



糊树脂价格高位运行，石化业务弹性专精

买入首次评级

目标价格：13.5 元

投资要点：

- 受电石产业宏观调控影响，糊树脂行情持续走高。
- CPP 装置达产，“小油头、大化尾”的产业格局初步奠定，石化板块真正实现弹性专精、柔性加工。
- 受国际供需格局变化影响，丙烯酸酯行情价格全年向好态势不变。

报告摘要：

- 受电石产业宏观调控影响，糊树脂行情持续走高。PVC 产业产能过剩严重，产业竞争激烈，但公司产品为糊树脂，国内糊树脂市场为少数几家企业把持，企业议价能力强。出于节能减排的压力，当前国家正通过规范电价，淘汰落后产能等手段对电石产业进行规范引导，涉及产能接近 100 万吨，导致电石价格一路走高。受原料价格上涨影响，糊树脂价格持续走强。
- CPP 装置达产，“小油头、大化尾”的产业格局初步奠定，弹性专精成为公司特色。经过大半年的磨合，公司的 50 万吨 CPP 装置已经顺利达产，“小油头、大化尾”的产业格局初步成型，CPP 装置的达产使得公司的产品可以在成品油和化学品，乙烯和丙烯之间灵活调度，真正实现弹性专精，柔性加工。
- 受国际供需格局变化影响，丙烯酸及酯价格持续坚挺。丙烯酸及酯供需处于紧平衡状态，近年来，新增产能不足和需求大幅增长的矛盾一直是丙烯酸酯产业的隐患。今年国际丙烯酸及酯装置非计划停车次数明显增多，导致丙烯酸及酯价格持续坚挺。
- 股价基本合理，给予“买入”评级。预计公司 2010、2011 以及 2012 年的 EPS 分别为 0.45、0.76 和 1.24 元，当前股价 9.76 元，明显偏低，给予“买入”评级，目标价位 13.5 元。
- 风险提示。常压装置加工能力不足，CPP 生产方案可能变更，糊树脂和丙烯酸及酯产品质量仍有提升空间

柴沁虎

电话：010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

康铁牛

电话：010-88085991

kangtieniu@hysec.com

祖广平

电话：010-88085610

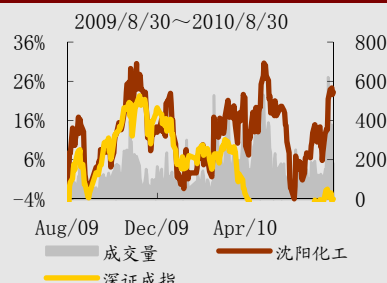
zuguangping@hysec.com

张延明

电话：010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100630	9332	
20100331	6495	
20091231	7470	

数据来源：港澳资讯

相关研究

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万）	5911.45	4505.81	872.06	9274.20	9870.22
增长率（%）	7.74%	-23.78%	93.60%	6.32%	6.43%
净利润（百万元）	87.29	62.48	274.09	455.90	744.11
增长率（%）	-43.4%	-28.4%	338.7%	66.3%	63.2%
每股收益（元）	0.146	0.104	0.455	0.757	1.236

目录

一、公司概况.....	4
(一) 控股股东及主营业务	4
二、糊树脂产品错位优势明显，价格持续走高.....	5
(一) 公司糊树脂产品集中在皮革料、氯蜡共聚树脂等高端产品.....	5
(二) 全年糊树脂价格中枢上移已成定局	6
三、“小油头、大化尾”产业格局初步成型，石化板块真正实现弹性专精、柔性加工.....	8
(一) CPP 装置稳定运行，“小油头、大化尾”产业格局基本成型	8
(二) 受国际系列非计划停车事件冲击，丙烯酸及酯价格高位运行.....	9
四、其他业务	11
(一) 活络模具业务投资回报稳定	11
(二) 环丙以及聚醚业务	11
五、财务预测	12
六、风险提示	13
(一) 常压装置能力是石化业务的瓶颈	13
(二) 公司的 CPP 装置生产方案仍需继续调整	13
(三) 公司的主导产品质量仍有待提高	14

插图

图 1: 沈阳化工股权结构图	4
图 2: 沈阳化工主要业务产品链	5
图 3: 国内糊树脂企业产能分布	6
图 4: 全球糊树脂消费结构	6
图 5: 国内糊树脂消费结构	6
图 6: 国内电石企业的产能分布和企业规模	7
图 6: 国产糊树脂和电石价格 (元/吨)	7
图 7: 主要年份进口糊树脂价格 (元/吨)	8
图 8: 主要年份糊树脂价格 (元/吨)	8
图 9: 沈阳化工重油催化热裂化和催化热裂解产品方案	8
图 10: 公司炼化系统物流平衡 (万吨)	9
图 11: 全球以及国内丙烯酸产能分布	10
图 12: 全球丙烯酸消费结构	10
图 13: 国内丙烯酸消费结构	10
图 14: 丙烯酸以及丙烯价格 (元/吨)	11
图 15: 国内丙烯酸及酯价格 (元/吨)	11
图 16: 聚醚产能分布	12

表格

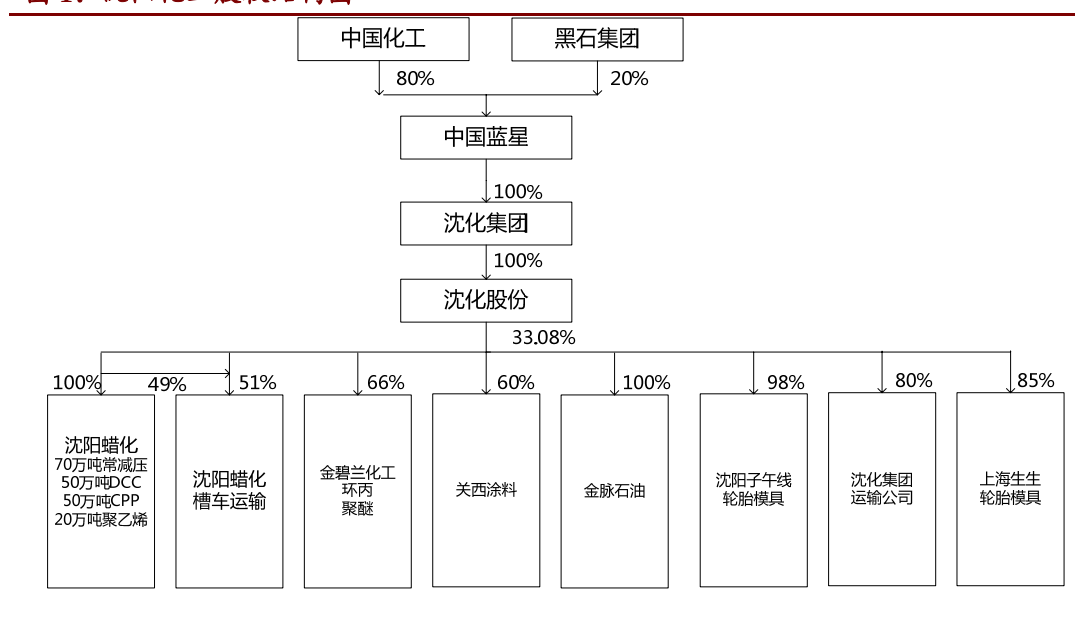
表 1: 沈阳化工主要生产装置	5
表 2: 主要丙烯酸及酯装置非计划停车一览	11
表 3: 利润表 (百万元)	13

一、公司概况

（一）控股股东及主营业务

沈阳化工（000698）位于沈阳铁西区，是一家主要生产石化产品的企业，实际控制人为蓝星集团，蓝星集团控股股东为中国化工集团，持股比例 80%，黑石集团持有剩余的 20% 股权。

图 1：沈阳化工股权结构图



资料来源：公司公告、宏源证券

目前公司的主要业务主要包括氯碱化工、石油化工以及轮胎模具等其他产业。

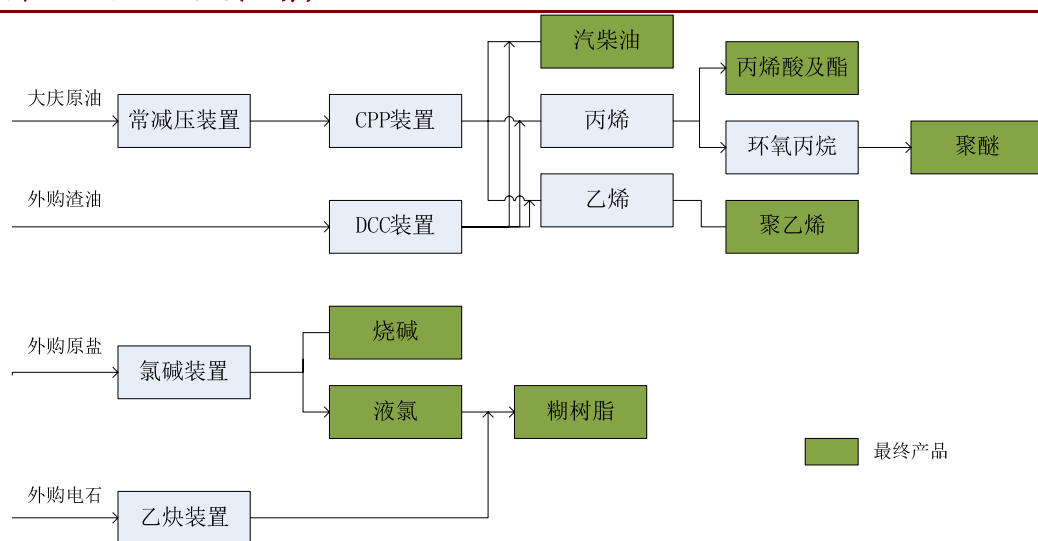
公司的氯碱业务流程比较简单,利用外购原盐生产烧碱,烧碱装置产能19万吨(其中离子膜烧碱产能15万吨),副产的液氯一部分用于和外购电石生产糊树脂,一部分在沈化集团内部其他单位消化。公司的糊树脂主要是皮革料、玩具料、手套料、氯醋共聚树脂等,主要市场集中在在华东、华南。

石油化工板块的主要装置有70万吨常压装置、50万吨DCC（Deep Catalytic Cracking, DCC）深度催化裂化装置、50万吨CPP（Catalytic Pyrolysis Process, CPP）重油催化热裂解装置、10万吨聚乙烯装置、13万吨丙烯酸及酯装置以及4万吨环丙聚醚装置,属于典型的油头化尾型石化企业。70万吨常压装置是1999年国家经贸委清理整顿后保留的地炼企业之一,每年享有50万吨大庆原油的指标。CPP装置投产后,大庆常渣主要供给CPP装置,原先的DCC装置主要加工外购渣油。DCC和CPP装置生产的乙烯主要供聚乙烯装置,生产低密度聚乙烯,丙烯一部分用于生产丙烯酸及酯、环氧丙烷,一部分外卖。

表 1：沈阳化工主要生产装置

	产能 (万吨/年)	投资额 (亿)	备注
常压装置	70		98 年投产，主要加工大庆原油
重油深度催化裂化装置 (DCC)	50		98 年投产，石科院技术
重油催化热裂解装置 (CPP)	50	29	2009 年投产，石科院技术，DCC 技术的延伸
丙烯酸及酯	13	12.9	2006 年投产，意大利技术
环丙、聚醚	4+4	2.6	2004 年投产
烧碱	19		88-04，离子膜烧碱技术源自意大利迪诺拉公司，片碱技术源自瑞士伯拉伯斯公司
PVC 糊树脂	13		88-06，日本三菱技术

资料来源：公司公告、宏源证券

图 2：沈阳化工主要业务产品链


资料来源：公司公告、宏源证券

二、糊树脂产品错位优势明显，价格持续走高

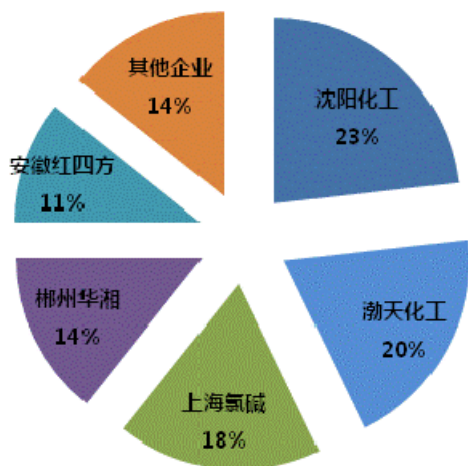
（一）公司糊树脂产品集中在皮革料、氯蜡共聚树脂等高端产品

目前全球糊树脂产能约 400 万吨，消费量大约在 300 多万吨。

国内糊树脂生产企业约 10 余家，产能主要集中在沈阳化工、渤天化工、上海氯碱、郴州华湘等少数企业。2009 年国内糊树脂产能 57 万吨，产量约 40 余万吨，大多采用电石法技术路线（上海氯碱漕泾装置和吴泾装置为乙烯法，其余均为电石法），产品质量和乙烯法有一定差距，产品多以均聚糊树脂为主，共聚糊树脂，尤其是

多元共聚糊树脂依赖进口，主要的进口来源为日本、美国以及台湾地区，2009 年的进口量约 8.6 万吨，进口产品单价一般比国内产品高出 25% 左右。

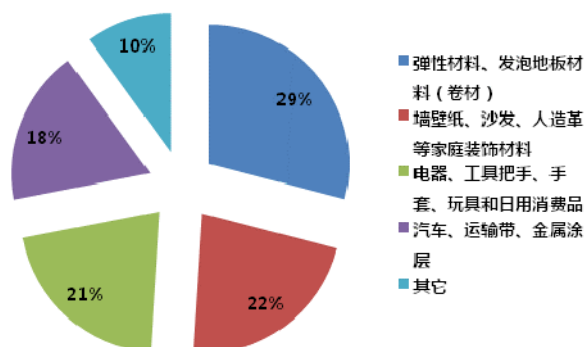
图 3：国内糊树脂企业产能分布



资料来源：中国氯碱工业协会、宏源证券

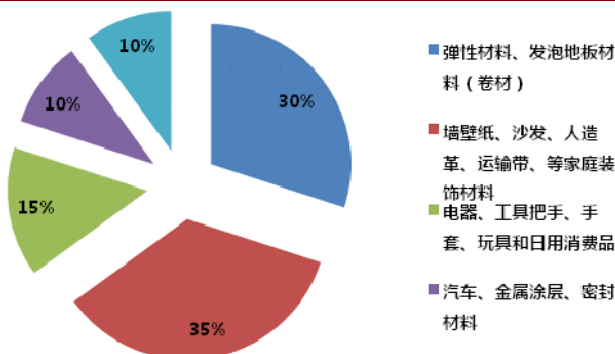
经过十五、十一五的快速发展，国内的糊树脂产能扩张迅速，但是糊树脂种类较多，不同的企业下游用户群体差异较大，市场处于错位竞争的态势。整体上看，普通糊树脂整体呈饱和态势，市场供大于求，企业开工率基本维持在 50% 左右。高端产品因为目前尚不能完全满足国内市场需求，需要大量进口，相关企业的开工率能够维持在 80% 以上。

图 4：全球糊树脂消费结构



资料来源：中国氯碱工业协会、宏源证券

图 5：国内糊树脂消费结构



资料来源：中国氯碱工业协会、宏源证券

沈阳化工糊树脂目前有 8 条生产线，合计产能 13 万吨，糊树脂产品主要有 M31、L31、H10、H30 四种型号，其中前 3 种主要应用于皮革、玩具等行业，H30 主要应用于手套行业。产品结构中浸渍手套料约 50%，氯醋共聚树脂约 10%，其余 40% 为玩具料以及皮革料。

（二）全年糊树脂价格中枢上移已成定局

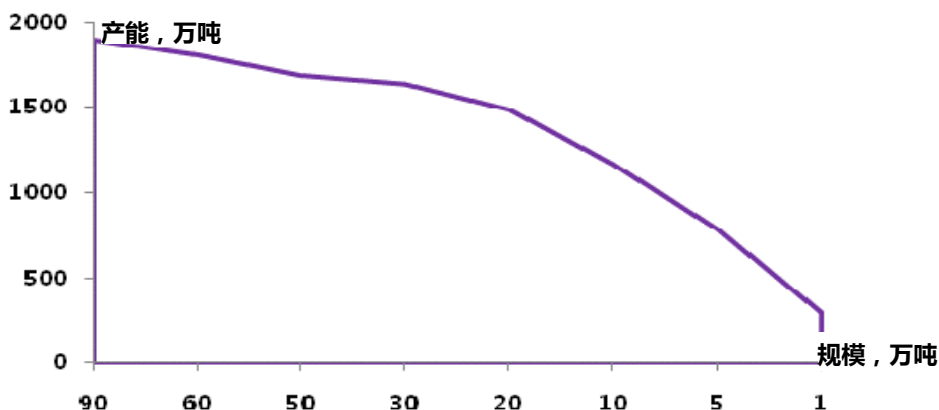
糊树脂价格存在一定的季节性波动，并受产品类型影响。从季节性看，年末 12 月份、年初 1 月份价格略低，其余月份价格稍高。

从糊树脂的下游市场看，输送带行业、手套料行业和车用革行业等行业开工率稳步上升，需求呈增长态势。

从供给角度看，进口糊树脂交割高位盘整，韩华、LG 公司皮革料报价在 1460~1480 美元，手套料报价在 1480~1510 美元，沈阳化工 8 月份需要进行为期一个月的计划检修，并且当前大部分企业库存水平都维持在较低水平，部分企业甚至处于零库存的水平。

国内的糊树脂产业原料多以电石为主，糊树脂产业的表现如何很大程度上取决于电石产业的发展状况。作为典型的双高产业，国家一直对电石产业的发展予以规范引导。主要的规范手段有淘汰落后产能和清理、取消优惠电价。“十一五”期间，电石落后产能淘汰量达到 400 多万吨，比国家“十一五”初期确定的目标高出 1 倍。清理整顿电价方面，目前宁夏、甘肃等地区已经取消了优惠电价，内蒙地区不仅取消了优惠电价，而且对 2.5 万千瓦安以下电石炉执行临时性差别电价，在现有工业电价的基础上每千瓦时再提高 5 分钱。即便如此，目前电石产业 30% 以上的装置能力属于国家限制发展的中小型产能。

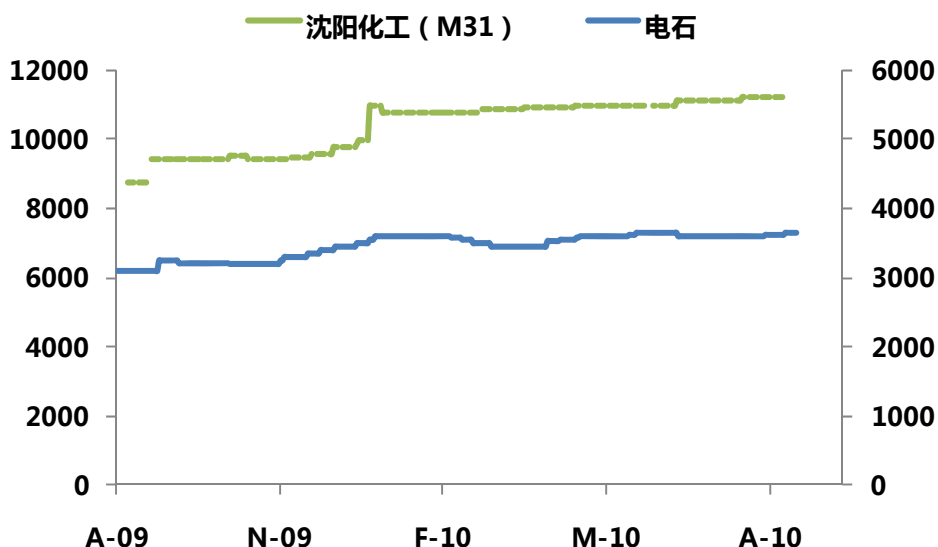
图 6：国内电石企业的产能分布和企业规模



资料来源：中国电石工业协会、宏源证券

相对 PVC 行业的整体低迷而言，糊树脂行业下游需求仍有不小的发展空间，当前各糊树脂企业的库存水平也多维持在一个较低的水平。考虑到原材料价格持续走高、下游市场需求表现稳健，后市糊树脂价格以及毛利率仍存在上提空间；

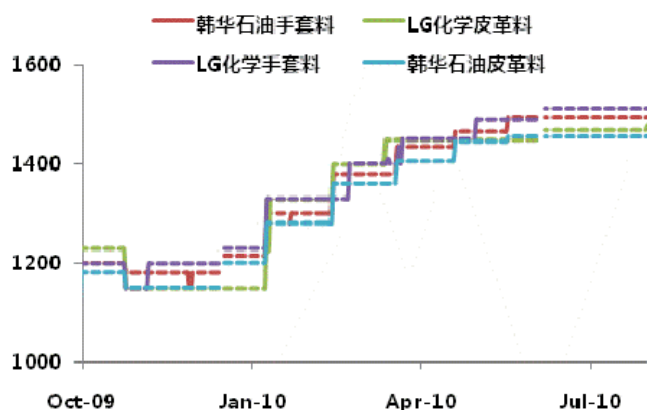
图 7：国产糊树脂和电石价格（元/吨）



资料来源：中国电石工业协会、宏源证券

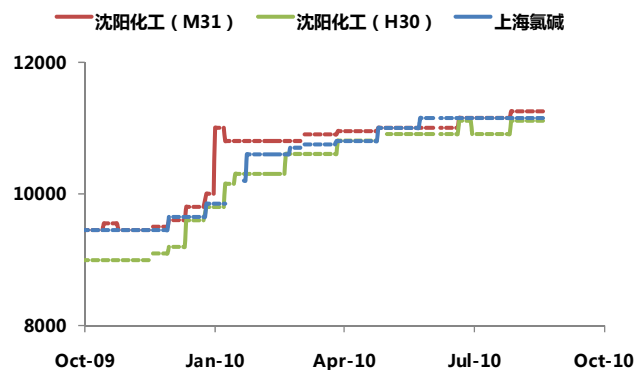
由于计划检修，沈阳化工已经通过控制出货节奏确保公司收益和重点客户的供货。目前企业的皮革料、玩具料的报价 11250 元/吨，手套料报价为 11100 元/吨，由于受到台塑糊树脂的冲击，手套料的实际出货价格有一定幅度的优惠。

图 8：主要年份进口糊树脂价格（元/吨）



资料来源：百川资讯、宏源证券

图 9：主要年份糊树脂价格（元/吨）



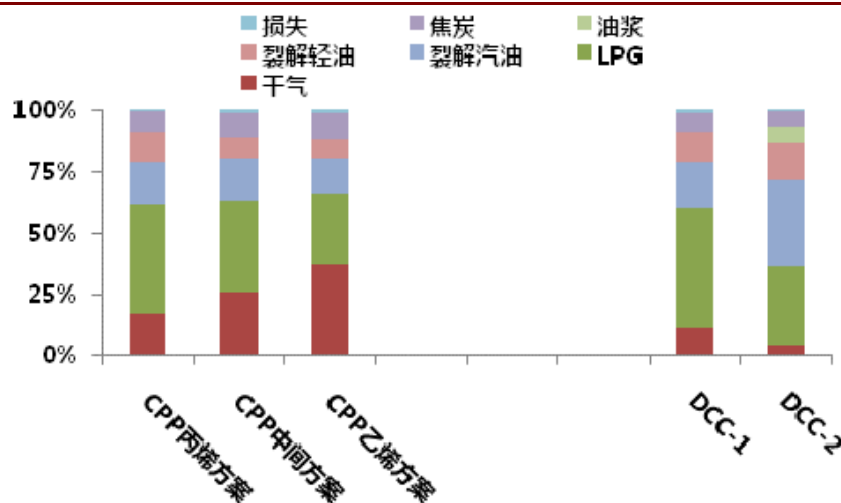
资料来源：百川资讯、宏源证券

三、“小油头、大化尾”产业格局初步成型，石化板块真正实现弹性专精、柔性加工

（一）CPP 装置稳定运行，“小油头、大化尾”产业格局基本成型

70 万吨炼油项目隶属于沈阳蜡化，沈阳蜡化是 1999 年国家清理整顿“小炼油”后保留下来的为数不多的地炼企业。按照 2000 年国家经贸委的原油指标分配安排，每年可以享有 50 万吨大庆原油的用油指标。大庆原油进入常压蒸馏装置，常渣进入 50 万吨 DCC 深度催化裂化装置。公司的深度催化裂化装置为催化裂解 II 型 (DCC-II)，排产方案以生产大量丙烯，兼产高辛烷值优质汽油为目的。

图 10：沈阳化工重油催化热裂化和催化热裂解产品方案

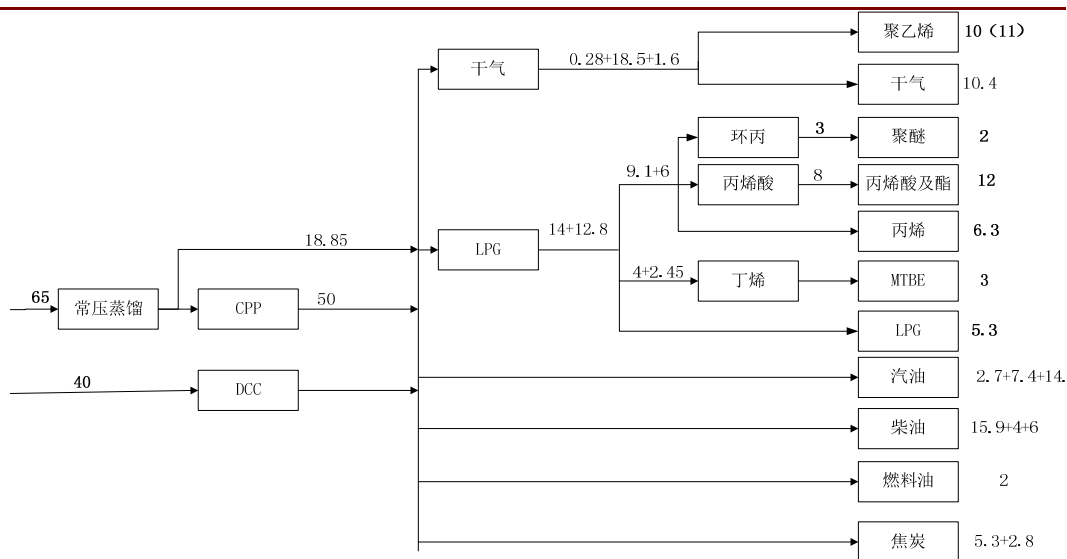


资料来源：公司公告、宏源证券

DCC 装置适应能力较强，但是装置操作弹性小，汽、柴油等油品收率偏高。在国际油价高企的 2008 年，由于成品油定价机制未予调整，DCC 装置亏损严重，为改善这一局面，公司计划上马 CPP 装置。CPP 装置自 2009 年 9 月份进入生产状态，2010 年 2 月达产，4 月份通过国家发改委组织的验收。

由于 DCC 生产装置原料适应性强，原油常压蒸馏装置的能力不能同时满足 CPP 装置和 DCC 装置，因此生产方案调整如下：大庆常渣优先满足 50 万吨 CPP 装置生产所需，富裕部分进入 DCC 装置，DCC 装置不足部分外购满足。CPP 装置操作灵活型较大，可以按照乙烯优先、丙烯优先以及乙烯丙烯兼顾的方案排产，目前生产装置按照乙烯方案排产。

图 11：公司炼化系统物流平衡（万吨）



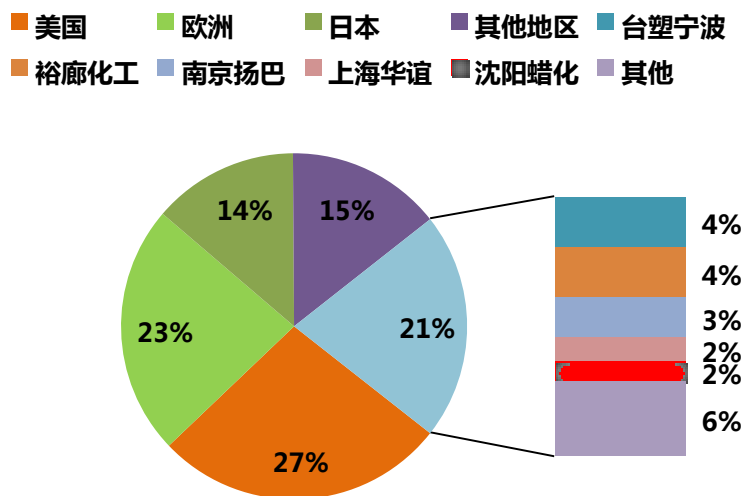
资料来源：公司公告、宏源证券

CPP 装置产出的乙烯用于生产低密度聚乙烯，装置能力 10 万吨。丙烯主要用于满足 13 万吨丙烯酸及酯装置以及 4 万吨环丙聚醚装置，富裕部分外卖，年外卖量约 7 万吨。

（二）受国际系列非计划停车事件冲击，丙烯酸及酯价格高位运行

目前全球丙烯酸产能约 500 余万吨，其中 40%集中在亚太地区，需求约 400 万吨，装置处于紧平衡状态，BASF、罗门哈斯、塞拉尼斯以及日本触媒化学是主要的丙烯酸及酯生产商。中国的丙烯酸产能约 100 余万吨，比较大的企业有宁波台塑、裕廊化工、南京扬巴、上海华谊以及沈阳化工。

图 12：全球以及国内丙烯酸产能分布



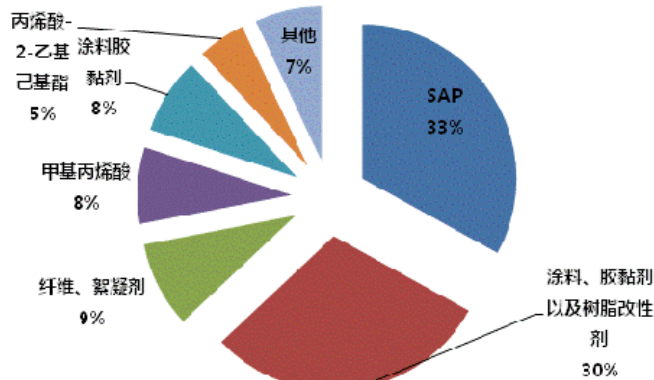
资料来源：中国石油和化学工业联合会、宏源证券

丙烯酸的主要用途有丙烯酸酯（其中丙烯酸丁酯需求量最大）、高吸水 SAP 树脂以及各种洗涤助剂、水处理剂等等。不同的用途对丙烯酸的质量有不同的要求，丙烯酸酯对原料的要求不高，一般的粗丙烯酸即可满足要求，对于 SAP，必须使用冰丙烯酸，目前国内的冰丙烯酸质量和国外技术相比尚有一定差距，导致 SAP 树脂吸水性能和国际水平相差一个数量级。

从全球消费结构看，约 50%的丙烯酸用于生产丙烯酸酯，35%用于生产高吸水树脂，15%用于洗涤助剂和水处理剂。今后一段时间内，丙烯酸酯的消费增长趋于饱和，主要的增长空间源自亚太地区，集中在汽车表漆、胶黏剂以及涂料领域。高吸水树脂、洗涤助剂和水处理剂是丙烯酸消费领域的亮点。

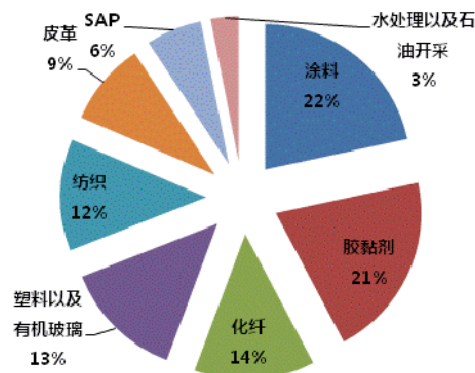
国内的丙烯酸主要用于生产丙烯酸酯，丙烯酸酯年消耗 80%的丙烯酸。丙烯酸酯中，涂料、胶黏剂、化纤以及纺织是主要的应用领域，主要的产品有丙烯酸乳液，丙烯酸涂料以及丙烯酸胶黏剂等等。得益于建筑业和汽车业的飞速发展，胶黏剂、涂料等领域仍有较大的发展空间。

图 13：全球丙烯酸消费结构



资料来源：中国石油和化学工业联合会、宏源证券

图 14：国内丙烯酸消费结构



资料来源：中国石油和化学工业联合会、宏源证券

从需求角度看，目前全球高吸水树脂和水处理剂的需求正在逐步恢复，胶黏剂和涂料产业随着宏观经济的回暖也呈现向好态势。

从供给角度看，由于近年来丙烯酸扩能不足，丙烯酸及酯产业处于紧平衡状态。2010 年以来，国际上的主流企业事故频发，检修的频度和时间均超出同期，丙烯酸酯的供给出现问题，亚太地区的丙烯酸开始流向美国，

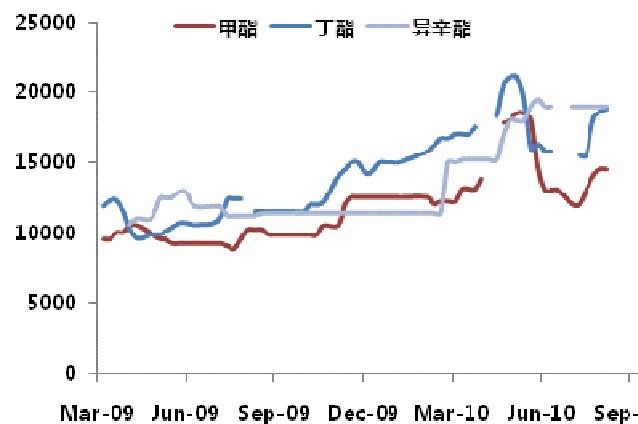
亚太地区的丙烯酸及酯价格大幅度上涨，并且货源偏紧。

图 15: 丙烯酸以及丙烯价格 (元/吨)



资料来源: 化工信息周刊、宏源证券

图 16: 国内丙烯酸及酯价格 (元/吨)



资料来源: 化工信息周刊、宏源证券

沈阳化工的 13 万吨丙烯酸及酯项目的产能分布如下: 丙烯酸 8 万吨/年, 丙烯酸甲酯 1 万吨/年, 丙烯酸乙酯 1 万吨/年, 丙烯酸丁酯 8 万吨/年, 丙烯酸异辛酯 2 万吨/年, 其中甲酯乙酯可以切换生产。

表 2: 主要丙烯酸及酯装置非计划停车一览

时间	地点	明细
2009 年 12 月	美国得克萨斯州	阿科玛公司 CAA 生产装置发生爆炸
2009 年 12 月	得克萨斯州	陶氏化学公司一套酯化级丙烯酸装置因故障而停车
2010 年 3 月	南非 Sasolburg	萨索尔装置非计划停车, 丙烯酸丁酯的市场销售量减到了 70%
2010 年 3 月	克萨斯州迪尔帕克	陶氏公司丙烯酸装置机械故障, 减产 25%
2010 年 4 月	法国 Carling	阿科玛的丙烯酸酯废物处理装置意外故障
2010 年 8 月	德国路德维希港	丙烯酸 2-乙基己酯生产装置非计划停工
2010 年 8 月	法国 Carling	阿科玛公司宣布遭不可抗拒原因, 不能供应丙烯酸酯
2010 年		陶氏也宣布到 9 月 1 日, 各种丙烯酸酯都将提价 250 欧元

资料来源: 中国化工报、宏源证券

四、其他业务

(一) 活络模具业务投资回报稳定

活络模具业务隶属沈阳子午线轮胎模具有限公司, 生产规模 800 套/年, 年产量大约 700 套。

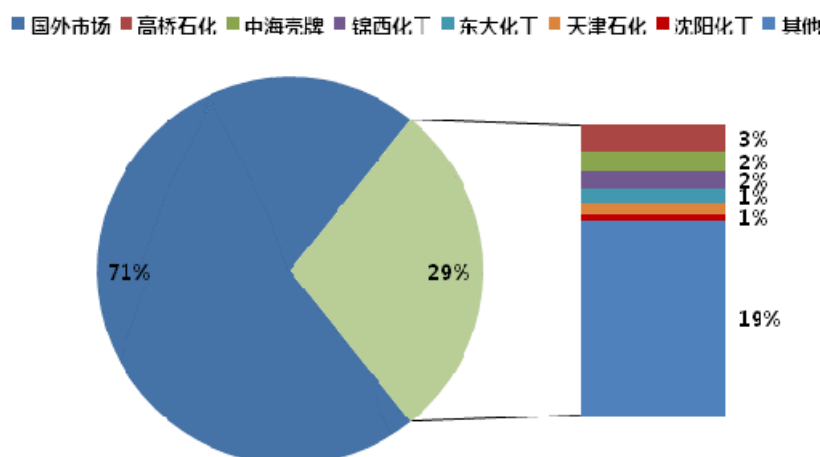
公司是原化工部定点为轮胎行业生产各种轮胎模具和成型机头的专业模具公司, 也是中国最大的专业模具制造企业之一, 市场占有率为 60%, 产品价格、毛利均比较稳定。

(二) 环丙以及聚醚业务

环丙以及聚醚业务隶属于金碧兰公司, 目前环氧丙烷生产能力 4 万吨/年; 聚醚多元醇生产能力 4 万吨/年, 其中 2.8 万吨/年系引进日本旭硝子公司的生产技术及生产设备, 1.2 万吨/年系国内首家引进的意大利普利斯公司

的技术及生产设备。主要生产三大系列二十五种牌号的软泡聚醚产品。

图 17：聚醚产能分布



资料来源：中国石油和化学工业联合会、宏源证券

软泡聚醚的主要下游为家居软泡行业，相对于硬泡聚醚产业，增长缓慢。聚醚的下游主要集中在广东、上海、江苏和山东这些经济比较发达的地区，华南、华东地区的市场主要由高桥石化、中海壳牌满足，华北地区的聚醚主要供应商有山东东大、天津石化等企业，东北地区锦西化工的产能规模远超过沈阳化工。

五、财务预测

主要假设如下：

CPP 装置按照乙烯方案排产；

DCC 装置 2010 年加工量为 30 万吨，受消费税调整的影响，2011 年以后年 DCC 年加工量为 50 万吨。

DCC 装置加工的燃料油免征消费税，虽然按照财政部颁布的《关于调整部分燃料油消费税政策的通知》（财税[2010]66 号），该政策有效期一年，但是我们预计这一政策有望持续执行。

表 3: 利润表 (百万元)

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5486.79	5911.45	4505.81	8723.06	9274.20	9870.22
减: 营业成本	4751.55	5287.70	3690.56	7037.42	7232.70	7424.38
营业税金及附加	95.45	97.77	416.52	806.37	857.32	912.41
营业费用	84.27	79.45	76.76	148.60	157.99	168.14
管理费用	290.53	216.51	210.86	408.22	434.01	461.90
财务费用	76.58	96.03	62.07	0.00	55.82	27.95
资产减值损失	2.93	23.53	6.40	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-0.22	0.00	-3.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	185.27	110.47	39.17	322.46	536.36	875.43
加: 其他非经营损益	53.82	21.19	17.21	0.00	0.00	0.00
利润总额	239.08	131.66	56.38	322.46	536.36	875.43
减: 所得税	84.98	44.37	-6.10	48.37	80.45	131.31
净利润	154.11	87.29	62.48	274.09	455.90	744.11
减: 少数股东损益	-0.33	-8.88	-6.11	-26.79	-44.57	-72.74
归属母公司股东净利润	154.44	96.17	68.59	300.88	500.47	816.85
每股收益(EPS)	0.234	0.146	0.104	0.455	0.757	1.236

资料来源: 宏源证券

六、风险提示

(一) 常压装置能力是石化业务的瓶颈

炼油业务在沈阳化工收入中占比较大, 随着 CPP 项目的上马, 公司基本实现了“小油头、大化尾”的转变, 但是公司的常减压装置对油品的适应能力较差, 目前只能炼制大庆原油, 每年的计划内配额 50 万吨, 可预计的时间内增加指标的可能性较小, 经过改造, 装置可以适当掺炼其他原油, 但是对掺炼种类和掺炼量有严格要求。

虽然 DCC 装置对燃料油的适应能力强于 CPP 装置, 但是国内原油资源供给紧张和需求旺盛的矛盾使得不少企业都追求吃干榨净, 可以利用的燃料油数量有限。

今后一段时间内, 常压装置将会是制约公司业务发展的主要挑战, 虽然公司也在多方开拓油源, 但是进展有限。

(二) 公司的 CPP 装置生产方案仍需继续调整

公司的 CPP 装置可以在丙烯方案和乙烯方案之间灵活切换, 考虑到聚乙烯需求旺盛以及丙烯下游产业尚未充分挖掘, 目前公司按照乙烯方案排产。

但是公司的乙烯属于小乙烯, 产品也是以农膜等低档产品为主, 随着中东地区, 尤其是伊朗地区乙烯产业的崛起, 沈阳化工的乙烯产业将会面临一定的冲击, CPP 装置远期可能会按照丙烯方案排产。

环丙和丙烯酸及酯是公司目前的主要丙烯衍生物，但是尚不足以消化产出的丙烯，每年大约需要外卖丙烯 7 万吨，公司需要发展一些丙烯下游产业。公司有意向新建 10 万吨丁辛醇装置，但这只能消化目前外卖的丙烯。

（三）公司的主导产品质量仍有待提高

糊树脂和丙烯酸及酯是公司着力发展的特色产品，但是相关产品质量仍有进一步提升的空间和必要性。

手套料是公司的高端糊树脂产品，但是近年来，公司的一部分市场被台塑蚕食，公司需要着力解决一些技术问题。

公司丙烯酸业务的冲击主要源自国内的产能扩张。虽然全球丙烯酸扩能有限，但是国内的丙烯酸扩能幅度很大。中海惠州项目 22 万吨丙烯酸酯项目于 10 年年底投产，预计国内产能将会增加 15% 左右，该项目靠近市场，规模较大，具有一定的成本优势。发展冰丙烯酸，进而发展高吸水树脂是一个可行方案，公司目前计划发展 1 万吨高吸水纤维，但是丙烯酸的质量能否满足要求还有待观察。

分析师简介:

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化工组组长, 农药学博士, 5年农药行业工作经验, 2008年加盟宏源证券研究所。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。主要研究覆盖行业: 石化、煤化工等。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3 年化工行业工作经验, 3 年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业: 化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

张延明: 宏源宏源证券研究所化工行业研究员, 三年证券行业从业经验。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。