



东兴证券
DONGXING SECURITIES

一体化优势突出，环氧丙烷+烧碱齐发力

——滨化股份（601678）调研简报

2018年1月3日

推荐/首次

滨化股份 调研简报

报告摘要：

滨化股份主营业务环氧丙烷和烧碱在 2017 年均景气上行，我们判断公司 2017 年业绩大幅提高，年净利润有望同比增加 103.5%：

- 公司为国内环氧丙烷弹性最大的上市公司，该业务或持续景气至 19 年：① 环氧丙烷华东地区市价已冲破 13500 元/吨，2017 年均价涨幅达 20%；② 国内环氧丙烷名义产能过剩，实际产能不足，供应将持续紧缺至 2019 年；③ 2018 年实际产能缺口较 16 年或扩大 72%，产量缺口扩大为 50.7 万吨，占总需求的 16%。
- 烧碱量价齐升：① 烧碱价格从 2H16 持续上涨，山东 96%片碱 2017 年均价从 2700 元/吨涨至 4200 元/吨，年同比涨幅达 55%；② 受益于供应端去产能+需求稳步增长，国内烧碱行业盈利水平大增；③ 国内烧碱开工率稳步提高至约 85%，恢复至健康水平。

公司布局全产业链，一体化优势突出，成本控制能力强：① 公司的水、电、原盐等原料自给率高；② 采用国际先进水平的离子膜烧碱装置技术，提高了离子膜使用寿命；③ 产品结构丰富，可内部转产附加值高的产品。

强强联手，布局氢能源或成为公司下一个核心增长点。

- 进军氢燃料电池，现有装置可直接作为氢源，进一步提高一体化程度；
- 与清华工研院、中国兵器五洲设计集团实现优势互补。

盈利预测及投资评级。考虑到公司的主营业务环氧丙烷有望持续景气，烧碱行业处于历史盈利较好水平，同时公司布局“军民融合”项目，进军氢燃料电池领域，预计公司 2017-19 年 EPS 为 0.62、0.74 和 0.78 元，对应 PE 为 12、10 和 10 倍，给予 2018 年 12 倍估值，目标价 8.88 元，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

风险提示。行业去产能进度不及预期；原油及主营产品价格大幅波动；公司开工率不及预期。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,816	4,862	5,953	6,436	6,607
增长率(%)	-1.5%	1.0%	22.4%	8.1%	2.7%
净利润(百万元)	379	365	742	890	929
增长率(%)	6.6%	-3.8%	103.5%	19.9%	4.4%
净资产收益率(%)	9.1%	7.2%	14.5%	16.5%	16.3%
每股收益(元)	0.44	0.30	0.62	0.74	0.78
PE	17.1	25.0	12.1	10.1	9.7
PB	1.6	1.8	1.8	1.7	1.6

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师

廖鹏飞

010-66554121

liaopf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517090001

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

张明烨

010-66554024

zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

研究助理

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

邓先河

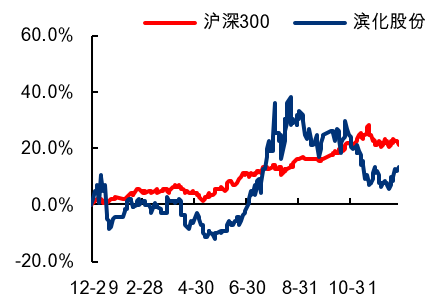
010-66554063

dengxh@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	7.95-7.15
总市值(亿元)	94.45
总股本/流通 A 股(万股)	118800/118800
52 周日均换手率	1.62

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《周期品研究之环氧丙烷：比看上去更美》
2017-10-12
- 《环氧丙烷大涨，行业景气超预期》
2017-10-17
- 《环氧丙烷价格坚挺，染料价格预期再起》
2017-10-30

目 录

1. 一体化优势明显的行业龙头	4
1.1 国内环氧丙烷弹性最大的上市公司	4
1.2 产品布局全产业链，一体化优势突出	4
1.3 公司成本控制能力强	5
2. 公司主营的环氧丙烷业务或持续景气至 19 年	5
2.1 需求或长期保持高于 GDP 增速	6
2.2 国内名义产能过剩，实际产能不足，供应缺口或扩大	7
3. 烧碱价格涨至十年来最高水平	8
3.1 需求稳定增长	9
3.2 国内烧碱供给端优化，利好规模靠前企业	9
4. 氢燃料领域或成为公司业务下一个核心增长点	10
5. 投资建议	10
6. 风险提示	10

表格目录

表 1: 滨化股份主要产品产能情况	5
表 2: 环氧丙烷需求增速预测（2017-2018 年）	6
表 3: 修正后的部分名义产能（2017 年）	8
表 4: 公司盈利预测表	12

插图目录

图 1: 滨化股份环氧丙烷产能规模靠前	4
图 2: 滨化股份烧碱产能靠前	4
图 3: 滨化股份股本结构及控股公司	4
图 4: 滨化股份循环经济示意图	5
图 5: 环氧丙烷与丙烯价格差扩大	6
图 6: 环氧丙烷与软泡聚醚价差	6
图 7: 环氧丙烷终端应用占比	6
图 8: 国内环氧丙烷需求	6
图 9: 国内直接氧化（HPPO）法装置开工率	7
图 10: 烧碱价格涨至十年最高水平	8
图 11: 烧碱行业开工率稳步提升	8
图 12: 烧碱下游需求结构	9

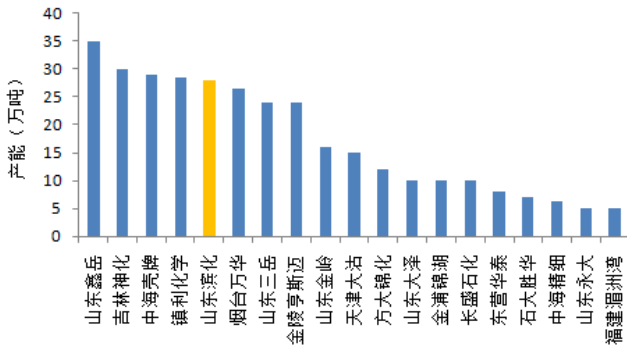
图 13: 烧碱表观需求稳步增加	9
图 14: 产能低于 30 万吨/年的企业占 50%以上.....	9
图 15: 烧碱产能负增长	9
图 16: PE-band	10
图 17: PB-band	10

1. 一体化优势明显的行业龙头

1.1 国内环氧丙烷弹性最大的上市公司

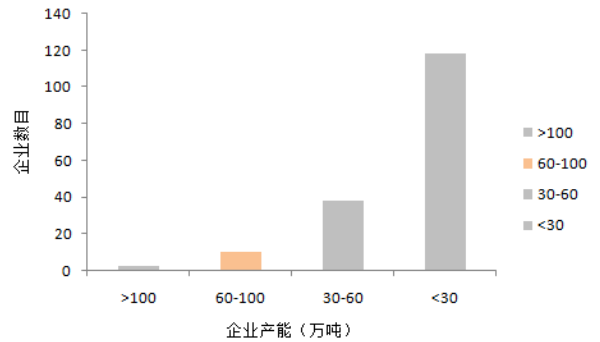
环氧丙烷和烧碱为公司核心业务。公司氯醇法制环氧丙烷年产能 28 万吨，2016 年产量超 30 万吨；烧碱年产能 65 万吨，2016 年产量超 65.5 万吨。2016 年公司核心产品的开工率均超 100%，环氧丙烷、烧碱业务分别占总营收 44%、28%。

图 1：滨化股份环氧丙烷产能规模靠前



资料来源：公司公告，百川资讯，东兴证券研究所

图 2：滨化股份烧碱产能靠前

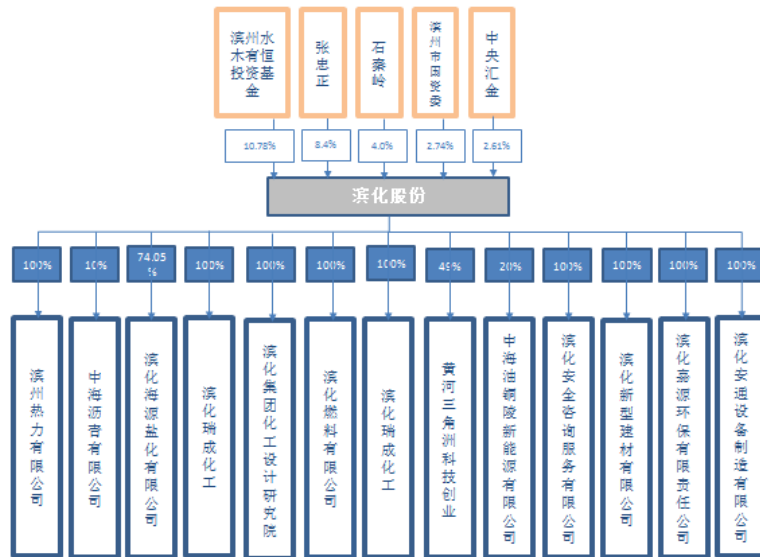


资料来源：公司公告，百川资讯，中国氯碱协会，东兴证券研究所

1.2 产品布局全产业链，一体化优势突出

经过近 50 年的发展，公司已成为主业突出、产业链完整的综合型化工企业集团，产业涵盖石油化工、盐化工、精细化工等。产品覆盖环氧丙烷上游的氯碱化工的烧碱、三氯乙烯、氯丙烯；环氧丙烷下游的聚醚多元醇等。

图 3：滨化股份股本结构及控股公司



资料来源：公司公告，Wind，东兴证券研究所

表 1：滨化股份主要产品产能情况

装置/产品	产能（万吨/年）	备注
烧碱	65	开工率可高于 100%，弹性较大。
环氧丙烷	28	3 套装置，2016 年产量超过 30 万吨
三氯乙烯	8	调整生产过程中的氯碱平衡，可利用多产生的氯气
氯丙烯	6	调整生产过程中的氯碱平衡，可利用多产生的氯气
双氧水	10	利用公司氯碱装置副产氢气，实现了特色循环经济和资源综合利用。

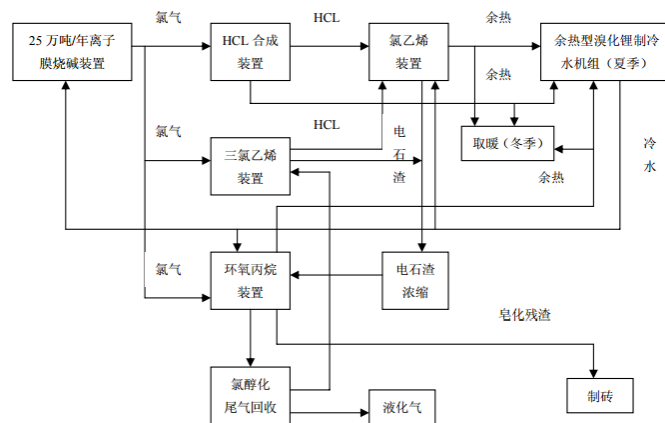
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 公司成本控制能力强

滨化股份一体化程度高、技术领先，成本控制能力突出。公司建立了综合配套的循环经济产业链，形成了循环经济一体化的产业模式。

- ◆ 公司的水、原盐等原料的自给率较高。
- ◆ 采用国际先进水平的离子膜烧碱装置技术：电解装置全部引进日本氯工程和德国伍迪的生产设备和技术，提高了离子膜使用寿命。
- ◆ 目前氯气需贴价出售。公司一体化程度高，电解盐水得到的氯气无需外售，可直接用于生产三氯乙烯等。
- ◆ 公司自备电厂，成本较外购工业用电低 20~30%。
- ◆ 产品结构丰富，可以依据市场形势平衡投入产出，内部转产附加值高的产品。

图 4：滨化股份循环经济示意图



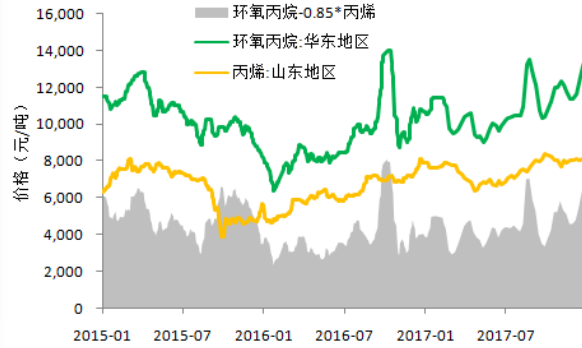
资料来源：公司公告，Wind，东兴证券研究所

2. 公司主营的环氧丙烷业务或持续景气至 19 年

近期国内部分地区环氧丙烷市价已冲破 13500 元/吨，月环比涨 2000 元/吨，涨幅达 18%。受工厂检修等因素导致供应进一步收缩，后期价格有望突破 14000 元/吨。

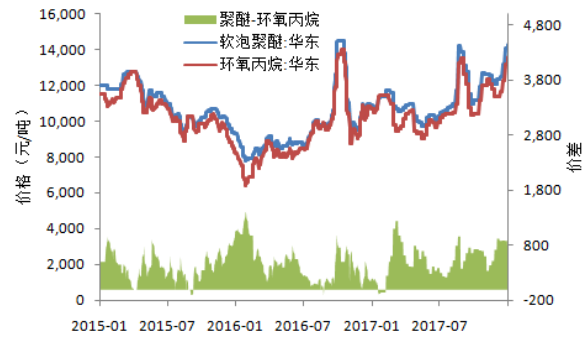
目前环氧丙烷与丙烯价差持续扩大。丙烯占环氧丙烷成本的 85%，环氧丙烷盈利能力显著提高。同时，环氧丙烷的下游产品，如软泡和硬泡，积极跟涨，很好的将涨价压力传递到了终端用户，环氧丙烷仍有涨价空间。

图 5：环氧丙烷与丙烯价格差扩大



资料来源：Wind，百川资讯，卓创资讯，东兴证券研究所

图 6：环氧丙烷与软泡聚醚价差



资料来源：Wind，百川资讯，卓创资讯，东兴证券研究所

我们认为国内环氧丙烷名义产能过剩，实际产能不足。供应将持续紧缺至 2019 年：2017、2018 年实际产能缺口较 2016 年增加 51%和 72%，产量缺口分别扩大为 45.5 万吨、50.7 万吨，占总需求的 15%、16%。行业高景气度至少维持到 2018 年底。

2.1 需求或长期保持高于 GDP 增速

2017 年，预计家具、冰箱分别拉动环氧丙烷需求增长 5%、1%，其他应用拉动 3%，表观需求量为 305.2 万吨。2018 年，预计家具、冰箱或分别拉动环氧丙烷需求增长 3%、1%，其他应用拉动 3%，表观需求量将达 326.6 万吨。

未来几年，家具、冰箱和汽车仍是拉动环氧丙烷消费的主要行业。随着国内消费习惯的改变和升级，建筑保温和冷链物流行业表现有望超预期，成为环氧丙烷消费的新增长点。

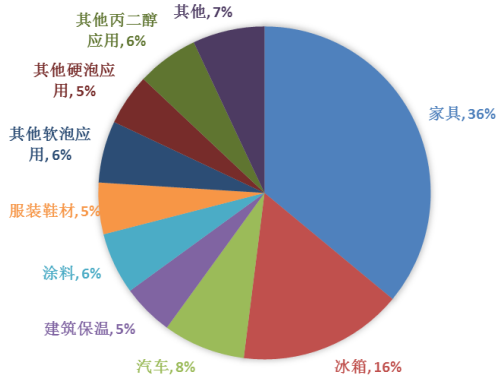
表 2：环氧丙烷需求增速预测（2017-2018 年）

行业	2016 年增速	2017 年预计消费增量	2018 年预计消费增量(万吨)	占环氧丙烷消耗	拉动 2017 年环氧丙烷需求增长 (%)	拉动 2018 年环氧丙烷需求增长 (%)
软体家具	7%	14-20 万吨	9 万吨	36%	5-7	3
冰箱冰柜	5%	3 万吨	3 万吨	16%	1	1
汽车	14%	1.5 万吨	1.5 万吨	8%	0.5	0.5
涂料	8%	1.5 万吨	1.5 万吨	6%	0.5	0.5
其他应用	7%	6 万吨	6 万吨	34%	2	2
合计	8%	26-32 万吨	21 万吨	100%	9-11%	7%

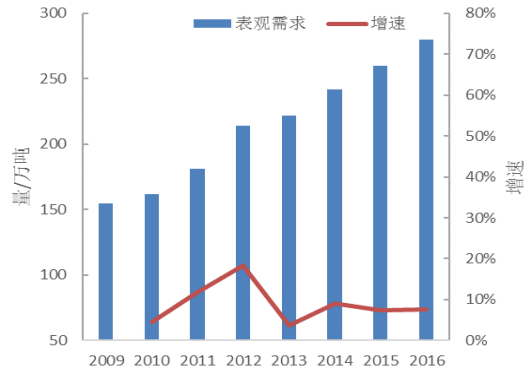
资料来源：Wind 资讯，卓创资讯，东兴证券研究所

图 7：环氧丙烷终端应用占比

图 8：国内环氧丙烷需求



资料来源：Wind 资讯，公司网站，百川资讯，卓创资讯，东兴证券研究所



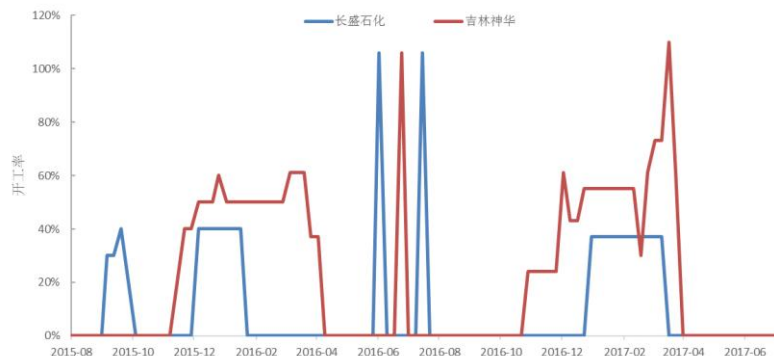
资料来源：公司公告，卓创资讯，东兴证券研究所

2.2 国内名义产能过剩，实际产能不足，供应缺口或扩大

2017 年国内名义产能过剩，实际产能短缺。2017 年国内环氧丙烷名义产能为 335.1 万吨，表观需求量约为 305 万吨（2016 年产量约 253 万吨，进口 30 万吨，出口 3 万吨。预计 2017 年表观需求量增加 9%），看上去产能过剩。但是我们认为：国内环氧丙烷实际产能不足，产量远不能满足国内需求。主要原因有以下三点：

- ◆ 部分氯醇法装置因环保等因素长期停产或停产：（1）山东蓝星东大化工年产 6 万吨装置因水处理不达标环保要求已于 2017 年 5 月永久关停；（2）山东永大年 5 万吨装置从 2014 年停产至今，尚无开启计划；（3）中海精细化工年产 6.2 万吨装置从 2016 年 1 月到 2017 年 7 月长期停产；（4）第四次中央环保督察入驻山东，山东大泽 10 万吨/年设备于 9-11 月停产。
- ◆ 新设备因技术不成熟，无法稳定生产，开工率低：（1）吉林神华 30 万吨/年装置累计开车时间不足 45%，累计开工率约 25%；（2）长盛石化 10 万吨/年装置累计开车时间不足 35%，累计开工率约 10%。
- ◆ 部分氯醇法装置老旧，且氯醇法工艺对设备腐蚀严重，装置经常计划外检修：天津大沽年产 15 万吨设备常年开工率不到 50%。

图 9：国内直接氧化（HPP0）法装置开工率



资料来源：百川资讯、同花顺、公司网站、卓创资讯、东兴证券研究所

对国内环氧丙烷的名义产能（335.1 万吨/年）进行修正，减去无法正常生产的产能 61.7 万吨/年，得到可用于正常生产的实际产能为 273.4 万吨/年。预计今年实际产能缺口为 31.8 万吨。如果今年实际产能保持 2016 年的开工率，今年产量缺口为 45.5 万吨，占总需求的 15%。

表 3：修正后的部分名义产能（2017 年）

修正项目	名义产能 (万吨/年)	修正(万吨/年)	修正后实际产能 (万吨/年)	注释	注释
吉林神华	30	-20	10	技术不成熟，累计生产时间短	受环保限停
金陵亨斯迈	24	-12	12	2017 年开车成功	长期停车
中石化长盛石化	10	-7	3	技术不成熟，累计生产时间短	2011
山东蓝星东大	6	-6	0	因环保永久关停	2013
山东永大	5	-5	0	长期停车	2013
天津大沽	15	-5	10	因环保、检修等原因等停车或开工率低	
中海精细化工	6.2	-4.2	2	长期停车	
山东大泽	10	-2.5	7.5	因环保、检修等原因停车	2013
合计		-61.7		修正后国内总产能为 273.4 万吨/年	

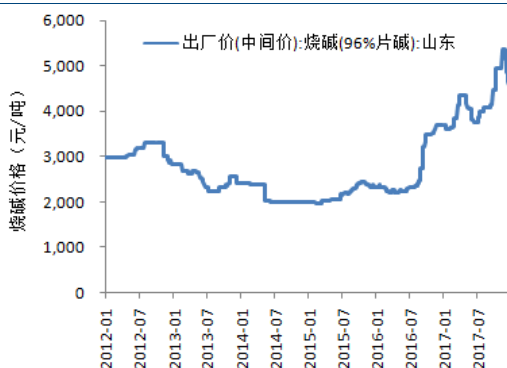
资料来源：公司网站，Wind 资讯，东兴证券研究所

3. 烧碱价格涨至十年来最高水平

行业去产能叠加下游需求稳定增长影响，烧碱价格今年持续走高，年涨幅超 30%。

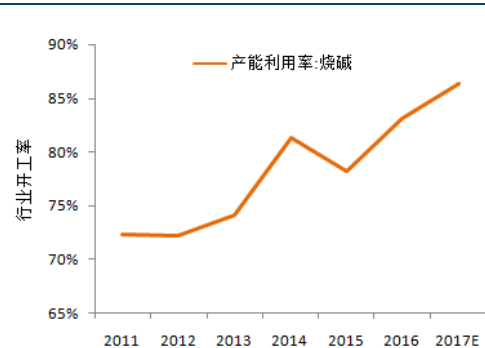
- 烧碱价格从 2H16 一路上行。以山东 96%片碱为例，2017 年年均价从 2700 元/吨上涨至 4200 元/吨，年同比涨幅达 55%。
- 据 Wind 报道，国内烧碱开工率从 2015 年触底后提高，今年有望达 85%，行业开工率整体处于健康的状态。

图 10：烧碱价格涨至十年最高水平



资料来源：Wind，百川资讯，卓创资讯，东兴证券研究所

图 11：烧碱行业开工率稳步提升



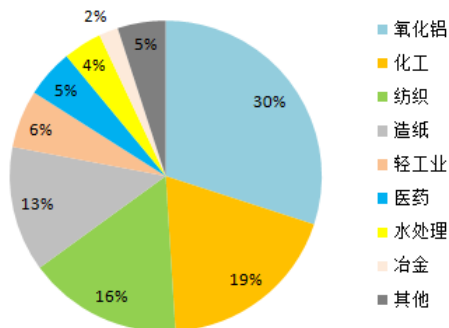
资料来源：百川资讯，东兴证券研究所

3.1 需求稳定增长

国内经济进入新常态，烧碱总体需求平稳增长，或长期保持在 GDP 增速。烧碱下游应用领域广泛，氧化铝、化工、纺织业等行业是消耗烧碱的主力。

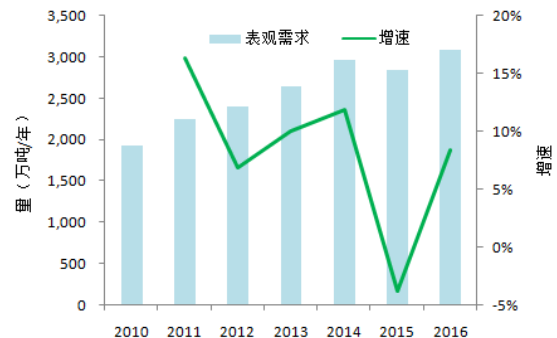
- ◆ 氧化铝整体开工良好，旧产能有淘汰，但仍有新增产能被释放。国内对铝制品需求不减，电解铝行业采购烧碱积极性尚可，有利于支撑烧碱市场；
- ◆ 受益于国内消费升级，纺织行业需求增速或常年高于 GDP 增速。

图 12：烧碱下游需求结构



资料来源：Wind，百川资讯，卓创资讯，东兴证券研究所

图 13：烧碱表观需求稳步增加



资料来源：百川资讯，中国产业信息网，东兴证券研究所

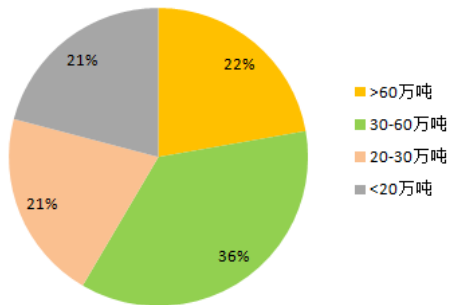
3.2 国内烧碱供给端优化，利好规模靠前企业

环保检查+供给侧改革，国内烧碱行业资源持续整合，市场集中度向行业规模靠前的企业集中。国内烧碱产能在 2014 年后累计新增产能增速已低于 2%。据卓创资讯报道，2016 年国内烧碱行业退出 8 家企业，累计退出产能 131 万吨。

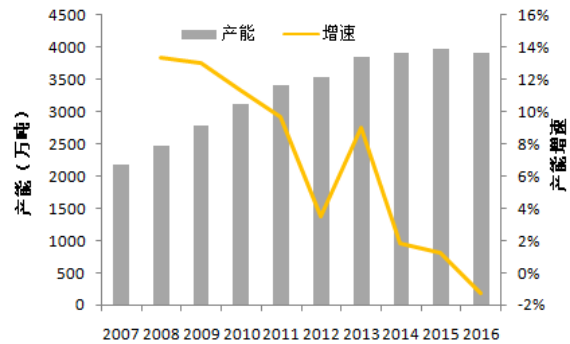
国内烧碱行业产能有望进一步去产能。目前国内产能在 20 万吨/年以下的企业累计约 790 万吨。较滨化股份等产能在 60 万吨以上的企业，规模偏小的烧碱设备在成本控制、环保标准等各方面均处不利地位，有可能在未来进一步被限产停产。国内烧碱行业市场集中度有望继续提高，利好行业规模靠前企业。

图 14：产能低于 30 万吨/年的企业占 50%以上

图 15：烧碱产能负增长



资料来源：Wind 资讯，百川资讯，卓创资讯，东兴证券研究所



资料来源：百川资讯，东兴证券研究所

4. 氢燃料领域或成为公司业务下一个核心增长点

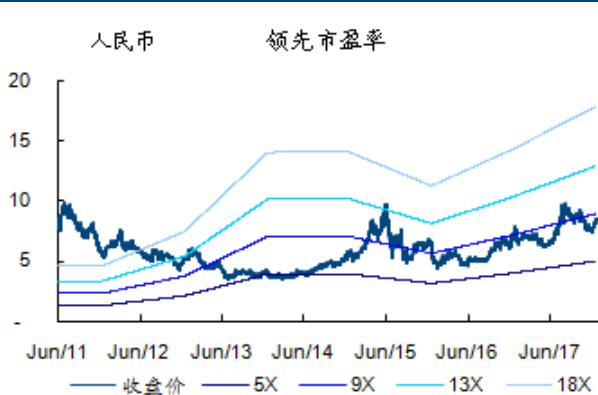
进军氢燃料电池领域，带来新机遇。滨化股份与清华工研院、中国兵器五洲设计集团签署了《滨州军民融合产业园和高端化工产业园战略合作框架协议》，帮助企业逐步提升产品结构，实现产品升级。

强强联手，有望实现“1+1>2”。清华拥有国内领先的氢燃料技术和科研实力，中国兵器是陆军武器装备研制发展的骨干力量。滨化股份充分发挥自身的优势，博采众长，或实现跨越式发展。

5. 投资建议

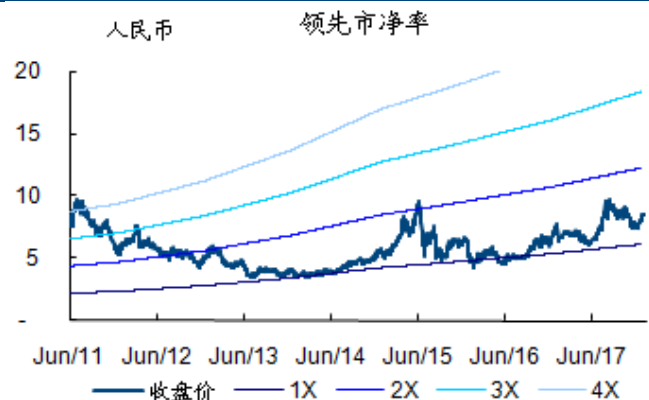
考虑到公司的主营业务环氧丙烷有望持续景气，烧碱行业处于历史盈利较好水平，同时公司布局“军民融合”项目，进军氢燃料领域，预计公司 2017-19 年 EPS 为 0.62、0.74 和 0.78 元，对应 PE 为 12、10 和 10 倍，给予 2018 年 12 倍估值，目标价 8.88 元，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

图 16：PE-band



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 17：PB-band



资料来源：Wind，东兴证券研究所

6. 风险提示

行业去产能进度不及预期；原油及主营产品价格大幅波动；开工率不及预期。

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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合	1400	1426	1761	2310	3003	营业收入	4816	4862	5953	6436	6607
货币资金	448	553	677	1123	1779	营业成本	3597	3707	4315	4608	4725
应收账款	177	111	135	146	150	营业税金及附加	33	73	89	96	99
其他应收款	34	2	3	3	3	营业费用	164	183	224	243	249
预付款项	28	13	13	13	13	管理费用	261	238	292	315	324
存货	185	230	268	286	294	财务费用	126	87	83	89	76
其他流动资产	154	145	232	271	285	资产减值损失	97.21	196.15	97.21	48.60	48.60
非流动资产	5870	5755	5387	5031	4668	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	476	449	449	449	449	投资净收益	13.51	80.78	80.78	80.78	80.78
固定资产	3960	3816	3762	3518	3213	营业利润	551	459	933	1118	1167
无形资产	413	396	366	340	316	营业外收入	6.65	8.43	8.43	8.43	8.43
其他非流动	109	86	98	92	95	营业外支出	10.21	9.34	9.34	9.34	9.34
资产总计	7270	7181	7148	7341	7672	利润总额	548	458	932	1117	1167
流动负债合	1507	1814	1465	1297	1255	所得税	168	93	190	228	238
短期借款	495	450	298	0	0	净利润	379	365	742	890	929
应付账款	406	322	333	356	365	少数股东损益	-52	6	6	6	6
预收款项	52	72	94	94	94	归属母公司净利	431	359	736	884	923
一年内到期	411	830	621	725	673	EBITDA	1460	1313	1383	1578	1613
非流动负债	951	320	399	477	555	EPS (元)	0.44	0.30	0.62	0.74	0.78
长期借款	222	300	378	457	535	主要财务比率					
应付债券	697	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	2459	2134	1864	1774	1810	成长能力					
少数股东权	57	65	71	77	83	营业收入增长	-1.49%	0.96%	22.42%	8.13%	2.65%
实收资本(或	990	1188	1188	1188	1188	营业利润增长	13.11%	-16.73%	103.27%	19.85%	4.41%
资本公积	1472	1274	1274	1274	1274	归属于母公司净	105.19%	20.03%	105.19%	20.03%	4.44%
未分配利润	1916	2088	1707	1249	771	获利能力					
归属母公司	4754	4982	5079	5356	5646	毛利率(%)	9.12%	11.17%	7.78%	27.51%	28.41%
负债和所有	7270	7181	7148	7341	7672	净利率(%)	7.87%	7.50%	12.47%	13.82%	14.06%
现金流量	单位:百万元					总资产净利润	7.79%	5.93%	5.00%	10.30%	12.04%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	9.07%	7.20%	14.50%	16.50%	16.35%
经营活动现	743	862	1050	1228	1321	偿债能力					
净利润	379	365	742	890	929	资产负债率(%)	34%	30%	26%	24%	24%
折旧摊销	783.23	767.12	0.00	334.40	335.61	流动比率	0.93	0.79	1.20	1.78	2.39
财务费用	126	87	83	89	76	速动比率	0.81	0.66	1.02	1.56	2.16
应收账款减	0	0	-25	-11	-4	营运能力					
预收帐款增	0	0	22	0	0	总资产周转率	0.67	0.67	0.83	0.89	0.88
投资活动现	-569	-341	-38	28	19	应收账款周转率	26	34	48	46	45
公允价值变	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.66	13.36	18.17	18.70	18.35
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	14	81	81	81	81	每股收益(最新摊	0.44	0.30	0.62	0.74	0.78
筹资活动现	-271	-418	-888	-811	-684	每股净现金流(最	-0.10	0.09	0.10	0.37	0.55
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	4.80	4.19	4.28	4.51	4.75
长期借款增	0	0	78	78	78	估值比率					
普通股增加	330	198	0	0	0	P/E	17.07	25.03	12.12	10.10	9.67
资本公积增	-330	-198	0	0	0	P/B	1.56	1.79	1.76	1.67	1.58
现金净增加	-97	103	124	445	656	EV/EBITDA	6.03	7.58	6.90	5.69	5.18

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队，对煤化工、氯碱、氮肥等子行业研究深入细致。

研究助理简介

罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，3 年化工实业经验，2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

邓先河

北京大学材料化学学士，美国佛罗里达大学化学工程硕士，2015-2017 年就职于埃克森美孚（ExxonMobil），2017 年 8 月加入东兴证券研究所。

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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主做出投资决策，自行承担投资风险

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。