

投资评级：中性（维持）

报告日期：2018年07月16日

分析师

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

联系人（研究助理）：

邓健全 0755-83666934

Email:dengjq@cgws.com

从业证书编号:S1070118060012

易碧红 0755-83460540

Email:yibihong@cgws.com

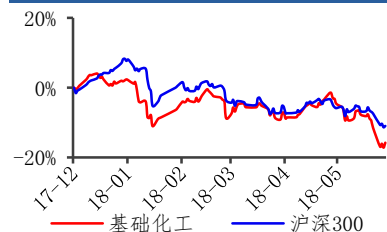
从业证书编号:S1070117080036

黄寅斌 0755-83668784

Email:huangyb@cgws.com

从业证书编号:S1070117070016

行业表现



## 从盈利改善、环保趋严和民族品牌崛起三维度挖掘行业龙头机会

### ——基础化工 2018 年中期投资策略

核心观点

- **整体估值逐步接近历史底部，盈利增速小幅回落：**截至 2018 年 7 月，化工板块整体 PE 约 21.2 倍，对应 PB 约 2.5 倍，行业整体估值正逐步接近历史底部。在去产能和环保共振的刺激下，2017 年多数化工品种价格普遍走高，整体板块在 2017 年实现了较快的增长，全年营收增速达 27.7%，净利润增速达 43.1%。进入 2018 年，化工品种价格逐步出现分化，2018 年一季度盈利增速有所回落，营收同比增速为 8.3%，净利润同比增速为 32%。
- **从盈利改善、环保趋严和民族品牌崛起三维度挖掘行业龙头机会。**对于 2018 年下半年，基础化工行业我们从三个维度挖掘行业龙头机会。第一是盈利触底回升，景气有望上行的 PVA 行业，推荐龙头皖维高新；第二是环保压力下，我们看好炭黑行业盈利的持续性，推荐龙头黑猫股份；第三是量和质都在改善，有望打造民族高端品牌的轮胎行业，推荐龙头玲珑轮胎。
- **行业盈利触底回升，推荐景气度有望上行的 PVA 行业：**PVA 行业经历了长期的盈利低迷时期，进入 2018 年，产品价格触底回升。供给方面，行业约 30 万吨的产能处于关停状态，叠加去年开始的环保政策的趋严，使得没有电石废渣一体化布局的企业也面临被整顿的压力。而需求方面，近年来，我国 PVA 年均复合增长率在 5% 左右，行业整体需求呈现稳定增长态势；随着 PVA 不断地被开发应用，PVA 未来在偏光片、医药、化妆、食品的应用比例将会逐步上升。在供给受限、需求稳步增长的背景下，我们认为 PVA 行业景气度有望上行。
- **“量”、“质”持续改善，推荐有望打造民族高端品牌的轮胎龙头：**在政策指导、环保门槛、行业自发兼并重组等因素下，我国轮胎行业产能结构性过剩的问题在逐步改善。我们推荐打造自主品牌，并且逐步进入中高端配套车型的轮胎龙头玲珑轮胎。另外，从行业盈利来看，2017 年以来轮胎价格处于上涨通道，伴随着 17 年后橡胶价格的回落，轮胎产品的价差有望扩大，行业盈利有望回升。
- **环保力度持续加大，看好炭黑盈利的持续性：**伴随着环保政策的持续升级，化工行业也正面临着格局重塑，很多高污染行业正在面临洗牌、行业集中度持续提升。如炭黑行业，过去 3 年间已有十余家企业因环保问题被关停，根据百川资讯，2015-2017 年累计被关停产能达 76 万吨。市场进一步向优质、规模和环保的大型炭黑企业集中。我们看好炭黑行业龙头黑猫股份盈利的持续性。

- **投资建议：**伴随着基础化工整体估值逐步接近历史底部区域，我们认为板块也将逐步迎来配置的机遇。进入 2018 年化工产品景气度开始出现一定程度的分化，我们从三个维度优选细分板块的优质龙头。重点推荐标的包括：盈利触底回升，具备产业链一体化优势的 PVA 龙头皖维高新（600063）；随着国内汽车产业的发展和轮胎产品技术的进步，国内轮胎龙头企业具备成为国际一流轮胎企业的潜力，推荐关注玲珑轮胎（601966）；以及受环保趋严，行业景气度有望继续上行的炭黑行业，推荐黑猫股份(002068)。
- **风险提示：**宏观经济下行风险；原油价格大幅波动风险；去产能进度不及预期等。

## 目录

1. 整体估值逐步接近历史底部，盈利增速小幅回落.....	6
2. 从盈利改善、环保趋严和民族品牌崛起三维度挖掘行业龙头机会.....	8
3. PVA 行业：盈利触底回升，景气有望上行.....	9
3.1 供给端：行业集中度较高，有效产能较名义产能少.....	9
3.1.1 行业前五企业名义产能占比接近七成.....	9
3.1.2 无效产能较多，有效产能少于名义产能.....	10
3.1.3 环保政策或助力行业集中度进一步提升.....	11
3.2 需求端：需求稳步增长，PVA 景气度有望上行.....	12
3.2.1 国内 PVA 消费现状.....	12
3.2.2 下游较分散，总体保持稳定增长.....	12
3.2.3 石棉替代，高强高模 PVA 市场增量空间大.....	15
3.3 油价上行，电石法工艺优势相对扩大.....	16
3.3.1 电石法 PVA 具备一定的成本优势.....	16
3.4 PVA 行业重点推荐：皖维高新（600063）.....	17
4. 轮胎行业：质和量在改善，国内龙头有望打造民族高端品牌.....	19
4.1 产能结构性过剩状况逐步改善.....	19
4.1.1 政策指导下，去产能方向坚定不移.....	19
4.1.2 环保趋严下，行业进入门槛提高.....	21
4.1.3 企业兼并整合利于行业集中度的提高.....	22
4.2 橡胶价格持续回落，轮胎产品价差有望扩大.....	22
4.3 轮胎行业重点推荐：玲珑轮胎（601966）.....	24
5. 环保力度持续加大，看好炭黑行业.....	25
5.1 重点推荐：黑猫股份(002068).....	26
6. 投资建议.....	27
7. 风险提示.....	27

## 图表目录

图 1: 板块估值 (PE) 历史走势.....	6
图 2: 板块估值 (PB) 历史走势.....	6
图 3: 基础化工板块历史盈利增速情况.....	6
图 4: 原油价格走势.....	7
图 5: 动力煤价格走势.....	7
图 6: MDI、TDI 价格高位回落.....	7
图 7: 氯碱价格高位震荡.....	7
图 8: 粘胶短纤价格走势.....	7
图 9: 甲醇、醋酸价格走势.....	7
图 10: PVA 价格触底回升.....	8
图 11: 农药产品价格走势.....	8
图 12: PVA 产能分布(按工艺).....	9
图 13: PVA 产能分布占比图.....	9
图 14: PVA 行业产能投产时间段情况.....	10
图 15: 我国 PVA 产量及表观消费量情况.....	12
图 16: 全球 PVA 消费结构.....	12
图 17: 我国 PVA 消费结构.....	12
图 18: 2004-2016 年我国无纺布产量及增速情况.....	13
图 19: 2007-2016 年我国纺织服装消费情况及增速.....	13
图 20: 粘合剂的出口量及其增速情况.....	14
图 21: 我国纸及纸板产量及增速情况.....	14
图 22: 溪洛渡水电站.....	15
图 23: 向家坝水电站.....	15
图 24: 布伦特原油价格与乙烯价格走势.....	16
图 25: 乙烯法 PVA 与电石法 PVA 价差比较.....	17
图 26: 皖维高新的收入和净利润.....	17
图 27: 国内全钢胎企业产能分布.....	19
图 28: 国内半钢胎企业产能分布.....	19
图 29: 全钢胎成本构成.....	23
图 30: 半钢胎成本构成.....	23
图 31: 天然橡胶价格走势.....	23
图 32: 主要轮胎企业历年一季度毛利率走势 (%).....	23
图 33: 玲珑轮胎的收入和归母净利润.....	24
图 34: 炭黑各级别企业产能分布(2011-2017).....	26
图 35: 炭黑产能(>20 万吨)比重(2015-2017).....	26
图 36: 黑猫股份的收入和归母净利润.....	26
表 1: 国内 PVA 产能情.....	10
表 2: 近 5 年 PVA 行业相关环保政策.....	11
表 3: 三种工艺路线比较.....	16
表 4: 近年来行业政策相关情况汇总.....	20

表 5: “十二五” 山东省淘汰落后和过剩轮胎产能 .....	21
表 6: 工信部公告《轮胎行业准入条件》 .....	21
表 7: 近年来国内轮胎企业兼并重组案例 .....	22
表 8: 国内炭黑产能退出情况(2015-2017) .....	25

# 1. 整体估值逐步接近历史底部，盈利增速小幅回落

从历史情况来看，基础化工板块在 2008 年全球金融危机时期达到了历史最低的市盈率水平，PE (TTM\_整体法；剔除负值；下同) 约 15.3 倍，对应的 PB 约 2.4 倍。到 2018 年 7 月 13 日，板块整体 PE 约 21.2 倍，对应 PB 约 2.5 倍。从板块盈利情况来看，在去产能和环保共振的刺激下，多数化工品种价格普遍走高，整体板块在 2017 年实现了较快的增长，全年营收增速达 27.7%，净利润增速达 43.1%。进入 2018 年，化工品种价格逐步出现分化，使得板块 2018 年一季度盈利增速有所回落，营收增速为 8.3%，净利润增速为 32%。

图 1: 板块估值 (PE) 历史走势



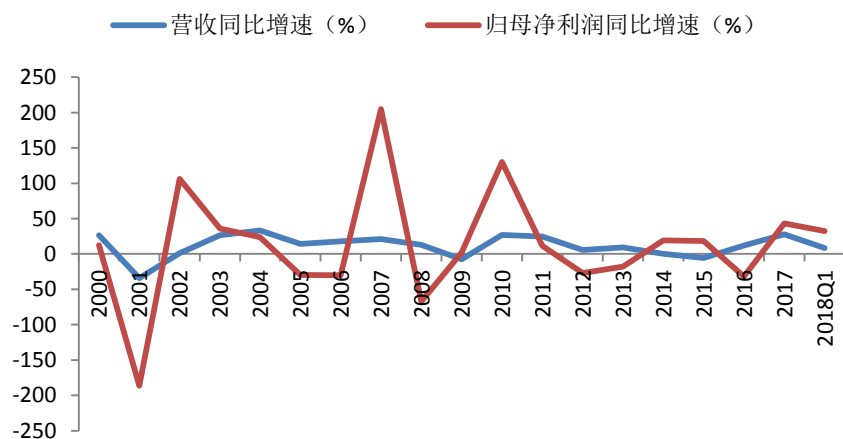
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 2: 板块估值 (PB) 历史走势



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

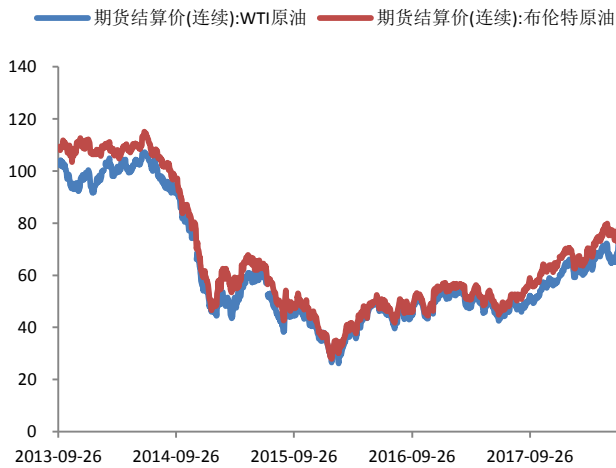
图 3: 基础化工板块历史盈利增速情况



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

进入 2018 年，原油价格整体保持震荡上升，截至今年 6 月底，WTI 原油和布伦特原油价格分别达到 74 美元/桶和 66 美元/桶，期间，布伦特原油价格一度突破 80 美元/桶。而煤炭价格相对保持高位震荡。而下游基础化工品种价格逐步出现一定程度的分化。

图 4: 原油价格走势



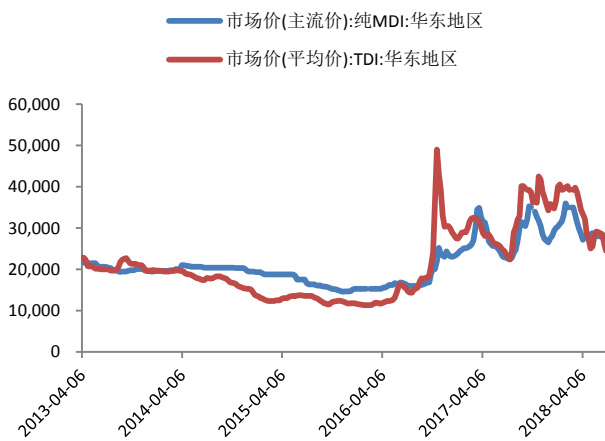
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 5: 动力煤价格走势



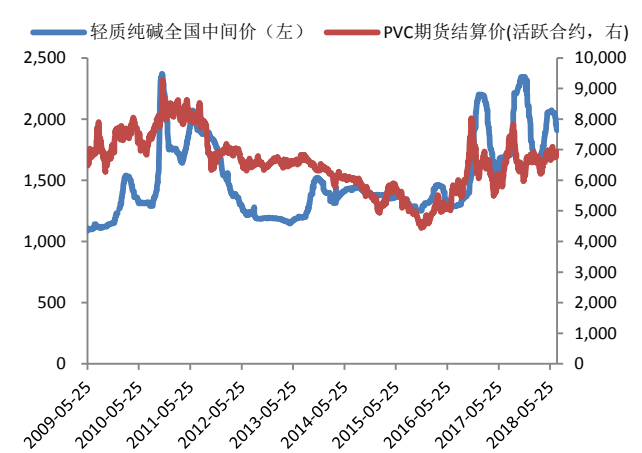
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 6: MDI、TDI 价格高位回落



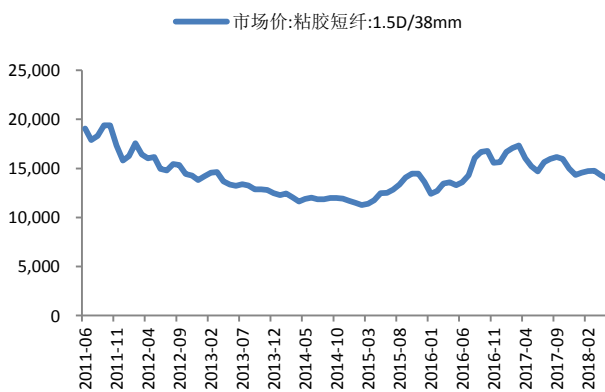
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 7: 氯碱价格高位震荡



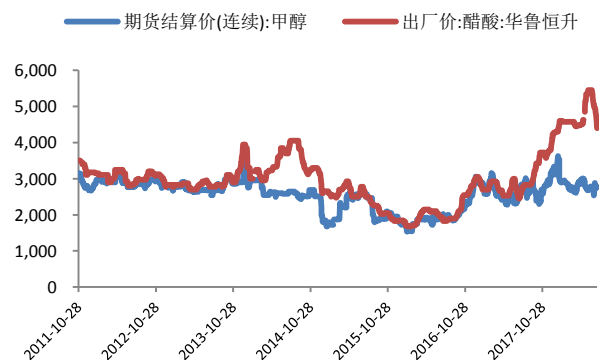
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 8: 粘胶短纤价格走势



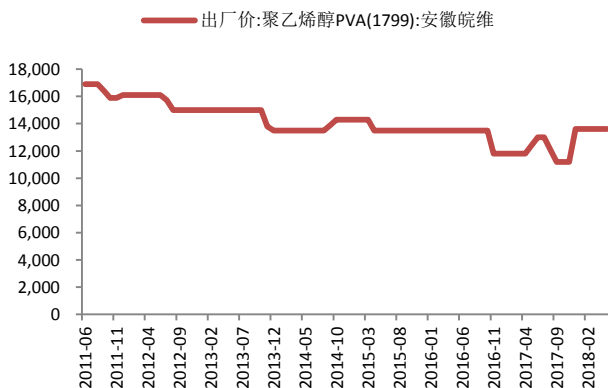
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 9: 甲醇、醋酸价格走势



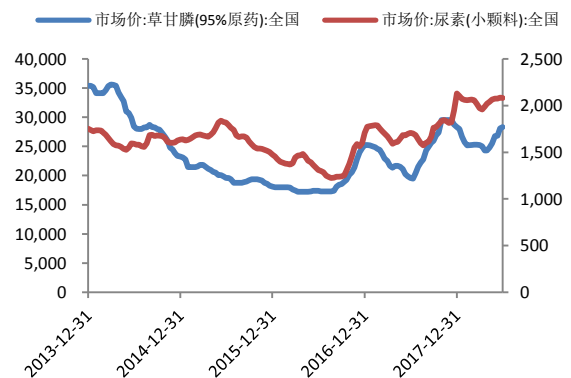
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 10: PVA 价格触底回升



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 11: 农药产品价格走势



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

## 2. 从盈利改善、环保趋严和民族品牌崛起 三维度挖掘行业龙头机会

对于 2018 年下半年，基础化工行业我们从三个维度挖掘行业龙头机会，分别如下：

**第一：行业盈利触底回升，景气度有望继续上行的 PVA 行业。**供给方面，PVA 行业盈利低迷时期，行业约 30 万吨的产能处于关停状态，叠加去年开始的环保政策的趋严，使得没有一体化布局的企业也面临被整顿的压力。从行业调研来看，我国当前 PVA 实际有效产能约为 80 万吨/年左右，较名义产能少约 40 万吨。需求方面，近年来，我国 PVA 年均复合增长率在 5% 左右，行业整体需求呈现稳定增长态势。随着 PVA 不断地被开发应用，PVA 未来在偏光片、医药、化妆、食品的应用比例将会逐步上升。在供给受限、需求稳步增长的背景下，PVA 行业景气度有望持续上行，我们看好具备产业链一体化布局的龙头企业皖维高新。

**第二：“量”、“质”持续改善，有望打造民族高端品牌的轮胎龙头。**在政策指导、环保门槛、行业自发兼并重组等因素下，我国轮胎行业产能结构性过剩的问题在逐步改善。我们推荐打造自主品牌，并且逐步进入中高端配套车型的轮胎龙头玲珑轮胎。另外，从行业盈利来看，2017 年以来轮胎价格处于上涨通道，伴随着 17 年后橡胶价格的回落，轮胎产品的价差有望扩大，行业盈利有望回升。

**第三：环保力度持续加大，看好炭黑盈利的持续性。**伴随着环保政策的持续升级，化工行业也正面临着格局重塑，很多高污染行业正在面临洗牌、行业集中度持续提升。如炭黑行业，过去 3 年间已有十余家企业因环保问题被关停，根据百川资讯，2015-2017 年累计被关停产能达 76 万吨。市场进一步向优质、规模和环保的大型炭黑企业集中。我们看好炭黑行业龙头黑猫股份盈利的持续性。

## 3. PVA 行业：盈利触底回升，景气有望上行

### 3.1 供给端：行业集中度较高，有效产能较名义产能少

#### 3.1.1 行业前五企业名义产能占比接近七成

**我国 PVA 发展历程。**我国 PVA 生产源于 20 世纪 60 年代，第一套 1kt/年规模的生产装置为自行设计建设，1965 年由北京有机化工厂从日本引进 10kt/年电石乙炔法 PVA 成套装置，随后以这套装置的图纸在国内翻版建设了 9 家同样规模的维尼纶厂；1974 年和 1983 年通过引进技术投资建设了上海石化维纶厂(石油乙烯法)和四川维尼纶厂(天然气乙炔法)；1995 年北京有机化工厂将工艺路线由电石乙炔法改为石油乙烯法。经过 30 多年的发展，至今我国已经拥有 12 家主要的 PVA 生产企业，其中 9 家采用电石乙炔法，占总生产能力的 77%；2 家石油乙烯法和 1 家天然气乙炔法，分别占据总产能的 10%和 13%。

根据国家统计局数据，截至 2017 年，我国 PVA 的名义生产能力为 124.6 万吨/年。按照名义产能大小排序，前五大产能企业分别为安徽皖维（35 万吨）、中石化四川维纶（16.5 万吨）、内蒙双欣（11 万吨）、宁夏大地（10 万吨）、山西三维（10 万吨），前五大名义产能合计 82.5 万吨，占国内名义产能约七成。其中皖维高新是国内的 PVA 龙头，其名义产能约占国内 28%，而从产销量来看，皖维的市场占有率达到 40%。综合来看，PVA 行业的集中度较高。

图 12: PVA 产能分布(按工艺)

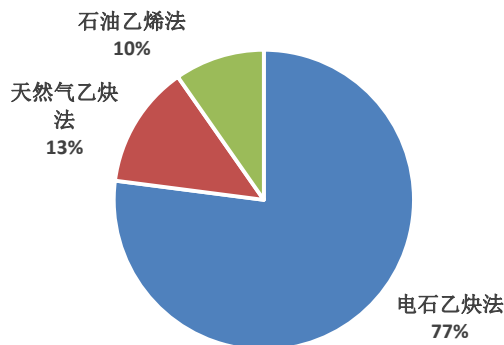
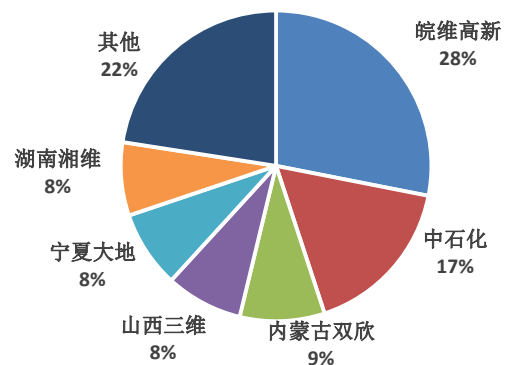


图 13: PVA 产能分布占比图



资料来源：中国产业信息网、长城证券研究所

资料来源：中国产业信息网、长城证券研究所

表 1: 国内 PVA 产能情

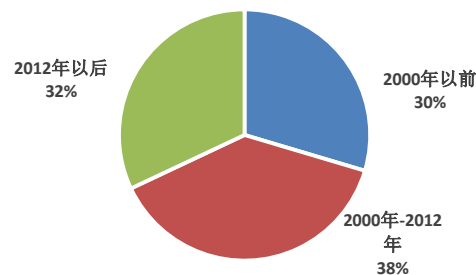
生产工艺	生产厂商	产能 (万吨/年)
电石乙炔法	安徽皖维高新材料股份有限公司	35
	内蒙古双欣环保材料有限公司	11
	宁夏大地化工有限公司	10
	山西三维集团股份有限公司	10
	湖南湘维有限公司	9.5
	福建福维有限公司	6
	兰州新西部维尼纶有限公司	5.5
	贵州水晶有机化工集团公司	5
	上海宝旺(集团)江西江维高科技股份有限公司	4
	云南云维股份有限公司	3
	石家庄化工化纤公司	2
天然气乙炔法	中石化集团四川维尼纶厂	16.5
石油乙烯法	中石化上海石化股份有限公司	4.6
	长春(江苏)化工有限公司	4
	北京东方石油化工有限公司有机化工厂	3.5
合计	总计	124.6

资料来源: 中国产业信息网, 长城证券研究所

### 3.1.2 无效产能较多, 有效产能少于名义产能

据我们统计整理, 国内 PVA 企业在 2000 年以前投产的约 37 万吨, 2000~2012 年投产的约 48 万吨, 2012 年后投产的约 40 万吨。从我们的产业调研来看, 实际上行业内的有效产能仅为 80 万吨/年左右, 行业内存在较多无效产能, 特别是 2000 年之前投产的产能, 在行业盈利低迷时期已处于关停状态, 甚至有些产能已处于长期停产, 国内 PVA 行业已面临重新洗牌的新局面。

图 14: PVA 行业产能投产时间段情况



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

### 3.1.3 环保政策或助力行业集中度进一步提升

PVA 产业主要生产电石废渣、废水等污染物，从近一两年来看，行业内存在部分企业将未经处理的电石废渣等直接排放的情况；从另一个角度来看，PVA 产业链一体化布局的企业既能用电石废渣等产生经济效益，又能减少环保政策加严对企业开工受限的风险。从 2016 年下半年开始，国家环保政策日趋严格，环保局接连在江苏、内蒙、河南、宁夏等各地对化工产业进行了强而有力的整治。行业目前仍存在产能规模较少的部分企业，在环保标准越加严厉的背景下，不具备电石废渣一体化处理的企业，面临的环保治理成本将越来越高。

**表 2: 近 5 年 PVA 行业相关环保政策**

时间	单位	颁布条款	内容
• 2018 年 3 月	环境保护部办公厅	《电石工业污染物排放标准》	规定了电石工业企业水和大气污染物的排放限值、监测和监控要求，固体废物在厂区内贮存的要求，以及标准的实施与监督等相关规定。
• 2016 年 9 月	国家发展改革委	《国家发展改革委对十二届全国人大四次会议《关于在全国范围内推广完全生物降解购物袋的建议》建议的答复》	对聚（丁二酸丁二醇酯-己二酸丁二醇酯）全生物降解树脂、可降解有色聚乳酸纤维、全生物可降解聚乙烯醇等项目给予中央财政资金支持。
• 2014 年 12 月	工业和信息化部	《电石生产企业公告管理办法》	企业生产经营活动符合国家有关法律、法规和产业政策；电石建设项目立项、土地使用、环境影响评价、节能评估审查、安全生产等建设程序符合国家有关审批、核准或备案程序要求；
• 2014 年 4 月	国家质量监督检验检疫总局、国家标准化管理委员会	《聚乙烯醇单位产品能源消耗限额》（GB 30528-2014）	本标准规定了乙炔法和乙烯法生产聚乙烯醇单位产品能源消耗（简称能耗）限额的技术要求、统计范围和计算方法、节能管理与措施。
• 2014 年 2 月	工业和信息化部	《电石行业准入条件（2014 年修订）》	新建或改扩建电石生产装置必须采用先进的密闭式电石炉，单台炉容量不小于 40000 千伏安，建设总容量（一次性建成）要大于 150000 千伏安等。
• 2012 年 1 月	工信部	《工业清洁生产推行“十二五”规划》	纺织染整行业，研发可生物降解（或易回收）聚乙烯醇（PVA）浆料替代应用技术、生物脱胶退浆精炼技术，清洁制溶解浆（浆粕）新技术，推广印染高效短流程前处理。

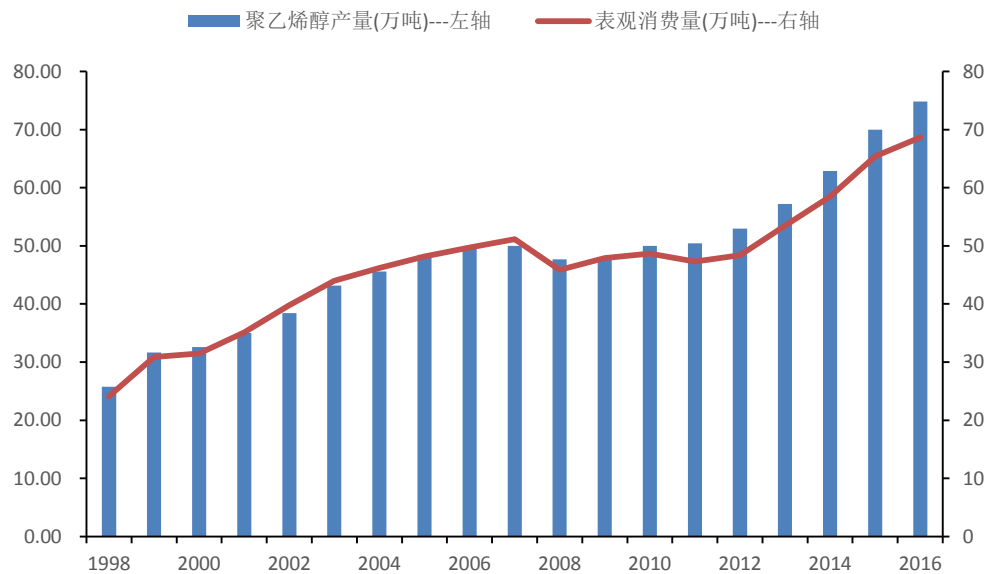
资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

## 3.2 需求端：需求稳步增长，PVA 景气度有望上行

### 3.2.1 国内 PVA 消费现状

根据国家统计局数据，1998 年我国 PVA 的表观消费量仅为 24.13 万吨/年，2016 年增长至 68.69 万吨；1998-2016 年，我国 PVA 年均复合增长率在 6% 左右。2017 年我国 PVA 的表观消费量保持 3%~5% 的增速，整体需求呈现稳定增长态势。

图 15: 我国 PVA 产量及表观消费量情况

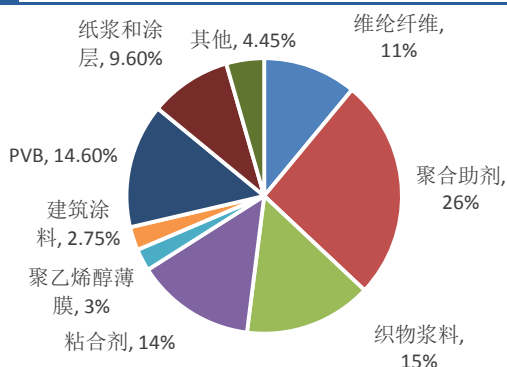


资料来源：国家统计局，wind，长城证券研究所整理

### 3.2.2 下游较分散，总体保持稳定增长

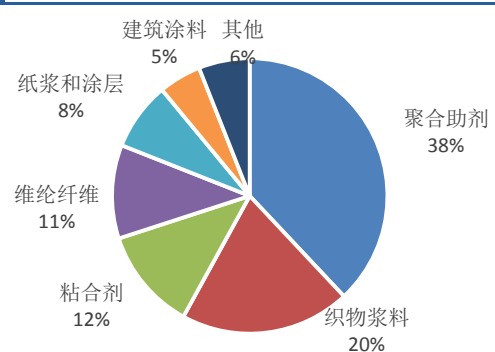
目前，全球范围内 PVA 下游的消费结构主要在聚合助剂(26%)、织物浆料(15%)、粘合剂(14%)，纸浆和涂层(9.6%)等，下游需求结构相对分散；我国 PVA 下游消费结构中，聚合助剂、织物浆料、粘合剂和维纶纤维分别占比 38%、20%、12% 和 11%。

图 16: 全球 PVA 消费结构



资料来源：中国产业信息网，长城证券研究所

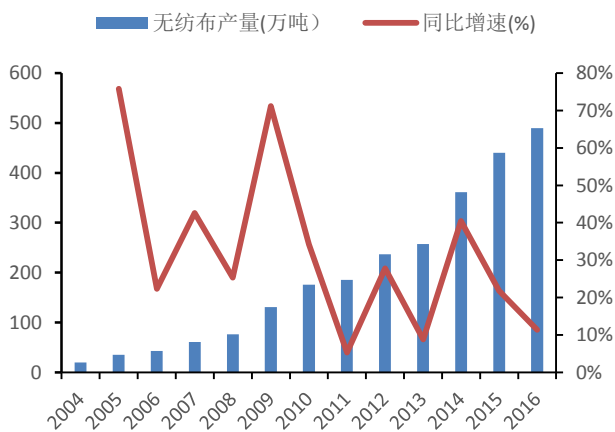
图 17: 我国 PVA 消费结构



资料来源：中国产业信息网，长城证券研究所

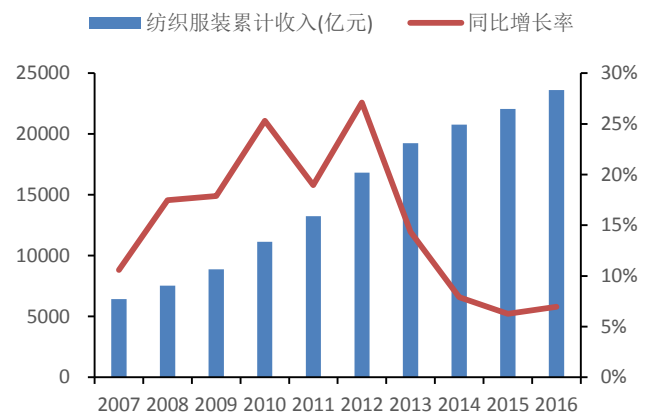
织物浆料作为 PVA 下游第二大消费需求，其行业发展走势对 PVA 需求端产生较大影响。应用于纺织行业中的水溶 PVA 纤维，品种有水溶纤维、长丝、毛条等，多用于水溶无纺布，无捻毛巾等产品中也大量使用，其水溶特性使 PVA 纤维独占水溶非制造布市场。自 2007 年以来，市场对水溶 PVA 纤维的需求量不断增加，尤其是 2013 年后出现快速增长，国内企业不断扩大产能，水溶 PVA 纤维产业呈现快速发展的新阶段，根据中国产业信息网数据，2007 年我国无纺布产量仅为 61.07 万吨，而在 2016 年，无纺布产量已经增长至 490 万吨，近 10 年无纺布的复合增长率达到 23%。此外，在特种服用纤维方面，特种 PVA 纤维综合性价比具有一定优势，可用作特种服装领域，如消防服、工作服等。根据纺织服装行业数据，过去 10 年里，我国纺织服装收入情况持续增长，已从 2007 年的 6,415.8 亿元增长至 2016 年的 23,605.1 亿元，近三年纺织服装行业收入的增长率均稳定在 7% 左右。随着我国经济的发展，未来消费升级将促使高密高织的纺织品内需和出口持续增加，未来织物 PVA 消费方面，我们预计仍将保持 5% 以上的消费增速。

图 18: 2004-2016 年我国无纺布产量及增速情况



资料来源: wind, 中国产业信息网, 长城证券研究所

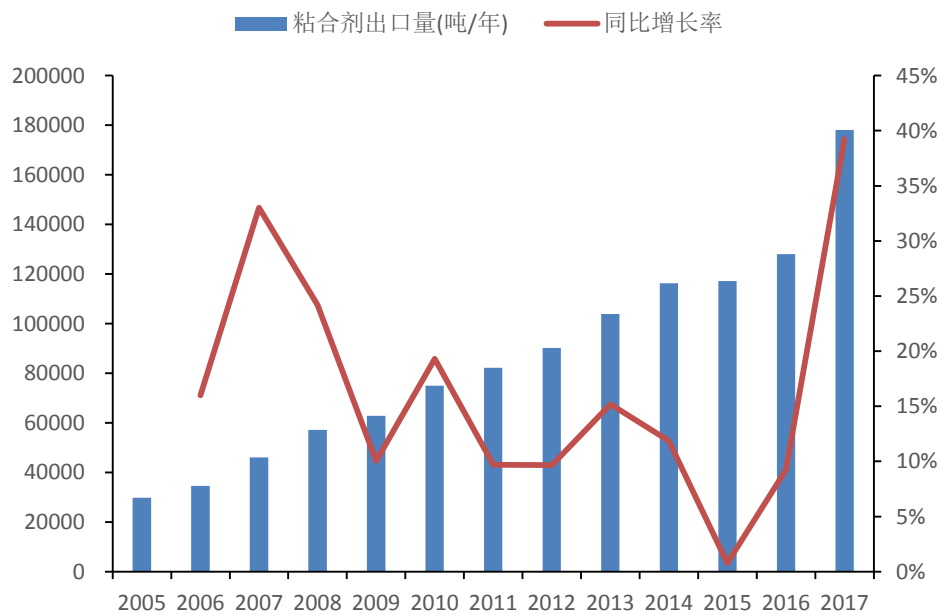
图 19: 2007-2016 年我国纺织服装消费情况及增速



资料来源: wind, 长城证券研究所

另一方面，改革开放以来，我国粘合剂行业随着社会经济的发展呈现持续、快速、稳定发展的态势，胶粘剂的产量和销售额持续高速增长。PVA 作为性价比较高的粘合剂，将受益于市场经济的增长所带来的消费需求增长。随着新能源、电子电器、机械、汽车、航天航空等行业的发展，高性能、高品质粘合剂产品的市场需求仍在不断扩大，国际知名化工企业纷纷将相关生产装置与技术战略性地转移到中国大陆，并占据了国内高端粘合剂市场的较大份额。而近些年，我国自主研发的粘合剂的市场竞争力大幅增强，粘合剂的出口情况一定程度上可以反映出我国粘合剂市场的发展势头。2005 年，我国粘合剂出口量仅为 2.98 万吨左右，但是到 2017 年我国粘合剂的出口量已经增长至 17.81 万吨，其中 2017 年出口端的同比增长率更是高达 39%。

图 20: 粘合剂的出口量及其增速情况

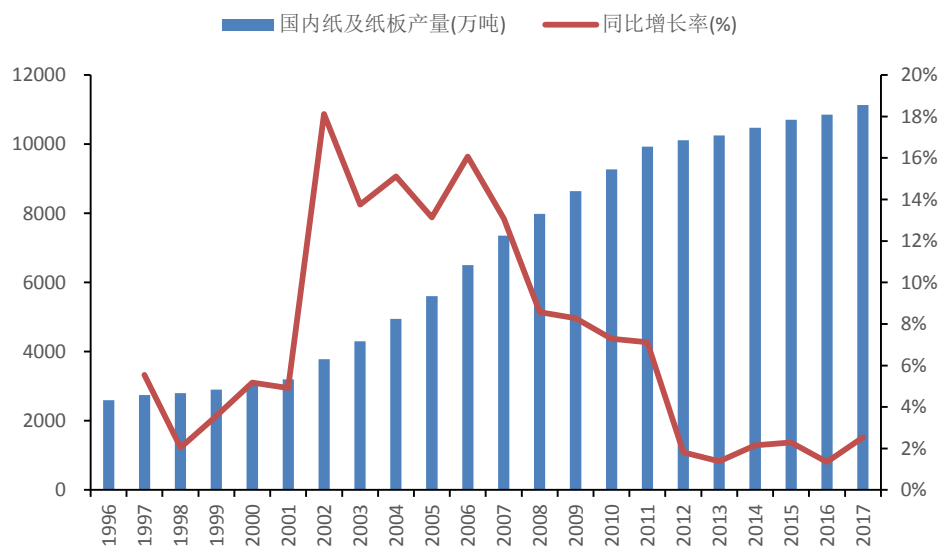


资料来源: wind, 长城证券研究所

PVA 应用于造纸领域同样具有优势。造纸原料市场上的合成纤维品种较多，但 PVA 纤维具有高强度和水溶性优势，不但可以作为纸张的骨架材料来提高纸张的强度，同时还可以作为粘接材料对纸张进行深层施胶，大幅度提高纸张的性能，具有一定的市场发展空间。

近年来，PVA 纤维在造纸领域主要应用于附加值较高的特种纸类产品，如电池隔膜纸、育苗纸、水松纸等。根据中国造纸年鉴数据，我国 2017 年造纸产量为 1.11 亿吨，产量再创历史新高，PVA 纤维在造纸领域的应用有望不断扩大。

图 21: 我国纸及纸板产量及增速情况



资料来源: 中国造纸年鉴, 长城证券研究所

### 3.2.3 石棉替代，高强高模 PVA 市场增量空间大

**PVA 是替代石棉的绿色环保材料。**近年来，欧美等发达国家采用高强高模 PVA 替代石棉，在制造无石棉水泥板等方面取得了良好效果。高强高模 PVA 具有独特的横断面形状，与水泥黏着力好，在替代石棉方面具有性能优势、性价比高等特点，被誉为石棉最理想的“绿色环保”替代品。高强高模 PVA 纤维具有强度和杨氏模量高、伸长率低、耐酸碱性、抗溶剂性等特点，同时，具有良好的亲水性、粘结性、抗冲击性以及加工过程中易于分散等特性。根据科学实验和建筑实践数据证实，每平方米的混凝土中加入 900g 高强高模 PVA 纤维，并且分布均匀，可以在混凝土的内部结构里达到很好的承托效果。特别是在防止混凝土早期容易出现离析沉降裂缝、塑性裂缝和干缩裂缝方面，高强高模 PVA 纤维的功能尤为明显。

随着人民生活水平的不断提高，人们对健康、环保的意识逐渐加强，高强高模 PVA 纤维替代石棉已逐渐成为必然趋势，世界卫生组织已于 1990 年正式禁止使用石棉制品，联合国 2004 年年末同样宣布全面禁用石棉；此外，2012 年我国工业和信息化部、科学技术部和环境保护部联合发文，发布《国家鼓励的有毒有害原料（产品）替代品目录》，明确提出高强高模 PVA 纤维是替代石棉制作水泥构件及室内装饰材料的理想替代品，未来高强高模 PVA 纤维产品需求量将有大幅增长。根据全球纺织网资讯中心数据，目前全球每年用于建材上的石棉量 300 万吨计算，1 吨高强高模 PVA 纤维能替代 6 吨石棉，全世界在禁用石棉后每年对 PVA 纤维的需求量约为 50 万吨。我国目前用于建材行业的石棉及石棉约为 200 万吨，如果全部用高强高模 PVA 纤维替代，年需求量将达到 30 万吨以上，长远来看，高强高模 PVA 替代石棉具有广阔的发展前景。

**公司国内高强高模 PVA 市占率 80%。**皖维高新的高强高模 PVA 市场竞争力巨大，公司在高强高模 PVA 纤维产销量位居国内第一，国内市场占有率为 80%；另外，公司开发的混凝土用改性高强高模 PVA 纤维得到了水利部、三峡工程指挥部和两院院士的高度认可，目前已经在溪洛渡、向家坝等水电大坝及合肥新桥国际机场起降跑道上得到了试验性使用，该产品可有效防止混凝土开裂。

图 22: 溪洛渡水电站



资料来源：百度图片，长城证券研究所

图 23: 向家坝水电站



资料来源：百度图片，长城证券研究所

### 3.3 油价上行，电石法工艺优势相对扩大

#### 3.3.1 电石法 PVA 具备一定的成本优势

目前，世界范围内，日本、美国等国外生产商大多采取石油乙烯路线，我国多采用电石乙炔路线。

表 3: 三种工艺路线比较

原料路线	石油乙烯法	天然气乙炔法	电石乙炔法
反应方式	固定床气相法	固定床气相法	沸腾床气相法
反应温度/°C	150-200	170-210	170-210
原料摩尔比	乙烯: 醋酸: 氧=9: 4: 1.5	乙炔: 醋酸=1: (6-8)	乙炔: 醋酸=1: (2-4)
催化剂组成	钯、金贵金属	醋酸锌/活性炭	醋酸锌/活性炭
催化剂寿命/月	5-6	3	5-6
单程转化率/%	15-20	60-70	30-35
优点	副产物少, 设备腐蚀性小, 催化剂活性高, 产品质量好	热能利用好, 催化剂廉价易得, 副反应少	技术成熟, 投资少, 催化剂廉价易得
缺点	催化剂贵重	工艺复杂, 投资成本高	电石污染严重

资料来源: 长城证券研究所

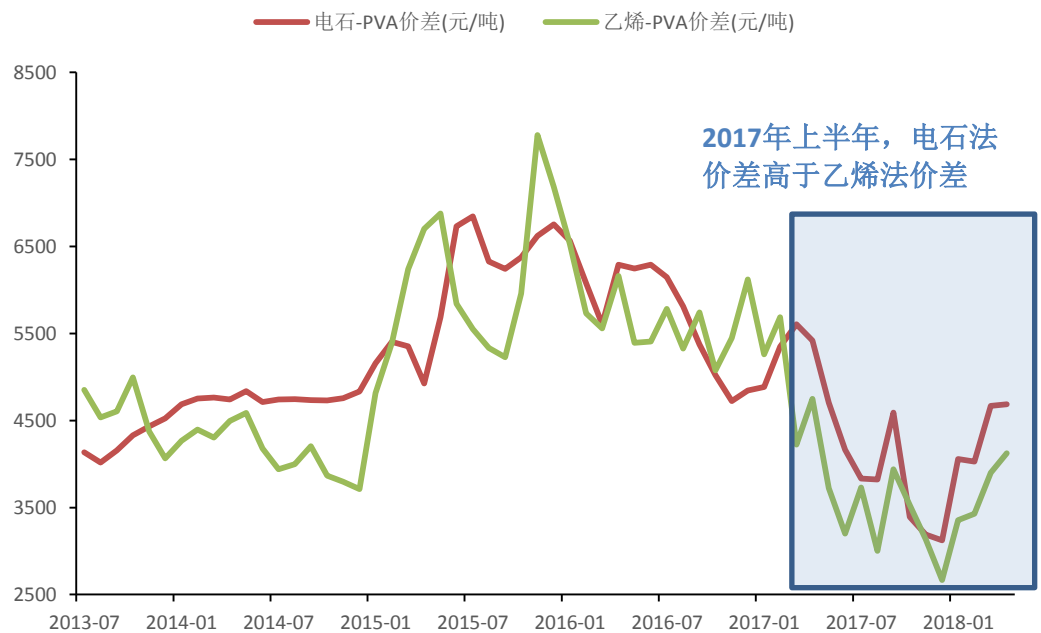
由于原油价格从 2016 年开始重新开启了上升轨道，以布伦特原油价格为例，其价格已从 2016 年 1 月时最低的不足 30 美元/桶上涨至当前的 76.8 美元/桶，直接导致了乙烯价格的从 6,158 元/吨上涨至 10,035 元/吨，造成了石油乙烯法成本端的提升，使得 PVA-乙烯价差缩窄，影响了该工艺 PVA 生产的效益。而与之相对的电石合成法相比，电石同期上涨幅度较少，使得电石法具有一定的成本优势。

图 24: 布伦特原油价格与乙烯价格走势



资料来源: Wind, IEA, 长城证券研究所

图 25: 乙烯法 PVA 与电石法 PVA 价差比较

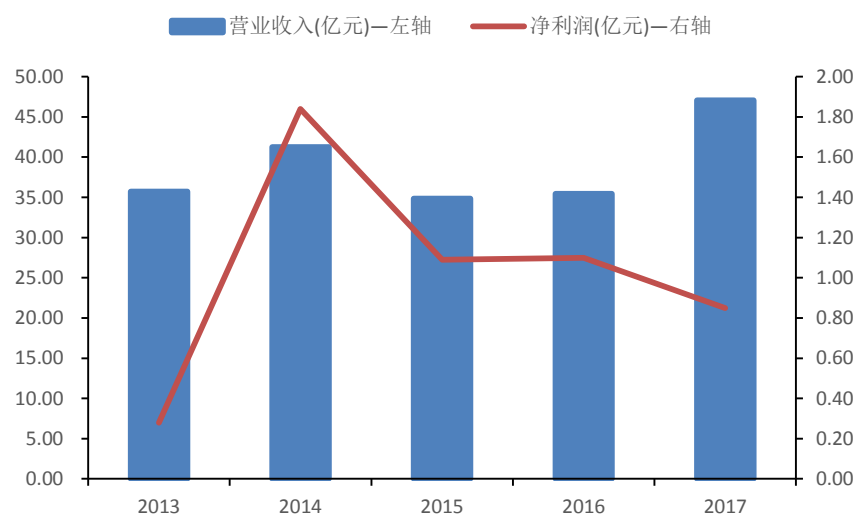


资料来源: wind, 国家统计局, 百川资讯, 长城证券研究所

### 3.4 PVA 行业重点推荐: 皖维高新 (600063)

公司作为国内 PVA 行业龙头优质企业, 在规模、品类和技术上均较同行业公司有较大优势, 拥有较大的业绩弹性, 有望充分受益于 PVA 价格上行。在有效产能有限、下游需求增速保持稳定等背景下, 我们判断 PVA 景气有望回升。

图 26: 皖维高新的收入和净利润



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

**国内 PVA 行业领军企业:** 公司是国内最大、技术最先进、产业链最齐全的聚乙烯醇(PVA)系列产品生产商, 目前拥有 PVA 产能 35 万吨/年, 占国内名义产能 28%, 有效产能 40%;

公司主导产品 PVA、高强高模 PVA 纤维连续多年位居国内第一、世界前列。此外，公司 PVA 光学薄膜、PVB 树脂及膜片等产品处于行业技术最前沿，产品具备一定的成长空间。

**行业集中度较高，有效产能较名义产能少：**根据国家统计局数据，截至 2017 年，我国 PVA 的生产能力达到 124.6 万吨/年。按照名义产能大小排序，国内前五大名义产能合计 82.5 万吨，占国内名义产能约七成，PVA 行业的集中度较高。而从我们的产业调研来看，实际上行业内的有效产能约为 80 万吨/年，特别是 2000 年之前投产的产能，在行业盈利低迷时期已处于关停状态，行业内存在较多无效产能。

**需求稳步增长，PVA 景气度有望上行：**近年来，我国 PVA 年均复合增长率在 6% 左右，根据我们调研的情况来看，2017 年我国 PVA 的表现消费量增速保持 3%~5% 的增速，行业整体需求呈现稳定增长态势。随着我国经济的发展，未来消费升级有望促使纺织品、粘合剂、造纸等 PVA 下游消费领域内需的持续增加，PVA 行业景气度将持续上行。

**油价上行，电石法工艺优势相对扩大：**日本、美国等国外生产商大多采取石油乙烯路线，我国多采用电石乙炔路线。随着原油价格从 2016 年 1 月最低不足 30 美元/桶上涨至当前的 76.8 美元/桶，石油乙烯法成本端的提升使得 PVA-乙烯价差缩窄，影响了该工艺 PVA 生产的经济性。而采用电石法的公司如皖维，主要成本电石虽然也较 2016 年初有所上涨，但上涨速度较为平缓，上涨幅度较 2016 年初约为 30%，远少于原油涨幅。电石法 PVA 产品的价差在 2017 年后较乙烯法的价差大，并且进入 2018 年后进一步扩大。

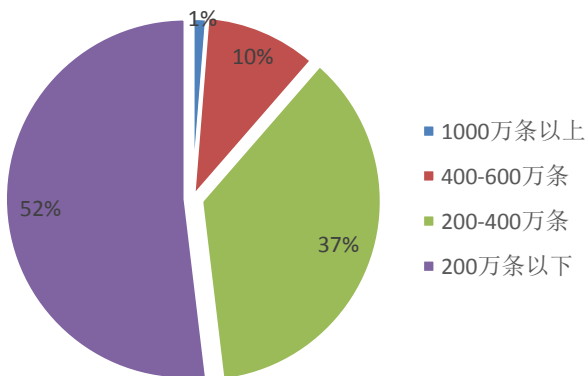
## 4. 轮胎行业：质和量在改善，国内龙头有望打造民族高端品牌

### 4.1 产能结构性过剩状况逐步改善

#### 4.1.1 政策指导下，去产能方向坚定不移

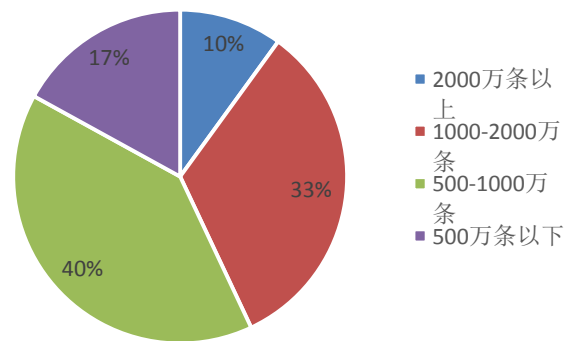
国内规模以上轮胎企业数量高达 600 余家，产能呈现“多而散”的现状。与美国轮胎企业年平均产量 440 万条/年、日本企业 430 万条/年相比，国内轮胎企业年均产量仅约 100 万条/年。

图 27: 国内全钢胎企业产能分布



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 28: 国内半钢胎企业产能分布



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

受盲目低水平投资的影响，行业部分低端轮胎产品存在结构性产能过剩。“十二五”再到“十三五”规划期间，国家包括山东省政府出台了一系列去产能政策，明确表示了轮胎行业去产能的决心和力度。

**表 4: 近年来行业政策相关情况汇总**

时间	企业名称	政策名称	关键内容
2011 年 8 月	工信部	《橡胶行业“十二五”发展规划指导纲要》	提出力争使国内前十位轮胎企业的产值集中度超过 50%
2014 年 1 月	山东省政府	《化解产能严重过剩矛盾的实施意见》	今后山东省将不再核准、备案产能严重过剩行业的新增产能项目，力争用五年时间化解轮胎过剩产能
2014 年 10 月	山东省政府	《山东轮胎产业转型升级实施方案》	加快推进轮胎产业转型升级
2015 年 10 月	中国橡胶工业协会	《橡胶行业“十三五”发展规划指导纲要》	淘汰落后产能，限制低水平重复投入，提高产业集中度和企业竞争力，力争在“十三五”末（2020 年）实现橡胶工业强国初级阶段的目标。
2016 年 1 月	山东“两会”		山东省长郭树清强调了山东省政府 2016 年要下决心推动轮胎行业去产能，实施化工产业搬迁改造和结构调整攻坚战。对丧失自我修复能力的企业，应该通过兼并重组、债务重组、破产清算等方式，实现市场出清。加强供给侧结构性改革，减少无效和低端供给，扩大有效和中高端供给。
2016 年 7 月	工信部、财政部	《关于印发重点行业挥发性有机物削减行动计划的通知》	将橡胶行业等列入挥发性有机物削减重点行业，到 18 年减少轮胎产品比例达到 40% 以上。
2017 年 2 月	山东“两会”		山东省省长郭树清再次表达了去产能、治雾霾的决心。郭树清在该省政府工作报告中特别强调，山东要严格执行安全、环保、能耗、质量、标准等法律法规，倒逼钢铁、煤炭、轮胎、化工等重点行业过剩产能退出。

资料来源：轮胎世界网，长城证券研究所

“十二五”期间，山东规模以上工业企业中，轮胎制造企业淘汰 14 家，山东轮胎行业淘汰落后产能 700 万条外胎，1200 万条内胎，80 万条子午线轮胎垫带，主要淘汰对象为斜交胎和落后的子午胎。据规划，到 2017 年末，山东拟淘汰全钢有内胎子午胎产能 1500 万条，斜交胎产能 1200 万条；到 2020 年末，淘汰全钢有内胎子午胎产能 3000 万条，斜交胎产能 2000 万条，去产能进一步释放。

**表 5: “十二五”山东省淘汰落后和过剩轮胎产能**

序号	公司产能	淘汰产能
1	莱州雄鹰橡胶工业有限公司	斜交机、硫化机一套, 斜交胎 20 万条
2	山东西水永一橡胶有限公司	斜交胎 30 万条
3	山东宏宇橡胶有限公司	斜交胎 30 万条
4	烟台龙口兴隆轮胎有限公司	120 万套轮胎
5	东营华泰橡胶有限公司	斜交胎 10 万条
6	山东玲珑轮胎股份有限公司	斜交胎 50 万条
7	东营蒙得金马机车有限公司	内胎 1200 万条/年, 外胎 60 万条/年
8	山东皓宇橡胶有限公司	40 万套/年特种矿山轮胎
9	山东省广饶县东源橡胶厂	斜交胎 100 万条/年
10	山东万达宝通轮胎有限公司	80 万条子午线轮胎垫带
11	山东永泰集团有限公司	100 万条子午线轮胎
12	山东宏盛橡胶有限公司	100 万条摩托车外胎

资料来源: 轮胎世界网, 长城证券研究所

#### 4.1.2 环保趋严下, 行业进入门槛提高

2014 年 9 月 17 日, 国家工业和信息化部公告《轮胎行业准入条件》。《条件》对新建或改扩建轮胎项目在园区布局、工艺质量、能源和资源消耗、环境保护等指标上做了规定。

**表 6: 工信部公告《轮胎行业准入条件》**

涉及方面	主要内容
企业布局	(1) 新建和改扩建轮胎项目必须符合园区总体规划和环境要求, 有充足的水资源、环境容量, 和较好的运输条件、三废处理条件。
工艺、质量和装备	轮胎产品应符合《轿车轮胎》GB9743、《载重汽车轮胎》GB9744、《工程机械轮胎》GB/T1190 的相关标准
能源和资源消耗	(1) 新建轮胎生产企业新鲜水消耗量应低于 7 吨/(吨轮胎产品), 现有企业应低于 8 吨/(吨轮胎产品)
环境保护	(2) 新建轮胎生产企业的橡胶消耗应满足: 载重汽车子午线轮胎低于 0.53(吨三胶)/(吨轮胎产品), 轻型载重汽车子午线轮胎和轿车子午线轮胎低于 0.45(吨三胶)/(吨轮胎产品), 工程机械轮胎低于 0.49(吨三胶)/(吨轮胎产品)。现有企业的橡胶消耗应满足: 载重汽车子午线轮胎低于 0.54(吨三胶)/(吨轮胎产品), 轻型载重汽车子午线轮胎和轿车子午线轮胎低于 0.46(吨三胶)/(吨轮胎产品), 工程机械轮胎低于 0.51(吨三胶)/(吨轮胎产品)。

资料来源: 轮胎世界网, 长城证券研究所

根据《轮胎行业准入条件》和《轮胎生产企业公告管理暂行办法》, 工业和信息化部于 2016 年 3 月公布了第一批符合《轮胎行业准入条件》企业名单, 共计 23 家企业。与全国多达 500 多家的轮胎企业数量相比, 符合《准入条件》的轮胎企业数量相对很少。随着后续环

保监督的日益严格，未达标的企业将面临更高的环保成本和准入成本。从长期来看，进入门槛的提高也正是中小产能逐渐退出市场的因素。

### 4.1.3 企业兼并整合利于行业集中度的提高

2010 年以后，国内的轮胎企业就已经达到了饱和状态。到 2012 年时，产能过剩问题开始凸显。2014 年后轮胎行业由盛转衰，行业的低迷为加速并购整合、优化轮胎行业整体竞争格局提供了较好的时机。

中国橡胶工业协会指出，积极实施兼并重组，优化产业组织结构，通过壮大主业、资源整合、业务流程再造、资本运作等方式，发展一批具有自主知识产权、主业优势明显的大公司、大集团，提高企业竞争力和资源配置效率，打响品牌，是中国橡胶工业做大做强的重要选择。近年来，国内优秀的轮胎龙头企业开始积极整合行业资源，从以往单纯投资扩产的传统发展模式转向更为有效的兼并整合模式来做大做强企业

**表 7: 近年来国内轮胎企业兼并重组案例**

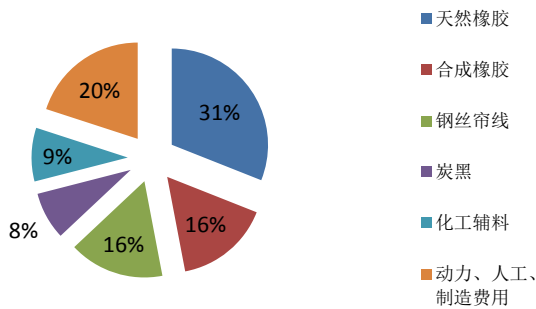
时间	并购重组事件
2006 年	中国化工收购黄海橡胶和风神轮胎部分股权
2007 年	双星股份收购东风（十堰）轮胎
2011 年	双钱集团收购华泰橡胶有限公司
2012 年	赛轮股份有限公司收购山东金宇实业股份有限公司和沈阳和平子午线轮胎制造有限公司股权
2014 年	赛轮股份收购山东金宇轮胎有限公司工程胎资产和福锐特橡胶、国马集团的股权
2014 年	双钱集团并购新疆昆仑轮胎有限公司
2015 年	双星集团接管宣布破产的德瑞宝轮胎
2016 年	固铂轮胎收购青岛格锐达的多数股权
2016 年	青岛双星与山东恒宇战略合作成立青岛星恒轮胎
2016 年	风神轮胎以 100% 的股权收购了中车双喜和黄海轮胎

资料来源：轮胎世界网，长城证券研究所

## 4.2 橡胶价格持续回落，轮胎产品价差有望扩大

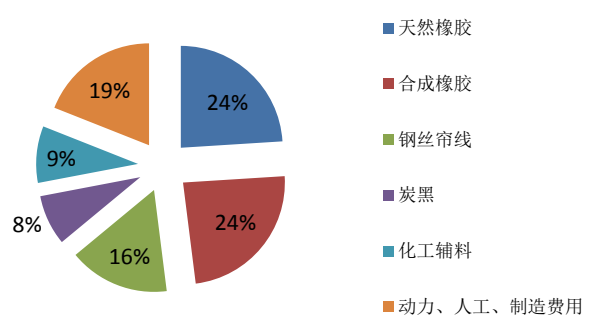
天然橡胶作为轮胎生产的主要原材料，占轮胎产品生产成本约 30%，其他主要原材料还包括合成橡胶（占轮胎成本约 20%）、钢丝帘线（占轮胎成本约 16%）、炭黑（占轮胎成本约 8%）等。

图 29: 全钢胎成本构成



资料来源: 电缆网, 长城证券研究所整理

图 30: 半钢胎成本构成

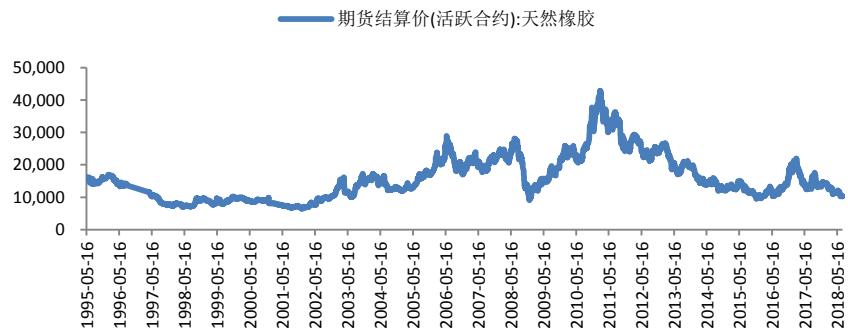


资料来源: 电缆网, 长城证券研究所整理

天然橡胶价格在 2011 年达到高位约 42000 元/吨高位后, 持续回落。伴随轮胎行业的产能过剩的诱因, 轮胎行业自 2011 年以来持续低迷。在 2016 年泰国洪水的催化剂作用下, 橡胶价格开始暴涨, 从 2016 年初的约 10000 元/吨, 涨至 2017 年初的约 22000 元/吨, 涨幅超过 100%。由于轮胎产品价格上涨幅度以及滞后性的原因, 2017 年大多数轮胎企业盈利出现不同程度的下滑。

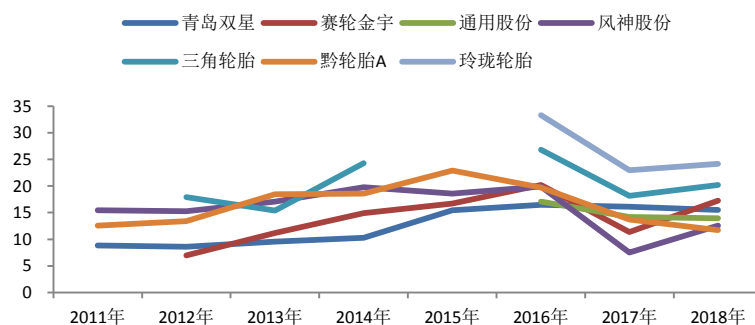
进入 2017 后, 轮胎价格逐步上涨, 而橡胶价格仍处于下滑通道, 在行业供需改善的背景下, 轮胎产品价差有望扩大, 行业盈利在 2018 年有望得到改善。

图 31: 天然橡胶价格走势



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 32: 主要轮胎企业历年一季度毛利率走势 (%)

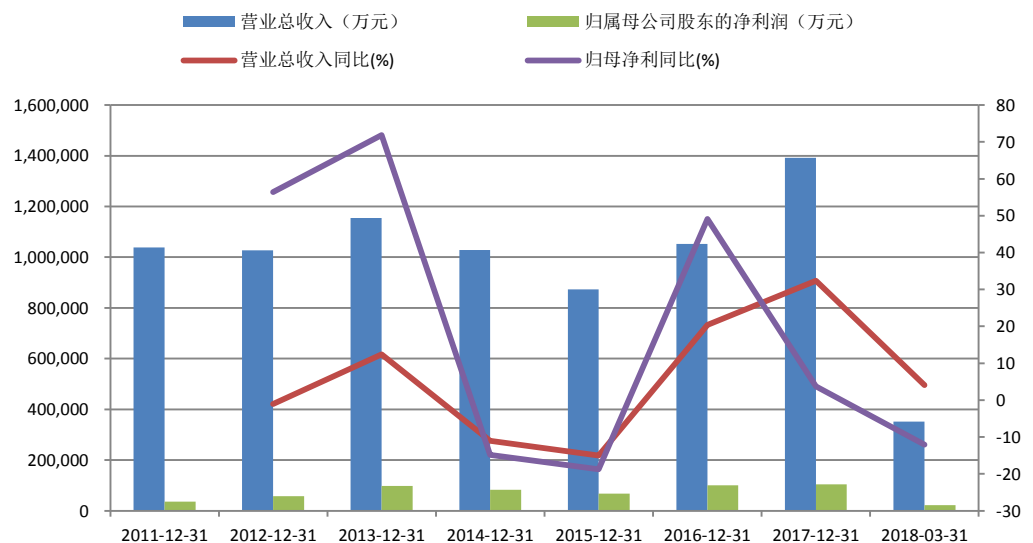


资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

### 4.3 轮胎行业重点推荐：玲珑轮胎（601966）

我们认为，在轮胎行业供需改善的背景下，原材料价格的阶段回落，将有利于提高行业整体的盈利能力。玲珑轮胎是国内领先的轮胎企业，国内生产规模靠前，技术实力较强，品牌价值最高的轮胎生产企业之一，连续多年入围世界轮胎前 20 强。公司生产基地和客户遍及全球，产品畅销全球 180 多个国家和地区。

图 33: 玲珑轮胎的收入和归母净利润



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

**国内轮胎行业龙头企业：**玲珑轮胎目前拥有轮胎总产能超过 5000 万条。玲珑半钢子午线轮胎规模位列国内轮胎行业第一，全钢子午线轮胎规模位列国内轮胎行业第二位。2018 年一季报，报告期内公司实现营业收入 35.12 亿元，同比+4.08%，归属于上市公司股东的净利润 2.24 亿元，净利润水平继续处于行业前列。公司全球“5+3”布局，未来将持续在柳州、泰国和荆门投放新产能，并积极开拓新的生产基地，公司计划 2018 年实现总产量 5780 万条。

**橡胶成本持续回落，轮胎产品盈利有望回升：**橡胶价格是影响国内轮胎行业盈利的重要因素之一。2016 年受到泰国洪水的影响，橡胶价格暴涨至翻倍，使得国内大部分轮胎企业的盈利能力下滑。截止 2018 年 7 月，橡胶价格回落至约 2016 年初水平。主要成本的回落，叠加轮胎价格在 2017 年后的走高，有望促使行业盈利回升。玲珑轮胎近几年在行业低迷时期逆势扩张，有望在行业复苏时带来业绩的较大增长。

**公司有望在配套市场继续取得突破：**公司一直在走自主品牌建设的战略路线，目前已经成功进入了如德国大众、美国通用等国外的配套体系。公司多年来潜心耕耘配套业务，随着智能制造、海外工厂布局等的推进，未来有望进入更多中高端品牌的配套体系。

## 5. 环保力度持续加大，看好炭黑行业

环保是影响化工行业景气度的重要因素。近年来，国家通过立法、行政监察等手段，大力整治化工污染企业存在的环保问题，特别是新环保法实施后，加强了对污染治理不达标企业的惩治力度。

炭黑生产过程中主要有粉尘、尾气污染，尾气中含有 CO、氮化物、硫化物。其中尾气 CO 基本回收用作发电，但氮化物、硫化物需要专门的环保设备。但中小企业往往在环保设备上投入不足，导致环保不达标。过去 3 年间已有十余家企业因环保问题被关停，根据百川数据统计 2015-2017 年累计被关停产能达 76 万吨。

**表 8: 国内炭黑产能退出情况(2015-2017)**

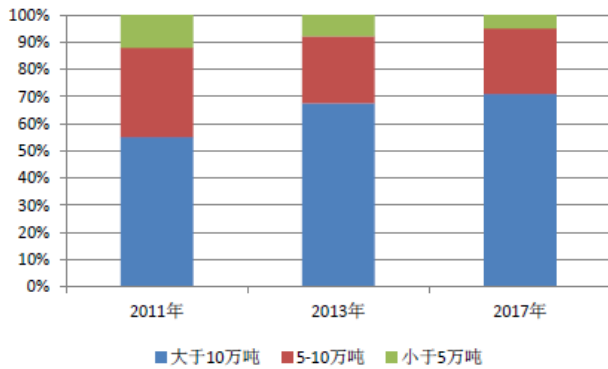
企业名称	退出产能(万吨)	退出时间
山东奥纳	5	2017
盘锦永瑞炭黑厂	3	2016
天津亿博瑞化工有限公司	5	2016
天津金秋实化工有限公司	3.5	2016
天津利华进炭黑有限责任公司	1.5	2016
山西宏特化工有限公司	12	2016
福建省南平荣欣化工有限公司	2	2016
辽宁博拉炭黑有限公司	3.6	2015
运城华信开发区天宝化工有限公司	6	2015
山西华青实业有限公司	2	2015
江西飞虎集团	7.5	2015
杭州富春江实业有限公司	8	2015
宁夏嘉特炭黑有限公司	3	2015
陕西黄河煤化有限公司	4	2015
重庆星博化工有限公司	10	2015
总计	76.1	

资料来源：长城证券研究所

资料来源：百川资讯，长城证券研究所

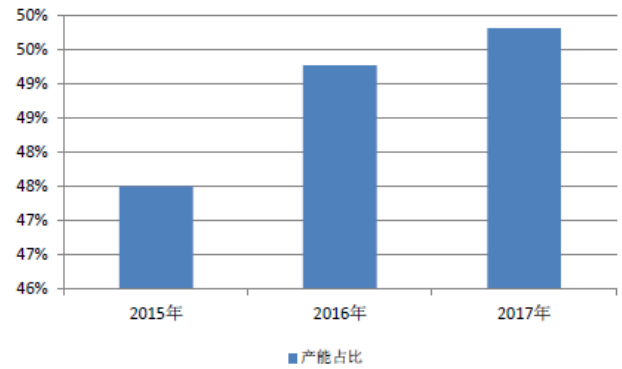
随着环保标准提高、行业准入门槛上升，小型炭黑企业将逐渐退出市场。大型炭黑企业有望进一步提高市场份额。目前来看，2011年至2017年，我国大于10万吨的炭黑企业比重在增加，大于20万吨企业产能比重在近三年也得到了不同程度的增加。

图 34: 炭黑各级别企业产能分布(2011-2017)



资料来源: 中国汽车工业协会, 长城证券研究所

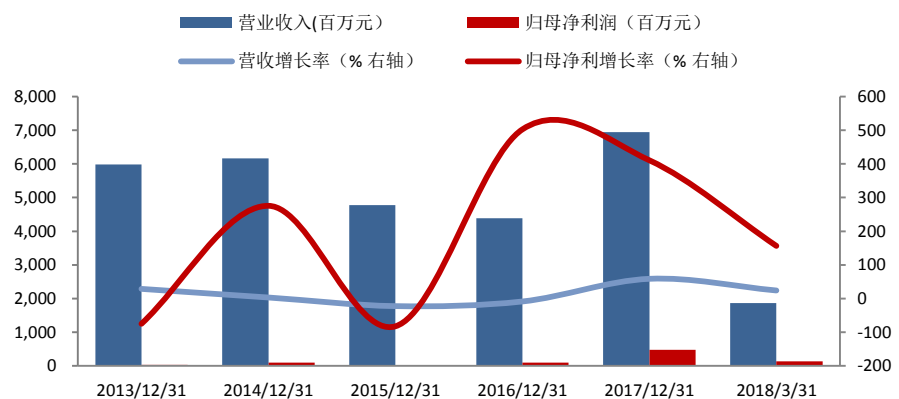
图 35: 炭黑产能(>20万吨)比重(2015-2017)



资料来源: 中国产业信息网, 长城证券研究所

## 5.1 重点推荐: 黑猫股份(002068)

图 36: 黑猫股份的收入和归母净利润



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

**炭黑价格大幅上涨, 行业高景气有望持续:** 公司是国内炭黑行业绝对龙头, 其炭黑产品收入占比逾八成, 是公司最主要的主营业务产品。在供给侧改革推动下, 炭黑行业去产能取得一定成效。市场进一步向优质、规模和环保的大型炭黑企业集中。在供给端产能收缩的大背景下, 公司主营产品炭黑价格大幅上涨。2017年度, 炭黑(江西黑猫(酚油)为例)均价 3443.27 元/吨, 同比增长 51.41%, 毛利率比去年同期增长 1.88 个百分点至 19.53%; 2018 年一季度, 炭黑(江西黑猫(酚油)为例)均价 3841.00 元/吨, 同比增长 6.40%。炭黑价格大幅上涨, 直接推升公司业绩表现。

**下游轮胎增速稳定:** 汽车轮胎制造是炭黑最大的需求终端, 在国内其用量占炭黑总产量超过 60%。近年来, 世界轮胎产量保持在 3%-5% 的增速。2017 全年, 我国轮胎外胎产量 9.26 亿条, 同比增长 5.40%。轮胎需求维持稳定增长。

**国内煤焦油工艺具备一定的成本优势：**原料油占炭黑生产成本逾 80%。欧美国家生产炭黑上游来源于石油，而国内使用的是炼焦工业的副产物煤焦油。全球原油价格中枢的抬升，使得海外炭黑生产成本有所上升，国内炭黑产品具备一定的成本优势。

## 6. 投资建议

伴随着基础化工整体估值逐步接近历史底部区域，我们认为板块也将逐步迎来配置的机遇。进入 2018 年化工产品景气度开始出现一定程度的分化，我们从三个维度优选细分板块的优质龙头。重点推荐标的包括：盈利触底回升，具备产业链一体化优势的 PVA 龙头**皖维高新 (600063)**；随着国内汽车产业的发展和轮胎产品技术的进步，国内轮胎龙头企业具备成为国际一流轮胎企业的潜力，推荐关注**玲珑轮胎 (601966)**；以及受环保趋严，行业景气度有望继续上行的炭黑行业，推荐**黑猫股份(002068)**。

## 7. 风险提示

宏观经济下行风险；原油价格大幅波动风险；去产能进度不及预期等。

### 研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

#### 行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>