

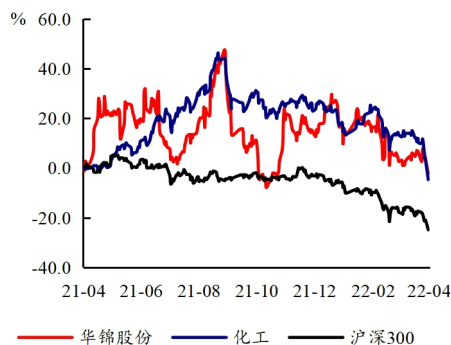


评级 强烈推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 李子卓
资格证书 S1710521020003
电子邮箱 lizz@easec.com.cn
联系人 丁俊波
电子邮箱 dingjb@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1599.44
流通A股/B股(百万股)	1599.44/0.00
资产负债率(%)	53.65
每股净资产(元)	8.82
市净率(倍)	0.68
净资产收益率(加权)	5.04
12个月内最高/最低价	9.13/5.70

相关研究

【化工】华锦股份（000059.SZ）：石化景气方兴未艾，业绩有望扶摇直上_20220602

核心观点

聚焦石化主业，业绩大幅提升。公司专注于石油化工、化学肥料、沥青/润滑油三大业务。2021年公司拥有800万吨/年炼油、50万吨/年乙烯、100万吨/年道路沥青、90万吨/年润滑油基础油和132万吨/年尿素的生产规模。2021年公司实现营业收入385.52亿元，同比增长26.66%；实现归母净利润8.94亿元，同比增长175.47%。

炼化行业供给受限，需求有望释放。供给端，在碳达峰背景下，炼能落后产能出清加速。山东省作为我国第一地炼大省，计划于2020-2022年淘汰2696万吨落后炼化产能。截至2021年已淘汰2100万吨，预计2022年将淘汰596万吨。**需求端**，疫情后经济复苏，有望推动成品油需求增加。2021年，我国成品油产量和消费量分别为3.57、3.41亿吨，分别同比增长7.85%、3.20%，与2019年水平基本持平。随着疫情恢复、经济复苏，成品油需求量有望继续增长。

原油及石化产品价格处于高位，行业景气上行。截至2022年5月31日，布伦特原油主力连续期货结算价为112.8美元/桶，较年初上涨57.9%。成品油盈利能力增强。截至2022年5月31日，煤油、柴油与原油价差分别为7081.5、7988.5元/吨，两项价差分别较2022年初上涨10.9%、16.4%。煤油、柴油与原油价差的提升为相关生产企业打开利润上行空间。

行业景气业绩回暖，产业链一体化优势显著。2021年国内石化行业景气上行，整体实现营业利润率8.03%，创2010年以来新高。**一方面**，公司是重要的成品油、中间石化产品、合成树脂和尿素生产企业，形成了炼油、聚烯烃、ABS、偏三甲苯等炼化一体化产业链。同时公司不断延伸产业链，建设特色润滑油-高等级道路沥青-化工新材料的环烷基资源综合深加工产业基地，实现上下游协同发展。**另一方面**，华锦集团将携手沙特阿美建设1500万吨/年的大型炼油一体化装置，预计2024年投入运营。届时，公司有望参与该项目，或与其充分发挥产业协同作用。

投资建议

石化行业景气有望上行，公司业绩有望持续增长。我们预计2022/2023/2024年公司归母净利润分别为9.15/10.57/11.43亿元，对应EPS分别为0.57/0.66/0.71元，基于2022年6月1日收盘价6.53元，对应的PE分别为11.41/9.88/9.14倍。基于行业景气度和公司未来发展，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示

原油价格异常波动、环保政策升级、国内疫情反复等。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	38552.31	45752.81	48803.93	50295.41
增长率(%)	26.66	18.68	6.67	3.06
归母净利润	893.88	915.25	1057.46	1143.24
增长率(%)	175.47	2.39	15.54	8.11
EPS(元/股)	0.56	0.57	0.66	0.71
市盈率(P/E)	13.00	11.41	9.88	9.14
市净率(P/B)	0.82	0.69	0.64	0.60

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 股价为2022年6月1日收盘价6.53元

请仔细阅读报告尾页的免责声明

正文目录

1. 聚焦主业，业绩触底反弹.....	4
1.1. 专注三大主营，改善资本结构.....	4
1.2. 国有资本控股，拥有资源优势.....	6
1.3. 业绩大幅提升，盈利能力增强.....	7
2. 行业：国际油价屡创新高，炼化景气回暖.....	9
2.1. 成品油：供需错位价格上涨，行业景气周期上行.....	9
2.2. 烯烃：进口替代加速、需求快速增长.....	13
3. 优势：一体化优势显著，盈利能力稳步提高.....	20
3.1. 行业景气回升，主营产品业绩高增长.....	20
3.2. 一体化产业链，产品结构持续优化.....	21
3.3. 集团携手沙特阿美，产业协同有望发挥.....	23
4. 盈利预测.....	24
5. 风险提示.....	24

图表目录

图表 1. 公司主营产品产能情况.....	4
图表 2. 公司积极拓展主业.....	5
图表 3. 2021 年石化板块业务收入占比为 91.35%.....	5
图表 4. 2021 年石化板块毛利占比为 84.39%.....	5
图表 5. 华锦股份资产负债率呈下降态势.....	6
图表 6. 公司短期偿债能力逐年增强.....	6
图表 7. 公司实际控制人为兵器集团.....	7
图表 8. 2021 年营业收入同比增长 26.66%.....	8
图表 9. 2021 年归母净利润同比增长 175.47%.....	8
图表 10. 2021 年毛利率为 20.91%.....	8
图表 11. 2021 年化肥毛利率为 41.60%.....	8
图表 12. 2021 年公司三费总费率下降.....	9
图表 13. 2021 年销售费用、财务费用降幅较大.....	9
图表 14. 2020 年全球炼能为 101.1 百万桶/开工日.....	9
图表 15. 2020 年中国炼能为 16.69 百万桶/天.....	9
图表 16. 石化相关政策出台推动炼能结构优化.....	10
图表 17. 2021 年石化行业 CR5 行业集中度为 45%.....	11
图表 18. 2020-2022 年山东省预计淘汰落后炼能 2696 万吨.....	11
图表 19. 2021 年我国成品油消费量显著增长.....	11
图表 20. 煤油库存同比下降 43.27%.....	11
图表 21. 我国煤油消费终端以民航、军工为主.....	12
图表 22. 国际原油价格高位震荡.....	12
图表 23. 2021 年以来煤油、柴油与原油价差持续走高.....	13
图表 24. 2020 年乙烯下游主要应用于聚乙烯.....	14
图表 25. 2021 年我国乙烯自给率 93.58%.....	14
图表 26. 乙烯产能、产量持续上升.....	15
图表 27. 2022 年企业预计新增产能.....	15
图表 28. 2021 年乙烯表观消费量达 2886.51 万吨.....	16
图表 29. 聚乙烯、乙二醇自给率逐年增加.....	16
图表 30. 聚乙烯、乙二醇产量增速较快.....	16

图表 31. 截至 2022 年 5 月 31 日乙烯价格较年初上涨 2.9%.....	17
图表 32. 丙烯下游主要应用于聚丙烯.....	17
图表 33. 2021 年我国丙烯自给率为 94.42%.....	18
图表 34. 丙烯产能、产量快速释放.....	18
图表 35. 2022 年企业预计新增产能.....	19
图表 36. 2021 年丙烯表观消费量为 2915.85 万吨.....	19
图表 37. 聚丙烯拉料产能、产量逐年增加.....	20
图表 38. 2021 年石化行业营业收入同比增长 30.42%.....	20
图表 39. 2021 年石化行业营业利润率达 8.03%.....	20
图表 40. 2021 年公司主营产品营收大幅提升.....	21
图表 41. 2021 年公司主营产品盈利能力大幅提升.....	21
图表 42. 2018-2021 年研发投入逐年增加.....	22
图表 43. 公司聚烯烃产品、ABS 产品的研发和质量升级.....	23
图表 44. 2024 年华锦集团炼油产能有望达 2300 万吨/年.....	23

1. 聚焦主业，业绩触底反弹

1.1. 专注三大主营，改善资本结构

公司积极拓展业务，形成石化、化肥、沥青/润滑油三大主营业务并行。华锦股份自 1997 年成立以来，通过收购和出售相关股权拓宽公司业务，改善公司资产质量，已形成石油化工、化学肥料、沥青/润滑油三大主营业务。目前公司拥有 800 万吨/年炼油、50 万吨/年乙烯、100 万吨/年道路沥青、90 万吨/年润滑油基础油和 132 万吨/年尿素的生产规模，其中炼化产品包括柴油成品油、聚烯烃和芳烃类产品。

图表 1. 公司主营产品产能情况

产品分类	产品	产能 万吨
石化产品	柴油	180
	煤油	80
	道路沥青	100
	润滑油基础油	90
	乙烯	50
	聚乙烯	30
	聚丙烯	25
化肥产品	苯乙烯	15
	尿素	132
精细化工产品	丁二烯	10

资料来源：交易所投资者问答平台，东亚前海证券研究所

稳步提升原油加工能力至 800 万吨。2007 年公司启动 500 万吨/年油化工程项目、45 万吨/年乙烯扩产项目，并于 2010 年建成投产。公司新增 500 万吨/年炼油和 45 万吨/年乙烯产能。之后公司于 2011 年收购盘锦乙烯生产装置，进一步扩大公司石化产品生产规模。2015 年公司收购北方沥青股份有限公司 50.64% 的股权，致使公司整体原油加工能力提升至 800 万吨。

积极布局化肥与沥青/润滑油业务，做强做大相关产业。公司建立之初主要业务为化肥，主要产品为尿素。2013-2014 年，公司连续两年亏损。2015 年公司向华锦集团出售全资子公司新疆化肥(阿克苏华锦化肥有限责任公司)，剥离亏损资产。同年，公司以 7.56 亿元收购北方沥青股份有限公司 50.64% 股权，注入石化资源，致使公司业绩回升。之后公司积极布局化肥领域，并于 2019 年收购新疆化肥全部股权。除了起家业务化肥，公司还扩展了沥青/润滑油业务。公司于 2014 年收购北方沥青股权，拓展了沥青业务。并于 2021 年收购辽宁华北全部股权，支撑润滑油产业发展，做强做大环烷基润滑油基础油。

图表 2. 公司积极拓展主业

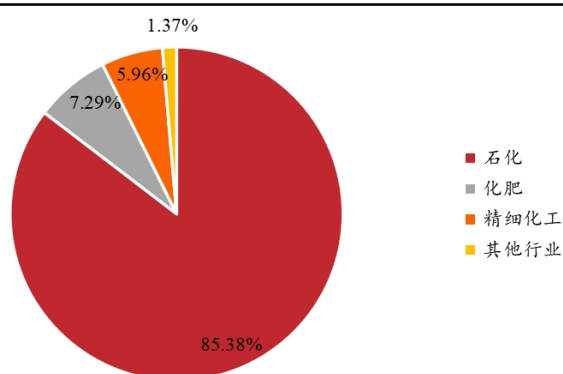


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

石化板块是公司营收与利润的主要来源，对公司业务起主导作用。公司石化板块产品种类众多，涵盖石化产品和精细化工产品，是公司营业收入与利润主要来源。2021年，公司石化板块业务收入占比为91.35%，毛利润占比为84.93%，其中石化产品业务收入占比为85.38%，毛利润占比为78.52%。

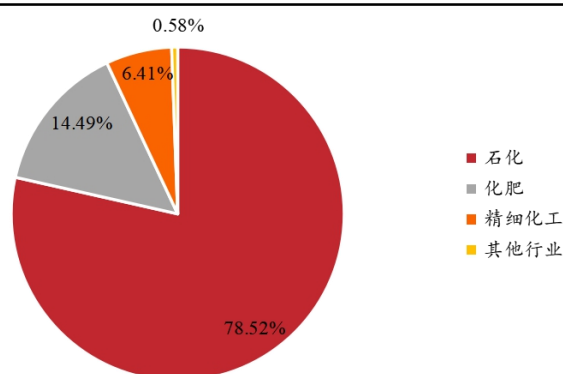
细分产品中，原油加工及石油制品和尿素贡献主要利润。石化产品包括原油加工及石油制品、聚烯烃产品、芳烃类产品，毛利占比分别为72.68%、3.48%、2.32%，原油加工及石油制品贡献主要毛利；化肥业务包括尿素、甲醇、液氨产品，尿素毛利占比最高，为13.61%；精细化工产品包括ABS工程塑料制品、丁二烯，ABS工程塑料制品毛利占比为5.58%。

图表 3. 2021 年石化板块业务收入占比为 91.35%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

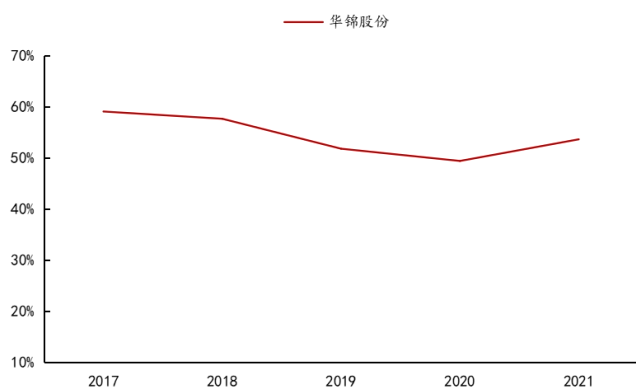
图表 4. 2021 年石化板块毛利占比为 84.39%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

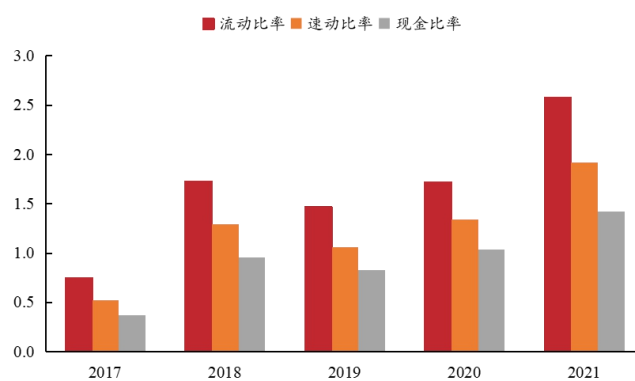
公司资本结构优化，长短期偿债能力增强。近年来，公司资产负债率总体呈下降态势。2017-2020年，公司资产负债率从59.11%下降至49.42%，2021年回升至53.66%。总体来看，公司资本结构有所改善，长期偿债能力增强。同时，公司流动比率、速动比率、现金比率呈上升态势。流动比率从2017年的0.75上升至2021年的2.58。速动比率从2017年的0.52上升至2021年的1.92。现金比率从2017年的0.37上升至2021年的1.42。短期偿债能力大幅提高。

图表 5. 华锦股份资产负债率呈下降态势



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 6. 公司短期偿债能力逐年增强



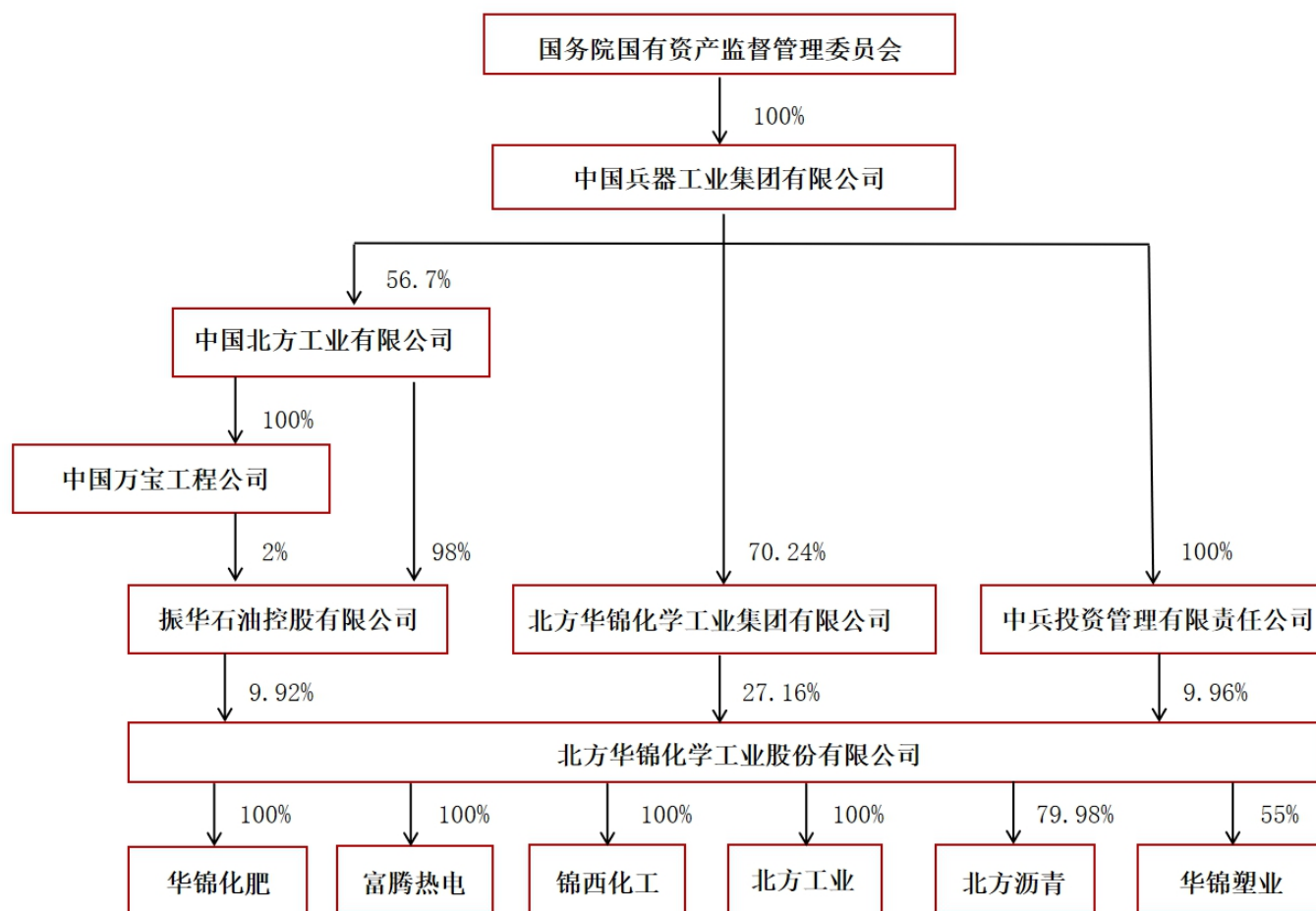
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

1.2. 国有资本控股，拥有资源优势

公司第一大控股股东为华锦集团，实际控制人为兵器集团。公司第一大股东为北方华锦化学工业集团有限公司（简称“华锦集团”），持股比例为 27.16%。实际控制人为央企中国兵器工业集团有限公司（简称“兵器集团”），合计持股比例为 47.04%。公司作为兵器集团下唯一的石化上市平台，在兵器集团海外石油勘探开采—石油贸易—石油化工—精细化工—特种化工产业链中占据重要环节，具有稳定的海外原油资源。

控股子公司围绕华锦股份布局三大主业。公司主要控股子公司涵盖业务包括石化、沥青、化肥。其中辽宁北方化学工业有限公司主营烯烃类产品；盘锦北方沥青股份有限公司为原油加工行业，主营高等级石油道路沥青；阿克苏华锦化肥有限责任公司、锦西天然气化工有限责任公司主营化肥的生产和销售；盘锦辽河富腾热电有限公司、辽宁华锦塑业有限公司分别为热能、电力销售和塑料制品生产商。控股子公司覆盖公司上游及下游领域，使得公司具有明显的一体化产业链优势。

图表 7. 公司实际控制人为兵器集团

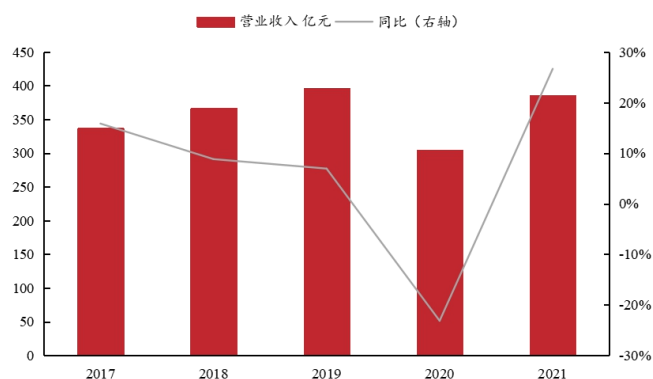


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

1.3. 业绩大幅提升，盈利能力增强

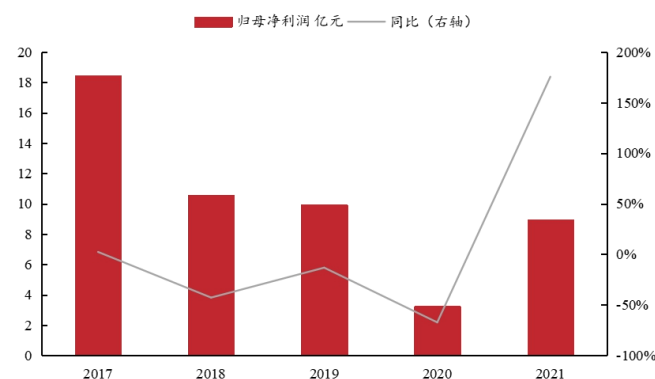
2021 年公司业绩触底反弹，营收、归母净利润大幅增长。营业收入方面，2021 年公司实现营业收入 385.52 亿元，同比增长 26.66%。归母净利润方面，2021 年公司实现归母净利润 8.94 亿元，同比增长 175.47%。2017-2020 年公司归母净利润持续走低。2021 年触底反弹，实现较大幅度的增长，主要原因是一方面国际油价上涨，下游需求回暖，行业景气上行，另一方面公司推动装置连续高效运行、优化产品结构，开拓成品油出口市场等一系列举措。

图表 8. 2021 年营业收入同比增长 26.66%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

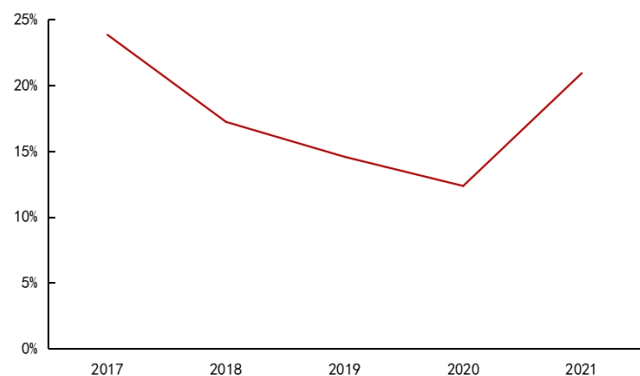
图表 9. 2021 年归母净利润同比增长 175.47%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

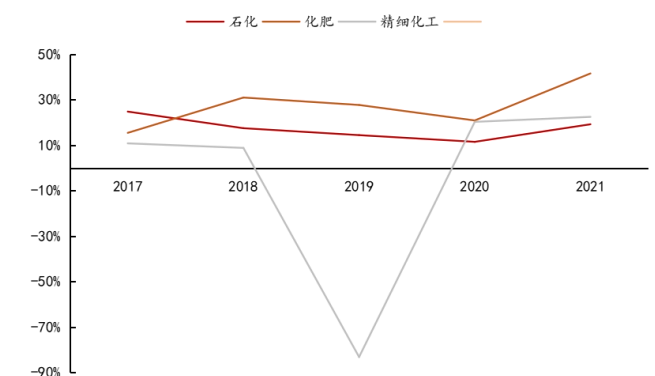
总体毛利率显著提升, 其中化肥毛利率最高。2021 年, 公司总毛利率为 20.91%, 较 2020 年提高 8.56pct。分行业来看, 2021 年石化、化肥、精细化工板块的毛利率分别为 19.23%、41.60%、22.49%, 分别较 2020 年提高 7.73pct、20.69pct、2.20pct, 其中化肥的毛利率位于首位。

图表 10. 2021 年毛利率为 20.91%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

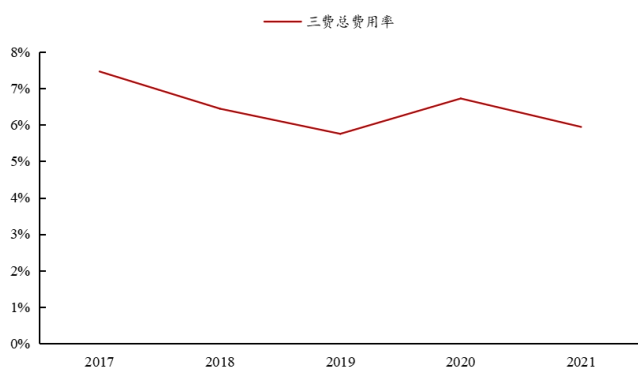
图表 11. 2021 年化肥毛利率为 41.60%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

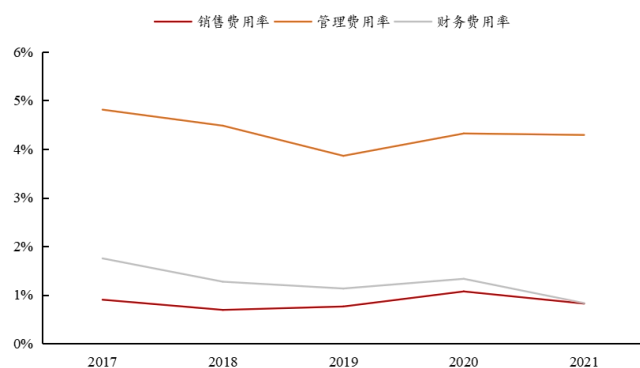
近年来, 公司三费总费率总体呈下降趋势。三费总费用率方面, 2017-2019 年, 公司三费总费用率从 2017 年的 7.46% 下降至 2019 年的 5.75%, 2020 年上升至 6.72%, 主要系公司销售费用中折旧费大幅增加所致, 2021 年再次下降至 5.94%。分别来看, 2021 年, 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.82%、4.29%、0.83%, 分别同比减少 0.25、0.03 和 0.5 个百分点, 其中财务费用下降幅度较大, 主要系 2021 年公司贷款规模减少, 财务费用下降所致。

图表 12. 2021 年公司三费总费率下降



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 13. 2021 年销售费用、财务费用降幅较大



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

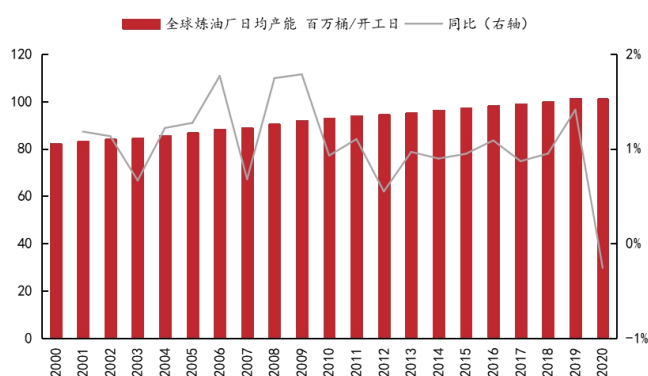
2. 行业：国际油价屡创新高，炼化景气回暖

2.1. 成品油：供需错位价格上涨，行业景气周期上行

2.1.1. 供给：产能加快出清、产业结构优化

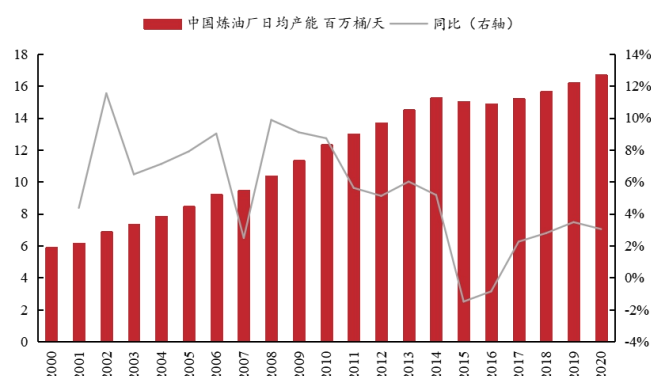
炼能增速放缓，呈现维稳态势。全球炼能方面，2009 年以来，全球炼油厂日均产能增速放缓，2010-2020 年年均复合增长率仅为 1.04%。由于疫情影响，2020 年以来略有下降。其中，2020 年，全球炼能规模为 101.1 百万桶/开工日，同比下降 0.26%。根据 IEA 数据，2021 年全球炼油产能规模为 100.37 万桶/天，同比下降 0.72%。中国炼能方面，2010 年以来，中国炼油厂日均产能增速逐渐放缓。2016-2020 年年均复合增长率为 2.89%。截至 2020 年，中国炼能同比增长为 3.04%，炼能规模为 16.69 百万吨/天。

图表 14. 2020 年全球炼能为 101.1 百万桶/开工日



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 15. 2020 年中国炼能为 16.69 百万桶/天



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

碳达峰背景下，炼能结构持续优化。2021 年 10 月 26 日国务院印发了《2030 年前碳达峰行动方案》，明确推动石化化工行业碳达峰，优化产能规模和布局，加大落后产能淘汰力度，严控新增炼油生产能力，有效化解结构性过剩矛盾。到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，主要产品产能利用率提升至 80% 以上。2022 年以来，河北、甘肃、海南、安徽、重庆相继出台严格能效约束推动重点领域节能降碳相关方案，指出

对于低于行业能效基准水平的存量项目，将推动其进行技改，技改最长时间为3年，对于不能按期完成技改的项目进行淘汰。

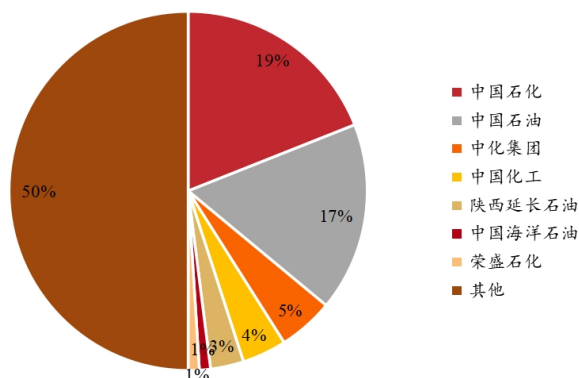
图表 16. 石化相关政策出台推动炼能结构优化

发布时间	政策名称	重点内容
2020 年 7 月	《石化和化工行业“十四五”规划指南》	“十四五”期间，我国石化和化工行业将以供给侧结构性改革为主线，以促进高质量发展为主攻方向，依托巨大的内需市场，逐步解决行业发展不平衡不充分的问题。
2021 年 9 月	《完善能源消耗强度和总量双控制度方案》	对新增能耗 5 万吨标准煤及以上的“两高”（存量高、耗能高）项目，国家发展改革委会同有关部门对照能效水平、环保要求、产业政策、相关规划等要求加强窗口指导；对不符合要求的“两高”项目，各地区要严把节能审查、环评审批等准入关，金融机构不得提供信贷支持。
2021 年 10 月	《石化化工重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案（2021-2025 年）》	推动 200 万吨/年及以下炼油装置淘汰退出，严禁新建 1000 万吨/年以下常减压、150 万吨/年以下催化裂化、100 万吨/年以下连续重整（含芳烃抽提）、150 万吨/年以下加氢裂化，80 万吨/年以下石脑油裂解制乙烯，固定层间歇气化技术制合成氨装置，新建炼油项目实施产能减量置换。
2021 年 10 月	《2030 年前碳达峰行动方案》	推动石化化工行业碳达峰。优化产能规模和布局，加大落后产能淘汰力度，有效化解结构性过剩矛盾。到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，主要产品产能利用率提升至 80% 以上。
2022 年 4 月	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	推动产业结构调整，科学调控石油化工、煤化工等传统化工行业产业规模，有序推进炼化项目“降油增化”，促进煤化工产业高端化、多元化、低碳化发展，同时优化烯烃、芳烃原料结构，加快煤制化学品、煤制油气向高附加值产品延伸。

资料来源：国家发改委，石油和化学工业规划院，中国政府网，东亚前海证券研究所

产能加速出清，炼能向头部集中。石化行业产能集中度较低，随着落后炼能的淘汰，石化炼能逐渐向头部企业集中，2021 年石化行业 CR5 行业集中度为 45%，其中中石化和中石油占据较大的市场份额，分别为 19%、17%。2015 年，国务院发布的《关于进口原油使用管理有关问题的通知》推动了石化行业落后产能的淘汰。以山东为例，作为我国炼化第一大省，2017 年山东省淘汰了 6000 多万吨落后地炼产能。2020-2022 年，山东省计划淘汰 2696 万吨落后炼化产能。其中 2020-2021 年分别淘汰了近 1270 万吨、830 万吨的落后产能，2022 年预计将淘汰 596 万吨。

图表 17. 2021 年石化行业 CR5 行业集中度为 45%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 18. 2020-2022 年山东省预计淘汰落后炼能 2696 万吨

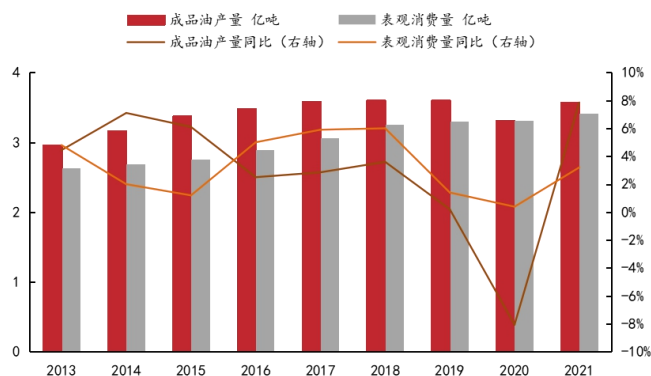
时间	淘汰 万吨	新增 万吨
2020	1270	-
2021	830	-
2022	596	2000
合计	2696	2000

资料来源: 山东工信, 东亚前海证券研究所

2.1.2. 需求: 经济复苏需求回暖, 成品油盈利能力增强

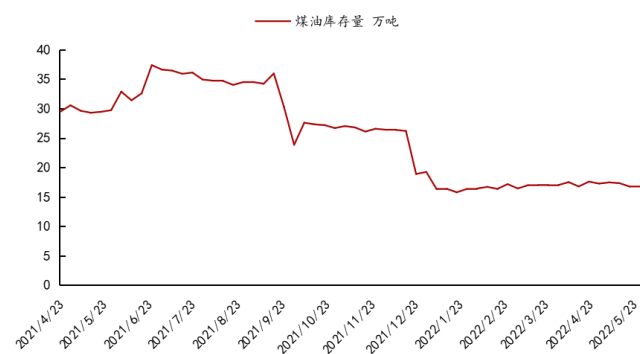
疫情后经济复苏, 有望推动消费端和工业端成品油需求增加。2021 年, 我国成品油产量和消费量分别为 3.57、3.41 亿吨, 分别同比增长 7.85%、3.20%, 与 2019 年水平基本持平。2021 年 9 月份以来, 我国煤油库存持续走低, 目前位于历史低位。截至 2022 年 5 月 27 日, 我国煤油库存为 16.86 万吨, 同比下降 43.27%。预计随着疫情恢复, 经济复苏, 成品油需求量有望继续增长。

图表 19. 2021 年我国成品油消费量显著增长



资料来源: Wind, 国家统计局, 东亚前海证券研究所

图表 20. 煤油库存同比下降 43.27%

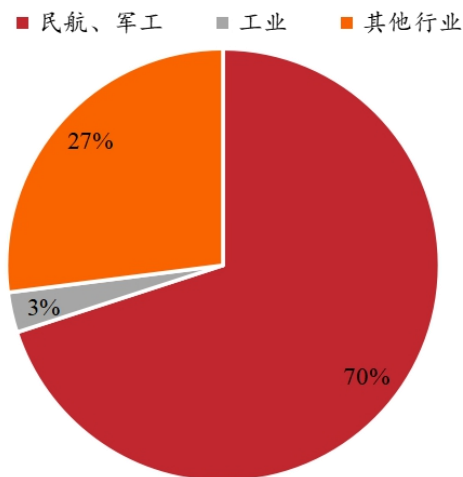


资料来源: 百川盈孚, 东亚前海证券研究所

煤油终端需求以民航和军工为主, 需求修复空间较大。经过多年发展, 我国煤油形成了以民航和军工为主的终端消费结构。2020 年我国民航、军工用煤油需求量占煤油总需求量达 70%。受疫情冲击影响, 2020 年初我国煤油消费量需求大幅下降, 并于 2020 年 4 月下降至历史低位, 仅为 70.48 万吨, 较 2020 年 1 月份下降 72.39%, 之后随着疫情好转经济复苏, 煤油需求回升。2021 年 5 月份以来, 国内疫情反复, 我国煤油消费需求量持续走低, 并于 2021 年 11 月降至历史低位, 消费量仅为 138.15 万吨, 同比下降 58.30%。2022 年以来, 我国煤油消费量有所回升, 但仍位于历史低位。截至 2022 年 3 月, 我国煤油表观消费量为 195.36 万吨, 同比下降 35.96%。

预计随着疫情后经济复苏，伴随航空煤油需求增加，有望带动煤油需求回升。

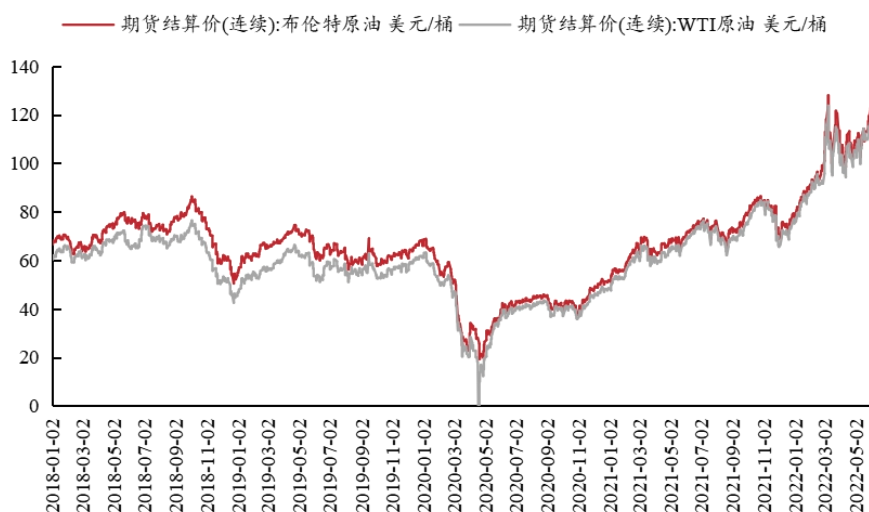
图表 21. 我国煤油消费终端以民航、军工为主



资料来源：隆众资讯，东亚前海证券研究所

国际原油价格位于历史高位。2020 年 5 月份以来，布伦特原油主力连续期货结算价和 WIT 原油主力连续期货结算价持续走高。2022 年 3 月份以来，俄乌冲突加剧，俄罗斯原油出口遭受制裁，导致国际原油供应短缺，进一步推动原油价格上涨，目前正处于历史高位。目前俄乌局势尚不明确，原油价格或将持续位于高位。截至 2022 年 5 月 31 日，布伦特原油主力连续期货结算价为 112.8 美元/桶，较年初上涨 45.1 美元/桶，涨幅为 57.9%；WIT 原油主力连续期货结算价为 114.7 美元/桶，较年初上涨 39.5 美元/桶，涨幅为 52.5%。

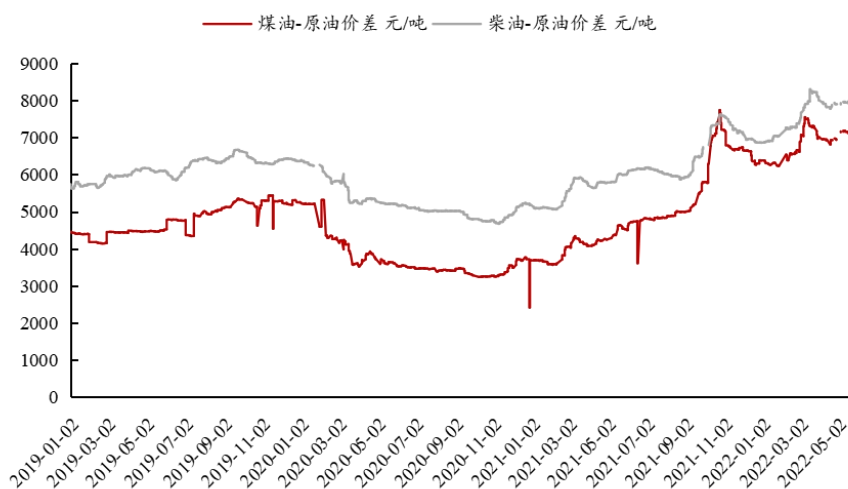
图表 22. 国际原油价格高位震荡



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

煤油-原油、柴油-原油价差持续走高，企业盈利能力增强。2021 年以来，煤油、柴油与原油价差持续上升，并于 2021 年 10 月 26 日上升至最高点，分别达 7737.3、7612.3 元/吨，分别较 2021 年初上涨 109.9%、47.1%。之后价差有所回落，但仍位于历史高位。根据 5 月 31 日美元兑人民币的即期汇率 6.6578 计算，截至 2022 年 5 月 31 日，煤油、柴油与原油价差分别为 7081.5、7988.5 元/吨，两项价差分别较 2022 年初上涨 10.9%、16.4%，仍处于上行通道中。煤油、柴油价差的提升为相关生产企业打开利润上行空间。

图表 23. 2021 年以来煤油、柴油与原油价差持续走高



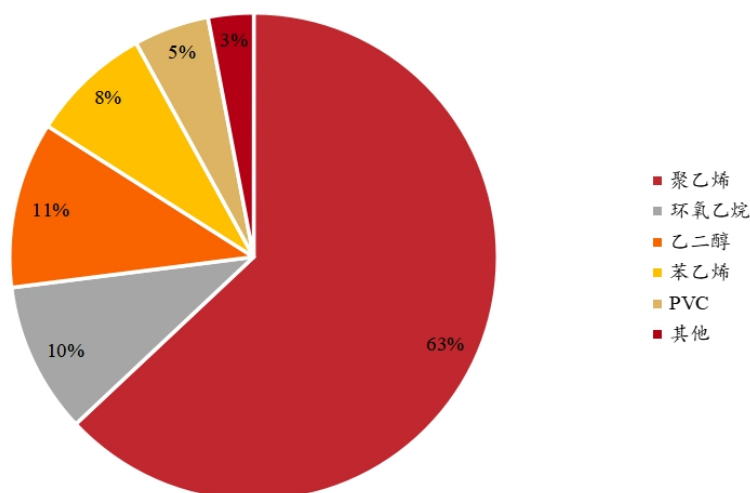
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.2. 烯烃：进口替代加速、需求快速增长

2.2.1. 乙烯：产能增速放缓、需求持续走高

乙烯为石油化工产业核心，应用领域广泛。乙烯下游产品占石化产品的 75%以上，为石油化工产业的核心，是衡量一个国家石油化工发展水平的重要标志之一。乙烯下游主要应用于聚乙烯、环氧乙烷、苯乙烯和乙二醇，占乙烯需求总量的比例分别为 63%、11%、10%和 8%。乙烯终端需求应用领域广泛，涵盖工业领域、生态领域和农业领域。

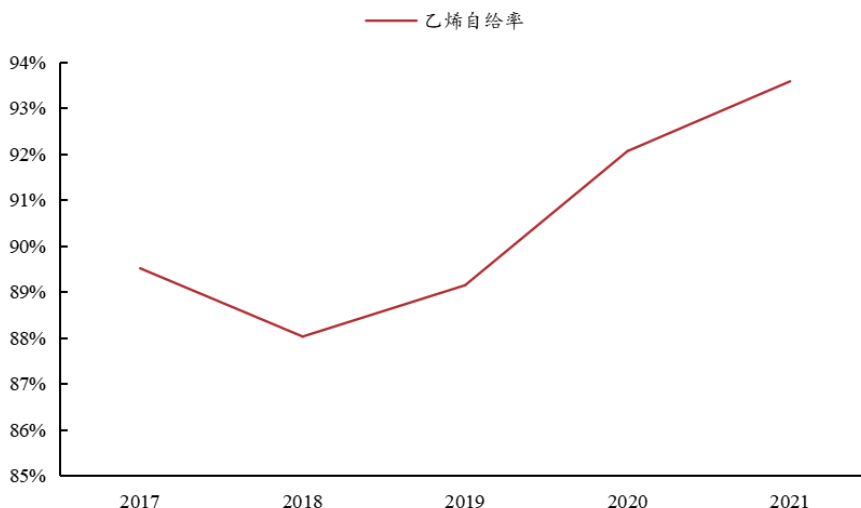
图表 24. 2020 年乙烯下游主要应用于聚乙烯



资料来源：《全球乙烯供需分析及预测》王林祥，东亚前海证券研究所

2018-2021 年乙烯自给率逐年上升。2018-2021 年，我国乙烯自给率从 2018 年的 88.03% 上升至 2021 年的 93.58%，增长 4.07 个百分点。近年来，国内多套烯烃装置投产，我国乙烯产能、产量随之增长，推动我国乙烯自给率逐渐提升。

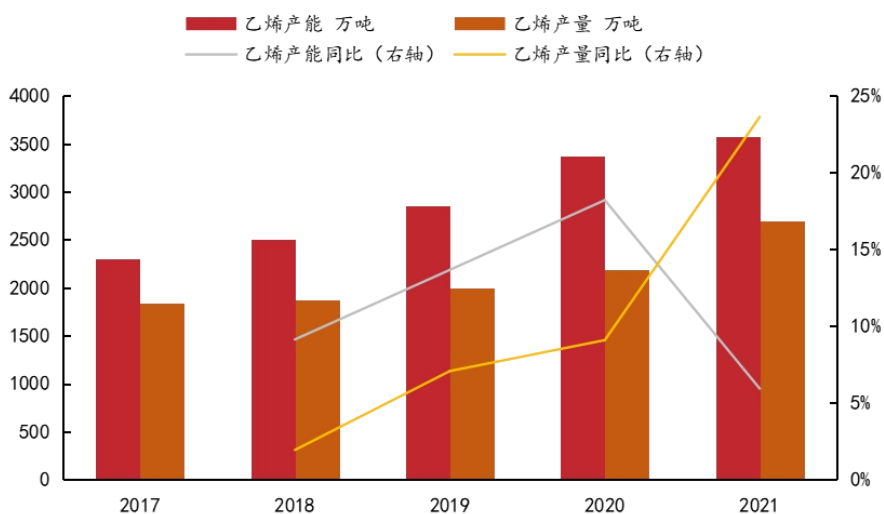
图表 25. 2021 年我国乙烯自给率 93.58%



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

国内乙烯产能增速下降，产量增速提高。产能方面，2017-2021 年，我国乙烯产能从 2300.5 万吨上升至 2021 年 3573 万吨，年均复合增长率为 11.64%；2021 年我国乙烯产能增速有所放缓，同比增长从 2020 年的 18.21% 下降至 2021 年的 5.93%。**产量方面**，2017-2021 年，我国乙烯产量从 2017 年的 1835.31 万吨上升至 2021 年的 2701.19 万吨，年均复合增长率为 10.14%。

图表 26. 乙烯产能、产量持续上升



资料来源: 百川盈孚, 东亚前海证券研究所

2022 年新增产能已达产过半。2022 年预计新增产能 222 万吨, 占 2021 年总产能的比例为 6.21%, 其中新增最大产能为中国石油化工股份有限公司镇海炼化分公司的 120 万吨/年乙烯产能。

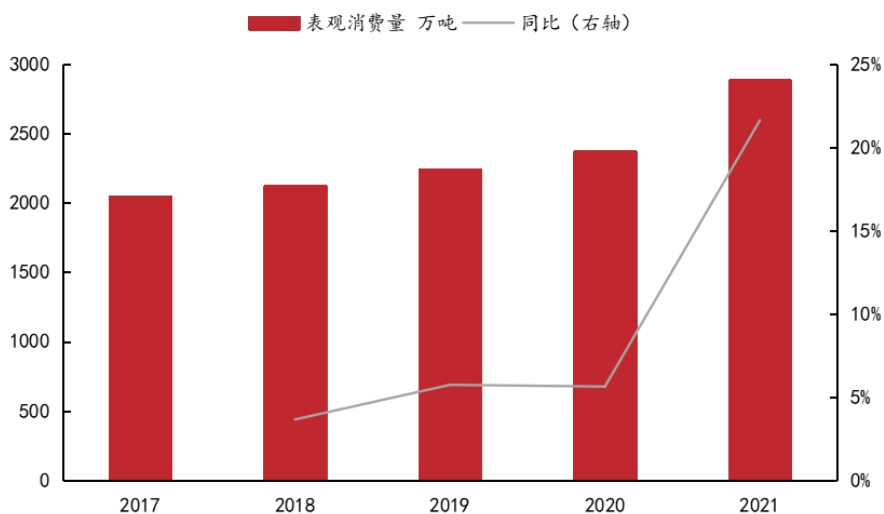
图表 27. 2022 年企业预计新增产能

投产时间	省份	企业名称	预计新增产能 万吨	已增产能 万吨
2022 年 1 月	浙江	中国石油化工股份有限公司镇海炼化分公司	120	120
2022 年 3 月	广东	中国石化天然气股份有限公司广东石化分公司	12	-
2022 年 4 月	青海	青海大美煤业股份有限公司	30	-
2022 年 6 月	宁夏	宁夏宝丰能源集团股份有限公司	30	-
2022 年 7 月	天津	天津渤化永利化工股份有限公司	30	-
合计			222	120

资料来源: 百川盈孚, 东亚前海证券研究所

乙烯需求持续走高, 同比增长呈上升趋势。2017-2021 年, 我国乙烯表观消费量从 2017 年的 2050.36 万吨上升至 2021 年的 2886.51 万吨, 年均复合增长率达 8.93%。其中, 2018-2020 年乙烯表观消费量同比增长较缓, 分别为 3.65%、5.73%、5.63%; 2021 年乙烯表观消费量同比增长为 21.62%, 较之前有大幅提升。

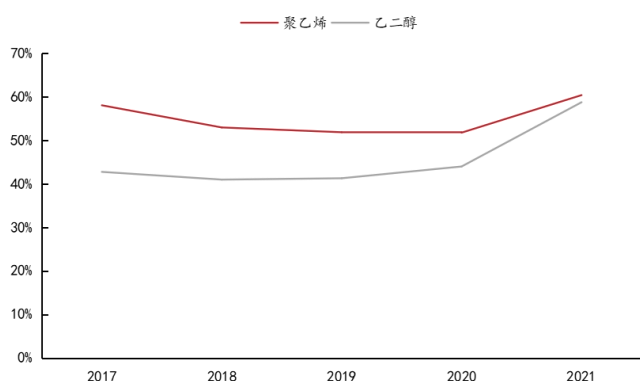
图表 28. 2021 年乙烯表观消费量达 2886.51 万吨



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

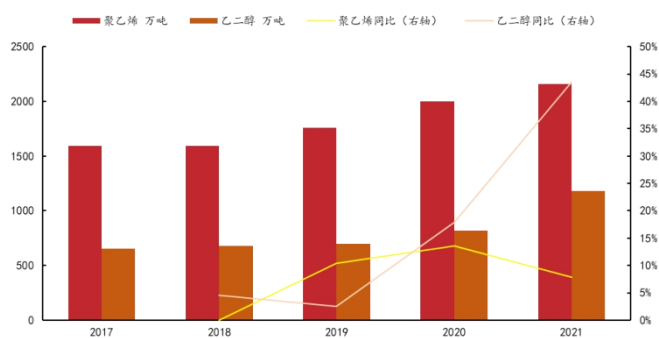
下游产品自给率提升，产量增速较快。聚乙烯和乙二醇是乙烯的主要需求端，合计占乙烯总需求的 74%。2017-2021 年，我国聚乙烯自给率从 2017 年的 57.99% 上升至 2021 年的 60.3%；乙二醇自给率从 2017 年的 42.70% 上升至 2021 年的 58.69%。2021 年我国聚乙烯和乙二醇的产量分别为 2157.24、1179.69 万吨，分别同比增长 7.83%、43.52%。聚乙烯和乙二醇产量的快速增长带动了乙烯需求的增加。随着下游产品国产替代水平的提高，乙烯需求或将加速增加。综合来看，目前我国乙烯需求增速高于其产能增速，供应端偏紧，预计随着未来乙烯产能增速放缓，乙烯供给偏紧状态或将持续。

图表 29. 聚乙烯、乙二醇自给率逐年增加



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

图表 30. 聚乙烯、乙二醇产量增速较快



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

乙烯价格现处历史高位。2020 年 5 月份乙烯价格快速上涨，于 2021 年 3 月 17 日上涨至 1130 美元/吨，后有所回落。2022 年 4 月以来，乙烯价格有所回落，但仍处于历史高位。截至 2022 年 5 月 31 日，乙烯价格为 1050 美元/吨，较年初涨 30 美元/吨，涨幅为 2.9%。

图表 31. 截至 2022 年 5 月 31 日乙烯价格较年初上涨 2.9%

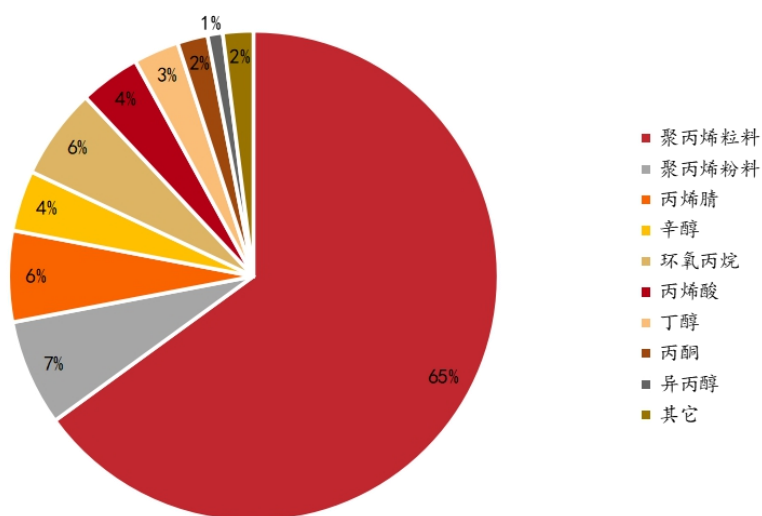


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.2.2. 丙烯：自给率提升，需求稳步提升

同乙烯相似，丙烯也是一种重要的石化基础原料，主要用于生产聚丙烯。丙烯也是衡量一个国家经济发展水平的重要标志，下游主要应用于聚丙烯粒料、聚丙烯粉料，两者合计占丙烯总需求量的 72%。

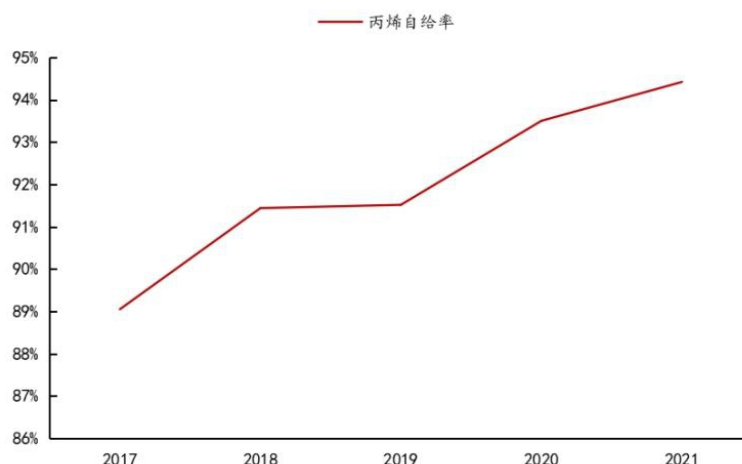
图表 32. 丙烯下游主要应用于聚丙烯



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

丙烯自给率逐年上升。2017-2021 年，我国丙烯自给率从 2017 年 89.05% 上升至 2021 年的 94.42%，持续走高，增长 5.37 个百分点。随着我国炼化一体化装置 PDH 装置投产，我国丙烯产能、产量逐年提升，推动丙烯自给率持续上升。

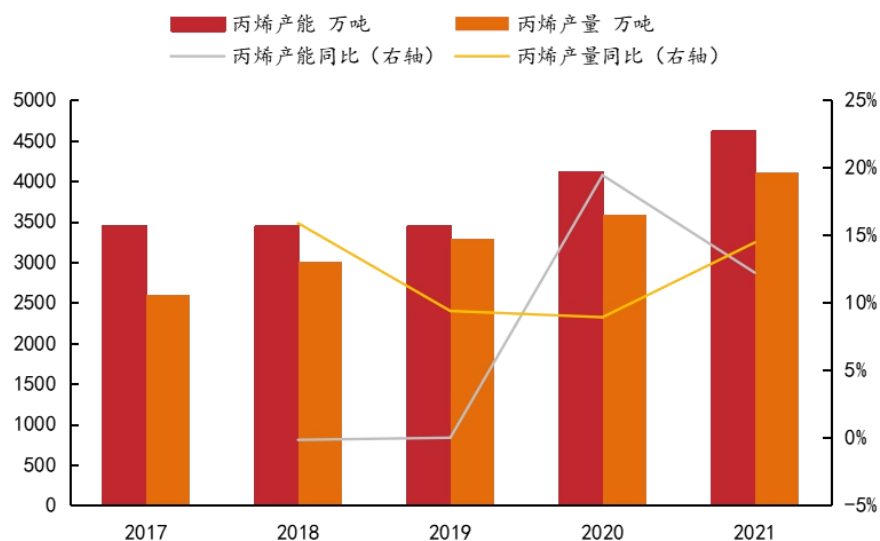
图表 33. 2021 年我国丙烯自给率为 94.42%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

近年来，国内丙烯产能、产量释放速度加快。2017-2021 年，我国丙烯产能从 2017 年的 3452 万吨上升至 2021 年的 4619 万吨，年均复合增长率为 7.56%；我国丙烯产量从 2017 年的 2601.82 万吨上升至 2021 年的 4111.66 万吨，年均复合增长率为 12.12%。2020-2021 年我国丙烯产能、产量加速释放，其中 2021 年我国丙烯产能、产量同比增长分别达 12.22%、14.46%，增长率均超过 2019 年的水平。

图表 34. 丙烯产能、产量快速释放



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2022 年丙烯产能有望保持高增速。2022 年国内企业计划新增产能 503 万吨，占 2021 年总产能的 10.89%，有望超过 2019 年的增长率水平。目前已实现新增产能 158 万吨，另有 345 万吨计划在 2022 年陆续投产。

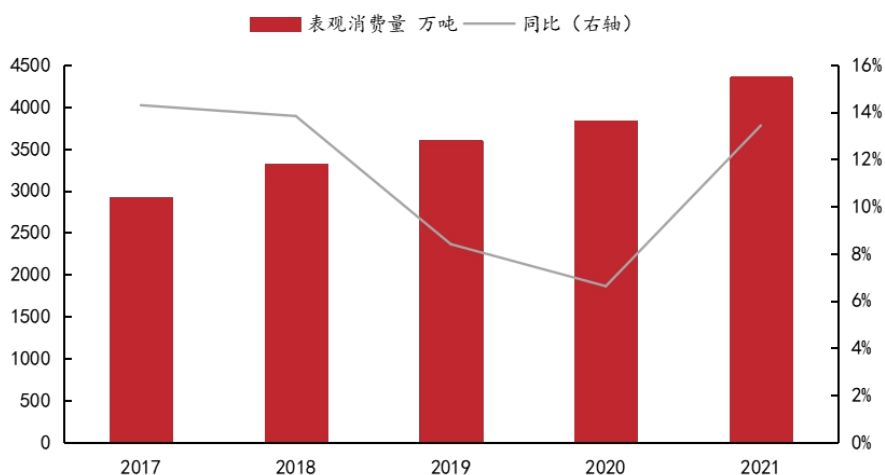
图表 35. 2022 年企业预计新增产能

投产时间	省份	企业名称	预计新增产能 万吨	已增产能 万吨
2022 年 3 月	山东	淄博齐翔腾达化工股份有限公司	70	70
2022 年 4 月	江苏	盛虹炼化(连云港)有限公司	55	-
2022 年 4 月	山东	无棣鑫岳燃化有限公司	18	18
2022 年 5 月	山东	江苏斯尔邦石化有限公司	70	70
2022 年 5 月	天津	天津渤化永利化工股份有限公司	30	-
2022 年 6 月	山东	山东万达化工有限公司	45	-
2022 年 6 月	内蒙	神华包头煤化工有限责任公司	30	-
2022 年 7 月	青海	青海大美煤业股份有限公司	30	-
2022 年 8 月	山东	淄博鑫泰石化有限公司	70	-
2022 年 11 月	山东	山东东方宏业化工有限公司	10	-
2022 年 12 月	广西	广西华谊新材料有限公司	75	-
合计			503	158

资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

丙烯需求量逐年提升。2017-2021 年，我国丙烯表观消费量从 2017 年的 2915.85 万吨上升至 2021 年的 4351.52 万吨，年均复合增长率达 8.34%。2021 年，丙烯需求大幅提升，同比增长达 13.43%，接近疫情前水平，高于 2021 年丙烯产能增长率。

图表 36. 2021 年丙烯表观消费量为 2915.85 万吨

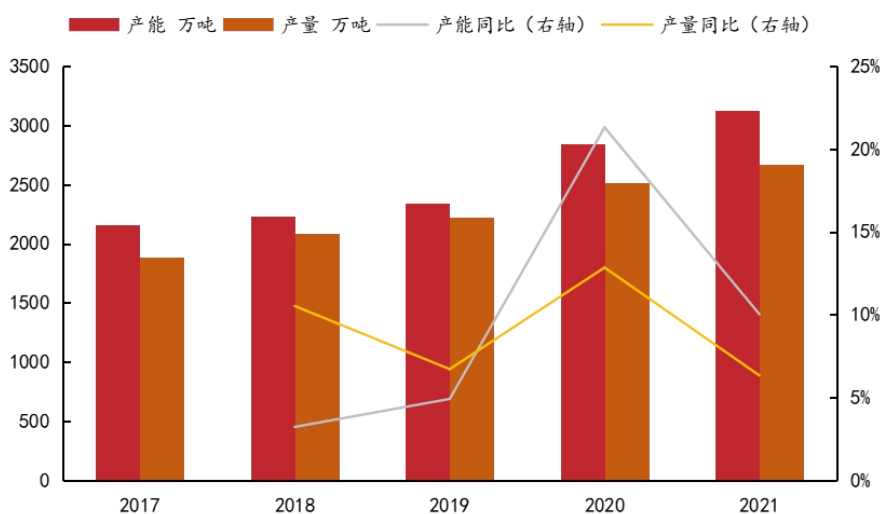


资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

近年来，聚丙烯拉料产能、产量持续上涨。产能方面，2017-2021 年，我国聚丙烯拉料产能由 2017 年的 2163 万吨上升至 2021 年的 3127 万吨，年均复合增长率达 9.65%。产量方面，2017-2021 年，我国聚丙烯拉料产量从 2017 年的 1889.10 万吨上升至 2021 年的 2673.82 万吨，年均复合增长率达 9.07%。综合来看，近年来，丙烯供给持续增加，其下游产能扩张也同样

较多，推动丙烯需求量增加。目前，我国丙烯产能增速低于其需求增速，预计随着未来丙烯产能的释放，丙烯供给偏紧将得到缓解。

图表 37. 聚丙烯拉料产能、产量逐年增加



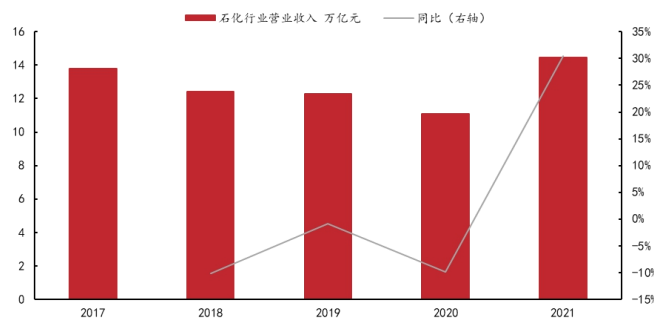
资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

3. 优势：一体化优势显著，盈利能力稳步提高

3.1. 行业景气回升，主营产品业绩高增长

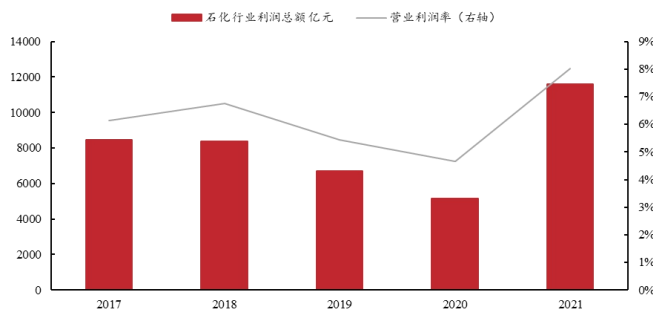
公司炼化业务行业景气回升。2021 年伴随全球经济复苏及通货膨胀高企，国际原油价格触底反弹屡创新高，推动国内石化产品价格大幅上涨。叠加炼能落后产能加速淘汰，下游需求回暖，石化行业景气上行。2021 年石化行业营业收入同比增长 30.42%，营业利润率为 8.03%，创 2010 年以来新高，其中原油加工行业营业收入为 4.4 万亿元，同比增长 30.1%，利润总额为 0.19 万亿元，同比增长 318.2%；化工行业营业收入为 8.7 万亿元，同比增长 31.1%，利润为 0.79 万亿元，同比增长 85.4%。

图表 38. 2021 年石化行业营业收入同比增长 30.42%



资料来源：中国石油和化学工业联合会，东亚前海证券研究所

图表 39. 2021 年石化行业营业利润率达 8.03%



资料来源：中国石油和化学工业联合会，东亚前海证券研究所

受行业景气推动，公司主营产品业绩显著提升。2021 年公司实现营业

收入 385.52 亿元，同比增长 26.66%。石化产品方面，公司原油加工及石油制品、芳烃类产品营业收入分别为 268.02、17.18 亿元，分别同比增长 31.16%、19.14%。化肥产品方面，公司尿素实现营业收入 26.43 亿元，同比增长 58.26%。精细化工产品方面，公司 ABS 工程塑料制品、丁二烯营业收入为 16.25、6.73 亿元，分别同比增长 35.42%、7.34%。

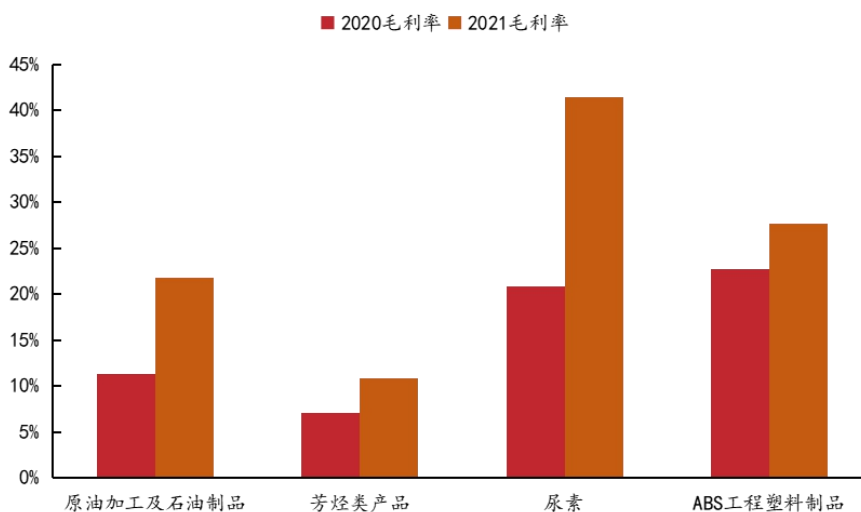
图表 40. 2021 年公司主营产品营收大幅提升

	原油加工及石油制品	芳烃类产品	尿素	ABS 工程塑料制品	丁二烯
2020(亿元)	204.35	14.42	16.7	12	6.27
2021(亿元)	268.02	17.18	26.43	16.25	6.73
同比 (%)	31.16	19.14	58.26	35.42	7.34

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2021 年公司石化和化肥产品盈利能力显著提升。石化产品方面，2021 年公司原油加工及石油制品、芳烃类产品毛利率分别为 21.86%、10.90%，分别较 2020 年提高 10.48pct、3.79pct。化肥产品方面，2021 年公司尿素毛利为 41.51%，较 2020 年提高 20.66pct。精细化工产品方面，2021 年 ABS 工程塑料制品毛利率为 27.70%，较 2020 年提高 4.96pct。

图表 41. 2021 年公司主营产品盈利能力大幅提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

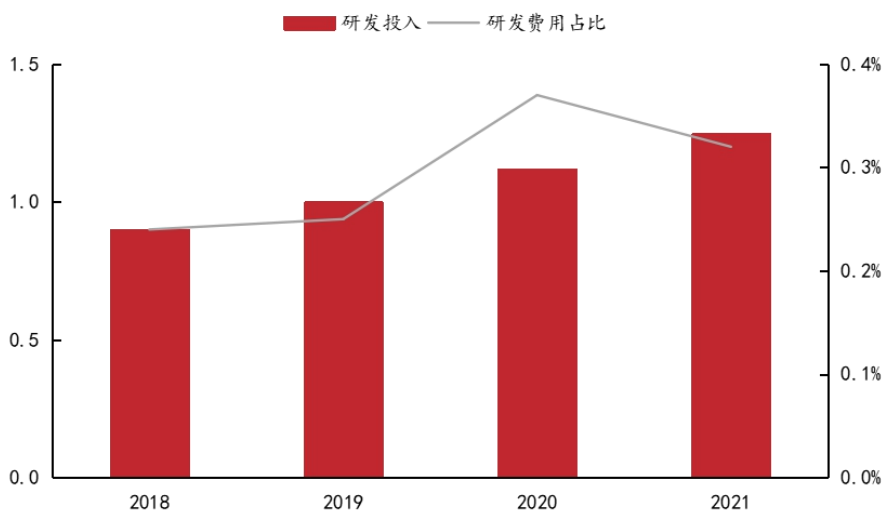
3.2. 一体化产业链，产品结构持续优化

拥有炼化一体化产业链体系，上下游协同发展。公司形成了炼油、聚烯烃、ABS、偏三甲苯等特点鲜明的炼化一体化产业链，是国内重要的成品油、中间石化产品、合成树脂和尿素生产企业。拥有辽宁省盘锦市、葫芦岛市、新疆库车三个生产基地，其润滑油基础油生产基地为北方最大。公司原油采购模式为集团级集中采购，拥有稳定的原油资源。同时公司不断延伸产业链，研发高端产品，建设特色润滑油-高等级道路沥青-化工新材

料的环烷基资源综合深加工基地，实现上下游协同发展。

公司加大研发投入，持续聚焦技改和产品结构升级。公司持续聚焦技改和产品结构升级。2018-2021 年，公司研发投入从 2018 年的 0.9 亿元上升至 2021 年的 1.25 亿元，年复合增长率达 11.57%。研发费用占比也呈现上升的态势。2021 年，公司完成了营口场站 2 台原油储罐等技改项目。

图表 42. 2018-2021 年研发投入逐年增加



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司产品结构持续优化。目前公司聚焦聚烯烃产品与 ABS 产品的研发和质量升级，主要研发项目包括聚乙烯 WP4570-H 新产品、聚乙烯光伏桶专用料、高抗冲透明聚丙烯专用料、ABS8391 产品质量提升、PC/ABS 合金专用 ABS 树脂研究与制备。公司累积试产推广 8 个聚烯烃新牌号，新产品贡献度持续提升。

图表 43. 公司聚烯烃产品、ABS 产品的研发和质量升级

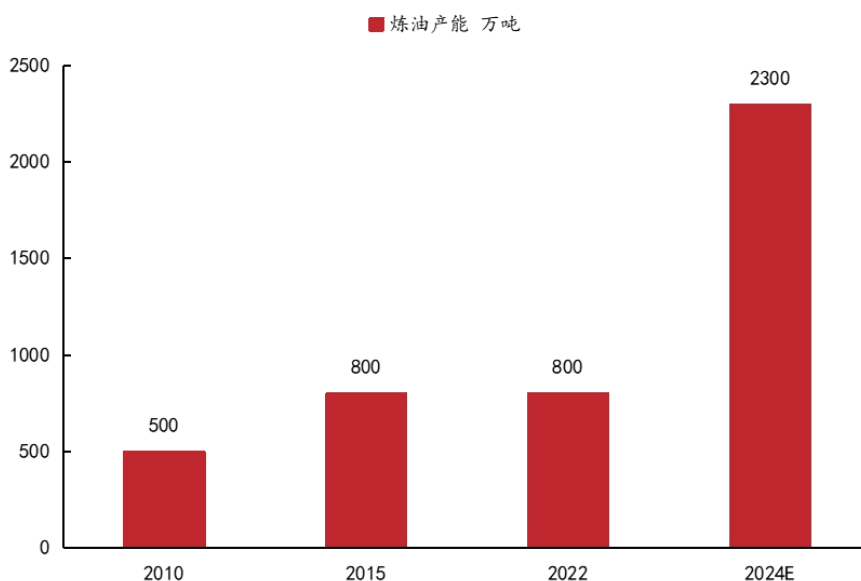
项目名称	项目进展	拟达目标
聚乙烯 WP4570-H 新产品	各项指标已完全符合目前的企业标准要求，且产品经过推广也获得下游厂家初步认可。	力争生产 12000 吨
聚乙烯光伏桶专用料	试生产的 600kg 光伏桶试验料已由阳光电源工厂试用完毕，试用结果完全符合下游客户需求。	研发高密度聚乙烯树脂新产品技术配方并实现工业化生产，产品成功应用于聚乙烯光伏桶制造。
高抗冲透明聚丙烯专用料	通过三次试生产，目前 RC-20M 关键性参数已经解决，其透明性和冲击性能可以满足。	固化配方
ABS8391 产品质量提升	对华锦 ABS8391 产品与盛禧奥 A156 产品进行性能对标测试，为下一步产品质量提升提供指导。	形成 ABS8391 优化配方
PC/ABS 合金专用 ABS 树脂研究与制备	已完成 ABS3274 的试产工作，在打通工艺流程的基础上，通过优化技术配方来提升产品性能，现已将样品邮寄给终端客户进行测试评价。	在装置大修期间完成工艺流程优化后，实现该牌号产品的试生产。

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.3. 集团携手沙特阿美，产业协同有望发挥

集团新增炼化项目确定，千万吨产能有望放量。2019 年 12 月，华锦集团、沙特阿美及盘锦鑫诚集团合资设立了华锦阿美石油化工有限公司，三方分别持股 36%、35%、29%。2022 年 3 月 10 日，沙特阿美宣布华锦阿美将在中国东北地区开发大型炼油化工一体化联合装置，包括原油加工能力 1500 万吨/年（约 30 万桶/日）炼油厂及乙烯蒸汽裂解装置，预计 2024 年投入运营，同时沙特阿美将为联合装置供应最多 21 万桶/日的原油。

图表 44. 2024 年华锦集团炼油产能有望达 2300 万吨/年



资料来源：中国兵器工业集团有限公司官网，东亚前海证券研究所

未来公司与华锦阿美项目的产业协同作用有望发挥。华锦阿美项目的设立，有助于华锦集团实现一体化、集群化、规模化的国际一流炼化产业基地。项目投产后，集团将拥有包括华锦股份、华锦阿美产能在内的 2300 万吨/年炼油产能。作为华锦集团的子公司，华锦股份与华锦阿美同属华锦集团炼化业务版图的一部分。未来公司有望参与华锦阿美项目，或与其充分发挥产业协同作用。

4. 盈利预测

2021 年，货币超发导致通货膨胀高企，全球能源和大宗商品价格大幅攀升，国内石油和化工产品价格上涨明显，公司业绩大幅提升。我们假设：

（1）价格方面：炼能行业景气有望上行，我们预计公司石化产品价格将保持高位；（2）产量方面：2021 年公司石化及配套公用工程生产装置迎来三年一次的检修，导致 2021 年公司石化产品产量大幅下降，2022 年有望恢复至 2019-2020 年的均值水平。

石化行业景气周期上行，公司业绩有望持续增长。我们预计 2022/2023/2024 年公司的营业收入分别为 457.53/488.04/502.95 亿元，归母净利润分别为 9.15/10.57/11.43 亿元，对应 EPS 分别为 0.57/0.66/0.71 元，基于 2022 年 6 月 1 日收盘价 6.53 元，对应的 PE 分别为 11.41/9.88/9.14 倍。基于行业景气度和公司未来发展，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

原油价格异常波动、环保政策升级、国内疫情反复等。

1、原油价格异常波动：受货币超发，叠加俄乌冲突影响，国际原油价格持续走高。目前俄乌形势尚不明确，导致原油供给存在较大的不确定性。叠加新能源的发展，未来下游需求也存在较大的不确定性，原油价格存在波动风险。

2、环保政策升级：碳达峰背景下，石化行业环保政策趋严。为推动石化行业碳达峰，未来或将出台行业产能控制政策，严控新增炼油生产能力，同时加快推进技术改造等相关政策，环保政策升级将对石化行业发展产生较大的影响。

3、国内疫情反复：受到疫情反复影响，生产正常运行存在一定风险；同时，运输受阻和成本提高也存在一定风险。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	38552	45753	48804	50295
%同比增速	27%	19%	7%	3%
营业成本	30492	36813	39205	40412
毛利	8060	8940	9599	9884
%营业收入	21%	20%	20%	20%
税金及附加	4170	4949	5279	5440
%营业收入	11%	11%	11%	11%
销售费用	317	404	452	441
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	1655	1964	2095	2159
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	111	139	156	152
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	321	290	252	213
%营业收入	1%	1%	1%	0%
资产减值损失	-391	-88	-98	-98
信用减值损失	-3	0	0	0
其他收益	20	26	35	30
投资收益	12	13	13	14
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1125	1144	1316	1424
%营业收入	3%	3%	3%	3%
营业外收支	-16	0	0	0
利润总额	1109	1144	1316	1424
%营业收入	3%	3%	3%	3%
所得税费用	172	178	200	219
净利润	937	966	1116	1204
%营业收入	2%	2%	2%	2%
归属于母公司的净利润	894	915	1057	1143
少数股东损益	43	51	59	61
EPS (元/股)	0.56	0.57	0.66	0.71

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.56	0.57	0.66	0.71
BVPS	8.93	9.50	10.16	10.88
PE	13.00	11.41	9.88	9.14
PEG	0.07	4.77	0.64	1.13
PB	0.82	0.69	0.64	0.60
EV/EBITDA	4.52	3.23	2.34	1.47
ROE	6%	6%	7%	7%
ROIC	5%	5%	5%	5%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9569	11659	14154	16884
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	253	381	353	371
存货	4464	4460	4887	5283
预付账款	3040	3670	3909	4029
其他流动资产	229	265	252	250
流动资产合计	17555	20434	23555	26818
长期股权投资	99	99	99	99
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	12100	10684	9211	7711
无形资产	1213	1147	1095	1045
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	286	286	286	286
其他非流动资产	863	695	577	478
资产总计	32116	33347	34823	36438
短期借款	1401	1200	1200	1200
应付票据及应付账款	2038	1638	1874	2144
预收账款	0	194	69	95
应付职工薪酬	115	140	149	154
应交税费	1613	1912	2040	2103
其他流动负债	1646	1994	2106	2154
流动负债合计	6814	7078	7438	7849
长期借款	9951	9951	9951	9951
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	14	14	14	14
其他非流动负债	453	453	453	453
负债合计	17232	17496	17856	18267
归属于母公司的所有者权益	14280	15196	16253	17396
少数股东权益	604	655	714	775
股东权益	14884	15851	16967	18171
负债及股东权益	32116	33347	34823	36438

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	2805	2813	3015	3246
投资	0	0	0	0
资本性支出	-363	-85	-88	-84
其他	10	13	13	14
投资活动现金流净额	-353	-73	-74	-70
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	5670	-201	0	0
筹资成本	-552	-449	-446	-446
其他	-5768	0	0	0
筹资活动现金流净额	-651	-651	-446	-446
现金净流量	1802	2090	2496	2730

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海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。东亚前海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，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>