

化工与清洁能源板块并举， 进入高速增长通道

公司为亿利集团旗下上市公司，上市以来受到集团的大力支持和资源倾斜。目前，公司已形成围绕煤化工（及煤炭）、清洁能源两大板块的产业布局。其中煤化工以氯碱循环经济产业链为主体、清洁能源板块以光伏发电及燃煤锅炉改造为主体。在内生增长的同时，公司不断承接集团优质资产，公司业绩正处于高速增长通道之中。

氯碱业务高效运行，预期提供稳定盈利

PVC/烧碱行情自16年开始启动，18年价格达到高点，价格至今仍处于相对高位。目前，氯碱行业仍有一定景气支撑。**PVC方面**，18-20年行业新增产能增速预计在5%左右水平，整体可控，且下游需求受房地产带动有望维持增长，供需增量大体平衡；**烧碱方面**，行业新增产能稀少、增速接近于0，而下游板块分散、需求相对平稳，供需格局有望维持。公司具备煤炭-电石-PVC/烧碱-水泥的循环一体化产业链，装置维持高效运行，有望提供稳定盈利。

乙二醇国产替代空间广，有望为化工板块提供新增量

17年全年我国净进口乙二醇规模仍达813万吨，占表观需求量（即进口依赖度）约58%，国产替代空间仍较大；同时下游聚酯近两年产能快速增长，19年预计投产产能仍对应乙二醇需求达228万吨。行业需求基数大，即使供应方面如期投产乙二醇产能1129万吨，仍可消化。公司于18H2收购新杭能源，目前拥有乙二醇产能40万吨，新杭能源装置接近满产运行，且并入上市公司有望进一步压低成本，为公司化工板块提供新增量。

光伏和清洁热力项目并驾齐驱，清洁能源板块快速扩张

公司光伏发电及清洁热力项目均处于快速扩张期。光伏发电子公司库布其生态于2017年末并表，其光伏治沙项目在取得达50%净利率的同时取得良好生态、扶贫成效，目前并网容量510MW、目标在19年扩充至1.1GW；**清洁热力项目**自16年开始布局，目前已在全国多省市铺开，以BOO、BOT、BT等模式为当地工业园区等进行传统燃煤锅炉的升级改造，目前完工项目合计1520T/H、在建/拟建项目975T/H，潜力同样可观。

投资建议

预计公司2018年、2019年、2020年实现归母净利润7.98、9.41、10.43亿元，对应EPS 0.29、0.34、0.38元，对应PE 22、18、16倍，给予“买入”评级。

亿利洁能 (600277)

维持
买入

于洋

yuyangzgs@csc.com.cn

010-86451150

执业证书编号：S1440518080001

发布日期：2019年02月21日

当前股价：6.31元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
13.97/7.83	24.6/22.67	18.91/32.78	
12月最高/最低价(元)			6.46/4.29
总股本(万股)			273,894.01
流通A股(万股)			267,400.51
总市值(亿元)			172.01
流通市值(亿元)			167.93
近3月日均成交量(万)			1,832.85
主要股东			
亿利资源集团有限公司			49.16%

股价表现



相关研究报告

19.01.28 【中信建投石油化工】亿利洁能(600277):亿利洁能2018年业绩预增点评:新增乙二醇优质资产,净利润同比增44%-55%

目录

化工与清洁能源板块并举，进入高增长轨道	1
氯碱业务高效运行，预期提供稳定盈利	3
PVC：下游地产有望支撑需求，供需增量大体平衡	4
烧碱：潜在供给增量稀少，下游需求相对稳健	7
产业链循环一体化，公司化工业务成本低廉、盈利能力稳健	8
乙二醇国产替代空间广，有望为化工板块提供新增量	10
供给端：国内煤制乙二醇崛起，国内市场仍可消化新增产能	10
需求端：18 年聚酯产能集中投产，高基数使得需求增量可观	14
新杭能源 40 万吨乙二醇并表，为化工板块带来增量	15
光伏和清洁热力项目并驾齐驱，清洁能源板块快速扩张	16
光伏治沙项目进展迅速，19 年预计达到 1GW 容量	16
燃煤锅炉改造市场空间庞大，公司清洁热力项目潜力可观	16
投资建议	18
风险提示	18

图表目录

图 1: 公司及集团股权结构	1
图 2: 公司营业收入 (单位: 百万元)	2
图 3: 公司归母净利润 (单位: 百万元)	2
图 4: 公司营收构成	2
图 5: 公司毛利构成	2
图 6: 公司费用率	3
图 7: 公司毛利率、净利率	3
图 8: PVC/烧碱产业链	3
图 9: 电石法 PVC 价格及价差 (单位: 元/吨)	4
图 10: 乙烯法 PVC 价格及价差 (单位: 元/吨)	4
图 11: 离子膜烧碱价格与价差 (单位: 元/吨)	4
图 12: PVC 产能情况及预测 (单位: 万吨)	5
图 13: PVC 产能结构	5
图 14: PVC 产量、表观及开工率 (单位: 元/吨)	5
图 15: PVC 进出口量 (单位: 元/吨)	5
图 16: PVC 下游需求结构	6
图 17: 全国 PVC 市场价与房地产新开工面积对比	6
图 18: PVC 社会库存 (单位: 万吨)	7
图 19: 华南 PVC 库存指数	7
图 20: 全国烧碱产能及预测值 (单位: 万吨)	7
图 21: 全国烧碱产量及开工率 (单位: 万吨)	7
图 22: 烧碱下游需求结构	8
图 23: 电解铝 (或氧化铝) 下游需求结构	8
图 24: 全国氧化铝产量及开工率 (单位: 万吨)	8
图 25: 公司亿利化学以 PVC 为核心的循环经济产业链	9
图 26: 近年亿利化学 PVC 产销量 (单位: 万吨)	9
图 27: 近年亿利化学烧碱产销量 (单位: 万吨)	9
图 28: 行业 PVC 项目成本构成	10
图 29: 行业电石项目成本构成	10
图 30: 乙二醇工艺路线和下游需求结构	10
图 31: 近年国内乙二醇企业产能情况 (单位: 万吨)	11
图 32: 近年国内乙二醇产量和表观消费量 (单位: 万吨)	11
图 33: 2020 年内乙二醇产量和表观需求量预测 (单位: 万吨)	15
图 34: 新杭能源乙二醇产能及产销情况 (单位: 万吨)	15
图 35: 新杭能源乙二醇售价及毛利率 (单位: 元/吨)	15
图 36: 库布其生态“光伏治沙”项目	16
图 37: 公司光伏并网规模	16

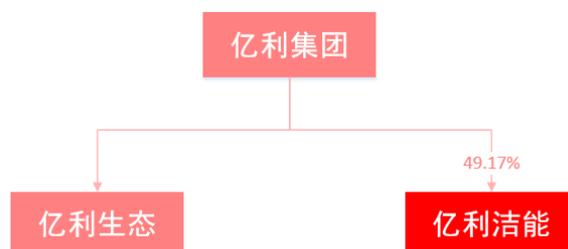
表 1: 公司主营产品及产能情况	1
表 2: 主要在建/拟建的 PVC/烧碱产能情况	5
表 3: 公司煤炭资源产能及储量	9
表 4: 当前乙二醇产能情况一览	11
表 5: 目前国内主要煤制乙二醇装置的技术来源.....	12
表 6: 预计于 2018 年及之后建成的乙二醇产能情况（单位：万吨）	13
表 7: 2019 年预期投产聚酯项目一览	14
表 8: 截至 18Q3，公司清洁热力项目产能情况.....	17
表 9: 预测和比率	18

化工与清洁能源板块并举，进入高增长轨道

背靠亿利集团，不断承接优质资产，形成化工与清洁能源两大业务板块。亿利洁能股份有限公司（原名内蒙古亿利能源股份有限公司）于 1999 年 1 月成立，大股东为亿利资源集团，是生态环境治理领域的领先企业，旗下拥有众多优质资产。亿利洁能于 2000 年 7 月在上交所上市，成为集团旗下唯一的上市平台。

上市以来，公司一直受到集团的大力支持和资源倾斜。亿利洁能在成立之初，主要承接集团当时的部分化工资产，主营芒硝矿、原碱开采，以及医药、无机化学品开发等。2008 年，公司向集团增发 42.75 亿元，收购其包含亿利化学 41% 股权、神华亿利能源 49% 股权及亿利冀东水泥 41% 股权的 **PVC 能源化工循环一体化** 相关资产，并经过扩产和技改逐渐形成**煤炭-电石-PVC/烧碱-水泥的煤化工循环一体化产业链**，成为公司优质的核心资产。2013 年开始，由于传统主业低迷，公司开启向清洁能源领域转型，一方面，在保留上述优质煤化工资产的同时，剥离医药、装备制造等低效资产；另一方面，继续承接大股东在清洁能源领域和化工领域的其它优质资产，并积极寻求外延并购机会。2014 年，公司增资收购**天立能源 60%** 股权并获得“微煤雾化”技术，并开始在全国范围内开展工业燃煤锅炉清洁改造项目；2017 年末，公司收购集团控股的**库布其生态 70%** 和**正利新能源 49%** 股权，进军光伏领域；2018 年，公司向集团收购主营氮肥的**亿鼎生态 60%** 股权和主营煤制乙二醇的**新杭能源 75.19%**，延伸自身煤化工产业链。目前，公司已形成围绕煤化工（及煤炭）、清洁能源两大板块的产业布局，在两大领域都拥有多项核心优质资产，处于高速增长通道之中。

图 1：公司及集团股权结构



资料来源：亿利集团，中信建投证券研究发展部

表 1：公司主营产品及产能情况

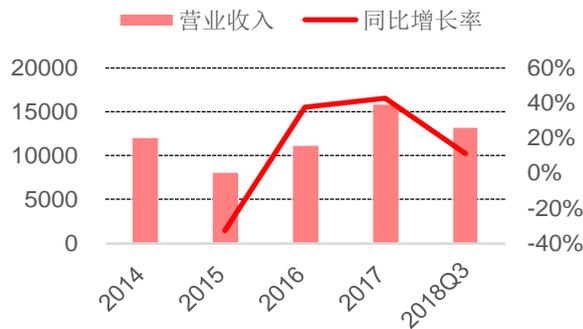
运营主体	股权	产品	产能（万吨）	权益产能（万吨）	在建或未并表产能（万吨）	备注
母公司	100%	电石	64	64		
亿利化学	41%	PVC	50	20.5		控股，合并报表
亿利化学	41%	烧碱	40	16.4		控股，合并报表
亿利冀东水泥	41%	水泥	120	49.2		参股
新杭能源	75.19%	乙二醇	40	30.1		
亿鼎生态	60%	合成氨	60	36		
亿鼎生态	60%	复合肥	104	62	260	在建 260 万吨炭基复混肥
东博煤矿	100%	煤炭	120	120		
母公司	100%	煤炭			90	宏斌煤矿
神华亿利能源	49%	煤炭	1000	490		黄玉川煤矿，参股

库布其生态	70%	光伏发电	200MW	140MW	在建 490MW
库布其新能源	50%	光伏发电	200MW	100MW	预期达到 1GW 容量
正利新能源	49%	光伏发电	110MW	54MW	
洁能科技等	100%	清洁热力项目	1520T/H	1520T/H	975T/H 在建 450、拟建 525T/H

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

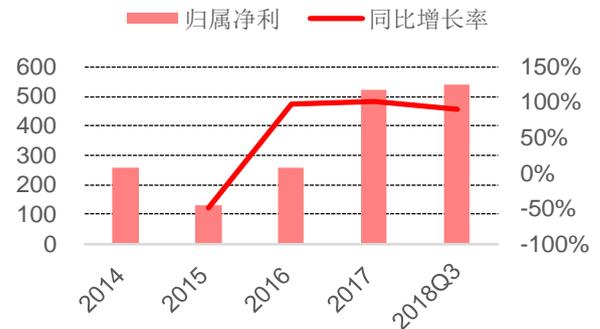
传统化工业务盈利反转，清洁能源板块进入收获期，业绩高速增长。公司煤炭-电石-氯碱-水泥的煤化工循环一体化产业链在 2007 年已大体形成，经后续多次扩产技改后，近年来已实现稳定高效运行，成为公司业绩的重要来源。2014-2015 年，化工行业持续低迷，公司煤炭、化工板块业务也随之盈利滑落。而 2016 年后，一方面伴随化工行业景气回升，公司传统主业盈利能力大幅回升，一方面随着公司“微煤雾化”项目在全国各地接连落地、以及集团光伏资产注入，公司清洁能源板块进入收获期，收入及毛利高速增长，公司业绩实现高速增长，且已达到历史最高水平。

图 2：公司营业收入（单位：百万元）



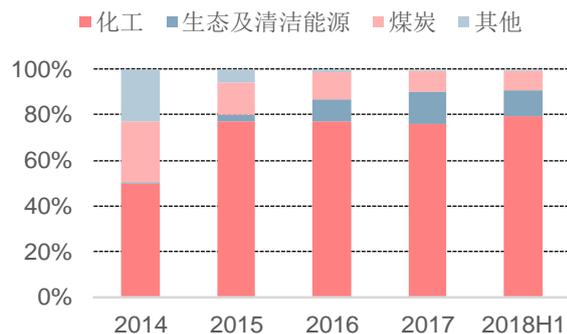
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 3：公司归母净利润（单位：百万元）



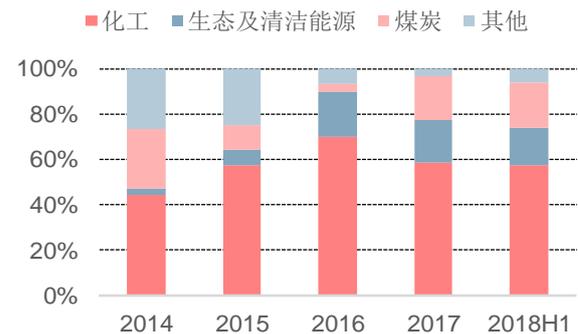
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 4：公司营收构成



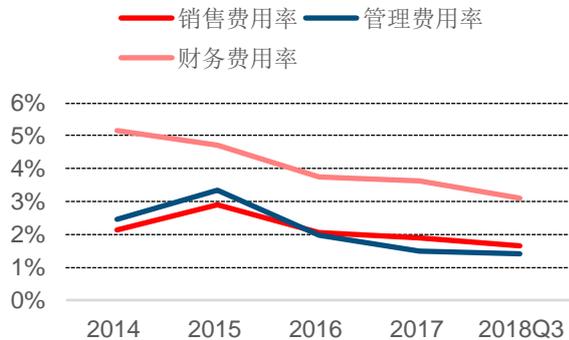
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 5：公司毛利构成



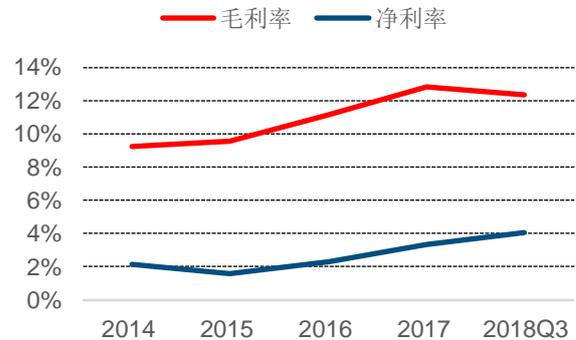
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 6：公司费用率



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 7：公司毛利率、净利率



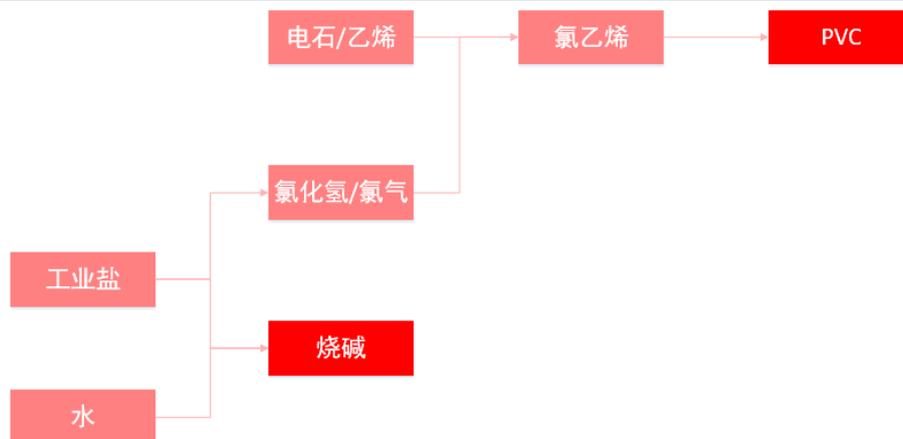
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

新增煤化工项目及清洁能源板块将驱动公司成长。目前公司氯碱循环产业链已稳定运行多年，装置高效稳定。新杭能源、亿鼎生态与 2018 年进入上市公司体系，有望自 19 年起增厚业绩，尤其是新杭能源的乙二醇项目，代表公司煤化工产业链向中高端延伸；同时，清洁能源板块，无论是光伏项目还是工业燃煤锅炉清洁改造项目，均有广大市场前景，且在建项目预计能提供可观增量。以上煤化工项目及清洁能源项目有望共同成为驱动公司新一轮成长的引擎。

氯碱业务高效运行，预期提供稳定盈利

公司化工板块主要自营业为氯碱化工。主要产品为 PVC（聚氯乙烯）及烧碱。和行业主要企业一致，公司采用电解食盐水（或卤水）方式生产烧碱，同时回收副产的氯气、氢气用于生产 PVC。PVC 的生产工艺可分为以电石、氯化氢气体为原料的电石法工艺和以乙烯、氯气为原料的乙烯法工艺，公司采用电石法工艺。

图 8：PVC/烧碱产业链



资料来源：中信建投证券研究发展部

2016H2 以来，PVC 和烧碱价格接连大幅上涨，至今维持高位。自 2010 年开始，氯碱产业的产能过剩开始

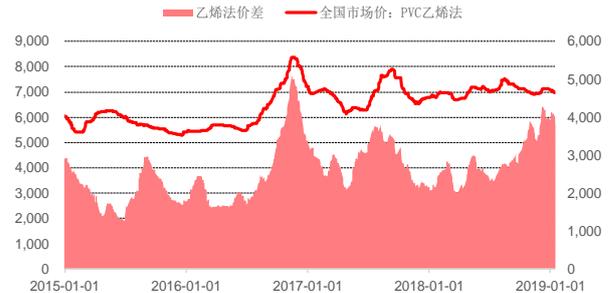
显现，PVC、烧碱价格长期低迷，行业企业盈利水平较低。随后的数年中，行业固定资产投资较少、产能增速维持在低水平，同时下游需求随经济增长不断增加，行业供给过剩逐渐缓解。自 2016 年下半年开始，化工行业供给侧改革开启，大量低端氯碱产能面临关停，行业供需得到大幅边际改善，PVC/烧碱开始向供应不足转变，产品价格因此开启大幅上涨。直至目前，价格虽已较周期高点有所回落，但仍处于相对高位。

图 9：电石法 PVC 价格及价差（单位：元/吨）



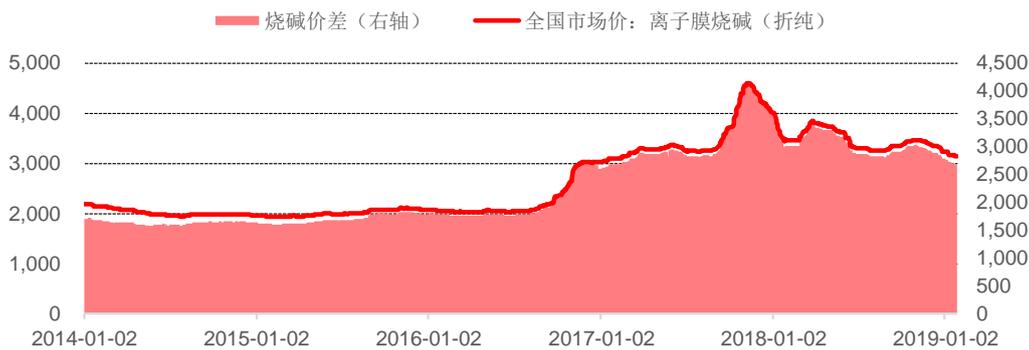
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 10：乙烯法 PVC 价格及价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 11：离子膜烧碱价格与价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

目前，PVC/烧碱价格虽已从高位有所回落，且在走出 18 年旺季后价格接连下滑，但从供需结构看，短期至中期内行业供需或将仍趋稳健、新增供给与新增需求基本匹配，边际变化不大。氯碱产品价格虽难再创新高、价格中枢或有所回落，但盈利能力仍有望维持相对健康水平。

PVC：下游地产有望支撑需求，供需增量大体平衡

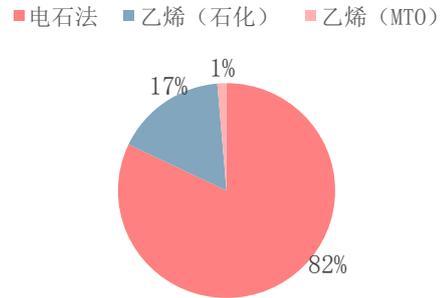
供给端：国内电石法 PVC 装置占据主流，未来 2 年产能增长率或不超过 5% 水平。由资源禀赋所决定，我国 PVC 生产工艺以煤化工电石法为主，目前仍占据超过 80% 份额，石脑油-乙烯及 MTO 路线占比不足 20%，而电石生产本身电耗大、二氧化碳排放量高，且依赖于石灰石原料。在 2016 年以来环保趋严的背景下，不仅低端 PVC 产能出清，电石供应也因环保原因供应收缩，进一步限制了 PVC 产能的扩张。目前，高强度环保督查已持续 2 年有余，低端 PVC 装置的关停逐渐减少，但行业内现有扩产计划仍较少。目前行业内在建产能约 253 万吨，且集中在行业内自行配套原料（电石自产或由母公司提供，万华是大乙烯项目）的现有大型企业。目前国内 PVC 产能约 2470 万吨，因此即使在建产能全部如期投产，19-20 国内 PVC 产能年均增长率也在 5% 以内，产能扩张速度较为温和。

图 12: PVC 产能情况及预测 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 13: PVC 产能结构



资料来源: 卓创资讯, 中信建投证券研究发展部

表 2: 主要在建/拟建的 PVC/烧碱产能情况

企业	PVC/烧碱工艺	拟投产时间	待建 PVC 产能 (万吨)	待建烧碱产能 (万吨)
宁夏金昱元	电石法/离子膜	2019Q1-Q2	20	16
山西霍家工业	离子膜	2019Q3-Q4		10
泰州联成	乙烯法	2019	15	
鄂尔多斯氯碱化工	电石法	2019-2020 年底	10	
中泰-金晖	电石法/离子膜	2020.6	50	40
金泰氯碱	电石法/离子膜	2020H2	60	60
安徽华塑	电石法/离子膜	2020H1	18	16
万华化学	乙烯法	2020	40	
内蒙中古矿业	电石法	待定	40	

资料来源: 百川资讯, 卓创资讯, 中信建投证券研究发展部

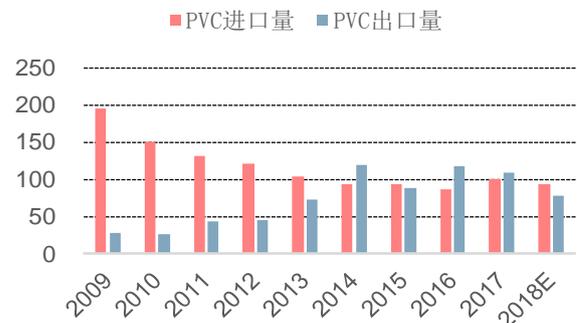
实际开工率高位, 现有产能增产余地有限。2010 年左右, PVC 行业产能过剩开始集中显现, 开工率长期低迷, 此后的多年中行业固定资产投资水平均较低, 产能增速多年间低于宏观经济, 供需格局逐渐好转。随后, 16 年开始的环保高压迫使部分中小产能关停、限制新增产能投产, 行业名义开工率在 17 年、18 年分别达到 75%、73% 的高位。考虑到部分中小产能已实际失去生产能力以及装置存在检修周期, PVC 行业实际开工率已达到较高水平, 现有产能增产余地有限。

图 14: PVC 产量、表观及开工率 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

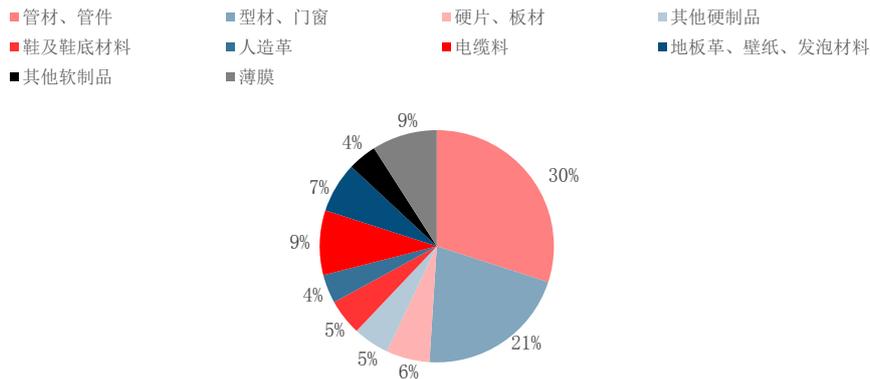
图 15: PVC 进出口量 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中信建投证券研究发展部

需求端：PVC 下游应用包括 PVC 管材、型材等，最主要的下游产业是房地产。PVC 作为成本低廉、性能良好的通用塑料，广泛地应用于制造各种形态、用途的塑料产品，其中超过半数（约 57%）的下游需求为 PVC 管材、型材、板材等硬质品，其余需求则分布在鞋及鞋底材料、人造革、电缆料等软制品产品。而从下游的产业分布看，大部分 PVC 硬制品，如 PVC 胶管、PVC 门窗、PVC 家具，及 PVC 地板革等均直接应用于建筑建材领域，也即房地产领域构成了对 PVC 的最主要需求。

图 16：PVC 下游需求结构

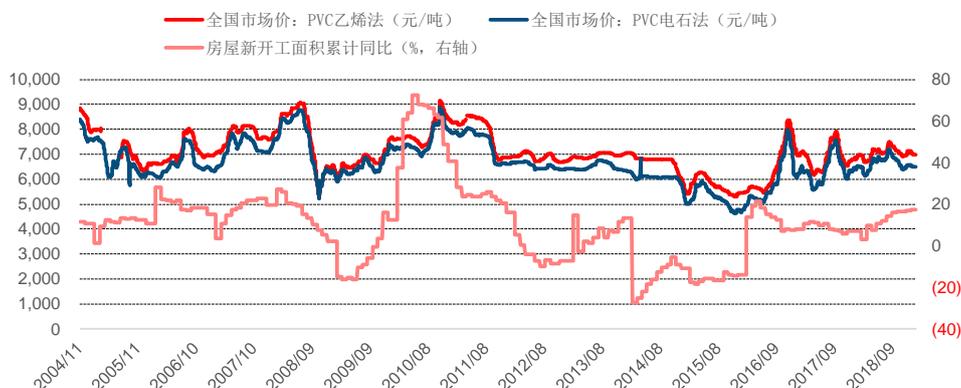


资料来源：智研咨询，中信建投证券研究发展部

房地产开工回暖、库存低位运行，短期内 PVC 需求有一定支撑。PVC 的下游大部分应用于房地产，且 PVC 管材、型材（及门窗），等均要在房屋建设完成后安装使用、应用 PVC 的家电产品也要在房地产完成销售后布置，因此 PVC 有典型的房地产后周期特征。从历史情况看，我国房地产新开工面积领先 PVC 市场需求和价格约半年至一年——典型的，2009 年国家实施经济刺激，房地产投资同比大幅增加，需求在约半年后传导到上游 PVC 行业，PVC 价格大幅增长；2016 年初，房地产行业补库存，房地产开工大幅回暖，PVC 价格同样在约半年后开启上涨（08 年 PVC 的大跌和 2017 年开启的上涨则分别源于全球金融危机及行业供给侧改革）。而 2018 年来房地产开工明显回暖，目前逐渐转为竣工，因此目前虽然宏观经济下行压力较大，房地产对 PVC 需求或能为一大提振。同时，2019 年政府基建的逆周期投资或同样可期，为 PVC 提供潜在需求支撑。

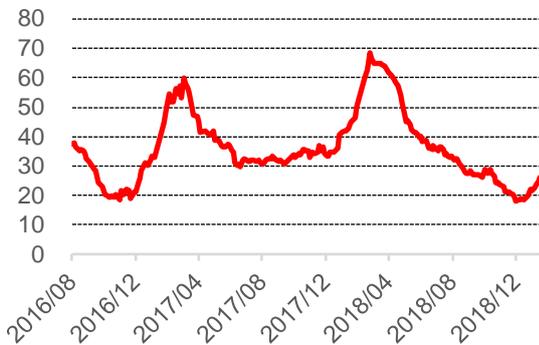
同时，据 Wind PVC 社会库存数据及卓创华南 PVC 库存指数，18 年 4 月以来，PVC 商品进入库存消化周期，目前虽然因春节备货等原因有所回升，但整体库存水平仍运行在相对低位，短期内 PVC 企业向下游的销售较为通畅。

图 17：全国 PVC 市场价与房地产新开工面积对比



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 18: PVC 社会库存 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图 19: 华南 PVC 库存指数

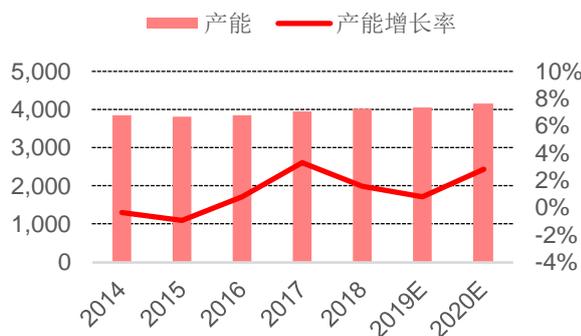


资料来源: 卓创资讯, 中信建投证券研究发展部

烧碱: 潜在供给增量稀少, 下游需求相对稳健

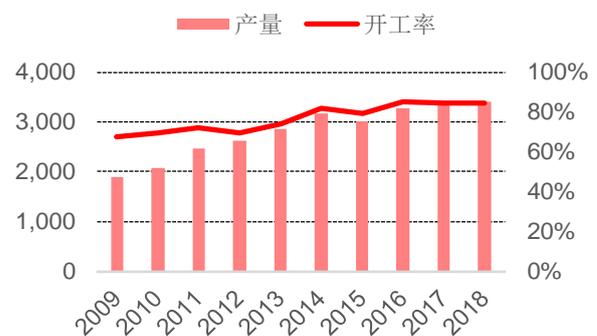
供给端: 实际开工率接近极限, 在建产能稀少, 潜在供给增量接近于零。全国目前合计烧碱产能 4035 万吨, 而根据国家统计局的年度产量数据, 在 2017、2018 年的烧碱行情中, 行业名义开工率已达到约 85%。考虑到部分中小烧碱产能因环保问题停产, 以及部分不配套液氯下游装置的产能 (即有烧碱装置, 但无 PVC、PO 等装置消耗副产液氯) 因液氯/盐酸胀库而低负荷生产, 行业实际开工率已近上限。同时, 烧碱拟建/在建产能多与 PVC 装置配套, 而全国烧碱产能基数远多于 PVC, 也因此未来 2 年烧碱预期产能增速更低, 19-20 年均增长率仅约 2%。综合来看, 全国烧碱供给基本达到极限, 且在未来 2 年内难有增量。

图 20: 全国烧碱产能及预测值 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 百川资讯, 中信建投证券研究发展部

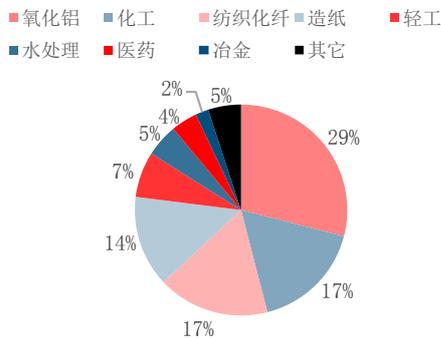
图 21: 全国烧碱产量及开工率 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

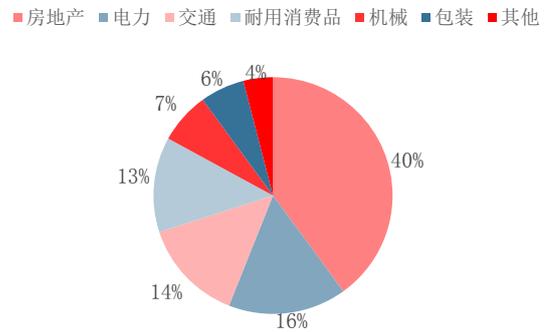
需求端: 烧碱终端需求分散, 其中氧化铝是需求主要驱动力。烧碱作为成本较低的强碱, 在工业中应用广泛, 其直接下游包括氧化铝、化工、纺织化纤、轻工造纸等诸多领域。其中除氧化铝之外的板块较为分散、整体需求较为稳健, 而占到烧碱需求约 30% 的氧化铝 (95% 以上应用于电解铝) 对烧碱的边际需求增量有较大的影响作用。从历史数据看, 无论从产量还是价格上, 氧化铝和烧碱都有较强相关性。

图 22：烧碱下游需求结构



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

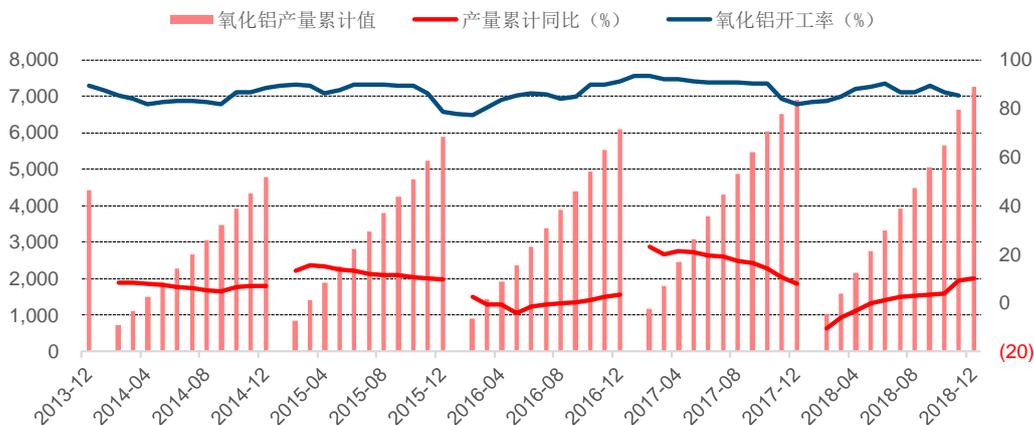
图 23：电解铝（或氧化铝）下游需求结构



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

氧化铝限产政策顺利消化、下游地产及基建需求有积极传导，烧碱需求面整体健康。我国氧化铝近年来工业保持高负荷运行。2017 年，环保部发布《关于京津冀及周边地区执行大气污染物特别排放限值的公告》，要求对全国“2+26”城市冬季限产，涉及全国约 40%的氧化铝产能，对冬季氧化铝企业开工有较大影响。而截至目前，行业已基本消化这一限产影响。同时，基于氧化铝/电解铝大量下游应用在房地产，且和 PVC 同样属房地产后周期，也因此同样有望受益于 2019 年房地产由开工向竣工的转移。氧化铝需求向上传导至烧碱，有望使得烧碱需求在短期内同样保持稳健。

图 24：全国氧化铝产量及开工率（单位：万吨）

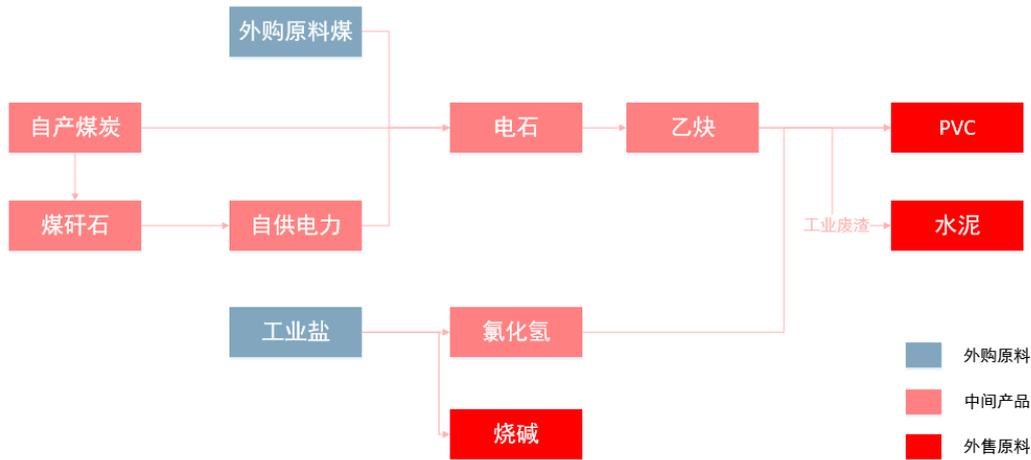


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

产业链循环一体化，公司化工业务成本低廉、盈利能力稳健

公司化工板块拥有煤-电石-氯碱-水泥一体化循环产业链。历经多次扩产和并购，公司化工板块形成了以 PVC/烧碱为核心，同时包括上游煤、电石和下游废渣循环利用的垂直产业链布局：公司达拉特分公司以煤炭为原料自产电石；采购工业盐电解制取烧碱和氯化氢；氯化氢通过管道与乙炔反应生产 PVC，同时将电石法 PVC 产生的电石泥废渣循环利用，运往公司参股的亿利冀东水泥公司（49%股权，大股东为亿利集团）用于副产水泥。

图 25：公司亿利化学以 PVC 为核心的循环经济产业链



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

煤炭方面，公司全资拥有产能为 120 万吨的东博煤矿，主要出产动力煤，近年来开工旺盛；另外，宏斌煤矿有 90 万吨产能在建，目前尚未投产；同时，参股产能为 1000 万吨的黄玉川煤矿（持股比例 49%）。

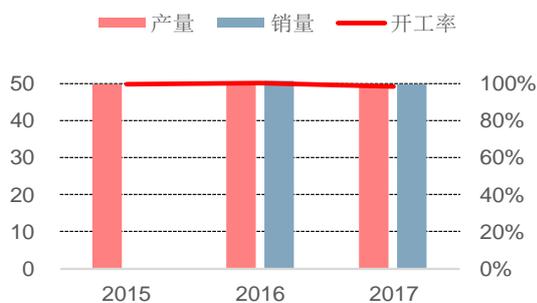
表 3：公司煤炭资源产能及储量

煤田	设计产能（万吨/年）	股权	权益产能（万吨/年）	资源储量（万吨）	可采储量（17 年，万吨）
东博煤矿	120	100%	120	7253	3777.25
宏斌煤矿（在建）	90	100%	0	1233	
黄玉川煤矿	1000	49%	490	147400	91322

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

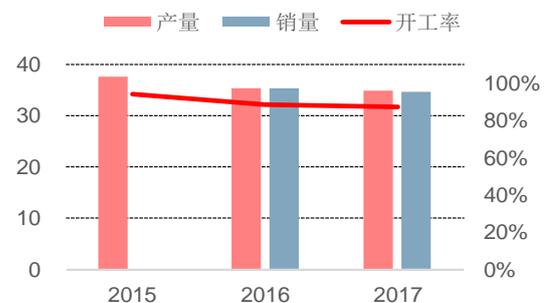
亿利化学具备 50 万吨 PVC、40 万吨烧碱等产能，公司持有其 41% 股权，纳入合并报表，装置稳定高效运行。08 年，公司以定增的方式向大股东购买了亿利化学 41% 股权，并纳入合并报表。目前，具备 50 万吨 PVC、40 万吨烧碱、配套 2×50MW 自备热电厂等装置，其中 50 万吨 PVC 及 40 万吨烧碱为主要外售产品，其它装置主要为中间产品。多年来，亿利化学是公司自营化工业务的主体部分，为公司提供可观营收及利润。同时，相关装置运行环保合规、稳定高效，在近年来几乎均保持满产，为公司稳定贡献业绩。

图 26：近年亿利化学 PVC 产销量（单位：万吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

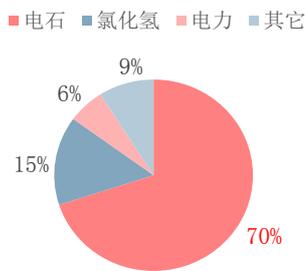
图 27：近年亿利化学烧碱产销量（单位：万吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

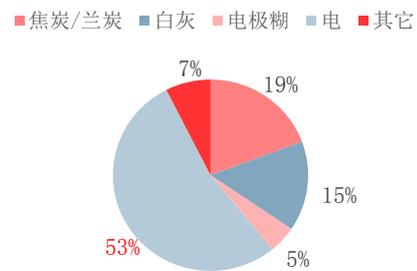
自产电石使得公司氯碱项目具备稳健的成本优势。在 PVC 项目中，根据行业经验，1 吨 PVC 约有 70% 的成本来源于电石，而电石最大部分成本（约 50%）则来源于电力。因此，电石和电力成本是 PVC 项目成本的主要决定因素。公司的循环一体化项目流程赋予公司显著的成本优势，生产成本波动也更小。

图 28：行业 PVC 项目成本构成



资料来源：中国产业信息网，中信建投证券研究发展部

图 29：行业电石项目成本构成



资料来源：中国产业信息网，中信建投证券研究发展部

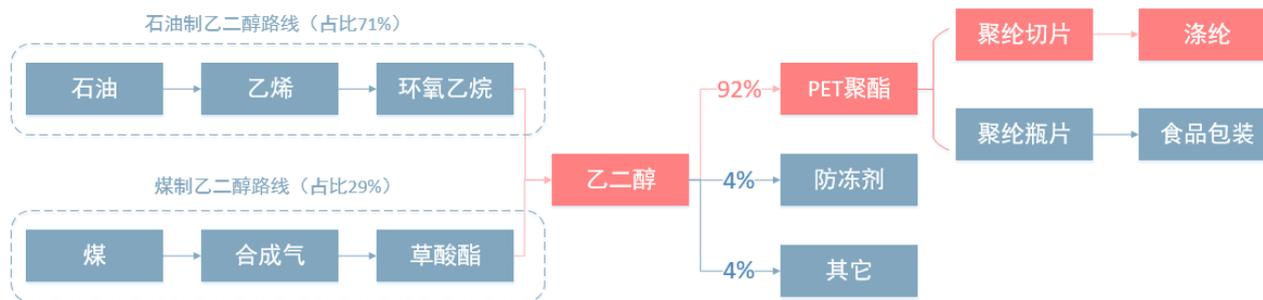
乙二醇国产替代空间广，有望为化工板块提供新增量

供给端：国内煤制乙二醇崛起，国内市场仍可消化新增产能

乙二醇分为石化和煤化工两条工艺路线，主要应用于下游聚酯行业。乙二醇是重要的化工品之一，化学式 $(CH_2OH)_2$ ，一般可归属于多元醇类。乙二醇化学结构简单，但生产工艺具备一定难度。其生产一般可分为石油化工路线和煤化工路线，其中石化路线为石脑油裂解生产乙烯，乙烯制备环氧乙烷，环氧乙烷再生产乙二醇，部分 MTO 制乙烯、再由乙烯制乙二醇的工艺也归类为石化路线；目前工业上成熟的煤化工路线则为由合成气合成中间产品草酸酯，再生产乙二醇。目前国内以石化路线居多，产能占比约 71%。

乙二醇下游产品则 90% 以上均为 PET 聚酯，产品根据用途分为聚纶切片和聚纶瓶片。其中切片用于最大的合成纤维制品涤纶（包括涤纶短纤、涤纶长丝）；瓶片则主要用于食品包装领域，主要制造包装瓶等。

图 30：乙二醇工艺路线和下游需求结构

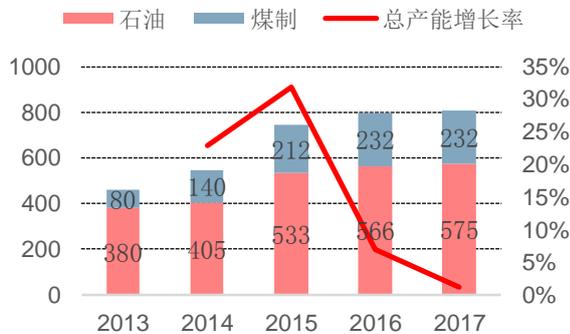


资料来源：百川资讯，中纤网，中信建投证券研究发展部

乙二醇供应缺口高达 800 万吨以上，进口依赖度 58%。出于乙二醇自身工艺的复杂性，我国乙二醇工业发展前期缓慢，产能的大量扩张受到限制。相比而言，庞大的人口基数使得国内对纺织服装和上游合成纤维的需求具备极大规模。供需的不匹配使得多年来中国乙二醇产品严重依赖进口：近年来，国内乙二醇产能产量虽表

现出年均超过 10% 的增长，17 年达到产能 807 万吨、产量 586 万吨，但下游需求同样保持高速增长，17 年全年净进口乙二醇规模仍达 813 万吨，占表观需求量的（即进口依赖度）约 58%。

图 31：近年国内乙二醇企业产能情况（单位：万吨）



资料来源：百川资讯，中信建投证券研究发展部

图 32：近年国内乙二醇产量和表观消费量（单位：万吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

当前我国乙二醇产能约 800 万吨，集中在中石化各地分公司等。我国乙二醇生产规模近年来经历了较为快速的增长，总产能从 2013 年的约 460 万吨一路提升至 2017 年的 806.6 万吨。主要产能中，因中石化掌握有陶氏技术、SD 氧化法技术等较为先进的石油制乙二醇技术，2014-2016 年又逢国际原油价格低位，中石化在各地的分公司接连扩充了多套石油制乙二醇装置。因此当前我国乙二醇产能主要集中在以中石化分公司为主的石化企业，石油制乙二醇比例仍达到约 71%。

表 4：当前乙二醇产能情况一览

企业	产能	技术	企业	产能	技术
镇海炼化	65	石化（Dow 技术）	新杭能源	40	煤制（上海浦景技术）
上海石化	60.5	石化（SD 技术）	新疆天业	25	煤制（高化学技术）
富德能源	50	石化（MTO 制乙烯）	山西阳煤（深州）	22	煤制（上海浦景技术）
远东联石化	45	石化	通辽金煤	20	煤制（物构所技术）
福建联合	40	石化（Shell 技术）	山西阳煤（寿阳）	20	煤制（上海浦景技术）
中沙天津	36	石化	河南煤化（新乡）	20	煤制（物构所技术）
中海壳牌	36	石化（Shell 技术）	河南煤化（安阳）	20	煤制（物构所技术）
四川石化	36	石化（Shell 技术）	河南煤化（濮阳）	20	煤制（物构所技术）
扬子巴斯夫	32	石化（SD 技术）	河南煤化（永诚）	20	煤制（物构所技术）
三江石化	28	石化（MTO 制乙烯）	中国石化湖北化肥	20	煤制（中石化技术）
武汉石化	28	石化（Dow 技术）	安徽淮化	10	煤制（上海浦景技术）
扬子石化	26	石化（SD 技术）	华鲁恒升	5	煤制（中科远东技术）
辽阳石化	20	石化（Dow 技术）			
辽宁北化	20	石化（MTO 制乙烯）			
茂名石化	11	石化（SD 技术）			
吉林石化	10.9	石化（SD 技术）			
抚顺石化	6	石化（Shell 技术）			
燕山石化	6	石化			
独山子石化	6	石化（SD 技术）			

天津石化	4.2	石化 (Dow 技术)
斯尔邦石化	4	石化 (MTO 制乙烯)
北京东方	4	石化
中沙天津	36	石化
总计		816.6

资料来源: 百川资讯, CNKI, 中信建投证券研究发展部

国内煤制乙二醇技术渐趋成熟, 已具备大规模扩产潜力。我国煤制乙二醇技术起步较晚, 自 2010 年左右才逐步从实验室走向工业化生产, 而历经数年工业化尝试, 国内多项引自海外或自主研发的煤制乙二醇技术在近几年相继实现技术突破, 在产品性能和稳定生产上均取得重要进展。如应用高化学技术、由东华工程承建的新疆天业乙二醇装置于 13 年投产, 目前生产稳定、产品性能已能符合涤纶原料要求; 华东理工与上海浦景共同研发的技术起初于安徽淮化中试, 后于 15-17 年分别在阳煤、新杭建成合计 70 万吨装置, 目前运行良好; 华鲁恒升 15 年应用中科远东技术改造原 5 万吨装置, 17 年生产状况良好, 实际产量超设计产能。国内煤制乙二醇工业化生产的技术突破已为相关企业的大规模扩产提供了基础。

表 5: 目前国内主要煤制乙二醇装置的技术来源

技术来源方	概述	国内的应用情况
日本高化学/东华工程/浙江联盛	日本高化学技术, 起初与东华工程、浙江联盛在新疆天业建 5 万吨装置, 2013 年建成, 运行良好。新疆天业后续扩产及目前其它一些煤化工企业都采用了此技术	新疆天业; 另有陕煤、桐昆等大量在建产能用此技术
上海浦景/华东理工大学/安徽淮化	华东理工与上海浦景共同研发技术, 2010 年在安徽淮化建成中试, 后续建成 10 万吨; 15-17 年于阳煤、新杭共建成 70 万吨装置。另多家煤化工企业也获取了此技术	安徽淮化, 阳煤化工, 新杭能源; 另有神华等大量在建产能用此技术
中科远东技术	中科院、宁波金远东等自主技术, 11-13 年完成中试, 15 年应用于华鲁 5 万吨装置技改, 至今运行良好	华鲁恒升 5 万吨装置及在建 50 万吨, 另有新疆、山东等地 200 余万吨在建
湖北华烁/五环工程公司/鹤壁宝马	五环公司与湖北化学研究院共同合作, 11 年于河南鹤壁宝马建成 300 吨装置, 此后多家煤化工企业也获取了此技术	鹤壁宝马; 另有荣信化工等部分在建产能用此技术
中国石化	中石化自主技术, 于 2011 年在扬子石化投产第一套装置, 后应用于上海工程公司、湖北化肥分公司等	所有中石化子公司、分公司的煤制装置, 包括在建
福建物构所/通辽金煤/丹化科技	福建物构所自主技术, 2005 年即开始与丹化科技建设乙二醇装置。后续应用到河南煤化, 建设共计 5 套装置	通辽金煤、河南煤化

资料来源: 《油价波动背景下煤制乙二醇产品竞争力分析》, 网络公开资料, 中信建投证券研究发展部

伴随技术突破, 国内煤制乙二醇项目密集上马, 乙二醇在建产能规模较大。近年来国内华鲁恒升、阳煤化工、新疆天业、河南煤化等大型煤化工企业纷纷实现了成熟的煤制乙二醇工业化生产。而煤制乙二醇属较为高端的煤化工工艺, 建设相关项目顺应我国煤化工发展战略, 也容易获取当地地方政府支持; 同时, 2017 年来原油价格从底部开始上涨, 也为煤制乙二醇提供了东风。因此近 2-3 年来, 各地煤化工企业密集上马煤制乙二醇项目。据我们统计, **宣布在 18-20 年投产的煤制乙二醇项目共计达 1072 万吨, 加上石油制则为 1192 万吨, 与目前国内总产能相当, 其中包括大量行业内企业扩产计划, 也包括多家从零开始筹建煤化工产能的企业。其中 2018 年预计投产 277 万吨、2019 年预计投产 605 万吨。**

表 6：预计于 2018 年及之后建成的乙二醇产能情况（单位：万吨）

企业	投产/预计投产时间	设计产能（万吨）	工艺
黔西煤化工	2018.05	30	煤制
中海油惠州炼化	2018.06	40	石化
易高煤化工	2018.06	12	煤制
新疆天盈石化（一期）	2018.07	15	石化
中盐安徽红四方	2018H2	30	煤制
民联能源化工	2018H2	60	煤制
新杭能源（扩建）	2018.07	10	煤制
华鲁恒升	2018Q3	50	煤制
康乃尔化工	2018 年内	30	煤制
新疆天业	2019.1	60	煤制
神雾环境能源	2019	70	煤制
福建物构所	2019	60	煤制
三宁化工	2019H2	60	煤制
久泰能源	2019H2	50	煤制
中石油-科威特	2019	50	石油
神华榆林	2019	40	煤制
新疆金川能源	2019	40	煤制
新疆胜沃能源	2019	40	煤制
黄陶勒盖	2019	40	煤制
中石化鹤岗	2019	30	煤制
陕西渭化	2019	30	煤制
一丁煤化工	2019H1	20	煤制
新疆天盈石化（二期）	2019	15	石化
桐昆集团	2020	120	煤制
九泰新材料	2020	100	煤制
新杭能源（扩建）	2020H1	30	煤制
龙宇煤化工	2020H1	20	煤制
新疆玉象胡杨	2020	20	煤制
开祥化工	2020	20	煤制
陕煤集团	2021	180	煤制
18-20 年总计		1192	

资料来源：百川资讯，网络新闻，各公司官网及环评公告，中信建投证券研究发展部

在建产能虽多，但预计部分产能达产困难，总投放产能仍可被国内市场消化。全国目前在建乙二醇项目虽多，但我们预计其中上述项目中有部分将难以顺利投产。尤其是其中一些煤制乙二醇项目，项目实施主体大多没有煤制乙二醇工业生产经验，且公司自身财务状况和管理水平不一定非常理想。总体上我们**预期 18-20 年最终投产的乙二醇产能约占到全部拟投产产能的 70%-80%**，按 75% 计算，折合 18 年新投产 219 万吨、19 年新投产 382.5 万吨、20 年投产 232.5 万吨。而根据 2017 年中国总计净进口逾 800 万吨，新建产能的总和仍不能完全填补国内市场的供给缺口。即使按全部产能投产、开工率 100% 计算，总投放产能依然可被国内市场充分消化。

需求端：18 年聚酯产能集中投产，高基数使得需求增量可观

2019 年预计共投产 685 万吨聚酯产能，占已有产能约 12%，对应达 228 万吨乙二醇需求。受国内桐昆股份、新凤鸣等化纤企业崛起等影响、及下游聚酯行业景气影响，17-19 年成国内聚酯密集投放期。2017、2018 年全国合计新增产能约达 1000 万吨。而据中纤网数据，2019 年已预计投产聚纶产能更达 685 万吨（不计算老装置复产或停产），约占到现有产能的 12%。以目前产能结构中 3 吨聚酯对应 1 吨乙二醇需求简单计算，仅 18 年新增聚酯产能就将额外形成 228 万吨乙二醇需求，占现有乙二醇产能近四分之一。高基数+高增长，19 年国内聚酯行业的持续扩张将再次带来大量乙二醇新增需求。

表 7：2019 年预期投产聚酯项目一览

企业	产品	设计产能（万吨）	投产/预计投产时间
江苏华亚	涤纶工业丝	8	2019.03
江苏向阳	涤纶短纤	7	2019Q1
江苏华西村	涤纶短纤	10	2019Q1
江苏恒力	涤纶工业丝	20	2019Q2
海南逸盛	聚酯瓶片	50	2019 年中
大连逸盛	聚酯瓶片	60	2019 年中
浙江三维	涤纶工业丝	15	2019H2
浙江三维	聚酯切片	25	2019H2
嘉兴逸鹏	涤纶长丝	50	2019 年内
仪征化纤	涤纶短纤	20	2019 年内
桐昆二期	涤纶长丝	60	2019 年内
桐昆恒忱	涤纶长丝	60	2019 年内
江苏盛虹	涤纶长丝	25	2019 年内
嘉兴逸鹏	涤纶长丝	50	2019 年内
海宁恒逸	涤纶长丝	75	2019 年内
宿迁逸达	涤纶短纤	50	2019 年内
新凤鸣	涤纶长丝	100	2019 年内
总计		685	
对应乙二醇需求		约 228	

资料来源：中国化纤信息网，中信建投证券研究发展部

2020 年及之后下游需求预计维持 5%或以上增速。从现有产能建设规划来看，预计 2019 年后聚酯（纺织）企业的大规模产能扩张可能将告一段落。此后，国内乙二醇的整体需求或将维持与终端纺织服装和食品包装行业近似的增速，考虑到宏观经济增速和新增产能出清，预计总需求将保持年 5%左右增长。虽总体增速不大，但考虑目前国内聚酯表观消费量基数仍远大于乙二醇产能，新增需求仍为消化较大规模的乙二醇产能投放提供了一定保障。

预计至少到 2020 年，国内仍存约 20%乙二醇供应缺口。综合以上供需方面新增产能情况、以及已有产量、表观需求量数据，假设煤制乙二醇新增产能投放率 75%（如上文），且所有新增产能开工率均为 80%，可计算未来数年内国内乙二醇供需情况对比。如下图，国内乙二醇产能增速虽快，但表观需求量基数超出目前产能规模甚多，以至于直到 2020 年，国内或仍将存在 20%左右乙二醇供应缺口（即 20%进口依赖度）。届时乙二醇产品

价格或受到一定负面影响，但难以出现产能过剩、开工低迷、厂商间价格战等严重影响企业盈利的状况。

图 33：2020 年内乙二醇产量和表观需求量预测（单位：万吨）



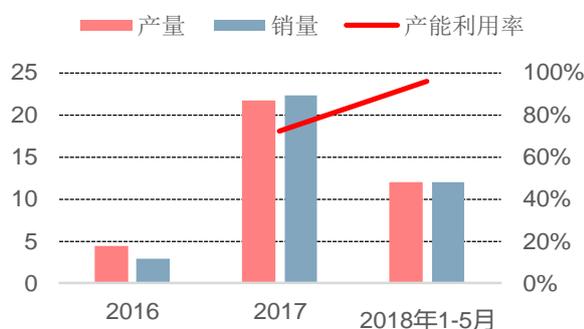
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

新杭能源 40 万吨乙二醇并表，为化工板块带来增量

2018 年 8 月，公司宣布拟分别以 9.5 亿元和 6.8 亿元现金收购集团控股的亿鼎生态 60% 股权和新杭能源 75.19% 股权。两家企业均为煤化工企业，其中亿鼎生态建有大型煤气化装置及 60 万吨/年合成氨、104 万吨/年复合肥产能及 260 万吨生物炭基复混肥项目；新杭能源则从亿鼎生态采购煤制气（主要为氢气和一氧化碳），并利用其生产甲醇/乙二醇产品。

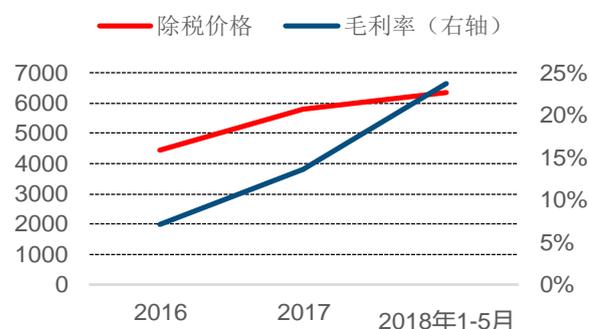
新杭能源乙二醇规模为 40 万吨，装置运行良好。新杭能源的乙二醇项目将成为公司主要利润来源之一，该采用上海浦景技术，目前规模已达 40 万吨，是我国目前最大的单套装置。项目于 2016 年投产，17、18 年 1-5 月产能利用率分别达到 73%、96%，且优品率达到 97%。18 年 1-5 月公司乙二醇除税销售单价达到 6373 元/吨，与高端市场价相当，表明公司基本已实现乙二醇的稳定高效生产。本次收购完成后，公司拥有乙二醇权益产能约 30.08 万吨，且生产成本有望借规模效应及原料采购的协同效应进一步压低。

图 34：新杭能源乙二醇产能及产销情况（单位：万吨）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 35：新杭能源乙二醇售价及毛利率（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

光伏和清洁热力项目并驾齐驱，清洁能源板块快速扩张

光伏治沙项目进展迅速，19 年预计达到 1GW 容量

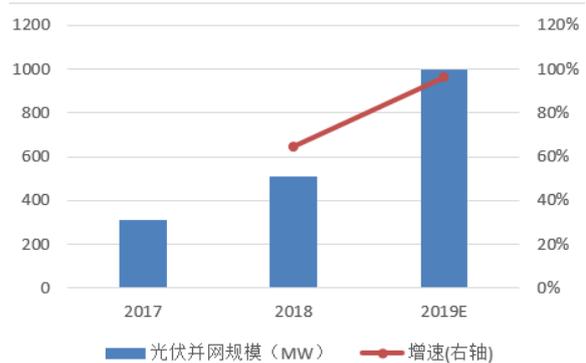
2017 年 11 月，公司分别从集团公司以 2.13 亿元和 4.27 亿元收购库布其生态 70% 股权和正利新能源 49% 股权。两家企业均为光伏发电项目运营商，本次收购也标志着公司切入光伏发电领域。目前，公司生态光伏治沙项目已实现并网 510MW，并计划在 2019 年达到 1GW。内蒙古地区库布其沙漠地带日照充足，但植被稀少。传统的治沙方式不产生经济性较差，而光伏治沙便是利用太阳能板的背光面为植被遮阴，在发电的同时达到治沙目的。库布其生态资源公司便是国内实施产业化光伏治沙的先驱者，在库布其当地发展起“板上发电、板下种草、板间种植”的光伏治沙模式，同时带动当地农牧民集约化养殖绵羊、家禽及通过清洗光伏设备获得收入，集“生态、发电、扶贫”为一体，取得了良好的经济效益和治沙效果，收到中央媒体多次报道。未来伴随并网规模的不断扩大，光伏业务板块所供需的利润体量也将持续增加。

图 36：库布其生态“光伏治沙”项目



资料来源：新华网，中信建投证券研究发展部

图 37：公司光伏并网规模



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

燃煤锅炉改造市场空间庞大，公司清洁热力项目潜力可观

传统燃煤锅炉改造的市场空间仍然庞大。由资源禀赋所决定，我国工业燃煤锅炉存量规模庞大。据浙江大学估算，2017 年我国工业燃煤锅炉容量约 164 万吨，年消耗煤约 6-7 亿吨。而近年来，作为能源战略的一环，燃煤锅炉的节能环保改造也成为重点。2014 年，国家发改委等 7 部委下发《燃煤锅炉节能环保综合提升工程实施方案》，到 2018 年推广高效锅炉 50 万蒸吨 (T/H)，将高效燃煤锅炉市场占有率由目前的不足 5% 提高到 40%；淘汰落后燃煤锅炉 40 万 T/H；完成 40 万 T/H 燃煤锅炉的节能改造。随后的几年内，各地工业园区的燃煤锅炉改造项目纷纷落地。但到目前为止，尚有百万 T/H 级规模的传统锅炉未被改造，锅炉节能环保改造的市场空间仍然庞大。

公司借“微煤雾化”技术全国布局煤炭锅炉改造工程，完工、在建、拟建项目合计 2495T/H。2014 年，公司增资 4500 万元，收购空港天立能源工程技术（北京）公司。天立能源掌握微煤雾化技术，是新型高效煤粉工业锅炉系统的主要设计、制造、运营商。微煤雾化技术为解决煤炭清洁高效利用问题而生，通过改造传统燃煤锅炉，以提高其燃烧效率、热效率，并降低排放标准，并循环利用。经济效益方面，经过该技术改造可使锅炉燃烧效率提高到 98%，热效率提高到 90% 以上，吨煤产蒸气由 5.5 吨提高到 9 吨以上。与传统燃煤锅炉相比，

节煤 30%以上，节电 20%、节水 10%、节地 50%、节约人力 50%，并能消化大量工业垃圾、变废为宝；环保安全方面，实现“四不见”，即不见尘、不见煤、不见渣、不见烟。

微煤雾化技术与公司在煤炭及煤化工领域的生产经验深度契合，公司从此开始与各地地方政府、工业园区合作，在全国范围内的工业园区铺开微煤雾化改造工业锅炉项目。公司会与地方政府或工业园区、社区签订独家经营或其他排他性协议，以 BOO、BOT、BT 等多种模式建设区域（工业园区、社区）高效清洁热力项目，改造其传统工业锅炉代之以高效煤粉锅炉，通过热电联产方式生产蒸汽、热水、电等产品。目前，公司已投产或试运行项目产能合计 1520T/H，在建、待开工产能合计 975T/H，后续增量可观。同时，相比于我国传统锅炉改造的市场规模，公司现有市占率仍低，未来仍有很大业务扩展空间。

表 8：截至 18Q3，公司清洁热力项目产能情况

状态	地点	设计产能 (T/H)
完工	山东广饶	70
	山东沂水	70
	山东枣庄	70
	山东金乡	70
	山东乐陵	70
	山东沂水	60
	山东莱芜	35
	河南斯密	200
	甘肃武威	150
	长沙天宁	225
	江苏宿迁	240
	江苏兴化	180
	安徽颍上	80
在建	山东新泰	70
	山东济宁	150
	河北晋州	80
	浙江浦江	150
拟建	山东曲阜	225
	山东利津	70
	江西南昌	80
	湖北宣城	150
合计		2495T/H

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

投资建议

预计公司 2018 年、2019 年、2020 年实现归母净利润 7.98、9.41、10.43 亿元，对应 EPS 0.29、0.34、0.38 元，对应 PE 22、18、16 倍，给予“买入”评级。

表 9：预测和比率

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	11,047.17	15,746.03	18,170.61	19,063.08	19,793.64
主营收入增长率	37.13%	42.53%	15.40%	4.91%	3.83%
EBITDA（百万元）	1,082.37	1,808.70	2,208.74	2,420.28	2,531.54
EBITDA 增长率	41.14%	67.11%	22.12%	9.58%	4.60%
净利润（百万元）	258.43	521.46	797.54	940.89	1,043.34
净利润增长率	97.72%	101.78%	52.94%	17.97%	10.89%
ROE	2.70%	3.64%	5.24%	5.83%	6.07%
EPS（元）	0.120	0.200	0.291	0.344	0.381
P/E	52.33	31.40	21.57	18.28	16.49
P/B	1.37	1.20	1.13	1.07	1.00

数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

风险提示

宏观经济下行导致化工品价格大幅下跌；光伏产业政策变化超出预期。

分析师介绍

于洋：香港大学工学硕士，4年化工行业工作经验，16年开始从事卖方研究工作，2017年新财富环保行业入围团队成员。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859