

煤-电石-PVC产业链高度景气， 业绩有望大幅提升

——中泰化学（002092.SZ）深度报告

银河证券研究院化工团队

任文坡，林相宜

2021.7

感谢实习生赵佳歆、张泽昊为本报告提供帮助

中国银河证券股份有限公司
CHINAGALAXYSECURITIESCO.,LTD.

一、“氯碱化工+粘胶纺织”双主业，产业一体化优势显著

二、电石供需趋紧致价格上涨，成本支撑下PVC价格有望高位运行

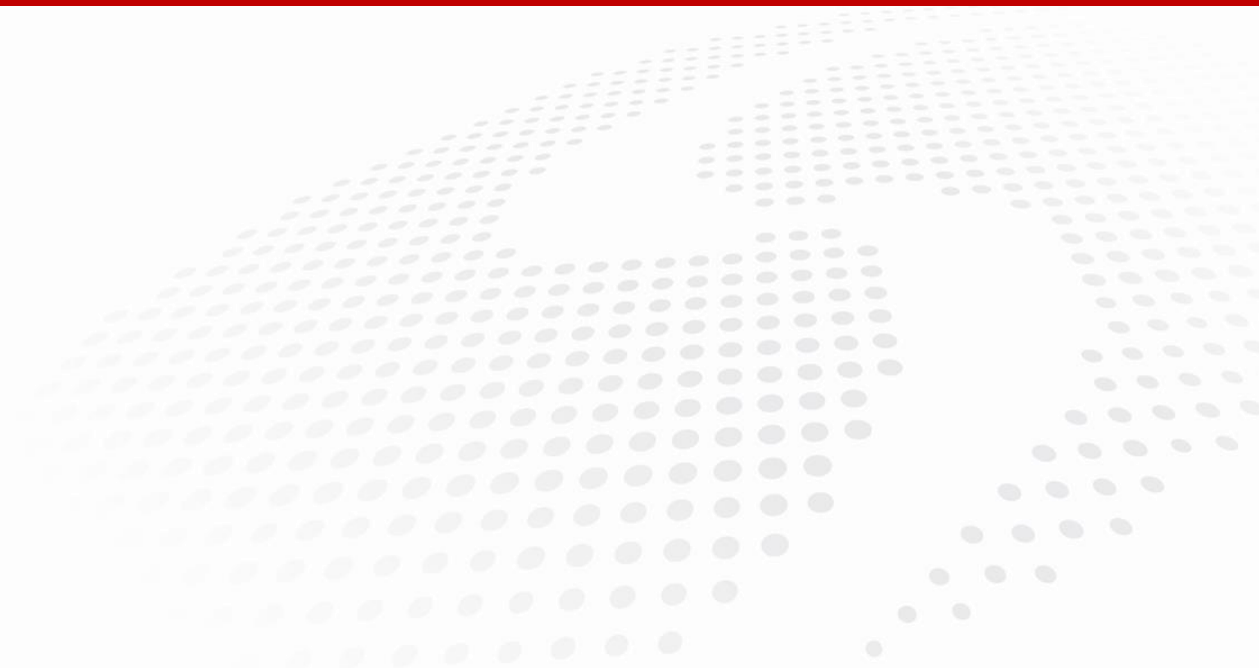
三、烧碱新增产能有限，价格或底部小幅回升

四、纺织需求持续复苏、粘胶短纤旺季来临，有望重启上行通道

五、投资建议

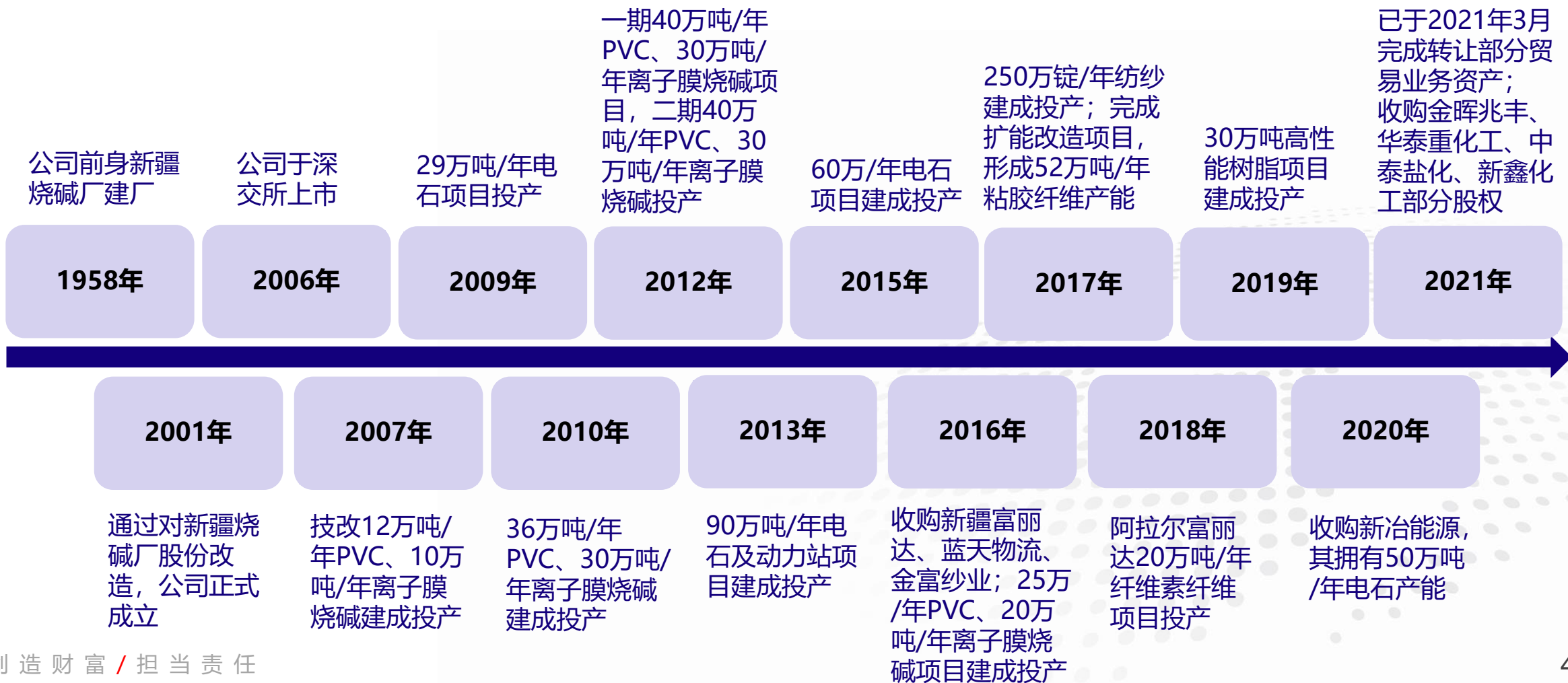
六、风险提示

一、“氯碱化工+粘胶纺织”双主业， 产业链一体化优势显著



1.1 内生外延引领成长，打造“氯碱+粘胶”双主业

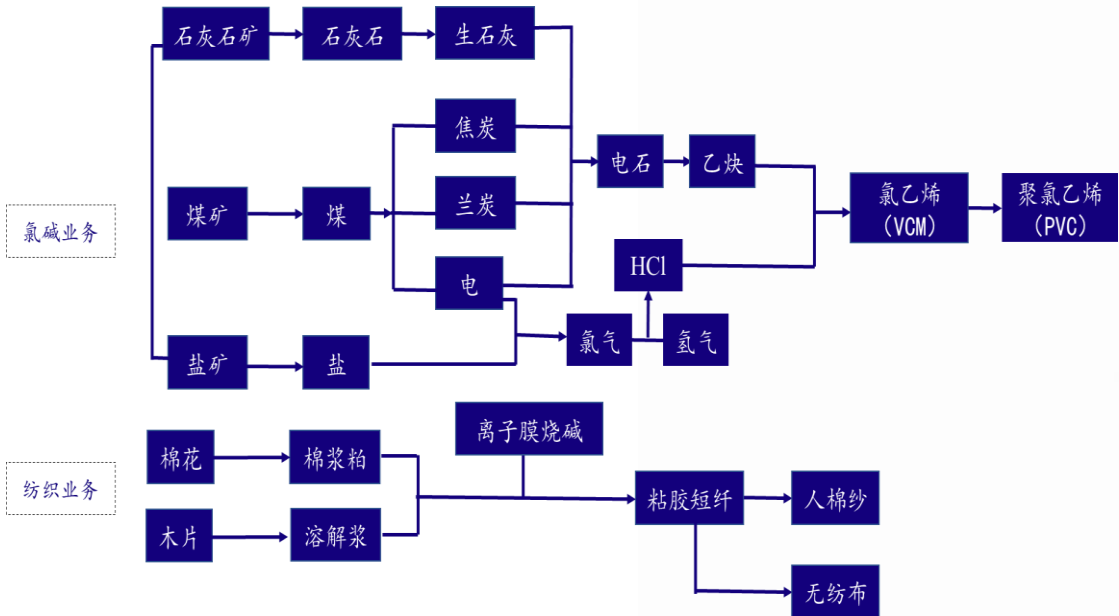
- 公司氯碱业务起家，2016年进军粘胶短纤业务，形成氯碱化工和粘胶纺织两大主业。



1.2 原材料、能源自给比例高，产业链一体化优势显著

- 公司依托新疆地区丰富的煤炭、原盐、石灰石等自然资源，拥有完整的煤炭—热电—氯碱化工—粘胶纤维—粘胶纱上下游一体化的循环经济产业链。
- 公司拥有煤炭产能730万吨/年（参控股公司）；原盐储量4212万吨，年产能50万吨/年；配套193.75万千瓦热电厂、238万吨/年电石，以及兰炭、棉浆粕等产能。
- 2020年电石产量及发电量保持稳定，自给率分别为96.6%、79.4%，有效地控制了生产成本。原盐出于成本考虑，仍以外购为主。

图：中泰化学产业链



表：公司主要原材料自给情况

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
氯碱化工	电石	75.62%	86.73%	90.17%	95.14%	95.34%	96.55%
	原盐	58.54%	25.82%	19.38%	10.60%	14.83%	32.37%
纺织	烧碱	100%	100%	100%	100%	100%	100%
能源	电力	91.58%	90%	86.10%	82.03%	79.56%	79.38%

1.3 主营产品规模体量大，参股公司带来利润增量

- 公司主营聚氯乙烯树脂（PVC）、离子膜烧碱、粘胶纤维、粘胶纱四大产品，2020年产能183万吨/年、132万吨/年、73万吨/年、270万锭/年；销量171、90.5、20.7、29.5万吨/年。
- 公司参股18.55%的圣雄能源拥有120万吨/年电石、50万吨/年PVC产能；参股35.97%的金晖兆丰在建电石产能75万吨/年；参股25%的美克化工拥有27万吨/年BDO产能。2021年圣雄能源、美克化工主营产品持续高景气，将显著增加公司投资收益。

表：中泰化学历年产能情况（万吨/年）

	2016	2017	2018	2019	2020
PVC（含糊树脂）	153	153	153	183	183
离子膜烧碱	110	110	110	130	132
粘胶纤维	36	52	73	73	73
粘胶纱线（万锭/年）	201.5	250	270	270	270

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表：中泰化学及重要参股公司产能情况（截至2021.7.20，万吨/年）

公司简称	持股比例	电石	PVC	离子膜烧碱	1,4-丁二醇（BDO）
圣雄能源	18.55%	120	50	40	
金晖兆丰	35.97%	150（规划） 其中75（在建）	100（规划）	80（规划）	
美克化工	25%				27

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

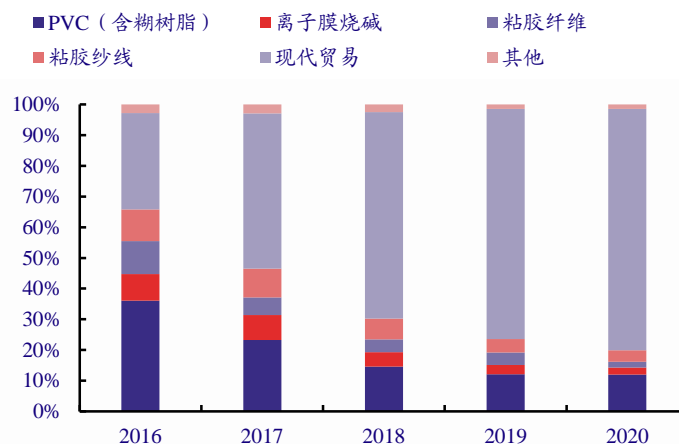
1.4 转让部分贸易业务， 聚焦双主业、 改善盈利能力

- 由于贸易业务规模快速增长，2016-2020年公司营收年均复合增速为38%。

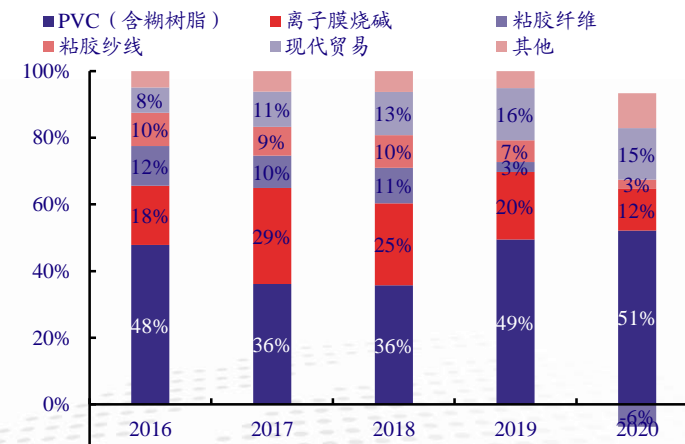
- 由于贸易业务增收不增利，公司逐步调整资产结构，已于2021年3月完成转让部分贸易业务资产，聚焦氯碱化工、粘胶纺织双主业，改善盈利能力。

- 氯碱化工业务贡献60%以上毛利，盈利受周期影响弹性较大。2020年受疫情影响，公司及各主营业务毛利率、归母净利润普遍下降。但随着疫情控制等因素带来产品价格上涨，2021Q1已出现显著改善。

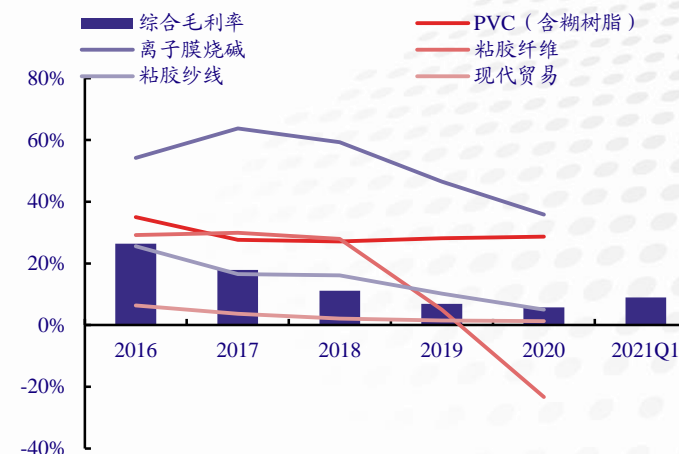
图：公司各业务收入占比



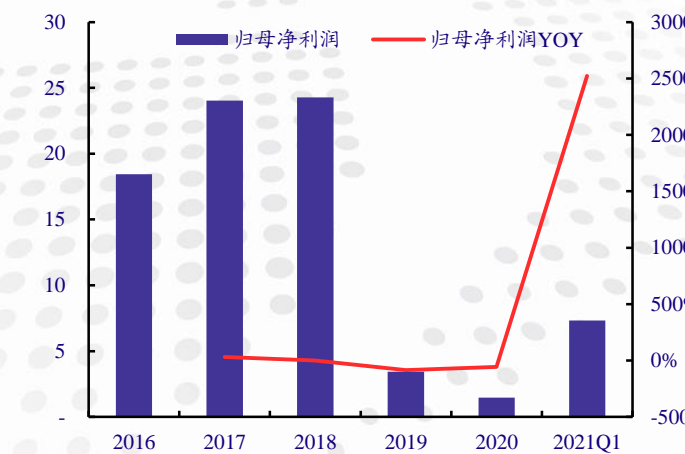
图：公司各业务毛利占比



图：公司及各主营业务毛利率



图：公司归母净利及同比增速



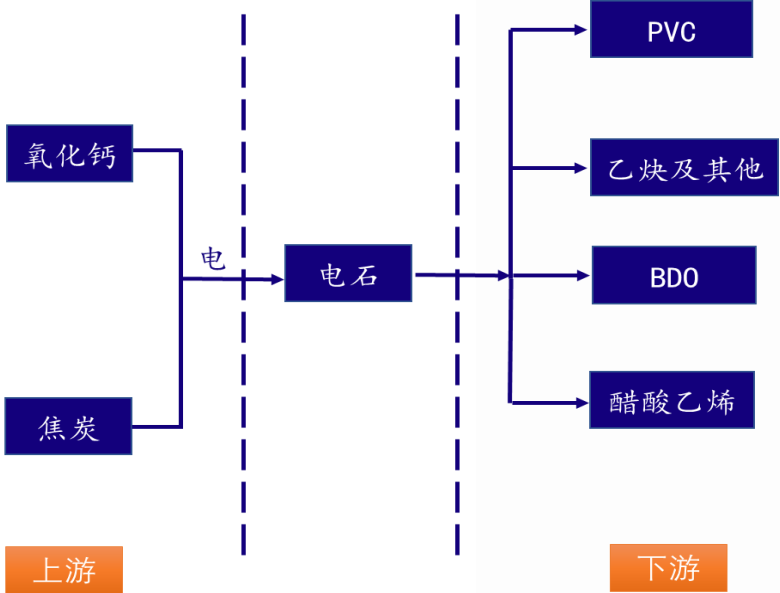
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、电石供需趋紧致价格上涨， 成本支撑下PVC价格有望高位运行

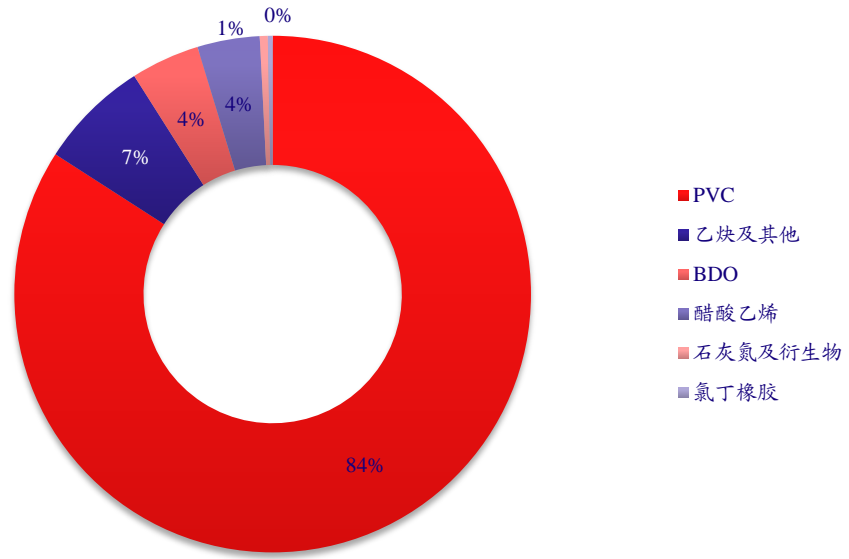
2.1.1 电石：主要用于PVC生产

- 电石，即碳化钙（ CaC_2 ），由焦炭与氧化钙于高温下制得，遇水立即发生激烈的反应，生成乙炔，是重要的基本化工原料。
- 电石主要应用于PVC生产，占比约84%；还用于乙炔及其他（7%）、BDO（4%）、醋酸乙烯（4%）等领域。

图：电石上下游产业链



图：2020年我国电石消费结构



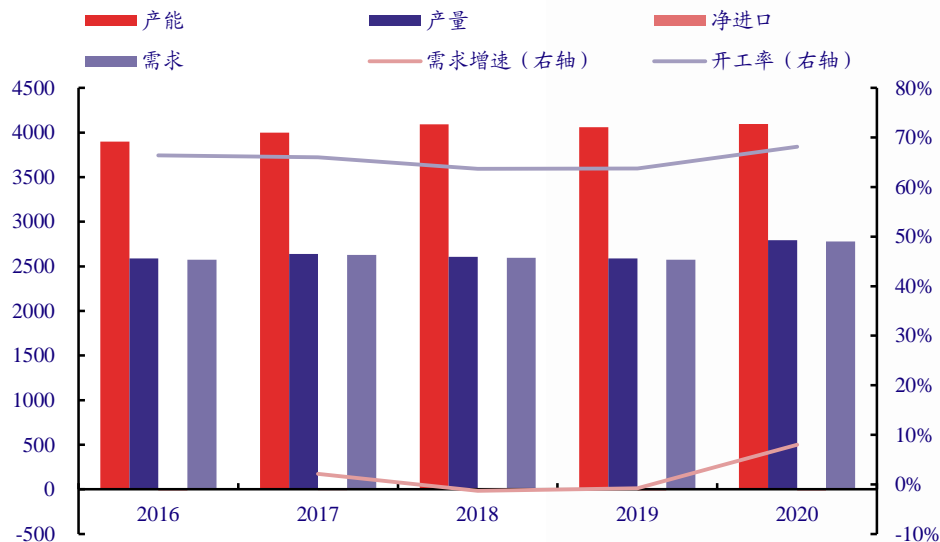
资料来源：华经情报网，中国银河证券研究院

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

2.1.2 电石：近些年需求低速增长，2021年价格迎来大涨

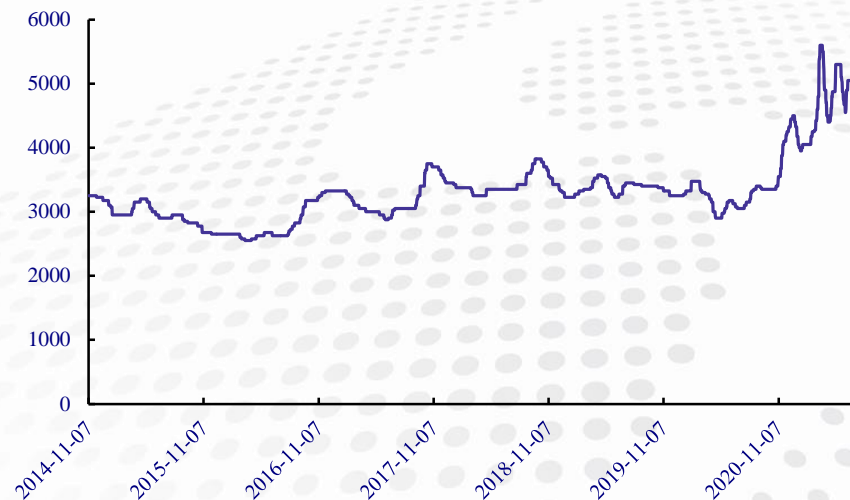
- 电石开工率有待提高，近年来需求低速增长。2020年电石产能4097万吨/年，较2016年仅增加197万吨/年；开工率68.1%，依然处在低位；表观需求2780万吨/年，2016-2020年需求年均复合增长率为1.9%。
- 2021年以来电石价格大幅上涨。2020年以前电石价格呈现震荡行情。2021年1-3月，受PVC需求向好、开工率提升带动电石价格上涨；3月以来，受内蒙能耗双控政策带来的电石炉限产限电影响，电石价格开启上升通道，屡创历史新高。

图：我国电石供需情况（万吨/年）



资料来源：Wind、卓创资讯，中国银河证券研究院

图：我国电石价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2.1.3 电石：未来产能供给受限、下游需求向好共振

- **供给方面，“十四五”期间几乎无净增产能。**国家发改委修订发布的《产业结构调整指导目录（2019本）》限制新建电石产能，但大型先进工艺设备进行等量置换的除外。《电石行业“十四五”高质量发展指南》目标是2025年电石产能控制在4000万吨/年以内（2020年为4000万吨/年），装置开工率从2020年的68%提高到80%。
- **需求方面，下游PVC、PBAT拉动需求持续增长。**一方面PVC需求增长带来电石用量增加；另一方面PBAT产能大幅扩张（目前规划产能近800万吨/年）将导致1,4-丁二醇（BDO）需求增加，进而带动电石需求大幅上涨。
- **我们认为，未来电石供需格局将进一步趋紧，价格将维持高位甚至进一步上行。**

表：2021-2022年我国电石产能扩张统计（万吨/年）

公司名称	产能	预计投产时间
陕西金泰	90	2022年
双欣化学	60	2021年9月
新元洁能	20	2022年
乌海中联化工	16	2022年
陕西恒源煤电	7	2022年
合计	193	

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

表：2021-2023年我国BDO产能扩张情况（万吨/年）

公司名称	产能	预计投产时间
乌海君正硅铁	60	2023年
东华天业	30	2022年
恒力榆林化工	30	2022年
华恒能源	24	2022年
内蒙古东源科技	20	2021年
新疆国泰	20	2022年
新疆新业	14	2022年
惠州宇新新材料	12	2023年
万华四川	10	2022年
新疆曙光绿华	10	2022年
合计	230	

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

2.2.1 PVC: 主要以电石法制备, 广泛用于管材管件

- 聚氯乙烯, 简称PVC, 是世界上产量最大的塑料产品之一, 通常分为乙烯法和电石法制备。我国“贫油富煤”的能源结构决定了我国工业上主要利用电石法制备。相比以石油为原料的乙烯法, 电石法具有生产投入少、工艺简单、成本较低的优势。
- PVC可被广泛应用于各个行业中, 通常用于生产管材管件 (42%)、软膜/片 (16%)、异型材 (8%)。

图: PVC上下游产业链

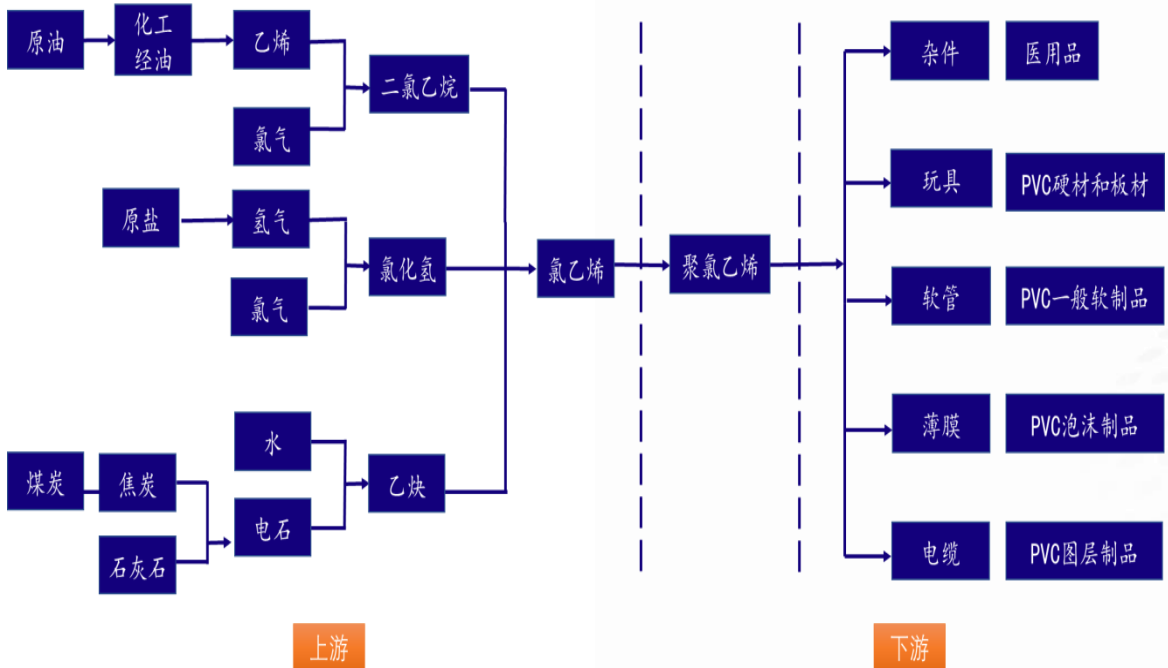
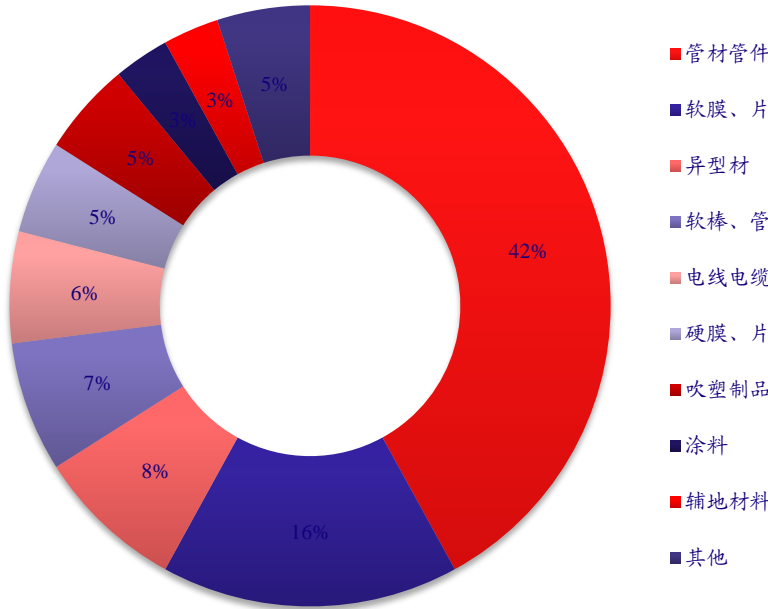


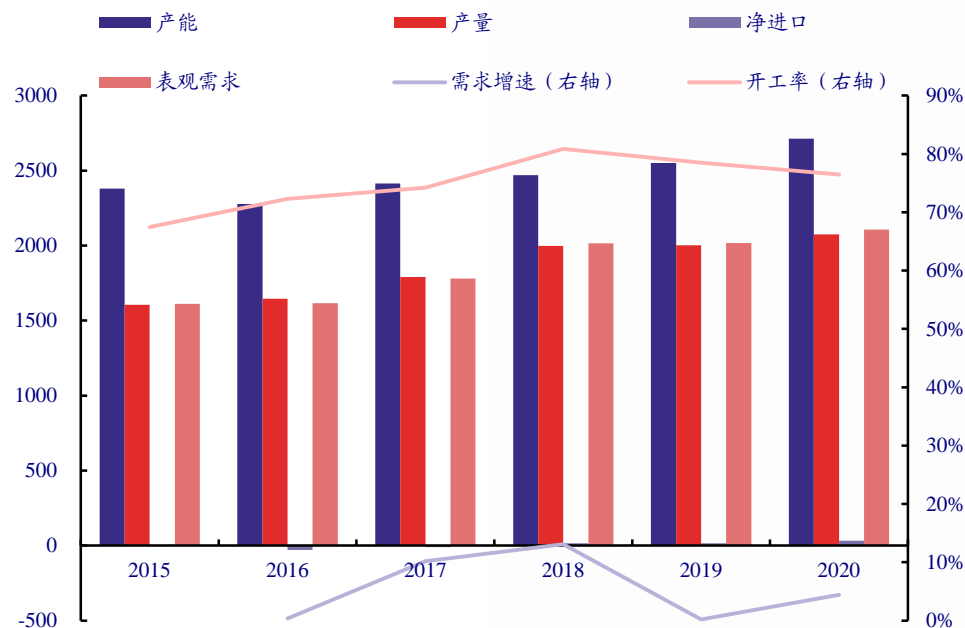
图: 2020年我国PVC消费结构



2.2.2 PVC：产能略有过剩，电石成本支撑价格上涨

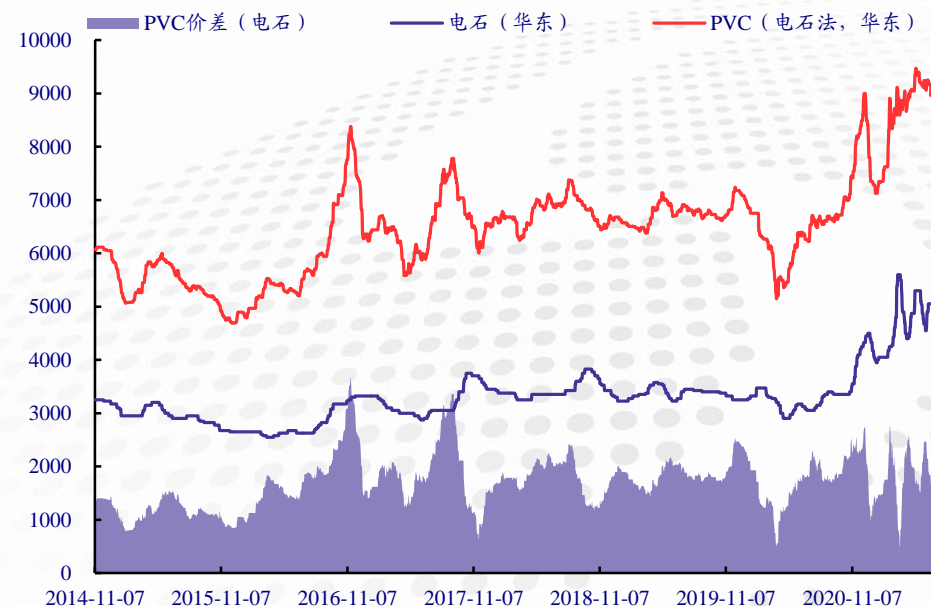
- 近些年产能持续增加，行业略显过剩。2015-2016年PVC处于去产能阶段，产能出现负增长。随后产能逐年增长，2020达到2713万吨/年，同比增加6.4%；产量2074万吨，开工率76.5%；表观需求2107万吨，2016-2020年均复合增长6.9%。
- 电石成本驱动下，年初以来PVC价格持续上涨。电石成本驱动下PVC价格亦持续上涨，屡创历史新高。但从价差来看，PVC-电石价差有所收窄，上游原料涨价并不能顺利传导至下游。

图：我国PVC供需情况（万吨/年）



资料来源：Wind、卓创资讯，中国银河证券研究院

图：我国PVC价格/价差（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

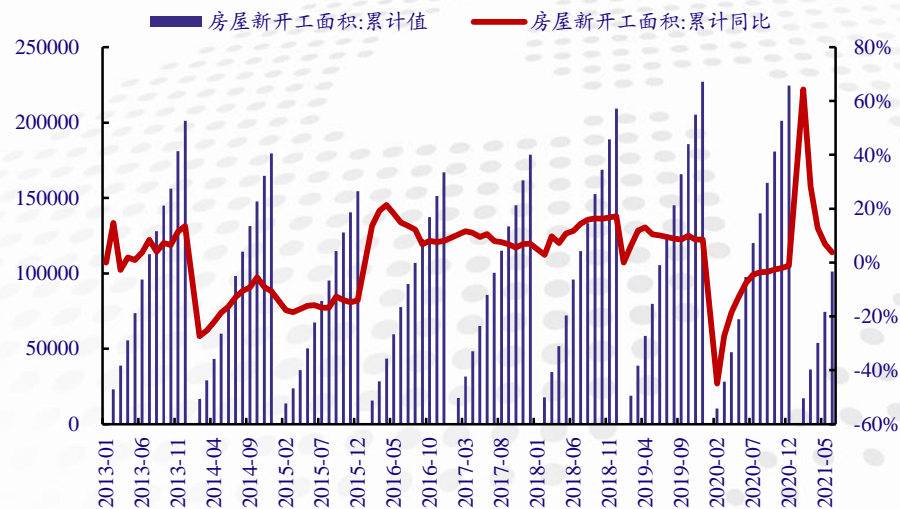
2.2.3 PVC：未来供需矛盾依旧存在，成本端引领价格

- **供给方面：**2021-2023年预计将有500多万吨/年PVC产能投产，年均增速达到6.1%。虽然未来仍将淘汰一部分落后低效产能，但行业仍将面临较大的供给压力。
- **需求方面：**房地产行业占据消费的绝大部分。受房地产稳健发展、城市及农村改造深入推进等因素推动，预计传统需求维持1%-3%的增长；新型建材、包装片材、软制品、医疗产品预计引领新的增长点。
- **我们认为，PVC行业供需矛盾依旧存在，电石成本支撑下PVC价格将维持高位，但PVC-电石价差预计难以明显改观。**

表：PVC扩产计划（万吨/年）

公司名称	产能	预计投产时间
河北聚隆化工	40	2021年
甘肃新川化工	20	2021年
浙江嘉化能源化工	30	2021年
上海氯碱化工	40	2022年
陕西金泰氯碱神木化工	60	2021年
内蒙古中谷矿业	30	2022年
新浦化学（泰兴）有限公司	50	2022年
广西华谊氯碱化工	40	2022年
乌海中联化工	50	2022年
荏平信发聚氯乙烯	40	2022年
万华化学（福建）	80	2022年
山东泰汶盐化化工	40	2023年
山东朗晖石化	7	
合计	527	

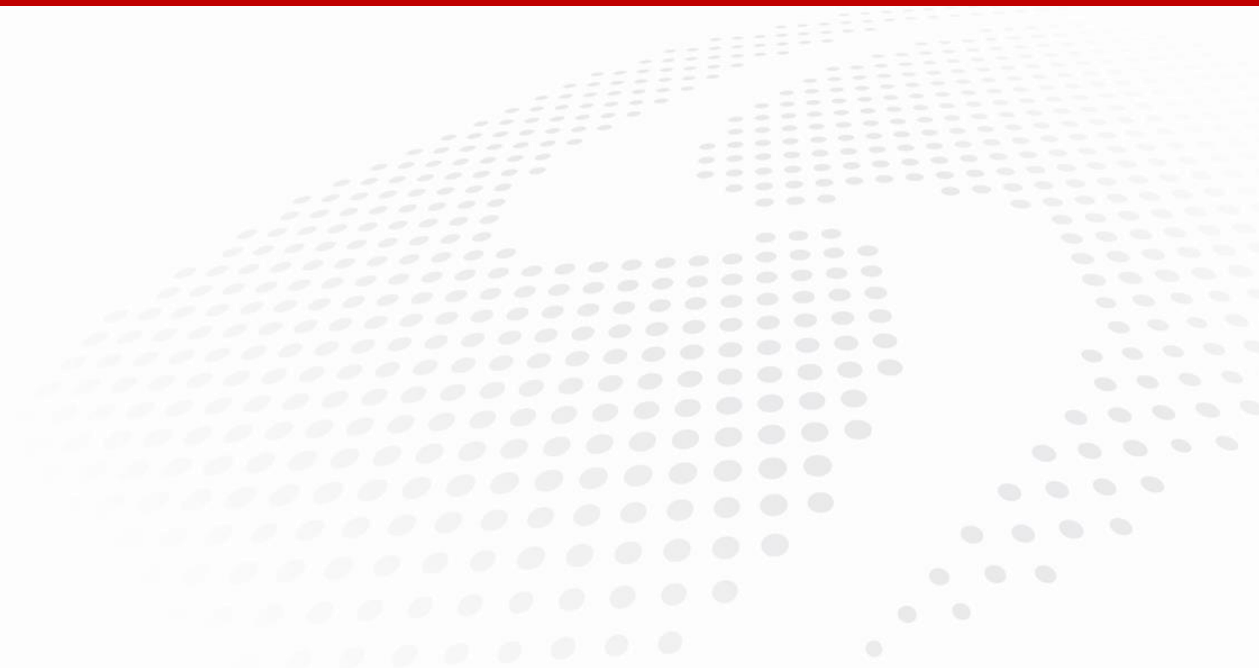
图：房地产新开工累计面积及同比（万平方米）



资料来源：《中国石化产能预警报告2021》、各公司官网，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

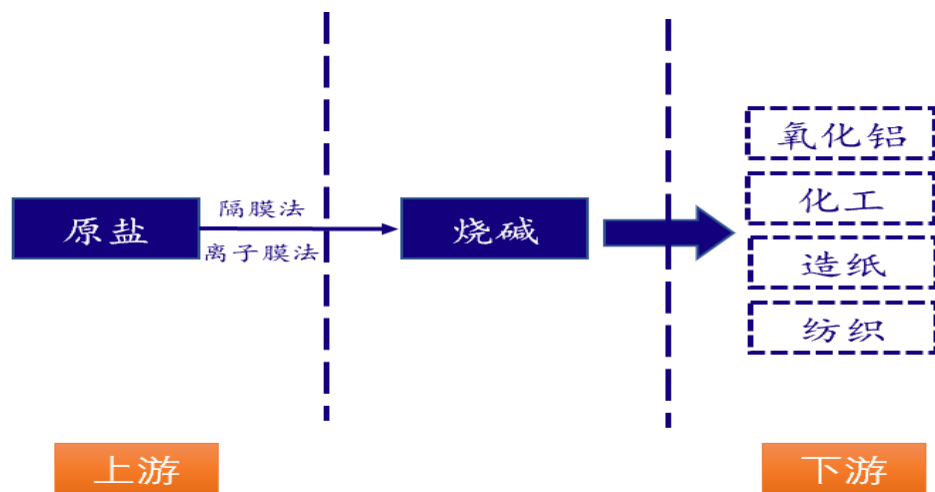
三、烧碱新增产能有限， 价格或底部小幅回升



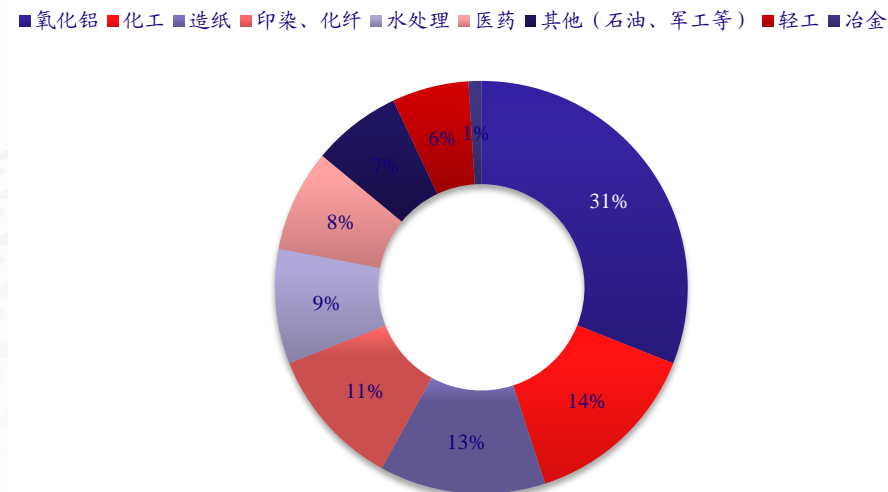
3.1 国民经济基础性原料，主要用于氧化铝生产等领域

- 氢氧化钠，又称烧碱、火碱、苛性钠，是一种具有强腐蚀性的强碱，具有易溶于水、易吸水潮解、易变质、用途广泛等特点。烧碱的存在形式一般是固体烧碱和液体烧碱。
- 烧碱通常使用电解法工艺（离子膜法和隔膜法）进行生产，普遍采用的是离子膜法。离子膜法是目前相对先进的生产工艺，具有工艺简单、生产成本低、能耗低、产品纯度高、生产效率高、污染低等特点。
- 烧碱是国民经济基础性化工原材料，下游产业应用广泛。主要应用在氧化铝（31%）、化工（14%）、造纸（13%）、印染/化纤（11%）等领域。

图：烧碱上下游产业链



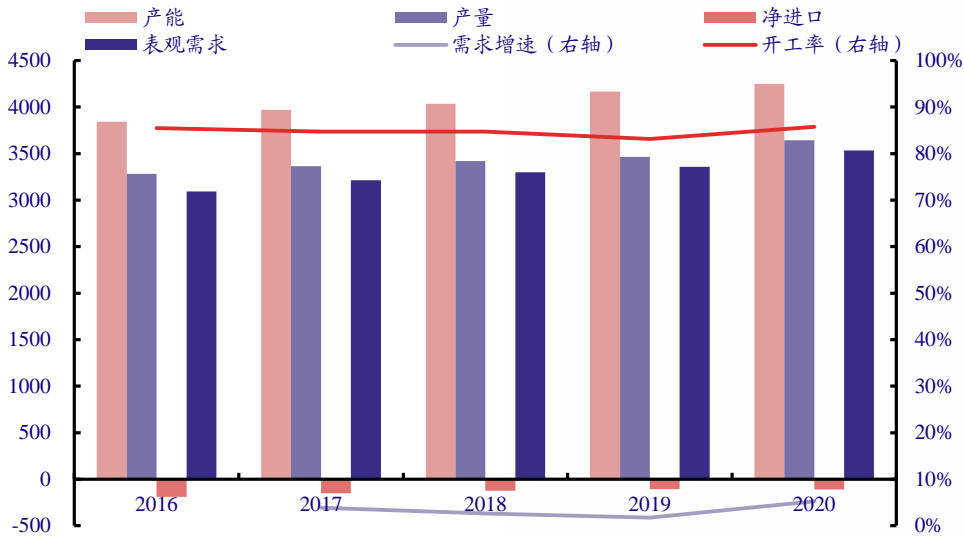
图：2020年我国烧碱消费结构



3.2 烧碱供需基本平衡，需求保持低速增长

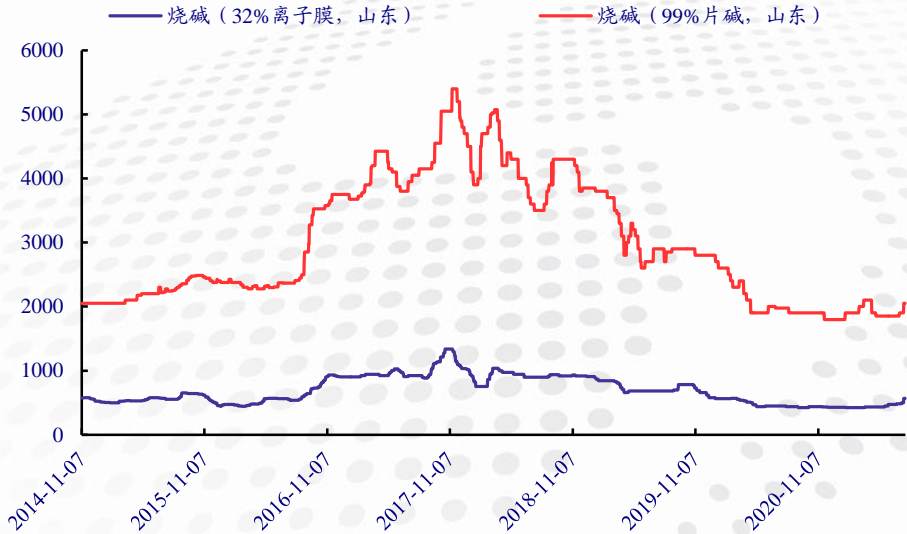
- 烧碱供需基本平衡，需求低速增长。**主要下游行业氧化铝需求上涨，烧碱需求持续提升，在产能平稳增长的情况下，开工率保持平稳。2020年我国烧碱产能4249万吨/年，产量3643万吨，开工率85.8%；表观需求3532万吨，同比增长5.2%，2016-2020年年均复合增长3.4%。
- 目前烧碱价格处在历史底部。**受安全环保督察等因素影响，烧碱价格在2016-2017年大幅上涨。随后由于氧化铝、粘胶短纤等行业盈利状况变差，烧碱步入下跌通道。2021年1月跌至2012年以来的历史新底（山东片碱1800元/吨）；3月受多个厂家集中检修影响，价格回升至2100元/吨之后再次回落，目前有所反弹在2050元/吨（7月23日），依旧处在历史底部。

图：我国烧碱供需情况（万吨/年）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图：烧碱价格走势（元/吨）

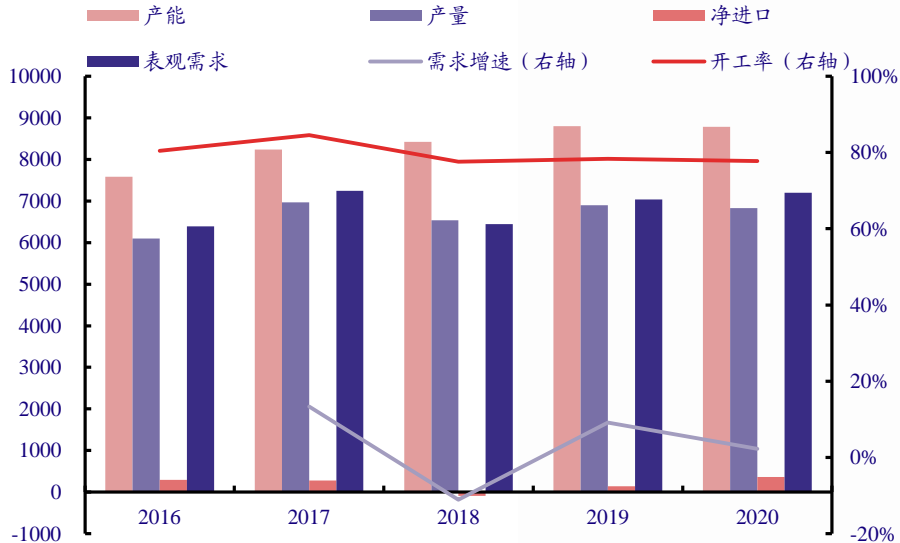


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3.3 氧化铝需求增速不高，供给受国外低价冲击

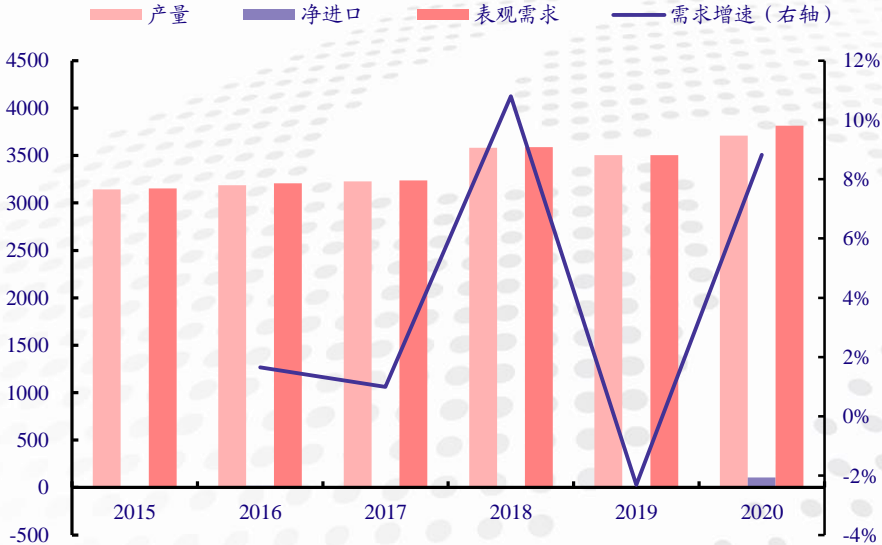
- 氧化铝是烧碱最大下游需求产品，占比达到31%。超过90%的氧化铝用于制备电解铝，电解铝下游主要为建筑地产（27%）和交通运输（24%）。
- 2020年氧化铝产能8784万吨/年，产量6831万吨/年，开工率77.8%；表观需求7196万吨/年，同比增长2.3%，2016-2020年年均复合增长3.0%。
- 进口低价氧化铝对于市场影响极大，2020年国内北方地区氧化铝企业多数时间出于亏损状态，但氧化铝作为我国烧碱产品主力下游的地位仍将持续。

图：氧化铝供需情况（万吨）



资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

图：电解铝供需情况（万吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3.4 未来供需难以明显改观，预计价格不具备大涨基础

- **供给端，烧碱新增产能有限。**预计2021-2022年我国新建烧碱产能145万吨/年，复合增长率为1.7%。据《氯碱行业“十四五”发展指南》，政府将加快传统化工行业淘汰落后产能，预计2025年产能控制在4700万吨/年，烧碱产能很难再现大幅增长。
- **需求端，依旧维持低速增长。**氧化铝行业虽然有新增产能，但由于企业普遍采用进口铝土矿，氧化铝单位耗碱量减少，且氧化铝需求增速不高，预计烧碱需求增速依旧维持低速、甚至放缓。
- **我们认为，考虑到氧化铝-电解铝发展瓶颈，预计烧碱价格或底部小幅回升，但不具备大幅上涨基础。**

表：2021-2022年我国烧碱产能扩张统计（万吨/年）

公司名称	产能	预计投产时间
民祥化工	15	2021年
江西九宏	15	2021年
金桥益海	15	2021年
万华福建	30	2021年
上海氯碱	30	2022年
安徽东至广信	15	2021年
安徽八一化工	10	2021年
扬农化工	15	2022年
合计	145	

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

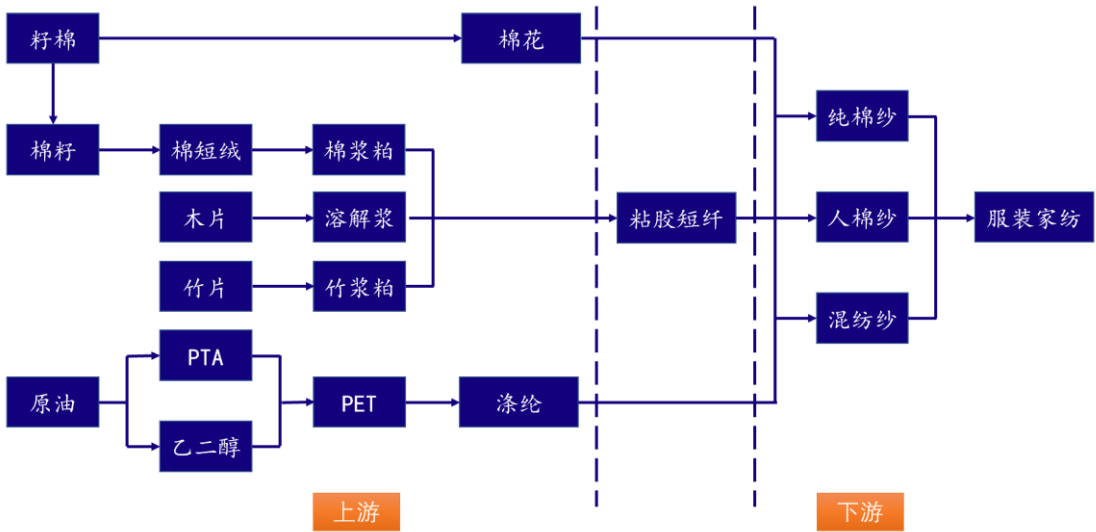
四、纺织需求持续复苏、 粘胶短纤旺季来临，有望重启上行通道



4.1 粘胶短纤是我国第二大化纤品种

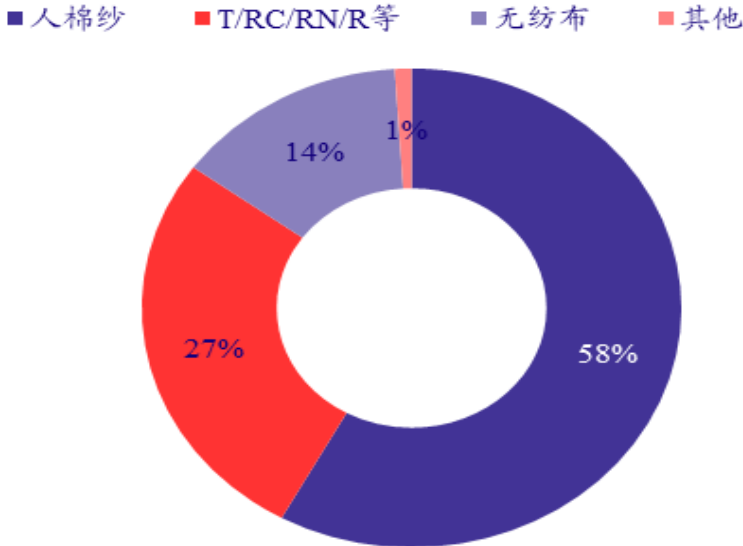
- 粘胶短纤，又名黏胶丝、人造棉，是一种人造天然纤维，是我国第二大产量的化纤品种，由棉浆粕、木浆和竹浆粕等纤维素，辅以烧碱、硫酸制成。粘短同时具有棉和丝的特点，常与其他人造纤维混纺制成织物，以代替中高端棉织品。
- 粘胶短纤下游产业集中于纺织业，主要应用于人棉纱，占比58%；T/RC/RN/R等（27%）、无纺布（14%）等领域。

图：化纤上下游产业链



资料来源：中国银河证券研究院

图：2020年我国粘胶短纤消费结构

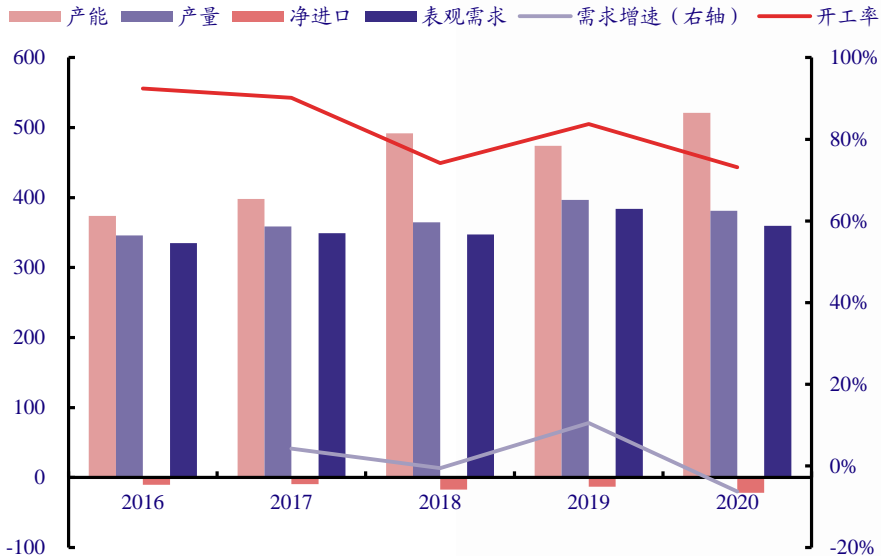


资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

4.2 行业供给趋于稳定，价格处于历史中枢区间

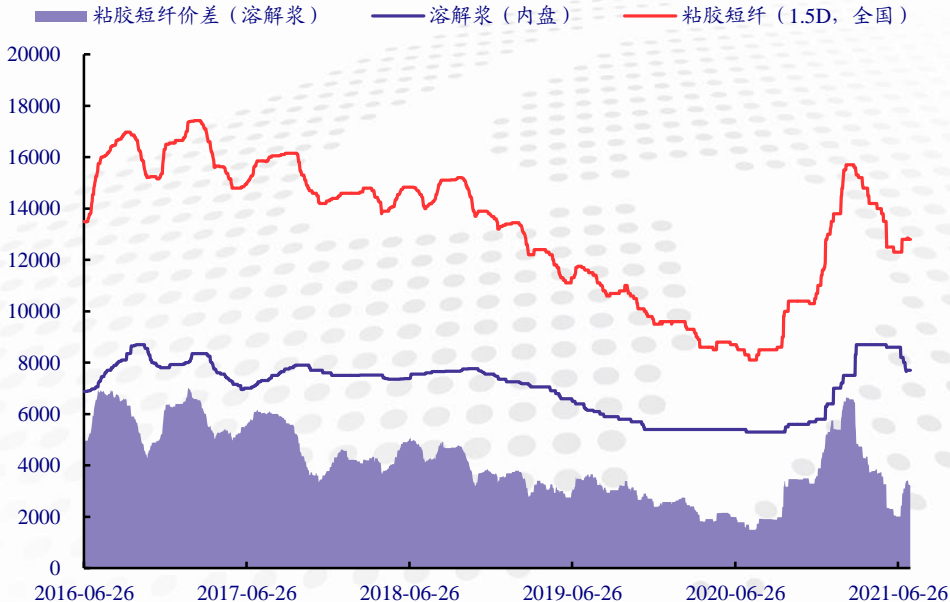
- 粘胶短纤仍需消化过剩产能。2018年我国粘胶短纤大幅扩能，供给增加致行业景气度持续下降；2020年我国粘胶短纤产能521万吨/年，产量381万吨，开工率73.2%；表观需求360万吨，2016-2020年需求年均复合增长率1.8%。
- 年初以来，粘胶短纤价格/价差先涨后跌。前期上涨主要系全国性大范围降温、春节前备货影响；后续随着步入生产淡季，价格/价差有所回落。目前粘胶短纤价格处在历史中位区间，近期稍有反弹。

图：我国粘胶短纤供需情况（万吨/年）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图：粘胶短纤价格/价差（元/吨）

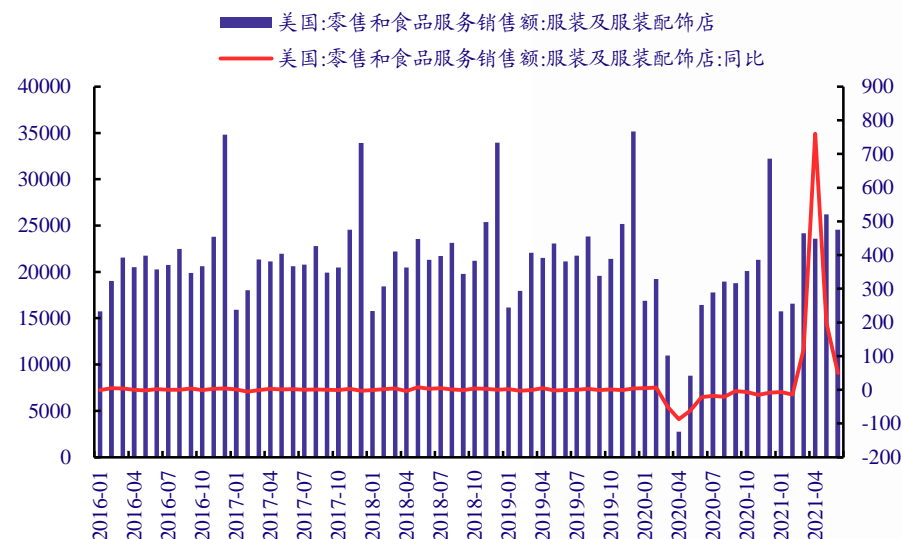


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

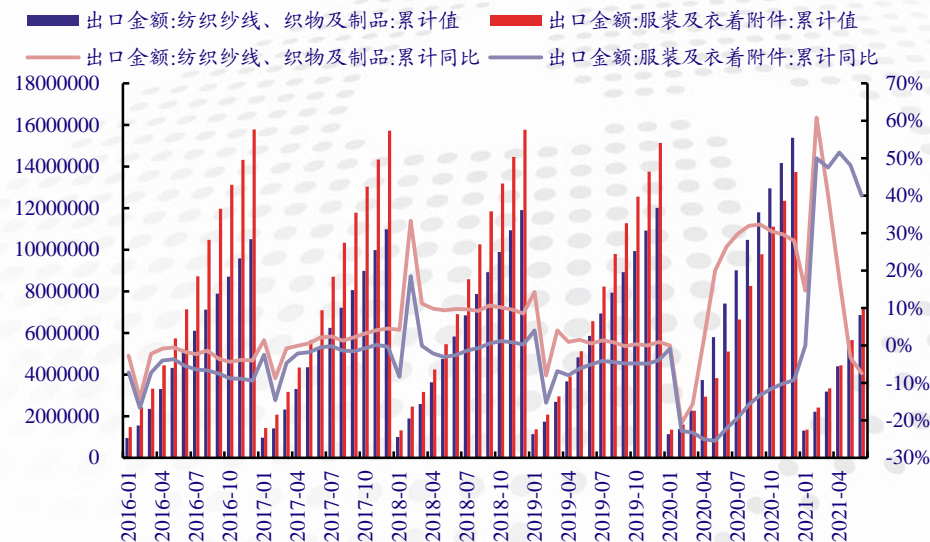
4.3.1 海外服装需求持续复苏，我国纺服出口维持高位

- 美国2021年3月以来服装及服装配饰店销售额连续四个月大幅转正，相较2019年的销售增速也持续四个月回升。具体来看，2021年3-6月分别为242/236/262/246亿美元，同比大幅增加120%/757%/199%/49%，分别较2019年同期增长10%/10%/14%/16%。随着疫情好转，预计海外服装需求将持续复苏。
- 我国服装出口充分受益。2021年1-6月，纺织纱线、织物及制品和服装及衣着附件累计出口1401亿美元，较2019年同期增长12.8%，较2020年同期增长11.9%。其中服装及衣着附件累计出口715亿美元，同比增长40%；纺织纱线、织物及制品累计686亿美元，同比下降7.5%，主要系海外疫情好转，我国防疫物资出口同比减少，但仍处于高位。

图：美国服装销售额及增速（百万美元）



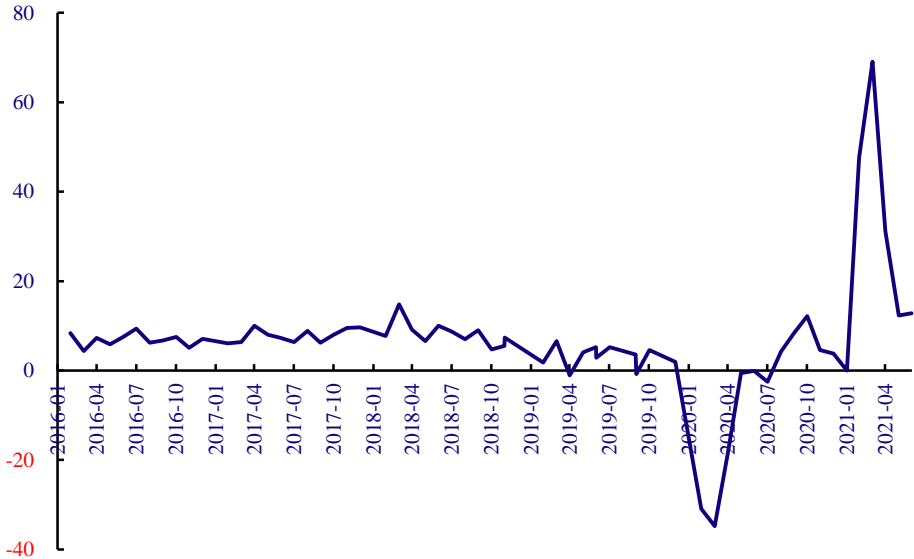
图：我国纺织及服装出口金额及增速（万美元）



4.3.2 国内服装消费持续复苏，行业存补库需求

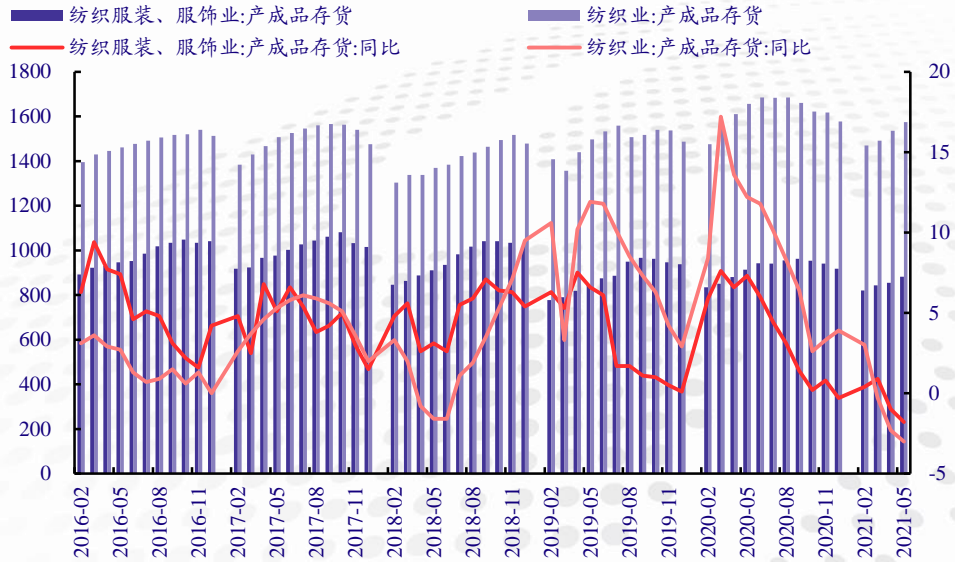
- 国内服装消费持续复苏，看好四季度消费旺季带来需求增量。随着国内疫情得到有效控制，国内服装消费持续复苏，1-6月累计服装社会消费品零售额同比增加33.7%，较2019年同期增加18.5%。预计秋冬装消费旺季的到来将带动粘胶短纤需求增加。
- 行业补库需求也将带动部分粘胶短纤需求。国内外纺服景气向上，带来2月以来纺织及服装行业产成品存货规模同比下降，5月纺织服装、服饰业和纺织业产成品存货规模分别同比下降3.5%、5.0%。

图：社会消费品零售额:服装鞋帽针纺织品类:当月同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图：我国纺织及服装产成品存货及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

4.4 粘胶短纤无新增产能，有望重启上行通道

- 短期来看，随着三季度纺织旺季的来临，对粘胶短纤需求增加有望带动价格继续反弹向上。
- 供给端，未来基本无新增产能。2021年及以后两年基本没有重大项目投产。2017年9月1日实施的《粘胶纤维行业规范条件(2017版)》指出，国家严格控制新建粘胶短纤项目，鼓励和支持现有粘胶纤维企业通过技术改造淘汰落后产能，产能20万吨/年以下规模企业或因产品低端、成本、环保等原因被淘汰、兼并重组，行业集中度将进一步提升；
- 需求端，持续向好。海内外服装消费的持续复苏以及RCEP的签订有望带动粘胶短纤需求增加。
- 我们认为，在供需错配背景下，行业有望迎来周期性复苏，粘胶短纤价格/价差有望重启上行通道。

五、投资建议

表：公司各业务情况及预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PVC (含糊树脂)	产能, 万吨/年	153	153	183	183	183	183
	销量, 万吨	174	178	171	171	192	192
	平均售价, 元/吨	5484	5767	5902	5913	7800	8000
	收入, 百万元	9558	10289	10097	10117	14988	15276
	成本, 百万元	6913	7502	7260	7215	8532	8746
	毛利率	28%	27%	28%	29%	43%	43%
	单位毛利, 元/吨	1517	1562	1658	1696	3360	3398
离子膜烧碱	产能, 万吨/年	110	110	130	132	147	147
	销量, 万吨	98	85	78	91	106	118
	平均售价, 元/吨	3377	3802	3229	2143	1970	2100
	收入, 百万元	3315	3232	2509	1939	2097	2474
	成本, 百万元	1201	1316	1342	1244	1479	1637
	毛利率	64%	59%	47%	36%	29%	34%
	单位毛利, 元/吨	2153	2254	1502	768	580	710
粘胶纤维	产能, 万吨/年	52	73	73	73	73	73
	销量, 万吨	19	25	35	21	22	29
	平均售价, 元/吨	12575	11994	9701	7707	11525	11619
	收入, 百万元	2374	2985	3360	1595	2487	3356
	成本, 百万元	1664	2151	3192	1966	2317	3100
	毛利率	30%	28%	5%	-23%	7%	8%
	单位毛利, 元/吨	3761	3353	483	-1796	787	887
粘胶纱线	产能, 万吨/年	250	270	270	270	270	270
	销量, 万吨	25	30	27	30	30	30
	平均售价, 元/吨	15385	15608	13411	10589	15017	15097
	收入, 百万元	3837	4746	3668	3126	4433	4457
	成本, 百万元	3203	3984	3294	2969	3688	3683
	毛利率	17%	16%	10%	5%	17%	17%
	单位毛利, 元/吨	2541	2508	1368	532	2523	2623
现代贸易	收入, 百万元	20793	47243	62276	66168	25000	10000
	成本, 百万元	20020	46235	61379	65309	24750	9900
	毛利率	4%	2%	1%	1%	1%	1%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

- 关键假设：1. 电石供需趋紧，价格望维持高位，煤-电石-PVC全产业链保持景气；2. 粘胶短纤受纺服向好驱动，三季度需求旺季来临，望迎来价格反弹，长期看价格中枢向上；3. 烧碱价格底部小幅回升；4. 参股公司（圣雄能源、美克化工）预期带来高投资收益。
- 我们预计2021-2023年公司营收分别为499、366、367亿元，归母净利润分别为43.4、45.3、47.8亿元，同比变化2873%、4.4%、5.6%；每股收益（EPS）分别为2.02、2.11、2.23元。看好公司业绩大幅改善带来的投资机会，给予“推荐”评级。

表：重点标的盈利预测（7月23日）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	84197	49890	36555	36717
增长率（%）	1.30%	-40.75%	-26.73%	0.44%
归母净利润（百万元）	146	4339	4529	4784
增长率（%）	-61.89%	2872.88%	4.37%	5.64%
EPS（元）	0.07	2.02	2.11	2.23
PE	186.5	6.3	6.0	5.7

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

六、风险提示

下游需求不及预期的风险，溶解浆价格大幅上涨的风险，主营产品价格大幅下降的风险等。

银河化工团队介绍



任文坡

中国石油大学（华东）化学工程博士
曾任职于中国石油，高级工程师、化工组组长、项目经理，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

☎：010-80927675

✉：renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520080001



林相宜

南开大学金融硕士、学士，中国注册会计师
曾任职于安永华明会计师事务所。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业和纺织服装行业研究。

☎：010-80927677

✉：linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050007

分析师承诺：本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。



谢谢!

中国银河证券研究

扫码关注我们
微信号|zgyhzqyj



创造财富担当责任
股票代码: 601881.SH06881.HK