

英力特 000635.SZ

弹性最大的 PVC 企业 后地产时代的优良标的

研究结论

- 配股将给英力特带来明显的业绩增厚。英力特在近期将进行配股，并用部分配股募集资金收购集团公司在其子公司西部氯碱的全部股权。收购后上市公司将 100% 拥有西部氯碱 30 万千瓦的发电机组（原为 50%）。由于目前西部 PVC 生产企业的用电成本基本在 0.38 元/度左右，扣除增值税后为 0.32 元/度左右，我们估计在目前情况下，银川地区的发电成本在 0.19 元/度，配股后，英力特将节约大量电力成本，从而带来明显的业绩增厚。
- 高企的油价将对电石法 PVC 生产企业构成利好，目前外盘油价已经上涨至 70 美元/桶以上，油价的上涨将带动乙烯价格的上涨，进而引起乙烯法 PVC 生产企业的生产成本提高，我们估计在目前情况下，当乙烯到岸价格在 900 美元/吨以上后，乙烯法的成本优势将不复存在。至 2009 年 7 月 3 日，东北亚到岸乙烯价格已经涨至 984 美元/吨，电石法 PVC 生产企业已经具备一定的成本优势，而如英力特这样一体化程度较高的电石法企业，其优势更加明显。
- 房地产销售的复苏将促成市场对 PVC 行业复苏的信心。2009 年 3 月以来，房地产市场一改 2008 年的颓势，销量大幅增长，而在通货膨胀的预期之下，目前房地产市场的火爆销售情况有愈演愈烈的态势。由于 PVC 行业近 60% 的产品是用于房地产，房地产市场的复苏不仅能增加 PVC 的消费量，也将促成市场对于 PVC 行业复苏的一致性预期。
- 我们认为 PVC7000 元/吨将是一个较为合理的价格。英力特作为国内 PVC 价格弹性最大的企业将在最大程度上受益于 PVC 价格的上涨。我们估计在目前的成本情况下，PVC 价格每上涨 100 元/吨，英力特的 EPS 将增加 0.07-0.10 元。
- 风险因素：配股无法完成；油价无法获得有效支撑而调头向下；房地产市场复苏进程低于预期。
- 初步估计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.6 元（假设年内完成配股）、1.2 元，给予买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨云

化工行业分析师

8621-63325888 × 6071

yangyun@orientsec.com.cn

庄琰

化工行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

公司评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 7 月 20 日) 18.96 元

目标价格 (12 个月) 25 元

总股本/A 股 (万股) 13747.44

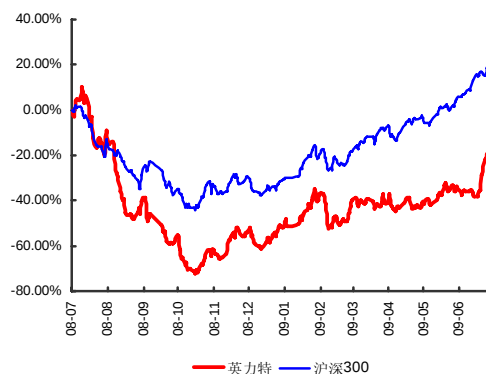
A 股市值 (百万元) 2606.51

国家/地区 中国

行业 化工

报告日期 2009 年 7 月 21 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	20.05%	27.13%	-19.16%
相对表现 (%)	15.12%	30.98%	21.18%

资料来源：WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入同比	38%	29%	6%	13%
EBITA 同比	120%	-19%	36%	50%
ROE	26%	11%	23%	36%
ROIC	9%	6%	8%	10%
EPS	0.71	0.30	0.60	1.21
每股净资产	2.68	2.82	2.65	3.38
P/E	21.3	49.5	25.1	12.4
P/B	5.6	5.3	5.7	4.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

PVC 市场走向，近看油价，远看地产开工复苏.....	4
油价维持高位将缓解进口压力	4
地产开工面积的复苏将提供扎实的需求支持	7
配股后英力特业绩将大幅增厚	11
英力特是国内一体化程度最高的氯碱生产企业	11
配股完成后，成本节约将超出想象	12
高负债率≠财务状况堪忧	13
估值与投资建议	16
风险因素分析	16
投资评级说明	18

图表目录:

图 1.油价上涨将扩大国内电石法 PVC 企业的市场份额.....	4
图 2.电石法 PVC 企业的二阶段复苏模型.....	5
图 3: 远东乙烯价格与远东 PVC 价格.....	6
图 4: 国内 PVC 价格与 VCM 进口价格.....	6
图 5: 09 年, 价格因素造成国内 PVC 出口不畅, 进口猛增.....	7
图 6: 油价走高后, 电石法 PVC 正逐渐抢回市场份额.....	7
图 7: PVC 的消费结构.....	8
图 8: PVC 表观消费量与新开工面积增速关系.....	8
图 9. 房地产累计投资额和同比增速 亿元 9	图
10. 商品房累计销售面积和同比增速 万平方米.....	9
图 11. 房地产累计购置土地面积和同比增速 万平方米.....	9
图 12. 商品房累计新开工面积和同比增速.....	9
图 13: 国内 PVC 表观消费量随四万亿投资强劲反弹.....	10
图 14: PVC 行业周期图.....	10
图 15: 英力特生产工艺示意图.....	11
图 16: 自备电厂, 生产成本最低.....	12
图 17. 收购前公司西部氯碱权益分布.....	13
图 18. 收购后公司西部氯碱权益分布.....	12
图 19: 2002 年重组完成后, 英力特净资产逐年大幅增长.....	13
图 20: 英力特资产负债率偏高.....	14
图 21: 英力特总资产增长远高于净资产的增长.....	14
图 22: 由国电电力控股后, 英力特将获得更好发展.....	15
表 1: 当乙烯价格达到 900 美元左右时, 乙烯法将失去成本优势.....	5
表 2. 敏感性分析.....	16
附表: 公司财务报表.....	17

PVC 市场走向，近看油价，远看地产开工复苏

油价维持高位将缓解进口压力

2009 年，投资者似乎已经从金融危机的阴影中走出，泛滥的流动性和通胀的预期再加上美元贬值的影响不断的推高大宗商品的价格，原油作为大宗商品的领头羊，其价格仅用了不到半年时间一路从 33 美元/桶附件飙升至 73 美元/桶附近，涨幅超过 100%。

我们认为未来一段时间内将在 65 美元/桶至 70 美元/桶间进行高位震荡。

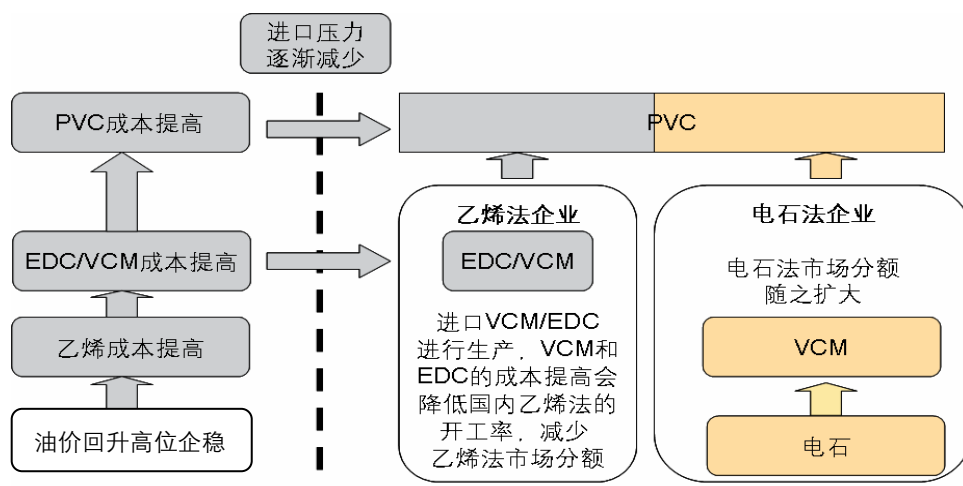
从我们密切跟踪的美国油品库存数据来看，无论是美国原油库存还是含国家储备的油品库存，自 08 年 9 月阶段见底以来一直呈持续上升的态势，从 1982 年以来的历史来看，除去 1990 年海湾战争期间个别时日的原油储备曾经到达 3.89 亿桶的最高水平以外，目前 3.61 亿桶的储备在历史上也属于次高水平，表明美国国内的实际消费仍然较弱，消费的恢复尚有待时日。所以油价继续冲高的动能不足。

但是原油的金融属性和世界经济向好的预期又能对原油的价格形成较强的支持，油价不太可能再回到 50 美元/桶以下，而从各产油国的态度来看，65 美元/桶至 70 美元/桶也是大家比较容易接受的价格。

高企的油价在下游需求不畅时对大多数油头化工企业均是利空，但我们认为这将对国内电石法 PVC 企业构成利好。

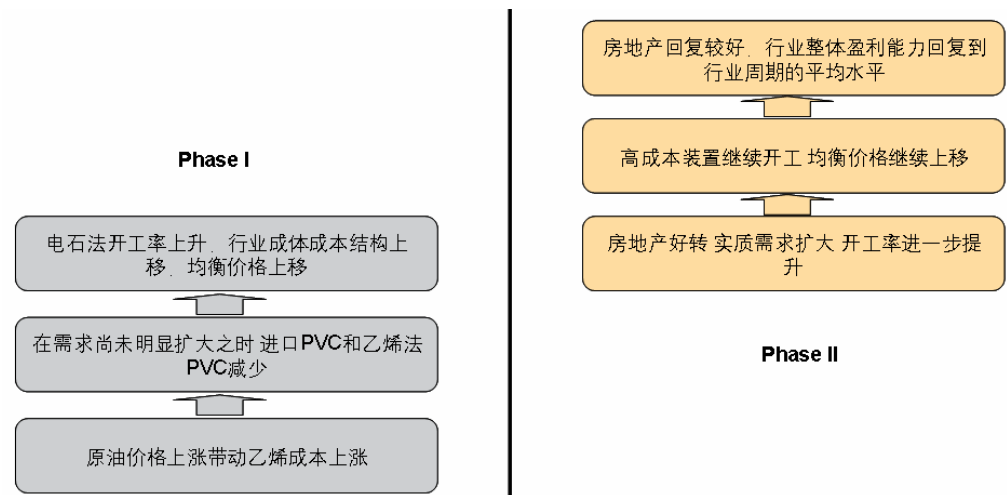
油价的上涨将推高乙烯法 PVC 企业的生产成本，而电石法 PVC 企业成本相对固定，当二者价差扩大后，电石法 PVC 企业的成本优势凸显，其市场份额将得到提高。

图 1. 油价上涨将扩大国内电石法 PVC 企业的市场份额



资料来源：东方证券研究所

图 2.电石法 PVC 企业的二阶段复苏模型



资料来源：东方证券研究所

目前，国内 PVC 产能在 1400-1500 万吨左右，其中约 300 万吨左右是电石、电一体化程度比较高的西部企业（新疆、内蒙、宁夏等地区的企业），约 200-300 万吨左右是乙烯法的 PVC 企业其余近 1000 万吨的产能属于中部和东部一体化程度不完善的企业，基本需要外购电石和电力。

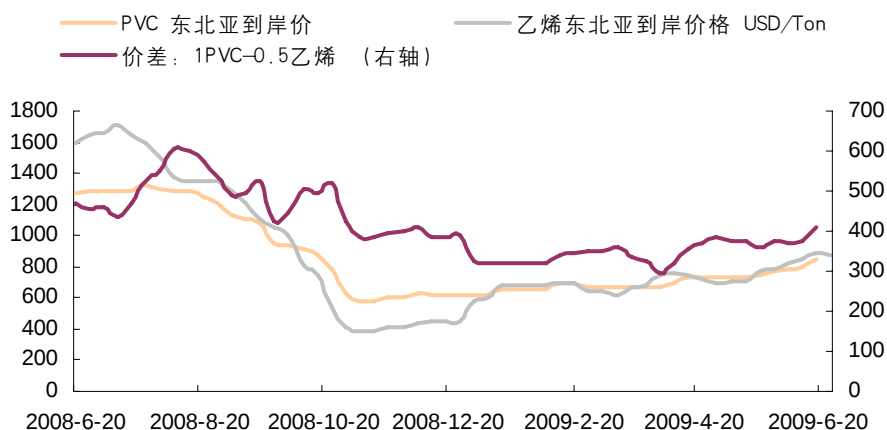
表 1：当乙烯价格达到 900 美元左右时，乙烯法将失去成本优势

电石乙烯法成本差别		电石到厂价格 元/吨							
		2600	2800	3000	3200	3400	3600	3800	4000
乙烯价格 USD/Ton	600	654.4	910.9	1,167.3	1,423.7	1,680.1	1,936.5	2,192.9	2,449.3
	700	314.4	570.9	827.3	1,083.7	1,340.1	1,596.5	1,852.9	2,109.3
	800	(25.6)	230.9	487.3	743.7	1,000.1	1,256.5	1,512.9	1,769.3
	900	(365.6)	(109.1)	147.3	403.7	660.1	916.5	1,172.9	1,429.3
	1000	(705.6)	(449.1)	(192.7)	63.7	320.1	576.5	832.9	1,089.3
	1100	(1,045.6)	(789.1)	(532.7)	(276.3)	(19.9)	236.5	492.9	749.3
	1200	(1,385.6)	(1,129.1)	(872.7)	(616.3)	(359.9)	(103.5)	152.9	409.3
	1300	(1,725.6)	(1,469.1)	(1,212.7)	(956.3)	(699.9)	(443.5)	(187.1)	69.3
	1400	(2,065.6)	(1,809.1)	(1,552.7)	(1,296.3)	(1,039.9)	(783.5)	(527.1)	(270.7)

资料来源：东方证券研究所

我们估计在电石到厂价 2800-3200 元时，如果乙烯东北亚到岸价格在 900-1000 美元/吨左右，乙烯法 PVC 相对于外购电石和电的国内生产企业将没有优势。如果再考虑最低约 10%的反倾销进口关税，乙烯价格在 800-900 美元/吨左右时就会丧失成本优势。

图 3：远东乙烯价格与远东 PVC 价格

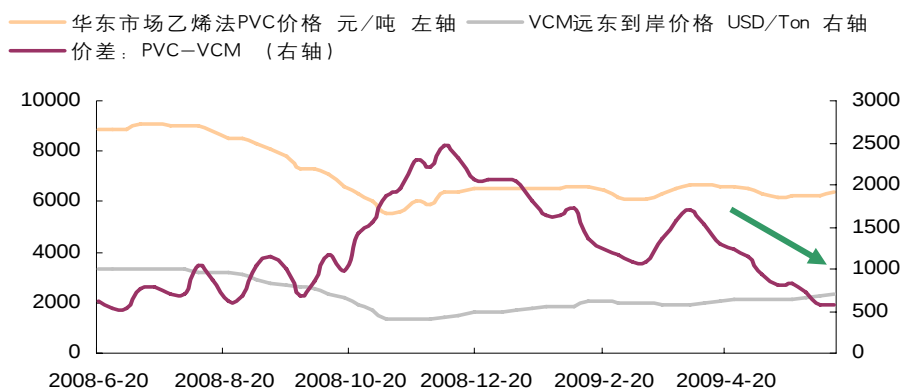


资料来源：东方证券研究所，bloomberg

近期 PVC-乙烯的价差基本稳定，两者同步性较高，如果乙烯价格进一步走高，进口 PVC 成本将随之提高。考虑到目前东北亚乙烯到岸价格已经在 850 美元/吨左右，我们认为目前乙烯法的成本优势已经几乎不存在。

而从 VCM 角度来看，目前 VCM 的远东到岸价格也已经达到了 710 美元/吨，其生产成本应该在 5300 元/吨以上。

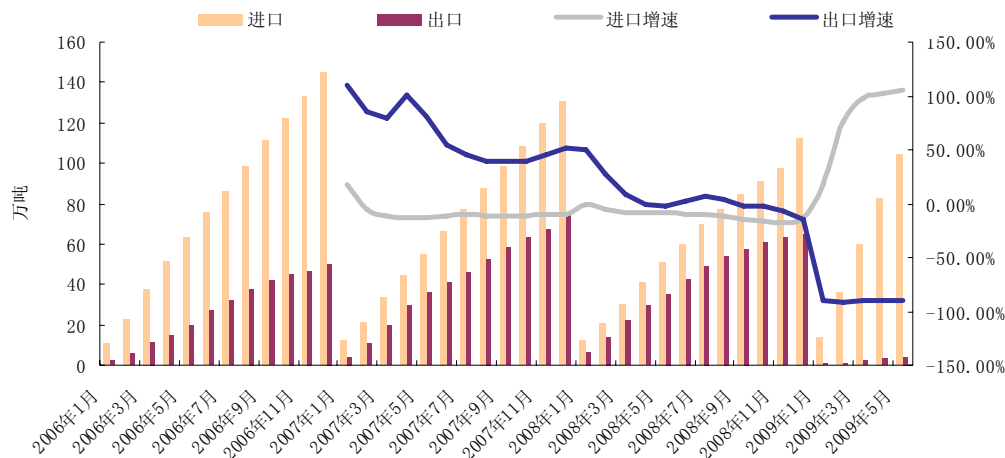
图 4：国内 PVC 价格与 VCM 进口价格



资料来源：东方证券研究所

目前，国内 PVC 市场价格一直维持低位，其原因除需求改善不大外，进口低价货源的冲击也是一大因素。2009 年 1-5 月份，我国共进口 PVC104 万吨，几乎达到 08 年全年的进口水平，而出口量则急剧萎缩，仅为 3.7 万吨，综合出口与进口的情况来看，我们认为价格因素是造成 09 年进出口极度不均衡的最主要原因。若国际乙烯法 PVC 的生产成本提高，将在很大程度上改变目前的进出口状况。

图 5：09 年，价格因素造成国内 PVC 出口不畅，进口猛增

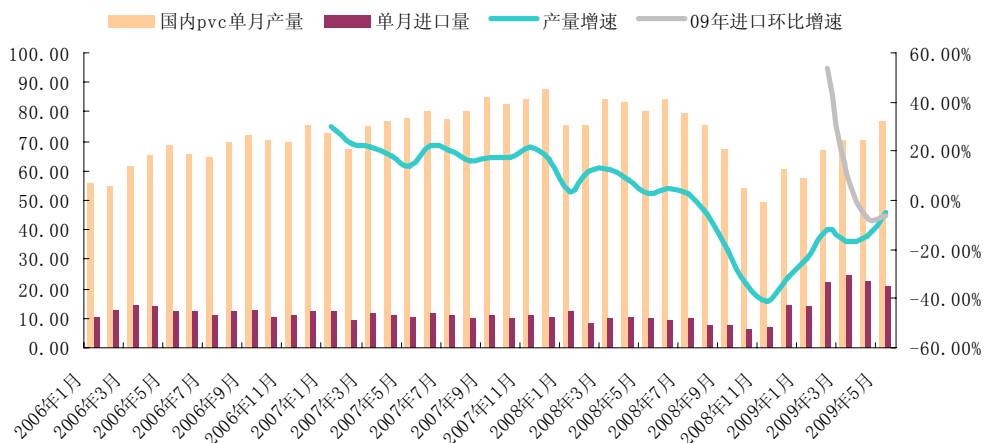


资料来源：东方证券研究所

我们认为油价对 PVC 的价格传导有一定的滞后性，如果油继续维持在 70 美元/桶左右震荡，乙烯法原料的价格会进一步高涨，届时东北亚地区 PVC 的原料成本也将提高，由于目前国内进口 PVC 货源主要来自东北亚地区，因此，我们认为随着乙烯和 VCM 价格的提高，东北亚地区进口 PVC 价格（含进口关税）将再度高于国内价格，其对国内市场形成的压力将得到缓解。

09 年 4 月开始，中国进口 PVC 量逐月递减，而国内 PVC 产量则保持稳定增长态势，我们认为这是因为国际油价走高后，如英力特等一体化程度较高的电石法 PVC 生产企业在成本上已经有了一定的优势，国内电石法 PVC 正在逐渐抢回其市场份额。

图 6：油价走高后，电石法 PVC 正逐渐抢回市场份额



资料来源：东方证券研究所整理

地产开工面积的复苏将提供扎实的需求支持

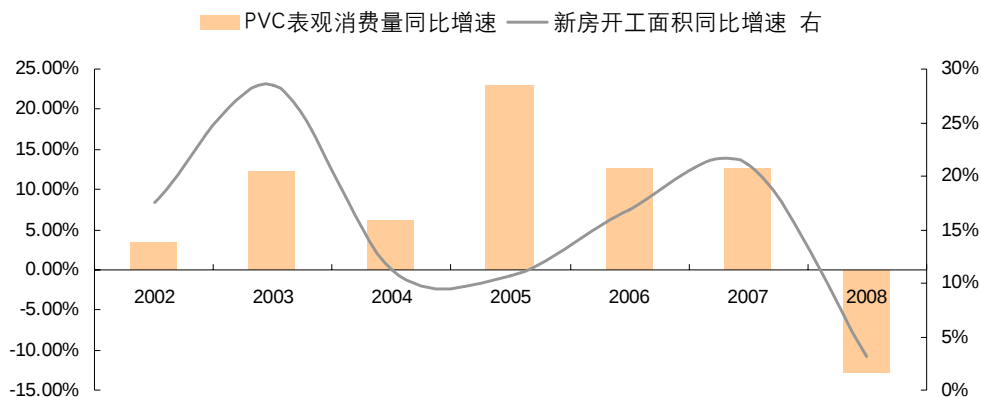
PVC 行业的下游应用领域 60% 为硬质品，主要应用于房地产和基建。

图 7：PVC 的消费结构

聚氯乙烯制品名称	消费比例%		合计%
软制品	鞋及鞋底材料	5.2	40.8
	人造革	6	
	薄膜	12	
	电缆料	7	
	地板革、壁纸、发泡材料	2.1	
	其他	8.5	
硬制品	管材	13.3	59.2
	管件	2.3	
	型材、门窗	22.9	
	硬片、板材及其他型材	9	
	其他	11.7	

资料来源：大连商品交易所，东方证券研究所

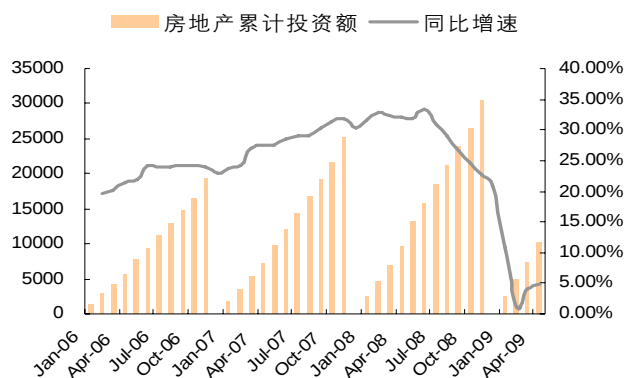
房地产的企稳无疑对行业转暖构成利好。而且从历史上来看，PVC 表观消费量的同比增速与房地产投资额和 GDP 的增速呈明显的正相关。

图 8：PVC 表观消费量与新开工面积增速关系


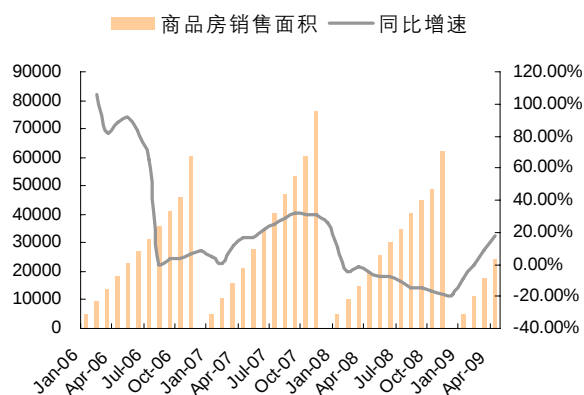
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

目前房地产开工面积增速已经稳定在-16%的水平，已经企稳。我们预计，房地产行业的持续回暖会有效带动聚氯乙烯的需求，延续 PVC 行业的阶段性复苏。

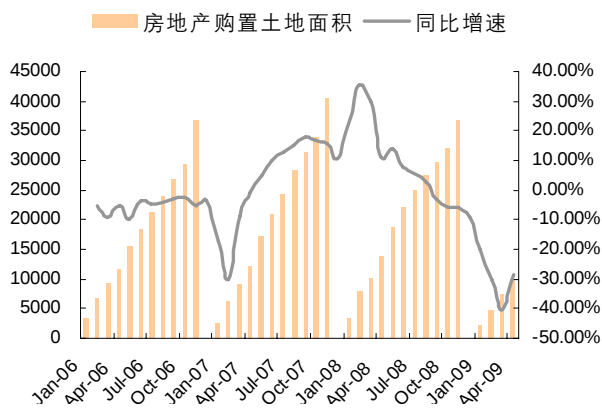
09 年 5 月份，房地产开发投资额的累计同比增速已经从 2 月份的 1.03% 上升到了 6.79%；商品房的销售面积累计同比增速也由 2 月份-0.25% 上升到了 25.52%。

图 9. 房地产累计投资额和同比增速 亿元


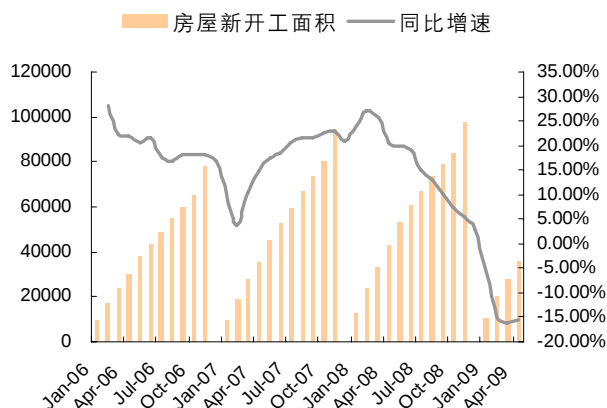
资料来源: WIND

图 10. 商品房累计销售面积和同比增速 万平方米


商品房的销售良好，也带动了房地产企业的拿地的积极性，目前新购置土地面积的同比增速已经由最低 4 月份的-40%回升到-28%；而新开工面积的同比增速目前稳定在-16%左右。我们估计，按照目前的市场发展，未来一年内新开工面积增速出现明显回升是水到渠成的结果。

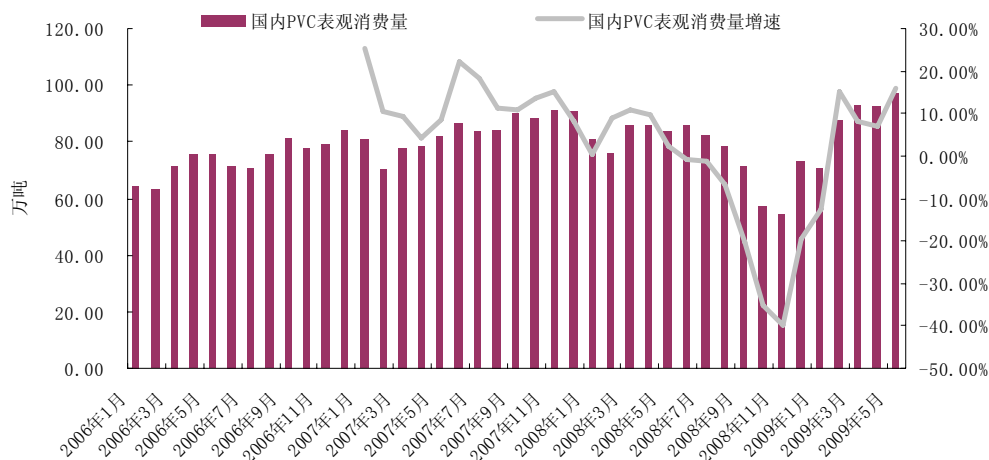
图 11. 房地产累计购置土地面积和同比增速 万平方米


资料来源: wind

图 12. 商品房累计新开工面积和同比增速


同时，从 09 年国内 PVC 的表观消费量来看，PVC 的表观消费量在 08 年 11 月后强劲反弹，我们认为这应该是由国家四万亿投资所产生的带动作用。

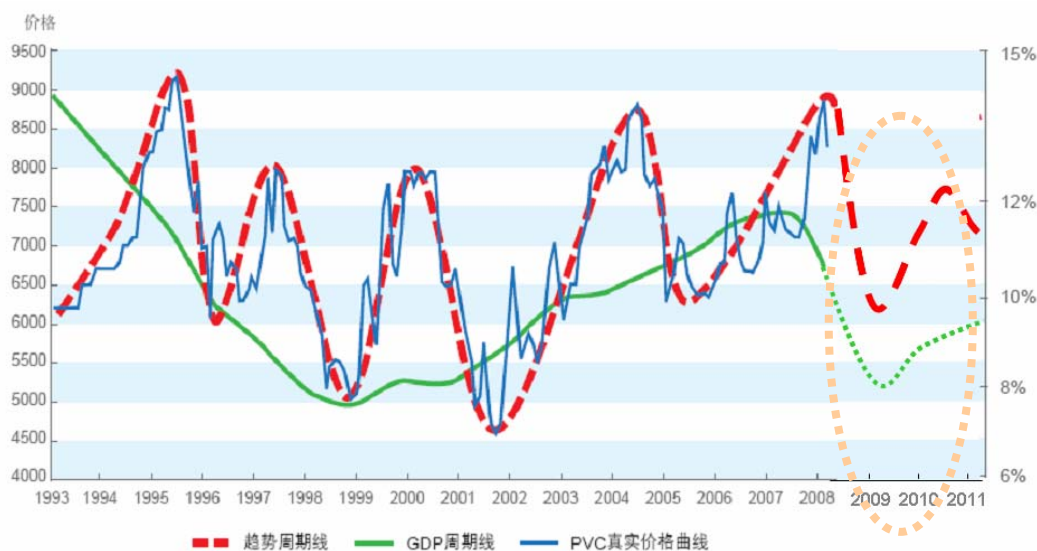
图 13：国内 PVC 表观消费量随四万亿投资强劲反弹



资料来源：东方证券研究所整理

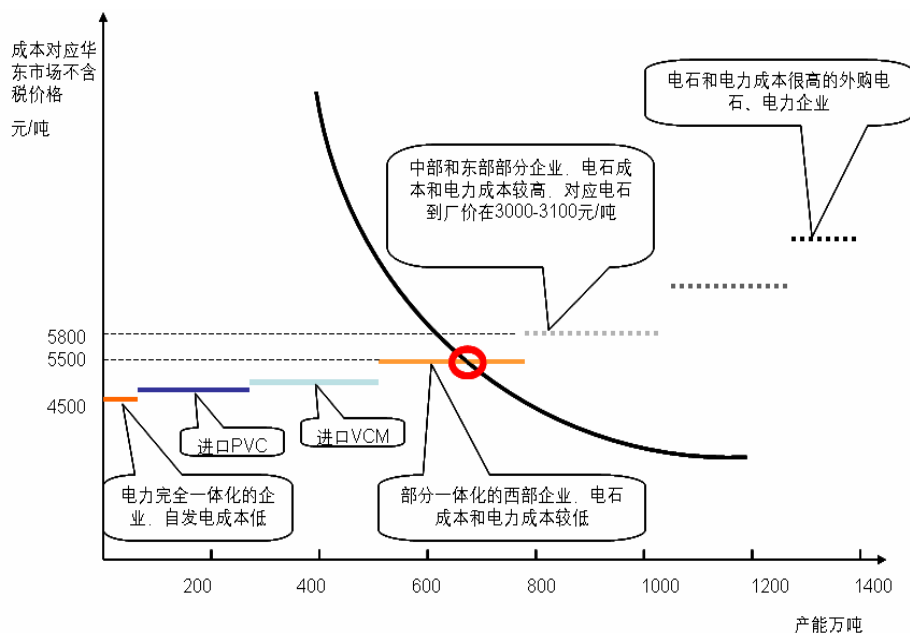
我们认为下半年，四万亿投资对 PVC 消费的拉动作用还将继续，再考虑到下半年房地产开工面积复苏等因素，估计下半年 PVC 行业将出现阶段性复苏，行业开工率和产品价格将双双提高。

图 14：PVC 行业周期图



资料来源：中华商务网，大连商品交易所，东方证券研究所

图 16：自备电厂，生产成本最低



数据来源：东方证券研究所整理

配股完成后，成本节约将超出想象

目前，公司正在积极准备配股（08 年已提交证监会并获得通过，因再融资暂停而耽搁，在目前 IPO 已经开闸的前提下，我们认为公司的配股方案将很快获得批文），配股后，公司将用配股募集资金收购集团公司在西部氯碱子公司的全部股权及偿还部分长期负债，收购后，公司将拥有西部氯碱下属热电厂 100% 的权益（西部氯碱下属热电厂拥有 30 万千瓦的发电机组，配股前上市公司拥有 50% 的权益，是上市公司用电的最主要保证）。

图 17. 收购前公司西部氯碱权益分布

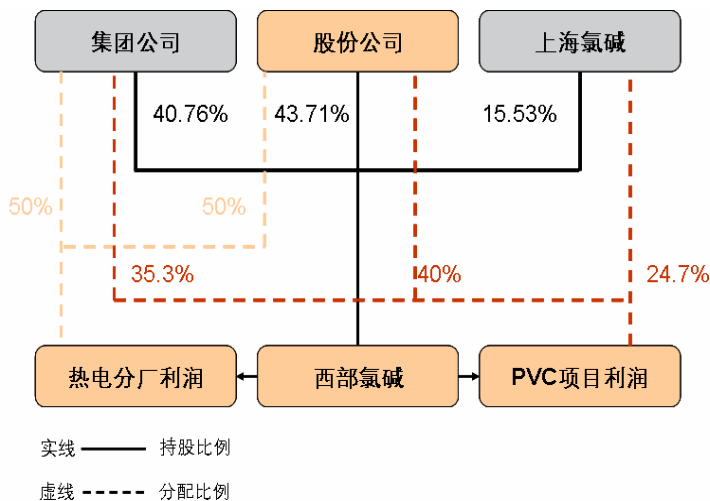
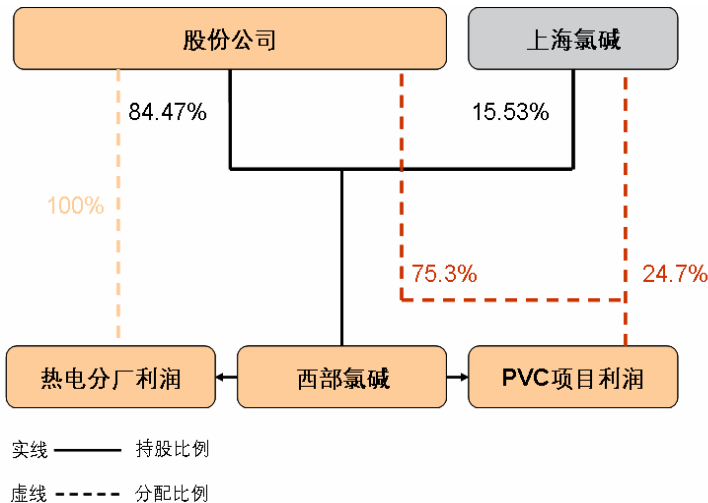


图 18. 收购后公司西部氯碱权益分布



资料来源：公司公告，东方证券研究所

目前西北 PVC 企业的平均用电成本在 0.38 元/度左右，扣除增值税后价格在 0.32 元/度左右，而我们估计在银川地区，电厂的发电成本仅为 0.19 元/吨左右，其中价差为 0.13 元/度左右，收购后，上市公司用电将 100%按照 0.19 元/度计算（原为 50%）。若按 8250 度/吨的行业平均耗电来计算，再考虑到收购 50%的权益增加，则收购后，吨 PVC 生产（包括烧碱）可节约成本 536 元/吨，若按公司 27.5 万吨的 PVC 产能计算，单电费一项将为公司节约成本 1 亿 4 千万。

再考虑公司已经进入试运行阶段的 10.8 万吨/年的电石装置以及原有石灰氮和双氰胺等项目的电力成本节约，则配股后，若公司处于满产状态，则收购节约的成本将大于 1 亿 4 千万。

高负债率≠财务状况堪忧

英力特的前身为民主化工，2002 年实习重组，当年即自筹资金扩建 5 万吨石灰氮项目，05 年后更是大力发展 PVC 业务，将产能由原来的 3 万吨一路扩大至目前的 27.5 万吨。其净资产由 2002 年的 0.99 亿元增长至 2008 年的 3.88 亿元，增幅接近 300%

图 19：2002 年重组完成后，英力特净资产逐年大幅增长



数据来源：东方证券研究所整理

我们认为英力特的高负债率主要来自于以下三点：1、历史遗留；2、规模快速扩张；3、没有更好的结合二级市场，即未在二级市场融资。

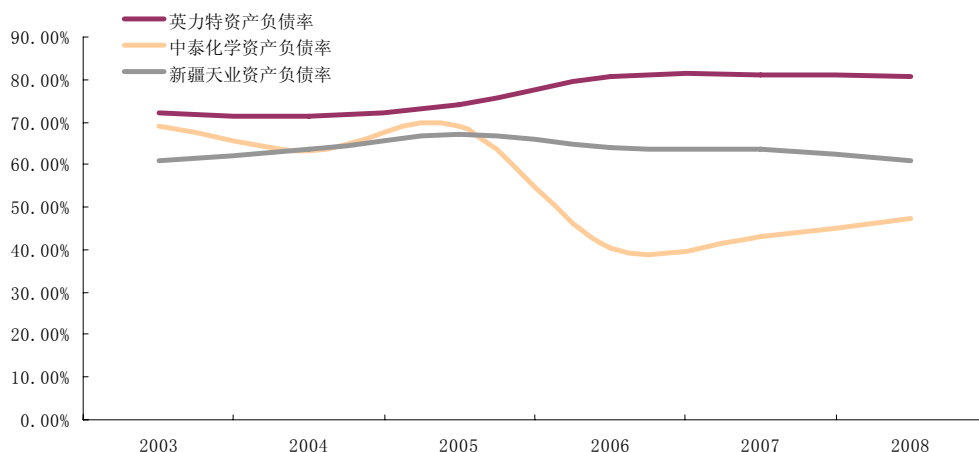
根据公司 2002 年的年报，当时公司负债率为 81.6%，负债总额为 4.41 亿元。相对于公司当时 0.99 亿元的净资产来说，4.41 亿元无疑是个巨大的数字。

第二点与第三点的结合是造成公司目前高负债情况的主因，公司领导层未能及时注意到二级市场的重要，未能更好的利用二级市场的融资功能。所以在背负厚重历史包袱的情况下，产能快速扩张的同时又没有及时进行资本增厚，则不可避免的将产生大量的负债。

英力特自 2002 年由民族化工重组至今，一直维持较高的资产负债率，06 年之后，其资产负债率一直维持在 80%以上。

与中泰化学和新疆天业等西北的氯碱企业相比，英力特的资产负债率偏高。

图 20：英力特资产负债率偏高



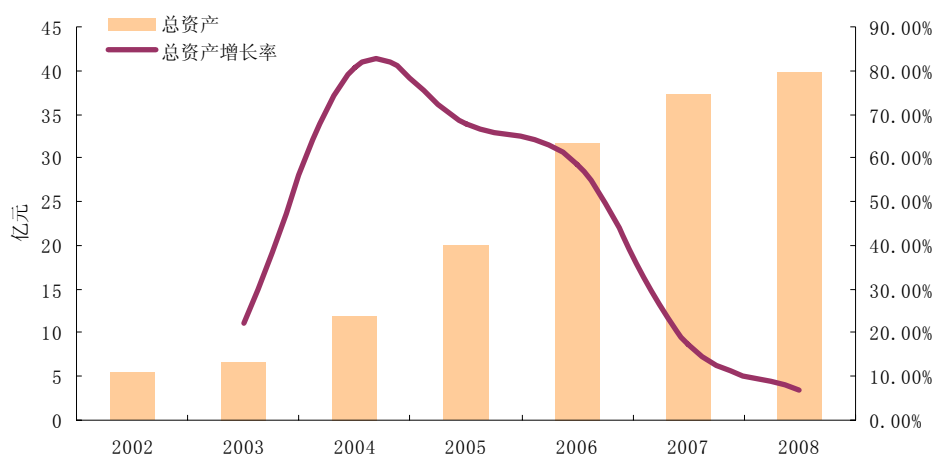
数据来源：东方证券研究所整理

但我们认为高负债并不能和财务状况不健康划上等号！

2002 年，英力特总资产为 5.4 亿元，2008 年其总资产已经达到 39.79 亿元，增幅达 636.85%，远高于公司净资产的增长率。

虽然同为高资产负债率，但我们认为英力特的这种情况要远好于因经营不善所引起的高资产负债率。

图 21：英力特总资产增长远高于净资产的增长



数据来源：东方证券研究所整理

而且我们认为公司的高负债率情况将在未来数年内得到解决。

2009 年 2 月国电电力股份有限公司成功控股了英力特集团，英力特一跃成为央企控股公司，我们认为英力特的企业资信必然将有所提高，在银根全面放开的情况下，资信提高意味着贷款利率的下降，而对于英力特这样高资产负债率的企业来说，贷款利率的下浮意味着财务费用的极大节约。财

务费用的节约意味着公司将有更高的结余利润用于发展，在资金需求量一定的情况下，其向银行的借款需求会减少。

图 22：由国电电力控股后，英力特将获得更好发展



数据来源：东方证券研究所整理

不仅如此，我们认为国电电力控股英力特后，英力特的前景将更为广阔。

公司大股东国电英力特能源化工集团将投资 617 亿元建设宁东乙炔化学工业园（09 年 6 月 28 日动工），该园区包括 4×330MW 机组热电联产、240 万吨甲醇、30 万吨醋酸乙烯、10 万吨 BDO、30 万吨烧碱和 30 万吨聚氯乙烯等 30 个建设项目。由于集团工业园项目与股份公司业务关联性很高，所以我们预计集团的该部分资产未来有逐步注入上市公司的可能。

资产注入后，公司净资产将得到极大增厚，高资产负债率现象将会终结。而且，从目前的情况来看，各西部省份纷纷鼓励省内企业做大，并进行资源倾斜。我们认为英力特集团作为宁夏自治区内有数的大企业之一，在其大量投资建工业园后将很有可能获得政府的资源支持，而英力特则可能因此进一步降低发电成本，甚至可能实现向上游资源的延伸，从而获得更好的发展。

估值与投资建议

我们做如下假设

- 2009 年及 2010 年油价均价将逐步上行，进而推动乙烯法 PVC 成本提高。
- 房地产行业在四季度开始复苏，新开工面积同比增长，进而推动 PVC 需求。
- 所得税税率暂时按照 15% 计算。
- 预计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.60 元和 1.20 元。

如果不考虑公司未来除募投项目外的产能扩展，公司的 DDM 估值在 20 元左右。

表 2. 敏感性分析

Ke(%)	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
5.00%	16.8	19.5	23.6	30.5	44.2	85.4
5.50%	14.3	16.1	18.8	22.8	29.4	42.6
6.00%	12.4	13.7	15.6	18.1	21.9	28.3
6.50%	10.9	11.9	13.3	15.0	17.5	21.1
7.00%	9.7	10.5	11.5	12.8	14.5	16.8
7.50%	8.8	9.4	10.2	11.1	12.3	14.0
8.00%	8.0	8.5	9.1	9.8	10.7	11.9

由于目前英力特股价为 18 元，对应 2010 年 1.2 元的 EPS，市盈率为 15 倍，我们认为目前股价存在低估，给予买入评级。

风险因素分析

- 配股无法在 2009 年年内完成。
- 油价为能在 60 美元/桶以上获得有效支撑，转而调头向下。
- 房地产行业复苏未能如预期一般引致开工面积的提高。

附表：公司财务报表

	2007	2008E	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	556	643	480	518	营业总收入	1566	2026	2152	2422
现金	147	182	108	121	营业总成本	1358	1982	2028	2170
应收票据	18	8	22	24	营业成本	1104	1621	1653	1734
应收账款	29	27	32	36	销售费用	42	69	75	97
预付账款	207	182	83	87	管理费用	58	91	107	121
存货	148	219	215	225	财务费用	98	163	132	150
非流动资产	3168	3336	3560	3919	其他经营收益	-4	11	4	4
长期投资	34	34	36	37	投资净收益	-4	11	4	4
固定资产	2963	3113	3424	3766	营业利润	203	56	127	257
在建工程	51	79	0	0	营业外收入减支出	3	20	0	0
无形资产	101	98	99	111	利润总额	206	76	127	257
资产合计	3724	3979	4040	4437	减：所得税	2	-3	13	39
应付项目	844	764	826	867	净利润	204	79	115	218
付息负债	1621	2142	2681	2891	少数股东损益	107	38	8	2
短期借款	606	716	1915	2233	归属母公司净利润	97	42	107	216
长期付息负债	1015	1426	766	657					
其他负债	548	303	0	0	成长能力				
负债合计	3013	3210	3508	3758	营业收入同比	38%	29%	6%	13%
所有者权益	710	768	533	679	EBI TA同比	120%	-19%	36%	50%
实收资本	137	137	179	179	归属母公司净利润同比	211%	-57%	156%	103%
资本公积	32	20	20	20	利润水平				
留存收益	199	231	295	425	销售毛利率	29%	20%	23%	28%
少数股东权益	343	380	59	76	销售净利率	13%	4%	5%	9%
负债和权益合计	3724	3979	4040	4437	整体绩效				
					RCE	26%	11%	23%	36%
经营活动现金流	554	188	551	519	ROI C	9%	6%	8%	10%
净利润	204	79	115	218	运营效率				
折旧摊销	185	261	276	285	应收账款周转率	49.6	72.7	72.9	70.6
营运资金变动	159	-140	163	19	存货周转率	12.1	11.0	9.9	11.0
投资活动现金流	-666	-418	-497	-641	偿债能力				
资本支出	-653	-437	-510	-640	流动比率	0.4	0.4	0.2	0.2
长期投资	0	11	2	2	速动比率	0.3	0.3	0.1	0.1
筹资活动现金流	60	265	-129	135	EBI TA / I	5.1	1.3	1.8	2.5
短期借款	52	110	1198	319	资产负债率	81%	81%	87%	85%
长期借款	349	411	-660	-109	每股指标				
普通股增加	0	0	41	0	EPS	0.71	0.30	0.60	1.21
资本公积	12	-12	0	0	每股净资产	2.68	2.82	2.65	3.38
其他	-353	-244	-709	-74	P/E	21.3	49.5	25.1	12.4
现金净增加额	-52	35	-74	14	p/B	5.6	5.3	5.7	4.4

分析师承诺

杨云：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

王晶(博士)：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn