

证券研究报告
化工&建材
2022年04月29日



中国化学2021年报及2022年一季报点评： 营收利润同比大幅提升，实业强企战略迈开坚实步伐

中国化学(601117)

评级：买入(维持)

国海证券研究所

李永磊(分析师)

S0350521080004

liyl03@ghzq.com.cn

盛昌盛(分析师)

S0350521080005

shengcs@ghzq.com.cn

董伯骏(分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中国化学	-12.8%	-22.3%	28.9%
沪深300	-9.4%	-19.7%	-25.5%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	137919	157101	170414	186647
增长率(%)	25	14	8	10
归母净利润 (百万元)	4633	6486	7386	8502
增长率(%)	27	40	14	15
摊薄每股收益 (元)	0.84	0.89	1.01	1.17
ROE(%)	10	13	13	13
P/E	14.29	9.98	8.76	7.61
P/B	1.52	1.33	1.16	1.00
P/S	0.53	0.41	0.38	0.35
EV/EBITDA	5.63	3.09	2.64	2.18

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——中国化学 (601117) 事件点评: 新签合同额大幅增长, 有望受益于化工行业产能扩张周期 (买入) *化学原料*李永磊, 董伯骏》——2022-04-14

《中国化学(601117)深度报告: 工程与实业协同发展, 新材料带来大机遇 (买入) *化学原料*李永磊, 董伯骏, 盛昌盛》——2022-03-21

营收利润同比大幅提升，实业强企战略迈开坚实步伐

事件：2022年4月27日，中国化学（601117）发布2021年年报：实现营业收入1372.89亿元，同比增长25.43%；实现归属于上市公司股东的净利润46.33亿元，同比增长26.64%；加权平均净资产收益率为11.21%，同比增加0.69个百分点。销售毛利率9.49%，同比减少1.53个百分点；销售净利率3.64%，同比增加0.13个百分点。其中，2021年Q4实现营收473.03亿元，同比增长8.94%，环比增长38.84%；实现归母净利润17.35亿元，同比增长96.21%，环比增长79.63%；加权平均净资产收益率为3.55%，同比增加1.18个百分点，环比增加1.36个百分点。销售毛利率9.45%，同比减少0.62个百分点，环比增加0.74个百分点；销售净利率3.97%，同比增加1.47个百分点，环比增加0.87个百分点。

同时公司发布2022年一季报：实现营业收入352.91亿元，同比增长41.54%，环比下降25.39%；实现归属于上市公司股东的净利润9.77亿元，同比增长19.73%，环比下降43.69%；加权平均净资产收益率为2.01%，同比减少0.13个百分点，环比减少1.54个百分点。销售毛利率7.62%，同比减少1.24个百分点，环比减少1.83个百分点；销售净利率3.05%，同比减少0.27个百分点，环比减少0.92个百分点。

点评：

营收盈利同比大幅提升，彰显公司经营能力

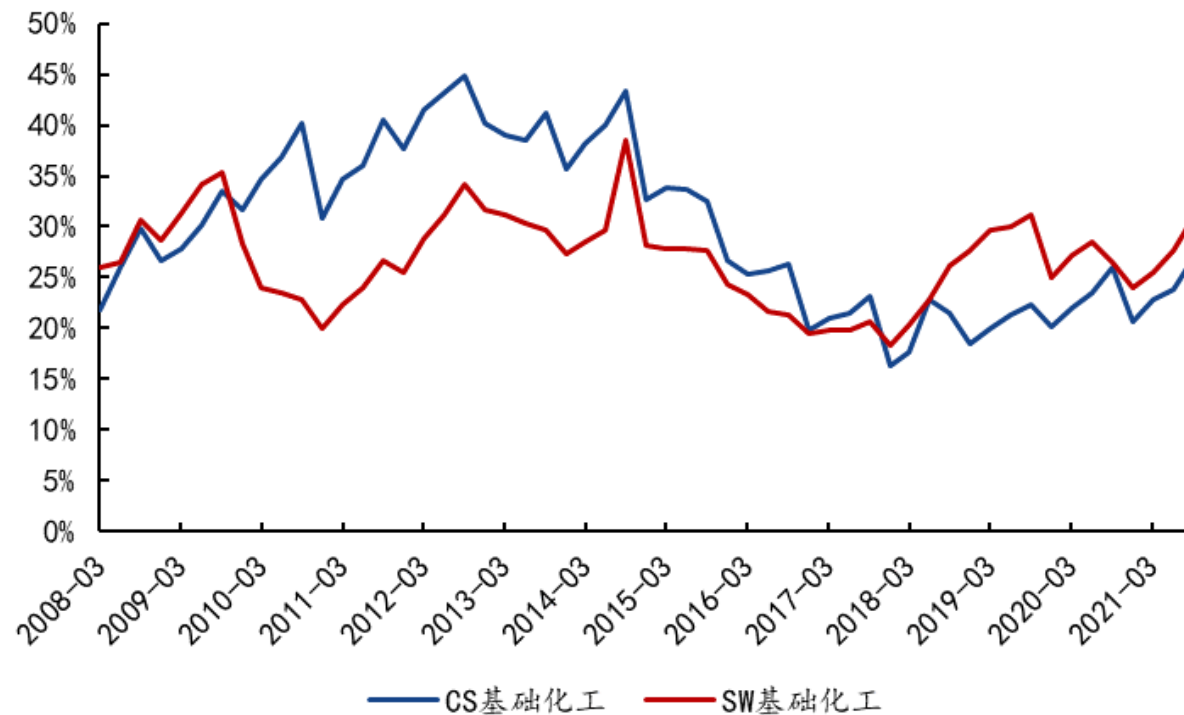
2021年，公司经营业绩实现稳步增长，实现营业收入1372.89亿元，同比增长25.43%；实现归属于上市公司股东的净利润46.33亿元，同比增长26.64%。订单量增长促进了业绩提升，2021年公司新签合同额2697.70亿元，增幅7.41%。从业务领域看，新签化学工程合同额1940.86亿元，增幅3.91%，其中化工/石油化工/煤化工新签合同额分别为1277.27/399.35/264.24亿元，同比增长55.1%/-24.83%/-48.49%；新签基础设施和环境治理等相关多元化业务合同额756.84亿元，增幅17.55%，其中环境治理新签合同额104.47亿元，同比增长24.91%。公司主业优势地位稳定，化工领军地位不断夯实，行业影响力和话语权持续扩大，基础设施业务领域继续拓宽，生态环保领域不断创新经营模式。受益于国内稳增长政策的推动，公司工程业务有望维持稳步增长的态势。此外，化工产品景气度提升，己内酰胺价格上涨，公司实业项目2021年实现营收69.69亿元，同比增长70.41%，毛利率17.15%，同比增长2.21个百分点。

公司一季度实现营业收入352.91亿元，同比增长41.54%，环比下降25.58%；实现归属于上市公司股东的净利润9.77亿元，同比增长19.73%，环比下降43.69%。新签合同额1039.14亿元，同比大幅增长90%，完成了首季度“开局红”，为全年“稳增长”打下坚实基础。建筑工程承包新签合同990.31亿元，其中化学工程新签合同694.03亿元；基础设施新签合同270.22亿元；环境治理新签合同26.06亿元。勘察设计监理咨询新签合同13.42亿元；实业及新材料销售22.94亿元；现代服务新签合同11.37亿元。一季度受疫情以及地缘博弈的双重影响，大宗原材料价料价格上涨，公司营业成本为326.03亿元，同比增长43.47%。销售毛利率7.62%，同比减少1.24个百分点，环比减少0.27个百分点。2022年Q1，公司加强费用支出管控力度，销售费用率为0.24%，同比下降0.08个百分点，环比下降0.09个百分点；管理费用率为1.96%，同比下降0.45个百分点，环比增加0.61个百分点；财务费用率为0.33%，同比下降0.15个百分点，环比下降0.15个百分点。

化工行业在建工程迎来反弹，公司工程业务有望受益

化工行业具有周期性特点。2020年受疫情影响导致经济衰弱，化工行业投资放缓。随着全球经济复苏，化工行业新增需求旺盛，同时海外生产受限，国内化工产品景气反弹带动行业投资迅速回暖。进入2021年，双碳政策下，化工行业部分差异化产能扩张速度加快，带来差异化的扩张周期。从化工行业上市公司在建工程/固定资产来看，2018年以来，化工行业在建工程一直处于扩张状态，2020年受到疫情影响出现小幅回落，2021年迎来强势反弹。当前在能耗双控、化工产品市场转变、化工设施安全性和环保要求不断提高的强力驱动下，全行业迅速淘汰落后产能、加快新旧动能转换，化工企业退城入园进程加速，未来化工厂搬迁入园、化工园区升级改造等领域蕴藏着较大的市场机会。同时双碳政策与环保要求催生了新的化工产品需求，新材料领域国产替代进程加快，公司通过多年的技术积累，有望在新材料工程项目爆发式增长中受益。

图表：化工行业在建工程迎来反弹，公司工程业务有望受益



资料来源：wind，国海证券研究所

主业优势领军地位不断夯实，国内海外稳步经营

公司全力走实走好专业化、相关多元化、国际化发展之路，2021年公司新签合同额按地域划分，境内/境外分别为2201.17/496.53亿元，同比增长9.13%/0.37%。在国内市场，公司落实国家区域重大战略和区域协调发展战略，加强与重点地区地方政府、国资央企、地方国企的深度对接。区域新签合同额较成立之前增长了151%，区域规模化经营成效显著。国内主业重点项目捷报频传，中标裕龙岛炼化一体化项目20个标段87亿元，广西华谊新材料和氯碱项目63亿元，万华化学（福建）MDI项目和TDI项目超过50亿元，国家第一批36个EOD试点项目之一的马鞍山向山地区生态环境综合治理EOD项目22.5亿元、连云港生态环境整治项目12.9亿元，重庆綦河流域治理项目8.1亿元。同时在海外疫情肆虐的恶劣条件下，公司大力落实“一体两翼”战略布局，全力克服疫情蔓延影响，坚持“戴着口罩抓经营”，海外经营重点突破、多点开花。东南亚市场异军突起，在印尼市场斩获新签合同额115.7亿元，同比增长31.5%。非洲市场攻城拔寨，中标几内亚铝土矿配套氧化铝精炼厂项目115.1亿元，在几内亚、多哥、博茨瓦纳等国家实现了市场开拓零的突破。

“实业强企”战略迈开坚实步伐，多个项目取得稳步推进

绝热节能材料气凝胶项目一次性开车成功、己二腈·尼龙新材料、可降解塑料项目即将投产，其他多个项目取得突破性进展。1) 华陆新材气凝胶项目于2022年2月27日一次性开车成功，当前已产出第一批合格硅基纳米气凝胶复合绝热毡产品。2) 天辰齐翔己二腈项目已整体进入中交、投料试生产交错期，生产所需的大宗化工原料已进场。丙烯腈装置已产出合格丙烯腈产品，己二胺装置于3月31日一次性开车成功，装置顺利产出第一批合格产品，产品质量达到优级品。3) 公司子公司化学工业第三设计院有限公司下属企业中化学天业新材料有限公司投资建设的可降解塑料PBAT项目一期年产10万吨PBAT项目已顺利机械竣工，进入试生产阶段。2022年公司主要新建实业项目将全部建成开车并转入正常生产运行，为公司带来新的利润增长点。4) 其他多个项目也取得突破性进展，公司拟投资150亿元，建设60万吨年环氧丙烷、90万吨年过氧化氢、20万吨年尼龙66、10万吨年尼龙12等项目，显示出公司在先进化工新材料、特种高端化学品等实业及新材料领域实现技术创新成果转化、高端价值链延伸等方面协调发展。

专研核心技术，助力工程和实业走向更广阔市场

公司在化工石化、现代煤化工、化工新材料以及橡胶工程装备等领域通过自主创新和产学研协同创新等方式掌握并拥有成系列的专利工艺技术和专有工程技术。公司多年来持续推进技术创新工作，推进产学研协同创新，构建“技术+产业”一体化发展。在新材料领域，研发和掌握己内酰胺、己二腈、二苯基甲烷二异氰酸酯（MDI）、甲苯二异氰酸酯（TDI）、多晶硅、有机硅、苯酚丙酮、聚碳酸酯、熔盐储热等化工新材料、新能源领域核心技术，达到国际先进水平。在橡胶工程和装备领域，中国化学的橡胶挤出专用设备拥有国际领先水平，是国内唯一能提供四复合、五复合挤出机组的研发和制造企业，其挤出机组是米其林指定的国内唯一供应商。此外，中国化学正在聚焦聚烯烃弹性体（POE）、环保催化剂、PBAT、ASA树脂、聚酰亚胺、阻燃尼龙、尼龙12、垃圾气化、MCH储氢等一批中高端的高附加值产品技术领域，有序推进关键技术的小试研发、中试放大和产业转化，不断延伸研发板块和实业板块的产品链、产业链、价值链。目前，公司累计拥有授权专利3797项，专有技术228项；累计获得省部级及以上科学技术奖395项，省部级及以上工法360项。

聚焦打造“双碳”整体解决方案，双碳发展战略下，公司成长空间大

公司高度重视双碳带来的行业机会，在双碳领域进行了战略布局，成立了中国化学碳中和科学技术研究院，围绕能源结构清洁低碳化和多能互补产业协同化，以及工业过程能效提升，开展碳中和、催化与绿色工艺、高端化工新材料、化工环保等方向科学研究和产业化应用。在双碳发展战略下，公司将有望成为国内碳中和方案的重要供应商。氢能产业方面，公司已于2021年在北京房山建成基于城市垃圾高温气化制氢和储氢综合解决方案的高温垃圾转化制氢油及氢能产业示范项目，项目试运行打通了全系统流程，稳定产出了浓度99.9%的氢气。光伏产业方面，中国化学旗下华陆公司斩获2020年国内新开工几乎所有多晶硅项目的设计合同。先后累计为国内多晶硅提供了50多项技术服务，总体设计产能占全国总产能的90%以上。工业节能方面，围绕“源头减碳、过程降碳、尾端固碳”，开展技术研发和布局，形成碳循环及CO₂的资源化利用，涉及纯碱、氮肥、氢能、光伏、焦化等领域。

预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为64.86、73.86、85.02亿元，EPS为0.89、1.01、1.17元/股，对应PE为9.98、8.76、7.61倍，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险、下游需求不及预期风险、生产安全环保风险项目建设进度不及预期的风险、全球疫情控制不及预期风险、下游需求不及预期风险、实业产品价格波动风险、在研项目失败风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	137919	157101	170414	186647
增长率(%)	25	14	8	10
归母净利润 (百万元)	4633	6486	7386	8502
增长率(%)	27	40	14	15
摊薄每股收益 (元)	0.84	0.89	1.01	1.17
ROE(%)	10	13	13	13
P/E	14.29	9.98	8.76	7.61
P/B	1.52	1.33	1.16	1.00
P/S	0.53	0.41	0.38	0.35
EV/EBITDA	5.63	3.09	2.64	2.18

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

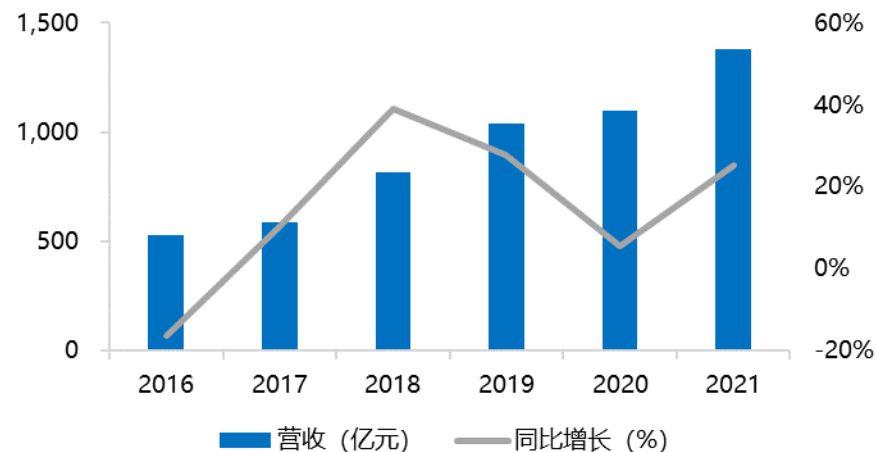
图表：分行业经营数据

产品	项目	2018A	2019A	2020A	2021A
化学工程	销售收入 (百万元)	61136.31	76573.23	83894.77	107944.76
	毛利率 (%)	9.78	10.88	11.89	9.45
	毛利 (百万元)	5979.13	8330.41	9976.58	10200.80
基础设施	销售收入 (百万元)	11688.69	17725.90	16403.00	14176.15
	毛利率 (%)	12.33	7.20	7.18	6.92
	毛利 (百万元)	1441.22	1277.01	1177.94	980.98
环境治理	销售收入 (百万元)	939.63	2048.58	1264.99	2896.87
	毛利率 (%)	15.56	10.58	10.00	12.11
	毛利 (百万元)	146.21	216.81	126.54	350.83
实业	销售收入 (百万元)	5473.43	5246.83	4089.49	6968.78
	毛利率 (%)	20.58	17.58	14.94	17.15
	毛利 (百万元)	1126.43	922.44	610.95	1195.83
现代服务业	销售收入 (百万元)	1684.77	1579.98	3377.83	4729.11
	毛利率 (%)	40.42	28.03	5.91	5.19
	毛利 (百万元)	680.98	442.93	199.60	245.44
合计	总营收-加计 (百万元)	80922.83	103621.84	109456.51	136715.7
	毛利 (百万元)	9373.97	11189.62	12059.42	12973.88
	毛利率 (%)	10.78	10.80	11.02	11.19

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

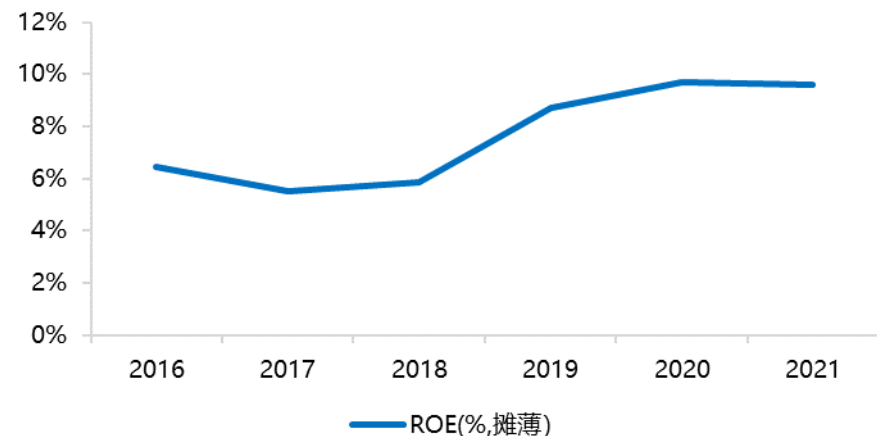
2021年归母净利大增26.64%

图表：2021年营收增长25.43%



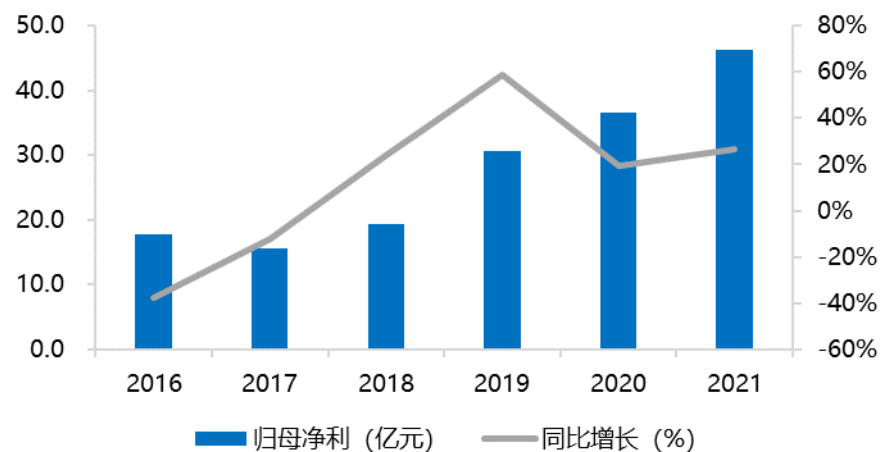
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年净资产收益率稳定



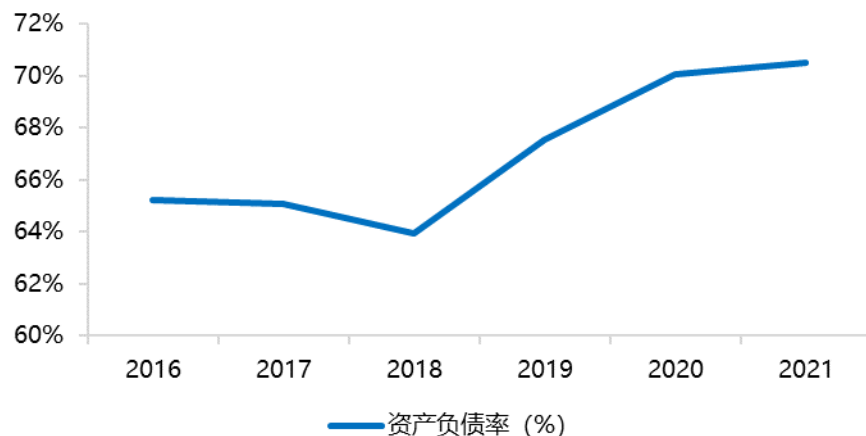
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年归母净利大增26.64%



资料来源：wind, 国海证券研究所

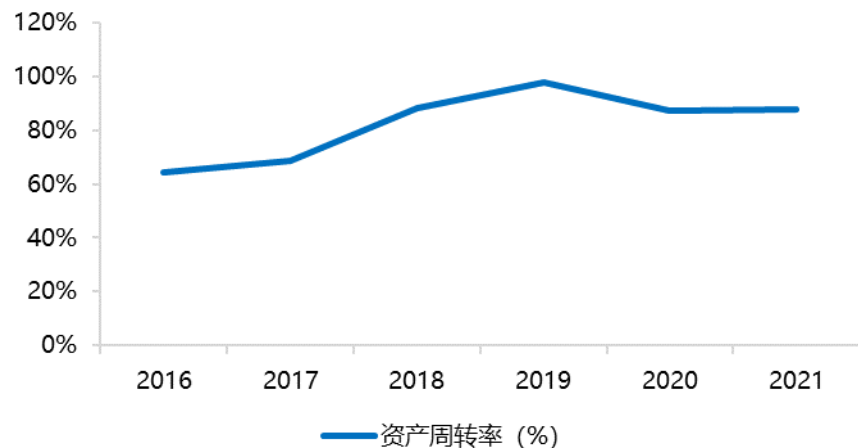
图表：2021年资产负债率略升



资料来源：wind, 国海证券研究所

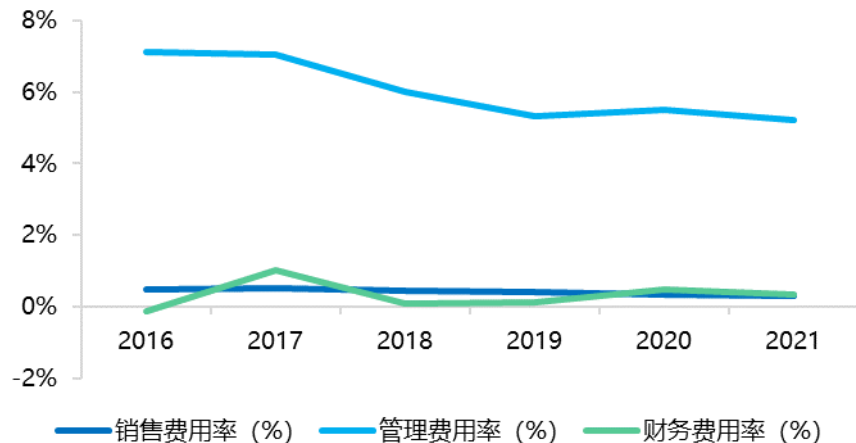
2021年经营活动现金流下降

图表：2021年资产周转率持平



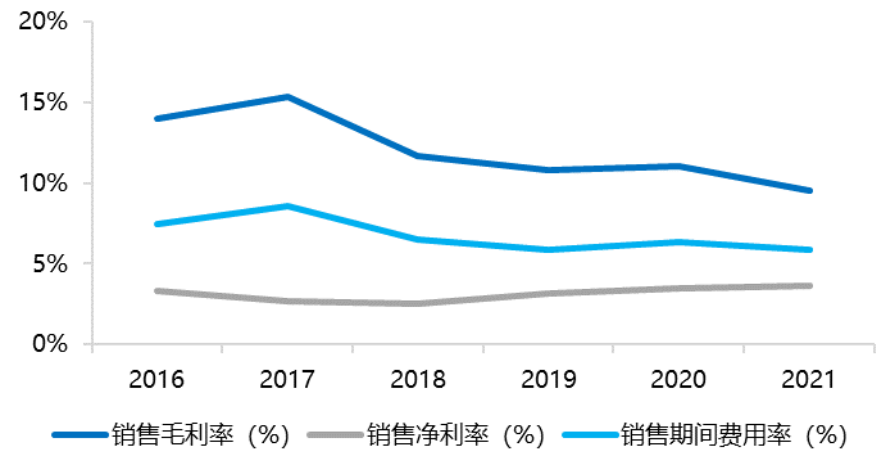
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年销售费用率、管理费用率下降



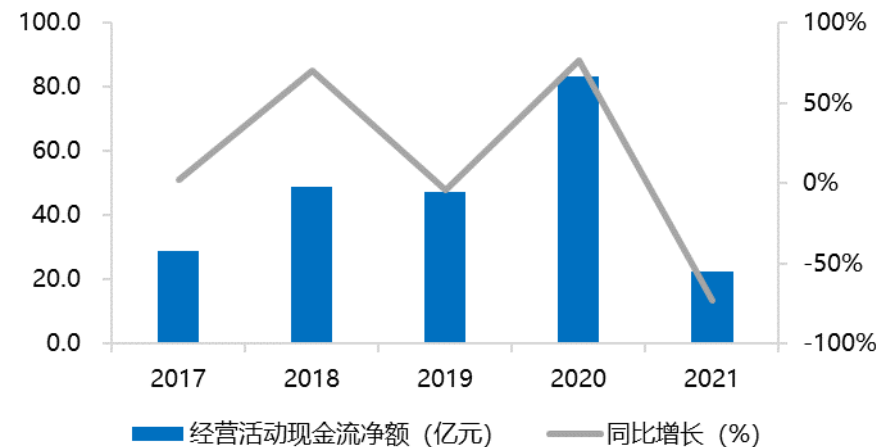
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年净利率略增



资料来源：wind, 国海证券研究所

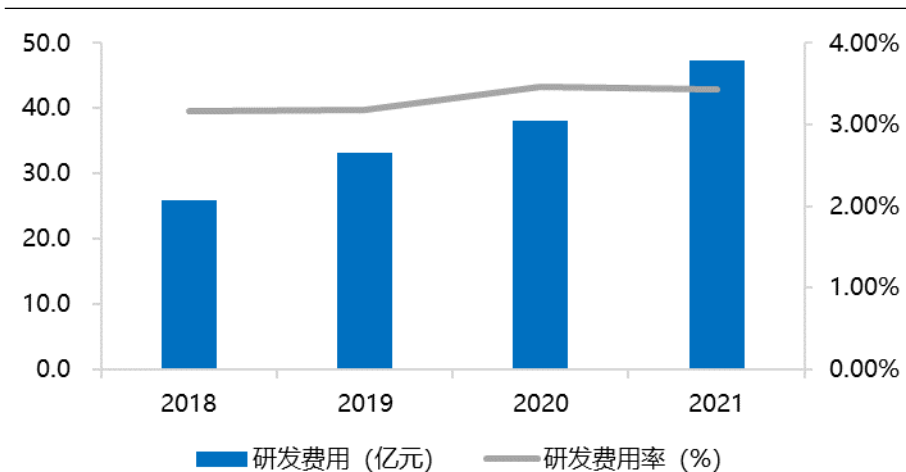
图表：2021年经营活动现金流下降



资料来源：wind, 国海证券研究所

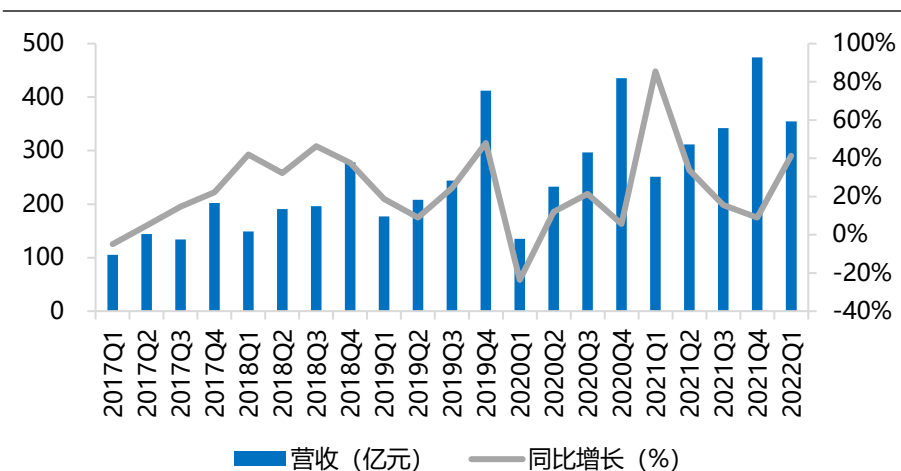
全年研发费用增加，2022Q1营收提升41.54%

图表：2021年研发费用达47.39亿元



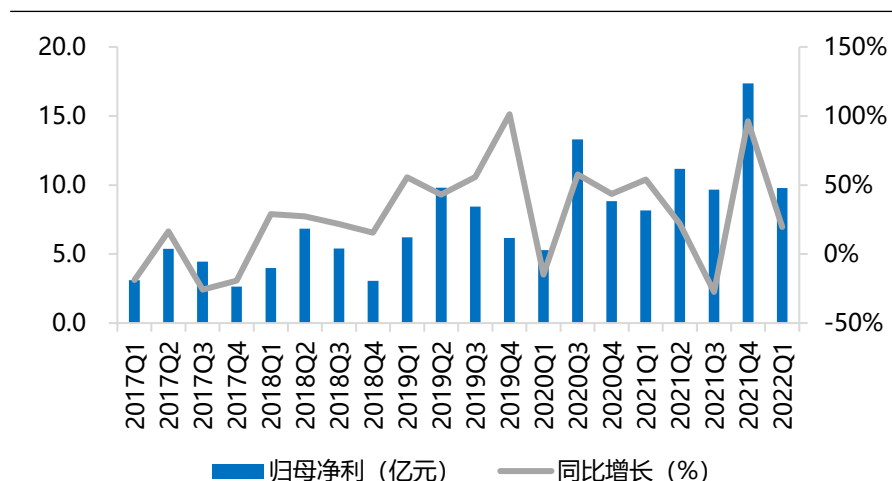
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022Q1营收同增41.54%



资料来源：wind，国海证券研究所

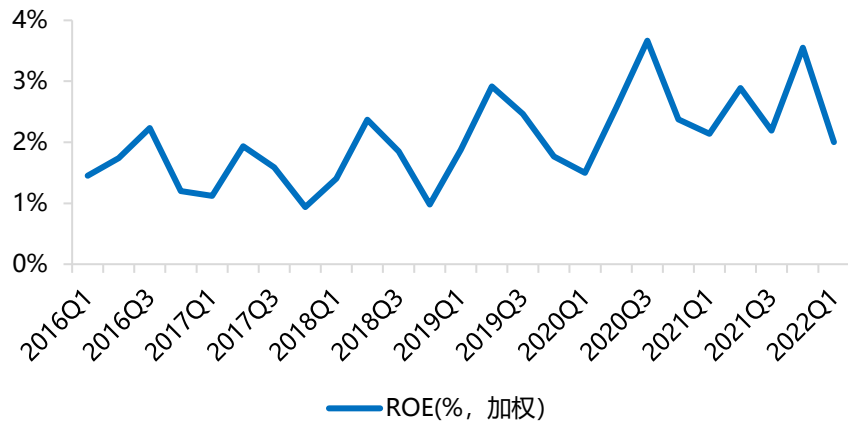
图表：2022Q1归母净利同增19.73%



资料来源：wind，国海证券研究所

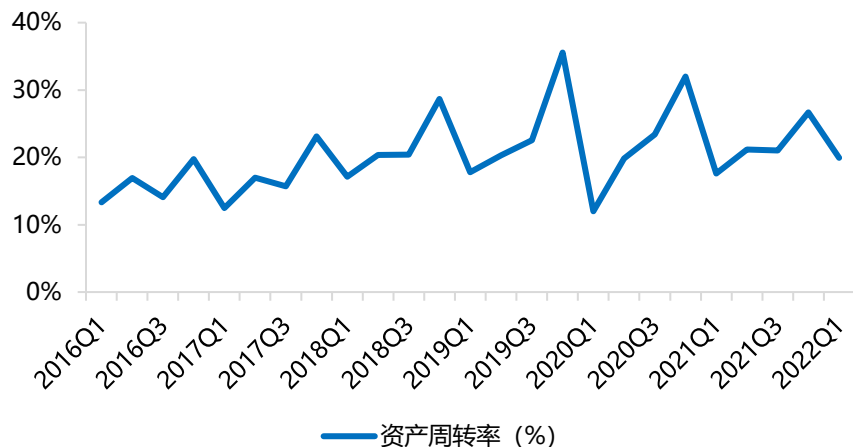
2022Q1毛利率略有下滑

图表：季度净资产收益率



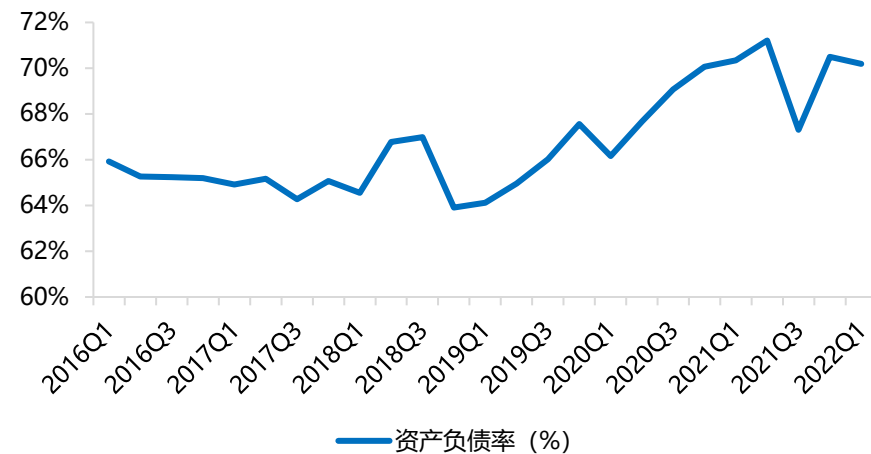
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产周转率



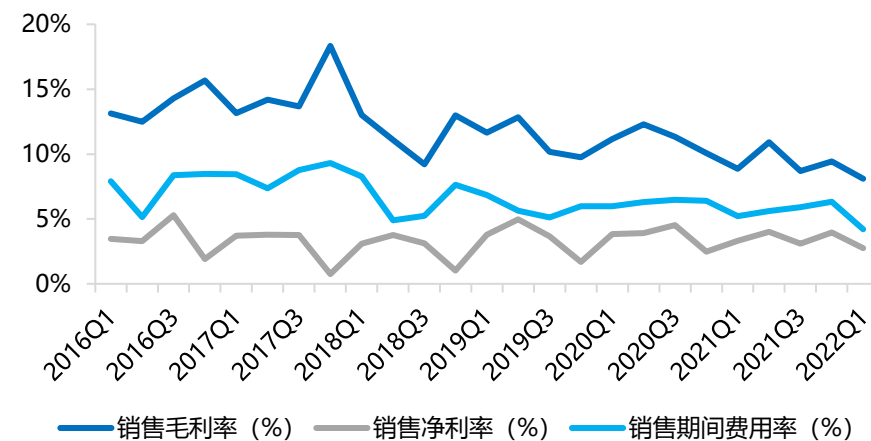
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind, 国海证券研究所

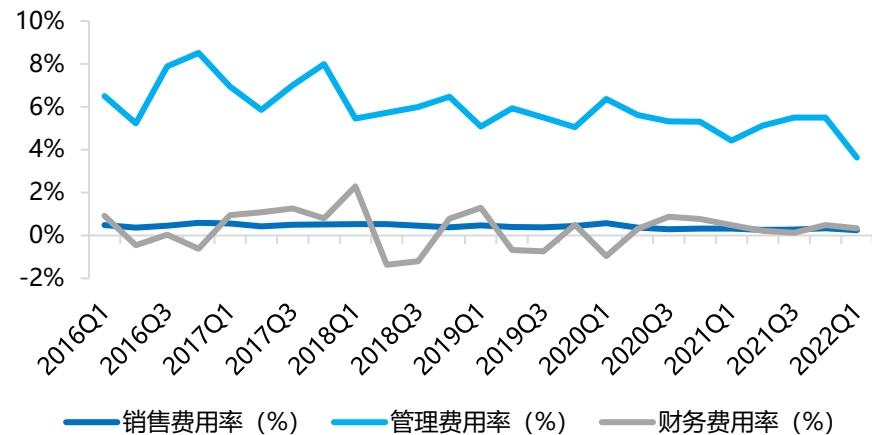
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind, 国海证券研究所

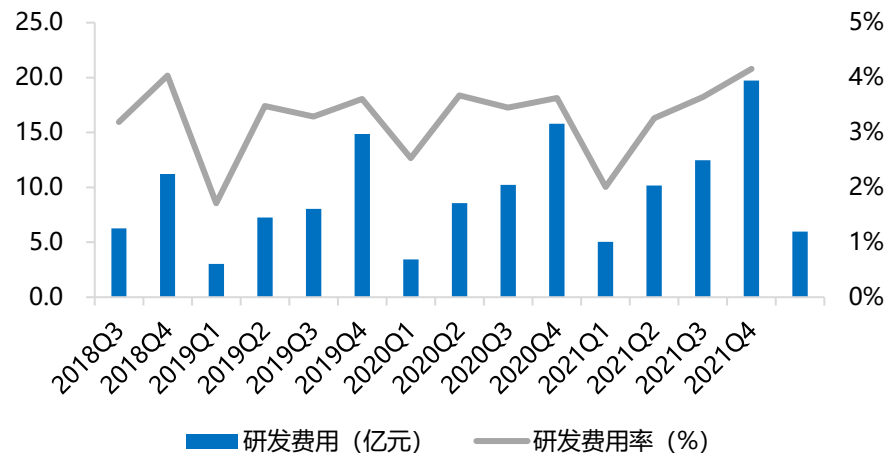
2022Q1期间费用率下降明显

图表：2022Q1期间费用率下降明显



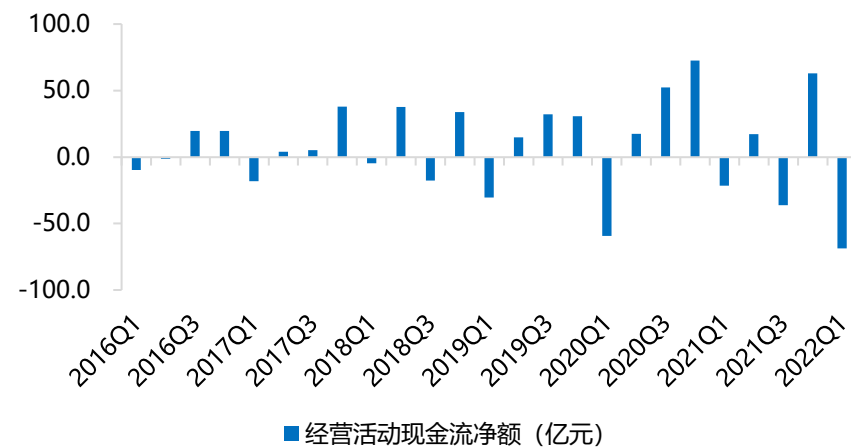
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



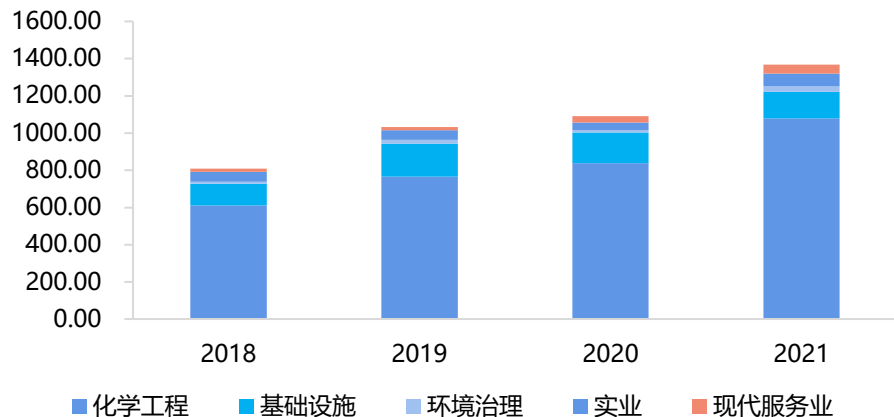
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q1经营活动现金流下降



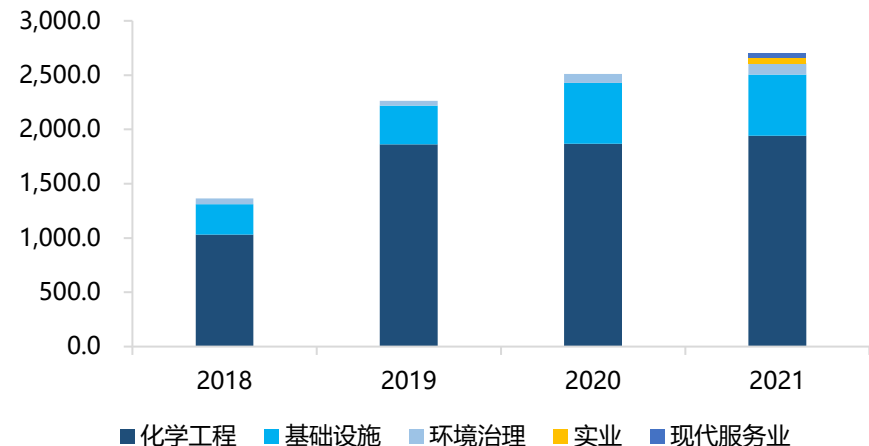
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司分行业收入情况（亿元）



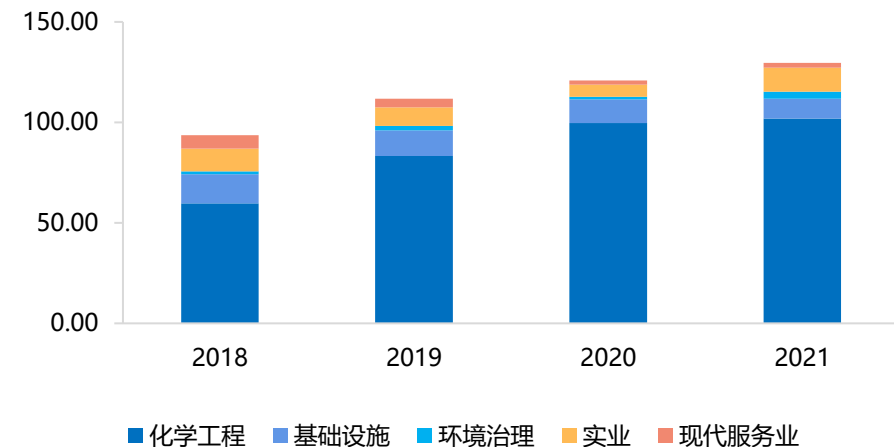
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司分行业新签合同情况（亿元）



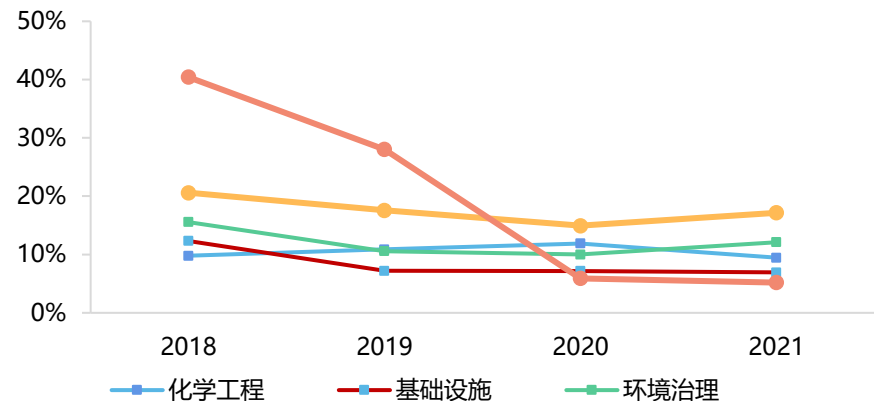
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司分行业毛利情况（亿元）



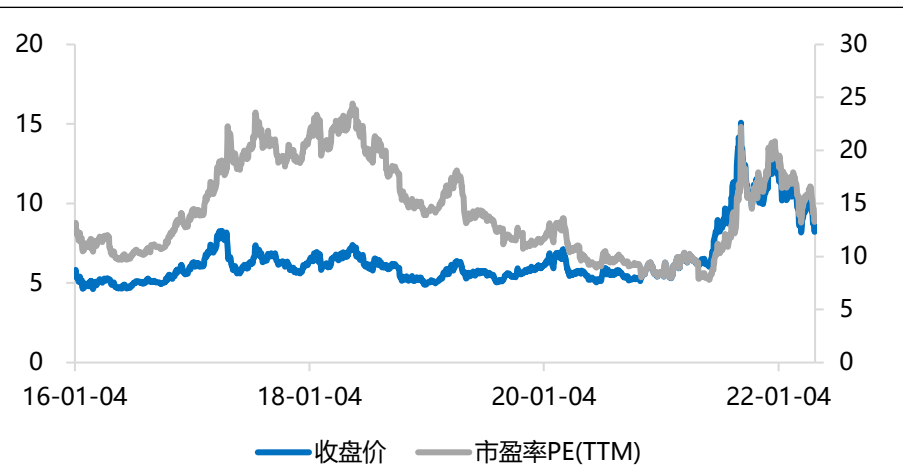
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司分行业毛利率



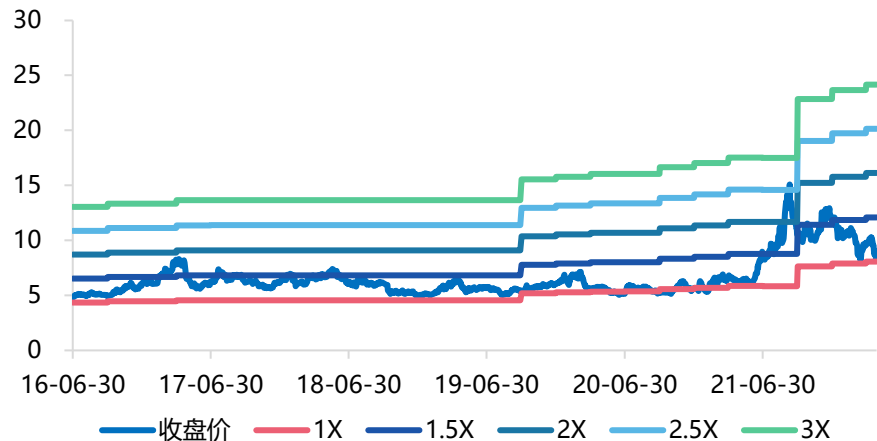
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：收盘价及PE（TTM）



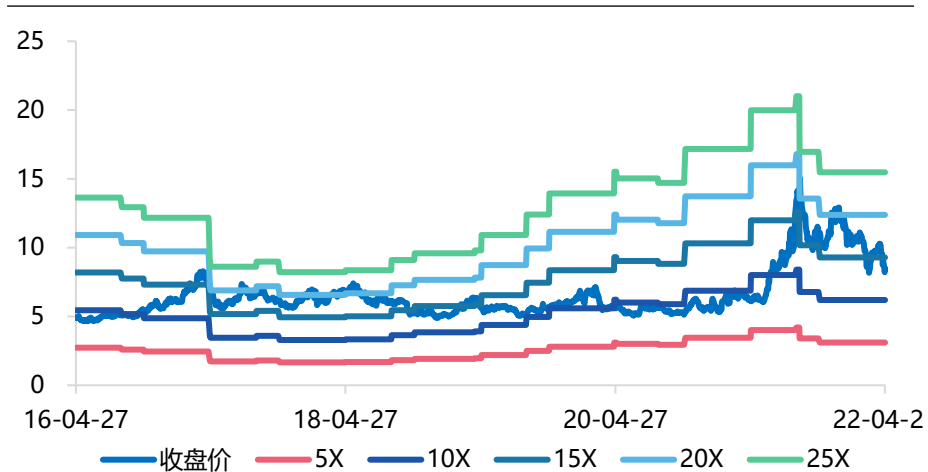
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

中国化学盈利预测表

证券代码: 601117

股价: 8.88

投资评级: 买入

日期: 2022/4/28

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	45482	39929	41224	43039	营业收入	137919	157101	170414	186647	每股指标				
应收款项	31688	35516	38741	42428	营业成本	124401	139015	150081	163449	EPS	0.84	0.89	1.01	1.17
存货净额	5219	8563	7799	8745	营业税金及附加	382	440	477	523	BVPS	7.89	6.67	7.68	8.85
其他流动资产	55669	54149	61584	66982	销售费用	412	471	511	560	估值				
流动资产合计	138058	138156	149349	161195	管理费用	2466	2828	3238	3733	P/E	14.3	10.0	8.8	7.6
固定资产	11124	14505	17949	21421	财务费用	463	601	596	596	P/B	1.5	1.3	1.2	1.0
在建工程	3994	5762	7829	10037	其他费用/ (-收入)	4739	5184	5794	6533	P/S	0.4	0.0	0.0	0.0
无形资产及其他	22702	24292	25801	27477	营业利润	5671	8347	9610	11128	财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期股权投资	2018	2509	2909	3356	营业外净收支	370	0	0	0	盈利能力				
资产总计	177896	185225	203837	223486	利润总额	6041	8347	9610	11128	ROE	10%	13%	13%	13%
短期借款	518	300	330	300	所得税费用	1037	1336	1538	1836	毛利率	10%	12%	12%	12%
应付款项	63340	69914	76646	83008	净利润	5004	7012	8072	9292	期间费率	2%	2%	3%	3%
预收帐款	44	4037	2222	2826	少数股东损益	370	526	686	790	销售净利率	3%	4%	4%	5%
其他流动负债	52654	48733	54326	57747	归属于母公司净利润	4633	6486	7386	8502	成长能力				
流动负债合计	116557	122984	133524	143881	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	收入增长率	25%	14%	8%	10%
长期借款及应付债券	5977	5977	5977	5977	经营活动现金流	2242	10502	11303	12506	利润增长率	27%	40%	14%	15%
其他长期负债	2861	2861	2861	2861	净利润	4633	6486	7386	8502	营运能力				
长期负债合计	8838	8838	8838	8838	少数股东权益	370	526	686	790	总资产周转率	0.78	0.85	0.84	0.84
负债合计	125395	131822	142362	152719	折旧摊销	1207	1680	1914	2138	应收账款周转率	6.33	5.96	6.13	6.10
股本	6109	0	0	0	公允价值变动	-726	0	0	0	存货周转率	26.42	18.35	21.85	21.34
股东权益	52501	53403	61475	70767	营运资金变动	-4263	994	613	355	偿债能力				
负债和股东权益总计	177896	185225	203837	223486	投资活动现金流	-3168	-9127	-9442	-10065	资产负债率	70%	71%	70%	68%
					资本支出	-3744	-8296	-8749	-9292	流动比	1.18	1.12	1.12	1.12
					长期投资	467	-830	-693	-774	速动比	0.74	0.70	0.68	17 0.68
					其他	108	0	0	0					
					筹资活动现金流	6090	-6928	-566	-626					
					债务融资	588	-218	30	-30					
					权益融资	10641	-6109	0	0					
					其它	-5139	-601	-596	-596					
					现金净增加额	4794	-5553	1295	1815					

化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理。

建材小组介绍

盛昌盛，北京大学硕士，建材建筑首席分析师。2019年新财富第五名。6年证券研究经验，6年建材行业工作经历。

孙伯文，清华大学经济学学士、管理硕士，6年买方、证券从业经验，研究覆盖过大周期行业和TMT行业。

彭棋，北京交通大学经济学学士，上海财经大学金融硕士。

景丹阳，北京大学硕士，中国人民大学学士，2年实业从业经验。

分析师承诺

李永磊、盛昌盛、董伯骏，本人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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

心怀家国，洞悉四海

国海化工团队 李永磊 (liy103@ghzq.com.cn)
董伯骏 (dongbj@ghzq.com.cn)
汤永俊 (tangyj03@ghzq.com.cn)



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597