

厚积薄发，期待医药中间体爆发

——联化科技（002250）调研报告

2016年3月31日

强烈推荐/维持

联化科技

调研报告

报告摘要：

克服宏观环境不利影响，农药中间体业务逆势增长。2015年公司农药中间体收入同比增长7.2%，医药中间体收入同比增长10.5%。在农药行情景气下滑的大环境下，公司农药中间体业务仍实现收入增长，表明公司在农药中间体领域客户资源丰富，具备较强的竞争力。预计2016年农药行业将扭转下跌的势头，公司农药中间体业务有望实现10%左右的收入增速。

医药中间体业务发力，项目储备丰富发展潜力大。联化科技近几年逐步加大了在医药中间体业务上的投资，计划募集资金投资5.8亿元建设医药中间体项目，生产新型心血管疾病、糖尿病等药物的关键中间体。

◆ 心血管疾病、糖尿病当前全球市场规模均超过500亿美元，且仍处于患者人数快速增长期，市场空间巨大。

◆ 预计募投项目投产将贡献收入13.9亿元，利润3.9亿元。未来医药中间体占公司收入比重将从当前的10%上升至20%，成为公司发展的重要推动力。

资本投入带来短期成本压力，利好长期发展。公司过去几年上马的“盐城联化”、“台州联化”等项目投资规模较大，目前仍处于投入期，产出滞后，导致了折旧成本上升、资产周转率下降。未来，随着上述项目的建成投产，前期投入将陆续带来收益，公司ROE有望能回到20%上方。这也是我们看好联化未来将重新回到快速增长轨道的原因之一。

投资策略：当前市场给予联化科技的估值处于历史低点附近，主要因为经过持续高增长之后公司2015年出现了增速放缓的迹象。

◆ 我们认为公司在中间体定制领域的优势明显，新募投项目的盈利前景较好，未来3至5年公司仍将保持每年10%-30%左右的收入和利润增速，因此当前市场对于公司的看法可能过于悲观。

◆ 公司当前股价对应2016至2018年盈利预测的PE分别为16倍，14.1倍和11.9倍，公司当前市值约122亿元。考虑到公司良好的业绩增长前景和行业竞争地位，我们认为公司对应2016年盈利预测的估值在20-25倍左右较为合理，维持“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	14A	15A	16E	17E	18E
营业收入（百万元）	3,990	4,008	4,504	5,077	5,832
增长率（%）	18.5%	0.4%	12.4%	12.7%	14.9%
净利润（百万元）	558.8	644.6	759.9	862.1	1,023.7
增长率（%）	23.1%	15.3%	17.9%	13.4%	18.7%
净资产收益率（%）	16.0%	15.4%	15.9%	15.9%	16.5%
每股收益（元）	0.69	0.77	0.91	1.03	1.23
PE	21.1	18.9	16.0	14.1	11.9
PB	3.4	2.9	2.5	2.2	2.0

梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

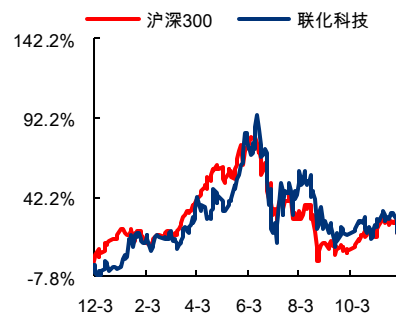
执业证书编号：

S1480512060006

交易数据

52周股价区间（元）	30.52-13.67
总市值（亿元）	153.74
流通市值（亿元）	102.23
总股本/流通A股（万股）	83511/55531
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	3

52周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

- 1、《联化科技（002250）财报点评：公司业绩再次验证其高成长性》2014-01-30
- 2、《联化科技（002250）2013年三季度点评：毛利率环比改善 医药领域将启航》2013-11-04
- 3、《联化科技（002250）：稳定增长的精细化工中间体标兵》2013-08-13
- 4、《联化科技（002250）2012年三季度点评：公司业绩符合预期 毛利率有所提升》2012-10-30

目 录

1. 进入换挡期，医药收入增速超农药	3
1.1 克服宏观环境不利影响，农药中间体业务逆势增长	3
1.2 医药中间体项目储备丰富，发展潜力大	3
2. 资本投入带来短期成本压力，利好长期发展	4
2.1 持续资本投入为后续发展打下坚实基础	4
2.2 看好公司 ROE 将触底回升	5
3. 农化巨头兼并重组带来发展机遇	6
4. 非公开发行预计下半年完成	7
5. 盈利预测及投资评级	8
6. 风险提示	9

表格目录

表 1:核心客户部分重要合作协议	6
表 2:非公开发行预期募投项目	8
表 3:公司收入预测	8
表 4:公司盈利预测表	10

插图目录

图 1: 主营业务收入及增速	3
图 2: 医药中间体业务收入增速超过农药中间体	3
图 3: 公司医药中间体产品不断丰富	4
图 4: 公司现金流情况	4
图 5: 折旧费用快速增加	4
图 6: 同行业 ROE 比较	5
图 7: 联化科技杜邦分析	5
图 8: 公司前 5 大客户贡献收入情况	7
图 9: 公司前 5 大客户收入占总收入比例	7

1. 进入换挡期，医药收入增速超农药

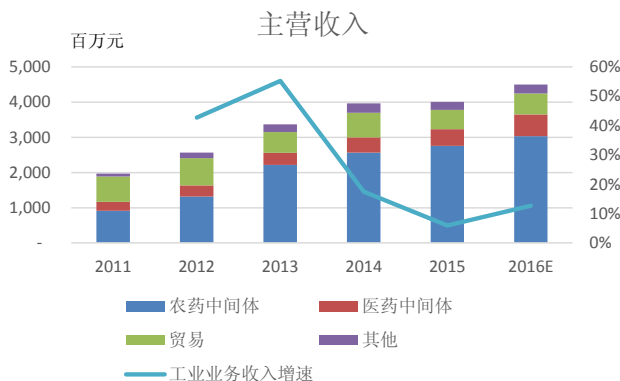
1.1 克服宏观环境不利影响，农药中间体业务逆势增长

近期我们参加了联化科技的股东大会，与公司管理层进行了深入交流。

2015 年联化科技面临农药中间体市场增速放缓、新建项目业绩释放滞后、成本上升等压力，但公司依然克服困难实现了业绩增长。公司主营业务为农药中间体、医药中间体，2015 年实现营业收入 40.1 亿元，归属于母公司净利润 6.38 亿元，对应 EPS 为 0.77 元。与 2014 年相比，公司收入基本持平，净利润同比增长 14.6%。

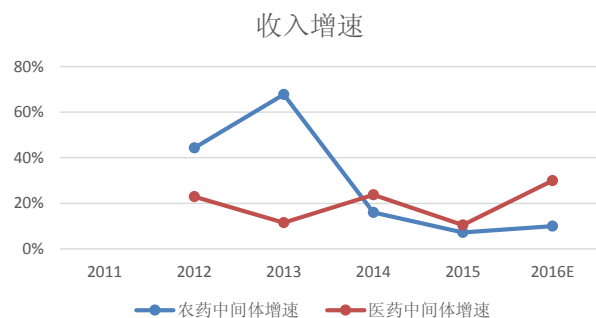
剔除贸易业务的影响，公司工业业务 2015 年增速为 5.9%。其中农药中间体收入同比增长 7.2%，医药中间体收入同比增长 10.5%。2015 年全球农药市场出现下滑，Phillips McDougall 的统计数据显示，2015 年全球作物用农药市场完成销售额 518.35 亿美元，同比下行 8.5%，创造了 10 多年来跌幅之最。导致全球农药市场萎缩的原因包括农药价格下跌、农产品价格下跌、南美各国货币贬值等。因此农药中间体业务正面临整个农药行业景气下降的风险。在不利的大环境下，公司农药中间体业务仍实现收入增长，表明公司在农药中间体领域客户资源丰富，具备较强的竞争力。预计 2016 年农药行业将扭转下跌的势头，公司农药中间体业务有望实现 10% 左右的收入增速。

图 1：主营业务收入及增速



资料来源：公司公告、东兴证券研究所（注：工业业务不包含贸易收入）

图 2：医药中间体业务收入增速超过农药中间体



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.2 医药中间体项目储备丰富，发展潜力大

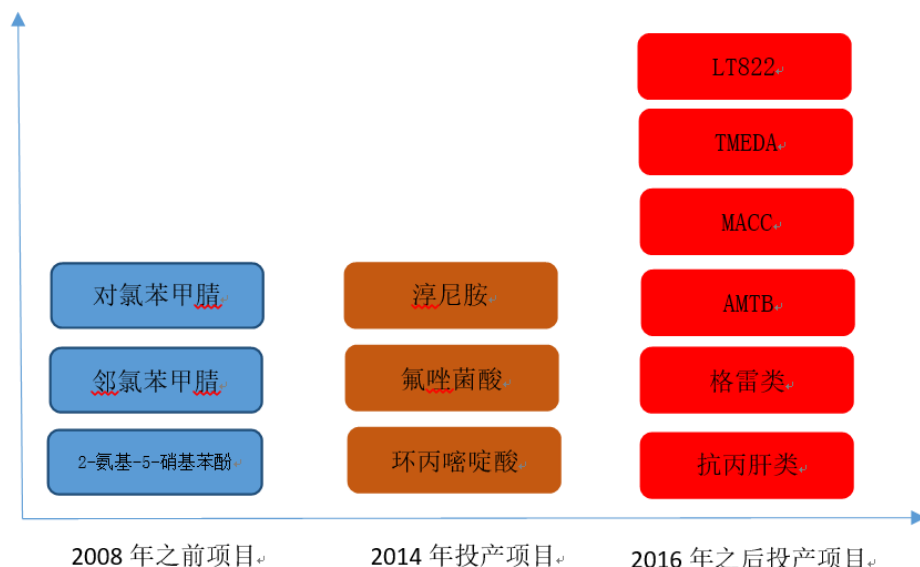
联化科技的医药中间体业务规模小于农药中间体，2015 年医药中间体收入约 4.8 亿元，占总收入的比重约 12%。2012 年以来，医药中间体收入增速维持在 10%-20% 之间。2014、2015 年，医药中间体业务的收入增速已经超过农药中间体。未来医药中间体业务的增长主要来自公司台州联化基地。

台州联化已经建成高标准 GMP 多功能车间，格雷类和抗丙肝系列药物中间体项目进入中试阶段。拟非公开发行募集资金投入的年产 400 吨 LT822、10 吨 TMEDA、20 吨 MACC、

15 吨 AMTB 医药中间体项目已在台州联化启动。预计上述项目将在未来 2-3 年内陆续投产，建成后每年可贡献收入 6-8 亿元，贡献利润 2 亿元左右。

预计随着后续越来越多医药中间体项目的落地，公司未来 2-3 年内医药中间体的收入增速有望维持在 30% 左右，持续高于农药中间体，成为公司最主要的增长点。

图 3：公司医药中间体产品不断丰富



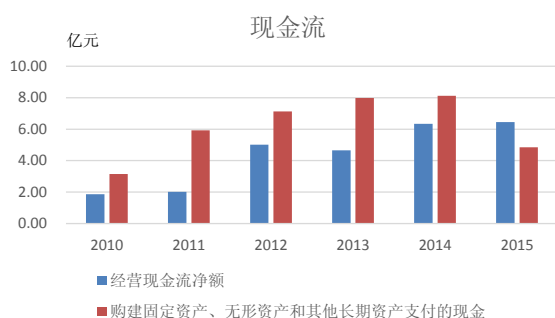
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 资本投入带来短期成本压力，利好长期发展

2.1 持续资本投入为后续发展打下坚实基础

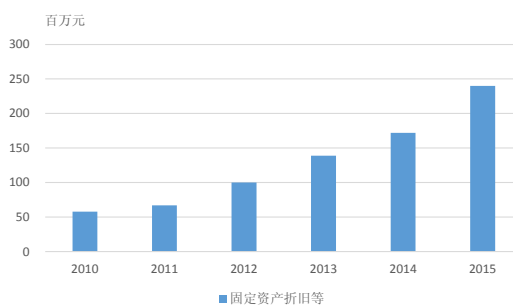
我们对公司的现金流情况进行了分析，看到 2011 年以来公司购建固定资产等的现金支出在逐年增加，且投资支出规模大于经营活动现金流入的净额，这表明公司在经历 2008-2011 年的快速增长期后，进入新一轮的资本投入期。

图 4：公司现金流情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5：折旧费用快速增加



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司重点投资建设了浙江台州、江苏盐城和山东德州等基地。其中台州基地未来将作为公司重要的医药中间体生产园区。目前台州基地已经投入约 8 亿元, 完成了基础设施、公用工程等建设, 并开始有产品投产。预计未来台州基地还将投入 8 亿元左右。

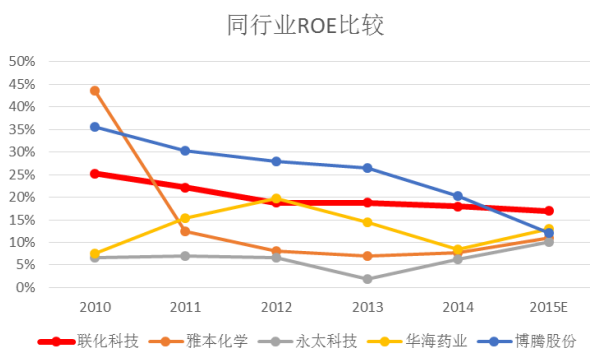
2015 年公司在建工程转入固定资产约 10.7 亿元, 导致 2015 年计提折旧约 2.4 亿元, 较 2014 年增加约 6800 万元。由于这部分固定资产短期内无法完全发挥效用, 导致产出滞后, 因此折旧增加对公司 2015、2016 年业绩产生一定的压力。未来, 随着项目陆续投产, 公司将消化折旧带来的成本压力。

公司所处中间体定制行业具有资金密集、技术密集的特点, 为了获取更多的订单, 需要持续的资本投入。因此我们认为, 从 2011 年以来的高投入是公司后续发展积蓄动能, 也是公司将业务中心从农药中间体逐步转向医药中间体的必然选择。投入大量资金建设项目对公司短期业绩造成压力, 但利好公司的长远发展。随着高标准 GMP 车间的建成, 公司将进入新一轮增长期。

2.2 看好公司 ROE 将触底回升

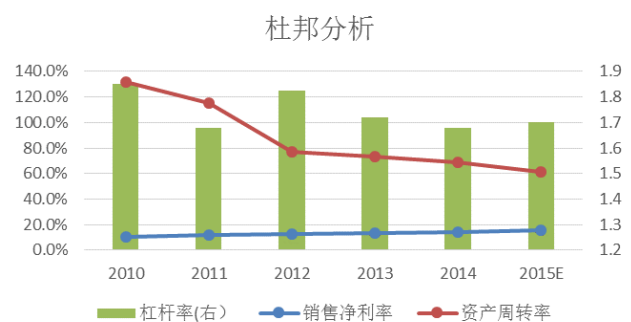
我们对联化科技的财务数据进行杜邦分析发现, 2010 年以来公司销售净利率呈现一个稳步提升的态势, 杠杆率则稳定在 1.7-1.8 之间, 而资产周转率从 130% 下降至 60% 左右, 降幅较大。资产周转率下降导致公司 ROE 下降。公司过去几年上马的“盐城联化”、“德州联化”和“台州联化”等项目投资规模较大, 目前仍处于投入期, 产出滞后, 导致了成本上升、资产周转率下降。未来, 随着上述项目的建成投产, 公司 ROE 有望回到 20% 上方。这也是我们看好联化未来将重新回到快速增长轨道的原因之一。

图 6: 同行业 ROE 比较



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 7: 联化科技杜邦分析



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

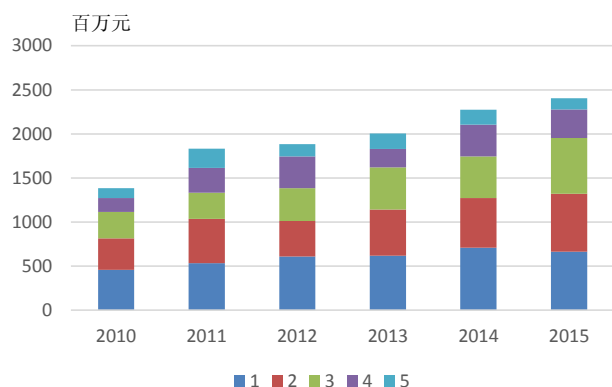
3. 农化巨头兼并重组带来发展机遇

化工行业出现大规模并购，杜邦陶氏合并、中国化工收购先正达。下游客户格局的变化对联化来说更多是一个机遇。**客户的合并、收购是为了降低成本，增加竞争力，将会促使其会将更多的生产线转移至低生产成本国家。**陶氏更多的生产基地都是在欧洲，合并后其可能会将更多产品与项目的生产线转移至中国，将会增强公司与客户的进一步合作。中化收购先正达以及中国农药化肥的使用总量减少，传递了一个信息就是未来中国农化市场的产品结构转变，新型高效农药使用量有望大幅提升。**中国农化产业结构转变对公司这类生产中间体供应商的本土企业也是一个机遇。**

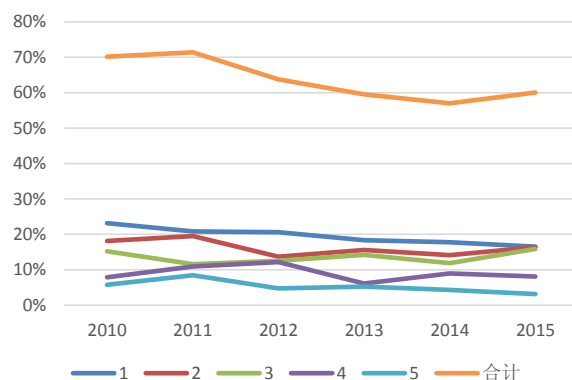
表 1:核心客户部分重要合作协议

客户名称	合作的产品类别	到期日期
APIC	医药中间体	2016.4.6
APIC	医药中间体	2021.8.10
Novartis	医药原药	2016.6.1
Novartis	医药原药	2016.10.05
Novartis	医药原药	2017.1.25
Novartis	医药原药	2017.1.25
United Therapenties	医药中间体	2016.4.30
DOW Agro	农药中间体	2016.12.31
FMC	农药中间体	2019.12.31
FMC	农药中间体	2023.12.31
FMC	农药中间体（8个产品）	2023.12.31
FMC	农药原药	2017.12.31
FMC	农药原药	2019.12.31
蝶理	农药中间体	2018.8.7
杜邦	农药中间体	2031.5.20
杜邦	农药中间体	2016.5.31
杜邦	农药中间体	2017.12.31
杜邦	农药中间体	2016.12.31
日产化学	农药中间体	2017.12.31
先正达	农药中间体	2018.12.31
先正达	农药中间体	长期
先正达	农药中间体	2021.6.1
先正达	农药中间体	2018.12.31

资料来源：公司债券评级报告，东兴证券研究所（客户对于不同中间体所签订合同合作期限有所差异。）

图 8: 公司前 5 大客户贡献收入情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 9: 公司前 5 大客户收入占总收入比例


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 非公开发行预计下半年完成

公司 2015 年 11 月公告了非公开发行预案, 今年 3 月 14 日已经向证监会提交了反馈意见, 正常过会需要 1-3 个月左右时间, 过会后 6 个月内完成发行。预计今年下半年可完成此次非公开发行。

此次募投项目包括 4 个医药中间体项目, 年产 1000 吨 LH-1 技改项目和年产 9000 吨氨氧化系列产品技改项目。其中投资规模最大的是医药中间体项目, 这也符合公司**逐渐将业务重心向医药中间体业务转移**的发展趋势。

医药中间体项目包括 LT822, TMEDA, MACC 和 AMTB 等 4 个产品, 它们分别是新型心血管、糖尿病、抑郁症等药品的关键中间体。这些医药中间体的市场需求良好, 符合国家产业政策, 同时它们处于医药产业链的中上端, 附加值较高。据了解, 对于上述 4 个医药中间体产品公司具有多年的生产经验, 掌握了核心技术, 预计项目能够较快的投产并实现生产目标。公司预计该项目投产后每年能产生营业收入 6.65 亿元, 贡献利润约 1.93 亿元。

另外两个募投项目均为技改项目, 涉及产品为 LH-1 和氨氧化系列产品。这些产品处于成熟期, 具备可靠的销售渠道和客户需求, 通过此次技改, 上述产品的产能将进一步提升, 可以满足下游客户不断增长的需求, 盈利前景稳定。公司预计这两个技改项目投产后每年能产生营业收入 7.23 亿元, 贡献利润约 2 亿元。

项目总投资约 10.6 亿元, 预计投产后可每年新增收入 13.9 亿元, 新增净利润 3.9 亿元。目前, 公司已经用自有资金在上述项目中投入 3500 万元。预计上述项目从 2017 年初开始将陆续投产。公司已建成的项目盈利业绩良好, 近年来公司的技术能力、管理水平持续提升, 因此我们有理由相信此次募投项目将进一步提升公司的盈利能力, 为股东创造价值。

表 2:非公开发行预期募投项目

项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金拟投入 金额(万元)	预计年营业收入 (万元)	预计年平均利 润(万元)
年产 400 吨 LT822、10 吨 TMEDA、20 吨 MACC、 15 吨 AMTB 医药中间体项目	58,236	56,000	66,504	19,326
年产 1000 吨 LH-1 技改项目	30,070	30,000	44,872	13,309
年产 9000 吨氨氧化系列产品技改项目	17,980	16,000	27,423	6,572
合计	106,286	102,000	138,799	39,207

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 盈利预测及投资评级

联化科技对自身定位准确，明确“以国际农药、医药巨头客户的需求为导向，承接客户的中间体等产品的生产定制”为发展战略。公司专注于生产环节，技术、质量控制、成本控制是公司的核心竞争力。农药中间体业务经过多年积累后已经步入成熟期。医药中间体业务正处于开拓阶段，大量资金投入，后续发展潜力大。

我们判断未来几年内医药中间体行业增速将快于农药中间体业务。募投项目的陆续投产将提升公司的产能，促进公司收入的持续增长。而定制生产的模式将保证公司稳定的客户订单，以及稳定的毛利率水平，因此公司净利润将随收入增长而增长。

表 3:公司收入预测

业务名称	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
农药中间体	1,815	2,216	2,570	2,756	3,032	3,335
医药中间体	304	347	429	474	616	801
贸易	629	587	700	548	603	663
其他	211	219	267	230	253	278
合计	2,959	3,368	3,966	4,008	4,504	5,077

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

预计 2016 至 2018 年，公司年收入将逐步从 45 亿元增长至 58 亿元。期间公司综合毛利率水平将维持在 30%-35%之间，预计公司净利润分别为 7.6 亿元，8.6 亿元和 10.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.91 元，1.03 元和 1.23 元。

当前市场给予联化科技的估值处于历史低点附近，我们判断主要因为经过持续高增长之后公司 2015 年出现了增速放缓的迹象，市场可能担心未来公司维持增长的难度将越来越大。但通过分析，我们认为公司在中间体定制领域的优势明显，新募投项目的

盈利前景较好，未来 3 至 5 年公司仍将保持每年 10%-30%左右的收入和利润增速，因此当前市场对于公司的看法可能过于悲观。基于我们的盈利预测，公司当前股价对应 2016 至 2018 年盈利预测的 PE 分别为 16 倍，14.1 倍和 11.9 倍，公司当前市值约 122 亿元。考虑到公司良好的业绩增长前景和行业竞争地位，我们认为公司对应 2016 年盈利预测的估值在 25 倍左右较为合理，维持“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

公司所处精细化学品行业工艺流程复杂，生产过程中涉及各种危险有毒化学品，如果公司在日常生产管理过程中出现疏忽，发生危险化学品的泄露或发生安全事故，将对公司股价产生较大的负面影响。

医药中间体业务下游客户对产品认证周期较强，存在项目投产延期的风险。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表				单位: 百万元		利润表		单位: 百万元			
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2144	2362	2343	3082	4351	营业收入	3990	4008	4504	5077	5832
货币资金	492	625	540	1049	2032	营业成本	2648	2515	2932	3363	3869
应收账款	691	708	740	835	959	营业税金及附加	16	19	18	20	23
其他应收款	50	27	31	35	40	营业费用	42	38	45	51	58
预付款项	57	67	72	79	87	管理费用	584	687	676	711	758
存货	710	788	803	921	1060	财务费用	27	10	20	25	30
其他流动资产	102	94	94	94	94	资产减值损失	12.21	8.35	16.00	5.00	5.00
非流动资产合	3653	3983	4704	4862	4602	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	47	47	550	550	550	投资净收益	3.12	5.43	75.00	80.00	90.00
固定资产	2068.26	2932.94	2936.66	3332.37	3110.08	营业利润	663	736	872	982	1178
无形资产	375	379	341	303	265	营业外收入	11.32	14.62	16.00	28.00	20.00
其他非流动资	52	48	0	0	0	营业外支出	18.26	14.64	15.00	8.00	8.00
资产总计	5797	6345	7047	7944	8953	利润总额	656	736	873	1002	1190
流动负债合计	1593	1434	1176	1209	1328	所得税	98	92	114	140	167
短期借款	418	535	68	0	0	净利润	559	645	760	862	1024
应付账款	400	304	402	461	530	少数股东损益	8	7	0	0	0
预收款项	147	130	141	154	168	归属母公司净利	551	638	760	862	1024
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	1237	1365	1327	1550	1769
非流动负债合	717	729	1040	1257	1380	EPS (元)	0.69	0.77	0.91	1.03	1.23
长期借款	0	0	400	600	700	主要财务比率					
应付债券	624	625	625	625	625		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	2310	2164	2216	2466	2708	成长能力					
少数股东权益	36	43	43	43	43	营业收入增长	18.5%	0.4%	12.37%	12.74%	14.87%
实收资本 (或	818	835	835	835	835	营业利润增长	24.4%	12.1%	18.52%	12.60%	19.94%
资本公积	708	920	920	920	920	归属于母公司净	22.6%	15.8%	19.09%	13.45%	18.75%
未分配利润	1769	2262	2642	3073	3585	获利能力					
归属母公司股	3451	4139	4788	5435	6203	毛利率 (%)	34%	37%	35%	34%	34%
负债和所有者	5797	6345	7047	7944	8953	净利率 (%)	14%	16%	17%	17%	18%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润		10%	10%	11%	11%
						ROE (%)	16%	15%	16%	16%	17%
经营活动现金	634	645	1241	1225	1361	偿债能力					
净利润	559	645	760	862	1024	资产负债率 (%)	40%	34%	31%	31%	30%
折旧摊销	546.50	618.74	0.00	542.19	560.19	流动比率					
财务费用	27	10	20	25	30	速动比率					
应付帐款的变	0	0	98	59	69	营运能力					
预收帐款的变	0	0	11	13	15	总资产周转率	0.77	0.66	0.67	0.68	0.69
投资活动现金	-842	-477	-1096	-625	-215	应收账款周转率	6	6	6	6	7
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.36	11.39	12.77	11.78	11.77
长期投资	47	47	550	550	550	每股指标 (元)					
投资收益	3	5	75	80	90	每股收益 (最新	0.69	0.77	0.91	1.03	1.23
筹资活动现金	368	-51	-230	-91	-163	每股净现金流	0.20	0.14	-0.10	0.61	1.18
短期借款	418	535	68	0	0	每股净资产 (最	4.22	4.96	5.74	6.51	7.43
长期借款	0	0	400	600	700	估值比率					
普通股增加	292	17	0	0	0	P/E	21.10	18.91	16.00	14.10	11.87
资本公积增加	-6	212	0	0	0	P/B	3.45	2.94	2.54	2.24	1.96
现金净增加额	160	117	-85	508	983	EV/EBITDA	10.07	9.30	9.58	7.96	6.47

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有四年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长，7 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。