

# 能源大变局下煤化工迎来机遇期

统筹发展和安全专题研究

## 核心观点

- **煤化工有望开启新发展时期**：2018 年贸易摩擦促使国内对高精尖领域卡脖子环节极为重视，而我们认为俄乌冲突对国内产业的影响将进一步深化，可能提升到要求产业链全面自主可控的水平。对于能源化工行业来说，我国最大的短板就在于原料自给率，2021 年国内原油进口 5.1 亿吨，进口依赖度 72%。目前煤制烯烃在总供给中占比约 20%、煤制油的占比不到 3%，在当前环境下提升煤化工占比具有巨大战略价值。同时，欧洲已陷入能源危机，虽然其长期能源可持续化的目标提前，但中短期内的能源短缺很可能导致燃煤需求反弹，这也会缓解国内短期碳排放考核压力。而且长期看，国内即使新建一批煤化工装置，未来也可以通过绿氢降低碳排放强度，并使生产规模获得数倍增长。
- **能源价格变化提升盈利空间**：从 2021 年以来，传统能源价格就开始持续上涨，我们认为这是全球碳中和目标下必然带来的长期变化，而俄乌冲突进一步强化了这一趋势。虽然国内煤炭价格明显上涨，但原油涨幅更大，天然气更是达到了前所未有的高度，大幅推升了石化与天然气化工产品的成本。而国内以国计民生为重的导向下，预计煤化工中最主要的产品尿素将维持平稳价格，并成为国内化工用煤的价格锚。这将使国内煤化工产品相比石化与天然气化工产品之间产生巨大的套利空间，煤化工企业的盈利能力将明显提升。

## 投资建议与投资标的

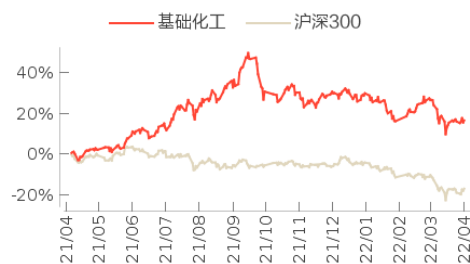
- 我们认为煤化工行业的发展在国内强调自主安全的大基调下有望迎来新的机遇期，同时原油与欧洲能源成本大幅提升抬高了化工产品价格，对于国内煤化工行业盈利形成利好。我们建议关注国内煤制烯烃龙头企业宝丰能源(600989, 买入)，国内多元煤化工龙头企业华鲁恒升(600426, 买入)，中国心连心化肥(01866, 未评级)等。

## 风险提示

- 产业政策风险；化石能源价格变化风险；测算结果基于假设进行，若假设条件变动会影响测算结果的风险。

行业评级 看好 (维持)

国家/地区 中国  
行业 基础化工行业  
报告发布日期 2022 年 04 月 06 日



## 证券分析师

倪吉 021-63325888\*7504  
niji@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860517120003

万里扬 021-63325888\*2504  
wanliyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860519090003

张斌梅 021-63325888\*6090  
zhangbinmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860520020002  
香港证监会牌照: BND809

## 联系人

袁帅 yuanshuai@orientsec.com.cn  
顾雪莹 guxueying@orientsec.com.cn

## 目录

1、前言 .....	4
2、煤化工有望开启新发展时期 .....	4
2.1 煤化工占比提升具有战略意义 .....	5
2.2 欧洲能源危机短期缓解碳排放考核 .....	6
2.3 未来绿氢可化解碳排放强度 .....	7
3、能源价格变化提升盈利空间 .....	8
3.1 石油天然气价格大幅推升竞争路线成本 .....	8
3.2 国内煤化工生产成本涨幅较小 .....	10
4、投资建议 .....	11
4.1 宝丰能源 .....	11
4.2 华鲁恒升 .....	11
4.3 中国心连心化肥 .....	11
5、风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 我国原油消费量与进口依赖度 (万吨) .....	5
图 2: 欧洲各国天然气消费中俄罗斯供应占比 (%) .....	7
图 3: 煤炭 (元/吨, 左轴)、石油 (美元/桶)、天然气 (便士/瑟姆) 价格走势 .....	8
图 4: 煤化工与石油化工和天然气化工产品相关示意图 .....	8
图 5: 欧洲基础化工品产能统计 (万吨) .....	9
图 6: 原油 (美元/桶)、聚乙烯、聚丙烯 (元/吨) 价格走势 .....	9
图 7: 海外与国内合成氨、尿素价格情况 (元/吨) .....	10
图 8: 国内尿素、煤炭价格及尿素毛利情况 (元/吨) .....	10
表 1: 国内煤制烯烃与烯烃消费总量统计 (万吨) .....	5
表 2: 国内煤制油与成品油消费总量统计 (万吨) .....	6
表 3: 欧洲一次能源结构 .....	6
表 4: 煤制烯烃规模测算 (万吨) .....	7
表 5: 国内煤价、油价、欧洲天然气价格涨幅比较 .....	10

## 1、前言

2022年初，俄乌冲突爆发，欧洲大陆重燃战火。地缘变局展开，并再度以不可预测之势，深刻改变全球政经格局。动荡之中，再看中央政策精神——从2021年末《国家安全方略》、中央经济工作会议，到2022年两会政府工作报告——对当下国家战略、政策主线的理解将更加全面和深刻：经济增长压力仍在，所以一手坚持战略定力，保持发展耐心；外部环境变化加快，所以一手洞察形势变化，作必要的战略思考。一言以蔽之：统筹发展和安全。

围绕这一主线，证券市场如何展开投资？行业发展又如何求变，同新安全格局的诉求相契合？在这一系列的研究中，我们在各大行业研究洞见之上，集合传统证券研究框架、世界形势变化及我国自身的发展战略方向，将国家维护主权、安全与发展利益能力的线索引入，思考行业维度的系统性影响，并前瞻相应的投资机遇与风险。

对于我国石化化工行业来说，虽然仍有许多下游精细化工产品处于卡脖子的状态，但我们认为产业链最大的命门还是原料自给率问题。我国成品油和基础化工品生产主要依赖原油，但我国原油资源比较匮乏，却拥有丰富的煤炭资源，因此发展煤化工成为我国战略安全的重要抓手。在国内研究机构和企业的不努力下，煤化工成本曲线也下降到了与石油化工和天然气化工相当甚至具有一定优势的水平。但是去年国内双碳政策推行后，由于煤化工的二氧化碳过程排放很大，导致行业发展出现了严峻的挑战。然而随着俄乌冲突和能源问题爆发，我们认为国内的煤化工行业发展可能迎来拐点，具体如下：

- 1) 煤化工有望开启新发展时期：2018年贸易摩擦促使国内对高精尖领域卡脖子环节极为重视，而我们认为俄乌冲突对国内产业的影响将进一步深化，可能提升到要求产业链全面自主可控的水平。对于能源化工行业来说，我国最大的短板就在于原料自给率，提升煤化工占比具有巨大战略价值。同时，欧洲已陷入能源危机，虽然其长期能源可持续化的目标提前，但中短期内的能源短缺很可能导致燃煤需求反弹，这也会缓解国内短期碳排放考核压力。而且长期看，国内即使新建一批煤化工装置，未来也可以通过绿氢降低碳排放强度，并使生产规模获得数倍增长。
- 2) 能源价格变化带来巨大套利空间：从2021年以来，传统能源价格就开始持续上涨，我们认为这是全球碳中和目标下必然带来的长期变化，而俄乌冲突进一步强化了这一趋势。虽然国内煤炭价格明显上涨，但原油涨幅更大，天然气更是达到了前所未有的高度，大幅推升了石化与天然气化工产品的成本。而国内以国计民生为重的导向下，预计煤化工中最主要的产品尿素将维持平稳价格，并成为国内化工用煤的价格锚。这将使国内煤化工产品相比石化与天然气化工产品之间产生巨大的套利空间，煤化工企业的盈利能力将明显提升。

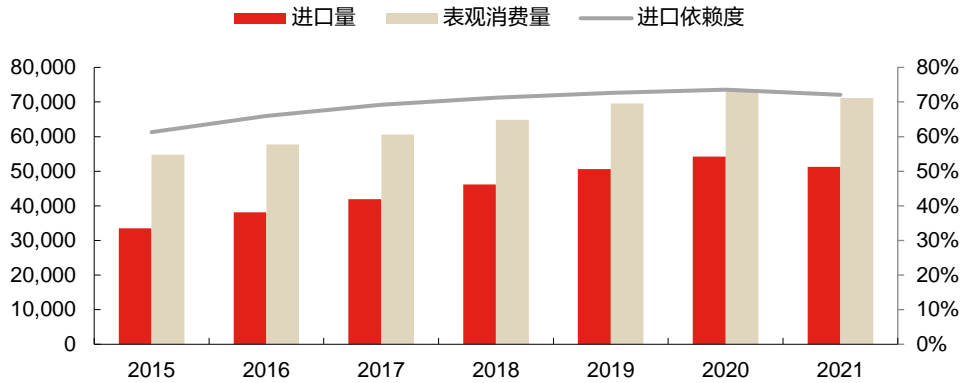
## 2、煤化工有望开启新发展时期

2021年双碳政策推行以来，国内对煤化工的态度明显不如2021年之前积极，不仅规划项目被重新审核，甚至连一些在建项目都受到影响。到21年底，国内开始反思前期过于严苛的政策，同时经济稳增长的要求也需要煤化工这类重资产投资项目来提供助力，这使得市场对煤化工行业的悲观预期又得到缓解。然而随着俄乌冲突爆发，欧美的一系列举动刷新了国内的认知，我们预计国内对全产业链自主可控的要求将比2018年进一步深化，煤化工行业的发展也有望迎来拐点。

## 2.1 煤化工占比提升具有战略意义

我国是典型的多煤少气贫油的国家，2021 年我国加工原油超过 7 亿吨，已经是全球第二大原油加工国。然而我国石化化工行业发展并不是依靠资源优势，而是凭借庞大的消费市场、较低的人工成本和不断突破的自主技术，过去几年，我国的原油进口依赖度都在 70%左右。反观煤化工，由于煤炭本身并不是良好的化工原料，煤化工产品中所有的氢都来自 CO 与水的变换反应，原子经济性很差，所以从产业分工的角度来看，我国并不需要发展煤化工。但是考虑到现实社会的复杂性，煤化工正是总书记所说的“吃饭的家伙”，是我国必须发展的产业。

图 1：我国原油消费量与进口依赖度（万吨）



数据来源：海关总署，Wind，东方证券研究所

煤化工诞生在英国，而第一次大发展出现在二战期间的德国，我们熟知的将煤炭转化为合成气的鲁奇炉、以合成气制成品油的费托反应都是由德国发明。德国之后在煤化工上发展较为成功的是南非，出现了沙索（Sasol）这样将煤制油产业化运营的公司。这两个国家之所以奋力发展煤化工，一方面是自身富煤少油的资源结构，二是当时原油进口渠道被切断，前者是由于发起二战，后者是由于在国内施行种族隔离制度。煤化工使德国和南非在原油被断供后，内部仍能维持运行，没有立刻崩溃。

表 1：国内煤制烯烃与烯烃消费总量统计（万吨）

	2015	2016	2017	2018	2019
煤制烯烃产能	792	818	1242	1302	1582
煤制烯烃产量	648	525	635	1085	1276
产能利用率	82%	64%	51%	83%	81%
乙烯消费量	1866	1946	2037	2099	2302
丙烯消费量	2266	2563	3150	3314	4230
烯烃消费总量	4132	4509	5187	5413	6532
煤制烯烃产量占比	15.7%	11.6%	12.2%	20.0%	19.5%

数据来源：石化联合会，Wind，东方证券研究所

俄乌冲突之后，建设全面安全的自主产业链可以说已经成为共识，煤化工行业对于我国的战略意义再次凸显，但目前我国煤制油和煤制烯烃及其他煤化工产品的产能还远不能满足国内需求。据统计到 2019 年，国内煤制烯烃的年产量为 1276 万吨，煤制油的年产量为 746 万吨；而国内烯烃消费总量达到 6500 万吨以上，煤制烯烃的自给率在 20%左右；同时成品油年产量约 3.8 亿吨，净出口量约 3800 万吨，国内消费量达到约 3.3 亿吨，国内煤制油的自给率只有 3%不到。2021 年以来煤化工产业在双碳政策和稳增长之间摇摆，但现在出现了更高维度的驱动力，即产业链安全，我们预计国内煤化工行业可能迎来一轮新的发展。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**表 2：国内煤制油与成品油消费总量统计（万吨）**

	2015	2016	2017	2018	2019
煤制油产能	278	738	921	953	921
煤制油产量	132	198	322.7	617.5	745.6
产能利用率	47%	27%	35%	65%	81%
成品油消费总计	27,616	28,948	30,661	32,514	32,961
煤制油产量占比	0.5%	0.7%	1.1%	1.9%	2.3%

数据来源：石化联合会，Wind，东方证券研究所

## 2.2 欧洲能源危机短期缓解碳排放考核

碳中和是由西方国家提出，并逐渐得到全世界认可的议题，在全球主要经济体中，欧洲在碳中和方面的进程明显领先于其他地区。我们认为很重要的一个原因就是欧洲地区本身几乎没有任何化石能源的资源优势，在以可持续能源和材料替代传统路径时不会被掣肘。2020 年之前欧洲一次能源结构中，煤炭的消费占比一直在不断下降，从 2015 年的 16.1% 下降到 2020 年的 10.4%。然而 2021 年由于需求恢复和新能源发电不足，欧洲开始出现严重的能源危机，电力价格大幅上涨，据统计 2019 年时欧洲电价普遍在 25-50 欧元/兆瓦时，到 2021 年底，电价已上涨到约 350 欧元/兆瓦时。超高的电力价格导致燃煤需求大幅反弹，根据国际能源署（IEA）统计，欧洲 2021 年电煤用量增长约 20%。

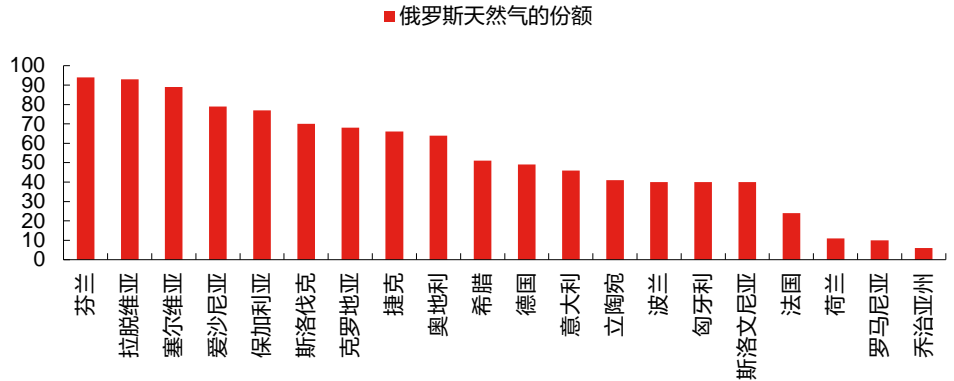
**表 3：欧洲一次能源结构**

	石油	天然气	煤炭	核能	水电	可再生
2015	36.9%	22.1%	16.1%	11.9%	4.7%	8.3%
2016	37.4%	23.5%	14.5%	11.6%	4.8%	8.3%
2017	38.4%	23.7%	13.8%	11.1%	4.0%	9.0%
2018	38.3%	23.4%	13.2%	11.1%	4.6%	9.5%
2019	38.5%	23.0%	11.8%	11.7%	4.8%	10.1%
2020	36.3%	24.3%	10.4%	11.5%	5.6%	11.8%

数据来源：BP 能源年鉴，东方证券研究所

随着俄乌冲突爆发，美国欧洲以政治问题为最高纲领，全面制裁俄罗斯，使得欧洲的能源危机进一步恶化。欧洲为了与俄罗斯划清界限，甚至制定了短期内与俄罗斯脱钩的能源方针，计划到 2022 年底要削减三分之二的俄罗斯天然气进口量。然而欧洲天然气消费中，对俄罗斯的依赖度达到 40%，这意味着欧洲原本一次能源中约 10% 的部分需要在短时间内找到新供给来填补。如此激进的变化大概率将导致短期内全球天然气物流重构和价格进一步上涨，而新能源发电也难以立刻填补欧洲这部分缺失。因此我们认为欧洲的燃煤用量短期内大概率会持续反弹，这也会减轻国内碳中和政策施行的外部压力。

图 2：欧洲各国天然气消费中俄罗斯供应占比（%）



数据来源：Statista，东方证券研究所

### 2.3 未来绿氢可化解碳排放强度

根据上文分析，我们认为在内部安全要求和外部压力缓解的双重动力下，国内煤化工行业可能迎来一轮新的发展。不过欧洲的能源危机还是短期问题，我国的供应安全是长期问题，如果用碳排放短期压力缓解的空间来为长期需求买单，就会形成类似“短债长投”的问题，在实现碳中和道路上造成更大的麻烦。幸运的是我国在绿电-绿氢产业上的产业能力为煤化工碳排放的长期问题提供了可行的解决方案。

我们在前期多篇碳中和系列报告中分析过，煤化工的核心是煤制合成气，第一步是煤通过不完全燃烧得到一氧化碳，第二步是一氧化碳通过变换反应制氢气，其中碳排放主要来自第二步的过程排放。所以只要用绿氢来替代第二步变换反应的制氢过程，就可以大幅降低煤化工的碳排放量，在碳排放强度上基本和石油化工达到一个起跑线。而且从长期发展角度看，当下新建煤制烯烃产能，未来用绿氢来替代煤制氢过程，并不意味着原有投资会被浪费。按照 100 万吨煤制烯烃来测算，约需要 34 万吨氢气和 235 万吨一氧化碳，分别对应 252 万吨和 126 万吨原料煤（合计 378 万吨），产生 7000 万吨以上的过程碳排放。如果这 378 万吨煤气化炉不变，氢气全部来自绿氢，只要补齐合成气制甲醇和甲醇制烯烃环节的产能，就可以实现烯烃生产规模近三倍的扩张，且不产生过程碳排放，成为兼顾安全与可持续的绿色煤化工方案。

表 4：煤制烯烃规模测算（万吨）

	甲醇制烯烃	合成气制甲醇	煤制合成气	原料	过程排放
传统煤制烯烃	烯烃	甲醇	CO	煤	7056
	100	270	235	126	
			氢气	煤	
			34	252	
绿氢煤制烯烃	烯烃	甲醇	CO	煤	7056
	300	810	706	378	
			绿氢	绿电（亿度）	
			101	554	

数据来源：东方证券研究所整理

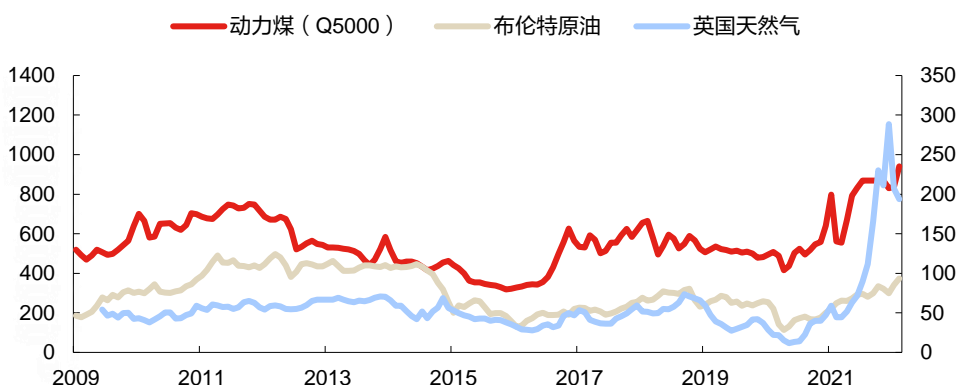
### 3、能源价格变化提升盈利空间

煤化工的行业发展除了政策支持之外，也离不开盈利驱动。石油、煤炭、天然气三者的定价逻辑相对独立，而下游化工产品有较大重叠，当煤炭与石油和天然气价格分化时，就会使煤化工行业盈利扩大。我们认为碳中和政策将导致石油与天然气价格长期处于高位，并推升石油化工和天然气化工的产品价格，而国内煤化工成本虽然也会上涨，但相对涨幅会明显小于前两者，使煤化工行业发展获得经济性的助力。

#### 3.1 石油天然气价格大幅推升竞争路线成本

我们认为本轮传统能源价格上涨的核心动力是碳中和，碳中和是以可持续的新能源替代产生碳排放的传统能源。虽然在早期看新能源的成本相比传统能源没有优势，但是在政策的强力推动下，新能源成本会随着技术进步和规模化生产不断下降，传统能源价格则会在供给收缩的驱动下不断提升，最终实现经济性的逆转。所以全球需求从疫情影响中走出来之后，油煤气三种传统能源的价格就在持续上涨，而近期的俄乌冲突则是短期强化了石油和天然气供给端的问题，使石油和天然气的价格上涨的趋势加剧。

图 3：煤炭（元/吨，左轴）、石油（美元/桶）、天然气（便士/瑟姆）价格走势



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：煤化工与石油化工和天然气化工产品相关示意图



数据来源：东方证券研究所整理

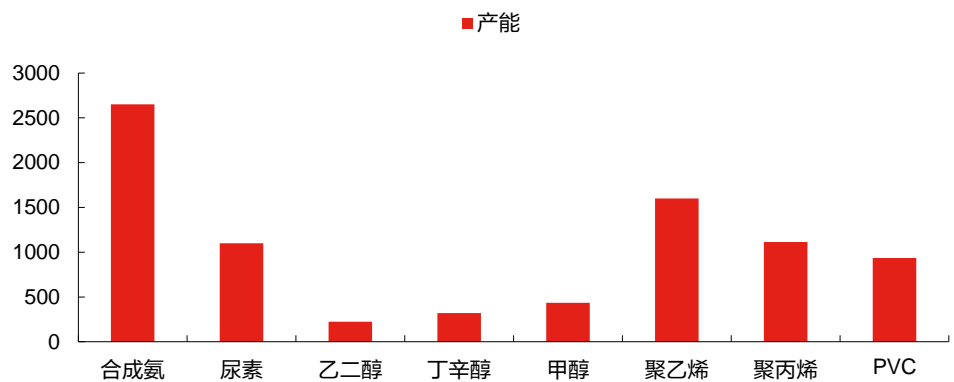


国内外的化工生产原料结构有一定差别，海外主要依托石油和天然气，其中石油化工提供成品油、烯烃和芳烃等；天然气化工提供氢气和合成氨等。国内的成品油、烯烃和芳烃也主要来自石油化工，煤化工在烯烃供给中的占比较低，在成品油中可以忽略不计，在芳烃中有一定占比，但主要通过炼焦过程获得，并不属于现代煤化工；氢气和合成氨等国内绝大部分都来自煤化工。所以石油与天然气价格上涨对煤化工行业利好主要分两种情景：

1) 北美以外地区天然气价格暴涨，而欧洲地区的氢气和合成氨几乎完全依靠天然气，这导致欧洲的相关产品成本大幅提升，国内依托于煤化工的产品获得更强的竞争力，扩大向海外出口，导致国内供需紧张价格上涨。

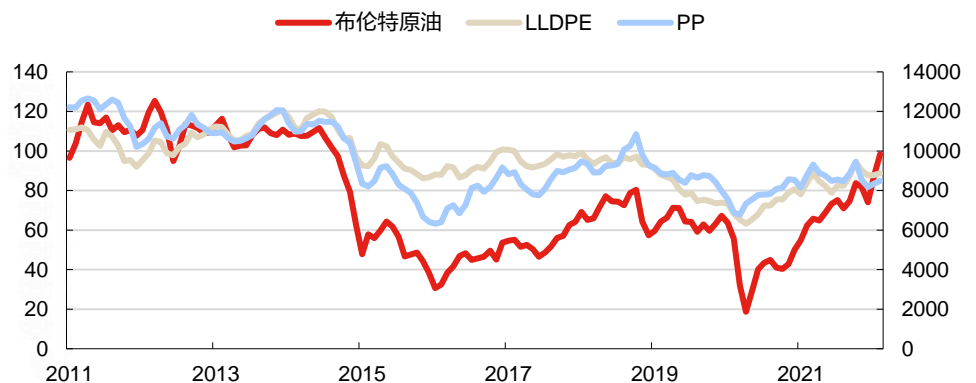
2) 石油价格上涨导致石油化工相关产品，主要是乙烯、丙烯和成品油等成本大幅提升。从历史情况看，2011-2013 年油价在 110 美金/桶时，聚乙烯和聚丙烯的价格基本在 11000 元/吨左右，而且炼厂还普遍处于亏损状态。目前国内石化产品价格还在再平衡上涨的过程中，煤制烯烃与煤制油企业的收入也会随之不断提升。

图 5：欧洲基础化工品产能统计（万吨）



数据来源：Argus，产业信息网，东方证券研究所

图 6：原油（美元/桶，左轴）、聚乙烯、聚丙烯（元/吨，右轴）价格走势



数据来源：Wind，东方证券研究所

### 3.2 国内煤化工生产成本涨幅较小

在石油和天然气价格大幅上涨的情况下，国内煤化工行业能够受益，很重要的原因是国内煤炭价格的相对涨幅较小。我国对煤炭自主控制的能力远强于石油和天然气，虽然2021年以来煤炭价格也有明显上涨，但是对于化工生产的影响还较小，这点在合成氨-尿素产业链上表现尤为明显。

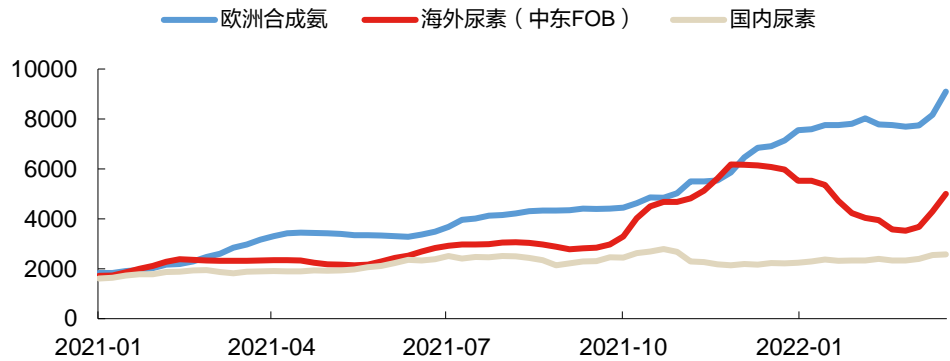
表 5：国内煤价、油价、欧洲天然气价格涨幅比较

	21 一季度末	2022 年 3 月	涨幅
动力煤（Q5000 陕西，元/吨）	550.00	840.00	53%
布伦特原油（美元/桶）	63.09	110.76	76%
英国天然气（便士/色姆）	47.08	253.85	439%

数据来源：Wind，东方证券研究所

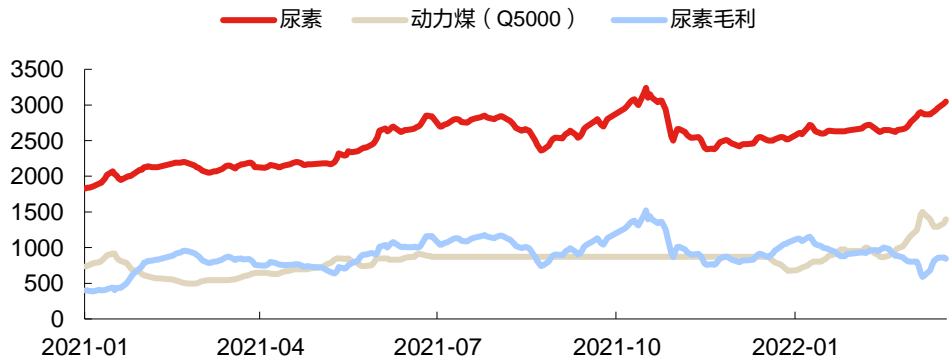
去年年初国内外尿素价格还基本一致，但随着21年下半年开始天然气价格不断上涨，海外合成氨-尿素价格也随之攀升，现在欧洲地区的尿素价格已经达到1000美元/吨，对应国内含税价超过7000元/吨；合成氨达到1400美元/吨，严重影响了下游化工品的生产。而国内煤炭和尿素价格虽然也有上涨，但价格远低于海外，而且生产企业还保持较好的盈利水平。尿素是农业生产用量最大的化肥，与电力类似，其供给和价格的相对平稳对于国计民生和战略安全具有重大意义，而尿素和电力的主要原料都是煤炭。因此尽管国内煤炭供需未来仍会持续紧张，但我们预计国内煤价的涨幅不太可能达到原油和天然气的水平，这就为国内煤化工行业发展提供了坚实的经济性保障。

图 7：海外与国内合成氨、尿素价格情况（元/吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：国内尿素、煤炭价格及尿素毛利情况（元/吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 4、投资建议

我们认为煤化工行业的发展在国内强调自主安全的大基调下有望迎来新的机遇期，同时原油与欧洲能源成本大幅提升抬高了化工产品价格，对于国内煤化工行业盈利形成利好。我们建议关注国内煤制烯烃龙头企业宝丰能源，国内多元煤化工龙头企业华鲁恒升，中国心连心化肥等。

### 4.1 宝丰能源

宝丰能源是煤化工领域的核心资产，公司目前拥有 120 万吨/年煤制聚烯烃和 400 万吨/年焦炭产能，未来新建项目包括 300 万吨/年煤焦化多联产项目，宁东三期 100 万吨/年煤制烯烃及 C2-C5 综合利用制烯烃项目，内蒙古 400 万吨/年煤制烯烃项目以及宁东四期 50 万吨/年煤制烯烃项目。若规划产能如期投产，未来公司将拥有 670 万吨/年煤制烯烃产能和 700 万吨/年焦炭产能，成长空间巨大。在原材料自给方面，宝丰目前三座煤矿在产，其中马莲台煤矿产能 360 万吨/年，红四煤矿产能 240 万吨/年，四股泉煤矿 120 万吨/年，全年煤炭自给 720 万吨，自给率超 40%。与其他煤制烯烃企业相比，公司成本低 1097 元/吨，优势明显。产业布局的前瞻性方面，宝丰早在 2019 年就开始布局绿电电解水制绿氢，解决煤化工的绿色发展。我们认为，在高油价的背景下，煤制烯烃的竞争力将得到进一步加强。

### 4.2 华鲁恒升

华鲁恒升是成本优势最强的煤化工企业之一，公司在工程技术及管理等方面的突出能力使其在长期处于红海竞争的煤化工行业中用有领先的 ROE 水平，且业绩稳定性穿越行业景气波动。公司基于低成本煤气化平台的扩张提升，从上市初的单一氮肥企业成长为综合性煤化工龙头，下游领域覆盖衣食住行四大需求，并已进入新一轮下游延伸的资本开支期。尤其是公司基于煤气化成本优势切入新能源材料赛道，30 万吨碳酸二甲酯项目品质可达到电子级并已成功切入新能源客户，未来还有扩产计划，并有望重塑行业供给格局。德州本部还将持续延伸合成气下游产品，而近年“走出去”的湖北荆州第二基地也进入建设期，基础煤气化平台有序推进，下游产品方案也陆续出台，将进一步打开成长空间。

### 4.3 中国心连心化肥

心连心是我国成本领先的氮肥龙头企业，基于突出的工程技术和精细化管理能力，公司连续十年保持全国石油和化工行业合成氨（氮肥主要中间原材料）能耗最低水平，长期领跑能效榜单。过去几年公司优先走出去布局新基地，目前已形成了包含河南本部、江西和新疆三大基地格局。在当前土地、能耗、环境容量等指标的审批收紧，化工园区成为稀缺资源的背景下，公司提前占领资源高地的布局极具前瞻性。良好的基础赋予公司未来发展充足的空间，公司有望在持续实现化肥产品的生产成本和终端差异化持续优化的过程中，进一步向下游新型煤化工产品延伸与拓展，成为行业领先的综合性煤化工龙头。

## 5、风险提示

1) 产业政策风险：本报告认为国内煤化工产业发展环境会发生变化，如果政策支持不及预期，会导致煤化工行业发展低于预期。

2) 化石能源价格变化风险：煤化工行业盈利提升主要由于原油与天然气价格大幅上涨，如果油气价格下跌，则煤化工行业盈利也会受到影响。

3) 测算结果基于假设进行，若假设条件变动会影响测算结果的风险。

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有华鲁恒升(600426.SH)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)