

嘉化能源 (600273.SH) / 化工 一体化热电联产, 乙烯法 PVC 及氢能打开成长空间
评级: 买入 (首次)

市场价格:

分析师: 谢楠

执业证书编号: S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

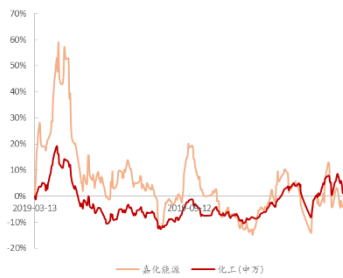
研究助理: 张波

执业证书编号: S0740119110067

Email: zhangbo@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	14.33
流通股本(亿股)	14.14
市价(元)	9.18
市值(亿元)	132
流通市值(亿元)	130

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,576	5,604	5,762	5,772	7,176
增长率 yoy%	23.82%	0.50%	2.82%	0.18%	24.32%
净利润	969	1,100	1,275	1,338	1,781
增长率 yoy%	30.80%	13.59%	15.86%	4.94%	33.18%
每股收益(元)	0.68	0.77	0.89	0.93	1.24
净资产收益率	14.98%	16.82%	17.14%	15.95%	18.43%
P/E	13.58	11.95	10.32	9.83	7.38
P/B	2.03	2.01	1.77	1.57	1.36

注: 股价取自 2020 年 03 月 19 日收盘价

投资要点

- 一体化热电联产龙头企业。**浙江嘉化能源化工股份有限公司为中国化工新材料(嘉兴)园区的核心企业,公司以热电联产为核心装置,通过先进高效的透平机组生产的蒸汽和电,一方面向园区及相邻的海盐经济开发区化工企业供应蒸汽,另一方面用于自身化工产品生产,公司具体产品包括 29.7 万吨/年氯碱、20 万吨/年脂肪醇(酸)、30 万吨/年硫酸、3 万吨/年邻对位(磺化医药)等。
- 循环产业链优势明显。**公司热电联产为氯碱、脂肪醇(酸)、硫酸、邻对位装置提供电和蒸汽。氯碱装置部分复产氯化氢提供给硫酸业务,部分复产氯气提供给磺化医药业务。硫酸装置为邻对位产品提供氯磺酸和三氧化硫等,公司各产业链之间互相协同,有效将副产物转换为附加值更高的产物,提供综合效益。
- 氯碱产业链不断完善,乙烯法 PVC 打开成长空间。**公司氯碱产业链不断完善,公司拟发行不超过 18 亿元可转债,用于建设 30 万吨/年二氯乙烷和氯乙烯项目和 30 万吨/年 PVC 项目。2018-2022 年,全球乙烯产能大幅扩产,叠加成本端原油价格下行,乙烯价格有望持续下行并维持在低位,乙烯法 PVC 成本优势明显,盈利能力较强。30 万吨/年 PVC 项目建成后将大幅增厚公司业绩。
- 持续发力氢能源,受益氢能大发展。**公司持续发力氢能源产业,利用副产氢气进行提纯,与美国空气产品公司和三江化工签署三方合作协议,引进先进的液氢生产技术从而实现低成本大规模氢气的制备、运输。公司联合国富氢能、上海重塑成立江苏嘉化氢能科技有限公司,致力于长三角地区加氢站的投资、建设及运营。2019 年 8 月 14 日,控股子公司江苏嘉化氢能港城加氢站项目已在张家港人民政府官网公示,预计建成后该加氢站规模可达 1000kg/天。公司实现了制氢、液氢、加氢站的全产业链布局,将充分受益于氢能行业大发展。
- 磺化产业链向好。**公司拥有 30 万吨/年硫酸产能,是国内首家全套引进美国孟山都工艺技术的企业,公司与巴斯夫共同打造电子级硫酸生产基地,已于 2016 年投入运行。随着电子级硫酸项目逐步达产,公司硫酸产品结构不断优化,盈利持续向好。此外,硫酸延伸出邻对位产品(磺化医药)业务,伴随着 BA 新产品以及 3.8 万吨 TA 项目的投产,磺化医药产业高附加值衍生产品的比重日益增加,大幅度提升了产业链的附加值,进一步打开磺化医药的市场空间。
- “买入”投资评级。**预计公司 2019-2021 年归母净利润为 12.75/13.38/17.81 亿元,对应 EPS 分别为 0.89/0.93/1.24 元,PE 分别为 10/10/7 倍。看好公司受益于品类扩张以及产能投放业绩快速增长,给予公司“买入”投资评级。
- 风险提示:**下游市场不及预期、市场开拓不达预期、主要产品价格波动的风险。

内容目录

公司基本情况	- 5 -
一体化热电联产产业链	- 5 -
经营业绩呈上升趋势	- 6 -
热电联产，受益嘉兴园区持续发展	- 8 -
热电联产是园区循环经济重要发展模式	- 8 -
嘉兴港区持续快速发展	- 8 -
公司有望充分受益	- 9 -
不断深化氯碱产业链，受益氢能大发展	- 11 -
烧碱行业稳中向好	- 11 -
乙烯法 PVC 打开成长空间	- 12 -
持续布局，受益氢能大浪潮	- 16 -
脂肪醇（酸）产品不断丰富	- 18 -
磺化产业链向好	- 20 -
硫酸产品结构持续优化	- 20 -
磺化医药系列产品不断放量	- 20 -
盈利预测及估值	- 22 -
风险提示	- 24 -

图表目录

图 1: 公司产能.....	- 5 -
图 2: 公司股权结构	- 5 -
图 3: 公司营业收入及增速	- 6 -
图 4: 公司归母净利润及增速.....	- 6 -
图 5: 公司毛利率及净利率	- 6 -
图 6: 公司期间费用率.....	- 6 -
图 7: 公司营收结构(按产品).....	- 7 -
图 8: 公司毛利结构(按产品).....	- 7 -
图 9: 分产品毛利率	- 7 -
图 10: 公司 ROE.....	- 7 -
图 11: 嘉兴港区概况图.....	- 8 -
图 12: 嘉兴港区一小时经济圈.....	- 8 -
图 13: 公司在园区循环经济产业链中位于核心地位.....	- 10 -
图 14: 公司在园区循环经济产业链中位于核心地位.....	- 10 -
图 15: 氯碱产业链.....	- 11 -
图 16: 烧碱主要下游.....	- 12 -
图 17: 烧碱产能产量及产能利用率.....	- 12 -
图 18: 烧碱价格.....	- 12 -
图 19: PVC 粉末.....	- 13 -
图 20: PVC 管材.....	- 13 -
图 21: PVC 产业链.....	- 13 -
图 22: PVC 制备方法对比.....	- 13 -
图 23: PVC 行业政策.....	- 14 -
图 24: 聚氯乙烯需求结构	- 14 -
图 25: PVC 表观消费量及增速.....	- 14 -
图 26: 我国房屋新开工面积及增速.....	- 15 -
图 27: 我国商品房销售面积及增速.....	- 15 -
图 28: 我国 PVC 产能与增速.....	- 15 -
图 29: 我国 PVC 产量与增速.....	- 15 -
图 30: PVC 价格.....	- 15 -
图 31: PVC 产能分类.....	- 15 -
图 32: 电石法 PVC 价差.....	- 16 -
图 33: 乙烯法 PVC 价差.....	- 16 -

图 34: 全球乙烯产能产量	- 16 -
图 35: 乙烯及原油价格	- 16 -
图 36: 国家陆续出台政策推动氢能发展	- 17 -
图 37: 氢能源产业链	- 17 -
图 38: 2016 年全球脂肪醇格局	- 18 -
图 39: 公司脂肪醇主要企业	- 18 -
图 40: 公司硫酸销量及均价	- 20 -
图 41: 公司硫酸毛利率	- 20 -
图 42: 公司磺化医药营收及毛利率	- 21 -
图 43: 公司磺化医药流程图	- 21 -
图 44: 盈利预测业务拆分	- 22 -
图 45: 可比公司估值	- 22 -
图 46: 嘉化能源历史 PE-Bands (TTM)	- 23 -
图 47: 嘉化能源历史 PB-Bands (TTM)	- 23 -
图 48: 盈利预测	- 25 -

公司基本情况

一体化热电联产产业链

浙江嘉化能源化工股份有限公司成立于1998年，2014年借壳华芳纺织上市。公司主要制造和销售蒸汽、氯碱、脂肪醇（酸）、磺化医药系列产品以及硫酸系列产品，子公司经营化工、港口码头装卸、仓储业务、新能源发电业务及氢能、加氢设备的技术开发、技术服务等。公司主要以热电联产为核心装置，通过先进高效的透平机组生产的电和蒸汽，一方面用于公司自身化工装置的生产，另一方面与园区内其他企业构成循环供应链。公司在建产能主要包括30万吨二氯乙烷和氯乙烯以及30万吨功能性高分子材料，建成后将进一步丰富公司的产品结构，完善公司循环经济产业链。

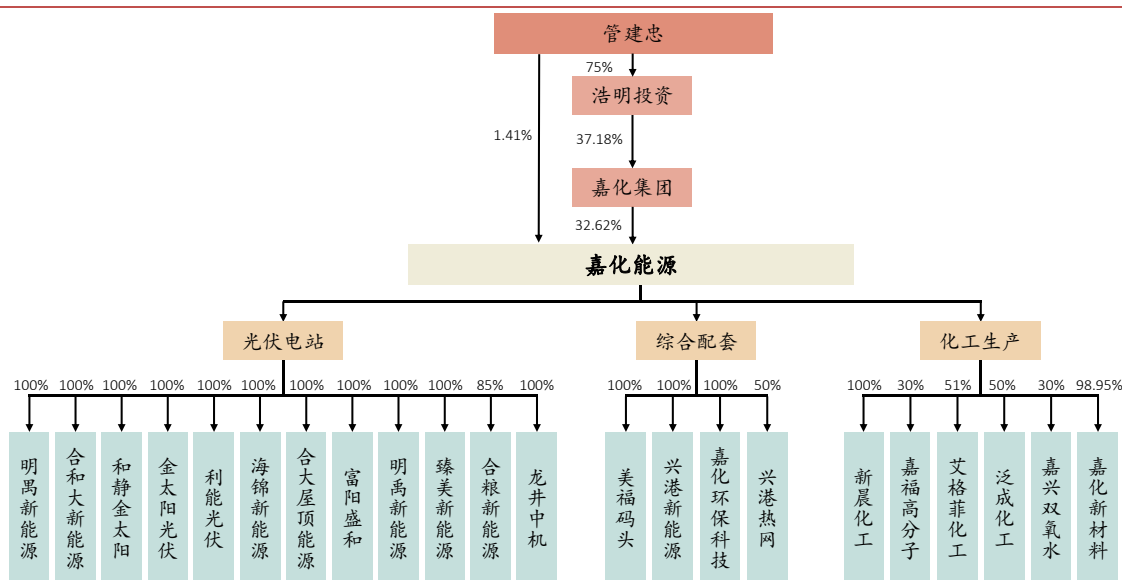
图1：公司产能

产品	产能（万吨）	在建产能（万吨）
磺化医药	3	
氯碱	29.7	
脂肪醇（酸）	20	
硫酸	30	
二氯乙烷和氯乙烯		30
功能性高分子材料		30

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

浙江嘉化集团为公司控股股东，持有公司32.62%股权。公司实际控制人为管建忠先生。公司业务主要包括化工生产、综合配套以及光伏电站三大板块。

图2：公司股权结构

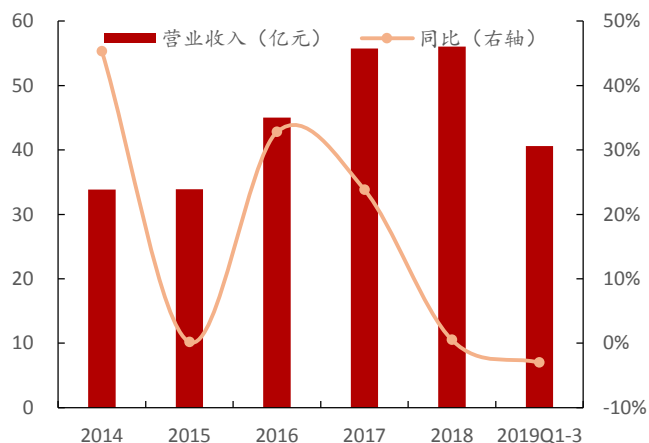


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

经营业绩呈上升趋势

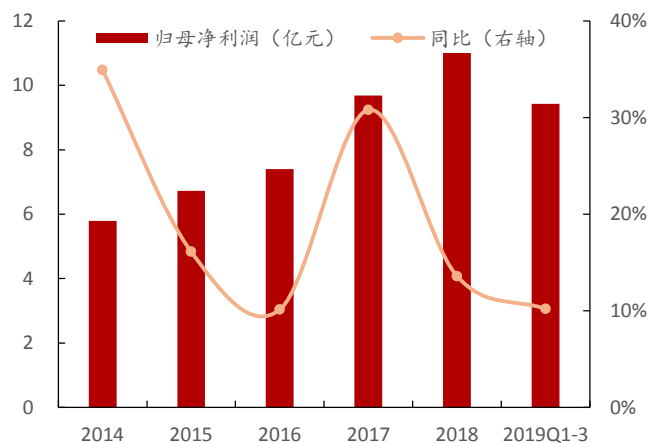
2014 - 2018 年, 公司的营业收入从 33.85 亿元增长到 56.04 亿元, 复合增速为 13.43%, 公司营业收入总体呈稳健上升趋势, 主要是由于公司产品不断放量。2014 - 2018 年, 公司归母公司净利润从 5.79 亿元增长到 11.00 亿元, 复合增速为 11.00%。

图 3: 公司营业收入及增速



资料来源: wind、中泰证券研究所

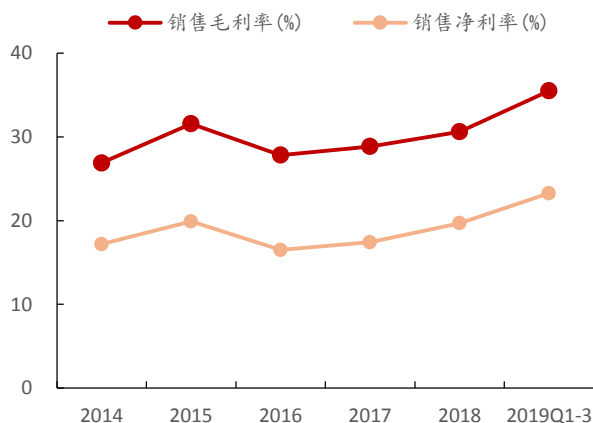
图 4: 公司归母净利润及增速



资料来源: wind、中泰证券研究所

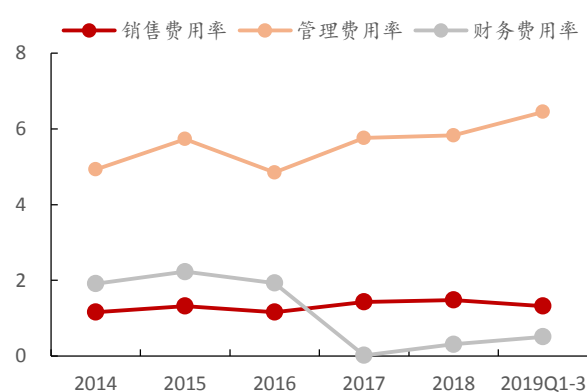
受益于公司产品结构不断向好, 公司毛利率从 2014 年的 26.91% 持续提高至 2019 年 Q1-3 的 35.51%。公司费用率基本稳定, 财务费用率及销售费用率均维持在 2% 以下的较低水平, 公司管理费用率基本稳定在 6%。公司净利率受益于毛利率提高而不断提高, 2019 年 Q1-3 达到 23.27%。

图 5: 公司毛利率及净利率



资料来源: wind、中泰证券研究所

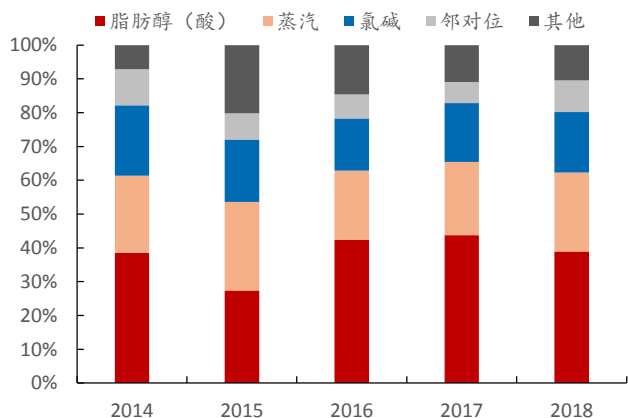
图 6: 公司期间费用率



资料来源: wind、中泰证券研究所

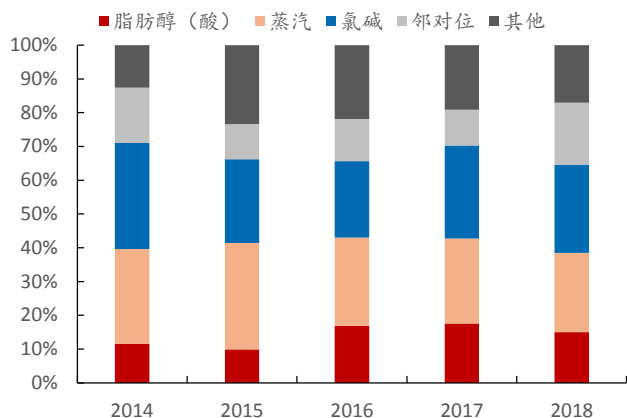
公司主营业务分为脂肪醇(酸)、蒸汽、氯碱、邻对位等, 2018 年毛利率分别为 11.83%、30.70%、44.64% 和 60.07%。其中, 邻对位板块, 随着磺化医药 BA 新产品的投产及 TA 装置投入运行, 磺化医药系列产品产业链进一步延伸, 产品附加值得到很大提高, 毛利率和毛利占比进一步提高。

图 7: 公司营收结构(按产品)



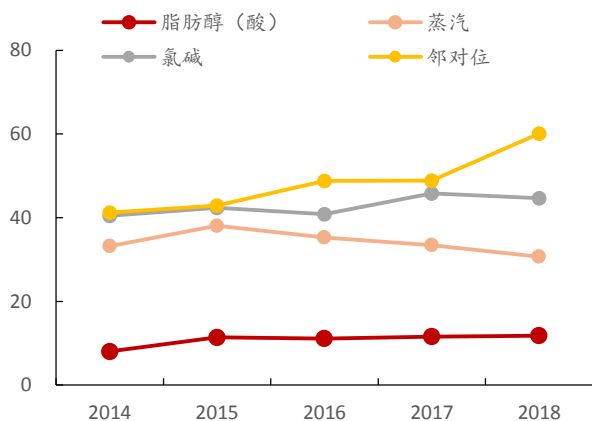
资料来源: wind、中泰证券研究所

图 8: 公司毛利结构(按产品)



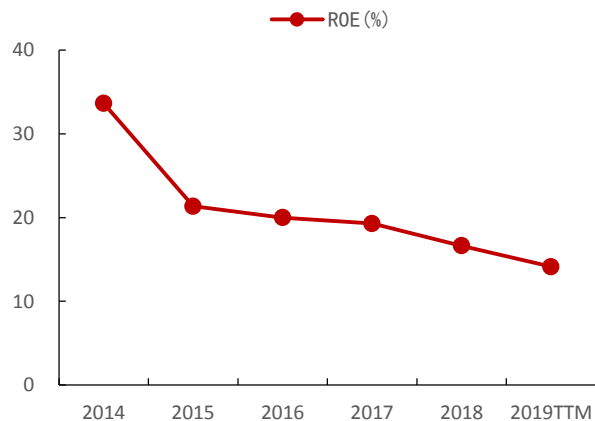
资料来源: wind、中泰证券研究所

图 9: 分产品毛利率



资料来源: wind、中泰证券研究所

图 10: 公司 ROE



资料来源: wind、中泰证券研究所

热电联产，受益嘉兴园区持续发展

热电联产是园区循环经济重要发展模式

热电联产是指发电厂既生产电能，又利用汽轮发电机做过功的蒸汽对用户供热的生产方式，即同时生产电、热能的工艺过程，较之分别生产电、热能方式节约燃料。具有节约能源、改善环境、提高供热质量、增加电力供应等综合效益，成为循环经济的一种发展模式。

根据 2007 年 1 月国家发改委、建设部所发布的《热电联产和煤矸石综合利用发电项目建设管理暂行规定》，以蒸汽为供热介质的一般按 8 公里考虑，在 8 公里范围内不重复规划建设此类热电项目。政府后续出台规定扩大为 10 公里，根据我国《热电联产管理办法》（发改能源〔2016〕617 号），以蒸汽为供热介质的热电联产机组，供热半径一般按 10 公里考虑，供热范围内原则上不再另行规划建设其他热源地；浙江省扩大为 15 公里，根据《浙江省地方燃煤热电联产行业综合改造升级行动计划》，规划新增热源地供热半径不得小于 15 公里。2018 年 6 月国务院发布了《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，《意见》提出要加大排放高、污染重的煤电机组淘汰力度，在重点区域加快推进。到 2020 年，具备改造条件的燃煤电厂全部完成超低排放改造，重点区域不具备改造条件的高污染燃煤电厂逐步关停。

嘉兴港区持续快速发展

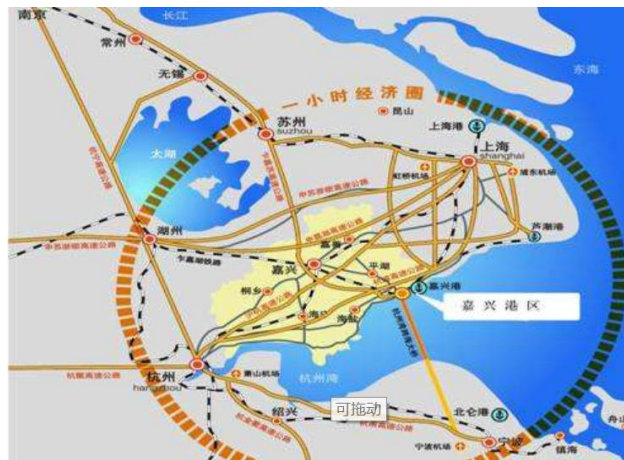
嘉兴港区地处上海南翼、杭州湾北岸，管理范围为乍浦镇域 55.8 平方公里，总人口约 12 万，辖区内有国家一类开放口岸嘉兴（乍浦）港、国家级嘉兴综合保税区、国家级化工新材料(嘉兴)园区、省级乍浦经济开发区、临港现代装备·航空航天产业园、千年古镇乍浦镇。基本实现了与沪、杭、甬、苏周边城市的“一小时交通圈”，是“长三角”地区的一个重要交通枢纽。

图 11：嘉兴港区概况图



资料来源：政府官网、中泰证券研究所

图 12：嘉兴港区一小时经济圈



资料来源：政府官网、中泰证券研究所

自 2001 年嘉兴市委、市政府设立嘉兴港区党工委、管委会以来，嘉兴港区以嘉兴市滨海开发带动战略为引领，着力打造国内特色临港产业新高地、长三角国际化现代新港口、

环杭州湾和谐生态新港城。2018年，港区实现GDP183.0亿元，同比增长11.5%，列全市第一位；完成一般公共预算收入18.4亿元，同比增长22.8%，列全市第一位；固定资产投资额同比增长9.8%，列全市第一位；规上工业实现产值766.0亿元，同比增长28.2%，列全市第一位；规上工业增加值146.3亿元，同比增长14.2%，列全市第二位；万元工业增加值能耗下降10.1%，列全市第三位；引进市内外资20.1亿元，同比增长55.1%；实现进出口256.3亿元，同比增长35.3%，列全市第一位；城镇居民人均可支配收入实现58970元，同比增长7.7%，农村居民人均纯收入实现34375元，同比增长9.2%，列全市第三位；港口吞吐量完成6184.0万吨，同比增长8.4%，集装箱完成150万标箱，同比增长27.2%。

其中，嘉兴港系国家一类开放口岸，为浙北地区唯一出海口，目前共拥有码头泊位46个，其中万吨级以上34个，集装箱航线21条，跻身海峡两岸直航港口行列。临港现代装备·航空航天产业园定位发展成为长三角高端智能制造和现代电子信息产业集聚区。嘉兴港区综合物流园于2012年启动建设，按照港航综合服务核心、临港作业区、石化物流区、建材物流区、保税物流区“一心四区”空间布局打造长三角区域内综合性现代物流园区。杭州湾新经济园成立于2015年3月，致力于打造成为嘉兴港区科技创新孵化平台。

中国化工新材料（嘉兴）园区是浙江省重点发展的三个化工园区之一，该园区于2008年被命名为“中国化工新材料（嘉兴）园区”，是国内第一家以中国化工新材料冠名的化工园区，规划面积10平方公里，已开发面积约6平方公里。中国化工新材料（嘉兴）园区依托嘉兴港“海河联运”的物流优势，以国家产业政策为导向，按照浙江省环杭州湾发展战略部署，贯彻落实科学发展观的要求，积极走循环经济、节能降耗和生态化建设之路，大力发展以化工新材料、有机化学原料、现代物流为主导的临港产业。园区经过这些年的快速发展壮大，目前，已入驻的主要化工企业有40多家，其中外商投资企业涉及日本、美国、韩国、荷兰、加拿大等多个国家和地区，如英荷壳牌、日本帝人、德国巴斯夫、德国山德化工、韩国乐天、韩国晓星等一批国际知名企业相继落户园区；后续国内行业中一批实力新项目也已经入驻和启动。

公司有望充分受益

公司是中国化工新材料（嘉兴）园区的核心企业，主要以热电联产为核心装置，通过先进高效的透平机组生产的蒸汽和电，向园区及相邻的海盐经济开发区化工企业供应蒸汽。供热产品的需求量主要取决于企业自身蒸汽用量、园区落户企业数量及蒸汽需求量和供热范围内周边企业的蒸汽需求量。嘉兴港区预计“十三五”产值达到1000亿元，随着园区已落户企业后续项目不断开工建设投产，园区企业蒸汽需求量每年都将保持稳定增长。

此外，根据嘉兴市热力规划，公司的蒸汽供热范围还涵盖了海盐杭州湾大桥新区东部区域。目前，与嘉兴港区相邻的海盐经济开发区也进入了快速发展阶段，新增用户数量不断增长，将会对公司蒸汽供热业务带来良好的增长前景。

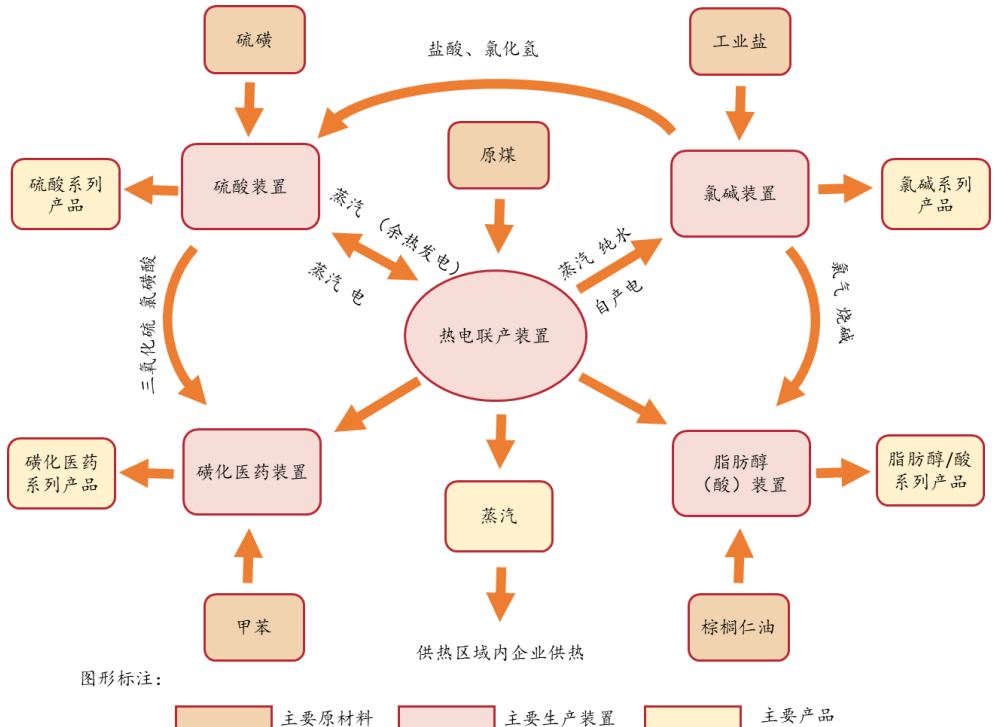
图 13：公司在园区循环经济产业链中位于核心地位



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

公司以热电联产为核心和源头，除了供应园区蒸汽以外，还构建了化工产品和能源循环利用的多元化产品链。主要产品包括氯碱、磺化医药系列产品、脂肪醇（酸）和硫酸等。

图 14：公司在园区循环经济产业链中位于核心地位



图形标注：

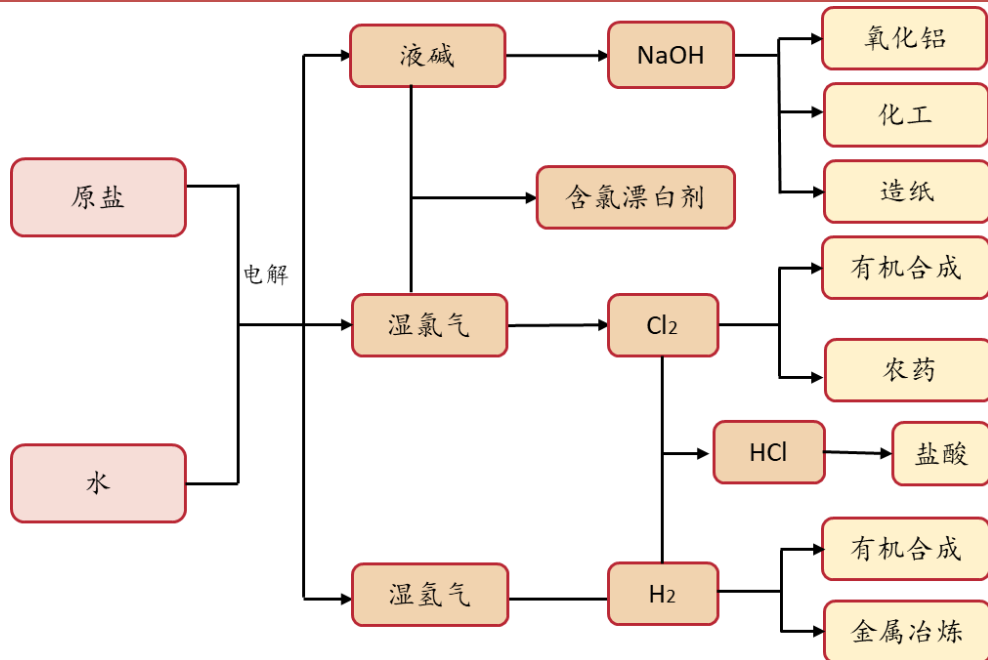
主要原材料 主要生产装置 主要产品

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

不断深化氯碱产业链，受益氢能大发展

氯碱工业是以盐和电为原料生产烧碱、氯气、氢气的基础原材料工业，氯碱产品制造过程中除主要产品烧碱和液氯外，伴随的副产品有高纯盐酸、次氯酸钠和氢气。

图 15：氯碱产业链



资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

公司目前氯碱系列产品生产能力为烧碱 29.7 万吨/年（折百），引进了日本氯工程公司（ChlorineEngineers）的离子膜烧碱技术设备，为浙北地区（嘉兴、湖州）唯一生产商。公司的氯碱产品有：30%烧碱、32%烧碱、48%烧碱、次氯酸钠、液氯、31%工业盐酸、31%高纯盐酸和氢气。公司氯碱业务具有以下特点：1、氯与碱的平衡。公司通过园区产业链配套设施，将液氯通过管道输送到世界 500 强企业日本帝人化学等下游企业；副产品氢气通过管道输送至德山化工、合盛硅业等下游企业以实现全部回收利用，有效解决氯碱产品的平衡问题和氢气产品的充分利用，实现企业的稳定发展；2、公司的氯碱产品充分利用了公司热电联产自备发电的优势，降低了氯碱的整体成本，在同行竞争中占据有利地位；3、公司所处的华东区域内石化、印染等行业集中度和产业链配套均为国内领先，氯碱下游需求强劲，受益于长三角区位优势 and 物流成本优势，公司氯碱系列产品竞争力较强。

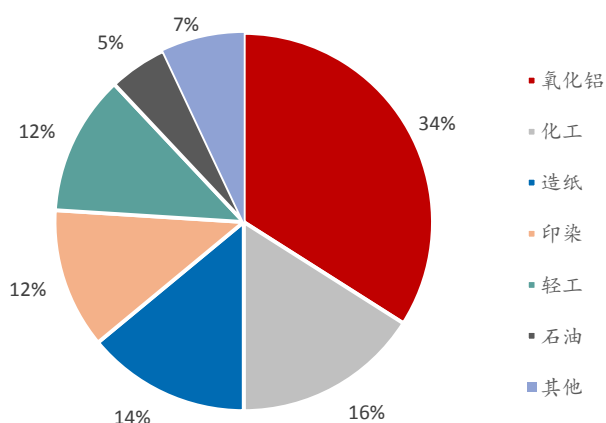
烧碱行业稳中向好

烧碱（氢氧化钠），化学式为 NaOH，又称火碱、苛性钠，为一种具有强腐蚀性的强碱，一般为片状或块状形态，烧碱主要下游包括氧化铝（34%）、化工（16%）、造纸（14%）、印染（12%）、轻工（12%）、石油（5%）等行业。据百川资讯，2019 年国内烧碱产能 4225 万吨，产量 3495 万吨，同比+2%。烧碱行业整体保持稳定发展态势，行业企业生产经营情况较好，开工率 83%。

2013 年以来，我国正进行氯碱行业发展模式转型和产业结构调整，氯碱行业产业优化进入实质阶段，产业集中度进一步提高，落后产能不断退出，集群化、园区化成为中国氯

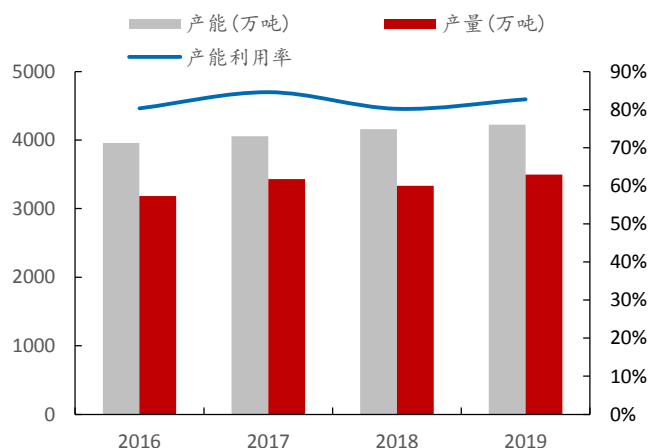
碱产业发展的趋势。同时，为满足节能、环保和资源综合利用要求，实现合理规模经济，新建烧碱装置起始规模必须达到 30 万吨/年及以上。行业运行特点发生一系列变化：行业规模不断扩大，但增速放缓；产业集中度提高，产业布局逐步合理；市场格局不断变化，交易方式多样化；生产工艺不断优化，节能环保水平不断提高。近几年，烧碱行业产能增速在-1%-4%之间，与此同时，近几年烧碱行业开工率均维持在 80%以上，行业发展趋于健康化。

图 16: 烧碱主要下游



资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

图 17: 烧碱产能产量及产能利用率



资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

图 18: 烧碱价格



资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

乙烯法 PVC 打开成长空间

聚氯乙烯用途广泛，主要用于塑料制品。聚氯乙烯简称 PVC，是氯乙烯单体聚合而成，呈微黄色半透明状，有光泽。PVC 具有阻燃、耐化学药品性高、机械强度及电绝缘性良好的优点。根据增塑剂含量的多少，PVC 可分为：无增塑 PVC；硬质 PVC（含量<10%）；半硬质 PVC（含量为 10-30%）；软质 PVC（含量为 30-70%）；聚氯乙烯糊塑料（含量>80%）。

图 19: PVC 粉末



资料来源：赛门国际、中泰证券研究所

图 20: PVC 管材

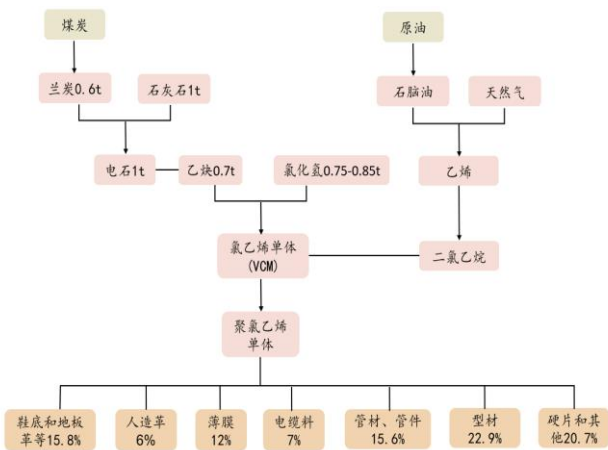


资料来源：慧聪网、中泰证券研究所

PVC 上游为石油或煤炭，生产分为电石法和乙烯法，电石法是我国主流。电石法原材料为煤炭，利用电石遇水生成乙炔，将乙炔与氯化氢合成制出氯乙烯单体；乙烯法原材料为石油，利用石脑油和天然气生成乙烯，再经过氯化反应制得二氯乙烯，进而产出氯乙烯单体。相比于乙烯法，电石法较简单，投资量相对小，但乙烯法的氯可完全利用，实现“三废”的完全处理。基于我国“富煤、贫油、少气”的资源禀赋，电石法为我国 PVC 制造的主流，煤炭为国内 PVC 制造的主要原材料。

下游主要对接型材、管材、薄膜制造业。根据制造工艺的不同，PVC 的原材料可为煤炭或石油，下游主要对接的是型材、门窗、管材、薄膜、地板革、电缆料制造业，其需求端与房地产和基建紧密关联。

图 21: PVC 产业链



资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

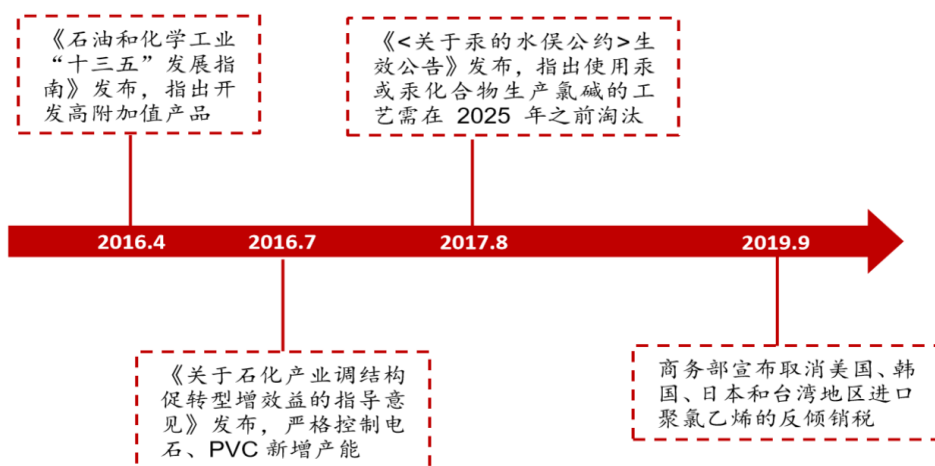
图 22: PVC 制备方法对比

制备方法	原材料	优点	缺点
电石法	电石	流程简单，投资量小	高污染，高耗能
乙烯法	乙烯	完全利用氯，“三废”完全处理	受天然原料储备限制

资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

针对 PVC 生产过程中出现的各种安全环保等问题，国家陆续出台相关政策，推动 PVC 行业良性发展。

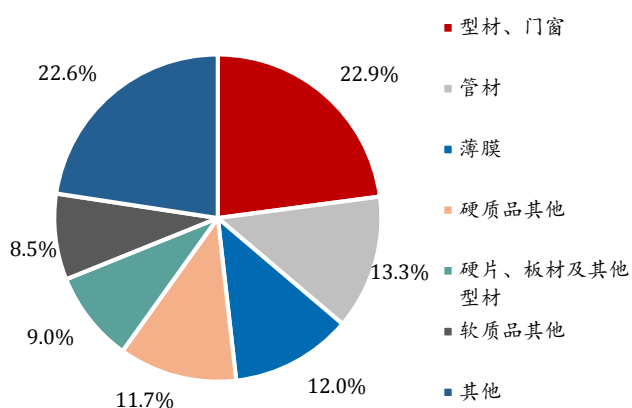
图 23: PVC 行业政策



资料来源: 百川资讯、中泰证券研究所

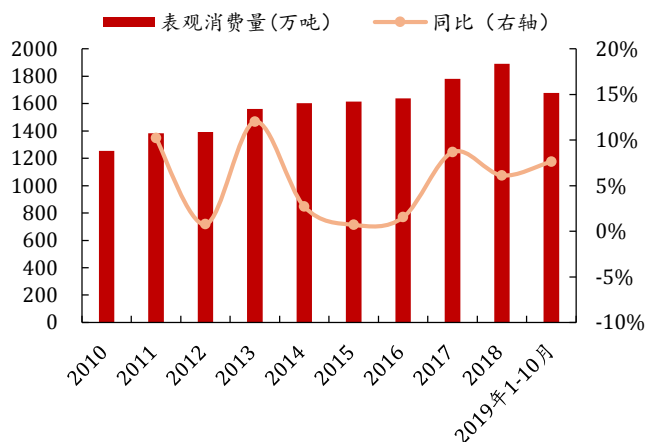
PVC 下游需求稳中有升。PVC 的下游为型材、门窗、管材、硬片、板材等硬质品制造, 以及薄膜等软质品制造, 其中型材和门窗制造为最主要的下游。从 2010 年至今, PVC 表观消费量保持整体平稳, 2019 年前 10 个月, PVC 累计表观消费量为 1678.9 万吨, 较去年同期增长 8%。

图 24: 聚氯乙烯需求结构



来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

图 25: PVC 表观消费量及增速

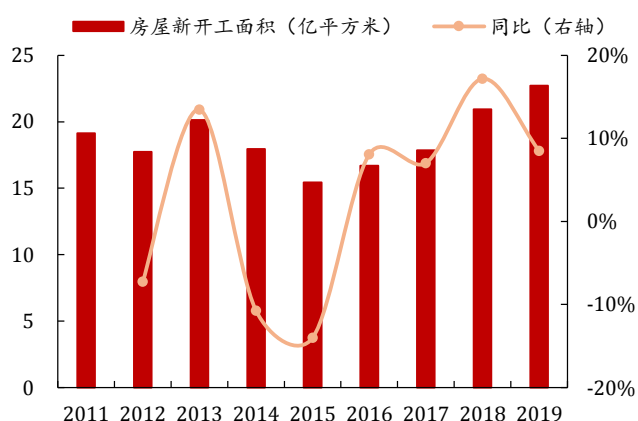


来源: Wind, 中泰证券研究所

房地产开工带动 PVC 下游产业的发展。聚氯乙烯下游主要用于型材、门窗、管材, 这些产品主要用于房屋装修、水管铺设等, 因此下游产品的需求波动和房地产的景气度关联性较强。截至 2019 年 12 月, 我国房屋新开工面积 22.72 亿平方米, 同比增长 8.5%, 增速同 PVC 表观消费量增速 (8%) 基本持平, 销售面积 17.16 亿平方米, 同比持平。

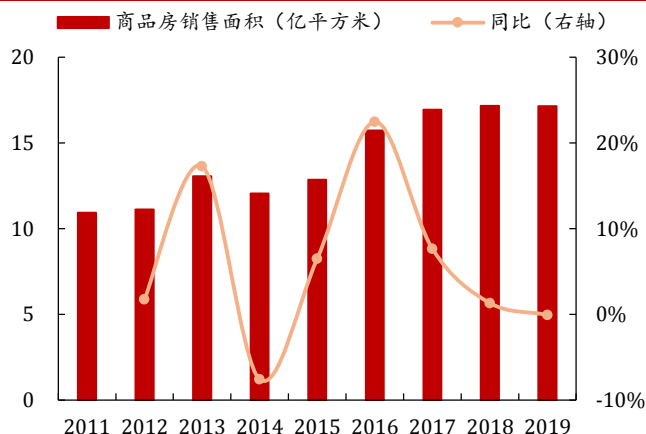
2019 年产能下滑, 产量与去年基本持平。我国 PVC 行业一直面临着产能过剩的局面, 2014-2016 年随着供给侧改革的推进, 落后产能不断去化, PVC 产能连续三年负增长。而 2016 年开始, 随着行业供给格局向好, 新增产能再度投放。2019 年, PVC 行业投产节奏再度放缓, 一些环保不达标的小企业关停, 全国总产能回落至 2498 万吨/年, 同比下跌 2%。2019 年, 国内 PVC 总产量 1933 万吨, 与去年同期产量持平。

图 26：我国房屋新开工面积及增速



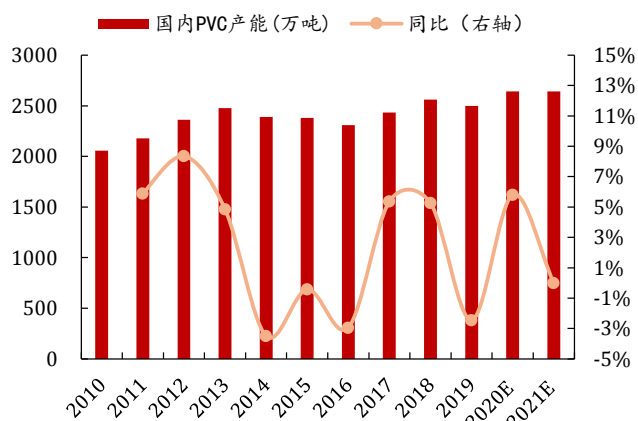
来源：国家统计局，中泰证券研究所

图 27：我国商品房销售面积及增速



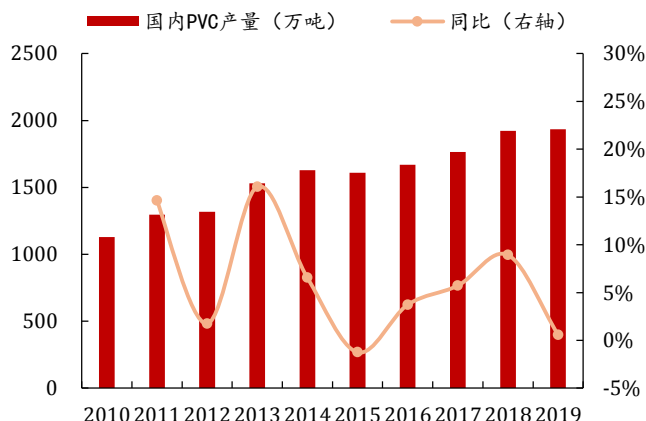
来源：国家统计局，中泰证券研究所

图 28：我国 PVC 产能与增速



来源：wind，百川资讯，中泰证券研究所

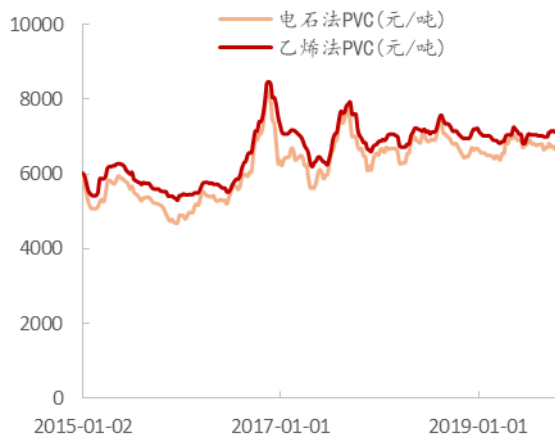
图 29：我国 PVC 产量与增速



来源：Wind，中泰证券研究所

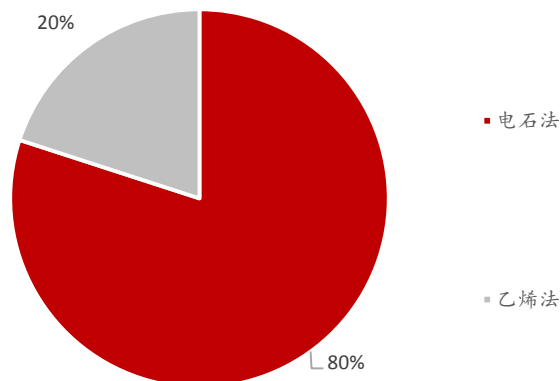
乙烯法 PVC 价格价差均高于电石法 PVC。过去 5 年，乙烯法和电石法 PVC 的价格走势高度相似，乙烯法 PVC 的价格要略高于电石法，乙烯法 PVC 的价差显著高于电石法。2019 年，两种工艺下的 PVC 价差波动，乙烯法 PVC 价差始终高于电石法 PVC。

图 30：PVC 价格



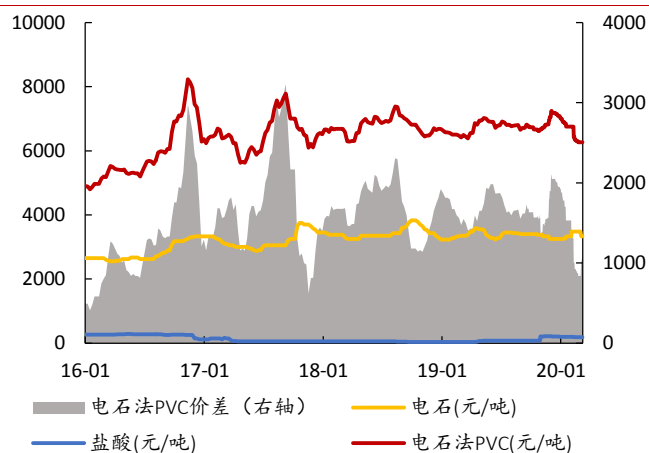
来源：wind，中泰证券研究所

图 31：PVC 产能分类



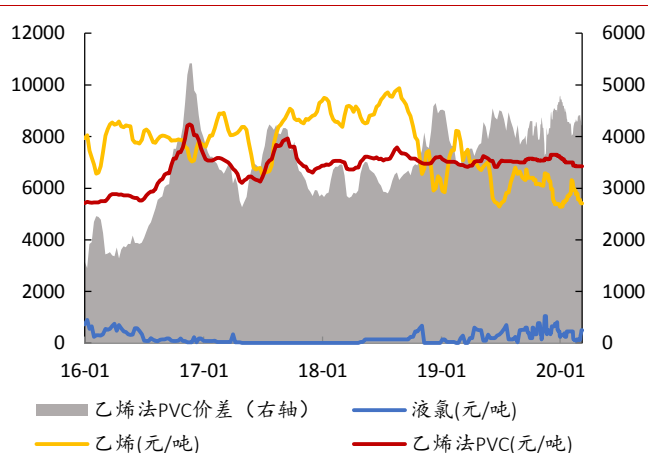
来源：wind，中泰证券研究所

图 32: 电石法 PVC 价差



来源: wind, 中泰证券研究所

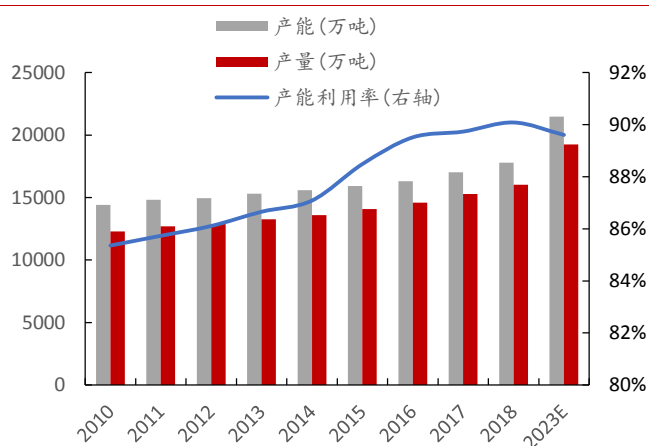
图 33: 乙烯法 PVC 价差



来源: wind, 中泰证券研究所

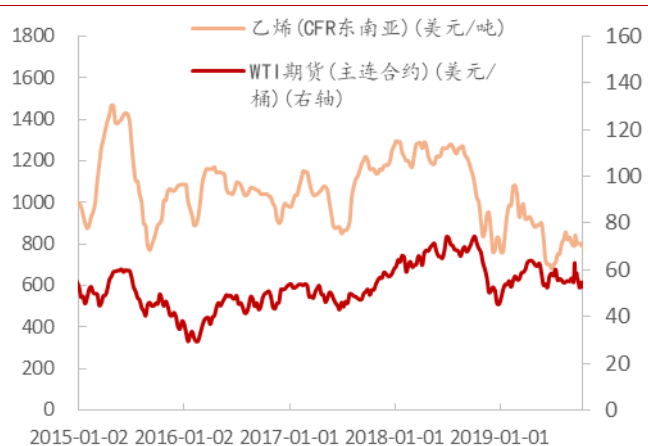
乙烯价格有望持续下行。18-22 年, 全球油煤气三大工艺路线法乙烯均大幅扩产, 叠加成本端原油价格下行, 乙烯价格有望持续下行并维持在低位, 乙烯法 PVC 成本优势明显。

图 34: 全球乙烯产能产量



来源: IHS, 中泰证券研究所

图 35: 乙烯及原油价格



来源: wind, 中泰证券研究所

公司拟发行不超过 18 亿元可转债, 用于建设 30 万吨/年二氯乙烷和氯乙烯项目和 30 万吨功能性高分子材料项目, 项目建成后将大幅增厚公司业绩。

持续布局, 受益氢能大浪潮

氢能作为一种可储、可电、可燃烧的清洁能源, 在世界范围内备受关注, 是世界能源转型的一个重大战略方向。在氢能和燃料电池发展方面, 我国一直紧随世界发达国家的脚步, 目前基本形成了燃料电池、电堆、氢燃料电池配套研发体系和生产制造能力, 并陆续开展了客运、物流等以商用车型为先导的小规模示范推动。

2019 年, 氢能首次写进了《政府工作报告》, 要求“推动充电、加氢等设施建设”。2019 年 3 月, 财政部等四部委联合发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》, 指出地方应完善政策, 过渡期后不再对新能源汽车(新能源公交车和燃料电池汽车除外)给予购置补贴, 转为用于支持充电(加氢)基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。

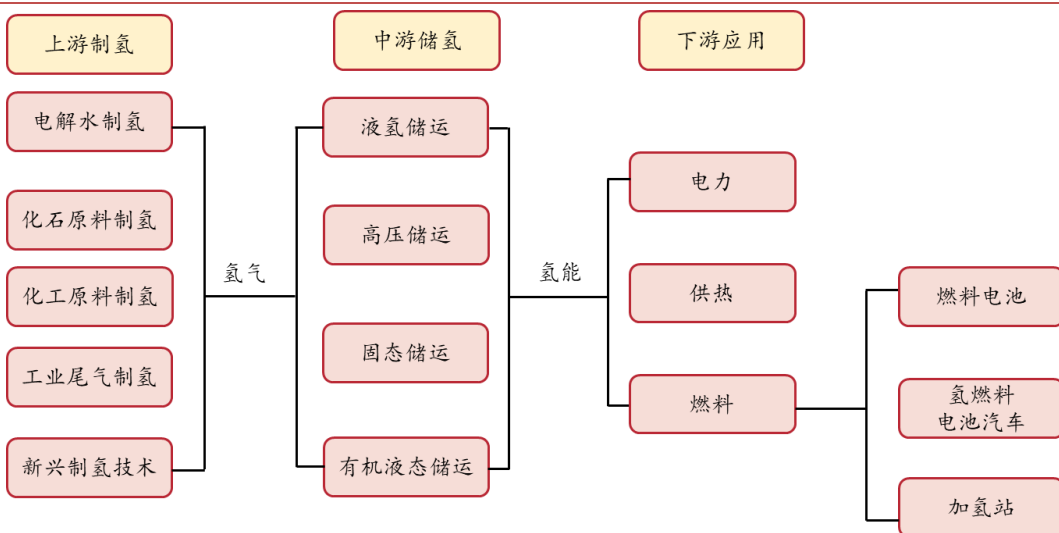
图 36：国家陆续出台政策推动氢能发展

时间	文件名称	主要内容
2019年1月	《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》	提出要积极推广应用新能源物流配送车。鼓励各地组织开展燃料电池货车示范运营，建设一批加氢示范站。优化承担物流配送的城市新能源车辆的便利通行政策。
2019年2月	《鼓励外商产业投资目录(征求意见稿)》	从上游的氢气制储运，中游的加氢站、燃料电池系统，到下游的新能源汽车，氢能与燃料电池全产业链均纳入了鼓励外商投资的范围。
2019年3月	《绿色产业指导目录(2019版)》	燃料电池装备制造、氢能利用设施建设和运营等两个项目进入清洁能源产业。
2019年3月	《2019年政府工作报告》	氢能首次被写入政府工作报告，要求“推动充电、加氢等设施建设”。
2019年3月	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	过过渡期后不再对新能源汽车车辆给予购置补贴，转为用于支持充电(加氢)基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。
2019年4月	《产业结构调整指导目录(2019年征求意见稿)》	高效制氢、运氢及高密度储氢技术开发应用及设备制造，加氢站等内容被列入第一类(鼓励类)的第五项(新能源)中。
2019年4月	《国务院关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见》	提出稳定汽车消费，继续执行新能源汽车购置优惠政策，推动充电、加氢站等设施建设。
2019年5月	《2019年新能源汽车标准化工作要点》	氢燃料电池成为重点工作，对燃料电池汽车及加氢站技术领域标准提出了要求，其中主要包括：加快燃料电池电动汽车等标准体系建设；完成燃料电池电动汽车安全标准的技术审查；完成燃料电池电动汽车定型试验规程标准的技术审查；加强低温起动性能、能量消耗量及续驶里程试验方法等标准的试验验证；加快车载氢系统、加氢口、加氢枪、加氢通信协议等标准的制修订；开展燃料电池电动汽车碰撞后安全标准的预研工作。
2019年6月	《关于继续执行的车辆购置税优惠政策的公告》	自2018年1月1日至2020年12月31日，购买新能源汽车免征车辆购置税。
2019年6月	《鼓励外商投资产业目录(2019年版)》	提出稳定汽车消费，继续执行新能源汽车购置优惠政策，推动充电、加氢站等设施建设。

资料来源：前瞻产业研究院、中泰证券研究所

国家政策必将推动氢能产业链快速发展。具体来看，氢能产业链中，上游为氢气的制备，主要技术方式包括传统能源的化石原料制氢法、化工原料制氢法、工业尾气制氢法、电解水制氢法以及新型制氢技术等。氢能储量大、比能量高、可贮存、可运输，氢能源产业链的中游就是储存环节。目前，氢能的主要储运技术包括高压气态、低温也太、固体材料储运以及有机液态储运等。下游是氢能的应用，涉及到能源的多个方面，除了传统石化工业应用如合成氨、石油与煤炭深加工外，还包括加氢站、燃料电池汽车等领域的应用。

图 37：氢能源产业链



资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

公司持续发力氢能源产业，利用园区工业副产氢气进行提纯、液化，通过与行业巨头的合作，将构建一个能耗低、成本低、供应规模大的强大氢能源循环系统，具备副产氢气、液氢、加氢站的完整布局。

氢气制备及液化层面，公司的氯碱产能附产氢气。在氢气液化过程中，需要能量：一方面，公司拥有热电联产装置，在用电成本上具有较大优势；同时，公司与美国空气产品公司和三江化工签署三方合作协议，充分利用公司副产氢气优势和园区内低成本工业液氮，

引进先进的液氢生产技术可以实现低成本大规模氢气的制备、运输。2019年7月8日，嘉化能源与浙江能源集团签署《战略合作框架》和《氢液化工厂合作框架协议》，双方将合作开展氢液化项目，联合建立国内首座商用液氢装置，通过对嘉化能源厂区氯碱装置部分进行项目技改，建设氢气提纯和液化装置。

加氢站层面，公司联合国富氢能、上海重塑成立江苏嘉化氢能科技有限公司，致力于长三角地区加氢站的投资、建设及运营。公司拥有副产氢气的资源优势，为加氢站提供优质的氢源；国富氢能拥有国内领先的加氢站解决方案、丰富的建设及运营经验，保证加氢站的稳定运行；上海重塑是国内领先的氢燃料电池系统集成供应商，建有国内最早最全的氢能数据监控平台，受广大整车厂青睐。加氢站的建设将借鉴上海、佛山、苏州等地公交推广方式，与行业里氢车熟路、氢力氢为、爱氢科技等公司合作，通过车站联动的方式，实现加氢站对物流车的氢能及时供应，高效运营，提升投资收益。目前已经在张家港、常熟报批三座加氢站，8月14日，公司控股子公司江苏嘉化氢能科技有限公司港城加氢站项目已在张家港人民政府官网公示，预计建成后该加氢站规模可达1000kg/天。

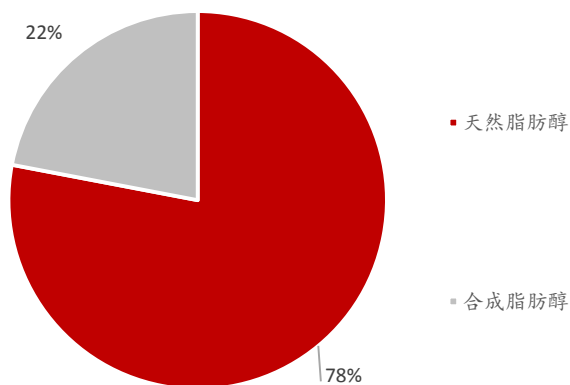
2019年7月27日，在长三角氢能产业高峰论坛上，嘉化能源当选为长三角氢能产业联盟副理事长单位；会上与浙江东恒石化销售储运有限公司签订了关于建设加氢站以及为加氢站供氢的战略合作框架协议，双方共同在嘉兴地区布局加氢站，并探索更深层次的氢能开发合作模式。

脂肪醇（酸）产品不断丰富

脂肪醇产品根据原料来源不同分为天然脂肪醇和合成脂肪醇。天然脂肪醇通过棕榈仁油或椰子油加工而得；合成脂肪醇为原油深加工产品，据香港油脂组织，2016年，全球脂肪醇产能达到500万吨，其中合成脂肪醇约合110万吨，天然脂肪醇产能约合390万吨。

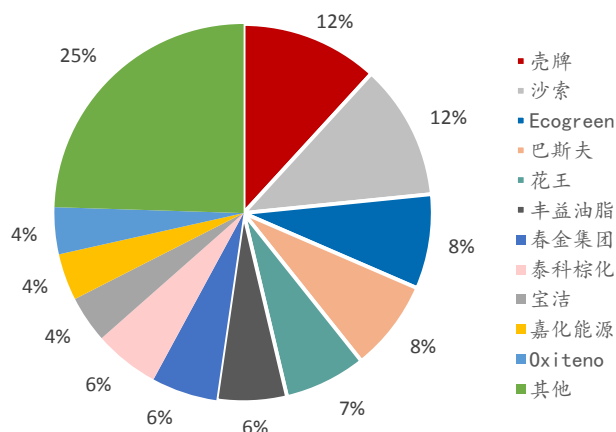
全球主要脂肪醇生产企业包括：壳牌、沙索、Ecogreen公司、花王、巴斯夫、泰科棕化、丰益油脂、嘉化能源化工、宝洁、Oxiten公司，主要分布在印度尼西亚、中国、马来西亚、美国、菲律宾、泰国、德国和法国等地。壳牌、沙索和Ecogreen三家公司产能占比超过30%。

图 38：2016 年全球脂肪醇格局



资料来源：《中国洗涤用品工业》、中泰证券研究所

图 39：公司脂肪醇主要企业



资料来源：《中国洗涤用品工业》、中泰证券研究所

全球脂肪醇消耗领域主要集中在洗涤用品、增塑剂以及其他个人护理产品等。全球洗涤剂醇消耗主要集中在中国、西欧、北美和东南亚等，合计市场比重接近 80%；增塑剂醇市场主要集中在中国、西欧、北美和韩国等地，市场比重 77.8%。据美国透明市场研究公司 (TMR) 报道, 从 2015 年到 2023 年, 全球脂肪醇市场的复合平均增长率有望达到 5.1%, 2014 年的销售额为 35.2 亿美元, 2023 年末将达到 54.8 亿美元。

公司以天然棕榈仁油为原料生产天然脂肪醇(酸)。公司拥有国内单套脂肪醇产能最大的装置, 脂肪醇生产所需的蒸汽和氢气(氯碱装置副产)等, 通过公司自身产业配套管输降低生产成本; 脂肪醇(酸)产品市场需求主要集中在华东地区, 产品产业链集中, 公司区位优势明显, 可以辐射华东下游洗涤剂、化妆品、清洗剂等产业, 物流成本较区域外企业有竞争优。2019 年上半年, 通过新上 16 万吨多功能脂肪醇(酸)项目, 公司丰富了产品种类, 生产效率进一步提升, 经济效益得到更好体现。

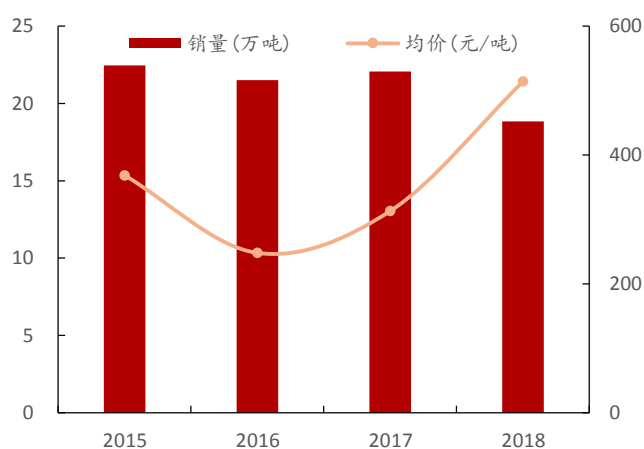
磺化产业链向好

硫酸产品结构持续优化

硫酸是重要的基础化工原料，广泛用于化肥工业、冶金工业、石油工业、机械工业、医药工业、军事工业、原子能工业和航天工业等，还用于生产染料、农药、洗涤剂、化学纤维、塑料、涂料等。

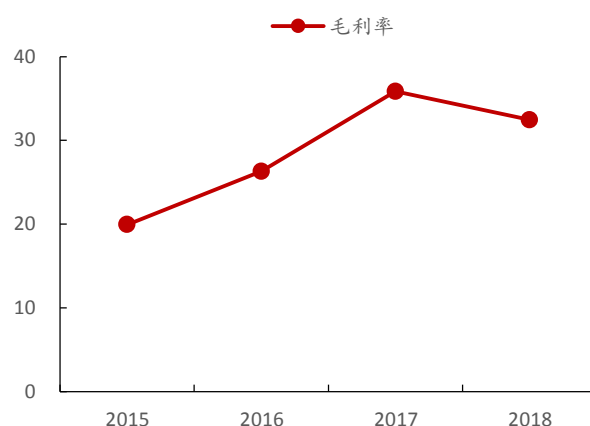
公司目前硫酸系列产品生产能力为 30 万吨/年，是国内首家全套引进美国孟山都工艺技术的企业，是浙北地区（嘉兴、湖州）精制硫酸最大生产商。公司硫酸产品主要包括：98%工业硫酸、发烟硫酸、液体三氧化硫、AR 级硫酸、氯磺酸。

图 40：公司硫酸销量及均价



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图 41：公司硫酸毛利率



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

公司的硫酸装置工艺上充分体现了企业循环经济产业链的布局，利用烧碱副产盐酸生产氯磺酸，同时又为邻对位产品提供氯磺酸和三氧化硫等，从化工产品链上与氯碱、邻对位、硫酸镁装置形成产业配套，而且通过硫酸装置的余热回收发电，实现了资源、能源的循环利用，产品主要销售区域为园区、上海石化园区、宁波镇海工业园等，综合优势远远领先于单纯的硫酸制酸企业。

此外，公司与世界 500 强化工巨头巴斯夫建立合作关系，共同打造的中国大陆领先的电子级硫酸生产基地，已于 2016 年投入试运行。2017 年随着巴斯夫一期电子级硫酸项目逐步达产，公司硫酸产品结构不断优化，产品均价持续提升，毛利率趋势向好。

磺化医药系列产品不断放量

磺化医药系列产品为精细化工产品，是重要的药物及有机化工中间体，属于化学原料及化学制品制造业中的有机化学产品制造业，产品广泛应用于医药、农药、兽药、塑料、染料和涂料等行业。

近年来，磺化医药系列产品在下游药物应用方面取得了长足进展。其中，PTSC（对甲苯磺酰氯）主要用于合成替诺福韦。替诺福韦主要用于治疗艾滋病和乙肝。随替诺福韦专利到期、仿制药上市并纳入医保目录，替诺福韦在国内的销量将快速增长，支撑中间体甲苯磺酰氯的需求。BA（邻硝基对甲苯基苯甲酸）是合成甲基磺草酮的重要中间体。甲基磺

草酮凭借土壤残留小、防除范围广、环境安全等诸多优点，有望逐步取代乙草胺和阿特拉津，在我国需求有望持续提升，支撑中间体 BA 需求。MST 大量应用于兽药中间体生产的原料，OTSA 大量用于不溶性糖精及磺胺类药物中间体生产的原料等。

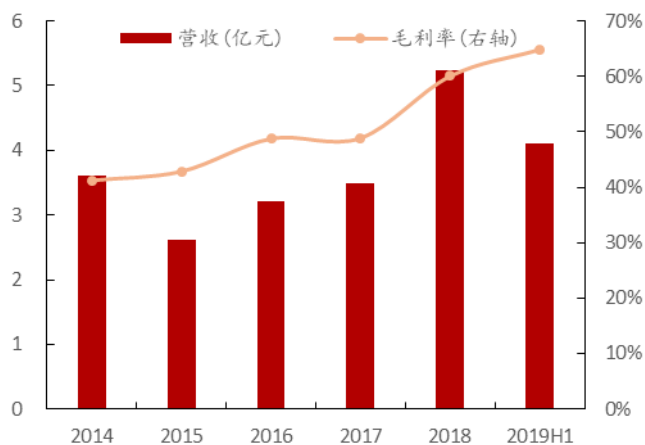
磺化医药系列产品属于有机化工中间体细分行业。国内主流工艺都采取传统间歇工艺生产，因成本与环保劣势，加上规模小，大多数都在减产或停产，并且业内大多数企业通常只在该产业上生产其中一种或几种产品。

公司是业内唯一采用液体三氧化硫连续磺化管道反应技术的企业。公司生产磺化医药系列产品具有较强的原料配套、成本及技术优势。公司拥有磺化医药系列产品生产的多项发明专利技术，技术处于行业领先地位。目前公司磺化医药系列产品装置产能规模达到每年 3 万吨，产品出口到欧盟、南美、日本和印度等国家，产品质量得到客户的高度认可。随着生产技术的不断发展，后期对甲苯磺酰氯的使用领域将更加广泛，带动公司磺化医药系列产品整个产业链的发展。

公司磺化医药产业链主要产品包括对甲苯磺酰氯、对甲磺基甲苯、邻硝基对甲磺基甲苯、邻硝基对甲磺基苯甲酸(即 BA)、对甲苯磺酰胺、邻对甲苯磺酰胺、邻甲苯磺酰胺、精制邻对甲苯磺酰氯等。

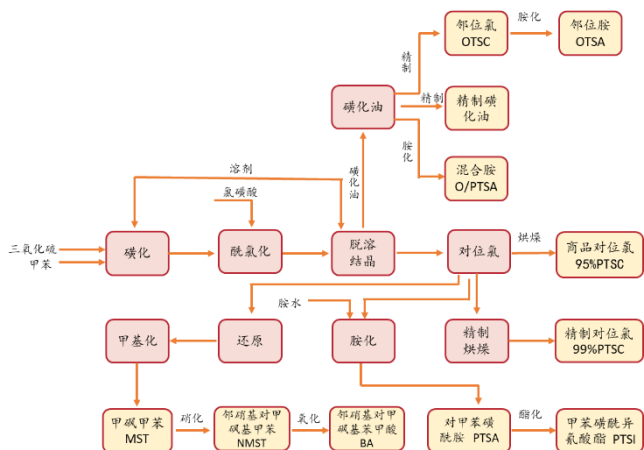
2019 年上半年公司磺化医药系列产品市场快速发展,公司充分发挥龙头引领市场作用,保证市场供给,维护和满足客户正常供需,进一步提高公司市场占有率。由于 BA 新产品以及 3.8 万吨 TA 项目的投产,磺化医药产业高附加值衍生产品的比重日益增加,大幅度提升了产业链的附加值,使得磺化医药产业整体效益比去年同期明显提升。

图 42：公司磺化医药营收及毛利率



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图 43：公司磺化医药流程图



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

盈利预测及估值

假设:

- (1) 考虑到疫情影响, 公司氯碱业务 2020 年有所下滑, 后续 30 万吨乙烯法 PVC 有望于 2020 年底投产并不断放量。
- (2) 考虑到疫情影响, 公司脂肪醇(酸)业务 2020 年有所下滑, 后续有望恢复并不断放量。
- (3) 考虑到疫情影响, 公司蒸汽业务 2020 年有所下滑, 2021 年有望恢复, 且园区有新项目投产, 蒸汽用量预计增长。
- (4) 假设公司邻对位产能持续投放;

图 44: 盈利预测业务拆分

产品	项目	2018A	2019E	2020E	2021E
蒸汽	销售收入(百万元)	1313.8	1337.8	1228.2	1424.0
	yoy (%)		2%	-8%	16%
	经营成本(百万元)	910.4	929.8	853.6	989.7
脂肪醇(酸)	销售收入(百万元)	2180.2	2040.0	2010.0	2412.0
	yoy (%)	0%	-6%	-1%	20%
	经营成本(百万元)	1922.3	1652.4	1608.0	1929.6
氯碱	销售收入(百万元)	1001.1	900.0	850.0	1550.0
	yoy (%)	0%	-10%	-6%	82%
	经营成本(百万元)	554.2	540.0	476.0	775.0
邻对位	销售收入(百万元)	524.56	900.00	1100.00	1200.00
	yoy (%)		72%	22%	9%
	经营成本(百万元)	209.46	324.00	385.00	420.00
其他	销售收入(百万元)	584.1	584.1	584.1	590.0
	yoy (%)	0%	0%	0%	1%
	经营成本(百万元)	291.5	292.1	292.1	295.0
合计	销售收入(百万元)	5603.8	5761.9	5772.3	7176.0
	yoy (%)	0%	3%	0%	24%
	经营成本(百万元)	3887.9	3738.2	3614.7	4409.3

资料来源: wind、中泰证券研究所

预计公司 2019-2021 年归母净利润为 12.75/13.38/17.81 亿元, 对应 EPS 分别为 0.89/0.93/1.24 元, PE 分别为 10/10/7 倍。

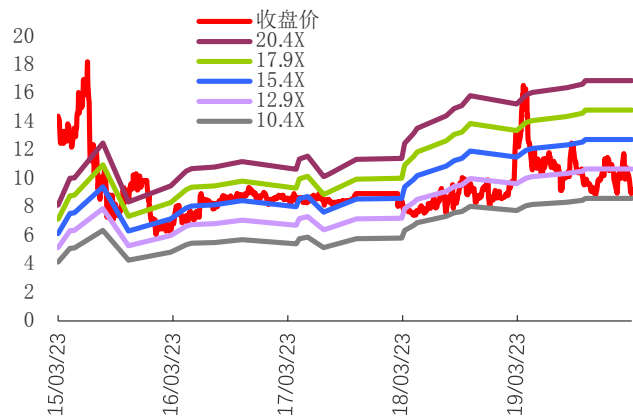
图 45: 可比公司估值

股票代码	简称	总市值 (亿元)	总股本 (亿)	股价 (2020-3-19)	EPS				PE			
					18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
603181.SH	皇马科技	41.19	2.80	14.71	0.99	0.91	1.16	1.47	15	16	13	10
002637.SZ	赞宇科技	54.36	4.23	12.86	0.43	1.03	1.29	1.61	30	12	10	8
002092.SZ	中泰化学	108.40	21.46	5.05	1.08	0.17	0.48	0.70	5	30	11	7
	平均								16	19	11	8
600273.SH	嘉化能源	131.52	14.33	9.18	0.77	0.89	0.93	1.24	12	10	10	7

资料来源: wind、中泰证券研究所

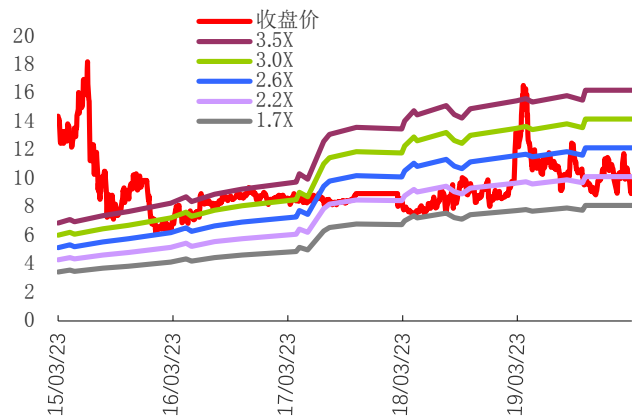
我们选取三家相关公司进行估值对比，2020 年平均估值 PE 为 11 倍（对应 2020 年 3 月 19 日收盘价），嘉化能源 2020 年 PE 为 10 倍。我们看好公司受益于品类扩张以及产能投放业绩快速增长，给予公司“买入”投资评级。

图 46：嘉化能源历史 PE-Bands (TTM)



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图 47：嘉化能源历史 PB-Bands (TTM)



资料来源：Wind、中泰证券研究所

风险提示

下游市场不及预期的风险。市场规模测算基于一定的假设条件、存在不及预期的风险。

市场开拓不达预期。未来如果市场情况发生不可预见的变化，或者出现公司不能有效开拓新市场等其他对产品销售不利的因素，公司将存在新增产能难以消化，募集资金投资项目无法实现预期盈利的风险。

主要产品价格波动的风险。公司产品受原材料影响较大，存在波动的风险。

图 48：盈利预测

损益表 (人民币百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,604	5,762	5,772	7,176
增长率	0.5%	2.8%	0.2%	24.3%
营业成本	-3,888	-3,738	-3,615	-4,409
%销售收入	69.4%	64.9%	62.6%	61.4%
毛利	1,716	2,024	2,158	2,767
%销售收入	30.6%	35.1%	37.4%	38.6%
营业税金及附加	-26	-27	-27	-33
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-83	-81	-81	-100
%销售收入	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-128	-375	-375	-431
%销售收入	2.3%	6.5%	6.5%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	1,479	1,542	1,675	2,203
%销售收入	26.4%	26.8%	29.0%	30.7%
财务费用	-17	-35	-18	-23
%销售收入	0.3%	0.6%	0.3%	0.3%
资产减值损失	1	1	3	2
公允价值变动收益	0	2	-1	0
投资收益	12	0	0	0
%税前利润	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,475	1,510	1,659	2,181
营业利润率	26.3%	26.2%	28.7%	30.4%
营业外收支	0	-11	-5	-6
税前利润	1,475	1,500	1,654	2,175
利润率	26.3%	26.0%	28.6%	30.3%
所得税	-188	-218	-240	-316
所得税率	12.8%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润	1,104	1,279	1,408	1,856
少数股东损益	4	5	70	74
归属于母公司的净利润	1,100	1,275	1,338	1,781
净利率	19.6%	22.1%	23.2%	24.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018E	2019E	2020E	2021E
净利润	1,104	1,279	1,408	1,856
加: 折旧和摊销	445	429	444	458
资产减值准备	1	0	0	0
公允价值变动损失	0	2	-1	0
财务费用	20	35	18	23
投资收益	-12	0	0	0
少数股东损益	4	5	70	74
营运资金的变动	-861	1,004	-1,133	884
经营活动现金净流	741	2,749	735	3,222
固定资本投资	-35	-150	-150	-150
投资活动现金净流	-394	-157	-159	-158
股利分配	-297	-373	-387	-506
其他	-801	-613	-18	-23
筹资活动现金净流	-1,098	-986	-405	-529
现金净流量	-751	1,606	171	2,534

资产负债表 (人民币百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	686	2,292	2,463	4,998
应收款项	1,293	1,400	1,298	2,056
存货	364	287	342	426
其他流动资产	336	178	329	219
流动资产	2,678	4,158	4,433	7,699
%总资产	32.9%	44.5%	47.6%	62.8%
长期投资	66	72	81	89
固定资产	4,259	4,056	3,821	3,560
%总资产	52.3%	43.4%	41.0%	29.0%
无形资产	278	258	237	217
非流动资产	5,471	5,183	4,881	4,565
%总资产	67.1%	55.5%	52.4%	37.2%
资产总计	8,150	9,341	9,314	12,264
短期借款	173	0	0	0
应付款项	771	1,632	586	2,185
其他流动负债	210	212	211	211
流动负债	1,154	1,844	796	2,397
长期贷款	100	0	0	0
其他长期负债	337	37	37	37
负债	1,591	1,881	833	2,433
普通股股东权益	6,541	7,438	8,388	9,663
少数股东权益	18	22	93	167
负债股东权益合计	8,150	9,341	9,314	12,264

比率分析

	2018E	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益(元)	0.77	0.89	0.93	1.24
每股净资产(元)	4.57	5.19	5.85	6.74
每股经营现金净流(元)	0.52	1.92	0.51	2.25
每股股利(元)	0.21	0.26	0.27	0.35
回报率				
净资产收益率	16.82%	17.14%	15.95%	18.43%
总资产收益率	13.55%	13.69%	15.12%	15.13%
投入资本收益率	20.72%	20.79%	28.15%	31.73%
增长率				
营业总收入增长率	0.50%	2.82%	0.18%	24.32%
EBIT增长率	29.15%	3.50%	8.30%	31.75%
净利润增长率	13.59%	15.86%	4.94%	33.18%
总资产增长率	-5.70%	14.62%	-0.29%	31.67%
资产管理能力				
应收账款周转天数	29.6	29.6	29.6	29.6
存货周转天数	21.8	20.3	19.6	19.3
应付账款周转天数	87.1	97.8	92.4	95.1
固定资产周转天数	263.3	259.8	245.6	185.1
偿债能力				
净负债/股东权益	-26.21%	-33.02%	-58.93%	-60.22%
EBIT利息保障倍数	87.0	44.0	93.6	94.3
资产负债率	19.52%	20.13%	8.95%	19.84%

资料来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。