

# 强于大市

## 化工行业 2019 年报与 2020 年一季报综述

景气回落，疫情及油价暴跌对行业冲击较大

化工大部分子行业景气回落，受疫情及油价暴跌冲击较大。当前估值处于多年低位。维持行业强于大市评级。重点关注龙头企业。

### 主要观点

- **2019 年，行业景气回落明显。**受到行业产能扩张，需求走弱等影响，2019 年全行业营业收入同比增长 2.82%，归母净利润同比下滑 35.21%。综合毛利率、净利率分别为 17.08%、2.72%，同比分别下滑 0.76pct、1.52pct；ROE（摊薄）为 5.99%，同比下滑 3.65pct。从在建工程角度来看，行业内公司在建工程同比增长 0.87%，剔除涤纶板块的在建工程数据后，同比增长 18.80%。
- **2020 年一季度，行业受到全球疫情蔓延与原油价格暴跌冲击较大。**全行业营业收入同比下滑 18.11%，归母净利润出现亏损。其中石油化子行业部分企业亏损额较大，对行业造成较大拖累。全行业毛利率、净利润、ROE 等均创下近七年最低水平。行业新增投资放缓。
- **子行业分化显著：**2019 年及 2020 年一季度，维纶、氨纶等行业的营业收入和归母净利润同比有所增长，其成长能力较好；以毛利率和 ROE 的增长作为盈利能力的判断，钛白粉、维纶等行业的盈利能力持续提升；从投资支出方面看，氨纶、合成革、维纶、聚氨酯、其他橡胶制品、农药等行业在建工程同比上升明显。

### 相关研究报告

《化工行业 2019 年报前瞻》20200210  
 《新冠肺炎疫情对化工行业影响》20200202  
 《化工行业 2020 年度策略》20191221

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

化工

余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

王海涛

(8610)66229353

haitao.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020002

鞠龙

(8621)20328513

long.ju@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060002

### 投资建议

- 展望后市，国内经济逐渐向好，但二季度海外疫情的蔓延仍将对不少化工产品出口造成不小的负面冲击。中期来看，尤其需要关注部分中小企业的生存状况，受此前环保安全严监管，再加上此轮停工及用工难，行业集中度提升或将加速。各子行业龙头企业竞争优势愈发显著。从估值的角度，经过持续调整，当前申万化工 PE 为 20.33，PB 为 1.79，处于多年低位水平。考虑到海外疫情或将出现拐点，三季度起行业有望自底部回暖，仍**维持行业强于大市评级**。重点关注以下几条主线：
- 景气度较高的子行业：农药行业需求相对刚性，供给持续收缩，龙头公司新项目不断投产贡献业绩增量，推荐**扬农化工、利尔化学、联化科技**；维生素供给端格局优化，关注**新和成**；减水剂行业集中度提升，需求充分受益基建，推荐**苏博特**。
- 需求有望大发展的子行业。一是电子化学品、关键新材料领域迎来发展良机。推荐**万润股份、飞凯材料、道恩股份**等，关注**雅克科技、光威复材**等。二是几年前的“走出去战略”逐渐发挥重要作用，优秀轮胎企业迎来产销持续提升的新一轮发展期。关注**玲珑轮胎、赛轮轮胎**等。三是有能力进行进口替代或渗透率提升的方向。推荐**金禾实业、皇马科技**。
- 民营大炼化陆续投产。推荐**桐昆股份**。重点关注：**恒逸石化、荣盛石化、恒力石化**等。此外，**卫星石化**乙烷裂解项目预计 2021 年建成投产，建议关注。
- 行业集中度还将持续提升，优质龙头有望穿越周期。长期重点推荐**万华化学、华鲁恒升**。

### 风险提示：

- 油价异常波动风险；疫情持续时间与影响面超预期。

## 2019 年和 2020 年一季度化工行业总体运行情况

### 营收略增长，利润大幅下滑

根据申万化工分类，剔除掉部分主业脱离化工业务的上市公司，化工行业共 347 家上市公司，2019 年收入合计达 50,080.04 亿元，同比增长 2.82%。2020 年一季度受到疫情影响，收入有所下滑，当季度行业内上市公司实现营业收入为 9,727.65 亿元，同比下滑 18.11%。2019 年以来，由于下游需求端疲软及行业产能扩充，大部分化工产品价格有所下滑，行业盈利能力下降，2019 年化工行业上市公司实现归母净利润为 1,170.87 亿元，同比下滑 35.21%；2020 年一季度归母净利润亏损 28.03 亿元，同比大幅下滑 106.58%，中国石化当季度亏损 197.82 亿元给行业带来较大负面冲击。

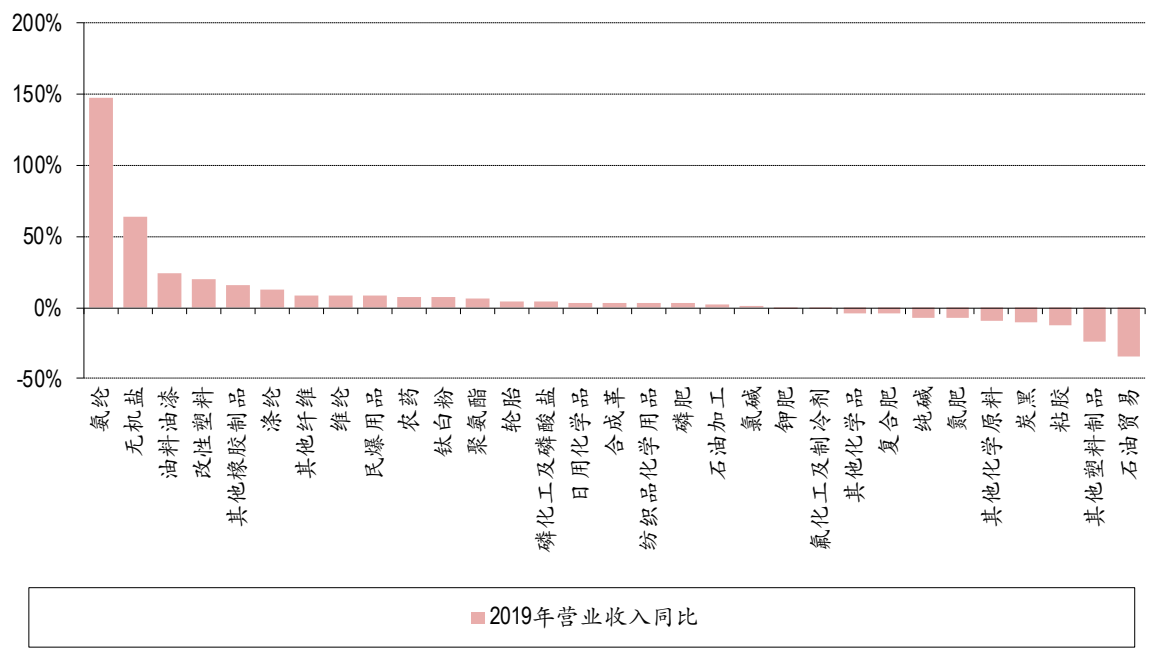
图表1.化工板块经营数据分析

类别	2020Q1	2019 年	2019Q1	2018 年
营业收入 (亿元)	9,727.65	50,080.04	11,879.17	48,705.85
收入增速(%)	( 18.11 )	2.82		
归母净利润 (亿元)	( 28.03 )	1,170.87	426.07	1807.20
业绩增速(%)	(106.58)	( 35.21 )		

资料来源：万得，中银证券

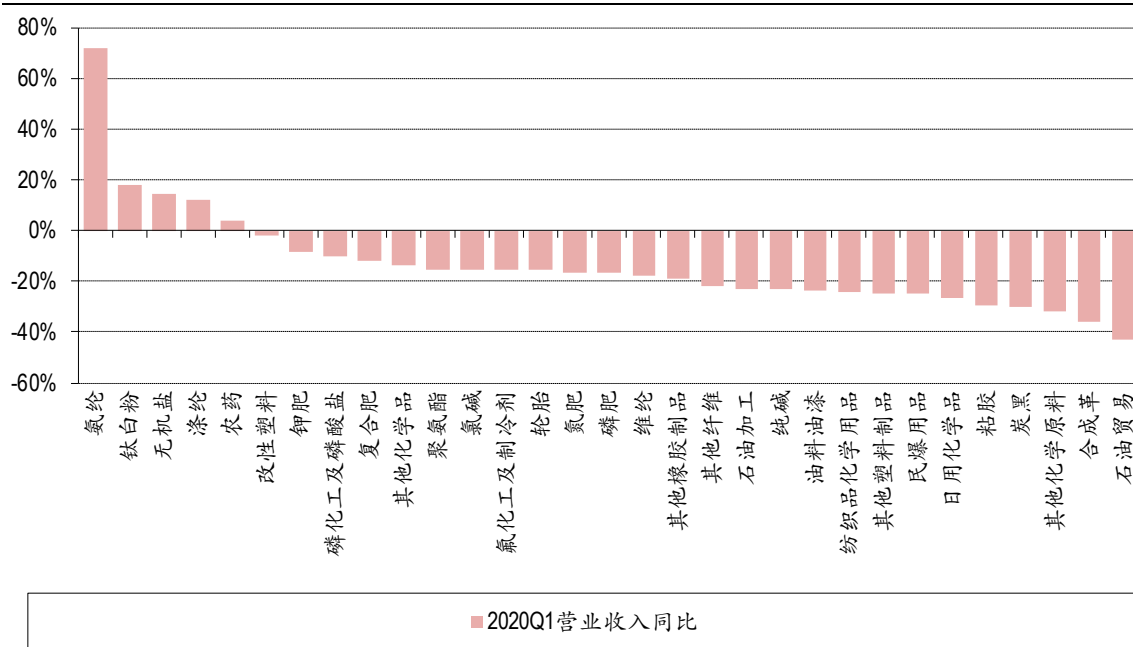
**各化工子行业营业收入趋势分化。**在基础化工与石油化工共 31 个子行业中，2019 年氨纶、无机盐、涂料油漆行业营业收入增速超过 20%，其中氨纶增速较高是因为华峰氨纶收购华峰新材后，子公司纳入公司合并报表范围。改性塑料、其他橡胶制品、涤纶等行业营业收入增速超过 10%。显著下滑的子行业中，石油贸易板块营业收入下滑 34.98%，源于海越能源和国际实业营业收入大幅下滑；其他塑料制品营业收入大幅下降 24.27%，源于\*ST 康得营业收入大幅下滑。进入 2020 年后，由于疫情影响，大部分化工子行业营业收入下滑，仅有氨纶、钛白粉、无机盐、涤纶、农药等行业营业收入实现正增长。

图表2.化工子行业 2019 年营业收入同比增长率比较



资料来源：万得，中银证券

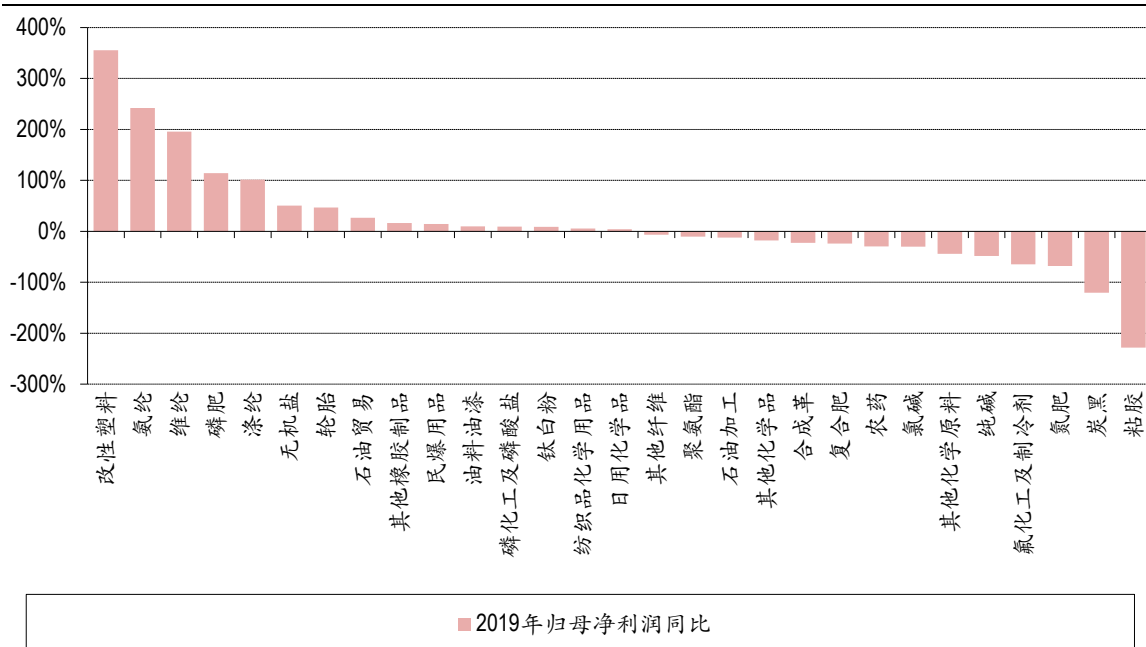
图表3.化工子行业 2020 年一季度营业收入同比增长率比较



资料来源：万得，中银证券

化工子行业归母净利润表现各不相同。2019 年化工子行业分化较为明显，大部分行业增速下滑，主要是行业景气下滑所致。改性塑料、氨纶、涤纶、磷肥、涤纶行业增速超过 100%。其中改性塑料行业归母净利润增速为 355.65%，主要是由于银禧科技扭亏为盈与金发科技业绩大幅增长；氨纶行业增速较好主要是华峰氨纶收购华峰新材并表。2019 年钾肥行业归母净利润大幅下降 2,004.15%，主要是因为\*ST 盐湖一次性计提青海盐湖镁业有限公司和青海盐湖海纳化工有限公司损失。其他塑料制品行业归母净利润大幅下滑 433.59%，源于\*ST 康得的大幅亏损。此外，粘胶、炭黑等行业利润下滑幅度超过 100%。

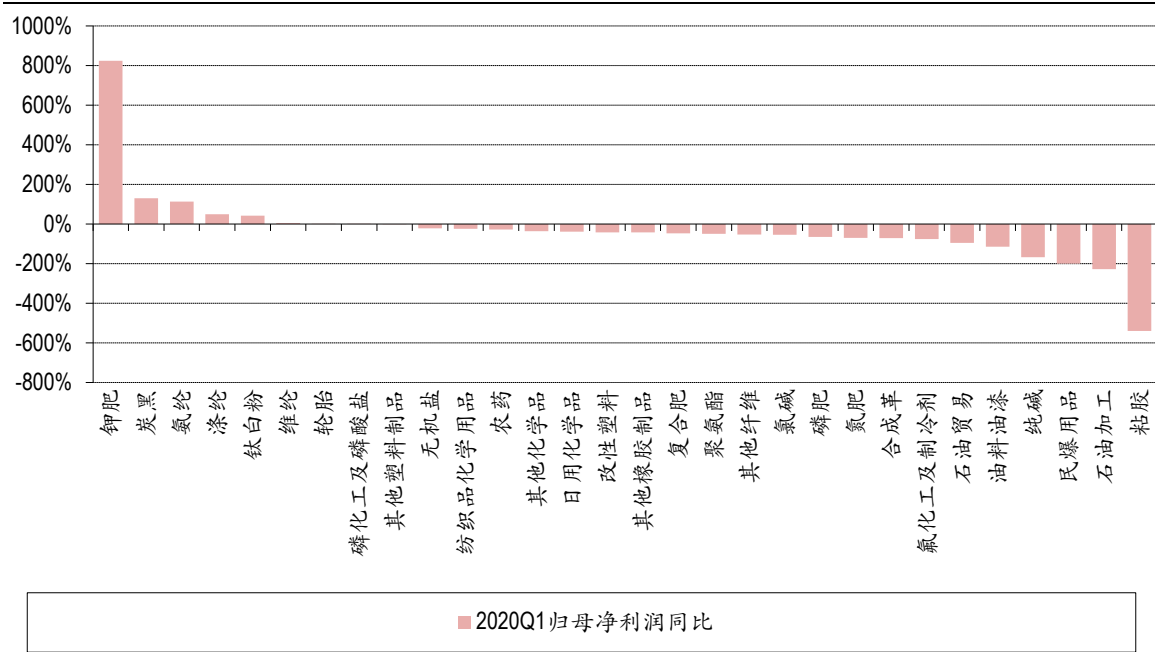
图表4.化工子行业 2019 年归母净利润同比比较



资料来源：万得，中银证券

进入2020年后，由于疫情影响，大部分化工子行业利润下滑。仅有其他化学原料、钾肥、炭黑、氨纶、涤纶、钛白粉、维纶、轮胎、磷化工及磷酸盐实现归母净利润正增长。

图表5.化工子行业2020年一季度归母净利润同比比较

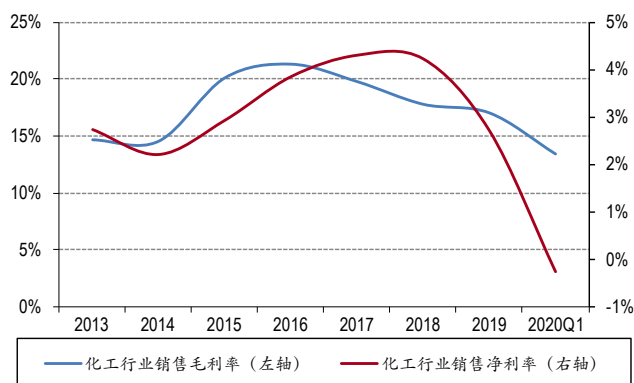


资料来源：万得，中银证券

### 盈利能力继续下滑

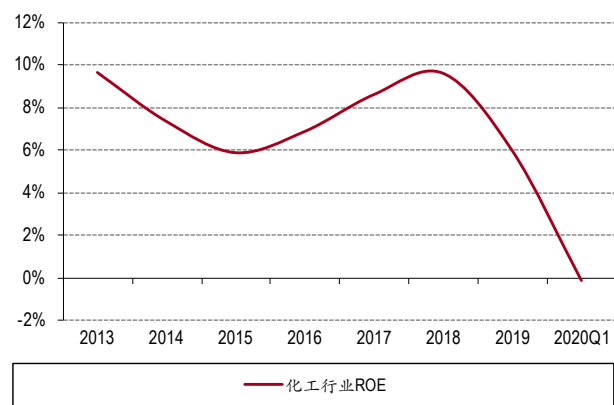
2019年全行业毛利率、净利率分别为17.08%、2.72%，同比分别下滑0.76pct、1.52pct；2020Q1行业毛利率、净利率分别为13.47%、-0.26%，同比分别下滑3.83pct、4.24pct。行业ROE（摊薄）继续下滑，2019年ROE（摊薄）为5.99%，同比下滑3.65pct；2020Q1 ROE（摊薄）为-0.14%，同比下滑2.35pct。

图表6.近年化工行业毛利率、净利率走势



资料来源：万得，中银证券

图表7.近年化工行业ROE（摊薄）走势



资料来源：万得，中银证券

受到油价暴跌、全球疫情蔓延等影响，2020年一季度行业多家企业出现亏损，根据我们统计，全行业347家企业中，共有86家企业出现亏损。其中，石油化工子行业企业亏损金额较大，中国石化亏损达到197.82亿元、上海石化亏损12.02亿元、华锦股份亏损8.88亿元。此外，纯碱行业5家上市公司都亏损，合计亏损4.41亿元。

从变化的角度, 子行业中, 2019 年销售毛利率上升的行业有 13 个, 其中同比上升较多的行业有维纶、轮胎、涤纶、涂料油漆、氨纶、粘胶、其他橡胶制品、改性塑料、钛白粉等。另一方面, 聚氨酯、氮肥、无机盐、其他塑料制品、炭黑、氟化工及制冷剂销售毛利率下降较多。进入 2020 年后, 由于疫情的影响, 化工大部分行业受到影响。

图表8.2019 年化工子行业各指标及同比增长

板块名称	销售毛利率 (%)	毛利率变动 (%)	ROE (摊薄) (%)	ROE 变动 (%)	应收账款周转率 (次)	应收账款周转率同比 (%)	存货周转率 (次)	存货周转率同比 (%)
石油加工	15.98	(0.91)	7.79	(1.37)	53.06	(6.73)	14.95	0.19
石油贸易	7.24	0.35	8.40	1.08	118.22	(62.92)	17.10	18.36
纯碱	22.71	(2.86)	5.65	(5.58)	33.73	(0.92)	8.69	4.96
氯碱	13.74	(3.34)	7.10	(3.83)	21.05	5.69	18.78	(9.08)
无机盐	32.01	(4.73)	10.98	0.59	7.63	(14.07)	6.53	(20.15)
其他化学原料	23.65	(2.46)	4.77	(4.26)	5.88	(6.28)	5.34	(22.68)
氮肥	15.01	(4.51)	5.41	(11.93)	52.36	31.08	11.71	(12.22)
磷肥	13.26	(1.58)	0.78	6.26	15.52	(14.02)	6.89	(20.98)
钾肥	29.82	(2.52)	/	/	9.94	16.10	20.47	(72.98)
复合肥	17.70	(0.83)	4.72	(1.70)	23.84	31.07	3.91	10.74
农药	30.60	(0.74)	6.18	(2.99)	5.11	(2.33)	3.62	0.67
钛白粉	36.00	1.00	15.47	0.04	8.20	23.51	4.59	5.90
日用化学品	29.99	0.59	8.09	(0.60)	6.44	6.35	6.86	(4.04)
涂料油漆	33.48	2.48	8.24	0.03	3.17	0.72	6.50	(9.95)
民爆用品	28.75	0.71	5.87	0.43	2.53	5.55	8.51	(8.09)
纺织化学品	39.05	(2.24)	15.00	(1.28)	6.78	(9.09)	1.16	(8.83)
氟化工及制冷剂	19.38	(7.98)	5.37	(11.91)	11.60	(11.67)	8.90	(17.07)
磷化工及磷酸盐	15.87	(2.48)	4.81	0.06	18.76	9.78	6.40	(7.64)
聚氨酯	21.16	(4.02)	18.98	(6.04)	15.17	22.86	9.21	(1.68)
其他化学品	20.82	(0.37)	7.41	(2.64)	6.00	(1.63)	6.39	12.01
涤纶	11.94	3.47	16.12	6.45	35.25	46.37	5.68	51.99
维纶	6.06	3.84	7.52	4.69	18.69	(28.19)	7.43	(8.34)
粘胶	13.52	1.79	(3.51)	(6.14)	7.45	53.31	5.34	(9.67)
氨纶	23.10	2.07	20.36	10.26	7.89	57.97	6.22	(23.28)
其他纤维	12.99	(3.30)	12.21	(2.39)	12.76	(46.46)	9.29	4.50
合成革	23.75	0.63	3.87	(1.28)	9.99	(11.08)	6.21	(12.43)
改性塑料	15.81	1.52	10.57	8.18	5.81	(17.07)	6.97	2.28
其他塑料制品	19.75	(5.28)	(15.34)	(19.28)	3.51	(2.06)	7.12	(10.53)
轮胎	22.71	3.53	9.45	2.41	7.19	(10.99)	5.78	(4.84)
其他橡胶制品	32.77	1.77	9.89	(1.04)	2.57	9.23	4.68	(4.32)
炭黑	9.55	(7.42)	(2.81)	(16.11)	5.86	2.60	11.20	(16.77)

资料来源: 万得, 中银证券



图表9.2020 年一季度化工子行业各指标及同比增长

板块名称	销售毛利率 (%)	毛利率变动 (%)	ROE (摊薄) (%)	ROE 变动 (%)	应收账款周转率 (次)	应收账款周转率同比 (%)	存货周转率 (次)	存货周转率同比 (%)
石油加工	9.98	(6.77)	(2.69)	(4.73)	9.67	(22.97)	3.17	0.32
石油贸易	5.99	(0.34)	0.04	(1.00)	17.18	98.96	2.69	(20.25)
纯碱	16.23	(7.99)	(1.23)	(3.07)	4.50	(14.87)	1.82	(15.69)
氯碱	13.38	(1.64)	1.03	(1.33)	3.78	(13.84)	2.78	(31.09)
无机盐	31.20	(7.76)	1.78	(1.10)	1.17	3.73	1.09	(21.79)
其他化学原料	22.10	0.07	0.74	0.79	0.90	(25.60)	0.86	(34.80)
氮肥	13.13	(2.71)	0.70	(1.67)	7.85	(33.20)	2.21	(3.17)
磷肥	13.43	0.13	0.49	(0.86)	3.10	3.90	1.34	3.90
钾肥	37.44	1.97	10.44	10.77	2.08	(3.43)	0.84	(12.14)
复合肥	17.28	(1.95)	1.24	(1.16)	4.09	(8.98)	1.15	(11.89)
农药	28.18	(3.10)	1.85	(0.85)	1.14	(0.91)	0.90	(0.33)
钛白粉	37.85	3.25	5.17	1.17	1.86	(11.64)	0.97	(25.54)
日用化学品	33.64	4.58	1.60	(1.24)	1.21	(30.52)	1.04	(32.16)
油料油漆	31.57	1.90	(0.20)	(1.61)	0.47	(21.94)	0.95	(22.05)
民爆用品	26.25	3.00	(0.39)	(0.80)	0.33	(30.15)	1.46	(5.55)
纺织品化学用品	35.59	(2.49)	2.97	(1.51)	1.12	(9.68)	0.23	(18.38)
氟化工及制冷剂	12.04	(11.21)	0.72	(2.32)	2.24	9.50	1.76	(8.00)
磷化工及磷酸盐	12.54	(0.88)	0.57	(0.04)	2.87	(23.43)	1.37	(7.23)
聚氨酯	17.90	(5.10)	2.61	(2.86)	2.77	(19.37)	1.60	(27.80)
其他化学品	21.07	0.69	1.21	(0.96)	1.19	(5.25)	1.21	(23.87)
涤纶	15.29	7.90	3.21	0.63	10.64	(19.61)	1.12	(42.61)
维纶	4.13	0.87	0.96	0.01	4.87	65.01	1.42	(7.52)
粘胶	14.22	2.14	(1.01)	(0.86)	1.43	(42.42)	0.87	(33.04)
氨纶	22.35	3.11	2.66	0.17	1.49	(27.08)	0.96	(40.99)
其他纤维	14.45	(1.00)	1.95	(2.53)	2.08	24.37	1.59	(29.16)
合成革	25.11	0.22	0.37	(0.92)	1.26	(18.87)	0.83	(34.18)
改性塑料	15.93	0.73	1.66	(1.31)	1.41	4.11	1.26	(27.39)
其他塑料制品	18.79	0.71	(0.31)	(0.05)	0.61	(5.38)	1.03	(3.75)
轮胎	22.22	2.64	1.92	(0.12)	1.38	(5.56)	1.13	(23.05)
其他橡胶制品	30.34	(0.49)	1.19	(0.99)	0.48	(24.69)	0.87	(26.39)
炭黑	13.12	4.54	0.25	1.09	1.08	(8.88)	1.33	(33.96)

资料来源: 万得, 中银证券

图表10.化工子行业 2019 年和 2020Q1 同比上升的板块

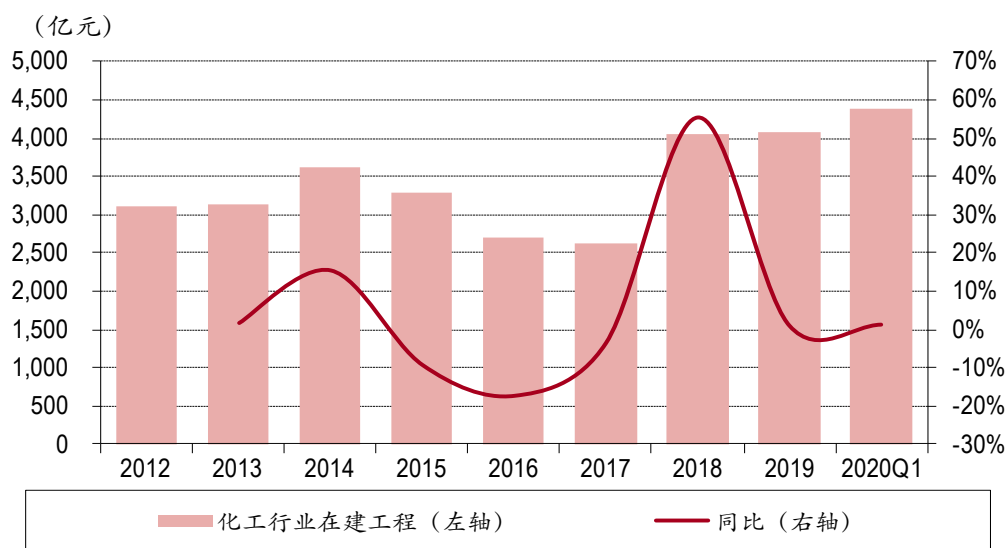
上升的指标	板块名称
销售毛利率	维纶、轮胎、涤纶、油料油漆、氨纶、粘胶、改性塑料、钛白粉、民爆用品、合成革、日用化学品
净资产收益率	氨纶、涤纶、维纶、钛白粉
存货周转率	石油加工
应收账款周转率	无

资料来源: 万得, 中银证券

### 资本支出: 全行业在建工程持平

化工行业在建工程在 2014 年达到 3,628.44 亿元, 达到阶段性高点。随后, 全行业在建工程投资持续下降。自 2018 年开始, 化工行业进入扩产周期, 当年在建工程为 4,056.60 亿元, 同比增长 55.21%。2019 年化工行业在建工程为 4,092.07 亿元, 同比增长 0.87%。2020Q1 化工行业在建工程为 4,387.93 亿元, 同比增长 1.13%。

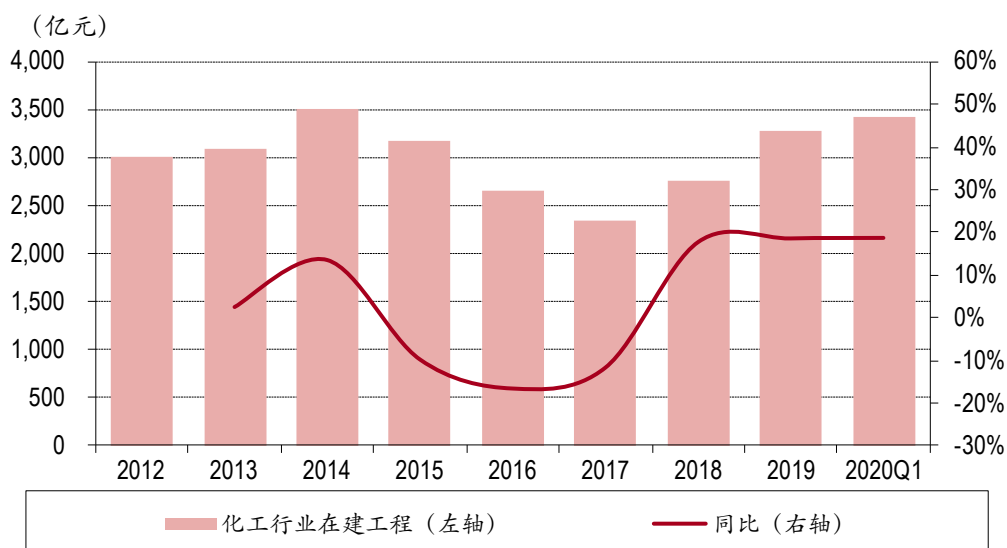
图表11.历年化工行业在建工程



资料来源：万得，中银证券

剔除涤纶板块的在建工程数据后，2019年化工行业在建工程为3,285.23亿元，同比增长18.80%。2020Q1化工行业在建工程为3,433.59亿元，同比增长18.93%。

图表12.历年化工行业（剔除涤纶板块）在建工程

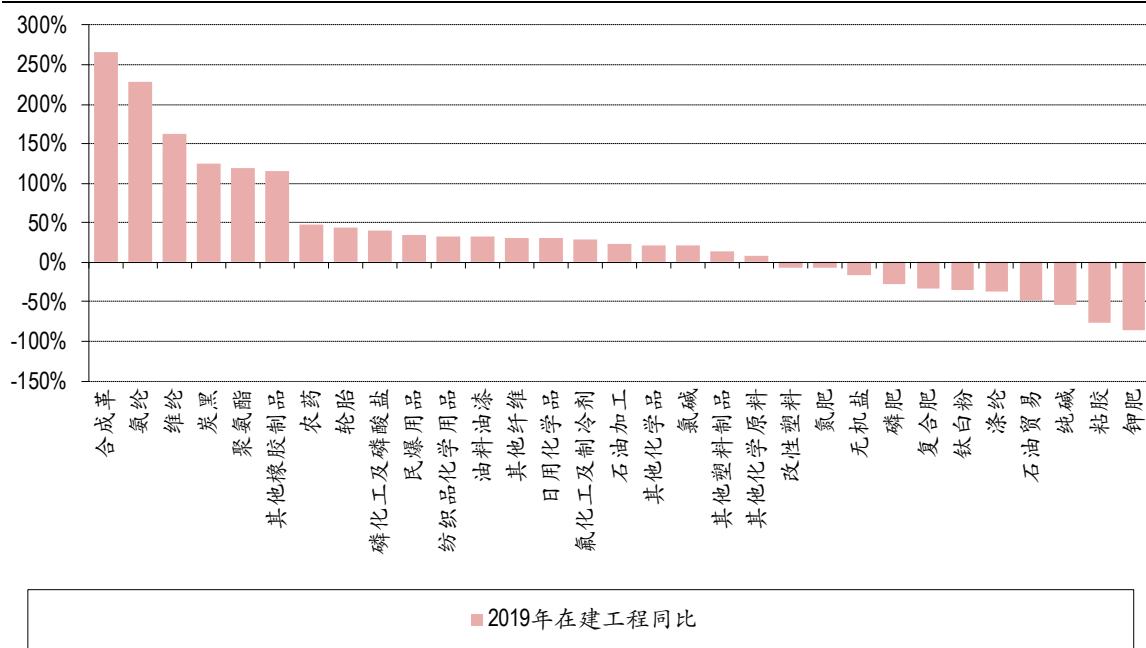


资料来源：万得，中银证券

从行业数据来看，化工各子行业投资和发展逐步分化。根据万得数据，2019年合成革、氨纶、维纶、炭黑、聚氨酯、其他橡胶制品等行业在建工程增速超过100%。农药、轮胎、磷化工及磷酸盐、民爆用品、纺织品化学用品、油料油漆、其他纤维、日用化学品等行业在建工程增速超过30%，表明这些子行业在持续扩张。

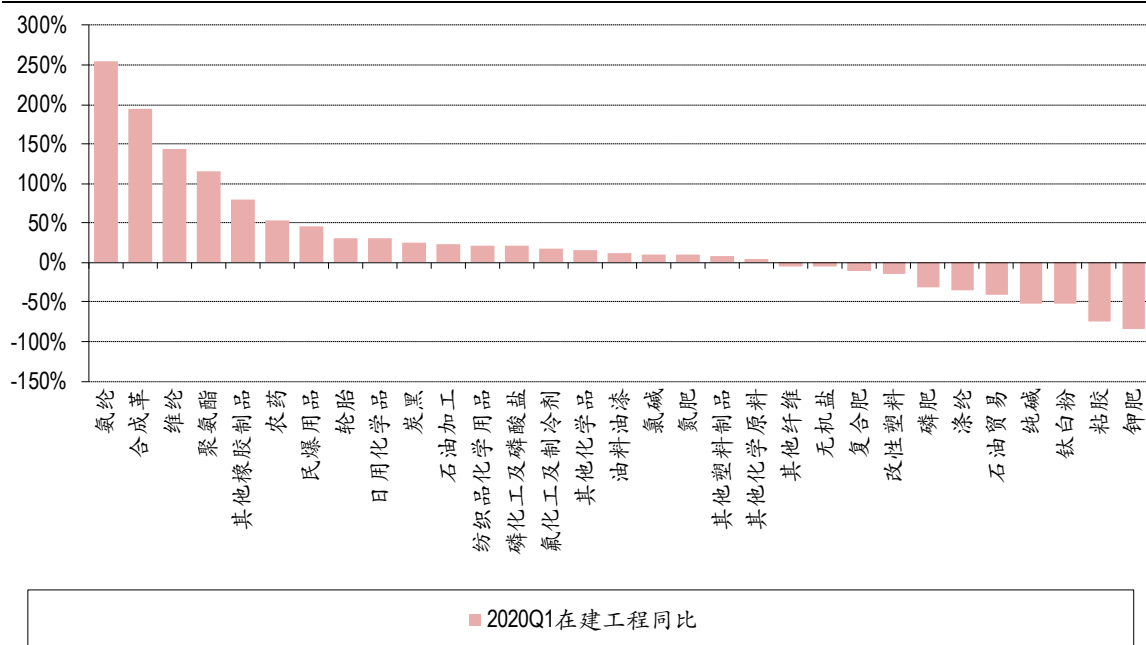
2020年一季度，在建工程同比增长超过50%的子行业包括氨纶、合成革、维纶、聚氨酯、其他橡胶制品、农药等

图表13.化工子行业 2019 年在建工程同比增长比较



资料来源：万得，中银证券

图表14.化工子行业 2020 年一季度在建工程同比增长比较

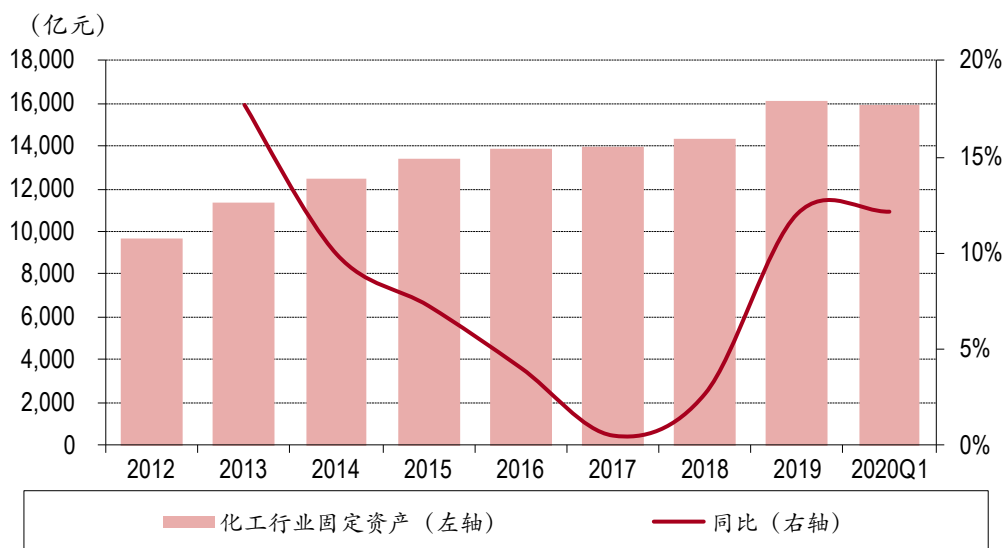


资料来源：万得，中银证券

化工行业固定资产增速从 2013 年开始持续下降，至 2017 年增速下降 0.44%，在建工程的持续下降也基本印证这个数据。自 2018 年开始，化工行业进入扩产周期，2019 年化工行业固定资产为 16,084.68 亿元，同比增长 12.03%；2020Q1 化工行业固定资产为 15,960.96 亿元，同比增长 12.14%。



图表15.历年化工行业固定资产



资料来源：万得，中银证券

## 投资建议

2019年，行业景气回落明显。全行业营业收入同比增长2.82%，归母净利润同比下滑35.21%。全行业毛利率、净利润、ROE等均有所回落。从在建工程角度来看，行业内公司在建工程增速持平，行业在建工程同比增长0.87%，剔除涤纶板块的在建工程数据后，同比增长18.80%。

2020年一季度，行业受到全球疫情蔓延与原油价格暴跌冲击较大。全行业营业收入同比下滑18.11%，归母净利润出现亏损。全行业毛利率、净利润、ROE等均创下近七年最低水平。行业新增投资放缓。

展望后市，国内经济逐渐向好，但二季度海外疫情的蔓延仍将对不少化工产品出口造成不小的负面冲击。中期来看，尤其需要关注部分中小企业的生存状况，受此前环保安全监管，再加上此轮停工及用工难，行业集中度提升或将加速。各子行业龙头企业竞争优势愈发显著。

从估值的角度，经过持续调整，当前申万化工PE为20.33，PB为1.79，处于多年低位水平。考虑到海外疫情或将出现拐点，三季度起行业有望自底部回暖，仍维持行业**强于大市**评级。

重点关注以下几条主线：

景气度较高的子行业：农药行业需求相对刚性，供给持续收缩，龙头公司新项目不断投产贡献业绩增量，推荐**扬农化工、利尔化学、联化科技**；维生素供给端格局优化，关注**新和成**；减水剂行业集中度提升，需求充分受益基建，推荐**苏博特**。

需求有望大发展的子行业。一是电子化学品、关键新材料领域迎来发展良机。推荐**万润股份、飞凯材料、道恩股份**等，关注**雅克科技、光威复材**等。二是几年前的“走出去战略”逐渐发挥重要作用，优秀轮胎企业迎来产销持续提升的新一轮发展期。关注**玲珑轮胎、赛轮轮胎**等。三是有能力进行进口替代或渗透率提升的方向。推荐**金禾实业、皇马科技**。

民营大炼化陆续投产。推荐**桐昆股份**。重点关注：**恒逸石化、荣盛石化、恒力石化**等。此外，**卫星石化**乙烷裂解项目预计2021年建成投产，建议关注。

行业集中度还将继续提升，优质龙头有望穿越周期。长期重点推荐**万华化学、华鲁恒升**。

图表16.报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	股本(亿股)	每股收益(元/股)			市盈率(x)			最新每股净资产 (元/股)
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
600486.SH	扬农化工	买入	77.03	3.10	3.78	4.23	4.88	20.41	18.21	15.78	17.80
002258.SZ	利尔化学	买入	15.18	5.24	0.59	0.84	1.04	25.58	18.07	14.60	6.18
002250.SZ	联化科技	买入	16.72	9.24	0.16	0.42	0.63	104.50	39.81	26.54	6.35
002001.SZ	新和成	未评级	27.52	21.49	1.01	1.78	2.05	27.25	15.46	13.42	8.27
603916.SH	苏博特	买入	25.58	3.11	1.14	1.60	2.06	22.44	15.99	12.42	7.86
300398.SZ	飞凯材料	买入	19.70	5.18	0.50	0.58	0.72	39.40	33.97	27.36	4.76
002643.SZ	万润股份	买入	15.48	9.09	0.56	0.61	0.73	27.64	25.38	21.21	5.44
002838.SZ	道恩股份	买入	32.94	4.07	0.41	0.86	0.91	80.34	38.30	36.20	2.84
002409.SZ	雅克科技	未评级	43.70	4.63	0.63	0.81	1.01	69.11	53.95	43.27	9.77
300699.SZ	光威复材	未评级	56.35	5.18	1.01	1.24	1.56	55.79	45.44	36.12	6.60
601966.SH	玲珑轮胎	未评级	21.44	12.00	1.41	1.53	1.77	15.21	14.01	12.11	9.34
601058.SH	赛轮轮胎	未评级	4.41	27.00	0.47	0.55	0.64	9.38	8.02	6.89	2.74
603181.SH	皇马科技	买入	17.10	2.80	0.92	1.14	1.51	18.59	15.00	11.32	5.91
002597.SZ	金禾实业	买入	20.37	5.59	1.45	1.56	1.81	14.05	13.06	11.25	7.47
600426.SH	华鲁恒升	买入	16.98	16.27	1.51	1.24	1.56	11.26	13.69	10.88	9.01
601233.SH	桐昆股份	买入	11.84	18.48	1.57	1.61	2.03	7.54	7.35	5.83	10.14
002648.SZ	卫星石化	买入	14.04	10.66	1.20	1.24	1.90	11.70	11.32	7.39	8.73
600309.SH	万华化学	未评级	45.82	31.40	3.23	2.86	4.11	14.19	16.02	11.15	13.92
600352.SH	浙江龙盛	买入	12.22	32.53	1.58	1.55	1.87	7.75	7.88	6.53	7.88
600346.SH	恒力石化	未评级	14.22	70.39	1.44	1.71	2.04	9.88	8.32	6.97	5.47
002493.SZ	荣盛石化	未评级	12.25	62.91	0.35	0.82	1.05	35.00	14.94	11.67	3.79
000703.SZ	恒逸石化	未评级	12.24	28.42	1.13	1.51	1.77	10.83	8.11	6.92	8.50

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2020 年 5 月 6 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 风险提示

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

(2) 疫情持续时间与影响面超预期。

(3) 环保政策变化带来的风险。若干化工子行业的生产、加工过程都伴有污染物的产生，因此我国环保政策的设计和对于此类行业来讲事关重大，有可能给企业的正常运行、原材料的稳定供应、价格的走势都带来不可预计的影响。

## 披露声明

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

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

## 评级体系说明

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

### 公司投资评级：

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

### 行业投资评级：

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

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

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

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

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

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

### 中银国际证券有限公司

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

### 中银国际控股有限公司北京代表处

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

### 中银国际(英国)有限公司

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

### 中银国际(美国)有限公司

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

### 中银国际(新加坡)有限公司

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