

华鲁恒升（600426）深度研究报告

强推（首次）

目标价：32.60元

当前价：25.15元

风骚独领，成本护城河极高的煤化工龙头

- ❖ **成本领先，纯内生增长成就行业典范。**公司前身为德州化肥厂，2000年组建集团公司，2002年上交所上市。多年来，公司依靠优秀的管理团队在煤化工领域深耕细作，由单一的化肥业务拓展为肥料、有机胺、醋酸、多元醇、己二酸齐头并举。公司发展的实质在于凭借技术创新拓展适宜的终端品种类实现收入最大化，不断降低合成气的单位成本获取远超同行的超额利润。公司不发债、不定增，纯靠内生增长十年内营业收入增长300%、毛利率翻倍。公司目前已成为国内重要的基础化工原料制造商和全球最大的DMF供应商。
- ❖ **DMF产能出清完成，预计未来两年供需紧平衡。**上半年受疫情影响，江山化工16万吨DMF产线永久关停，国内有效产能只剩81万吨。未来两年只有华鲁恒升3万吨改建10万吨产能投产计划。在国内需求稳定在70万吨的基础上，预计未来两年行业供需维持紧平衡状态。
- ❖ **传统化工品供需承压，成本为王考验企业真正实力。**醋酸、乙二醇、己二酸、尿素未来两年均有大量的投产计划，供给端料将成为行业驱动因素。企业开停车成为决定短期价格的核心因素，中长期看，在下游彻底恢复以前，供需结构料将呈现偏宽松状态，终端化工品价格贴着成本线运行，企业微利甚至不赚钱料将成为行业常态。预计只有成本低于行业平均水平的企业才可能获取超额收益。
- ❖ **原料气成本不断下降，成本曲线位于行业最左侧。**公司最早采用固定床生产工艺，2004年投产第一套气化床水煤浆制法装置。2017年传统产业升级及清洁生产综合利用项目投产后，现有原料气生产装置全部变为水煤浆工艺。原料端由价格昂贵的无烟煤变为易获取的烟煤，原料端成本可节省210元/吨。随着技术的不断改进，公司原料气成本已达到国内煤化工行业最低。
- ❖ **精己二酸和己内酰胺产线预计2021年建成，打开新成长空间。**2019年公司启动16.6万吨精己二酸和30万吨酰胺及尼龙新材料项目，标志着公司正式迈入锦纶产业链。未来锦纶产业链有望复制涤纶产业链原料端国产装置不断投产、进口依赖度下降、产品价格中枢下移、产品销量不断抬升的历程。预计公司已二酸和己内酰胺新产线可贡献7亿元利润。此外，我们期待公司在煤炭指标宽松或贴近下游终端品市场地区另起炉灶，有效复制其技术优势、成本管控优势和管理优势。
- ❖ **投资建议：**按照我们的测算，公司2020-2022年归母净利润预计依次为20亿元、27亿元和33亿元，对应EPS依次为1.25、1.63和2.01元/股。按照行业龙头20倍市盈率计算，2021年业绩对应32.60元/股的目标价，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**煤炭价格上涨，需求恢复不及预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	14,190	12,517	15,245	20,050
同比增速(%)	-1.2%	-11.8%	21.8%	31.5%
归母净利润(百万)	2,453	2,025	2,655	3,261
同比增速(%)	-18.8%	-17.4%	31.1%	22.9%
每股盈利(元)	1.51	1.25	1.63	2.01
市盈率(倍)	16.7	20.2	15.4	12.5
市净率(倍)	2.9	2.6	2.3	2.0

资料来源：公司公告，华创证券预测 注：股价为20年09月29日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：张文龙

电话：010-66500983

邮箱：zhangwenlong@hcyjs.com

执业编号：S0360520050003

公司基本数据

总股本(万股)	162,666
已上市流通股(万股)	162,033
总市值(亿元)	409.1
流通市值(亿元)	407.51
资产负债率(%)	20.2
每股净资产(元)	9.0
12个月内最高/最低价	27.95/14.24

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

系统性剖析了公司在煤化工这样的红海行业走出独立道路的深层次原因。公司优秀的管理能力和技术研发能力构建了非常深的护城河。公司目标明确，执行力强，彻底研究透一个产品后才切入赛道。凭借优秀的成本控制能力，后发者先至，获得远超行业的超额利润。公司原料气成本位于行业最左侧，固定床改为水煤浆气化法后，原料端可节省 210 元/吨的成本。

重点研究了 DMF、醋酸、己二酸、乙二醇和尿素行业未来的行业特点和供需结构。除了 DMF 行业供需平衡外，其余几个行业未来两年可能都将陷入产能快速投放、企业微利甚至不赚钱的状态，而这也正是华鲁恒升可以发挥其优势的地方。

投资逻辑

公司特有优势很难被复制，即使今年受到疫情影响，在全行业利润下降甚至亏损时都能保持良好的盈利状态。我们认为，随着疫情影响逐渐消退，下半年需求端不断恢复，公司 2020 年业绩保守测算预计可达 20 亿元。此外，我们期待公司在用煤指标宽松或贴近下游终端品市场地区另起炉灶，有效复制其技术优势、成本管控优势和管理优势。

关键假设、估值与盈利预测

本报告的核心假设是 DMF 供需呈现紧平衡状态，产能利用率爬坡至 100%；16.6 万吨精己二酸项目在 2021 年年中顺利投产并在 2021 年下半年满负荷生产；30 万吨酰胺尼龙新材料项目 2021 年四季度顺利投产，下游纺织服装需求能够恢复正常。在该假设下，公司 2020-2022 年归母净利润预计依次为 20 亿元、27 亿元和 33 亿元。

目录

一、公司简介：煤化工龙头企业，纯内生增长成就行业典范.....	6
二、行业：DMF 供需紧平衡，低成本才能获取超额利润.....	8
（一）DMF：供需结构优化，预计未来维持紧平衡状态	8
（二）醋酸：装置开停车是短期价格核心变量，PTA 产能投放拉动需求增长	9
（三）己二酸：供过于求将暂难改变，微利或将成为行业常态	11
（四）乙二醇：供给端天量释放，成本端决定价格下限	12
（五）尿素：未来两年海内外产能大量投放，供需偏宽松	14
三、公司：成本端不断优化，下游切入锦纶产业链.....	16
（一）水煤浆法成本优势明显，公司原料气成本位于行业最左端	16
（二）积极拓展下游规模，己二酸和己内酰胺贡献业绩新增量	17
四、盈利预测与估值.....	20
五、风险提示.....	20

图表目录

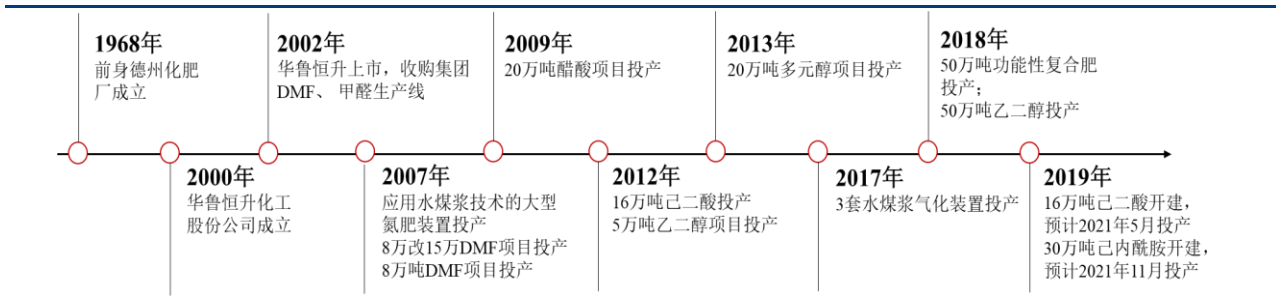
图表 1	华鲁恒升发展历程.....	6
图表 2	华鲁恒升产品结构.....	6
图表 3	华鲁恒升股权结构.....	7
图表 4	公司营收结构.....	7
图表 5	公司毛利结构.....	7
图表 6	2019 年分产品毛利率和产能利用率.....	8
图表 7	公司研发投入.....	8
图表 8	DMF 需求结构.....	8
图表 9	2017-2020 年 DMF 华东地区市场价.....	8
图表 10	国内 DMF 产能.....	9
图表 11	2018-2020 年 DMF 装置开工率.....	9
图表 12	2018-2020 年 DMF 月度出口量.....	9
图表 13	2018 年醋酸需求结构（按下游产品）.....	10
图表 14	2017-2019 醋酸表消、产量（累计值，万吨）.....	10
图表 15	2017-2020 醋酸现货价（元/吨）.....	10
图表 16	2018-2020 年醋酸装置开工率（%）.....	10
图表 17	醋酸规划&在建产能.....	10
图表 18	2020-2022 年 PTA 新增产能.....	11
图表 19	2019 全球己二酸消费结构.....	11
图表 20	2019 国内己二酸消费结构.....	11
图表 21	2018-2020 己二酸及盐和酯出口量（吨）.....	12
图表 22	2010-2020 国内己二酸产能（万吨）.....	12
图表 23	己二酸有效产能（截至 2020 年 8 月）.....	12
图表 24	2019 年乙二醇需求结构.....	13
图表 25	乙二醇产量、表观消费量和进口依赖度（万吨）.....	13
图表 26	乙二醇乙烯法、非乙烯法装置开工率（%）.....	13
图表 27	石脑油、乙烯、煤制乙二醇利润测算.....	13
图表 28	2020-2021 乙二醇新增产能.....	14
图表 29	2018 年尿素需求结构.....	15
图表 30	2015-2019 国内尿素、合成氨产能.....	15
图表 31	2018-2020 尿素月度出口量（%）.....	15
图表 32	2019 年国内尿素目的地.....	15
图表 33	2020-2021 国内尿素新增产能.....	15

图表 34	间歇式固定床与加压气流床生产吨氨成本对比	16
图表 35	不同制造技术下合成氨单吨成本（元/吨）	17
图表 36	己二酸-纯苯价差	18
图表 37	己内酰胺-纯苯价差	18
图表 38	华鲁恒升己二酸、己内酰胺工艺流程图	18
图表 39	国内己内酰胺需求结构	19
图表 40	2010-2020 年己内酰胺、PTA 市场价	19
图表 41	2010-2019 己内酰胺产能、产量、产能利用率	19
图表 42	2010-2019 己内酰胺进口量、进口依赖度	19
图表 43	2020-2022 己内酰胺新增产能	19
图表 44	公司过去 5 年的 PE 走势	20

一、公司简介：煤化工龙头企业，纯内生增长成就行业典范

公司前身是成立于上世纪 60 年代的德州化肥厂，2000 年山东华鲁恒升集团联合山东省内 4 家国企共同组建山东华鲁恒升化工有限公司，2002 年在上交所成功上市。公司立足于先进的水煤浆气化技术，形成了‘一线多头’循环经济柔性联产平台，目前已成为国内重要的基础化工原料制造商和全球最大的 DMF 供应商。

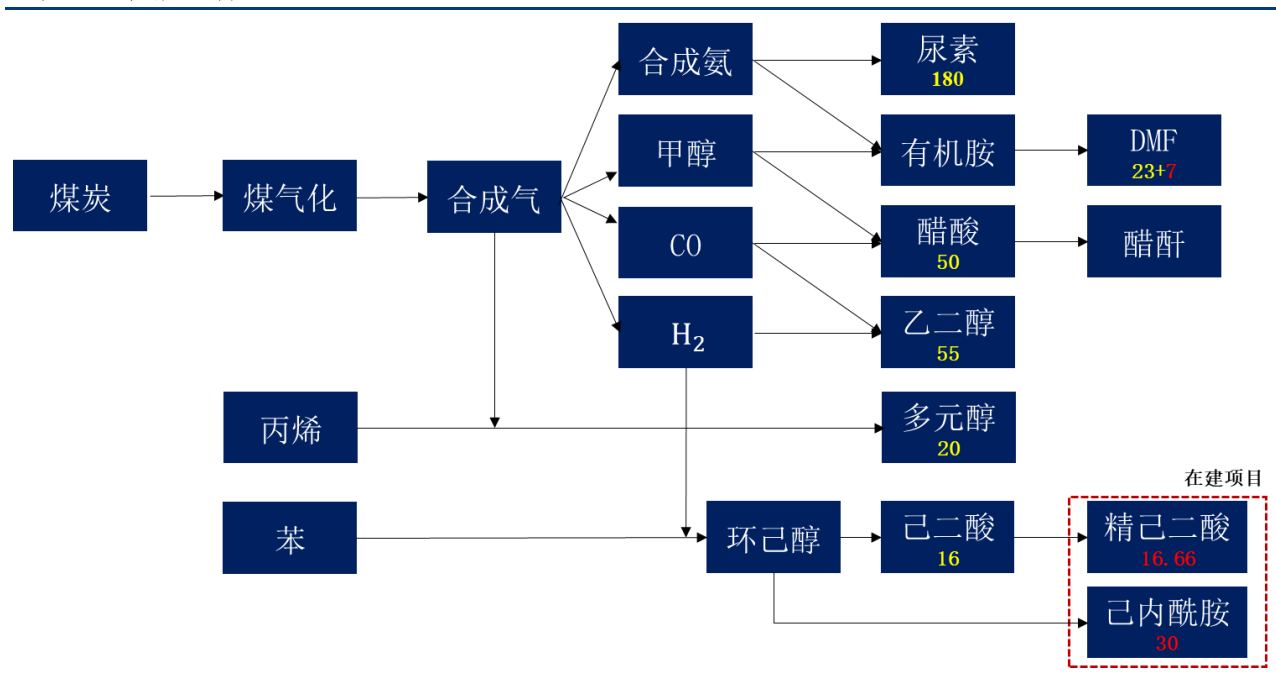
图表 1 华鲁恒升发展历程



资料来源：公司官网，华创证券

公司以煤为原料，使用高效清洁的煤气化装置生产 CO 和 H₂ 原料合成气，根据下游市场行情灵活调节中间品甲醇、合成氨与合成气之间的配比，获得利润最大化的产品收率。经过 20 年的深耕细作，公司不断拓展产品品类，在公司成立之初，仅有尿素生产能力的基础上，先后发展出有机胺（DMF 为主）、醋酸、己二酸和多元醇（乙二醇、丁辛醇）等终端产品。公司发展的实质在于凭借技术创新拓展适宜的终端品种类实现收入最大化，不断降低合成气的单位成本获取远超同行的超额利润。目前主要产能包括 180 万吨尿素，23 万吨 DMF、50 万吨醋酸、16 万吨己二酸、20 万吨丁辛醇和 55 万吨乙二醇。在建 16.6 万吨精己二酸和 30 万吨己内酰胺产线预计将在 2021 年投产。

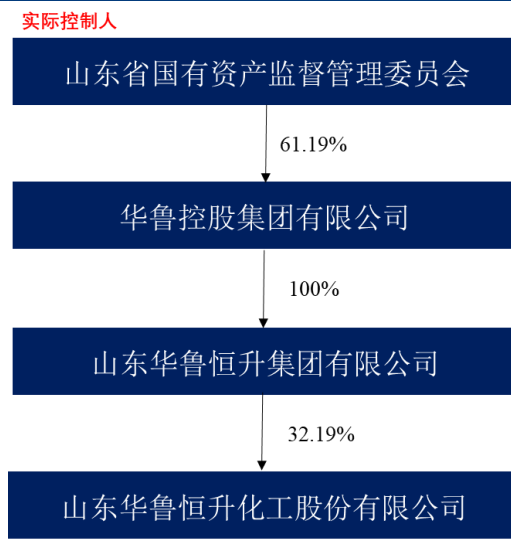
图表 2 华鲁恒升产品结构



资料来源：公司官网，华创证券（注：黄色数字为现有产能，红色数字为在建产能）

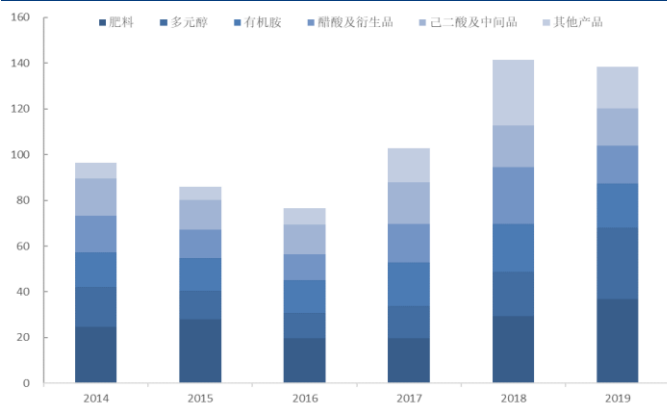
公司控股股东山东华鲁恒升集团持有 32.19% 的股份，实际控制人是山东省国资委。公司能够成为国内领先的煤化工企业主要原因在于一只稳定高效的管理团队，以常怀春董事长为代表的高管团队多有丰富的生产、销售部门工作经历，团队中 60 后、70 后和 80 后搭配有序。

公司在 2018 年底发布了二期股权激励计划，计划向 160 名董监高与核心业务骨干授予 633 万股限制性股票，授予价格 8.64 元/股。考核条件为：以 2016 年营业收入为基准，2019、2020 和 2021 年营收增速不低于 70%、80% 和 90%，且公司年分红不低于 0.15 元/股，满足考核条件后每年解锁三分之一。此次股权激励计划将公司利益、员工利益和股东利益有机统一，实现三方共赢。

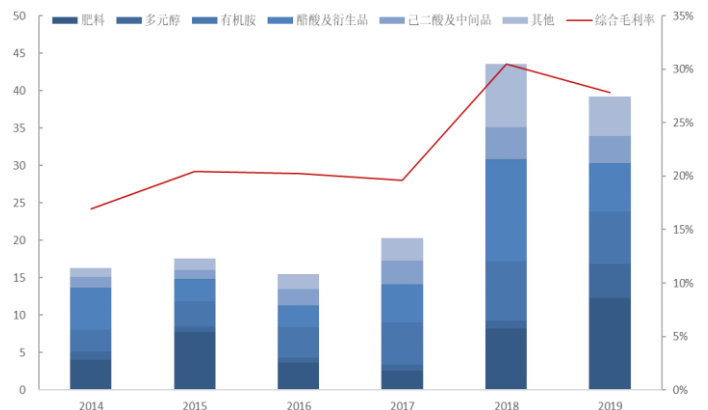
图表 3 华鲁恒升股权结构


资料来源：公司公告，华创证券

业务结构看，2019 年实现营收 142 亿元，公司采取均衡化发展路线，单一产品占比都没超过 30%，其中肥料和多元醇分别占比 26% 和 23%，乙二酸、醋酸和有机胺不到 15%。毛利方面，肥料端贡献了近 45% 的利润。公司在 2017 年后毛利率有了较大幅度的跃升，主要是由于羰基合成气项目建成投产并与大氮肥和碳一平台联通进一步降低公司综合成本。在合成气总量一定的情况下，即使某一产品盈利水平不佳也能通过及时调整装置产能利用率将公司整体利润稳定在一定高度。以 10 年尺度看，公司不发债、不定增，完全依靠内生增长在 2010 年 47 亿营业收入基础上增长了 300%，毛利率水平从 2010 年的 13% 提升至 2019 年 28%，核心在于公司注重研发投入，产线持续改进使得单位成本不断下移，获取远超同行的超额收益。

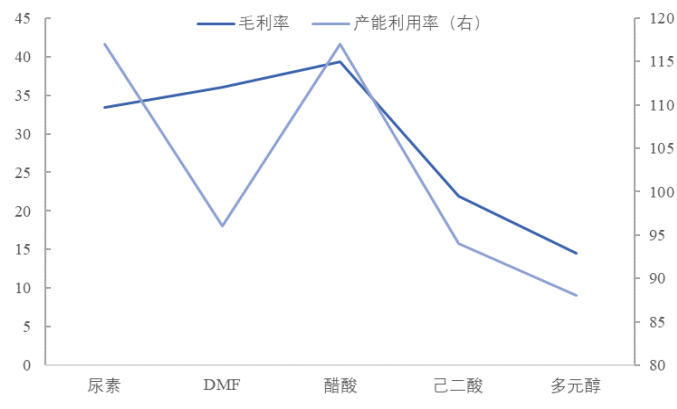
图表 4 公司营收结构


资料来源：wind，华创证券

图表 5 公司毛利结构


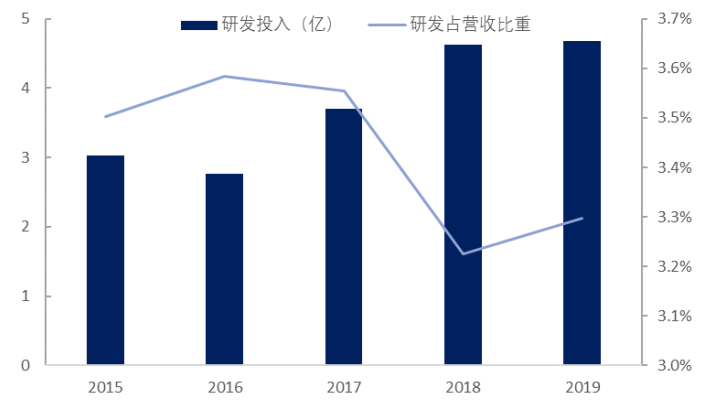
资料来源：wind，华创证券

图表 6 2019 年分产品毛利率和产能利用率



资料来源: wind、华创证券

图表 7 公司研发投入



资料来源: wind、华创证券

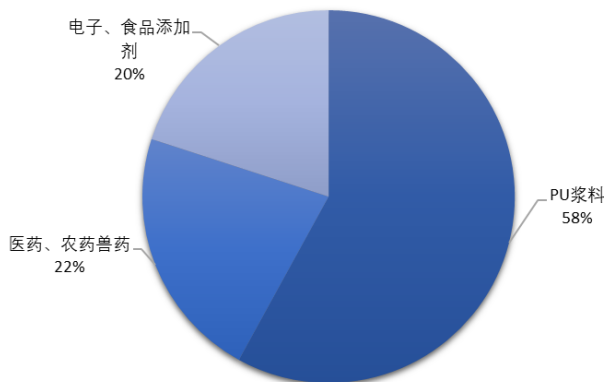
二、行业：DMF 供需紧平衡，低成本才能获取超额利润

(一) DMF：供需结构优化，预计未来维持紧平衡状态

DMF 全称二甲基甲酰胺，为无色透明液体，罐装储运。作为万能的工业溶剂，DMF 应用范围广泛，PU 浆料占总需求 58%，医药、农业占 22%，食品、电子约占 20%。其中 PU 浆料是合成革上游原料，终端商品包括箱包、皮鞋和制衣等各类消费品。

过去几年内，DMF 整体处于供过于求状态，国内需求受环保政策影响持续下降，倒逼供给端持续收缩，出口量稳中有升。2019 年国内总产能 97 万吨，产量 72 万吨，出口 10.9 万吨，产能利用率超 70%。

图表 8 DMF 需求结构



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 9 2017-2020 年 DMF 华东地区市场价



资料来源: wind、华创证券

供给端收缩，龙头市占率持续提升。2020 年上半年受疫情影响，下游企业开工不足，江山化工 16 万吨 DMF 产线于 5 月 6 日永久性停产。截至 2020 年 6 月 30 日，国内 DMF 有效产能为 81 万吨。新产能投建方面，华鲁恒升 3 万吨扩改建 10 万吨产线预计将在年内投产，鲁西化工 5 万吨产能也将在下半年有序释放，河南心连心集团的 20 万吨产线预计将在 2022 年投料。预计截至 2021 年底，国内 DMF 总产能将保持在 88 万吨，华鲁恒升与鲁西化工新产能正式投产后，两家企业合计市占率将超 50%，CR5 超 87%，行业集中度料将进一步提升。

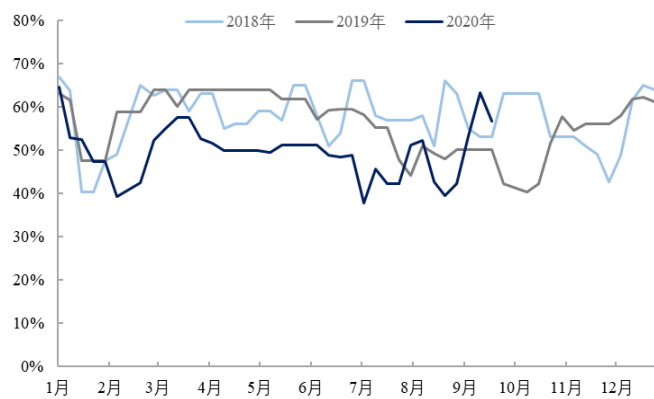
需求端向好，出口量稳步增长。需求端看，2020年上半年总产量31.52万吨，同比减少4.26万吨，下游皮革厂产量较往年同期缩减2-3成。出口方面，2020年1-7月DMF出口量为6.92万吨，同比增加9.5%，海外需求持续增加。下半年也是浆料和农药生产旺季，电子与食品端需求相对刚性，随着生产秩序逐步恢复，下游需求料将回到年化70万吨以上的正常水位。

供给端龙头企业市占率高，下游需求端相对分散，上游企业议价保价能力强。预计未来两年DMF供需关系将维持紧平衡状态，价格易涨难跌，未来核心点在于观察DMF生产企业提涨后厂区库存能否正常去化。

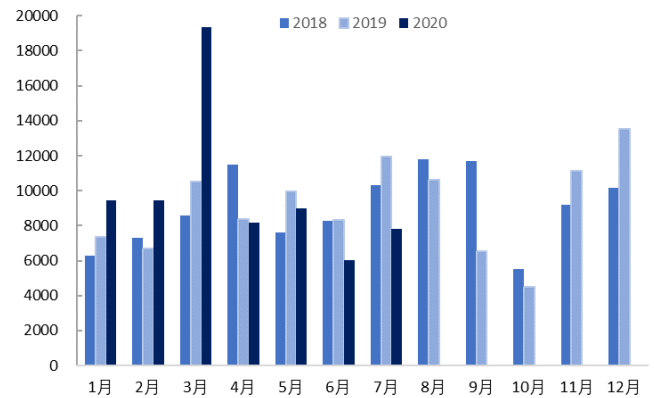
图表 10 国内 DMF 产能

	公司	产能	备注
现有产能	华鲁恒升	23	3万吨技改升级10万吨，预计2020年底前投产
	山东晋煤日月	10	
	鲁西化工	15	5万吨产线2019年建成，未实际产出，预计2020年下半年投产
	安阳九天	12	
	河南骏化	3	
	伊士曼化学品	4	
	陕西兴化化工	10	
	扬子巴斯夫	4	
在建产能	河南心连心	20	预计2022年投料生产

资料来源：隆众石化、华创证券

图表 11 2018-2020 年 DMF 装置开工率


资料来源：wind、华创证券

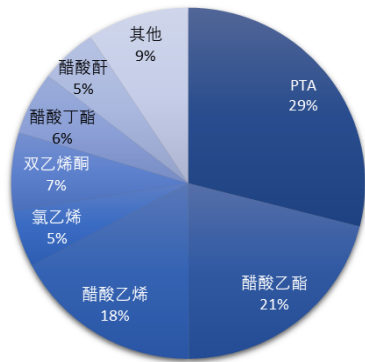
图表 12 2018-2020 年 DMF 月度出口量


资料来源：隆众石化、wind、华创证券

(二) 醋酸：装置开停车是短期价格核心变量，PTA 产能投放拉动需求增长

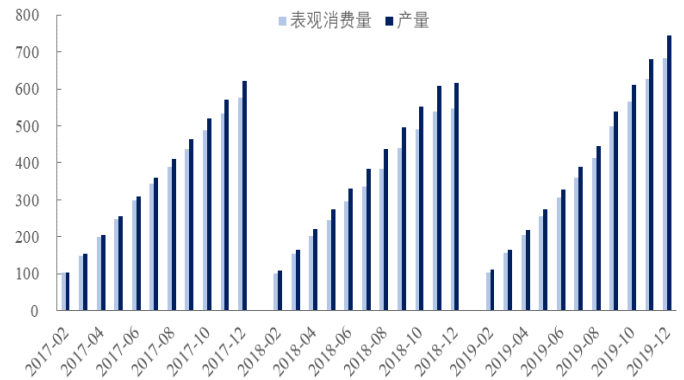
醋酸别称冰醋酸，是一种重要的有机化工原料，主要用于PTA、醋酸酯、醋酸乙烯、氯乙烯、醋酸酐等产品的生产，是合成纤维、染料、胶粘剂、医药和农药的重要原料。2019年我国醋酸总产能925万吨，总产量745万吨，国内表观消费量682万吨，出口64万吨，装置平均开工率83%。

图表 13 2018 年醋酸需求结构（按下游产品）



资料来源：金联创、华创证券

图表 14 2017-2019 醋酸表消、产量（累计值，万吨）



资料来源：wind、华创证券

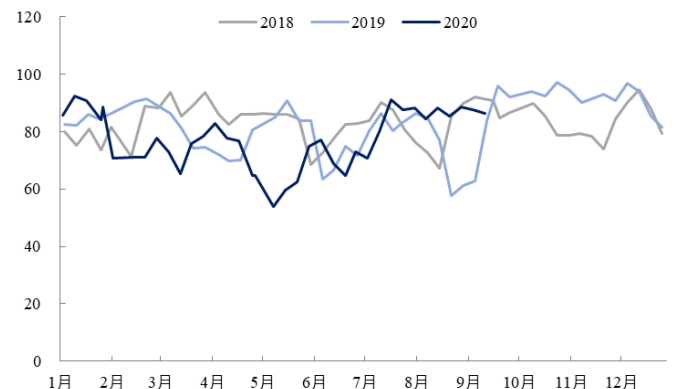
短期价格取决于社会库存去化情况和生产装置开停车状况。2018 年上半年海外装置频繁停车造成海外需求激增，价格快速上涨；2019 年 7 月国内装置停车导致供应偏紧，价格震荡上行；2020 年上半年全球遭遇新冠疫情，下游需求停滞库存快速累积，二季度国内企业主动停产检修，醋酸价格触底回升。

图表 15 2017-2020 醋酸现货价（元/吨）



资料来源：wind、华创证券

图表 16 2018-2020 年醋酸装置开工率（%）



资料来源：wind、华创证券

中长期看，行业供需关系才是决定醋酸价格核心因素。供给端看，未来两年最有可能率先投产的是华谊钦州 50 万吨醋酸项目，该项目 2018 年开工建设，预计 2021 年投产。除此之外，还有 470 万吨规划储备项目，但都处于项目前期筹划阶段，投产时间不确定性高。需求端看，PTA2020-2022 年计划投产 3850 万吨产能，以单耗 0.04 测算，满产情况下可消耗 154 万吨醋酸。

图表 17 醋酸规划&在建产能

	公司	产能	备注
规划&在建产能	华谊钦州	50 万吨	主体封顶，预计 2021 年投产
	鄂尔多斯信耐	60 万吨	2018 环评公示、2019 年列入政府储备库
	荆州建滔	160 万吨	2018 年签署协议，未见最新进展
	浙石化 BP	100 万吨	2019 年 BP 与浙石化签署谅解备忘录
	内蒙卓正	100 万吨	2019 年环评公示，目前正开展项目前期工作
	广西昆达	50 万吨	2017 年备案，未见最新进展

资料来源：隆众石化，华创证券整理

图表 18 2020-2022 年 PTA 新增产能

公司	产能 (万吨/年)	投产时间
恒力石化 4#	250	2020 年 1 月
恒力石化 5#	250	2020 年 7 月
新凤鸣 2#	220	2020 年 9 月
福建百宏	250	2020 年底
中金石化	300	2020 年底
2020 年合计	1270	
逸盛新材料	600	2021 年
虹港石化	250	2021 年
华彬石化	220	2021 年
海南逸盛	250	2021 年
宝塔石化	120	2021 年
2021 年合计	1440	
仪征化纤	220	2022 年
宁波台化	300	2022 年
蓝山屯河	120	2022 年
桐昆股份	500	2022 年
2022 年合计	1140	

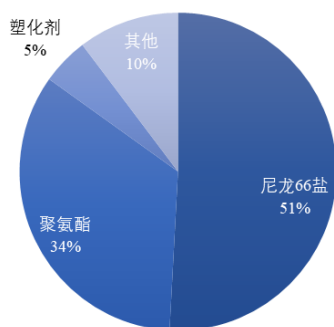
资料来源: 隆众石化, 华创证券

(三) 己二酸: 供过于求将暂难改变, 微利或将成为行业常态

己二酸简称 AA, 常温下为白色结晶体, 是脂肪二元酸中用途非常广泛的化工品, 能发生盐反应、酯化反应和酰胺化反应, 并能与二元胺或二元醇缩聚成高分子聚合物等。下游主要应用在尼龙 66 和聚氨酯领域, 国外以尼龙 66 为主, 国内以聚氨酯为主。

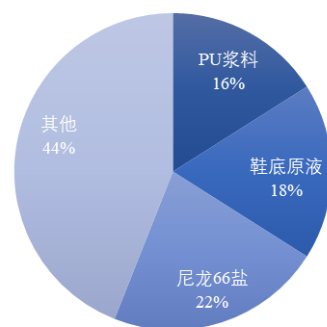
2019 年己二酸国内有效产能 248 万吨, 产量 142 万吨, 产能利用率为 58%, 行业供给严重过剩。出口量为 34.4 万吨, 占国内总产量 24%, 在国内无法消化过剩产能的情况下, 出口已经成为关键变量。

图表 19 2019 全球己二酸消费结构

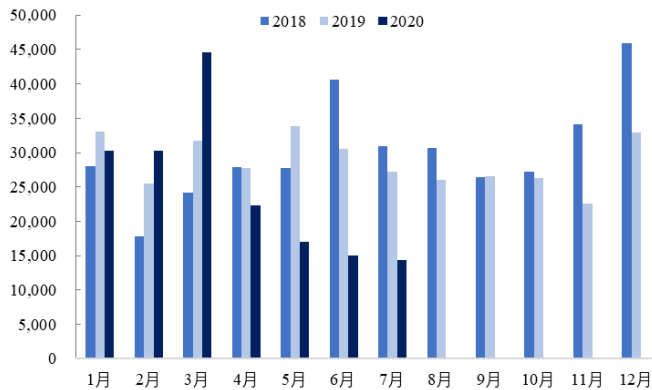


资料来源: 智研咨询, 华创证券

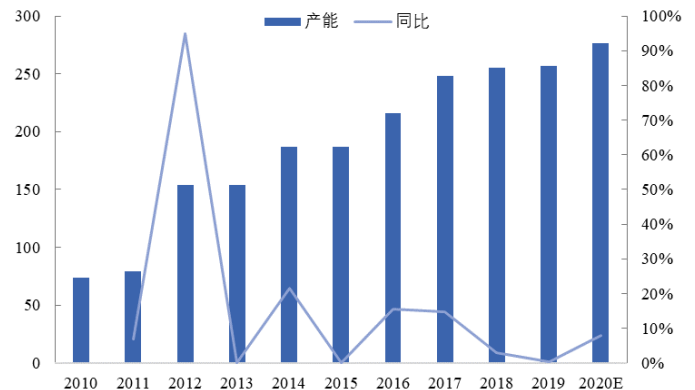
图表 20 2019 国内己二酸消费结构



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 21 2018-2020 己二酸及盐和酯出口量（吨）


资料来源：wind、华创证券（注：海关公布的是 2020 年 1-2 月合并数据，我们简单均值折算）

图表 22 2010-2020 国内己二酸产能（万吨）


资料来源：天天化工网、华创证券

2020 年上半年受疫情影响，国内浆料、鞋底等下游行业开工率大幅下滑，己二酸内贸需求承压；出口量自 4 月份后同比大幅下滑，1-7 月份出口量同比下滑 17%。供给端看，重庆华峰 51 万吨产线和华鲁恒升 16.6 万吨产线将在未来一年陆续释放，供大于求局面短时间内难以改变，己二酸企业微利或将成为行业常态。长期来看，具有成本优势和核心技术突破能力的企业才能获取超额利润。

图表 23 己二酸有效产能（截至 2020 年 8 月）

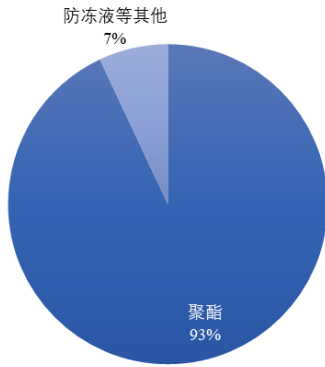
公司	产能（万吨/年）	备注
山东海力（淄博）	22.5	7.5 万吨装置自 8 月 31 日停车检修，预计月底重启
江苏海力（大丰）	30	自 2019 年 3 月下停车至今，计划重启一套装置，时间不确定
华鲁恒升	16	运行稳定
辽阳石化	14	老线停车中；一套装置正常运行
天利高新	7.5	运行稳定
唐山中浩	15	运行稳定
神马集团	47	老厂装置轮流检修
重庆华峰	74	四期装置放量，但其他线存小修
阳煤太化	14	运行稳定
郟城旭阳（洪业）	14	自 2018 年停车至今，存重启意向，暂不明确
合计	254	

资料来源：隆众石化，华创证券

（四）乙二醇：供给端天量释放，成本端决定价格下限

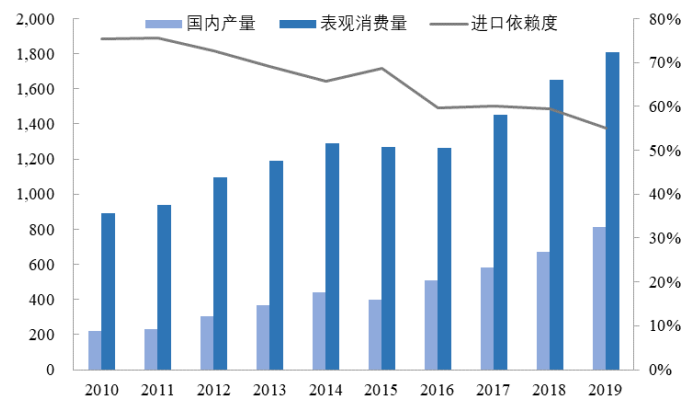
乙二醇简称 MEG，是一种无色有甜味的液体。作为非常重要的大宗工业品，广泛应用在聚酯合成、防冻剂、溶剂制造等领域，其中聚酯需求占我国乙二醇需求的 93%。2019 年我国乙二醇表观消费量 1808 万吨，国内产量 815 万吨，进口依赖度为 55%。拉长时间维度看，国内乙二醇行业一直在走的是进口替代逻辑，未来两年国内料有大量产能释放，国产化率料进一步提升。

图表 24 2019 年乙二醇需求结构



资料来源: wind、华创证券

图表 25 乙二醇产量、表观消费量和进口依赖度(万吨)

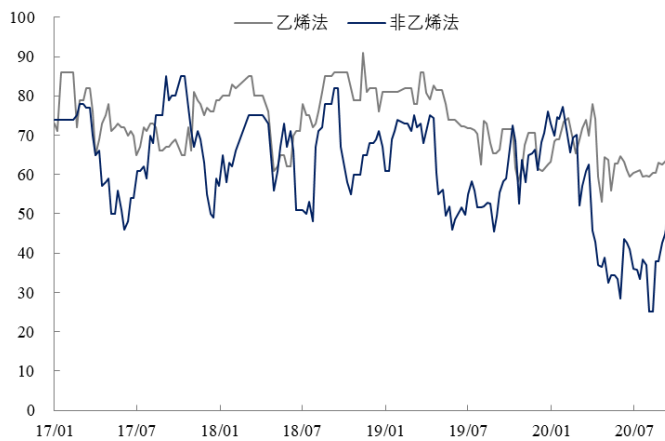


资料来源: wind、华创证券

根据原材料的不同,乙二醇生产工艺一般分为油制法和煤制法。油制工艺又可分为石脑油原料法和乙烯原料法,二者都是通过乙烯氧化制环氧乙烷再水合进而生产乙二醇。石脑油原料法是国内和国际采取的主要工艺,其发展时间长,工艺成熟,缺点是能耗大、成本高。

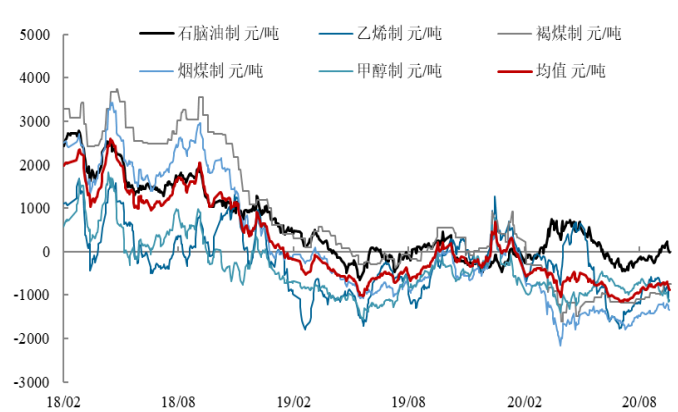
煤制法是我国根据‘缺油少气富煤’的资源特性发展出适合自身的特有工艺。优点在于工业制程短、能耗低,中性油价下煤制法有成本优势。缺点在于发展时间较短,技术储备不完善,煤制法产出的乙二醇会有羰基、共轭双键的复杂有机化合物杂质存在,直接影响乙二醇的紫外透光度,达不到聚酯使用要求,很多只能按照一定比例与油制乙二醇配比使用。新冠疫情后石脑油价格大幅下跌,国内煤价依然坚挺,石脑油制乙二醇更具性价比优势,除个别具有成本优势的煤化工企业外,煤制法企业大比例亏损,这也是煤制法开工率下降的主要原因。

图表 26 乙二醇乙烯法、非乙烯法装置开工率 (%)



资料来源: wind、华创证券

图表 27 石脑油、乙烯、煤制乙二醇利润测算



资料来源: wind、华创证券

供给端看,2020、2021 年将有望年化 600 万吨以上的产能密集投放,多以煤制法为主。需求端受新冠疫情影响,海外需求减弱。未来两年乙二醇行业料陷入严重的供过于求状态,下游聚酯端难以匹配供给端释放的天量产能,港口高库存也将成为制约价格上涨的主要因素,乙二醇价格贴着成本先低位运行或成为常态。

图表 28 2020-2021 乙二醇新增产能

公司	在建装置产能	工艺	预计投产时间
内蒙古荣信	40	煤制	2020 年 1 月份
建元煤化	30	煤制	2020 年 9 月底
陕西渭化	30	煤制	2020 年 10 月底
湖北三宁	60	煤制	2020 年 11 月份
陕西延长	10	煤制	2020 年 10 月
永城永金	20	煤制	2020 年 9 月底
山西沃能	30	煤制	2020 年 9 月中旬
新疆天业	60	煤制	2020 年 9 月中旬
内蒙古易高	12	煤制	2020 年底
鄂托克元煤	24	煤制	2020 年 11 月份
浙江石化	75	油制	2020 年 2 月份
恒力石化 2#	180	油制	2020 年 2 月份
中化泉州	40	油制	2020 年 10 月份
中化湛江	40	油制	2020 年 9 月中旬
2020 年总计	627		
中科炼化	45	油制	2021 年
福建古雷	70	油制	2021 年
浙石化	80	油制	2021 年
卫星石化	133	油制	2021 年
神华榆林	40	煤制	2021 年
内蒙久泰能源	100	煤制	2021 年
内蒙金诚泰	30	煤制	2021 年
安徽昊源	30	煤制	2021 年
陕西煤化能源	30	煤制	2021 年
陕西榆林能源	40	煤制	2021 年
山西沃能	30	煤制	2021 年
2021 年总计	628		

资料来源：隆众石化，华创证券

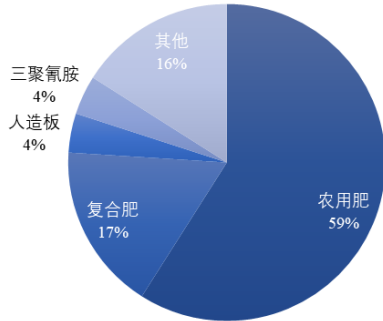
（五）尿素：未来两年海内外产能大量投放，供需偏宽松

尿素学名碳酸胺，为白色无味晶体，在土壤中被水解成碳酸铵或碳酸氢铵后被植物吸收利用，是一种含氮量最高的氮肥，适用于各类作物和土壤。按下游需求可分为农业生产和工业加工，其中农用尿素可直接施肥亦可制作复合肥；工业需求中可以当作三聚氰胺、人造板，电厂脱硫脱硝的主要原料。以行业属性来看，农业需求相对稳定，具有非周期性特点，短期与作物种植结构相关，中长期与人口增速、耕地种植面积相关；工业需求方面，三聚氰胺下游需求是板材、油漆涂料等，人造板属于建筑建材行业，二者均与地产周期关联度较高。

过去 10 年，我国尿素产能经历了扩张和收缩两个阶段，2010 年-2015 年国内尿素产能扩产 2000 万吨以上。2015 年后，受环保政策和供给侧改革驱动，行业进入去产能阶段。中国氮肥工业协会数据显示，国内尿素产能（实物量）从 2015 年的 8063 万吨减少到 2019 年的 6668 万吨，供给端持续优化。2019 年国内尿素产量 5475 万吨，同比增长 5.2%，5 年来增速首次转正。受尿素运输半径的限制，国内尿素企业广泛分布于各个省市，行业集中度较低，2019

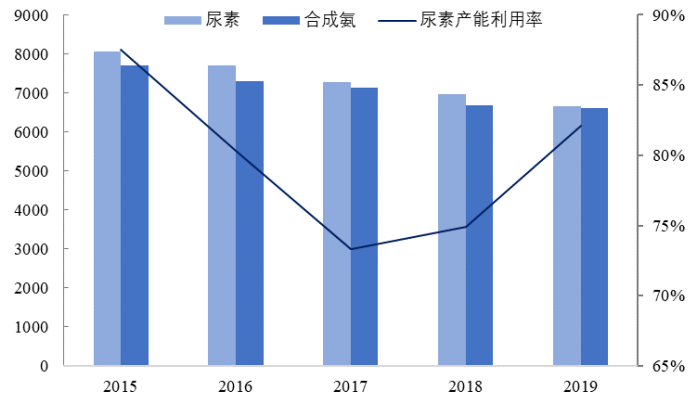
年 CR5 不足 20%，龙头企业议价保价能力较弱。

图表 29 2018 年尿素需求结构



资料来源：卓创资讯、华创证券

图表 30 2015-2019 国内尿素、合成氨产能

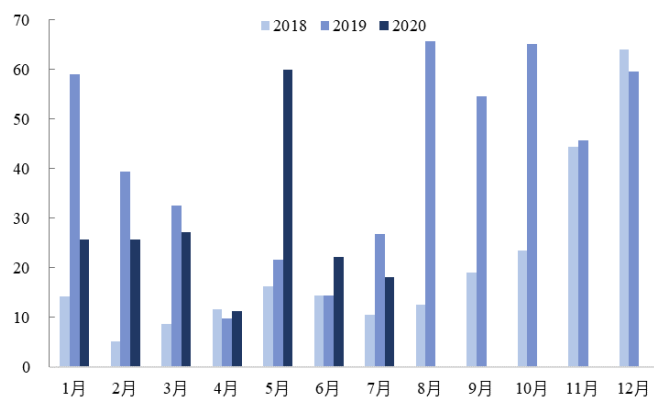


资料来源：中国氮肥工业协会、华创证券

供给端看，国内外未来两年都将迎来扩产潮。国际肥料协会数据显示，2019 年全球尿素有效产能 1.81 亿吨，预计 2020、2021 年 1700 万吨，2024 年总产能增至 2.03 亿吨，年化增速 2.2%/年。新建产能将集中在南亚（印度、孟加拉）、非洲（尼日利亚、埃及）和东欧中亚（俄罗斯、乌兹别克斯坦）。国内尿素产能也将结束连续 5 年净减少状态，剔除老装置改造，预计 2021 年底前新增产能 400 万吨以上。

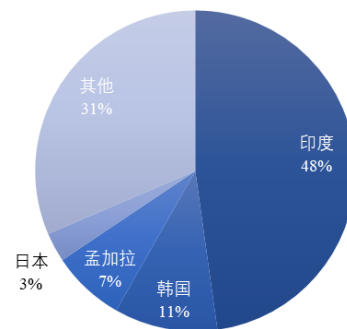
需求端看，预计全球尿素需求从 2019 年的 1.71 亿吨增至 2024 年 1.83 亿吨，年化增速 0.9%/年。拉丁美洲和非洲将成为需求增加的主力军，东亚地区增幅较小。国内方面，2015 年农业部发布“2020 年化肥使用量零增长行动”，在控制总量的基础上提升化肥使用效率，预计十四五期间还将延续这一政策，短期内农业需求很难大幅增加。工业方面受疫情影响，维持现量已属不易。出口方面，国内煤制尿素受到海外天然气价格大幅下降的挤压，竞争力减弱；占我国出口比例 55% 的印度和孟加拉未来将成为全球新增产能的重点地区，尿素出口承压。无论国内还是国外，未来几年料将呈现供给驱动势头，预计尿素价格易跌难涨。

图表 31 2018-2020 尿素月度出口量 (%)



资料来源：wind、华创证券

图表 32 2019 年国内尿素目的地



资料来源：wind、华创证券

图表 33 2020-2021 国内尿素新增产能

公司	产能 (万吨/年)	备注
晋煤明升达化工有限公司	60	2020 年 8 月投产
新疆宜化化工有限公司	60	老装置改造项目，2020 年 9 月投产
润银生物化工股份有限公司	100	环保验收已公示，预计 2020 年 9-10 月投产

公司	产能（万吨/年）	备注
湖北三宁化工股份有限公司	80	预计 2020 年 4 季度投产
心连心化肥有限公司（九江）	52	2020 年 9 月进入联调试车阶段，预计四季度正式投产
内蒙古乌兰集团	120	预计 2020 年四季度投产
七台河市隆鹏煤化工集团	30	预计 2020 年 10 月完成主体建设，投产时间待定
山西润锦化工有限公司	30	待定
合计	532	

资料来源：隆众石化，华创证券整理

三、公司：成本端不断优化，下游切入锦纶产业链

（一）水煤浆法成本优势明显，公司原料气成本位于行业最左端

煤气化是煤化工产业链中最前端环节，其工艺的选择直接决定了企业成本端的下限。常用的分类方式是按照气化炉内的煤料与气化剂接触方式划分为三种：

（1）固定床：采用水蒸汽与纯氧作为气化剂，氧耗量较低。该技术的典型代表是鲁奇加压气化技术和 UGI 气化技术。

（2）流化床：直接使用碎煤作为原料，备煤工艺简单，气化剂同时作为流化介质，炉内气化温度均匀，典型的代表有灰熔聚气化技术和恩德炉粉煤气化技术。

（3）气流床：以纯氧作为气化剂，在高温高压下完成气化过程，粗煤气中有效气含量高，碳转化率高，不产生焦油、萘和酚水等，环保压力较小。气流床气化技术又可分为水煤浆气化技术和粉煤气化技术。水煤浆气化技术的典型代表有多喷嘴水煤浆加压气化技术和德士古水煤浆气化技术；粉煤气化技术典型代表有壳牌粉煤气化技术。

固定床 UGI 技术工艺成熟，初始投入小，在我国早期广泛使用，但因其氧耗较低、废水、废气污染大而被逐渐替换。气流床工艺对煤质要求低、单炉产能高，环境污染小，是目前投建的主要装置。作为气流床装置的一种，水煤浆技术成熟，初始投资小，国产化程度高，是目前企业选择的主要方向。国内主流的水煤浆技术是多喷嘴对置式气化炉和水冷壁式晋华炉等水煤浆气化技术。截至 2018 年底，国内有水煤浆气化炉装置接近 300 台，总造气规模约 1.5 亿吨/年。

图表 34 间歇式固定床与加压气流床生产吨氨成本对比

项目	间歇式固定床			加压气流床		
	单价	单耗	总额	单价	单耗	金额
原材煤（元/吨）						
无烟煤	1000	1.15	1150			
烟煤				650	1.45	942.5
辅助材料（元）			87.5			127.5
电（元/Kwh）	0.56	1200	672	0.56	340	190.4
燃料煤（元/吨）				500	0.4	200
工资及附加（元）			48			40
制造费用（元）			210.8			449.7
合计			2168.3			1950.1

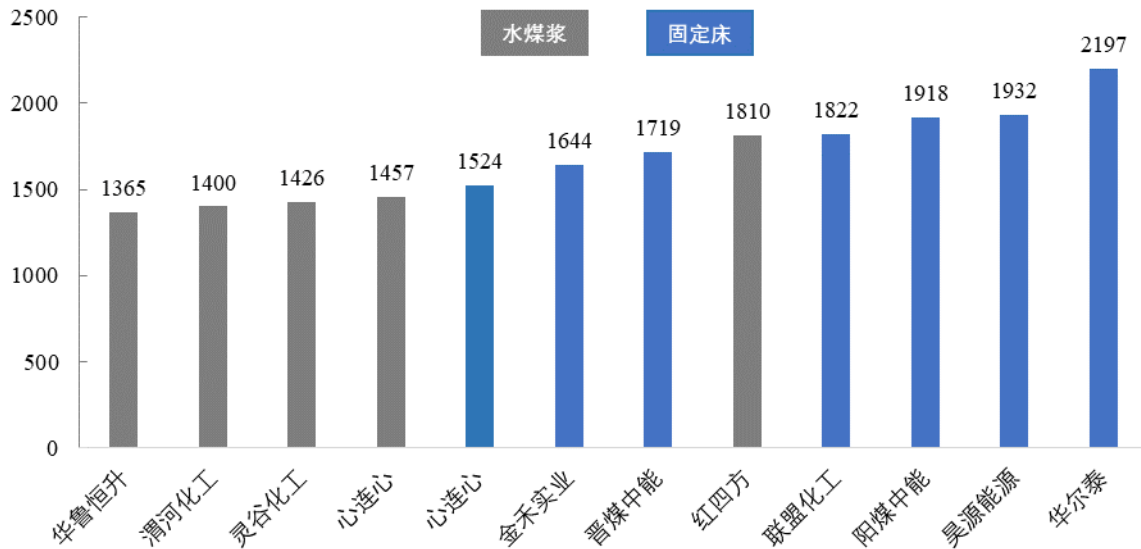
资料来源：於子方：《间歇式固定床气化技术经济分析》，华创证券整理

华鲁恒升最早采用多喷嘴式水煤浆气化装置在 2004 年投产，原料由无烟煤替换为更便宜的烟煤，大幅降低原料

气生产成本。2017年12月，公司传统产业升级及清洁生产综合利用项目投产，新建三台水煤浆气化炉对原有的14台固定床发生炉进行等量替代。按照无烟煤单耗1.15和烟煤单耗1.45计算，假设无烟煤价格1000元/吨，烟煤价格650元/吨，单就原料端可以节省成本210元/吨。目前原料气全部采用水煤浆法制造，总产能784089 Nm³/h。

公司在2017年进行了空分装置改造，新空分装置投产后，每小时可节约标煤15.5吨，年化节约标准煤12.4万吨，假设标煤价格800元/吨，新空分装置投产后每年可以节约成本1亿元。公司通过技术研发不断优化现有成本获得了行业内最低的成本曲线。

图表 35 不同制造技术下合成氨单吨成本（元/吨）



资料来源：於子方：《间歇式固定床气化技术经济分析》，华创证券整理

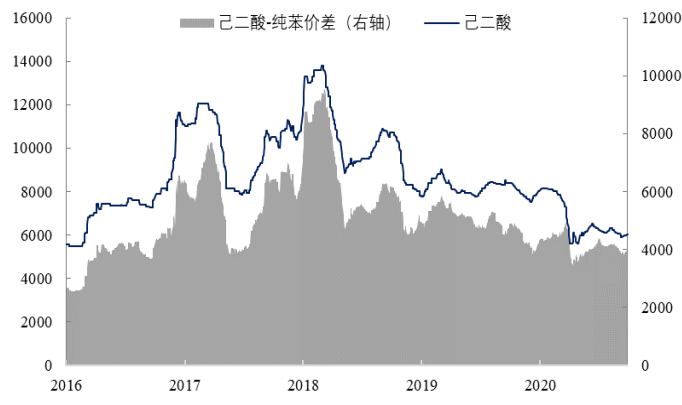
（二）积极拓展下游规模，己二酸和己内酰胺贡献业绩新增量

德州位于京津冀‘2+26’大气污染防治核心范围，用煤指标紧张，山东省规定新建煤气化装置需对其他企业用煤指标进行存量置换。在此背景下，公司没有选择横向拓展合成气产能规模，而是纵向挖掘现有富余氨醇产能潜力。2019年3月公司开启了新一轮下游产品扩张计划，拟投资65.5亿建设精己二酸和酰胺及尼龙新材料产线。

（1）精己二酸品质提升项目以苯为原料，采用先进成熟的生产技术，建设16.66万吨/年己二酸生产装置，并配套环己醇装置以及相应公用工程，项目建成后，预计年均实现营业收入19.86亿元、利润总额2.96亿元。

（2）酰胺及尼龙新材料项目以苯和氢气为原料，采用先进的工艺技术，主体建设环己醇、环己酮和己内酰胺装置，配套建设双氧水、甲酸、硫酸装置。项目建成后可年产己内酰胺30万吨（20万吨自用）、甲酸20万吨、尼龙6切片20万吨、硫铵48万吨等，预计年均实现营业收入56.13亿元，利润总额4.46亿元。

图表 36 己二酸-纯苯价差



资料来源: wind、华创证券

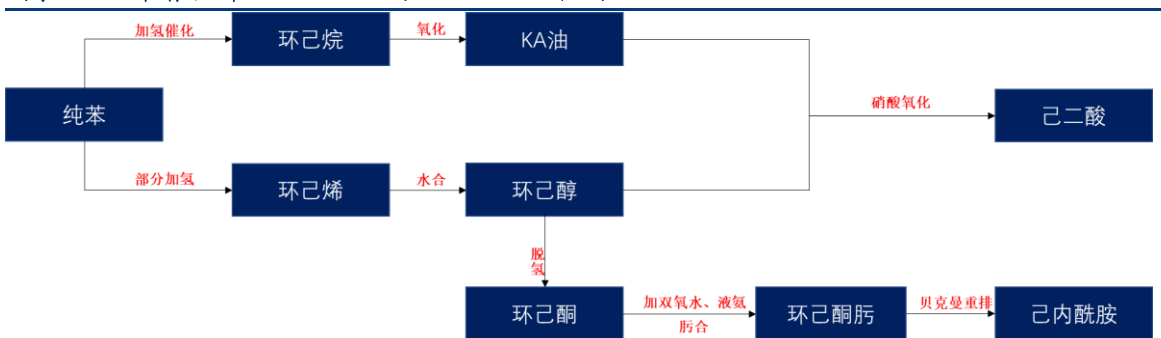
图表 37 己内酰胺-纯苯价差



资料来源: wind、华创证券

从生产工艺看,己二酸采取环己烷法和环己烯法,产成品包括己二酸和环己酮;己内酰胺采取环己烯水合法产出环己酮,环己酮加双氧水、液氨脲化得到己内酰胺。原料端除了苯需要外购外,氢气、液氨、甲醇等材料均可由公司现有氨醇装置自产,有利于发挥公司在煤制合成气领域的特有优势。己二酸副产品环己酮也是制造己内酰胺的核心原料,公司通过产线的科学规划将富余的氨醇转化为己二酸、己内酰胺等高附加值的精细化工品,向下延伸产业链,极大的拓展了未来公司的发展空间。

图表 38 华鲁恒升己二酸、己内酰胺工艺流程图

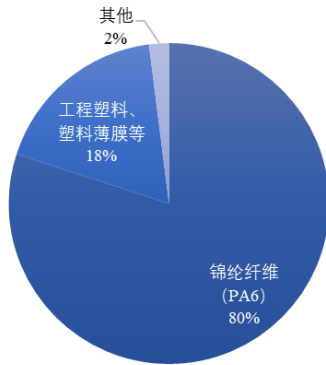


资料来源: 张志强:《苯为原料制备己二酸工艺及机理研究》、陈佳星:《己内酰胺生产工艺方法综述》、环评报告、华创证券

己内酰胺是生产锦纶的核心原料。锦纶又称尼龙,具有染色性好、耐磨度高、吸湿性好等特点,是全球仅次于涤纶的第二大合成纤维。己内酰胺主要消费领域为尼龙纤维(PA6),在工业领域中还可用于制作工程塑料、塑料薄膜,广泛应用于机械、电子、建筑工程等各个领域。

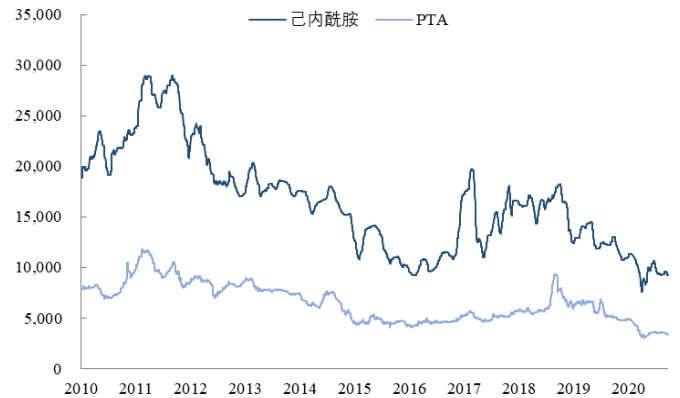
作为锦纶产业链的上游原材料,己内酰胺 2013 年以前进口依赖度较高,国内装置产能较小,己内酰胺价格一直居高不下。于涤纶长丝原料价格相比,己内酰胺价格 2010-2018 年价格中枢位于 15000-20000 元/吨,PTA 价格中枢位于 5000-8000 元/吨,从性价比的角度来看锦纶纤维相比涤纶纤维较弱。锦纶产业链利润主要集中在上游原料端环节,随着煤化工技术的逐渐成熟,煤制己内酰胺装置成为近几年投产的主力军,己内酰胺价格不断下行。以 10 年维度看,涤纶长丝产量从 2010 年的 1625 万吨增加至 2019 年的 3695 万吨,锦纶产业链有望复制涤纶产业链原料端国产装置不断投产、进口依赖度下降、产品价格中枢下移、涤纶长丝市占率不断提升的历程。

图表 39 国内己内酰胺需求结构



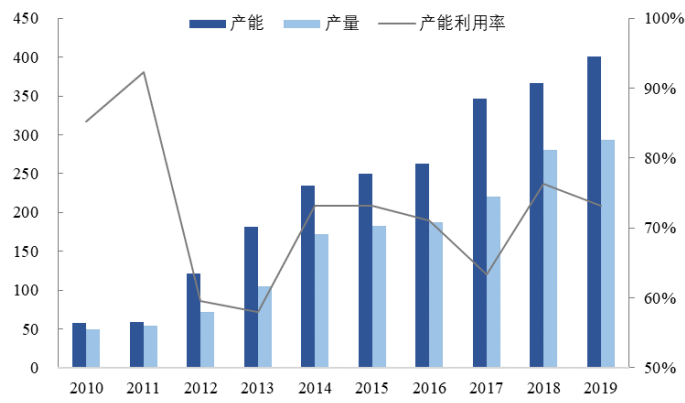
资料来源: 张桂华, 董欢:《国内己内酰胺生产及市场情况分析》、华创证券

图表 40 2010-2020 年己内酰胺、PTA 市场价



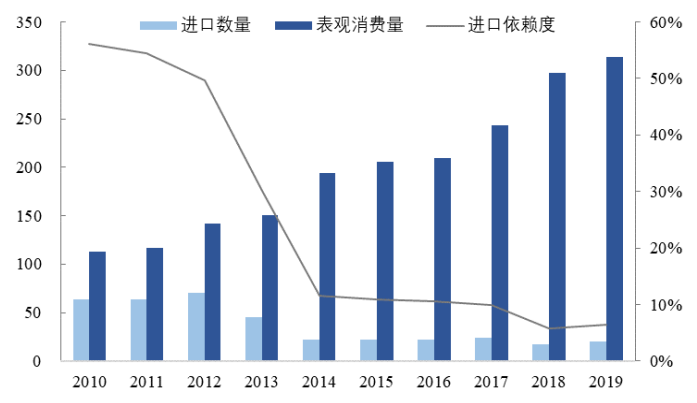
资料来源: wind, 华创证券

图表 41 2010-2019 己内酰胺产能、产量、产能利用率



资料来源: wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 42 2010-2019 己内酰胺进口量、进口依赖度



资料来源: wind, 百川盈孚, 华创证券

供给端看, 2015-2019 年己内酰胺产能复合增长率为 9.9%, 2020-2022 年预计建 270 万吨新增产能, 较 2019 年增加 67%。需求端看, 2015-2019 年己内酰胺表观消费量复核增长率 8.8%。2020 年尼龙 6 计划投产 78.5 万吨, 锦纶民用丝计划投产 38.5 万吨, 受疫情影响, 下游织造厂开工率不足料将成为未来核心因素。此外, 国内己内酰胺厂商也面临国外油制成本低于国内价格的冲击, 预计未来己内酰胺价格将在成本线附近低位震荡。

图表 43 2020-2022 己内酰胺新增产能

公司	产能 (万吨/年)	备注
内蒙古庆华	20	2020 年 2 月投产
平煤神马	20	2020 年 8 月投产
福建申远	40	一期 20 万吨环己酮 2 月投产, 己内酰胺投产时间待定
福建永荣	40	一期 8 万吨扩产已在 8 月投产, 二期 30 万吨在建
鲁南化工	30	2019 年开工, 计划 2021 年 6 月投产
华鲁恒升	30	2019 年开工, 计划 2021 年 11 月投产
旭阳化工	30	2020 年开工建设, 投产时间待定

公司	产能（万吨/年）	备注
建元煤业	60	已发布环评公示，投产时间待定
合计	270	

资料来源：隆众石化，华创证券整理

己二酸行业的基本状况前文已述，即使在行业整体产能过剩的情况下，过去三年内，公司凭借自身优势在己二酸及中间体板块获得 1750 元/吨毛利。受疫情影响，相关产品价格大幅下滑，保守测算 16.6 万吨精己二酸项目投产后预计可获得 1000 元/吨以上的毛利，年化贡献 1.5 亿元以上的利润。

己内酰胺产线计划 2021 年底投产，有效错避免了受疫情影响需求端面临严峻考验的时期。随着疫苗的研发和经济逐步恢复，预计公司已内酰胺产线投产时，下游需求已恢复正常，公司环己酮-己内酰胺-锦纶切片一体化项目可恢复正常测算的盈利能力。

在目前山东省用煤指标严控的背景下，公司原料气产量已被现有产品‘吃干榨净’，盈利能力更多体现为产品价格的阶段性上涨或下跌，业绩整体体现为上有顶下有底的状态。华鲁恒升已经充分证明了在现有领域优秀的成本控制能力和产品竞争力，未来我们期待公司在用煤指标偏宽松或贴近下游终端品消费地的区域内另起炉灶，有效复制其技术优势、成本管控优势和管理优势。

四、盈利预测与估值

按照我们的测算，公司 2020-2022 年归母净利润预计依次为 20 亿元、27 亿元和 33 亿元，对应 EPS 依次为 1.25、1.63 和 2.01 元/股。按照行业龙头 20 倍市盈率计算，2021 年业绩对应 32.60 元/股的目标价。

图表 44 公司过去 5 年的 PE 走势



资料来源：wind，华创证券

五、风险提示

煤炭价格上涨，需求恢复不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	715	1,958	3,213	7,314
应收票据	0	0	0	0
应收账款	34	30	37	49
预付账款	130	140	168	225
存货	332	421	504	675
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,280	2,164	2,353	2,687
流动资产合计	3,491	4,713	6,275	10,950
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	11,924	13,213	14,370	13,109
在建工程	482	482	482	482
无形资产	1,070	963	867	780
其他非流动资产	1,220	928	919	913
非流动资产合计	14,696	15,586	16,638	15,284
资产合计	18,187	20,299	22,913	26,234
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	824	1,225	1,466	1,965
预收款项	357	340	414	545
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	69	69	69	69
一年内到期的非流动负债	914	1,104	1,119	1,046
其他流动负债	270	351	450	569
流动负债合计	2,434	3,089	3,518	4,194
长期借款	1,504	1,504	1,504	1,504
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	18	19	19	19
非流动负债合计	1,522	1,523	1,523	1,523
负债合计	3,956	4,612	5,041	5,717
归属母公司所有者权益	14,231	15,687	17,872	20,517
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	14,231	15,687	17,872	20,517
负债和股东权益	18,187	20,299	22,913	26,234

现金流量表

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,736	3,776	4,135	4,896
现金收益	3,905	3,428	4,182	4,895
存货影响	226	-89	-83	-171
经营性应收影响	1,113	-2	-30	-65
经营性应付影响	-709	383	316	629
其他影响	-799	56	-249	-392
投资活动现金流	-2,014	-2,218	-2,500	-200
资本支出	-930	-2,511	-2,509	-207
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-1,084	293	9	7
融资活动现金流	-2,291	-315	-380	-595
借款增加	-1,784	190	15	-73
股利及利息支付	-506	-560	-706	-847
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-1	55	311	325

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14,190	12,517	15,245	20,050
营业成本	10,239	9,264	11,091	14,866
税金及附加	93	82	100	132
销售费用	372	328	400	525
管理费用	156	138	137	180
研发费用	332	292	356	468
财务费用	154	73	79	80
信用减值损失	-1	0	0	0
资产减值损失	-4	-4	-4	-4
公允价值变动收益	13	13	13	13
投资收益	42	42	42	42
其他收益	5	5	5	5
营业利润	2,899	2,394	3,137	3,853
营业外收入	0	0	1	1
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	2,896	2,391	3,135	3,851
所得税	443	366	480	590
净利润	2,453	2,025	2,655	3,261
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,453	2,025	2,655	3,261
NOPLAT	2,584	2,087	2,722	3,329
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.25	1.63	2.01

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-1.2%	-11.8%	21.8%	31.5%
EBIT 增长率	-18.5%	-19.2%	30.4%	22.3%
归母净利润增长率	-18.8%	-17.4%	31.1%	22.9%
获利能力				
毛利率	27.8%	26.0%	27.2%	25.9%
净利率	17.3%	16.2%	17.4%	16.3%
ROE	17.2%	12.9%	14.9%	15.9%
ROIC	21.0%	14.9%	17.1%	18.3%
偿债能力				
资产负债率	54.6%	21.8%	22.7%	22.0%
债务权益比	71.7%	74.7%	70.2%	67.5%
流动比率	52.4%	79.5%	106.2%	128.8%
速动比率	33.3%	55.6%	82.0%	105.0%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.8
应收账款周转天数	18	20	22	23
应付账款周转天数	43	47	56	58
存货周转天数	60	50	60	62
每股指标(元)				
每股收益	3.23	2.27	3.87	4.34
每股经营现金流	8.26	4.96	6.04	6.71
每股净资产	13.49	14.48	17.44	20.23
估值比率				
P/E	22.1	31.4	18.4	16.4
P/B	5.3	4.9	4.1	3.5
EV/EBITDA	15.2	18.0	12.6	11.5

煤炭石化团队介绍

组长、高级分析师：张文龙

上海交通大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：冯昱祺

伯明翰大学金融工程硕士，曾就职于神华集团，2020年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500