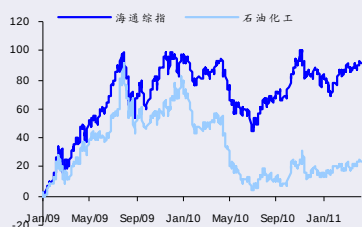


增 持上调
石化行业
2011 年 4 月 15 日
市场表现（涨跌幅，%）


资料来源：海通证券研究所

相关研究

2011 年 3 月原油成品油进出口数据分析 20110411
 高油价下大幅提高成品油价格有助于行业估值水平的提升 20110407
 2011 年 2 月油品进出口数据分析 20110311
 成品油价格上调 350 元/吨点评 20110221
 2011 年 1 月原油成品油进出口数据分析 20110215
 2010 年运行情况 20110121
 12 月原油成品油进出口数据分析 20110113
 石化行业 2011 年投资策略 20101224
 油价上涨带来的投资机会 20101109
 成品油价格上调有助于四季度炼油业务保持稳定盈利 20101026
 全球视野下石化公司投资机会分析 20100708

邓 勇 石化行业分析师

SAC 执业证书编号：S0850200010381
 电话：021-23219404
 Email: dengyong@htsec.com

联系人 易困辉

电话：021-23219737
 Email: yith@htsec.com

石化行业正进入景气周期

- 乙烯装置开工率是衡量石化行业景气度的重要指标。一般情况下，乙烯装置开工率提高，会伴随着石化行业盈利能力的提升，以及景气度的回升。
- 由于未来几年中东地区新增石化装置产能不多，同时石化企业的投资也没有明显增加，未来几年全球乙烯产能的复合增长率预计为 2.3%。
- 在中国和印度等国对石化产品需求继续强劲的带动下，未来几年全球乙烯需求的复合增长率预计将达到 5.6%。
- 石化产品价格逐季提升。今年第一季度主要石化产品价格环比增长了近 30%。
- 全球石化行业正进入超级周期。在需求增速快于供给增速的情况下，未来几年全球乙烯装置开工率将逐年提升，将从目前 86% 提升至 2014 年的 92%。
- 我们预计我国石化行业的景气度在未来几年也将呈现上升势头。未来几年我国乙烯需求的复合增长率预计为 6.57% 高于乙烯供给 3.86% 的复合增长率，从而推动乙烯装置开工率的提升以及石化行业景气度的回升。
- **天利高新**：目前公司拥有 7.5 万吨己二酸、4.2 万吨甲乙酮产能，己二酸价格高位维持；甲乙酮价格上涨的推动下，我们预计公司第一季度业绩将大幅上涨（EPS0.18 元左右）。**上海石化**：作为纯粹的石化公司，将明显受益于行业复苏；减值准备的计提减轻了未来公司的经营负担。**辽通化工**：500 万吨炼化产能的投产使公司成功转型为石化公司，与安哥拉国家石油公司的合作将拓展公司在石化领域的发展空间。
- 我们预计**中国石化**、**中国石油**在行业景气度回升的情况下，未来几年业绩也将逐年增长，维持对其“增持”的投资评级。
- 风险提示。原油价格大幅波动的风险。如果油价在短期内大幅波动，将会对行业整体盈利构成一定影响。另外，如果成品油价格如果不能及时调整，那么炼油行业的盈利也会受到影响。

股票代码	股票名称	EPS（元）			投资评级	
		2010	2011E	2012E	上期	本期
601857	中国石油	0.76	0.84	0.91	增持	增持
600028	中国石化	0.82	0.89	0.95	增持	增持
600339	天利高新	0.48	0.69	0.83	增持	增持
600688	上海石化	0.38	0.43	0.48	增持	增持
000059	辽通化工	0.34	0.89	1.13	增持	增持

1. 供给：未来几年全球石化产能的复合增长率为 2.3%

根据国外相关机构的统计，全球乙烯产能在 2010 年实现产能大幅扩张后，未来几年乙烯产能增速将逐步放缓。2010 年全球乙烯新增产能同比增长了 10% 左右，而 2011 年后的产能增速将不到 3%。

全球乙烯新增产能的放缓主要是由于：（1）中东地区未来几年新增产能不多。由于中东地区未来几年新增的天然气储量不多，导致该地区发展石化装置的成本优势减弱，从而使得该地区未来新增产能较少。（2）由于金融危机的影响，石化巨头这两年的投资也不多。

表 1 未来几年全球乙烯新增产能情况（万吨）

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
中东	580	132.5	165.8	-	150
中国	445	6	160	200	75
印度	110.7	-	-	130	-
东南亚	80	290	-	-	-
其他	110	132.5	-	60	42
总新增产能	1325.7	561	325.8	390	267
产能增长速度	10.00%	3.00%	2.20%	2.60%	1.70%

资料来源：《petrochemicals :preparing for supercycle》，海通证券研究所

2. 需求：未来几年全球乙烯需求复合增长率有望达到 5.6%

在中国和印度强劲需求的带动下，未来几年全球乙烯需求的复合增长率将达到 5.6%，明显高于供给增速。

在乙烯下游产品中，聚乙烯是主要的产品，其消耗的乙烯量约占总量的 59%。因而聚乙烯的消费情况将对乙烯需求产生重大影响。

中国已成为全球最大的聚乙烯消费国。2009 年，我国聚乙烯消费量已达到 1473 万吨，占全球总消费量的 22.03%。对于未来几年的需求预测，我们给予 1 倍的 GDP 增长率乘数，在预计中国 GDP 增长率保持 8% 左右的情况下，未来几年我国聚乙烯需求仍将稳步增长，从而带动全球聚乙烯需求的提升。预计未来几年全球聚乙烯的需求增长将在 5% 以上。

表 2 全球聚乙烯需求量预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
全球聚乙烯需求量 (万吨)							
美国	1098	1024	1073	1107	1135	1160	1185
欧洲发达国家	1378	1296	1357	1409	1455	1494	1530
南美洲	417	413	439	466	495	528	560
中国	1166	1473	1708	1847	1998	2160	2330
印度	232	263	295	329	372	419	462
其他地区	2265	2218	2420	2550	2683	2824	2964
需求合计	6556	6688	7293	7708	8138	8584	9031
需求增长率		2.01%	9.04%	5.69%	5.58%	5.48%	5.21%
GDP 增长率乘数							
美国	-29.9x	2.6x	1.8x	1.2x	0.8x	1.0x	1.1x
欧洲发达国家	-16.5x	1.5x	2.8x	2.7x	1.9x	1.5x	1.4x
南美洲	0.0x	0.5x	1.0x	1.5x	1.5x	1.7x	1.6x
中国	-0.6x	3.0x	1.6x	0.9x	0.9x	1.0x	1.0x
印度	0.9x	1.6x	1.4x	1.3x	1.5x	1.3x	1.1x
全球 GDP 弹性	-1.7x	-2.2x	1.9x	1.4x	1.3x	1.3x	1.3x
人均消费量 (公斤)							
美国	36.1	33.3	34.6	35.3	35.9	36.3	36.8
欧洲发达国家	26.6	25	26.1	27.1	28	28.7	29.4
南美洲	8.8	8.6	9	9.4	9.9	10.4	10.9
中国	8.8	11	12.7	13.6	14.6	15.7	16.8
印度	2	2.3	2.5	2.7	3.1	3.4	3.7
其他地区	7.7	7.5	8	8.4	8.6	8.9	9.3
全球人均消费量	9.8	9.9	10.6	11.1	11.6	12.1	12.6
人均消费量增长率							
美国	-14.00%	-7.60%	3.80%	2.10%	1.60%	1.10%	1.30%
欧洲发达国家	-9.00%	-6.10%	4.70%	3.70%	3.10%	2.70%	2.40%
南美洲	-1.50%	-2.10%	4.80%	4.70%	5.10%	5.00%	4.90%
中国	-6.40%	25.60%	15.00%	7.50%	7.40%	7.30%	7.20%
印度	4.30%	12.10%	10.80%	8.70%	12.30%	10.90%	8.90%
其他地区	-0.50%	-3.10%	6.70%	4.90%	3.30%	3.50%	3.80%
全球人均消费量增长率	-6.10%	1.10%	7.50%	4.80%	4.30%	4.10%	4.20%

资料来源:《petrochemicals :preparing for supercycle》,海通证券研究所

在聚乙烯需求增长的带动下,全球乙烯需求将保持增长势头。在假定未来几年乙烯需求的 GDP 增长率乘数为 1.20-1.30 的水平下(低于 2010 年 1.64 的乘数水平),未来几年全球乙烯需求增速有望保持在 5%左右的增速。

表 3 全球乙烯需求预测 (万吨)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
全球 GDP 增长率	3.90%	3.40%	4.00%	3.80%	2.80%	-0.90%	4.70%	4.20%	4.40%	4.10%	4.10%
乙烯需求的 GDP 增长率乘数 (X)	1.38	0.03	0.95	1.42	-2.00	-2.56	1.64	1.30	1.20	1.20	1.20
乙烯需求增长率	5.40%	0.10%	3.80%	5.40%	-5.60%	2.30%	7.70%	5.46%	5.28%	4.92%	4.92%
需求合计	10445	10455	10850	11432	10790	11043	11890	12541	13196	13832	14493

资料来源:《petrochemicals :preparing for supercycle》,海通证券研究所

3. 开工率：全球乙烯装置开工率有望从目前的 86% 提升至 2014 年 92%

乙烯装置开工率是衡量石化行业景气度的重要指标。一般情况下，乙烯装置开工率提高，会伴随着石化行业盈利能力的提升，以及景气度的回升。

未来几年，在全球乙烯需求增速明显快于供给增速的预期下（未来几年乙烯需求增速为 5.6%；乙烯供给增速为 2.3%），我们预计乙烯装置的开工率也将逐年提升。

表 4 全球乙烯装置开工率预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
产能增长率	1.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	2.00%	6.00%	5.00%	1.00%	3.00%	2.00%
需求增长率	5.40%	0.10%	3.80%	5.40%	-5.60%	2.30%	7.70%	5.40%	5.20%	4.80%	4.80%
开工率	93.00%	91.00%	91.00%	91.00%	85.00%	84.00%	85.00%	85.00%	88.00%	90.00%	92.00%

资料来源：《petrochemicals :preparing for supercycle》，海通证券研究所

4. 价差：石化产品价差在稳步提升中

石化产品季度价差在稳步扩大中。我们统计的主要石化产品价差在今年第一季度出现明显的环比提升，乙烯、丙烯、丁二烯及苯等产品与石脑油的价差环比提升了 30% 左右。石化产品价差的提升，将有助于第一季度石化公司化工业务板块盈利的增长。

表 5 石化产品季度价差（美元/吨）

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	环比
苯-石脑油	33.53	184.34	248.20	242.31	299.18	240.93	214.26	212.35	297.29	40.00%
苯乙烯-石脑油	349.36	476.68	501.70	451.89	613.76	494.93	452.60	520.94	558.12	7.14%
甲苯-石脑油	156.28	189.09	197.45	181.97	212.09	155.77	141.76	153.02	152.70	-0.21%
丁二烯-石脑油	97.86	224.18	839.53	831.56	1206.51	1452.43	1126.76	1195.60	1508.54	26.17%
乙烯-石脑油	244.28	272.26	392.86	370.81	554.01	448.52	313.43	327.85	423.54	29.18%
丙烯-石脑油	278.20	368.84	457.78	416.81	561.68	525.52	495.93	448.35	559.79	24.85%
LLDPE-石脑油	577.78	672.84	705.86	633.72	741.84	637.52	533.85	595.85	571.45	-4.10%
HDPE-石脑油	560.61	714.84	714.28	598.89	652.68	575.68	508.43	519.02	488.95	-5.79%
LDPE-石脑油	577.36	687.01	718.03	704.39	865.26	785.02	722.60	863.44	862.29	-0.13%

资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

如果未来石化产品价差能实现稳步提升，石化行业的景气度有望得以延续。通过对全球乙烯供给、需求以及开工率的分析，我们认为全球石化行业的景气度在逐年提升，并有望在 2014 年达到高点。

5. 我国乙烯当量需求继续较快增长

在下游需求的带动下，未来几年我国乙烯当量需求量将继续呈现快速增长势头。根据有关方面的预测，到 2015 年，我国乙烯当量消费量将达到 3689 万吨，较 2010 年上涨 37.42%；虽然国内乙烯产量也将增长 30%，但我国的乙烯需求自给率仍时有 57.4%，处于较低水平。

表 6 我国乙烯自给率情况 (万吨)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2010E	2015E	2020E
产量	470	481	541	612	628	770	941	1048	1026	1631	2119	2785
当量消费量	1064	1084	1422	1613	1810	1842	1986	2141	2431	2684	3689	4936
自给率 (%)	44.2	44.4	38	37.9	34.6	41.8	47.4	48.9	42.2	60.7	57.4	56.4

资料来源：中国石油化工经济分析，海通证券研究所

截止 2010 年底,我国乙烯产能达到 1437.9 万吨,较 2005 年的产能增长了 82.96%,显示了我国近几年乙烯产能扩产较快。在单套装置产能方面,2010 年我国乙烯单套装置的平均产能达到 51.35 万吨,也呈现逐年提升态势。乙烯单套装置规模的提升,显示我国石化装置的规模优势在逐年增强。产能分布情况见表 8。

未来几年将陆续有一些乙烯装置进入停产淘汰期。经过统计,在我国近 1500 万吨的乙烯产能中,投产 30 年以上的乙烯产能达到 109.5 万吨,占总产能的 7.62%;投产 20 年以上的乙烯产能达到 442.5 万吨,占总产能的 30.77%。

未来两年我国新增乙烯产能并不多。2013 年前我国新投产的乙烯产能为 300 万吨,较现有产能增加 20.86%。根据石化协会的统计,我国在建及拟建的乙烯产能达到 1630 万吨,超过现有产能,但多数处于科研或规划阶段,目前还没有开工建设。根据协会的统计,目前在建乙烯产能 300 万吨,占未来规划总量的 18%,可见未来两年我国新投产的乙烯产能并不多。

表 7 我国在建及拟建乙烯产能 (万吨)

		产能	投产时间	备注
中国石化	武汉石化乙烯	80	2012 年底-2013 年	
	曹妃甸项目	100		规划阶段
	上海漕泾化工区	100		规划阶段
	广东湛江东海岛	100		中石化、科威特合作意向,2010 年开建
	青岛黄岛石化工业区	100		规划阶段
	海南石化	100		规划阶段
中国石油	四川石化乙烯	80	2011 年底	
	大庆石化乙烯	60	2011 年	改扩建
	抚顺石化 2 号乙烯	80	2011 年上半年	新建 80
	延安乙烯	100		可研阶段
	中石油南通洋口港区或连云港	90		可研阶段
	安庆石化	90		规划阶段
	广西钦州港石化区	100		规划阶段,台湾石化工业园
中海油	惠州乙烯 2 期	80		规划阶段
	惠州乙烯 3 期	100		规划阶段
其他	大连长兴岛临港工业区	120		规划阶段,民企大连实德
	扬州化工园区	100		可研阶段
	陕西榆林	50	2016	神华与陶氏合资,煤制烯烃
合计	Total	1630		

资料来源：中国石油与化学工业协会，海通证券研究所

表 8 我国现有乙烯产能（万吨）

		投产时间	2005 产能	2006 产能	2007 产能	2008 产能	2009 产能	2010 产能
中国石化	燕山石化乙烯	1976	71	71	71	71	71	71
	北京东方乙烯	1996	15	15	15	15	15	15
	齐鲁石化乙烯	1987	72	80	80	80	80	80
	扬子石化乙烯	1987	65	70	70	70	70	70
	上海石化 1 号乙烯	1976	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5
	上海石化 2 号乙烯	1989	70	70	70	70	70	70
	茂名石化乙烯	1996	36	100	100	100	100	100
	广州石化乙烯	1997	21	21	21	21	21	21
	天津石化 1 号乙烯	1995	20	20	20	20	20	20
	天津石化 2 号乙烯	2010						100
	中原石化乙烯	1996	18	18	18	18	18	18
	上海园区赛科乙烯	2005	90	90	90	90	120	120
	南京园区扬巴乙烯	2006	60	60	60	60	60	74
	福建炼化乙烯	2009					80	80
	镇海炼化乙烯	2010						100
中国石油	大庆石化乙烯	1986	60	60	60	60	60	60
	吉林石化聚乙烯厂	1996	70	70	70	70	70	70
	吉林石化有机厂	1982	15	15	15	15	15	15
	抚顺石化 1 号乙烯	1991	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4
	辽阳石化乙烯	1980	12	12	20	20	20	20
	兰州石化 1 号乙烯	1975	24	24	24	24	24	24
	兰州石化 2 号乙烯	2006		46	46	46	46	46
	独山子石化 1 号乙烯	1995	22	22	22	22	22	22
	独山子石化 2 号乙烯	2009					100	100
	沈阳化工股份有限公司	2009					15	15
中海油	中海油壳牌乙烯（惠州 1 期）	2006		80	80	80	80	80
	辽宁华锦化工公司 1 号乙烯	1990	16	16	16	18	18	18
	辽宁华锦化工公司 2 号乙烯	2010						45
产能合计	Total		785.9	988.9	996.9	998.9	1223.9	1437.9
装置数量	Total		20	22	22	22	25	28

资料来源：中国石油与化学工业协会，海通证券研究所

我们预计 2010-2015 年我国乙烯产能的复合增长率为 3.86%。假定 2015 年前我国乙烯产能净增长 300 万吨（2013 年前我国乙烯产能增长为 300 万吨，如 2014-2015 年的乙烯增长现在还没有计划，由于我国投产 20 年以上的乙烯产能达到 442.5 万吨，因而我们预计未来几年将有部分装置逐步被淘汰，在假定 2014-2015 年新增产能与 2011-2015 年淘汰产能一致的情况下，我们预计未来几年为我国乙烯产能净增长量为 300 万吨）。

预计未来几年我国乙烯装置开工率将逐年提升。根据石化协会的统计，2010-2015 年，我国乙烯当量需求的复合增长率为 6.57%；而乙烯供给的复合增长率为 3.86%。需求增速高于供给增速，将带动我国乙烯装置开工率的提升。这与全球石化行业的景气周期基本一致。

6. 重点公司盈利预测及投资评级

全球石化行业景气度的回升，将使国内石化公司受益。我们预计国内石化行业未来几年的盈利也将保持稳步增长态势。

6.1 中国石油与中国石化

炼油和化工业务盈利的稳定推动两大石化公司业绩的稳步提升。在目前股价水平下，目前两公司估值处于相对低位，具有阶段性投资机会。在原油价格达到 120 美元/桶的情况下，国内成品油价格仍实现大幅上调，保证了炼油行业的稳定盈利，有助于抵消市场对高油价下炼油业务亏损的担心，从而推动石化行业估值水平的提升。

2011 年值得关注的事件包括：成品油定价机制进一步市场化（如缩短调价周期等）以及资源税改革（从量征收改为从价征收）在更大范围内实施。

6.2 上海石化

公司目前拥有 1400 万吨的炼油能力、乙烯产能 108.3 万吨（其中本部 84.5 万吨，参股 20%的赛科石化乙烯产能为 109 万吨）。

2010 年公司主要石化装置基本满负荷生产。2010 年公司主要生产装置的负荷率达到 99.80%，乙烯等重要生产装置保持了 100%左右的高负荷率。全年共加工原油 1052 万吨，生产乙烯 97.29 万吨。

在行业整体复苏的情况下，公司当年化工业务实现利润 17.92 亿元，同比增长 71.22%。化工业务盈利的大幅提升带动公司业绩实现增长，2010 年公司实现 EPS0.38 元，同比增长 73.14%。另外公司计提了 43.35 亿元的固定资产和存货减值准备，对 EPS 的影响达到 0.45 元。

公司业务基本全部是炼化业务，石化行业景气度的回升将使公司受益，我们预计公司未来两年业绩将实现逐年提升。

由于公司尚未股改，因而有一定的股改预期。同时作为中石化的下属子公司，在扬子石化、齐鲁石化等公司先后被中石化整合后，我们预计上海石化也有被大股东整合的可能。

6.3 天利高新

公司目前主要产品为己二酸、甲乙酮，目前具备 7.5 万吨己二酸、4.2 万吨甲乙酮的生产能力。原料供应主要由独山子石化提供，原料供应有保证。

受益于石化行业景气度的复苏，预计第一季度业绩将实现大幅增长。今年第一季度己二酸价格继续高位维持，甲乙酮产品则有大幅上涨，产品价格的提升将带动业绩的增长。我们预计公司第一季度 EPS 有望同比大幅上涨，预计在 0.18 元左右。

未来公司利润增长点。在现有 7.5 万吨己二酸基础上，公司拟扩产 7.5 万吨己二酸；另外公司今年通过增资控股的蓝德化工投产的顺丁橡胶产品有望在三季度投产，也将成为公司未来利润增长的重要来源。

6.4 辽通化工

500 万吨炼化装置已竣工投产，成为公司主要收入和利润来源。石化行业景气度的

回升将有助于公司业绩的增长。

根据大股东的战略规划，公司在几年前开始进行业务转型，投资建设炼油和乙烯装置。2009 年公司石化项目基本建成，2010 年公司石化装置实现基本满负荷生产，石化业务已成为公司主要收入和利润来源。500 万吨炼油、45 万吨乙烯项目建成，公司产品结构发生了重大变化。石化装置在 2010 年第四季度的装置运转率达到 100%，常减压装置、乙烯装置负荷分别达到 97%和 92.65%。2010 年公司累计加工原油 408.76 万吨，生产成品油 178.04 万吨、合成树脂 66.1 万吨。

与安哥拉国家石油公司的合作事宜正在稳步推进中。合资公司的成立将有助于公司原油供应，同时也有助于公司石化产品产能的进一步扩张。

另外，公司尿素业务在今年也有扩张，在现有 150 万吨产能基础上，拟扩产阿克苏化肥。根据公司年报披露，公司拟在今年生产尿素 190 万吨，较 2010 年增加 40 万吨。

表 9 两大石化公司盈利预测与投资评级

	EPS (元)			投资评级	
	2010	2011E	2012E	上次	本次
中国石油	0.76	0.84	0.91	增持	增持
中国石化	0.82	0.89	0.95	增持	增持
天利高新	0.48	0.69	0.83	增持	增持
上海石化	0.38	0.43	0.48	增持	增持
辽通化工	0.34	0.89	1.13	增持	增持

资料来源：公司公告，海通证券研究所

7. 风险提示

原油价格大幅波动的风险。如果油价在短期内大幅波动，将会对行业整体盈利构成一定影响。另外，如果成品油价格如果不能及时调整，那么炼油行业的盈利也会受到影响。

相关研究:

石化行业: 2011 年 3 月原油成品油进出口数据分析 20110411

石化行业: 高油价下大幅提高成品油价格有助于行业估值水平的提升 20110407

石化行业: 2011 年 2 月油品进出口数据分析 20110311

石化行业: 成品油价格上调 350 元/吨,点评 20110221

石化行业: 2011 年 1 月原油成品油进出口数据分析 20110215

石化行业: 2010 年运行情况分析 20110121

石化行业: 12 月原油成品油进出口数据分析 20110113

石化行业 2011 年投资策略 20101224

石化行业: 油价上涨带来的投资机会 20101109

石化行业: 成品油价格上调有助于四季度炼油业务保持稳定盈利 20101026

石化行业: 11 月原油成品油进出口数据分析 20101213

石化行业: 10 月原油成品油进出口数据分析 20101115

石化行业: 9 月原油成品油进出口数据分析 20101014

石化行业: 8 月原油成品油进出口数据分析 20100913

石化行业: 全球视野下石化公司投资机会分析 20100708

石化行业: 7 月原油成品油进出口数据分析 20100811

石化行业: 6 月原油成品油进出口数据分析 20100712

石化行业: 5 月原油成品油进出口数据分析 20100617

石化行业: 4 月原油成品油进出口数据分析 20100524

石化行业: 3 月原油成品油进出口数据分析 20100426

石化行业: 2010 年一季度业绩前瞻 20100429

石化行业: 1 月份原油成品油进出口数据分析 20100210

信息披露

分析师声明

邓勇：石化与基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

中国石化、中国石油、盐湖钾肥、云天化、华鲁恒升、柳化股份、兴化股份、兴发集团、烟台万华、天利高新、天原集团

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。