

证券研究报告
基础化工
2022年12月01日



化工行业专题深度报告：

欧洲成本大增，利好中国化工品出口——2022年11月更新版

评级：推荐(维持)

国海证券研究所

李永磊(证券分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

汤永俊(联系人)

S0350121080058

tangyj03@ghzq.com.cn

最近一年走势



相关报告

《——碳纤维行业框架报告：双碳战略推动碳纤维景气度上行，技术进步产能扩张降本可期（推荐）*化工*杨阳，李永磊》——2022-05-27

《磷化工和钛白粉企业进军磷酸铁，大有可为（推荐）*化工*董伯骏，李永磊》——2021-09-09

相对沪深300表现

2022/12/01

表现	1M	3M	12M
基础化工	7.1%	-3.8%	-15.1%
沪深300	7.2%	-3.7%	-15.3%

研究目的：受到俄乌冲突影响，欧洲能源供应出现紧张，俄罗斯天然气在欧洲天然气使用量中占比较大，俄乌冲突期间，天然气等能源价格数次上涨，欧洲的工业生产成本大幅上行，中欧化工产品价格差距拉大，中国化工产品出口量有望增加。

主要结论：欧洲能源短缺，价格出现暴涨，将导致用于工业生产中的天然气进一步短缺，欧洲化工品的生产成本将大幅上行，同时，短缺的能源和高昂的成本可能会导致当地化工装置被动降负荷，造成化工品供应的较大缺口，进一步推动欧洲当地产品价格大幅上涨。目前，中国和欧洲部分化工产品的价差越拉越大，中国化工品出口量有望大幅提升。未来，中国在传统能源和新能源方面的供应优势有望持续存在，中国化工品相对于欧洲的成本优势将持续存在，中国化工产业的全球竞争力和盈利能力有望进一步增强。

□ 供给端，欧洲能源紧缺，中国能源优势凸显

受天然气能源价格大幅上涨影响，欧洲化工行业能源成本和原料成本大幅增加，全球能源供应链的重构和恢复需要较长时间。中国在传统能源增产保供和新能源产业体系上都具有优势，维持了相对较低的能源价格。

□ 需求端，内外需同时复苏

国内稳经济措施逐步加强，内需有望复苏，中欧高价差背景下，叠加海运费价格下行，中国化工品出口至欧洲的量也将大幅提升。

□ 综合考虑欧洲能源高成本给国内化工行业带来的机会，我们维持基础化工行业“推荐”评级。

□ 风险提示

原材料价格大幅波动风险；全球疫情反复发酵影响下游需求风险；行业大幅扩张造成供给过剩风险；相关标的的安全环保风险；重点关注公司业绩不及预期风险；

核心观点：部分产品国内和欧洲价格差距较大

图表：部分产品国内和欧洲价格差距较大

产业链	产品	重点上市公司	欧洲产能占比	目前价差 (欧洲价格-中国价格)	历史分位
聚氨酯	MDI、TDI	万华化学、沧州大化	27%; 27%	1026美元/吨; 1711美元/吨	90%; 94%
氯碱	PVC	中泰化学、三友化工	15%	1571元/吨	83%
	烧碱(液碱、片碱)	中泰化学、滨化股份、万华化学	15%	1559元/吨; 813元/吨	71%; 99%
纯碱	纯碱	远兴能源、山东海化	21%	-8.4美元/吨(出口-国内)	23%
己二酸	己二酸	华峰化学、华鲁恒升	19%	251元/吨	41.2%
丙烯腈	丙烯腈	东方盛虹、荣盛石化、中国化学	15%	149美元/吨	64%
轮胎	半钢胎、全钢胎	玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟	24.62% (消费占比)	1.5美元/条; -21.1美元/条	100%; 4%
营养品	维生素A、维生素E	新和成、浙江医药	53%; 36%	10.7美元/千克; 2.1美元/千克	47%; 42%
化肥	磷肥(一铵、二铵)	云天化、新洋丰、云图控股	16.24%	1002元/吨; 1258元/吨	79%; 89%
	氮肥	华鲁恒升	22.05%	1046元/吨	90%
醋酸	醋酸	华鲁恒升、江苏索普	6.2%	6469元/吨	96.5%
聚烯烃	PE、PP	中国石化、恒力石化、荣盛石化、 万华化学、宝丰能源、卫星化学	PP: 9.4% PE: 11%	PP: 259美元/吨 PE: 343美元/吨	PP: 62% PE: 68%
钛白粉	钛白粉	龙佰集团	18%	1013美元/吨	100%
PC	PC	鲁西化工、荣盛石化、万华化学	8%以上	920美元/吨	68%
丁辛醇	丁醇、辛醇	鲁西化工、万华化学	24.46%	2688元/吨; 2460元/吨	88%; 88%
丙烯酸	丙烯酸	卫星化学、万华化学	17%	1124美元/吨	87%
BDO	BDO	中国石化	14%	2465美元/吨	68%
合成橡胶	顺丁橡胶、丁苯橡胶	中国石化	25%	86美元/吨; 95美元/吨	69%; 80%
橡胶产业链	炭黑	黑猫股份	9%	94美元/吨	58%
营养品	蛋氨酸	新和成、安迪苏	31%	235美元/吨	88%
甲酸	甲酸	鲁西化工	32%	1962元/吨	72%
环氧树脂	环氧树脂	中化国际	11%	831美元/吨	94%

资料来源: Wind, Bloomberg, 相关公司公告, 卓创资讯, 百川资讯, 国海证券研究所

图表：重点关注公司及盈利预测

重点公司代码	股票名称	2022/11/30	EPS			PE			投资评级
		股价	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
600309.SH	万华化学	89.50	7.85	5.62	7.95	12.87	15.92	11.25	买入
600230.SH	沧州大化	17.05	0.53	0.77	0.97	26.63	22.06	17.62	买入
002092.SZ	中泰化学	6.51	1.05	0.89	1.03	9.09	7.34	6.35	未评级
600409.SH	三友化工	6.64	0.81	0.78	0.95	10.75	8.50	7.01	买入
601678.SH	滨化股份	5.30	0.81	0.76	0.90	9.81	6.98	5.89	未评级
000683.SZ	远兴能源	8.12	1.36	0.87	1.10	5.37	9.30	7.36	买入
000822.SZ	山东海化	8.38	0.68	1.42	1.46	10.22	5.92	5.74	买入
002064.SZ	华峰化学	7.25	1.71	0.70	0.82	6.11	10.39	8.89	买入
600426.SH	华鲁恒升	33.31	3.43	3.29	3.52	9.12	10.13	9.46	买入
000301.SZ	东方盛虹	13.28	0.76	0.40	1.39	25.45	32.94	9.55	买入
002493.SZ	荣盛石化	12.39	1.27	0.71	1.33	14.30	17.42	9.30	买入
601117.SH	中国化学	8.42	0.84	0.90	1.16	14.29	9.34	7.28	买入
601966.SH	玲珑轮胎	20.09	0.58	0.40	1.54	63.02	50.16	13.06	买入
601058.SH	赛轮轮胎	9.54	0.45	0.50	0.66	32.87	18.90	14.51	买入
002984.SZ	森麒麟	31.41	1.16	1.42	2.72	30.66	22.12	11.57	买入
002001.SZ	新和成	19.70	1.40	1.24	1.63	18.52	15.89	12.09	买入
600216.SH	浙江医药	12.65	1.09	0.70	0.82	15.67	18.19	15.43	买入
600096.SH	云天化	21.15	1.98	3.53	3.77	9.90	5.99	5.61	买入
000902.SZ	新洋丰	12.14	0.96	1.26	1.58	17.59	9.62	7.69	买入
002539.SZ	云图控股	11.87	1.23	1.60	1.99	10.79	7.43	5.95	买入
600746.SH	江苏索普	9.01	2.06	0.78	0.91	6.71	11.52	9.90	未评级
600028.SH	中国石化	4.53	0.59	0.60	0.60	7.39	7.55	7.50	未评级
600346.SH	恒力石化	16.80	2.21	1.17	2.04	10.39	14.32	8.26	买入
600989.SH	宝丰能源	13.22	0.97	0.93	1.26	17.90	14.23	10.45	买入
002648.SZ	卫星化学	14.55	3.50	1.26	2.18	11.44	11.55	6.66	买入
002601.SZ	龙佰集团	17.88	1.96	1.68	2.45	13.49	10.65	7.30	买入
000830.SZ	鲁西化工	13.25	2.43	2.21	2.52	6.29	6.00	5.25	未评级
002068.SZ	黑猫股份	13.39	0.59	0.13	0.72	17.90	99.58	18.55	买入
600299.SH	安迪苏	8.99	0.55	0.56	0.67	22.45	15.99	13.33	未评级
600500.SH	中化国际	7.21	0.79	0.59	0.79	10.70	12.30	9.16	买入
300596.SZ	利安隆	55.23	2.04	2.62	3.43	21.97	21.10	16.09	买入

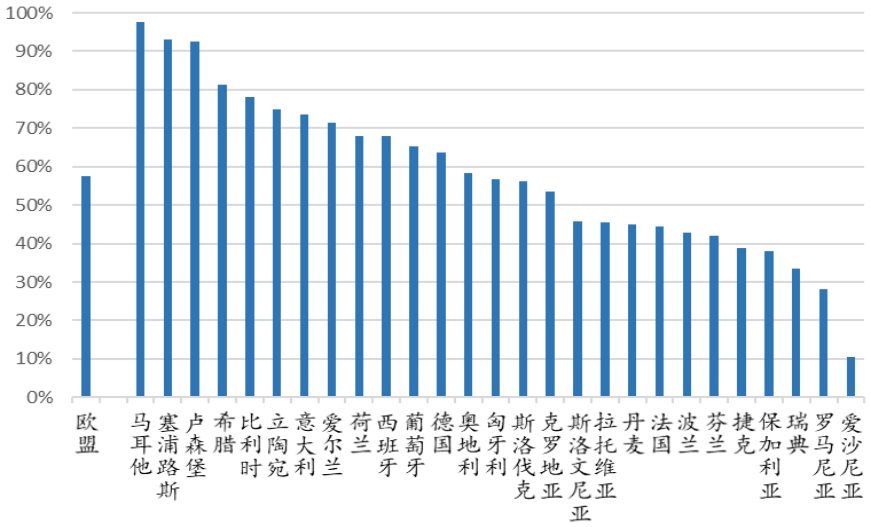
资料来源：Wind，国海证券研究所（注：标的按照在本报告出现顺序排列；未评级公司盈利预测取自wind一致预期）

- 俄乌冲突引发欧洲能源价格暴涨
- 部分产品国内和欧洲价差拉大，出口弹性显现
- 风险提示

欧盟能源消费中大部分来自进口

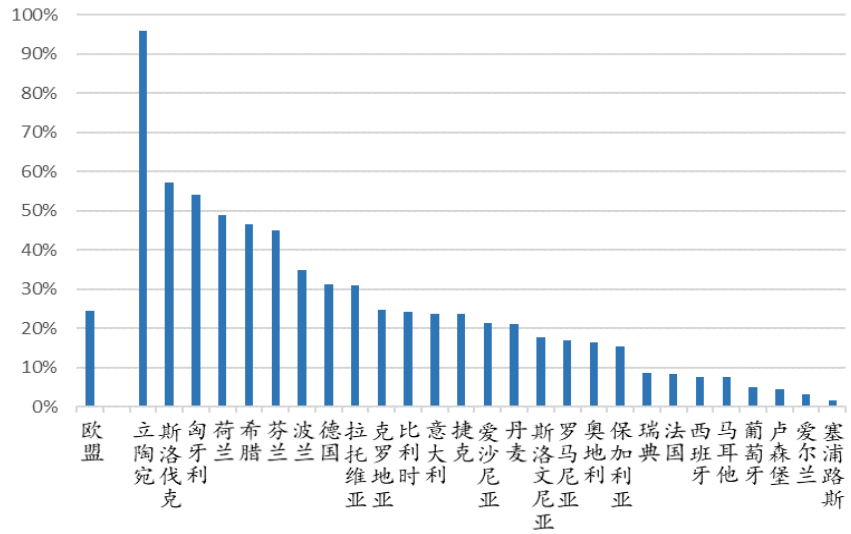
□ 2020年，欧盟消耗的能源共有57.5%来自进口，其自身的生产仅满足了42.5%的需求。俄罗斯是欧盟主要的天然气、石油和煤炭供应商，这些是欧盟能源结构中的主要能源商品。2020年，来自俄罗斯的进口能源满足了欧盟24.4%的能源需求。

图表：2020年欧盟的能源进口依赖度



资料来源：欧盟统计局，国海证券研究所

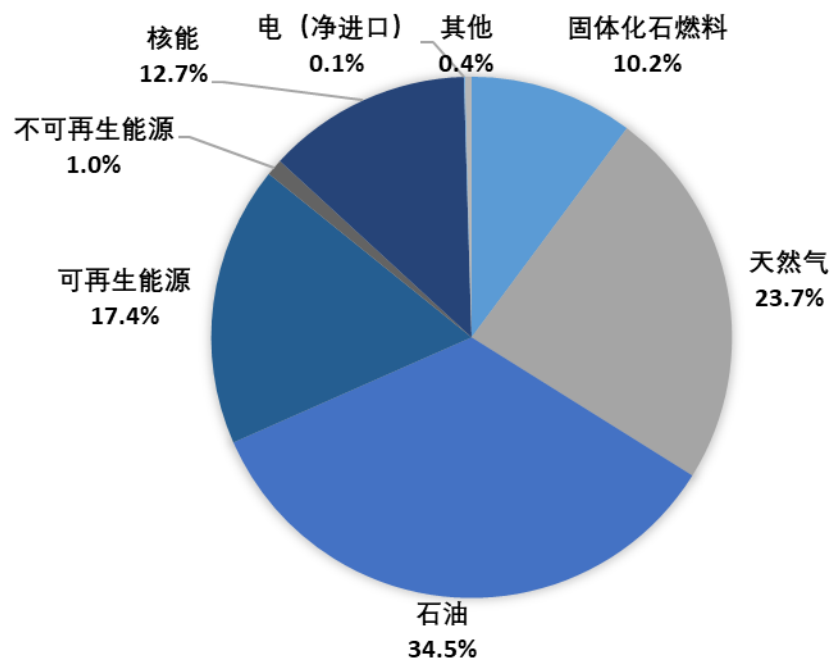
图表：2020年欧盟对俄罗斯的能源进口依赖度



资料来源：欧盟统计局，国海证券研究所

- 2020年欧盟的能源结构中包括35%的石油、24%的天然气、17%的可再生能源、13%的核能和10%的固体化石燃料。

图表：2020年欧洲能源消费结构

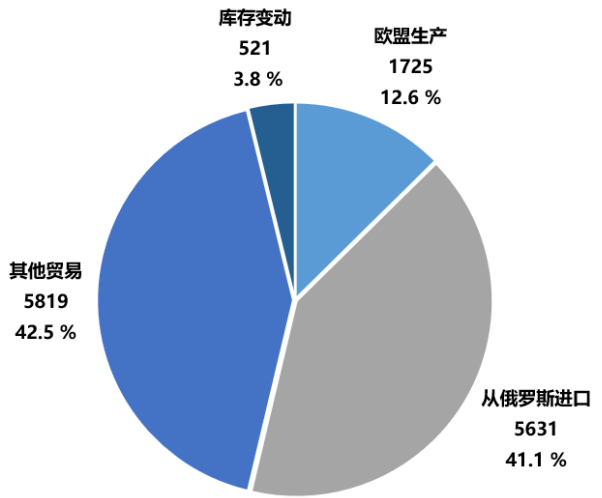


资料来源：欧盟统计局，国海证券研究所

欧盟天然气和石油对俄罗斯依赖程度高

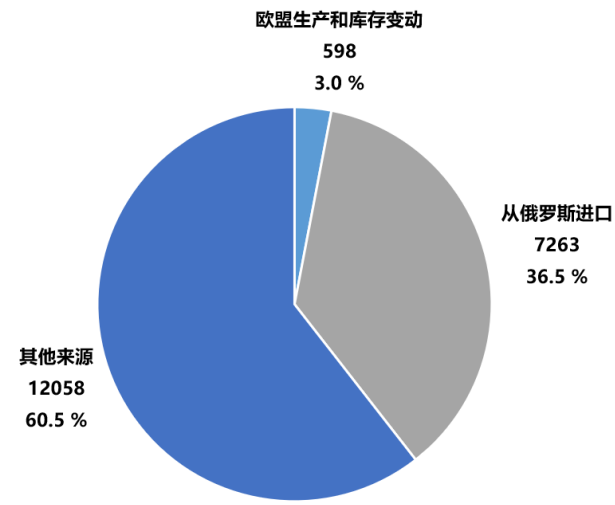
- 天然气是欧盟电力生产和供暖的主要燃料，占欧盟可用能源总量的23.7%，2020年的进口依赖率为83.6%，进口量为4006亿立方米。
- 欧盟对俄罗斯天然气的依赖在2011年至2020年期间有所增加，2020年，从俄罗斯进口的天然气达到欧盟总可用天然气的41.1%，成为从俄罗斯进口敞口最高的燃料。
- 石油在欧盟能源结构中所占的份额很大，从俄罗斯进口的石油满足了欧盟36.5%的需求。从2016到2020年，欧盟对俄罗斯石油的依赖从42.3%下降到36.5%。

图表：2020年欧盟天然气来源（千万亿焦耳）



资料来源：欧盟统计局，国海证券研究所

图表：2020年欧盟石油来源（千万亿焦耳）

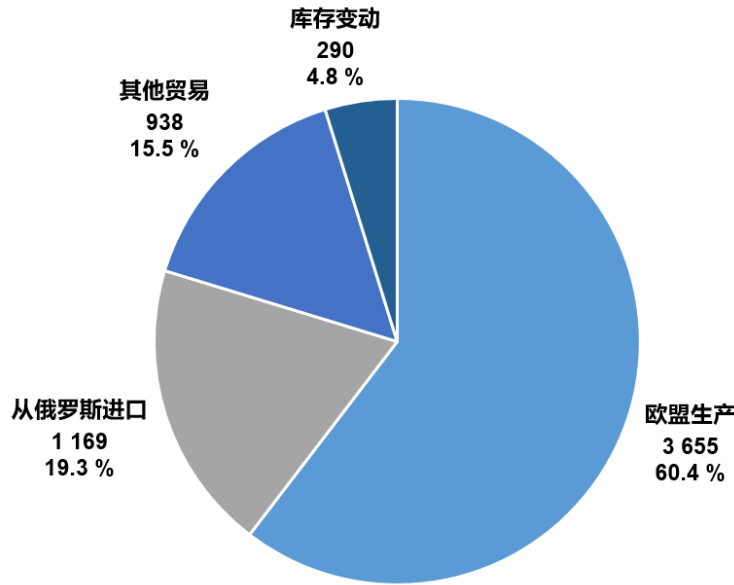


资料来源：欧盟统计局，国海证券研究所

欧盟能源消费中煤炭占比下降

- 在过去的30年里，欧盟的固体化石燃料一直呈下降趋势，从2018年开始，下降速度加快。2020年，固体化石燃料占欧盟能源结构的10.5%。
- 与石油和天然气相比，固体化石燃料的总进口依赖率略低，为34.8%，俄罗斯进口部分占欧盟固体化石燃料使用的19.3%。但是这个数字涵盖了所有类型的固体化石燃料，包括褐煤（欧盟的产量和消费量很高，贸易可以忽略不计）和焦炉焦炭（欧盟是其净出口国）。
- 据欧盟统计局数据，2020年欧盟自俄罗斯进口53%的硬煤，占其总需求的30%。

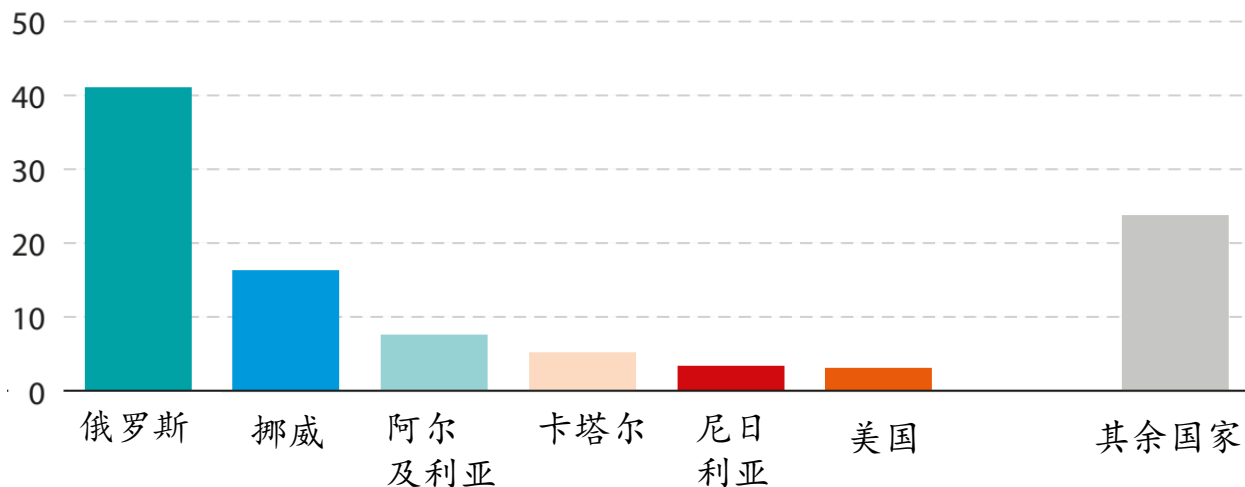
图表：2020年欧洲煤炭来源（千万亿焦耳）



资料来源：欧盟统计局，国海证券研究所

- 欧盟每年消耗的能源大约有五分之三来自进口，对原油和天然气的依赖程度特别高。2019年，欧盟从俄罗斯进口天然气1660亿立方米，占据最高份额，占比41.0%，其次是挪威(16.2%)和阿尔及利亚(7.6%)。

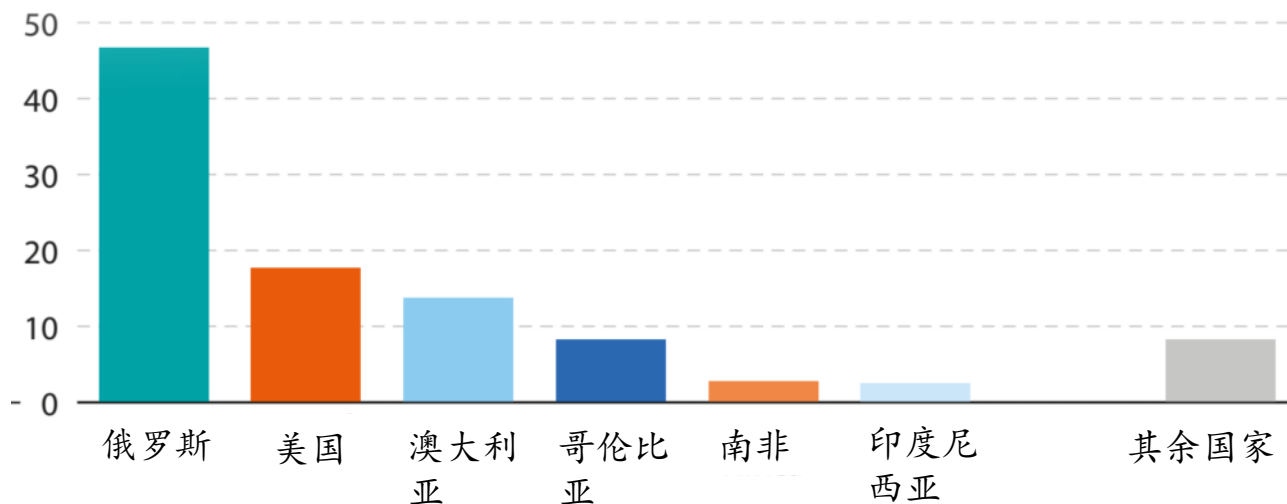
图表：2019年欧盟进口天然气按国家划分 (%)



资料来源：欧盟统计局，国海证券研究所

- 2019年, 欧盟从俄罗斯进口了5610万吨固体燃料, 占有所有固体燃料进口总量的46.7%, 其次是美国(17.7%)和澳大利亚(13.7%)。

图表：2019年欧盟进口固体燃料按国家划分 (%)

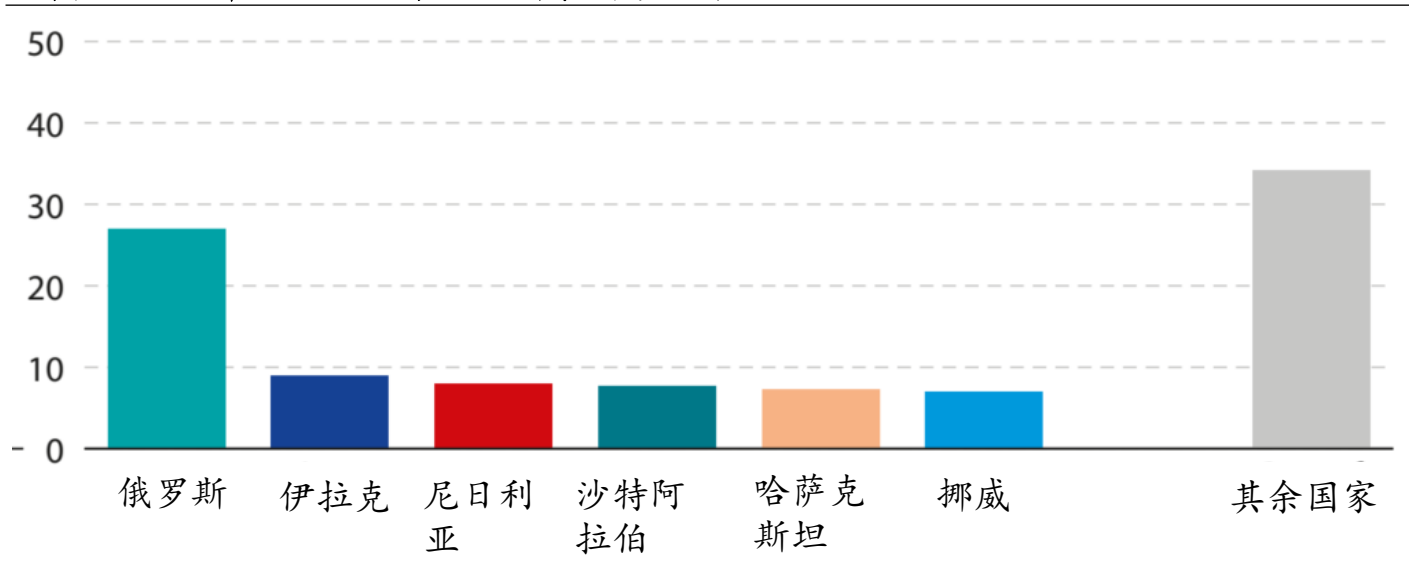


资料来源：欧盟统计局，国海证券研究所

2019年欧盟从俄罗斯进口原油占比26.9%

□ 2019年,欧盟从俄罗斯进口原油1.358亿吨,占欧盟原油进口总量的26.9%,其次是伊拉克,占比9.0%。

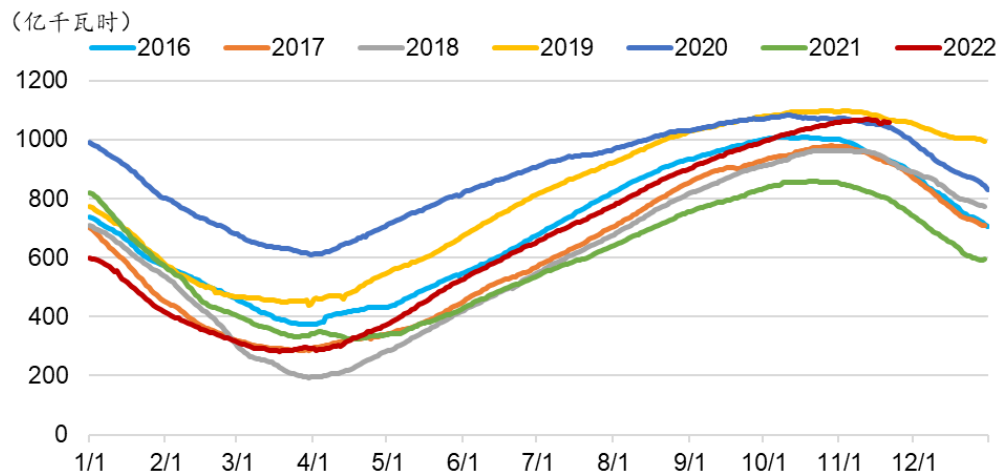
图表：2019年欧盟进口原油按国家划分（%）



资料来源：欧盟统计局，国海证券研究所

- 俄乌冲突发生后，西方国家出台多项政策，对俄进行制裁。截至2021年，作为大宗商品出口强国，俄罗斯生产了全球10%以上的石油和天然气，并供应欧洲接近40%的天然气，这导致西方现阶段对俄罗斯的制裁都绕开了油气供应等对欧洲至关重要的领域，而是集中在技术领域。但欧洲对于俄罗斯能源供应的不确定性，导致欧洲市场油价和天然气价格暴涨。
- 根据欧洲储气量来看，2022年欧洲整体储气量处在历史低位，4月份之后，由于天然气断供的担忧，欧洲加快了增加库存的速度。据央视新闻，俄罗斯天然气工业股份公司8月19日宣布，“北溪”天然气项目管道仅剩的一台涡轮机将从8月31日起停机检修三天，市场对于能源担忧加重。
- 2022年11月，欧盟气候监测机构哥白尼气候变化服务机构发布的季节性展望中表示，对欧洲未来三个月出现较温和天气比以往更有信心。最近几周，欧洲各地的天气尤为温和，这使得天然气的使用量相对较低，目前天然气的储量较为充足。

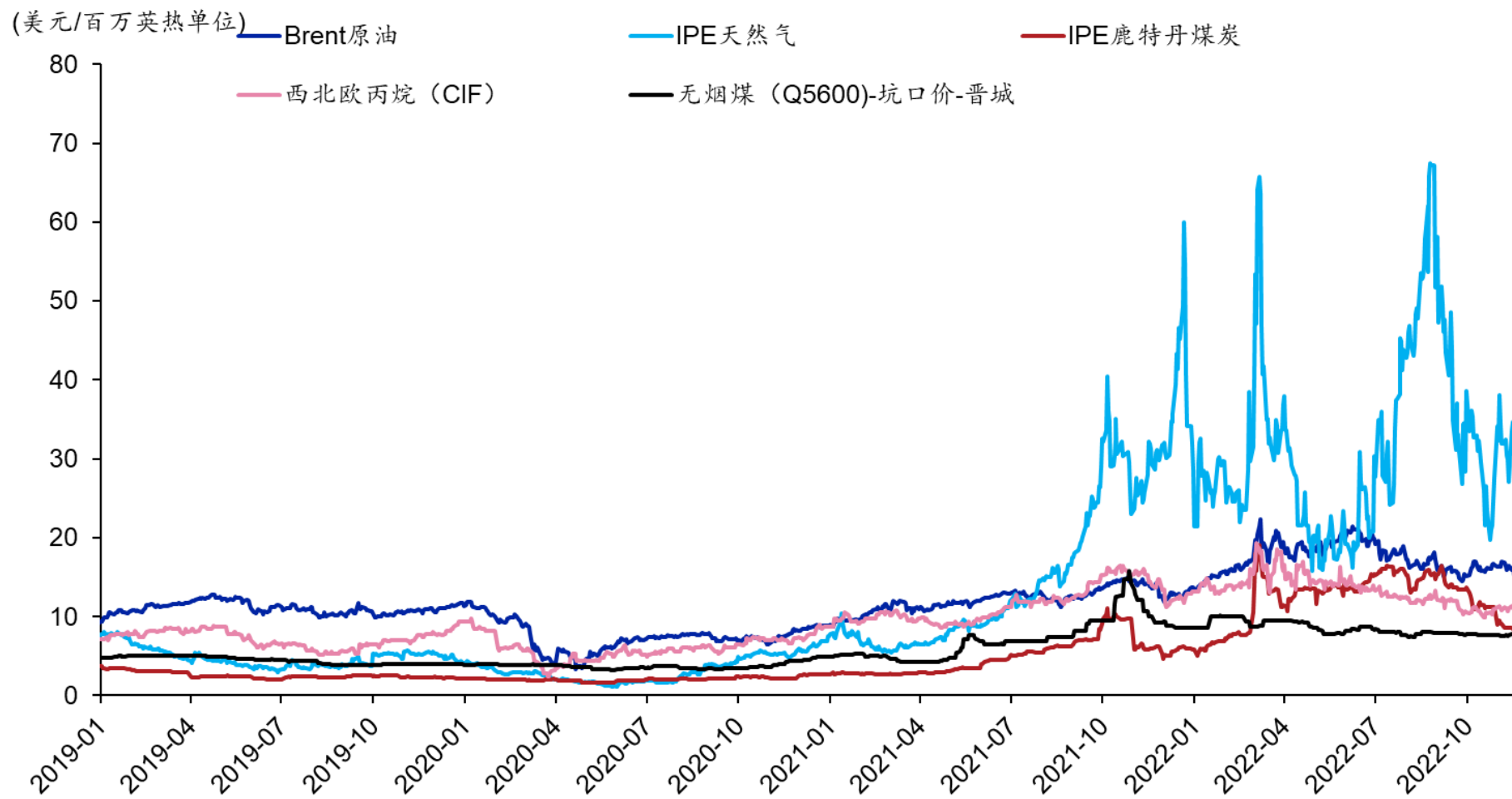
图表：欧洲储气量



资料来源：AGSI，国海证券研究所（数据截至11月22日）

欧洲主要能源及化工原材料价格上涨，天然气涨幅大

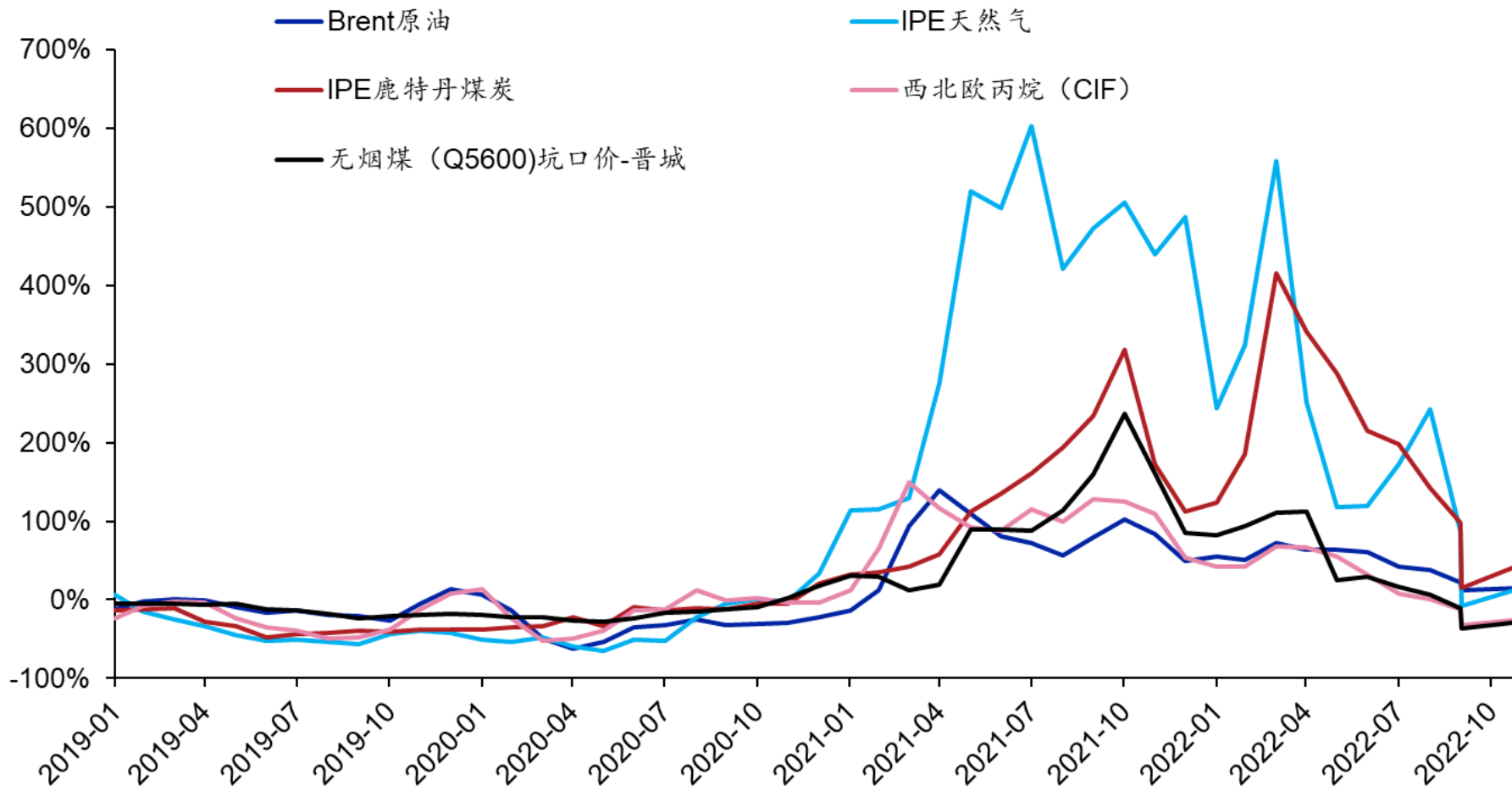
图表：主要能源及化工原材料价格



资料来源：wind，国海证券研究所 注：数据统计截止至2022年11月23日

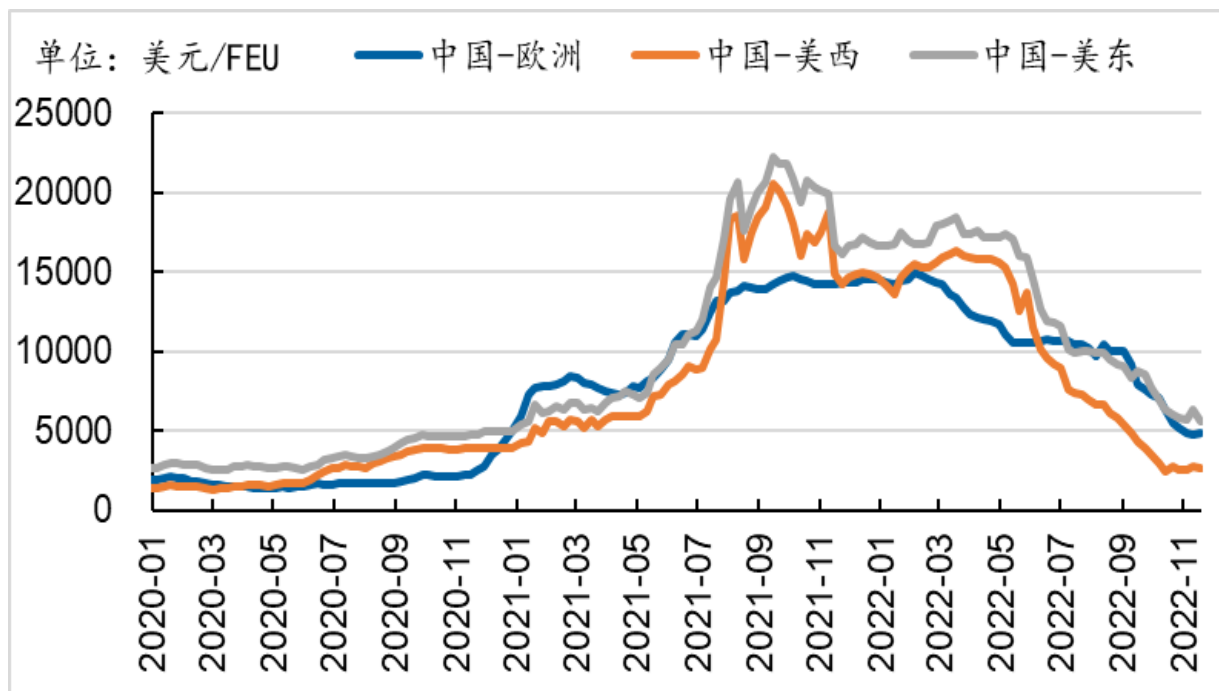
欧洲主要能源及化工原材料价格同比上涨，天然气涨幅大

图表：主要能源及化工原材料价格月度均价同比变化情况



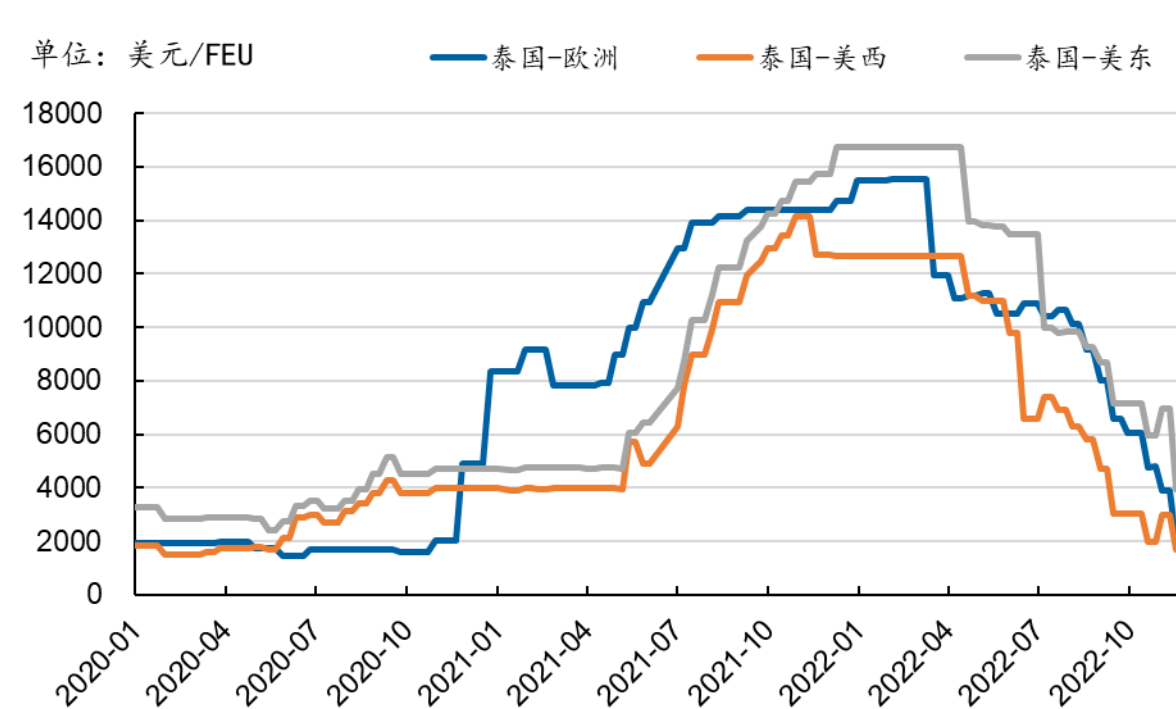
资料来源：wind，国海证券研究所 注：数据统计截止至2022年11月23日

图表：中国出口海运集装箱FBX指数



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所 注：数据统计截止至2022年11月18日

图表：泰国出口海运集装箱FBX指数



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所 注：数据统计截止至2022年11月17日

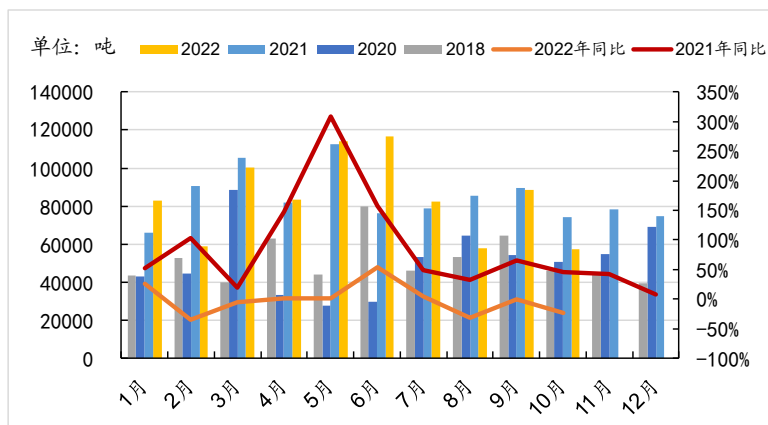
- 俄乌冲突引发欧洲能源价格暴涨
- 部分产品国内和欧洲价差拉大，出口套利窗口打开
- 风险提示

图表：MDI全球供需平衡

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
名义产能 (万吨)	902	972	972	1072	1112
产能利用率	81%	81%	85%	82%	83%
全球消费量 (万吨)	735	786	829	877	925
全球消费量增速 (%)		6.94%	5.49%	5.75%	5.49%

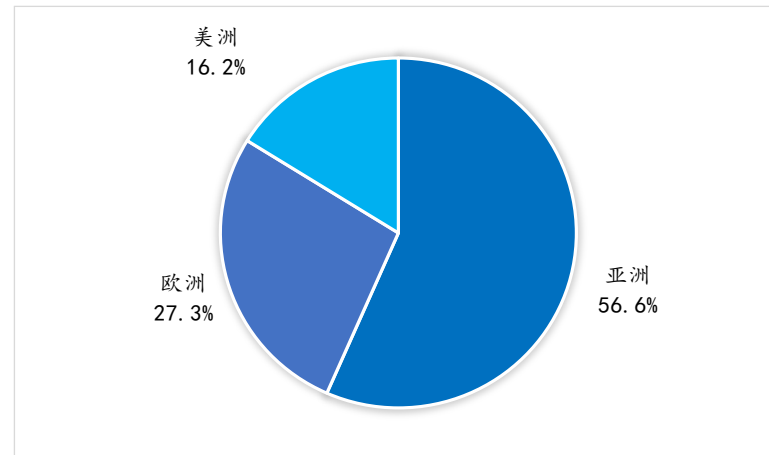
资料来源：卓创资讯，百川资讯，化工在线，相关公司公告，国海证券研究所

图表：聚合MDI月度出口数量情况



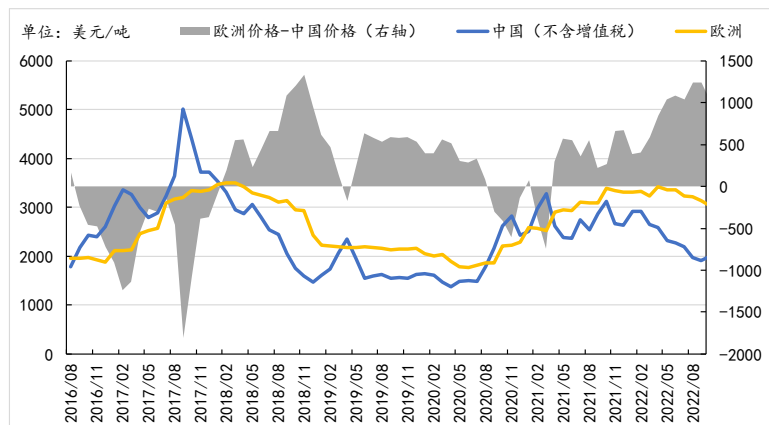
资料来源：百川资讯，国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

图表：MDI产能主要分布在亚欧美洲（2021年）



资料来源：卓创资讯，百川资讯，相关公司公告，国海证券研究所

图表：欧洲与中国聚合MDI价格差距维持高位



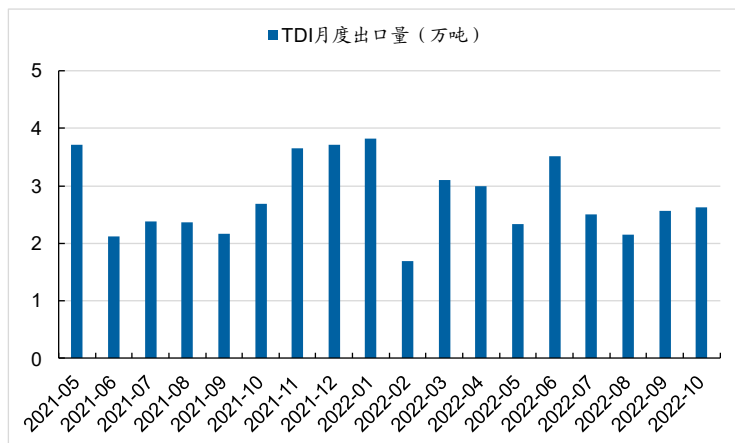
资料来源：Wind, Bloomberg, 国海证券研究所
注：图中欧洲价格暂不包含天然气附加费；3月9日，亨斯迈宣布在欧洲等地区销售的MDI、聚醚等将征收300欧元/吨的天然气附加费。数据统计截止至2022年10月31日

图表：TDI全球供需平衡

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
名义产能 (万吨)	349.5	349.5	355.5	397	397
产能利用率	77%	81%	84%	79%	83%
全球消费量 (万吨)	269	284	299	315	331
全球消费量增速 (%)		5.31%	5.31%	5.31%	5.32%

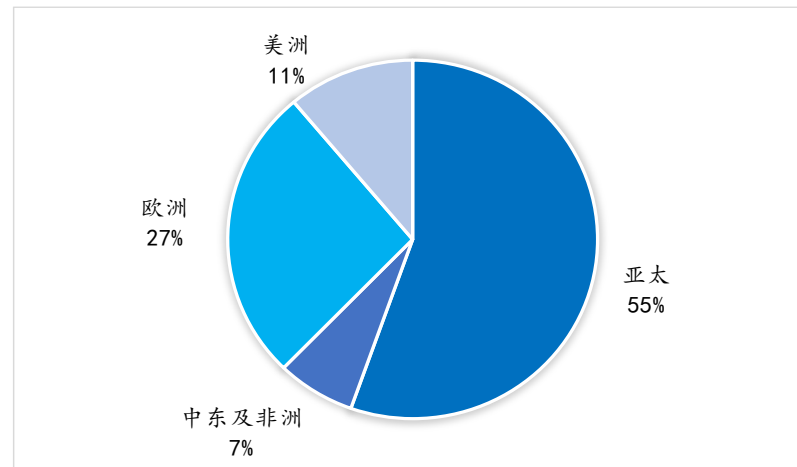
资料来源：卓创资讯，百川资讯，天天化工网，相关公司公告，国海证券研究所

图表：TDI 月度出口数量情况



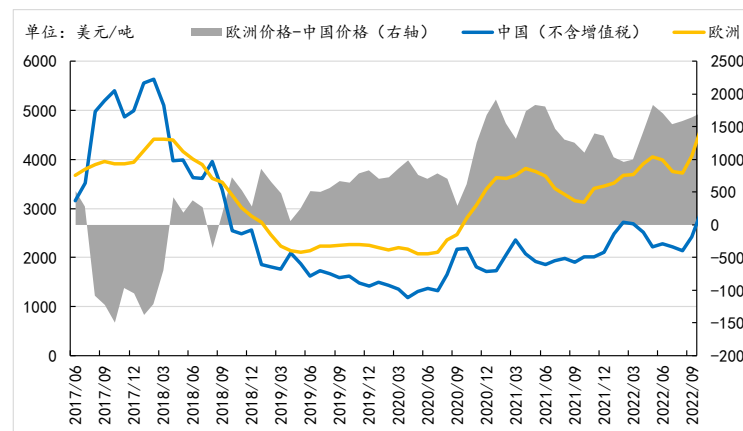
资料来源：百川资讯，国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

图表：TDI产能主要分布在亚欧美洲（2021年）



资料来源：卓创资讯，百川资讯，天天化工网，相关公司公告，国海证券研究所

图表：欧洲与中国聚合TDI价格差距维持高位



资料来源：Wind, Bloomberg, 国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

- 短期看，影响万华化学基本面的是产品的景气度。聚氨酯板块是万华的立足之本，万华化学在聚氨酯板块具有明显的成本和竞争优势，且优势正在扩大。2022年一季度，受疫情等因素影响，下游开工不畅、物流受阻，MDI及TDI价格弱势下滑。6月，国内和日韩有部分MDI装置将进行检修，供给端收缩；同时，随着疫情有效控制，下游需求有望复苏，我们看好疫情后MDI及TDI景气快速修复。
- 欧洲MDI产能主要以天然气为原料，受地缘政治影响，欧洲天然气价格高企，欧洲厂商在成本端面临较大压力。同时，随着俄乌问题持续发酵，相关厂商天然气供应也存一定不确定性。我们认为目前万华相比于国外公司的成本优势将扩大，供应稳定性将恢复向好。
- 长远看，影响万华基本面的是未来的成长。截至2022年三季度末，公司在建工程达421.99亿元，占固定资产的比例达63%，万华化学将又进入快速扩张期。据我们统计，按照2022年平均价格计算，如果万华化学现有规划项目全部如期投产，预计2022年将新增营收208亿元，2022-2023年新项目将新增年营收累计542亿元，全部项目均投产后将新增年营收累计1808亿元。
- 预计公司2022-2024年归母净利润分别为176.54、249.77、323.99亿元，对应PE分别16、11、9（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：万华化学盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	145537.82	170310.17	191879.84	228628.65
增长率(%)	98.19	17.02	12.66	19.15
归母净利润（百万元）	24648.75	17654.36	24976.61	32398.65
增长率(%)	145.47	(28.38)	41.48	29.72
摊薄每股收益（元）	7.85	5.62	7.95	10.32
ROE(%)	35.98	20.49	22.48	22.57
P/E	12.87	15.92	11.25	8.67
P/B	4.63	3.26	2.53	1.96
P/S	2.18	1.65	1.46	1.23
EV/EBITDA	9.06	10.52	8.19	6.12

资料来源：wind，国海证券研究所

- 沧州大化是国内TDI主要厂商，目前拥有TDI产能15万吨/年，同时26.5万吨/年新增产能持续推进中。TDI产能主要分布在亚洲和欧洲，其中欧洲占比达27%。欧洲TDI产能主要以天然气为原料，受地缘政治影响，欧洲天然气价格高企，欧洲厂商在成本端面临较大压力，中欧价格差距处于高位，国内产品在价格和成本方面优势凸显。
- 烧碱行业作为国民经济基础性化工原材料，沧州大化烧碱产能为16万吨（折百计算）。公司在满足TDI生产需求的同时，部分产品外售供应周边地区。公司大力发展中小客户，开发了天津、黄骅及霸州等周边区域多个用户，并挖潜现有客户的需求，使销售价格更贴近市场，逐渐摆脱了对大客户的依赖性，也保证了公司利益最大化。
- 预计公司2022-2024年归母净利润分别为3.24、4.05、4.53亿元，对应PE分别22、18、16（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

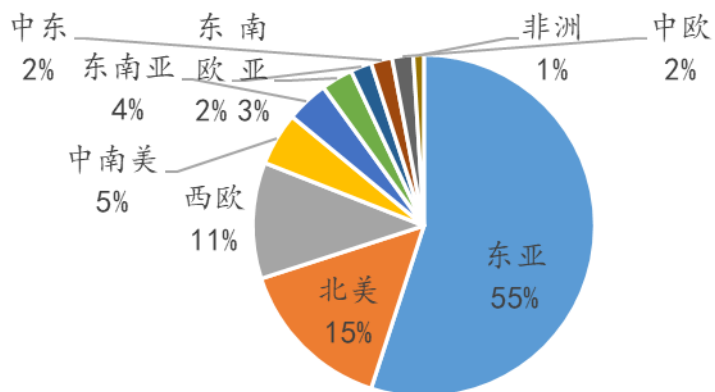
图表：沧州大化盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2387.38	3296.14	3760.84	4324.97
增长率(%)	44.40	38.06	14.10	15.00
归母净利润（百万元）	220.28	323.60	405.02	452.93
增长率(%)	496.39	46.90	25.16	11.83
摊薄每股收益（元）	0.53	0.77	0.97	1.08
ROE(%)	5.82	7.87	8.97	9.12
P/E	26.63	22.06	17.62	15.76
P/B	1.57	1.74	1.58	1.44
P/S	2.50	2.17	1.90	1.65
EV/EBITDA	14.07	35.05	11.59	17.00

资料来源：wind，国海证券研究所

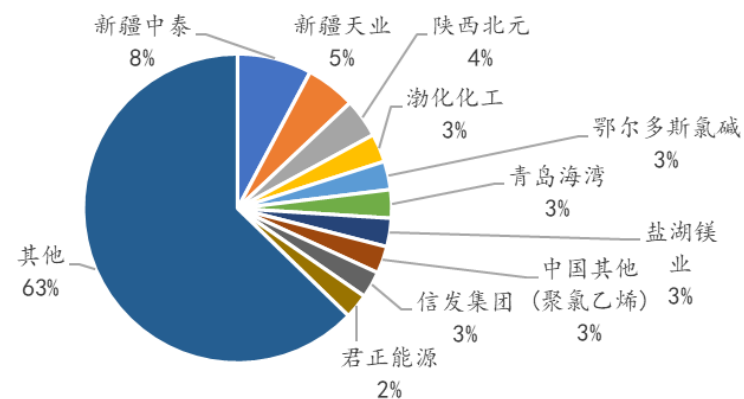
- PVC按生产工艺可以分为以煤炭为源头的电石法和以石油为源头的乙烯法。多煤少油的国情，使电石法目前在我国PVC行业占据主导地位。根据中国氯碱网最新产能调查数据显示，截至2021年底，中国聚氯乙烯现有产能为2712.5万吨（包含聚氯乙烯糊状树脂139.5万吨），其中电石工艺路径的产能有2112.5万吨，占比78%；乙烯工艺路径的产能有600万吨，占比22%。
- 据新疆天业2021年报，2020年全球总产能在5817万吨左右，主要生产地集中在亚洲、美洲和欧洲地区，中国PVC总产能约占全球总产能的45%以上，世界占比最大。2020年全球消费总量达4700万吨。其中PVC的需求主要集中在东北亚（主要是中国）、北美（主要是美国）以及欧洲西部三个区域，其需求量占全球PVC需求量的70%左右。
- 全球最大的PVC净出口地区分别为北美、东北亚和西欧，主要进口地区是印度、中东、东南亚、非洲等。美国是全球氯碱强国，近年来美国页岩气的兴起，大大降低氯碱制造成本，提高了美国氯碱企业的综合竞争力，北美是全球最大的PVC净出口地区，近年占全球PVC出口贸易的35%左右。

图表：2019年全球PVC产能分布



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

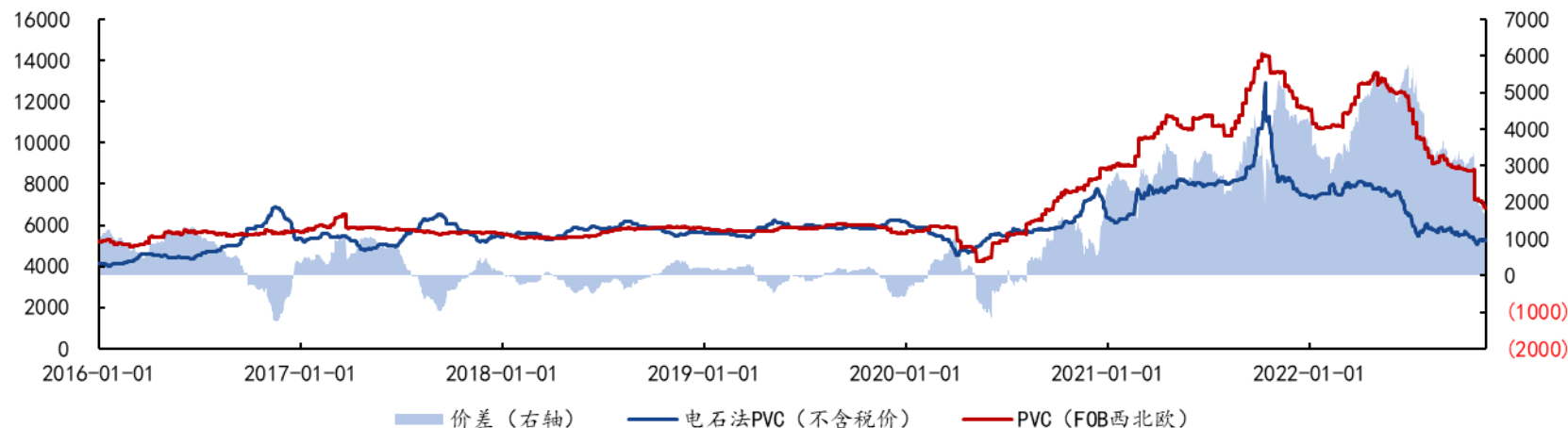
图表：国内PVC企业产能分布（2022.6）



资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

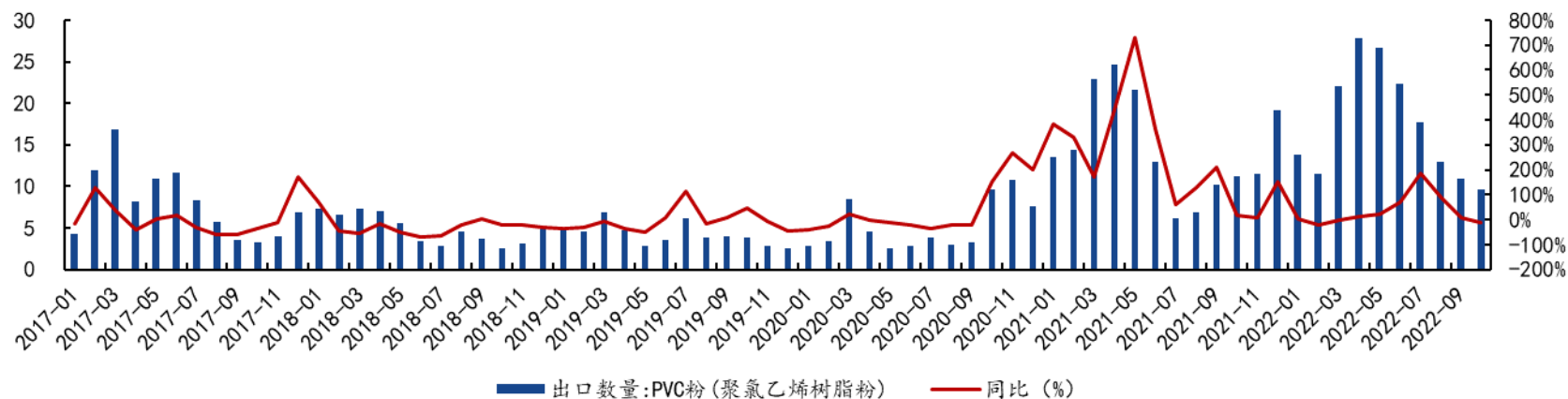
PVC: 2021年以来出口数量明显提升

图表：国内外PVC价格及价差（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所（注：数据统计截止至2022年11月16日）

图表：中国PVC月度出口数量（万吨）



资料来源：wind，卓创数据，海关总署，国海证券研究所（注：数据统计截止至2022年10月31日）

- 公司依托产业政策和新疆地区丰富的自然资源，打造了“煤炭-电石-热电-氯碱化工-粘胶纤维-粘胶纱”上下游一体化的循环经济产业链，国内氯碱化工行业少数拥有完整产业链的企业。截至2021年底，公司PVC产能为205万吨/年，占国内总产能的约8%，烧碱产能146万吨/年，粘胶纤维产能73万吨/年。公司拥有氯碱生产所需的煤炭、原盐、石灰石等资源，向下延伸粘胶纤维、粘胶纱的生产，实现烧碱、粘胶纤维等产品的部分内部消化，逐步扩大疆内消耗比例，减少了整个产业链的物流运输成本，延伸了下游产业，实现资源、能源的就地高效转化，打造智能化、集群化、园区化的氯碱化工、纺织工业生产基地，有效实现环境、经济和生态效益的协调发展。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：中泰化学盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	62,463.28	63,358.00	61,400.50	61,074.50
增长率(%)	-25.83	1.43	-3.09	-0.53
归母净利润（百万元）	2,702.67	2,306.00	2,667.50	3,885.50
增长率(%)	1,769.96	-14.68	15.68	45.66
EPS(摊薄)	1.05	0.89	1.03	1.49
ROE(摊薄)(%)	10.71	7.45	8.05	10.55
P/E	9.09	7.34	6.35	4.36

资料来源：wind一致性预期，国海证券研究所

□ 规模优势明显

公司长期致力于主业发展，截至2021年底，纯碱、粘胶短纤维年产能分别达到340万吨、78万吨，是国内纯碱、化纤知名企业。公司PVC、烧碱、有机硅单体年产能分别达到52.5万吨、53万吨、20万吨，行业内均有较大影响力。随着生产规模的不断扩大，规模经济效益显著，行业竞争力明显提升。

□ 以“两碱一化”为核心开启特色循环经济，有效实现利润最大化

公司在国内首创了以“两碱一化”为主，热力供应、精细化工等为辅的循环经济体系，以氯碱为中枢，纯碱、粘胶短纤、有机硅等上下游串联的产业链。公司利用生产PVC的电石废渣代替部分石灰石作为生产纯碱的原材料；利用纯碱的蒸氨废液上清液生产氯化钙和晒盐等；公司烧碱的自用率达到80%，切实实施资源的循环利用和能量的接替利用，达到了增产、增效、降成本及能耗、节水节电的良好效果。

□ 项目建设稳步推进，产能持续扩张

公司20万吨/年有机硅扩建工程稳步推进，该项目将采用多项自主研发新技术和国内领先的大型流化床装置，预计2023年3月建成投产，项目建成后，公司有机硅单体总规模将达到40万吨/年，规模及成本优势显著。6万吨新溶剂法绿色纤维素纤维项目报建手续办理稳步推进，项目建成后，公司每年可新增莱赛尔纤维素纤维6万吨，不仅可进一步扩大公司再生纤维素纤维产业规模，且为国家产业政策中鼓励类项目。

预计公司2022、2023和2024年实现归母净利润16.13、19.54和22.15亿元，对应PE 8.50/7.01/6.19倍（2022.11.30），维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险；原料价格及供应风险；下游需求不及预期风险；项目建设风险；安全生产风险；汇率风险；产品研发和应用风险。

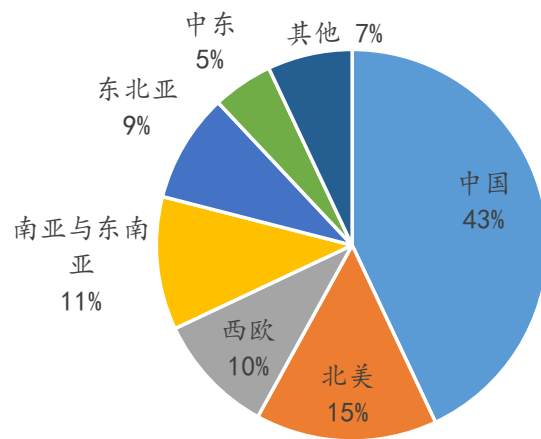
图表：三友化工盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	23182.25	24669.11	25880.67	27441.38
增长率（%）	30.38	6.41	4.91	6.03
归母净利润（百万元）	1671.01	1612.84	1954.16	2214.98
增长率（%）	133.04	-3.48	21.16	13.35
摊薄每股收益（元）	0.81	0.78	0.95	1.07
ROE（%）	13.05	11.19	11.94	11.92
P/E	10.75	8.50	7.01	6.19
P/B	1.40	0.95	0.84	0.74
P/S	0.77	0.56	0.53	0.50
EV/EBITDA	5.74	5.03	4.34	3.82

资料来源：Wind，国海证券研究所

- 据中国石油和化工大数据，2019年液体烧碱的国际贸易总额达到33.8亿美元，同比减少34.9%；总贸易量为1663.1万吨，同比增加22.8%。世界液体烧碱进口主要来自巴西、荷兰、芬兰等国家或地区，以上三国合计进口量占世界总进口量的32.0%。其中，巴西为头号进口国，全年进口量约占世界进口总量的13.7%。世界液体烧碱出口主要是美国、荷兰和日本等国家或地区，以上三国合计出口量占世界贸易总量的58.9%。其中，美国全年出口约占世界贸易总量37.8%。
- 据中国石油和化工大数据，2019年，世界固体烧碱的国际贸易总额达到6.7亿美元，同比减少40.7%；总贸易量为132.6万吨，同比变化不大。世界固体烧碱进口主要来自尼日利亚、越南、乌兹别克斯坦等国家或地区，以上三国合计进口量占世界总进口量的12.8%。其中尼日利亚为头号进口国，全年进口量约占世界进口总量的4.7%。世界固体烧碱出口主要来自中国、印度和中国台湾等国家或地区，以上三者合计出口量占世界贸易总量的62.1%。其中，中国全年出口固体烧碱约占世界贸易总量的44.1%。

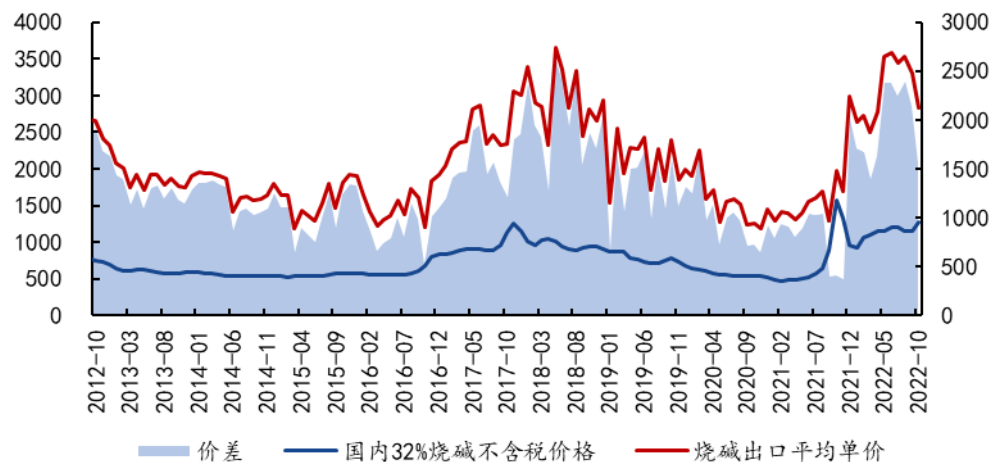
图表：全球烧碱产能分布（2021年）



资料来源：中宇资讯，国海证券研究所

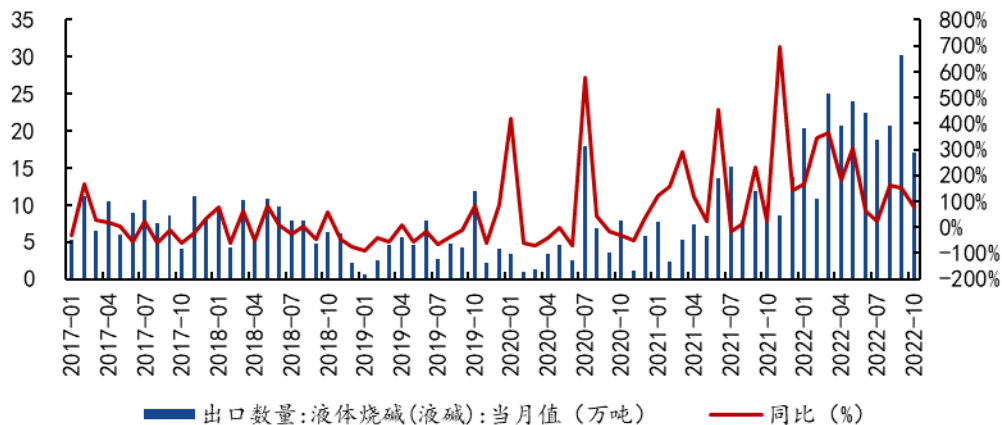
烧碱：液碱出口量明显增长

图表：烧碱价格（元/吨）



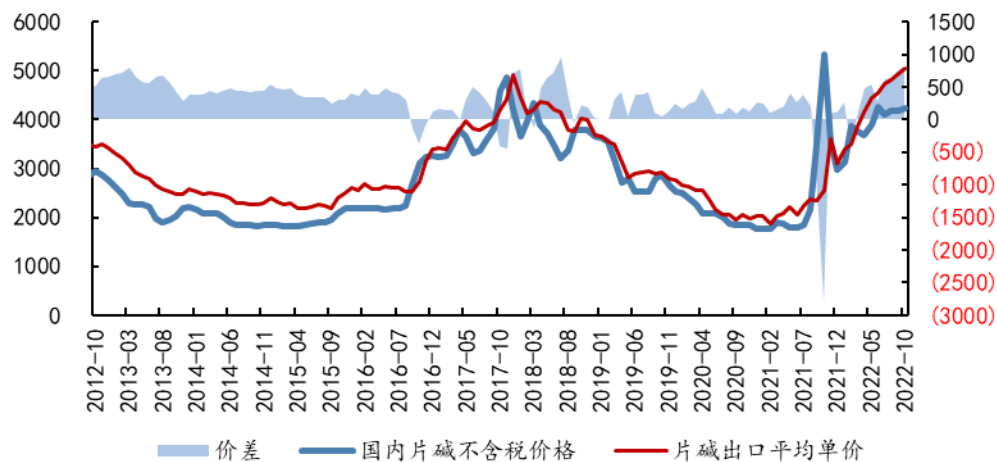
资料来源：wind, 百川盈孚, 国海证券研究所
(注：数据统计截止至2022年10月31日)

图表：国内液碱月度出口数量



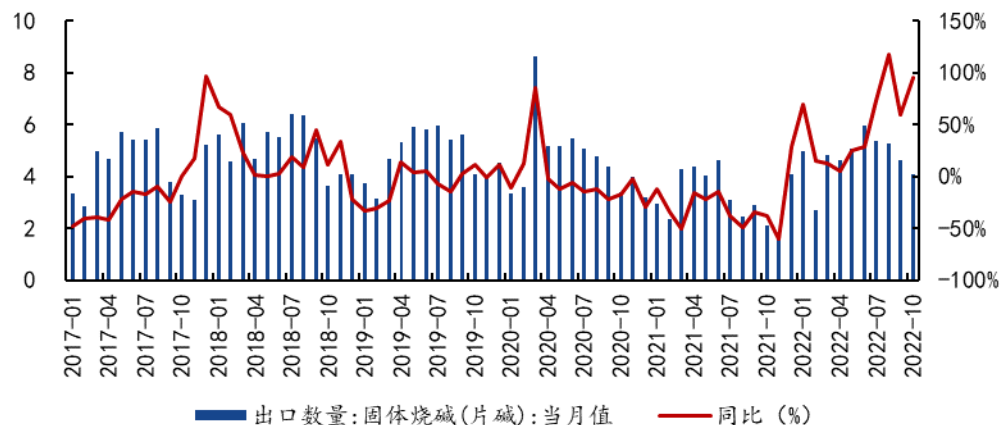
资料来源：wind, 百川盈孚, 国海证券研究所
(注：数据统计截止至2022年10月31日)

图表：片碱价格（元/吨）



资料来源：wind, 百川盈孚, 国海证券研究所
(注：数据统计截止至2022年10月31日)

图表：国内片碱月度出口数量



资料来源：wind, 百川盈孚, 国海证券研究所
(注：数据统计截止至2022年10月31日)

- 公司依托产业政策和新疆地区丰富的自然资源，打造了“煤炭-电石-热电-氯碱化工-粘胶纤维-粘胶纱”上下游一体化的循环经济产业链，国内氯碱化工行业少数拥有完整产业链的企业。截至2021年底，公司PVC产能为205万吨/年，占国内总产能的约8%，烧碱产能146万吨/年，粘胶纤维产能73万吨/年。公司拥有氯碱生产所需的煤炭、原盐、石灰石等资源，向下延伸粘胶纤维、粘胶纱的生产，实现烧碱、粘胶纤维等产品的部分内部消化，逐步扩大疆内消耗比例，减少了整个产业链的物流运输成本，延伸了下游产业，实现资源、能源的就地高效转化，打造智能化、集群化、园区化的氯碱化工、纺织工业生产基地，有效实现环境、经济和生态效益的协调发展。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：中泰化学盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	63,358.00	61,400.50	61,074.50	63,358.00
增长率(%)	1.43	-3.09	-0.53	1.43
归母净利润（百万元）	2,306.00	2,667.50	3,885.50	2,306.00
增长率(%)	-14.68	15.68	45.66	-14.68
EPS(摊薄)	0.89	1.03	1.49	0.89
ROE(摊薄)(%)	7.45	8.05	10.55	7.45
P/E	7.34	6.35	4.36	7.34

资料来源：wind一致性预期，国海证券研究所

- 公司烧碱产能61万吨，在山东省内位居前列。其中粒碱产能20万吨，是国内最大的粒碱生产商；片碱装置20万吨，在山东省内处于龙头地位。2021年食品级液碱及食品级固体碱销量均较上年有所增长，目前公司已经成为国内最大的食品级烧碱生产企业。
- 公司拥有丰富的环氧丙烷生产经验和客户积累，环氧丙烷装置技术和运行水平在国内氯醇法生产企业中处于领先水平，目前产能达28万吨，商品量居全国前列，2021年国内市场占有率约6%。公司环氧丙烷装置技术和运行水平在国内氯醇法生产企业中处于领先水平。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：滨化股份盈利预测（2022. 11. 30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9,268.14	10,565.00	15,016.50	17,157.50
增长率(%)	43.53	13.99	42.13	14.26
归母净利润（百万元）	1,625.92	1,562.00	1,851.00	2,254.00
增长率(%)	220.57	-3.93	18.50	21.77
EPS(摊薄)	0.81	0.76	0.90	1.10
ROE(摊薄)(%)	15.92	13.45	13.70	14.30
P/E	9.81	6.98	5.89	4.84

资料来源：wind一致性预期，国海证券研究所

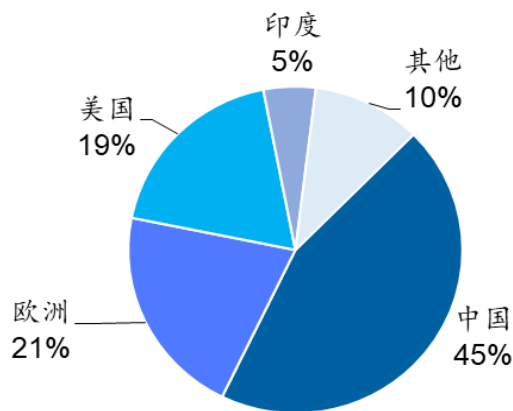
- 短期看，影响万华化学基本面的是产品的景气度。聚氨酯板块是万华的立足之本，万华化学在聚氨酯板块具有明显的成本和竞争优势，且优势正在扩大。2022年一季度，受疫情等因素影响，下游开工不畅、物流受阻，MDI及TDI价格弱势下滑。6月，国内和日韩有部分MDI装置将进行检修，供给端收缩；同时，随着疫情有效控制，下游需求有望复苏，我们看好疫情后MDI及TDI景气快速修复。
- 欧洲MDI产能主要以天然气为原料，受地缘政治影响，欧洲天然气价格高企，欧洲厂商在成本端面临较大压力。同时，随着俄乌问题持续发酵，相关厂商天然气供应也存一定不确定性。我们认为目前万华相比于国外公司的成本优势将扩大，供应稳定性将恢复向好。
- 长远看，影响万华基本面的是未来的成长。截至2022年三季度末，公司在建工程达421.99亿元，占固定资产的比例达63%，万华化学将又进入快速扩张期。据我们统计，按照2022年平均价格计算，如果万华化学现有规划项目全部如期投产，预计2022年将新增营收208亿元，2022-2023年新项目将新增年营收累计542亿元，全部项目均投产后将新增年营收累计1808亿元。
- 预计公司2022-2024年归母净利润分别为176.54、249.77、323.99亿元，对应PE分别16、11、9（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：万华化学盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	145537.82	170310.17	191879.84	228628.65
增长率(%)	98.19	17.02	12.66	19.15
归母净利润（百万元）	24648.75	17654.36	24976.61	32398.65
增长率(%)	145.47	(28.38)	41.48	29.72
摊薄每股收益（元）	7.85	5.62	7.95	10.32
ROE(%)	35.98	20.49	22.48	22.57
P/E	12.87	15.92	11.25	8.67
P/B	4.63	3.26	2.53	1.96
P/S	2.18	1.65	1.46	1.23
EV/EBITDA	9.06	10.52	8.19	6.12

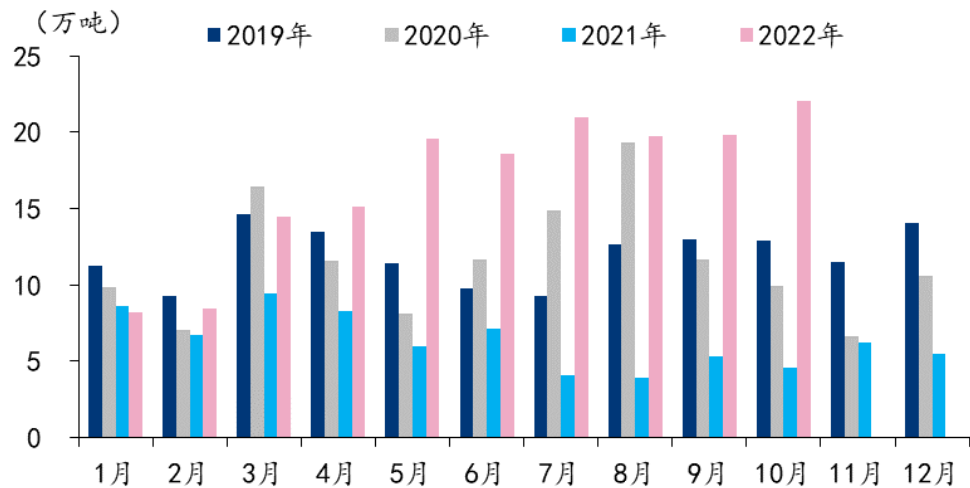
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：全球纯碱分布情况（2018年）



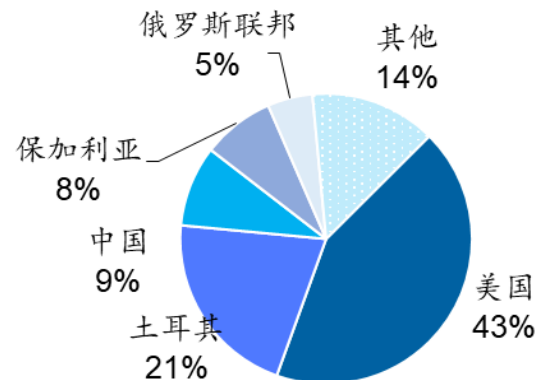
资料来源：Telesivory Research, 国海证券研究所

图表：国内纯碱出口同比增长



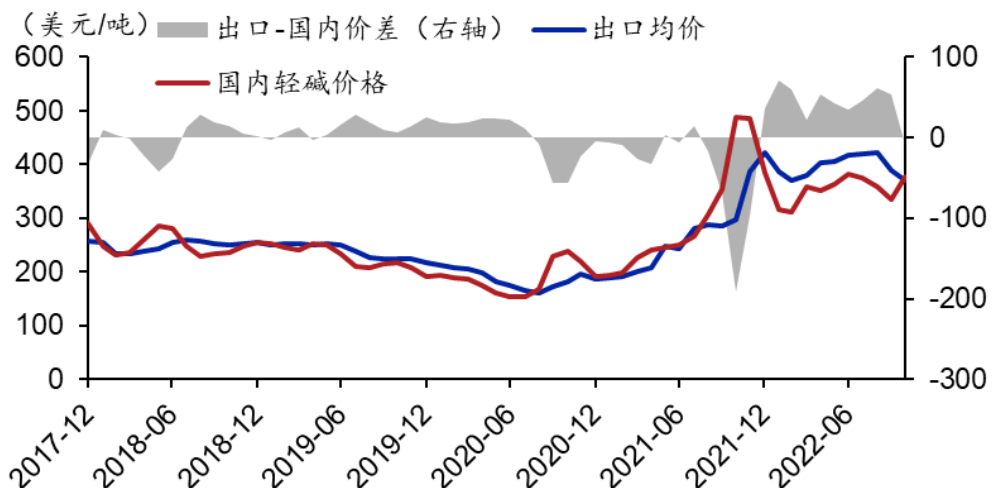
资料来源：wind, 国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

图表：全球纯碱主要出口国（2018年）



资料来源：期货日报, 百川资讯, 国海证券研究所

图表：中国出口均价-国内纯碱价差情况（不含增值税）



资料来源：wind, 国海证券研究所
注：国内纯碱出口以轻碱为主；数据统计截止至2022年10月31日

- 公司是国内天然碱龙头，拥有天然碱法制纯碱180万吨/年（纯碱市占率5.9%）、小苏打110万吨/年（产能全国第一）。受益于纯碱、尿素行业景气持续，公司业绩不断创新高。
- 公司拟主导大型天然碱开发，低成本优势更加突出，未来成长可期。公司获得银根矿业项目60%股权，天然碱矿保有储量增加10.78亿吨，平均品位65.8%，进一步夯实公司稀缺资源基础；银根矿业拟建设860万吨/年天然碱项目，一期500万吨/年纯碱、40万吨/年小苏打，预计2023年上半年投产；二期280万吨/年纯碱、40万吨/年小苏打，预计2026年上半年投产，打开公司长期成长空间。
- 盈利预测和投资评级：公司已实现对银根矿业持股60%，预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为31.62/39.95/53.14亿元，对应PE为9/7/5倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：原材料价格波动风险、产品价格大幅下跌风险、下游需求不及预期、银根矿业项目建设投产低于预期、大股东债务问题、收购进度不及预期。

图表：远兴能源盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12148.53	11835.52	15226.73	20248.85
增长率(%)	57.81	(2.58)	28.65	32.98
归母净利润（百万元）	4951.34	3162.45	3995.60	5314.48
增长率(%)	7171.11	(36.13)	26.35	33.01
摊薄每股收益（元）	1.36	0.87	1.10	1.47
ROE(%)	32.31	17.16	17.81	19.16
P/E	5.37	9.30	7.36	5.53
P/B	1.75	1.60	1.31	1.06
P/S	2.21	2.48	1.93	1.45
EV/EBITDA	6.14	5.63	3.75	2.50

资料来源：wind，国海证券研究所

- 公司继续致力于纯碱、溴素、氯化钙、原盐等产品的生产和销售。公司拥有纯碱产能280万吨，溴素产能8250吨，氯化钙产能40万吨。公司地处渤海莱州湾南岸，是国内重要的海盐产区，地下卤水资源丰富，为纯碱、原盐、溴素、氯化镁等产品提供了充足的原料保障。
- 8月20日，公司发布公告，子公司氯碱树脂与液流储能拟投资设立山东液流海材料科技，未来主营新材料技术研发、专用化学和电子专用材料的制造、智能输配电及控制设备的销售等。公司依托现有氯碱树脂盐化工产业优势，向新兴电化化学储能产业延伸，有利于加快产业升级，促进高质量发展。
- **盈利预测：**公司拥有280万吨纯碱产能，业绩弹性强，看好公司向新兴电化化学储能产业延伸带来的新成长，预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为12.67/13.06/13.55亿元，对应PE分别为5.9/5.7/5.5倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、产品价格大幅下跌风险、下游需求不及预期、新设立公司经营管理不确定性风险、安全生产风险。

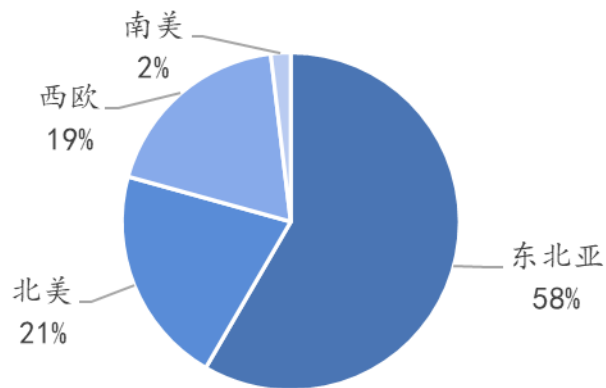
图表：山东海化盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5850.85	9549.31	9435.35	9576.27
增长率(%)	58.66	63.21	(1.19)	1.49
归母净利润（百万元）	604.70	1266.75	1306.31	1354.78
增长率(%)	339.74	109.48	3.12	3.71
摊薄每股收益（元）	0.68	1.42	1.46	1.51
ROE(%)	17.04	26.31	21.34	18.12
P/E	10.22	5.92	5.74	5.54
P/B	1.75	1.56	1.23	1.00
P/S	1.06	0.79	0.79	0.78
EV/EBITDA	4.52	2.96	2.13	1.43

资料来源：wind，国海证券研究所

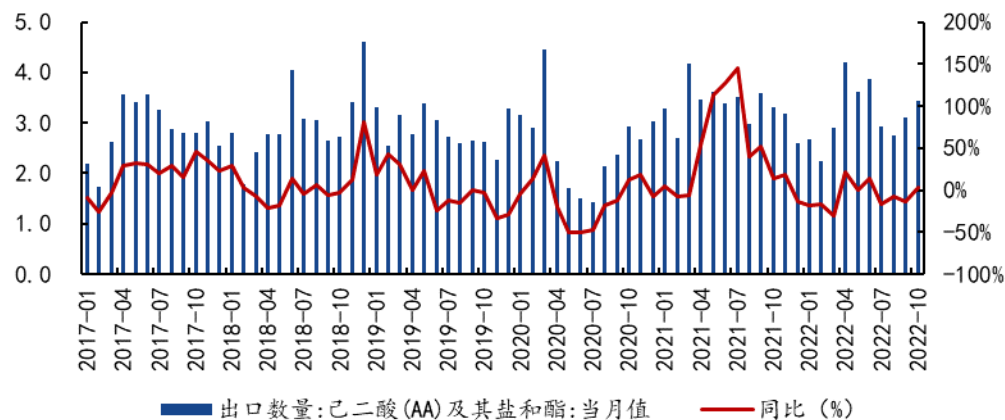
己二酸：2020年欧洲产能占比达到19%

图表：2020年全球不同地区己二酸产能分布



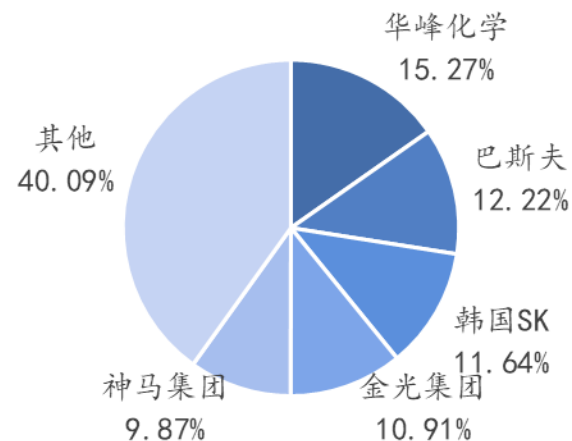
资料来源：石化联合会，前瞻产业研究院，国海证券研究所

图表：己二酸月度出口数量（万吨）



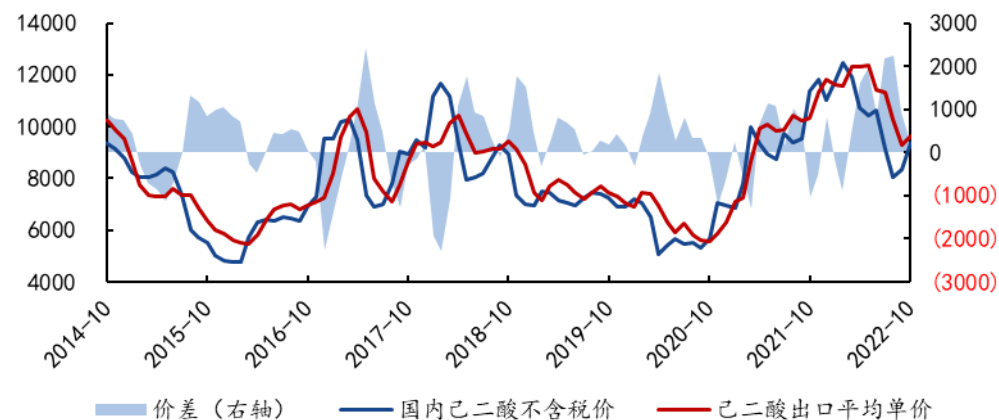
资料来源：海关总署，百川盈孚，国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

图表：2020年不同企业己二酸产能占比



资料来源：石化联合会，前瞻产业研究院，国海证券研究所

图表：己二酸价格（元/吨）



资料来源：wind，百川盈孚，国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

- 公司深耕聚氨酯行业多年，在重庆及浙江建有生产基地，目前氨纶产能与产量均位居全球第二、中国第一，聚氨酯原液和己二酸产量均为全国第一，公司已形成化学纤维、化学新材料、基础化工品三大产业，随着业务领域的拓宽，产业链整合延伸，丰富了上市公司业务类型和产品线，形成从原材料、中间体到产成品的一体化生产体系，具备了规模化的产业链集成优势。
- 公司目前产能为22.5万吨氨纶、75.5万吨己二酸和47万吨聚氨酯原液，在建产能有30万吨氨纶、20万吨己二酸和5万吨聚氨酯原液，目前项目建设稳步推进。项目投产后，将进一步巩固公司的行业领军地位，扩大规模优势，为盈利带来持续增量。
- 预计公司2022、2023和2024年实现归母净利润32.34、37.80、41.46亿元，对应PE 10.39/8.89/8.10倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：华峰化学盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	28367.20	26107.45	29673.15	31081.93
增长率(%)	92.66	-7.97	13.66	4.75
归母净利润（百万元）	7936.70	3233.75	3780.28	4145.83
增长率(%)	248.23	-59.26	16.90	9.67
摊薄每股收益（元）	1.71	0.70	0.82	0.89
ROE(%)	41.75	14.54	14.53	13.74
P/E	6.11	10.39	8.89	8.10
P/B	2.54	1.51	1.29	1.11
P/S	1.71	1.29	1.13	1.08
EV/EBITDA	4.26	5.39	4.25	3.33

资料来源：Wind，国海证券研究所

□ 主要产品景气度提升，公司利润中枢上移

过去几年，受供给侧结构性改革和新冠疫情的影响，化工行业存在很大的不确定性。2021年以来，随着疫情影响消退，全球经济复苏，公司主要产品供需格局得到了很大改善，价格也相应提升，公司2021年营收和利润创历史新高。在地缘冲突下，国际油价大幅度上涨，公司以三大煤气化平台为基础，形成“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式，在高油价背景下盈利能力有望继续上行。未来三到五年，全球经济温和复苏，需求平稳增长，双碳背景下，产能增长有限，预计公司主要产品价格能够保持高位震荡，公司高利润现状得以维持。

□ 继续多元化发展战略，统筹存量优化和增量升级

2021年是公司谋篇布局“十四五”规划、统筹德州本部发展和荆州基地建设、推进企业高端高质高效发展的开局之年。公司全面推进荆州基地项目，计划建成100万吨/年尿素、100万吨/年醋酸、15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF产能；在德州园区内建设高端溶剂项目，计划建设60万吨/年碳酸二甲酯、30万吨/年碳酸甲乙酯装置，副产5万吨/年碳酸二乙酯、20万吨/年碳酸乙烯酯项目等，持续加码新能源；拟建尼龙66高端新材料项目、绿色新能源材料项目，进一步延伸产业链，提高产品附加值。

□ 双碳背景改善行业竞争格局，公司将掌握发展主动权

碳中和背景下，煤化工行业效率低下的过剩产能将被淘汰，行业竞争格局将进一步改善。公司依靠不断升级的技术设备，形成良好的能耗控制能力，连续多年入选合成氨行业“能效”领跑者企业名单。2021年中央经济工作会议提出，要科学考核，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制，煤化工行业发展面临的约束减小。公司在自身先进煤气化技术加持下，将在双碳背景下掌握发展主动权，未来成长可期。

盈利预测和投资评级：预计公司2022/2023/2024年归母净利分别为69.44、74.35、94.42亿元，对应PE分别为10.13、9.46、7.45倍（2022.11.30），维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；产能投放不及预期；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

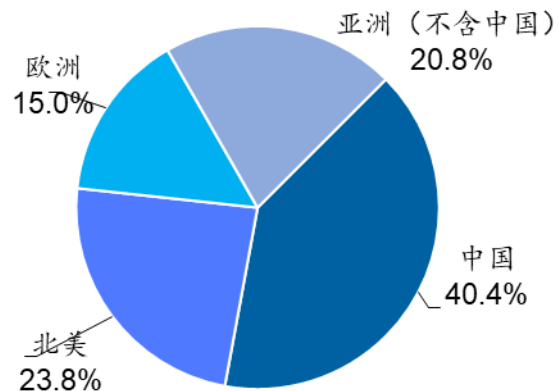
图表：华鲁恒升盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	26635.86	29233.63	29160.65	43111.66
增长率(%)	103.10	9.75	-0.25	47.84
归母净利润（百万元）	7254.17	6944.24	7434.85	9441.89
增长率(%)	303.37	-4.27	7.06	27.00
摊薄每股收益（元）	3.43	3.29	3.52	4.47
ROE(%)	32.59	23.78	20.29	20.49
P/E	9.12	10.13	9.46	7.45
P/B	2.97	2.41	1.92	1.53
P/S	2.48	2.41	2.41	1.63
EV/EBITDA	6.66	6.79	5.98	3.86

资料来源：Wind，国海证券研究所

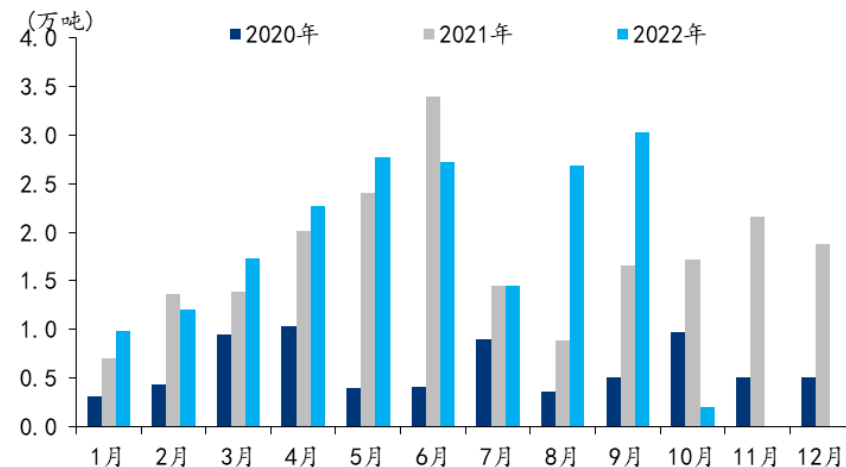
丙烯腈：国内外丙烯腈价差有所回升

图表：全球主要丙烯腈生产企业市占率情况（2020年）



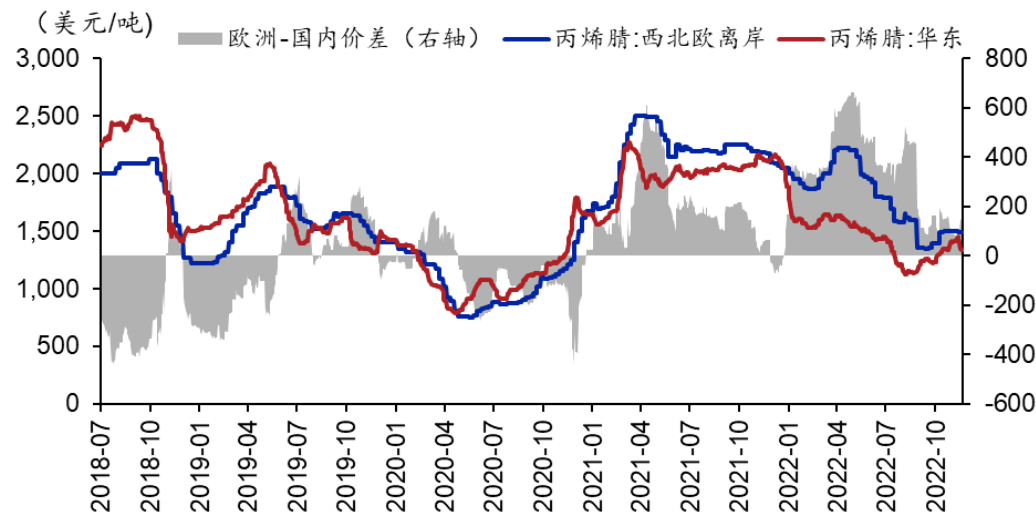
资料来源：华经产业研究院，国海证券研究所

图表：国内丙烯腈出口情况（万吨）



资料来源：wind，国海证券研究所（注：数据统计截止至2022年10月31日）

图表：欧洲-国内丙烯腈价差情况（美元/吨，不含增值税）



资料来源：wind，国海证券研究所 注：数据统计截止至2022年11月23日

东方盛虹：大炼化顺利投产，实现全产业链一体化布局

- 公司是涤纶长丝差异化龙头，截至2021年末，拥有260万吨/年差别化纤维产能，差别化率超90%；同时，公司涤纶长丝新项目储备充足，在建拟建产能高达245万吨/年。2022年以来，地缘冲突带动原油及长丝上游原料价格大幅上涨；同时，疫情背景下，下游开工波动，涤纶长丝需求下滑，涤纶长丝短期承压。随着疫情恢复及下游需求复苏，我们看好涤纶长丝盈利修复。
- 公司1600万吨/年炼化一体化项目首批核心主装置已于5月中旬投料开车成功。待项目全面达产，公司将真正形成从“一滴油”到“一根丝”的全产业链业务经营，一体化优势明显。
- 公司已完成对斯尔邦的收购，斯尔邦专注于高附加值烯烃衍生物的生产，目前主要产能包括30万吨/年EVA、78万吨/年丙烯腈、42万吨/年环氧乙烷及其衍生物、17万吨/年MMA、10万吨/年丁二烯及8万吨/年SAP。通过此次交易，公司将置入盈利能力较强的优质资产，产业链布局进一步完善，同时业务向EVA等新能源材料领域延伸，将为公司带来新的业绩增长点，核心竞争力持续增强。
- 预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为25.05、86.39、129.54亿元，对应PE为33、10、6倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：东方盛虹盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	51,722.18	86,304.77	160,242.16	176,525.20
增长率(%)	53.48	66.86	85.67	10.16
归母净利润（百万元）	4,543.60	2,504.98	8,639.28	12,953.94
增长率(%)	492.66	-44.87	244.88	49.94
摊薄每股收益（元）	0.76	0.40	1.39	2.08
ROE(%)	16.45	8.18	22.01	24.82
P/E	25.45	32.94	9.55	6.37
P/B	3.39	2.70	2.10	1.58
P/S	1.81	0.96	0.51	0.47
EV/EBITDA	16.75	13.07	6.66	4.61

资料来源：wind，国海证券研究所

- 荣盛石化是国内民营炼化龙头企业，公司浙石化一期炼化项目已全面投产，盈利能力稳步增强；二期也于2022年初全面达产，将进一步提升公司综合竞争优势。受地缘冲突影响，原油价格高企，给公司成本端带来一定压力；而随着疫情有效控制，以及稳增长相关政策的持续推进，下游需求复苏，价格有望逐步传导，公司盈利能力将不断提升。
- 公司目前化工品产能主要包括1050万吨/年PX、155万吨/年聚乙烯、180万吨/年聚丙烯、52万吨/年聚碳酸酯和52万吨/年丙烯腈等。受地缘政治影响，欧洲能源价格高企，将逐步向化工品传导，其中欧洲聚烯烃、聚碳酸酯和丙烯腈等化工品产能在全球占据一定比例。聚乙烯等相关产品在成本推动下，与国内化工品价格差距持续拉大，国内厂商成本和价格优势凸显，中国出口至欧洲的量有望大幅增加，而荣盛石化等一体化化工龙头将受益。
- 预计公司2022/2023/2024年归母净利润为72.02、134.92、195.62亿元，对应PE为17、9、6倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：荣盛石化盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	177,024.28	298,497.69	454,874.48	642,260.94
增长率(%)	65.03	68.62	52.39	41.20
归母净利润（百万元）	12,823.55	7,202.01	13,491.72	19,562.09
增长率(%)	75.46	-43.84	87.33	44.99
摊薄每股收益（元）	1.27	0.71	1.33	1.93
ROE(%)	26.26	14.12	20.92	23.27
P/E	14.30	17.42	9.30	6.41
P/B	3.77	2.46	1.95	1.49
P/S	1.04	0.42	0.28	0.20
EV/EBITDA	8.16	8.62	3.76	2.10

资料来源：wind，国海证券研究所

- 30万吨/年丙烯腈联产氢氰酸装置顺利投产。近年来，公司秉持“创新技术+特色实业”一体化发展战略，在做好工程主业的同时，力图通过创新驱动战略，实现向高附加值的实业领域延伸。公司天辰齐翔50万吨/年己二腈项目分两期建设，其中一期年产20万吨己二腈项目建设包括30万吨/年丙烯腈联产氢氰酸装置，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。己二腈项目一期关键装置顺利打通全流程，开车成功并产出优级产品。
- 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。公司期年产10万吨PBAT项目进入试生产阶段，气凝胶项目于2022年2月27日一次性开车成功，已产出第一批合格硅基纳米气凝胶复合绝热毡产品。
- 预计预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为55.10、70.66、89.49亿元，对应PE为9、7、6倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

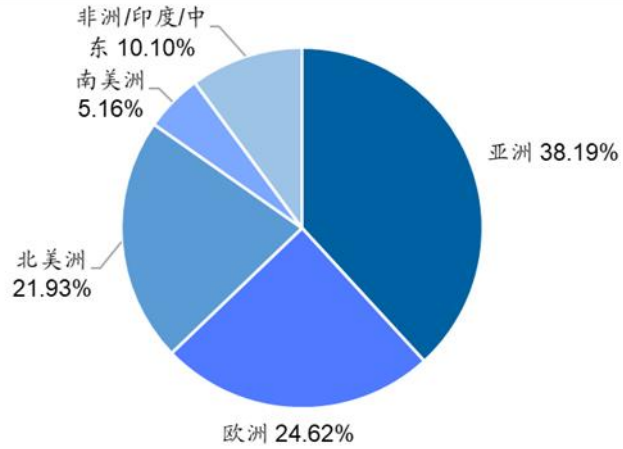
图表：中国化学盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	137918.59	168008.74	197615.21	232478.69
增长率(%)	25.39	21.82	17.62	17.64
归母净利润（百万元）	4633.42	5510.44	7066.34	8948.94
增长率(%)	26.64	18.93	28.24	26.64
摊薄每股收益（元）	0.84	0.90	1.16	1.46
ROE(%)	9.61	10.26	11.63	12.83
P/E	14.29	9.34	7.28	5.75
P/B	1.52	0.96	0.85	0.74
P/S	0.53	0.31	0.26	0.22
EV/EBITDA	5.63	1.31	0.83	0.38

资料来源：wind，国海证券研究所

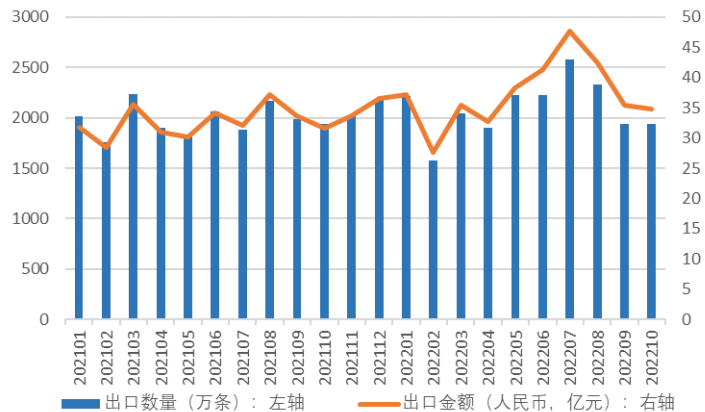
轮胎行业：欧盟进口轮胎重量高于本土生产

图表：2021年全球轮胎需求占比



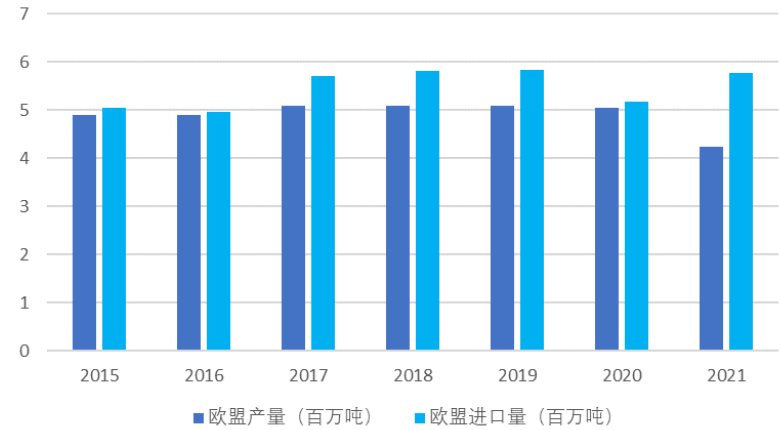
资料来源：米其林年报，国海证券研究所

图表：中国乘用车轮胎出口情况



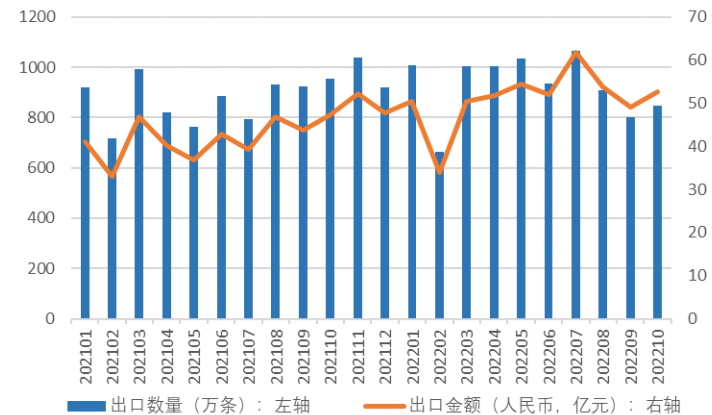
资料来源：中国海关统计，国海证券研究所(注：统计于2022.10.31)

图表：2021年欧盟轮胎产量及进口量



资料来源：ETRMA, ITC, 国海证券研究所 (部分数量计进口量按照每条轮胎12.5千克换算)

图表：中国卡客车轮胎出口情况

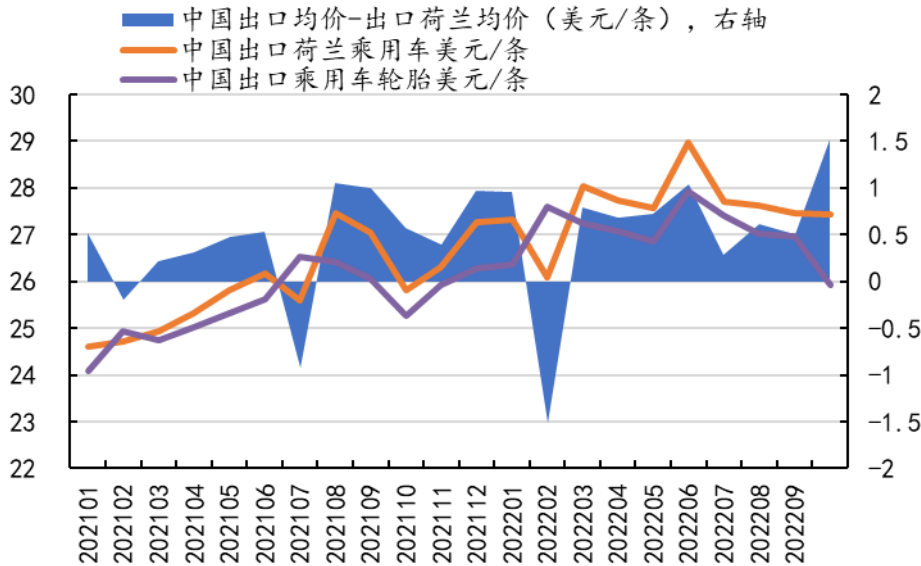


资料来源：中国海关统计，国海证券研究所(注：统计于2022.10.31)

出口的客货车轮胎均价环比提升

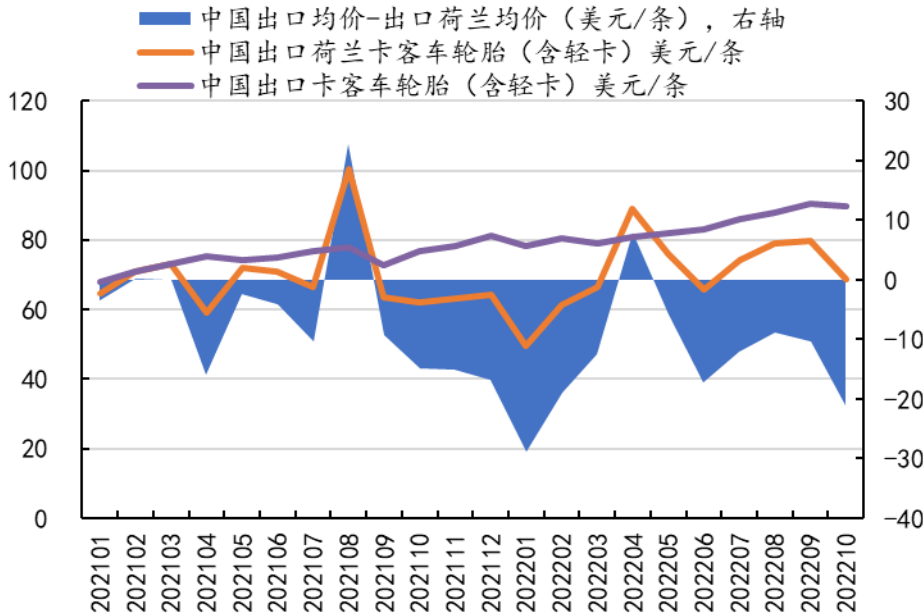
□ 比较中国出口的乘用车轮胎、客货车轮胎价格和中国出口荷兰的平均价格，乘用车胎方面，主要受到原材料价格上涨影响，2021年价格整体呈现上涨趋势，俄乌冲突后欧洲市场受到能源价格影响，中国出口荷兰的轮胎价格上升；客货车方面，受到欧盟针对全钢胎的双反政策影响，出口欧洲国家的客货车轮胎中轻卡比例上升，整体价格低于中国出口均价，一审欧委会败诉，但是欧盟计划再一次发起反倾销调查，对于卡客车胎出口欧洲没有造成太大影响。

图表：乘用车轮胎价格



资料来源：中国海关统计，国海证券研究所(注：统计于2022. 10. 31)

图表：客货车轮胎价格



资料来源：中国海关统计，国海证券研究所(注：统计于2022. 10. 31)

玲珑轮胎：高端配套拉动替换需求

- 玲珑轮胎率先在欧洲布局生产基地。公司研发费用位列国内轮胎上市企业首位，为高质量产品提供研发支持；2020年开始在国内开展新零售模式，赋能销售渠道；乘用车配套为国产轮胎龙头，高端车型持续突破；公司朝着成为全球一流轮胎企业的目标持续前进。
- 塞尔维亚基地即将投产。塞尔维亚基地2022年有望投产部分产能，预计2023年持续贡献利润增量。长期来看，泰国基地有望迎来海运费下降。
- 国内五新一高产品拉升毛利率。公司提出“五新一高”战略，即“新定位、新产品、新质量、新服务、新价格、高回报”，并围绕“产品+服务+价值+品牌+店铺+流量”全面推动渠道赋能，本质是利用渠道突破高端市场，预计高端产品占比提升有望显著拉升国内零售端毛利率。
- 预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为5.50、21.11、29.18亿元，对应PE为50、13、9倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：项目建设不及预期；宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：玲珑轮胎盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	18579	17530	24784	29586
增长率(%)	1	-6	41	19
归母净利润（百万元）	789	550	2111	2918
增长率(%)	-64	-30	284	38
摊薄每股收益（元）	0.58	0.40	1.54	2.13
ROE(%)	5	3	11	13
P/E	63.02	50.16	13.06	9.45
P/B	3.06	1.63	1.45	1.26
P/S	2.70	1.57	1.11	0.93
EV/EBITDA	27.15	24.58	11.85	9.39

资料来源：Wind，国海证券研究所

- 轮胎产能利用率高，未来产能逐步释放。2021年公司全钢轮胎年产能增加405万条，半钢轮胎年产能增加500万条，非公路轮胎年产能增加3.7万吨。公司与美国固铂轮胎在越南合资成立的ACTR公司年产240万条全钢载重子午线轮胎项目已顺利达产。柬埔寨900万条半钢胎项目2022年已实现批量生产，且不受美国双反税率影响，预计业绩贡献明显。2022年2月，公司在柬埔寨工厂又投资建设“年产165万条全钢载重子午线轮胎项目”。公司在董家口规划了50万吨功能新材料产能和3000万套高性能子午胎产能，预计未来持续贡献增量。
- 公司利用世界首创“化学炼胶”技术制备的新材料，自主研发出了低碳绿色轮胎产品-液体黄金轮胎显著提升了轮胎滚动阻力、抗湿滑性能、耐磨性能。
- 非公路轮胎持续增长。2021年，公司非公路轮胎新增产能3.7万吨，产量为7.18万吨，同比增长46.02%。越南工厂2023年将新增5万吨非公路轮胎产能，青岛工厂2022年将新增1万吨产能。预计2022年非公路轮胎收入保持高比例增长。
- 预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为15.46、20.14和26.64亿元，对应PE为19、15、11倍(2022.11.30)，维持“买入”评级。
- 风险提示：液体黄金推广不及预期；宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：赛轮轮胎盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	17998	23474	29860	32393
增长率(%)	17	30	27	8
归母净利润（百万元）	1313	1546	2014	2664
增长率(%)	-12	18	30	32
摊薄每股收益（元）	0.45	0.50	0.66	0.87
ROE(%)	12	13	14	16
P/E	32.87	18.90	14.51	10.97
P/B	4.22	2.38	2.05	1.72
P/S	2.52	1.25	0.98	0.90
EV/EBITDA	18.90	10.48	8.65	6.61

资料来源：Wind，国海证券研究所

森麒麟：智能制造水平位于行业前列

- 公司轮胎产能为2200万条半钢子午线轮胎，未来青岛工厂智能化改造预计增加250万条半钢胎产能，泰国二期年产600万条高性能半钢子午线轮胎及200万条高性能全钢子午线轮胎项目基本建成，西班牙年产1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目在可行性论证和筹资阶段。
- 智能制造打造新型崛起之路。智能制造应用可有效提高设备利用率及产能利用率，大幅提升生产效率、降低投资金额和生产成本、大幅减少用工人数量、提高产品的均一性及稳定性。智能制造也使得公司生产在疫情之下，受到波及较小，开工率维持高位。
- 公司航空胎有望迎来大突破。全球航空胎业务目前被少数企业垄断，公司目前已完成部分航企认证，在建年产8万条航空轮胎（含5万条翻新轮胎）项目，截至2021年年底，建设进度94%，未来有望迎来跨越式发展。
- 预计公司2022-2024年归母净利润分别为9.22、17.64、24.48亿元，对应PE分别为22、12、8倍(2022.11.30)，维持“买入”评级。
- 风险提示：国际贸易摩擦风险；宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：森麒麟盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5177	6806	10456	12380
增长率(%)	10	31	54	18
归母净利润（百万元）	753	922	1764	2448
增长率(%)	-23	22	91	39
摊薄每股收益（元）	1.16	1.42	2.72	3.77
ROE(%)	11	12	19	21
P/E	30.66	22.12	11.57	8.34
P/B	3.48	2.70	2.19	1.73
P/S	4.46	3.00	1.95	1.65
EV/EBITDA	19.89	15.14	9.30	6.75

资料来源：Wind，国海证券研究所

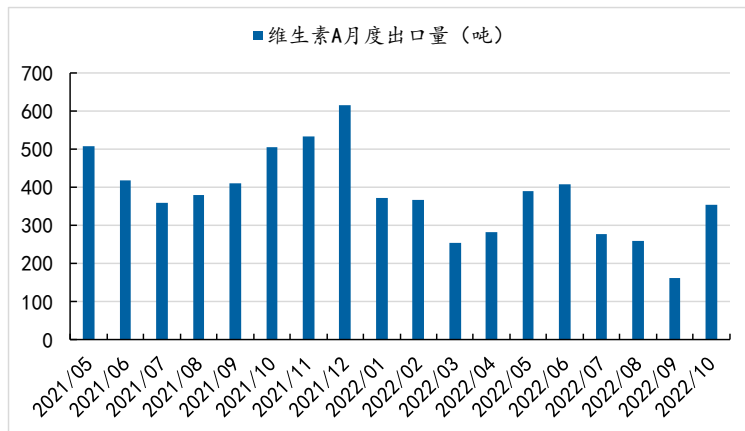
维生素A产能主要分布在中国和欧洲

图表：维生素A粉全球产能分布（2021年）

生产企业	产能（吨/年）
新和成	8000
帝斯曼	8000
巴斯夫	6300
浙江医药	5000
安迪苏	4600
金达威	4000
合计	35900

资料来源：百川资讯，相关公司公告，国海证券研究所

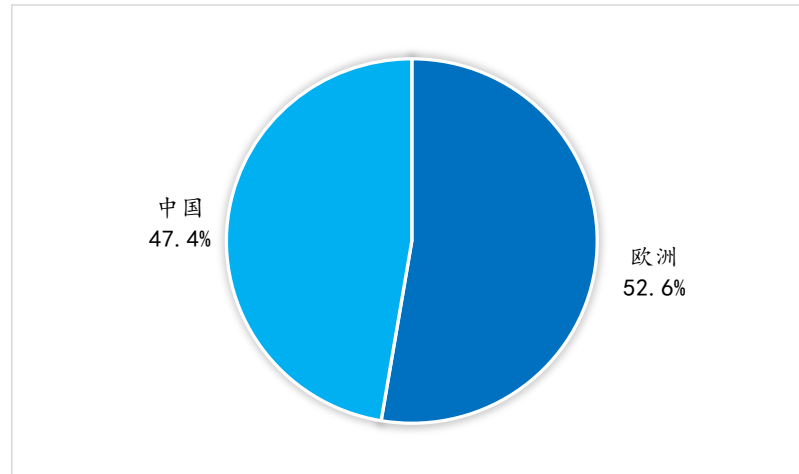
图表：维生素A月度出口量环比向上



资料来源：百川资讯，国海证券研究所

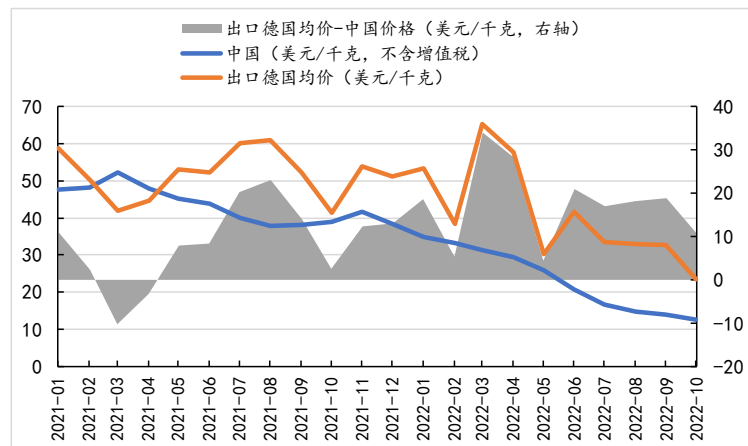
注：数据统计截止至2022年10月31日

图表：维生素A产能主要分布在欧洲和中国（2021年）



资料来源：百川资讯，相关公司公告，国海证券研究所

图表：中欧维生素A存一定价差（50万 IU/g）



资料来源：Wind，百川资讯，国海证券研究所

注：数据统计截止至2022年10月31日

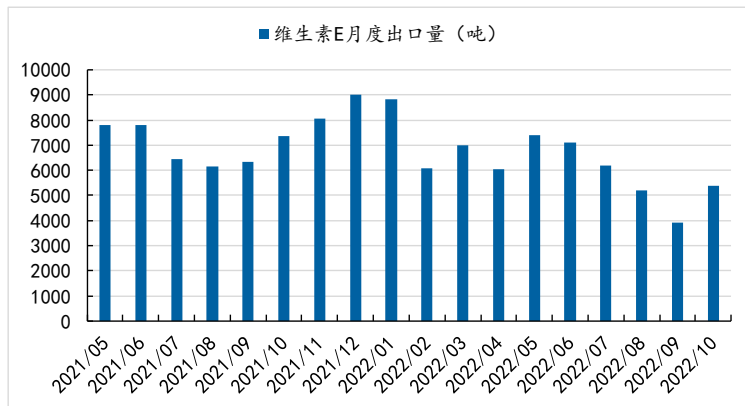
维生素E产能主要分布在中国和欧洲

图表：维生素E油全球产能分布（2021年）

生产企业	产能（吨/年）
帝斯曼	30000
新和成	30000
浙江医药	20000
巴斯夫	20000
能特科技	20000
吉林北沙	10000
北大医药	7500
合计	137500

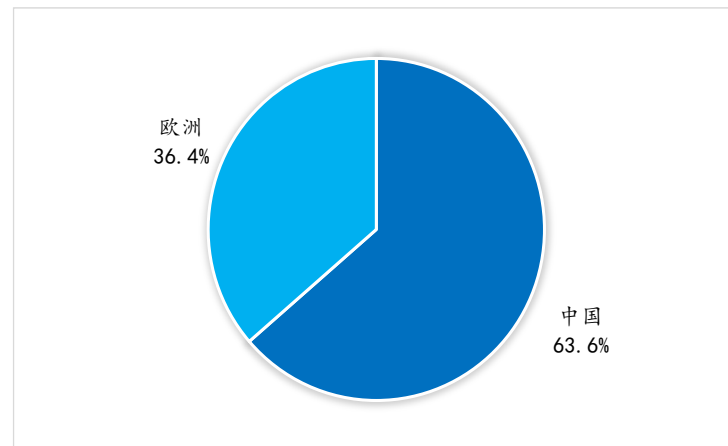
资料来源：百川资讯，相关公司公告，国海证券研究所

图表：维生素E月度出口量维持较高位



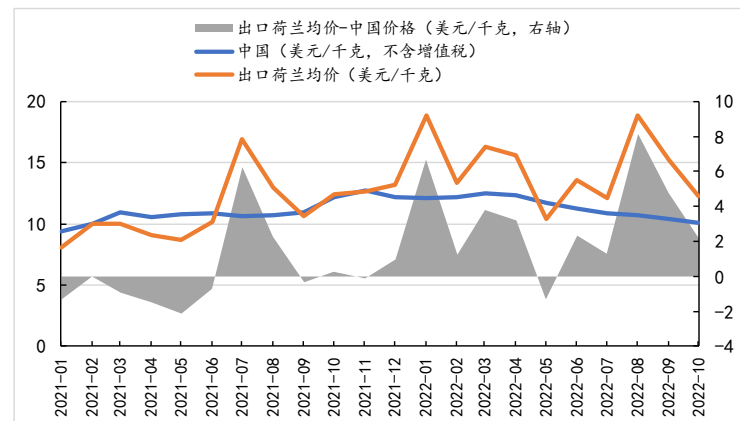
资料来源：百川资讯，国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

图表：维生素E产能主要分布在中国和欧洲（2021年）



资料来源：百川资讯，相关公司公告，国海证券研究所

图表：中欧维生素E存一定价差



资料来源：Wind，百川资讯，国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

- 维生素E景气向上，营养品业务持续扩张。公司营养品业务覆盖维生素E、维生素A、维生素C、蛋氨酸、维生素D3、生物素、辅酶Q10、虾青素等。其中，公司维生素A粉产能8000吨/年、维生素E油产能30000吨/年。受行业部分装置开工不畅及原料价格上涨影响，2021年维生素E价格持续上涨，2021年维生素E均价达80.44元/千克，同增24.0%，公司作为维生素龙头，充分受益于维生素E的高度景气。
- 进入2022年，伴随俄乌冲突持续影响，欧洲上游石油化工原料供应紧张、且价格上涨，国外维生素E工厂开工负荷降低，致使整个市场供应缩减，在供应端形成一定利好支撑。而受传统淡季及国内疫情影响，下游市场需求较弱，维生素E价格短期维持稳定。随着养殖盈利逐步提升，以及行业进入传统旺季，维生素E价格有望持续上行，将对新和成等国内厂商形成利好。
- 预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为38.32、50.37、61.20亿元，EPS为1.24、1.63、1.98元/股，对应PE为16、12、10倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：新和成盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,797.99	14,730.52	19,091.16	23,413.99
增长率(%)	43.47	-0.46	29.60	22.64
归母净利润（百万元）	4,324.15	3,832.45	5,037.31	6,119.77
增长率(%)	21.34	-11.37	31.44	21.49
摊薄每股收益（元）	1.40	1.24	1.63	1.98
ROE(%)	19.84	16.20	17.55	17.58
P/E	18.52	15.89	12.09	9.95
P/B	3.68	2.57	2.12	1.75
P/S	5.42	4.13	3.19	2.60
EV/EBITDA	12.86	10.92	8.67	6.57

资料来源：Wind，国海证券研究所

- **营养品产品系列丰富，维生素E景气向上。**公司生命营养品主要包括合成维生素E、维生素A、维生素D3、辅酶Q10、斑蝥黄素、叶黄素等维生素和类维生素产品，产品线丰富。公司目前拥有维生素A粉产能5000吨/年，维生素E油产能20000吨/年，位居全球前列。进入2022年，伴随俄乌冲突持续影响，欧洲上游石油化工原料供应紧张、且价格上涨，国外维生素E工厂开工负荷降低，致使整个市场供应缩减，在供应端形成一定利好支撑。随着养殖盈利提升，行业进入传统旺季，维生素E价格有望持续上行，将对浙江医药等国内厂商形成利好。
- **医药制造快速发展，创新药将打开成长新空间。**2021年公司产品1.1类创新药苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液获批《药品注册证书》；苹果酸奈诺沙星胶囊完成开放性IV期临床，再注册获批。同时，公司创新药进展迅速，其中ARX788治疗乳腺癌II/III期临床研究即将完成病例入组。
- **预计2022/2023/2024年归母净利润分别为6.71、7.91、10.16亿元，对应EPS为0.70/0.82/1.05元，对应PE为18、15、12倍（2022.11.30），维持“买入”评级。**
- **风险提示：**宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

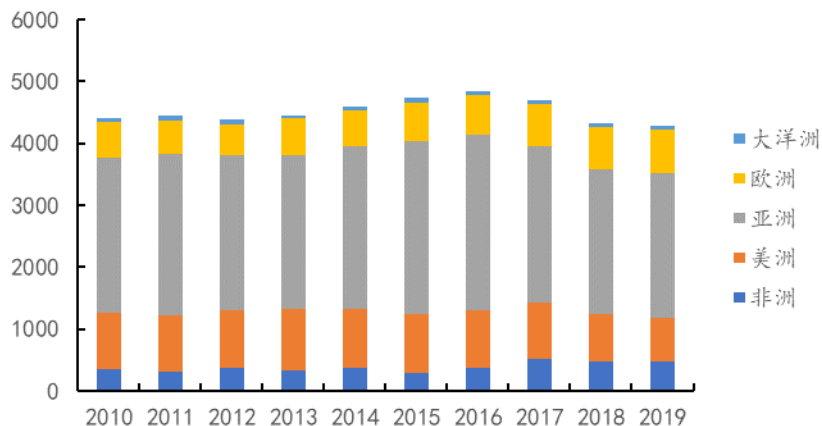
图表：浙江医药盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9129.09	9031.00	9884.00	12377.00
增长率(%)	24.60	(1.07)	9.45	25.22
归母净利润（百万元）	1045.32	671.36	791.47	1016.27
增长率(%)	45.71	(35.77)	17.89	28.40
摊薄每股收益（元）	1.09	0.70	0.82	1.05
ROE(%)	11.91	7.10	7.73	9.03
P/E	15.67	18.19	15.43	12.01
P/B	1.88	1.29	1.19	1.08
P/S	1.81	1.35	1.24	0.99
EV/EBITDA	8.62	10.36	8.62	6.90

资料来源：Wind，国海证券研究所

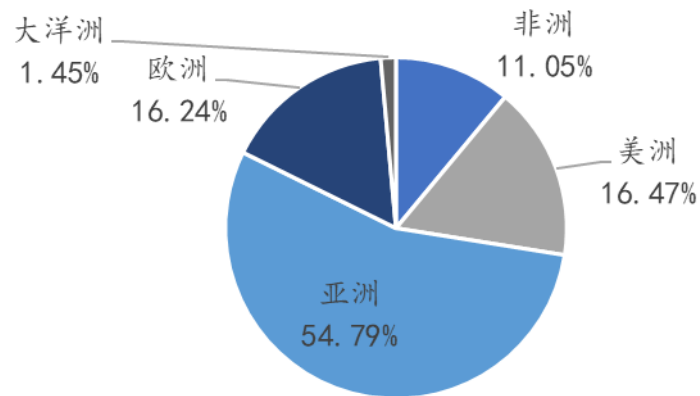
磷肥：产量主要集中在亚洲、美洲、欧洲等地

图表：不同地区磷肥产量（折 P_2O_5 ，万吨）



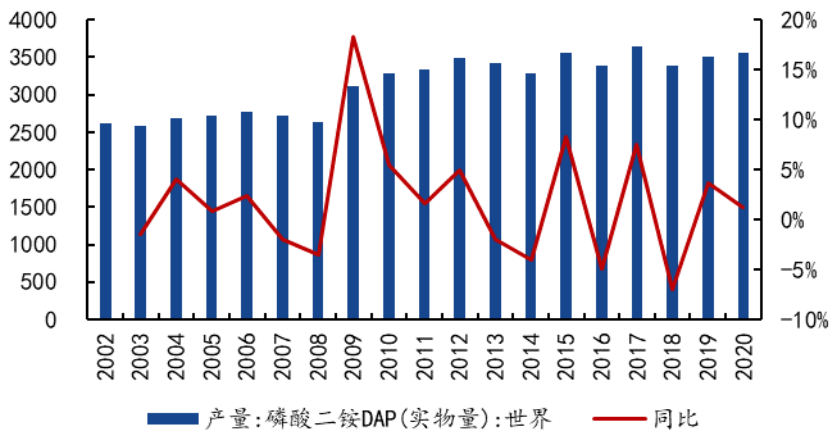
资料来源：FAO，国海证券研究所

图表：2019年不同地区磷肥产量占比



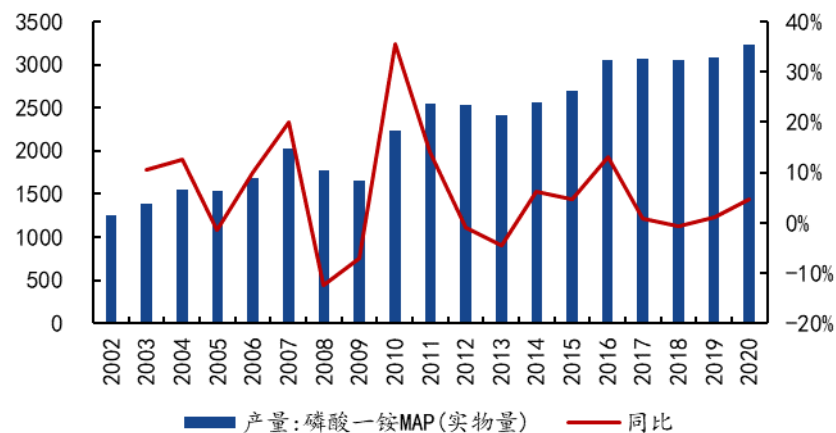
资料来源：FAO，国海证券研究所

图表：全球二铵产量（万吨）



资料来源：IFA，国海证券研究所

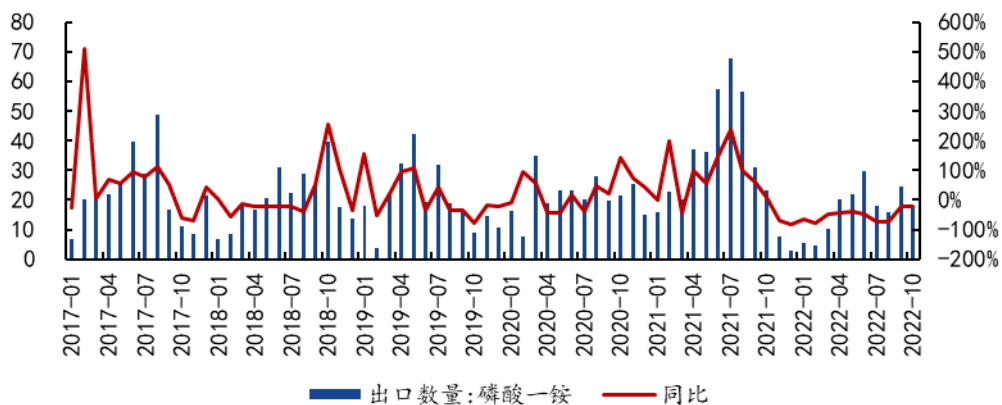
图表：全球磷酸一铵产量（万吨）



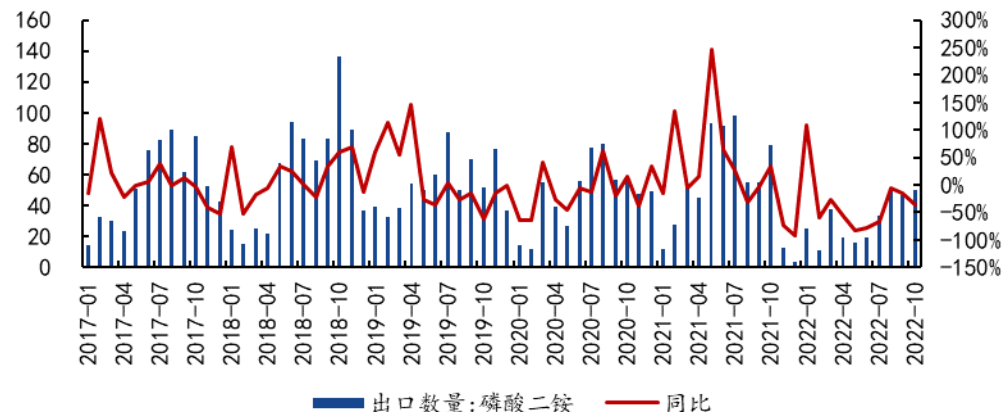
资料来源：IFA，国海证券研究所

磷肥：国内外价差较大

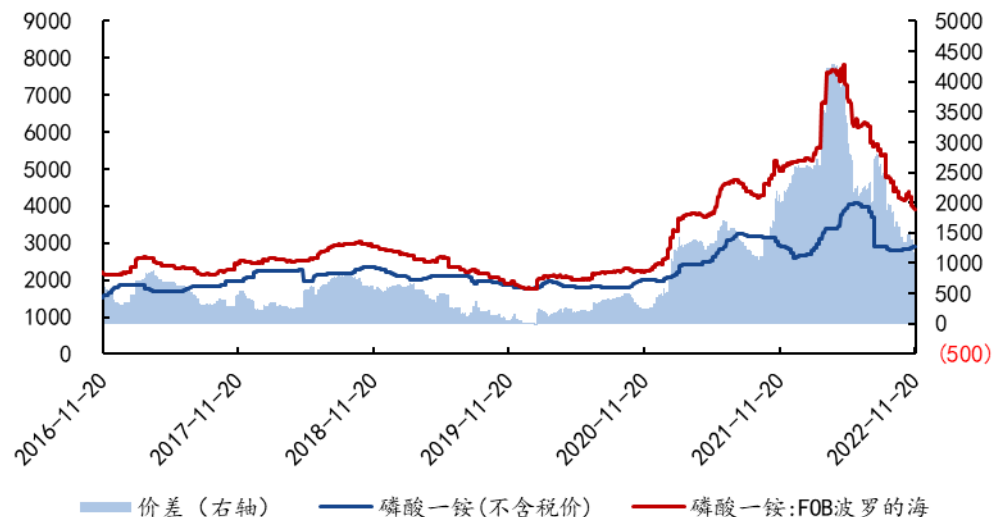
图表：中国磷酸一铵月度出口量（万吨）



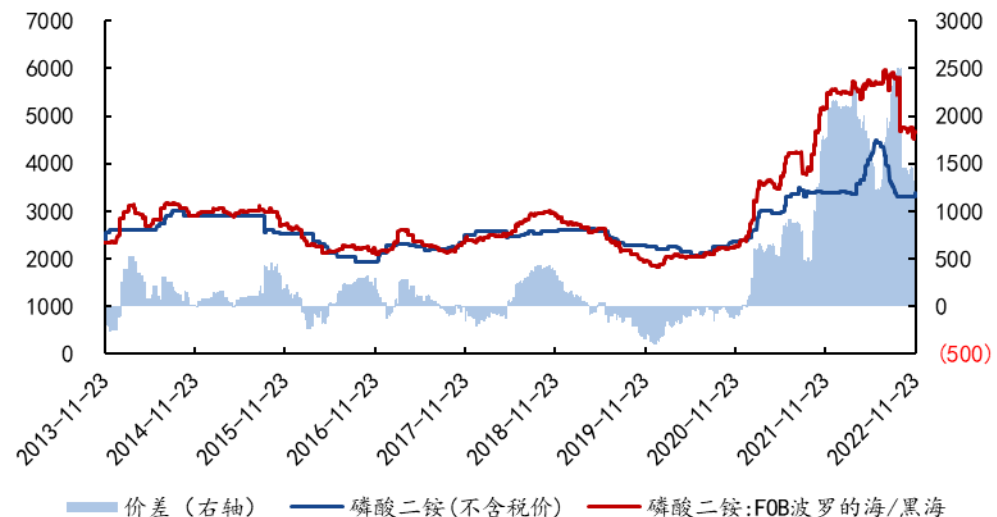
图表：中国磷酸二铵月度出口量（万吨）



资料来源：海关总署，国海证券研究所（注：数据统计截止至2022年10月31日）
图表：国内外磷酸一铵价格（元/吨）



资料来源：海关总署，国海证券研究所（注：数据统计截止至2022年10月31日）
图表：国内外磷酸二铵价格（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所（注：数据统计截止至2022年11月20日）

资料来源：wind，国海证券研究所（注：数据统计截止至2022年11月23日）

□ 公司自有磷、煤矿资源，成本优势大

公司拥有磷矿资源储量近8亿吨，原矿生产能力1450万吨，磷矿储量及年开采能力均位居全国前列；拥有合成氨产能200万吨/年，合成氨自给率95%左右；在内蒙古呼伦贝尔地区配套拥有大型露天开采煤矿，可为北方基地的合成氨生产提供稳定原料。公司拥有80万吨磷酸一铵和445万吨磷酸二铵产能，磷酸二铵产品在国内市场占有率达到27%左右，位居全国第一。

□ 磷铵出口量在国内占比达到20%

公司在美国、中东、东南亚地区均设有销售公司。公司处于一带一路面向东南亚的辐射中心，有显著的区位优势，公司以肥料、能源化学品贸易、农作物贸易和物流业务为四大核心支点，着力打造全球供应链平台体系。公司磷铵出口量占全国出口量的20%左右，2021年国外业务实现营业收入229.15亿元，占比达到36.23%。

盈利预测和投资评级：预计公司2022/2023/2024年归母净利分别为64.83、69.27、74.58亿元，对应PE分别为5.99、5.61、5.21倍（2022.11.30），维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；产能投放不及预期；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

图表：云天化盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	63249.23	72243.58	74857.96	78256.55
增长率(%)	21.37	14.22	3.62	4.54
归母净利润（百万元）	3641.94	6483.40	6926.90	7458.15
增长率(%)	1238.77	78.02	6.84	7.67
摊薄每股收益（元）	1.98	3.53	3.77	4.06
ROE(%)	35.66	38.83	29.32	24.00
P/E	9.90	5.99	5.61	5.21
P/B	3.53	2.33	1.65	1.25
P/S	0.57	0.54	0.52	0.50
EV/EBITDA	6.93	4.59	4.06	3.47

资料来源：wind，国海证券研究所

□ 产业链一体化优势显著

公司作为一体化复合肥龙头，具有年产各类高浓度磷复肥约900万吨/年的生产能力、磷矿石90万吨/年生产能力，其中磷酸一铵产能185万吨/年（含工业级磷酸一铵产能15万吨/年），配套生产硫酸270万吨/年、合成氨15万吨/年、硝酸15万吨/年，同时公司拥有钾肥进口配额30万吨。未来30万吨合成氨技改项目有望进一步提升公司抵御原材料价格波动影响的能力。

□ 四大核心优势保障公司长期成长

公司凭借多年打造的一体化成本优势、渠道客户黏性和产品自主创新，构筑了稳固的经营护城河，从而实现复合肥销量连续稳定增长，由2015年的260.67万吨增长至2021年的383.17万吨，年复合增长率为6.63%，公司市占率由2015年的4.56%提升至2021年的7.96%。公司通过新型肥料市场的布局和发力做到产品结构不断升级，新型复合肥的销量占比逐年提升，带动复合肥整体毛利率趋势向上。公司将凭借传统复合肥稳健增长、新型复合肥快速放量、配套上游进一步完善巩固竞争优势、进军磷酸铁新能源行业提高产品附加值等优势持续成长。

盈利预测和投资评级：预计公司2022/2023/2024年归母净利分别为16.46、20.60、25.04亿元，对应PE分别为9.62、7.69、6.32倍（2022.11.30），维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；产能投放不及预期；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

图表：新洋丰盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11801.53	17402.71	19519.32	21473.04
增长率（%）	17.21	47.46	12.16	10.01
归母净利润（百万元）	1209.69	1645.72	2060.05	2503.89
增长率（%）	28.22	36.04	25.18	21.55
摊薄每股收益（元）	0.96	1.26	1.58	1.92
ROE（%）	15.19	17.13	17.65	17.67
P/E	17.59	9.62	7.69	6.32
P/B	2.77	1.65	1.36	1.12
P/S	1.87	0.91	0.81	0.74
EV/EBITDA	11.57	5.93	4.56	3.40

资料来源：Wind，国海证券研究所

□ 复合肥产能领先

公司拥有复合肥年产能520万吨，2021年复合肥销量达到287.39万吨，同比增长10.41%。公司复合肥销量从2015年的184.67万吨增长到2021年的287.39万吨，年复合增长率7.65%。公司先布局产业链，后发力营销，未来将进一步提升市占率。

□ 一体化优势显著

公司通过向上游延伸构筑复合肥成本护城河，2021年公司氯化铵/磷酸一铵产能60/43万吨，具有盐矿资源2.5亿吨、雷波东段磷矿储量1.81亿吨，即将实现探转采进一步降低磷酸一铵原材料成本。湖北松滋“磷矿资源综合利用生产新能源材料与缓控释复合肥联动生产项目”、湖北应城“盐化循环经济产业链绿色转型及产品结构调整升级项目”、湖北宜城“10万吨磷酸铁新能源建设项目”等，沿着复合肥进一步填平补齐产业链，为复合肥未来发展和销量增长夯实基础。

盈利预测和投资评级：预计公司2022/2023/2024年归母净利分别为16.14、20.15、24.14亿元，对应PE分别为7.43、5.95、4.97倍（2022.11.30），维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；产能投放不及预期；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

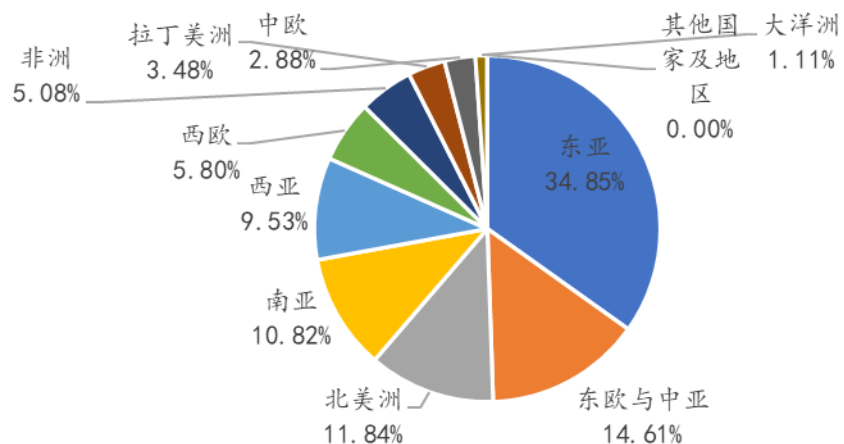
图表：云图控股盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14897.83	19366.43	21232.05	24265.07
增长率（%）	62.74	29.99	9.63	14.29
归母净利润（百万元）	1231.72	1613.76	2014.55	2414.48
增长率（%）	147.06	31.02	24.84	19.85
摊薄每股收益（元）	1.23	1.60	1.99	2.39
ROE（%）	27.48	26.47	24.84	22.94
P/E	10.79	7.43	5.95	4.97
P/B	2.99	1.97	1.48	1.14
P/S	0.90	0.62	0.56	0.49
EV/EBITDA	6.43	4.90	3.72	2.79

资料来源：Wind，国海证券研究所

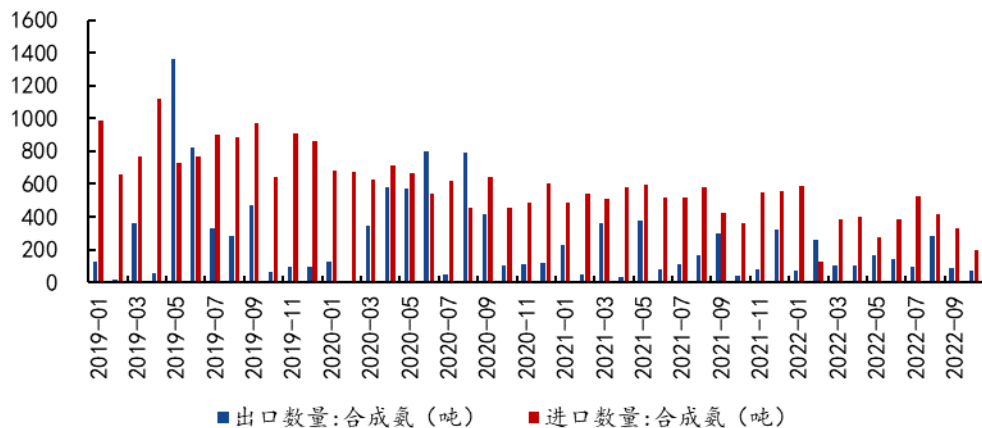
合成氨：2020年欧洲及中亚产量占比达到23.30%

图表：2020年全球不同地区合成氨产量分布



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：合成氨月度出口数量



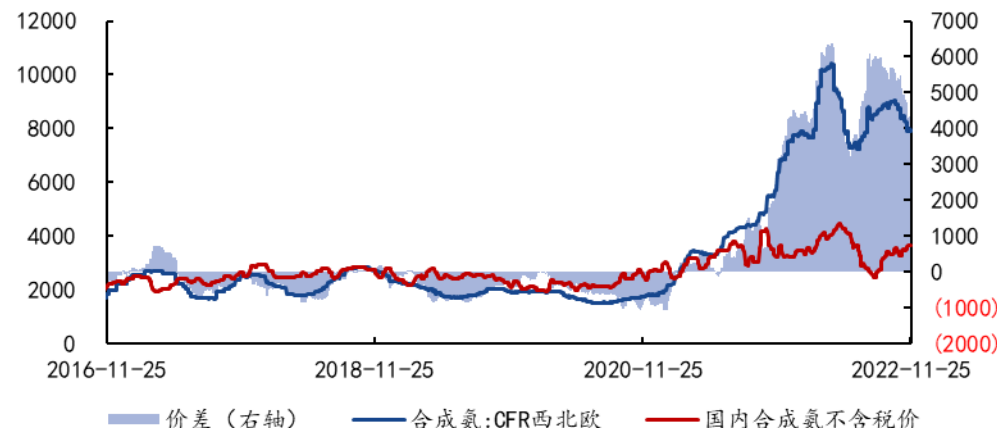
资料来源：海关总署, 国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

图表：我国合成氨企业产能

企业	产能 (万吨)	企业	产能 (万吨)
安徽昊源	210	宁夏石化	115
润银化工	200	中煤鄂尔多斯能源化工	100
河南晋开	180	灵谷化工	90
华鲁恒升	180	陕西兴化	85
山西天泽	180	重庆建峰	80
湖北三宁	160	中海油化学	80
金大地化工	150	华强化工	80
昊华骏化	130	鲁西化工	80
河南心连心化工	120	阳煤平原	80
寿光联盟	120	其他	4860
山西丰喜	120	合计	7400

资料来源：百川盈孚, 国海证券研究所

图表：合成氨价格 (元/吨)



资料来源：wind, 国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年11月25日

尿素：欧洲氮肥产能占比22.05%

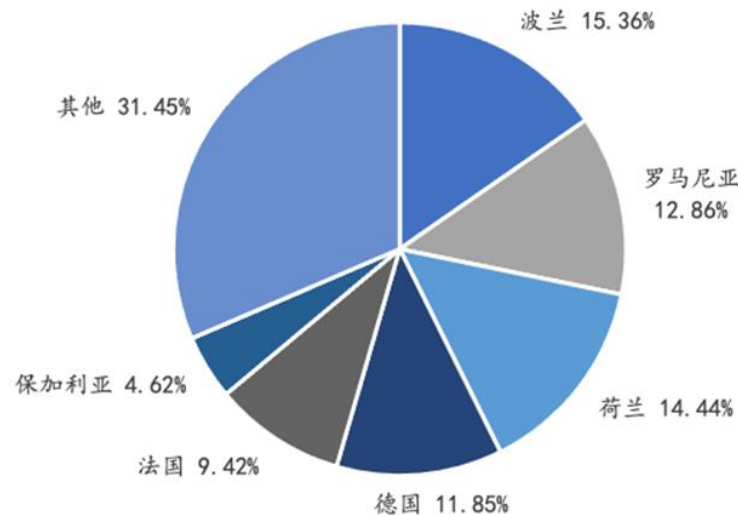
- 合成氨是天然气化工另一重要领域，其主要用于氮肥等生产。2021年，全球氮肥产能为54457.96万吨，其中欧洲产能达12005.6万吨，占比22.05%。
- 其中，波兰、荷兰、罗马尼亚和德国对氮肥产能贡献相对较多，分别为15.36%、14.44%、12.86%和11.85%，其次是法国和保加利亚，产能占比分别为9.42%和4.62%。

图表：2021年欧洲氮肥产能占比22.05%

大洲	产能（万吨）	占比
亚洲	29595.37	54.35%
欧洲	12005.6	22.05%
北美洲	6520.09	11.97%
非洲	3422.5	6.28%
南美洲	2345.9	4.31%
大洋洲	568.5	1.04%
总计	54457.96	

资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

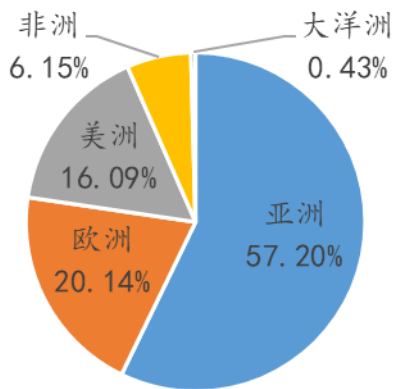
图表：2021年波兰、荷兰、罗马尼亚对欧洲氮肥产能贡献较多



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

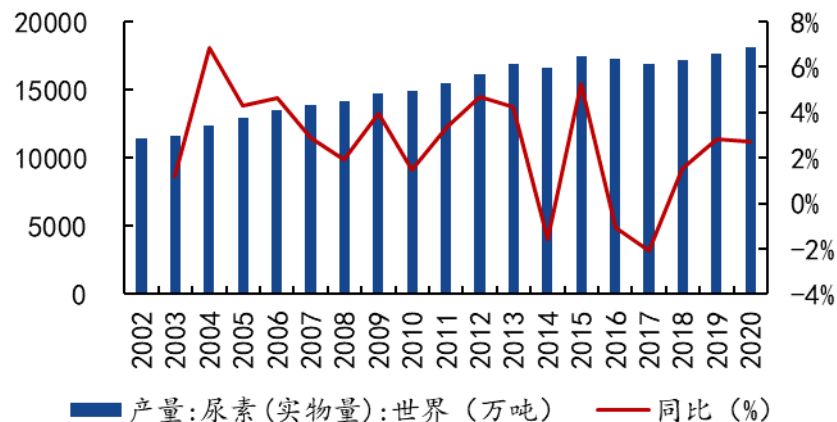
尿素：亚洲、欧洲是尿素主要产地

图表：2019年全球氮肥产量分布



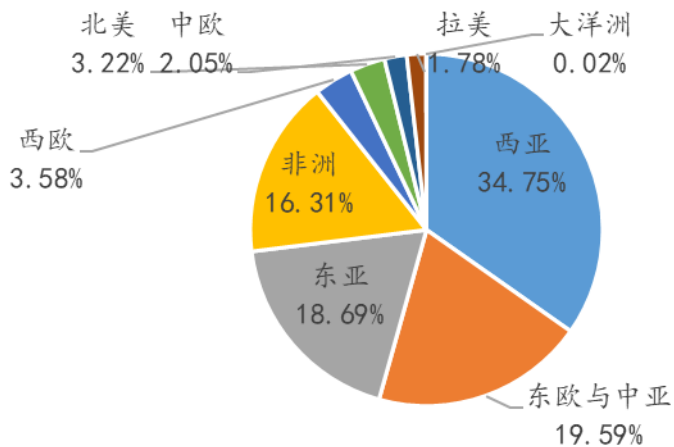
资料来源：FAO, 国海证券研究所

图表：全球尿素产量



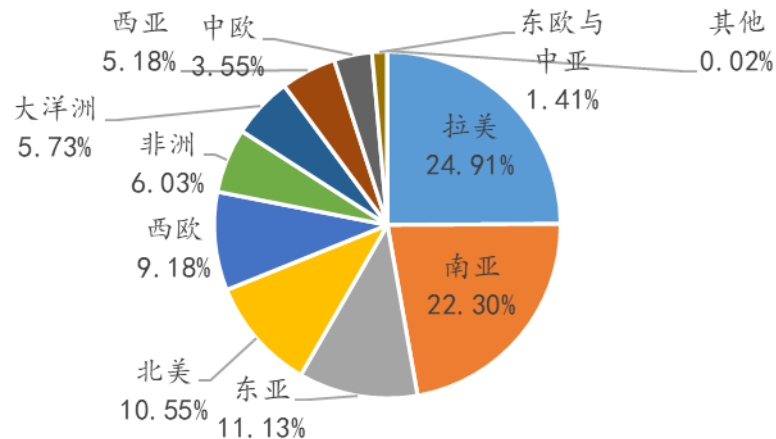
资料来源：IFA, 国海证券研究所

图表：2020年全球尿素出口量分布



资料来源：IFA, 国海证券研究所

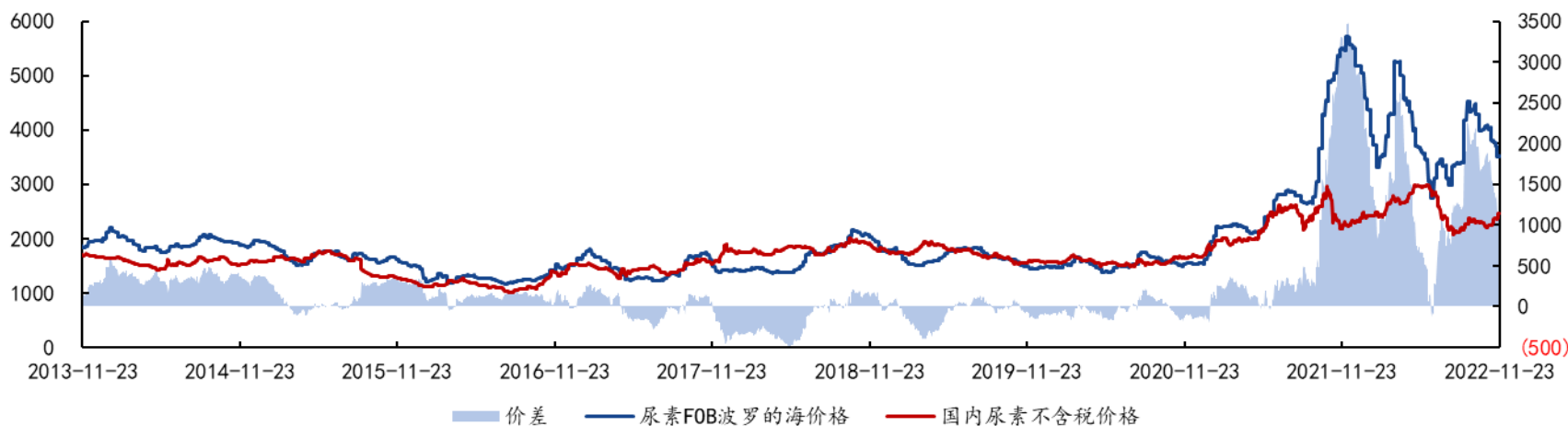
图表：2020年全球尿素进口量分布



资料来源：IFA, 国海证券研究所

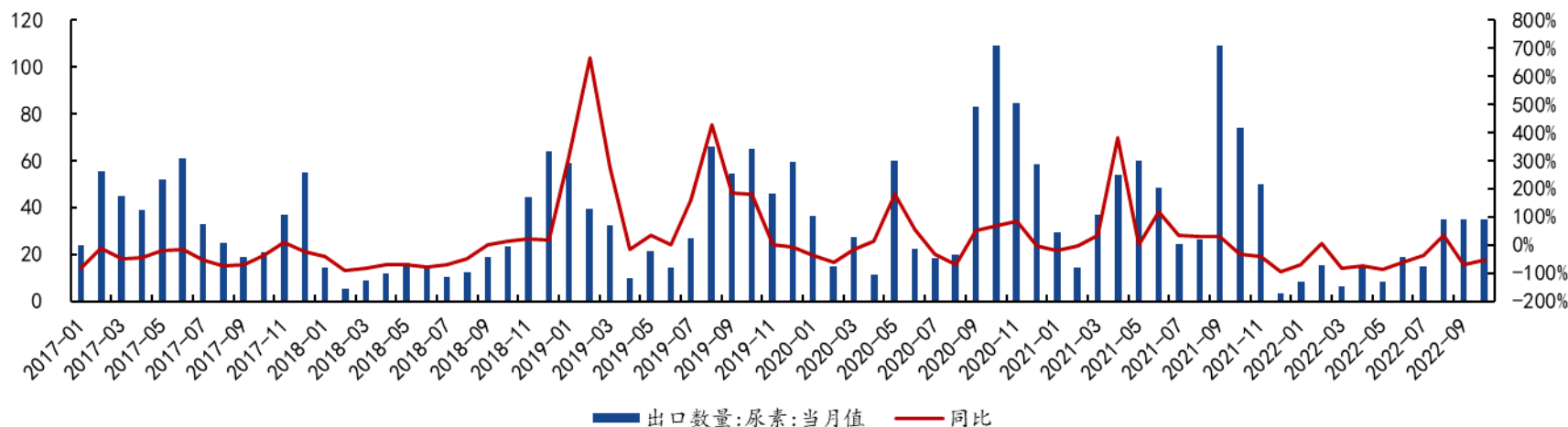
尿素：国内价格开始上涨

图表：尿素价格（元/吨）



资料来源：wind, 百川盈孚, 国海证券研究所 (注：数据统计截止至2022年11月23日)

图表：国内尿素月度出口数量（万吨）



资料来源：wind, 百川盈孚, 国海证券研究所 (注：数据统计截止至2022年10月31日)

- **高油价下煤化工路线优势明显。**俄乌冲突背景下，国际原油和天然气价格不断上涨并维持高位震荡，油头与气头化工产品成本上升，盈利能力减弱，同时油价与天然气价格也会对化工产品价格形成强烈的成本支撑。而煤炭价格在我国政策调控下维稳并存在进一步下降空间，煤化工企业成本优势进一步凸现。公司以三大煤气化平台为基础，形成“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式，在高油价背景下盈利能力有望继续上行。
- **氮肥龙头受益行业供需趋紧。**公司以氮肥起家，目前尿素产能达155万吨/年，规模优势显著。欧洲天然气供应短缺背景下，当地氮肥生产将受到一定限制，全球氮肥供需将趋于紧平衡。公司是国内氮肥龙头，以煤化工为路线进行生产，将充分受益。
- **盈利预测和投资评级：**预计公司2022/2023/2024年归母净利分别为69.44、74.35、94.42亿元，对应PE分别为10.13、9.46、7.45倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

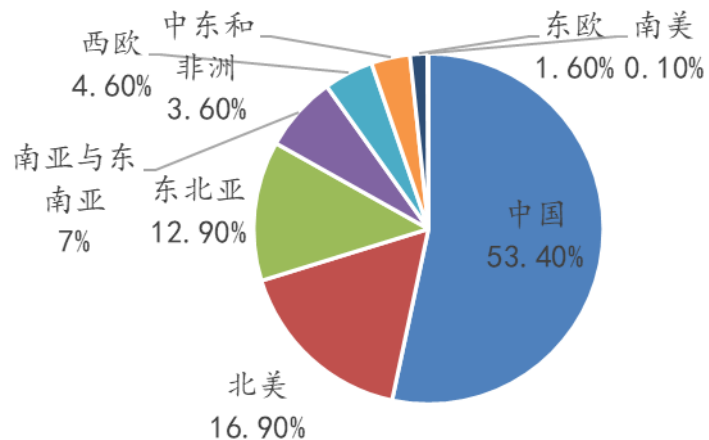
图表：华鲁恒升盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	26635.86	29233.63	29160.65	43111.66
增长率(%)	103.10	9.75	-0.25	47.84
归母净利润（百万元）	7254.17	6944.24	7434.85	9441.89
增长率(%)	303.37	-4.27	7.06	27.00
摊薄每股收益（元）	3.43	3.29	3.52	4.47
ROE (%)	32.59	23.78	20.29	20.49
P/E	9.12	10.13	9.46	7.45
P/B	2.97	2.41	1.92	1.53
P/S	2.48	2.41	2.41	1.63
EV/EBITDA	6.66	6.79	5.98	3.86

资料来源：Wind，国海证券研究所

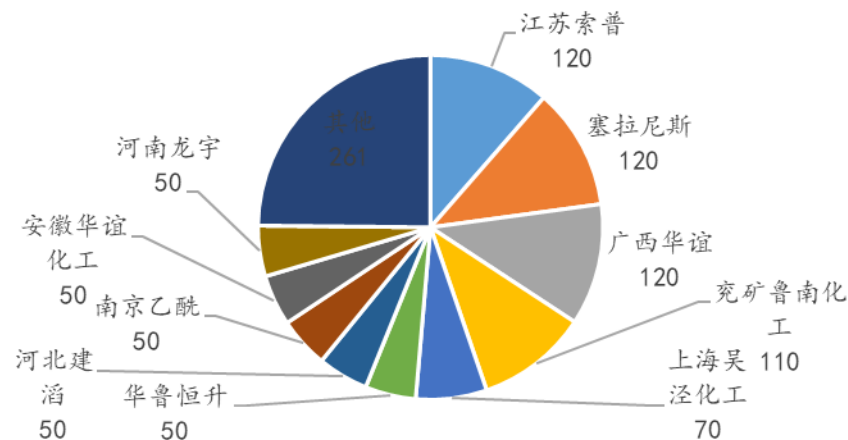
醋酸：2020年欧洲产能占比为6.2%，北美占比16.9%

图表：2020年全球不同地区醋酸产能分布



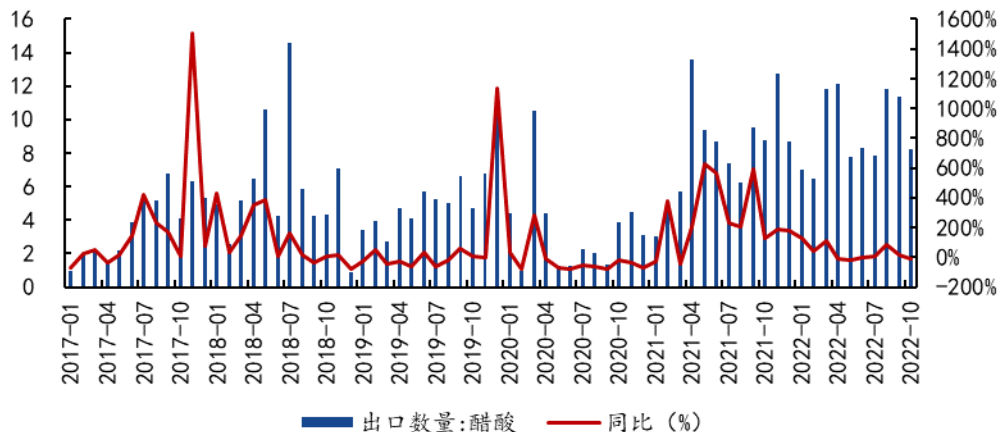
资料来源：石化联合会，国海证券研究所

图表：国内企业醋酸产能（万吨）（2022年5月）



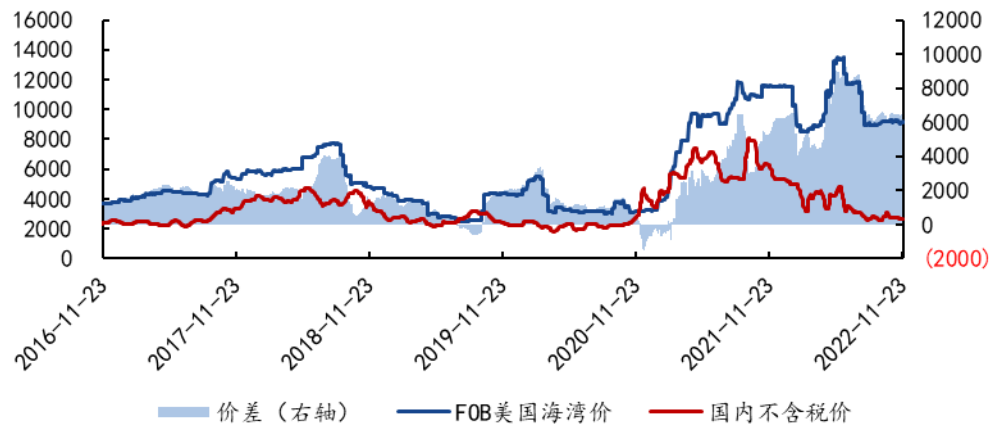
资料来源：百川盈孚，各公司公告，国海证券研究所

图表：醋酸月度出口数量（万吨）



资料来源：海关总署，百川盈孚，国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

图表：醋酸价格（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年11月23日

- 公司的醋酸及衍生品装置，具备年产120万吨醋酸、30万吨醋酸乙酯的设计生产能力，醋酸规模位居行业前列。公司拥有完整的醋酸上下游产业链，以煤炭为源头，通过煤制气、催化剂合成甲醇、甲醇羰基化等工艺流程生产醋酸，在产品原料来源可控的基础上进一步降低产品成本。
- 2021年8月，公司收购江苏东普新材料科技有限公司（变名为江苏索普新材料科技有限公司）100%的股权，索普新材料现拥有60万吨/年硫酸及下游系列产品装置、20万吨/年离子膜装置、12.6万吨/年液氯装置、17万吨/年高纯盐酸装置、1.3万吨/年多元醇装置、3万吨/年二氯苯装置、5.5万吨/年空分装置、5万吨/年氯乙酸装置。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：江苏索普盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,003.58	5,379.00	6,123.00	6,553.00
增长率(%)	110.89	-32.79	13.83	7.02
归母净利润（百万元）	2,402.02	913.00	1,063.00	1,454.00
增长率(%)	938.45	-61.99	16.43	36.78
EPS(摊薄)	2.06	0.78	0.91	1.24
ROE(摊薄)(%)	39.07	15.50	16.10	19.00
P/E	6.71	11.52	9.90	7.27

资料来源：wind一致性预期，国海证券研究所

□ 主要产品景气度提升，公司利润中枢上移

公司拥有己二酸33万吨、多元醇75万吨、DMF33万吨、尿素155万吨、醋酸50万吨产能。在地缘冲突下，国际油价大幅度上涨，公司以三大煤气化平台为基础，形成“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式，在高油价背景下盈利能力有望继续上行。未来三到五年，全球经济温和复苏，需求平稳增长，双碳背景下，产能增长有限，预计公司主要产品价格能够保持高位震荡，公司高利润现状得以维持。

□ 继续多元化发展战略，统筹存量优化和增量升级

公司全面推进荆州基地项目，计划建成100万吨/年尿素、100万吨/年醋酸、15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF产能；在德州园区内建设高端溶剂项目，计划建设60万吨/年碳酸二甲酯、30万吨/年碳酸甲乙酯装置，副产5万吨/年碳酸二乙酯、20万吨/年碳酸乙烯酯项目等，持续加码新能源；拟建尼龙66高端新材料项目、绿色新能源材料项目，进一步延伸产业链，提高产品附加值。

盈利预测和投资评级：预计公司2022/2023/2024年归母净利分别为69.44、74.35、94.42亿元，对应PE分别为10.13、9.46、7.45倍（2022.11.30），维持“买入”评级。

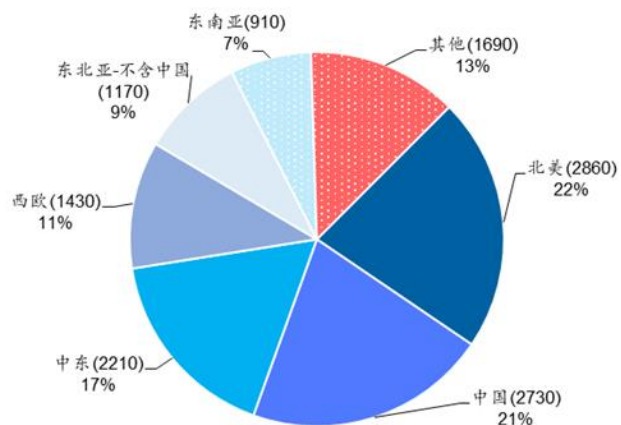
风险提示：宏观经济波动风险；产能投放不及预期；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

图表：华鲁恒升盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	26635.86	29233.63	29160.65	43111.66
增长率(%)	103.10	9.75	-0.25	47.84
归母净利润（百万元）	7254.17	6944.24	7434.85	9441.89
增长率(%)	303.37	-4.27	7.06	27.00
摊薄每股收益（元）	3.43	3.29	3.52	4.47
ROE(%)	32.59	23.78	20.29	20.49
P/E	9.12	10.13	9.46	7.45
P/B	2.97	2.41	1.92	1.53
P/S	2.48	2.41	2.41	1.63
EV/EBITDA	6.66	6.79	5.98	3.86

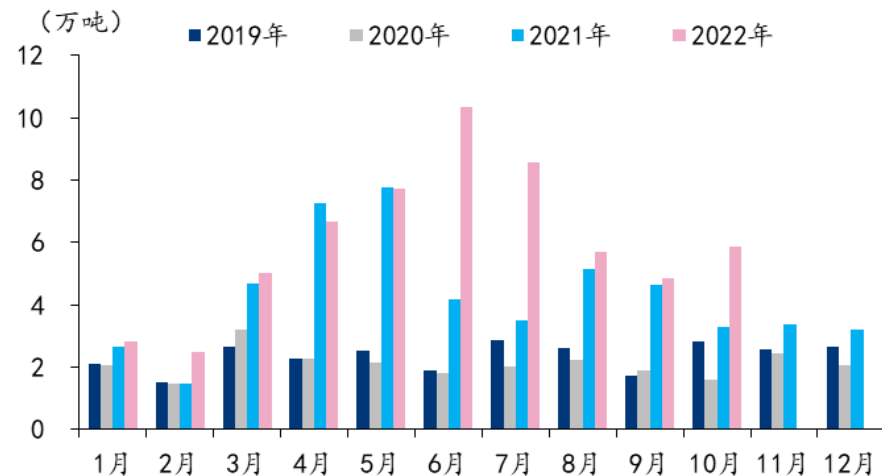
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：聚乙烯产能主要分布在亚洲/欧美/中东（2021年）



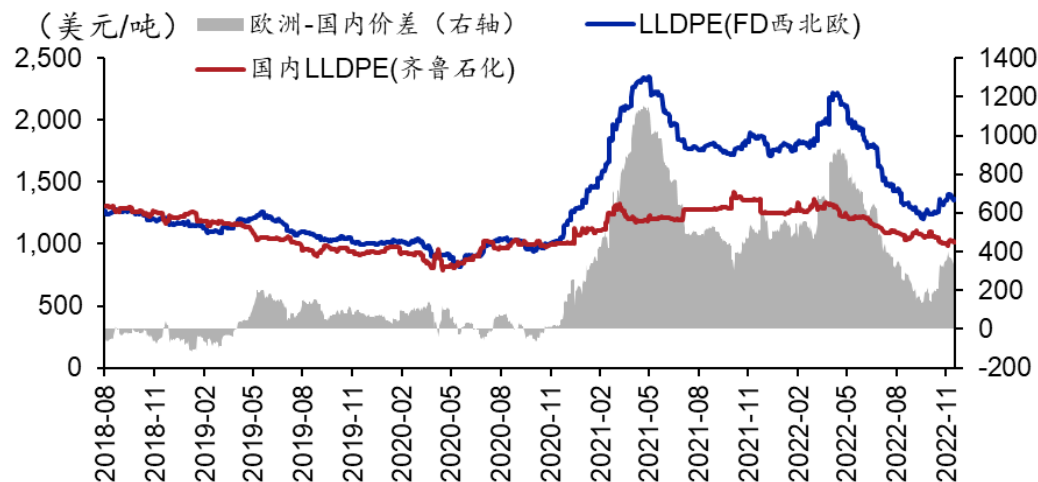
资料来源：隆众资讯，国海证券研究所

图表：国内聚乙烯出口增长较快



资料来源：wind，国海证券研究所（注：截止至2022年10月31日）

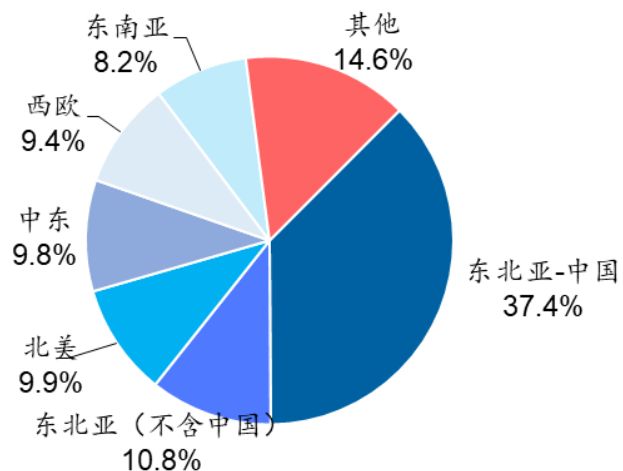
图表：欧洲-国内PE价差情况（美元/吨，不含增值税）



资料来源：wind，国海证券研究所（注：数据统计截止至2022年11月23日）

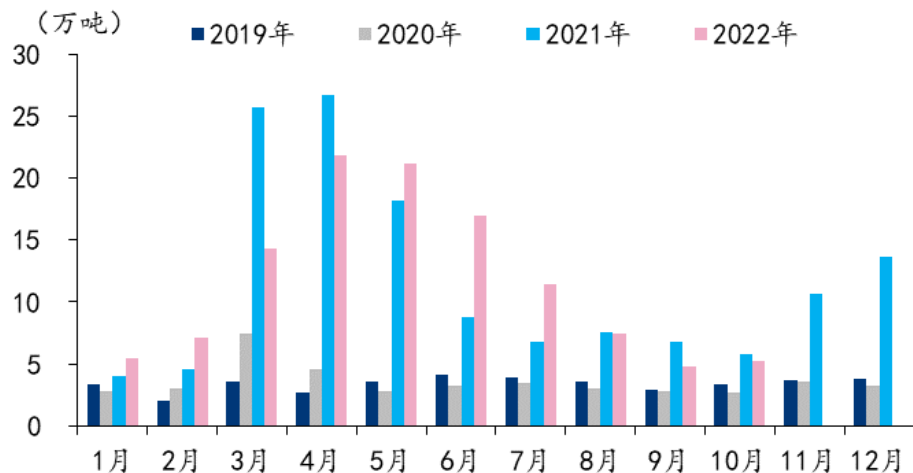
PP: 国内外PP价差回升

图表：聚丙烯产能主要分布在亚洲/欧美/中东（2021年）



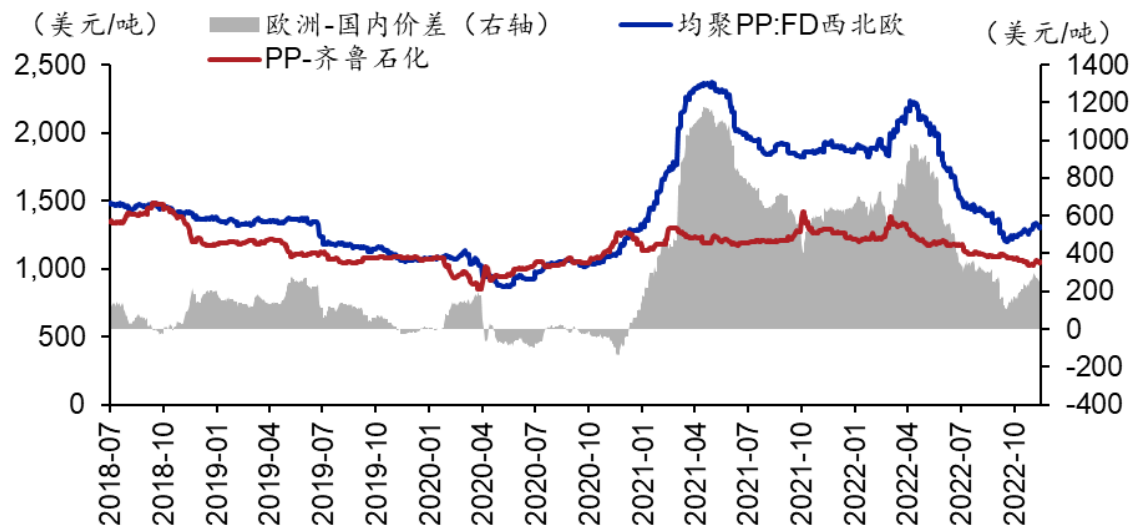
资料来源：隆众资讯，国海证券研究所

图表：2021年美国寒潮，国内聚丙烯出口窗口被打开



资料来源：wind，国海证券研究所（注：数据统计截止至2022年10月31日）

图表：欧洲均聚PP-国内PP价差情况（美元/吨，不含增值税）



资料来源：wind，国海证券研究所（注：数据统计截止至2022年11月23日）

- **勘探与开采：**公司是国内大型油气生产商，2021年，公司一体化推进重点盆地油气勘探开发，效益建产规模持续扩大，增储稳油增气提效取得新突破。全年油气当量产量479.74百万桶，其中，境内原油产量 249.60百万桶，同比持平；天然气产量11994亿立方英尺，同比增长11.9%。
- **炼油：**公司炼油能力国内第一，加快推进“油转化”、“油转特”，大力增产汽油和化工轻油，保持装置高负荷运行。2021年，加工原油 2.55亿吨，同比增长7.8%，生产成品油 1.46 亿吨，同比增长 3.3%，其中，汽油产量6,521万吨，同比增长 12.6%，生产化工轻油 4,541万吨，同比增长12.9%。
- **化工：**公司坚持“基础+高端”，加快优势和先进产能建设，强化结构调整，延伸产业链、培育增长点。加大高端产品和新材料研发力度，高附加值产品比例不断提高。乙烯产能国内第一，2021年乙烯产量1,338万吨，同比增长10.9%。2021年，公司实现合成橡胶产量1252万吨，其中高附加值产品比例提高3.5%。全年化工产品经营总量为8,160万吨，实现了全产全销。
- **销售：**公司在国内拥有完善的成品油销售网络，是最大的成品油供应商。持续创新营销方式，优化终端网络布局，线上线下结合，积极推动“油气氢电服”综合加能站建设。全年成品油总经销量 2.21亿吨。
- **风险提示：**宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：中国石化盈利预测（wind一致预期，2022. 11. 30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	27,408.84	33,870.48	35,016.88	35,873.68
增长率(%)	30.15	23.58	3.38	2.45
归母净利润（亿元）	712.08	725.98	731.44	747.85
增长率(%)	116.28	1.95	0.75	2.24
摊薄每股收益（元）	0.59	0.60	0.60	0.62
ROE(%)	9.38	8.95	8.67	8.53
P/E	7.39	7.55	7.50	7.33
P/B	0.67	0.68	0.66	0.64
BPS-每股净资产	6.40	6.62	6.82	7.03

资料来源：Wind，国海证券研究所

- 公司是全球炼化巨头，拥有2000万吨/年炼化项目、500万吨/年煤化工装置、150万吨/年乙烯项目和1160万吨/年PTA装置四大产能集群，产品矩阵丰富。在原油价格上行、疫情影响需求不断变化背景下，公司结合原料波动、市场需求的趋势变化，灵活调整产品结构，做到“宜油则油、宜烯则烯、宜芳则芳”，实现各类产品产销平衡、经营顺畅和稳定盈利，达到公司产品组合效益最大化。
- 公司加速布局下游高端化工新材料产业链，除现有24万吨/年PBT工程塑料、3.3万吨/年PBAT、和38.5万吨/年功能性聚酯薄膜外，新建包括45万吨/年可降解塑料、30万吨/年己二酸、150万吨/年绿色多功能长丝、80万吨功能性聚酯薄膜/功能性塑料项目、160万吨/年高性能树脂及新材料、16亿平/年锂电隔膜等。
- 预计公司2022/2023/2024年归母净利润为82.56、143.25、206.10亿元（2022.11.30），对应PE为14、8、6倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：恒力石化盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	197,996.55	211,510.18	259,205.32	304,327.11
增长率(%)	29.94	6.83	22.55	17.41
归母净利润（百万元）	15,531.08	8,255.85	14,324.72	20,610.34
增长率(%)	15.37	-46.84	73.51	43.88
摊薄每股收益（元）	2.21	1.17	2.04	2.93
ROE(%)	27.14	14.64	20.26	22.57
P/E	10.39	14.32	8.26	5.74
P/B	2.83	2.10	1.67	1.30
P/S	0.82	0.56	0.46	0.39
EV/EBITDA	7.76	8.14	5.50	4.28

资料来源：wind，国海证券研究所

- 荣盛石化是国内民营炼化龙头企业，公司浙石化一期炼化项目已全面投产，盈利能力稳步增强；二期也于2022年初全面达产，将进一步提升公司综合竞争优势。受地缘冲突影响，原油价格高企，给公司成本端带来一定压力；而随着疫情有效控制，以及稳增长相关政策的持续推进，下游需求复苏，价格有望逐步传导，公司盈利能力将不断提升。
- 公司目前化工品产能主要包括1050万吨/年PX、155万吨/年聚乙烯、180万吨/年聚丙烯、52万吨/年聚碳酸酯和52万吨/年丙烯腈等。受地缘政治影响，欧洲能源价格高企，将逐步向化工品传导，其中欧洲聚烯烃、聚碳酸酯和丙烯腈等化工品产能在全球占据一定比例。聚乙烯等相关产品在成本推动下，与国内化工品价格差距持续拉大，国内厂商成本和价格优势凸显，中国出口至欧洲的量有望大幅增加，而荣盛石化等一体化化工龙头将受益。
- 预计公司2022/2023/2024年归母净利润为72.02、134.92、195.62亿元，对应PE为17、9、6倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：荣盛石化盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	177,024.28	298,497.69	454,874.48	642,260.94
增长率(%)	65.03	68.62	52.39	41.20
归母净利润（百万元）	12,823.55	7,202.01	13,491.72	19,562.09
增长率(%)	75.46	-43.84	87.33	44.99
摊薄每股收益（元）	1.27	0.71	1.33	1.93
ROE(%)	26.26	14.12	20.92	23.27
P/E	14.30	17.42	9.30	6.41
P/B	3.77	2.46	1.95	1.49
P/S	1.04	0.42	0.28	0.20
EV/EBITDA	8.16	8.62	3.76	2.10

资料来源：wind，国海证券研究所

- 短期看，影响万华化学基本面的是产品的景气度。聚氨酯板块是万华的立足之本，万华化学在聚氨酯板块具有明显的成本和竞争优势，且优势正在扩大。2022年一季度，受疫情等因素影响，下游开工不畅、物流受阻，MDI及TDI价格弱势下滑。6月，国内和日韩有部分MDI装置将进行检修，供给端收缩；同时，随着疫情有效控制，下游需求有望复苏，我们看好疫情后MDI及TDI景气快速修复。
- 欧洲MDI产能主要以天然气为原料，受地缘政治影响，欧洲天然气价格高企，欧洲厂商在成本端面临较大压力。同时，随着俄乌问题持续发酵，相关厂商天然气供应也存一定不确定性。我们认为目前万华相比于国外公司的成本优势将扩大，供应稳定性将恢复向好。
- 长远看，影响万华基本面的是未来的成长。截至2022年三季度末，公司在建工程达421.99亿元，占固定资产的比例达63%，万华化学将又进入快速扩张期。据我们统计，按照2022年平均价格计算，如果万华化学现有规划项目全部如期投产，预计2022年将新增营收208亿元，2022-2023年新项目将新增年营收累计542亿元，全部项目均投产后将新增年营收累计1808亿元。
- 预计公司2022-2024年归母净利润分别为176.54、249.77、323.99亿元，对应PE分别16、11、9（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：万华化学盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	145537.82	170310.17	191879.84	228628.65
增长率(%)	98.19	17.02	12.66	19.15
归母净利润（百万元）	24648.75	17654.36	24976.61	32398.65
增长率(%)	145.47	(28.38)	41.48	29.72
摊薄每股收益（元）	7.85	5.62	7.95	10.32
ROE(%)	35.98	20.49	22.48	22.57
P/E	12.87	15.92	11.25	8.67
P/B	4.63	3.26	2.53	1.96
P/S	2.18	1.65	1.46	1.23
EV/EBITDA	9.06	10.52	8.19	6.12

资料来源：wind，国海证券研究所

- 俄乌冲突背景下，国际原油和天然气价格不断上涨并维持高位震荡，对烯烃价格形成一定支撑，近两年国内乙烷、丙烷制烯烃项目投产较多，而国际乙烷、丙烷产量增长有限，国际乙烷和丙烷价格也将维持相对高位。国内煤炭供应相对充足，煤炭价格长期保持合理水平，煤制烯烃将继续保持行业比较成本优势。
- 国内高端煤基领军企业，加快项目建设进一步巩固成本优势。宝丰能源目前具备总煤炭产能810万吨/年，焦化产能700万吨/年，甲醇产能640万吨/年，聚乙烯120万吨/年，聚丙烯120万吨/年，规模优势突出。公司300万吨/年煤焦化多联产项目主体工程已完工，四台焦炉于2021年10-11月陆续点火烘炉。宁东三期50万吨/年煤制烯烃（包括25万吨/年EVA）及50万吨/年C2-C5综合利用制烯烃项目建设进程及半。内蒙400万吨/年（一期260万吨/年）煤制烯烃项目待环评批复后即可办理开工建设。力争年底前建成20万吨/年苯乙烯项目，实现新的盈利增长点。
- 盈利预测预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为68.14、92.74、110.37亿元，对应PE为14、10和9倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：宝丰能源盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	23299.94	29119.66	34420.82	38554.56
增长率(%)	46.29	24.98	18.20	12.01
归母净利润（百万元）	7070.43	6814.37	9274.41	11037.30
增长率(%)	52.95	(3.62)	36.10	19.01
摊薄每股收益（元）	0.97	0.93	1.26	1.51
ROE(%)	23.04	18.17	19.83	19.09
P/E	17.90	14.23	10.45	8.78
P/B	4.15	2.58	2.07	1.68
P/S	5.46	3.33	2.82	2.51
EV/EBITDA	13.28	9.44	7.07	5.52

资料来源：Wind，国海证券研究所

- 公司是国内丙烯酸龙头企业，拥有66万吨/年丙烯酸和75万吨/年丙烯酸酯产能，同时在建18万吨/年丙烯酸和30万吨/年丙烯酸酯预计2022年达产贡献增量。全球丙烯酸产能主要分布在中国和欧洲，其中欧洲占比达16.9%。近年，受国外装置老化，不可抗力及检修增多影响，丙烯酸供需趋紧，价格也于2021达到高位；2022年，受地缘政治影响，欧洲能源成本高企，对丙烯酸形成有力支撑，欧洲丙烯酸价格高位维持，与国内丙烯酸价格差距也保持在较高水平。国内丙烯酸价格和成本优势凸显，叠加海运费回落，我们看好丙烯酸对欧洲出口量的增加，卫星化学作为国内龙头将受益。
- 目前，公司还拥有45万吨/年PP、40万吨/年HDPE产能，同时公司C2项目二期已于2022年下半年达产，主要包括40万吨/年HDPE、60万吨/年苯乙烯、72万吨/年环氧乙烷，26万吨/年丙烯腈产能也将于2022年年末投放。原油和欧洲天然气价格大幅上涨也带动欧洲聚烯烃等产品价格大幅提升，而公司主要以丙烷和美国进口乙烷为原料，价格上涨相对较缓，具有一定成本优势。
- 预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为42.43、73.56、93.94亿元，对应PE为12、7、5倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：卫星化学盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	28557.04	37921.90	51546.63	62224.47
增长率(%)	165.09	32.79	35.93	20.71
归母净利润（百万元）	6006.51	4243.16	7356.20	9393.80
增长率(%)	261.62	(29.36)	73.37	27.70
摊薄每股收益（元）	3.50	1.26	2.18	2.79
ROE(%)	31.02	16.80	22.56	22.36
P/E	11.44	11.55	6.66	5.22
P/B	3.56	1.94	1.50	1.17
P/S	2.41	1.29	0.95	0.79
EV/EBITDA	9.02	10.42	5.97	4.15

资料来源：wind，国海证券研究所

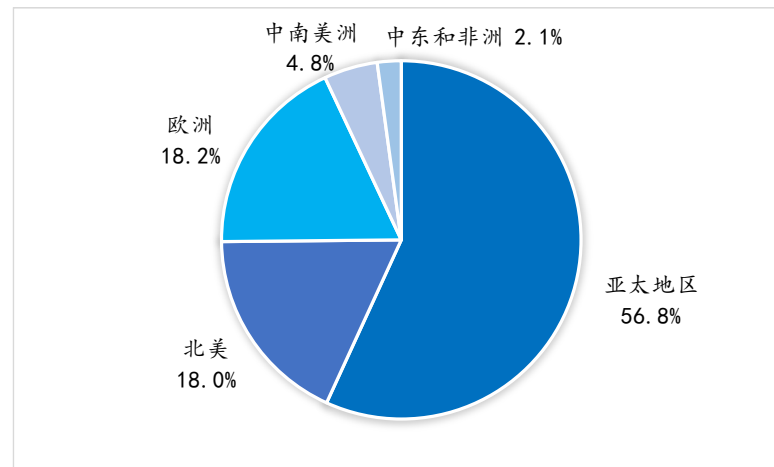
欧洲与中国钛白粉价差高位维持

图表：钛白粉全球产能分布（2020年）

主要厂商	产能 (万吨/年)
科慕	125
特诺	107.8
龙佰	101
Venator	65.5
康诺斯	56.5
其他	384
合计	839

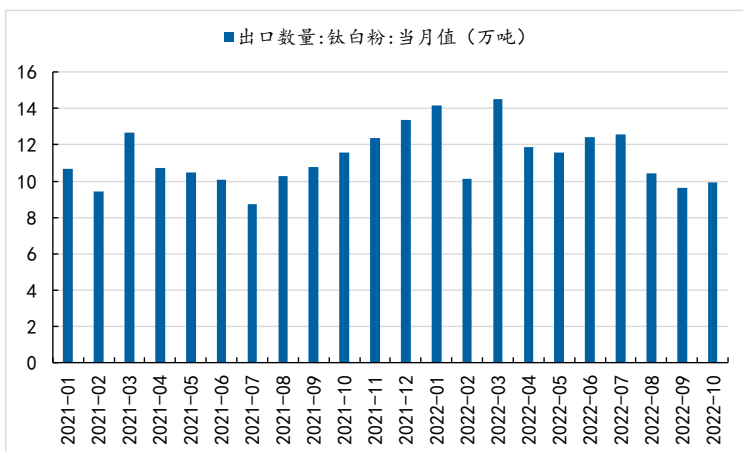
资料来源：涂多多，相关公司公告，国海证券研究所

图表：钛白粉产能主要分布在亚太、北美和欧洲（2020年）



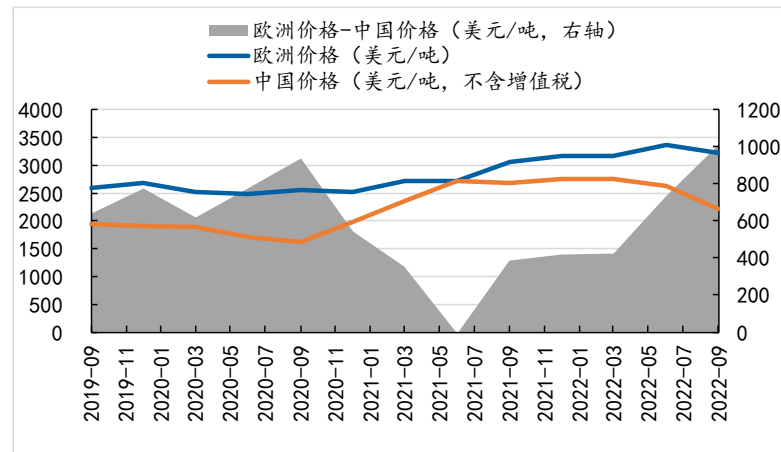
资料来源：钛白粉网，相关公司公告，国海证券研究所

图表：钛白粉出口量稳定



资料来源：Wind，国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

图表：欧洲与中国钛白粉价格价差情况



资料来源：Wind，Bloomberg，国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

- 国内钛白粉龙头企业，未来产能集中度有望进一步提高。公司目前拥有111万吨/年钛白粉产能，产能位居亚洲第一，全球第三，其中包括硫酸法钛白粉65万吨、氯化法钛白粉46万吨。同时，公司还规划在建的氯化法钛白产能达40万吨/年，龙头地位不断巩固。
- 发挥自身产业链优势，布局新能源电池材料。公司利用钛白副产品硫酸亚铁和氢气、烧碱、双氧水等，结合公司在粉体材料研发及生产上的经验，建设年产20万吨电池材料级磷酸铁项目、年产20万吨磷酸铁锂项目；同时还拟在南漳县分两期建设年产15万吨电池级磷酸铁锂生产线。石墨负极方面，公司拟建设年产10万吨锂离子电池用人造石墨负极材料项目和年产20万吨锂离子电池负极材料一体化项目。
- 预计2022/2023/2024年归母净利润分别为40.11/58.55/67.55亿元，对应EPS为1.68/2.45/2.83元，对应PE为11/7/6倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：龙佰集团盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	20,617.05	23,590.10	37,287.45	48,152.28
增长率(%)	45.56	14.42	58.06	29.14
归母净利润（百万元）	4,676.43	4,011.11	5,855.02	6,754.80
增长率(%)	104.33	-14.23	45.97	15.37
摊薄每股收益（元）	1.96	1.68	2.45	2.83
ROE(%)	24.72	20.00	22.59	20.68
P/E	13.49	10.65	7.30	6.33
P/B	3.60	2.13	1.65	1.31
P/S	3.30	1.81	1.15	0.89
EV/EBITDA	9.61	6.78	4.79	4.09

资料来源：Wind，国海证券研究所

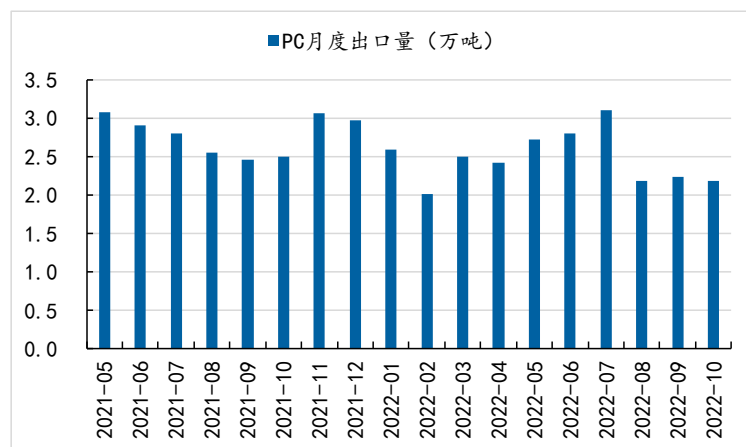
PC产能主要分布在亚洲和北美

图表：PC产能高度集中（2020年）

生产企业	产能（万吨/年）	占比（%）
科思创	160	26%
SABIC	133.5	22%
三菱	54	9%
鲁西	30	5%
帝人	27.5	4%
其他	209.5	34%
合计	614.5	

资料来源：隆众资讯，国海证券研究所

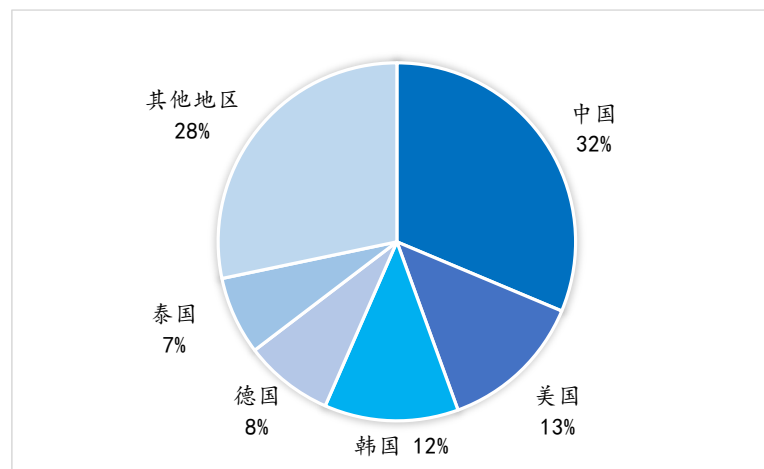
图表：PC月度出口量情况



资料来源：百川资讯，国海证券研究所

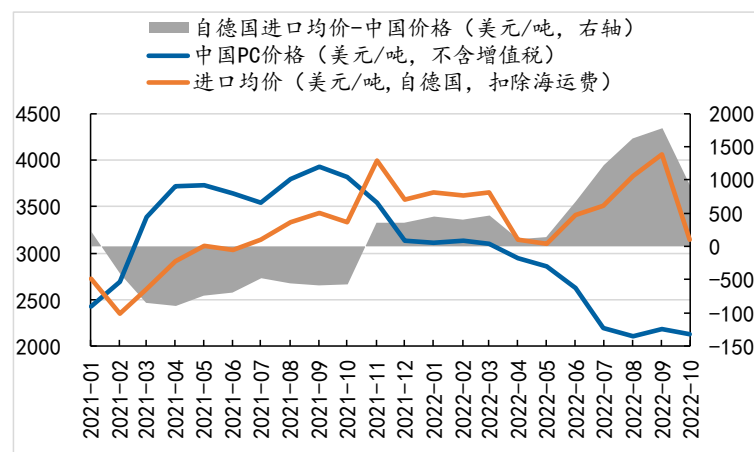
注：数据统计截止至2022年10月31日

图表：PC产能主要分布在中美韩（2020年）



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：国内PC价格近期维持低位



资料来源：Wind，卓创资讯，国海证券研究所

注：数据统计截止至2022年10月31日

- 公司坚持园区一盘棋思想，严抓安全环保管控不放松，严格落实安全生产法，强力推进零排放园区建设，多措并举节能降耗，不断提高管控标准。持续发挥生产系统性联动和经营系统性联动，实现安全稳定高质量运营。
- 化工生产、科技创新与装备制造相结合。公司近年来多个项目建设实现了自行设计、研发、制造、安装、开车、运行管理和总结提升的一体化模式，生产管理、研发创新和装备制造相融合，不断开发具有自主知识产权的关键核心工艺与装备，将成为公司在多个产业链转型升级的重要支撑。
- 未来成长。中国中化通过国有股权无偿划转方式，间接控制鲁西化工48.93%股份。公司学习吸收中国中化先进、规范的管理理念和方法，在规范中创新，深化管理变革；充分利用中国中化等科技研发资源和技术创新平台，结合实际引进新工艺、新技术、新设备、新材料，进行消化、吸收再创新。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：鲁西化工盈利预测（wind一致预测, 2022. 11. 30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	31,794.34	32,736.74	36,958.62	40,887.32
增长率(%)	80.73	2.96	12.90	10.63
归母净利润（百万元）	4,618.67	4,238.82	4,843.54	5,506.95
增长率(%)	459.95	-8.22	14.27	13.70
EPS(摊薄)	2.43	2.21	2.52	2.87
ROE(摊薄)(%)	25.74	20.30	20.24	19.92
P/E	6.29	6.00	5.25	4.62

资料来源：Wind，国海证券研究所

- 荣盛石化是国内民营炼化龙头企业，公司浙石化一期炼化项目已全面投产，盈利能力稳步增强；二期也于2022年初全面达产，将进一步提升公司综合竞争优势。受地缘冲突影响，原油价格高企，给公司成本端带来一定压力；而随着疫情有效控制，以及稳增长相关政策的持续推进，下游需求复苏，价格有望逐步传导，公司盈利能力将不断提升。
- 公司目前化工品产能主要包括1050万吨/年PX、155万吨/年聚乙烯、180万吨/年聚丙烯、52万吨/年聚碳酸酯和52万吨/年丙烯腈等。受地缘政治影响，欧洲能源价格高企，将逐步向化工品传导，其中欧洲聚烯烃、聚碳酸酯和丙烯腈等化工品产能在全球占据一定比例。聚乙烯等相关产品在成本推动下，与国内化工品价格差距持续拉大，国内厂商成本和价格优势凸显，中国出口至欧洲的量有望大幅增加，而荣盛石化等一体化化工龙头将受益。
- 预计公司2022/2023/2024年归母净利润为72.02、134.92、195.62亿元，对应PE为17、9、6倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：荣盛石化盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	177,024.28	298,497.69	454,874.48	642,260.94
增长率(%)	65.03	68.62	52.39	41.20
归母净利润（百万元）	12,823.55	7,202.01	13,491.72	19,562.09
增长率(%)	75.46	-43.84	87.33	44.99
摊薄每股收益（元）	1.27	0.71	1.33	1.93
ROE(%)	26.26	14.12	20.92	23.27
P/E	14.30	17.42	9.30	6.41
P/B	3.77	2.46	1.95	1.49
P/S	1.04	0.42	0.28	0.20
EV/EBITDA	8.16	8.62	3.76	2.10

资料来源：wind，国海证券研究所

- 短期看，影响万华化学基本面的是产品的景气度。聚氨酯板块是万华的立足之本，万华化学在聚氨酯板块具有明显的成本和竞争优势，且优势正在扩大。2022年一季度，受疫情等因素影响，下游开工不畅、物流受阻，MDI及TDI价格弱势下滑。6月，国内和日韩有部分MDI装置将进行检修，供给端收缩；同时，随着疫情有效控制，下游需求有望复苏，我们看好疫情后MDI及TDI景气快速修复。
- 欧洲MDI产能主要以天然气为原料，受地缘政治影响，欧洲天然气价格高企，欧洲厂商在成本端面临较大压力。同时，随着俄乌问题持续发酵，相关厂商天然气供应也存一定不确定性。我们认为目前万华相比于国外公司的成本优势将扩大，供应稳定性将恢复向好。
- 长远看，影响万华基本面的是未来的成长。截至2022年三季度末，公司在建工程达421.99亿元，占固定资产的比例达63%，万华化学将又进入快速扩张期。据我们统计，按照2022年平均价格计算，如果万华化学现有规划项目全部如期投产，预计2022年将新增营收208亿元，2022-2023年新项目将新增年营收累计542亿元，全部项目均投产后将新增年营收累计1808亿元。
- 预计公司2022-2024年归母净利润分别为176.54、249.77、323.99亿元，对应PE分别16、11、9（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

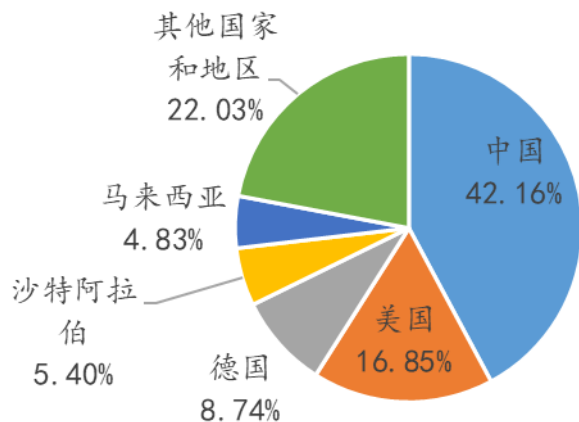
图表：万华化学盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	145537.82	170310.17	191879.84	228628.65
增长率(%)	98.19	17.02	12.66	19.15
归母净利润（百万元）	24648.75	17654.36	24976.61	32398.65
增长率(%)	145.47	(28.38)	41.48	29.72
摊薄每股收益（元）	7.85	5.62	7.95	10.32
ROE(%)	35.98	20.49	22.48	22.57
P/E	12.87	15.92	11.25	8.67
P/B	4.63	3.26	2.53	1.96
P/S	2.18	1.65	1.46	1.23
EV/EBITDA	9.06	10.52	8.19	6.12

资料来源：wind，国海证券研究所

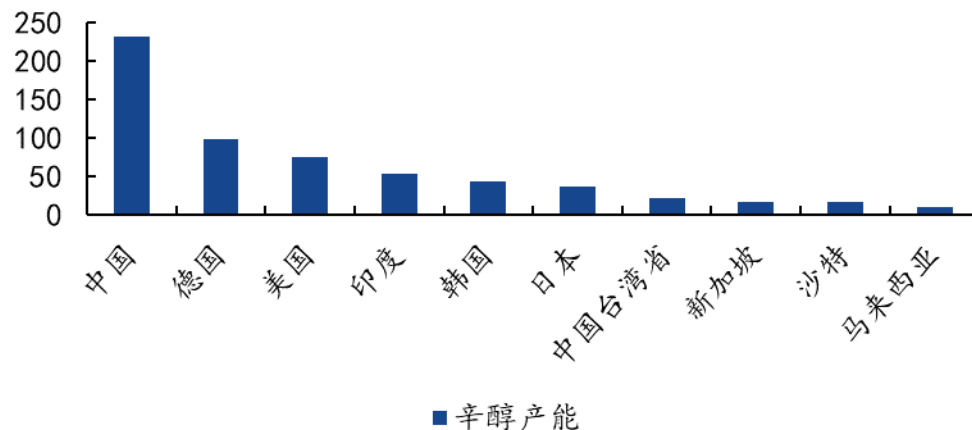
丁辛醇：主要产地在中国、美国、德国等地

图表：2020年全球正丁醇产能分布



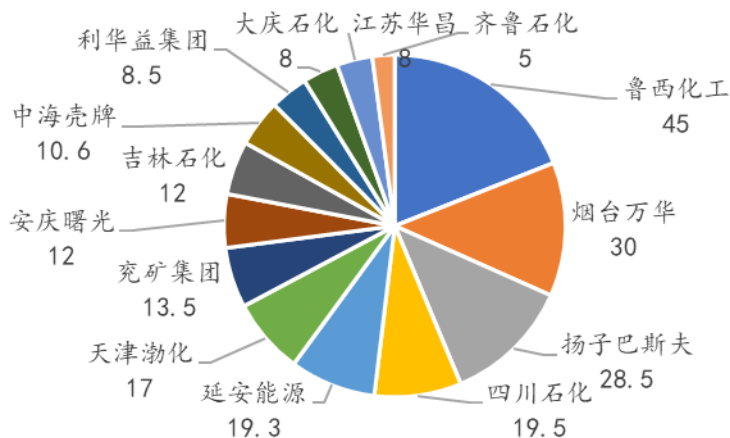
资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

图表：2018年全球前十大辛醇生产国家和地区（万吨）



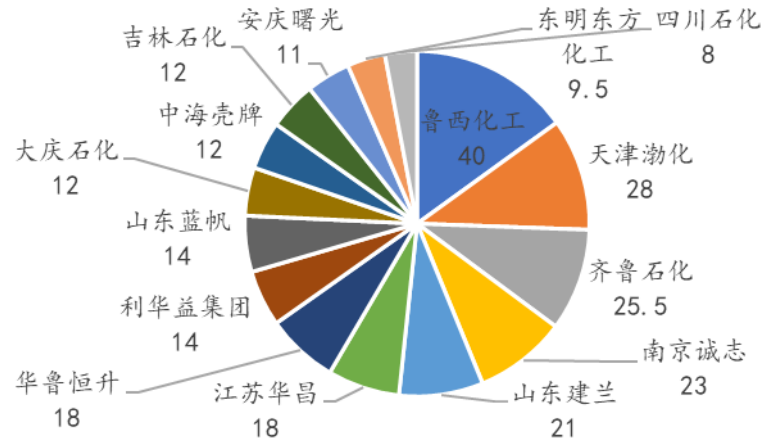
资料来源：华经情报网，国海证券研究所

图表：国内丁醇企业产能（万吨）（2022年5月）



资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

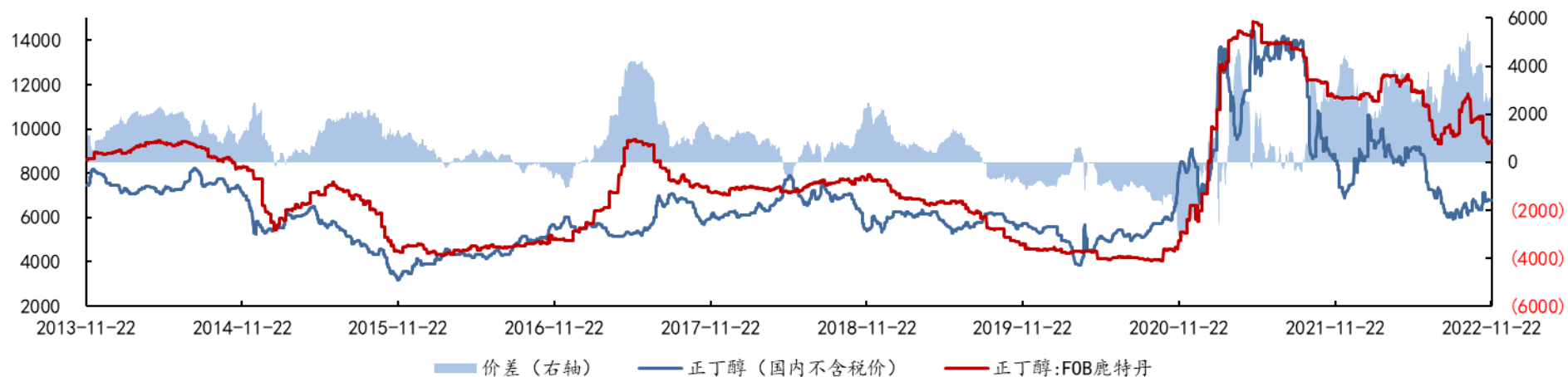
图表：国内辛醇企业产能（万吨）（2022年5月）



资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

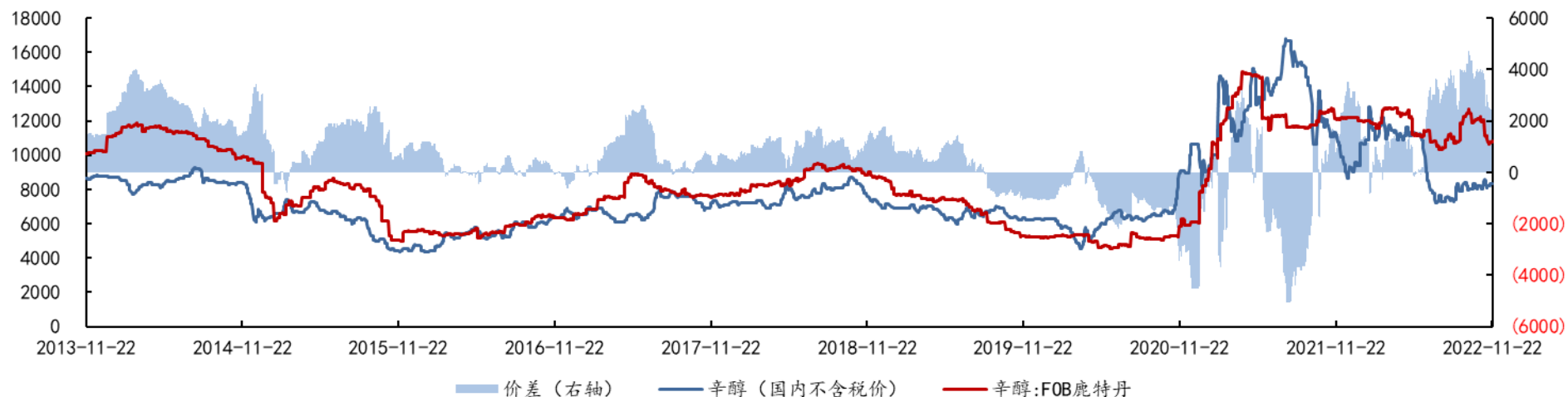
丁辛醇：主要产地在中国、美国、德国等地

图表：丁醇价格（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所（注：数据统计截止至2022年11月22日）

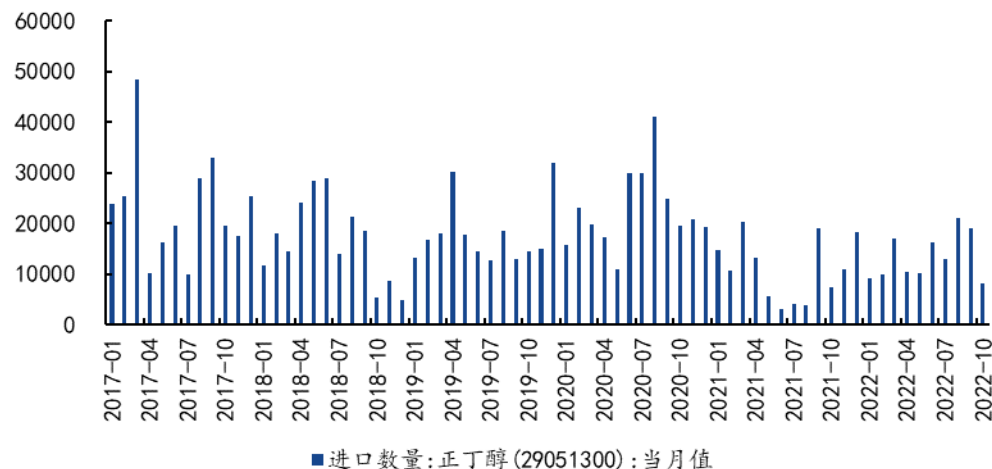
图表：辛醇价格（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所（注：数据统计截止至2022年11月22日）

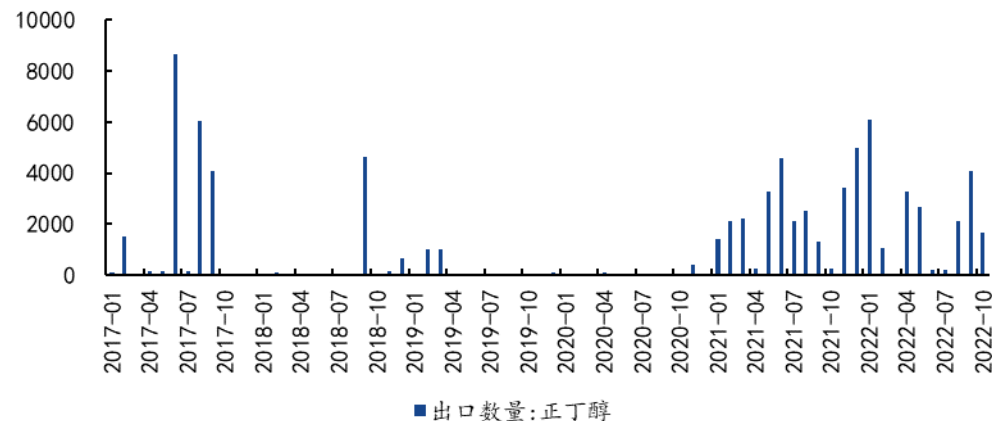
丁辛醇：进口数量明显减少

图表：丁醇月度进口数量（吨）



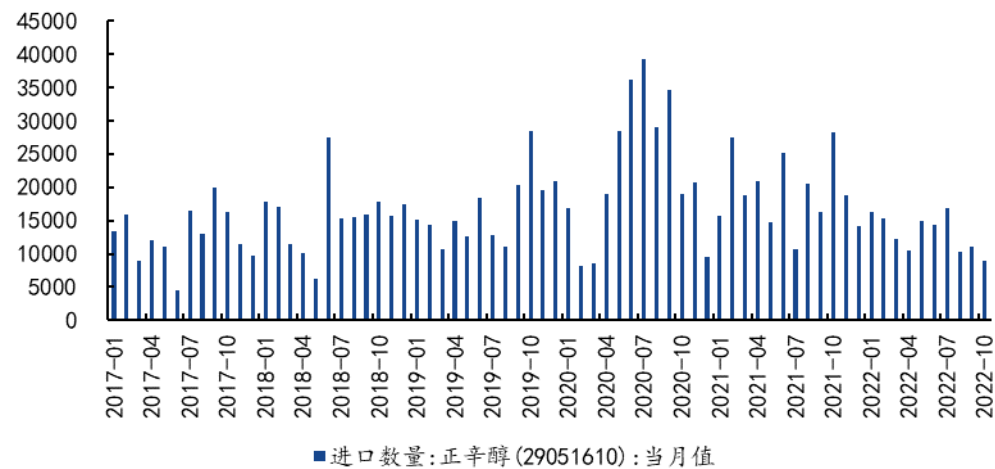
资料来源：海关总署，百川盈孚，国海证券研究所
(注：数据统计截止至2022年10月31日)

图表：丁醇月度出口数量（吨）



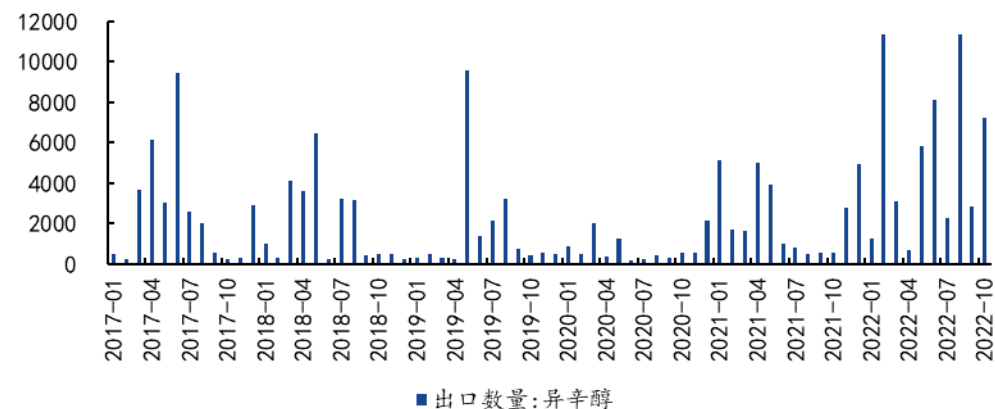
资料来源：海关总署，百川盈孚，国海证券研究所
(注：数据统计截止至2022年10月31日)

图表：辛醇月度进口数量（吨）



资料来源：海关总署，百川盈孚，国海证券研究所
(注：数据统计截止至2022年10月31日)

图表：辛醇月度出口数量（吨）



资料来源：海关总署，百川盈孚，国海证券研究所
(注：数据统计截止至2022年10月31日)

- 公司坚持园区一盘棋思想，严抓安全环保管控不放松，严格落实安全生产法，强力推进零排放园区建设，多措并举节能降耗，不断提高管控标准。持续发挥生产系统性联动和经营系统性联动，实现安全稳定高质量运营。
- 化工生产、科技创新与装备制造相结合。公司近年来多个项目建设实现了自行设计、研发、制造、安装、开车、运行管理和总结提升的一体化模式，生产管理、研发创新和装备制造相融合，不断开发具有自主知识产权的关键核心工艺与装备，将成为公司在多个产业链转型升级的重要支撑。
- 未来成长。中国中化通过国有股权无偿划转方式，间接控制鲁西化工48.93%股份。公司学习吸收中国中化先进、规范的管理理念和方法，在规范中创新，深化管理变革；充分利用中国中化等科技研发资源和技术创新平台，结合实际引进新工艺、新技术、新设备、新材料，进行消化、吸收再创新。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：鲁西化工盈利预测（wind一致预测, 2022. 11. 30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	31,794.34	32,736.74	36,958.62	40,887.32
增长率(%)	80.73	2.96	12.90	10.63
归母净利润（百万元）	4,618.67	4,238.82	4,843.54	5,506.95
增长率(%)	459.95	-8.22	14.27	13.70
EPS(摊薄)	2.43	2.21	2.52	2.87
ROE(摊薄)(%)	25.74	20.30	20.24	19.92
P/E	6.29	6.00	5.25	4.62

资料来源：Wind，国海证券研究所

- 短期看，影响万华化学基本面的是产品的景气度。聚氨酯板块是万华的立足之本，万华化学在聚氨酯板块具有明显的成本和竞争优势，且优势正在扩大。2022年一季度，受疫情等因素影响，下游开工不畅、物流受阻，MDI及TDI价格弱势下滑。6月，国内和日韩有部分MDI装置将进行检修，供给端收缩；同时，随着疫情有效控制，下游需求有望复苏，我们看好疫情后MDI及TDI景气快速修复。
- 欧洲MDI产能主要以天然气为原料，受地缘政治影响，欧洲天然气价格高企，欧洲厂商在成本端面临较大压力。同时，随着俄乌问题持续发酵，相关厂商天然气供应也存一定不确定性。我们认为目前万华相比于国外公司的成本优势将扩大，供应稳定性将恢复向好。
- 长远看，影响万华基本面的是未来的成长。截至2022年三季度末，公司在建工程达421.99亿元，占固定资产的比例达63%，万华化学将又进入快速扩张期。据我们统计，按照2022年平均价格计算，如果万华化学现有规划项目全部如期投产，预计2022年将新增营收208亿元，2022-2023年新项目将新增年营收累计542亿元，全部项目均投产后将新增年营收累计1808亿元。
- 预计公司2022-2024年归母净利润分别为176.54、249.77、323.99亿元，对应PE分别16、11、9（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：万华化学盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	145537.82	170310.17	191879.84	228628.65
增长率(%)	98.19	17.02	12.66	19.15
归母净利润（百万元）	24648.75	17654.36	24976.61	32398.65
增长率(%)	145.47	(28.38)	41.48	29.72
摊薄每股收益（元）	7.85	5.62	7.95	10.32
ROE(%)	35.98	20.49	22.48	22.57
P/E	12.87	15.92	11.25	8.67
P/B	4.63	3.26	2.53	1.96
P/S	2.18	1.65	1.46	1.23
EV/EBITDA	9.06	10.52	8.19	6.12

资料来源：wind，国海证券研究所

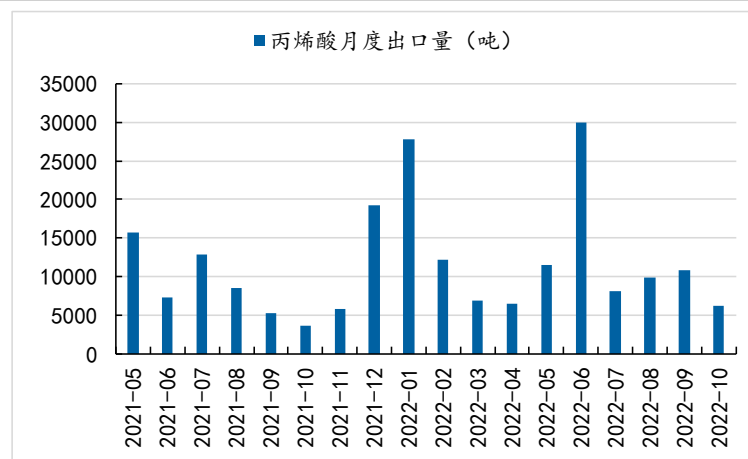
丙烯酸产能主要分布在中国和欧洲

图表：丙烯酸全球产能分布（2021年）

生产企业	产能（万吨/年）
巴斯夫	102
陶氏	80
LG化学	70
卫星化学	66
日本触媒	64
阿科玛	55
昇科化工	48
扬子巴斯夫	35
上海华谊	32
台塑宁波	32
其他	327
合计	909

资料来源：Bloomberg, 卓创资讯, 国海证券研究所

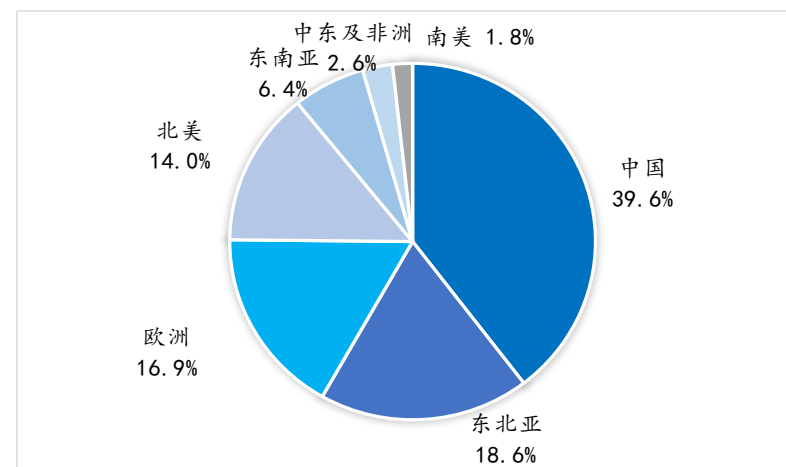
图表：丙烯酸10月月度出口量略下滑



资料来源：百川资讯, 国海证券研究所

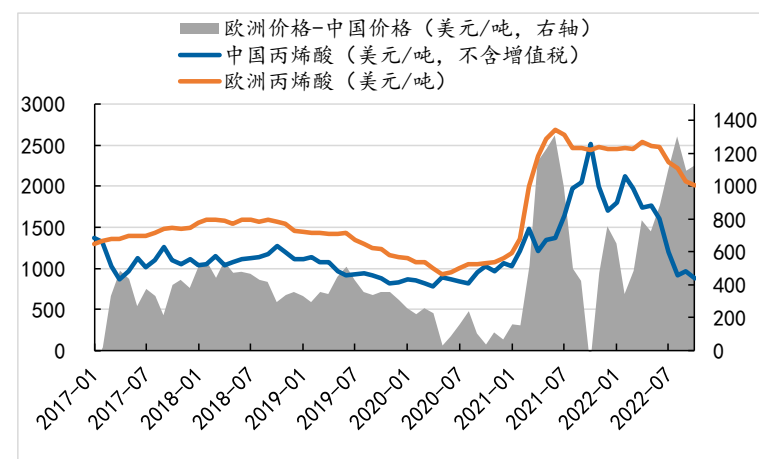
注：数据统计截止至2022年10月31日

图表：丙烯酸产能主要分布在亚洲（2021年）



资料来源：Bloomberg, 卓创资讯, 国海证券研究所

图表：欧洲与中国丙烯酸价差处于历史高位



资料来源：Wind, Bloomberg, 国海证券研究所

注：数据统计截止至2022年10月31日

- 公司是国内丙烯酸龙头企业，拥有66万吨/年丙烯酸和75万吨/年丙烯酸酯产能，同时在建18万吨/年丙烯酸和30万吨/年丙烯酸酯预计2022年达产贡献增量。全球丙烯酸产能主要分布在中国和欧洲，其中欧洲占比达16.9%。近年，受国外装置老化，不可抗力及检修增多影响，丙烯酸供需趋紧，价格也于2021达到高位；2022年，受地缘政治影响，欧洲能源成本高企，对丙烯酸形成有力支撑，欧洲丙烯酸价格高位维持，与国内丙烯酸价格差距也保持在较高水平。国内丙烯酸价格和成本优势凸显，叠加海运费回落，我们看好丙烯酸对欧洲出口量的增加，卫星化学作为国内龙头将受益。
- 目前，公司还拥有45万吨/年PP、40万吨/年HDPE产能，同时公司C2项目二期已于2022年下半年达产，主要包括40万吨/年HDPE、60万吨/年苯乙烯、72万吨/年环氧乙烷，26万吨/年丙烯腈产能也将于2022年年末投放。原油和欧洲天然气价格大幅上涨也带动欧洲聚烯烃等产品价格大幅提升，而公司主要以丙烷和美国进口乙烷为原料，价格上涨相对较缓，具有一定成本优势。
- 预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为42.43、73.56、93.94亿元，对应PE为12、7、5倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：卫星化学盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	28557.04	37921.90	51546.63	62224.47
增长率(%)	165.09	32.79	35.93	20.71
归母净利润（百万元）	6006.51	4243.16	7356.20	9393.80
增长率(%)	261.62	(29.36)	73.37	27.70
摊薄每股收益（元）	3.50	1.26	2.18	2.79
ROE(%)	31.02	16.80	22.56	22.36
P/E	11.44	11.55	6.66	5.22
P/B	3.56	1.94	1.50	1.17
P/S	2.41	1.29	0.95	0.79
EV/EBITDA	9.02	10.42	5.97	4.15

资料来源：wind，国海证券研究所

- 短期看，影响万华化学基本面的是产品的景气度。聚氨酯板块是万华的立足之本，万华化学在聚氨酯板块具有明显的成本和竞争优势，且优势正在扩大。2022年一季度，受疫情等因素影响，下游开工不畅、物流受阻，MDI及TDI价格弱势下滑。6月，国内和日韩有部分MDI装置将进行检修，供给端收缩；同时，随着疫情有效控制，下游需求有望复苏，我们看好疫情后MDI及TDI景气快速修复。
- 欧洲MDI产能主要以天然气为原料，受地缘政治影响，欧洲天然气价格高企，欧洲厂商在成本端面临较大压力。同时，随着俄乌问题持续发酵，相关厂商天然气供应也存一定不确定性。我们认为目前万华相比于国外公司的成本优势将扩大，供应稳定性将恢复向好。
- 长远看，影响万华基本面的是未来的成长。截至2022年三季度末，公司在建工程达421.99亿元，占固定资产的比例达63%，万华化学将又进入快速扩张期。据我们统计，按照2022年平均价格计算，如果万华化学现有规划项目全部如期投产，预计2022年将新增营收208亿元，2022-2023年新项目将新增年营收累计542亿元，全部项目均投产后将新增年营收累计1808亿元。
- 预计公司2022-2024年归母净利润分别为176.54、249.77、323.99亿元，对应PE分别16、11、9（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：万华化学盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	145537.82	170310.17	191879.84	228628.65
增长率(%)	98.19	17.02	12.66	19.15
归母净利润（百万元）	24648.75	17654.36	24976.61	32398.65
增长率(%)	145.47	(28.38)	41.48	29.72
摊薄每股收益（元）	7.85	5.62	7.95	10.32
ROE(%)	35.98	20.49	22.48	22.57
P/E	12.87	15.92	11.25	8.67
P/B	4.63	3.26	2.53	1.96
P/S	2.18	1.65	1.46	1.23
EV/EBITDA	9.06	10.52	8.19	6.12

资料来源：wind，国海证券研究所

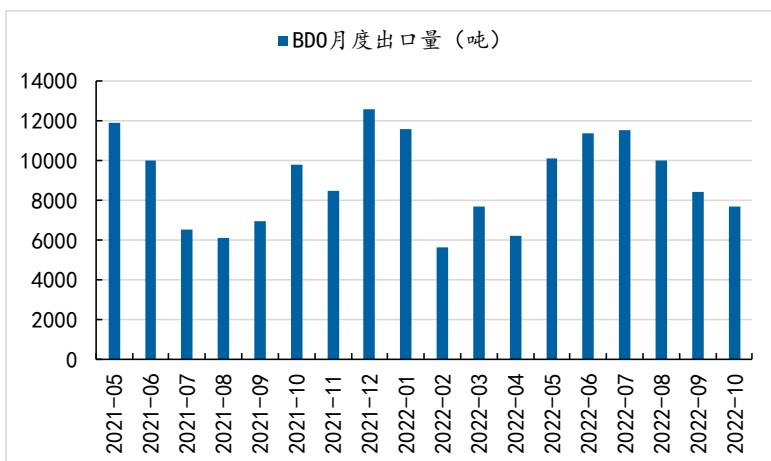
BDO产能主要分布在中国和欧洲

图表：BDO全球产能分布（2020年）

国家/地区	产能（万吨/年）
中国	250.3
德国	48.3
美国	38.5
马来西亚	12.0
日本	12.0
沙特	7.5
韩国	6.8
意大利	3.0
合计	378.4

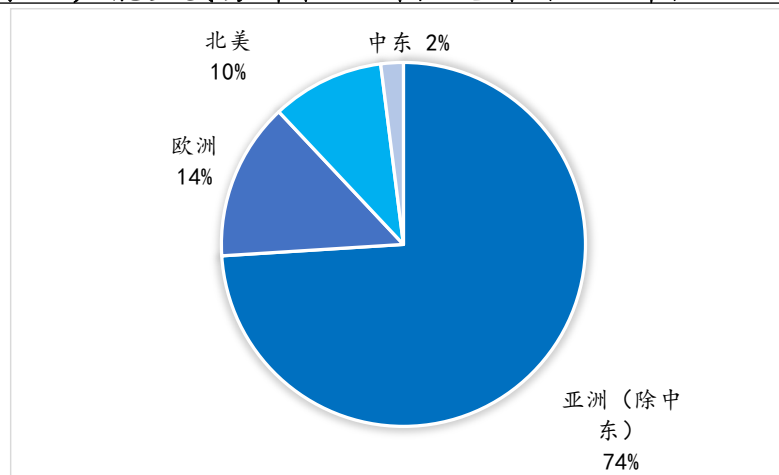
资料来源：生物降解材料研究院，国海证券研究所

图表：BDO月度出口量有所下滑



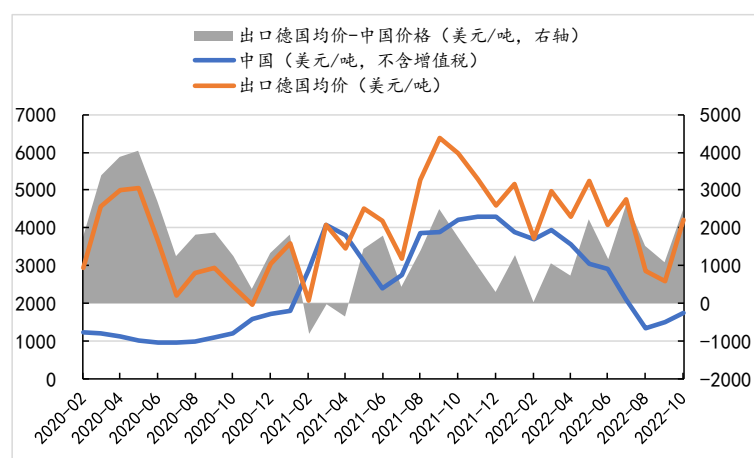
资料来源：百川资讯，国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

图表：产能主要分布在亚洲和欧洲（2020年）



资料来源：生物降解材料研究院，国海证券研究所

图表：国内与欧洲BDO价格



资料来源：Wind，百川资讯，国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

- **勘探与开采：**公司是国内大型油气生产商，2021年，公司一体化推进重点盆地油气勘探开发，效益建产规模持续扩大，增储稳油增气提效取得新突破。全年油气当量产量479.74百万桶，其中，境内原油产量 249.60百万桶，同比持平；天然气产量11994亿立方英尺，同比增长11.9%。
- **炼油：**公司炼油能力国内第一，加快推进“油转化”、“油转特”，大力增产汽油和化工轻油，保持装置高负荷运行。2021年，加工原油 2.55亿吨，同比增长7.8%，生产成品油 1.46 亿吨，同比增长 3.3%，其中，汽油产量6,521万吨，同比增长 12.6%，生产化工轻油 4,541万吨，同比增长12.9%。
- **化工：**公司坚持“基础+高端”，加快优势和先进产能建设，强化结构调整，延伸产业链、培育增长点。加大高端产品和新材料研发力度，高附加值产品比例不断提高。乙烯产能国内第一，2021年乙烯产量1,338万吨，同比增长10.9%。2021年，公司实现合成橡胶产量1252万吨，其中高附加值产品比例提高3.5%。全年化工产品经营总量为8,160万吨，实现了全产全销。
- **销售：**公司在国内拥有完善的成品油销售网络，是最大的成品油供应商。持续创新营销方式，优化终端网络布局，线上线下结合，积极推动“油气氢电服”综合加能站建设。全年成品油总经销量 2.21亿吨。
- **风险提示：**宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

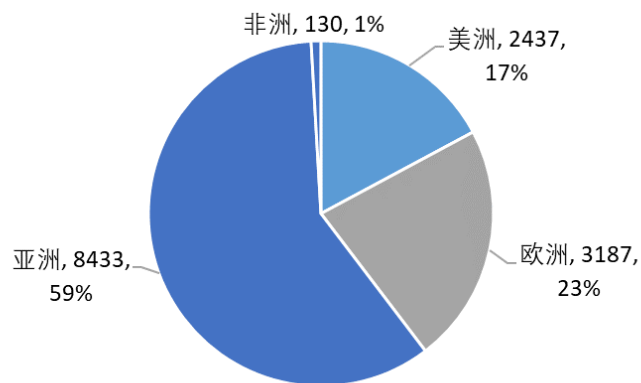
图表：中国石化盈利预测（wind一致预期，2022. 11. 30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	27,408.84	33,870.48	35,016.88	35,873.68
增长率(%)	30.15	23.58	3.38	2.45
归母净利润（亿元）	712.08	725.98	731.44	747.85
增长率(%)	116.28	1.95	0.75	2.24
摊薄每股收益（元）	0.59	0.60	0.60	0.62
ROE(%)	9.38	8.95	8.67	8.53
P/E	7.39	7.55	7.50	7.33
P/B	0.67	0.68	0.66	0.64
BPS-每股净资产	6.40	6.62	6.82	7.03

资料来源：Wind，国海证券研究所

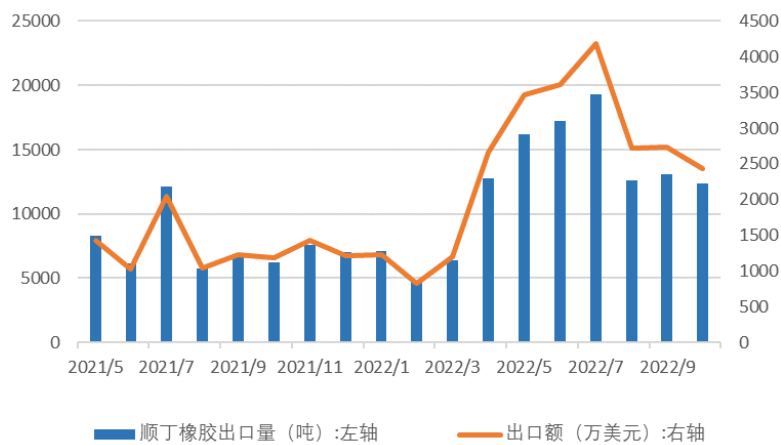
合成橡胶：亚洲是最大的生产和消费地区

图表：2020年合成橡胶全球需求（千吨）



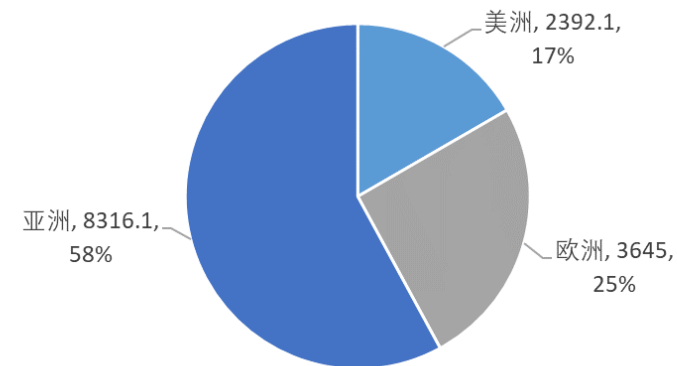
资料来源：IRSG，国海证券研究所

图表：顺丁橡胶出口量环比小幅波动



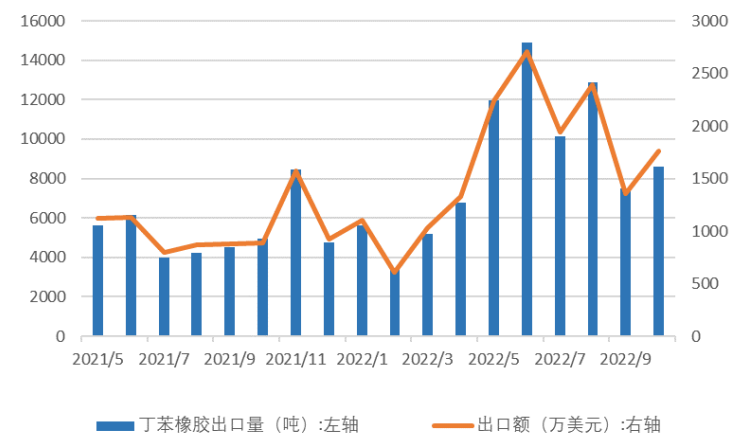
资料来源：百川盈孚，国海证券研究所(注：统计于2022.10.31)

图表：2020年合成橡胶全球产量（千吨）



资料来源：IRSG，国海证券研究所

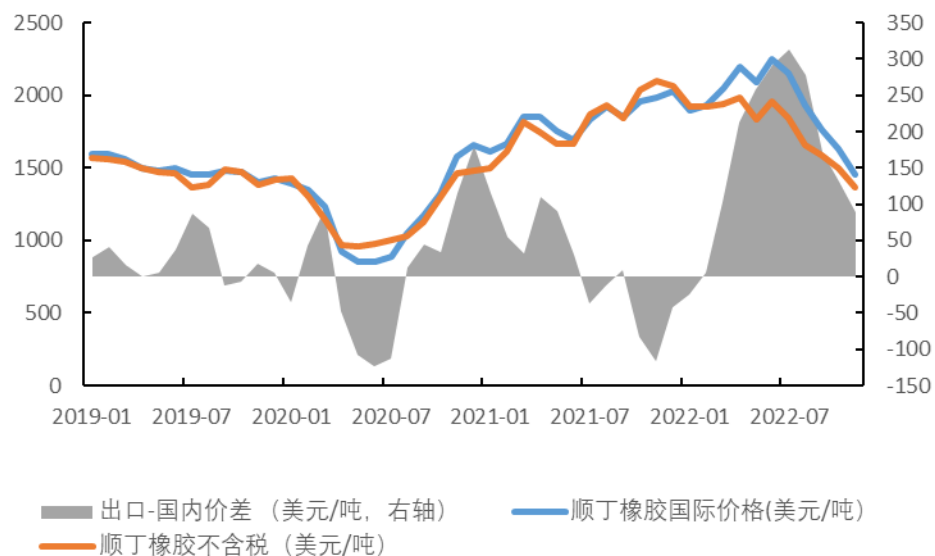
图表：丁苯橡胶出口量环比好转



资料来源：百川盈孚，国海证券研究所(注：统计于2022.10.31)

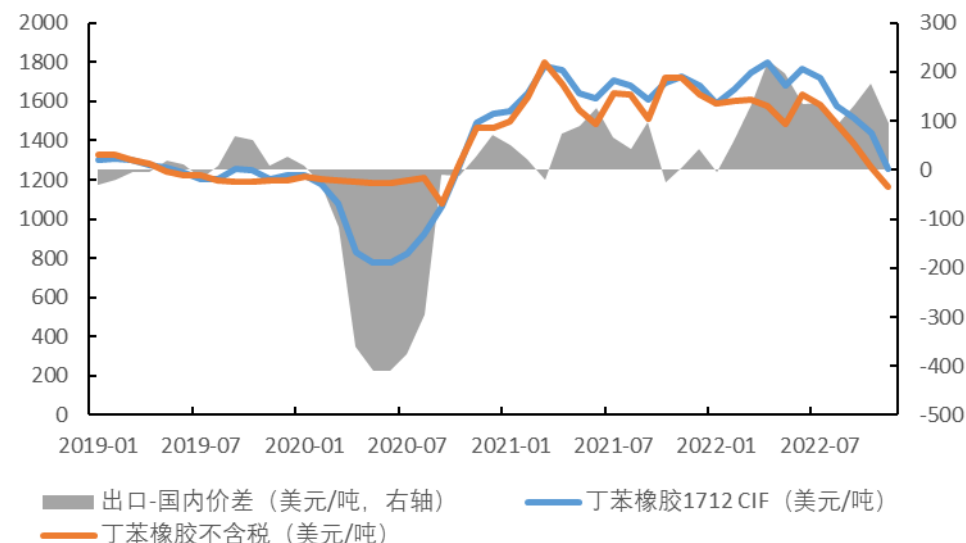
- 2022年3月份开始，受俄乌冲突影响，原油价格上调，合成橡胶国际价格大幅上涨，东北亚其他地区受烯烃利润减少影响减产，这使得中国成为出口货源的主要现货供应国，合成橡胶国内价格随之上涨，四月末到五月，由于国内疫情持续，部分地区下游工厂开工、出货受阻，国内合成橡胶价格下滑，国内外合成橡胶价差扩大，出口套利窗口打开。11月份，合成橡胶价差仍处高位。

图表：顺丁橡胶价格



资料来源：卓创资讯，wind，国海证券研究所(注：统计于2022.11.24)

图表：丁苯橡胶价格



资料来源：卓创资讯，wind，国海证券研究所(注：统计于2022.11.24)

- **勘探与开采**：公司是国内大型油气生产商，2021年，公司一体化推进重点盆地油气勘探开发，效益建产规模持续扩大，增储稳油增气提效取得新突破。全年油气当量产量479.74百万桶，其中，境内原油产量 249.60百万桶，同比持平；天然气产量11994亿立方英尺，同比增长11.9%。
- **炼油**：公司炼油能力国内第一，加快推进“油转化”、“油转特”，大力增产汽油和化工轻油，保持装置高负荷运行。2021年，加工原油 2.55亿吨，同比增长7.8%，生产成品油 1.46 亿吨，同比增长 3.3%，其中，汽油产量6,521万吨，同比增长 12.6%，生产化工轻油 4,541万吨，同比增长12.9%。
- **化工**：公司坚持“基础+高端”，加快优势和先进产能建设，强化结构调整，延伸产业链、培育增长点。加大高端产品和新材料研发力度，高附加值产品比例不断提高。乙烯产能国内第一，2021年乙烯产量1,338万吨，同比增长10.9%。2021年，公司实现合成橡胶产量1252万吨，其中高附加值产品比例提高3.5%。全年化工产品经营总量为8,160万吨，实现了全产全销。
- **销售**：公司在国内拥有完善的成品油销售网络，是最大的成品油供应商。持续创新营销方式，优化终端网络布局，线上线下结合，积极推动“油气氢电服”综合加能站建设。全年成品油总经销量 2.21亿吨。
- **风险提示**：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：中国石化盈利预测（wind一致预期，2022. 11. 30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	27,408.84	33,870.48	35,016.88	35,873.68
增长率(%)	30.15	23.58	3.38	2.45
归母净利润（亿元）	712.08	725.98	731.44	747.85
增长率(%)	116.28	1.95	0.75	2.24
摊薄每股收益（元）	0.59	0.60	0.60	0.62
ROE(%)	9.38	8.95	8.67	8.53
P/E	7.39	7.55	7.50	7.33
P/B	0.67	0.68	0.66	0.64
BPS-每股净资产	6.40	6.62	6.82	7.03

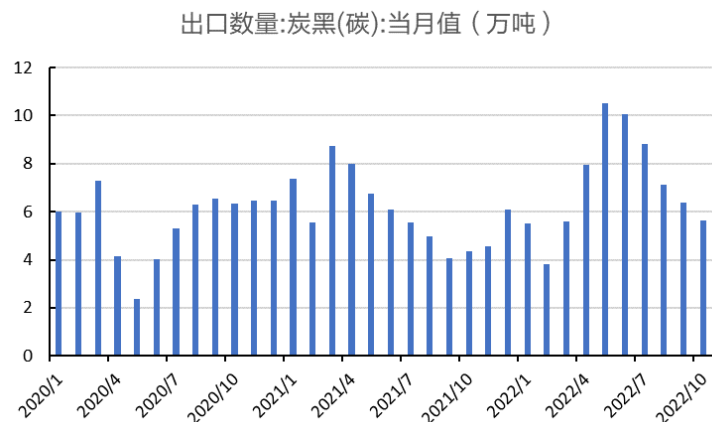
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：2020年炭黑全球前十国家产能统计表

排名	生产国	产能 (万吨)
1	中国	570.0
2	美国	131.3
3	俄罗斯	90.0
4	印度	80.0
5	韩国	60.0
6	日本	46.5
7	泰国	38.0
8	巴西	37.0
9	德国	25.0
10	意大利	22.0

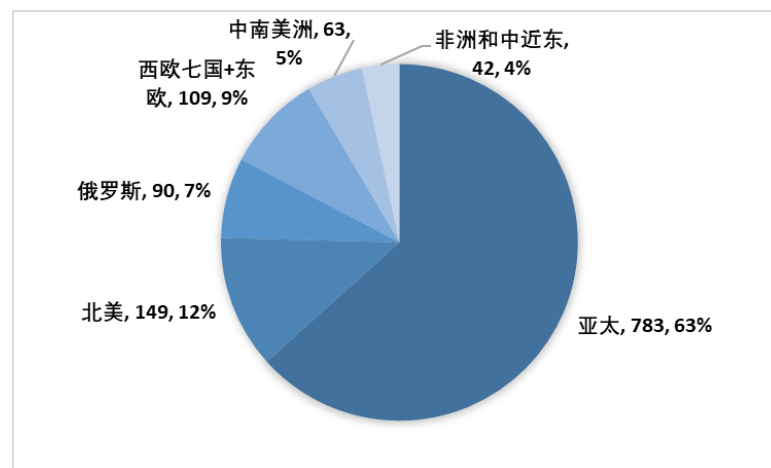
资料来源：中橡协炭黑分会，国海证券研究所

图表：2022年炭黑出口量情况



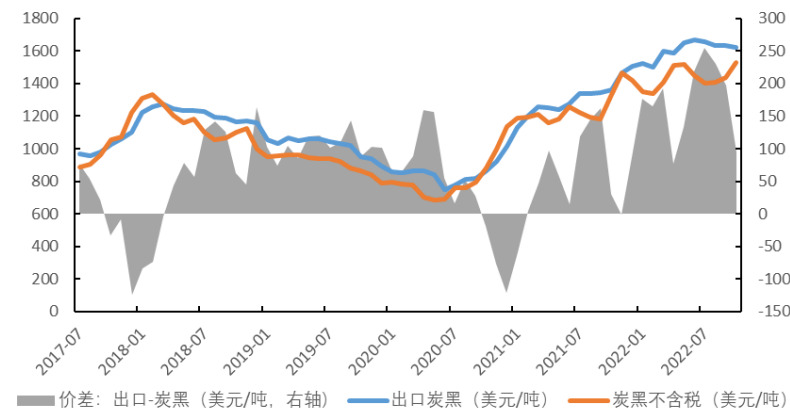
资料来源：wind，国海证券研究所(注：统计于2022.10.31)

图表：2020年炭黑各地区产能分布 (万吨)



资料来源：中橡协炭黑分会，国海证券研究所

图表：出口和国内炭黑价差



资料来源：百川盈孚，卓创资讯，国海证券研究所(注：统计于2022.10.31)

- 欧洲54%左右的炭黑来自于俄罗斯、乌克兰和白俄罗斯，持续的地缘冲突，加上欧盟的贸易制裁，这条供给线完全被切断。3月开始，欧洲地区炭黑一度面临断供危机，这一度给我国炭黑出口带来利好。
- 据统计，2021年我国出口欧洲炭黑累计4849吨，占总出口量的比重仅为0.7%，今年1-2月累计出口欧洲炭黑839吨，占总出口量比重0.9%左右，然而进入3月份出口欧洲炭黑大幅增加，3月出口欧洲炭黑1.12万吨，占总出口量的比重提升至20.0%，4月份出口欧洲炭黑再创新高，单月出口欧洲炭黑2.47万吨，占总出口量的比重进一步提升至31.0%，5月份出口欧洲炭黑数量环比增加0.93万吨至3.4万吨左右，占总出口量比重接近1/3，达到短时间峰值，6月份出口欧洲炭黑数量环比减少0.89万吨，占总出口量比重降到24.95%，7月份出口欧洲炭黑数量环比减少1.1万吨，占总出口量比重进一步下降至16.43%，8月份出口欧洲炭黑数量环比减少0.26万吨，占总出口量比重提升至16.9%。10月份最新数据统计，该月出口欧洲炭黑数量为0.80万吨，占总出口量比重为14.03%，我国炭黑原料成本长期处于较高水平，出口价格优势减弱。

图表：中国出口欧洲的炭黑量

日期	总出口量（吨）	出口欧洲（吨）	出口欧洲占比
2021年	721569	4849	0.70%
2022年1-2月	93406	839	0.90%
2022年3月	55744	11152	20.00%
2022年4月	79652	24673	31.00%
2022年5月	105296	33955	32.20%
2022年6月	100475	25065	24.95%
2022年7月	88060	14465	16.43%
2022年8月	71402	12070	16.90%
2022年9月	63792	7993	12.53%
2022年10月	56299	7897	14.03%

资料来源：百川盈孚，国海证券研究所（注：统计于2022.10.31）

- 中国是全球炭黑主要生产国，占全球总产能近50%，在能耗双控监管驱动的供给侧改革下，预计未来国内小产能或将面临出清压力，规模企业的市场份额有望稳中有升。公司炭黑年产能为110万吨，系国内炭黑行业龙头企业，公司在全国的战略布局兼顾了靠近原料产地和消费地，不仅保证充足的原材料供应，而且能够根据客户订单的具体情况，按照就近原则，统一部署公司的生产和销售，降低运输成本，确保资源合理、高效利用，增强了抗风险能力。
- 欧洲54%左右的炭黑来自于俄罗斯、乌克兰和白俄罗斯，持续的地缘冲突，加上欧盟的贸易制裁，这条供给线受到较大影响。3月开始，欧洲地区炭黑一度面临断供危机，给我国炭黑出口带来利好。
- 预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为1.01、5.40、6.54亿元，对应PE为100、19、15倍(2022.11.30)，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

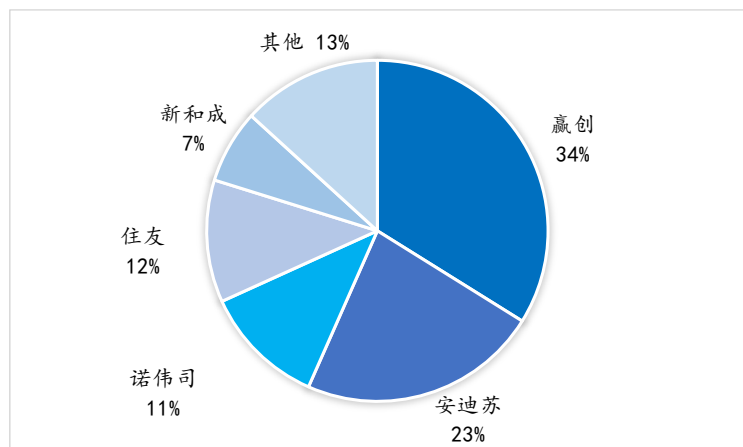
图表：黑猫股份盈利预测(2022.11.30)

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7930	9560	10540	11826
增长率(%)	43	21	10	12
归母净利润(百万元)	431	101	540	654
增长率(%)	345	-77	437	21
摊薄每股收益(元)	0.59	0.13	0.72	0.87
ROE(%)	13	3	14	14
P/E	17.90	99.58	18.55	15.32
P/B	2.41	2.97	2.54	2.17
P/S	0.99	1.05	0.95	0.85

资料来源：Wind，国海证券研究所

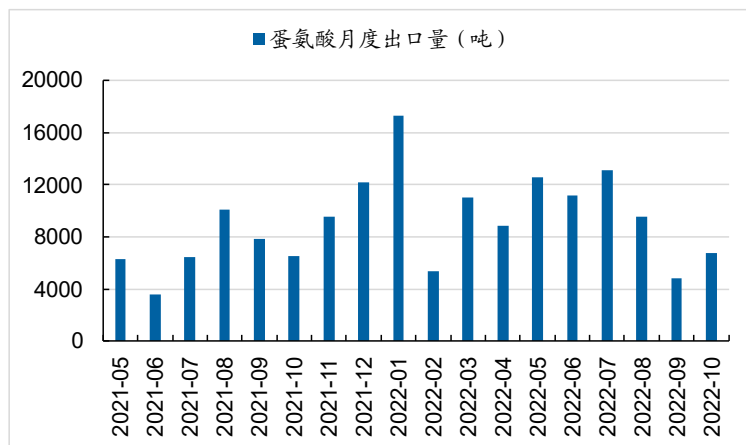
蛋氨酸产能主要分布在欧洲和亚洲

图表：蛋氨酸产能高度集中（2021年）



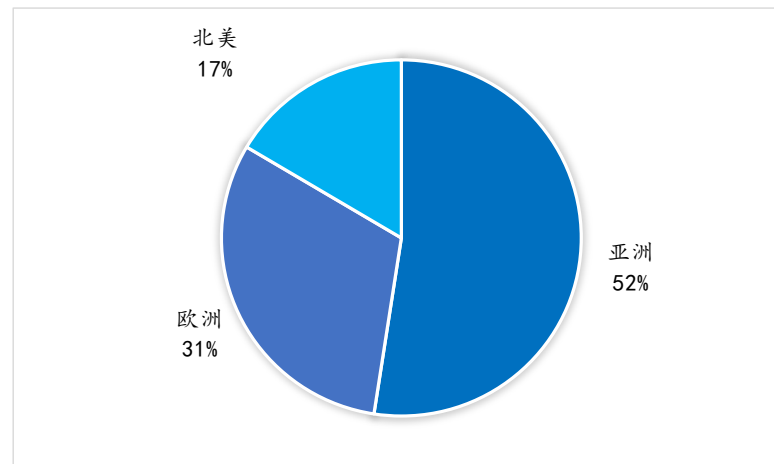
资料来源：产业信息网，相关公司公告，国海证券研究所

图表：蛋氨酸月度出口量整体稳定



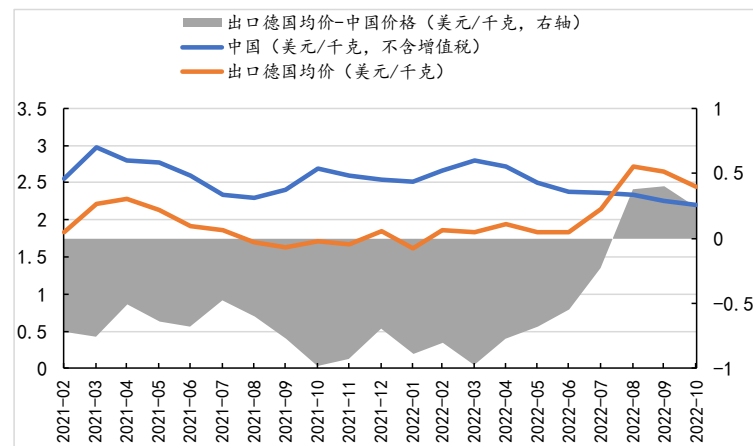
资料来源：百川资讯，国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

图表：蛋氨酸产能主要分布在欧洲和亚洲（2021年）



资料来源：产业信息网，相关公司公告，国海证券研究所

图表：国内与欧洲蛋氨酸价格



资料来源：Wind，百川资讯，国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

- 维生素E景气向上，营养品业务持续扩张。公司营养品业务覆盖维生素E、维生素A、维生素C、蛋氨酸、维生素D3、生物素、辅酶Q10、虾青素等。其中，公司维生素A粉产能8000吨/年、维生素E油产能30000吨/年。受行业部分装置开工不畅及原料价格上涨影响，2021年维生素E价格持续上涨，2021年维生素E均价达80.44元/千克，同增24.0%，公司作为维生素龙头，充分受益于维生素E的高度景气。
- 进入2022年，伴随俄乌冲突持续影响，欧洲上游石油化工原料供应紧张、且价格上涨，国外维生素E工厂开工负荷降低，致使整个市场供应缩减，在供应端形成一定利好支撑。而受传统淡季及国内疫情影响，下游市场需求较弱，维生素E价格短期维持稳定。随着养殖盈利逐步提升，以及行业进入传统旺季，维生素E价格有望持续上行，将对新和成等国内厂商形成利好。
- 预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为38.32、50.37、61.20亿元，EPS为1.24、1.63、1.98元/股，对应PE为16、12、10倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：新和成盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,797.99	14,730.52	19,091.16	23,413.99
增长率(%)	43.47	-0.46	29.60	22.64
归母净利润（百万元）	4,324.15	3,832.45	5,037.31	6,119.77
增长率(%)	21.34	-11.37	31.44	21.49
摊薄每股收益（元）	1.40	1.24	1.63	1.98
ROE(%)	19.84	16.20	17.55	17.58
P/E	18.52	15.89	12.09	9.95
P/B	3.68	2.57	2.12	1.75
P/S	5.42	4.13	3.19	2.60
EV/EBITDA	12.86	10.92	8.67	6.57

资料来源：Wind，国海证券研究所

- **全球蛋氨酸龙头，规模优势持续增强。**安迪苏是全球第二大蛋氨酸生产商，全球少数几家能够同时生产液体和固体蛋氨酸的蛋氨酸生产商之一，规模和技术优势显著。目前公司蛋氨酸产能达49万吨/年，其中17万吨/年位于南京工厂，同时南京二期18万吨/年液体蛋氨酸项目也于，预计2022年9月进入试运行，龙头地位不断巩固。
- **欧洲高能源成本下，国内产能有望受益。**全球蛋氨酸产能主要分布在欧洲和亚洲，其中欧洲占比达31%。蛋氨酸上游原料主要包括甲醇、天然气和丙烯等，伴随俄乌冲突持续影响，欧洲上游石油化工原料供应紧张、且价格上涨，欧洲蛋氨酸装置成本端压力增加，价格或将向下游转移。在这背景下，我们认为国内蛋氨酸成本优势和价格竞争优势将扩大。
- **风险提示：**宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

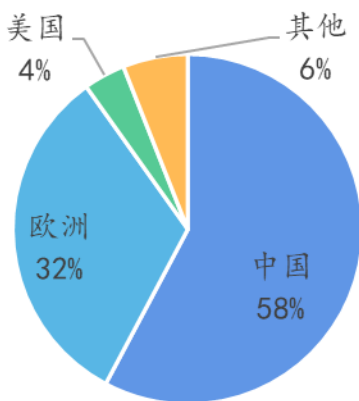
图表：安迪苏盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	12,868.68	14,601.50	16,439.75	17,627.50
增长率(%)	8.05	13.47	12.59	7.22
归母净利润（亿元）	1,471.65	1,507.50	1,809.00	2,083.25
增长率(%)	8.88	2.44	20.00	15.16
EPS(摊薄)	0.55	0.56	0.67	0.78
ROE(摊薄)(%)	10.44	9.72	10.73	11.28
P/E	22.45	15.99	13.33	11.57

资料来源：wind一致预期，国海证券研究所

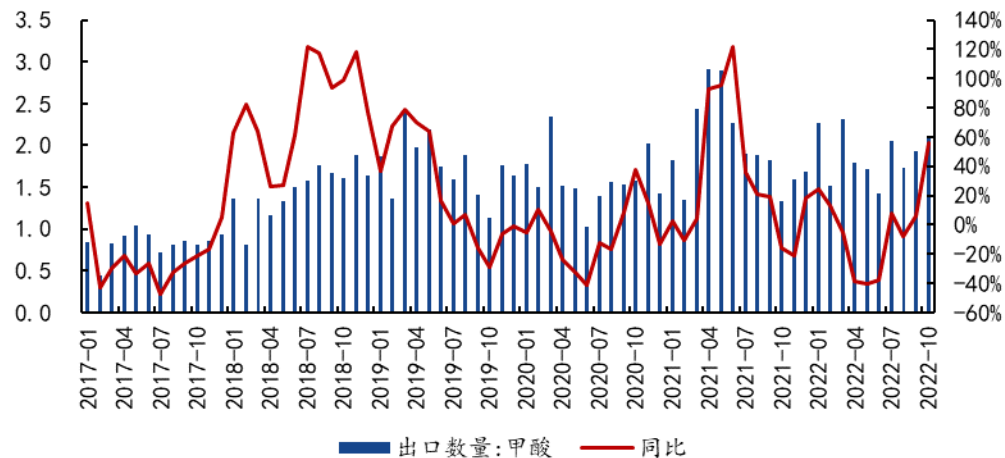
甲酸：2021年欧洲产能占比达32%

图表：2021年全球甲酸产能分布



资料来源：百川盈孚，化工新材料，国海证券研究所

图表：中国甲酸月度出口数量（万吨）



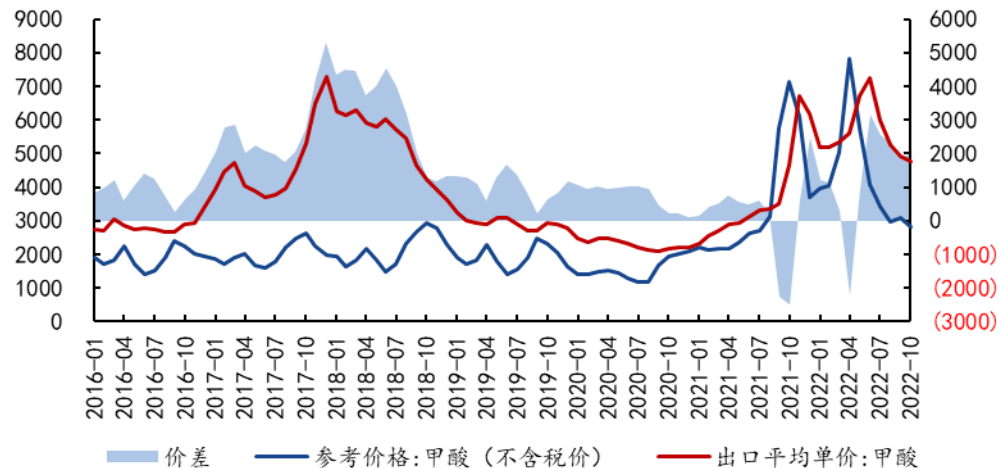
资料来源：wind，海关总署，国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

图表：国内甲酸企业产能（万吨）（2022年5月）

企业	产能（万吨/年）
鲁西化工	40
阿斯德	20
重庆川东	10
扬子巴斯夫	5
总计	75

资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

图表：甲酸价格（元/吨）



资料来源：百川盈孚，wind，国海证券研究所
注：数据统计截止至2022年10月31日

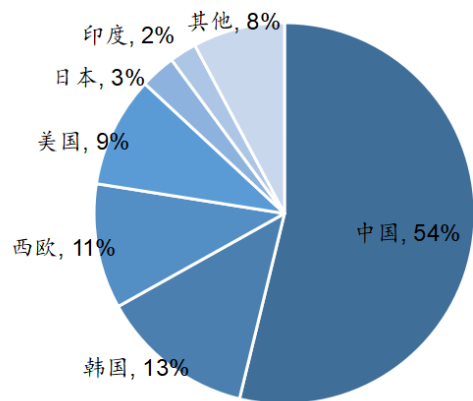
- 公司坚持园区一盘棋思想，严抓安全环保管控不放松，严格落实安全生产法，强力推进零排放园区建设，多措并举节能降耗，不断提高管控标准。持续发挥生产系统性联动和经营系统性联动，实现安全稳定高质量运营。
- 化工生产、科技创新与装备制造相结合。公司近年来多个项目建设实现了自行设计、研发、制造、安装、开车、运行管理和总结提升的一体化模式，生产管理、研发创新和装备制造相融合，不断开发具有自主知识产权的关键核心工艺与装备，将成为公司在多个产业链转型升级的重要支撑。
- 未来成长。中国中化通过国有股权无偿划转方式，间接控制鲁西化工48.93%股份。公司学习吸收中国中化先进、规范的管理理念和方法，在规范中创新，深化管理变革；充分利用中国中化等科技研发资源和技术创新平台，结合实际引进新工艺、新技术、新设备、新材料，进行消化、吸收再创新。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：鲁西化工盈利预测（wind一致预测, 2022. 11. 30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	31,794.34	32,736.74	36,958.62	40,887.32
增长率(%)	80.73	2.96	12.90	10.63
归母净利润（百万元）	4,618.67	4,238.82	4,843.54	5,506.95
增长率(%)	459.95	-8.22	14.27	13.70
EPS(摊薄)	2.43	2.21	2.52	2.87
ROE(摊薄)(%)	25.74	20.30	20.24	19.92
P/E	6.29	6.00	5.25	4.62

资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国是最大环氧树脂产地，其次为韩、欧、美



资料来源：华经产业研究院，国海证券研究所

图表：全球领先环氧树脂企业主要位于韩国、美国、中国台湾

企业	总部所在地	总产能，万吨/年
国都化工	韩国	73.8
Olin	美国	64.9
南亚塑胶	中国台湾	46.5
长春化工	中国台湾	46.5
Hexion	美国	33.2

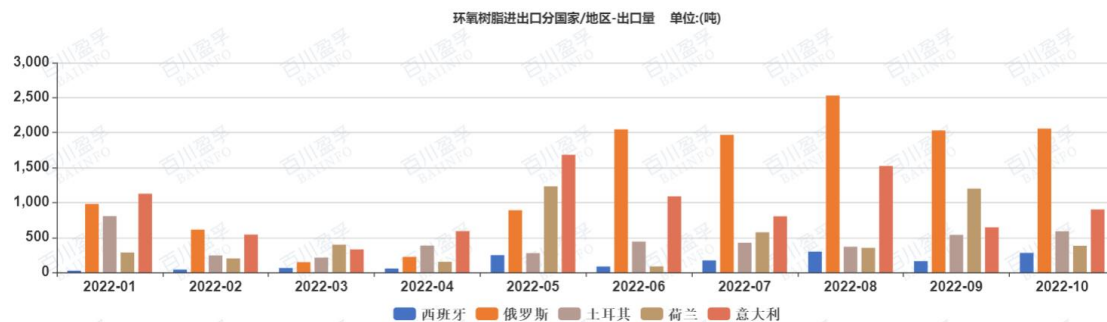
资料来源：IHS Markit，国海证券研究所

图表：国内环氧树脂主要供应商

企业	产能，万吨/年	备注
江苏三木	27.0	
昆山南亚	24.8	
长春化工	20.0	
扬农瑞恒	18.0	中化国际旗下企业，合计产能35万吨，目前总产能全国第一
扬农锦湖	17.0	
南通星辰	16.0	
宏昌电子	15.5	拟新建14万吨，预计2024年投产
昆山国都	14.5	拟新建18万吨，预计2023年投产
巴陵石化	12.0	拟新建10万吨，预计2024年投产
豪邦化工	10.0	
山东三岳	10.0	
其他	62.4	
总计	247.2	

资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

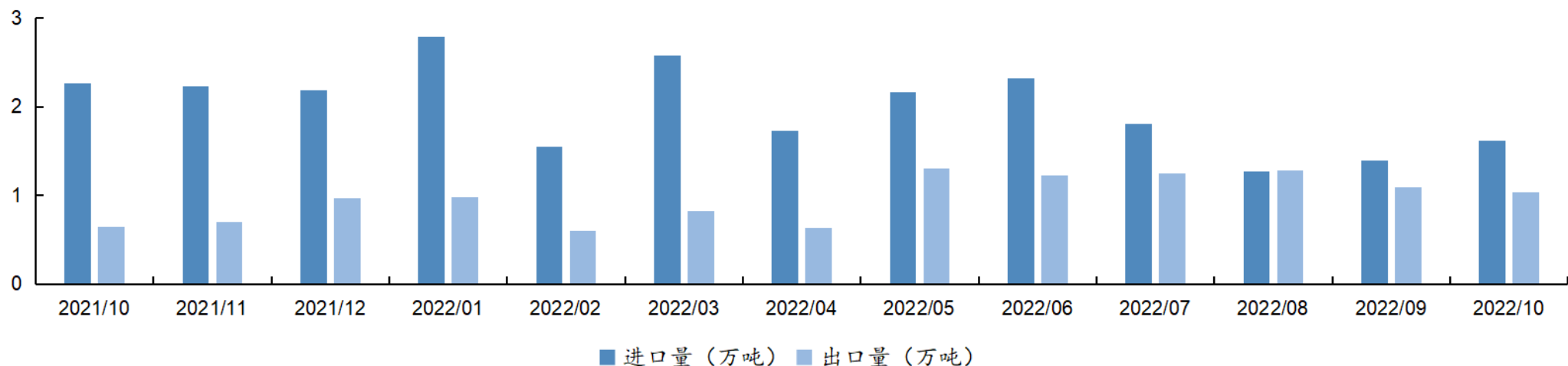
图表：国内环氧树脂向欧洲国家的出口量近几月明显增加



资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

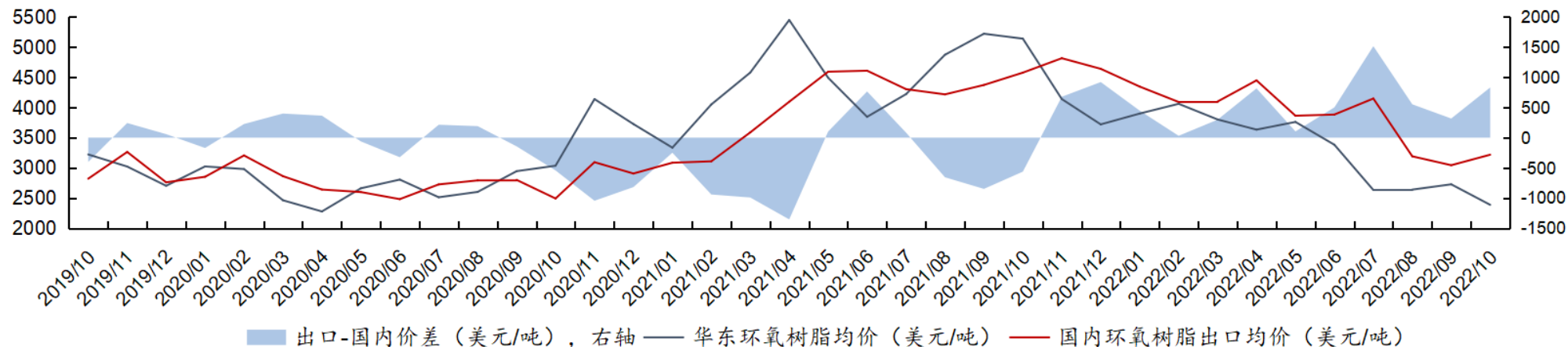
国内环氧树脂出口量明显增多，出口-国内价差可观

图表：中国环氧树脂近几月进口量总体下降，出口量持续高位



资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

图表：环氧树脂出口价格-国内价格的价差持续处于较高水平



资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

中化国际：环氧树脂龙头，多条化工新材料产业链优势突出

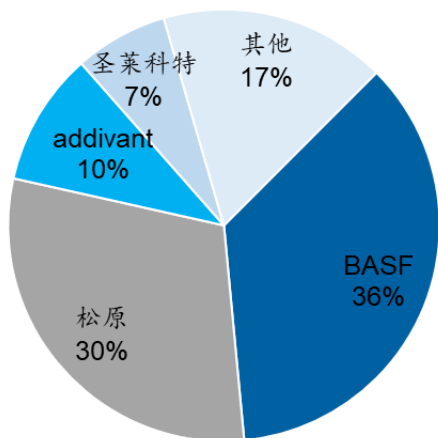
- 中化国际是国内环氧树脂龙头企业，产能全国第一。公司深耕环氧树脂领域多年，在已有17万吨环氧树脂基础上，连云港18万吨环氧树脂项目已建成投产，目前拥有环氧树脂产能35万吨。在环氧树脂关键中间体ECH方面，公司已有10万吨甘油法ECH，自主研发的全球首套15万吨双氧水法ECH建成投产，目前总产能25万吨全国第一。
- 连云港C3项目逐渐落地，公司业绩可期，打造全球领先的一体化环氧树脂产业链。公司连云港C3一期项目包括60万吨PDH、65万吨苯酚/丙酮、24万吨双酚A、40万吨PO和15万吨ECH，后续新增24万吨双酚A扩建项目和18万吨环氧树脂项目。目前，15万吨ECH和18万吨环氧树脂已建成投产，其他项目将于2022年起陆续投产。C3一期项目落地将明显提升公司业绩水平，并将打造“PDH丙烯-酚酮-双酚A&ECH-环氧树脂”的一体化全产业链格局。未来公司将以连云港基地为核心，持续推动产业转型。
- 公司坚持战略转型，持续聚焦化工新材料产业，在聚合物添加剂、对位芳纶、ABS、PA66等领域均具备深厚的产业基础。
- 预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为16.20/21.75/29.53亿元，对应PE12.3/9.2/6.8倍(2022.11.30)，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：中化国际盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	80,647.78	85,802.51	86,699.74	87,637.86
增长率(%)	48.90	6.39	1.05	1.08
归母净利润（百万元）	2,175.43	1,619.81	2,174.88	2,952.87
增长率(%)	608.90	-25.54	34.27	35.77
摊薄每股收益（元）	0.79	0.59	0.79	1.07
ROE(%)	17.76	11.95	13.83	15.81
P/E	10.70	12.30	9.16	6.75
P/B	1.93	1.47	1.27	1.07
P/S	0.29	0.23	0.23	0.23
EV/EBITDA	7.94	7.98	6.10	5.40

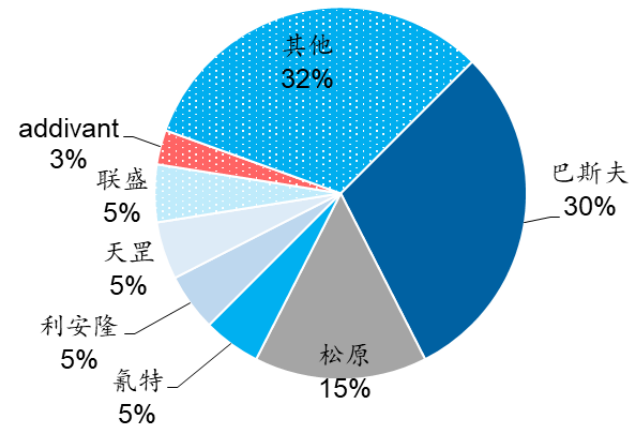
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：全球抗氧化剂竞争格局



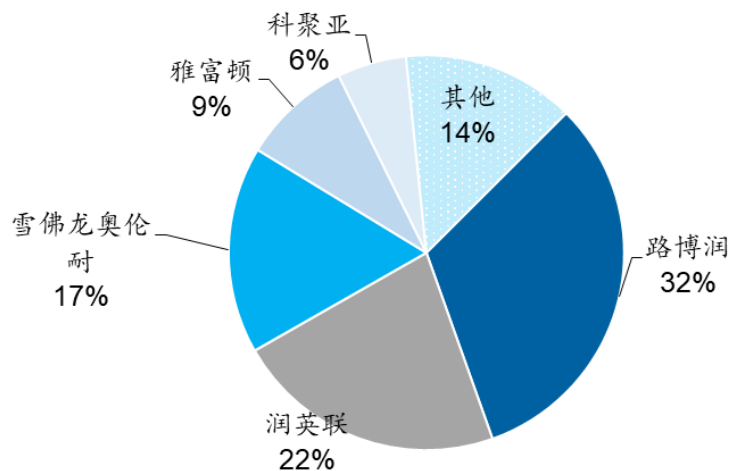
资料来源：华经情报网，国海证券研究所

图表：全球光稳定剂竞争格局



资料来源：华经情报网，国海证券研究所

图表：全球润滑油添加剂市场竞争格局



资料来源：《国内外润滑油添加剂市场分析》，国海证券研究所

- 利安隆是国内抗老化助剂行业龙头，欧洲高能源成本背景下，市占率有望加速提升。截止至2021年底，公司抗氧化剂产能3.49万吨、光稳定剂产能2.17万吨、U-pack产品1.6万吨。据2022年中报，珠海一期6万吨抗氧化剂已全面投产、珠海5.15万吨U-pack项目试车，根据市场需求投放；赤峰基地一期6000吨光稳定剂完全释放产能，二期已启动环评认证；衡水凯亚0.32万吨光稳定剂已顺利达产；汉沽基地5000吨/年水分散抗氧剂已投产；公司联合日本顶尖技术人才开发出不同纳米级别的水滑石技术，年产2万吨合成水滑石项目处于工程涉及阶段。
- 公司多线业务并行发展，康泰润滑油业务顺利并表，布局生命科学领域。原有润滑油添加剂9.3万吨/年，康泰二期进展顺利，预计今年12月投产，二期完全达产后，单剂产品产能达到 10.3 万吨。未来计划进行一期与二期产能的改扩建工作，目前三期建设正在进行规划和评估。润滑油添加剂业务拓展提速，公司受益空间扩大。此外，公司切入生命科学领域，布局核酸药物以及合成生物学新赛道。
- 盈利预测：预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为6.01、7.88、9.85亿元，对应PE分别为21、16、13倍（2022.11.30），维持“买入”评级。
- 风险提示：下游需求低于预期、并购业务整合不及预期、项目建设不及预期、产品价格下降、主要原材料价格波动、汇率波动风险。

图表：利安隆盈利预测（2022.11.30）

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3444.64	4910.66	6465.38	7453.97
增长率(%)	38.74	42.56	31.66	15.29
归母净利润（百万元）	417.59	601.12	788.27	985.07
增长率(%)	42.53	43.95	31.13	24.97
摊薄每股收益（元）	2.04	2.62	3.43	4.29
ROE(%)	16.57	15.20	16.62	17.19
P/E	21.97	21.10	16.09	12.87
P/B	3.64	3.21	2.67	2.21
P/S	2.66	2.58	1.96	1.70
EV/EBITDA	15.30	12.86	9.78	7.65

资料来源：wind，国海证券研究所

欧洲能源短缺，价格出现暴涨，将导致用于工业生产中的天然气进一步短缺，欧洲化工品的生产成本将大幅上行，同时，短缺的能源和高昂的成本可能会导致当地化工装置被动降负荷，造成化工品供应的较大缺口，进一步推动欧洲当地产品价格大幅上涨。目前，中国和欧洲部分化工产品的价差越拉越大，中国化工品出口量有望大幅提升。未来，中国在传统能源和新能源方面的供应优势有望持续存在，中国化工品相对于欧洲的成本优势将持续存在，中国化工产业的全球竞争力和盈利能力有望进一步增强。

□ 供给端，欧洲能源紧缺，中国能源优势凸显

受天然气能源价格大幅上涨影响，欧洲化工行业能源成本和原料成本大幅增加，全球能源供应链的重构和恢复需要较长时间。中国在传统能源增产保供和新能源产业体系上都具有优势，维持了相对较低的能源价格。

□ 需求端，内外需同时复苏

国内稳经济措施逐步加强，内需有望复苏，中欧高价差背景下，叠加海运费价格下行，中国化工品出口至欧洲的量也将大幅提升。

□ 综合考虑欧洲能源高成本给国内化工行业带来的机会，我们维持基础化工行业“推荐”评级。

- 俄乌冲突引发欧洲能源价格暴涨
- 部分产品国内和欧洲价差拉大，出口套利窗口打开
- 风险提示

- 原材料价格大幅波动风险；
- 全球疫情反复发酵影响下游需求风险；
- 行业大幅扩张造成供给过剩风险；
- 相关标的的安全环保风险；
- 重点关注公司业绩不及预期风险；

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年半化工行业研究经验。

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，1年半化工行业研究经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

分析师承诺

李永磊, 董伯骏, 本报告中的分析师均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分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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