

化工 (801030)

工业品通缩、农产品通胀，油价预计向基本面回归，关注厄尔尼诺推动下农化板块的投资机会

**评级：增持（维持）**

分析师：商文华

执业证书编号：S0740518070002

Email: shangwah@r.qlzq.com.cn

分析师：张倩

执业证书编号：S0740518120002

Email: zhangqian@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭中伟

Email: guozw@r.qlzq.com.cn

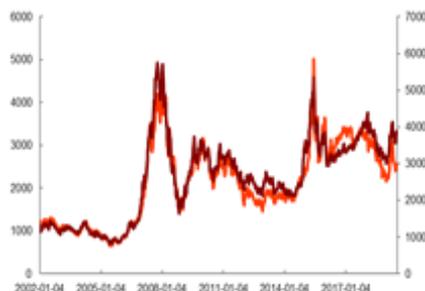
**基本状况**

上市公司数 332

行业总市值(百万元) 3076645

行业流通市值(百万元) 2312159

**行业-市场走势对比**



**相关报告**

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				18PE G	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
中国石化	4.98	0.42	0.62	0.66	0.73	13	9	9	8	0.19	买入
桐昆股份	12.6	1.35	1.32	1.64	2.25	12	12	10	7	-5.38	买入
恒力石化	12.3	0.34	0.8	1.29	1.67	49	21	9	7	0.15	买入
兴发集团	10.0	1.35	1.32	1.64	2.25	12	12	10	7	-5.38	买入
新洋丰	11.1	0.34	0.8	1.29	1.67	49	21	9	7	0.15	买入
云图控股	4.58	0.17	-	-	-	26.6	-	-	-	-	买入

备注：兴发集团和云图控股 EPS 来自 wind 一致预期

**投资要点**

■ **»宏观数据**

■ 本周公布了7月份PPI及CPI数据、同时出口数据超预期。整体国内经济仍未见触底迹象，价格体系仍保持工业品通缩、农产品通胀的趋势特征，化工行业同整体工业价格体系保持一致。产成品价格的持续下滑和宏观经济下行有关，在内需动力不足的背景下，预计工业企业利润仍处下行阶段，企业主动去库存仍将持续。厄尔尼诺是推升农产品价格上行的主要动力，或推动农化板块需求。未来或应关注全球逆周期政策下外需的变化及厄尔尼诺推动下农化板块投资机会。

■ PPI全部工业品价格同比下行速度扩大。本周公布的7月份全部工业品的PPI数据来看，环比-0.2%，较上月的-0.3%小幅收窄；全部工业品的PPI同比-0.3%，较上月下滑0.3个百分点，正式跌入负区间。

■ 化工行业产成品价格整体保持下行趋势。分行业来看，化学原料与化学制品制造业PPI同比由上月的-3.8%回落至-4%，环比由上月的-1.1%回升至-0.5%；化纤制造业同比持平在-4.8%，环比由-3.1%回升至0.3%；橡胶和塑料制品业同比由-0.4%回落至-0.5%，环比由0%回落至-0.1%；。

■ CPI当月同比小幅上升。CPI同比2.8%较上月小幅上升0.1pct，其中CPI食品分项的同比由8.3%明显回升至9.1%，明显回升0.8pct；核心CPI和粮食类CPI同比保持平稳。

■ 7月份外贸数据超预期。7月份，我国出口金额2215亿美元，同比增长3.3%，进口1764亿美元，同比减少-5.6%，贸易顺差450亿美元，同比增长63%。

■ **»原油市场**

■ **本周原油市场回顾：**全球避险情绪持续蔓延，避险资产受到追捧，而与宏观经济息息相关的股市和原油价格大幅波动；美国原油出口量快速增加，布伦特和WTI价差明显收窄；沙特计划8、9两个月控制原油出口，以使全球供需恢复正常水平；美国原油钻机数持续下滑，未来需求增速将受到影响。本周布伦特收58.53美元/桶，较之前一周下跌3.36美元/桶，跌幅5.42%；WTI收54.50美元/桶，较之前一下跌1.16美元/桶，跌幅2.08%。本周影响油价的主要因素包括：**(1) 避险情绪持续蔓延**，上周中美贸易谈判未取得明显进展，特朗普重提加征关税，在特朗普否认中美贸易冲突的长期化后，全球避险情绪仍在蔓延，主要股市大幅波动，黄金、主权债务及避险货币等都获得市场追捧，而基于对经济前景的悲观，原油价格受到持续抛售；**(2) 美国原油出口量创月度最高纪录**，6月份美国原油出口量达316万桶/天，环比上月增加26万桶/天，创月度最高出口量的历史记录，美国出口的快速增长使WTI与布伦特的价差快速收窄，布油价格的跌幅也大于WTI；**(3) 沙特计划控制8、9月原油出口量**，沙特一名官员表示，沙特将控制8、9月份石油产量在700万桶以下，以帮助消耗全球石油库存，并使市场恢复平衡。**(4) 美国持续下滑的钻机数据**，美国本周钻机下降6台，至764台，这是美国目前连续第六周钻机数下滑，钻机数据通常领先美国原油产量4个月左右，持续下滑的钻机数或预示着美国原油产量增速的下滑。

■ 上周原油产量维持高位，本周采油钻机数连续下降，上周炼厂开工率大

幅上行，本周裂解价差收缩。从最新的 EIA 数据来看，上周美国原油产量为 1230 万桶/天，较之前一周增加 10 万桶/天；上周美国炼厂产能利用率为 96.4%，环比前一周大幅增加 3.4pct；上周美国汽油产量 1042.1 万桶/天，较之前一周增加 0.5 万桶/天，美国汽油库存为 23517.2 万桶，较之前一周增加 443.7 万桶。本周美国采油钻机数为 764 台，较之前一周减少 6 台；本周期货结算价计算的 321 平均裂解价差 19.41 美元/桶，较上周的 22.46 美元/桶，下行 3.05 美元/桶，炼厂盈利出现收缩。

■ **页岩油企业调整经营战略，更加看重盈利能力。**为抢占市场份额，页岩油企业加大资本开支，快速增产，结果导致油价的长期低位，美国油气企业间竞争较为激烈，且前期积累了大量债务，近期全球第四大油服巨头威德福债务缠身、申请破产，据统计 2019 年美国油田企业资本开支将减少 5%，页岩油生产企业开始更加注重盈利。

■ **下半年全球逆周期调节政策陆续出台，关注外部经济环境变化，**今年以来，全球主要经济体越来越感受到降息、宽松的必要性，印度、澳大利亚率先降息，美联储 7 月份降息 25 个基点、同时 8 月开始停止缩表，另外 6 月欧央行行长表示将“将采取降息或重启资产购买计划”，这些都表明全球主要经济体新一轮的逆周期政策的调节周期已经开启。逆周期政策对冲经济下行压力，支撑油价。

■ **2019Q3 油价预测：油价将向基本面回归，2019Q3 布伦特油价中枢在 65\$/桶。**美国降息落地，油价支撑力来源于其商品属性（供需逐步改善），而油价压力来源于其金融属性（降息落地、中美贸易冲突、经济前景的悲观预期等）；随着金融属性利空的释放，短期油价仍能在持续好转的商品属性上寻找到支撑，我们认为油价仍具韧性。

#### ■ »石化产业链

■ 石化产业链处于景气下行周期，低油价为产业链提供较高的成本优势，中间环节产品的价差将持续走阔，重点关注中间环节生产及一体化企业。

■ » (1) 从行业周期定位角度：终端需求增速放缓，上游三苯三烯等原料产能投放加速，石化产业链景气度整体进入下降周期。石化产业链上次盈利的高峰期是在 2011 年，其后高盈利驱动 2012~2015 年大量产能投放，需求成长减速，石化产业链陷入盈利下降周期，2016 年开始全球经济复苏，加上原油价格下跌后，国内采用 CTO/MTO 工艺的企业竞争优势降低，需求复苏，成本低位下石化产业进入盈利景气周期，2018 年为上升周期第三年，2019 年开始大量上游的烯烃、芳香烃产能投产，全球上游原料产能增速达 5.5%，大幅高于 2018 年的 3.1%并有加速趋势，然而全球经济增速已开始下滑，2019 年 4 月 IMF 下调全球经济增长至 3.3%，为金融危机以来的最低水平。上游原材料的扩产以及全球经济回落使石化产业链陷入景气回落周期。

■ » (2) 从成本端角度：油价位于 80\$/桶以下时，利于石化产业链的整体盈利表现。油价在 80\$/桶以下时，相较于 CTO/MTO 企业，石化产业链成本优势明显，同时低成本下，石化企业更易于将成本向终端消费者转移。目前美国页岩油主力产区的边际完全成本位于 50 美元/桶左右，当价格大幅上行时会刺激页岩油的产量快速攀升，并且伴随着下半年美国主产区至港口的管道的贯通，我们预计未来油价将长期位于 80\$/桶以下，石化产业链将维持较高的成本优势。

■ » (3) 产业链盈利分布角度：产业链扩产瓶颈主要来源于的中间环节，产业链盈利向中间环节持续转移。前期利差已经复苏明显的石化产业链下游的聚酯、PC、MMA 等产品已处于扩产能周期，带动中游的 PTA、MEG、PVC、酚酮等产品需求；上游三苯三烯等石化基本原料产能的快速投放，而中间环节的 PTA、PVC、酚酮等产品新增产能不足，产业链整体的扩产瓶颈主要来源于中间环节；预计石化产业链中间环节产品的价差将持续走阔，相关公司业务的盈利将持续改善。

#### ■ »基础化工产业链

■ **农化产业链：**农产品涨价为农化行业带来增量需求，在行业有效供给持续收缩的环境下，伴随着农产品涨价，板块业绩弹性将充分释放，分析如下：1、农产品涨价趋势下，种植收益改善，种植效益的改善一方面提高农户采购农资的积极性，促进农户增加化肥的施用量、施用更多优质的肥料，另一方面，种植效益的改善，也增强了农户对农资涨价的接受能力；2、行业供给仍在收缩，在环保高压下，不符合环保要求的农化企业开工持续下滑，据卓创数据，环保整治以来，全国化肥产量下降 29%，农药产量下降 45%；但环保符合要求的龙头企业产量稳中有升，不断扩大市场份额，我们选择具有代表性的龙头公司，环保整治以来，化肥产销保持平稳，农药产销增长 51%，市场份额向龙头公司集中的迹象明显。

- **磷化工产业链：**“三磷”（磷矿、磷化工、磷石膏库）整治升级，优质龙头持续受益，黄磷开工率快速降低，库存历史低位，下游产品具有一定成本转嫁能力，价格上涨的弹性和空间均较高；黄磷涨价驱动下，磷化工一体化的草甘膦、磷酸盐企业盈利将扩张；磷酸一铵和二铵是“三磷”整治重点，供给收缩，成本平稳，且终端需求稳定，利于龙头企业市场份额和盈利扩张。
- **氟化工产业链：**制冷剂升级换代及氟聚合物的持续发展，带动氟化工产业链需求稳定增加；同时国家重视萤石开采，不断提高行业准入门槛，供应持续收紧；氟化工产业链有望长期景气上行，利好布局萤石原料企业。日本限制对韩出口电子化学品，国内高等级电子氢氟酸厂商有望受益。ODS 专项执法行动有望推升替代品 141b 价格。
- **炭黑产业链：**供给端，炭黑产能过剩明显，国内炭黑目前产能 800 万吨，产量 518 万吨，开工率 64.75%，2019 年-2020 年产能增速分别为 1.7%和 0%，产能增速明显放缓；成本端，国内煤焦油构成炭黑成本的 80%，2016 年至 2018 年在环保限产及去产能背景下，煤焦油价格明显上行，在高利润背景下，龙头企业煤焦油企业开始扩产，预计煤焦油价格有望承压，缓解炭黑成本端的压力；需求端，炭黑需求中 70%流向轮胎需求，预计未来汽车销量边际下行空间有限，且存量市场将释放置换需求。
- **»价格和价差跟踪。**中泰化工持续跟踪的 119 个基础化工产品中，产品价格上涨的有 25 个品种，下跌的有 44 个品种。价格涨幅前五为：液氯、双氧水（27.5%）、聚合 MDI（桶装）、纯 MDI（桶装）、液氨，涨幅分别为 265.85%、15.72%、9.80%、4.44%、2.98%；价格跌幅前五：维生素 D3（50 万 IU/g）、三聚磷酸钠（工业级 94%）、磷酸（85%）、黄磷、维生素 B2:80%，跌幅分别为-7.03%、-9.28%、-10.03%、-10.06%、-10.55%。本周化工产品价差涨幅前五：复合肥价差、聚碳酸酯 PC-双酚 A 价差、硬泡聚醚-环氧丙烷价差、华东纯 MDI-苯胺-甲醛价差、尿素-无烟煤价差，涨幅分别为 8.8%、1.9%、1.8%、1.3%、1.2%、1.1%。价差跌幅前五：尿素-LNG 价差、二铵-磷矿石-液氨-硫磺价差、PMMA-MMA 价差、三聚磷酸钠-黄磷-纯碱价差、氢氟酸价差，跌幅分别为-4.7%、-6%、-9.1%、-18%、-20.4%。
- **»投资建议：**建议布局高分红中国石化、低估值民营大炼化公司、农化板块、油服板块和非常规天然气开采公司。
- **1、建议重点关注：恒力股份、新凤鸣、荣盛石化等。**
- **2、建议布局农化优质龙头：新洋丰、扬农化工、利尔化学等。**看好下半年农产品价格的周期底部反转，农产品价格周期同厄尔尼诺周期高度相关，统计过去三十年厄尔尼诺强度同农产品产量及价格的关系，发现两者相关性明显，根据 NOAA 最新预测，今年厄尔尼诺将持续至年底 11 月份，主要农产品价格将迎来周期底部的反转行情，农产品价格有望持续上行。农产品价格的复苏有望推动磷肥、尿素、钾肥、复合肥等农资需求。此外，供给端的收缩助力行业复苏。以我国磷肥行业为例，由于我国磷肥行业长期产能过剩，受益供给侧改革，行业不但没有新增产能，反而正处于去产能周期。2015 年至 2017 年，磷酸一铵产能增速分别为 8.1%、18.4%、-8.4%，2017 年产能增速录得首次下降，产能正处于去化过程中。由于供需两端持续向好，磷肥、尿素、钾肥等价格持续上涨，行业已经逐步走出底部。当前尿素、磷肥等价格持续上涨，有望推动相关公司业绩向上。建议重点关注：华鲁恒升、新洋丰、金正大、诺普信、藏格控股、扬农化工、利尔化学等。
- **3、持续推荐氟化工优质标的：**金石资源（2700 万吨萤石储量，采矿规模 102 万吨/年，酸级萤石精粉销量 18.4 万吨/年，PB6.1 倍，PE38.8 倍）；推荐具备高纯电子级氢氟酸产能的多氟多（高纯电子级 HF 1 万吨/年；PB 3.0 倍，PE 162 倍）；滨化股份（高纯电子级 HF 0.6 万吨/年；PB 1.83 倍，PE 20.5 倍）；推荐具备 141b 产能的企业三美股份（141b 配额产能 3.43 万吨/年；PB 4.23 倍，PE17.3 倍）；巨化股份（R141b 配额产能 0.66 万吨/年；PB 1.73 倍，PE 10.4 倍）。
- **风险提示事件：**下游需求萎靡的风险；产品价格下行的风险。

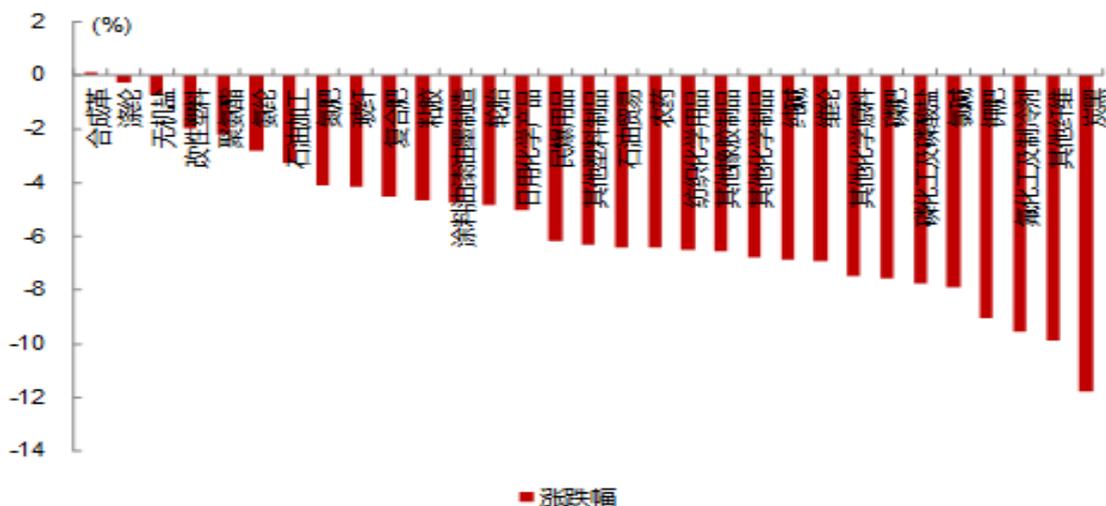
## 内容目录

化工行业市场复盘 .....	- 5 -
上周化工行业数据回顾 .....	- 5 -
原油期货价格 .....	- 5 -
钻机数变化情况 .....	- 6 -
原油期货价格美国原油库存及产量 .....	- 8 -
原油期货持仓情况 .....	- 11 -
化工产品价格与价差 .....	- 12 -
化工产品价格 .....	- 12 -
化工产品价格价差 .....	- 17 -
投资建议 .....	- 19 -
重点关注农化板块投资机会（新洋丰、华鲁恒升、扬农化工等） .....	- 19 -
持续看好民营大炼化（恒力股份、桐昆股份、荣盛石化） .....	- 20 -
继续推荐氟化工板块（金石资源、多氟多） .....	- 20 -
风险提示 .....	- 21 -

## 化工行业市场复盘

本周(2019.8.5~2019.8.9)化工行业指数(申万)下跌5.14%，沪深300指数下跌3.04%，化工板块弱于大盘。本周化工子行业中，合成革上涨0.09%，涤纶板块下跌0.268%，无机盐板块下跌0.748%，改性塑料板块下跌1.99%，聚氨酯板块下跌2.19%。

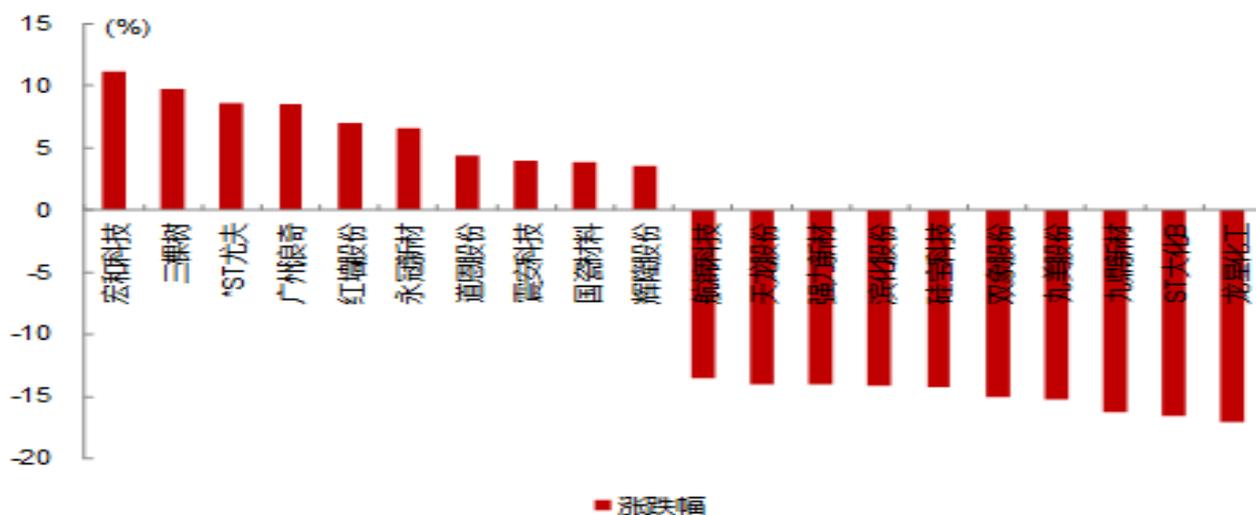
图表1: 本周化工行业表现



来源: Wind、中泰证券研究所

- 化工行业领涨股: 上周化工板块领涨个股为宏和科技(11.12%)、三棵树(9.72%)、ST尤夫(8.59%)、广州浪奇(8.50%)、红墙股份(7.02%)、永冠新材(6.57%)、道恩股份(4.41%)、震安科技(3.94%)、国瓷材料(3.91%)、辉隆股份(3.57%)。

图表2: 本周化工行业领涨股和领跌股



来源: Wind、中泰证券研究所

## 上周化工行业数据回顾

### 原油期货价格

- 期货价格：8月9日Brent原油期货价格为57.38美元/桶，较之前一周下跌4.51美元/桶；8月9日WTI原油期货价格为52.54美元/桶，较之前一周下跌3.12美元/桶。

图表 3: WTI 原油期货价格



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 4: Brent 原油期货价格

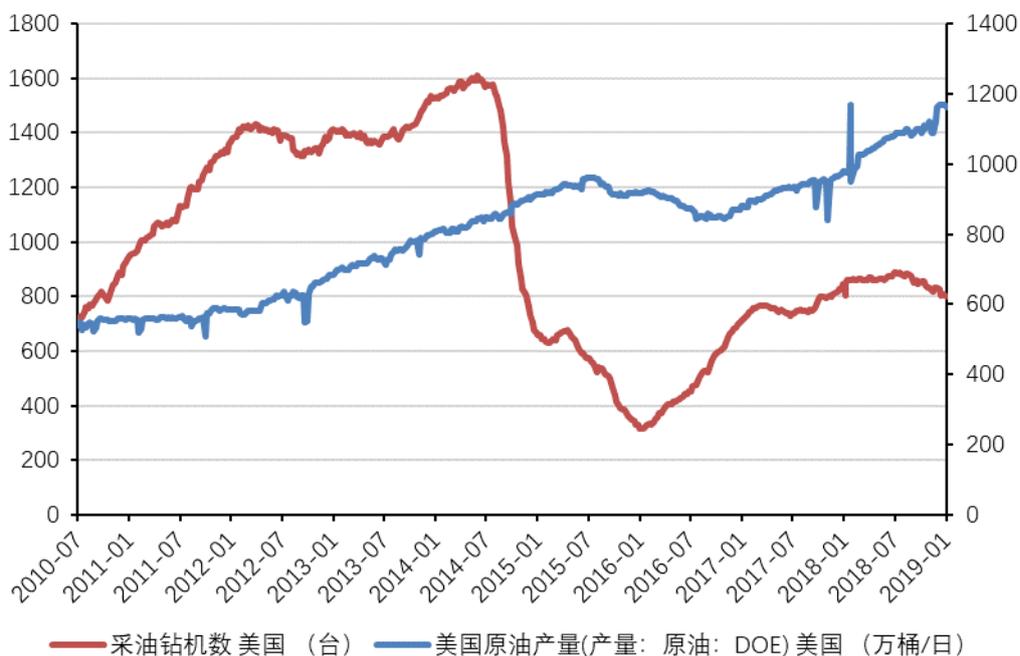


来源: Wind、中泰证券研究所

## 钻机数变化情况

- 采油钻机数：8月9日当周美国采油钻机数为764台，较之前一周的数量减少6台，较去年同比减少105台。8月9日当周美国天然气钻机数为169台，较之前一周减少2台，较去年同比减少17台。

图表 5: 美国采油钻机数



来源: Wind、中泰证券研究所

- 北美地区钻机数：本周北美钻机数为1074，较与上周减少5台，较去年同比减少192台。

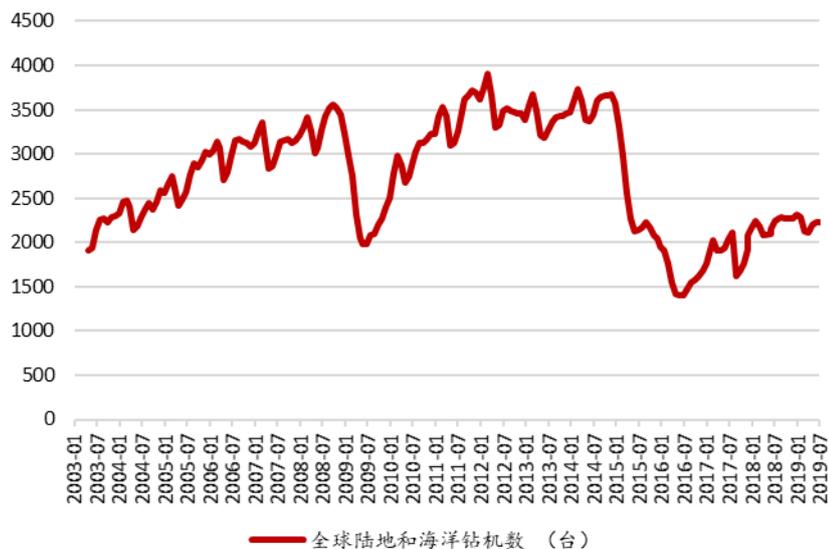
图表 6: 北美采油钻机数

国家	本周	上周环比变化	去年同比变化
美国	934	-8	-123
加拿大	140	3	-69
北美	1074	-5	-192
美国钻机数量	本周	上周环比变化	去年同比变化
采油钻机	764	-6	-105
天然气钻机	169	-2	-17
其他钻机	1	0	-1
定向钻机	65	-2	1
水平钻机	817	-2	-107
垂直钻机	52	-4	-17
美国主要区块钻机数	本周	上周环比变化	去年同比变化
Ardmore Woodford	5	0	3
Arkoma Woodford	3	0	-3
Barnett	1	0	-1
Gana Woodford	45	-3	-23
DJ-Niobrara	29	0	4
Eagle Ford	66	0	-13
Granite Wash	4	2	-13
Haynesville	50	-2	1
Marcellus	56	0	4
Mississippian	2	0	-4
Permian	444	2	-41
Utica	15	0	-9
Williston	47	0	-9

来源: Wind、中泰证券研究所

- 全球钻机数: 7月全球采油钻机数为 2235 台, 较上月增加 6 台。

图表 7: 全球采油钻机数



来源: Wind、中泰证券研究所

### 原油期货价格美国原油库存及产量

■ 8月2日美国原油产量为1230万桶/天,较之前一周增加10万桶/天。

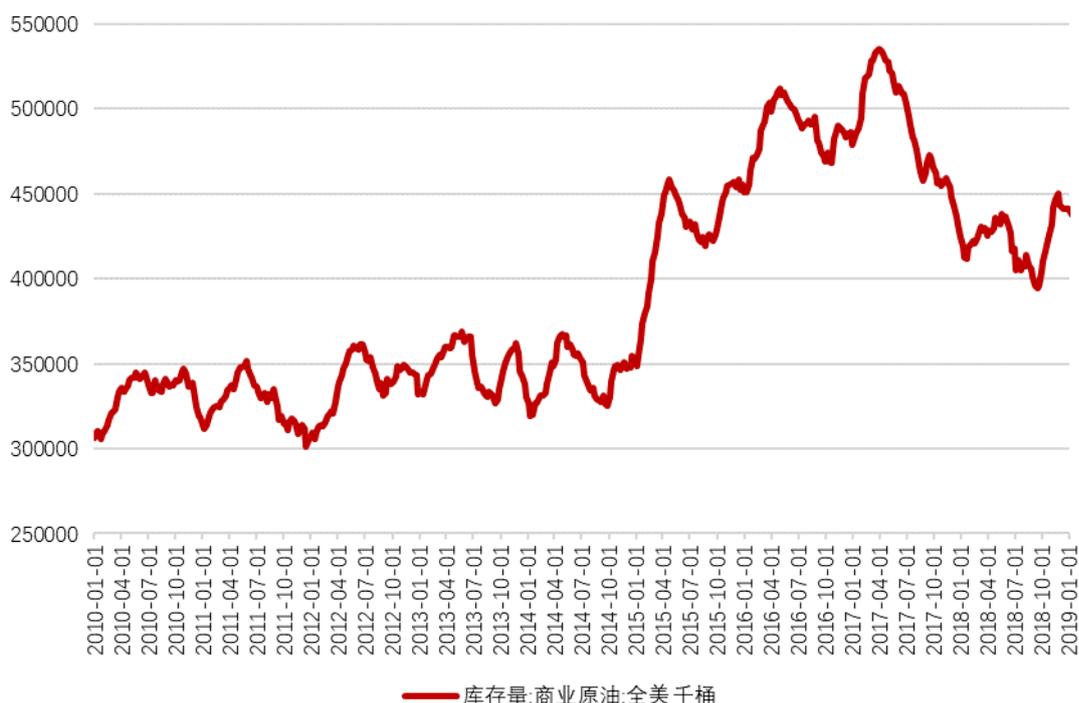
图表8: 美国原油产量



来源: Wind、中泰证券研究所

■ 美国商业原油库存:8月2日美国商业原油库存为43893.0万桶,较之前一周增加238.5万桶。

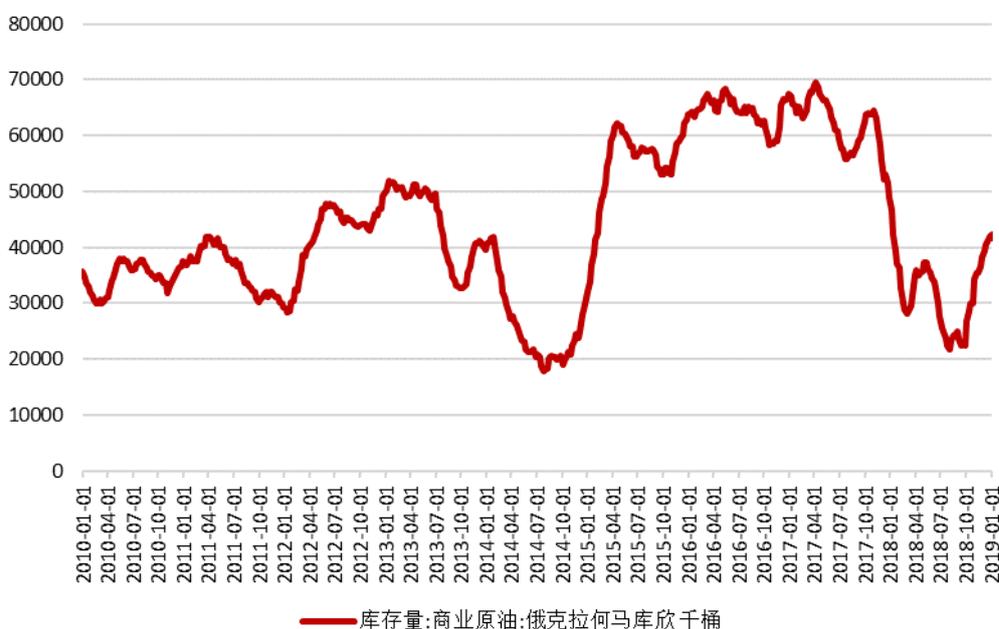
图表9: 美国商业原油库存



来源: Wind、中泰证券研究所

- 美国库欣地区原油库存: 8月2日美国库欣地区原油库存为 4736.1 万桶, 较之前一周减少 150.4 万桶。

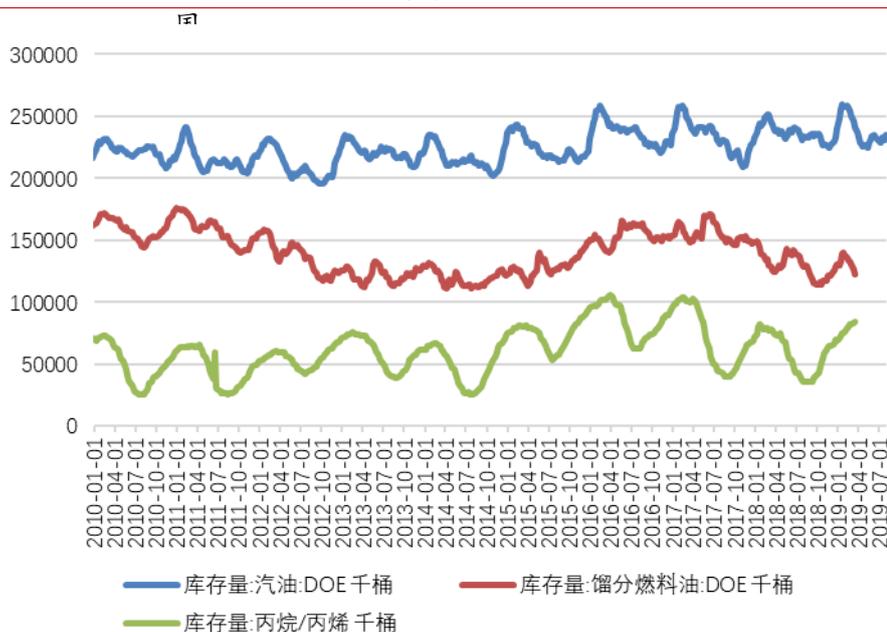
**图表 10: 美国库欣地区商业原油库存**



来源: Wind、中泰证券研究所

- 美国汽油、馏分油和丙烷/丙烯库存: 8月2日美国汽油库存为 23517.2 万桶, 较之前一周增加 443.7 万桶; 8月2日美国馏分油库存为 13745.1 万桶, 较之前一周增加 152.9 万桶; 8月2日美国丙烷/丙烯库存为 8330.3 万桶, 较之前一周增加 285.2 万桶。

图表 11: 美国汽油、馏分油和丙烷/丙烯库存

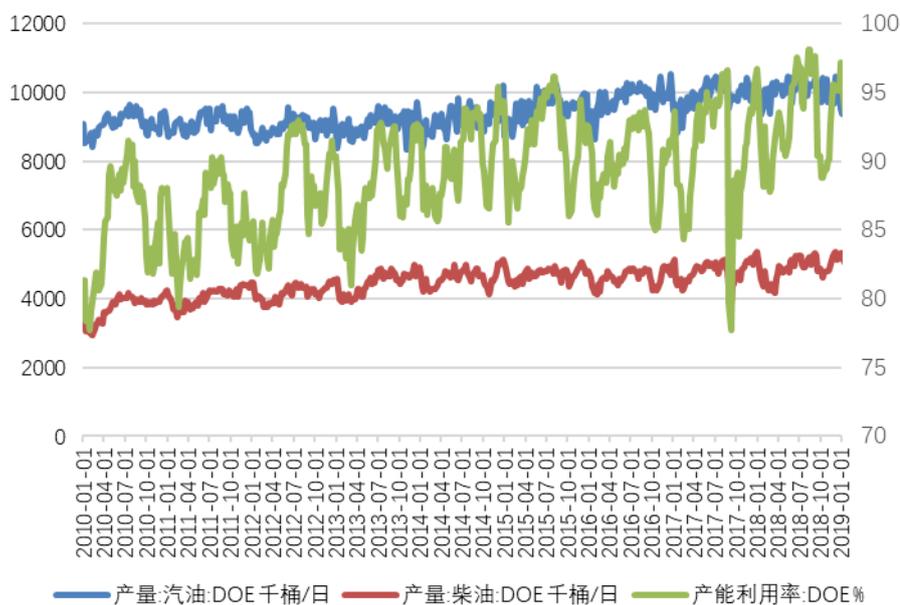


来源: Wind、中泰证券研究所

产

量 1042.1 万桶/天, 较之前一周增加 0.5 万桶/天; 8 月 2 日美国柴油产量为 507.8 万桶/天, 较之前一周增加 12.2 万桶/天; 8 月 2 日美国产能利用率为 96.4%, 较之前一周增加 3.4pct。

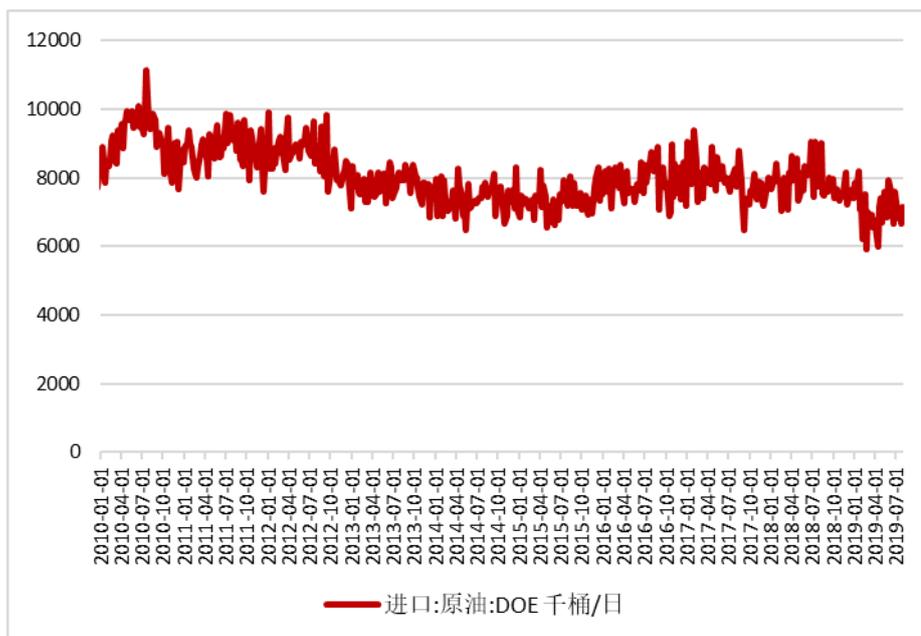
图表 12: 美国汽油和柴油产量及炼厂开工率



来源: Wind、中泰证券研究所

■ 美国原油进口量: 8 月 2 日美国原油进口量为 714.8 万桶/天, 较上周增加 48.5 万桶/天。

图表 13: 美国原油进口数量

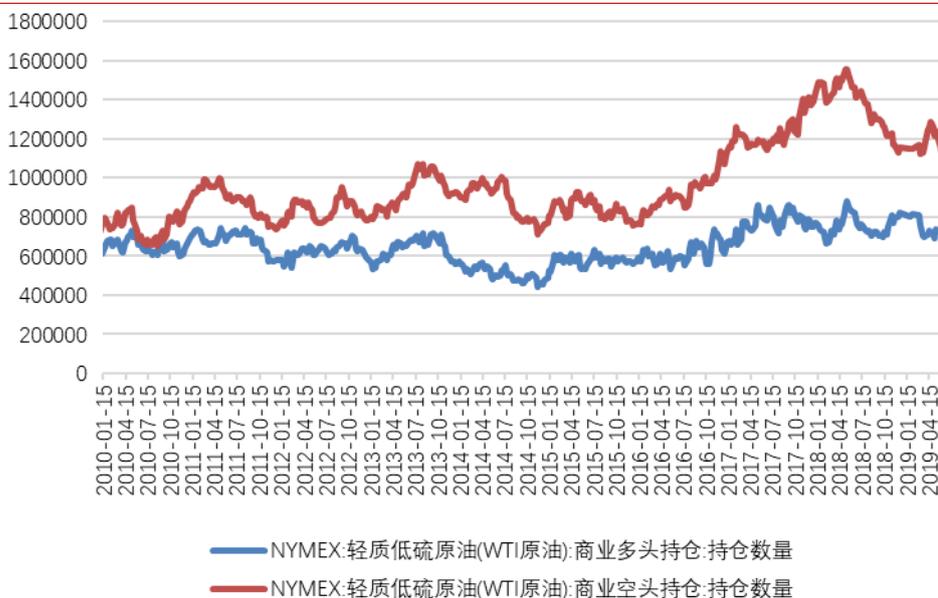


来源：Wind、中泰证券研究所

### 原油期货持仓情况

- 7月30日 NYMEX 轻质低硫原油(WTI 原油)的商业多头持仓数量为 732821 份，较之前一增加 3.11%；7月30日 NYMEX 轻质低硫原油(WTI 原油)的非商业多头持仓数量为 540238 份，较之前一周增加 0.43%。

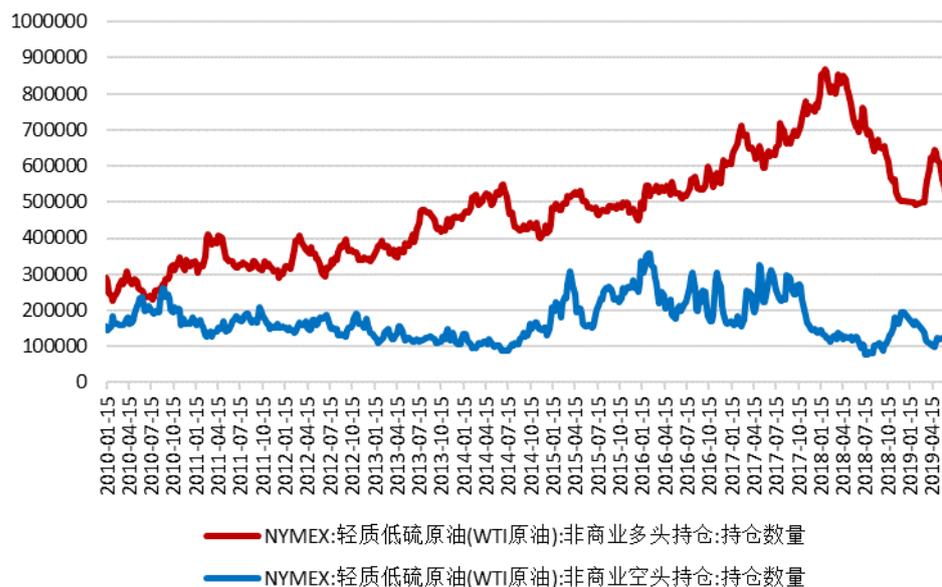
图表 14：商业多空持仓



来源：Wind、中泰证券研究所

- 7月30日 NYMEX 轻质低硫原油(WTI 原油)的商业空头持仓数量为 1119888 份，较之前一周增加 1.05%；7月30日 NYMEX 轻质低硫原油(WTI 原油)的非商业空头持仓数量为 1119888 份，较之前一周增加 9.18%。

图表 15：非商业多空持仓



来源: Wind、中泰证券研究所

## 化工产品价格与价差

### 化工产品价格

- 本周中泰化工持续跟踪的 119 个基础化工产品中，价格上涨的有 25 个品种，下跌的有 44 个品种。价格涨幅前五为：液氯、双氧水(27.5%)、聚合 MDI(桶装)、纯 MDI(桶装)、液氨，涨幅分别为 265.85%、15.72%、9.80%、4.44%、2.98%；价格跌幅前五：维生素 D3(50 万 IU/g)、三聚磷酸钠(工业级 94%)、磷酸(85%)、黄磷、维生素 B2:80%，跌幅分别为-7.03%、-9.28%、-10.03%、-10.06%、-10.55%。

**图表 16: 2019 年 8 月 9 日主要化工品价格**

指标名称	单位	2018 均价	2019 均价	2019-08-02	2019-08-09	涨幅
现货价:液氯:国内	元/吨	74	248	33	120	265.85%
现货价:双氧水(27.5%):国内	元/吨	1,376	1,027	916	1,060	15.72%
现货价(高端价):聚合 MDI(桶装):外盘	美元/吨	2,245	1,656	1,457	1,600	9.80%
现货价(高端价):纯 MDI(桶装):外盘	美元/吨	3,238	2,511	2,250	2,350	4.44%
市场价:液氨:山东鲁北	元/吨	3,029	2,959	2,851	2,936	2.98%
市场价(现货基准价):顺丁橡胶(BR9000):上海	元/吨	12,812	11,350	10,650	10,960	2.91%
现货价:二甲基环硅氧烷:国内	元/吨	29,390	19,589	20,480	21,000	2.54%
市场价(高端价):硬泡聚醚(桶装):华东地区	元/吨	10,961	8,793	8,429	8,633	2.43%
市场价(高端价):高回弹聚醚(330N 等,桶装):华东地区	元/吨	14,217	11,705	11,243	11,483	2.14%
市场价(高端价):CASE 聚醚(220/210 等,桶):华东地区	元/吨	13,498	11,443	10,943	11,167	2.05%
市场价(现货基准价):DOP:华东	元/吨	9,007	7,913	7,280	7,420	1.92%
市场价(高端价):MDI-50(桶装):华东地区	元/吨	32,035	24,211	22,571	23,000	1.90%

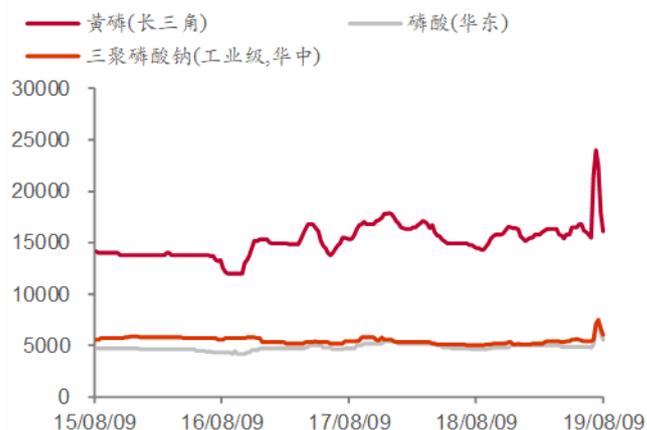
市场价(高端价):软泡聚醚(散水):华东地区	元/吨	12,737	10,689	10,114	10,300	1.84%
市场价(现货基准价):SBS(792):浙江	元/吨	15,514	14,134	13,920	14,160	1.72%
出厂价(中间价):二氯甲烷:全国	元/吨	3,654	3,593	3,491	3,550	1.67%
现货价(中间价):尿素(大颗粒,袋装):FOB 美国 海湾(p.s.t.barge)	美元/吨	259	251	258	261	1.24%
市场价(高端价):纯 MDI(桶装):华东地区	元/吨	28,890	21,622	20,000	20,167	0.83%
现货价:TPU:国内	元/吨	24,811	22,959	22,340	22,500	0.72%
出厂价:乙腈:吉林石化	元/吨	14,648	18,060	20,880	21,000	0.57%
期货结算价(活跃合约):黄玉米	元/吨	1,832	1,898	1,950	1,959	0.46%
市场价(中间价):轻质纯碱:全国	元/吨	1,865	1,834	1,638	1,644	0.39%
市场价(高端价):甲苯二异氰酸酯(TDI)(T80): 华东地区	元/吨	28,216	14,332	14,029	14,067	0.27%
市场价:硬质白小麦:二级	元/吨	2,485	2,394	2,262	2,265	0.15%
现货价:PMMA:国内	元/吨	24,088	18,000	15,240	15,260	0.13%
现货价:钛白粉(金红石型):国内	元/吨	17,094	16,233	15,300	15,318	0.12%
市场价(中间价):重质纯碱:全国	元/吨	1,914	1,900	1,744	1,744	0.00%
出厂价:氯化铵(湿铵):江苏华昌	元/吨	579	596	640	640	0.00%
现货价:纯吡啶:国内	元/吨	30,849	29,063	28,500	28,500	0.00%
出厂价(高端价):原盐(海盐):山东	元/吨	219	203	190	190	0.00%
出厂价:氯化钾(60%粉):青海盐湖	元/吨	2,301	2,349	2,250	2,250	0.00%
现货价(中间价):氯化钾,散装):FOB 温哥华	美元/吨	223	264	264	264	0.00%
出厂价:复合肥(45%CL(15-15-15)):山东谷丰 源	元/吨	2,128	2,285	2,285	2,285	0.00%
车板价:磷矿石(30%):贵州开磷集团(开阳磷 矿)	元/吨	415	495	452	452	0.00%
现货价:二乙醇胺:国内	元/吨	11,280	9,603	9,400	9,400	0.00%
出厂价(中间价):氯乙酸:河北地区	元/吨	4,391	3,662	3,300	3,300	0.00%
市场价(高端价):液化 MDI(桶装):华东地区	元/吨	22,500	22,500	22,500	22,500	0.00%
现货价:HDI:国内	元/吨	54,785	68,009	64,500	64,500	0.00%
市场价(高端价):异佛尔酮二异氰酸酯 (IPDI)(桶装):华东地区	元/吨	71,000	71,000	71,000	71,000	0.00%
市场价(高端价):鞋底原液(鞋中底):华东地区	元/吨	19,730	17,639	17,000	17,000	0.00%
出厂价:溶聚丁苯橡胶(高桥 T2003):中石化华 东	元/吨	15,000	14,229	13,700	13,700	0.00%
市场价(含税):丁腈橡胶:上海	元/吨	21,487	20,180	17,500	17,500	0.00%
现货价:丁基橡胶(1751):国内	元/吨	17,526	15,771	15,950	15,950	0.00%
市场价(平均价):防老剂(4020):华北地区	元/吨	19,756	17,817	17,500	17,500	0.00%
市场价(平均价):促进剂(M):华北地区	元/吨	21,520	16,565	13,000	13,000	0.00%
市场价(平均价):促进剂(CZ):华北地区	元/吨	27,446	22,032	19,000	19,000	0.00%
市场价(平均价):促进剂(NS):华北地区	元/吨	37,213	27,640	23,500	23,500	0.00%
出厂价(含税):碳黑(干法,N330):攀枝花前进	元/吨	8,027	8,000	8,000	8,000	0.00%
市场价(平均价):PP 粒(1120):华东地区	元/吨	10,119	9,348	9,290	9,290	0.00%
市场价(平均价):PS(PG-33):华东地区	元/吨	12,510	11,146	10,120	10,120	0.00%
市场价(平均价):BOPP(18U 光膜):华东地区	元/吨	11,114	10,945	10,800	10,800	0.00%
市场价(平均价):BOPP(12U 光膜):华东地区	元/吨	12,126	12,045	11,900	11,900	0.00%

市场价(平均价):ABS 聚合物(PA-757K):华东地区	元/吨	15,573	13,134	12,560	12,560	0.00%
现货价:PBT:国内	元/吨	12,734	9,451	9,000	9,000	0.00%
市场价(主流价):不饱和树脂(191#):华东市场	元/吨	10,418	8,438	8,000	8,000	0.00%
市场价:聚四氟乙烯(PTFE):分散树脂	元/吨	57,600	57,600	57,600	57,600	0.00%
现货价:盐酸(31%):国内	元/吨	47	61	80	80	0.00%
价格:钛精矿:>50%:四川	元/吨	1,276	1,250	1,250	1,250	0.00%
出厂价:钛白粉:晶型锐钛型(A1 型):济南裕兴	元/吨	14,971	14,455	13,500	13,500	0.00%
批发价:标一早秈米:安徽	元/吨	3,745	3,480	3,300	3,300	0.00%
现货价:大豆(国产三等):哈尔滨	元/吨	3,472	3,427	3,550	3,550	0.00%
市场报价:维生素 A(50 万 IU/g):国产	元/千克	689	372	385	385	0.00%
市场报价:维生素 B1:98%:国产	元/千克	317	184	190	190	0.00%
市场报价:烟酸:99%:国产	元/千克	35	42	48	48	0.00%
市场报价:维生素 B6:98%:国产	元/千克	315	172	168	168	0.00%
市场报价:维生素 E:50%:国产	元/千克	57	45	50	50	0.00%
期货结算价(连续):乙醇	美元/加仑	1.4	1.4	1.5	1.5	0.00%
期货结算价(活跃合约):黄玉米	元/吨	1,832	1,896	1,920	1,920	0.00%
批发价:标一早秈米:安徽	元/吨	3,745	3,480	3,300	3,300	0.00%
市场价:硬质白小麦:二级	元/吨	2,485	2,393	2,261	2,261	0.00%
现货价:大豆(国产三等):哈尔滨	元/吨	3,472	3,427	3,550	3,550	0.00%
单价:液体蛋氨酸:山东	元/千克	15.3	15.0	14.5	14.5	0.00%
现货价(中间价):磷酸二铵(64%颗粒,散装):FOB 美国海湾	美元/吨	420	375	332	332	0.00%
出厂价:氟制冷剂(R32):浙江巨化	元/吨	20,842	17,464	15,400	15,400	0.00%
市场价:聚甲醛 POM(注塑,南通宝泰菱 M90-44):余姚塑料城	元/吨	18,433	15,338	13,500	13,500	0.00%
车板价:磷矿石(30%):贵州开磷集团(开阳磷矿)	元/吨	415	493	420	420	0.00%
市场价(主流价):磷酸一铵(55%粉状):江苏地区	元/吨	2,336	2,174	2,140	2,137	-0.14%
市场价(中间价):烧碱(32%离子膜):全国	元/吨	1,106	906	818	816	-0.20%
现货价:三元乙丙橡胶(4045):国内	元/吨	17,563	16,123	14,340	14,300	-0.28%
现货价:间苯二酚:国内	元/吨	103,073	106,001	115,000	114,600	-0.35%
市场价(中间价):聚氯乙烯 PVC(乙烯法):全国	元/吨	7,047	6,964	7,038	7,005	-0.47%
市场价:聚碳酸酯 PC(注塑中粘,德国拜耳 2805):余姚塑料城	元/吨	25,705	17,486	16,280	16,200	-0.49%
市场价(低端价):聚合 MDI(桶装):华东地区	元/吨	17,700	13,890	13,171	13,100	-0.54%
市场价(高端价):苯胺:华东地区	元/吨	9,754	6,187	6,133	6,100	-0.54%
现货价:平均价:蛋氨酸	元/吨	19,802	18,248	17,710	17,610	-0.56%
现货价:氯丁橡胶:国内	元/吨	66,582	64,095	61,700	61,320	-0.62%
出厂价:低密度聚乙烯 LDPE(2426H):大庆石化	元/吨	9,736	8,745	8,410	8,350	-0.71%
出厂价:尿素(小颗粒):山东联盟	元/吨	1,986	1,955	1,890	1,870	-1.06%
市场价(现货基准价):PVC(电石法):华东	元/吨	6,721	6,711	6,776	6,704	-1.06%
出厂价:磷酸二铵(57%原色):山东鲁北	元/吨	2,480	2,502	2,300	2,270	-1.30%

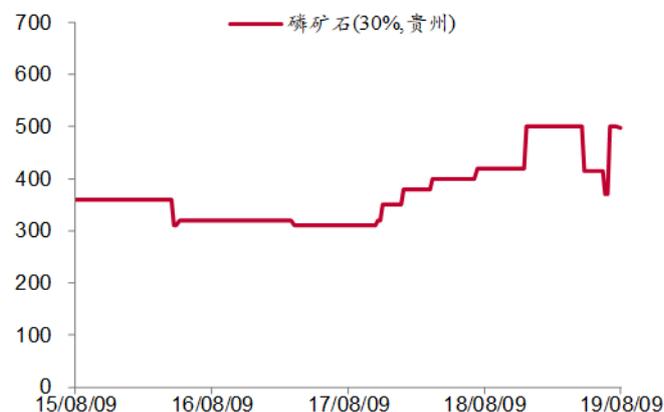
期货结算价(连续):乙醇	美元/加仑	1.4	1.4	1.5	1.4	-1.31%
期货结算价(连续):天然橡胶	元/吨	11,133	11,430	10,505	10,362	-1.36%
市场报价:维生素 K3:MSB96%:国产	元/千克	83	90	102	100	-1.48%
出厂价:尿素(大颗粒):中海油化学	元/吨	1,974	1,939	1,900	1,870	-1.58%
市场报价:生物素:2%:国产	元/千克	81	55	57	56	-1.58%
出厂价:硫酸钾(50%粉):山东海化	元/吨	2,723	2,740	2,668	2,620	-1.80%
到货价(中间价):电石:西北地区	元/吨	3,091	3,040	3,210	3,148	-1.93%
市场报价:维生素 B12:液相 1%:国产	元/千克	380	222	189	185	-2.06%
市场价(高端价):硫磺:镇江港	元/吨	1,229	981	788	771	-2.16%
现货价:草甘膦(95%):国内	元/吨	27,104	24,941	27,200	26,590	-2.24%
出厂价:氟制冷剂(R134a):浙江巨化	元/吨	32,742	29,582	26,100	25,500	-2.30%
价格:碳酸锂 99.5%电:国产	元/吨	113,946	75,874	67,400	65,700	-2.52%
出厂价:硫酸铵:齐鲁石化热电厂	元/吨	575	593	620	604	-2.58%
市场报价:包衣维生素 C(Vc):97%:国产	元/千克	43	30	27	26	-2.62%
现货价:硫酸(98%):国内	元/吨	374	309	221	215	-2.71%
出厂价:氟制冷剂(R125):浙江巨化	元/吨	27,509	23,937	21,100	20,500	-2.84%
出厂价:氟制冷剂(R410a):浙江巨化	元/吨	25,873	23,123	20,600	20,000	-2.91%
单价:色氨酸:国产:25 公斤/件,99%	元/千克	72	52	47	45	-3.43%
出厂价:氟制冷剂(R22):浙江巨化	元/吨	20,893	17,955	16,100	15,500	-3.73%
市场报价:泛酸钙:98%:国产	元/千克	150	288	371	356	-4.04%
现货价:平均价:赖氨酸	元/吨	8,268	7,368	7,070	6,774	-4.19%
市场价(高端价):环氧树脂:华东市场	元/吨	21,394	19,793	21,000	20,120	-4.19%
市场报价:叶酸:98%:国产	元/千克	214	334	389	370	-4.88%
现货价:氢氟酸:国内	元/吨	12,320	10,724	10,900	10,300	-5.50%
平均价:苏氨酸	元/吨	8,665	7,768	7,847	7,360	-6.20%
市场报价:维生素 D3(50 万 IU/g):国产	元/千克	405	287	256	238	-7.03%
现货价:三聚磷酸钠(工业级 94%):国内	元/吨	5,155	5,577	6,680	6,060	-9.28%
现货价:磷酸(85%):国内	元/吨	4,703	5,140	6,180	5,560	-10.03%
现货价:黄磷:国内	元/吨	15,263	16,298	17,900	16,100	-10.06%
市场报价:维生素 B2:80%:国产	元/千克	241	135	121	109	-10.55%

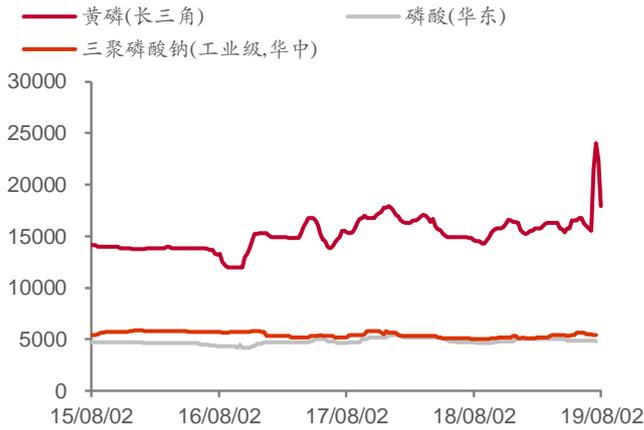
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 17: 黄磷、磷酸和三聚磷酸钠价格(元/吨)

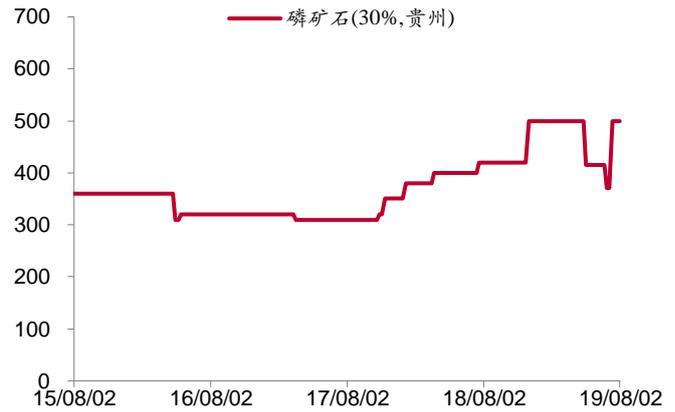


图表 18: 磷矿石(30%, 贵州)价格(元/吨)



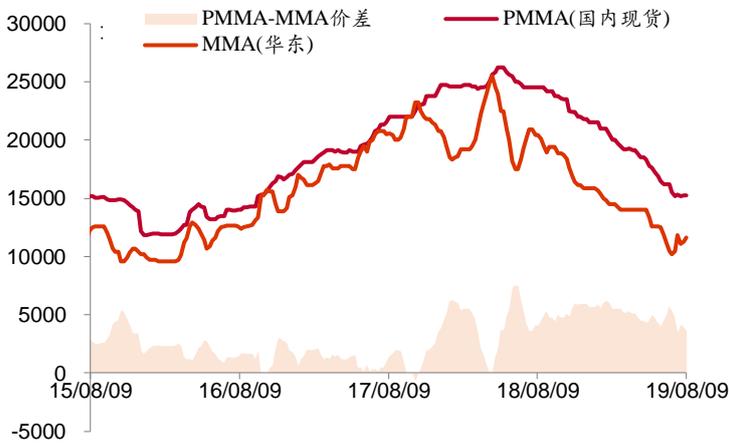


来源: Wind、中泰证券研究所



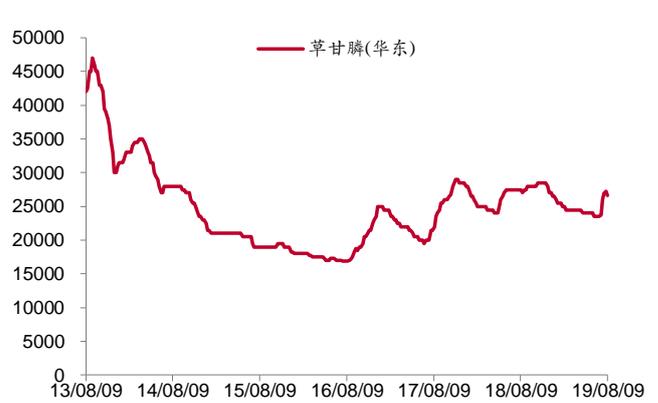
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 19: MMA、PMMA 价格 (元/吨)



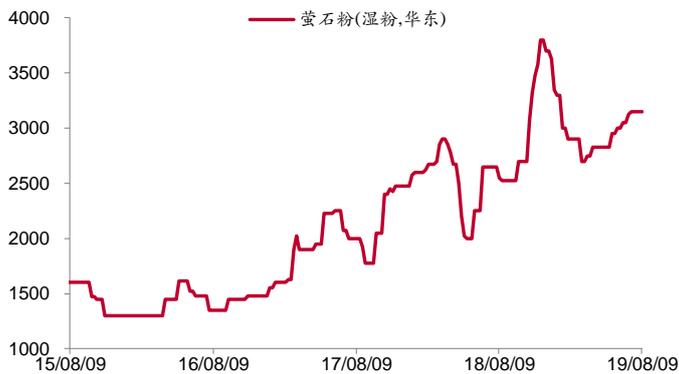
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 20: 草甘膦价格 (元/吨)



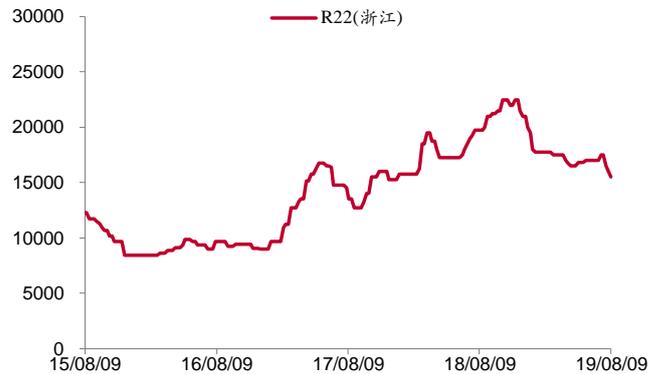
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 21: 萤石粉价格 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

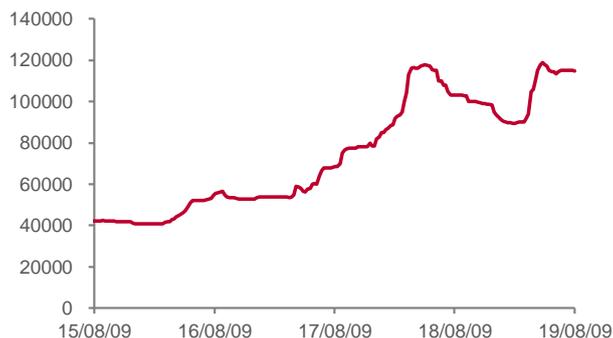
图表 22: R22 价格 (元/吨)



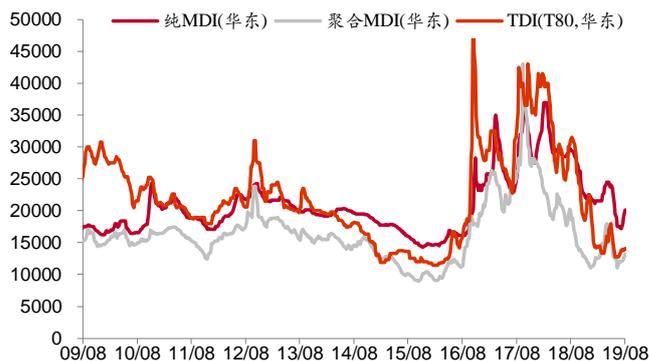
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 23: 间苯二酚价格 (元/吨)

图表 24: 异氰酸酯价格 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所



来源: Wind、中泰证券研究所

### 化工产品价差

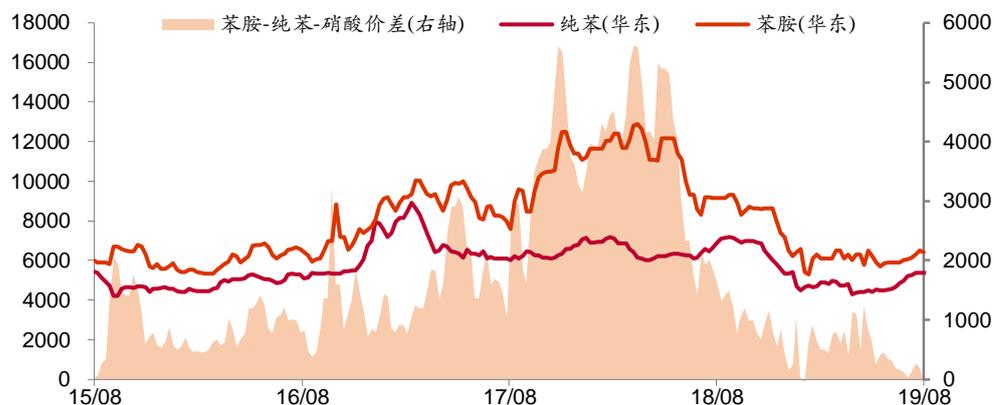
本周化工产品价差涨幅前五: 复合肥价差、聚碳酸酯PC-双酚A价差、硬泡聚醚-环氧丙烷价差、华东纯MDI-苯胺-甲醛价差、尿素-无烟煤价差, 涨幅分别为8.8%、1.9%、1.8%、1.3%、1.2%。价差跌幅前五: 尿素-LNG价差、二铵-磷矿石-液氨-硫磺价差、PMMA-MMA价差、三聚磷酸钠-黄磷-纯碱价差、氢氟酸价差, 跌幅分别为-4.7%、-6%、-9.1%、-18%、-20.4%。

图表 25: 2019年8月9日主要基础化工品价差(元/吨)

	2018年均价差	2019年均价差	2019/8/9价差	周涨跌幅	2017.01-2019.08价差走势
纯碱-原盐-动力煤价差	1239	1192	1159	0.7%	
尿素-烟煤价差	1333	1354	1295	-1.5%	
尿素-无烟煤价差	777	856	815	1.2%	
尿素-LNG价差	121	275	409	-4.7%	
一铵-磷矿石-液氨-硫磺价差	685	544	565	1.1%	
二铵-磷矿石-液氨-硫磺价差	449	493	315	-6.1%	
复合肥价差	-202	12	95	8.8%	
三聚磷酸钠-黄磷-纯碱价差	-88	31	802	-17.9%	
甘氨酸法草甘膦价差	10915	10240	13370	-1.1%	
IDA法草甘膦价差	6543	6521	9279	-3.4%	
氨纶-纯MDI-PTMEG价差	14784	14221	15570	0.0%	
硬泡聚醚-环氧丙烷价差	2649	1816	1581	1.8%	
TPU-纯MDI价差	14976	14339	16450	0.7%	
苯胺-纯苯-硝酸价差	2604	515	-79	-1.6%	
华东纯MDI-苯胺-甲醛价差	20740	16399	15305	1.3%	
华东聚合MDI-苯胺-甲醛价差	10344	8913	8239	-0.6%	
华东MDI综合价差	17158	13064	11781	0.0%	
TDI-甲苯-硝酸-烧碱价差	22881	9133	8867	0.9%	
炭黑-煤焦油价差	2745	2998	3459	-0.4%	
聚碳酸酯PC-双酚A价差	13891	7510	7587	1.9%	
PMMA-MMA价差	4695	5059	3600	-9.1%	
氢氟酸价差	4966	3196	2272	-20.4%	
金红石型钛白粉-钛精矿价差	14051	13305	12318	0.1%	

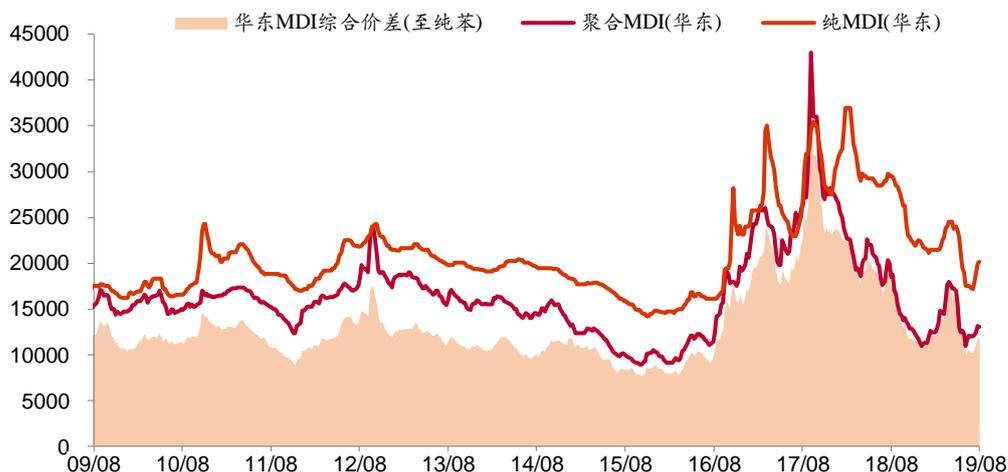
来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 26: 苯胺-纯苯-硝酸价差 (元/吨)**



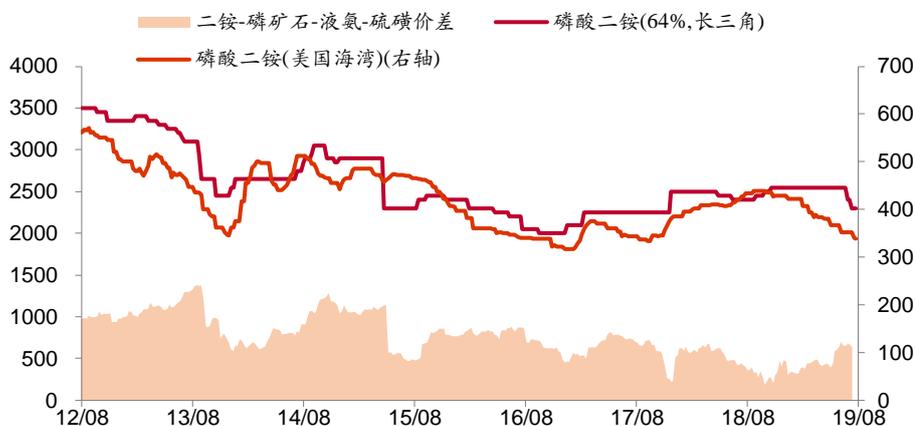
来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 27: MDI 综合价差 (元/吨)**



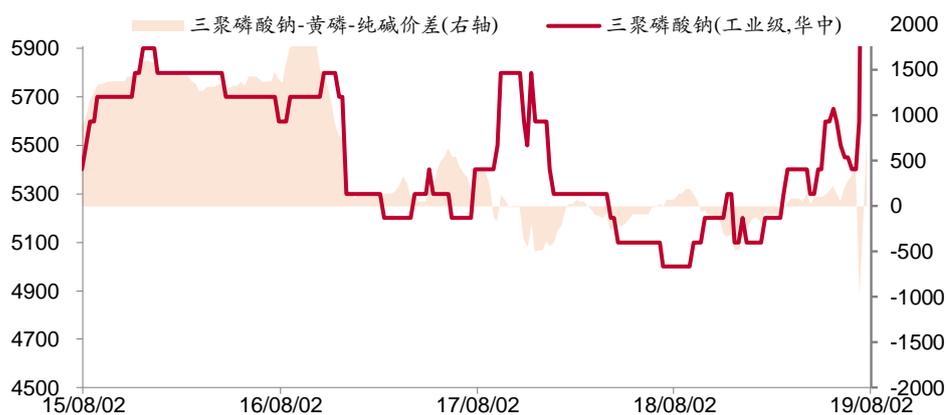
来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 28: 二铵-磷矿石-液氨-硫酸价差 (元/吨)**



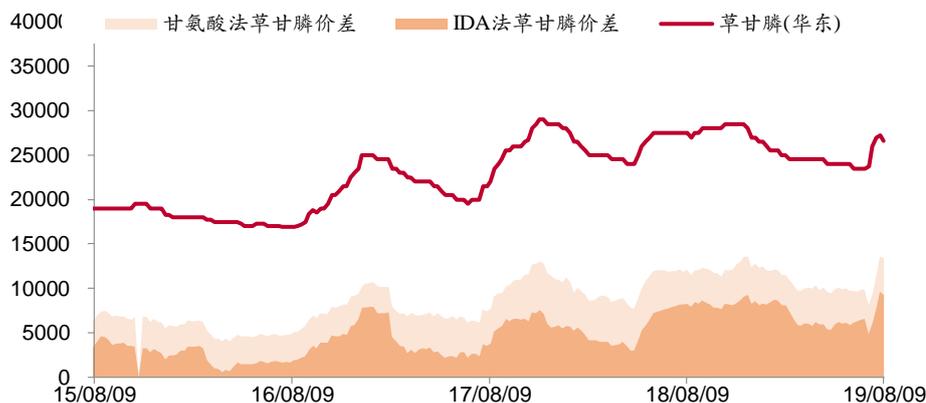
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 29: 三聚磷酸钠-黄磷-纯碱价差 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 30: 甘氨酸法/IDA 法草甘膦价差 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

## 投资建议

重点关注农化板块投资机会 (新洋丰、华鲁恒升、扬农化工等)

- 今年厄尔尼诺持续至年底, 农产品价格有望持续上行。厄尔尼诺指数衡量全球天气的异常程度, 通常 4-5 年一个周期。每逢厄尔尼诺, 全球异常天气频发, 中国表现为严重的南涝北旱, 经回测厄尔尼诺年份, 我国主要农作物都有明显的减产迹象。据 NOAA 最新预测, 本次厄尔尼诺从去年底形成, 持续时间将长达 15 个月。随着农产品逐步进入收获季节, 减产有望逐步证实, 部分主要农产品有望走出价格底部, 进入涨价周期。
- 农产品涨价为农化行业带来增量需求, 在行业有效供给持续收缩的环境下, 伴随着农产品涨价, 板块业绩弹性将充分释放, 分析如下:
  - 1、农产品涨价趋势下, 种植效益的改善一方面提高农户采购农资的积极性, 促进农户增加化肥的施用量、施用更多优质的肥料, 另一方面, 种植效益的改善, 也增强了农户对农资涨价的接受能力;
  - 2、行业供给仍在收缩, 在环保高压下, 不符合环保要求的农化企业开工

持续下滑，据卓创数据，环保整治以来，全国化肥产量下降 29%，农药产量下降 45%；但环保符合要求的龙头企业产量稳中有升，不断扩大市场份额，我们选择具有代表性的龙头公司，环保整治以来，化肥产销保持平稳，农药产销增长 51%，市场份额向龙头公司集中的迹象明显。

- **农化板块投资建议：我们建议关注新洋丰、华鲁恒升、扬农化工等。**

#### 持续看好民营大炼化（恒力股份、桐昆股份、荣盛石化）

- 当前油价水平下，炼化景气度高企。自 2014 年起炼化景气度逐步攀升，乙烯裂解价差是炼化景气度的关键指标。油价在 80 美元/桶以下是炼化企业盈利最好的阶段，炼化企业将在这个时期完成资产负债表和估值的双重修复。
- 民营大炼化将塑造千亿市值行业龙头，看好聚酯产业链。据我们预计，2018 年底之后将迎来几大民营炼化投产高峰，此轮民营炼化扩产具备独一无二的优势：
  - 1) 技术先进、规模大、成本低、竞争力极强。据石油与化工园区网数据显示，荣盛石化和桐昆股份参股的浙江石化炼化项目一期和二期均为 2000 万吨产能，恒力集团在大连长兴岛的炼化项目也是 2000 万吨规模，合计 2200 万吨。这些炼化装置的规模均是世界一流的，目前全球 2000 万吨炼化规模的企业仅有 20 余家，国内仅有中石化的镇海炼化（2300 万吨）和中石油的大连石化（2050 万吨），民营大炼化将跻身全球最具竞争力的炼化企业行列，并且由于采用了最先进的生产工艺和更加合理的产品方案，盈利能力胜过已有产能。
  - 2) 产品结构更加合理。民营大炼化的核心产品的对二甲苯（PX），目前我国 PX 对外依赖度达到 59%，2017 年进口量为 1444 万吨，目前在我国整个聚酯产业链中，PX 最为短缺，长期受制于人（韩国、日本、新加坡等），产业链盈利很大一部分被海外截留。浙江石化一期 PX400 万吨，恒力炼化 PX450 万吨，文莱炼化 PX150 万吨，他们投产之后将有效降低我国 PX 对外依赖度，并将整个产业链的利润点均掌握在自己手中。与国内炼化企业相比，这几个民营大炼化尽量降低成品油的产量，增加具备高附加值的化工品的产量，从而可以有效规避成品油过剩带来的威胁，保证项目盈利能力。
  - 3) 实现真正的一体化配套，掌握全产业链利润。这几个民营大炼化将进一步提升我国聚酯行业龙头的全球竞争能力，实现“原油—PX—PTA—聚酯”的一体化布局。荣盛目前具备强大的中游 PTA 能力，因此他们在积极布局上游炼化和下游聚酯长丝的能力；桐昆具备独一无二的下游长丝产能，因此正在努力补齐上游 PX 和中游 PTA 的能力。

#### 继续推荐氟化工板块（金石资源、多氟多）

- **氟化工产业链：制冷剂升级换代及氟聚合物的持续发展，带动氟化工产业链需求稳定增加；同时国家重视原料萤石开采，不断提高行业准入门槛，供应持续收紧；氟化工产业链有望长期景气上行，利好布局萤石原料企业。日本限制对韩出口电子化学品，国内高等级电子氢氟酸厂商有望受益。ODS 专项执法行动有望推升替代品 141b 价格。**
- **原材料萤石供给将持续受到控制，产量可能进一步回落，2016 年 11 月**

通过的《全国矿产资源规划（2016-2020）》中，萤石被列入战略性矿产目录，作为矿产资源宏观调控和保护的重点对象，萤石的战略资源属性被加强；国内萤石产能散乱小问题较为显著，根据卓创数据，产能在一万吨以上的企业仅 20 家，合计占行业总产能比例不足 30%，行业大部分以小企业为主，2017 年开始环保趋严，散乱小的萤石产能不断退出市场，国内萤石矿产量开始下降，2018 年国内萤石矿精矿产量 354 万吨，较 2017 年下滑 17.6%，降幅明显；产量快速收缩，供应缺口主要从国外进口满足，2018 年国内萤石进口大幅增长 214%，总进口 51 万吨，净进口 11 万吨，进口快速增加；2019 年 1 月工信部发布《萤石行业规范条件》（征求意见稿），意见稿进一步提高了萤石行业的准入门槛，规定新建萤石产能不低于 5 万吨/年，本规范条件实施前已投产的项目若扩建，开采量不低于 2 万吨/年，行业准入进一步提高，散乱小的企业产能将进一步缩减。

- **氢氟酸产能过剩，半导体用电子级氢氟酸供应不足**，氢氟酸属于高危化学品，腐蚀性极强，生产过程中“三废”问题突出，同时副产的含氟盐处理难度大，其库存时限制企业开工，目前国内氢氟酸产能 200 万吨，受环保安检影响长期停车 35 万吨，产能长期利用率维持在 60%附近，产能过剩问题突出；国内电子级氢氟酸产能 24 万吨左右，主要在中低端领域，高等级的电子级氢氟酸生产技术门槛高，主要在于如何将金属离子的含量控制在较低水平，通常半导体用电子级氢氟酸需要达到 G4 及以上水平，目前国内具有 G4（UP-SS）及以上等级的装置仅三家，包括已经投产的多氟多（5000 吨 G5 级，5000 吨 G4 级，2012 年建成）和滨化股份（6000 吨 G4 级，2018 年试生产，目前产能利用率 39.9%），在建的湖北兴力（规划 G5 级），目前多氟多产品已经进入美、韩供应链，年供应 3000 吨；日本对韩限制高纯电子化学品的出口，有望推动国内高等级电子级氢氟酸发展，帮助国内企业进入全球半导体化学供应链。
- **制冷剂升级换代，对氟化工产业链带来增量需求**，目前国外二代制冷剂（HCFCs）仅保留基准水平的 0.5%供维修使用，2013 年开始，国内以 2009-2010 年的平均生产规模为基准，冻结并削减二代制冷剂的生产配额，其中 2015 年削减基准的 10%，2020 年前削减基准的 25%，二代制冷剂将逐步退出市场；但氟需求未来会有所增加，主要原因在于淘汰的二代制冷剂将主要由三代和四代制冷剂取代，三代制冷剂（HCFs）平均含氟量 75.66%，较二代制冷剂的 45.66%高出 30pct，四代制冷剂（HFOs）平均含氟量 56.25%，较二代制冷剂高出 10pct，制冷剂的升级换代将明显拉升氟元素需求。
- **氟聚合物产量持续增加，拉升氟元素需求**，二代制冷剂的代表 R22 是氟聚合物生产的关键原料，这部分 R22 下游不用于制冷，不会被淘汰，以 R22 为原料可以生产氟聚合物，包括氟树脂、氟涂料、氟橡胶等，需求量不断增加，以 PTFE（又称“塑料王”，其具备抗强酸腐蚀、耐高温等优良属性，应用范围不断扩大）为代表，其产量从 2013 年的 5.94 万吨增加至 2018 年的 8.37 万吨，五年年均复合增速 7.1%，对应的 R22 需求量从 11.92 万吨增加至 16.7 万吨，不断带动氟元素需求。

## 风险提示

- 下游需求萎靡的风险；
- 地缘政治冲突的风险；
- 商品价格下行的风险；
- 项目建设不达预期的风险。

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。