

化工

财务角度看化工（一）

资产负债表：企业加杠杆了吗？

评级：增持（维持）

分析师 谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	334
行业总市值(百万元)	29531.9
行业流通市值(百万元)	24014.2

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		
华鲁恒升	16.6	1.86	1.40	1.74	2.00	9.0	11.9	9.5	8.3	-1.5	买入
桐昆股份	11.7	1.16	1.64	2.08	2.34	10.	7.2	5.6	5.0	1.36	买入
扬农化工	75.3	2.89	4.29	5.09	5.84	26.	17.5	14.8	12.9	-	买入
新和成	27.2	1.43	1.78	2.05	2.46	19.	15.4	13.3	11.1	-	买入
海利得	3.37	0.29	0.30	0.38	0.45	11.7	11.4	8.9	7.6	1.05	买入
雅克科技	41.4	0.31	0.81	1.00	1.41	144	51.4	41.4	29.4	-	买入
海油工程	4.95	0.02	0.19	0.30	0.38	274	26.3	16.4	12.9	0.01	买入

备注：股价取自 2020 年 4 月 30 日，数据来源 wind 一致预期

投资要点

■ 化工行业杠杆正在被动抬升

资产与负债变化方向一致，速度不一，化工行业正处于被动加杠杆阶段。从资产负债率变化可以发现，化工行业经历了两轮去杠杆后，2018 年开始资产负债率再度提升。与 2012-2013 年行业主动举债加杠杆不同，本轮资产负债率的抬升源于资产端增速的大幅放缓，使得资产增速小于负债增速，企业被动加杠杆。行业内发生分化，资产规模较大的龙头大幅拉高行业整体杠杆水平：与 2018 年相比，总资产大于 200 亿元的龙头企业平均资产负债率提高 1.6pct，而资产规模处于中游的上市企业杠杆率反而出现下滑。

■ 资产端：在手现金大幅减少，在建工程企稳回升

供改后化工企业盈利质量改善，然而宏观经济的下行已开始不断消耗企业的在手现金。2019Q1 开始，由于化工行业货币资金增速持续降低，导致企业流动资产增速显著下滑。存货方面，2019 年开始原材料占存货比例再度下滑，而产成品比例提升，一定程度上说明企业对未来盈利预期下降，备货意愿减弱，化工行业正处于主动去库存阶段。值得注意的是，2019 年产成品与原材料增速依旧处于较高水平，新冠疫情又使存货增速“被动”抬升，本轮行业去库存压力明显较往年更大。在建工程方面，2018 年大炼化项目集中上马使得化工行业资产变重，然而 2019 年在建工程高位回落，化工企业扩产意愿明显减弱。精细化学品和新材料行业正逆势扩张。

■ 负债端：负债结构有所改善，产业链内部杠杆维持高位

2018 年以来，化工行业流动负债占比不断降低，负债结构持续改善，有利于企业应对经济下行期的风险。然而结合资产端来看，由于总资产增速明显放缓，行业流动比率与速动比率正处于下行阶段，企业短期偿债压力不减。企业的议价能力可理解为向上下游占款的能力，表现为减少应收项目或增加应付项目。本轮化工行业信用收紧与 2015 年的不同点在于，上市企业在减少应收增速的同时依旧维持了较高的应付增速，企业对上游的议价能力较 2015 年明显提升，且主要体现在行业龙头企业。2018 年下半年至今，由于外部融资收紧，资产负债率被动抬升，龙头企业选择通过产业链内部加杠杆的方式缓解资金压力，因此“(应付-应收)/营收”指标反而上行。而资产规模较小的企业难以在产业链内部实现加杠杆，因此随着盈利能力下行，企业议价能力也同步减弱。

■ **投资建议：**化工龙头企业自供改后资产负债表不断修复，议价能力明显提升，同时周期下行期估值偏低，或实现穿越周期，建议关注：万华化学、华鲁恒升、扬农化工、新和成、桐昆股份、恒力石化。新材料行业于 2019 年逆势扩张，产业革新与供应链重塑带来行业新机遇，未来成长可期，建议关注：雅克科技、万润股份、国瓷材料。

■ **风险提示：**原油价格大幅波动；宏观经济下行，导致大宗产品价格大幅下滑；疫情全球蔓延导致供应链风险。

内容目录

化工行业资产负债率被动抬升	- 5 -
化工行业正处于被动加杠杆阶段	- 5 -
本轮杠杆率提升由龙头企业主导	- 6 -
各子行业资产负债率变化的驱动因素	- 7 -
长期资产负债率中枢取决于企业的运行模式	- 9 -
资产端：在手现金大幅减少，在建工程企稳回升	- 12 -
流动资产变化主要源于货币资金大幅减少	- 12 -
存货结构分化，去库存仍将持续	- 13 -
在建工程高位回落，产能扩张压力犹存	- 17 -
负债端：负债结构改善，产业链内部杠杆维持高位	- 22 -
负债结构性改善，关注短期偿债压力	- 22 -
产业链内部加杠杆，龙头企业议价权提升	- 22 -
化工行业在制造业中的议价能力明显提升	- 25 -
投资观点	- 27 -
风险提示	- 27 -

图表目录

图表 1: 化工上市企业资产负债率被动抬升.....	- 5 -
图表 2: 化工行业整体资产负债率提升.....	- 6 -
图表 3: 资产负债率抬升由上市企业主导.....	- 6 -
图表 4: 资产规模较大的企业杠杆率显著增加（算术平均）.....	- 6 -
图表 5: 化工各子行业资产负债率变化（算术平均）.....	- 7 -
图表 6: 2019 年聚氨酯行业主动加杠杆.....	- 8 -
图表 7: 2019 年涤纶行业被动加杠杆.....	- 8 -
图表 8: 2019 年改性塑料行业主动加杠杆.....	- 8 -
图表 9: 2019 年化学原料药行业主动加杠杆.....	- 8 -
图表 10: 2019 年炭黑行业主动加杠杆.....	- 9 -
图表 11: 2019 年粘胶行业被动加杠杆.....	- 9 -
图表 12: 化工行业资产与负债变化轨迹图.....	- 9 -
图表 13: 龙头企业资产负债率变化.....	- 10 -
图表 14: 龙头企业资产与负债变化轨迹图.....	- 11 -
图表 15: 流动资产同比大幅下滑拖累资产端整体增速.....	- 12 -
图表 16: 化工行业资产结构变化.....	- 12 -
图表 17: 2017 年后应收款项/营收呈下行趋势.....	- 13 -
图表 18: 19Q1 开始化工行业货币资金增速持续降低.....	- 13 -
图表 19: 化工上市企业原材料与产成品增速放缓.....	- 14 -
图表 20: 存货结构再度分化.....	- 14 -
图表 21: 化工行业库存变化轨迹图.....	- 14 -
图表 22: 2019 年化工行业存货周转放缓.....	- 15 -
图表 23: 化工行业整体存货增速变化.....	- 15 -
图表 24: 新冠疫情致化工品价格大幅下滑.....	- 16 -
图表 25: 4 月制造业产成品与原材料库存 PMI 仍在荣枯线以下.....	- 16 -
图表 26: 2019 年各行业“重资产”占比（整体法）.....	- 17 -
图表 27: 2019 年化工子行业“重资产”占比（整体法）.....	- 18 -
图表 28: 2018Q2 开始化工上市企业“重资产”占比回升.....	- 18 -
图表 29: 在建工程增速历经 2018 年快速上升后再度回落.....	- 19 -
图表 30: 供给侧改革至今各子行业在建工程/固定资产比例变化.....	- 19 -
图表 31: 2019 年逆势扩张的上市公司.....	- 20 -
图表 32: 化工上市企业流动负债占比下滑.....	- 22 -
图表 33: 化工上市企业短期偿债压力较大.....	- 22 -

图表 34：2019 年应付与应收项目增速出现背离，与 2015 年情况类似.....	- 23 -
图表 35：龙头企业议价能力明显提升.....	- 23 -
图表 36：2017 年后化工行业整体回款能力减弱	- 24 -
图表 37：化工产业链内部杠杆创十年新高	- 24 -
图表 38：龙头企业占款能力不断增强.....	- 25 -
图表 39：采掘行业上市企业占款能力变化	- 26 -
图表 40：汽车行业上市企业占款能力变化	- 26 -
图表 41：纺服行业上市企业占款能力变化	- 26 -
图表 42：家电行业上市企业占款能力变化	- 26 -

化工行业资产负债率被动抬升

前言:

财务报表是描述一家企业运营情况相对客观的工具，对于子行业众多的化工行业来说，从行业层面解读三张表，有利于我们抽离于各子行业的供需变化，以更为宏观的视角理解化工行业当下所处的位置。本篇为财务角度看化工系列报告的首篇，旨在从资产负债表出发，解读化工行业过去十年的运行变化。

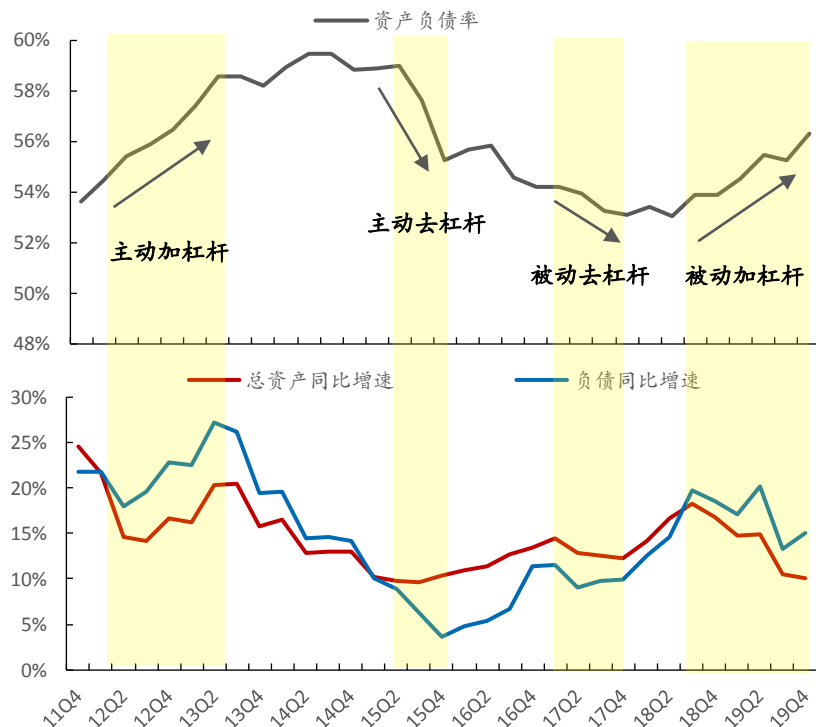
化工行业正处于被动加杠杆阶段

■ 资产与负债变化方向一致，速度不一，化工行业正处于被动加杠杆阶段。

从资产负债率变化可以发现，化工行业经历了两轮去杠杆后，2018 年开始资产负债率再度提升。与 2012-2013 年行业主动举债加杠杆不同，本轮资产负债率的抬升源于资产端增速的大幅放缓，使得资产增速小于负债增速，企业被动加杠杆。

短期来看，2019Q4 化工行业负债增速拐头向上，而资产增速依旧延续下行趋势，在宏观经济下行的压力下，未来行业负债率仍处于上行通道中。

图表 1：化工上市企业资产负债率被动抬升



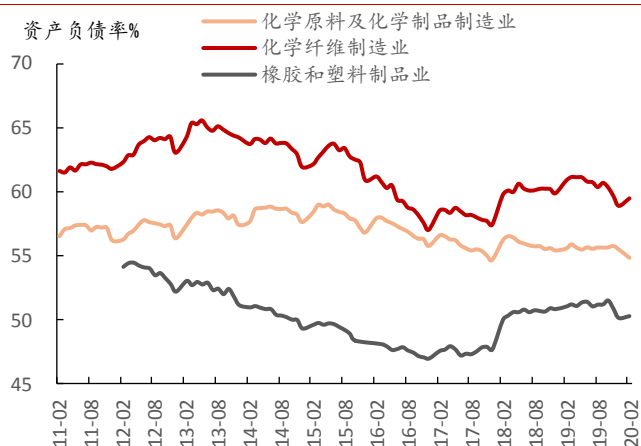
资料来源：wind，中泰证券研究所

备注：统计范围为 2011 年及以前上市公司。因基数原因剔除中石化，暂不包含尚未公布 2019 年报的 ST 康得、广东榕泰。采用整体法。以下若无特殊说明，均采用该口径

本轮杠杆率提升由龙头企业主导

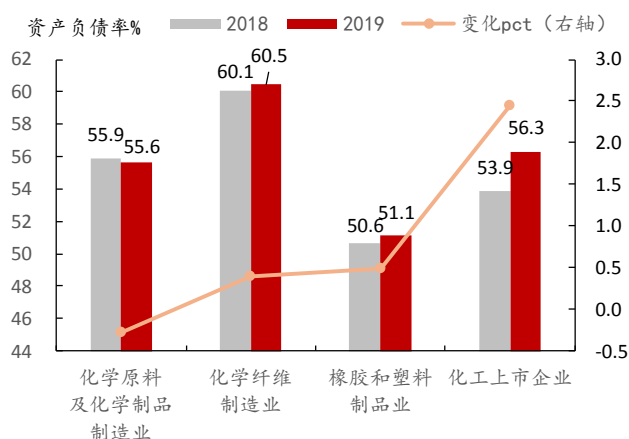
- **本轮资产负债率的抬升主要由上市企业贡献。**从全行业来看，作为化工行业主体的化学原料及化学制品制造业2019年资产负债率变化并不大，化纤制造业和橡胶塑料制品业尽管资产负债率较2018年小幅提升，但提升幅度远低于上市企业均值。可以看出本轮化工行业资产负债率的抬升主要由上市企业贡献。

图表 2：化工行业整体资产负债率提升



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：资产负债率抬升由上市企业主导

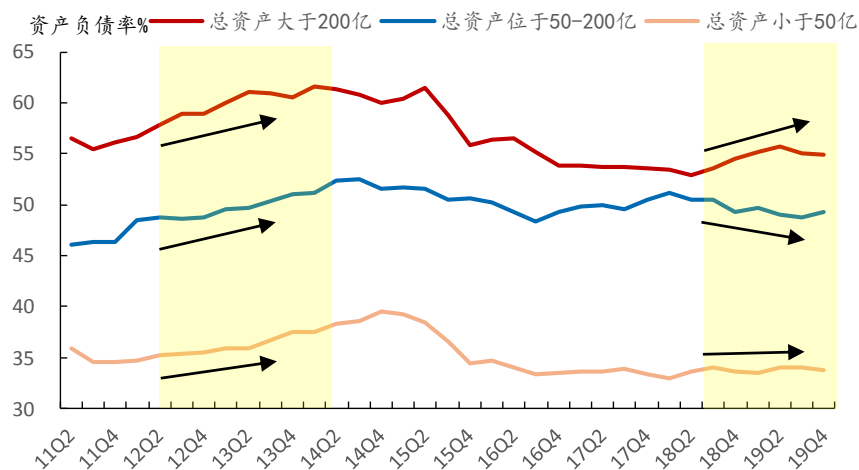


来源：wind，中泰证券研究所

- **龙头企业是抬升化工行业整体杠杆率的主要力量。**本轮化工企业资产负债率的提升从2018Q2开始，我们根据2018Q2的资产规模对上市企业进行分类，其中总资产大于200亿的有36家，总资产位于50-200亿的有62家，总资产小于50亿的有103家，不考虑阳煤化工和ST盐湖（阳煤化工2012年借壳上市后资产负债率大幅降低，ST盐湖2019Q4资产负债率大幅增加，对整体均值产生影响）。可以发现资产规模较大的龙头企业大幅拉高了行业整体杠杆水平：与2018年相比，2019年总资产大于200亿元的龙头企业平均资产负债率提高了1.6个百分点，而资产规模处于中游的上市企业杠杆率反而出现下滑。

此外，资产规模较大的企业在过去十年间拥有更高的平均资产负债率，一定程度上说明龙头企业具备更强的运用外部资金的能力。

图表 4：资产规模较大的企业杠杆率显著增加（算术平均）



资料来源：wind，中泰证券研究所

各子行业资产负债率变化的驱动因素

■ 由于大多化工企业已横跨多个子行业，以下暂用申万三级分类对化工行业进行大致归类：

- 1) **靠近产业链上游的行业具备更高的杠杆率**，如氮肥、磷化工、粘胶、纯碱等，这与上游行业资金门槛高、规模较大有关，企业扩产通常选择向社会募集资金或向银行贷款。轮胎和炭黑尽管属于偏下游行业，但资产负债率依旧高企，原因是企业受制于产业链地位很难实现上下游占款，导致有息债务负担偏重。
- 2) **从相对变化来看，2018-2019 年粘胶短纤、无机盐、其他化学原料、涤纶、油气钻采、改性塑料、氨纶、化学原料药行业的资产负债率持续提升。**其中粘胶和氨纶均经历了较为明显的扩产周期；涤纶由于行业整体向上游炼化延伸，导致负债端增速较快，类似的，改性塑料分类下的金发科技通过收购宁波海越，完善了上游原材料丙烯的布局，也使得资产负债率明显提升。此外，以新和成为代表的化学原料药行业于 2019 年开启扩张模式，新和成年产 25 万吨蛋氨酸项目、山东工业园、黑龙江生物发酵项目同步进行，从而公司资产负债率从 2018 年底的 26.1% 增加至 2019 年的 40.7%。

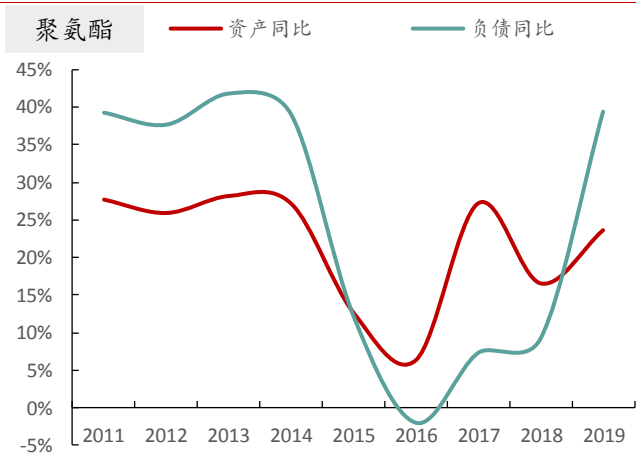
图表 5：化工各子行业资产负债率变化（算术平均）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
氮肥	85	91	64	65	69	70	77	77	62	51
磷化工	70	71	67	66	66	70	70	70	70	69
轮胎	70	67	67	63	55	56	58	62	59	60
炭黑	58	56	63	72	71	65	61	59	54	56
粘胶	65	73	72	74	63	54	45	52	52	56
纯碱	55	57	60	69	63	62	64	60	57	55
其他纤维	62	61	62	62	59	55	62	61	56	57
磷肥	42	48	53	56	61	59	62	59	65	63
维纶	64	51	57	59	49	51	58	46	50	45
氯碱	54	53	53	54	56	51	49	49	49	48
无机盐	53	56	63	62	65	56	39	38	39	41
其他化学原料	93	95	61	47	51	34	32	23	29	30
涤纶	49	48	50	54	68	39	39	40	48	56
复合肥	54	46	47	53	50	42	44	46	45	44
石油加工	41	43	46	50	51	50	49	46	46	47
钾肥	72	58	59	61	64	49	22	20	21	20
油气钻采服务	55	53	53	47	40	38	39	36	39	40
日用化学产品	42	35	39	40	45	49	41	47	50	47
农药	38	37	41	43	45	42	42	45	44	48
聚氨酯	40	34	40	43	44	43	40	35	34	38
改性塑料	41	32	26	34	37	40	44	42	45	44
其他化学制品	39	33	36	37	39	37	35	36	36	35
涂料油漆油墨制造	36	31	32	39	32	32	34	38	37	44
氟化工及制冷剂	29	30	28	36	33	35	36	41	40	42
合成革	43	22	24	24	32	43	38	36	40	41
民爆	22	26	32	35	34	32	34	38	41	41
其他塑料制品	41	28	26	30	30	32	31	31	35	28
石油贸易	28	25	27	33	32	32	33	33	31	23
氨纶	16	23	26	26	25	28	30	28	36	46
纺织化学用品	22	27	23	26	28	28	33	31	30	28
其他橡胶制品	20	25	32	29	30	29	30	26	21	21
化学原料药	19	18	17	19	20	24	25	22	23	31

资料来源：wind，中泰证券研究所

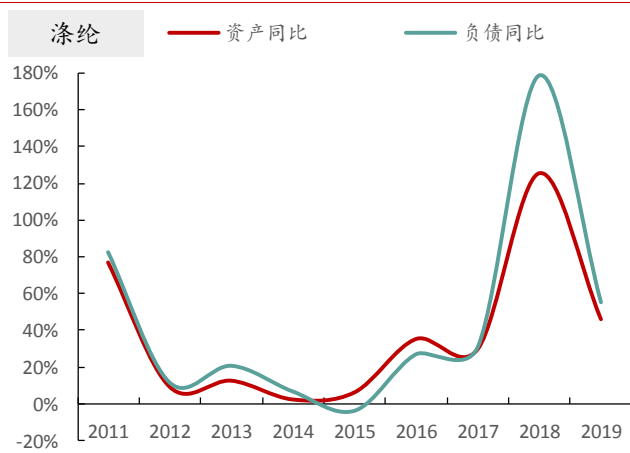
3) 各子行业资产负债率变化的驱动因素不同。资产负债率变化的本质即资产端与负债端变化幅度不一,我们以整体法选取 2019 年资产增速与负债增速差异较大的子行业进行分析。聚氨酯、改性塑料、化学原料药行业资产与负债增速同时增加,且负债增速远高于资产增速,企业主动加杠杆,从某种程度上说明企业看好未来行业前景;涤纶、粘胶行业资产与负债增速同时回落,且资产增速回落更快,企业被动加杠杆,或行业盈利恶化侵蚀净资产;而炭黑行业尽管负债增速回升,总资产依旧在不断减少,2019 年炭黑行业在成本与汽车需求的双重挤压下,可能存在“借新还旧”的现象。

图表 6: 2019 年聚氨酯行业主动加杠杆



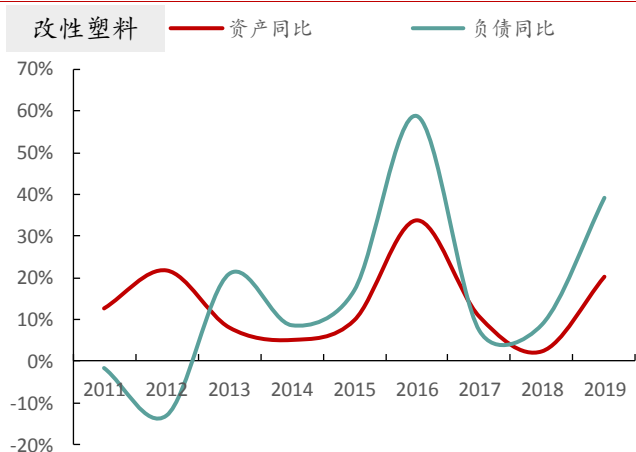
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 2019 年涤纶行业被动加杠杆



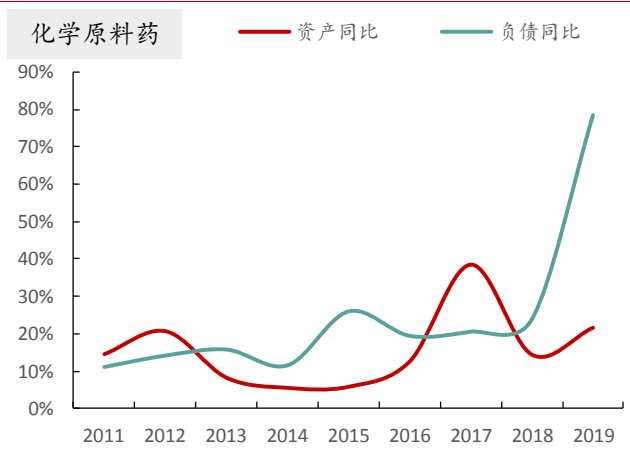
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 2019 年改性塑料行业主动加杠杆



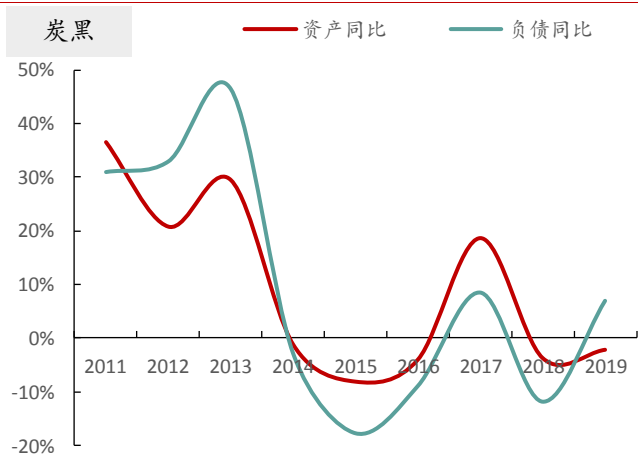
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 2019 年化学原料药行业主动加杠杆



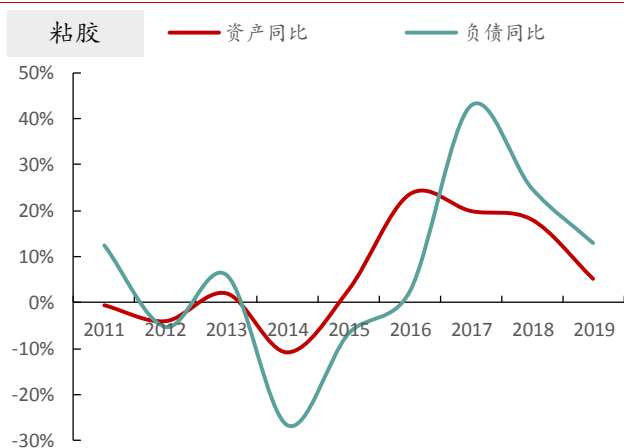
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10：2019 年炭黑行业主动加杠杆



来源：wind，中泰证券研究所

图表 11：2019 年粘胶行业被动加杠杆



来源：wind，中泰证券研究所

长期资产负债率中枢取决于企业的运行模式

- 短期资产负债率代表企业的负债水平和经营活力，而长期资产负债率中枢则需回归到企业所在的行业特征和自身运营风格。基于资产负债率分子与分母增速不同，我们设计了资产与负债变化轨迹图，横、纵坐标分别表示当年资产、负债的净增加值。以化工行业为例，通过轨迹图可以看出化工行业 2015 年至今运行模式的变化：

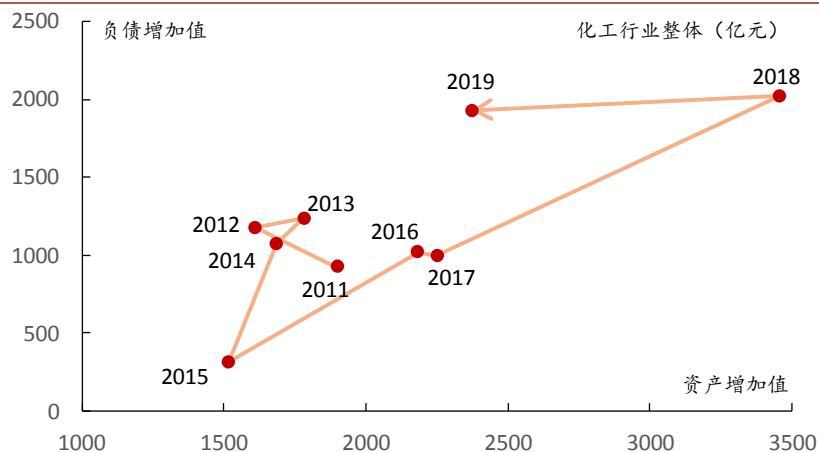
2015 年：负债增加值大幅降低，企业主动去杠杆，促使资产负债表修复；

2016-2017 年：油价见底回升，企业借贷意愿恢复，负债与资产增幅回升至往年水平，然而在建工程持续减少，化工行业资产负债表仍处于修复阶段；

2018 年：油价一路上行，化工企业盈利修复，借贷意愿明显增强，资产与负债增加值同步上行，开启新一轮投资；

2019 年：随着宏观经济疲软，资产增速下滑（主要表现为货币资金增速放缓，后文将作详细分析），负债增加值仍维持高位，而在建工程持续回落，借贷或为“被动之举”。

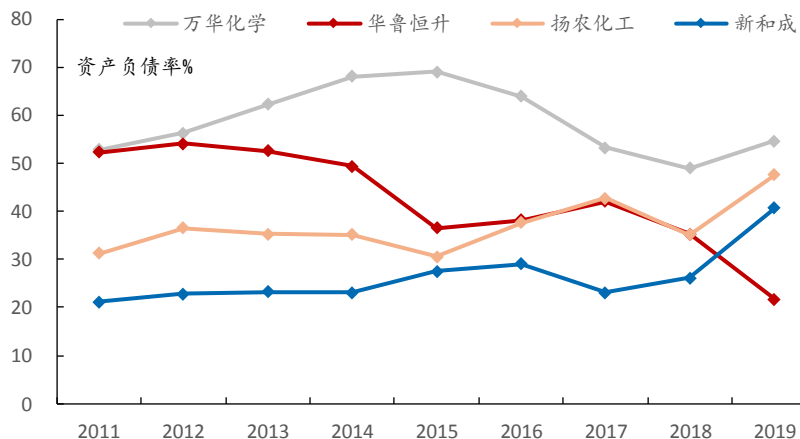
图表 12：化工行业资产与负债变化轨迹图



资料来源：wind，中泰证券研究所

- 回到企业层面，我们观察万华化学、华鲁恒升、扬农化工、新和成四家龙头企业资产负债率的变化。可以看出除华鲁恒升外，其余三家资本开支均于 2019 年进入高增长期，而历史发展轨迹却各不相同。

图表 13：龙头企业资产负债率变化



资料来源：wind，中泰证券研究所

万华化学：公司资产负债率波动式变化。2014 年伴随烟台八角项目陆续投产，公司资产与负债端同步增加；2015 年 MDI 价格跌入低谷，公司资产与负债增速放缓；2017-2018 年 MDI 行业迎来景气周期，企业在手现金大幅增加，资产负债表得以修复，公司开启新一轮投资。2019 年随着大乙烯项目和聚氨酯产业链延伸项目进入密集建设期，负债与资产增加值再度大幅提升，变化轨迹类似 2014 年。整体而言，公司发展遵循“周期高点盈利-资产端改善-周期低点投资-负债增加-景气改善促使报表修复-周期高点盈利”的路径，形成良性循环。

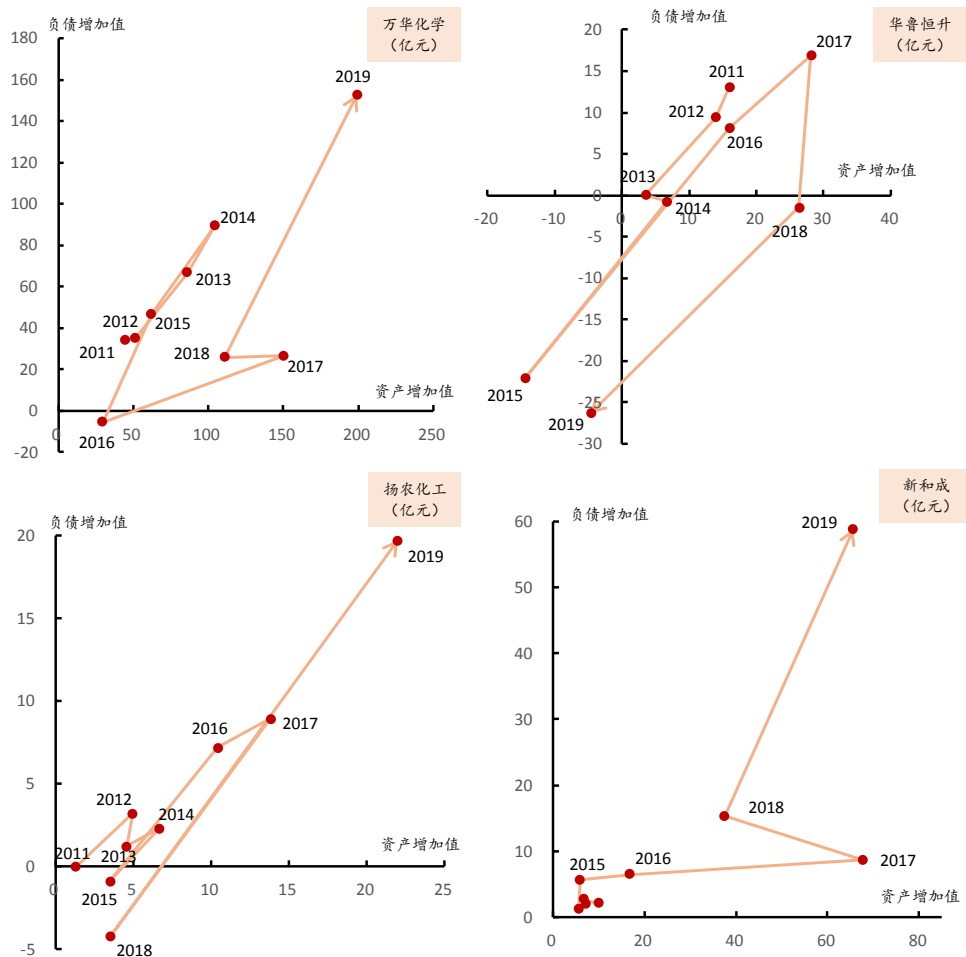
华鲁恒升：公司资产负债率阶段式下行。2014 年随着 10 万吨三聚氰胺和 10 万吨醇酮项目投产，公司盈利大幅提升，并于 2015 年通过自有资金偿还长期有息债务，大幅降低资产负债率。2016-2017 年公司增加对传统产业升级及清洁生产综合利用项目和 50 万吨/年乙二醇项目的投入，资产负债率再次上行，2018 年随着盈利大幅提升，公司再度进入偿债周期，持续降低资产负债率。可见公司运营策略较为保守，发展遵循“项目投产-盈利增加-归还债务-新项目投产”的路径。

扬农化工：公司资产负债率阶段式上升。公司在 2014 年建成优嘉一期、2017 年建成优嘉二期后，分别于 2015 和 2018 年偿债，降低杠杆率。2018-2019 年公司外贸销售大增，叠加苏北安全环保事故推升产品价格，公司经营性现金流显著增加，开启优嘉三、四期的投资。作为农药龙头，公司在巩固菊酯领域传统优势的同时，不断开拓大单品业务，资产规模大幅提升。

新和成：资产负债率大幅上行，维生素龙头开启扩张模式。2017 年 VA 价格暴涨大幅提升公司业绩，资产端货币资金增加，公司定增募集 49 亿元，加码 25 万吨蛋氨酸二期项目；2018 年山东基地 2 万吨营养品项

目与黑龙江基地陆续启动建设，短期借款增加；2019 年随着山东 VE 项目于年底正式投产，以及黑龙江发酵项目年底试生产，资产大幅增加，同时公司再次以间接融资的方式加码黑龙江工业园一期、山东产业园一期项目。在维生素景气周期的推动下，公司凭借多年积累的研发成果，进入快速成长期。

图表 14：龙头企业资产与负债变化轨迹图



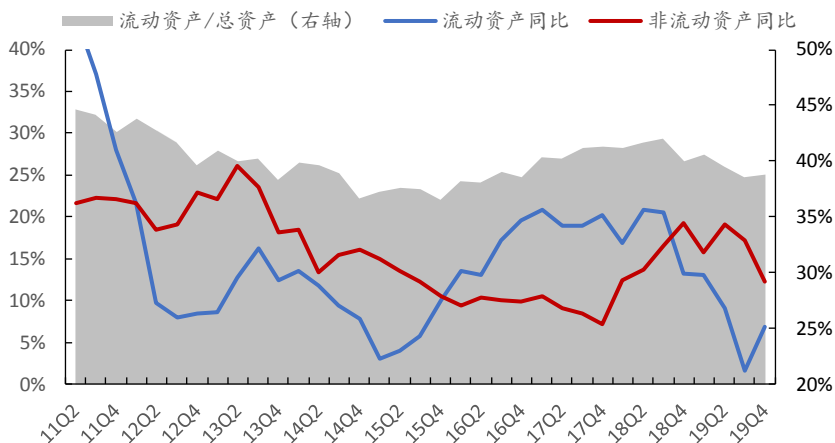
资料来源：wind，中泰证券研究所

资产端：在手现金大幅减少，在建工程企稳回升

流动资产变化主要源于货币资金大幅减少

- **流动资产占比减少、增速大幅下滑，拖累资产端整体增速。**对资产负债率的分母端进行初步拆分可以发现，2018Q3 至今化工行业非流动资产增速相对维持高位，而流动资产增速大幅下滑，导致流动资产在总资产中的占比逐渐减少。以下将进一步分析流动资产减少的原因。

图表 15：流动资产同比大幅下滑拖累资产端整体增速

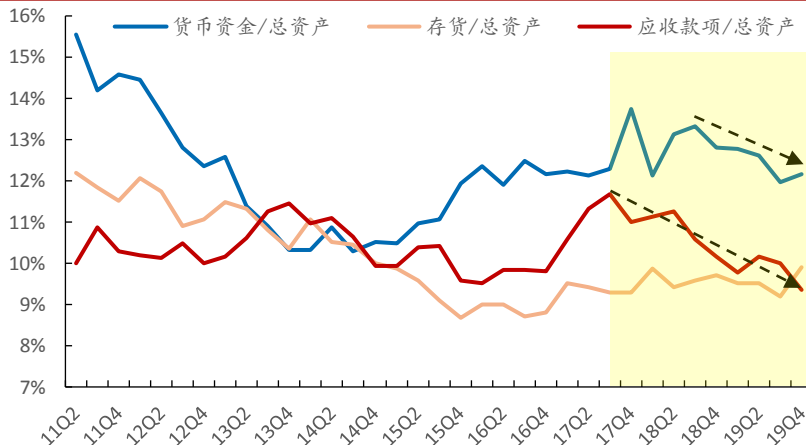


资料来源：wind，中泰证券研究所

由于 2019 年新金融工具准则中，应收票据可调整至应收款项融资，我们将“应收票据、应收款项融资、应收账款”合并为“应收款项”统计。

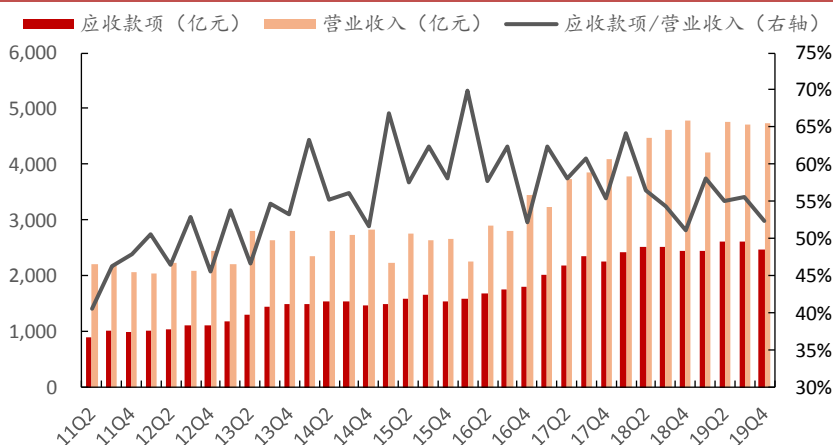
- **供改后化工企业盈利质量改善，然而宏观经济下行已开始消耗企业现金。**从上市企业资产结构来看，2017 年末以来应收款项在总资产中占比持续降低，且占营收比例也呈下降趋势，随着供给侧改革不断深化，企业盈利质量持续改善；然而 2018 年下半年开始，由于全球经济增速下滑，化工企业货币资金占比不断减少，行业经营压力增大。

图表 16：化工行业资产结构变化



资料来源：wind，中泰证券研究所

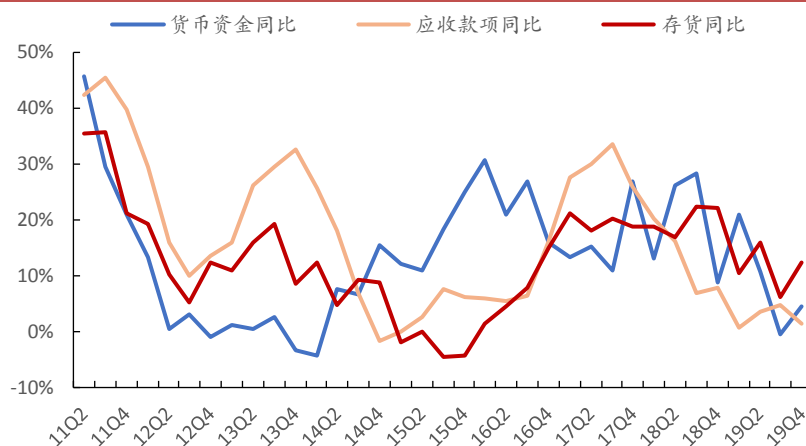
图表 17：2017 年后应收款项/营收呈下行趋势



资料来源：wind，中泰证券研究所

- **企业手现金减少是导致流动资产增速下滑的主要原因。**企业取得货币资金通常有发行股票、举债、出售资产、或经营性现金流入可持续覆盖现金流出这几种方式，后者是最可靠也最可持续的方法。通常情况下货币资金在总资产中的占比高于存货和应收款项，19Q1 开始由于化工行业货币资金增速持续降低，导致流动资产增速显著下滑。

图表 18：19Q1 开始化工行业货币资金增速持续降低

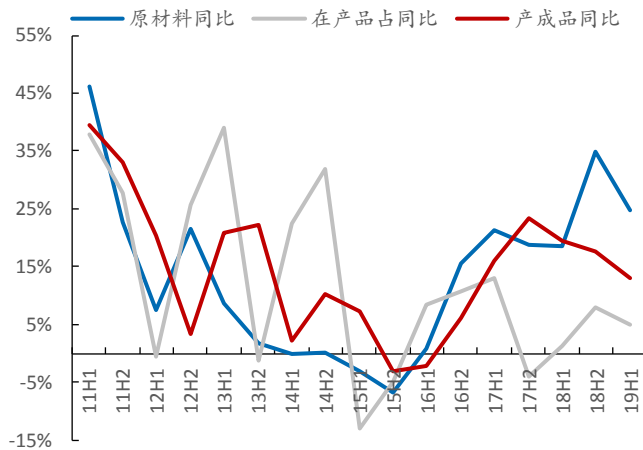


资料来源：wind，中泰证券研究所

存货结构分化，去库存仍将持续

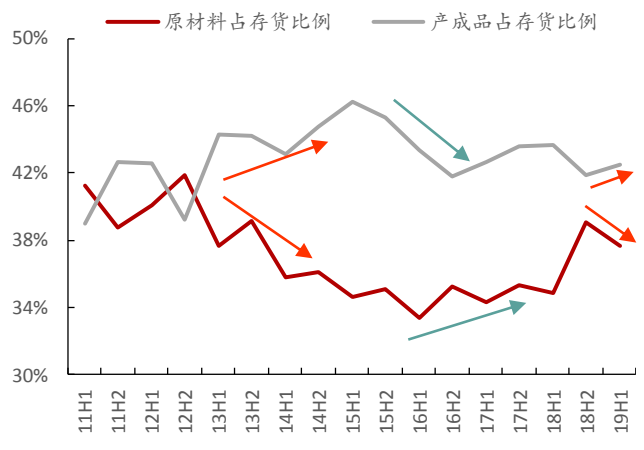
- **存货结构分化，企业排产预期减弱。**存货中占比较大的是原材料和产成品两项，而在产品作为前两者的过渡，占比稳定在 10%左右。通常在行业盈利下行时，企业生产意愿减弱，购入原材料减少，产成品出现滞销，两者在存货中的占比出现分化；在行业盈利上行期，下游需求恢复消化产成品库存，企业购买原材料积极备货，表现为两者占存货的比例出现收敛。2019 年开始原材料占存货比例再度下滑，而产成品比例提升，一定程度上说明企业对未来盈利预期下降，备货意愿减弱，行业正处于主动去库存阶段。

图表 19：化工上市企业原材料与产成品增速放缓



来源：wind，中泰证券研究所

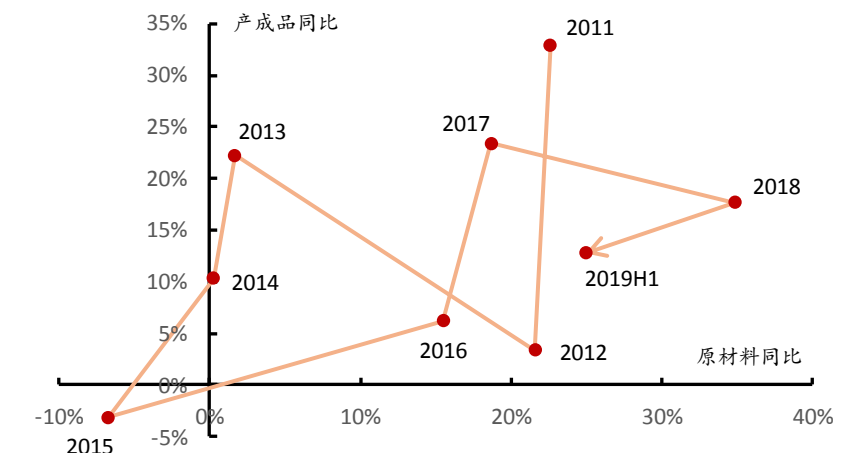
图表 20：存货结构再度分化



来源：wind，中泰证券研究所

- 与上文资产与负债变化轨迹图类似，我们以原材料和产成品同比增速为 x、y 轴，可看出化工行业库存周期的变化轨迹。2012-2015 年经济增速下行，原材料增速逐渐放缓，化工行业主动去库存，2016 年去库存接近尾声；随后供给侧改革与环保压力导致货源偏紧，17-18 年化工行业开始进入补库存阶段；而 2019 年随着经济下行压力加大，化工行业再次主动去库存。值得注意的是，2019 年产成品与原材料增速依旧处于较高水平，行业去库存压力较往年更大。

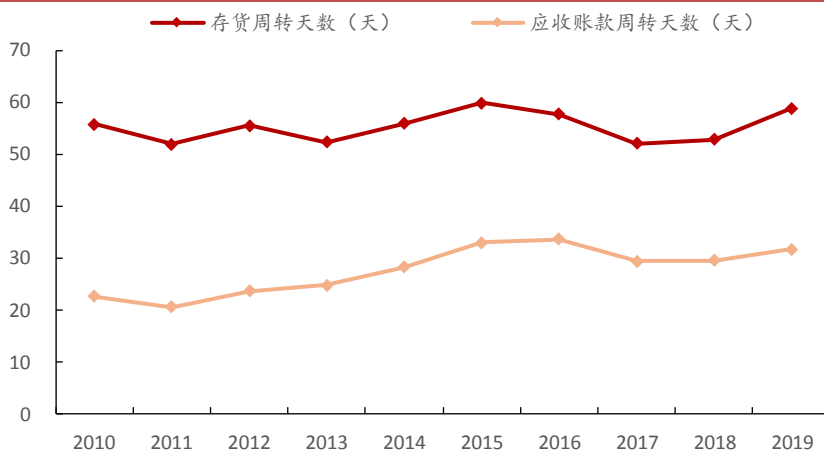
图表 21：化工行业库存变化轨迹图



资料来源：wind，中泰证券研究所

- 存货周转放缓对企业流动性提出挑战。从存货周转情况也可以看出，2019 年化工行业存货周转天数再度高企，在内需放缓、外需承压的一年里，上市企业普遍面临存货变现的压力，应收账款周转天数持续增加，只能不断消耗在手现金。

图表 22：2019 年化工行业存货周转放缓



资料来源：wind，中泰证券研究所

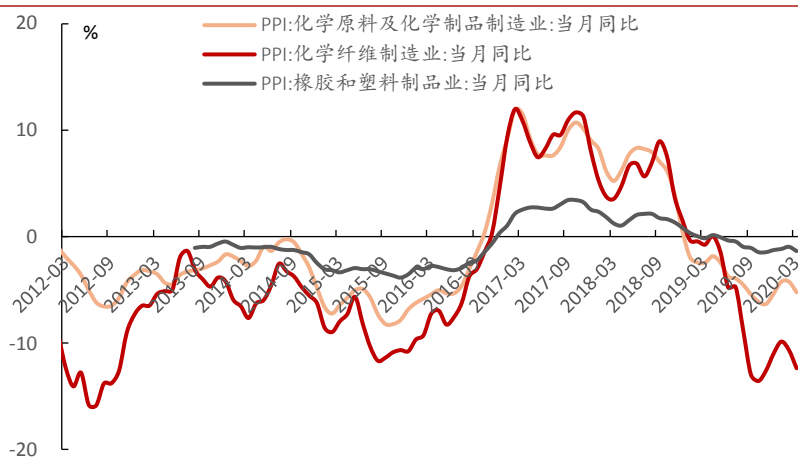
- 新冠疫情或进一步加大去库存压力，本轮库存拐点仍需耐心等待。今年一季度在国内疫情冲击下，下游开工滞后使存货增速“被动”抬升，二季度海外疫情的影响更是推高了本轮去库存周期的起点。由于需求疲软的本质并未改变，在库存“异常”反弹后，企业面临着更大的去库存压力。站在当下时点，疫情冲击或使存货拐点延迟出现，唯有待终端需求出现实质性好转后，化工行业才有望进入被动去库存阶段，并迎接下一轮补库周期的开启。

图表 23：化工行业整体存货增速变化



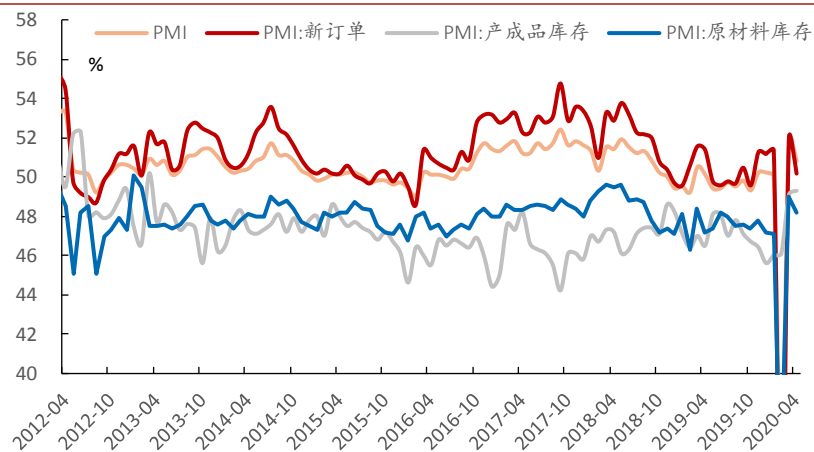
资料来源：wind，中泰证券研究所

图表 24：新冠疫情致化工品价格大幅下滑



资料来源：wind，中泰证券研究所

图表 25：4 月制造业产成品与原材料库存 PMI 仍在荣枯线以下

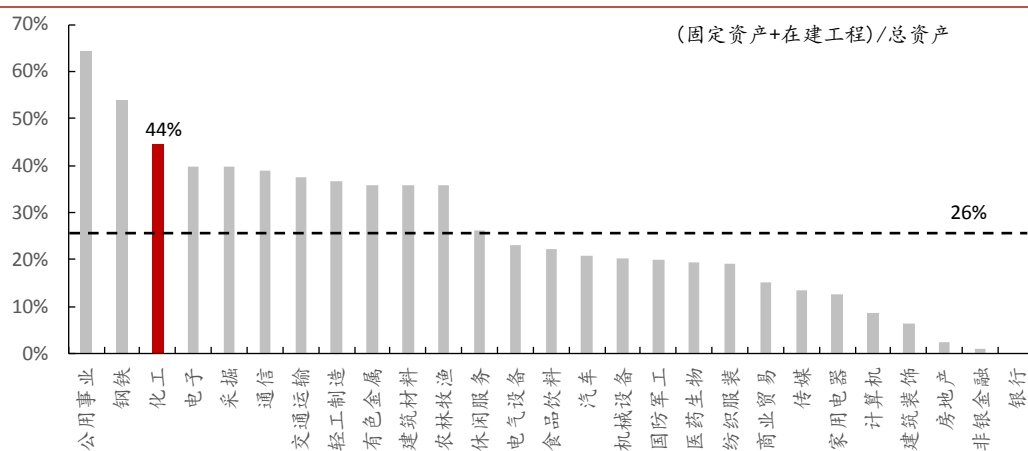


资料来源：wind，中泰证券研究所

在建工程高位回落，产能扩张压力犹存

- 化工行业是典型的重资产行业，在建工程与折旧对资产端影响较大。对于制造业来说，在建工程在完工后将转为固定资产，两者共同构成企业当下及未来生产制造所需的物力，在此我们将“重资产”定义为固定资产与在建工程之和。分行业来看，位于制造业中上游的公共事业、钢铁、化工、交运、电子、采掘等为典型的重资产行业，“重资产”占比达到35%以上，其中化工行业高达44%。对于重资产行业来说，企业一边需要不断投入新项目、新设备来实现规模效应（增加在建工程），一边需要付出高额成本对现有资产进行维护更新（产生大量折旧），两者的变化对企业健康运转至关重要。

图表 26：2019 年各行业“重资产”占比（整体法）

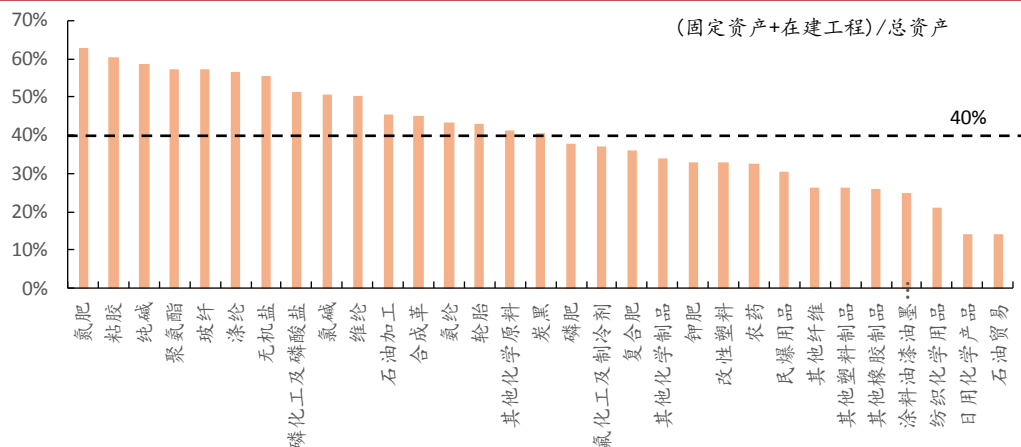


资料来源：wind，中泰证券研究所

- 化工子行业众多，产业链上游重资产占比更高，下游则资产较轻。由于大多化工企业已横跨多个子行业，以下暂用申万三级分类对化工行业进行大致归类。普遍而言，产业链靠近原油、煤、天然气、矿石等资源的子行业资产更“重”，如氮肥行业（包含华鲁恒升、四川美丰、阳煤化工等）深度涉及煤化工领域，拥有“天然气/煤-合成氨-尿素”全产业链，资金规模与门槛更高；类似的，钾肥、磷化工、无机盐等也高度依赖上游矿产资源，资产普遍较重；纯碱、粘胶短纤、氯碱则通常为高耗能高污染产业，需要较高的环保投入与设备维护成本，重资产占比也高于均值。

当然，化工行业中也并不乏“轻资产”行业，典型的有日化、橡胶助剂、染料、农药、塑料等，这些行业贴近下游消费端，对上游配套要求不高，且技术壁垒更为突出。

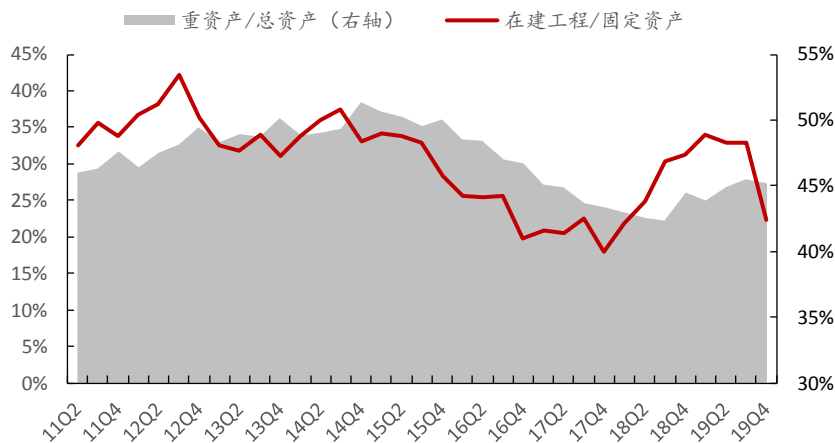
图表 27：2019 年化工子行业“重资产”占比（整体法）



资料来源：wind，中泰证券研究所

- **2018 年新一轮产能周期使得化工行业资产变重。**2015 年底开始，供给侧改革促使化工行业持续去产能，“重资产”占比持续回落，同时由于供给收缩，大部分化学品经历了一轮上涨周期。2018 年，行业景气度达到高点，企业投资意愿增强，化工行业开启新一轮产能周期。2019 年随着前期在建工程转固，重资产占比企稳回升，化工行业再次向重资产模式发展。

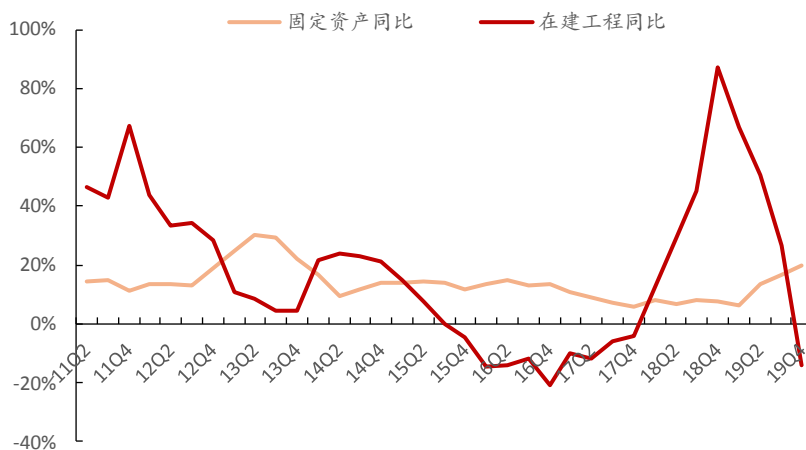
图表 28：2018Q2 开始化工上市企业“重资产”占比回升



资料来源：wind，中泰证券研究所

- **2019 年在建工程高位回落，化工企业扩产意愿明显减弱。**2019 年受到国内经济增速放缓、金融去杠杆以及国际贸易关系的影响，化工行业景气下行，企业投资意愿大幅减弱，19Q4 在建工程同比减少 14%，而去年同期增速高达 87%。

图表 29：在建工程增速历经 2018 年快速上升后再度回落



资料来源：wind，中泰证券研究所

- 大炼化项目集中上马是 2018 年在建工程大幅增加的主要原因。考虑到各行业投资门槛不同，我们以在建工程占固定资产的比例来表征细分子行业投资意愿。2018 年以涤纶行业为代表的炼化一体化项目集中上马，对在建工程产生明显的正向贡献，其中 18Q3-19Q1 在建工程规模均超过固定资产规模。如恒力石化 2018 年在建工程占固定资产比例高达 191%，荣盛石化更是高达 282%，主要分别由“大连长兴岛 2000 万吨炼化一体化项目”和“浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目”贡献。

图表 30：供给侧改革至今各子行业在建工程/固定资产比例变化

	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
涤纶	33%	33%	27%	29%	25%	17%	13%	11%	14%	17%	27%	48%	67%	90%	117%	148%	166%	108%	87%	34%
化学原料药	27%	30%	31%	33%	39%	45%	51%	37%	41%	19%	20%	19%	19%	23%	35%	42%	57%	74%	92%	56%
其他化学原料	29%	33%	18%	15%	18%	7%	10%	7%	10%	15%	15%	16%	21%	25%	36%	50%	23%	35%	52%	87%
聚氨酯	73%	83%	82%	55%	30%	29%	18%	16%	17%	19%	24%	25%	27%	31%	36%	34%	32%	41%	52%	60%
石油加工	42%	49%	53%	58%	42%	44%	48%	46%	49%	41%	40%	37%	39%	39%	41%	36%	39%	40%	42%	30%
粘胶	19%	8%	12%	7%	10%	17%	24%	18%	18%	25%	34%	33%	43%	34%	44%	40%	50%	34%	32%	7%
日用化学产品	13%	14%	19%	15%	17%	22%	22%	21%	25%	27%	31%	44%	48%	29%	31%	23%	24%	32%	32%	40%
氟化工及制冷剂	23%	14%	15%	13%	16%	20%	25%	19%	20%	22%	24%	20%	23%	29%	34%	29%	34%	37%	36%	36%
其他橡胶制品	6%	4%	4%	6%	7%	7%	9%	2%	3%	5%	10%	12%	13%	10%	16%	22%	25%	38%	46%	49%
钾肥	27%	22%	21%	27%	26%	26%	34%	13%	14%	17%	18%	18%	18%	26%	30%	29%	30%	31%	33%	7%
无机盐	26%	26%	29%	28%	28%	15%	12%	15%	20%	22%	22%	23%	26%	29%	33%	35%	23%	21%	23%	13%
其他纤维	31%	35%	40%	21%	23%	24%	26%	14%	16%	17%	18%	16%	19%	23%	18%	18%	21%	24%	28%	19%
其他化学制品	27%	21%	17%	16%	18%	17%	17%	13%	15%	15%	16%	15%	17%	19%	20%	17%	20%	22%	21%	19%
氨纶	21%	18%	22%	37%	43%	42%	9%	7%	8%	9%	10%	12%	12%	12%	15%	18%	21%	17%	28%	27%
农药	33%	29%	29%	18%	19%	22%	27%	22%	19%	16%	16%	14%	16%	18%	17%	17%	19%	19%	20%	23%
纯碱	14%	16%	15%	14%	13%	14%	16%	15%	16%	17%	22%	20%	22%	26%	30%	21%	22%	10%	8%	5%
氟化工	22%	24%	28%	22%	21%	22%	20%	16%	17%	14%	16%	13%	15%	15%	18%	15%	19%	20%	21%	19%
纺织化学用品	18%	19%	21%	16%	16%	15%	17%	9%	10%	15%	15%	7%	8%	11%	14%	17%	20%	24%	26%	21%
氯碱	24%	25%	22%	20%	19%	15%	16%	12%	12%	13%	14%	11%	13%	16%	18%	15%	17%	19%	19%	17%
复合肥	44%	26%	22%	17%	19%	19%	21%	13%	15%	16%	18%	13%	16%	18%	21%	16%	12%	11%	11%	10%
民爆	9%	10%	11%	10%	11%	11%	14%	14%	12%	13%	14%	7%	10%	13%	14%	11%	12%	11%	10%	12%
涂料油漆油墨制造	8%	1%	1%	2%	2%	4%	5%	4%	3%	3%	3%	8%	11%	4%	8%	11%	12%	14%	17%	15%
其他塑料制品	32%	31%	30%	22%	26%	27%	29%	18%	19%	13%	11%	12%	13%	14%	11%	8%	10%	10%	10%	8%
氮肥	35%	46%	37%	24%	20%	23%	25%	23%	19%	21%	25%	14%	13%	15%	16%	8%	8%	8%	10%	8%
轮胎	10%	15%	20%	17%	17%	13%	14%	13%	15%	17%	21%	12%	13%	12%	16%	7%	7%	9%	9%	14%
合成革	11%	14%	17%	53%	60%	10%	6%	12%	15%	8%	9%	9%	13%	4%	4%	5%	8%	7%	8%	18%
石油贸易	132%	6%	7%	5%	5%	5%	5%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	3%	4%	4%	4%	15%	17%	6%
改性塑料	20%	19%	22%	8%	11%	16%	24%	20%	20%	16%	17%	4%	7%	6%	9%	6%	9%	7%	7%	5%
磷肥	46%	48%	41%	31%	32%	39%	41%	12%	12%	13%	9%	4%	5%	5%	7%	6%	7%	6%	6%	5%
涤纶	5%	7%	12%	19%	24%	35%	46%	54%	63%	8%	11%	9%	10%	4%	3%	3%	4%	5%	6%	9%
油气钻采服务	21%	16%	18%	17%	11%	12%	13%	10%	9%	10%	9%	8%	9%	3%	5%	7%	7%	4%	4%	4%
炭黑	10%	9%	9%	9%	10%	12%	13%	10%	9%	12%	15%	7%	4%	4%	5%	3%	4%	4%	7%	8%

资料来源：wind，中泰证券研究所

- **重点关注 2019 年逆势扩张的上市企业。**2019 年经济下行压力加大，化工行业整体扩张节奏放缓，然而依旧有不少企业选择逆势扩张。为剔除基数影响，我们筛选 2018 年在建工程/固定资产比例大于 10%、且 2019 年在建工程增幅超过 100% 的公司，可以发现这些企业多为细分子行业的佼佼者，如利安隆（高分子抗老化剂）、阳谷华泰（橡胶助剂）、皇马科技（特种表面活性剂）、万华化学（聚氨酯）、巨化股份（制冷剂）等，且所处行业以精细化学品和新材料为主。企业在经济下行期选择逆势扩张，或是来自对行业前景的看好，或是出于对规模效应的渴望，但均对企业的资金实力和管理能力提出了更高的要求。

图表 31：2019 年逆势扩张的上市公司

公司	2018 年在建工程占 固定资产比重	2019 在建工程同比	重要在建工程
苏利股份	12%	586%	年产 1.5 万吨十溴二苯乙烷工程；年产 9000 吨农药制剂类产品技改项目；年产 5000 吨溴化聚苯乙烯项目
扬帆新材	45%	432%	29000 万吨光引发剂、医药中间体项目；研发中心建设项目
三孚股份	11%	371%	电子级二氯二氢硅及电子级三氯氢硅项目；年产 15000 吨硅烷偶联剂项目
川金诺	13%	309%	湿法磷酸净化及精细磷酸盐项目
新日恒力	81%	265%	5 万吨/年月桂二酸项目
汇得科技	54%	260%	智能化改造项目、年产 18 万吨聚氨酯树脂及其改性体项目
通用股份	53%	258%	600 万条高性能半钢子午胎技改项目；全钢 120 万条智能轮胎项目；泰国高性能子午胎项目
东方盛虹	10%	245%	1600 万吨/年炼化一体化项目；240 万吨/年 PTA 扩建项目；港虹 20 万吨配套 12 万吨加弹项目
中化国际	15%	218%	中化国际连云港循环经济产业园区；8500 吨/年 NCM 三元正极材料二期项目；5000 吨/年芳纶项目
阳谷华泰	14%	207%	高性能橡胶助剂建设项目；高性能不溶性硫磺项目（二期）；大宗橡胶助剂 DBD 生产体系构建与产业化
德方纳米	16%	201%	年产 2 万吨纳米磷酸铁锂项目土建工程；年产 1.5 万吨纳米磷酸铁锂项目土建工程；101 扩产项目
润禾材料	26%	185%	年产 2.5 万吨有机硅新材料扩建项目；年产 35kt 有机硅新材料项目（一期）
利安隆	39%	182%	珠海基地一期项目；7000 吨高分子材料抗老化助剂项目
斯迪克	11%	179%	OCA 募投项目
万润股份	22%	177%	沸石系列环保材料二期扩建项目；环保材料建设项目；万润工业园一期项目
先达股份	74%	168%	年产 5000 吨烯草酮原药、10000 吨硫化碱和 9000 吨熔融盐项目
江南高纤	41%	160%	年产 4.2 万吨差别化涤纶毛条生产线技术改造项目；年产 4 万吨高性能复合短纤维生产线项目；年产 8 万吨复合短纤维生产线升级改造项目
高争民爆	24%	158%	信息监控中心；昌都基面站
七彩化学	22%	154%	新建辅助生产项目；新建生产线工程；生产车间工程
新安股份	10%	144%	15 万吨/年有机硅单体
天奈科技	14%	142%	年产 3000 吨碳纳米管与 8000 吨导电浆料及年收集 450 吨副产物氢项目；石墨烯、碳纳米管与副产物氢及相关复合产品生产项目；有机溶剂 NMP 回收利用项目
皇马科技	14%	135%	年产 10 万吨新材料树脂及特种工业表面活性剂项目；年产 7.7 万吨高端功能性表面活性剂（特种聚醚、高端合成酯）技改项目；年产 0.8 万吨高端功能性表面活性剂（聚醚胺）技改项目
万华化学	35%	135%	聚氨酯产业链延伸及配套项目；乙烯项目
青松股份	13%	128%	年产 5,000 吨合成樟脑扩建项目；年产 15,000 吨香料项目
巨化股份	11%	127%	270kt/a 环保型氟产品项目；5 万吨/年正丙醇项目；100kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料一期
江化微	69%	123%	年产 26 万吨超净高纯试剂、光刻胶配套试剂等各类高端电子化学品材料项目一期工程；年产 3 万吨湿电子化学品再生综合利用项目；年产 8 万吨超纯湿法电子化

			学品项目二期工程
怡达股份	98%	121%	15 万吨/年环氧丙烷项目；3 万立方液体化工品仓储项目；50000t/a 醇醚及醇醚酯，20000t/a 改扩建醇醚酯项目
川恒股份	13%	120%	年产 5 万吨肥料级聚磷酸铵项目；小坝磷矿山技改项目；贵州川恒化工股份有限公司兴福选厂 40 万 t/a 磷矿选矿系统技改 150 万 t/a 中低品位磷矿综合利用项目
贝斯美	16%	109%	41000 吨加氢系列；2000KG/H 硫酸回收环保治理项目
光威复材	43%	106%	军民融合高强度碳纤维高效制备技术产业化项目；先进复合材料中心；高强高模型碳纤维产业化项目
昊华科技	12%	106%	高品质聚四氟乙烯悬浮树脂及配套工程项目
广州浪奇	20%	105%	炼糖项目；2 亿罐饮料生产线项目；15 万吨/年精制糖低碳生产技术升级改造项目（炼糖项目）
浙江龙盛	15%	105%	年产 2 万吨 H 酸项目；年产 10 万吨分散染料清洁生产集成技术改造项目；分散染料生产装置提升改造项目一期
元力股份	18%	104%	高端精制活性炭建设项目；年产 32 万吨固体水玻璃项目
卫星石化	70%	103%	连云港石化公司年产 135 万吨 PE、219 万吨 EOE 和 26 万吨 ACN 联合装置项目；卫星能源公司年产 45 万吨丙烯及 30 万吨聚丙烯二期项目；平湖石化公司年产 36 万吨丙烯酸及 36 万吨酯技改项目
海利尔	22%	102%	丙硫菌唑杀菌剂原药项目；研发中心募投项目
美联新材	116%	100%	氯气处理工艺研发项目；2*1 万吨/年固体氰化钠项目；濠江项目

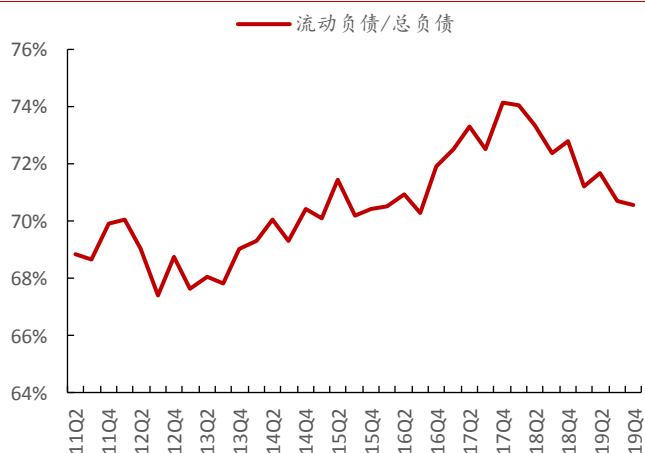
资料来源：wind，中泰证券研究所

负债端：负债结构改善，产业链内部杠杆维持高位

负债结构性改善，关注短期偿债压力

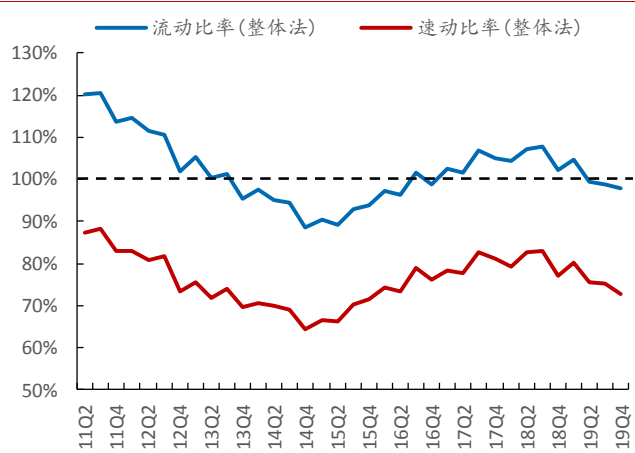
- **化工上市企业负债结构改善，然而短期偿债压力不减。** 流动负债一般指企业将在一年内偿还的债务，主要由短期借款、应付款项、预收款项、定额负债等组成，流动负债占总负债的比例过高会增加公司的财务压力。2018 年以来，化工行业流动负债占比不断降低，负债结构持续改善，有利于企业应对经济下行期的风险。然而结合资产端来看，由于总资产增速明显放缓，行业流动比率与速动比率正处于下行阶段，企业短期偿债压力不减。

图表 32：化工上市企业流动负债占比下滑



来源：wind，中泰证券研究所

图表 33：化工上市企业短期偿债压力较大



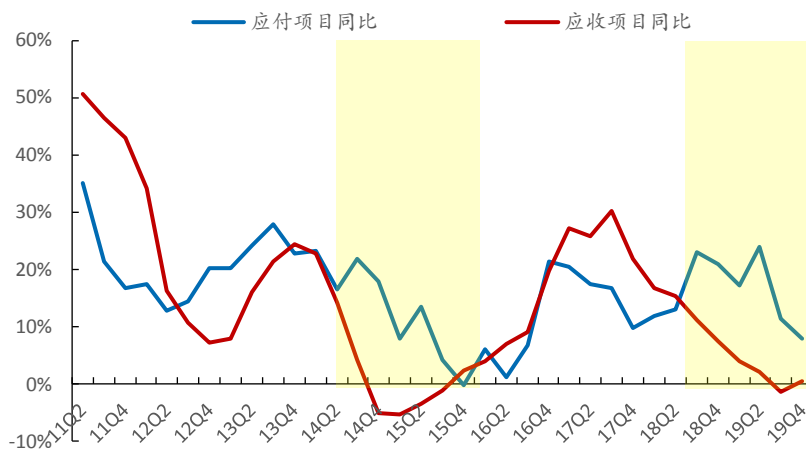
来源：wind，中泰证券研究所

产业链内部加杠杆，龙头企业议价权提升

- **企业信用条件收紧，龙头企业议价能力提升。** 企业的议价能力可理解为向上下游占款的能力，表现为减少应收项目（应收票据+应收账款+应收款项融资+预付款项）加速资金回流，或增加应付项目（应付票据+应付账款+预收账款）将资金压力转移至原料端，使得应付与应收增速出现短暂背离。

通常应收是对下游的议价能力，应付是对上游的议价能力，化工产业链上游集中度相对较高，因此增加应付往往比减少应收更难。本轮信用收紧与 2015 年的不同点在于，上市企业在减少应收增速的同时依旧维持了较高的应付增速，企业对上游的议价能力较 2015 年明显提升。

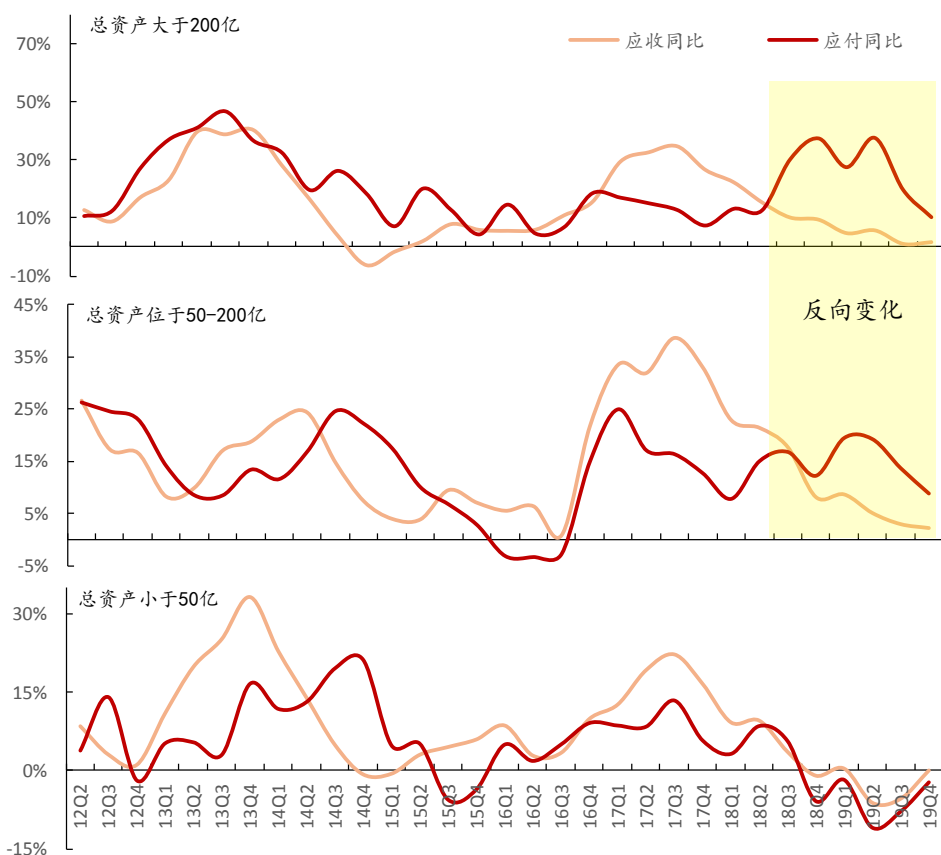
图表 34：2019 年应付与应收项目增速出现背离，与 2015 年情况类似



资料来源：wind，中泰证券研究所

为进一步分析龙头企业议价能力的变化，我们参照上文中对资产负债率的划分，也将上市企业按 2019 年末资产规模大小分为三类。可以看出，供给侧改革之后中大型企业应收增速与应付增速出现分化，企业对上下游的议价能力同步提升，且资产大于 200 亿的企业应付增速显著高于资产位于 50-200 亿的企业。相比之下，资产规模小于 50 亿的企业应收与应付依旧同步变化，企业占款能力并未明显提升。

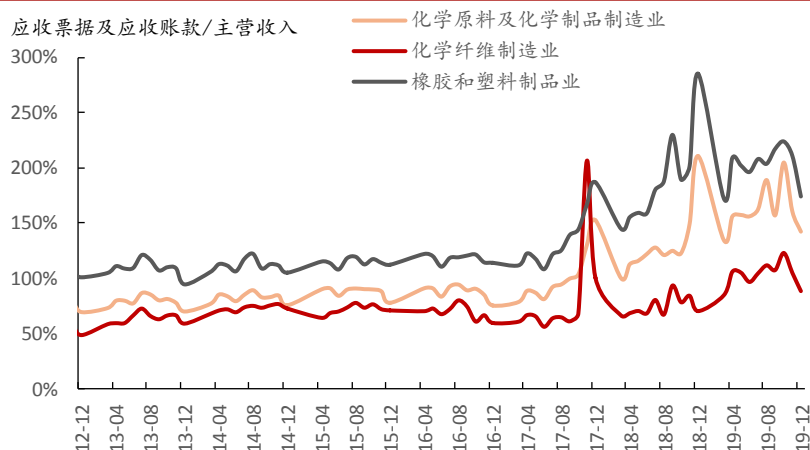
图表 35：龙头企业议价能力明显提升



资料来源：wind，中泰证券研究所

- 化工行业整体占款能力实则趋弱，非上市企业的资金压力比想象更大。反观化工行业整体，2017年后应收账款及应收票据占营收比例不断上升，化工行业整体资金回流受阻。然而上市企业应收项目增速反而在不断回落，这可能预示着非上市企业的回款压力比想象更大。

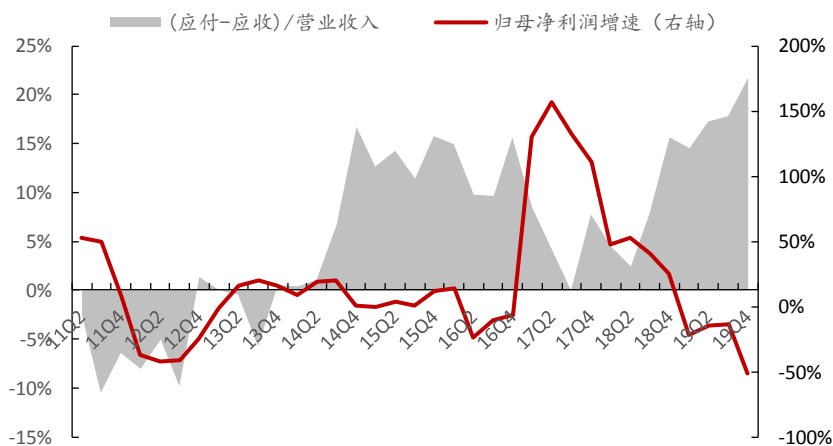
图表 36：2017 年后化工行业整体回款能力减弱



资料来源：wind，中泰证券研究所

- 未来化工行业负债结构如何演化？融资收紧条件下，龙头企业或进一步加大产业链内部杠杆。“应付-应收”占营业收入的比例可理解为企业在产业链内部的赊账行为，比值越高，代表企业更多地以“向上游赊账、向下游催款”的方式，将尽可能多的现金留在手中。一般在盈利不佳时，企业话语权减弱，“(应付-应收)/营收”指标下行，然而 2015 年后，我们发现化工行业该指标与盈利状况反向变动——在行业低迷时，企业占款能力反而加强。究其原因，是因为龙头企业相对于供改前有了更强的议价能力。

图表 37：化工产业链内部杠杆创十年新高

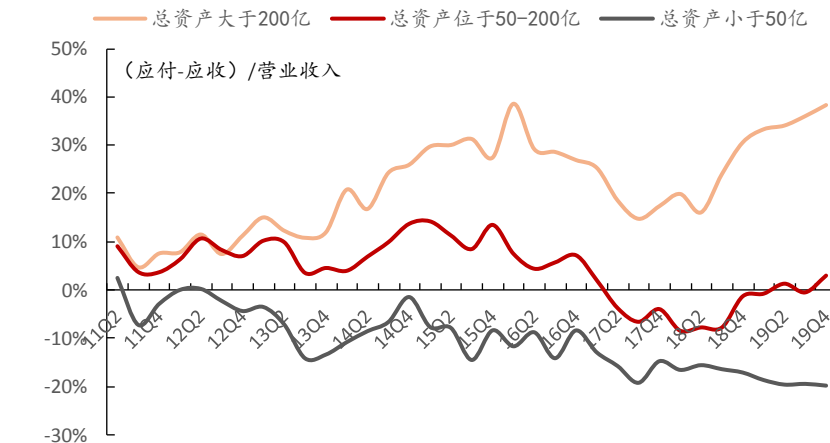


资料来源：wind，中泰证券研究所

对于龙头企业来说，18 年下半年至今，由于外部融资收紧，资产负债率被动抬升，龙头企业选择通过产业链内部加杠杆的方式缓解资金压力，因此“(应付-应收)/营收”指标反而上行。而资产规模较小的企业难

以在产业链内部实现加杠杆，因此盈利下行期议价能力也同步减弱。考虑到当下化工行业仍在磨底阶段，我们判断产业链内部杠杆短时间内难以消除，且不同规模企业之间话语权的分化或更加明显。

图表 38：龙头企业占款能力不断增强



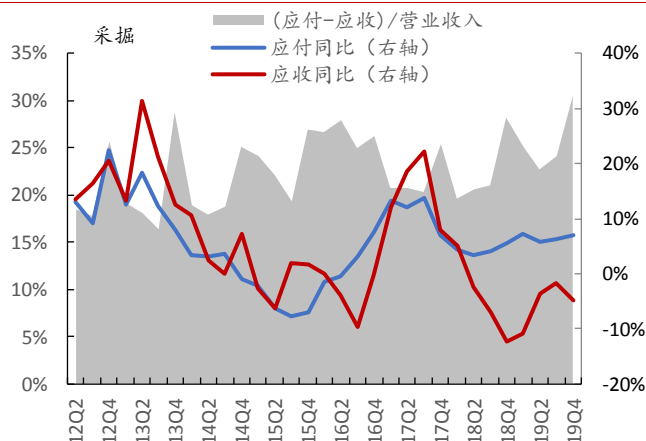
资料来源：wind，中泰证券研究所

化工行业在制造业中的议价能力明显提升

- 与制造业上下游相比，供改后化工行业议价能力提升更为明显。选取各行业 2011 年及以前上市的企业进行分析，上游采掘行业议价能力变化不大，下游汽车行业议价能力自 2015 年后维持稳定，纺服行业持续下行，而家电行业明显提升。本轮化工企业对下游议价能力的提升或更多来自于纺服行业。

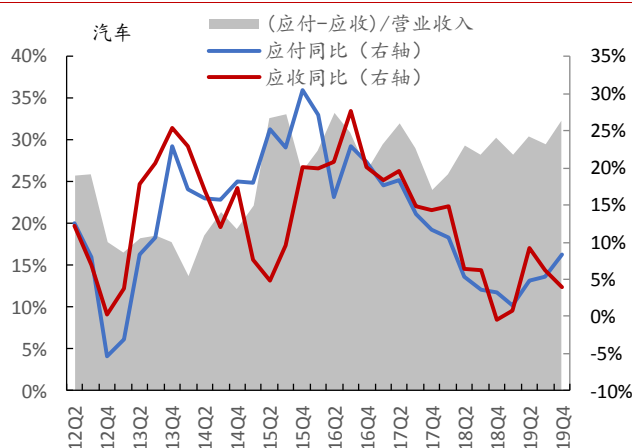
从应付与应收的变化趋势来看：1) 化工行业对上游的议价能力自 19Q2 开始提升，表现为采掘行业应收增速自 19Q2 开始回升，而化工行业应付增速自 19Q2 开始下行。2) 2018 年景气高点时，化工行业对下游的议价能力全面提升。2018 年化工行业应收增速持续下行，而汽车、纺服、家电三大行业的应付增速均下行，化工行业议价能力的提升伴随着下游议价能力的减弱。3) 2019 年化工行业对纺服依旧保留较强的议价权。2019 年纺服行业应付项目几乎无增长，而汽车与家电应付增速均出现回升，纺服对上游的占款能力弱于其他终端行业。

图表 39：采掘行业上市企业占款能力变化



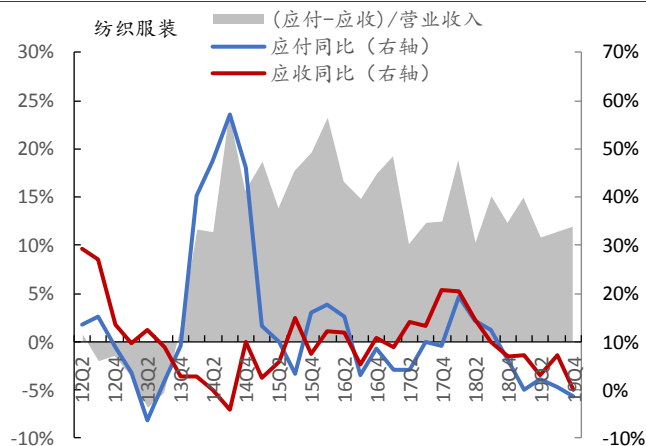
来源：wind，中泰证券研究所

图表 40：汽车行业上市企业占款能力变化



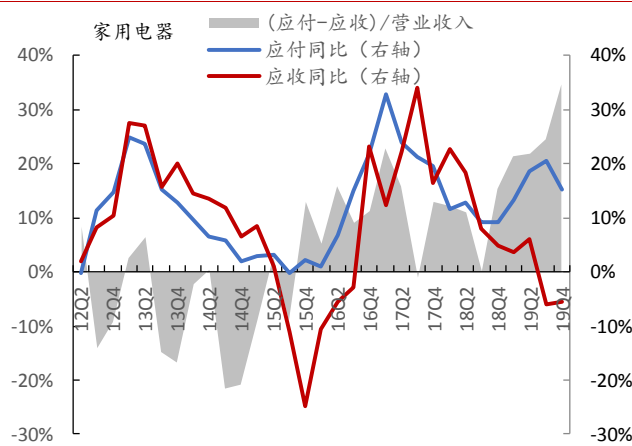
来源：wind，中泰证券研究所

图表 41：纺织服装行业上市企业占款能力变化



来源：wind，中泰证券研究所

图表 42：家电行业上市企业占款能力变化



来源：wind，中泰证券研究所

投资观点

- 龙头企业自供改后资产负债表不断修复，议价能力明显提升，同时周期下行期估值偏低，或实现穿越周期，建议关注：万华化学、华鲁恒升、扬农化工、新和成、桐昆股份、恒力石化。
- 新材料：新材料行业于 2019 年逆势扩张，产业革新与供应链重塑带来行业新机遇，未来成长可期，建议关注：雅克科技、万润股份、国瓷材料。

风险提示

- **原油价格大幅下滑。**国际油价影响因素繁多，油价长期维持低位可能抑制化工品价格。
- **宏观经济下行，导致大宗产品价格大幅下滑。**宏观经济下行，下游需求萎靡，影响化工产品需求端，导致化工品价格下跌。
- **疫情全球蔓延导致供应链风险。**化工行业处于制造业中游，疫情蔓延或导致供应链中断，影响行业开工与项目进度。

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。