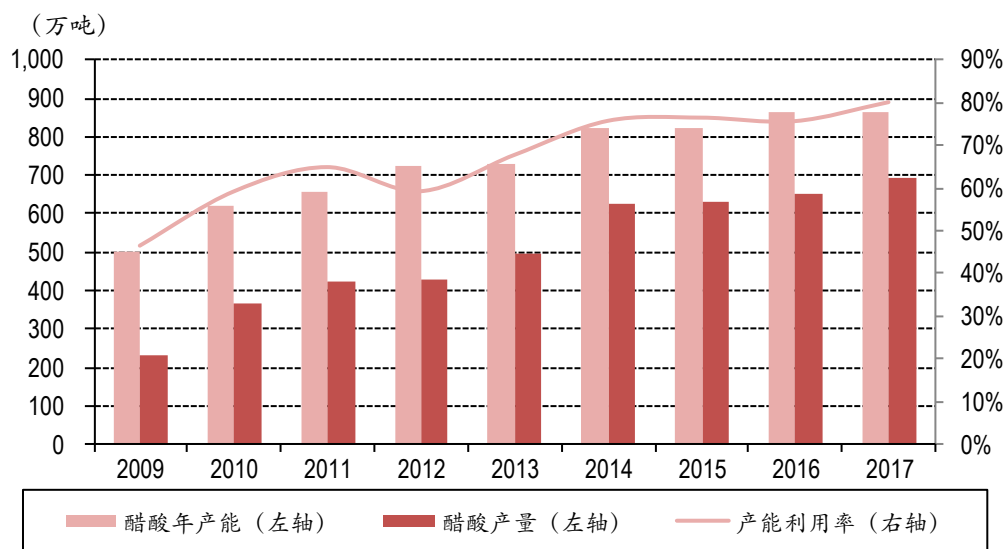


资料来源：万得，中银证券

行业新增产能较少，供给格局改善

产能增速放缓，产能利用率提升。2009-2012年我国醋酸产能大幅扩张，产能利用率下降，行业面临较大的产能过剩压力；2013-2017年醋酸产能增长放缓，伴随需求好转，行业产能利用率提升。2017年我国醋酸产能为865万吨/年，与2016年持平；产量为692.4万吨，产能利用率达到80.05%，达到近年来峰值。

图表34.国内有醋酸产能和产量



资料来源：卓创资讯，中银证券

根据卓创统计，我国醋酸名义产能为865万吨/年，主要生产企业有江苏索普、塞拉尼斯、山东兖矿、上海吴泾，前五大企业占比为49.71%，行业集中度较高。

图表35.2018年9月国内主要醋酸产能装置情况

公司名称	产能 (万吨/年)	装置动态
江苏索普	140	装置负荷七成
塞拉尼斯	120	装置运行正常
南京BP	50	装置运行正常
上海吴泾	70	装置运行平稳
山东兖矿	100	装置停车
华鲁恒升	60	装置运行平稳
河北英都气化	50	装置故障降负荷运行，半负荷运行
天津碱厂	25	运行低负荷运行
延长石油	30	装置运行正常
河南顺达	45	装置运行正常
河南义马气化厂	20	装置运行正常
河南永城龙宇煤化	40	运行正常，后期有检修计划，具体未定
扬子江乙酰	45	装置正常运行
安徽无为	50	装置停车检修
国电英力特	30	装置运行正常

资料来源：百川资讯，卓创资讯，中银证券

国内新增产能有限，供给格局持续改善。海外醋酸生产商主要有塞拉尼斯公司和BP化学公司；国内主要是江苏索普（集团）以及上海吴泾化工等企业，其中塞拉尼斯公司是目前世界上最大的醋酸生产厂家，生产能力为315万吨/年，其在美国、新加坡和我国南京建有生产装置；BP化学公司是世界第二大醋酸生产厂家，生产能力为279.5万吨/年，在中国南京、英国、韩国、马来西亚和中国台湾等国家和地区建有生产装置。2018年国内除了天津渤海化工计划新增10万吨/年醋酸产能，至2019年都没有新增产能。

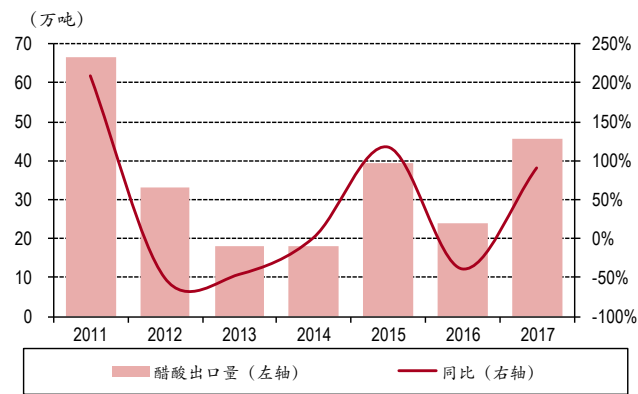
图表36.我国未来新增醋酸产能计划

公司	新增产能 (万吨/年)	备注
天津渤海化工	10	2018年已经建成, 还没有投产
钦州华谊	50	2020年
广西昆达	50	2020年

资料来源: 百川资讯, 中银证券

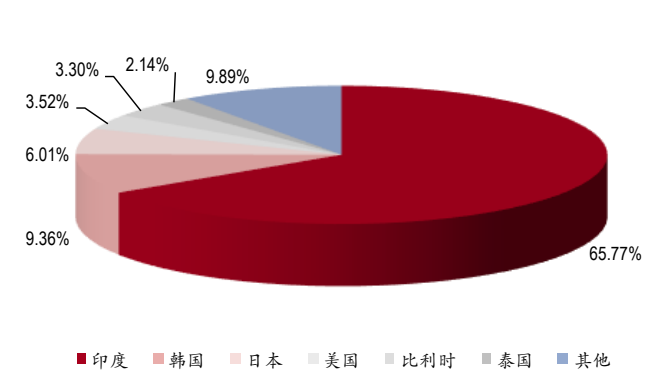
海外装置检修, 醋酸出口强劲增长。受到海外装置老化, 开工不顺等不可抗力等原因, 国际市场醋酸供给紧缩, 美国、印度、东南亚等地区的现货价上涨明显, 纷纷转向中国寻求醋酸货源。根据卓创资讯数据, 2017年醋酸出口达到45.73万吨, 同比大幅增长90.38%, 其中对印度出口为30.08万吨, 占比高达65.77%。

图表37.2017年我国醋酸出口增速较快



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表38.印度是我国醋酸出口主要目的地



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

价格中枢上移, 公司持续受益

公司醋酸生产采用西南化工研究院开发的“甲醇低压液相羰基合成醋酸反应方法”专利技术, 能把产品生产、三废治理和原料回收利用有机结合一起。公司采用工艺在水、蒸汽、电消耗等方面优于其他生产方法, 成本较低。

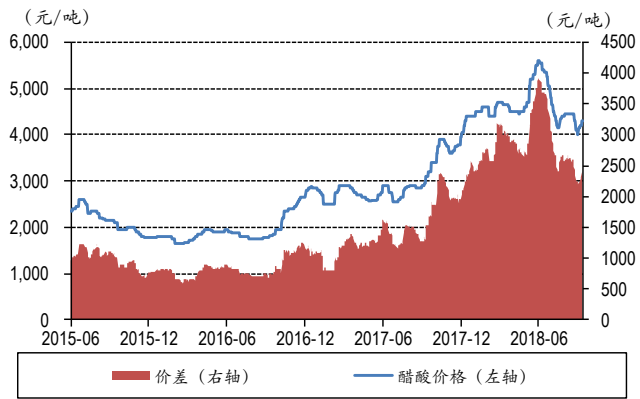
图表39.不同醋酸合成工艺

名称	原料名称	原料 (Kg)	消耗定额 (以吨醋酸计)		
			蒸汽 (吨)	冷水 (立方米)	电 (Kwh)
乙醛法	乙醛、氧气	770, 260Nm ³	3.6	250	18
乙醇法	乙醇	940	4.5	60	400
正丁烷法	丁烷	1,076	8	475	1,520
甲醇高压羰基合成法	甲醇、一氧化碳	610、780	2.75	185	350
甲醇低压羰基合成法	甲醇、一氧化碳	560、544	2	156	29

资料来源: 公司环评报告, 中银证券

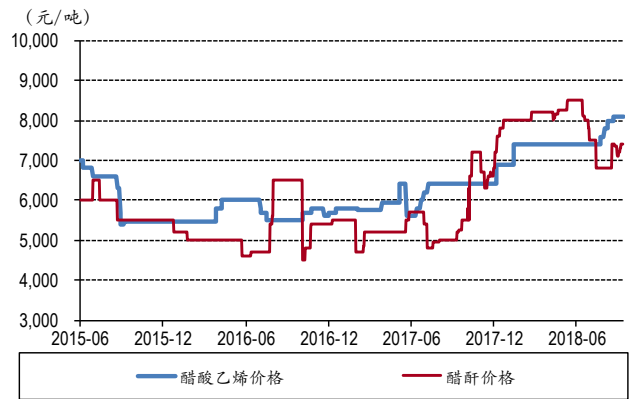
环保督查, 需求回暖, 醋酸产业链相关产品价格持续上涨。2016年开始的环保督查对醋酸的景气复苏起到较大的作用, 根据百川资讯数据, 醋酸自2016年2月中旬的1,650元/吨上涨至2018年6月的5,550元/吨, 而后回落至4,450元/吨。下游产品, 如醋酸乙烯和醋酐价格持续上行, 醋酸价格上涨逐步对下游进行传导, 因此预计醋酸盈利能力将持续, 华鲁恒升作为成本较低以及规模较大的公司其盈利也将维持高位。公司具备醋酸产能60万吨/年, 醋酸价格每上涨1,000元/吨, EPS增厚0.27元。

图表40.醋酸和甲醇价差



资料来源：百川资讯，中银证券

图表41.下游产品价格持续上涨



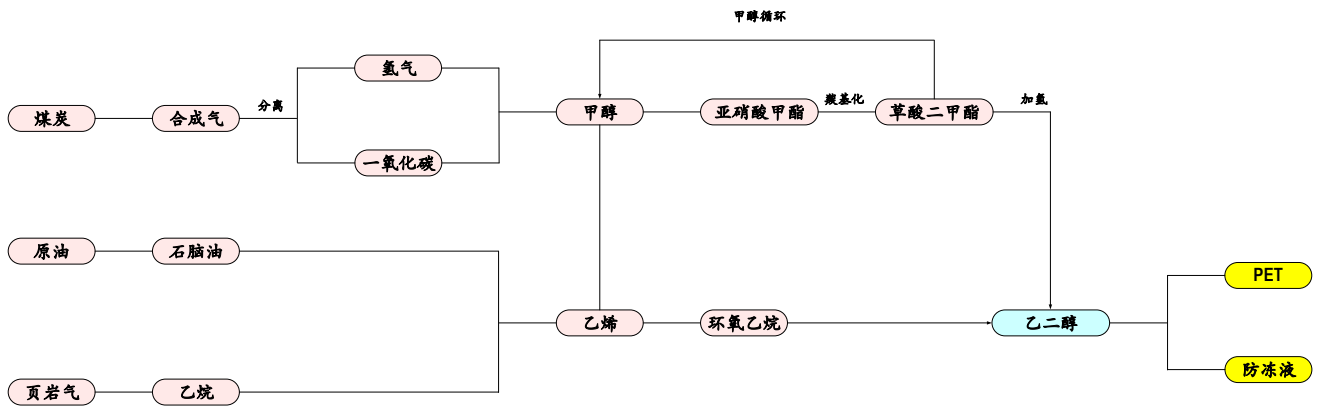
资料来源：百川资讯，中银证券

乙二醇行业：全球供需错配，进口替代空间大

乙二醇主要用于合成聚酯纤维

乙二醇又名甘醇，是一种重要的石油化工基础原料，主要用于合成 PET、吸湿剂、增塑剂，并用作染料、油墨等的溶剂，也可用于玻璃纸、纤维、皮革、粘合剂的湿润剂。

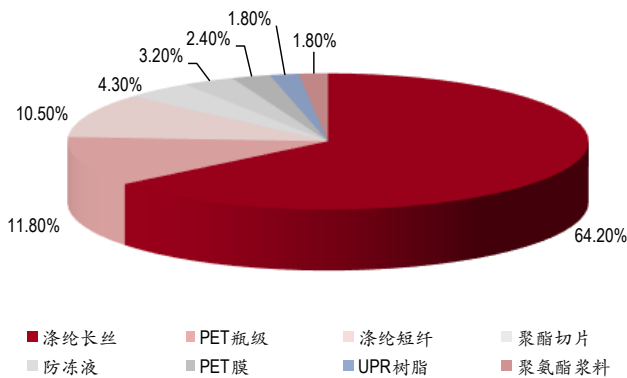
图表42.乙二醇合成工艺



资料来源：CNKI，中银证券

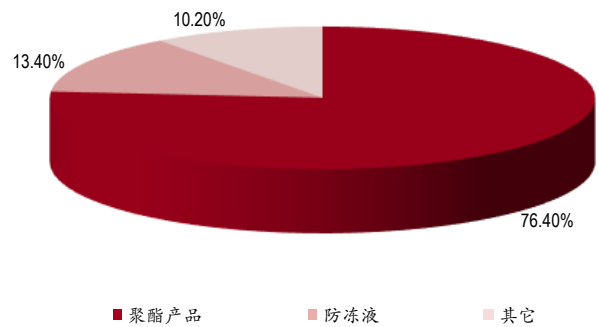
乙二醇产业链的下游产品主要是聚酯纤维。国内乙二醇主要用于涤纶长丝、PET瓶片等产品，需求分别占比为64.20%、11.80%；国外主要用于聚酯产品和防冻液，需求分别占比为76.40%、13.40%。

图表43.国内乙二醇下游需求占比



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表44.国外乙二醇下游需求占比

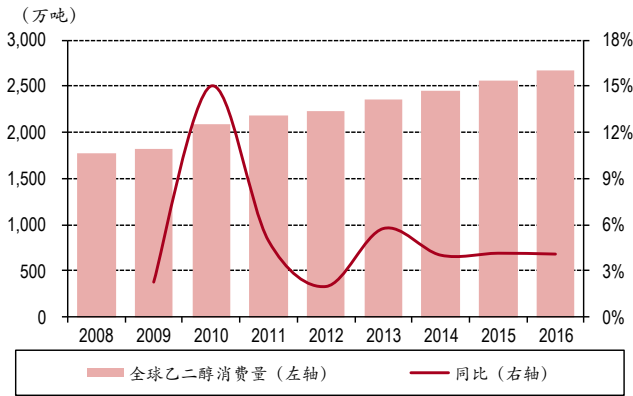


资料来源：卓创资讯，中银证券

需求稳定增长，景气持续

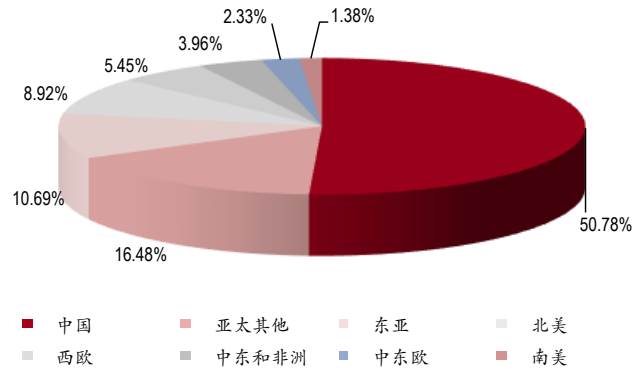
我国乙二醇消费量居全球第一。根据 Bloomberg 数据统计，2016 年全球乙二醇消费量为 2,665.81 万吨，同比增长 4.11%。从乙二醇分地区消费量来看，我国是乙二醇最大消费国，占当年总消费量的 50.78%。根据 MarketandMarket 数据，2016 年全球乙二醇市场为 231.2 亿美元，预计 2022 年将达到 304.0 亿美元，年复合增长为 4.50%。

图表45.历年全球乙二醇消费量



资料来源: Bloomberg, 中银证券

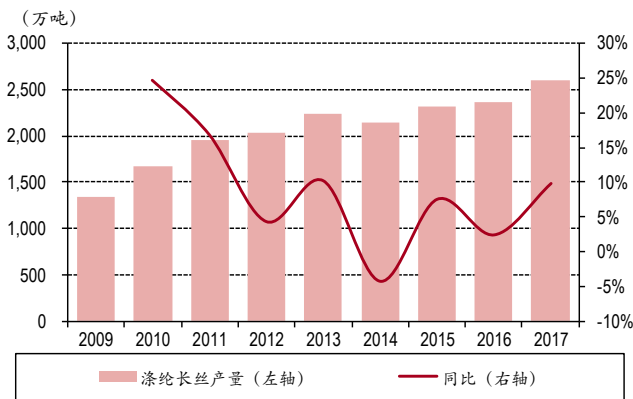
图表46.2016年全球乙二醇分地区消费量占比



资料来源: Bloomberg, 中银证券

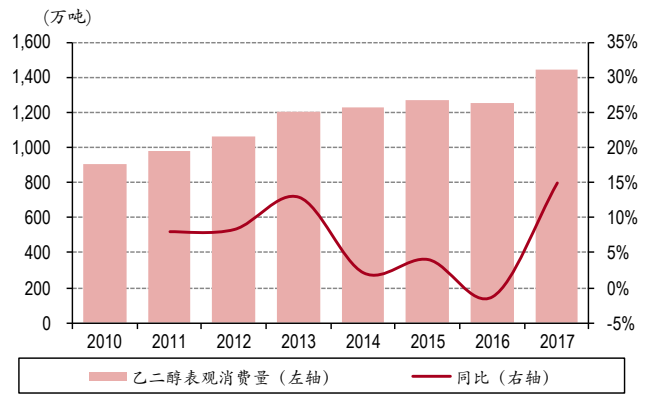
受益涤纶长丝产量提升,我国乙二醇表观消费量恢复增长。2017年我国涤纶长丝产量为2,598.65万吨,同比增长9.81%。随之而来,乙二醇表观消费量达到1,444.6万吨,同比增长14.90%。随着一些新增涤纶长丝产能投产,预计我国乙二醇消费量继续攀升。

图表47.历年我国涤纶长丝产量



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表48.历年我国乙二醇表观消费量



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

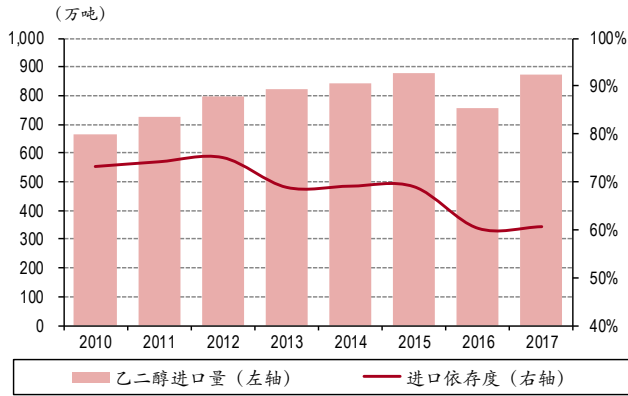
图表49.我国未来新增聚酯产能

厂家名称	装置所在地	产品	产能	投产时间
福建经纬	福建	涤纶长丝	25	2018Q1-Q2
福建山力	福建	涤纶长丝	25	2018Q1-Q2
江阴澄高	江阴	聚酯瓶片	60	2018Q1-Q2
新凤鸣中石	湖州	涤纶长丝	30	2018年3月
桐昆恒邦	桐乡	涤纶长丝	30	2018年3月
福建百宏	福建	涤纶长丝	25	2018年4月
桐昆嘉兴石化	嘉兴	涤纶长丝	30	2018年4月
华西村	江阴	涤纶短纤	20	2018年4月
新凤鸣中石	湖州	涤纶长丝	30	2018年5月
桐昆恒腾	湖州	涤纶长丝	60	2018年6月
新凤鸣中欣	桐乡	涤纶长丝	30	2018年9月
桐昆嘉兴石化	嘉兴	涤纶长丝	60	2018年12月
盛虹国望	盛泽	涤纶长丝	25	2018年12月
桐昆恒邦	桐乡	涤纶长丝	30	2019
江阴三房巷	江阴	聚酯瓶片	50	2018年
江阴澄高	江阴	聚酯瓶片	60	2018年

资料来源: 卓创资讯, 中银证券

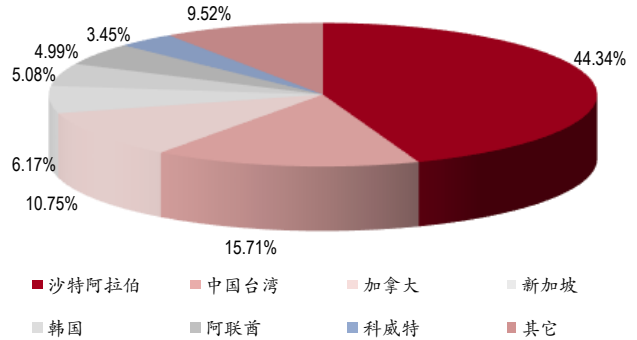
我国乙二醇进口依存度高，进口替代空间大。随着我国石油基乙二醇工艺的逐渐投产以及煤制乙二醇技术的逐渐成熟，国内乙二醇自给率在稳步提升，进口依赖度由2010年的73%逐渐下降到目前60%的水平。2017年我国乙二醇的表观消费量为1444.60万吨，进口875.01万吨，进口依存度60.57%。进口来源地主要有沙特阿拉伯、中国台湾地区、加拿大，占比分别为44.34%、15.71%、10.75%。

图表50.我国乙二醇进口依存度高



资料来源：卓创资讯，中银证券

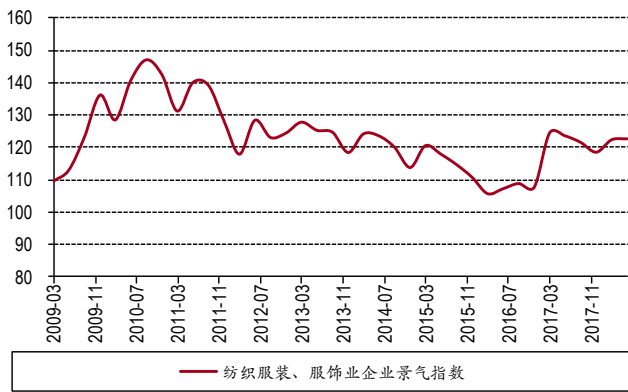
图表51.我国乙二醇的主要进口国



资料来源：卓创资讯，中银证券

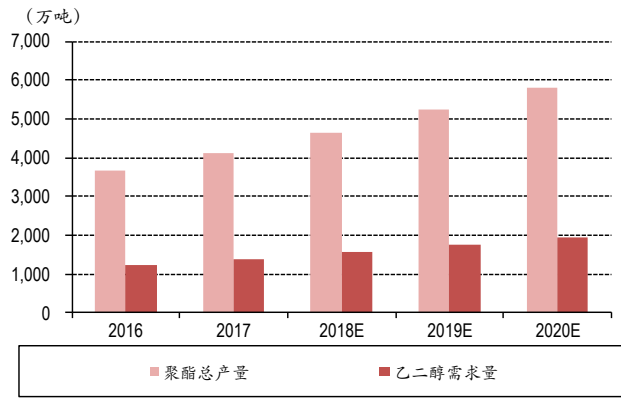
随着纺织服装需求回暖和聚酯产能扩张，我国乙二醇需求将迎来大幅增长。2017年我国乙二醇净进口量873万吨，进口依赖度60.45%。根据中纤网数据，2018年释放的聚酯新产能约为600万吨/年，较为可能投放的产能约400万吨/年。2018年聚酯产量达到4,633万吨，按照0.33吨/吨的单耗水平，对应乙二醇需求为1,547万吨，对应需求仍有一定缺口。

图表52.纺织服装行业景气回暖



资料来源：国家统计局，中银证券

图表53.我国乙二醇需求将持续增长

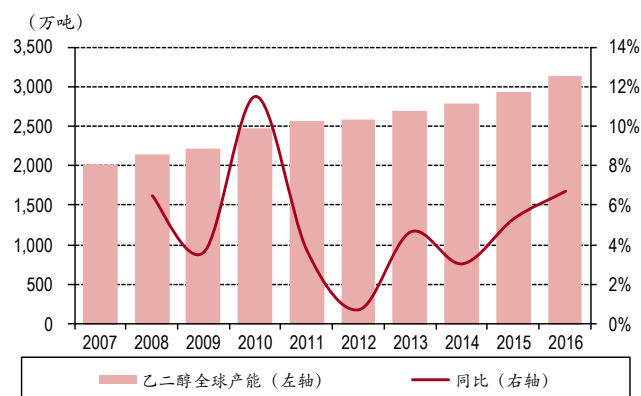


资料来源：中纤网，中银证券

供给端：产能增速持续，煤制乙二醇或成主流

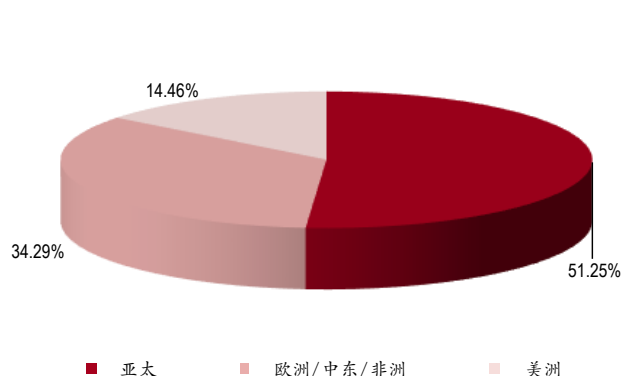
乙二醇的供给分布集中度高。2016年全球乙二醇产能为3,127.07万吨，同比增长6.72%，主要来自亚太地区的扩产。从地区占比来看，亚太地区产能为1,602.58万吨，占比为51.25%。由于生产技术及原料等方面限制，全球MEG产能相对集中，占据前几位的是东方石化公司、Sabic、陶氏化学、Shell等。

图表54.全球乙二醇产能



资料来源: Bloomberg, 中银证券

图表55.亚太地区乙二醇产能占比大



资料来源: Bloomberg, 中银证券

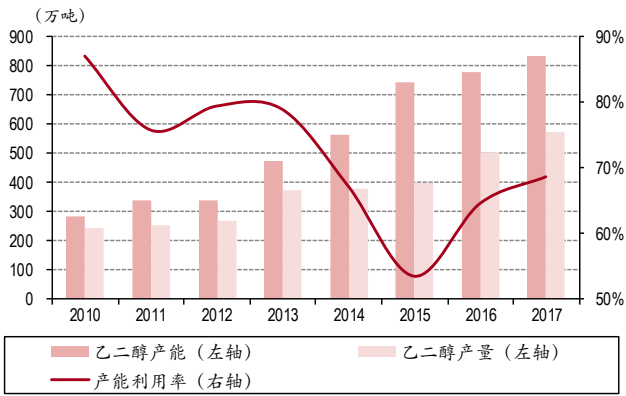
图表56.全球主要乙二醇产能

厂家名称	装置所在地	产能 (万吨/年)	备注
南亚塑胶	中国台湾	175	
乐天大山	韩国	65	
东方石化公司	中东	290	70万吨装置为新建, Sabic 与 SPDC 合资
Yanpet	中东	170	Sabic 和埃克森美孚合资
Sabic	中东	259	
科威特	中东	100	
MEGlobal	加拿大	73	
陶氏化学	美国海湾	130.5	
	加拿大	38.5	
	马来西亚	38	
	荷兰	17	
Shell	英国	28.5	
	美国海湾	46	
	加拿大	45	
NPC	荷兰	15	
	新加坡	88	
印度信赖	伊朗	90.5	
印度信赖	印度	75	

资料来源: 中纤网, 卓创资讯, 中银证券

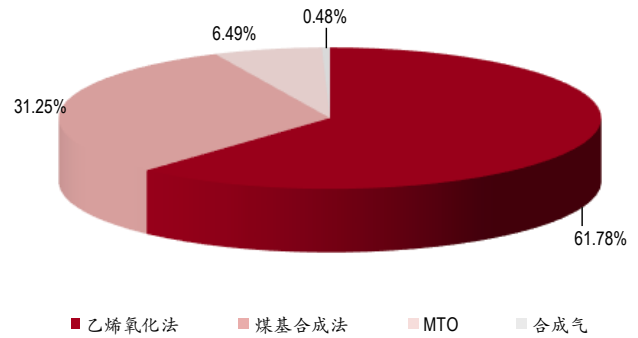
国内主要以乙烯氧化法为主。2017年我国乙二醇总产能为832万吨, 产量为571.4万吨, 产能利用率为68.68%。国内现有装置以石油乙烯路线为主, 占总产能的61.78%, 产能地与消费地匹配度较高主要集中在华东、华北和华中地区; 煤制乙二醇产能占比为31.25%。由于前期煤制乙二醇产品的透光度和痕量杂质等因素影响, 下游应用受限, 装置整体运行稳定性较差。

图表57.我国乙二醇的产能、产量以及产能利用率



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表58.乙二醇产能以乙烯氧化法为主



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

煤化工获政策支持, 未来煤制乙二醇不断发展。2009年初, 煤制乙二醇被列为国家石化产业调整和振兴计划。煤制乙二醇的发展既有利于缓解我国缺油少气带来的石油化工劣势, 又有利于解决煤炭过剩的问题。随着技术工艺和催化剂发展, 产品可以用于下游聚酯行业, 大量煤制乙二醇项目上马, 产能投放进入扩张阶段。据百川资讯数据, 我国2018-2019年将有624万吨乙二醇产能投产, 其中煤基合成法有534万吨。

图表59.我国近年来煤化工政策

时间	文件	政策内容
2009年5月	《石化产业调整和振兴规划》	规划中要求重点抓好现有煤制油、煤制烯烃、煤制二甲醚、煤制甲烷气、煤制乙二醇等五类示范工程, 探索煤炭高效清洁转化和石化原料多元化发展的新途径。
2016年5月	《现代煤化工“十三五”发展指南》	指南中发展目标预计到2020年, 煤制乙二醇产600-800万吨/年。并提出要深入发展煤制乙二醇的升级示范, 在实现长周期满负荷运行的基础上适度进行推广。
2016年12月	《政府核准的投资项目目录(2016年本)》	目录中要求新建煤制烯烃、新建煤制对二甲苯(PX)项目, 由省级政府按照国家批准的相关规划核准。新建年产超过100万吨的煤制甲醇项目, 由省级政府核准。其余项目禁止建设。
2017年3月	《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》	固化中将开发新型煤制乙二醇技术作为重点任务, 提高产品质量和运行稳定性, 研究非贵金属催化剂和更大规模反应器。

资料来源: 百川资讯, 中银证券

图表60.我国近年来新增乙二醇产能

企业名称	新增产能(万吨)	工艺方法	备注
中海石油炼化惠州炼化分公司	40	乙烯氧化法	2018年
内蒙古康奈尔化工	30	煤基合成气法	2018年下半年
中盐安徽红四方股份有限公司	30	煤基合成气法	2018年8月投产
鄂尔多斯市新杭能源有限公司	10	煤基合成气法	2018年下半年
山东华鲁恒升化工股份有限公司	50	煤基合成气法	2018第三季度
河南开祥精细化工有限公司	20	煤基合成气法	2018年下半年
内蒙古双新环保材料股份有限公司	10	煤基合成气法	2018年下半年
内蒙古易高煤化工科技有限公司	24	煤基合成气法	2018年6月下旬
黔希煤化工投资有限责任公司	30	煤基合成气法	2018年6月投产
山西一丁煤化工科技有限公司	20	煤基合成气法	2019上半年
新疆美克化工股份有限公司	40	煤基合成气法	2019年末
福建物构所	60	煤基合成气法	2019年
赤峰民联能源化工股份有限公司	60	煤基合成气法	2019年
中石化鹤岗	30	煤基合成气法	2019年
陕西渭河煤化工集团有限责任公司	30	煤基合成气法	2019年
内蒙古黄陶勒盖煤炭有限责任公司	40	煤基合成气法	2019年
久泰能源科技有限公司	50	煤基合成气法	2019年
科威特石油国际(中国)有限公司	50	乙烯氧化法	2019年

资料来源:百川资讯,中银证券

成本端:煤制乙二醇具备较强竞争力

油价上涨,国内煤制乙二醇成本优势凸显。全球范围内来看,中东乙二醇原料主要是油田伴生气,成本较低;美国乙二醇原料主要为页岩气等,总体综合成本低于国内。按照70-80美元/桶的油价,国内乙烯氧化工艺普遍为石脑油乙烯路线,综合成本在6,335元/吨。煤制乙二醇路线的成本优势在高油价背景下更加突出,按照标准煤价540元/吨,计算得出当前中国煤制乙二醇平均成本在4,000元/吨左右,低于国内石脑油乙烯路线的成本。

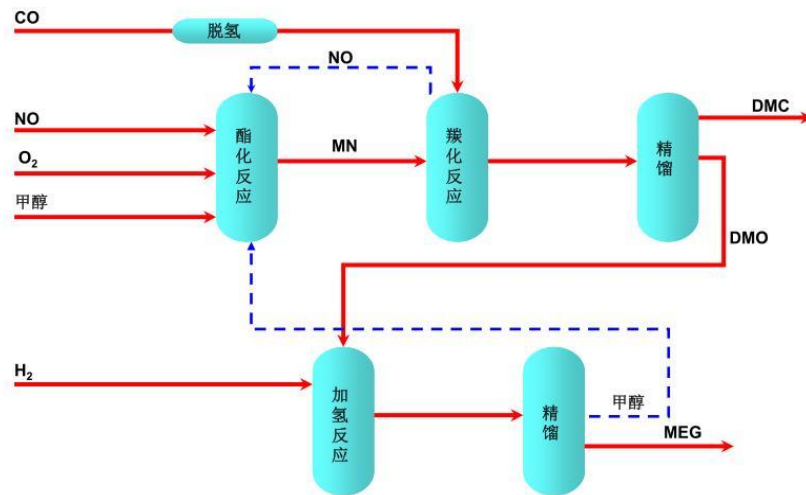
图表61.草酸酯法和乙烯法乙二醇成本拆分

项目	乙烯法制备乙二醇		项目	草酸酯法制备乙二醇	
	单耗(吨/吨)	金额(元/吨)		单耗(吨/吨)	金额(元/吨)
乙烯	0.66	4,950	一氧化碳(立方米/吨)	830.3	1,328
氧气		376	氧气(立方米/吨)	230.2	115.1
催化剂		90	氢气(立方米/吨)	1,625	1,397
电(Kwh/m ³ t)	205	153	甲醇	0.161	515
蒸汽	0.65	98	催化剂		276.6
循环水	215	108	碳酸二甲酯(副产物)	-0.16	-750
脱盐水	3.8	23	乙醇(副产物)	-0.08	-320
氮气	4.5	27	公用工程		831
固定成本		510	固定费用		500
综合成本		6,335	综合成本		3,892.7

资料来源:CNKI,百川资讯,中银证券

公司采用技术领先,单吨投资大幅下降。公司现有5万吨/年煤制乙二醇产能,经过多年实践和探索,产品质量已达到聚酯级,预计50万吨品质能达到聚酯级别。从单吨投资来看,前期5万吨/年乙二醇单吨投资为投资0.90万元/吨,而50万吨/年项目单吨投资为0.53万元/吨。从工艺技术看,公司积累了较丰富的技术经验,成本大幅降低,在未来乙二醇市场竞争中优势明显,具备长期盈利的基础。

图表62.煤制乙二醇（草酸酯法）工艺流程

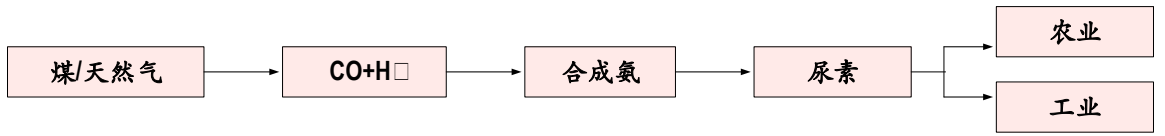


资料来源：中国知网，中银证券注：NO（一氧化氮）、DMC（碳酸二甲酯）、DMO（草酸二甲酯）、MEG（乙二醇）

尿素行业：供需改善，行业景气度有望触底回升

尿素，是由碳、氮、氧、氢组成的有机化合物，是含氮量最高的氮肥。在农业领域，尿素可用于生产复合肥，也可以作为氮肥直接使用；在工业领域，尿素可以作为三聚氰胺、脲醛树脂、水合肼等多种化工产品的原料。

图表63.尿素产业链

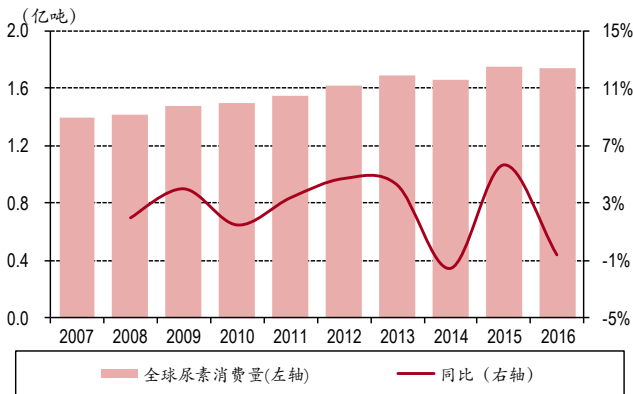


资料来源：CNKI，中银证券

需求端：农业需求尚可，人造板带动工业需求增加

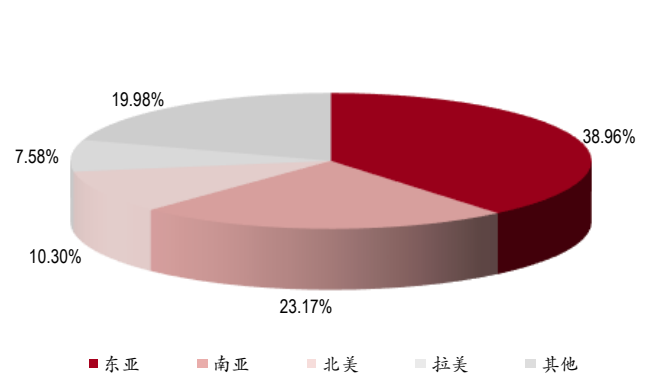
东亚地区消费量居全球第一。根据 Bloomberg 数据统计，2016 年全球尿素消费量为 1.74 亿吨，同比下降 0.64%，源于全球农产品价格低迷。从尿素分地区消费量来看，东亚地区消费量为 6790.86 万吨，占当年总消费量的 38.96%。

图表64.历年全球尿素消费量



资料来源：Bloomberg，中银证券

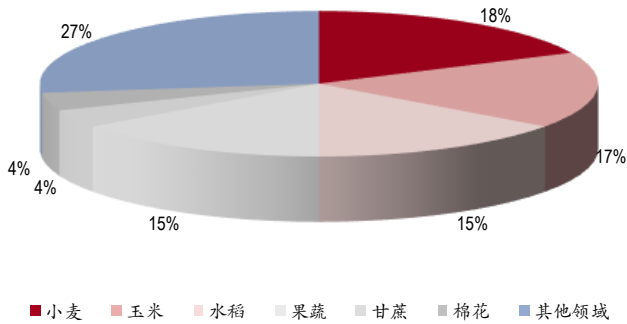
图表65.2016 年全球尿素分地区消费量占比



资料来源：Bloomberg，中银证券

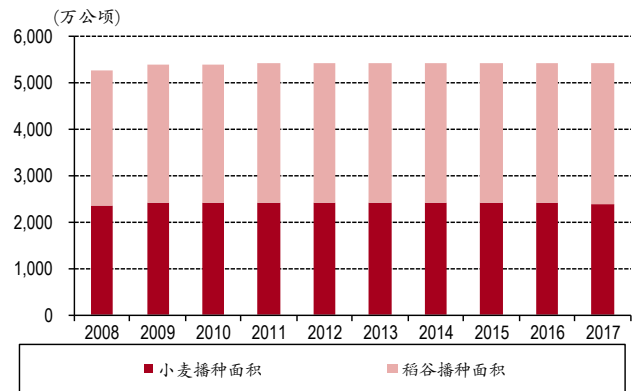
作物播种面积调减，我国尿素表观需求下降。尿素主要用于小麦、玉米、水稻等大田作物，合计约占总需求的 50%。从作物播种面积来看，2017 年我国小麦和稻谷播种面积分别为 2,398.75 万公顷、3,017.60 万公顷，同 2016 年持平。而由于我国玉米持续高库存，2016 年中央一号文件提出要重点调减“镰刀弯”地区的玉米种植面积，以 2016 年种植面积为基准，总体目标是 2020 年调减 5,000 万亩（333.33 万公顷）。2017 年，我国玉米播种面积为 3,544.52 万公顷，与 2015 年相比减少 267.41 万公顷。根据全国农产品成本收益资料汇编数据，2016 年每公顷玉米尿素施用量为 117.15 公斤，那么尿素施用减少 31.33 万吨。因此，判断玉米种植面积调减对尿素需求量影响将有所减小。

图表66.我国尿素消费领域占比



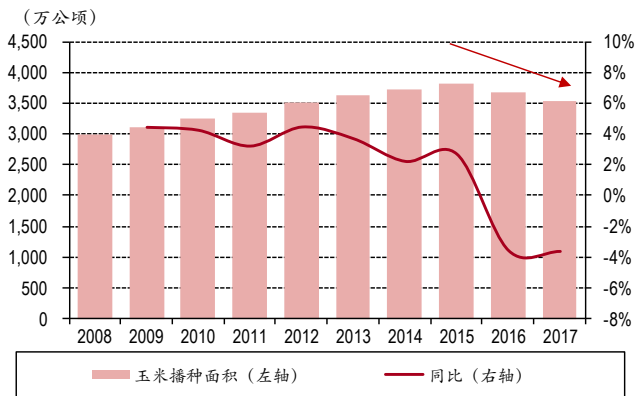
资料来源：中国化肥信息网，中银证券

图表67.我国小麦和稻谷播种面积平稳



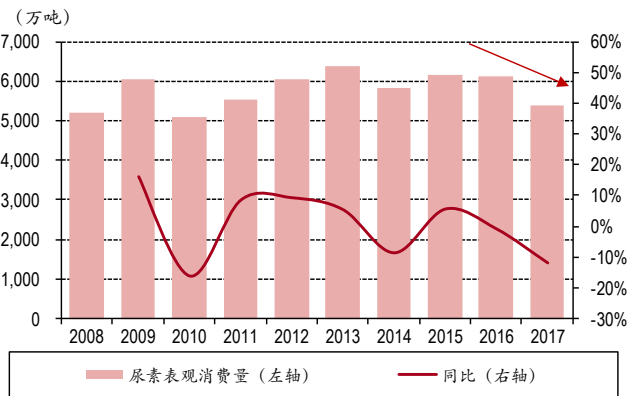
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表68.我国玉米播种面积下降



资料来源：中国化肥信息网，中银证券

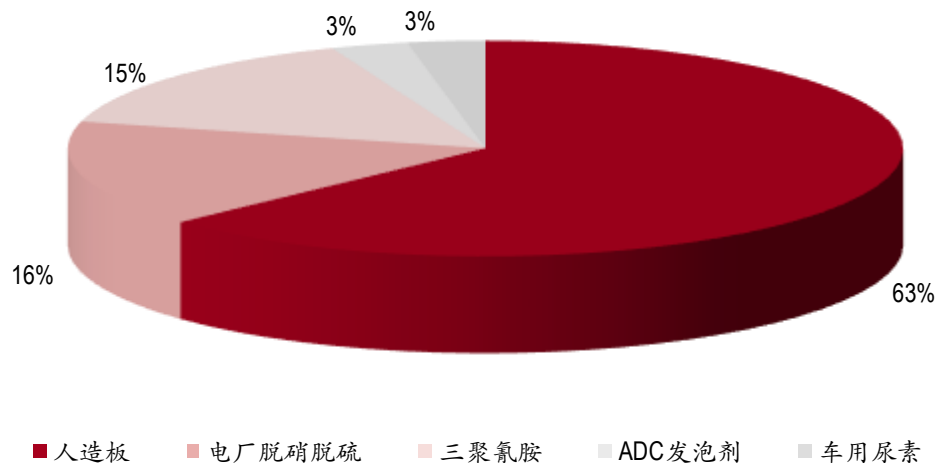
图表69.我国尿素表观消费量下降



资料来源：卓创资讯，中银证券

尿素工业需求稳定增长。尿素工业用途的下游主要为人造板、电厂脱硝脱硫和三聚氰胺等领域，分别占比为63%、16%、15%。根据中国产业信息网数据，2016年我国尿素的工业消费为1,400万吨，占当年总需求的22.92%。

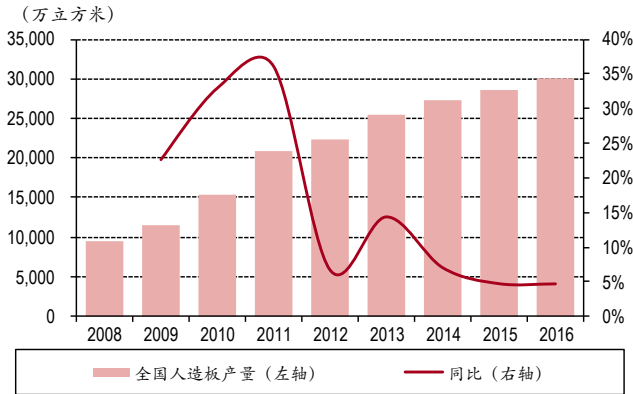
图表70.工业用尿素下游需求占比



资料来源：中国产业信息网，中银证券

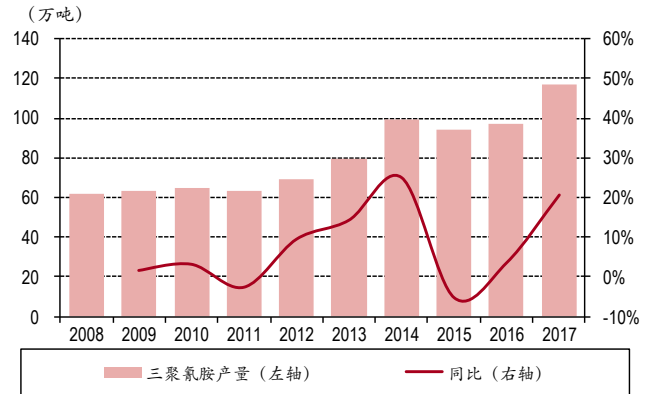
人造板和三聚氰胺产量持续增长。2016年我国人造板产量为3.00亿立方米，同比增长4.75%，源于房地产装修市场复苏。此外，2017年我国三聚氰胺产量为117.19万吨，同比大幅增长20.62%。根据测算，2017年人造板行业尿素需求量在921万吨。

图表71.人造板产量稳定增长



资料来源: 万得, 中银证券

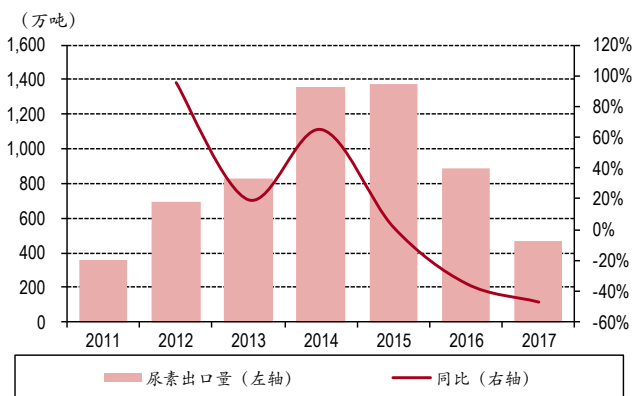
图表72.三聚氰胺产量增长



资料来源: 万得, 中银证券

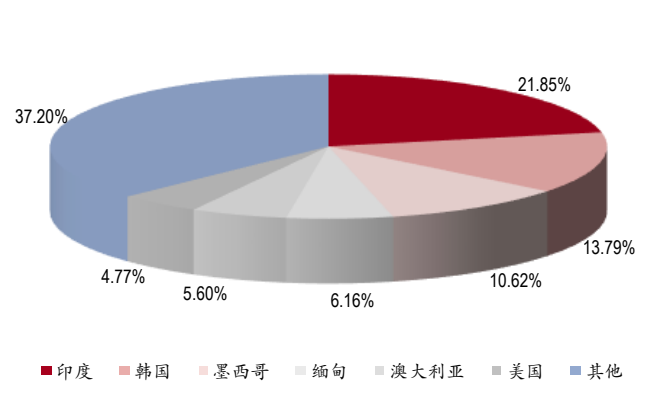
尿素出口大幅下降, 对印度出口承压。由于目前海外天然气成本较低, 中东和美国低成本产能投放导致我国尿素出口面临严峻挑战, 我国尿素价格优势下降, 印度转而从伊朗或者沙特进口, 尿素出口量大幅降低。2017年我国尿素出口量为465.64万吨, 同比大幅下降47.51%。出口目的国主要有印度、韩国、墨西哥、缅甸等, 占比分别为21.85%、13.79%、10.62%、6.16%。2017年印度对我国尿素进口量为101.76万吨, 同比大幅下降52.24%。2018年化肥关税调整将适当降低三元复合肥、磷矿石等产品的出口关税, 其他原料和其他肥料进出口关税继续实施2017年税率, 尿素出口关税仍然为零。

图表73.我国尿素出口大幅下降



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表74.2017年我国尿素出口目的国占比

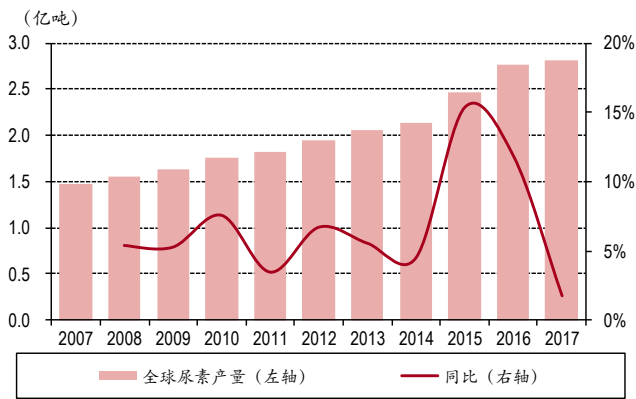


资料来源: 卓创资讯, 中银证券

供给端: 产能持续退出, 新增产能有限

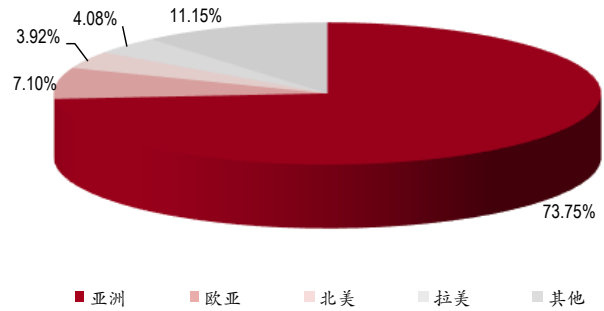
亚洲尿素产能占全球第一。2017年全球尿素产能为2.81亿吨, 同比增长1.73%。从地区占比来看, 亚洲地区产能为2.07亿吨, 占比为73.75%。

图表75.全球尿素产能增速放缓



资料来源: Bloomberg, 中银证券

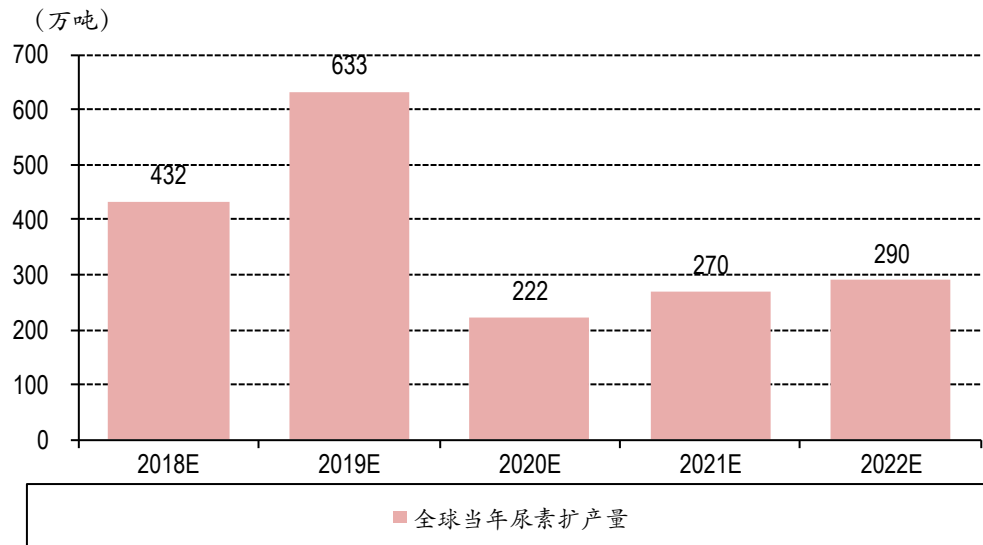
图表76.亚洲尿素产能占比大



资料来源: Bloomberg, 中银证券

国外产能投放高峰期已过。2015年以来,全球尿素新增产能大量释放,主要集中于美国、伊朗、非洲等天然气成本低地区。海外投产高峰之后,未来国外新增产能有限,对行业供给边际影响将逐步减小。根据 IFA 统计,预计 2018-2022 年全球尿素集中投产产能为 1,847 万吨,其中 2019 年有接近 633 万吨产能投放,国际市场尿素供需矛盾继续存在,而 2019 年以后新增产能减少,行业供需格局将有望改善。

图表77.国外未来尿素扩产放缓



资料来源: Fertecon, CRU, IFA, 中银证券

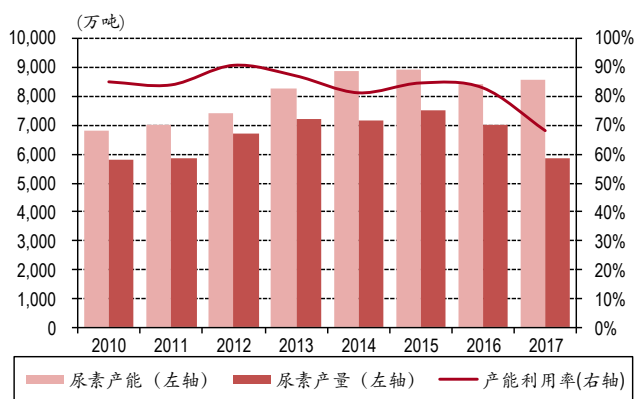
图表78.全球未来新增尿素产能计划

企业名称	地址	预计增产年限	产能 (万吨)
吉林通化化工	中国吉林	2018	30
阳煤化工	中国河北	2018	90
昊华集团	中国河南	2018	52
华鲁恒升	中国山东	2018	100
Azerkimya(SOCAR)	阿塞拜疆苏姆盖特市	2018	66
PTPetrokimiaGresikII	印度尼西亚格雷西	2018	58
DakotaGasification	美国比乌拉	2018	36
合计			432
亿利资源	中国内蒙古	2019	104
晋煤能源化工	中国江苏	2019	52
乌兰煤矿集团	中国内蒙古	2019	120
陕西黑猫焦化有限公司	中国陕西	2019	48
LordeganPetrochemical	伊朗洛尔代甘	2019	120
Acron	俄罗斯诺夫哥罗德	2019	21
Turkmenhimiya	土库曼斯坦埃拉基	2019	116
EgyptianChemicalIndustries(KIMA)	埃及阿斯旺	2019	52
亿利资源	中国内蒙古	2019	104
晋煤能源化工	中国江苏	2019	52
乌兰煤矿集团	中国内蒙古	2019	120
陕西黑猫焦化有限公司	中国陕西	2019	48
LordeganPetrochemical	伊朗洛尔代甘	2019	120
Acron	俄罗斯诺夫哥罗德	2019	21
Turkmenhimiya	土库曼斯坦埃拉基	2019	116
EgyptianChemicalIndustries(KIMA)	埃及阿斯旺	2019	52
合计			633
七台河隆鹏煤化工集团	中国黑龙江	2020	30
ChambalFertilizers	印度尼西亚科塔	2020	134
JSCNavoiazot	乌兹别克斯坦纳沃伊	2020	58
合计			222
河南心连心	中国江西	2021	60
Kazazot	阿斯塔纳阿斯塔纳	2021	83
DangoteGroup	尼日利亚 EdoState	2021	127
合计			270
孝义-龙煤集团	中国山西	2022	30
PJSCMetafrax	俄罗斯彼尔姆	2022	58
TogliattiAzot	俄罗斯陶里亚蒂	2022	73
BruneiFertilizerIndustries	文莱双溪岭	2022	129
2022 合计产能			290
四年累计新增产能			1,847

资料来源: Fertecon, CRU, IFA, 百川资讯, 中银证券

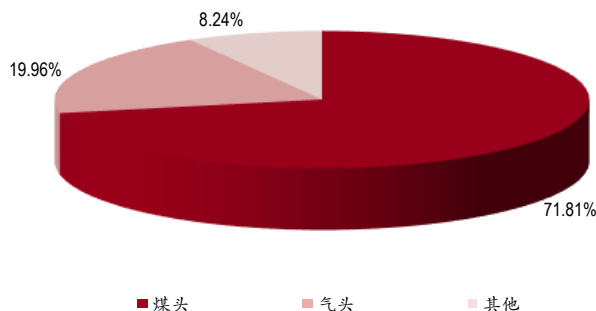
国内尿素主要以煤头法为主。根据卓创资讯数据, 2017年我国尿素名义总产能为8,584万吨, 产量为5,835.65万吨, 名义产能利用率为67.98%。国内现有尿素装置以煤头法为主, 占总产能的71.81%。

图表79.我国尿素的产能、产量以及产能利用率



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表80.尿素产能以煤头法为主



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

产能持续退出, 供给过剩局面有所缓解。随着环保、成本等因素影响, 我国尿素减产力度大, 去产能效果显著。根据卓创资讯统计, 2015-2017年, 全国尿素退出产能为 1,141 万吨。根据中国氮肥工业协会起草的《氮肥“十三五”发展指南》, 到 2020 年, 氮肥总产能控制在 6,100 万吨/年, 产能利用率提升至 80% 以上。

图表81.2015 年以来我国尿素退出产能

停产企业	工艺路线	关停时间	产能
五台山	煤制尿素	2015-1	40
永济中农	煤制尿素	2015-1	20
伟洪吉宇	煤制尿素	2015-1	15
肥城阿斯德	煤制尿素	2015-4	30
河北冀衡	煤制尿素	2015-4	20
江苏双多	煤制尿素	2015-4	15
冀南化工	煤制尿素	2015-4	13
兖矿鲁南	煤制尿素	2015-4	4
沃原	煤制尿素	2015-5	20
郸城财鑫	煤制尿素	2015-5	12
阳煤恒通	煤制尿素	2015-8	30
冀州银海	煤制尿素	2016-1	27
吉林长山	煤制尿素	2016-3	15
沧州大化	气制尿素	2016-4	58
迁安化肥	煤制尿素	2016-5	35
新疆新化	煤制尿素	2016-5	30
玉溪银河化工	煤制尿素	2016-5	13
国电赤峰	煤制尿素	2016-6	52
乌石化	气制尿素	2016-7	150
河北景县	煤制尿素	2016-7	40
莱阳巨力	煤制尿素	2016-7	30
乌拉山	煤制尿素	2016-8	30
吉林通化	煤制尿素	2016-8	13
鲁西化工	煤制尿素	2016-9	85
山西霍化	煤制尿素	2016-10	30
泽普石化	煤制尿素	2016-12	50
独山子石化	气制尿素	2016-12	30
田原化工	煤制尿素	2016-12	13
湖北宜化	煤制尿素	2017-3	70
新疆宜化	煤制尿素	2017-3	60
山西天柱山	煤制尿素	2017-4	30
新疆美丰	气制尿素	2017-4	18
湖北东圣	煤制尿素	2017-4	15
齐鲁一化	煤制尿素	2017-7	28

资料来源: 百川资讯, 中银证券

甲醇和液氨价格上涨，部分产能转产。国内尿素企业采用氨醇联产法生产尿素，可以通过下游需求来作相应调整。合成氨作为尿素的主要原料，占尿素总生产成本的80%以上。2015年6月至今尿素和液氨市场呈现震荡下行的趋势，液氨生产尿素的利润空间也在逐渐下降，部分尿素企业直接对外销售液氨。同时，由于下游烯烃需求向好，2017年5月开始，甲醇价格呈现上涨走势，使得许多企业转产甲醇的比例提高，导致尿素开工率下降。

图表82.液氨价格走势



资料来源：百川资讯，中银证券

图表83.甲醇价格走势



资料来源：百川资讯，中银证券

煤炭价格支撑，尿素价格高位震荡

公司尿素成本低，优势明显。公司以烟煤为原料来合成尿素，成本低于行业水平。2016年年中，尿素价格跌至1,240元/吨，与原料（烟煤和电力、蒸汽）价差为340.8元/吨，公司仍然保持盈利。随着尿素去产能的持续，行业供需格局发生较大变化，公司将是行业长期洗牌的受益者。

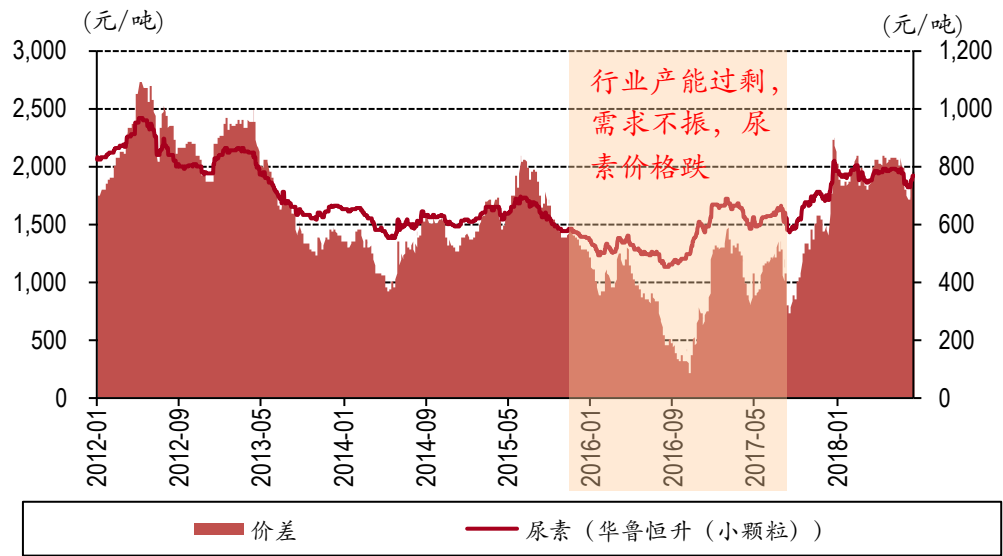
图表84.不同工艺尿素成本

水煤浆工艺		固定床工艺		天然气法	
烟煤吨耗	0.8	无烟煤吨耗	0.62	天然气吨耗	700
烟煤价格 (元/吨)	315-765	无烟煤价格 (元/吨)	800-1,060	天然气价 (元/立方米)	1.5-2.3
动力煤吨耗	0.2	动力煤吨耗	0.2	电吨耗	150
动力煤价格 (元/吨)	350-720	动力煤价格 (元/吨)	350-720	电价 (元/千瓦时)	0.38-0.65
电吨耗	325	电吨耗	750	其他	190
电价 (元/千瓦时)	0.38-0.65	电价 (元/千瓦时)	0.38-0.65	成本	1,297-1,898
其他	300	其他	220		
成本	746-1,267	成本	1,071-1,509		

资料来源：百川资讯，中银证券



图表85.尿素与原料(烟煤)的价差图



资料来源: 百川资讯, 中银证券

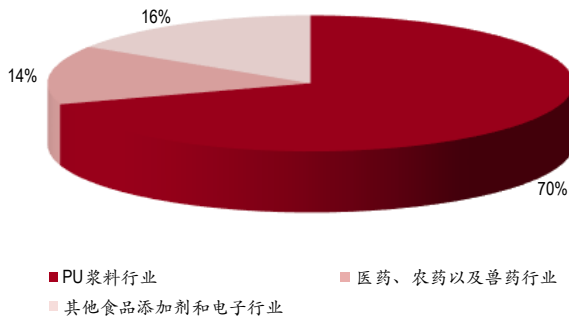
多种化工产品格局良好，盈利修复

DMF 龙头优势明显，盈利能力稳定

DMF 又称为二甲基甲酰胺，具有很强的溶解能力，被誉为“万能溶剂”。被广泛应用于医药、制革、纤维、石油化工、橡胶、染料及油漆等工业领域，是一种重要的有机化工原料。

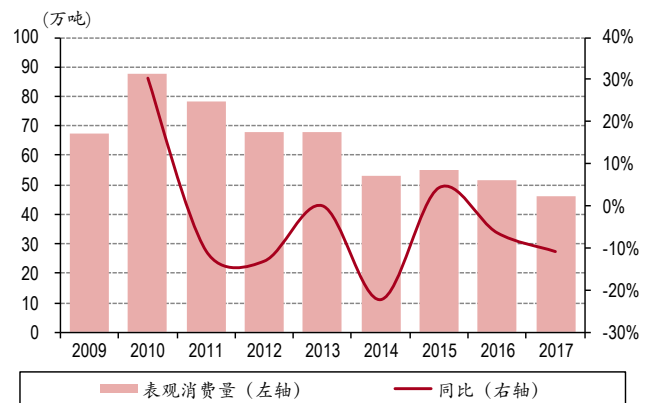
下游主要用于 PU 浆料行业，占总产能的 70%。医药、农药行业约占 14%，其他食品添加剂和电子行业约占 16%。由于聚氨酯溶剂在生产过程中会对环境造成较大危害，在环保督查趋严的背景下，下游厂商可能会选择一些环保溶剂来代替 DMF，但是 DMF 的下游需求并未发生较大改变。

图表86.DMF 下游需求行业占比



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表87.DMF 历年表观需求量



资料来源：卓创资讯，中银证券

DMF 行业产能过剩。根据百川资讯数据，DMF 总产能为 99 万吨，开工率维持在 70%左右。在整个行业价格战以后，小产能被淘汰，行业集中度提高，主要的生产企业只有 9 家。公司目前年产能在 25 万吨/年，属行业龙头企业，国内市占率达到 30%，具备一定市场话语权，预计 DMF 的毛利率仍然可以维持高位，盈利能力强劲。

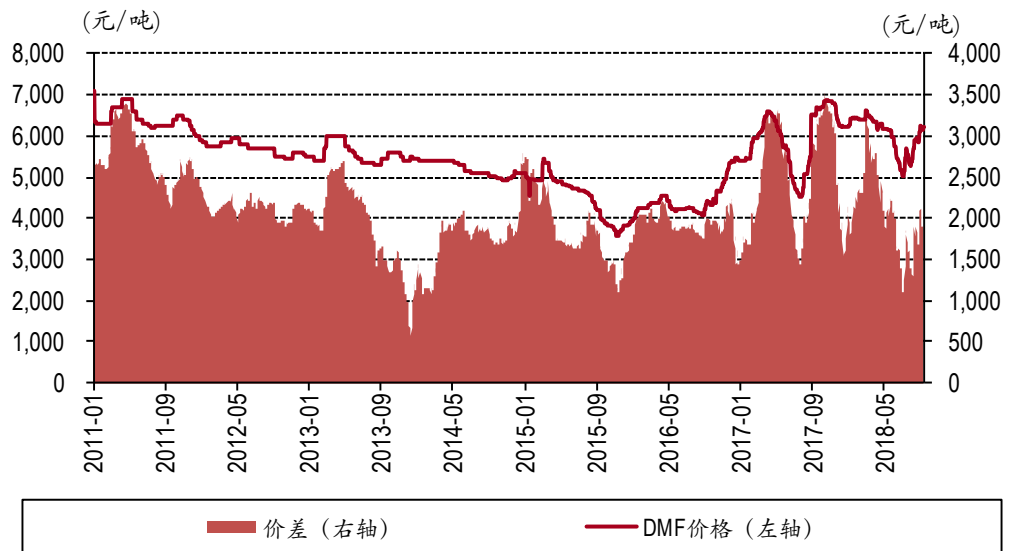
图表88.国内 DMF 生产企业产能统计

省份	企业名称	企业产能
山东	华鲁恒升	25
山东	晋煤日月	10
山东	鲁西化工	10
河南	安阳九天	15
河南	河南骏化	3
浙江	江山化工	18
陕西	陕西兴化	10
江苏	特胺菱天化工	4
江苏	扬子巴斯夫	4
合计		99

资料来源：百川资讯，中银证券

甲醇价格上涨，推升 DMF 价格。随着需求改善和原料价格上涨，DMF 产品价格从 2017 年初的 5400 元/吨一路上涨，价格最高升至 6,875 元/吨。进入 2018 年后，下游需求疲软，DMF 价格有所回落，整体上价格中枢上移。

图表89.DMF与甲醇价差

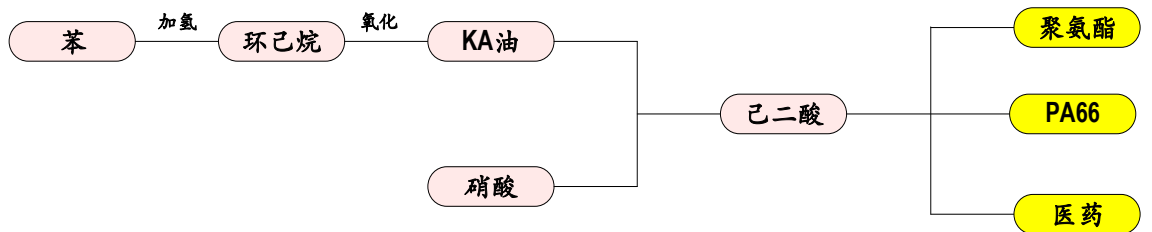


资料来源：百川资讯，中银证券

己二酸未来无新增产能，盈利逐步修复

己二酸又称肥酸，是一种重要的有机二元酸。己二酸主要用于制造尼龙 66 纤维和尼龙 66 树脂，聚氨酯泡沫塑料，其用途十分广泛：在有机合成工业中，为己二腈、己二胺的基础原料，同时还可用于生产润滑剂、增塑剂己二酸二辛酯，也可用于医药等方面。

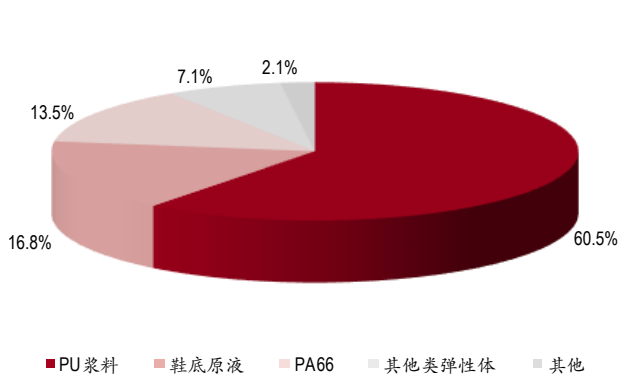
图表90.己二酸产业链



资料来源：百川资讯，中银证券

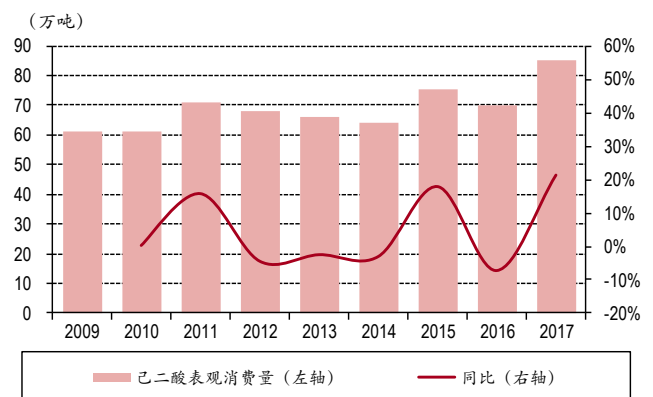
己二酸下游主要用于 PU 浆料生产。己二酸主要用于 PU 浆料、鞋底原液和 PA66 生产，合计占比达到 90.80%。2017 年己二酸表观消费量为 85.0 万吨，同比大幅增长 21.48%，源于下游 PU 浆料和 PA66 行业向好。

图表91.己二酸下游消费结构



资料来源：卓创资讯，中银证券

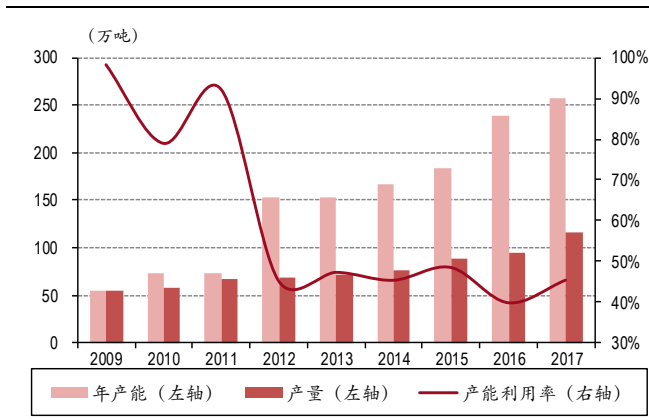
图表92.国内己二酸表观消费量



资料来源：卓创资讯，中银证券

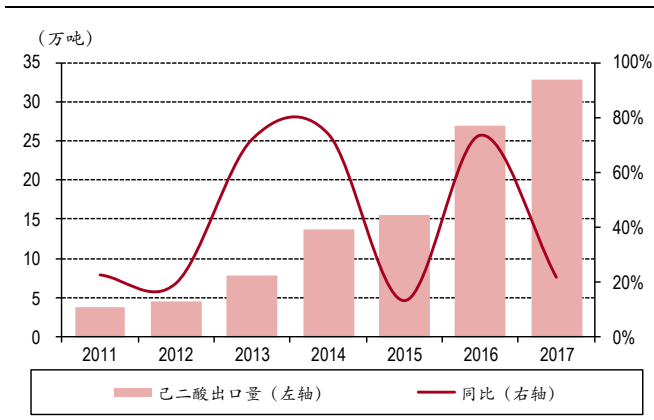
公司生产的己二酸主要采用环己烷法，己二酸生产企业相对比较集中。公司已二酸 2018 年的产能为 16 万吨，目前整个己二酸行业的产能利用率比较低，但由于成本优势显著，公司已二酸的产能利用率达到 95%，为公司盈利提供保障。

图表93.国内己二酸产能利用率



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表94.国内己二酸出口量



资料来源：卓创资讯，中银证券

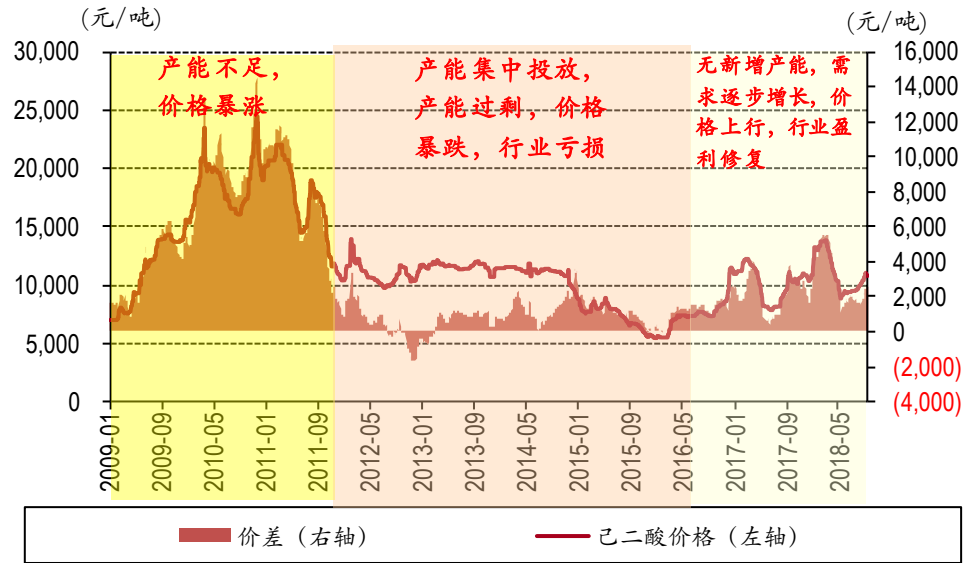
图表95.国内己二酸生产企业产能统计

厂家	产能 (万吨/年)	装置开工情况
辽阳石化	14	恢复正常运行
重庆华峰 I 期	18	装置正常运行
重庆华峰 II 期	18	装置正常运行
重庆华峰 III 期	18	装置正常运行
新疆天利高新	7.5	装置运行稳定
河南神马集团	40	负荷偏低
山西阳煤丰喜集团	7.5	装置停车中
阳煤太化新材料	14	装置正常运行
山东洪业集团	28	暂无重启计划
山东海力	22.5	单线运行
华鲁恒升	16	清疤检修，已重启
唐山中浩	15	装置正常运行
江苏海力	30	单套装置运行

资料来源：卓创资讯，中银证券

己二酸价格中枢上移。受煤炭、纯苯等主要原料价格上涨以及下游需求平稳增长的推动，己二酸价格由 2016 年初 5,500 元/吨上涨至 2017 年 3 月份的 12,250 元/吨左右，与纯苯和硝酸的价差扩大至 3,129.28 多元/吨。进入 2018 年后，己二酸价格延续上涨态势，最高价格达到 13,850 元/吨，并在此后维持相对高位，价差同比扩大显著，达到 5,636.92 元/吨。

图表96.己二酸和原料（苯和硝酸）价差



资料来源：百川资讯，中银证券

盈利预测与投资评级

主要假设

1. 公司尿素、醋酸、DMF 等产品景气持续；
2. 公司 50 万吨乙二醇项目进展顺利。

预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 134.54 亿元、155.67 亿元、168.32 亿元；同比增速分别为 29.27%、15.70%、8.13%。2018-2020 年归母净利润为 30.10 亿元、34.99 亿元、37.10 亿元；同比增速分别为 146.31%、16.24%、6.05%。

图表97.销售收入结构预测

(人民币, 亿元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	104.08	134.54	155.67	168.32
肥料	19.80	26.27	28.79	30.14
有机胺	19.02	19.42	19.08	18.87
己二酸及中间体	18.31	21.97	20.63	19.86
醋酸及衍生品	16.75	26.94	25.31	24.76
多元醇	14.07	17.36	34.76	44.88
其他产品	14.89	20.84	25.01	27.51
其他业务	1.25	1.74	2.09	2.30
营业总收入增长率(%)	35.15	29.27	15.70	8.13
肥料(%)	0.97	32.71	9.59	4.67
有机胺(%)	-58.65	37.19	-8.21	31.58
己二酸及中间体(%)	42.37	20.01	-6.12	-3.72
醋酸及衍生品(%)	42.37	20.01	-6.12	-3.72
多元醇(%)	26.67	23.33	100.28	29.11
其他产品(%)	110.92	40.00	20.00	10.00
其他业务(%)	131.62	40.00	20.00	10.00
综合毛利率(%)	19.61	32.39	31.99	31.04
肥料(%)	12.94	21.65	22.89	23.66
有机胺(%)	29.62	28.72	24.35	22.41
己二酸及中间体(%)	17.67	27.46	20.29	17.55
醋酸及衍生品(%)	30.33	68.30	66.81	63.58
多元醇(%)	5.79	19.00	34.77	34.97
其他产品(%)	19.92	21.00	20.50	20.50
其他业务(%)	9.93	11.50	12.50	14.00

资料来源：公司公告、中银证券

投资建议

公司是煤化工领先企业。随着行业供给侧推荐，以及需求回暖，公司主要产品价格上涨，支撑公司利润增长。随着乙二醇项目推进，公司产能瓶颈被逐步打破，未来增长有望持续。预计 2018-2020 年每股收益分别为 1.86 元、2.16 元、2.29 元，对应 PE 分别为 8.0 倍、6.9 倍、6.5 倍。维持**买入**评级。



风险提示

- 1、**环保风险**：公司生产过程中会产生一定量的废水、废气、废渣。随着国家对环境保护的日益重视，新《环保法》、《环保税法》等越来越严格的环保法律法规的颁布实施，企业执行的环保标准也将更高更严格。
- 2、**安全生产风险**：公司生产过程中涉及高温、高压等工艺，对操作要求较高，存在着因设备及工艺不完善、物品保管及操作不当等原因而造成意外安全事故的风险。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	7,701	10,408	13,454	15,567	16,832
销售成本	(6,204)	(8,443)	(9,194)	(10,695)	(11,725)
经营费用	613	606	530	639	794
息税折旧前利润	2,111	2,571	4,791	5,510	5,900
折旧及摊销	(935)	(971)	(990)	(1,161)	(1,354)
经营利润(息税前利润)	1,176	1,600	3,801	4,350	4,546
净利息收入/(费用)	(141)	(152)	(151)	(114)	(51)
其他收益/(损失)	(2)	(11)	(108)	(118)	(128)
税前利润	1,034	1,438	3,543	4,118	4,367
所得税	(158)	(216)	(533)	(619)	(657)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	875	1,222	3,010	3,499	3,710
核心净利润	875	1,219	2,994	3,481	3,691
每股收益(人民币)	0.540	0.754	1.858	2.159	2.290
核心每股收益(人民币)	0.540	0.753	1.848	2.148	2.278
每股股息(人民币)	0.077	0.150	0.372	0.432	0.458
收入增长(%)	(11)	35	29	16	8
息税前利润增长(%)	(10)	36	138	14	5
息税折旧前利润增长(%)	(6)	22	86	15	7
每股收益增长(%)	(3)	40	146	16	6
核心每股收益增长(%)	(3)	39	145	16	6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,034	1,438	3,543	4,118	4,367
折旧与摊销	935	971	990	1,161	1,354
净利息费用	141	152	151	114	51
运营资本变动	(708)	(787)	(240)	585	(391)
税金	(158)	(215)	(533)	(619)	(657)
其他经营现金流	(246)	154	(182)	(289)	(188)
经营活动产生的现金流	997	1,711	3,729	5,069	4,536
购买固定资产净值	186	(5)	1,605	2,605	3,005
投资减少/增加	0	0	1	1	1
其他投资现金流	(1,441)	(2,145)	(3,210)	(5,210)	(6,010)
投资活动产生的现金流	(1,255)	(2,150)	(1,604)	(2,604)	(3,004)
净增权益	(125)	(243)	(602)	(700)	(742)
净增债务	757	912	(1,075)	(1,483)	(638)
支付股息	125	243	602	700	742
其他融资现金流	(310)	(338)	(727)	(813)	(793)
融资活动产生的现金流	447	574	(1,802)	(2,296)	(1,431)
现金变动	189	136	323	169	101
期初现金	424	621	754	1,076	1,245
公司自由现金流	(258)	(439)	2,125	2,465	1,532
权益自由现金流	640	626	1,200	1,096	945

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	621	754	1,076	1,245	1,347
应收帐款	592	698	724	835	851
库存	519	402	549	557	655
其他流动资产	136	130	160	178	192
流动资产总计	1,869	1,984	2,509	2,815	3,045
固定资产	9,724	12,205	12,828	14,280	15,938
无形资产	523	518	511	503	495
其他长期资产	883	973	1,015	1,300	1,400
长期资产总计	11,130	13,697	14,354	16,083	17,834
总资产	13,206	16,022	17,200	19,235	21,209
应付帐款	726	1,330	1,121	1,732	1,396
短期债务	740	660	1,427	1,092	519
其他流动负债	1,488	1,610	1,600	1,674	1,588
流动负债总计	2,953	3,601	4,148	4,497	3,503
长期借款	2,065	3,115	1,313	200	200
其他长期负债	26	17	16	16	16
股本	1,620	1,620	1,620	1,620	1,620
储备	6,954	7,695	10,103	12,902	15,870
股东权益	8,574	9,315	11,723	14,522	17,490
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	13,206	16,022	17,200	19,235	21,209
每股帐面价值(人民币)	5.29	5.75	7.23	8.96	10.79
每股有形资产(人民币)	4.97	5.43	6.92	8.65	10.49
每股净负债/(现金)(人民币)	1.35	1.86	1.03	0.03	(0.39)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	27.4	24.7	35.6	35.4	35.1
息税前利润率(%)	15.3	15.4	28.3	27.9	27.0
税前利润率(%)	13.4	13.8	26.3	26.5	25.9
净利率(%)	11.4	11.7	22.4	22.5	22.0
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.9
利息覆盖率(倍)	8.4	10.6	25.2	38.2	89.7
净权益负债率(%)	25.5	32.4	14.2	0.3	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.7
估值					
市盈率(倍)	27.4	19.7	8.0	6.9	6.5
核心业务市盈率(倍)	27.4	19.7	8.0	6.9	6.5
市净率(倍)	2.8	2.6	2.0	1.7	1.4
价格/现金流(倍)	24.1	14.0	6.4	4.7	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.4	10.5	5.4	4.4	4.0
周转率					
存货周转天数	22.5	19.9	18.9	18.9	18.9
应收帐款周转天数	26.7	22.6	19.3	18.3	18.3
应付帐款周转天数	33.3	36.1	33.2	33.4	33.9
回报率					
股息支付率(%)	14.2	19.9	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	10.5	13.7	28.6	26.7	23.2
资产收益率(%)	8.0	9.3	19.4	20.3	19.1
已运用资本收益率(%)	2.1	2.5	5.5	5.8	5.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark 15 楼
NY10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371