

强于大市

基础化工行业 2022 年半年报综述

营收利润增长，盈利水平处近年高位

2022 年上半年化工上游原材料价格高企，下游地产、消费需求企稳，化纤、氯碱等中游子行业盈利能力承压，子行业业绩表现出现分化。农化、电子化学品、半导体材料等在粮食安全、国产替代的大背景下需求仍向好，部分大宗化工品业绩仍在筑底过程中。随着“金九银十”来临，海外天然气价格维持高位，内外需有望向好，当前基础化工板块静态估值处历史低位，维持行业强于大市评级。

支撑评级的要点

- **营收利润增长，盈利处近年高位：**2022 年上半年原油价格显著上行，部分基础化工产品价格随之上涨。基础化工全行业营业收入合计 10425.60 亿元，同比上升 25.14%；归母净利润合计 1285.89 亿元，同比增长 22.70%。全年行业销售毛利率和销售净利率分别下降 1.11pcts 和 0.34pcts，为 23.47% 和 13.20%。ROE（摊薄）为 9.46%，同比提升 0.34pcts。环比来看，2022 年二季度营业收入环比一季度增长 13.52%，归母净利润环比增长 18.45%，销售毛利率环比下降 0.49pcts，销售净利率与 ROE（摊薄）分别上升 0.81pcts 与 0.71pcts。
- **子行业分化，偏上游的子行业营收、利润增幅居前：**2022 年上半年 35 个子行业营收同比均实现正增长。上半年地缘政治局势影响化肥供应，化肥产品价格走高，钾肥、复合肥、磷肥、氮肥营收同比涨幅分别为 178.43%、45.10%、39.46%、16.69%。二季度 30 个子行业环比实现正增长，民爆制品、非金属材料营收环比增幅超过 40%。2022 年 H1 相比疫情前 2019 年 H1 有明显增长。除了纺织化学品行业营收同比下降 5.93% 以外，其余子行业均实现正增长。上半年利润主要向偏上游的子行业集中，20 个子行业 2022 年上半年归母净利润同比增长，其中 5 个子行业归母净利润同比涨幅超 100%，钾肥归母净利润同比涨幅达 301.79%。
- **行业持续扩产：**2022 年上半年基础化工行业在建工程为 2495.42 亿元，同比增长 46.15%。8 个子行业的在建工程同比下降，其余子行业均呈上升趋势，同比增长超过 100% 的子行业为改性塑料、有机硅、橡胶助剂和炭黑。2022 年上半年基础化工行业固定资产金额为 8137.19 亿元，同比增长 10.37%。固定资产同比涨幅居前的子行业有涂料油墨和非金属材料，同比涨幅分别为 53.18%、41.99%。

重点推荐

2022 年上半年，行业原料高位震荡，下游需求有待复苏，行业集中度提升，子行业景气度有所分化。截至 2022 年 9 月 14 日，SW 基础化工（2021 年版）市盈率（TTM 剔除负值）为 14.54 倍，处在历史（2002 年至今）的 4.09% 分位数，市净率（MRQ 剔除负值）为 2.54 倍，处在历史水平的 52.92% 分位数。海外天然气价格高企背景下出口有望持续向好，“金九银十”来临，内需预计环比提升，维持行业强于大市评级。子行业挑选上侧重一体化龙头公司及高景气度行业。建议关注以下投资线索：

- 1、原料大幅波动，看好一体化行业龙头公司。四季度建议关注海外（尤其是欧洲）能源危机下国内化工品的出口情况。中长期在碳中和背景下的产业升级与集中度提升的大背景下，龙头公司抗风险能力较强，优势明显。推荐万华化学、华鲁恒升、新和成。
- 2、国产替代背景下，新材料有望延续高景气。随着下游新增产能在 2022 年及之后逐渐投放，预计半导体、新能源材料等企业产销将持续保持旺盛。推荐：万润股份、晶瑞电材、雅克科技、江丰电子、蓝晓科技、国瓷材料、光威复材、安集科技、沪硅产业、皇马科技等。
- 3、全球农化行业或将持续景气，推荐华鲁恒升、利尔化学、联化科技等。另外，“稳增长”下基建有望持续发力，部分建筑结构材料企业将受益。推荐：苏博特等。

评级面临的主要风险

- 油价异常波动的风险；疫情持续时间及影响超预期。

相关研究报告

《化工行业周报 20220515：国际原油高位震荡，聚酯产品价格小幅上行》20220515

《化工行业周报 20220508：原油突破上行，草铵膦、氯化钾价格上涨》20220509

《化工行业周报 20220505：原油高位运行，草铵膦、纯碱价格上涨》20220505

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工

证券分析师：余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

联系人：李熹凌

xiling.li@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121080050

目录

基础化工行业 2022 年中报总结	4
行业营收及归母净利润同环比增长明显	4
盈利能力向好	9
全行业在建工程显著增长	12
投资建议与风险提示	15
投资建议	15
风险提示	16
附表	17

图表目录

图表 1. 基础化工板块经营数据分析	4
图表 2. 基础化工板块经营数据 2022 年二季度单季度环比情况	4
图表 3. 主要化工品 2022 年二季度价格涨跌幅	4
图表 4. 基础化工各子行业营业收入 2022 年 H1 同比与 2022 年 Q2 环比	5
图表 5. 基础化工子行业 2022 年 H1 营业收入与 2021 年 H1 增长比较	6
图表 6. 基础化工子行业 2022 年 Q2 营业收入与 2022 年 Q1 环比增长比较	6
图表 7. 基础化工子行业 2020 年 H1 至 2022 年 H1 营收年化增速	7
图表 8. 基础化工各子行业 2022 年上半年归母净利润同比与环比	7
图表 9. 基础化工子行业 2022 年上半年归母净利润同比增长比较	8
图表 10. 基础化工子行业 2022 年 Q2 归母净利润与 2022 年 Q1 环比增长比较	8
图表 11. 基础化工子行业 2020 年 H1 至 2022 年 H1 归母净利润年化增速	9
图表 12. 2016 年 H1-2022 年 H1 基础化工行业销售毛利率、销售净利率走势	9
图表 13. 2016 年 H1-2022 年 H1 基础化工行业 ROE (摊薄) 走势	9
图表 14. 2020 年 H1-2022 年 H1 基础化工行业销售毛利率、销售净利率、ROE (摊薄) 走势	10
图表 15. 2022 年上半年基础化工子行业各指标及同比增长	11
图表 16. 2022 年上半年相较于 2021 年上半年同比上升的子行业	11
图表 17. 历年基础化工行业在建工程	12
图表 18. 2022 年 H1 基础化工不同子行业在建工程占比	12
图表 19. 2022 年 H1 基础化工行业在建工程前五企业	12
图表 20. 基础化工子行业 2022 年 H1 在建工程与 2021 年 H1 增长比较	13
图表 21. 基础化工子行业 2020 年 H1 至 2022 年 H1 在建工程年化增速比较	13
图表 22. 历年基础化工行业固定资产	14
图表 23. 报告中提及上市公司估值表	16
附录图表 24. 基础化工行业上市公司列表	17

基础化工行业 2022 年中报总结

行业营收及归母净利润同环比增长明显

根据申万 2021 年版基础化工分类，剔除掉 B 股、部分主业脱离化工业务及近三年上市财务数据披露不完整的上市公司，整合电子化学品与半导体材料子行业，本报告共汇总并分析基础化工板块 309 家上市公司（见附表）。2022 年 H1 原油价格持续高位震荡，主要化工品价格维持高位，部分子行业开工率环比提升，全行业营收同环比仍呈上升趋势。2022 年 H1 基础化工板块营业收入合计 10425.60 亿元，同比增长 25.14%。2022 年 Q2 板块营收合计 5542.86 亿元，环比增长 13.52%。

2022 年上半年受俄乌战争、伊核协议谈判、欧洲能源危机等原因影响，原油价格大幅上行，化工原材料价格高企，偏上游的化工品价格普遍上涨。2022 年 H1 基础化工板块上市公司实现归母净利润 1285.89 亿元，同比增长 22.70%。2022 年 Q2 板块实现归母净利润 697.24 亿元，环比增长 18.45%。

图表1. 基础化工板块经营数据分析

	2022 年 H1	2021 年 H1	2020 年 H1	2019 年 H1
营收 (亿元)	10425.60	8331.21	6113.56	6300.52
增速 (%)	25.14	36.27	(2.97)	
归母净利润(亿元)	1285.89	1048.00	388.24	492.52
增速 (%)	22.70	169.94	(21.17)	

资料来源：万得，中银证券

图表 2. 基础化工板块经营数据 2022 年二季度单季度环比情况

	2022 年 Q2	2022 年 Q1
营业收入 (亿元)	5542.86	4882.74
2022Q2 环比 2022Q1 (%)	13.52	
归母净利润 (亿元)	697.24	588.65
2022Q2 环比 2022Q1 (%)	18.45	

资料来源：万得，中银证券

从产品价格角度，根据百川盈孚数据，剔除历史价格数据不完整的化工品种，2022 年二季度跟踪的 92 个化工品种中 43 种季度均价较上季增长，48 种季度均价较上季下降，硝酸铵（陕西新化）季度均价与上季持平。NYMEX 天然气、硫酸（浙江巨化 98%）、丁二烯（东南亚 CFR）、硝酸（华东地区）、磷矿石（摩洛哥）二季度均价涨幅居前；二氯甲烷（华东）、DMF（华东）、EDC（长三角）、PA66（华东）、甲基环硅氧烷二季度均价跌幅居前。

图表 3. 主要化工品 2022 年二季度价格涨跌幅

产品	二季度均价涨跌幅(%)	8 月均价涨跌幅 (%)	周度均价涨跌幅 (%)	二季度价差变化 (%)
NYMEX 天然气	64.69	1.37	(48.23)	
硫酸(浙江巨化 98%)	56.99	(54.58)	0.00	
丁二烯 (东南亚 CFR)	42.24	(26.07)	0.00	
硝酸(华东地区)	40.93	(23.01)	(0.68)	
磷矿石 (摩洛哥)	40.61	0.00	0.00	
二氯甲烷 (华东)	(17.29)	4.31	4.33	
DMF (华东)	(20.21)	(1.19)	(5.15)	(30.8)
EDC(长三角)	(20.24)	(27.22)	(0.87)	
PA66 (华东)	(20.82)	1.92	2.08	
甲基环硅氧烷	(23.73)	0.92	0.00	(31.2)

资料来源：万得，百川盈孚，中银证券

注：季度数据截至 2022 年 6 月 30 日，周度均价涨跌幅时间区间为 9 月 5 日至 9 月 12 日。

2022 年上半年基础化工各子行业营业收入全线上涨。分子行业来看，统计的 35 个子行业上半年营收较 2021 年同期均实现了正增长，其中 19 个子行业涨幅超过 20%，5 个子行业涨幅超过 50%。钾肥子行业营收涨幅达 178.43%，主要因为亚钾国际、藏格矿业、盐湖股份在报告期内营收同比大幅提升。环比来看，2022 年二季度较一季度也有较大增长。30 个子行业实现了正增长，民爆制品、非金属材料营收环比增幅超过 40%。

2022 年 H1 相比 2019 年 H1 仍有明显增长。35 个子行业中，除了纺织化学品行业营收相比 2019 年同期下降 5.93%以外，其余子行业均实现了正增长，其中 32 个涨幅超过 20%，氨纶子行业营收涨幅达 239.56%，主要因为华峰化学 2022 年 H1 营收相比 2019 年 H1 增幅超过 500%。

图表 4. 基础化工各子行业营业收入 2022 年 H1 同比与 2022 年 Q2 环比

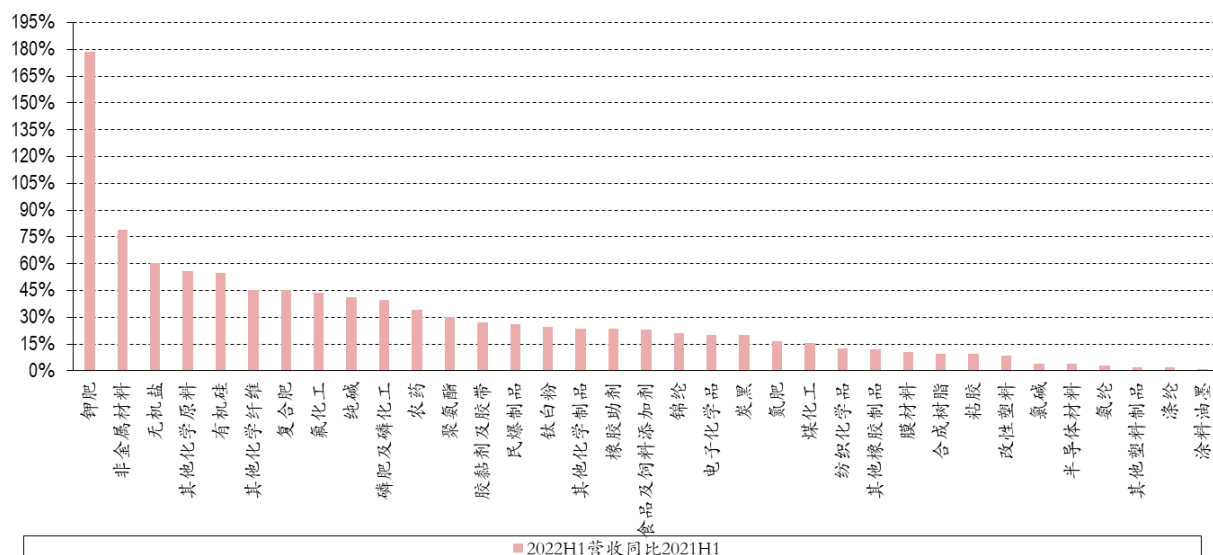
子行业名称	22H1 同比 21H1	22H1 同比 19H1	22Q2 环比 22Q1	20H1- 22H1 CAGR	子行业名称	22H1 同比 21H1	22H1 同比 19H1	22Q2 环比 22Q1	20H1- 22H1 CAGR
钾肥	178.4%	97.1%	36.0%	43.3%	锦纶	21.3%	36.0%	(8.5%)	33.3%
非金属材料	78.8%	225.0%	44.4%	59.2%	电子化学品	19.9%	104.7%	3.4%	29.7%
无机盐	60.2%	155.6%	18.3%	50.2%	炭黑	19.9%	47.0%	35.4%	45.0%
其他化学原料	55.8%	151.3%	26.8%	69.8%	氮肥	16.7%	34.4%	9.1%	22.3%
有机硅	54.6%	141.0%	4.4%	56.9%	煤化工	15.6%	62.8%	9.3%	40.0%
其他化学纤维	45.3%	85.8%	(1.8%)	33.7%	纺织化学品	12.5%	(5.9%)	4.1%	14.9%
复合肥	45.1%	56.8%	5.5%	29.9%	其他橡胶制品	12.2%	61.0%	6.7%	26.5%
氟化工	43.7%	69.4%	20.1%	36.5%	膜材料	10.7%	32.9%	6.5%	19.7%
纯碱	41.0%	85.5%	34.7%	48.4%	合成树脂	9.7%	43.6%	11.5%	15.0%
磷肥及磷化工	39.5%	53.4%	33.1%	29.0%	胶粘	9.6%	17.9%	7.2%	25.5%
农药	34.3%	68.7%	7.9%	22.2%	改性塑料	8.7%	68.9%	5.3%	11.4%
聚氨酯	30.3%	174.5%	12.4%	68.4%	氯碱	4.2%	2.1%	10.2%	1.9%
胶黏剂及胶带	27.3%	123.3%	4.1%	36.3%	半导体材料	4.2%	99.6%	(1.6%)	26.6%
民爆制品	25.9%	64.6%	50.0%	30.8%	氨纶	3.2%	239.6%	(12.0%)	47.9%
钛白粉	24.5%	131.1%	2.2%	44.9%	其他塑料制品	2.1%	26.3%	(2.2%)	22.6%
其他化学制品	23.6%	77.2%	22.8%	36.4%	涤纶	2.1%	35.3%	17.9%	28.5%
橡胶助剂	23.3%	40.5%	10.1%	30.3%	涂料油墨	1.0%	34.3%	17.7%	17.2%
食品及饲料添加剂	23.1%	70.9%	7.1%	23.9%					

资料来源：万得，中银证券

注：子行业按照 22H1 营收同比 21H1 降序排序。

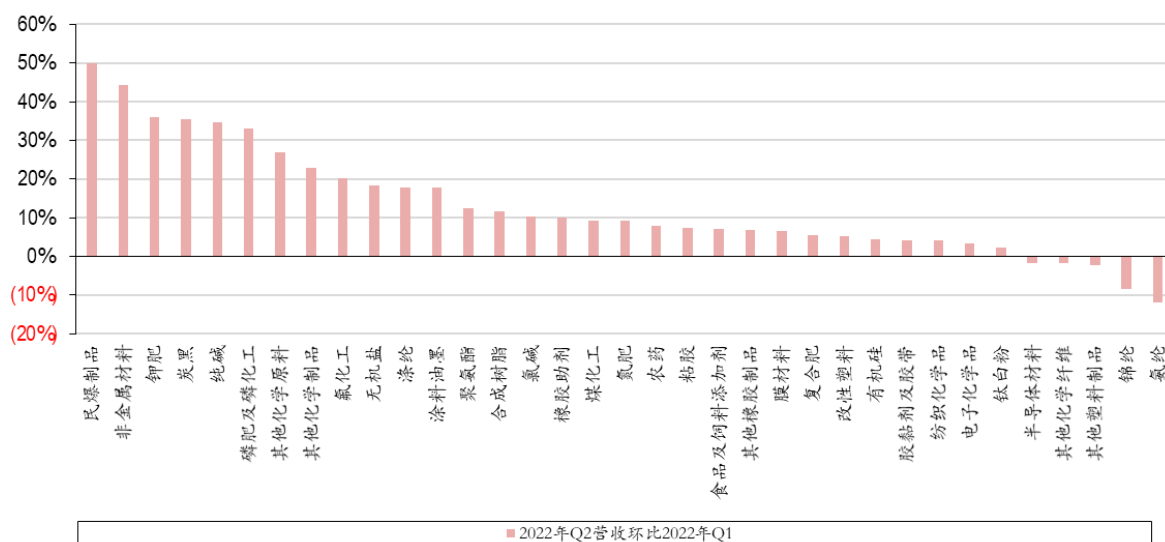
偏上游的子行业营收同比环比增长更为显著。同比来看，钾肥、非金属材料、无机盐、其他化学原料、有机硅增长居前，分别为 178.43%、78.76%、60.22%、55.77%、54.55%；环比来看，民爆制品、非金属材料、钾肥、炭黑、纯碱增长居前，分别为 49.96%、44.39%、36.02%、35.42%、34.67%。35 个子行业中，其他化学原料、聚氨酯、非金属材料、有机硅、无机盐 2020 年 H1 至 2022 年 H1 营收年化增速均超 50%。

图表 5. 基础化工子行业 2022 年 H1 营业收入与 2021 年 H1 增长比较



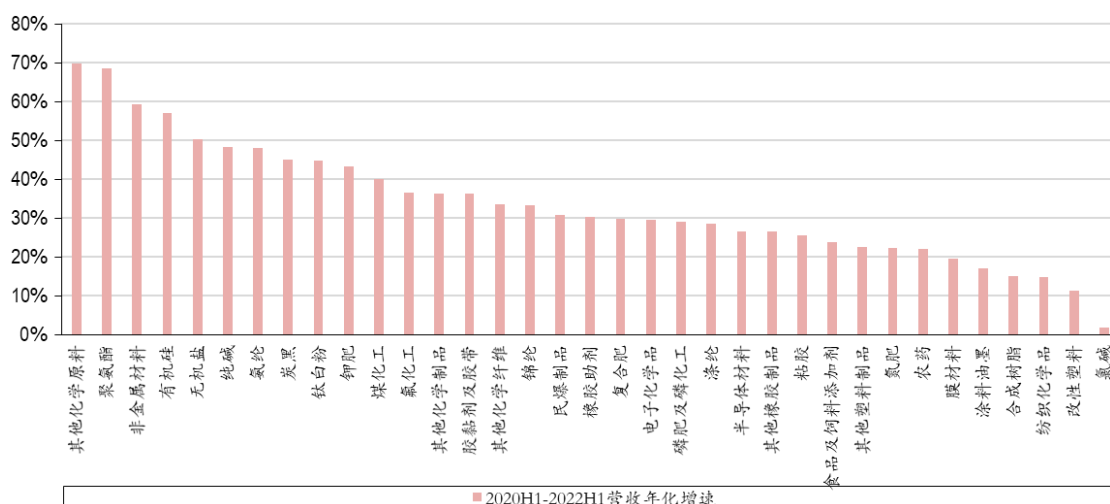
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 基础化工子行业 2022 年 Q2 营业收入与 2022 年 Q1 环比增长比较



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 基础化工子行业 2020 年 H1 至 2022 年 H1 营收年化增速



资料来源：万得，中银证券

农化、新材料等子行业归母净利润增长明显。2022 年上半年原油价格大幅上行并持续高位震荡，化工原材料价格高企，部分下游化工品对原油价格的传导受到需求的抑制。35 个子行业中，20 个子行业 2022 年上半年归母净利润同比增长，其中 5 个子行业归母净利润同比涨幅超 100%，钾肥归母净利润同比涨幅达 301.79%，主要原因为藏格矿业报告期内归母净利润同比增幅超过 400%，盐湖股份增幅超过 300%，亚钾国际和东方铁塔增幅也均超 100%。15 个子行业的归母净利润同比减少，涤纶、炭黑、粘胶归母净利润同比跌幅分别为 81.71%、60.57%、56.25%。

2022 年上半年归母净利润相比 2019 年有较大改善。尽管受疫情影响，但只有 3 个子行业的归母净利润相比 2019 年上半年下跌，涤纶、纺织化学品、涂料油墨分别下跌 69.26%、52.49%、13.79%，其他子行业均有不同程度的涨幅。归母净利润有显著改善的子行业分别为钾肥、磷肥及磷化工、氮肥，归母净利润涨幅分别达 22554.34%、1343.07%、1066.82%。化肥企业归母净利润相比疫情前增幅十分明显。

图表 8. 基础化工各子行业 2022 年上半年归母净利润同比与环比

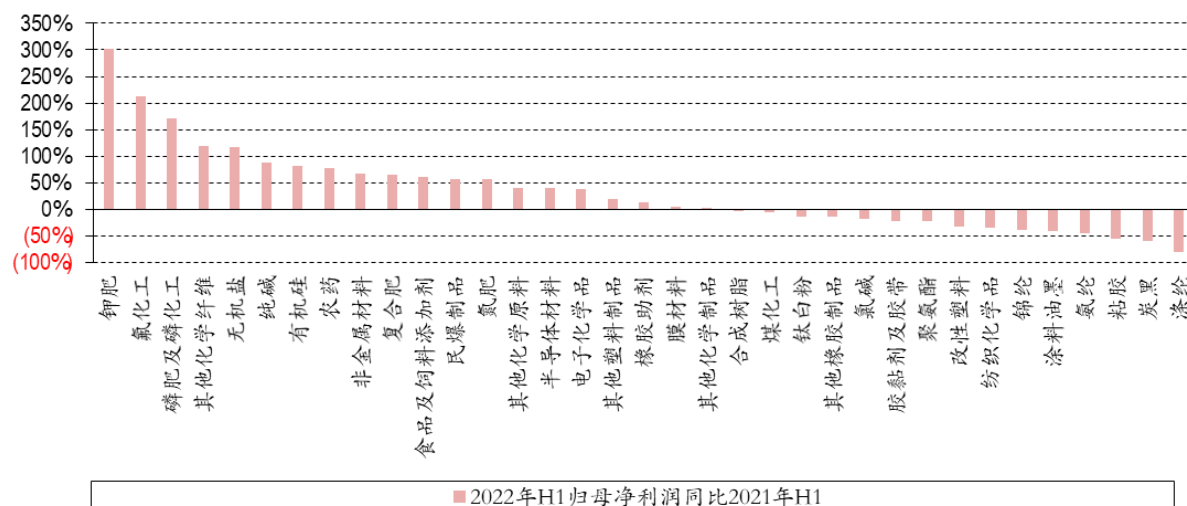
子行业名称	22H1 同比 21H1	22H1 同比 19H1	22Q2 环比 22Q1	20H1-22H1 CAGR	子行业名称	22H1 同比 21H1	22H1 同比 19H1	22Q2 环比 22Q1	20H1-22H1 CAGR
钾肥	301.8%	22554.3%	74.1%	204.4%	膜材料	5.2%	258.0%	22.6%	53.0%
氟化工	212.2%	120.8%	9.7%	112.7%	其他化学制品	0.5%	87.2%	10.0%	45.9%
磷肥及磷化工	171.5%	1343.1%	36.8%	537.6%	合成树脂	(3.6%)	24.0%	55.1%	(1.4%)
其他化学纤维	119.6%	656.3%	22.7%	126.0%	煤化工	(6.2%)	193.3%	(0.7%)	122.2%
无机盐	117.3%	233.8%	26.2%	115.8%	钛白粉	(13.5%)	87.4%	4.2%	37.2%
纯碱	88.3%	307.2%	39.0%	N/A	其他橡胶制品	(14.7%)	0.2%	(5.9%)	(6.3%)
有机硅	81.4%	453.3%	(19.1%)	181.9%	氯碱	(18.1%)	76.4%	34.7%	78.4%
农药	78.2%	135.4%	(0.5%)	52.6%	胶黏剂及胶带	(22.4%)	5.1%	45.9%	(11.7%)
非金属材料	67.5%	271.0%	111.6%	70.1%	聚氨酯	(23.3%)	81.5%	(5.4%)	87.8%
复合肥	64.0%	101.0%	44.5%	64.4%	改性塑料	(31.9%)	56.4%	8.5%	(36.2%)
食品及饲料添加剂	61.0%	113.0%	12.7%	38.6%	纺织化学品	(35.7%)	(52.5%)	70.6%	(14.4%)
民爆制品	57.1%	98.3%	239.2%	52.0%	锦纶	(38.7%)	103.9%	41.0%	677.4%
氮肥	55.5%	1066.8%	68.3%	N/A	涂料油墨	(41.1%)	(13.8%)	33.6%	(10.3%)
其他化学原料	39.3%	304.8%	(15.6%)	114.0%	氨纶	(46.4%)	576.2%	26.0%	81.7%
半导体材料	39.2%	204.5%	25.2%	36.2%	粘胶	(56.3%)	27.9%	63.1%	N/A
电子化学品	38.0%	86.5%	44.9%	43.4%	炭黑	(60.6%)	431.6%	97.6%	165.6%
其他塑料制品	19.4%	19.5%	35.5%	45.6%	涤纶	(81.7%)	(69.3%)	64.7%	115.0%
橡胶助剂	13.3%	45.1%	55.0%	51.5%					

资料来源：万得，中银证券

注：子行业按照 22H1 归母净利润同比 21H1 降序排序。

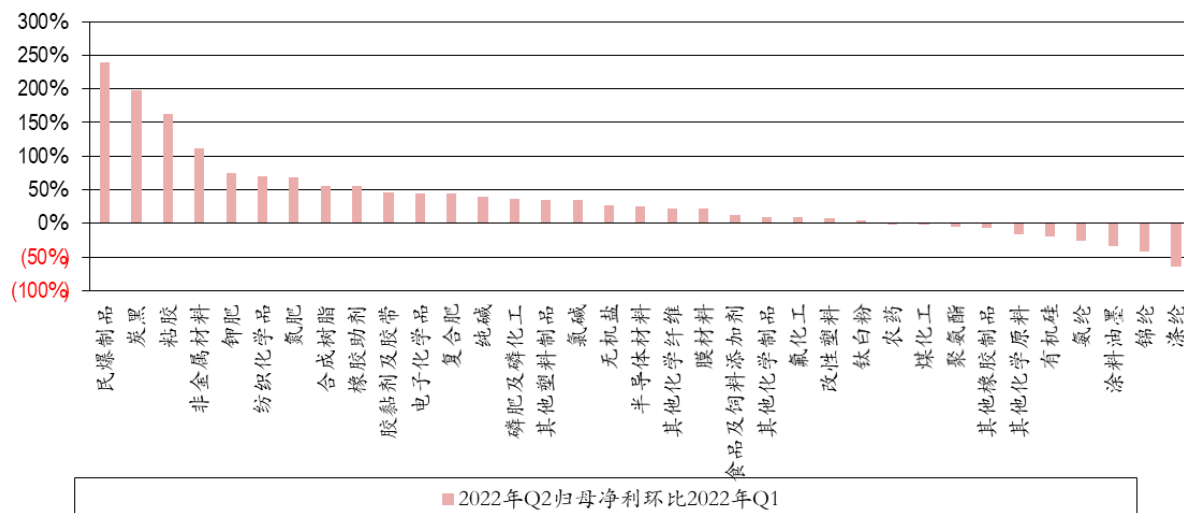
归母净利润环比修复。2022 年二季度环比一季度来看，35 个子行业中，25 个子行业归母净利润实现增长，其中 4 个子行业归母净利润环比涨幅超 100%，分别为民爆制品、炭黑、粘胶、非金属材料，民爆制品归母净利润环比涨幅达 239.22%。10 个子行业的归母净利润环比减少，涤纶环比跌幅达 64.67%，主要原因为新凤鸣等公司均出现归母净利润环比大幅下降的情况。电子化学品与半导体材料归母净利润环比亦保持增长，涨幅分别为 44.91%和 25.19%。2020 年 H1 至 2022 年 H1 归母净利润年化增速明显，锦纶归母净利润年化增速达 677.41%，磷肥及磷化工归母净利润年化增速达 537.60%。

图表 9. 基础化工子行业 2022 年上半年归母净利润同比增长比较



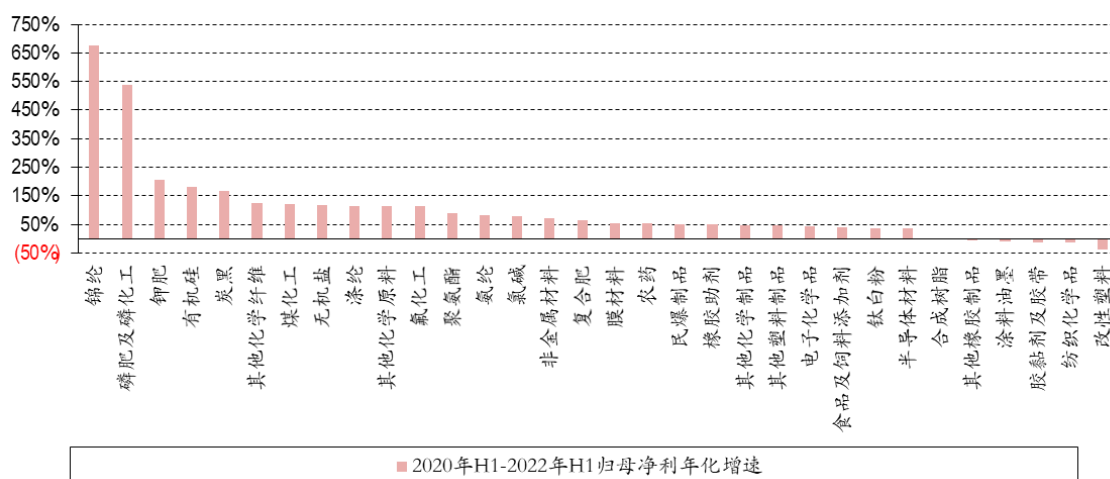
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 基础化工子行业 2022 年 Q2 归母净利润与 2022 年 Q1 环比增长比较



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 基础化工子行业 2020 年 H1 至 2022 年 H1 归母净利润年化增速

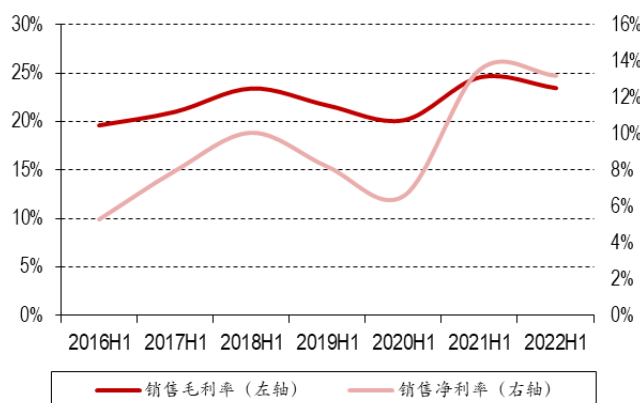


资料来源：万得，中银证券

盈利能力向好

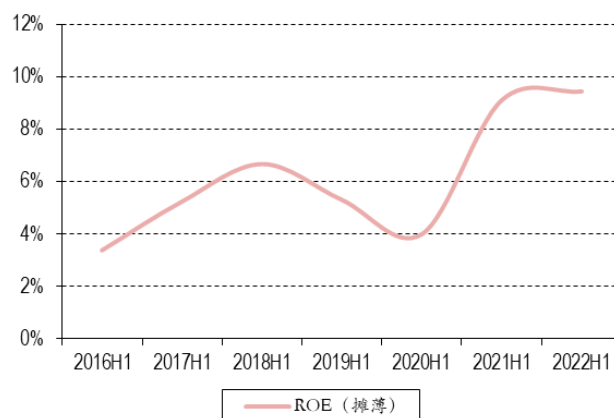
2022 年上半年全行业销售毛利率、销售净利率分别为 23.47%和 13.20%，同比分别下降了 1.11pct 和 0.34pct。行业 ROE（摊薄）呈上升趋势，2022 年上半年 ROE（摊薄）为 9.46%，同比 2021 年上半年提升 0.34pct。环比来看，2022 年二季度销售毛利率环比一季度下降 0.49pcts，销售净利率与 ROE（摊薄）分别上升 0.81pcts 与 0.71pcts。受上游化工品价格高企，下游开工率受限抑制需求，化工部分子行业 2022 年上半年盈利能力承压，但行业整体盈利能力环比明显修复。

图表 12. 2016 年 H1-2022 年 H1 基础化工行业销售毛利率、销售净利率走势



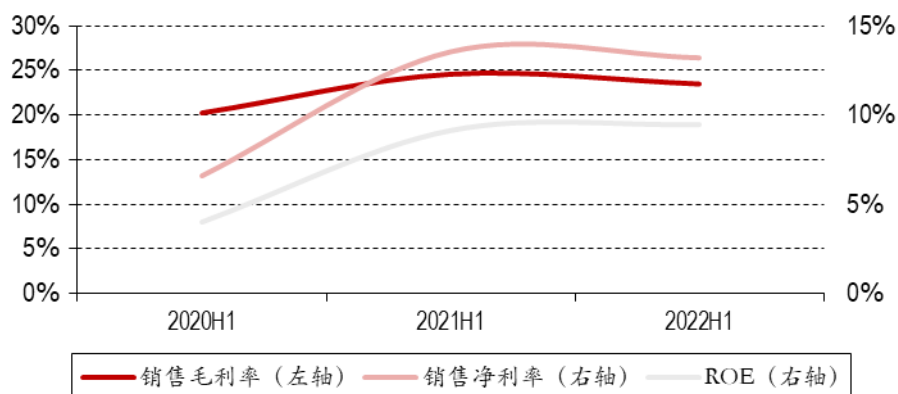
资料来源：万得，中银证券

图表 13. 2016 年 H1-2022 年 H1 基础化工行业 ROE（摊薄）走势



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 2020 年 H1-2022 年 H1 基础化工行业销售毛利率、销售净利率、ROE（摊薄）走势



资料来源：万得，中银证券

分子行业来看，35 个子行业均实现了盈利（ROE 大于零），钾肥、磷肥及磷化工、其他化学纤维、有机硅的盈利能力居前，ROE（摊薄）分别为 29.47%、19.26%、15.91%、15.89%。从销售毛利率来看，毛利率最高的子行业为钾肥，销售毛利率达 75.17%，藏格矿业、盐湖股份、亚钾国际在报告期内毛利率均有大幅提升。其他子行业中，其他化学纤维、纯碱、有机硅、无机盐 2022 年上半年销售毛利率均高于 30%。从营运能力来看，应收账款周转率和存货周转率最高的子行业均是纯碱。

从变化来看，销售毛利率、ROE（摊薄）相较 2021 年上半年实现增长的子行业分别有 12 个和 18 个。其中钾肥子行业的 ROE（摊薄）提升最为明显，较 2021 年同期提升 17.18pcts。

图表 15. 2022 年上半年基础化工子行业各指标及同比增长

板块名称	销售毛利率 (%)	2022 年 H1 毛利率同比 2021 年 H1 (pct)	ROE (摊薄) (%)	2022 年 H1 ROE 同比 2021 年 H1 (pct)	2022 年 H1 应收账款周转率 (次)	2021 年 H1 应收账款周转率 (次)	2022 年 H1 存货周转率 (次)	2021 年 H1 存货周转率 (次)
纯碱	32.95	0.95	13.01	2.71	43.09	36.42	7.37	5.23
氯碱	18.93	(3.01)	6.16	(2.48)	9.55	9.44	7.09	8.76
煤化工	26.06	(6.29)	10.97	(2.44)	24.92	18.84	5.63	5.23
钛白粉	28.75	(7.02)	9.35	(3.00)	5.69	5.84	2.04	2.45
无机盐	31.62	4.58	10.17	4.17	7.90	6.25	3.64	3.79
其他化学原料	24.38	(2.49)	11.40	0.53	15.90	15.32	4.12	4.94
氨纶	22.54	(15.89)	8.25	(12.75)	5.24	6.78	2.31	2.94
涤纶	7.68	(4.41)	1.46	(7.15)	13.51	15.52	4.08	7.17
锦纶	15.27	(7.37)	6.74	(6.02)	7.40	6.56	4.82	4.47
粘胶	18.04	(5.49)	3.35	(4.49)	12.82	13.58	3.99	3.82
其他化学纤维	33.82	7.54	15.91	6.63	15.03	14.26	3.61	3.65
纺织化学品	26.60	(6.45)	3.68	(2.23)	2.94	2.84	0.38	0.36
氟化工	26.39	5.71	9.65	6.02	4.86	4.46	3.13	3.43
胶黏剂及胶带	12.52	(3.87)	2.54	(1.19)	2.34	2.39	2.54	2.76
聚氨酯	18.16	(11.98)	13.84	(8.12)	8.05	7.93	3.61	3.81
民爆制品	25.55	(0.90)	4.56	1.23	1.30	1.14	3.99	4.78
食品及饲料添加剂	29.40	2.96	9.39	2.45	5.73	5.62	2.45	2.61
涂料油墨	24.23	(5.21)	3.03	(2.18)	1.76	1.85	1.46	1.90
有机硅	31.92	2.67	15.89	3.50	6.61	5.57	2.37	2.60
其他化学制品	16.40	(1.84)	6.48	(0.96)	4.26	4.20	3.22	3.54
氮肥	19.39	1.90	11.02	2.30	12.46	9.49	4.70	6.12
复合肥	16.56	(3.11)	9.14	3.20	21.64	11.91	2.70	2.80
钾肥	75.17	24.31	29.47	17.18	15.20	6.00	2.18	1.56
磷肥及磷化工	26.35	7.87	19.26	7.78	15.29	11.95	3.45	3.86
农药	28.86	2.31	10.23	3.92	3.01	2.75	1.71	1.63
改性塑料	15.64	(2.08)	5.37	(2.92)	3.09	3.32	2.76	3.19
合成树脂	19.30	(3.14)	3.91	(1.42)	2.08	2.11	2.27	2.48
膜材料	22.99	(3.32)	4.49	0.04	3.11	3.14	1.75	1.89
其他塑料制品	18.88	(3.19)	5.20	0.79	2.49	2.59	2.29	2.57
炭黑	9.11	(11.32)	3.97	(6.38)	2.33	2.65	3.93	4.31
橡胶助剂	26.81	(1.40)	9.15	(0.66)	2.02	2.08	3.54	3.73
其他橡胶制品	22.71	(5.66)	3.62	(1.08)	1.28	1.35	1.83	1.81
非金属材料	21.28	(3.00)	9.18	2.64	3.57	3.29	1.53	1.55
电子化学品	28.01	1.02	6.06	1.29	2.18	2.16	2.09	2.35
半导体材料	13.89	2.39	5.15	0.59	4.77	5.74	2.78	3.77

资料来源：万得，中银证券。

图表 16. 2022 年上半年相较于 2021 年上半年同比上升的子行业

上升的指标	板块名称
销售毛利率	钾肥、磷肥及磷化工、其他化学纤维、氟化工、无机盐、食品及饲料添加剂、有机硅、半导体材料、农药、氮肥、电子化学品、纯碱
净资产收益率	钾肥、磷肥及磷化工、其他化学纤维、氟化工、无机盐、农药、有机硅、复合肥、纯碱、非金属材料、食品及饲料添加剂、氮肥、电子化学品、民爆制品、其他塑料制品、半导体材料、其他化学原料、膜材料
存货周转率	纯碱、钾肥、锦纶、煤化工、纺织化学品、农药、粘胶、其他橡胶制品
应收账款周转率	钾肥、复合肥、煤化工、氮肥、磷肥及磷化工、无机盐、有机硅、纯碱、民爆制品、锦纶、农药、氟化工、非金属材料、其他化学纤维、其他化学原料、纺织化学品、食品及饲料添加剂、其他化学制品、聚氨酯、电子化学品、氯碱

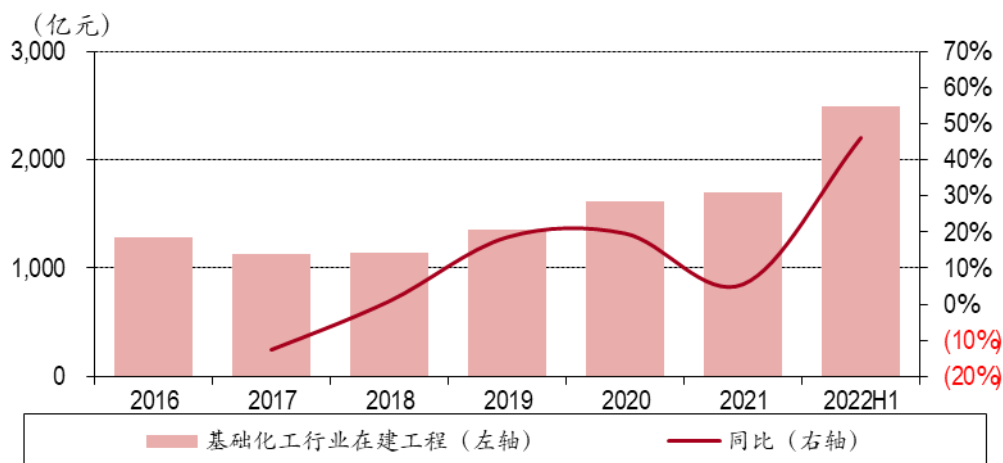
资料来源：万得，中银证券

注：按与 2021 年上半年同比涨幅排序

全行业在建工程显著增长

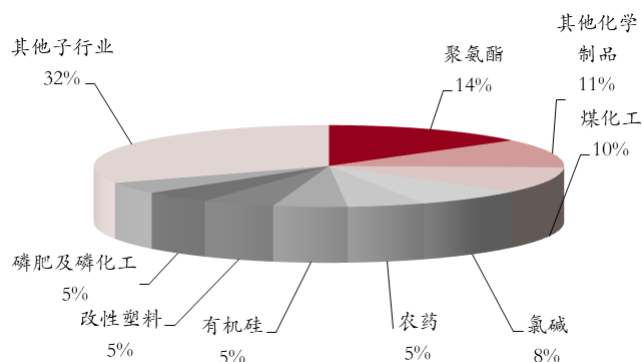
化工行业在建工程在 2014 年后持续下降，直到 2018 年开始，随着若干大炼化项目的开工建设，行业重新进入扩产周期。2018 年基础化工行业在建工程为 1138.71 亿元，同比增长 0.92%，实现了在建工程增速由负到正的转变。之后 2019 年及 2020 年增速加快，分别为 18.64% 和 19.68%；2021 年增速放缓，为 5.60%。2022 年上半年基础化工行业在建工程为 2495.42 亿元，同比增长 46.15%。2022 年上半年，聚氨酯、其他化学制品、煤化工的在建工程在基础化工行业内的占比均超过 10%。报告期内，万华化学在建工程达 350.63 亿元，较期初增长 99.99 亿元；中化国际在建工程 141.72 亿元，较期初增长 50.69 亿元；金发科技在建工程 108.50 亿元，较期初增长 89.22 亿元，对行业在建工程增长均有较大贡献。

图表 17. 历年基础化工行业在建工程



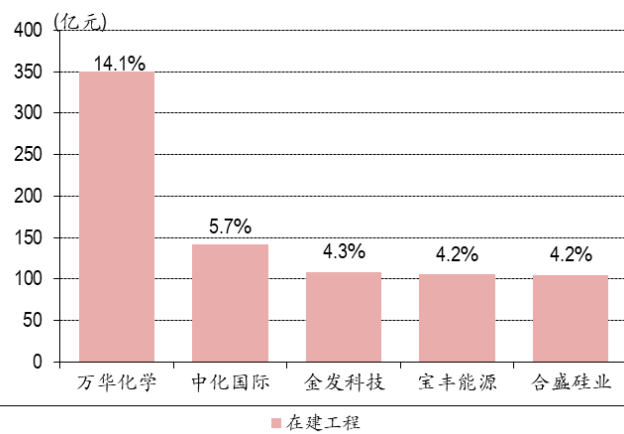
资料来源：万得，中银证券

图表 18. 2022 年 H1 基础化工不同子行业在建工程占比



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 2022 年 H1 基础化工行业在建工程前五企业

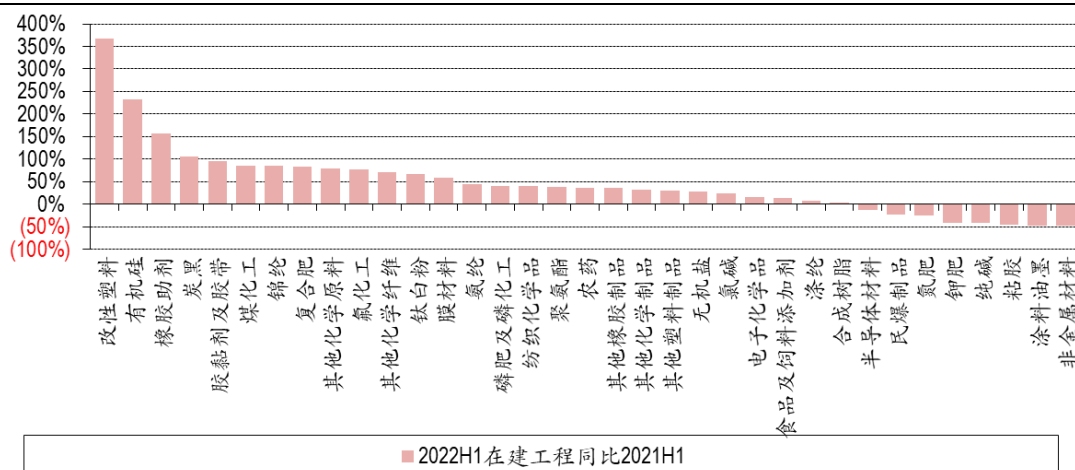


资料来源：万得，中银证券

注：数据标签企业是在建工程占整体化工行业在建工程金额的百分比

从行业数据来看，2022 年上半年，在 35 个子行业中，有 8 个子行业的在建工程同比下降，其余子行业在建工程均呈上升趋势。2022 年上半年在建工程同比增长超过 100% 的子行业为改性塑料、有机硅、橡胶助剂和炭黑。从三年年化增速看，在建工程增长较快的子行业有改性塑料和锦纶，年化增速分别为 198.84%、104.09%。

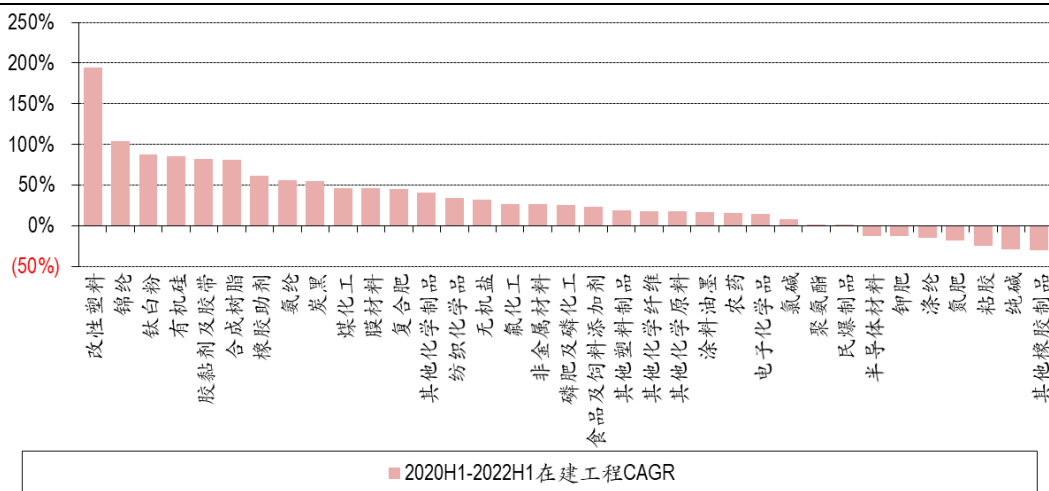
图表 20. 基础化工子行业 2022 年 H1 在建工程与 2021 年 H1 增长比较



资料来源：万得，中银证券

注：立昂微、沪硅产业-U 等标的因数据缺失从本次分析列表中删除，因此半导体行业 22H1 在建工程相比 21H1 增长为负。其中立昂微 2022 年 H1 在建工程为 37.93 亿元，沪硅产业-U 2022 年 H1 在建工程为 10.27 亿元。

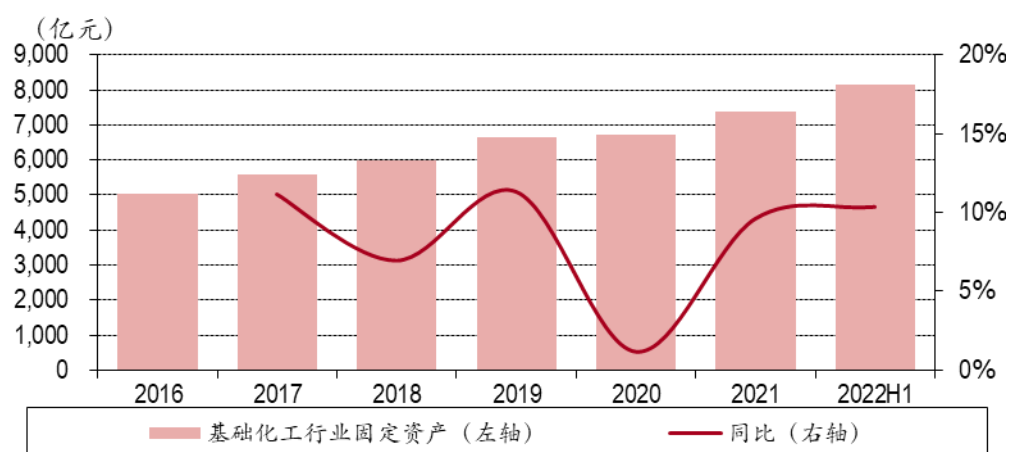
图表 21. 基础化工子行业 2020 年 H1 至 2022 年 H1 在建工程年化增速比较



资料来源：万得，中银证券

2022 年上半年基础化工行业固定资产金额为 8137.19 亿元，较 2021 年同期增长 10.37%。2022 年上半年固定资产相比 2021 年上半年涨幅居前的子行业有涂料油墨和非金属材料，同比涨幅分别为 53.18%、41.99%。

图表 22. 历年基础化工行业固定资产



资料来源：万得，中银证券

投资建议与风险提示

投资建议

2022 年上半年原油价格显著上行，部分基础化工产品价格随之上涨。基础化工全行业营业收入合计 10425.60 亿元，同比上升 25.14%；归母净利润合计 1285.89 亿元，同比增长 22.70%。全年行业销售毛利率和销售净利率分别下降 1.11pcts 和 0.34pcts，为 23.47%和 13.20%。ROE（摊薄）为 9.46%，同比提升 0.34pcts。环比来看，2022 年二季度营业收入环比一季度增长 13.52%，归母净利润环比增长 18.45%，销售毛利率环比下降 0.49pcts，销售净利率与 ROE（摊薄）分别上升 0.81pcts 与 0.71pcts。

分子行业来看，2022 年上半年 35 个子行业营收同比均实现正增长，其中 19 个子行业涨幅超过 20%，5 个子行业涨幅超过 50%。上半年地缘政治局势显著影响化肥供应，化肥板块主要产品价格均有大幅走高，钾肥、复合肥、磷肥、氮肥子行业营收同比涨幅分别为 178.43%、45.10%、39.46%、16.69%。2022 年二季度 30 个子行业环比实现了正增长，民爆制品、非金属材料营收环比增幅超过 40%。2022 年 H1 相比疫情前 2019 年 H1 仍有明显增长。35 个子行业中，除了纺织化学品行业营收同比下降 5.93% 以外，其余子行业均实现了正增长，其中 32 个涨幅超过 20%。上半年利润方面主要向偏上游的子行业集中，35 个子行业中，20 个子行业 2022 年上半年归母净利润同比增长，其中 5 个子行业归母净利润同比涨幅超 100%，钾肥归母净利润同比涨幅达 301.79%。

2022 年上半年基础化工行业在建工程为 2495.42 亿元，同比增长 46.15%。有 8 个子行业的在建工程同比下降，其余子行业在建工程均呈上升趋势。2022 年上半年在建工程同比增长超过 100%的子行业为改性塑料、有机硅、橡胶助剂和炭黑。2022 年上半年基础化工行业固定资产金额为 8137.19 亿元，较 2021 年同期增长 10.37%。固定资产同比涨幅居前的子行业有涂料油墨和非金属材料，同比涨幅分别为 53.18%、41.99%。

2022 年上半年，行业原料高位震荡，下游需求有待复苏，行业集中度提升，子行业景气度有所分化。截至 2022 年 9 月 14 日，SW 基础化工（2021 年版）市盈率（TTM 剔除负值）为 14.54 倍，处在历史（2002 年至今）的 4.09%分位数，市净率（MRQ 剔除负值）为 2.54 倍，处在历史水平的 52.92%分位数。海外天然气价格高企背景下出口有望持续向好，“金九银十”来临，内需预计环比提升，维持行业**强于大市**评级。子行业挑选上侧重一体化龙头公司及高景气度行业。建议关注以下投资线索：

- 1、原料大幅波动，看好一体化行业龙头公司。四季度建议关注海外（尤其是欧洲）能源危机下国内化工品的出口情况。中长期在碳中和背景下的产业升级与集中度提升的大背景下，龙头公司抗风险能力较强，优势明显。推荐万华化学、华鲁恒升、新和成。
- 2、国产替代背景下，新材料有望延续高景气。随着下游新增产能在 2022 年及之后逐渐投放，预计半导体、新能源材料等企业产销将持续保持旺盛。推荐：万润股份、晶瑞电材、雅克科技、江丰电子、蓝晓科技、国瓷材料、光威复材、安集科技、沪硅产业、皇马科技等。
- 3、全球农化行业或将持续景气，推荐华鲁恒升、利尔化学、联化科技等。另外，“稳增长”下基建有望持续发力，部分建筑结构材料企业将受益。推荐：苏博特等。

图表 23. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)			最新每股净资产 (元/股)
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002258.SZ	利尔化学	买入	21.93	163.23	1.44	1.95	2.32	15.23	11.25	9.44	9.63
002250.SZ	联化科技	买入	20.86	192.59	0.34	0.46	0.78	61.14	45.00	26.75	6.92
002001.SZ	新和成	买入	23.98	741.20	1.40	1.68	2.12	17.14	14.30	11.33	8.89
603916.SH	苏博特	买入	19.42	81.62	1.27	1.51	1.89	15.31	12.89	10.28	9.53
002643.SZ	万润股份	买入	17.78	165.41	0.67	0.94	1.10	26.38	18.99	16.23	6.30
002409.SZ	雅克科技	买入	74.92	356.57	0.70	1.24	1.69	106.44	60.64	44.24	12.82
300699.SZ	光威复材	买入	85.81	444.80	1.46	1.79	2.22	58.68	47.98	38.61	8.40
300285.SZ	国瓷材料	买入	32.22	323.43	0.79	1.01	1.34	40.67	32.02	24.05	5.71
603181.SH	皇马科技	买入	18.1	106.55	0.76	0.85	0.96	23.78	21.23	18.83	4.01
300487.SZ	蓝晓科技	买入	80.58	265.54	1.41	1.41	2.03	57.00	56.98	39.75	9.76
600426.SH	华鲁恒升	买入	30.9	655.85	3.44	3.42	3.60	8.99	9.03	8.59	11.70
002648.SZ	卫星化学	买入	20.98	504.93	2.50	3.42	4.23	8.41	6.14	4.96	12.06
600309.SH	万华化学	买入	93	2919.96	7.85	8.25	8.93	11.85	11.28	10.42	23.50
300655.SZ	晶瑞电材	买入	17.79	104.10	0.34	0.35	0.52	51.79	51.28	34.02	5.10
002493.SZ	荣盛石化	买入	15	1518.83	1.27	1.45	1.69	11.84	10.34	8.90	5.12
000301.SZ	东方盛虹	买入	20.39	1266.88	0.73	1.04	2.01	27.88	19.52	10.14	4.50
688126.SH	沪硅产业	增持	20.35	555.89	0.05	0.08	0.11	380.75	258.55	184.07	5.18
688019.SH	安集科技	买入	262.13	195.82	1.67	2.56	3.44	156.65	102.52	76.19	23.44
603010.SH	万盛股份	买入	15.6	91.97	1.40	1.17	1.60	11.16	13.35	9.75	8.21

资料来源：万得，中银证券

注：股价截至 2022 年 9 月 14 日

风险提示

(1) 油价异常波动风险。影响油价走势的不确定性风险有增加的趋势，美国加息、减产协议退出或者执行率下降、地缘政治风险等因素都有可能给油价走势带来影响，甚至在个别时点会引起油价异常巨大的波动，并因此给行业政策、企业盈利带来负面影响。

(2) 疫情持续时间与影响面超预期。疫苗推广不及预期及新冠病毒变异超过预期。

附表

附录图表 24. 基础化工行业上市公司列表

子行业	股票代码	股票简称	子行业	股票代码	股票简称
纯碱	000683.SZ	远兴能源	有机硅	002909.SZ	集泰股份
	000707.SZ	双环科技		300019.SZ	硅宝科技
	000822.SZ	山东海化		300041.SZ	回天新材
	000510.SZ	新金路		300727.SZ	润禾材料
	000635.SZ	英力特		600596.SH	新安股份
氯碱	000818.SZ	航锦科技	其他化学制品	603260.SH	合盛硅业
	002002.SZ	鸿达兴业		002211.SZ	ST 宏达
	002092.SZ	中泰化学		000881.SZ	中广核技
	002386.SZ	天原股份		002453.SZ	华软科技
	002748.SZ	世龙实业		002455.SZ	百川股份
	600075.SH	新疆天业		002549.SZ	凯美特气
	600277.SH	亿利洁能		002637.SZ	赞宇科技
	600618.SH	氯碱化工		002666.SZ	德联集团
	601216.SH	君正集团		002802.SZ	洪汇新材
	601568.SH	北元集团		002809.SZ	红墙股份
	601678.SH	滨化股份		002810.SZ	山东赫达
	600319.SH	亚星化学		002971.SZ	和远气体
	000830.SZ	鲁西化工		300109.SZ	新开源
	000990.SZ	诚志股份		300163.SZ	先锋新材
	600426.SH	华鲁恒升		300169.SZ	天晟新材
煤化工	600623.SH	华谊集团		300174.SZ	元力股份
	600746.SH	江苏索普		300405.SZ	科隆股份
	600844.SH	丹化科技		300530.SZ	*ST 达志
	600989.SH	宝丰能源		300535.SZ	达威股份
	002274.SZ	华昌化工		300641.SZ	正丹股份
钛白粉	600722.SH	金牛化工		300721.SZ	怡达股份
	000545.SZ	金浦钛业		300801.SZ	泰和科技
	002136.SZ	安纳达		300847.SZ	中船汉光
	002145.SZ	中核钛白		600165.SH	新日恒力
	002601.SZ	龙佰集团		600273.SH	嘉化能源
无机盐	600727.SH	鲁北化工		600500.SH	中化国际
	002053.SZ	云南能投		603217.SH	元利科技
	003017.SZ	大洋生物		603725.SH	天安新材
	600328.SH	中盐化工		603822.SH	嘉澳环保
	600367.SH	红星发展		603867.SH	新化股份
	600714.SH	金瑞矿业		603906.SH	龙蟠科技
	600929.SH	雪天盐业		603916.SH	苏博特
	603067.SH	振华股份		603948.SH	建业股份
	603299.SH	苏盐井神		605366.SH	宏柏新材
	603663.SH	三祥新材		688133.SH	泰坦科技
	002109.SZ	兴化股份		688179.SH	阿拉丁
	300082.SZ	奥克股份		688199.SH	久日新材
	301069.SZ	凯盛新材		688398.SH	赛特新材
	430489.BJ	佳先股份		002591.SZ	恒大高新
	002648.SZ	卫星化学		300214.SZ	日科化学
其他化学原料	301118.SZ	恒光股份		300596.SZ	利安隆
	603938.SH	三孚股份		300610.SZ	晨化股份
	000949.SZ	新乡化纤		300637.SZ	扬帆新材
	002064.SZ	华峰化学		301212.SZ	联盛化学
	002254.SZ	泰和新材		603010.SH	万盛股份
氨纶	000936.SZ	华西股份		603181.SH	皇马科技
	002206.SZ	海利得		603722.SH	阿科力
	002427.SZ	*ST 尤夫		688269.SH	凯立新材
	603225.SH	新凤鸣		688357.SH	建龙微纳
	000782.SZ	美达股份		000731.SZ	四川美丰
锦纶	600810.SH	神马股份	氮肥	000912.SZ	泸天化

	605166.SH	聚合顺		600691.SH	阳煤化工
	000420.SZ	吉林化纤		000422.SZ	湖北宜化
粘胶	600409.SH	三友化工		600227.SH	圣济堂
	600889.SH	南京化纤		000902.SZ	新洋丰
其他化学纤维	600063.SH	皖维高新		002170.SZ	芭田股份
	836077.BJ	吉林碳谷		002470.SZ	ST 金正
	002054.SZ	德美化工	复合肥	002538.SZ	司尔特
	002440.SZ	闰土股份		002539.SZ	云图控股
	300067.SZ	安诺其		002588.SZ	史丹利
	300107.SZ	建新股份		300387.SZ	富邦股份
纺织化学制品	300798.SZ	锦鸡股份		000408.SZ	藏格矿业
	600352.SH	浙江龙盛	钾肥	000792.SZ	盐湖股份
	603188.SH	亚邦股份		000893.SZ	亚钾国际
	603790.SH	雅运股份		002545.SZ	东方铁塔
	603980.SH	吉华集团		002895.SZ	川恒股份
	002326.SZ	永太科技		300505.SZ	川金诺
	002407.SZ	多氟多		600078.SH	*ST 澄星
氟化工	002915.SZ	中欣氟材	磷肥及磷化工	600096.SH	云天化
	600160.SH	巨化股份		600141.SH	兴发集团
	600378.SH	昊华科技		600470.SH	六国化工
	603379.SH	三美股份		600331.SH	宏达股份
	603505.SH	金石资源		603077.SH	和邦生物
	002669.SZ	康达新材		000525.SZ	ST 红太阳
胶黏剂及胶带	603681.SH	永冠新材		000553.SZ	安道麦 A
	603683.SH	晶华新材		002215.SZ	诺普信
	002165.SZ	红宝丽		002250.SZ	联化科技
聚氨酯	300321.SZ	同大股份		002258.SZ	利尔化学
	300848.SZ	美瑞新材		002391.SZ	长青股份
	600309.SH	万华化学		002496.SZ	ST 辉丰
	603192.SH	汇得科技		002513.SZ	蓝丰生化
	002037.SZ	保利联合		002734.SZ	利民股份
	002096.SZ	南岭民爆		002749.SZ	国光股份
	002226.SZ	江南化工	农药	002942.SZ	新农股份
	002246.SZ	北化股份		300261.SZ	雅本化学
民爆制品	002360.SZ	同德化工		300575.SZ	中旗股份
	002683.SZ	广东宏大		300796.SZ	贝斯美
	002783.SZ	凯龙股份		600389.SH	江山股份
	002827.SZ	高争民爆		600486.SH	扬农化工
	002917.SZ	金奥博		600731.SH	湖南海利
	603227.SH	雪峰科技		603086.SH	先达股份
	603977.SH	国泰集团		603360.SH	百傲化学
	002562.SZ	兄弟科技		603585.SH	苏利股份
	002597.SZ	金禾实业		603599.SH	广信股份
	300741.SZ	华宝股份		603639.SH	海利尔
	300829.SZ	金丹科技		603810.SH	丰山集团
	600299.SH	安迪苏		833819.BJ	颖泰生物
	600866.SH	星湖科技		002324.SZ	普利特
食品及饲料添加	603020.SH	爱普股份		002768.SZ	国恩股份
剂	603968.SH	醋化股份		002838.SZ	道恩股份
	605016.SH	百龙创园		002886.SZ	沃特股份
	688089.SH	嘉必优		300221.SZ	银禧科技
	002166.SZ	莱茵生物	改性塑料	300478.SZ	杭州高新
	301206.SZ	三元生物		300586.SZ	美联新材
	600873.SH	梅花生物		300644.SZ	南京聚隆
	603739.SH	蔚蓝生物		300716.SZ	国立科技
	000565.SZ	渝三峡 A		600143.SH	金发科技
	300225.SZ	金力泰		832089.BJ	禾昌聚合
涂料油墨	300522.SZ	世名科技	合成树脂	002361.SZ	神剑股份
	300665.SZ	飞鹿股份		002395.SZ	双象股份
	300758.SZ	七彩化学		300487.SZ	蓝晓科技

	603110.SH	东方材料		301092.SZ	争光股份
	603823.SH	百合花		603879.SH	永悦科技
	688157.SH	松井股份		603928.SH	兴业股份
其他橡胶制品	002224.SZ	三力士		605589.SH	圣泉集团
	002381.SZ	双箭股份		688585.SH	上纬新材
	300320.SZ	海达股份		000859.SZ	国风新材
	300587.SZ	天铁股份		000973.SZ	佛塑科技
	300731.SZ	科创新源		002263.SZ	大东南
	300767.SZ	震安科技		002341.SZ	新纶新材
	603033.SH	三维股份		002522.SZ	浙江众成
	832225.BJ	利通科技		002585.SZ	双星新材
橡胶助剂	300121.SZ	阳谷华泰	膜材料	002632.SZ	道明光学
	603650.SH	彤程新材		300305.SZ	裕兴股份
非金属材料	603612.SH	索通发展		300806.SZ	斯迪克
	603688.SH	石英股份		600135.SH	乐凯胶片
	603826.SH	坤彩科技		601208.SH	东材科技
	688300.SH	联瑞新材		000920.SZ	沃顿科技
	830832.BJ	齐鲁华信		002108.SZ	沧州明珠
	836675.BJ	秉扬科技		002825.SZ	纳尔股份
电子化学品	002643.SZ	万润股份		300180.SZ	华峰超纤
	300054.SZ	鼎龙股份		300218.SZ	安利股份
	300346.SZ	南大光电	其他塑料制品	300230.SZ	永利股份
	688019.SH	安集科技		300243.SZ	瑞丰高材
	300398.SZ	飞凯材料		300920.SZ	润阳科技
	300236.SZ	上海新阳		600589.SH	ST 榕泰
	300655.SZ	晶瑞电材		603330.SH	上海天洋
	688106.SH	金宏气体		605008.SH	长鸿高科
	688268.SH	华特气体		002119.SZ	康强电子
	300481.SZ	濮阳惠成		002409.SZ	雅克科技
	002741.SZ	光华科技	半导体材料	300666.SZ	江丰电子
	603078.SH	江化微		300706.SZ	阿石创
	300576.SZ	容大感光		600206.SH	有研新材
	603002.SH	宏昌电子		688138.SH	清溢光电
	002584.SZ	西陇科学		002068.SZ	黑猫股份
	300429.SZ	强力新材	炭黑	002442.SZ	龙星化工
	300446.SZ	乐凯新材		002753.SZ	永东股份
	300537.SZ	广信材料		605183.SH	确成股份
	871553.BJ	凯腾精工			
	300285.SZ	国瓷材料			
	300684.SZ	中石科技			

资料来源：万得，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371