

福斯达(603173)

报告日期: 2023年07月11日

空分设备民企龙头，受益“一带一路”业绩驶入快车道

——福斯达深度报告

投资要点

□ 空分设备民企龙头，林德中国中小型空分设备合作伙伴

公司主要产品为空气分离设备、液化天然气装置（LNG装置）、绕管式换热器、化工冷箱和液体贮槽等深冷装备。林德中国区中小型空分设备合作伙伴，公司客户版图持续拓展，主要客户包括林德、空气化工、宝武钢铁、白银有色、陕鼓动力、广钢气体等。近年公司业绩高速增长，2019-2022年营收复合增速为38%。2022年公司营业收入中空分设备占比最高，为96%。

□ 空分设备出海领导者，受益“一带一路”订单有望持续增长

随着国内气体分离设备下游行业的技改项目、新型煤化工及采用节能减排新技术的石油化工和冶金等行业的新建项目、核电、电子、新能源和航空航天等战略新兴行业建设，国内市场对气体分离设备的需求持续增加。

(1) 公司是国内唯五具备6万等级及以上制氧容量空分设备的企业，2020年国内、出口市场占有率分别为5%、48%。据我们测算，2019-2021年公司海外业务收入占中国空分设备出口金额的比重分别为10%、48%、23%，在出口业务上具备明显竞争优势。

(2) 公司坚持“德式品质、浙江制造”，始终严格把控产品质量。1) **技术：**公司拥有专利69项，核心技术主要体现在空分设备、LNG装置等深冷装备的研发、设计及制造能力。2) **项目：**公司通过十多年的实践，累计交付700套以上设备，积累了一批具有影响力和示范作用的项目。

(3) 海外业务布局早，市场版图持续扩大。1) **认证：**公司产品通过美国ASME（含带“U”和“NB”）钢印认证，并成为国内少数通过欧洲CE/PED、日本JIS、韩国KGS、俄罗斯GOST认证的企业之一。2) **客户：**在中东、东南亚、中亚及南美洲等地区具备较强竞争优势的基础上，积极拓展日韩、俄罗斯市场，产品已销往沙特、巴基斯坦、印度等“一带一路”国家，具有一定国际知名度。3) **海外订单优质：**公司在中东地区竞争较小，销往该地区的产品毛利率较高。

(4) 依据公司公告，2022年公司签订合同订单约38亿元，2023年第一季度公司的预收账款+合同负债为9.33亿元，较2022年末提升25%，订单较饱满。

□ 盈利预测与估值

预计公司2023-2025年营业收入分别为24.8、33.7、44.8亿元，归母净利润分别为2.6、3.9、5.5亿元，对应PE分别为19、12、9倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示

下游需求风险、市场竞争风险、海外业务风险。

投资评级：增持(首次)

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

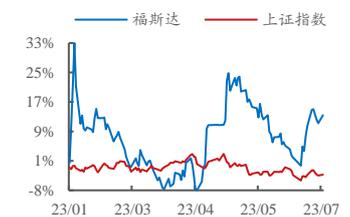
分析师：张杨

执业证书号：S1230522050001
zhangyang01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥30.24
总市值(百万元)	4,838.40
总股本(百万股)	160.00

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1886	2484	3371	4479
(+/-) (%)	30%	32%	36%	33%
归母净利润	142	257	388	551
(+/-) (%)	-11%	81%	51%	42%
每股收益(元)	0.89	1.61	2.43	3.44
P/E	34	19	12	9

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 我们预计公司 2023-2025 年的营收分别为 24.8、33.7、44.8 亿元，归母净利润分别为 2.6、3.9、5.5 亿元
- 2) 预计 2023-2025 年对应的 PE 分别为 19、12、9 倍
- 3) 首次覆盖，给予“增持”评级

● 关键假设

随着国内气体分离设备下游行业的技改项目、新型煤化工及采用节能减排新技术的石油化工和冶金等行业的新建项目、核电、电子、新能源和航空航天等战略新兴行业建设，国内市场对气体分离设备的需求持续增加，我们预计未来行业仍将维持平稳增长。

● 我们与市场的观点的差异

市场低估了公司空分设备未来的增速。

我们预测未来公司空气分离设备业务收入增长将超行业平均水平，2023-2025 年增速分别为 33%、36%、33%，主要系：1) 公司未来将积极拓展欧美、日韩及俄罗斯市场，加强与中高端客户和国内外知名气体公司的合作，海外空分设备订单有望加速增长；2) 公司将重点开拓海外市场 LNG 业务，逐步形成移动式液化天然气装置、LNG 加液加气站装置、BOG 再液化、LNG 冷能利用等天然气相关装置，对应订单有望快速增长；3) 公司国内市场占有率持续提升。

● 股价上涨的催化因素

新签海外空分订单发布、LNG 设备订单发布等

● 风险提示

下游需求风险、市场竞争风险、海外业务风险

正文目录

1 民营空分设备龙头，林德中国中小型空分设备合作伙伴	5
2 空分设备出海领导者，受益“一带一路”订单有望持续增长	7
3 盈利预测与估值	11
3.1 盈利预测	11
3.2 估值分析与投资建议	12
4 风险提示	13

图表目录

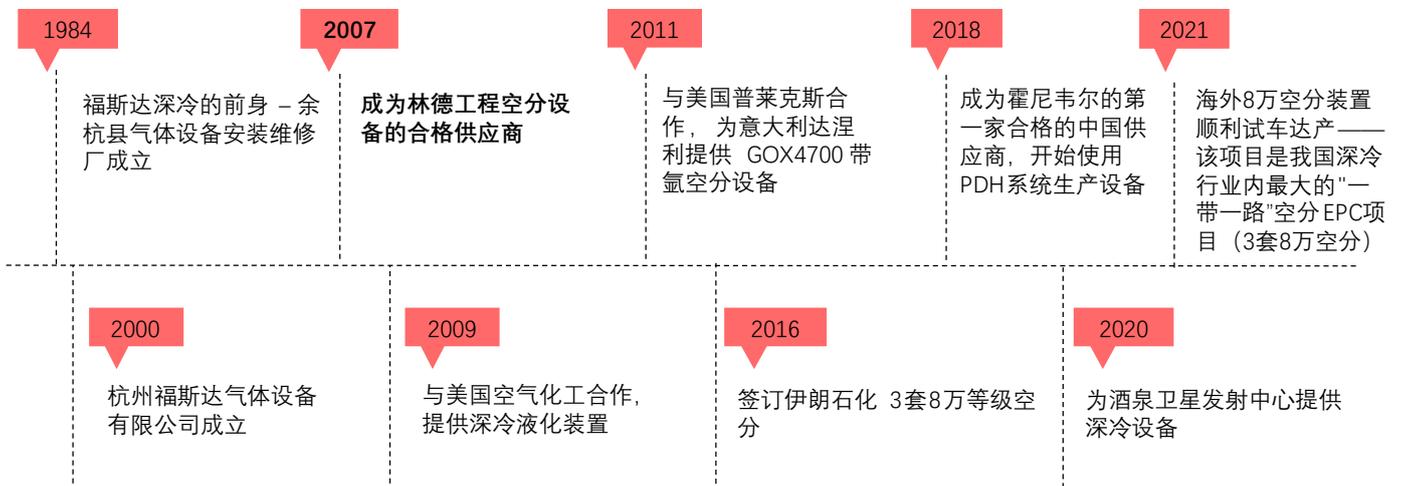
图 1: 2007 年以来公司海外客户版图持续扩张	5
图 2: 2022 年收入 19 亿元, 归母净利润 1.4 亿元	6
图 3: 2022 年空分设备收入占比 96%	6
图 4: 2020 年国内空分设备下游中钢铁、石化以及煤化工占比较高	7
图 5: 2020 年中国空分设备行业产值为 244 亿元, 同比增长 13%	8
图 6: 2021 年中国空分设备销量达 350 套, 合计 483.8 万 m ³ /h	8
图 7: 2020 年公司总制氧容量为 195,580m ³ /h, 市占率 5%, 居行业第七	8
图 8: 公司研发费用占收入比重居可比公司前列	9
图 9: 公司海外布局示意图	10
图 10: 2023 年 Q1 公司预收账款+合同负债为 9.33 亿元, 环比提升 25%	10
表 1: 主营业务分拆: 预计公司 2023-2025 年营收分别为 24.8、33.7、44.8 亿元	11
表 2: 可比公司 2023、2024 年平均 PE 为 16.5、13.5 倍	12
表附录: 三大报表预测值	14

1 民营空分设备龙头，林德中国中小型空分设备合作伙伴

公司长期致力于深冷技术行业，从事各类深冷装备的研发、生产及销售，主要产品为空气分离设备、液化天然气装置（LNG 装置）、绕管式换热器、化工冷箱和液体贮槽等深冷装备。

林德中国区中小型空分设备合作伙伴，公司客户版图持续拓展。福斯达成立于 2000 年，自 2007 年 1 月公司成为林德在中国区中小型空分设备设计和制造的合作伙 伴以来，公司已积累一批优质客户，其中包含林德、空气化工、普莱克斯、盈德气体等国外大型工业气体公司及中国石油天然气、宝武钢铁、白银有色、陕鼓动力、阳煤集团、广钢气体等国内客户，公司国内与海外客户版图进一步扩大。

图1：2007 年以来公司海外客户版图持续扩张

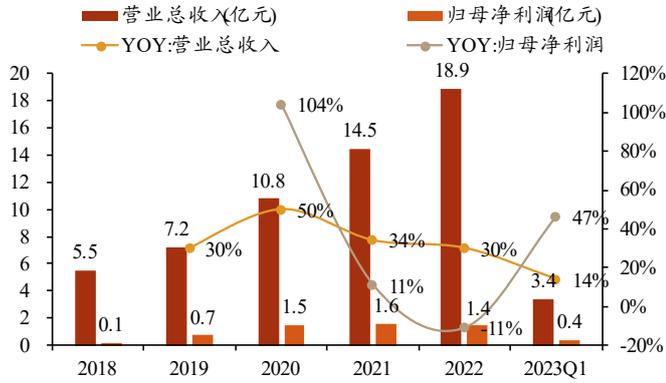


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

近年公司收入快速增长，2019-2022 年营收复合增速为 38%。2022 年，公司实现营业收入 18.9 亿元，同比增长 30%；归母净利润 1.4 亿元，同比下滑 11%。依据公司一季报，2023 年第一季度实现营业收入 3.4 亿元，同比增长 14%；归母净利润 0.4 亿元，同比增长 47%。公司近年实现高速增长主要系：1）下游冶金、石油化工、煤化工等行业产业升级所带来的需求增加以及公司拓展半导体、多晶硅、新能源电池等新兴产业客户；2）公司海外业务持续拓展（2020、2021、2022 年海外收入占比分别为 38%、19%、16%），产品销往中东、东南亚、中亚、南美等地。

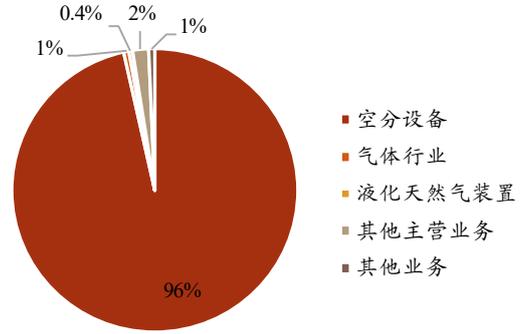
2022年公司营业收入中空分设备占比最高，为96%。各项业务中，2022年年报显示，空分设备、液化天然气装置收入占比分别为96%、0.4%，空分设备为公司第一大收入来源。

图2：2022年收入19亿元，归母净利润1.4亿元



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图3：2022年空分设备收入占比96%



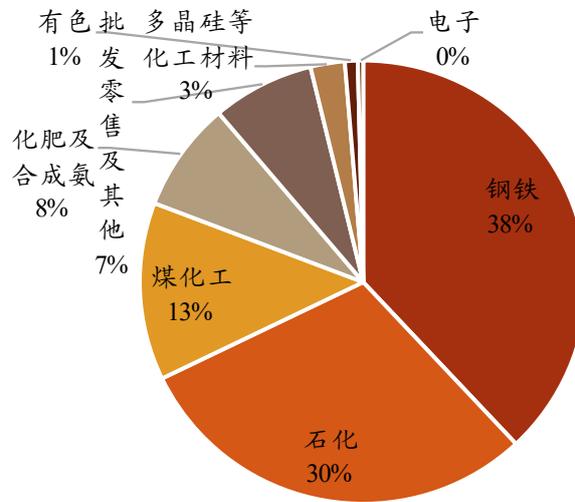
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2 空分设备出海领导者，受益“一带一路”订单有望持续增长

空分设备是以空气为原料，通过压缩循环深度冷冻的方法把空气变成液态，再经过精馏从液态空气中逐步分离生产出氧气、氮气及氩气等惰性气体的设备。按照按产品产量（指氧气产量）大小分类，空分设备可分为大型空分设备（ $\geq 10000\text{m}^3/\text{h}$ ）、中型空分设备（ $\geq 1000\text{m}^3/\text{h}$ ）和小型空分设备（ $< 1000\text{m}^3/\text{h}$ ）三种类型。按照用途分类，则可分为气体设备（气氧、气氮、气氩设备）和液体设备（液氧、液氮设备）两种类型。

空分设备广泛应用于天然气、煤化工、石油化工、冶金、半导体、多晶硅片、新能源汽车与工业气体等行业。依据招股说明书，2020年钢铁、石化与煤化工行业为空分设备下游应用最为广泛的三大领域，占比分别为38%、30%与13%。

图4：2020年国内空分设备下游中钢铁、石化以及煤化工占比较高



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

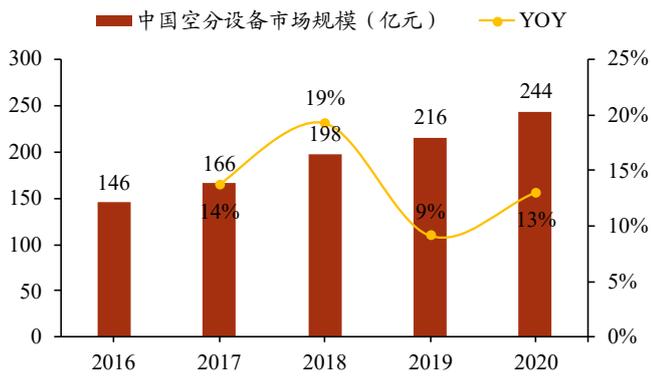
钢铁行业：在供给侧改革、新型城镇化建设带动下，预计“十四五”期间，钢铁业及焦炭行业在实施品质提升、超低排放改造、产能置换过程中将带来大量气体分离设备需求。

石化、炼化一体化行业：预计“十四五”期间，20余个石化及炼化一体化项目与中石化四大世界级炼化基地的建设将新增炼油产能3.1亿吨，预计新增氧气用量约520万 m^3/h ，带来气体分离装置新的市场需求。

新型煤化工行业：“十三五”期间，国家重点开展煤制油、煤制天然气等5类新型煤化工示范项目建设。据估算，仅此前规划的15个煤炭深加工国家示范项目所需配套的空分装置年供氧量相当于60套10万等级的空分装置（600亿立方米）。“十四五”期间仍将有大量新建项目及储备项目，随着国内大型煤质天然气市场审批逐步放开，**新型煤化工项目将为大型及特大型空分设备等带来巨大市场。**

依据《2021年气体分离设备行业统计年鉴》，2020年气体分离设备行业总产值244亿元，同比增长13%；依据中国通用机械工业协会数据，2021年中国空分设备销量达350套，合计483.8万 m^3/h ，同比增长18%。

图5: 2020年中国空分设备行业产值为244亿元, 同比增长13%



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图6: 2021年中国空分设备销量达350套, 合计483.8万m³/h

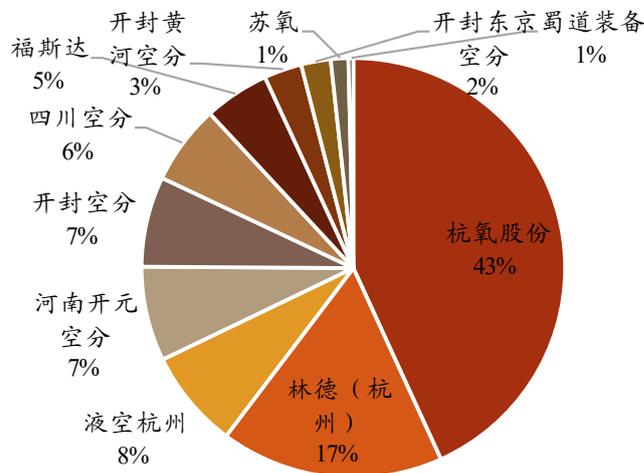


资料来源: 中国通用机械工业协会, 浙商证券研究所

公司是国内唯五具备6万等级及以上制氧容量空分设备的企业, 2020年国内、出口市场占有率分别为5%、48%。公司是国内唯五具备6万等级及以上制氧容量空分设备的企业, 2018、2019、2020年公司分别实现建造8万-9万空分设备2套、7万-8万空分设备2套、6万-7万空分设备1套。

根据《气体分离设备行业统计年鉴》统计数据, 2018、2019、2020年公司以制氧容量为统计口径计算的空气分离设备国内市场占有率分别为7%、10%和5%, 居行业第四位、第四位和第七位。据我们测算, 2019-2021年公司海外业务收入占中国空分设备出口金额的比重分别为10%、48%、23%, 在出口业务上具备明显竞争优势。

图7: 2020年公司总制氧容量为195,580m³/h, 市占率5%, 居行业第七

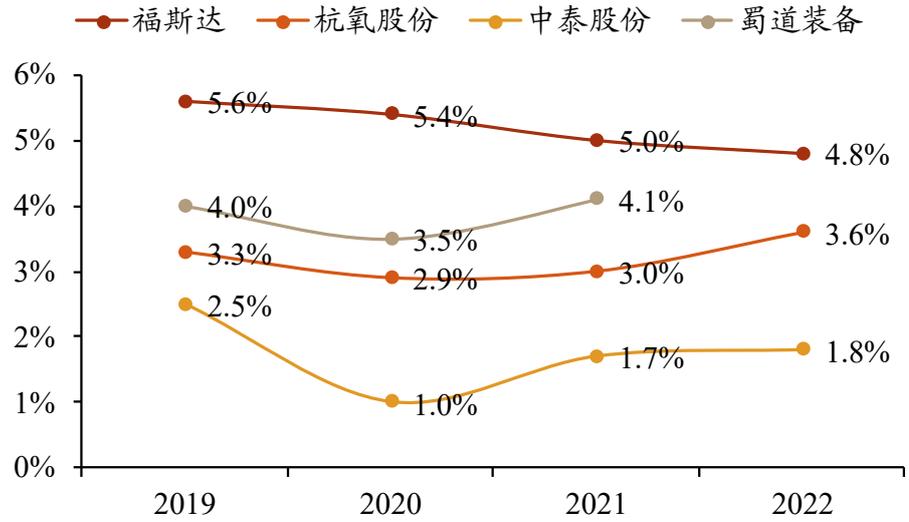


资料来源: 《气体分离设备行业统计年鉴》, 浙商证券研究所

公司坚持“德式品质、浙江制造”, 始终严格把控产品质量。

技术: 公司及其下属子公司拥有专利69项, 核心技术主要体现在空分设备、LNG装置等深冷装备的研发、设计及制造能力, 尤其是大型成套设备的工艺流程组织设计方面。2020-2022年, 公司研发投入占营业收入的比例分别为5.4%、5.0%、4.8%, 研发投入占比居可比公司前列。

图8: 公司研发费用占收入比重居可比公司前列



资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

备注: 蜀道装备 2022 年营业收入同比下滑 55%造成研发投入占比大幅上涨, 不具有可比性, 因此剔除该异常值

项目: 公司通过十多年的实践, 累计交付 700 套以上设备, 积累了一批具有影响力和示范作用的项目, 如中东地区两套 80,000Nm³/h 空分设备、两套 75,000Nm³/h 空分设备以及广西南国铜业有限责任公司 80,000Nm³/h、45,000Nm³/h 空分设备等, 拥有丰富的项目经验。

海外业务布局早, 市场版图持续扩大。

认证: 公司产品通过美国 ASME (含带“U”和“NB”) 钢印认证, 并成为国内少数通过欧洲 CE/PED、日本 JIS、韩国 KGS、俄罗斯 GOST 认证的企业之一。公司产品设计理念、设备制造能力、质量控制体系及执行标准等具备一定国际化水平。

客户: 公司积极响应“一带一路”、装备制造业“走出去”等国家政策, 在中东、东南亚、中亚及南美洲等地区具备较强竞争优势的基础上, 积极拓展日韩、俄罗斯 (林德暂停在俄罗斯所有新项目的业务开发, 法液空拟退出俄罗斯市场) 市场, 产品已销往沙特、巴基斯坦、哈萨克斯坦、土库曼斯坦、印度、缅甸、越南等“一带一路”国家, 具有一定国际知名度。

海外订单优质: 在中东地区, 由于欧美发达国家行业龙头企业无法进入该市场, 而该地区由于之前相关设备主要以采购欧美国家产品为主, 价格相对较高。公司在该地区竞争较小, 销往中东地区的产品毛利率较高。

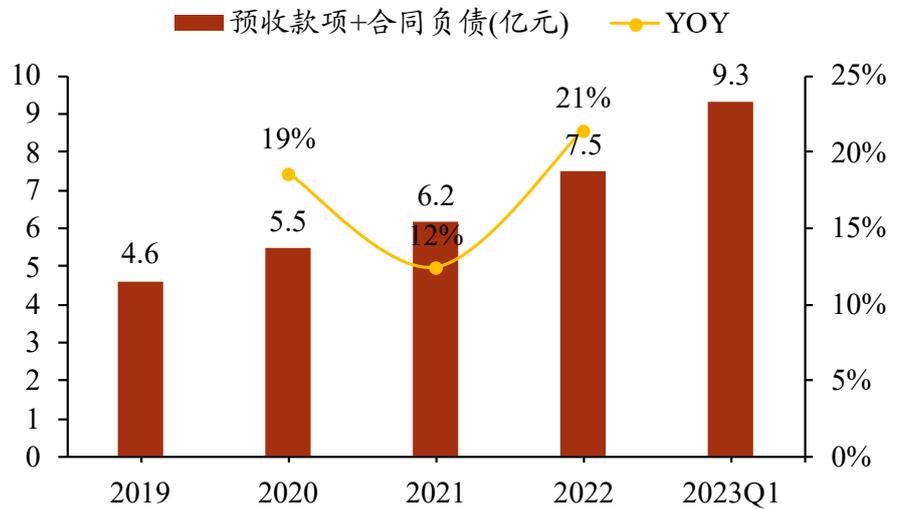
图9: 公司海外布局示意图



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所
备注: 未对中国大陆地区进行标注

依据公司年报, 2022 年公司签订合同订单约 38 亿元, 创历史新高。2023 年第一季度公司的预收账款+合同负债为 9.33 亿元, 环比提升 25%, 产品订单充足。

图10: 2023 年 Q1 公司预收账款+合同负债为 9.33 亿元, 环比提升 25%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

依据公司年报，公司主要业务为空气分离设备业务，LNG 装置、气体与液化天然气设备等业务占公司营业收入比重较小，为公司次要业务。

据中国通用机械工业协会数据，2017-2021 年国内空分设备市场规模分别为 87.3 亿元、206.6 亿元、179.6 亿元、219.0 亿元、272.5 亿元。随着国内气体分离设备下游行业的技改项目、新型煤化工及采用节能减排新技术的石油化工和冶金等行业的新建项目、核电、电子、新能源和航空航天等战略新兴行业建设，国内市场对气体分离设备的需求持续增加，我们预计未来行业仍将维持平稳增长。

根据公司公告，2018-2021 年空分设备业务的收入分别为 4.19、6.13、9.29、11.77 亿元，对应的市场份额分别为 2.0%、3.4%、4.2%、4.3%。我们认为公司作为国内空分设备民企龙头，产品质量高、品牌效应明显，未来市场占有率能持续提升。

因此，我们预测未来公司空气分离设备业务收入增长将超行业平均水平，2023-2025 年增速分别为 33%、36%、33%，主要系：1) 公司未来将积极拓展欧美、日韩及俄罗斯市场，加强与中高端客户和国内外知名气体公司的合作，海外空分设备订单有望加速增长；2) 公司将重点开拓海外市场 LNG 业务，逐步形成移动式液化天然气装置、LNG 加液加气站装置、BOG 再液化、LNG 冷能利用等天然气相关装置，对应订单有望快速增长；3) 公司国内市场占有率持续提升。

盈利能力方面，2021、2022 年公司空气分离设备毛利率略有下降，主要系部分国内项目毛利率较低、毛利较高的中东地区项目（竞争较小）收入确认减少所致。我们预测未来随着销量增长带来规模效应，公司毛利率有望逐步回升。

表1：主营业务分拆：预计公司 2023-2025 年营收分别为 24.8、33.7、44.8 亿元

		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
空气分离设备业务	收入 (亿元)	9.3	11.8	18.2	24.1	32.9	43.9
	同比增速	52%	27%	55%	33%	36%	33%
	毛利率	26%	23%	20%	21%	22%	22%
	毛利额 (亿元)	2.4	2.7	3.7	5.1	7.1	9.8
其他主营业务	收入 (亿元)	1.5	2.7	0.7	0.7	0.8	0.9
	同比增速	42%	80%	-76%	6%	14%	13%
	毛利率	45%	24%	20%	20%	20%	20%
	毛利额 (亿元)	0.7	0.6	0.1	0.1	0.2	0.2
汇总	收入 (亿元)	10.8	14.5	18.9	24.8	33.7	44.8
	同比增速	50%	34%	30%	32%	36%	33%
	毛利额 (亿元)	3.1	3.3	3.8	5.2	7.2	10.0
	毛利率	29%	23%	20%	21%	21%	22%

备注：如有误差，系四舍五入所致

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

综上，我们预计公司 2023-2025 年的营收分别为 24.8、33.7、44.8 亿元，归母净利润分别为 2.6、3.9、5.5 亿元，对应的 PE 分别为 19、12、9 倍。

3.2 估值分析与投资建议

我们选取杭氧股份（主营气体分离设备、工业气体）、中泰股份（主营冷箱、LNG 成套装置等深冷技术设备）、陕鼓动力（主营空分压缩机、工业气体等）、蜀道装备（主营 LNG 液化设备、液体空分设备）等作为可比公司。

因蜀道装备估值水平大幅偏离正常值，剔除蜀道装备后可比公司 2023、2024 年平均 PE 为 16.5、13.5 倍，公司 2023、2024 年 PE 为 18.8、12.5 倍。考虑到公司海外业务、LNG 业务加速拓展，成长性优于可比公司，2024 年、2025 年 PE 估值低于可比公司，首次覆盖，给予“增持”评级。

表2：可比公司 2023、2024 年平均 PE 为 16.5、13.5 倍

公司	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE				PB
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
杭氧股份	331	12.1	15.4	18.4	21.7	27.3	21.5	17.9	15.3	4.3
中泰股份	55	2.8	3.7	4.8	5.7	19.8	14.8	11.5	9.6	1.9
陕鼓动力	158	9.7	11.9	14.4	16.7	16.3	13.2	11.0	9.5	2.0
蜀道装备	43	-0.3	0.6	0.8	1.0	-172.0	75.7	51.4	43.6	4.4
平均值						21.1	16.5	13.5	11.4	2.7
福斯达	48	1.4	2.6	3.9	5.5	34.1	18.8	12.5	8.8	3.6

资料来源：wind，浙商证券研究所

备注1：时间截止至 2023 年 7 月 10 日收盘

备注2：除福斯达，其他公司盈利预测采用 wind 一致预期

4 风险提示

1、下游需求风险

由于产能过剩等原因以及我国节能减排、环境保护等政策的实施，国家发改委等行业主管部门对高耗能、重污染的传统煤化工、石油化工、冶金等行业新建项目的审批更加谨慎。在节能减排和实现“碳达峰、碳中和”目标的背景下，项目建设规模将放缓或减少，行业发展面临节能、环保、降碳压力将持续加大，空分设备在上述领域内的市场空间将承受较大压力，公司存在下游需求下滑风险。

2、市场竞争风险

公司所处的深冷技术行业市场化程度较高，竞争较为激烈。行业中的企业既有德国林德、法液空等跨国企业集团；也有杭氧股份、四川空分、开封空分、中泰股份等在技术水平方面与跨国企业集团相当的国内知名企业。若公司未能保持相对竞争优势，将可能面临市场份额被挤压的风险。

3、海外业务风险

海外市场的拓展可能存在当地政治和经济局势、贸易政策、法律法规和管制措施等风险，当前国际经济呈现局部逆全球化的趋势，贸易摩擦及贸易保护主义不断加剧，如果上述因素发生了对公司不利的变化，将对公司海外市场的产品销售造成不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2522	3719	4657	6031
现金	392	898	1175	1552
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	561	696	864	1147
其它应收款	14	29	29	41
预付账款	274	354	435	611
存货	544	860	1094	1407
其他	736	884	1060	1272
非流动资产	386	445	556	602
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	219	256	300	338
无形资产	68	81	99	109
在建工程	6	13	50	40
其他	93	95	107	115
资产总计	2908	4164	5213	6632
流动负债	2244	2654	3408	4404
短期借款	156	187	225	270
应付款项	1203	1390	1890	2576
预收账款	0	0	0	0
其他	885	1077	1294	1558
非流动负债	41	34	36	38
长期借款	20	20	20	20
其他	21	14	16	18
负债合计	2285	2689	3445	4442
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	623	1476	1768	2191
负债和股东权益	2908	4164	5213	6632

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	21	(57)	446	510
净利润	142	257	388	551
折旧摊销	23	17	20	24
财务费用	1	4	(1)	(4)
投资损失	(3)	(8)	(11)	(7)
营运资金变动	105	(42)	242	201
其它	(246)	(285)	(192)	(254)
投资活动现金流	(56)	(61)	(110)	(54)
资本支出	(81)	(60)	(100)	(50)
长期投资	(3)	5	(3)	(0)
其他	28	(6)	(8)	(4)
筹资活动现金流	60	623	(58)	(78)
短期借款	64	31	37	45
长期借款	20	0	0	0
其他	(24)	592	(96)	(123)
现金净增加额	25	506	277	377

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1886	2484	3371	4479
营业成本	1508	1963	2648	3482
营业税金及附加	7	13	14	20
营业费用	35	46	63	84
管理费用	40	52	67	90
研发费用	90	112	142	184
财务费用	1	4	(1)	(4)
资产减值损失	72	37	51	67
公允价值变动损益	(1)	(0)	(0)	(0)
投资净收益	3	8	11	7
其他经营收益	7	7	7	7
营业利润	142	271	406	571
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	144	273	408	574
所得税	2	16	19	23
净利润	142	257	388	551
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	142	257	388	551
EBITDA	170	290	424	590
EPS (最新摊薄)	0.89	1.61	2.43	3.44

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	30%	32%	36%	33%
营业利润	-16%	90%	50%	41%
归属母公司净利润	-11%	81%	51%	42%
获利能力				
毛利率	20%	21%	21%	22%
净利率	8%	10%	12%	12%
ROE	25%	25%	24%	28%
ROIC	18%	15%	19%	22%
偿债能力				
资产负债率	79%	65%	66%	67%
净负债比率	8%	8%	7%	7%
流动比率	1.12	1.40	1.37	1.37
速动比率	0.88	1.08	1.05	1.05
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.70	0.72	0.76
应收账款周转率	5.43	5.05	5.29	5.25
应付账款周转率	3.74	3.64	3.76	3.69
每股指标(元)				
每股收益	0.89	1.61	2.43	3.44
每股经营现金	0.13	-0.36	2.79	3.19
每股净资产	5.19	9.22	11.05	13.69
估值比率				
P/E	34.09	18.80	12.46	8.79
P/B	5.82	3.28	2.74	2.21
EV/EBITDA	-1.25	14.33	9.23	6.07

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>