

证券研究报告
化工行业
2022年04月06日



恒力石化（600346）2021年报点评： 2021年业绩持续提升，看好公司项目储备带来的长期成长性

恒力石化(600346)

评级：买入(维持)

国海证券研究所

李永磊(分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(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



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
恒力石化	-6.3%	-14.9%	-29.9%
沪深300	-5.2%	-11.5%	-17.1%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	197997	211700	262290	296901
增长率(%)	30	7	24	13
归母净利润 (百万元)	15531	18788	24821	29805
增长率(%)	15	21	32	20
摊薄每股收益 (元)	2.21	2.67	3.53	4.23
ROE(%)	27	25	25	23
P/E	10.39	7.86	5.95	4.95
P/B	2.83	1.94	1.46	1.13
P/S	0.82	0.70	0.56	0.50
EV/EBITDA	7.90	7.06	5.34	4.06

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——恒力石化 (600346) 事件点评: 高端新材料逐步落地, 公司开启新一轮成长 (买入)*化学纤维*李永磊, 董伯骏》——2022-01-27

《——恒力石化 (600346) 事件点评: 加速布局高端新材料, 回购计划彰显发展信心 (买入)*化学纤维*李永磊, 董伯骏》——2021-11-13

《——恒力石化 (600346) 季报点评: 获评能效领跑者标杆企业, 新材料项目持续建设 (买入)*化学纤维*李永磊, 董伯骏》——2021-10-28

2021年业绩持续提升，看好公司项目储备带来的长期成长性

事件：2022年4月6日，恒力石化发布2021年年报：实现营业收入1979.97亿元，同比增长29.94%；实现归母净利润155.31亿元，同比增长15.37%；加权平均净资产收益率为27.14%，同比下降1.56个百分点。销售毛利率15.38%，同比下降3.16个百分点；销售净利率7.85%，同比下降1.01个百分点。经营活动现金流量净额为186.7亿元，同比减少22.67%。

其中，2020年Q4实现营收465.089亿元，同比-5.16%，环比-0.87%；实现归母净利润28.19亿元，同比-20.95%，环比-30.73%；加权平均净资产收益率为5.06%，同比下降2.83个百分点，环比下降2.74个百分点。销售毛利率14.21%，同比上升1.11个百分点，环比下降2.59个百分点；销售净利率6.07%，同比下降1.24个百分点，环比下降2.62个百分点。

点评：

主要产品价格提升，公司2021年业绩持续增长

2021年，公司实现营收1979.97亿元，同增29.94%；实现归母净利润155.31亿元，同增15.37%。业绩持续增长主要受益国内经济景气逐步回升，带动化工品需求回暖，PX等各类化工品价格提升，涤纶长丝等盈利能力修复。分板块看，炼化实现营收1049.32亿元，同比+16.82%；销量达2317.90万吨，同比-7.60%；均价达4527.02元/吨，同比+26.43%。PTA实现营收481.63亿元，同比+63.56%；销量达1139.79吨，同比+23.97%；均价达4225.61元/吨，同比+31.93%。聚酯产品实现营收272.77亿元，同比+55.69%；销量达313.36万吨，同比+15.28%；均价达8704.61元/吨，同比+35.05%。

2021Q4炼化实现营收189.73亿元，同比-37.1%，环比-13.7%；销量达301.09万吨，同比-70.1%，环比-36.8%；均价达6301.48元/吨，同比+110.4%，环比+36.5%。PTA实现营收125.94亿元，同比+45.2%，环比+1.4%；销量达253.73吨，同比-19.3%，环比-8.5%；均价达4963.63元/吨，同比+79.9%，环比+10.8%。聚酯产品实现营收77.58亿元，同比+49.3%，环比+4.8%；销量达85.45万吨，同比-16.5%，环比+1.1%；均价达9079.41元/吨，同比+78.9%，环比+3.6%。2021年，公司毛利率达15.38%，同比下降3.16个百分点；净利率达7.85%，同比下降1.01个百分点，主要受上游原油和煤炭价格上涨影响，2021年公司上游主要原材料煤炭/原油采购均价分别为849.0/3262.7元/吨，同比分别上涨67.5%/50.6%。

期间费用方面，2021年公司销售/管理/财务费用率分别达0.15%/1.52%/2.48%，同比+0.03%/-0.15%/-0.82%，期间费用控制良好。2021年公司经营活动产生现金流量净额高达186.70亿元，同比-22.67%，主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金增长较多所致；同时，公司本期末库存达335.53亿元，较上期期末+70.40%，主要由于原材料采购增加。

油价上涨背景下，全产业链抗风险能力凸显

恒力石化作为国内民营炼化龙头，高效建成了2000万吨/年炼化一体化项目、500万吨/年现代煤化工装置、150万吨/年乙烯项目和1160万吨/年的PTA装置四大产能集群，构筑了“油煤化”深度融合的大化工战略支撑平台，产品矩阵丰富。进入2022年，在原油价格上行、煤炭价格大幅波动、以及下游需求不断变化的背景下，公司可充分发挥炼化、乙烯和配套煤化工装置的技术工艺领先与系统耦合优势，持续优化装置运行，同时结合原料波动、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”，在行业环境动荡多变的情况下，可实现各类主导产品产销平衡、经营顺畅和稳定盈利，达到公司产品组合效益最大化。

加快布局新材料、新能源产业，打造第二成长曲线

基于自身大化工平台持续赋能与新材料开发多年积累，公司瞄准我国新能源、新消费与硬科技快速发展催生的卡脖子、短缺性新材料需求缺口，加快布局新材料、新能源产业。其中，可降解材料领域，公司目前拥有PBAT产能3.3万吨/年，新建45万吨/年可降解塑料预计2022年年中投产，上游配套30万吨/年己二酸产能也有望在2023年投放，同时据环评信息，公司还将建设60万吨/年BDO项目。聚酯薄膜和功能性塑料领域，公司目前拥有功能性薄膜38.5万吨/年，工程塑料24万吨/年，同时康辉新材年产80万吨功能性聚酯薄膜/功能性塑料项目正积极建设中，主要产能包括高端功能性薄膜10万吨/年、特种功能性薄膜10万吨/年、改性PBT 15万吨/年、改性PBAT 8万吨/年，新增产能预计2023年投放。锂电隔膜领域，公司引进日本芝浦和中科华联12条生产线，年产能达16亿平米，预计自2023年陆续达产，将进一步拓宽公司在下游新能源材料市场的布局。同时，公司还拟投资199.88亿元，建设160万吨/年高性能树脂及新材料项目，项目产品主要包括23.18万吨/年双酚A、13.12万吨/年异丙醇、13万吨/年环氧乙烷、26万吨/年PC、20万吨/年碳酸酯系列、30万吨/年ABS、7.5万吨/年GPPS、7.5万吨/年HIPS、16.05万吨/年乙醇胺、7.2万吨/年PDO、6万吨/年PTMEG等。通过“自上而下”布局下游高端化工新材料产业链，公司将持续提升自身盈利水平，增强成长确定性，逐步成长为世界一流的平台型化工新材料研发与制造企业，打造公司“第二成长曲线”。

提升长丝差别化率，持续做强“高端涤纶”产业链

作为国内涤纶长丝龙头企业，公司聚焦于市场差异化、技术高端化、业务一体化的发展路径，不断向精细化、差别化方面发展。报告期内，德力化纤开始批量生产单丝纤度为0.2 旦尼尔（D）的超细纤维，规格为 15D/72f，是国内实现批量生产单丝最细的超细纤维之一；工业丝领域，恒力化纤年产20万吨工业纤维项目全面投产，产出产品在行业内首次应用于油气开采、海洋工程等高端产业用特种领域。产能方面，公司目前拥有民用涤纶长丝产能243万吨/年，工业丝产能40万吨/年，同时公司积极扩大规模优势，拟投资90亿元在江苏南通建设150万吨绿色多功能纺织新材料项目，主要产能包括15万吨/年新型弹性纤维、15万吨/年环保纤维、30万吨/年阳离子POY、30万吨/年全消光POY和60万吨/年差别化纤维（30万吨/年POY、30万吨/年FDY）；此外，德力二期120万吨/年民用丝与苏州本部140万吨/年工业丝新产能也正处于项目规划阶段。随着新项目的建设，将有效扩大公司涤纶长丝的产能和规模，进一步提高公司化纤产品差别化率及附加值，做强“高端涤纶”产业链，提升公司市场定价话语权。

一体化配套优势显著，有效降低运营成本

公司一体化和公用配套优势显著，其中炼化装置、煤化工装置、乙烯装置和PTA装置都通过管道一体化连接贯通，节省了大量的中间费用与运输成本。同时，长兴岛基地全面配套行业顶尖的520MW 高功率自备电厂（提供大量低成本的电力和各级蒸汽供自用）、自备原油码头（2个30万吨级别）、国内最大的炼厂自备原油罐区（能够存储 600 万吨原油）以及其他各类齐备的成品原料码头和罐区储存等公用工程，极大降低了生产运行成本，具备了世界级石化产业发展平台的业务战略布局、一体产能匹配与顶配公用配套，为公司下一步持续开辟具有规模优势和市场潜力的芳烃、烯烃下游的化工新材料业务打下了坚实的原材料基础和产业配套条件。

研发投入持续加大，技术驱动力稳步增强

公司致力打造国际化研发团队，构筑高水平科技研发平台，近年研发投入持续增加，2021年公司研发费用达10.19亿元，同增23.42%；研发人员数量达3220人，占公司总人数比例达9.03%。公司技术研发实力与新品创新能力领先同行，能够快速响应最新市场消费需求变化，自主研发积累了一系列差异化、功能性产品，掌握了大量产品的生产专利。目前，恒力是全球第二、国内第一能够在线生产12微米涂硅离型叠片式锂电池保护膜的企业；MLCC离型基膜国内产量占比超过65%；高纯度四氢呋喃（THF）已参与到新冠特效药等创新研发；自主研发的Henglink工业互联网平台获评工信部“示范项目”，并强势入选辽宁省省级工业互联网平台。在创新驱动下，公司工艺技术优势不断增强，形成了短期内难以复制的行业竞争护城河。

开展股权激励和回购计划，彰显公司发展信心

为打造员工与股东利益共同体，公司2022年3月4日公告将实施第六期员工持股计划，本次持股计划覆盖范围广、筹资金额规模大，其中参加认购员工总数最高将达11000人，筹资资金总额最高将达73.8亿元。同时，公司2021年底至2022年初，陆续推出第三期和第四期股份回购计划，其中第三期回购计划已实施完毕，公司回购金额达10亿元，顶格完成计划；第四期回购计划回购资金总额高达10-15亿元，充分彰显公司对未来发展的信心。

双碳背景下，公司节能减排积极推进

双碳目标提出以来，公司快速反应，成效显著。恒力炼化已成为国内变频器规模最大的炼厂，每年变频节电量达到2.6亿千瓦时，折合减少消耗8.01万吨标煤/年；报告期内，恒力炼化还通过优化精馏塔操作，节省蒸汽36万吨，约4.14万吨标准煤。同时，公司在南通产业园利用仓库及辅助车间闲置屋面规划建设100MW装机容量的“屋顶发电站”，据测算，跟火电相比，100MW“屋顶发电站”全部并网发电后，每年可节省标准煤约4.4万吨，减少二氧化碳排放量约10.9万吨，截至目前，投运总装机容量约60兆瓦，目前已成为江苏省最大的企业分布式光伏发电项目。

预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为187.88、248.21、298.05亿元，EPS为2.67、3.53、4.23元/股，对应PE为8、6、5倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、原油价格大幅震荡。

图表：盈利预测

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	197997	211700	262290	296901
增长率(%)	30	7	24	13
归母净利润（百万元）	15531	18788	24821	29805
增长率(%)	15	21	32	20
摊薄每股收益（元）	2.21	2.67	3.53	4.23
ROE(%)	27	25	25	23
P/E	10.39	7.86	5.95	4.95
P/B	2.83	1.94	1.46	1.13
P/S	0.82	0.70	0.56	0.50
EV/EBITDA	7.90	7.06	5.34	4.06

资料来源：wind，国海证券研究所

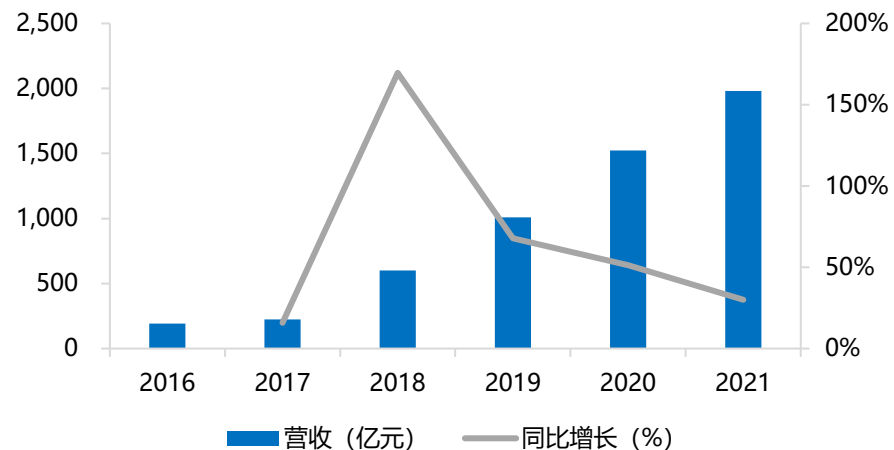
图表：分产品经营数据

产品/项目		2021	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019
炼化产品	销量 (万吨)	2317.90	301.09	476.29	678.76	861.76	2508.55	1007.48	609.07	480.28	411.72	1215.61
	营收 (亿元)	1049.32	189.73	219.87	323.76	315.95	898.23	301.73	217.22	212.12	167.16	426.12
	均价 (元/吨, 不含税)	4527.02	6301.48	4616.35	4769.93	3666.33	3580.66	2994.90	3566.42	4416.59	4060.04	3505.43
PTA	销量 (万吨)	1139.79	253.73	277.28	293.29	315.49	919.43	314.41	168.35	236.98	199.69	567.72
	营收 (亿元)	481.63	125.94	124.21	120.49	110.99	294.48	86.74	56.76	80.62	70.36	286.37
	均价 (元/吨, 不含税)	4225.61	4963.63	4479.62	4108.31	3517.89	3202.82	2758.82	3371.29	3401.92	3523.66	5044.21
新材料	销量 (万吨)	313.36	85.45	84.49	77.86	65.56	271.82	102.39	66.74	60.08	42.61	268.81
	营收 (亿元)	272.77	77.58	74.02	68.19	52.97	175.20	51.95	46.64	43.62	32.99	228.31
	均价 (元/吨, 不含税)	8704.61	9079.41	8760.81	8757.91	8080.23	6445.28	5073.74	6988.66	7259.69	7742.62	8493.45
营业收入 (亿元)		1979.70	464.82	469.14	513.43	532.31	1523.73	490.39	359.76	375.87	297.71	1007.82
营业成本 (亿元)		1675.18	398.78	390.34	428.43	457.63	1241.23	426.17	272.42	311.16	231.41	798.70
销售毛利率		15.38%	14.21%	16.80%	16.56%	14.03%	18.54%	13.10%	24.28%	17.22%	22.27%	20.75%
毛利润 (亿元)		304.52	66.04	78.82	85.02	74.68	282.50	64.22	87.34	64.71	66.30	209.12
销售净利率		7.85%	6.07%	8.69%	8.81%	7.74%	8.86%	7.31%	12.13%	8.99%	7.27%	10.03%
净利润 (亿元)		155.38	28.21	40.77	45.23	41.18	134.95	35.83	43.65	33.80	21.66	101.12

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

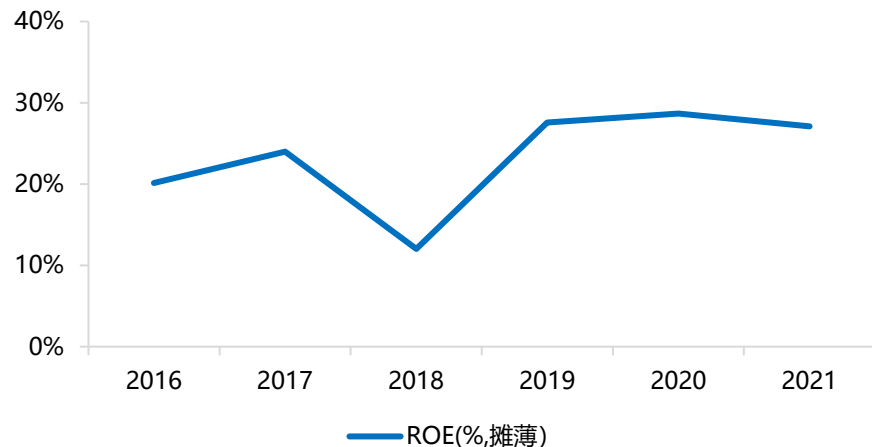
2021年归母净利润同比增15.37%

图表：2021年营收增长29.94%



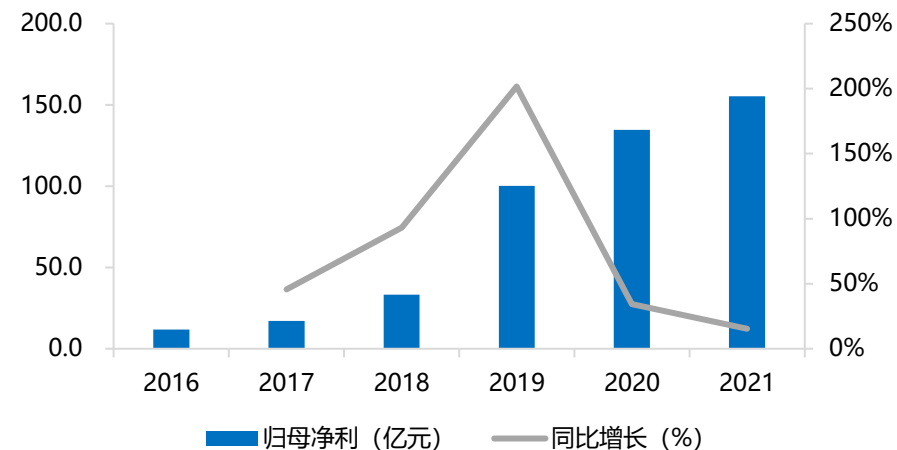
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年净资产收益率相对稳定



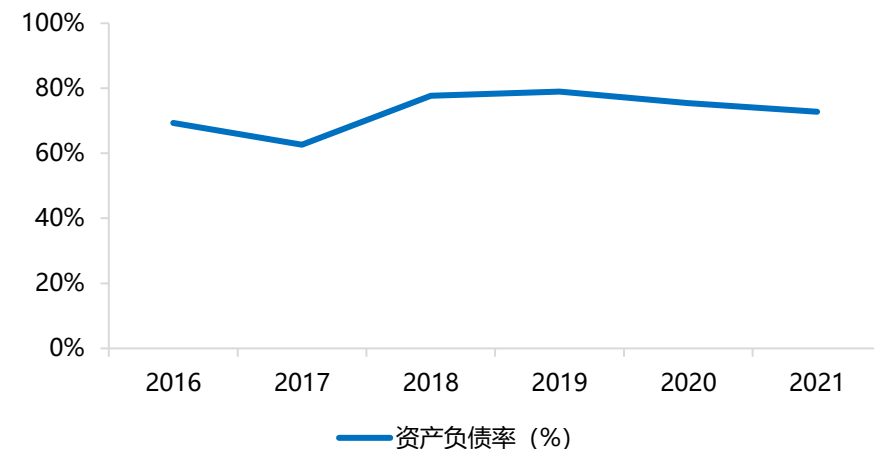
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年归母净利润同比增15.37%



资料来源：wind, 国海证券研究所

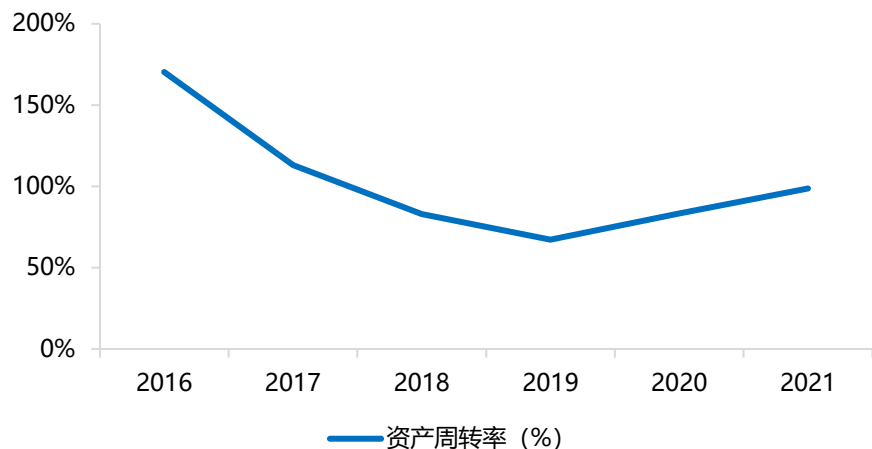
图表：2021年资产负债率略降



资料来源：wind, 国海证券研究所

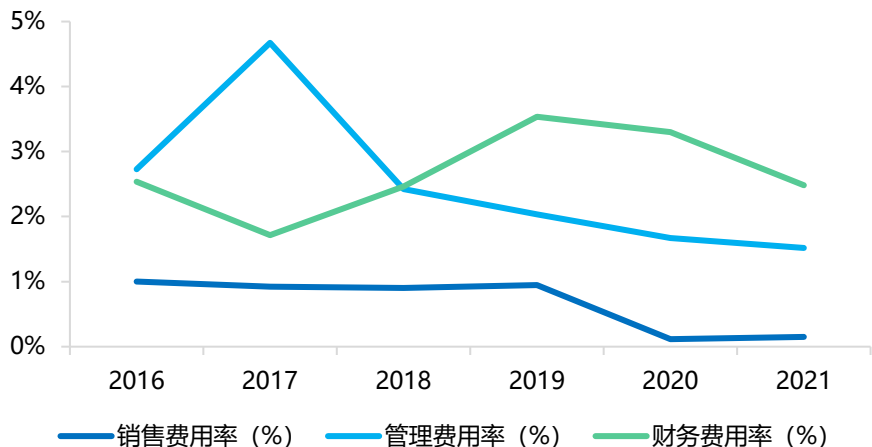
2021年毛利率和净利率同比下滑

图表：2021年资产周转率回升至98.67%



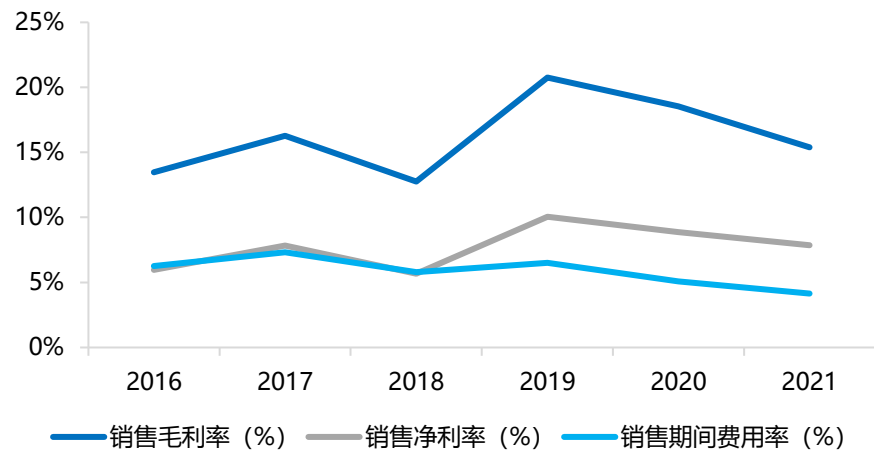
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年期间费用率下降



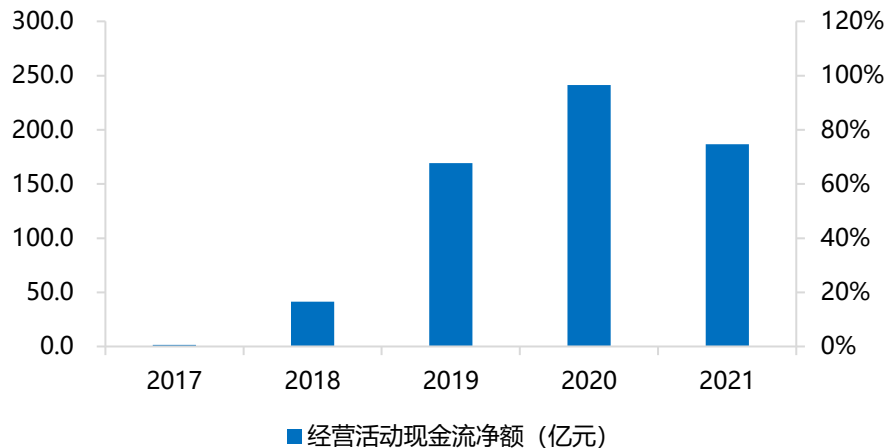
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年毛利率、净利率同比下滑



资料来源：wind, 国海证券研究所

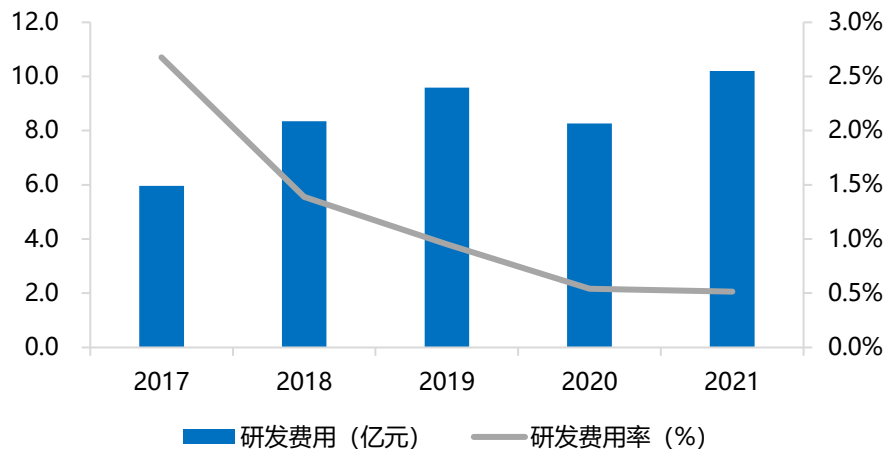
图表：2021年经营活动现金流同比减少至186.7亿元



资料来源：wind, 国海证券研究所

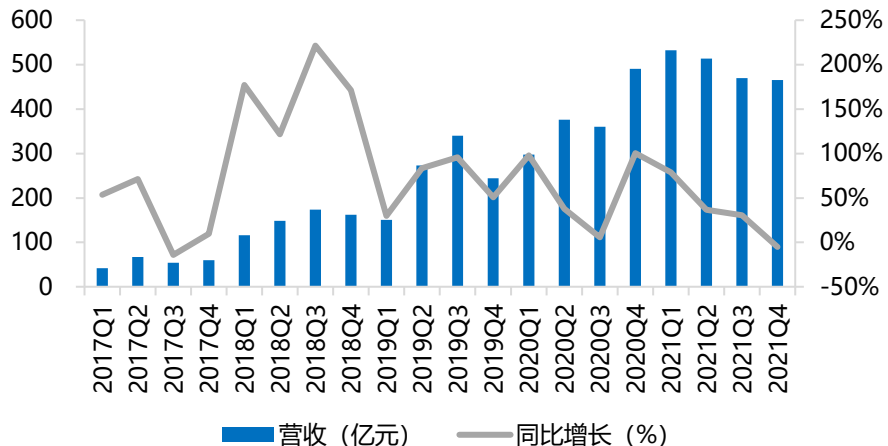
全年研发费用突破10亿元，2021Q4业绩同比下滑

图表：2021年研发费用达10.19亿元



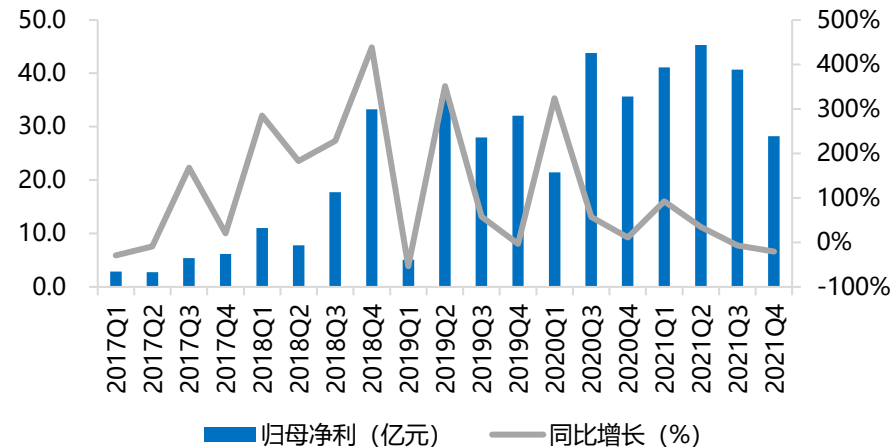
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021Q4营收同比下滑5.16%



资料来源：wind, 国海证券研究所

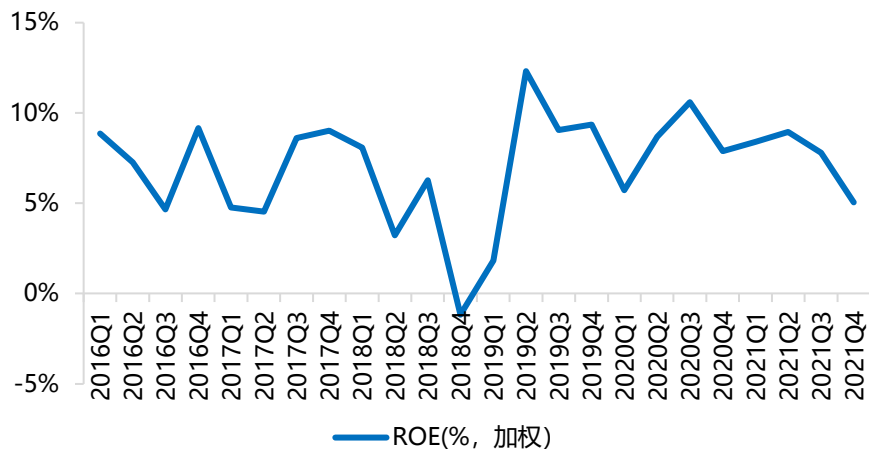
图表：2021Q4归母净利润同比下滑20.95%



资料来源：wind, 国海证券研究所

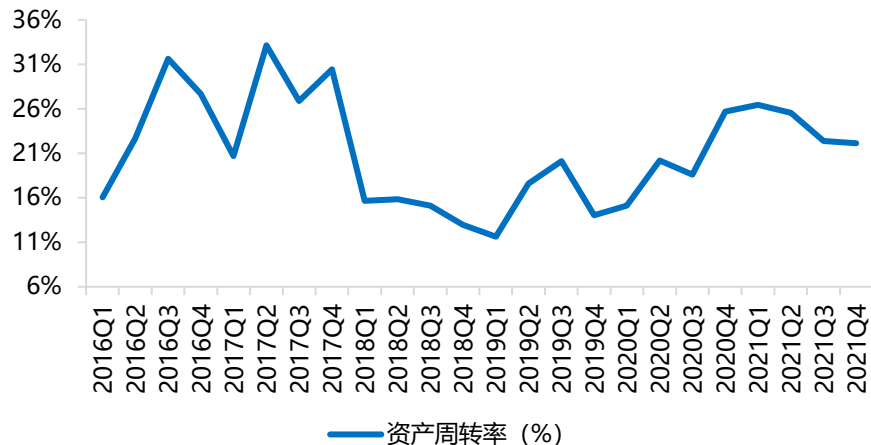
2021Q4毛利率和净利率略有下滑

图表：季度净资产收益率



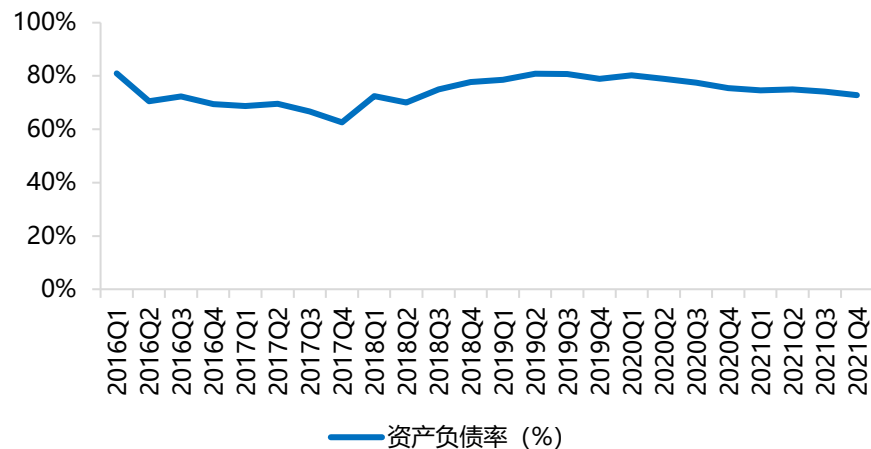
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产周转率



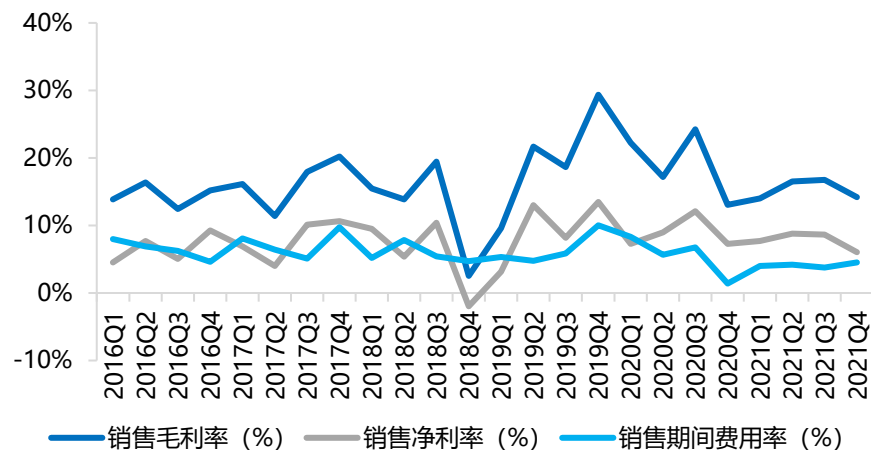
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind, 国海证券研究所

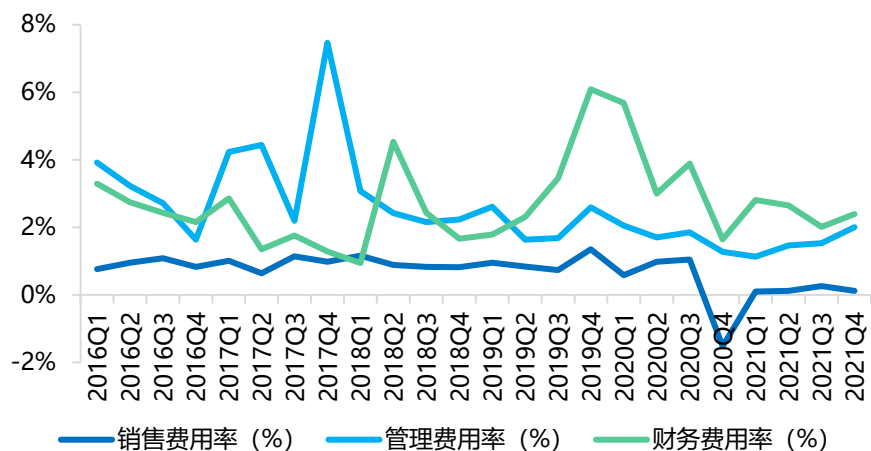
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind, 国海证券研究所

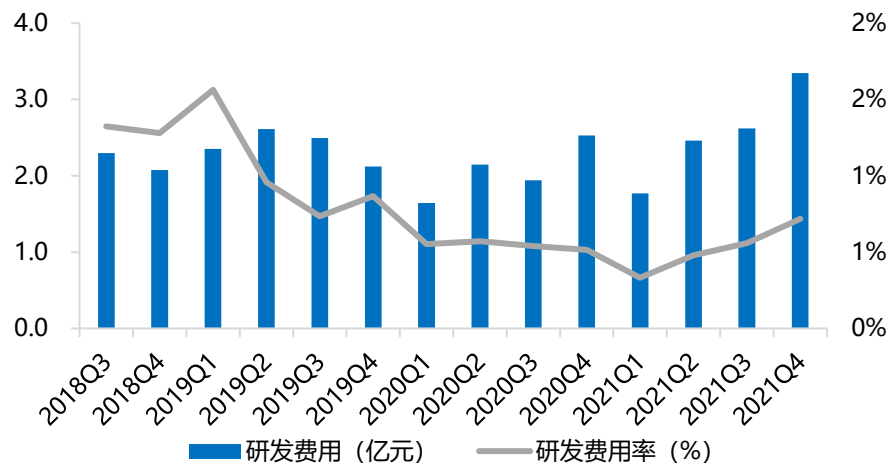
2021Q4研发费用率提升

图表：2021Q4管理费用率和财务费用率上升



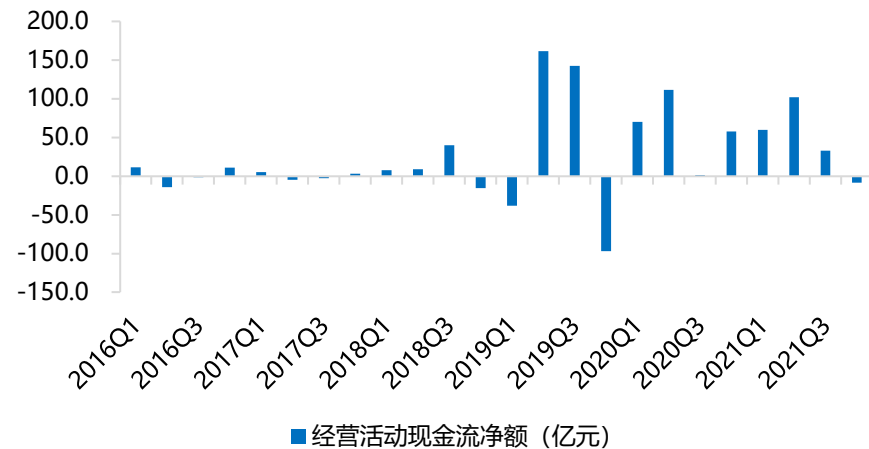
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021Q4研发费用及研发费用率明显增多



资料来源：wind, 国海证券研究所

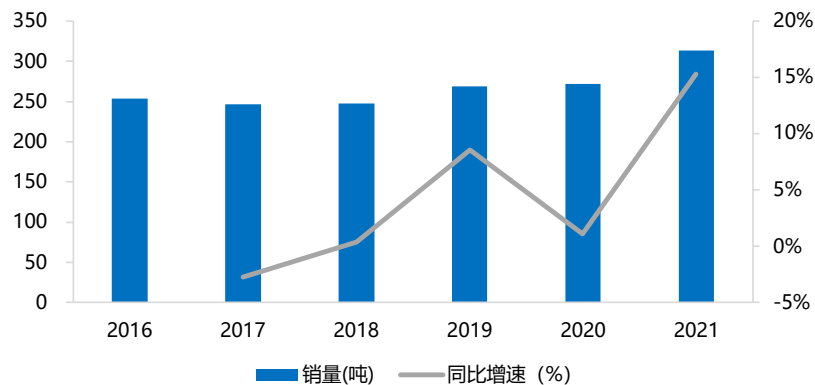
图表：2021Q4经营活动现金流减少



资料来源：wind, 国海证券研究所

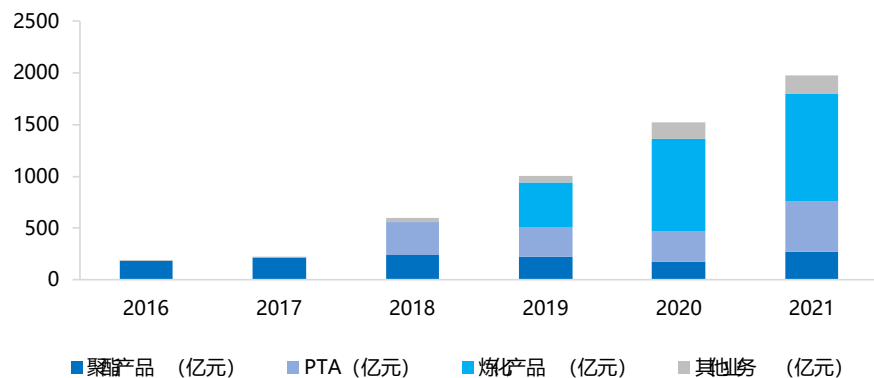
2021年聚酯产品销量略增

图表：2021年聚酯产品销量略增



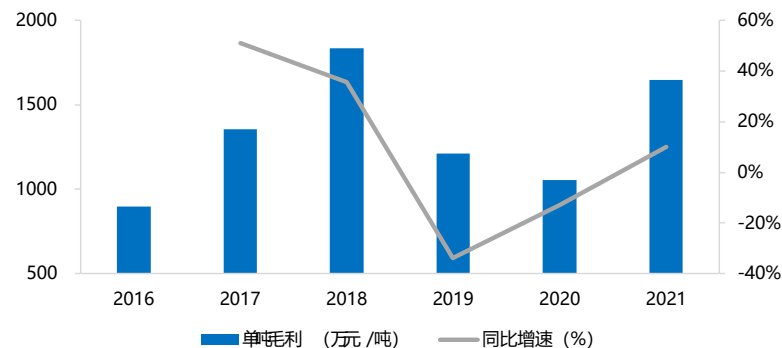
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司主要产品收入情况



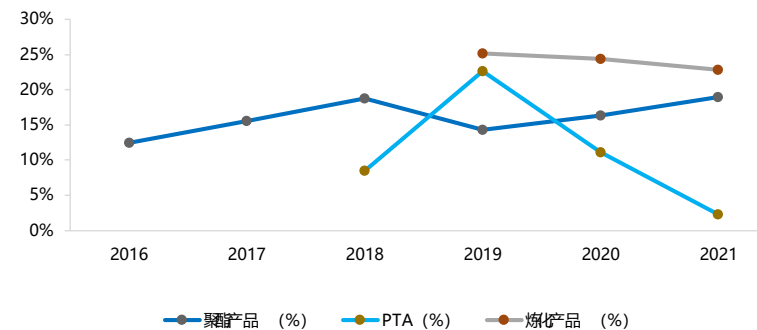
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年聚酯产品单吨毛利增长



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率



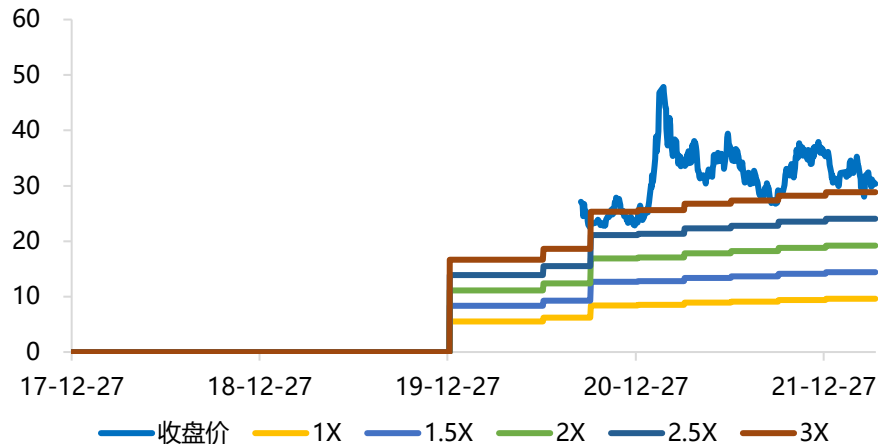
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：收盘价及PE (TTM)



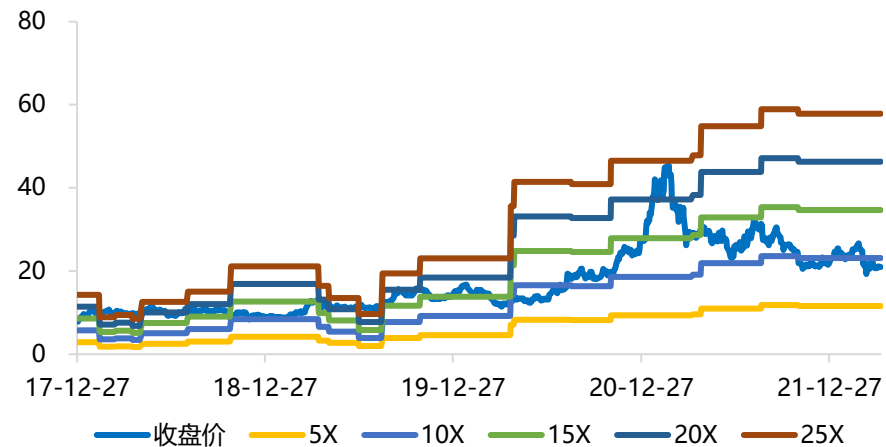
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

恒力石化盈利预测表

证券代码：600346

股价：20.98

投资评级：买入

日期：2022/4/6

恒力石化盈利预测表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	16800	7518	29634	60004	营业收入	197997	211700	262290	296901	每股指标				
应收款项	2644	52200	64674	73208	营业成本	167518	157041	194863	219977	EPS	2.21	2.67	3.53	4.23
存货净额	33553	19361	24024	27120	营业税金及附加	3440	5187	6557	8313	BVPS	8.13	10.80	14.33	18.56
其他流动资产	12183	13810	15856	17242	销售费用	291	5928	7082	8313	估值				
流动资产合计	65180	92889	134189	177575	管理费用	1985	6351	8813	9382	P/E	10.4	7.9	5.9	5.0
固定资产	122731	115059	107386	99714	财务费用	4916	5386	5386	5386	P/B	2.8	1.9	1.5	1.1
在建工程	7783	7833	7883	7933	其他费用/(-收入)	1019	8870	9180	8907	P/S	0.7	0.7	0.6	0.5
无形资产及其他	14602	14601	14600	14600	营业利润	19791	24209	31983	38404	盈利能力				
长期股权投资	0	1	2	3	营业外净收支	37	0	0	0	ROE	27%	25%	25%	23%
资产总计	210296	230383	264061	299824	利润总额	19828	24209	31982	38404	毛利率	15%	26%	26%	26%
短期借款	55591	55591	55591	55591	所得税费用	4290	5326	7036	8449	期间费率	4%	8%	8%	8%
应付款项	26740	32269	40040	45201	净利润	15538	18883	24946	29955	销售净利率	8%	9%	9%	10%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	7	94	125	150	成长能力				
其他流动负债	15446	11121	12081	12728	归属于母公司净利润	15531	18788	24821	29805	收入增长率	30%	7%	24%	13%
流动负债合计	97776	98980	107712	113519	经营活动现金流	18670	-4056	27292	35511	利润增长率	15%	21%	32%	20%
长期借款及应付债券	52122	52122	52122	52122	净利润	15531	18788	24821	29805	营运能力				
其他长期负债	3097	3097	3097	3097	少数股东权益	7	94	125	150	总资产周转率	0.94	0.92	0.99	0.99
长期负债合计	55220	55220	55220	55220	折旧摊销	9023	7674	7674	7674	应收账款周转率	74.89	4.06	4.06	4.06
负债合计	152996	154200	162931	168739	公允价值变动	-356	0	0	0	存货周转率	5.90	10.93	10.92	10.95
股本	7039	7039	7039	7039	营运资金变动	-9729	-35787	-10452	-7208	偿债能力				
股东权益	57301	76183	101130	131085	投资活动现金流	-13098	159	210	245	资产负债率	73%	67%	62%	56%
负债和股东权益总计	210296	230383	264061	299824	资本支出	-13383	-51	-51	-51	流动比	0.67	0.94	1.25	1.56
					长期投资	499	-1	-1	-1	速动比	0.30	0.71	0.99	1.296
					其他	-214	212	262	297					
					筹资活动现金流	-7388	-5386	-5386	-5386					
					债务融资	4362	0	0	0					
					权益融资	0	0	0	0					
					其它	-11749	-5386	-5386	-5386					
					现金净增加额	-1905	-9283	22116	30370					

化工小组介绍

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

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

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理。

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

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



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597