

行业研究

油气价格上行中国石油受益最大，能耗双控背景下各细分龙头优势尽显

——基础化工行业周报（2021/09/26-2021/10/09）

基础化工 增持（维持）

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

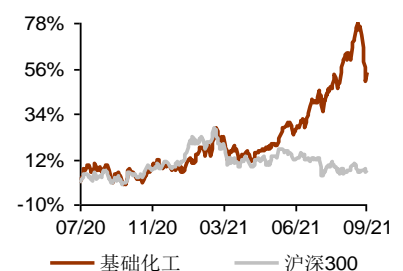
wuyu1@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

天然气：在生产实践中，天然气已被证实是一种碳友好型能源。在碳中和大背景下，我国提速“煤改气”进程，提倡将烧煤炭改为烧天然气，各地清洁环保政策频出，“煤改气”政策不断推进，充分助力碳中和目标。2011-2020年天然气表观消费量CAGR高达11%，天然气需求增长显著。

受益于全球天然气价格上涨，中国石油自产气方面的业绩将获得显著提升。此外，中国石油在进口气方面的持续努力终于得到了回报，公司进口气业务在多年亏损后终于在2021年开始扭亏为盈，改善明显。截至2021年10月8日，中国石油A股PB仅为0.936，H股PB仅为0.493，均处于历史底部，公司价值被显著低估。

9月行情回顾：受能耗双控影响，近期化工品价格上涨速率进一步提高。截至2021年9月30日，中国化工产品价格指数（CCPI）=5917，较2021年9月初上涨约13.1%。在我们所追踪的136种化工品中，2021年9月内金属硅（昆明）、液氯（江苏）、黄磷（云南）、烧碱（江苏）4个品种的价格涨幅超过100%，氟制冷剂R134a、有机硅DMC、醋酐、动力煤、醋酸的价格涨幅超过50%。其中金属硅、黄磷的价格快速上行主要是因为云南省对于金属硅和黄磷的行业管控政策导致的产量缩减所致，而液氯、烧碱等产品的大幅上涨则源自于江苏地区大规模的限电限产要求所致。

在当前能耗双控、限电限产的背景下，我们认为化工各细分行业的龙头企业优势将更为凸显，具有更高的配置价值。龙头企业具体的优势包括：（1）必选消费上游原料保供，高市占率龙头企业更具话语权，受限产措施影响或较低；（2）产业链一体化优势，保证能源充分利用；（3）具备先进技术设备，可有效落实节能环保。

板块涨跌情况：过去5个交易日，沪深两市各板块大部分呈下跌态势，上证综指涨幅为1.23%，深证成指涨幅为0.39%，沪深300指数涨幅为1.66%，创业板指涨幅为1.10%。中信基础化工板块跌幅为7.9%，涨跌幅位居所有板块第28位。过去5个交易日，化工行业各子板块大部分呈下跌态势，涨跌幅前五位的子板块为：轮胎（+15.6%），石油贸易（+5.3%），石油加工（+0.9%），日用化学产品（-1.4%），其他橡胶制品（-1.6%）。涨跌幅后五位的子板块为：磷化工及碳酸盐（-18.8%），磷肥（-17.1%），涤纶（-16.0%），氯碱（-11.2%），玻纤（-10.7%）。

投资建议：油气板块关注中国石油、中国石化、中海油和新奥股份，其他关注卫星石化和民营大炼化；农药关注扬农化工、安道麦A、长青股份、利尔化学、先达股份和利民股份，煤化工和尿素关注华鲁恒升、阳煤化工和鲁西化工，钾肥关注冠农股份等，磷肥及磷化工板块关注川恒股份、云天化、新洋丰、川发龙蟒、兴发集团、云图控股，染料关注浙江龙盛、闰土股份，有机硅关注新安股份、合盛硅业，氯碱关注中泰化学；氟化工关注金石资源、东岳集团、巨化股份。维生素关注浙江医药、新和成、亿帆医药、兄弟科技。半导体材料关注晶瑞股份、彤程新材、华特气体、雅克科技、昊华科技、南大光电、江化微、鼎龙股份。OLED产业链关注万润股份、瑞联新材、奥来德、濮阳惠成。锂电材料关注当升科技、天赐材料、新宙邦、星源材质、多氟多、石大胜华。

风险分析：油价快速下跌和维持高位的风险；下游需求不及预期风险。

目 录

1、 本周行情回顾.....	3
1.1、 化工板块股票市场行情表现	3
1.2、 重点产品价格跟踪.....	5
1.3、 本周重点关注行业动态——天然气	6
1.3.1、 天然气：高热值、低碳排放的化石能源.....	6
1.3.2、 碳中和推动能源结构转型，天然气替代煤炭实现碳达峰前景广阔.....	6
1.3.3、 中国石油：油气价格上行的最大受益标的，公司价值被严重低估.....	8
2、 2021Q3 及 9 月重点子版块行情回顾及后市展望.....	10
2.1、 化工品价格强势上涨，9 月金属硅、黄磷、氟制冷剂等涨幅居前	10
2.2、 能耗双控背景下，龙头优势凸显，配置价值更高	11
2.3、 化肥板块	11
2.3.1、 尿素	11
2.3.2、 磷肥及磷化工.....	12
2.3.3、 硫酸	12
2.4、 工业硅及有机硅板块	13
2.5、 纯碱板块	13
2.6、 聚氨酯板块.....	14
2.7、 钛白粉板块.....	14
2.8、 氟化工板块.....	15
3、 重点化工产品价格及价差走势.....	16
3.1、 化肥和农药.....	16
3.2、 氯碱.....	18
3.3、 聚氨酯	19
3.4、 C1-C4 部分品种.....	21
3.5、 橡胶.....	22
3.6、 化纤和工程塑料	23
3.7、 氟硅.....	25
3.8、 氨基酸&维生素	26
3.9、 锂电材料	27
3.10、 其它	28
4、 风险分析.....	29

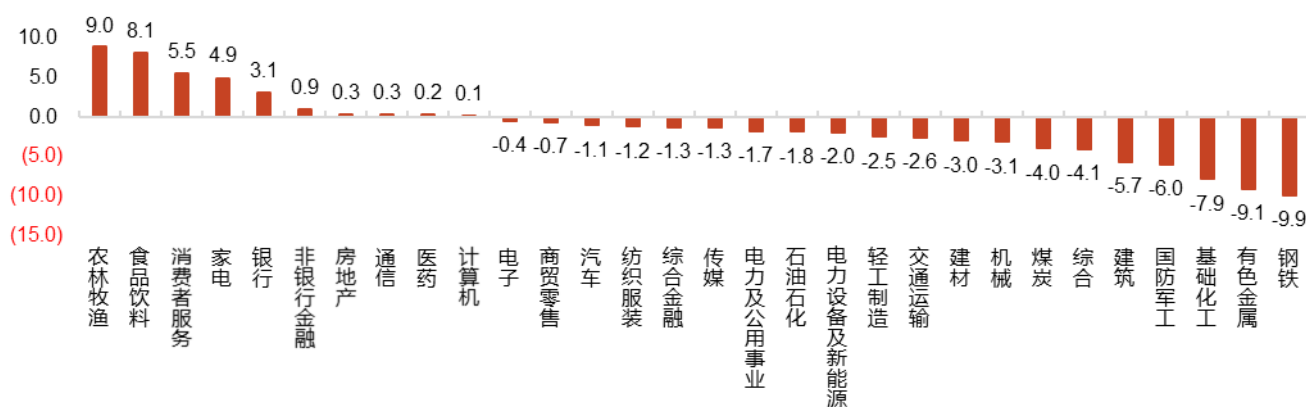
1、本周行情回顾

1.1、化工板块股票市场行情表现

板块表现

过去 5 个交易日，沪深两市各板块大部分呈下跌态势，上证综指涨幅为 1.23%，深证成指涨幅为 0.39%，沪深 300 指数涨幅为 1.66%，创业板指涨幅为 1.10%。中信基础化工板块跌幅为 7.9%，涨跌幅位居所有板块第 28 位。

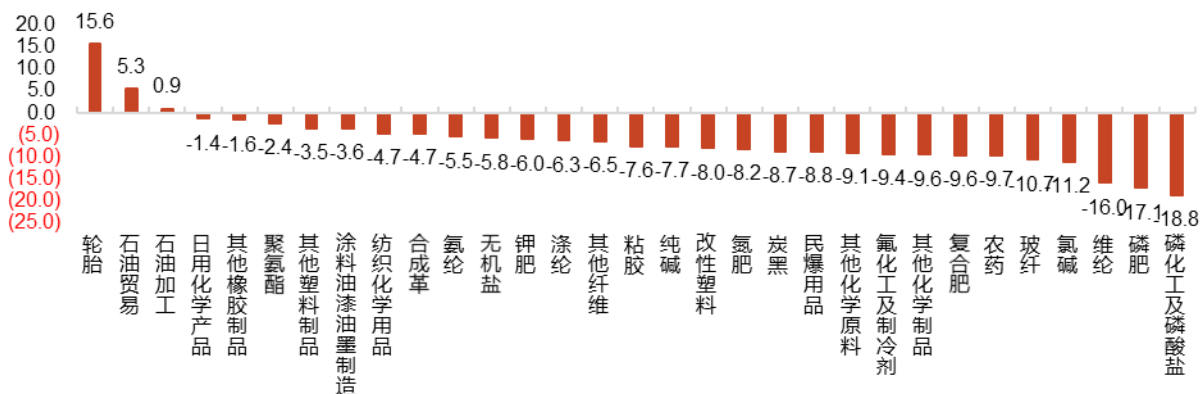
图 1：A 股行业本周涨跌幅（中信行业分类）（单位：%）



资料来源：iFind，光大证券研究所整理

过去 5 个交易日，化工行业各子板块大部分呈下跌态势，涨跌幅前五位的子板块为：轮胎 (+15.6%)，石油贸易 (+5.3%)，石油加工 (+0.9%)，日用化学产品 (-1.4%)，其他橡胶制品 (-1.6%)。涨跌幅后五位的子板块为：磷化工及碳酸盐 (-18.8%)，磷肥 (-17.1%)，维纶 (-16.0%)，氯碱 (-11.2%)，玻纤 (-10.7%)。

图 2：化工各子行业本周涨跌幅（申万行业分类）（单位：%）



资料来源：iFind，光大证券研究所整理

个股涨跌幅

过去 5 个交易日，基础化工涨幅居前的个股有：玲珑轮胎（+24.90%），赛轮轮胎（+22.92%），振华股份（+14.35%），碳元科技（+12.14%），川环科技（+10.51%）。

表 1：本周基础化工板块涨幅前十个股

代码	股票名称	最新收盘价 (元)	周涨跌幅	月涨跌幅
601966.SH	玲珑轮胎	36.77	24.90%	21.43%
601058.SH	赛轮轮胎	11.80	22.92%	12.92%
603067.SH	振华股份	13.63	14.35%	19.56%
603133.SH	碳元科技	10.62	12.14%	4.73%
300547.SZ	川环科技	11.78	10.51%	2.88%
688065.SH	凯赛生物	157.60	9.44%	17.96%
002810.SZ	山东赫达	42.74	9.25%	0.87%
603155.SH	新亚强	79.00	9.21%	42.75%
300767.SZ	震安科技	110.50	9.00%	-1.79%
688148.SH	芳源股份	26.50	8.34%	-6.36%

资料来源：iFind，光大证券研究所整理

过去 5 个交易日，基础化工跌幅居前的个股有：安纳达（-29.85%），红宝丽（-23.78%），江南化工（-23.52%），南风化工（-23.30%），江山股份（-22.50%）。

表 2：本周基础化工板块跌幅前十个股

代码	股票名称	最新收盘价 (元)	周涨跌幅	月涨跌幅
002136.SZ	安纳达	19.04	-29.85%	-18.74%
002165.SZ	红宝丽	6.86	-23.78%	41.74%
002226.SZ	江南化工	5.69	-23.52%	-3.89%
000737.SZ	南风化工	8.13	-23.30%	0.99%
600389.SH	江山股份	44.19	-22.50%	-0.24%
600955.SH	维远股份	44.86	-22.39%	/
600141.SH	兴发集团	40.38	-21.59%	7.14%
003022.SZ	联泓新科	49.8	-21.07%	-3.71%
603379.SH	三美股份	25.75	-20.92%	-4.88%
600230.SH	沧州大化	15.87	-20.89%	-18.82%

资料来源：iFind，光大证券研究所整理

1.2、重点产品价格跟踪

近两周涨幅靠前的品种：氟制冷剂(R134a):浙江巨化 (+66.67%)、纯碱:轻质:华东 (+48.98%)、电石:西北 (+28.12%)、纯碱:重质:华东 (+21.82%)、华东:PVC:电石法 (+19.88%)、尿素(小颗粒):波罗的海地区:FOB (+19.05%)、动力煤 (+18.03%)、华东:PVC:乙烯法 (+17.00%)、甲醇:华东地区 (+15.87%)、二甲醚:河南地区 (+15.39%)。

表 3：近两周化工产品价格涨幅前十

产品	单位	最新价	周涨跌幅	本月均价	月涨跌幅	年涨跌幅	2020 均价	2019 均价	2018 均价
氟制冷剂(R134a):浙江巨化	元/吨	40,000.00	66.67%	28,800.00	37.14%	25.68%	17,313.11	27,046.58	19,016.44
纯碱:轻质:华东	元/吨	3,650.00	48.98%	2,895.00	26.14%	38.93%	1,346.91	1,682.85	1,846.58
电石:西北	元/吨	7,742.33	28.12%	6,327.83	18.45%	60.24%	2,844.03	2,991.24	3,139.97
纯碱:重质:华东	元/吨	3,350.00	21.82%	3,008.33	17.51%	30.61%	1,587.24	1,857.40	1,975.34
华东:PVC:电石法	元/吨	13,066.67	19.88%	11,119.00	17.66%	34.97%	6,729.22	6,871.87	6,859.99
尿素(小颗粒):波罗的海地区:FOB	美元/吨	562.50	19.05%	470.60	12.56%	67.61%	223.38	239.33	250.41
动力煤	元/吨	1,800.00	18.03%	1,499.58	37.21%	63.91%	578.04	594.32	653.93
华东:PVC:乙烯法	元/吨	13,533.33	17.00%	11,673.33	21.82%	34.43%	7,029.23	7,004.32	7,066.40
甲醇:华东地区	元/吨	3,759.29	15.87%	3,286.94	21.21%	38.75%	1,891.86	2,247.07	2,962.71
二甲醚:河南地区	元/吨	5,285.00	15.39%	4,445.67	27.18%	30.84%	2,680.00	3,189.82	4,087.21

资料来源：iFind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.10.08

近两周跌幅靠前的品种：辛醇:齐鲁石化 (-18.67%)，丁二烯:东南亚 (-15.56%)，二氯甲烷:华东地区 (-12.32%)，黄磷(净磷):云南地区 (-6.56%)，金属硅:553#:昆明 (-6.49%)，聚醚软泡:华东地区 (-5.85%)，醋酸:华东 (-5.26%)，双酚 A:华东地区 (-5.15%)，聚醚硬泡:华东地区 (-4.67%)，丁二烯:华东地区 (-3.74%)。

表 4：近两周化工产品价格跌幅前十

产品	单位	最新价	周涨跌幅	本月均价	月涨跌幅	年涨跌幅	2020 均价	2019 均价	2018 均价
辛醇:齐鲁石化	元/吨	12,200.00	-18.67%	14,460.00	-16.25%	101.00%	7,255.60	7,423.70	8,667.40
丁二烯:东南亚:到岸中间价	美元/吨	760.00	-15.56%	894.67	-39.98%	55.03%	677.25	1,049.99	1,396.01
二氯甲烷:华东地区	元/吨	5,722.00	-12.32%	5,816.29	32.06%	50.61%	2,826.69	3,412.66	3,811.38
黄磷(净磷):云南地区	元/吨	57,000.00	-6.56%	55,683.33	113.70%	48.17%	15,762.84	16,424.93	14,988.22
金属硅:553#:昆明	元/吨	54,000.00	-6.49%	45,516.67	131.46%	57.33%	10,711.61	10,445.62	11,942.88
聚醚软泡:华东地区	元/吨	17,700.00	-5.85%	18,163.33	4.29%	34.62%	13,368.37	11,209.92	13,125.67
醋酸:华东	元/吨	9,000.00	-5.26%	8,033.33	36.39%	141.85%	2,697.08	2,942.14	4,597.12
双酚 A:华东地区	元/吨	23,000.00	-5.15%	24,688.33	-10.67%	106.01%	11,473.91	10,576.85	13,614.11
聚醚硬泡:华东地区	元/吨	15,825.00	-4.67%	16,001.67	2.94%	32.20%	12,136.69	10,661.29	12,015.84
丁二烯:华东地区	元/吨	6,866.67	-3.74%	7,761.67	-28.27%	30.39%	6,428.52	9,494.89	11,048.59

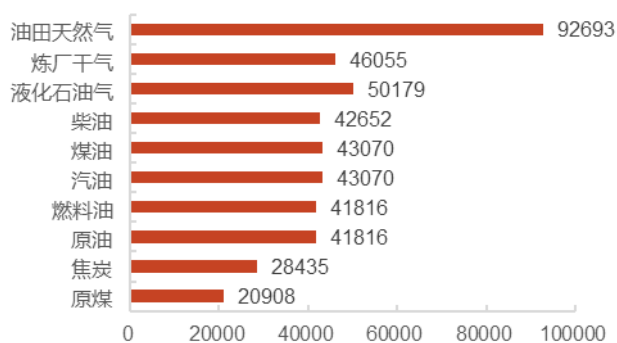
资料来源：iFind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.10.08

1.3、本周重点关注行业动态——天然气

1.3.1、天然气：高热值、低碳排放的化石能源

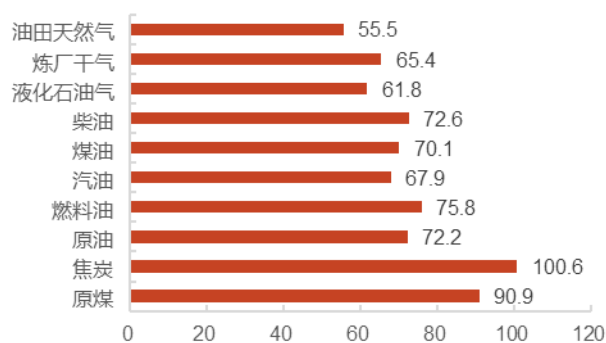
天然气的主要成分为甲烷，并且含有少量的乙烷和丙烷，几乎不含硫、粉尘和其他有害物质。污染物排放方面，相比于煤炭和石油，天然气燃烧更完全，燃烧产物只有二氧化碳和水，污染水平极低；二氧化碳排放方面，天然气的碳饱和度较高，且热值亦高于煤和石油/石油制品，因此天然气的单位碳排放较低，是一种碳友好型化石能源。我们根据国家标准中的不同能源热值（以平均低位发热量计）和碳排放交易网计算的二氧化碳排放系数（消耗单位质量能源产生的 CO₂）测算得到常见能源单位热值碳排放，天然气仅为原煤的 61%，原油的 76%。

图 3：常见能源平均低位发热量 (kJ/kg)



资料来源：《综合能耗计算通则（2008）》，光大证券研究所整理 注：天然气密度按 0.42g/cm³ 计

图 4：常见能源单位热值碳排放 (g-CO₂/J)



资料来源：碳排放交易网，光大证券研究所整理、测算

在生产实践中，天然气已被证实是一种碳友好型能源。发电方面，根据上文测算，天然气本身单位热值的碳排放仅为原煤的 61%，此外，燃气电厂发电效率较高，我国燃煤发电机组发电效率最高约为 47%左右，而大容量燃气轮机联合循环效率可达 60%以上。因此，天然气发电轮机的单位发电量碳排放，仅为最先进的煤机排放量的一半左右。

表 5：天然气发电与燃煤发电的碳排放比较

机组	效率 (%)	热耗率 (kJ · kW ⁻¹ · h ⁻¹)	单位 CO ₂ 排放量 (g · kW ⁻¹ · h ⁻¹)	单位 CO ₂ 排放比 (%)	年 CO ₂ 排放量 (万吨)	年 CO ₂ 减排量 (万吨)
先进的 1000MW 煤机	47.82	7528	640.2	100	352.1	0
天然气机 A	51.5	6990	383.2	60	210.7	141.4
天然气机 B	55.8	6452	353.7	55	194.5	157.6
天然气机 C	55.3	6510	356.9	56	196.3	155.8
天然气机 D	52.3	6883	377.3	59	207.5	144.6
天然气机 E	60.2	5980	327.8	51	180.3	171.8

资料来源：《天然气发电对碳减排的贡献》（王为伟等），光大证券研究所整理

1.3.2、碳中和推动能源结构转型，天然气替代煤炭实现碳达峰前景广阔

能源结构转型为实现碳中和的主要切入点

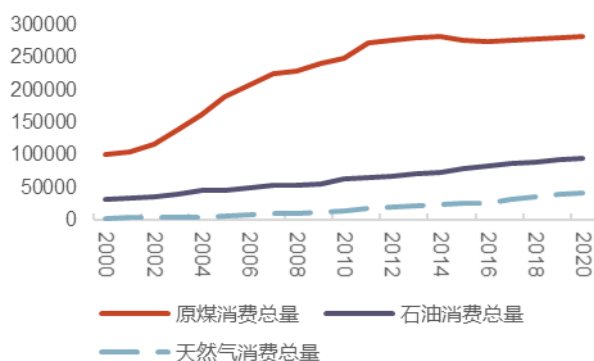
碳中和是指在一定时间内人类活动所产生的二氧化碳排放量与大自然所吸收的二氧化碳量相等，从而达到碳排放总量为零的状态。2020 年 9 月 22 日，我国碳中和目标在第 75 届联合国大会首次被明确，会议上习近平主席提出

“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”。“碳达峰·碳中和”已成为国家战略。

我国温室气体排放主要来自发电和工业燃烧。根据 Wind 数据，2019 年我国温室气体排放量为 115 亿吨，其中发电排放量达 45.69 亿吨，占比 40%；工业燃烧碳排放量为 33.12 亿吨，占比 29%。根据 Climatewatch 数据，按大类行业分类，2000 年以来能源行业始终为我国最主要的温室气体生产行业。广义的能源板块包括能源的产生、转换、消费过程，用途包括驱动、产热等，是大多数温室气体排放的根源。因此，实现能源结构转型，提高新能源的使用，将成为碳减排的关键。

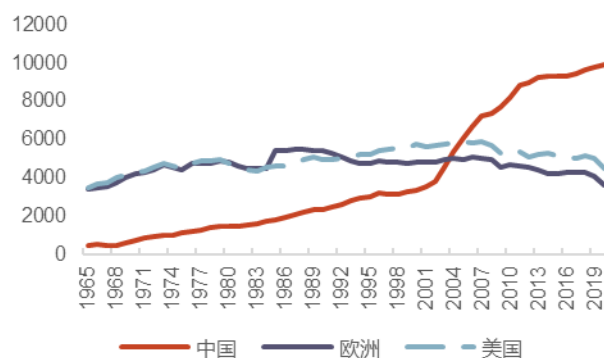
煤炭依然是我国能源消费的主体，占 2020 年能源消费总量的 57%；长期以煤为主的能源结构使得我国经济发展取得惊人成就的同时，碳排放巨额增长，2020 年我国二氧化碳排放量达到 9899.33 万吨，居世界第一。降低煤炭在能源中的消费比率是实现碳达峰的当务之急。

图 5：我国化石能源消费结构（万吨标准煤）



资料来源：iFind，光大证券研究所整理

图 6：我国二氧化碳排放量居世界第一（万吨 CO₂）



资料来源：BP，光大证券研究所整理

天然气代替煤和石油是通往碳达峰的桥梁

图 7：我国天然气表观消费量不断上升



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

长期来看，大力发展非化石能源是实现碳中和的最终路径。但是，风能和太阳能等非化石燃料替代品还处于能源转型的相对早期阶段，技术发展不成熟，供应不稳定，成本较高。而天然气做为最清洁的化石能源，相比于非化石能源，在供应稳定性和获取成本方面具有较大的优势，若要在中短期内减缓碳

排放的上升乃至碳达峰，在推广使用非化石能源的同时，也必须大力推动天然气的使用。

在碳中和大背景下，我国提速“煤改气”进程，提倡将烧煤炭改为烧天然气，各地清洁环保政策频出，“煤改气”政策不断推进，充分助力碳中和目标。从表观消费量上来看，2011-2020 年天然气表观消费量 CAGR 高达 11%，天然气需求增长显著。

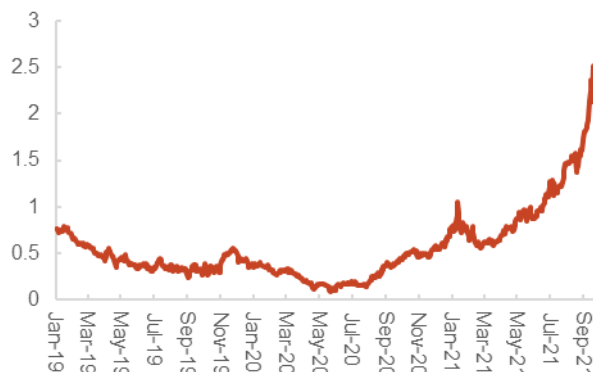
对标海外经验，政策推动碳减排的环境下，天然气的需求量将持续上升。2021 年 7 月，欧盟收紧碳排放政策，进一步降低总体排放上限，并提高其年减排率。逐步取消航空免费排放配额，并首次将航运排放纳入欧盟排放交易体系。为解决道路交通和建筑物减排不足的问题，为运输和建筑业设立了单独的排放交易系统。碳排放政策趋严下，欧洲碳排放市场上碳价不断攀升，碳排放期货交易价格屡创新高，促使企业转向使用更为清洁的天然气。

图 8：欧洲碳交易市场期货成交价（欧元/吨二氧化碳当量）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.10.08

图 9：2019 年至今英国 NBP 天然气报价（美元/百万英热单位）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理，数据截至 2021.10.08

我们认为，未来我国能源结构发展的路径为：首先，在稳定推进非化石能源使用的同时，增加天然气使用占比，稳定石油使用占比，降低煤炭使用占比，依此逐渐降低单位 GDP 的碳排放，直到 2030 年实现碳达峰；然后，大力推行非化石能源，降低化石能源的使用比例，直到 2060 年实现碳中和。其中，除第一阶段天然气需求增长外，第二阶段的前期天然气需求依然有稳定的增长。

1.3.3、中国石油：油气价格上行的最大受益标的，公司价值被严重低估

中国石油是全球最大的石油公司之一，目前所拥有的原油已探明储量为 73 亿桶，天然气已探明储量为 76 万亿立方英尺。公司年均可生产原油约 9 亿桶，可生产超过 4 万亿立方英尺天然气，在全球石油公司中名列前茅。截至 2021 年 10 月 8 日，中国石油 A 股 PB 仅为 0.936 倍，H 股 PB 仅为 0.493，均处于历史底部，公司价值被显著低估。

公司净利润和原油价格正相关，在原油价格维持高位，天然气价格快速攀升的环境下，公司上游受益明显，进而提升整体业绩。尤其是在天然气方面，受益于天然气价格的上涨，公司自产气方面业绩提升十分可观。

此外，公司在进口气方面的持续努力终于得到了回报，公司进口气方面在多年亏损后终于在 2021 年开始扭亏为盈，改善明显。公司大力加强天然气采购成本管控，积极开发直供直销客户，加强与城市燃气、发电等客户战略合

作，严格执行价格政策，优化销售结构，通过线上竞价交易等市场化措施努力提升销售效益，实现天然气销售量效齐增。

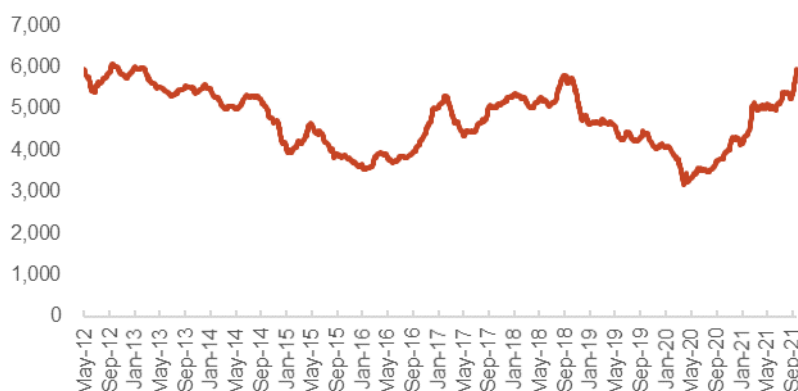
在上游资源勘探方面，公司积极加大油气勘探开发力度，强化页岩油气攻关，在鄂尔多斯盆地、四川盆地和准噶尔盆地取得一批重要发现和重要进展。在油气生产方面，公司深化产运销储协调联动，持续推进“稳油增气”战略。在炼销一体化方面，公司是国内成品油销售双寡头之一，拥有极强的终端渠道优势和销售网络优势，不仅能够通过自有零售渠道销售自己的产品，同时还另外掌控了大量低价的成品油资源，提升整体市场竞争优势明显。

2、2021Q3 及 9 月重点子板块行情回顾及后市展望

2.1、化工品价格强势上涨，9 月金属硅、黄磷、氟制冷剂涨幅居前

受能耗双控影响，近期化工品价格上涨速率进一步提高。截至 2021 年 9 月 30 日，中国化工产品价格指数 (CCPI) =5917，较 2021 年 9 月初上涨约 13.1%。

图 10：中国化工产品价格指数 (CCPI)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.09.30

在我们所追踪的 136 种化工品中，2021 年 9 月内金属硅（昆明）、液氯（江苏）、黄磷（云南）、烧碱（江苏）4 个品种的价格涨幅超过 100%，氟制冷剂 R134a、有机硅 DMC、醋酐、动力煤、醋酸的价格涨幅超过 50%。其中金属硅、黄磷的价格快速上行主要是因为云南省对于金属硅和黄磷的行业管控政策导致的产量缩减所致，而液氯、烧碱等产品的大幅上涨则源自于江苏地区大规模的限电限产要求所致。

表 6：2021 年 9 月价格涨幅居前的化工品种

化工品种	单位	2021/9/30 价格	9 月涨幅	年初至今涨幅	2021/8/31 价格	2020/12/31 价格
金属硅:553#:昆明	元/吨	55,500.00	155.17%	342.23%	21,750.00	12,550.00
液氯:江苏	元/吨	2,800.00	143.48%	86.67%	1,150.00	1,500.00
黄磷(净磷):云南地区	元/吨	58,000.00	112.45%	262.50%	27,300.00	16,000.00
烧碱(32%离子膜碱)	元/吨	1,600.00	110.53%	201.89%	760.00	530.00
氟制冷剂(R134a):浙江巨化	元/吨	40,000.00	77.78%	122.22%	22,500.00	18,000.00
有机硅 DMC	元/吨	62,366.67	70.87%	185.65%	36,500.00	21,833.33
醋酐	元/吨	14,950.00	54.92%	102.03%	9,650.00	7,400.00
动力煤	元/吨	1,710.00	52.68%	108.85%	1,120.00	818.75
醋酸:华东	元/吨	8,800.00	50.43%	103.70%	5,850.00	4,320.00
电池级碳酸锂:99.5%:安泰科	万元/吨	18.00	48.76%	249.51%	12.10	5.15
纯碱:轻质:华东	元/吨	3,500.00	45.83%	180.00%	2,400.00	1,250.00
合成氨:河北地区	元/吨	4,585.00	41.60%	48.19%	3,238.00	3,094.00
电石:西北	元/吨	7,492.67	38.98%	103.27%	5,391.00	3,686.00
华东:PVC 乙烯法	元/吨	13,200.00	36.55%	69.23%	9,666.67	7,800.00
甲醇:华东地区	元/吨	3,653.33	35.87%	50.48%	2,688.89	2,427.78

二甲醚:河南地区	元/吨	4,685.00	32.34%	40.90%	3,540.00	3,325.00
氟制冷剂(R22):临海利民化工	元/吨	25,000.00	31.58%	78.57%	19,000.00	14,000.00
二氯甲烷:华东地区	元/吨	5,807.50	30.10%	55.03%	4,464.00	3,746.00
华东:PVC 电石法	元/吨	12,350.00	30.00%	65.85%	9,500.00	7,446.43
纯碱:重质:华东	元/吨	3,350.00	24.07%	139.29%	2,700.00	1,400.00

资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理

2.2、 能耗双控背景下，龙头优势凸显，配置价值更高

在当前能耗双控、限电限产的背景下，我们认为化工各细分行业的龙头企业优势将更为凸显，具有更高的配置价值。龙头企业具体的优势包括：（1）市场份额保供优势；（2）产业链一体化优势；（3）技术设备优势。

（1）必选消费上游原料保供，高市占率龙头企业更具话语权

在能耗双控限电限产背景下，民生刚需产品仍需要保持稳定供应。为保证后续相关必选消费品的正常生产，以维持人民生活的持续稳定，对于必选消费品产业链相关原料的生产供应限制必将审慎进行。而其中龙头企业由于具有更高的市场占有率，对于“保供”具有重大影响，因此在相关原料生产需要进行限制的情况下，政府可能会优先限制中小规模企业的生产，保证龙头企业仍旧可以持续生产出充足的原料供下游刚需使用。

（2）产业链一体化优势，保证能源充分利用

与中小企业相比，龙头企业产业链更为完备，相关产品生产装置更为集中。凭借自身完整地一体化生产装置，在生产过程中，通过对相关原料、能量的回收利用，可以充分提高相关原料、能量的利用率，降低单位产成品的原料、能量消耗量，以获取更高的工业价值。

（3）具备先进技术设备，可有效落实节能环保

与普通企业相比，龙头企业普遍拥有更为出色的研发能力、更为先进的工艺技术和更好的生产装置。这些因素有利于龙头企业以更低的原料成本、能源损耗来进行高品质产品的生产。同时，也有助于降低能量的耗散和“三废”对于自然环境的影响。

2.3、 化肥板块

2.3.1、 尿素

国庆假期内，国内尿素价格出现小幅上涨。根据隆众资讯数据，10月5日，山东临沂市场价格参考价为2980元/吨，较9月30号2820元/吨相比，涨幅在160元/吨，而辽宁铁岭市场参考价为3120元/吨，较节前上涨180元/吨。国际方面，10月1日，印度RCF如约开标，此轮招标价格为近几年来价格最高点，国内参市人员心态受到提振，报盘大多拉涨。

9月中旬后，国内尿素周均日产有小幅回调，但整体仍处较低水平，同时当前限电等政策对于各省份上下游工厂开工仍有较大影响。展望后市，由于天然气的价格上行，另外叠加煤头限电的影响，后续尿素产量仍有可能持续下行，导致局部地区供应仍旧可能出现紧张的问题。

虽然尿素价格再次因供需错配叠加原料的成本支撑而持续上涨，但由于尿素作为化肥的重要原料之一，持续快速上涨可能会对后续粮食种植造成影响。因此，我们认为后续尿素供需仍将偏紧，不过价格方面进一步大幅上涨的空间有限，或将维持高位震荡状态。

2.3.2、磷肥及磷化工

随着全球对于粮食安全的重视，粮食价格开始上涨，加大了农民的种植意愿，同时扩增了相关作物的种植面积，带动了磷肥等需求的增加。此外，由于国外厂商因疫情等原因供应受限，国内磷铵出口量大幅提升。由于需求及出口方面的扩增，2021年年初至今，国内磷酸一铵、磷酸二铵价格持续上行，较2021年年初磷酸一铵与磷酸二铵价格均涨超50%以上。

供给端方面，由于环保、限电、检修等原因，磷酸一铵产量8月初至今持续下降。磷酸二铵产量自7月初开始快速上行，但是自9月中旬开始，由于保供限制出口以及环保、能耗双控影响，磷酸二铵产量开始出现回落。目前国内磷酸一铵整体开工率约为54%，磷酸二铵开工率则约为52%。

需求端方面，磷酸铁锂是磷铵及磷化工行业的全新需求方向。根据我们的前期统计，目前国内所有企业的磷酸铁规划新增产能超过250万吨，预计2025年磷酸铁总体产能将超过300万吨。其中，川恒股份、新洋丰、川发龙蟒、云图控股、川金诺等磷化工企业合计明确产能规划接近百万吨。但根据统计测算，2025年国内的磷酸铁需求量约为210万吨，国内磷酸铁名义供给量将高于实际需求量。

在传统磷肥产品端，我们认为后续价格仍将在高位运行，叠加能耗双控影响，将充分利好磷肥行业龙头企业。而在新能源产品端，我们持续看好磷化工企业凭借自身磷矿资源和产业链一体化所获得的磷酸铁生产成本优势。

2.3.3、硫酸

今年国内硫酸制造企业检修期主要集中下半年，随着检修工作的陆续进行，硫酸供应面收缩。另外，自2020年1月开始受新冠疫情影响，国内硫酸价格较为低迷，但随着国内疫情的好转以及复工复产的进行，国内企业生产需求恢复正常，同时由于海外疫情一直未得到有效控制，海外硫酸需求急剧增长。因此，山东、江苏、广西、安徽、湖北、福建等地区的主力酸厂具有一定的出口计划，缩减了国内的硫酸供应量。

此外，受海外疫情的影响，国内进口矿资源采购难度加大，国内矿资源紧张，部分地区酸厂的矿资源无法及时到位，导致产量有所下滑，进一步加剧了硫酸的供需错配问题。

后续来看，Q4山东、山西、广东、广西、江西以及湖南地区有部分企业仍有检修计划，将会导致相应地区硫酸供应缩减。但同时，中部地区主力冶炼酸企业大型生产线计划恢复，中部地区后期的硫酸供应将会有明显增加。

表 7：国内部分硫酸企业检修情况统计

企业名称	制酸种类	产能 (万吨/年)	检修日期	计划重启时间
湖南水口山有色	冶炼酸	9	计划 10 月初检修	计划 12 月初恢复
国大黄金	冶炼酸	30	计划 10 月停车检修	恢复时间不定
招金冶炼	冶炼酸	30	计划 10 月停车检修	恢复时间不定
东营方圆	冶炼酸	80	前期停车	计划 10 月底恢复
北方铜业	冶炼酸	60	计划 10 月 15 日检修	计划 11 月 15 日恢复
广东联发	矿石酸	40	计划 10 月 10 日检修	计划 11 月 05 日恢复
广西金川	冶炼酸	160	计划 10 月 15 日检修	计划 11 月 05 日恢复
北方铜业	冶炼酸	45	计划 10 月 15 日检修	计划 11 月 15 日恢复
江西铜业	冶炼酸	310	计划 10 月底装置轮检	计划 12 月中旬恢复
韶关冶炼厂	冶炼酸	17	计划 12 月 20 日检修	计划 2022 年 1 月 20 日恢复
湖南株冶	冶炼酸	25	计划 12 月中旬检修	计划 2022 年 1 月中旬恢复

东南铜业	冶炼酸	148	计划 2022 年 2 月检修	计划 2022 年 4 月初恢复
------	-----	-----	-----------------	------------------

资料来源：隆众资讯，光大证券研究所整理

2.4、工业硅及有机硅板块

受能耗双控影响，工业硅及下游有机硅产品价格快速上行。根据 iFinD 数据，以昆明地区 553#金属硅产品为例，截至 2021 年 9 月 30 日，其价格已涨至 55,500 元/吨，2021 年 9 月内涨幅超过 150%。2021 年 9 月 11 日，云南省发改委发布《云南省节能工作领导小组关于坚决做好能耗双控有关工作的通知》，要求 2021 年 9-12 月云南省内工业硅企业月均产量不得超过 2021 年 8 月份产量的 10%。此外，2021 年国庆期间，新疆霍尔果斯市再度出现新冠疫情确诊病例，或将短时间内影响新疆地区工业硅产品的生产。

根据百川盈孚数据，2021 年 1-8 月内，新疆与云南的工业硅产量占比分别为 48.4%和 14.4%。云南地区的限电限产以及新疆地区疫情的不确定性，都将明显对国内工业硅生产造成影响。

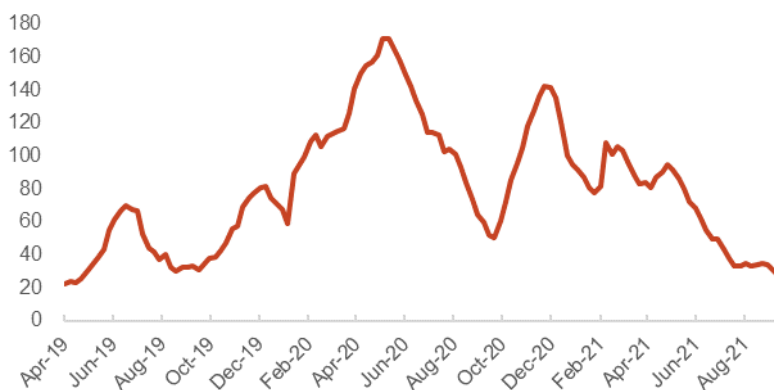
有机硅方面，在原料金属硅价格的快速上涨带动下，国内有机硅价格也在持续攀升。根据 iFinD 数据，截至 2021 年 9 月 30 日，国内有机硅 DMC 价格为 62,367 元/吨，9 月内上涨约 71%，年内上涨幅度高达约 186%。

有机硅产能方面，根据百川盈孚统计，国内有机硅产能已达 372.5 万吨。因有机硅单体投产周期较长，一般需 2-3 年左右，叠加 2020 年疫情影响导致部分新建有机硅单体产能投产周期延后，预计 2021-2022 年国内有机硅单体产能将会迎来大幅增长。根据卓创资讯统计，目前国内有机硅单体新增产能规划达 472 万吨，其中有明确投产时间的共计 172 万吨，其余新建产能在近三年内投产的可能性不大。

2.5、纯碱板块

截至 2021 年 9 月 30 日，根据 iFinD 数据，华东地区轻质纯碱和重质纯碱分别报价 3500 元/吨和 3350 元/吨，月内分别上涨 45.8%和 24.1%，年内分别上涨约 180%和 139%。

图 11：国内纯碱企业库存（万吨）



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至 2021.09.24

纯碱供给端方面，近期纯碱企业检修、停车较为集中，同时部分企业受天气、限电以及装置故障等因素的影响降负荷生产，因此近期纯碱厂家整体开工负荷不高，局部地区纯碱货源供应偏紧。特别是江苏地区，江苏实联（110 万吨）、徐州丰成（60 万吨）、中盐昆山（85 万吨）、江苏连云港（130 万

吨)等企业因省内限电、限产政策要求进行暂时性停车,对国内纯碱供应及价格造成明显影响。

自2021年5月开始国内纯碱企业库存量开始迅速减少,截至2021年9月24日,根据iFinD数据,国内纯碱库存量已降低至26.56万吨。后续来看,部分9月检修、停车企业将于10月初复产,但安徽德邦(55万吨)、苏盐井神(70万吨)、青海昆仑(150万吨)等企业后续还存有检修计划,仍将对纯碱供给造成一定程度的影响。

需求端方面,根据百川盈孚数据,纯碱下游消费结构以玻璃制品为主。2021年上半年,国内纯碱下游消费量前三名领域分别为平板玻璃、日用玻璃和光伏玻璃,消费比例分别为45.5%、16.8%和7.8%。根据平板玻璃的产量情况来看,平板玻璃对于纯碱的需求量在稳步提升中,2021年H1国内平板玻璃产量为5.08亿重量箱,同比增长10.1%。此外,受“碳达峰”、“碳中和”等政策引导,我国新能源产业和光伏产业的发展将进入快速增长模式,其中光伏玻璃对于纯碱的需求释放也将带动纯碱价格进入新的上行通道。根据百川盈孚数据,2021年H1国内光伏玻璃产量达551万吨,同比增长约15.5%。

2.6、 聚氨酯板块

国庆节前,国内聚合MDI和纯MDI市场价格呈上行态势。聚合MDI方面,由于上海两个大型工厂因为母液停车,生产负荷有所受限;北方地区某些企业也因为能耗双控影响,导致了生产负荷的下滑,从而使得聚合MDI整体供应量缩减,促进产品报价上行。下游需求方面,随着能耗双控政策的持续发酵,MDI终端整体开工有所下滑,需求放量有限。

聚氨酯原料端,硝酸价格仍旧保持在高位整理运行,苯胺的成本面支撑较强。同样由于能耗双控政策影响,原料厂家检修、重启装置较多,开工率下降,使得原料的工厂库存保持较低水平,现货供应紧张,进而给予MDI产品一定程度的成本支撑。

后续来看,供给面海外的供给端缺口短时间难以缓解,而国内的个别工厂后续存在有检修计划,导致整体供应量存在有下滑的预期,使得MDI价格还有一定的拉涨预期。但是,下游需求端一方面存在有对于高价的抵触情绪,另外由于能耗双控影响可能的持续性,下游及终端工厂的开工情况存在有一定的不确定性,这样的不确定性也有可能使得MDI价格出现小幅调整的预期。

2.7、 钛白粉板块

2021年9月份,共有25家钛白粉企业发函调涨,但最终执行的企业,却只有个位数。此轮调涨本是传统旺季常规操作,但由于今年9月份需求恢复情况较差,下游中小型工厂迫于成本压力采购意向不大,由此导致9月的传统涨价潮未能最终落实。

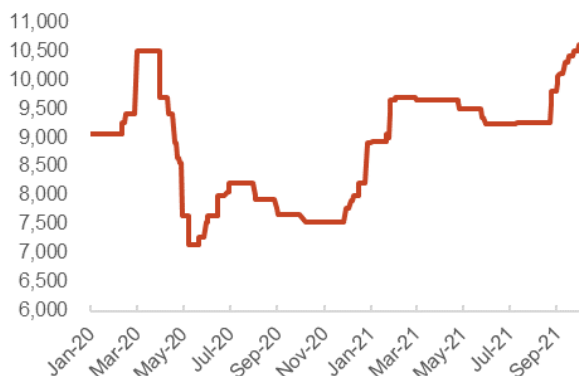
然而由于限电原因,局面在9月末有所改变。由于限电,多个钛白粉大厂减产、停产,9月末的行业开工率对比8月末下降明显。除广西7月份开始因为限电减产外,9月内多家主流大厂减产、停产。根据隆众资讯统计,9月末钛白粉行业开工率仅为66.13%,对比8月末的79.53%下降约13.4pct。

此轮减产对行业内不同厂家的影响程度不同,从钛白粉不同牌号间替代需要调整配方的因素考虑,短时间内某些牌号的供应紧缺将会导致相应牌号产品价格的上涨。所以综合目前供应缩减和需求疲软的因素,预计国庆假期过后,钛白粉市场整体的价格仍会是平稳运行,而减产、停产程度较大的厂家的部分牌号,将要上涨。

2.8、氟化工板块

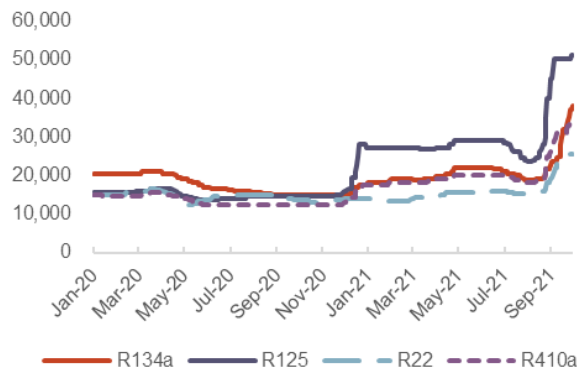
根据百川盈孚数据，截至 2021 年 9 月 30 日，国内氢氟酸价格为 10600 元/吨，月内涨幅约为 8.2%。在原料硫酸以及萤石的成本支撑下，国内氢氟酸价格在经历过一段平台期后，自 8 月底又开始快速上行。受此影响，国内氟制冷剂产品价格也出现了不同幅度的价格上涨。

图 12：国内氢氟酸价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至 2021.09.30

图 13：国内氟制冷剂价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至 2021.09.30

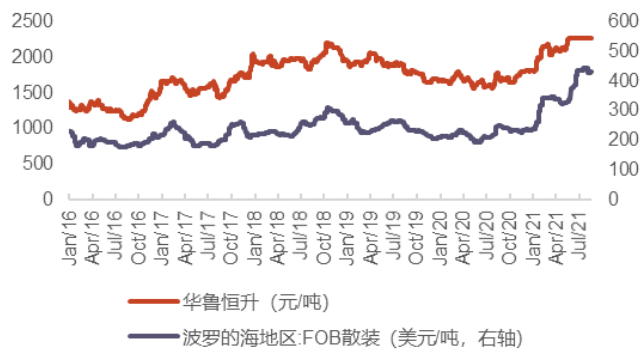
在众多氟制冷剂中，价格涨幅最大的产品为 R125，其主要原料为四氯乙烯（PCE）和氢氟酸。近期，由于四氯乙烯进口货源到港推迟，叠加国内生产装置开工不足，导致四氯乙烯货源供不应求、库存快速下行，进而导致四氯乙烯的价格暴涨。根据百川盈孚数据，2021 年 9 月 30 日，国内四氯乙烯价格涨至 18404 元/吨，月内涨幅高达 52.9%。叠加另一原料氢氟酸价格的上行，在双原料价格上涨的共同支撑下，R125 得以大幅上涨。

供应端方面，我国为全球含氟制冷剂生产和消费大国，其中 R125 产能占比约为全球产能的 70%以上。根据百川盈孚数据，国内 R125 的主要生产企业为浙江巨化、东岳化工、福建三美、山东华安和中化太仓等企业，行业 CR5 约为 56%。

3、重点化工产品价格及价差走势

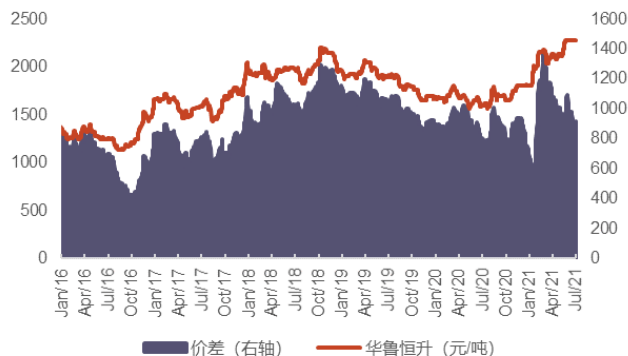
3.1、化肥和农药

图 14：国际国内尿素价格走势



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 15：煤头尿素价格及价差变动（元/吨）



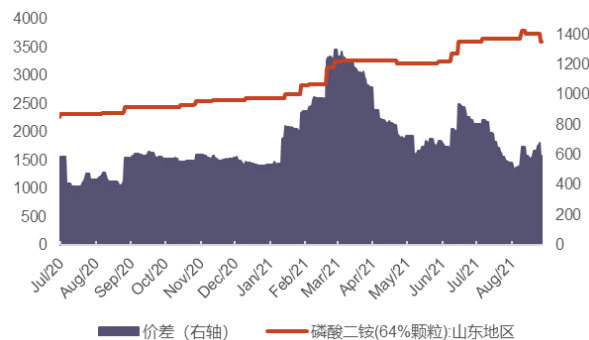
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 16：国内硫磺价格走势（元/吨）



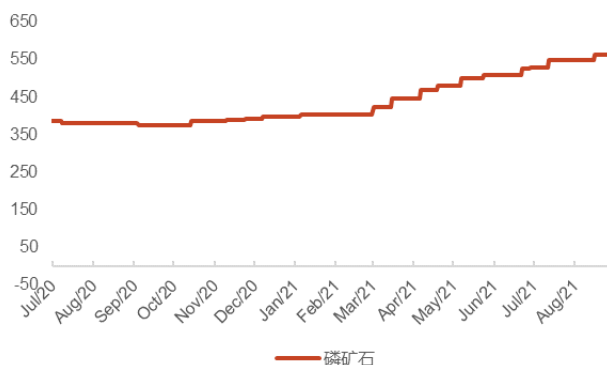
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 17：磷酸二铵价格及价差变动（元/吨）



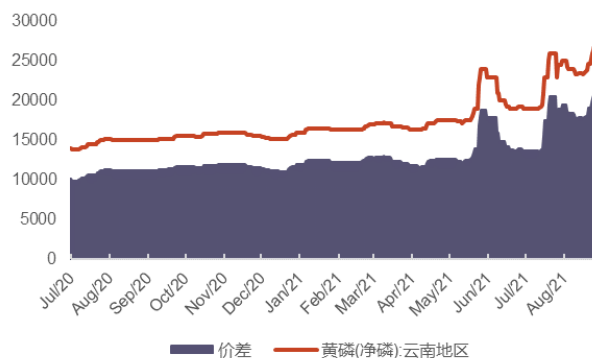
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 18：国内磷矿石价格走势（元/吨）



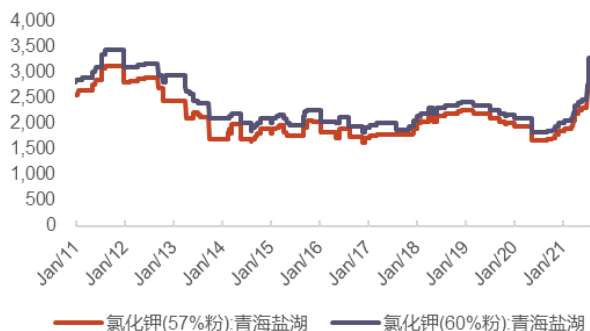
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 19：黄磷价格及价差变动（元/吨）



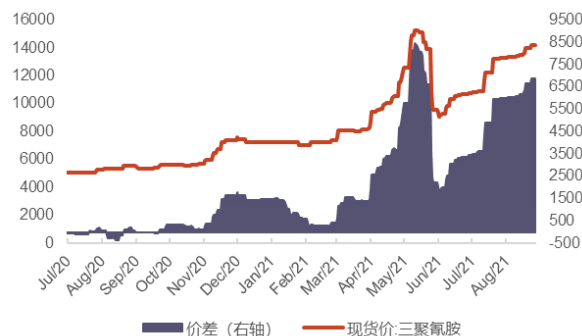
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 20: 国内氯化钾价格走势 (元/吨)



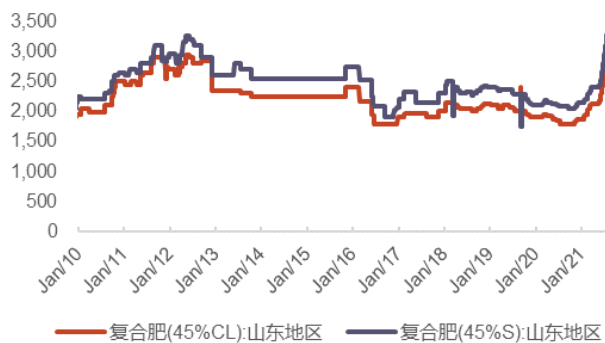
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 21: 三聚氰胺价格及价差变动 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 22: 国内复合肥价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

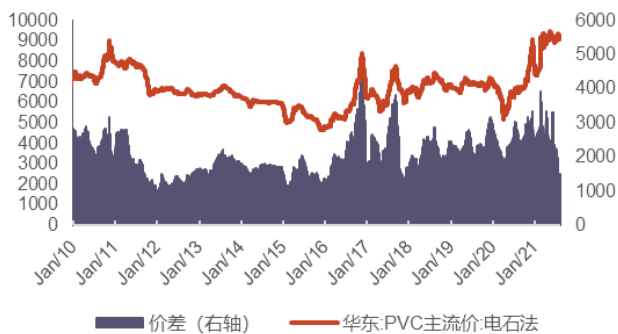
图 23: 国内草甘膦价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

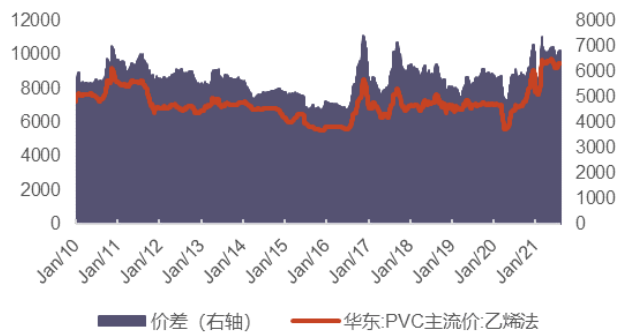
3.2、氯碱

图 24：华东电石法 PVC 价格及价差变动（元/吨）



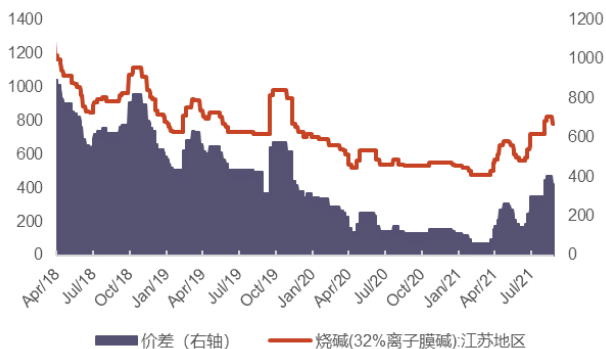
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 25：华东乙烯法 PVC 价格及价差变动（元/吨）



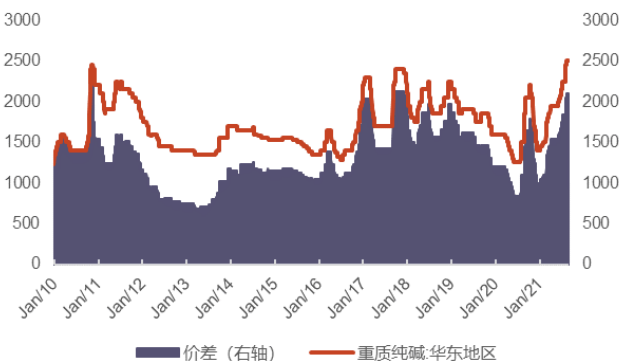
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 26：烧碱价格及价差变动（元/吨）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

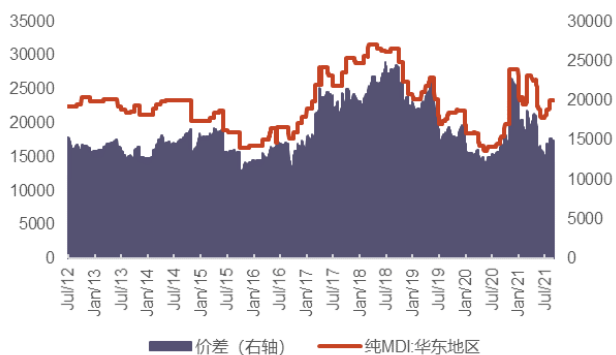
图 27：纯碱价格及氯醇法价差变动（元/吨）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

3.3、聚氨酯

图 28：纯 MDI 价格及价差变动（元/吨）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 29：聚 MDI 价格及价差变动（元/吨）



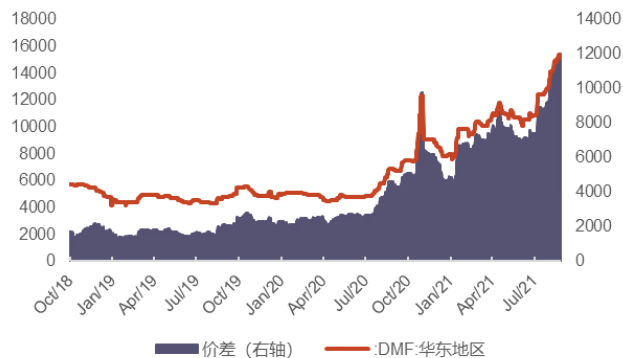
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 30：TDI 价格及价差变动（元/吨）



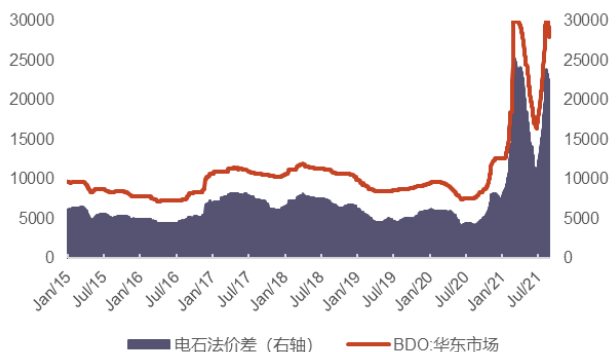
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 31：DMF 价格及价差变动（元/吨）



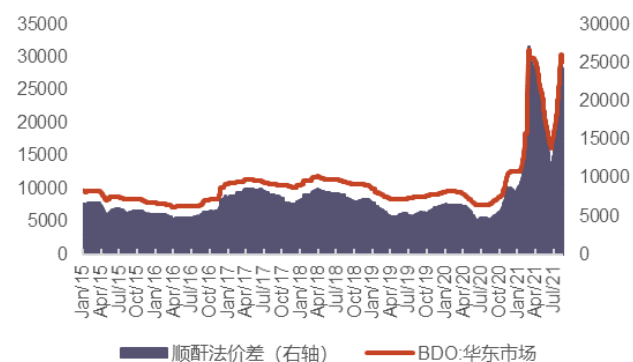
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 32：BDO 价格及电石法价差变动（元/吨）



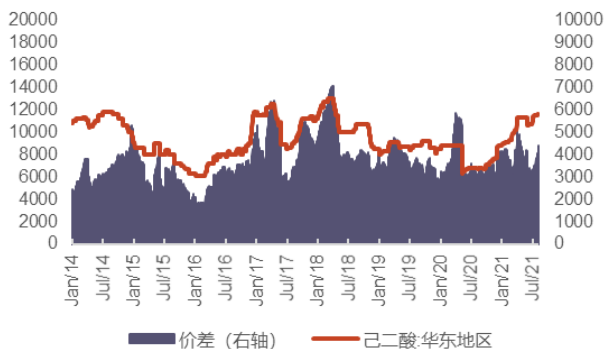
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 33：BDO 价格及顺酐法价差变动（元/吨）



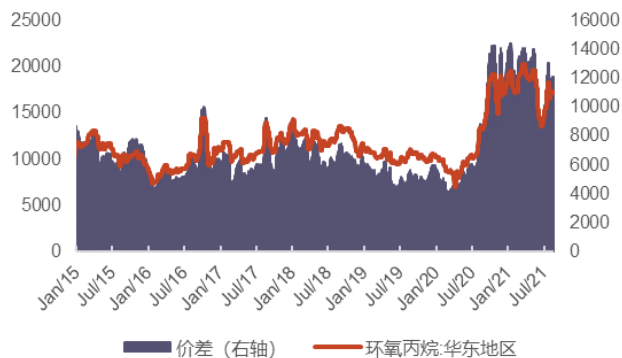
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 34：己二酸价格及价差变动（元/吨）



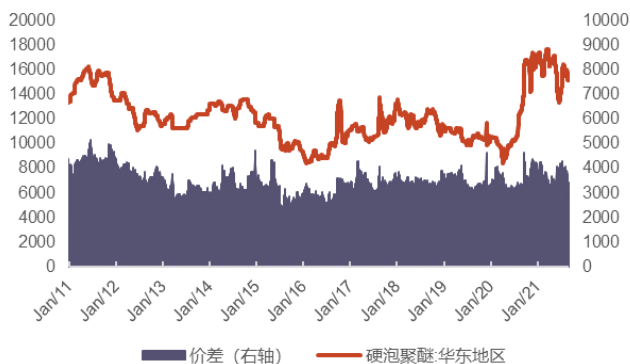
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 35：环氧丙烷价格及氯醇法价差变动（元/吨）



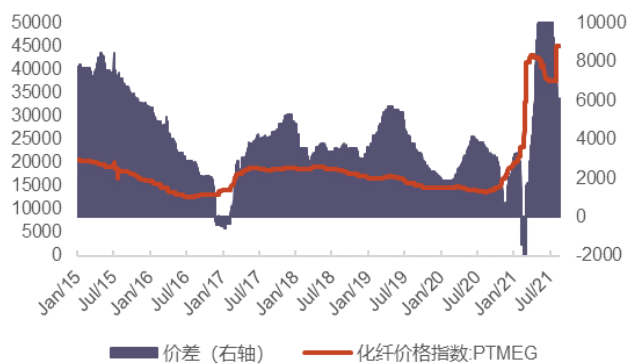
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 36：硬泡聚醚价格及价差变动（元/吨）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 37：PTMEG 价格及价差变动（元/吨）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

3.4、C1-C4 部分品种

图 38: 甲醇价格走势 (元/吨)



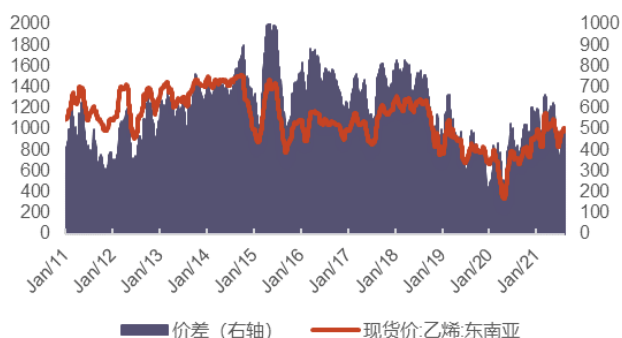
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 39: 醋酸价格及价差变动 (元/吨)



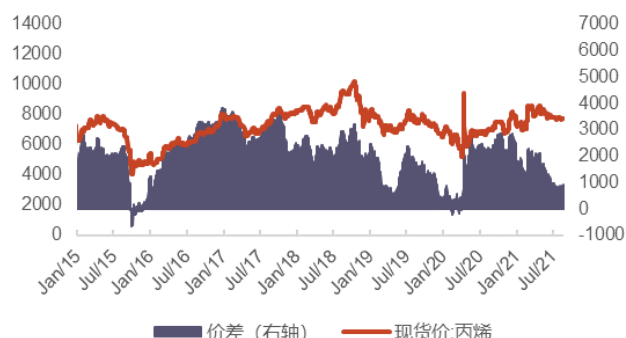
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 40: 乙烯价格及价差变动 (美元/吨)



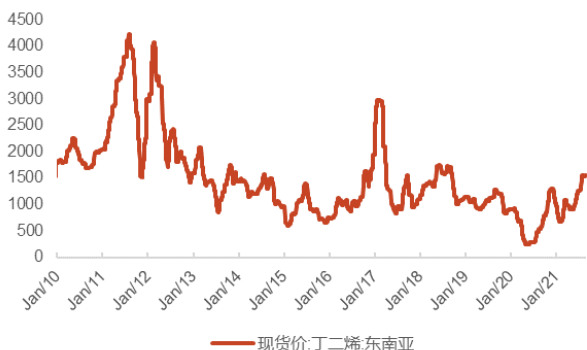
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 41: 丙烯价格及价差变动 (元/吨)



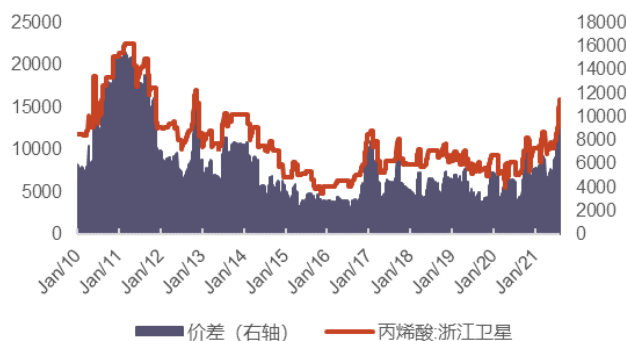
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 42: 丁二烯价格走势 (美元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 43: 丙烯酸价格及价差变动 (元/吨)



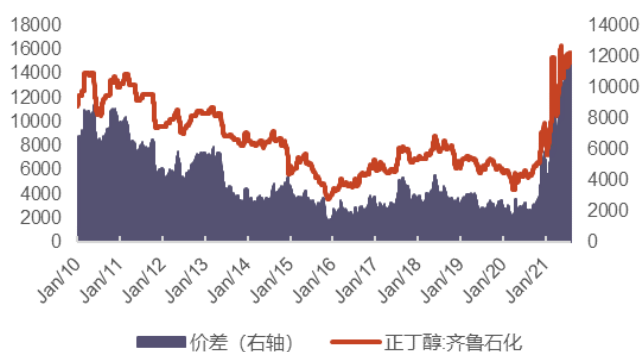
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 44: 丙烯腈价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 45: 正丁醇价格及价差变动 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

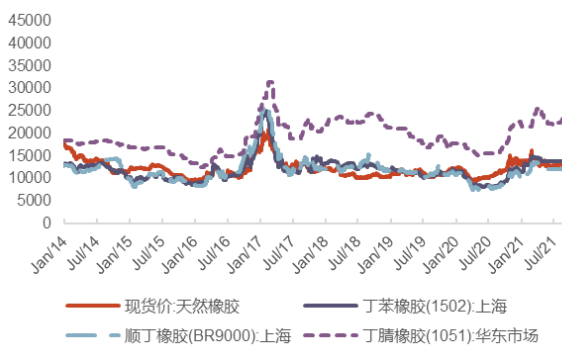
图 46: 顺酐价格走势 (元/吨)



资料来源: iFind, 光大证券研究所整理

3.5、橡胶

图 47: 主要橡胶品种价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 48: 炭黑价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

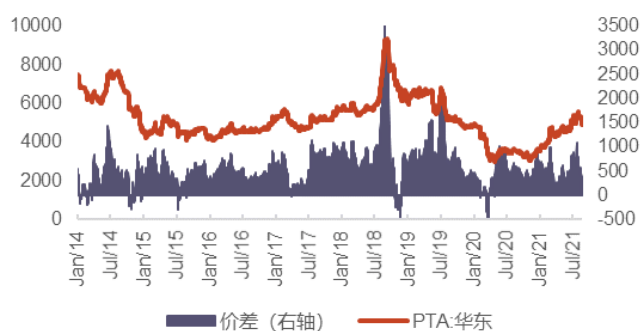
3.6、 化纤和工程塑料

图 49: PX、PTA 价格走势 (元/吨)



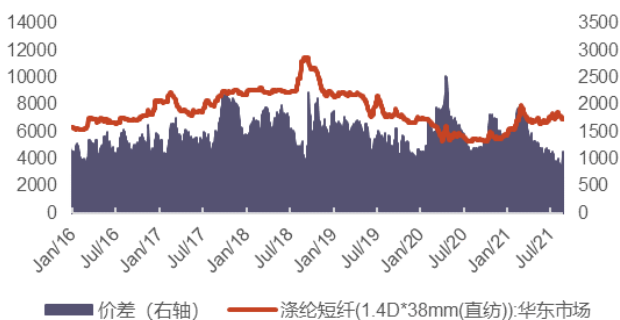
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 50: PTA 价格及价差变动 (元/吨)



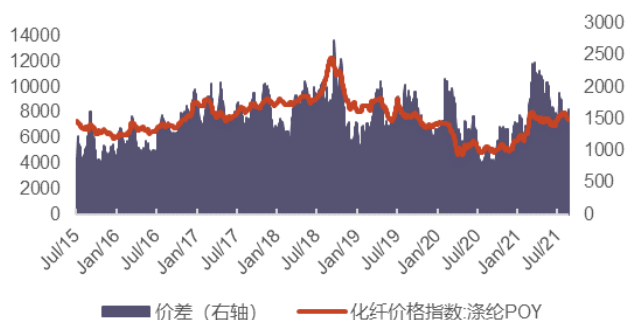
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 51: 涤纶短纤价格及价差 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 52: 涤纶长丝 POY 价格及价差变动 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 53: 己内酰胺价格走势 (元/吨)



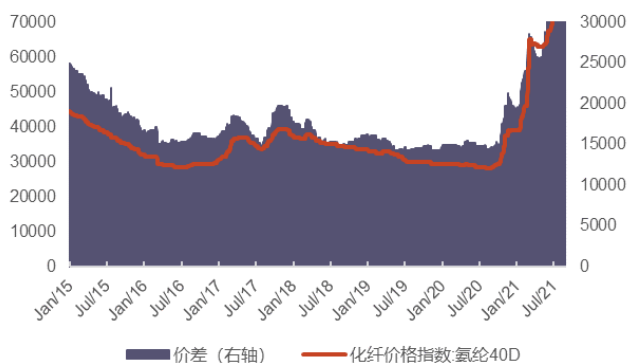
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 54: 锦纶切片价格及价差变动 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 55: 氨纶价格及价差变动 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 56: 棉花价格走势 (元/吨)



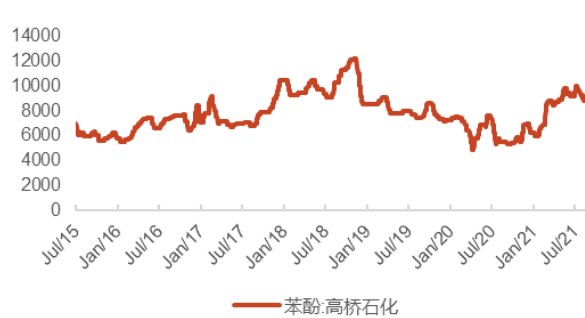
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 57: 粘胶短纤价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 58: 苯酚价格走势 (元/吨)



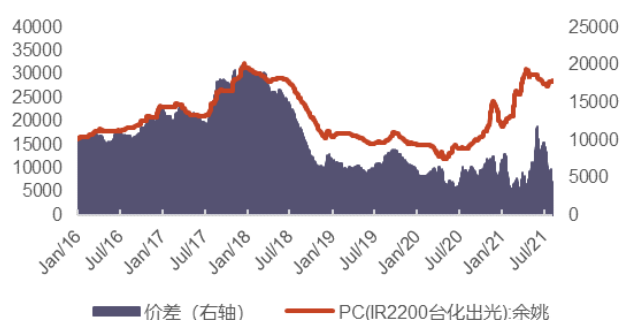
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 59: 双酚 A 价格走势 (元/吨)



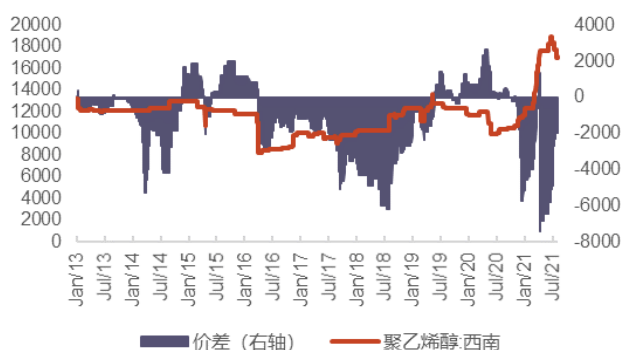
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 60: PC 价格及价差变动 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 61: PVA 价格及价差变动 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 62: PA66 价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

3.7、 氟硅

图 63: 萤石价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 64: 冰晶石价格走势 (元/吨)



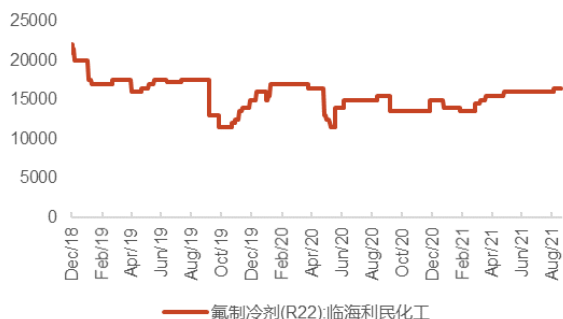
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 65: 氢氟酸价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 66: R22 价格走势 (元/吨)



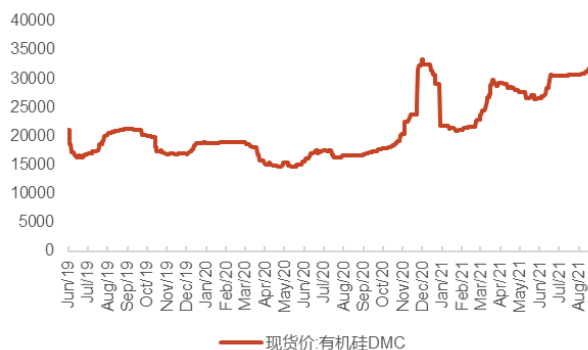
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 67: R134a 价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 68: DMC 价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

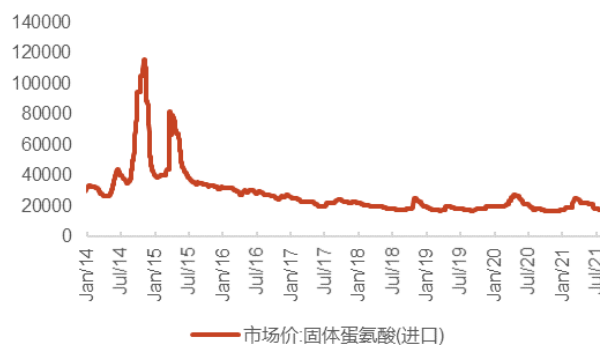
3.8、氨基酸&维生素

图 69: 赖氨酸价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 70: 固体蛋氨酸价格走势 (元/吨)



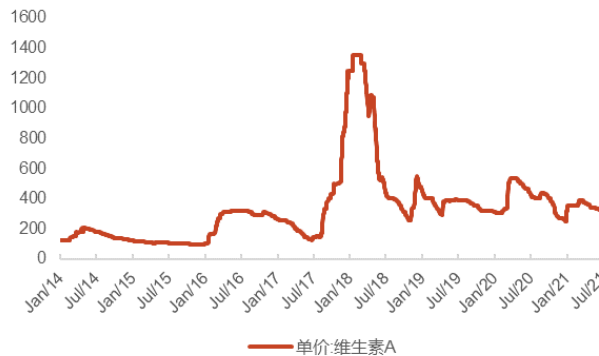
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 71: 苏氨酸价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 72: 维生素 A 价格走势 (元/千克)



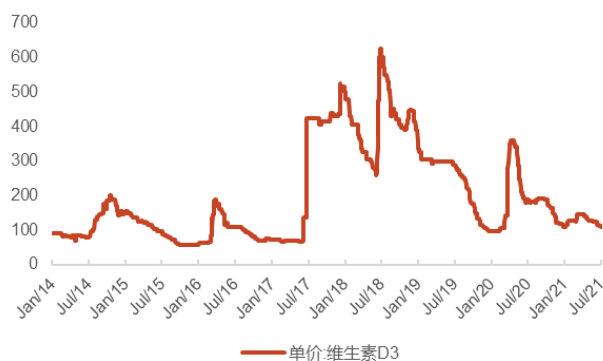
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 73: 维生素 B1、B2、B6 价格走势 (元/千克)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 74: 维生素 D3 价格走势 (元/千克)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 75: 维生素 E 价格走势 (元/千克)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

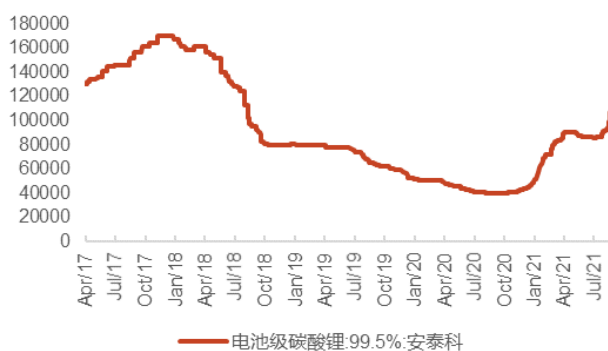
图 76: 维生素 K3、泛酸钙价格走势 (元/千克)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

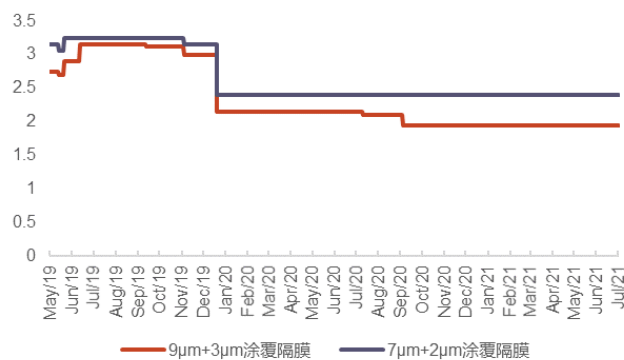
3.9、锂电材料

图 77: 电池级碳酸锂价格走势 (元/吨)



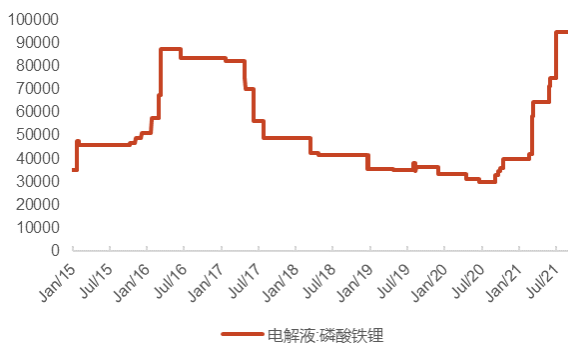
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 78: 锂电隔膜价格走势 (元/平方米)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

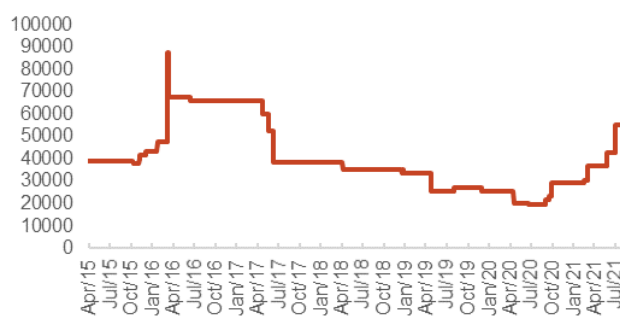
图 79：磷酸铁锂电池电解液价格走势（元/千克）



— 电解液-磷酸铁锂

资料来源：iFind，光大证券研究所整理

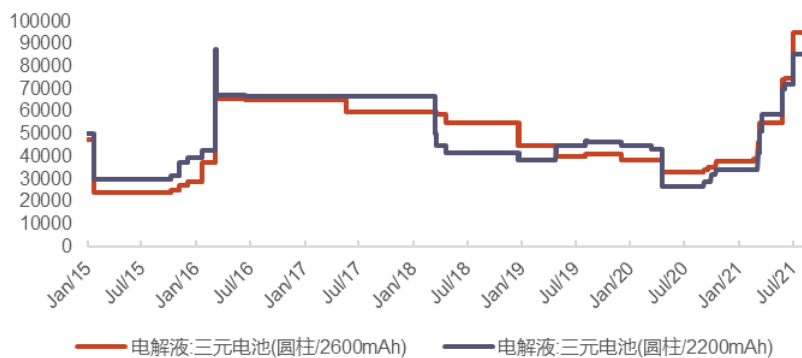
图 80：锰酸锂电池电解液价格走势（元/千克）



— 电解液-锰酸锂

资料来源：iFind，光大证券研究所整理

图 81：三元电池电解液价格走势（元/吨）



— 电解液-三元电池(圆柱/2600mAh) — 电解液-三元电池(圆柱/2200mAh)

资料来源：iFind，光大证券研究所整理

3.10、其它

图 82：钛白粉价格走势（元/吨）



— 市场价-钛白粉(锐钛型)-两广

资料来源：iFind，光大证券研究所整理

4、风险分析

1) 油价快速下跌和维持高位风险

化工产品价格跟油价同步波动，油价快速下跌给企业带来巨大的库存损失；油价维持高位，化工品价差收窄，盈利变差，偏下游的化工品需求受到一定的压力。

2) 下游需求不及预期风险

化工品的下游需求主要和宏观经济景气度相关。如果需求端的增速不及预期，行业存在下行风险。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE