

基础化工

行业中期策略

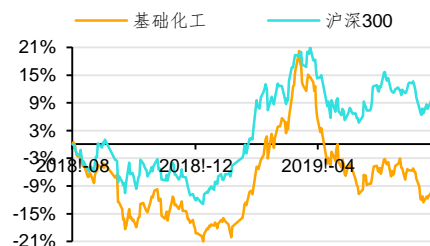
行业需求低迷，精选细分龙头公司

投资评级 落后大市-B 下调

投资要点

- ◆ **下游需求低迷，行业需要转型升级，关注并购与重组的机会：**地产汽车等需求下滑，行业固定资产投资显示行业扩张的步伐没有停止，行业整体供过于求的格局未变，静待行业出清。下调评级至“落后大市”。传统产业需要转型升级，淘汰落后产能，龙头企业市场份额更到，落后企业只有退出、被并购或转型的机会。找寻景气度处于底部、低估值的细分行业龙头。
- ◆ **行业整体业绩惊奇的概率较低：**2019年上半年，化学原料及制品的利润总额为2128亿，同比下降13.8%；收入3.36万亿，增长0.7%；显示盈利能力下滑。截止到2019.8.29，从已经披露中报数据的公司统计看，整体法PE年化为18倍，算术平均法为47倍，中值为20倍；全市场整体法PE为14.43，算术平均值为85，中值为19.25。整体法估值略高。
- ◆ **关注细分子行业龙头公司：**1) 天然气子行业，关注进口LNG产业链，首选向天然气产业转型的新奥股份；2) 处于景气周期底部的炭黑子行业，首选黑猫股份；3) 磷化工子行业，重点关注磷矿石资源丰富的兴发集团。
- ◆ **风险提示：**国际油气价格大幅波动、宏观经济持续下行、中美贸易摩擦加剧、人民币汇率大幅波动、政策大幅变动等。

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.28	-8.36	-21.87
绝对收益	-3.26	-2.05	-6.97

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20377198

报告联系人

陈南荣
chennanrong@huajinsc.cn

相关报告

- 基础化工：环保发力，产能收缩，价格大涨，业绩反转 2017-04-10
- 磷肥：兴发集团领衔，梦幻材料 2D 黑磷产业化启程 2016-08-23
- 化学原料：石墨烯产业持续升温，或打开万亿级别的下游应用市场 2015-12-01

内容目录

一、上半年业绩回顾	4
一、 投资建议	6
二、 需求低迷，行业供过于求的格局未变	6
三、 业绩整体惊奇的概率较低	11
四、 精选细分行业龙头公司	14
(一) 天然气	14
(二) 炭黑	16
(三) 磷化工	22
五、 投资建议	27
(一) 新奥股份	27
(二) 黑猫股份	28
(三) 兴发集团	30
六、 风险揭示	33

图表目录

图 1: 中信化工和石化涨跌幅	4
图 2: 化工子行业涨跌幅情况 (年初到 2019.8.6)	4
图 3: 基础化工 PE-TTM	4
图 4: 基础化工 PB 估值	5
图 5: 中信基础化工三级子行业估值一览 (2019.8.6)	5
图 6: 我国地产新开工及销售面积同比 (截止到 2019 年 6 月份)	7
图 7: 截止到 2019 年 6 月份地产新开工和销售月度累计同比	7
图 8: 全球乘用车产量及同比数据	7
图 9: 国内汽车产量及同比数据 (截止到 2019.6, 下同)	8
图 10: 家电产量及同比数据 (万台, %)	8
图 11: 家电产量及同比数据 (万台, %)	8
图 12: 家电产量及同比数据 (万台, %)	8
图 13: 化学原料、化学纤维及制品固定资产投资完成额累计同比 (% , 截止到 2019.6)	9
图 14: 主要化工品近一年来的开工率	10
图 15: 化学原料及制品企业单位数 (个)	10
图 16: 聚氨酯产能及开工率	11
图 17: 聚氨酯价格走势	11
图 18: 染料价格回落	11
图 19: 甲醇价格走势	11
图 20: 甲醇行业毛利分析 (元/吨)	12
图 21: 甲醇库存较高	12
图 22: 纯碱价格走势	12
图 23: 烧碱价格走势	12
图 24: 原盐价格走势	13
图 25: 电石价格走势	13
图 26: 有机硅开工率	13
图 27: 有机硅单体价格走势	13

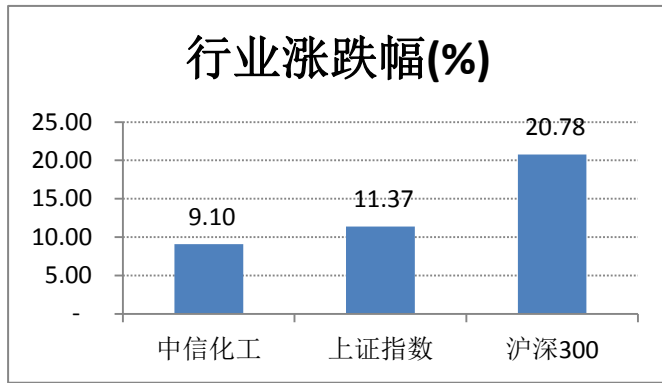
图 28: 国内天然气表观消费量.....	14
图 29: 国内天然气对外依存度.....	14
图 30: LNG 中国到岸价、36 城市管道气价格、92 号汽油价格.....	14
图 31: 老线老价 (横轴: 距离, 公里)	15
图 32: 新线新价 (西气东输管输价格表, 元/方)	15
图 33: 国内外炭黑产业链.....	16
图 34: 2018 年国内替换胎与原配胎市场比例	17
图 35: 2018 年全球替换胎和原配胎市场比例	17
图 36: 截止到 2019 年 6 月份, 我国汽车保有量 (亿辆, %)	19
图 37: 2016-2019 年国内炭黑产能	19
图 38: 炭黑表观消费量	19
图 39: 炭黑年度产量情况 (截止到 2019.7)	20
图 40: 炭黑行业总库存 (截止到 2019.8.10)	20
图 41: 炭黑开工率	20
图 42: 国内炭黑进出口价格 (美元/吨)	20
图 43: 其他橡胶制品固定资产投资完成额及同比增速.....	21
图 44: 磷矿石产业链.....	22
图 45: 全球磷矿石储量 (亿吨)	23
图 46: 国内磷矿石产量及同比增速 (万吨, %)	23
图 47: 磷矿石表观消费量 (吨, %)	23
图 48: 磷矿石行业开工率.....	24
图 49: 贵州、湖北、云南减产最多	24
图 50: 全球磷矿石开采成本 (美元/吨, 2017 年 10 月)	25
图 51: 西南地区中间价 (元/吨)	25
图 52: 磷酸二铵的开工率.....	25
图 53: 磷酸一铵的开工率.....	25
图 54: 磷酸一铵、二铵的产量及同比数据.....	26
图 55: DAP、MAP 价格走势	26
图 56: DAP 库存.....	27
图 57: MAP 库存.....	27
图 58: 黑猫股份产量、销量及库存数据 (吨)	28
图 59: 黑猫股份历年来对外出口收入 (亿元)	29
图 60: 当前公司的 PB 估值处于上市以来的底部.....	30
图 61: 2019 年中期收入构成	31
图 62: 2019 年中期毛利构成	31
图 63: 公司财务数据摘要.....	32
图 64: 公司目前 PB 估值处于历史底部.....	33
表 1: 国内陆上油气田出厂基准价 (元/吨)	15
表 2: 不同类型车辆轮胎配套替换系数及周期.....	17
表 3: 炭黑公司价格弹性对比 (报告期 2019-3-31)	21
表 4: 近年来的磷矿石相关政策	24
表 5: 磷矿石价格弹性	27
表 6: 重点公司	33

一、上半年业绩回顾

截止到 2019.8.6，中信基础化工落后沪深 300 指数 11.68 个百分点。由于化工细分行业太多，行业之间的差异明显，其中具有定价权、有一定垄断性的子行业表现较好。这些子行业有聚氨酯、印染等子行业；另外一些有技术突破的新材料公司也脱颖而出（如碳纤维）。

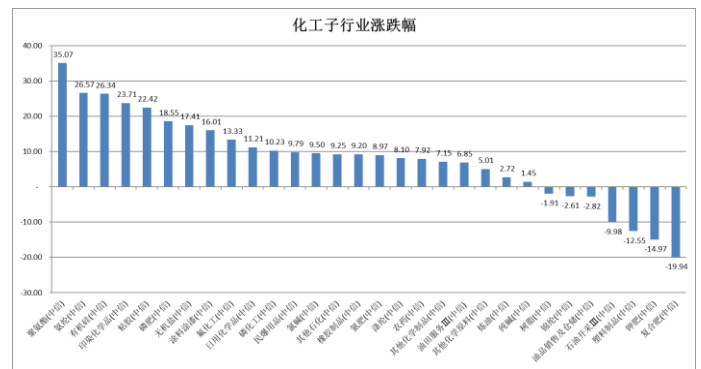
当前有利的情况是由于全行业出现亏损的概率较低，整体估值还有上升的可能；在中报出来后还有进一步降低的可能。

图 1：中信化工和石化涨跌幅



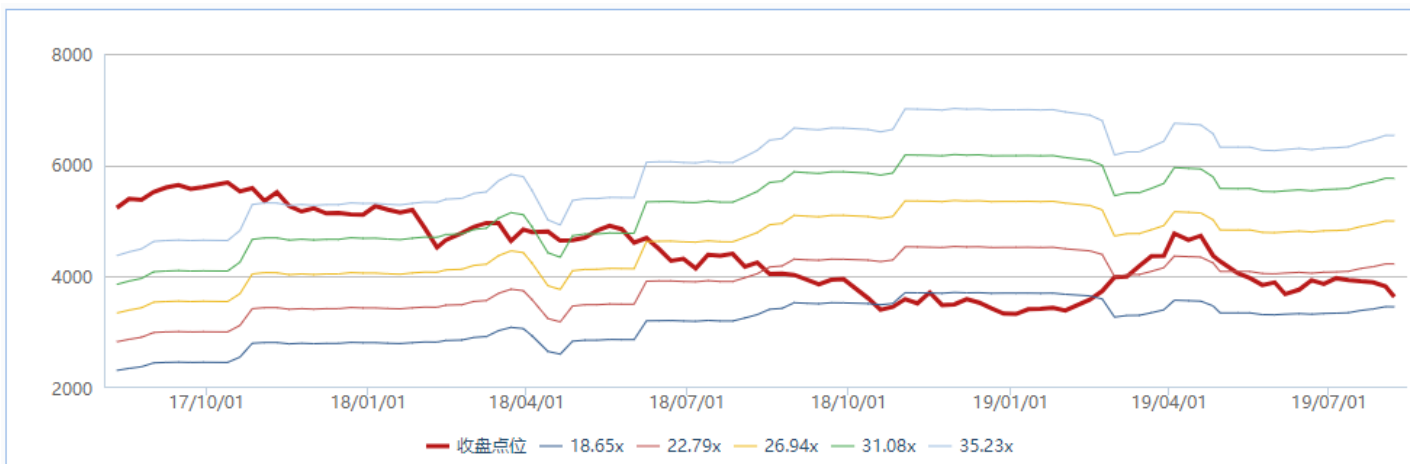
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：化工子行业涨跌幅情况（年初到 2019.8.6）



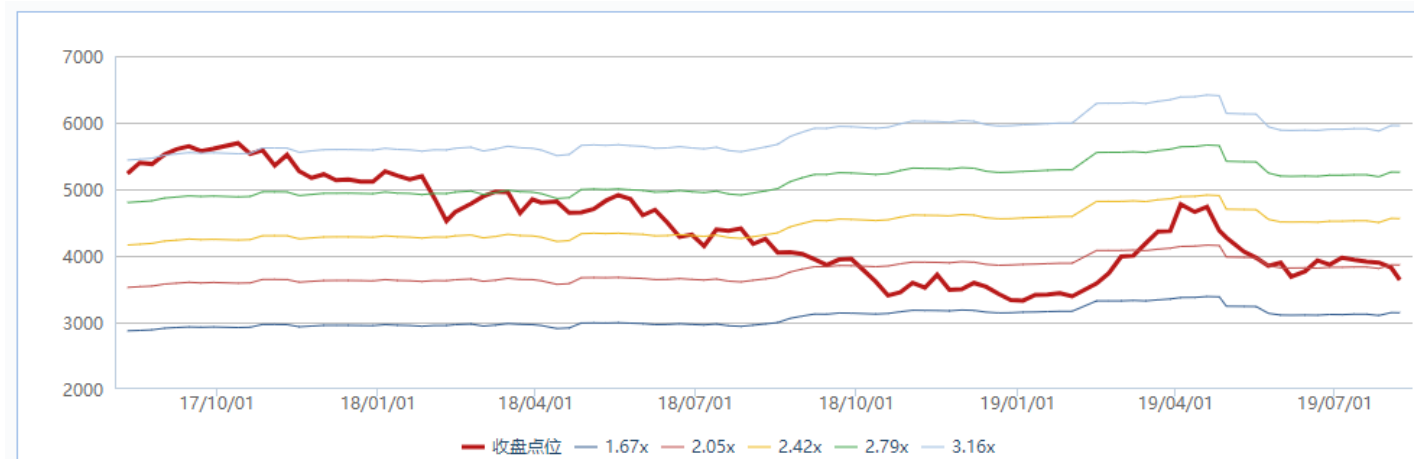
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：基础化工 PE-TTM



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：基础化工 PB 估值



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：中信基础化工三级子行业估值一览（2019.8.6）

板块	市盈率(TTM,整体法) [交易日期] 最新收盘日 [剔除规则] 剔除负值↑	市净率(整体法) [交易日期] 最新收盘日 [财务数据匹配规则] 当年一季 [剔除规则] 剔除负值	市盈率(TTM,整体法) [交易日期] 最新收盘日 [剔除规则] 不调整	市净率(整体法) [交易日期] 最新收盘日 [财务数据匹配规则] 当年一季 [剔除规则] 不调整
CS锦纶	8.4779	1.3470	8.4779	1.3470
CS氮肥	9.7986	1.4775	10.2542	1.5060
CS民爆用品	9.9785	1.5712	9.9785	1.5712
CS印染化学品	11.6556	1.8844	11.6556	1.8844
CS纯碱	12.4887	1.2337	12.4887	1.2337
CS氯碱	13.0908	1.3280	14.1989	1.3280
CS钾肥	14.0063	1.4534	-16.8997	1.4534
CS聚氨酯	14.5178	2.5644	14.5178	2.5644
CS氟化工	14.5743	2.2043	14.5743	2.2043
CS农药	15.3441	1.5975	20.0040	1.5975
CS磷肥	17.5167	2.0674	49.8748	2.0674
CS橡胶制品	17.8733	1.5782	17.8733	1.5782
CS无机盐	19.1467	1.6223	19.1467	1.6223
CS涂料涂漆	19.8554	2.5182	19.8554	2.5182
CS氨纶	20.4221	2.0510	20.4221	2.0510
CS树脂	20.5670	3.2859	23.8761	3.2859
CS其他化学原料	22.9655	2.2455	22.9655	2.2455
CS涤纶	23.4169	2.4362	-147.0970	2.4362
CS日用化学品	23.5318	2.6634	23.5318	2.6634
CS其他化学制品	26.8608	2.2680	31.8732	2.2680
CS塑料制品	28.0404	1.6047	48.9012	1.6047
CS复合肥	29.0117	1.2571	29.0117	1.2571
CS磷化工	34.7813	1.4712	34.7813	1.4712
CS粘胶	39.9879	1.5580	39.9879	1.5580
CS有机硅	45.0104	2.6242	45.0104	2.6242

资料来源：wind，华金证券研究所

一、投资建议

考虑到行业整体盈利状况不佳，产业结构调整没有结束，整体行业落后大市的概率较高。考虑到细分行业的机会，我们自下而上找到低估值的龙头公司，结合细分行业的具体情况，建议关注天然气、炭黑和磷化工行业。

磷化工的整治持续进行中。磷化工的源头是磷矿石，且磷矿石属于不可再生资源，在磷矿石的开发应用过程中，存在较多的环保问题亟待解决。如7月初的央视对黄磷的报道，加快了政府治理的步伐。7月8日，生态环境部生态环境执法局发布了《长江“三磷”专项排查整治技术指南（环执法发【2019】12号）》，未来将在江苏、湖北、湖南、重庆、四川、贵州、云南展开排查，行业供给有望进一步收紧，最后留下来应该是有丰富资源储量且有技术和资金实力的公司。建议关注兴发集团，其次是云天化。

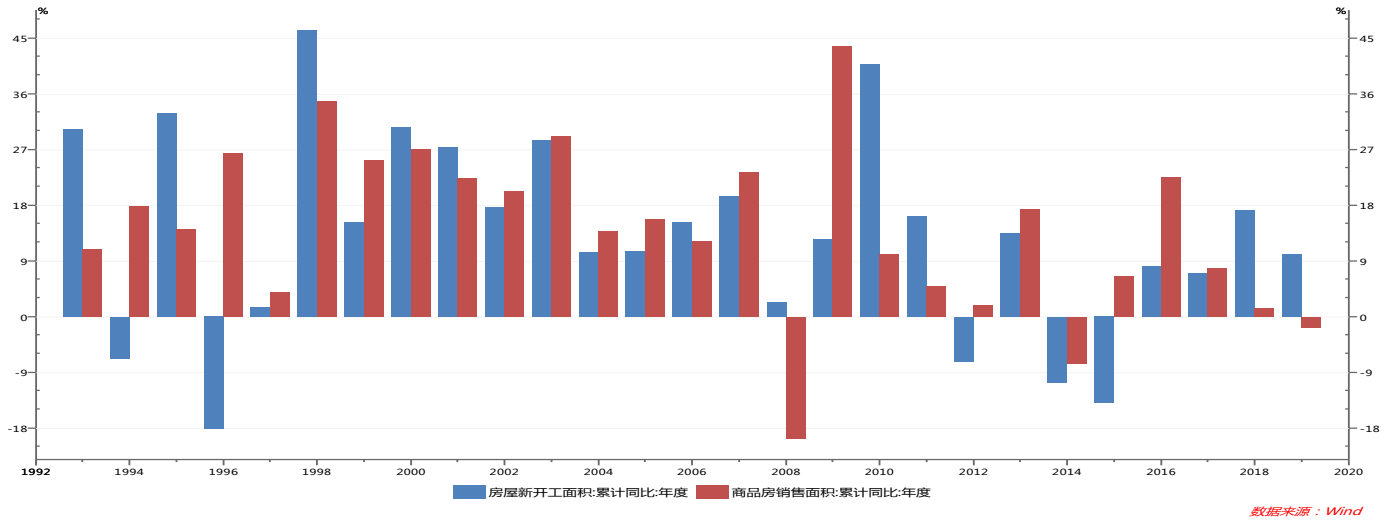
炭黑已经处于景气度底部，行业有望出现好转。全行业亏损已经持续了1年多，焦煤供给侧改革在2019年将完成剩余的产能淘汰，届时焦煤的供需将达到平衡，炭黑的原料煤焦油的供给下降，有望抬高行业成本。目前低迷的价格水平下，只有技术先进的新产能才能维持生产，老装置、落后的装置开不起来，最后将永久性退出市场。海外的成本构成也一样（乙烯焦油工艺），旧产能一旦退出就是永久性退出。未来行业驱动力来自于库存持续下降、国际油价的上涨、下游需求变好、落后产能退出。建议关注龙头黑猫股份，其他还有永东股份、龙星化工、金能科技等。

天然气是一个非常好的清洁能源，因受制于国内气源供应不足，相比美国，天然气推广应用要弱的多。政府对天然气消费指引是2025-2030年消费量达到6000-7000亿方，2018年在2800多亿方，而国内天然气资源缺乏，因此更大的可能是外购，其中LNG将是最好的进口方式。如果国内消费量大幅上升，将对天然气上游、运输、仓储等环节构成利好。建议关注天然气产业转型的新奥股份。

二、需求低迷，行业供过于求的格局未变

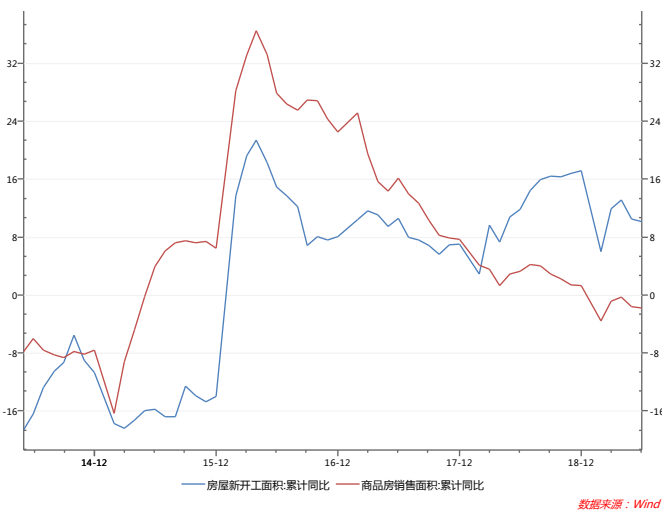
截至到2019年6月底，地产销售面积持续负增长（-1.8%），低于新开工面积（10.1%）；二者差距的扩大，意味着今年后面几个月的新开工将受到抑制。全球乘用车产量2018年为负增长3.18%；国内2018年产量下降3.8%，比全球差，反应国外的情况好于国内；但截止到2019年6月份，国内汽车产量下滑14.2%，存在加速下行的趋势。

图 6: 我国地产新开工及销售面积同比 (截止到 2019 年 6 月份)



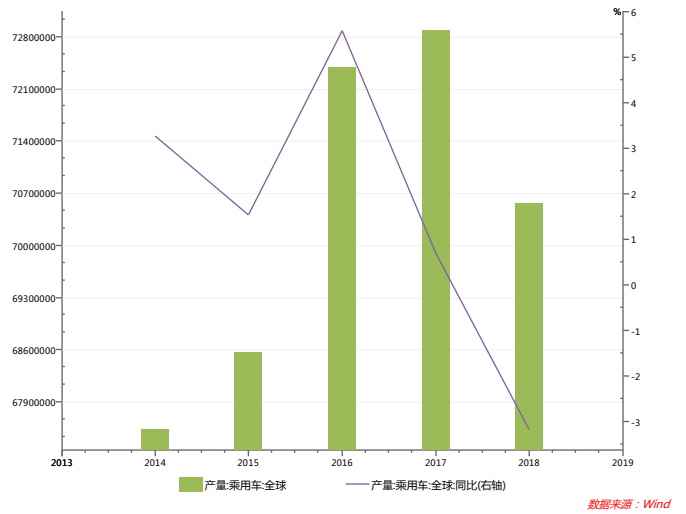
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 截止到 2019 年 6 月份地产新开工和销售月度累计同比



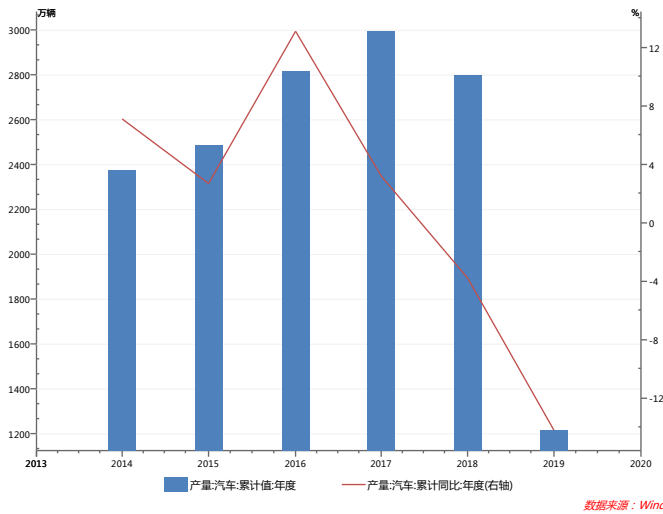
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 8: 全球乘用车产量及同比数据



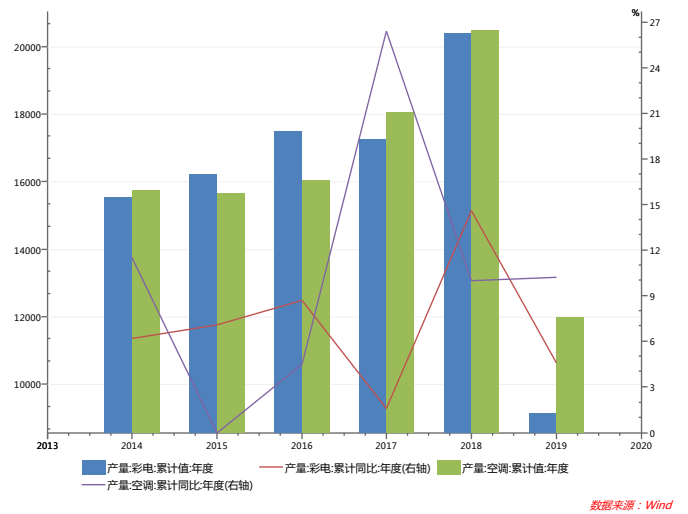
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9: 国内汽车产量及同比数据 (截止到 2019.6, 下同)



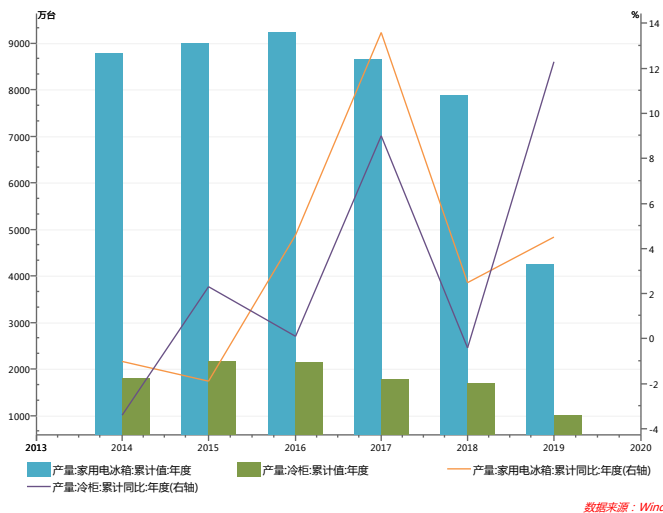
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 家电产量及同比数据 (万台, %)



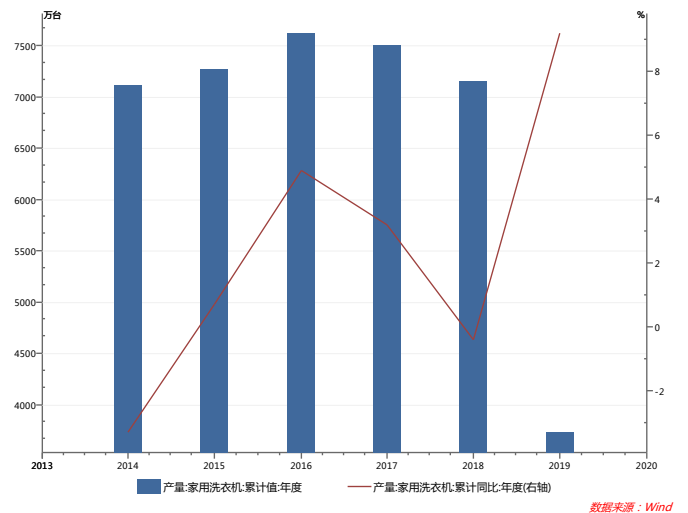
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 11: 家电产量及同比数据 (万台, %)



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 12: 家电产量及同比数据 (万台, %)

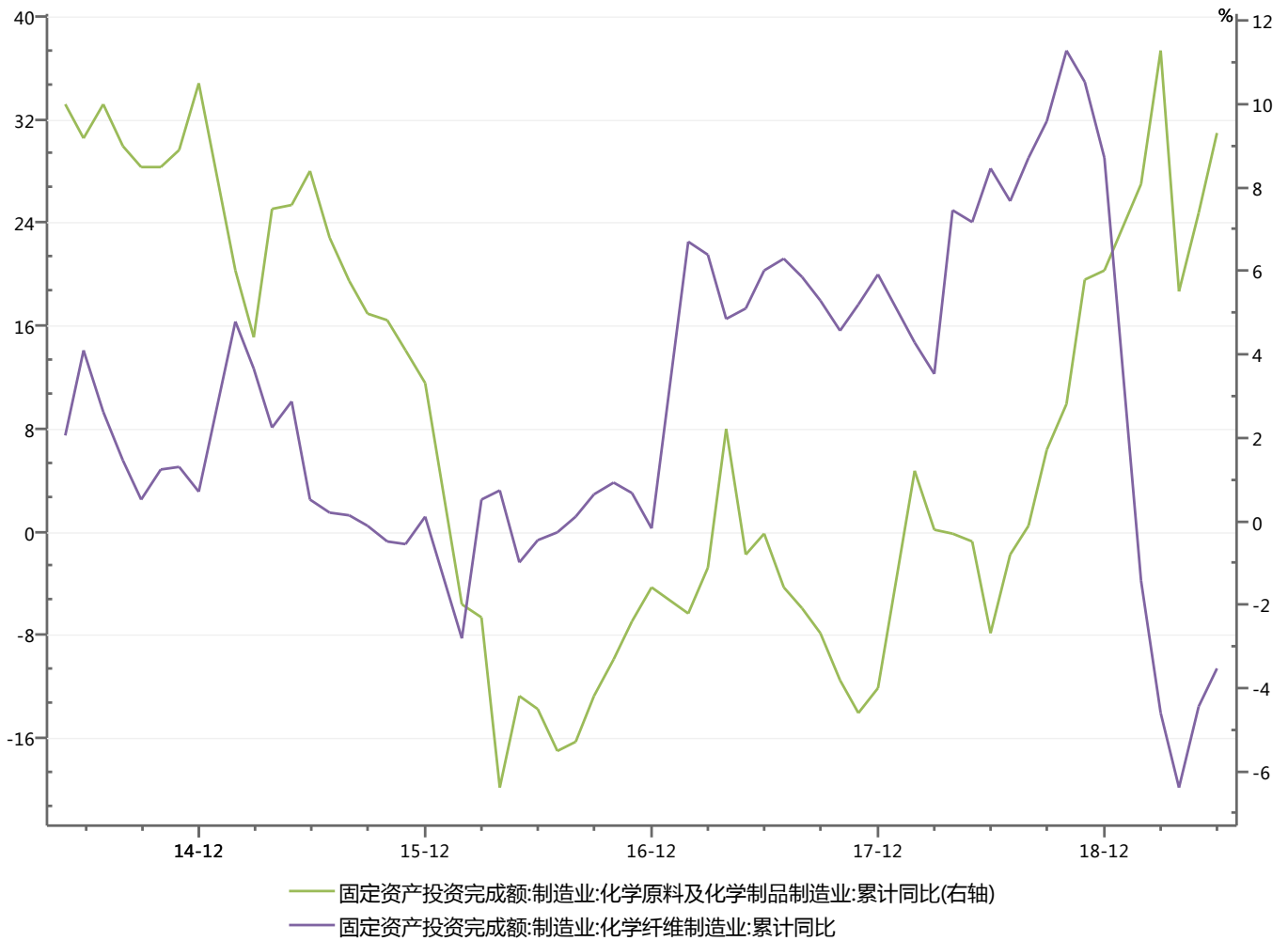


资料来源: wind, 华金证券研究所

家电行业表现稍好。2016 年来, 空调、冰箱处于正增长状态。考虑到 10 年的寿命期, 这部分需求有来自 2009 年开始的家电下乡政策的正常替换需求。但家电长周期仍然跟随地产, 我们预计地产的新开工受到销售的制约, 带动下游需求放缓。

从供给端看, 行业的固定资产投资增速持续为正增长, 说明产能还在扩张中。因此, 我们认为需求不佳、供给在扩张的背景下, 化工行业整体性机会不大。由于化工产业链较长, 建议关注供需结构有望扭转的细分子行业。

图 13: 化学原料、化学纤维及制品固定资产投资完成额累计同比 (%)，截止到 2019.6

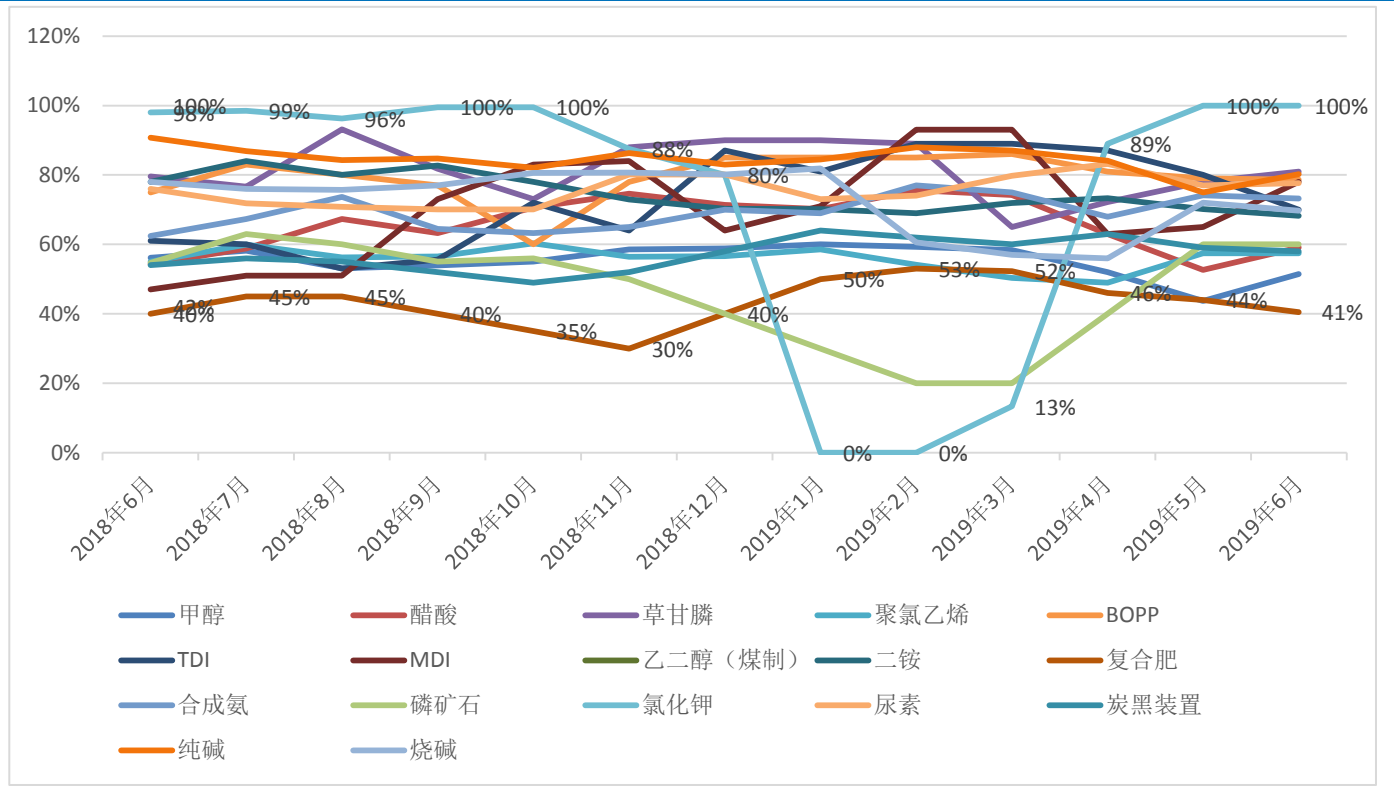


数据来源: Wind

资料来源: Wind, 华金证券研究所

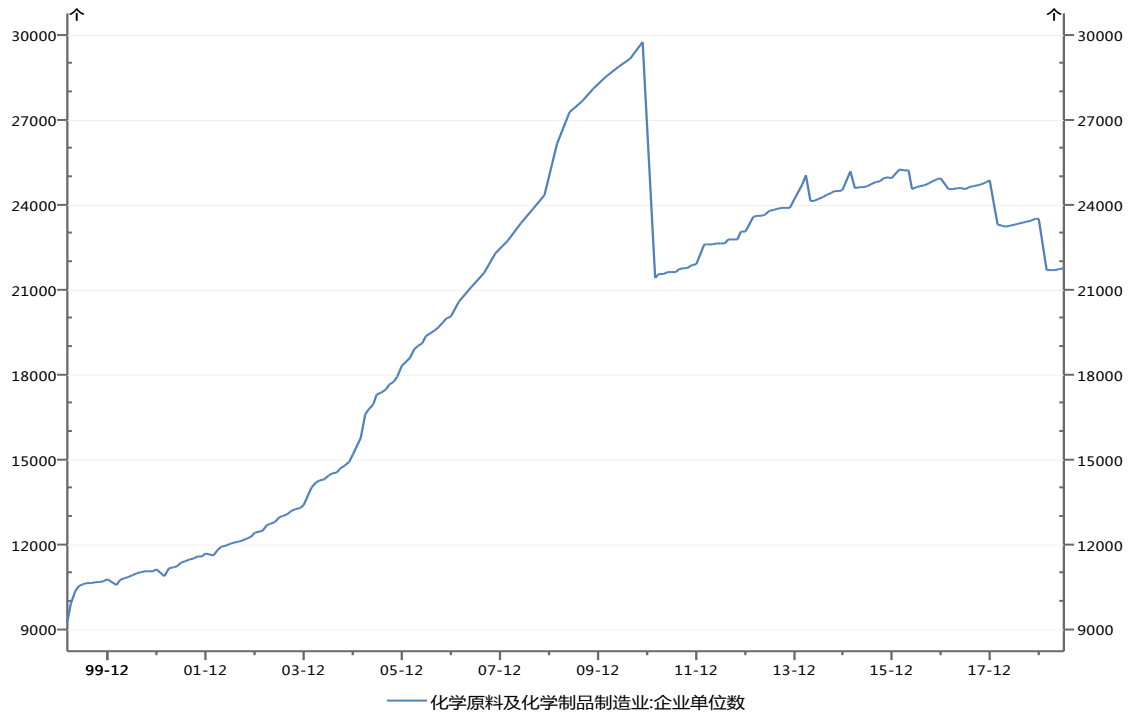
由于行业景气度低, 价格处于底部, 那些成本较高的产能无法正常开工, 抑制了行业开工率。从百川资讯的部分产品开工率数据看, 只有那些规模较大、成本有优势的企业能维持开工, 这样形成自然的淘汰。一旦达到供需平衡, 如果下游需求有起色, 该子行业将率先上行。

图 14：主要化工品近一年来的开工率



资料来源：百川资讯，华金证券研究所

图 15：化学原料及制品企业单位数（个）



数据来源：Wind

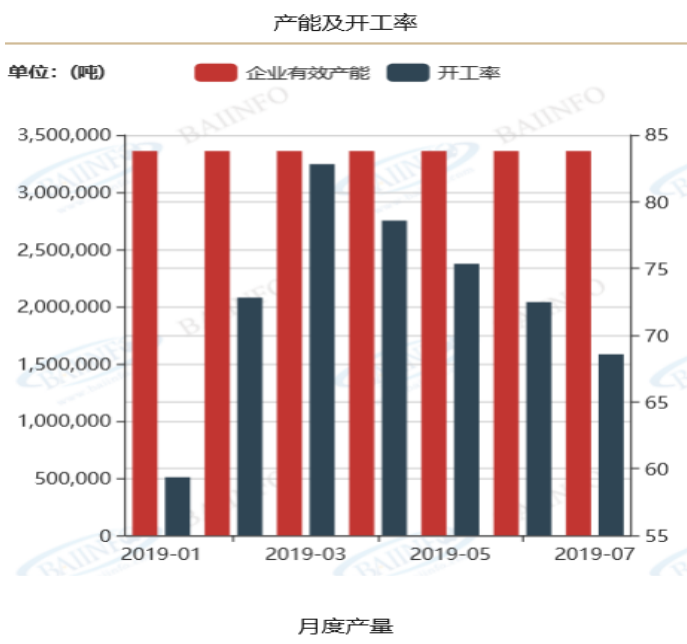
资料来源：Wind，华金证券研究所

三、业绩整体惊奇的概率较低

从百川资讯数据看，由于整体开工率较低，行业景气度低迷，化工行业全年业绩超预期的概率较低。国家统计局数据显示，1-6月份，化学原料及制品的利润总额为2128亿元，同比-13.8%。

万华在聚氨酯行业具有一定的定价权，尤其是纯MDI，但依然扛不住市场的弱势，价格在4月份后下行。聚氨酯主要下游是白色家电，其他的主要领域是建筑和汽车。由于这些产业仍然是跟随地产，地产弱势的趋势不变；如果这些产业依然低迷的话，聚氨酯价格难以上行。

图 16：聚氨酯产能及开工率



资料来源：百川资讯，华金证券研究所

图 17：聚氨酯价格走势



资料来源：百川资讯，华金证券研究所

图 18：染料价格回落



资料来源：七彩云电商，华金证券研究所

图 19：甲醇价格走势

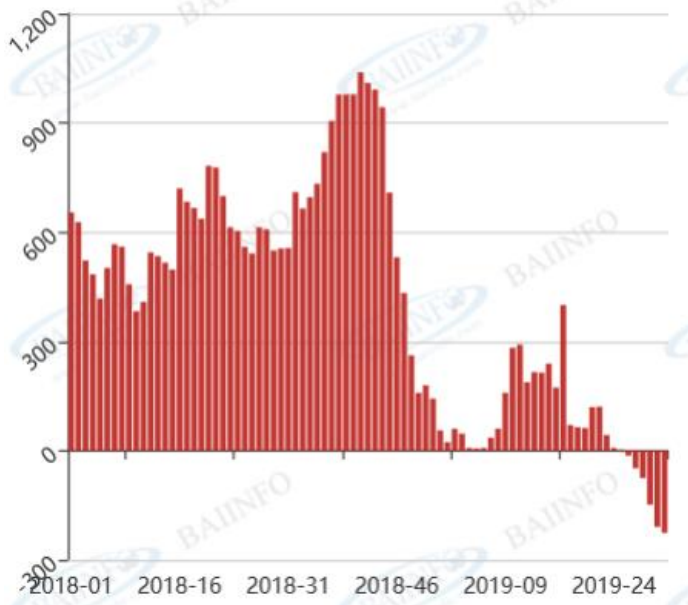


资料来源：百川资讯，华金证券研究所

浙江龙盛在分散染料上有一定的定价权，这也是国内为数不多在全球有定价权的子行业。3月份的响水事件对行业影响很大，但由于行业供给充足，在进入淡季后，客户更加抵制高价染料，染料价格高位回落，且回到2月份的水平。这说明，行业的供求情况比预期的差。

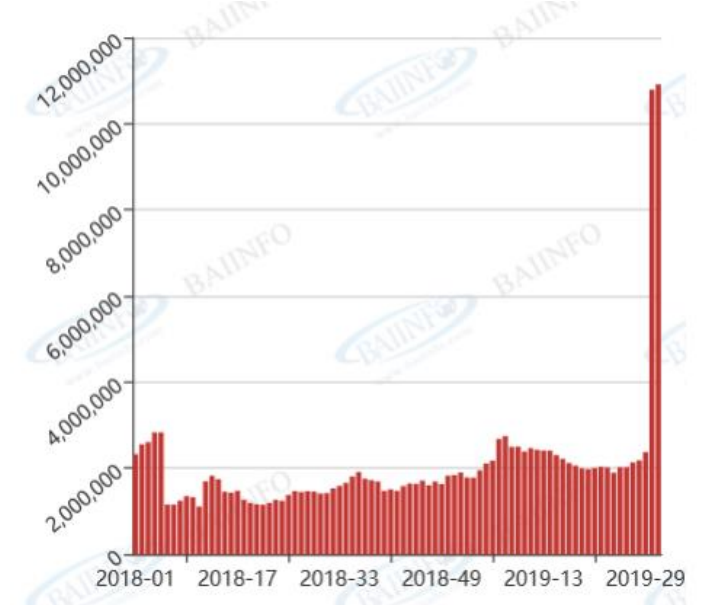
甲醇则属于完全竞争行业。由于价格低迷，甲醇全行业亏损，行业毛利亏损200多元/吨。金牛化工发布了2019年中期业绩报告，报告显示了公司甲醇上半年毛利率相比2018年大幅下滑，中期毛利率只有7.84%，相比2018年16.29%，降低了8.45个百分点。

图 20: 甲醇行业毛利分析 (元/吨)



资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

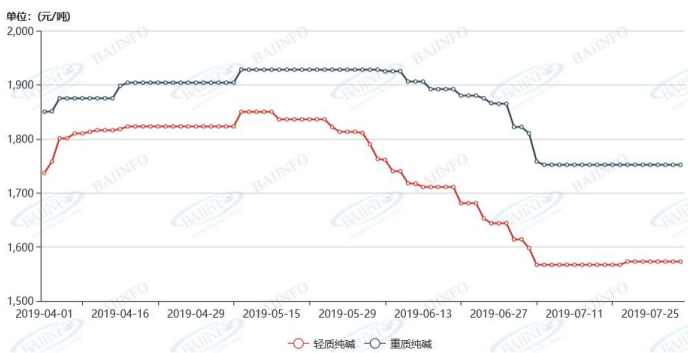
图 21: 甲醇库存较高



资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

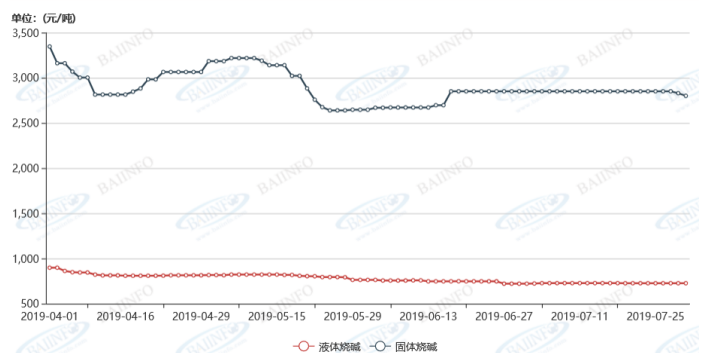
作为大宗品的纯碱、烧碱也架不住需求低迷，价格下探。纯碱已经进入行业亏损的状态，对比原盐的价格走势，可以看出纯碱的价格跌的更多。不过，从成本支撑的角度看，纯碱价格基本上见底。只是，由于行业大部分下游是地产，新开工不及预期的概率大，因此出现大机会的概率较低。

图 22: 纯碱价格走势



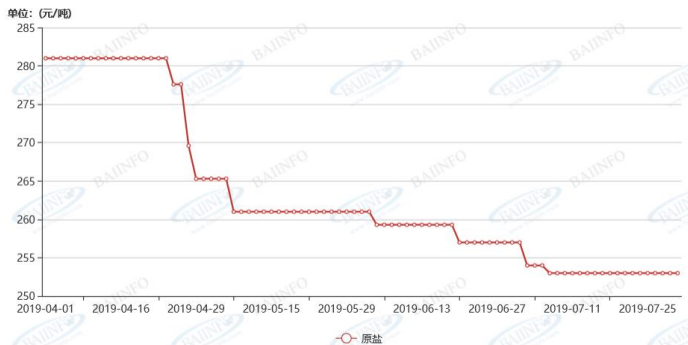
资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

图 23: 烧碱价格走势



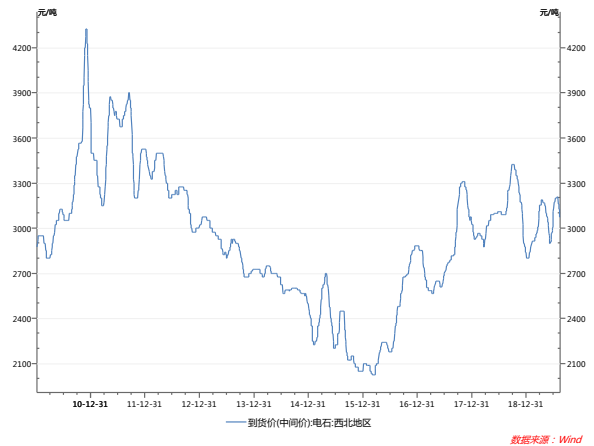
资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

图 24: 原盐价格走势



资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

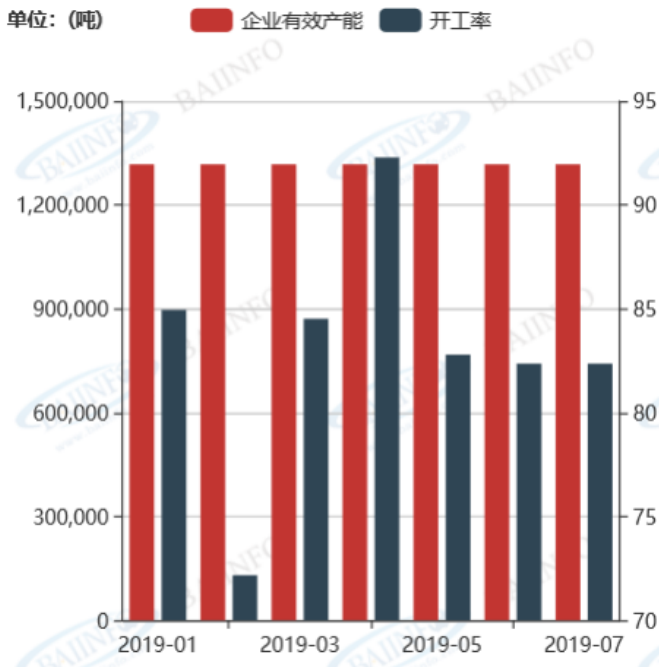
图 25: 电石价格走势



资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

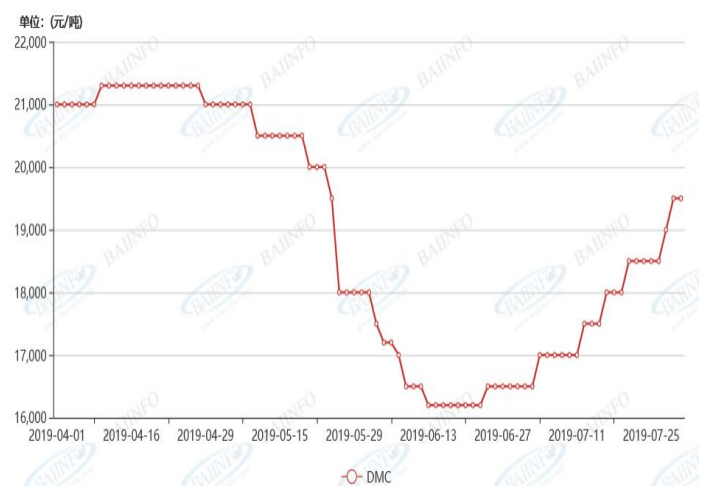
有机硅行业经历了 6 月份低点后, 在成本推动下价格上行。从最低点的 1.55 万涨至 2.05 万元, 最大涨幅为 5000 元/吨, 显示了淡季不淡的特点, 目前行业开工率在 8 成左右。到了 9-10 月份迎来旺季, 叠加今年国庆大年, 京津冀周边的开工将受到影响, 这样供给会出现短暂的紧张, 可能会推动价格上行。但有机硅主要下游仍然是地产, 因此价格涨幅有限。

图 26: 有机硅开工率



资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

图 27: 有机硅单体价格走势



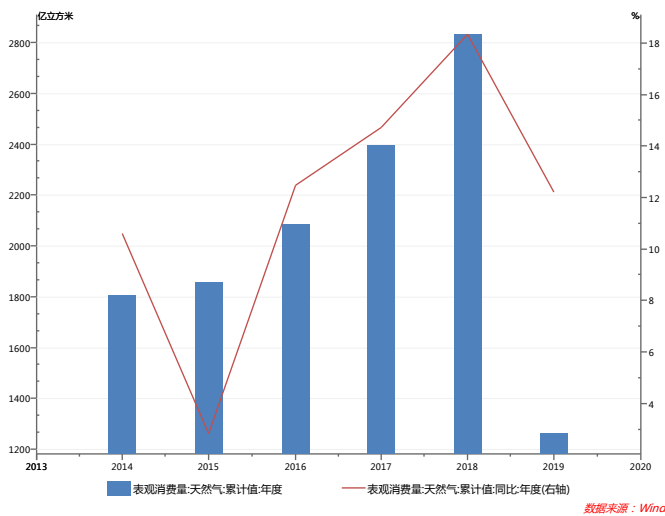
资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

四、精选细分行业龙头公司

(一) 天然气

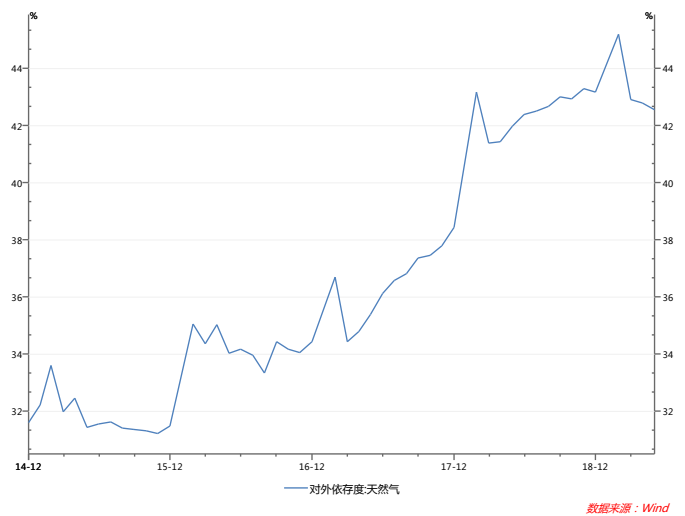
截止到 2019 年 5 月份，国内天然气表观消费量为 1261.66 亿方，增长 12.21%；对外依存度为 42.54%，处于历史上高位区域。而海外天然气价格走低，有利于国内天然气进口。

图 28：国内天然气表观消费量



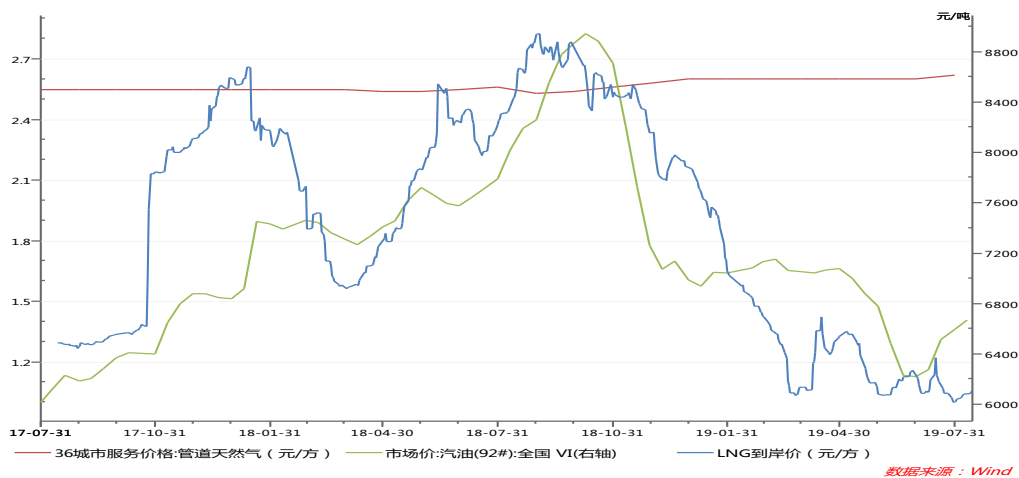
资料来源：wind，华金证券研究所

图 29：国内天然气对外依存度



资料来源：wind，华金证券研究所

图 30：LNG 中国到岸价、36 城市管道气价格、92 号汽油价格



资料来源：Wind，华金证券研究所

国内天然气定价机制主要是成本加成法，即出厂价成本加上合理的利润构成成本价。按照“一线一价”（西气东输、川气东送、忠武线和陕京线）、“一厂一价”（川渝气田、长庆油田、青海油

田、新疆油田、大港、辽河、中原油田和其他油田)、“分类定价”(化肥用气、工业用气、城市燃气)进行定价。根据前瞻研究院统计,国内天然气出厂价在 0.79-1.6 元/方。

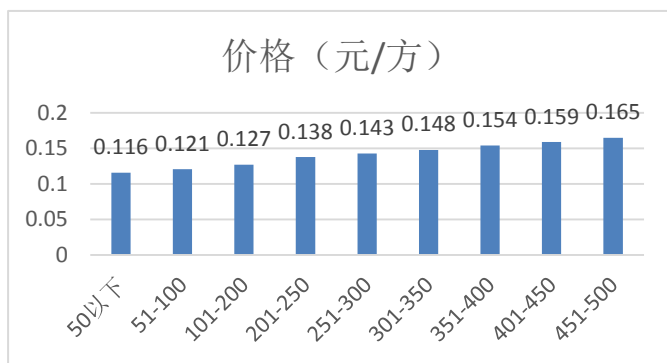
表 1: 国内陆上油气田出厂基准价 (元/吨)

油气田名称	用户分类	基准价 (元/吨)	油气田名称	用户分类	基准价 (元/吨)
川渝气田	化肥	920	其他油田	化肥	1210
	直供工业	1505		直供工业	1610
	城市燃气 (工业)	1550		城市燃气 (工业)	1610
	城市燃气 (非工业)	1150		城市燃气 (非工业)	1210
长庆油田	化肥	940	西气东输	化肥	790
	直供工业	1355		直供工业	1190
	城市燃气 (工业)	1400		城市燃气 (工业)	1190
	城市燃气 (非工业)	1000		城市燃气 (非工业)	790
青海油田	化肥	890	忠武线	化肥	1141
	直供工业	1290		直供工业	1541
	城市燃气 (工业)	1290		城市燃气 (工业)	1541
	城市燃气 (非工业)	890		城市燃气 (非工业)	1141
新疆各油田	化肥	790	陕京线	化肥	1060
	直供工业	1215		直供工业	1460
	城市燃气 (工业)	1190		城市燃气 (工业)	1460
	城市燃气 (非工业)	790		城市燃气 (非工业)	1060
大港、辽河、中原油田	化肥	940	川气东输		1150
	直供工业	1570			
	城市燃气 (工业)	1570			
	城市燃气 (非工业)	1170			

资料来源: 前瞻产业研究院, 华金证券研究所

管输费的计价方式按新老线路执行不同的定价。老线老价, 即全国统一的运价率; 新线实行新线新价、一线一价。

图 31: 老线老价 (横轴: 距离, 公里)



资料来源: 前瞻研究院, 华金证券研究所整理

图 32: 新线新价 (西气东输管输价格表, 元/方)

地区	城市燃气	工业用户	发电用户	平均
河南	0.68	0.64		0.66
安徽	0.75			0.75
江苏	0.94	0.79	0.62	0.79
浙江	0.98		0.72	0.83
上海	0.98	0.8	0.67	0.84

资料来源: 前瞻研究院, 华金证券研究所整理

输配费由省政府价格部门监管, 目前还没有全国统一的天然气输配费监管规则, 各地的监管方式有较大的差别。居民端价格由省级价格部门, 并经过听证会制定; 工商业用户价格由燃气公

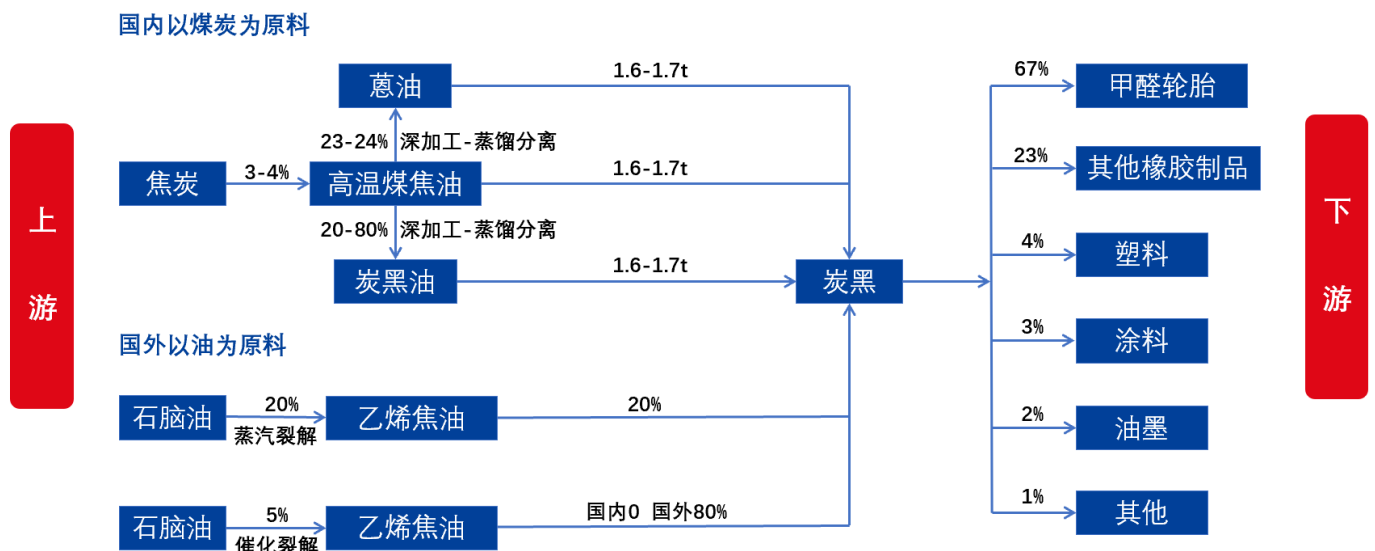
司制定，并报上级主管部门审批；管网设施建设费（初装费、入户费）和天然气售后服务价格由当地价格部门制定并报上级部门审批。

我们看好向天然气产业转型的标的，国内天然气运营做的最好的民营企业是新奥集团，集团天然气分销能力达到 200 亿方，占国内 8%左右的份额。2018 年新奥股份明确了定位于天然气上游资源获取，成为具有创新力和竞争力的天然气上游供应商的发展战略，公司转型已经启动。

新奥股份现有的资产能支撑 120 亿左右的市值，如果成功转型为上游天然气资产，公司的 ROE 或将大幅提高；同时，我们预计公司的资产或将进行调整，非天然气资产有可能逐渐剥离。目前农药资产已经剥离完成。

（二） 炭黑

图 33：国内外炭黑产业链



资料来源：百川资讯，华金证券研究所

炭黑的主要下游是轮胎，轮胎属于消费品。从我国轮胎市场的消费结构看，主要是配套市场和替换市场。乘用车的配套比为 1: 5，载重车的配比为 1: 7。从汽车轮胎替换系数看，每辆车每年需替换 1.5 条，替换周期为 3 年左右；大型卡车等载重型替换系数远高于乘用车，同时其替换周期约为 0.7 年左右。

我国轮胎市场 70%左右是替换市场，其中 60%是乘用车替换市场。相较于发达国家 80%以上的替换市场来说还有一定的发展空间。未来我国轮胎市场逐步向替换市场发展。

随着汽车保有量的持续增加，轮胎市场存在巨大的替换空间。2018 年，全国汽车保有量为 3.25 亿辆，比 2017 年增加 1556 万辆。2013-2018 年的年复合增速为 14.31%，每百户家庭汽

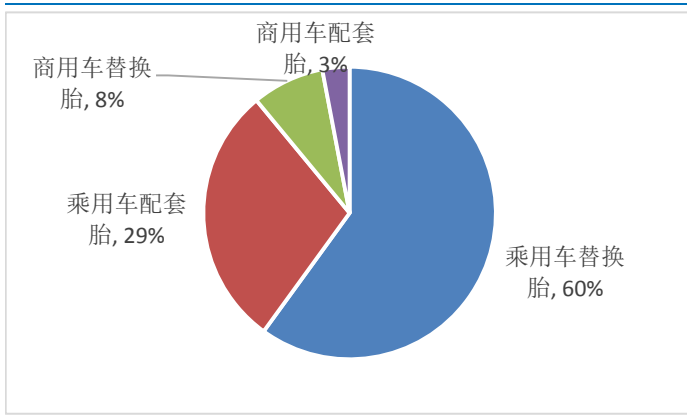
车拥有量超过 40 辆。按 3.3 年的换胎周期计算，我国每年就有 1.086 亿条更换市场。2018 年轮胎产量 7.5 亿条，占比 14.5% 左右。

表 2：不同类型车辆轮胎配套替换系数及周期

轮胎类型	车辆类别	配套轮胎数（条）	替换系数（条/辆/年）	替换周期（年）
轿车胎	轿车	5	1.5	3.3
载重胎	重型载重卡车	16-22	10~20	1.1
	轻型载重卡车	7	4.2	1.7
	中型载重卡车	11	15	0.7
	大型客车	7~11	2~5	2.2
工程胎	装载机械	4	2	2
	工程机械	6	3	2

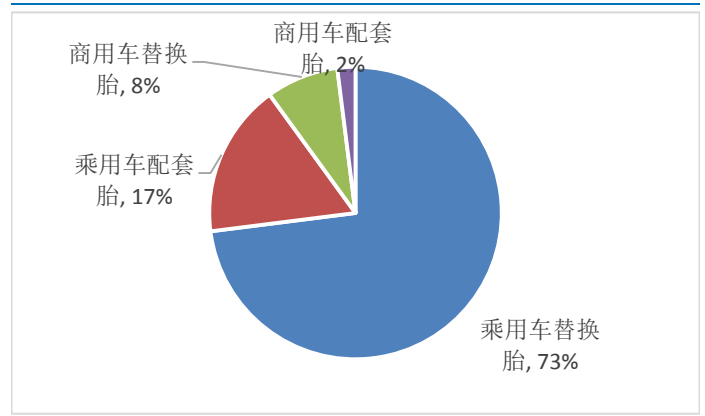
资料来源：观研天下，华金证券研究所整理

图 34：2018 年国内替换胎与原配胎市场比例



资料来源：观研天下，华金证券研究所整理

图 35：2018 年全球替换胎和原配胎市场比例



资料来源：观研天下，华金证券研究所整理

从人均保有量来看，我国汽车人均保有量 400 辆/千人，与世界平均 500 辆还有差距，美国在 900 辆，德国超过 600 辆，日本在 600 辆附近，相比而言，还有一定的差距。对比发达国家，我国人均保有量逐步向发达国家看齐，这将对应对着巨大的轮胎替换市场。

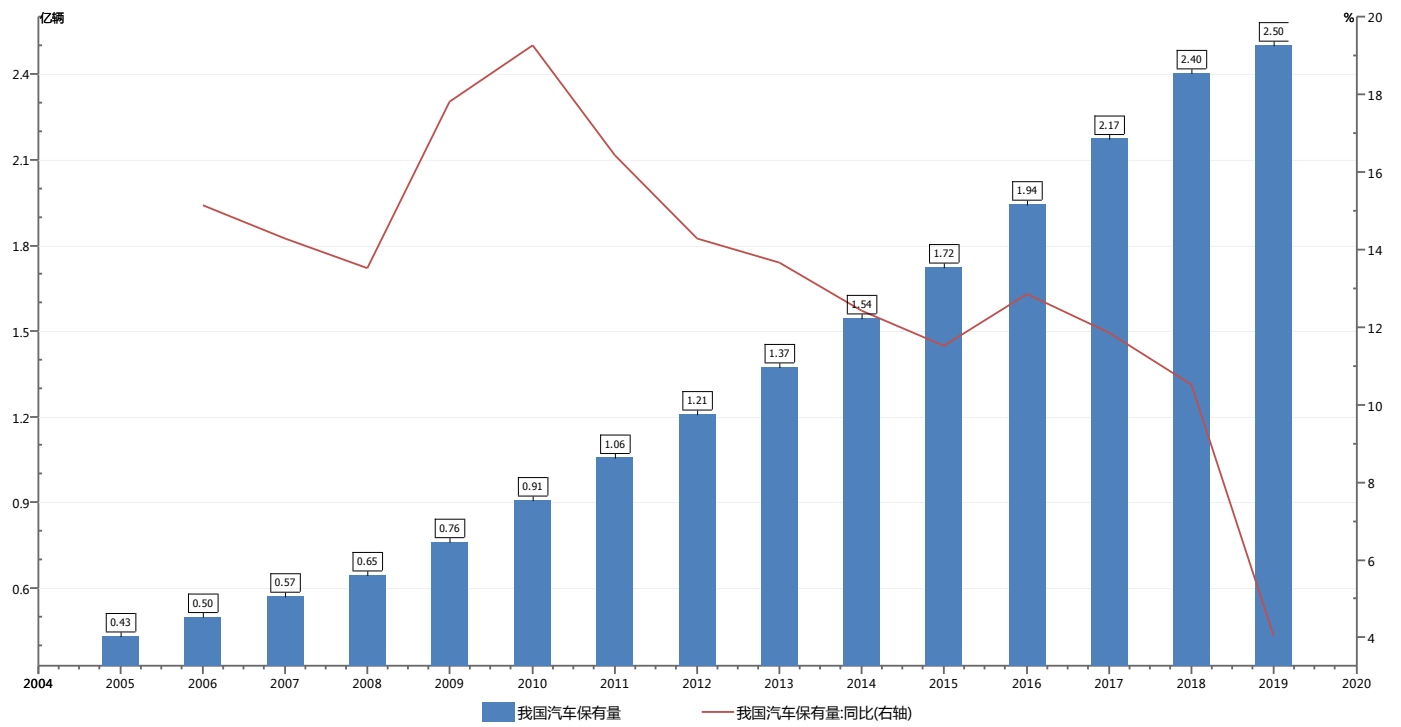
轮胎行业的发展动力主要是：

- 1、全球汽车产量及保有量的增长。2008 年经济衰退后，汽车产量和保有量在全球范围内逐步增长，推动了汽车轮胎配套和替换市场需求。发展中国家的汽车普及率相对较低，预计将带来强劲的需求。根据中汽协的数据，2017 年全球汽车轮胎销量达到 30.28 亿条，预计 2020-2021 年达到 32-33 亿条。其中半钢子午线轮胎的销售增速较快，年复合增速 3.9%，全钢子午胎、斜交胎增速为 2.7%、1.7%。2017-2021 年的复合增速：半钢子午线轮胎增幅 2.8%，全钢子午线轮胎、斜交胎分别为 1.8%、0.3%。
- 2、一带一路倡议的实施：一带一路横跨亚欧非大陆，一端是活跃的东亚经济圈，另一端是发达的欧洲经济圈。由于合作重点是加强区域互通，因此一带一路倡议的实施，已经强烈刺激了沿线超过 60 个国家和地区的基础设施建设及运输行业，催生了商用车的需求。

更重要的是，不断提高的运输频率加速了卡车的轮胎损耗。因此，商用车对替换带的需求增加印发替换胎市场的扩张性发展。

- 3、道路运输物流市场稳定增长。城镇化进程、电子商务发展、人口及可支配收入增加均为刺激道路运输物流增长的需求推动因素。随着运输量的增加，为实现高效的物流体系，需增加商用车及延长货运里程。因此，商用车数量的增加、货运历程的增加引发的轮胎磨损，刺激配套和替换市场的发展。
- 4、国家政策产业转移：工信部发布了产业专业目录 2018 最新版，涉及轮胎有：
 - a) 绿色轮胎（成都市、眉山市、石嘴山市、银川市、吴忠市、长沙市、衡阳市、岳阳市）。
 - b) 高性能子午线轮胎及配套专用材料（厦门市、莆田市、三明市），轮胎钢丝（郑州市、新乡市、济源市）。
 - c) 绿色橡胶制品（贵阳市、铜仁市），橡胶制品（咸阳市、十堰市、咸宁市、郑州市）。
 - d) 安全节能环保的胶管及汽车用新型特种橡胶制品（宣城市、淮北市、安庆市）。
 - e) 汽车轻量化用高分子材料、高等级子午线轮胎及配套专用材料（广州市、汕头市、惠州市、茂名市、揭阳市）。
 - f) 丁基橡胶、乙丙橡胶、溶聚丁苯橡胶、稀土系顺丁橡胶（泉州市、漳州市）。
 - g) 特种合成橡胶（沈阳市、大连市、抚顺市、盘锦市、成都市、自贡市、南充市）。
 - h) 乙丙橡胶、异戊橡胶、丁基橡胶等特种橡胶（吉林市）。
 - i) 合成橡胶（银川市、石嘴山市、吴忠市、洛阳市、平顶山市、鹤壁市、焦作市、濮阳市）。
 - j) 天然橡胶及橡胶制品精深加工（普洱市、西双版纳州）。
 - k) 橡胶助剂等高端专用精细化学品（开封市、安阳市、鹤壁市、新乡市、焦作市）。
 - l) 轮胎等再生资源循环利用（唐山市、定州市、衡水市）。

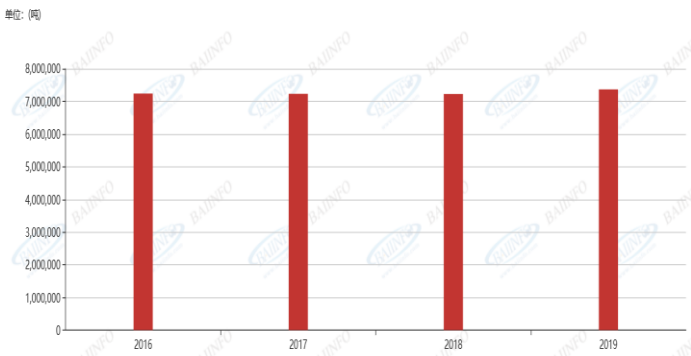
图 36: 截止到 2019 年 6 月份, 我国汽车保有量 (亿辆, %)



数据来源: Wind

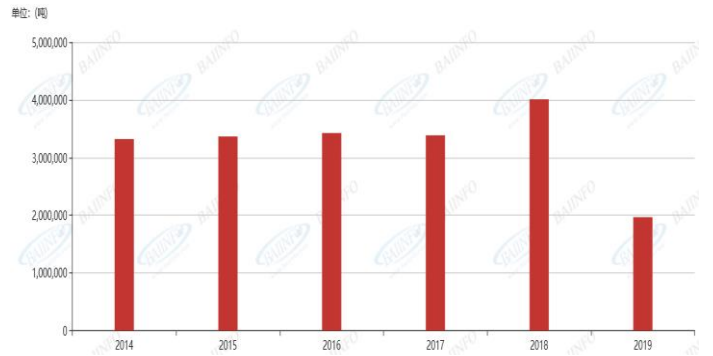
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 37: 2016-2019 年国内炭黑产能



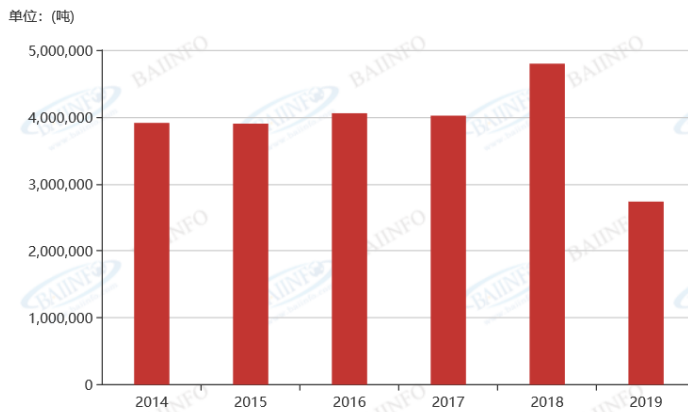
资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

图 38: 炭黑表观消费量



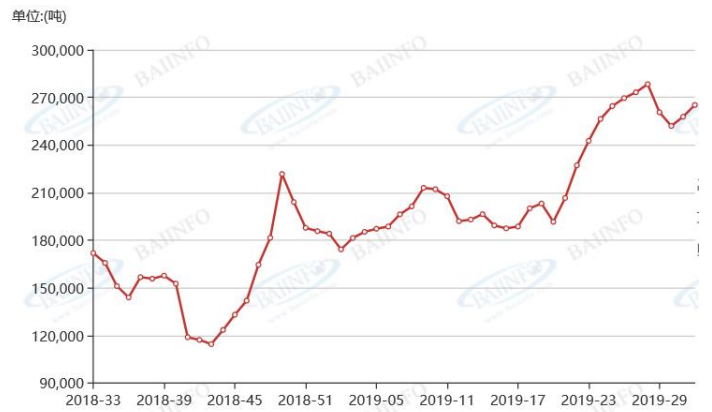
资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

图 39: 炭黑年度产量情况 (截止到 2019.7)



资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

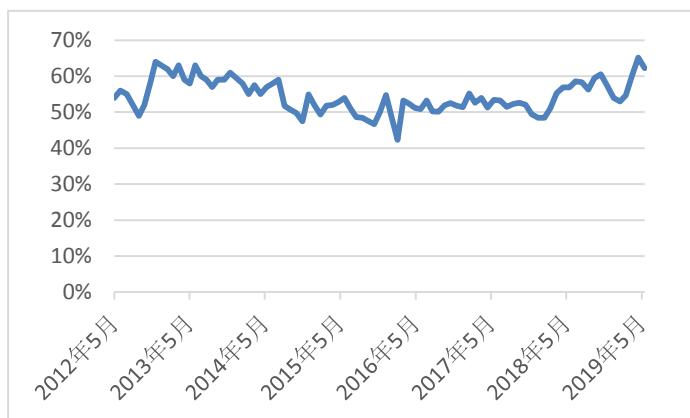
图 40: 炭黑行业总库存 (截止到 2019.8.10)



资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

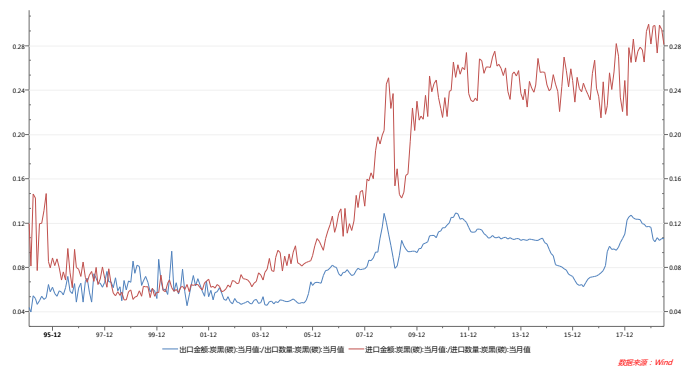
炭黑行业目前处于景气度底部, 全行业亏损已经持续一年了。表观需求量 2014-2018 年复合增速为 4.8%; 产量增速为 4.2%, 慢于消费增速; 2016-2020 年产能年复合增速为 3.4%, 也慢于消费增速。随着焦炭行业供给侧改革临近结束, 预计 2019 年将完成十三五规划 5000 万吨的退出, 由于供给收缩, 明年的煤焦油价格进一步下行的概率较低, 意味着国内炭黑的成本难以下降, 那些落后的老旧产能将被迫退出市场。同样, 海外落后老旧生产成本较高的装置也面临淘汰, 全行业供给趋紧。如果国际油价上行, 或者轮胎、橡胶制品的需求好于预期、产能快速出清时, 行业景气度将上行, 炭黑价格将面临反弹。

图 41: 炭黑开工率



资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

图 42: 国内炭黑进出口价格 (美元/吨)



资料来源: wind, 华金证券研究所

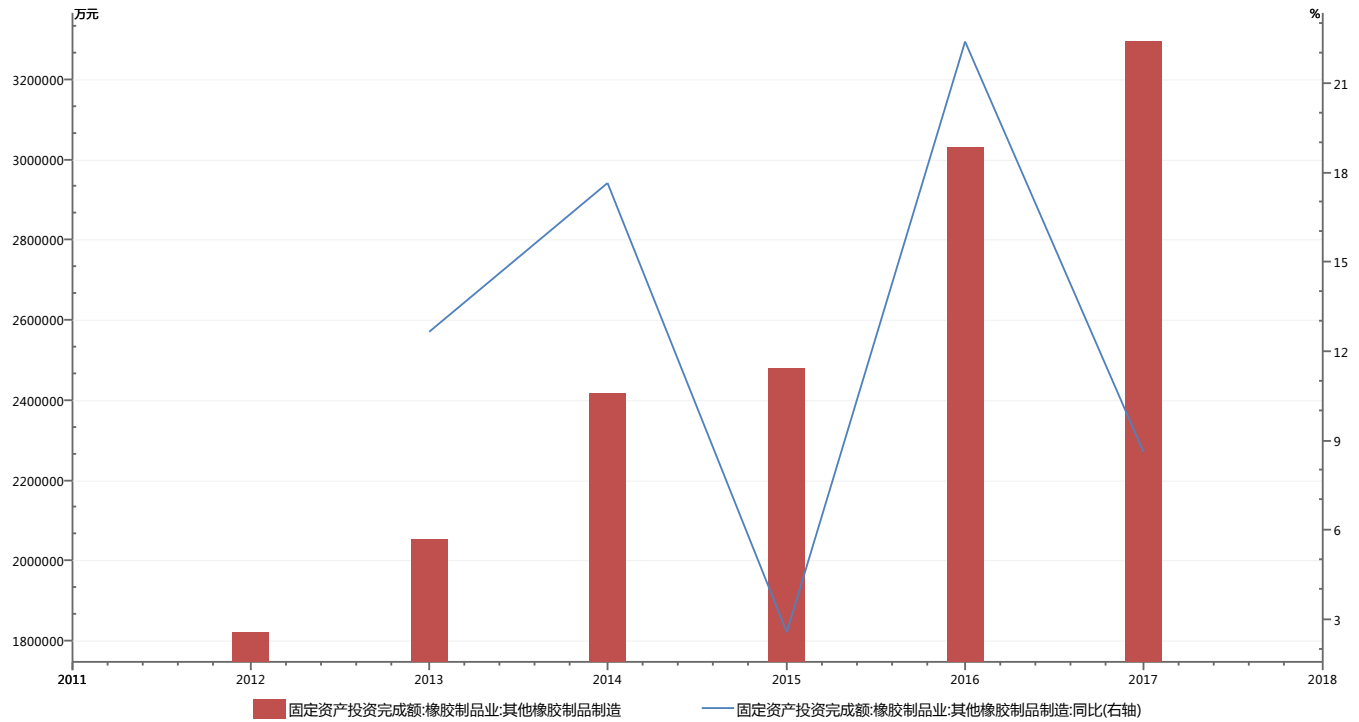
从进出口数据看, 国内炭黑价格比较低迷, 但进口价格持续走高, 说明国内产品结构需要调整, 低端落后的产能需要淘汰。具体措施如下:

- 1、产业结构优化升级。加强高端产品研发能力, 提升产品质量、管理和销售服务, 加强环保建设、产品品种升级等;

- 2、不断完善环保设施。炭黑行业环保政策即将出台，可以预见中小企业的日子将越来越难受，不断完善环保设施，推进清洁生产，优化环保设施的运行质量，实现绿色发展。
- 3、重视品牌建设。下游客户对炭黑产品的要求越来越高，加强品牌建设和优质服务，提升竞争力；
- 4、差异化发展。创新战略成为推动优化产业升级的主要方法，向高端价值链的方向不可改变。这就需要企业以市场需求为导向，关注绿色轮胎对炭黑质量的要求，提升核心技术，发展特色产品，减少同质化竞争。

其他橡胶制品固定资产投资完成额，过去几年处于正增长状态，显示行业继续扩张。

图 43：其他橡胶制品固定资产投资完成额及同比增速



数据来源：Wind

资料来源：Wind，华金证券研究所

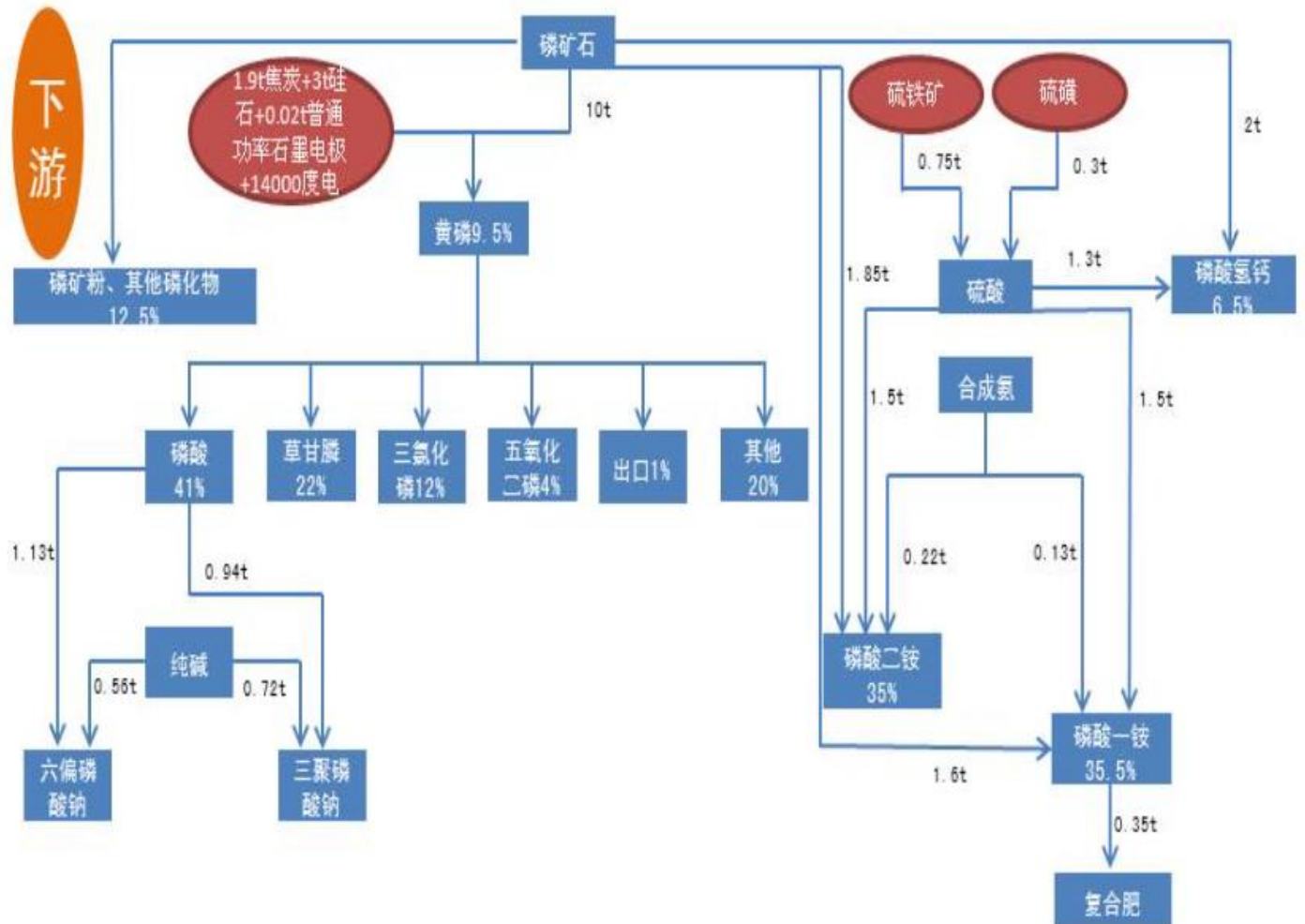
表 3：炭黑公司价格弹性对比（报告期 2019-3-31）

代码	简称	万方产能/EV	产能/市值弹性	产能/债务弹性	产能/股本弹性	市值 (亿元)	产能 (万吨)
2068	黑猫股份	1.621	2.978	2.60	15.13	36.93	110
2753	永东股份	1.144	1.306	6.62	10.80	27.57	36
2442	龙星化工	0.812	1.248	1.82	6.25	24.05	30
603113	金能科技	0.415	0.490	2.33	5.03	69.35	34
600740	山西焦化	0.050	0.070	0.08	0.53	114.92	8

资料来源：Wind，华金证券研究所整理

(三) 磷化工

图 44：磷矿石产业链



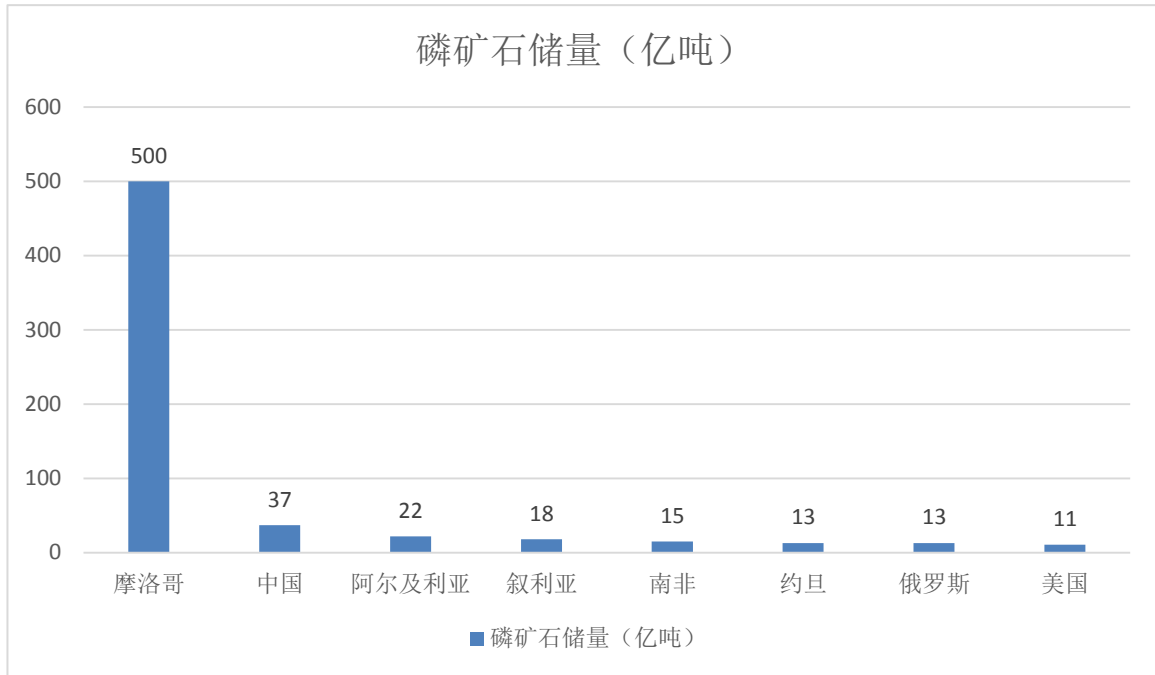
资料来源：百川资讯，华金证券研究所

磷化工的核心原料是磷矿石，磷矿石已被列为 2010 年后不能满足中国国民经济发展要求的 20 个矿种之一，2016 年 12 月，国家首次将磷矿列入战略性矿产目录。磷矿石属于不可再生资源，全球分布比较集中。

我国磷矿 80%分布在云南、贵州、四川、湖北和湖南省，主要产地有云南的昆阳、江苏的连云港、湖北的襄阳、四川的峨眉、贵州的遵义等地。其中，以云南昆阳的磷矿资源最为丰富，且云南昆阳磷矿是国内最大的露天矿山，储量 1.3 亿吨，属于云南磷化集团。

国内现有磷矿企业 400 多家，产量在 100 万吨以上的有 4 家，云南磷化、贵州开磷、贵州宏福事业、云南天宁矿业，这 4 家占国内磷矿总量的 24%。其他绝大多数都是 10 万吨以下的小型磷矿，产量占到磷矿总量的 45%。

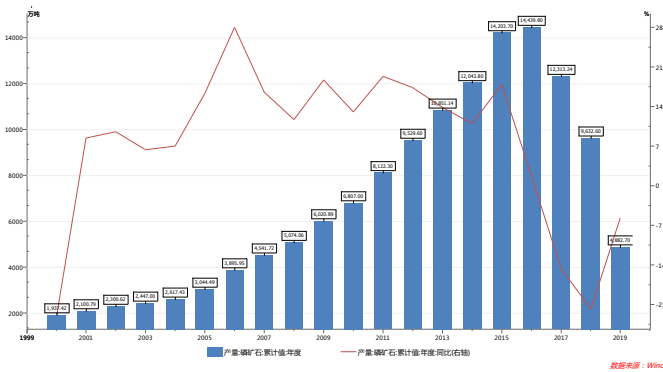
图 45: 全球磷矿石储量 (亿吨)



资料来源: 美国地质调查局 2015 年公布的磷矿报告, 华金证券研究所整理

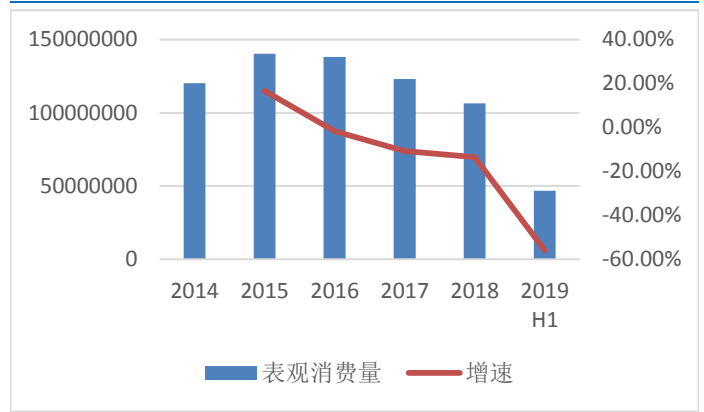
受环保等政策影响,国内磷矿石产量自 2016 年来逐年递减。2017-2018 年分别下降 14.73%、21.77%, 2019 年 1-6 月份下滑 5.7%至 4882.7 万吨。

图 46: 国内磷矿石产量及同比增速 (万吨, %)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

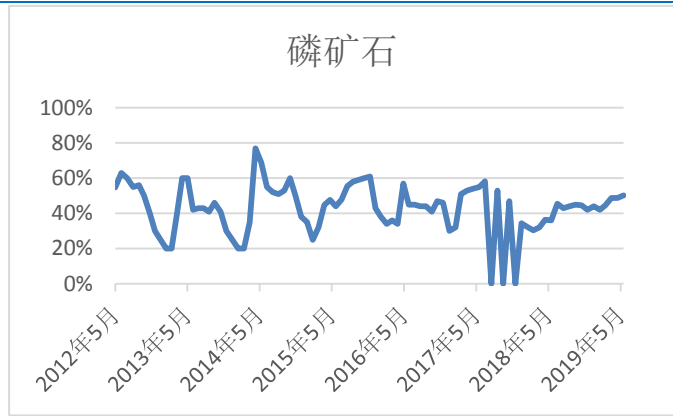
图 47: 磷矿石表观消费量 (吨, %)



资料来源: wind, 华金证券研究所整理

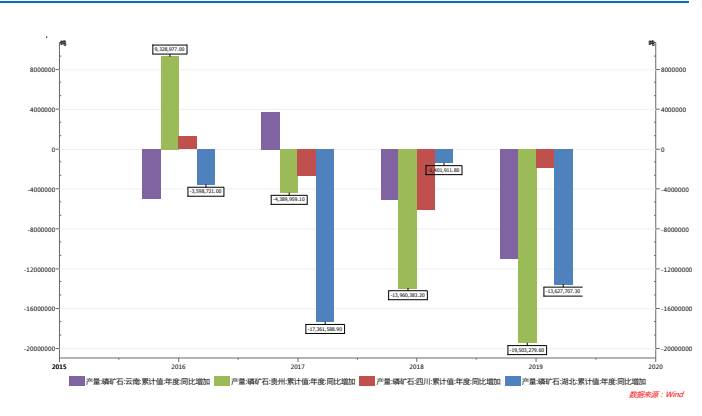
减产很大部分原因是政策约束。自 2017 年开始,湖北、四川、云南等地陆续出台了磷矿石减产政策,其中湖北、四川力度最大,贵州更是出台以渣定产、限制磷肥生产,导致国内 2017-2018 年减产。政策约束下,行业开工率持续下降。其中,减产力度较大的省份是贵州、湖北、云南等省。

图 48: 磷矿石行业开工率



资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

图 49: 贵州、湖北、云南减产最多



资料来源: Wind, 华金证券研究所

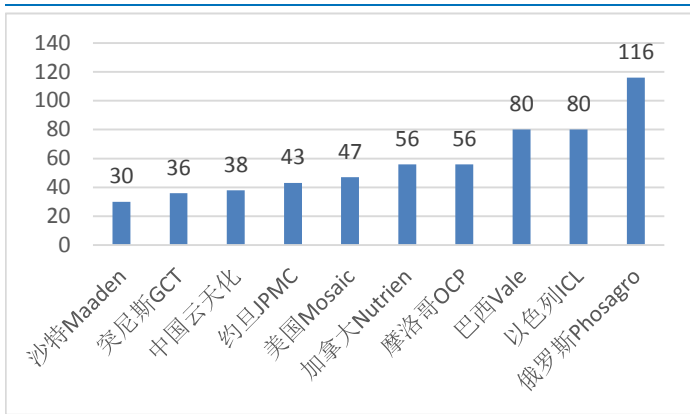
表 4: 近几年来磷矿石相关政策

日期	颁布机构	政策措施	内容
2017.1	宜昌市人民政府	宜昌市磷产业发展总体规划(2017-2025)	规划磷矿管理, 关闭产能 15 万吨/年以下磷矿企业, 不得新增产能 50 万吨以下磷矿, 鼓励中低品味磷矿采选与利用
2017.9	湖北省政府	长江大保护九大行动方案	长江干流及主要支流岸线 1 公里内严禁新建化工项目
2017.11	宜昌市人民政府	长江大保护宜昌实施方案	2020 年底以前, 长江沿线 1 公里内化工企业原则上清零
2017.7	绵竹市人大常委会	关于加强九顶山自然保护区生态环境保护的协议	保护区内所有 157 口探矿采矿项目全部停止作业并封堵, 依法依规关闭退出, 并进行生态修复
2017.8	四川省大熊猫国家公园体制试点工作推进领导小组	大熊猫国家公园体制试点实施	绵竹是全国四大磷矿基地之一, 为磷矿石储量达 1.7 亿吨, 但 90% 以上的矿石都在九顶山自然保护区和大熊猫国家公园内。全面推进保护区的生态保护与修复, 对 46 个探采矿权实施依法依规有序退出, 磷矿石全面停产
2017.12	贵州省委、省政府	贵州省贯彻落实中央第七环境保护督查组督察贵州反馈意见整改方案	制定全省磷化工产业发展转向规划, 实施磷石膏“以用定产”, 以今年产生的磷石膏量决定明年的磷肥生产量, 严格控制磷石膏产量
2018.2	昆明市政府	电池保护治理 3 年攻坚行动实施方案(2018-2020 年)	对于入湖污染负荷削减任务和磷矿区矿山修复做了具体要求, 对磷矿实际生产影响不大。
2018.3	黔南州人民政府	黔南州“以用定产”推动磷化工产业转型升级实施方案	贯彻落实磷石膏“以用定产”, 2018 年实现磷石膏产销平衡
2019.1	生态环境部、国家发展和改革委员会	关于印发《长江保护修复攻坚战行动计划》的通知	加强工业污染治理, 有效防范生态环境风险。推进“三磷”综合治理, 组织湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆等省市开展“三磷”(即磷矿、磷肥和含磷农药等磷化工企业、磷石膏库)专项排查整治行动, 磷矿重点排查矿井水等污水治理回用和检测监管, 磷化工重点排查企业和园区的初期雨水、含磷农药母液收集处理以及磷酸生产环节磷回收, 磷石膏库重点排查规范化建设管理和综合利用等情况。2019 年上半年相关省市完成排查, 制定限期整改方案, 并实施整改。2020 年底前, 对排查整治情况进行监督检查和评估。

资料来源: 公开资料, 华金证券研究所整理

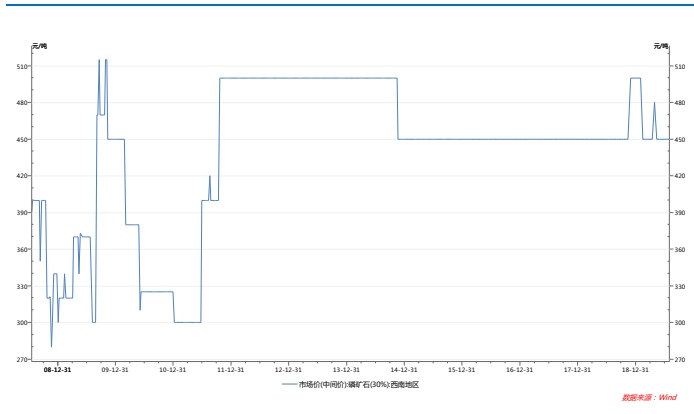
从开采成本来看，全球范围内国内的采矿成本较低。云天化的开采成本为 38 美元/吨，在磷矿的品味和开采条件比国外难的背景下，其生产成本仍低于全球平均成本。这主要是国内的磷矿石重金属镉的含量较低，在磷矿处理过程中避免煅烧法除镉这一环节，可以节约 10 美元左右成本；再加上国内的人工费用、环保费用、能源和其他开始于国外比较均处于较低的水平。这使得国内的采矿成本整体低于国外。

图 50: 全球磷矿石开采成本 (美元/吨, 2017 年 10 月)



资料来源:《全球磷矿资源开发利用现状及市场分析_张亮 201705 期刊》, 华金证券研究所

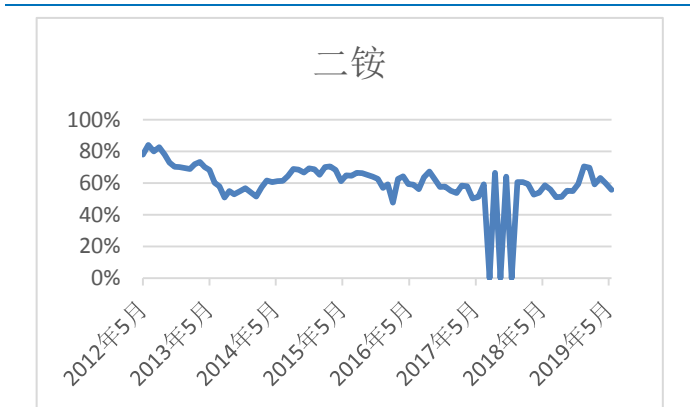
图 51: 西南地区中间价 (元/吨)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

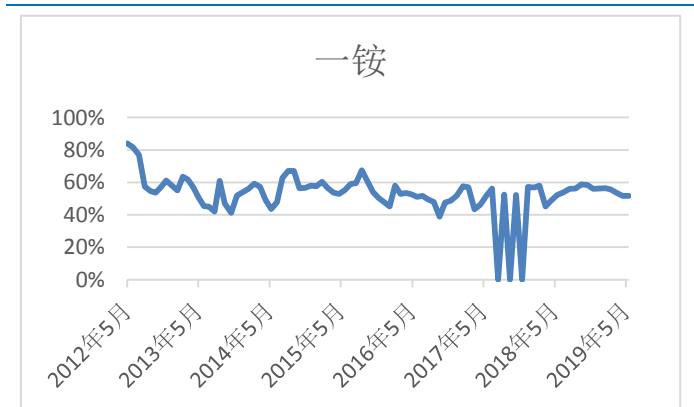
肥料是目前主要的下游需求，其中主要是磷肥，占比达到 70%，主要是磷酸二铵和磷酸一铵。根据百川资讯的数据，目前 DAP 和 MAP 开工率在 6 成左右，二者合计产量在 3300-4100 万吨，2019 年 1-5 月份产量同比增速回升，二铵增速已经正增长。考虑到下游农业需求相对稳定，行业需求有一定的刚性，只是存在一定的季节性。

图 52: 磷酸二铵的开工率



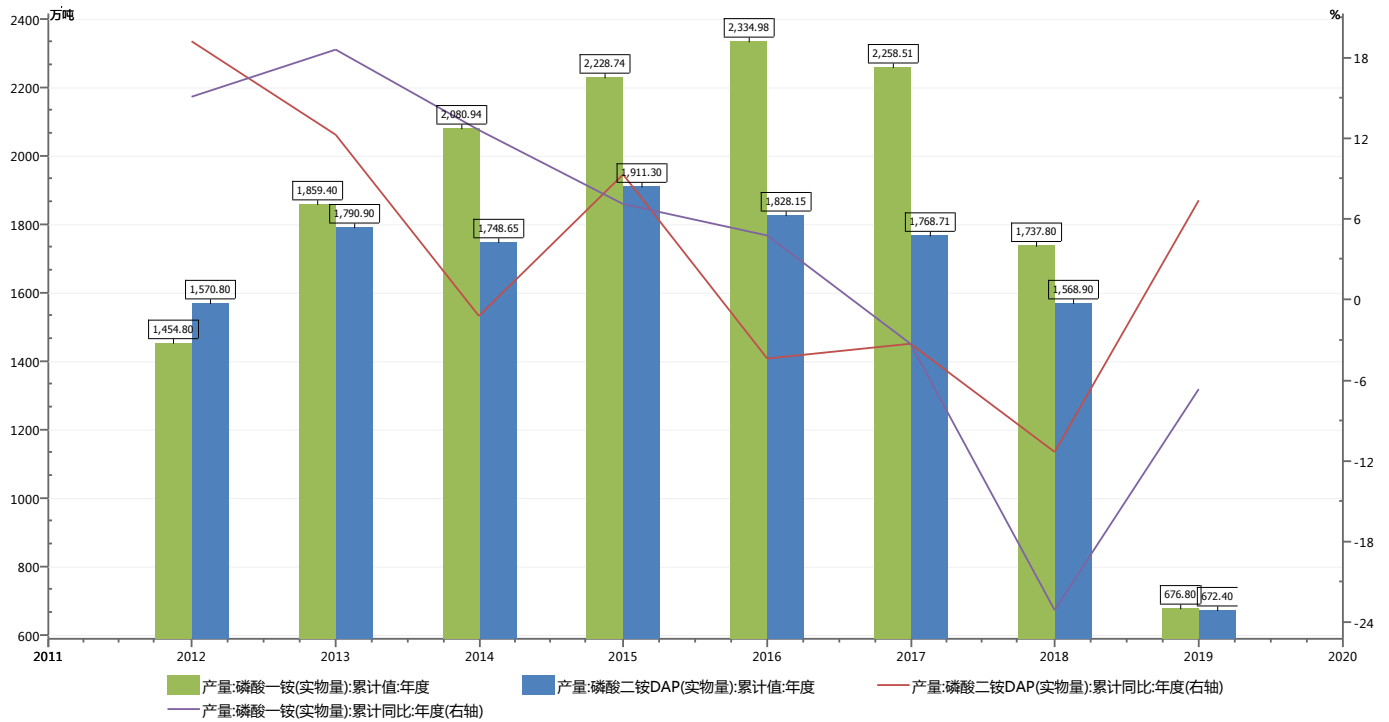
资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

图 53: 磷酸一铵的开工率



资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

图 54：磷酸一铵、二铵的产量及同比数据

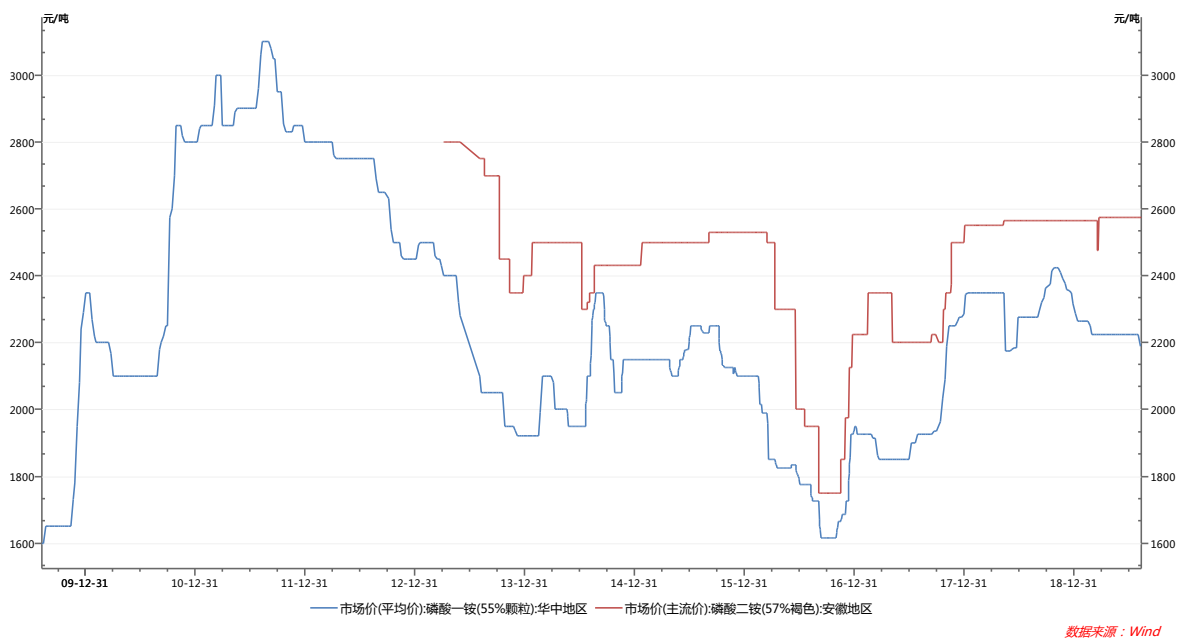


数据来源：Wind

资料来源：Wind, 华金证券研究所

经过供需再平衡，磷酸二铵和一铵的价格相对平稳，显示行业供需基本平衡；但库存方面，DAP 在 1 年的高位。总产能看 DAP 并没有减少，但有效产能从 2018 年的 2505 万吨下降 12.53%，至 2191 万吨。

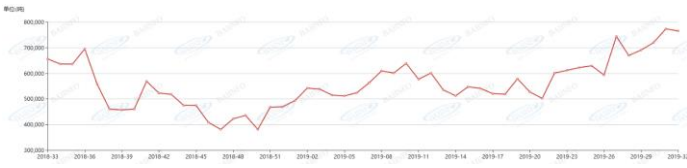
图 55：DAP、MAP 价格走势



数据来源：Wind

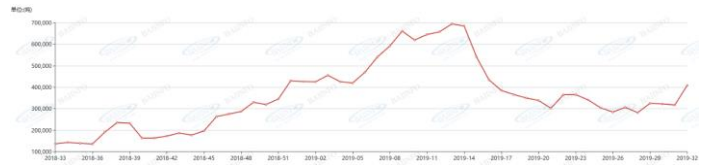
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 56: DAP 库存



资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

图 57: MAP 库存



资料来源: 百川资讯, 华金证券研究所

表 5: 磷矿石价格弹性

代码	简称	万吨产能 /EV	产能/市值 弹性	产能/债务 弹性	产能/股本弹性	市值 (亿元)	产能 (万吨)
600141	兴发集团	2.84	9.10	3.62	92.14	73.67	670
600096	云天化	2.15	16.26	1.91	84.05	73.81	1200
600078	澄星股份	1.83	3.85	2.30	19.62	33.79	130
2539	云图控股	0.06	0.13	0.08	0.59	46.16	6

资料来源: Wind, 华金证券研究所

五、投资建议

(一) 新奥股份

传统制造业纷纷进入产业转型期, 新奥股份也不例外。2018 年年报显示, 2018 年下半年, 公司明确了“定位于天然气上游资源获取, 成为最最具创新力和竞争力的天然气上游供应商”的发展战略, 并确立了致力于以天然气产业链上游业务核心竞争力打造的发展路径, 即加快海外天然气寻源的节奏打通国际天然气通道, 挖掘国内资源以建立气源有效补充渠道。

目前, 公司已经与 SANTOS 建立了长期的战略合作关系, 未来公司推进与国际天然气企业在上游的合作, 投资海上天然气区块权益; 同时, 积极洞察国内重点区域天然气资源, 开展多种形式合作方式获取低成本气源。

2019 年 6 月 27 日, 公司公告称完成农兽药资产出售, 转让款为 7.58 亿元, 至此公司原来的威远生化的农兽药资产全部剥离。剩下的资产是煤炭、甲醇、新地工程、20 万吨轻烃以及 SANTOS 10%的权益。公司目前市值为 109 亿元, SANTOS 股权为 645 亿元人民币(澳元汇率为 1: 4.7665 元人民币), 10%股权对应 64.5 亿元; 剩余 40 亿元市值对应 120 万吨甲醇、约 600 万吨煤炭、20 万吨轻烃和新地工程。金牛化工才 20 万吨甲醇产能, 对应 35 亿元的市值, 显然, 新奥股份明显低估。

由于甲醇价格下跌超预期, 预计 2019 年业绩降至 1 元/股附近, 目前股价在 9 元附近, 行业平均估值为 15-20 倍之间(申万三级行业和一级行业中值), 明显偏低, 给予买入-A 的投资建议。

风险提示: 产品价格下跌、原油价格大幅波动、项目进展低于预期等。

（二）黑猫股份

公司是国内最大的炭黑企业，现有产能在 110 万吨左右。炭黑的生产工艺主要有两种，热氧化裂解和热裂解，关键是是否有氧化反应；每种方法又有细分的方法。在这些方法中，最常用的是热氧化裂解的油炉法最多，由于该方法可调节方法较多，热能利用率高、能耗小成本低，是全球主要的制造工艺，占比在 95% 左右。

油炉法的工艺主要是原料油，占总成本的 80% 左右。原料油主要有煤焦油、葱油、乙烯焦油或澄清油。煤焦油是煤焦化的副产物，葱油来源于煤焦油精制，乙烯焦油由乙烯焦化而来，澄清油是由原油催化裂解得到。目前国外主要原料是澄清油，国内则是依靠煤炼焦产业，以煤焦油混合葱油等焦油精制产品作为原料油，其中煤焦油占比大约在 70% 左右。

公司已经形成了自主研发的炭黑—焦油精制—尾气发电的循环经济链，整体资源综合利用率高；原料是煤焦油，通过工艺改进，可以使炭黑油（焦油精制的副产物）作为原料替代煤焦油，从而降低成本。

公司产品品质得到优质客户的认同。普利司通、米其林、固特异、住友、横滨、韩泰、锦湖等跨国公司是我们的主要客户。公司 90% 炭黑用于汽车轮胎，充分受益汽车产销量和保有量市场的发展。

近些年来，尽管行业开工率在 6-7 成，但公司的开工率一直比较满，显示其行业地位。预计未来行业集中度会继续提升，龙头霸主可期。

图 58：黑猫股份产量、销量及库存数据（吨）

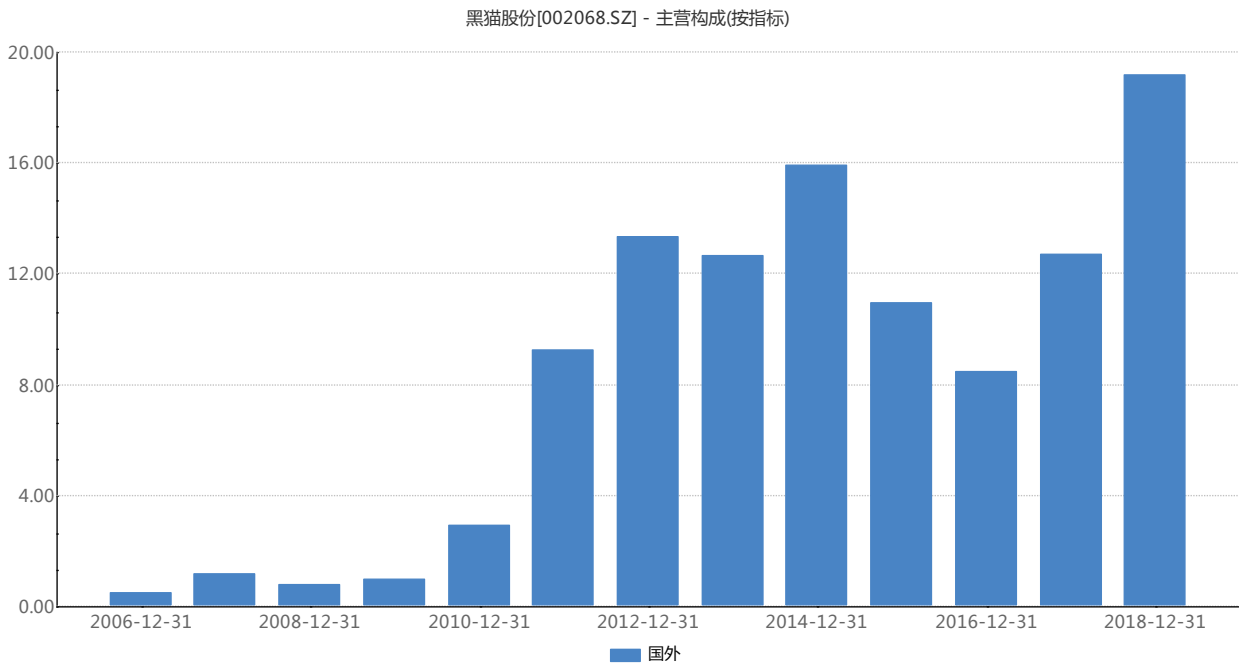


资料来源：Wind，华金证券研究所

根据百川资讯的数据，目前全行业亏损有 1 年的时间了，行业开工率在 6 成左右，加上行业还有 3-4 个月的库存，目前市场供给仍然大于需求，需要时间来消化。

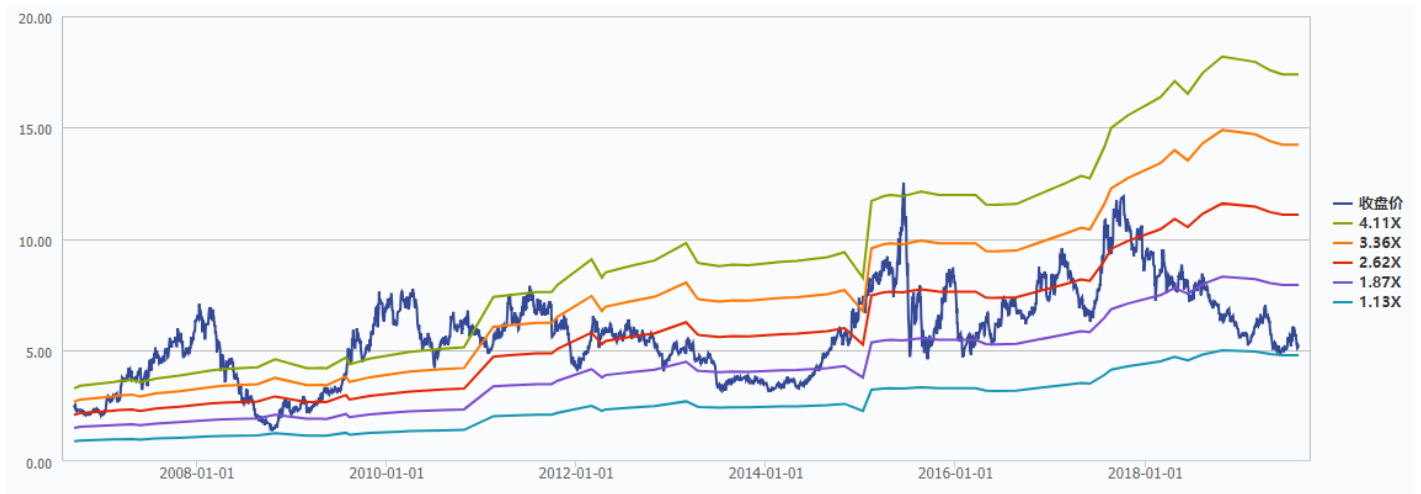
当前有力的条件是国内头部轮胎企业纷纷去海外设厂，国内轮胎产能向东南亚等地转移。由于当地没有配套的炭黑企业，有利于国内炭黑巨头的出口。主要原因是美国对中国轮胎企业征收高额关税，加上中美贸易摩擦的关税，实际上中国轮胎对美出口已经停止，变成从东南亚分厂的出口，这样只有在东南亚设厂的企业受益。像赛轮轮胎和贵州轮胎在越南设厂，玲珑轮胎、中策、山东银保等在泰国设厂等。这些轮胎企业在海外设厂，相当于国内需求转移到海外，由于当地配套较差，因此拉动了炭黑出口。考虑到已有项目的二三期扩建，以及筹建的项目，预计到 2025 年前后，中国在海外新建轮胎项目累计达到半钢 6000 万条、全钢 800 万条左右；2018 年中国轮胎行业共销售 6.48 亿条，占比为 10.5%；轮胎出口金额为 132.4 亿美元（合 928.85 亿元人民币），黑猫股份出口占比仅为 2.1%，还有很大的提高空间。

图 59：黑猫股份历年来对外出口收入（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 60: 当前公司的 PB 估值处于上市以来的底部



资料来源: Wind, 华金证券研究所

2019 年 7 月 13 日, 公司公告称 2019 年中期亏损 8000 万到 1.2 亿元, 按最高亏损 1.2 亿元测算, Q2 亏损 4483 万元, 相比 Q1 亏损 7500 万元有缓和的迹象; 如果按 8000 万亏损测算, Q2 EPS 为亏损 0.01 元/股, 单季度亏损 483 万元。因此, 我们推测, 2019 年 Q3 有望扭亏为盈。

我们预计 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.11、0.48、0.59, 业绩弹性很大。炭黑每涨价 100 元, 对应 EPS 变动为 0.1 元/股。考虑到目前炭黑行业仍然处于景气度底部, 但公司精细化工业业务有望填补炭黑行业不景气带来的负面影响; 一旦炭黑行业好转, 也是公司业绩大幅增长的好时机。给予买入-B 的投资建议。

风险提示: 产品和原材料价格大幅波动、产业政策和环保政策约束和调整、经营性现金流困难风险等。

(三) 兴发集团

2019 年中期, 公司收入 95 亿元, 同比增长 1.21%; 归母净利润为 1.24 亿, 下降 32.58%; 扣非净利润为 0.94 亿元, 同比下滑 61.43%; 经营活动现金流为 7.3 亿, 下滑 21.66%, 远好于净利润。

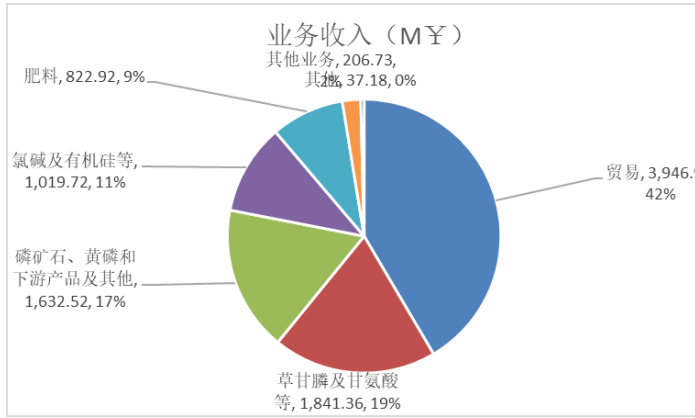
虽然业绩下降, 但只要原因是有机硅的拖累。由于有机硅也属于周期性行业, 跟随地产周期, 从景气高点下滑。因此, 公司持有 50% 股权的兴瑞公司只实现了 1.51 亿元净利润, 下降 64.55%。

但我们看好的是磷矿石产业链。

截止到 2019 年中期, 公司拥有采矿权的磷矿资源约 4.73 亿吨, 拥有许可证磷矿设计产能为 760 万吨/年。上半年磷矿石产量 173.64 万吨, 销量 104.05 万吨, 实现价格 277.63 元/吨,

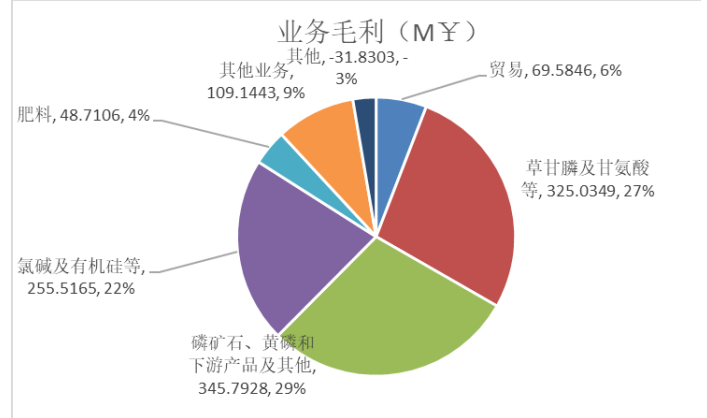
比 2018 年上半年 236.13 元/吨涨 17.58%。磷矿石收入占比只有 17%，但毛利的占比却高达 29%，成为占比最高的业务板块。

图 61：2019 年中期收入构成



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 62：2019 年中期毛利构成



资料来源：Wind，华金证券研究所

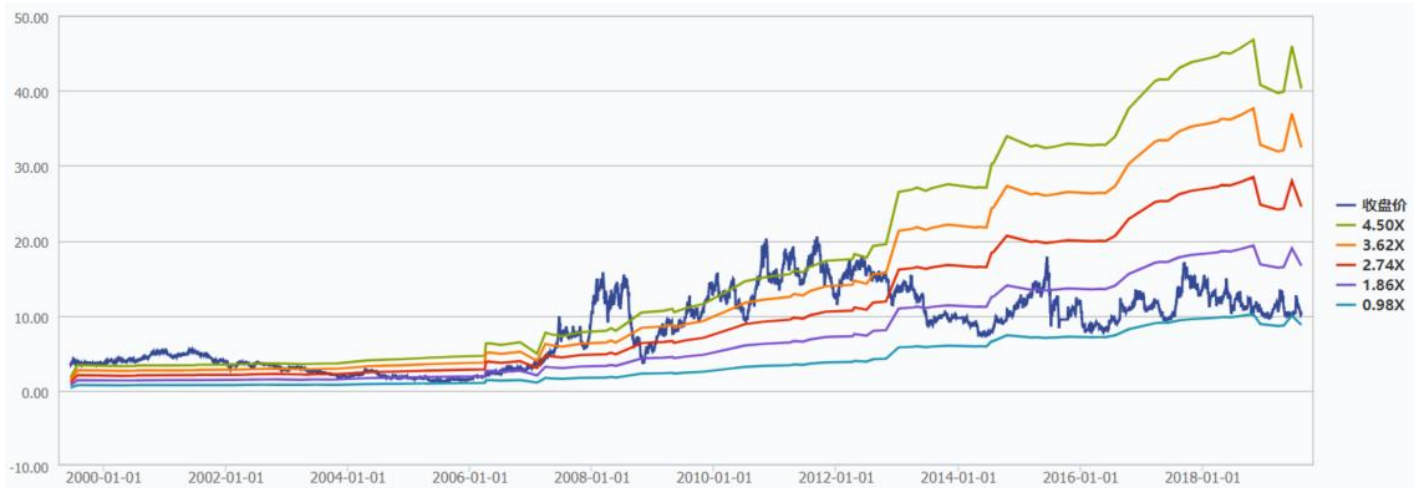
图 63: 公司财务数据摘要



资料来源: Wind, 华金证券研究所

我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.25、0.49、0.69 元/股，驱动业绩增长的动力主要是产品价格的回暖，公司市场份额有望继续扩张。目前 PB 在 1 倍附近，给予买入-B 的投资建议。

图 64：公司目前 PB 估值处于历史底部



资料来源：Wind, 华金证券研究所

风险提示：贸易战加剧下游需求风险，产品价格大幅波动。

表 6：重点公司

代码	简称	2019/9/4 股价	EPS			PE			评级
			2019	2020	2021	2019	2020	2021	
600803.sh	新奥股份	9.38	1.09	1.32	1.35	8.61	7.11	6.95	买入-A
002068.sz	黑猫股份	5.00	0.11	0.48	0.59	45.45	10.42	8.47	买入-B
600141.sh	兴发集团	11.19	0.25	0.49	0.69	44.76	22.84	16.22	买入-B

资料来源：wind, 华金证券研究所

六、风险提示

- 1、国际油气价格大幅波动。
- 2、宏观经济持续低迷；
- 3、中美贸易摩擦加剧；
- 4、政策变动风险；
- 5、人民币汇率大幅波动等。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com