

# 库存去化接近尾声，下游地产展现韧性

2019年11月05日

看好/维持

基础化工 | 行业报告

## ——“不一样的财报解读”系列之化工行业

首席分析师	罗四维 电话：010-66554047 邮箱：luosw@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519080002
分析师	张明烨 电话：0755-82832017 邮箱：zhang_my@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480517120002

前三季度伴随行业景气下行，板块盈利增速触底。2019年前三季度，SW化工板块上市公司实现营收37586亿元，同比+6%，实现净利润1515亿元，同比-20%；扣除中石化及2018年后新上市公司后，板块合计营收同比增速5%，净利率增速-16%；据国家统计局，化学原料与化学制品制造业收入与利润数据收入累计同比-0.6%，利润总额累计同比-13.0%，三季度单季度收入及盈利情况环比、同比均继续恶化。**分板块来看：**今年前三季度年大部分子行业盈利数据伴随行业景气有所下滑，但磷肥、涤纶、改性塑料、轮胎行业盈利明显改善。

**地产韧性超出预期，外需仍然面临压力。**三季度以来，地产销售推动地产竣工连续三个月环比改善，展现了较强的韧性，销售韧性与地产低库存共同推动地产开发投资依然处于2015年以来的高位，土地购置面积增速也触底回暖、连续5个月环比改善，判断地产开发周期拉长的影响逐步结束；考虑地产竣工自2017Q4以来已持续低迷、与新开工背离2年之久，预计后续地产竣工端改善的持续性较好，以涂料、钛白粉为代表的地产后周期竣工端品种的需求相对来说偏强。海外经济体下行及贸易摩擦下，国内出口下行压力增大，前三季度化学原料及制品出口交货值同比-4.4%、为2016年以来新低；新出口订单指数自2018年下半年以来持续位于荣枯线以下。

**库存去化接近尾声，化工品价格继续下跌空间不大。**预计年底或明年初完成库存去化，在供给侧改革及地产调控等多重政策作用下本轮周期可能较前几轮周期时间长度有所拉长；化工和整体制造业的固投剪刀差说明化工行业供需尚未有边际好转迹象，没有需求配合的情况下预计下一轮库存周期上升期强度不如本轮，判断价格走向判断偏中性。利好两方面：（1）产业链中偏下游子行业通常由于更靠近下游消费端，议价能力较强、价格传导顺畅，成本压力减轻下盈利中枢抬升；（2）部分子行业尤其是消费升级属性产业链上游子行业或存在替代品竞争的子行业，产业链价格中枢下移利于带来需求提升。

**投资建议：**后续化工行业投资策略我们建议围绕以下三条主线，

**（1）行业优质龙头：**在此前的3年供给侧改革、环保高压主导的行业盈利修复后，化工品整体在环保和供给边际宽松、内需不振且贸易摩擦致外需低迷主导下景气下行压力增加，处于成本曲线左侧的企业在景气低点仍能获得稳定盈利、以量换价市占率持续提升，国内化工行业仍然及其分散、位列国资委重点推进央企的并购重组的四个行业之一，行业龙头继续做大做强将是未来行业的主旋律。持续推荐华鲁恒升、龙蟒佰利、万华化学、新和成、浙江龙盛、安迪苏、安道麦、恒力石化、中油工程等。

**（2）偏下游消费以及精细化工板块：**受益于上游基础原材料价格回落以及行业格局的优化，预计后续化工产业链中的净利润将更多地偏向下游方向分配；通过自下而上的方式在精细化工板块挖掘投资机会，是否具备突破单一产品市场空间有限的限制，是衡量精细化工企业发展潜力的核心考量。技术的可累计性及可拓展性，以及通过产业链的深度一体化建立成本上的显著优势，都是精细化工企业做大做强的可行途径。偏下游消费重点关注轮胎、改性塑料等子行业，推荐轮胎龙头玲珑轮胎，建议关注金发科技、赛轮轮胎；成长性较高的精细化工板块推荐中旗股份、利安隆、广信股份、苏博特、百傲化学等。

**（3）电子化学品新材料板块：**由于下游产业向国内转移，以及对于贸易摩擦下高端产品进口前景的担心，预计电子化学品的国产化将持续提速。随着半导体材料中靶材、CMP抛光垫、湿电子化学品，以及液晶材料中高端混晶的制造等实现技术突破，我国企业在高附加值产品中的渗透率预计提升。推荐万润股份，建议关注国瓷材料、鼎龙股份等。

**风险提示：**（1）环保压力大幅放松；（2）宏观经济下滑超预期。

## 目录

1. 库存去化面临尾声，下游地产表现韧性 .....	3
1.1 地产销售与投资展现韧性，竣工端回暖 .....	3
1.2 海外经济体面临下行压力，贸易摩擦影响仍在消化 .....	5
1.3 行业资本开支集中于龙头，供给压力有序可控 .....	6
1.4 行业整体盈利继续恶化，去库存接近尾声 .....	7
2. 估值水平仍处历史低位，看好三条主线 .....	10
3. 风险提示 .....	11

## 插图目录

图 1：地产投资及新开工面积增速较高，商品房销售增速下滑 .....	3
图 2：土地购置面积增速连续 5 个月环比改善 .....	3
图 3：商品房待售面积持续回落显示库存气化 .....	3
图 4：国内汽车增速至谷底（单位：万辆） .....	4
图 5：空调、彩电产量增速高位回落（单位：万台） .....	4
图 6：全国布产量持续下滑（单位：亿米） .....	4
图 7：全国纱产量持续下滑（单位：亿米） .....	4
图 8：大宗可选消费营收增速（家电汽车底部初现） .....	4
图 9：其他可选消费营收增速继续恶化 .....	4
图 10：美国 OECD 自 2018 年 4 月起拐头向下、与 GDP 持续背离 .....	5
图 11：新出口订单指数自 2018 年下半年以来持续位于荣枯线以下 .....	6
图 12：2019 年前 9 月化学原料及制品出口交货值累计同比增速-4.4% .....	6
图 13：2019 年前三季度化工行业固定资产投资增速累计同比+7.6% .....	7
图 14：化学原料及制品业 2019 年前三季度收入累计同比-0.6%，利润总额累计同比-13.0% .....	8
图 15：自 2018 年化工大宗商品指数见顶回落以来，轮胎、改性塑料和复合肥等偏下游消费端行业毛利率均有不同程度改善 .....	8
图 16：化工行业目前整体处于主动去库存阶段，时间长度上来看 19 年底前后有望进入被动去库存阶段 .....	10
图 17：化工板块估值处于近 10 年来底部 .....	11

## 表格目录

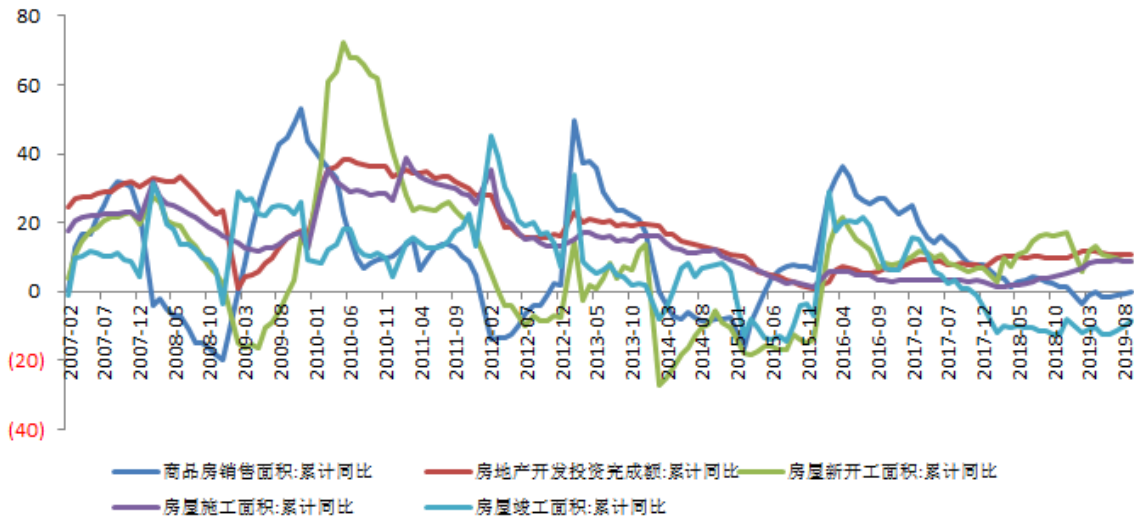
表 1：板块中的龙头公司在当前阶段拥有扩张能力上具备明显优势（SW 化工剔除中石化） .....	7
表 2：SW 化工各个一级和二级子行业 2019 年前 3 季度业绩表现 .....	9

## 1. 库存去化面临尾声，下游地产表现韧性

### 1.1 地产销售与投资展现韧性，竣工端回暖

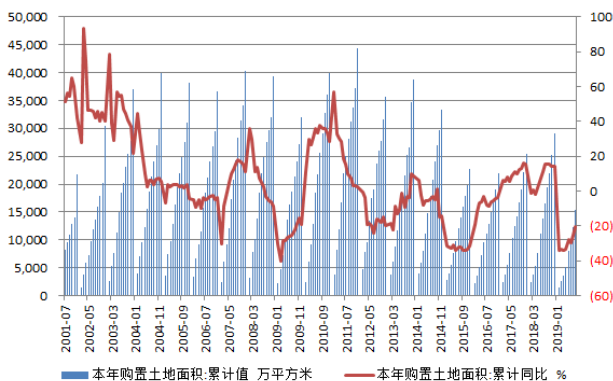
三季度以来，地产销售端连续三个月（7至9月份）环比改善，截止9月份，商品房销售累计同比-0.1%，展现了较强的韧性；在此支撑下，一方面截止9月份地产投资地产开发投资累计同比+10.5%，依然处于2015年以来的高位，土地购置面积增速也触底回暖、连续5个月环比改善，另一方面带动房屋竣工面积连续三个月（7至9月份）环比改善，截止9月份房屋竣工累计同比-8.6%，地产开发周期拉长的影响逐步结束；库存方面，商品房待售面积自2016年以来持续下滑，今年在销售韧性下也去化至2013-2014年水平。考虑地产竣工自2017Q4以来已持续低迷、与新开工背离2年之久，预计后续地产竣工端改善的持续性较好，以涂料、钛白粉为代表的地产后周期竣工端品种的需求相对来说偏强。

图 1：地产投资及新开工面积增速较高，商品房销售增速下滑



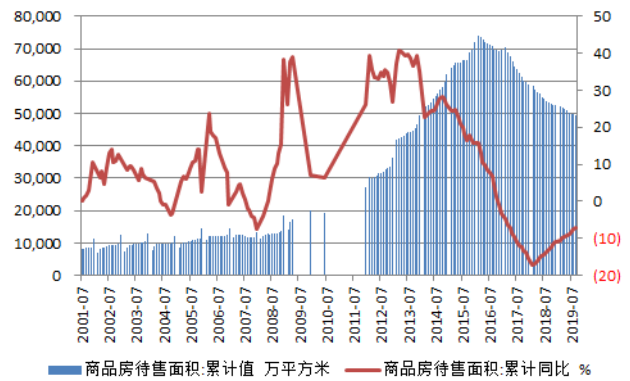
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：土地购置面积增速连续 5 个月环比改善



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：商品房待售面积持续回落显示库存气

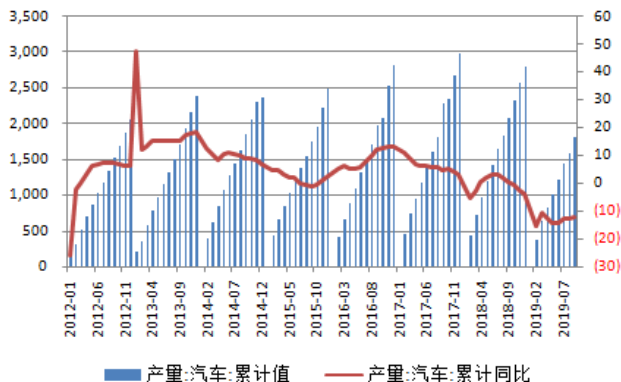


资料来源：Wind，东兴证券研究所

除地产外，化工品下游终端需求主要分布在纺织服装、汽车和家电产业链，下行压力仍存。截止2019年9月：我国汽车累计产量1808.7万辆，同比增速-12.0%，仍处于景气底部区域，但7至9月份连续三个月环

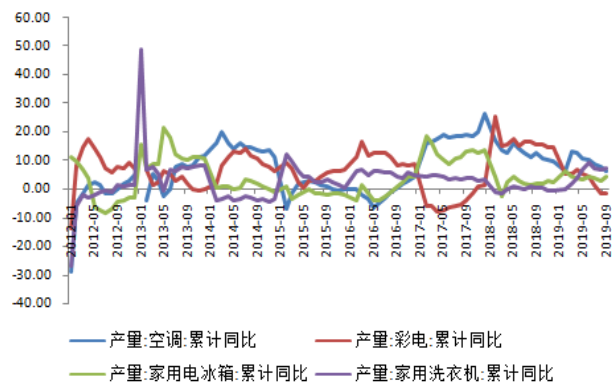
比改善；布产量 369.8 亿米，同比-1.6%，纱产量 2226.4 亿米，同比+0.6%，化纤需求依然较为低迷；由于家电相对于地产销售的后周期属性，家电产量需求增速下滑，但总体依然维持正增长，前 9 个月空调、冰箱、洗衣机、彩电产量累计同比增速分别+6.4%、+4.3%、+7.5%和-1.4%。

图 4：国内汽车增速至谷底（单位：万辆）



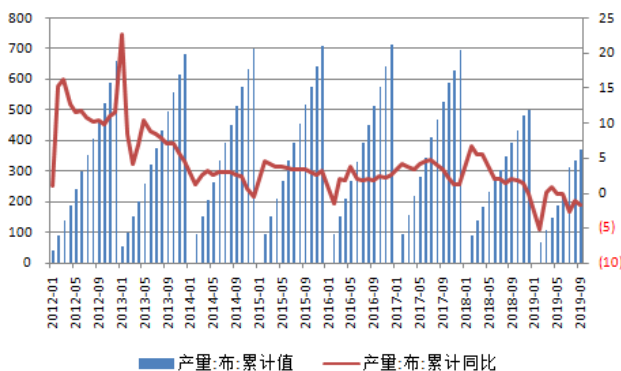
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 5：空调、彩电产量增速高位回落（单位：万台）



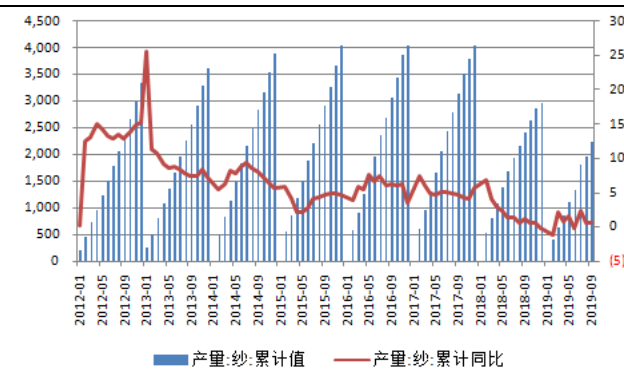
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 6：全国布产量持续下滑（单位：亿米）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 7：全国纱产量持续下滑（单位：亿米）

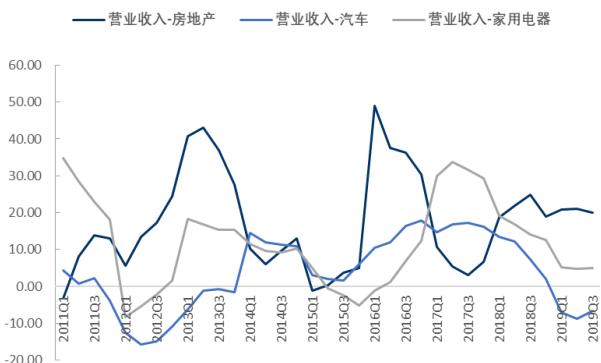


资料来源：Wind，东兴证券研究所

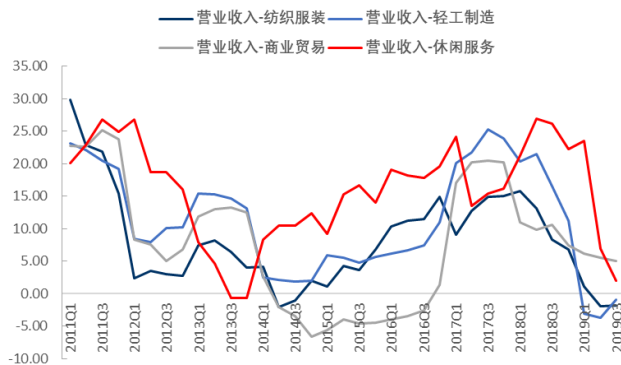
我们认为，可选消费中，汽车、家电为地产后周期。从时间来看，汽车家电相对于地产盈利有一定滞后性。作为大宗可选，受经济下行影响，汽车家电行业营收自 18 年持续下行。但当前有一定触底反弹的态势，或与地产竣工加快，销售稳健有关。而一般可选中，除可选中的必选（商业贸易、轻工制造）有触底迹象，更具可选属性的休闲服务和纺织服装营收和盈利依旧下行。我们通过对比大宗可选、一般可选以及建筑和其他中游制造业，认为地产的韧性对其上下游行业辐射能力依旧很强。19 年固定资产投资，相较于基建和制造业，地产一直处于高位，而新房销售面积增速表现出极大的韧性。随着新开工的持续进行和竣工的加快，上下游行业将获得明显支撑。

图 8：大宗可选消费营收增速（家电汽车底部初现）

图 9：其他可选消费营收增速继续恶化



资料来源：WIND、东兴证券研究所

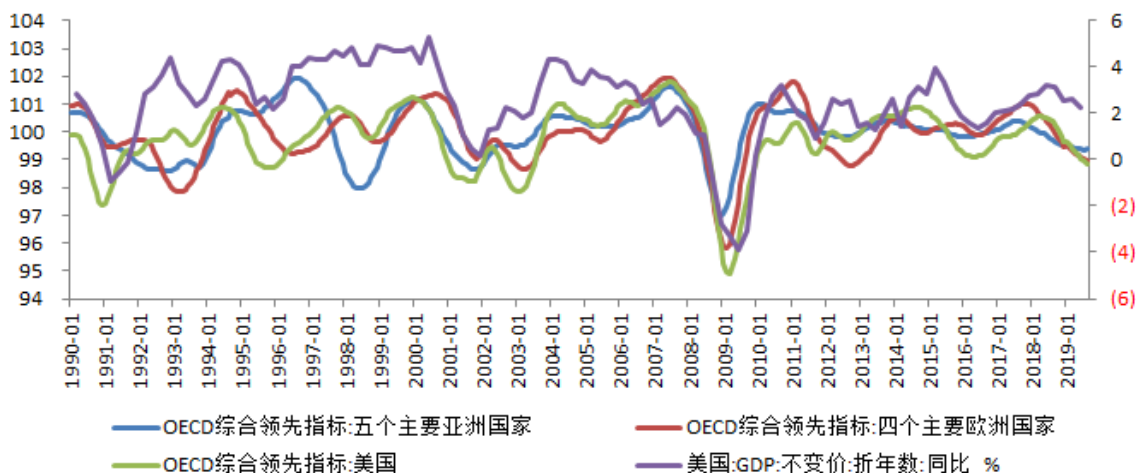


资料来源：WIND、东兴证券研究所

## 1.2 海外经济体面临下行压力，贸易摩擦影响仍在消化

外需方面，海外经济体面临经济下行压力。OECD 的综合领先指标是按照一定标准将国民经济各领域的指标数据合成后构建而成，是反映一个国家宏观经济发展周期的领先指标。OECD 领先指标对未来工业发展有比较准确的预测，往往能领先于经济增长出现拐点，主要领先指标显示未来连续 6 个月增长的方向和幅度。从各国及地区 OECD 综合领先指标看出，美国 OECD 自 2018 年 4 月起拐头向下、7 月份跌破 100，从 GDP 来看美国 2016 年初以来的复苏态势自 2018 年三季度开始终止、增速持续下滑至今，大约滞后 OECD 约一个季度，且目前仍没有企稳迹象。

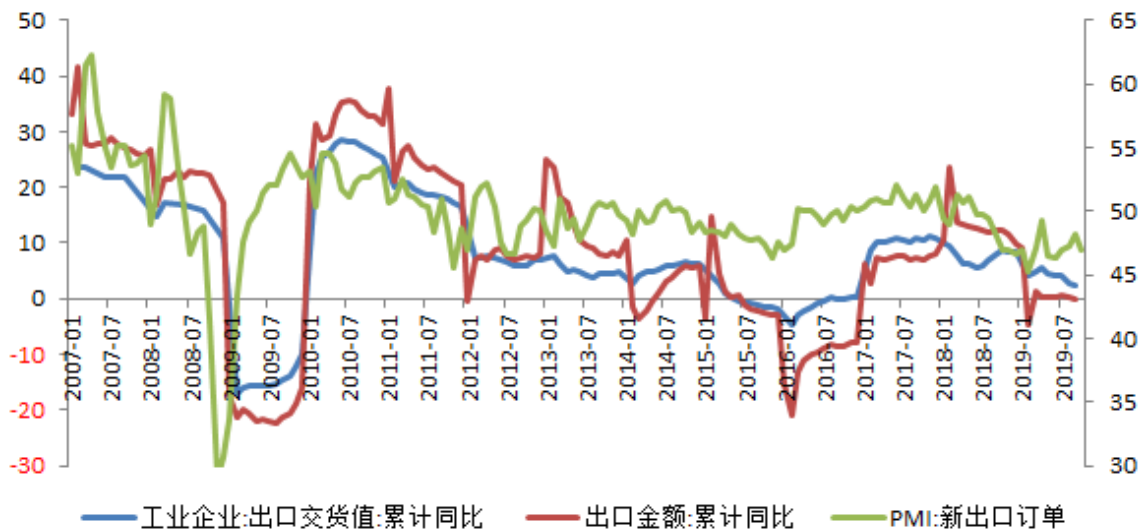
图 10：美国 OECD 自 2018 年 4 月起拐头向下、与 GDP 持续背离



资料来源：Wind，东兴证券研究所

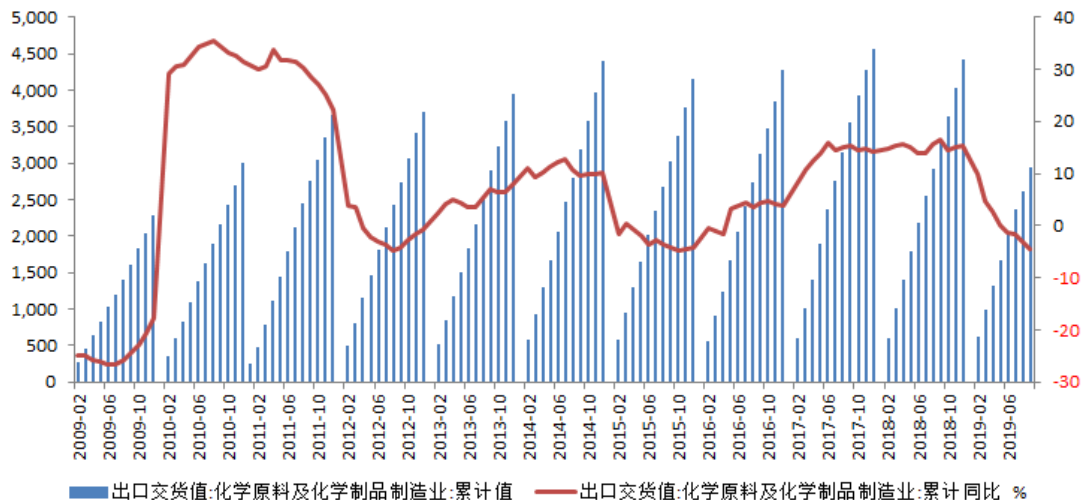
贸易摩擦下，国内出口暂未有复苏迹象。PMI 新出口订单是出口的领先指标，因为和国（境）外企业签订好订单之后，过段时间需要交付，将会在出口数据上有所体现。新出口订单指数自 2018 年下半年以来持续下滑，近期连续 17 个月位于荣枯线以下，海外经济下行、中美贸易冲突的影响仍在消化。由于新签出口订单到实际交货在时间上存在一定滞后、大概一个季度左右，出口尚未有回暖迹象，因此全球经济下行、贸易战对出口的负面影响可能还未消化反映殆尽。贸易摩擦有常态化风险，后续出口边际变化趋势仍然依赖两国谈判进展。

图 11：新出口订单指数自 2018 年下半年以来持续位于荣枯线以下



资料来源：Wind，东兴证券研究所

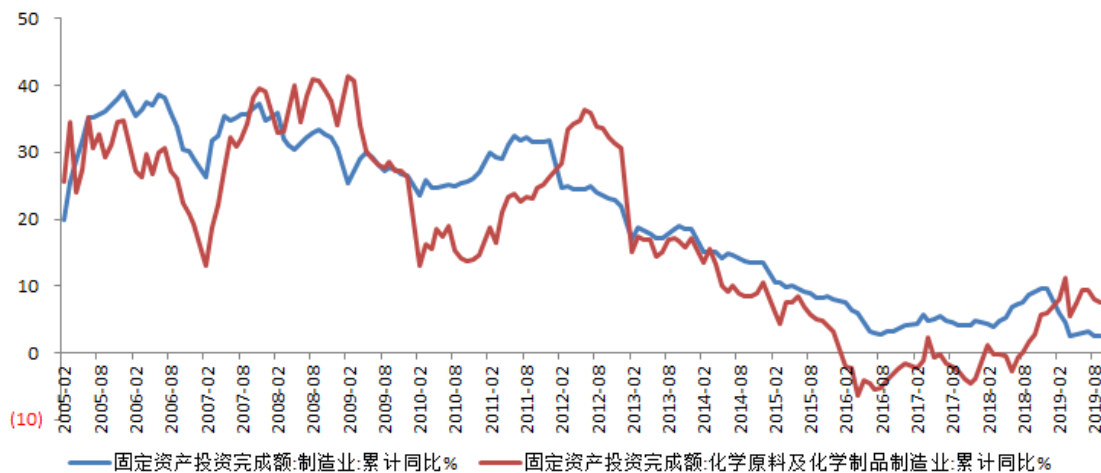
图 12：2019 年前 9 月化学原料及制品出口交货值累计同比增速-4.4%



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 1.3 行业资本开支集中于龙头，产能压力有序可控

供给方面，化学原料及制品固定资产投资增速自 2018 年 9 月由负转正、结束了 2016 年以来的持续负增长并持续增长至今，截止 2019 年 9 月，化学原料及制品固定资产投资增速+7.6%，显示行业整体投资增速随 2017~2018 年的盈利改善而提升；SW 化工板块（扣除中石化以及 2018 年以后上市）上市公司在建工程 577 亿元、同比增长 26.8%，上市公司通常为行业优质产能，其投资增速高于行业平均增速说明资本开支主要集中于龙头，即使在上市公司范围内也是大市值公司的资本开支增速高于小市值增速，环保标准的提高、安全环保审批的趋严以及“去杠杆”限制了大批中小企业投资新建产能。分行业来说，资本开支增加主要来自于化纤以及产业链上游如炼化等，主要是以涤纶产业链民营上市公司的炼化项目。

**图 13：2019 年前三季度化工行业固定资产投资增速累计同比+7.6%**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

**表 1：板块中的龙头公司在当前阶段拥有扩张能力上具备明显优势（SW 化工剔除中石化）**

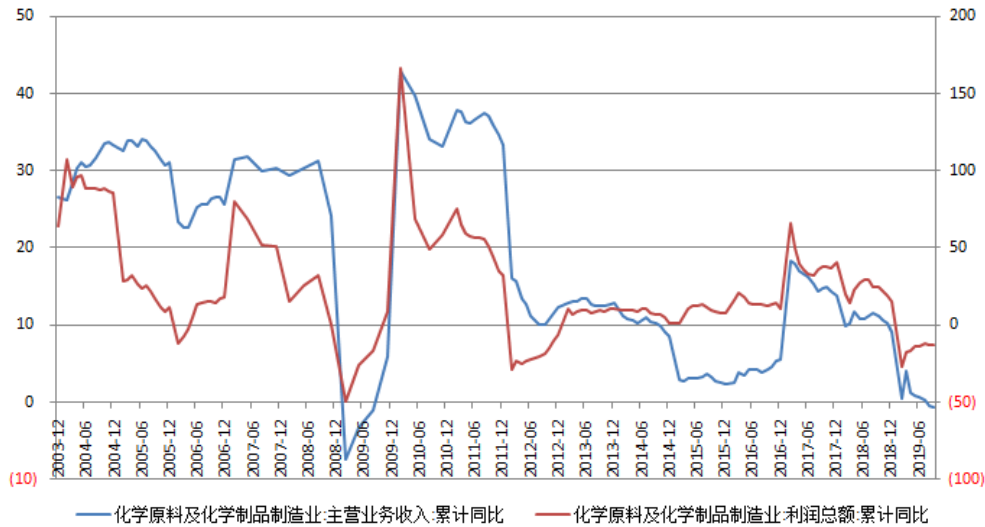
市值范围	公司数量	市值占比	2019Q3 在建工程占比	2019Q3 固定资产同比增速
200 亿以上	22	34%	63%	33%
100~200 亿	39	22%	14%	18%
50~100 亿	63	18%	11%	17%
50 亿以下	216	26%	12%	2%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

### 1.4 行业整体盈利继续恶化，去库存接近尾声

截止 2019 年三季度，SW 化工板块上市公司实现营收 37586 亿元，同比+6%，实现净利润 1515 亿元，同比-20%；扣除中石化及 2018 年后新上市公司后，板块合计营收同比增速 5%，净利率增速-16%，三季度单季度收入及盈利情况环比、同比均继续恶化。选取国家统计局的化学原料与化学制品制造业收入与利润数据，2019 年前三季度收入累计同比-0.6%，利润总额累计同比-13.0%。

图 14：化学原料及制品业 2019 年前三季度收入累计同比-0.6%，利润总额累计同比-13.0%

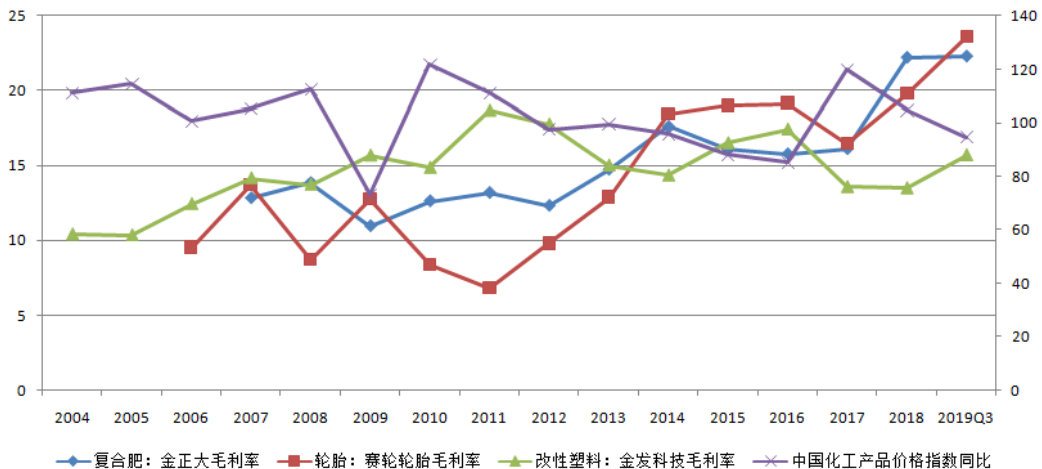


资料来源：Wind，东兴证券研究所

行业收入规模增速锐减主要源于价的因素，从价格上看，化学工业 PPI 指数自 2018 年中开始见顶回落并持续至今，并自 2019 年 1 月化学工业 PPI 同比增速首次由正转负，因此价格是行业收入规模增速下滑的最主要贡献。

分板块来看，今年前三季度大部分子行业盈利数据伴随行业景气有所下滑，但磷肥、涤纶、改性塑料、轮胎行业盈利明显改善，具体来看：磷肥子行业主要源于近年来长江沿岸“三磷”整治下磷产品景气较好，且板块中核心标的云天化财务结构优化、资产负债表修复带来了业绩提升；涤纶行业盈利提升主要源于新增民营大炼化项目主要集中于 PTA-涤纶产业链的上市公司如恒力石化、荣盛石化、恒逸石化和桐昆股份等，2019 年以来大炼化项目逐步投产带来显著的利润增量；改性塑料行业由于靠近下游消费端，伴随着大炼化项目逐步投产原材料 PP、PE 价格进入下滑通道，而产品价格由于相对来说更为稳定，导致利润率提升；而轮胎行业则由于落后产能持续淘汰、上市龙头公司纷纷布局海外应对贸易摩擦、产能逐步释放、原料天胶价格持续地位以及去年底出口退税提升等多重利好下，在板块收入体量下滑的情况下利润整体获得提升。

图 15：自 2018 年化工大宗品指数见顶回落以来，轮胎、改性塑料和复合肥等偏下游消费端行业毛利率均有不同程度改善





资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 2：SW 化工各个一级和二级子行业 2019 年前 3 季度业绩表现

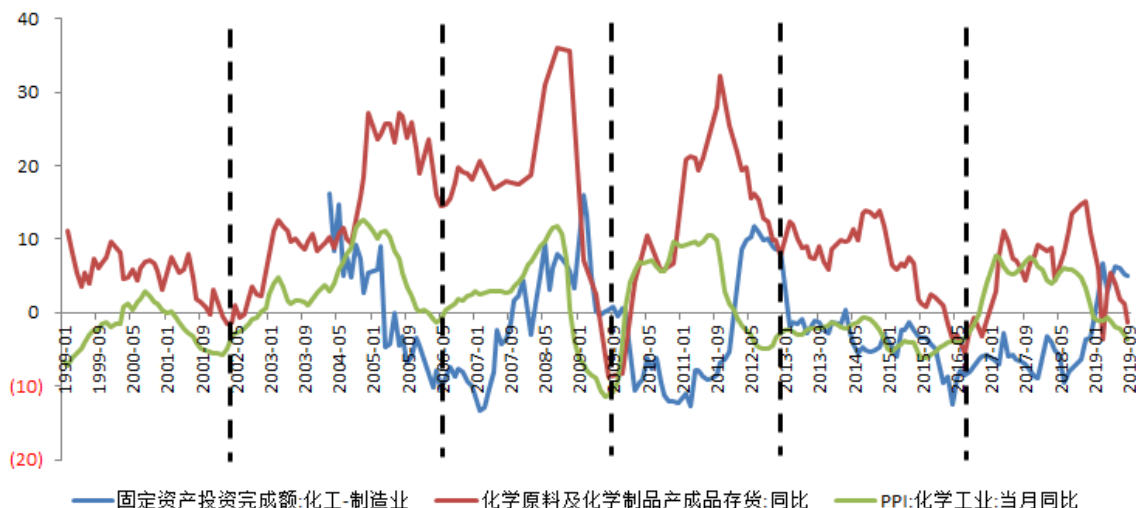
板块	营收 19Q3 (亿元)	营收同比	净利润 19Q3 (亿元)	净利润同 比	固定资产 增速	在建工程/固 定资产	资产负债 率
SW 化工	37,583	6%	1515	-20%	26%	27%	38%
SW 石油化工	24,119	6%	601	-29%	6%	295%	35%
SW 石油贸易	126	-62%	5	-12%	-82%	26%	23%
SW 石油加工	23,994	7%	595	-29%	16%	300%	39%
SW 化学原料	1,951	19%	102	-25%	50%	4%	42%
SW 无机盐	91	12%	13	13%	-13%	3%	33%
SW 其他化学原料	154	39%	12	30%	-37%	15%	32%
SW 纯碱	311	-6%	20	-46%	18%	1%	59%
SW 氯碱	1,395	25%	56	-27%	92%	5%	45%
SW 化学制品	7,029	3%	555	-13%	5%	9%	36%
SW 氟化工及制冷剂	205	11%	20	-30%	17%	12%	35%
SW 纺织化学用品	285	5%	59	5%	27%	19%	22%
SW 民爆用品	209	-67%	17	-61%	-66%	11%	38%
SW 磷化工及磷酸盐	190	4%	7	-22%	8%	3%	51%
SW 其他化学制品	2,291	48%	182	29%	55%	14%	33%
SW 玻纤	210	13%	31	1%	954%	18%	42%
SW 聚氨酯	821	3%	96	-30%	13%	5%	33%
SW 钾肥	188	30%	1	-135%	5%	0%	34%
SW 磷肥	452	13%	4	83%	-4%	4%	61%
SW 氮肥	584	-27%	24	-60%	-51%	1%	62%
SW 复合肥	394	-18%	19	-25%	12%	4%	42%
SW 涂料油漆油墨制造	133	-6%	12	-13%	-24%	32%	35%
SW 日用化学产品	306	3%	18	60%	-10%	26%	35%
SW 农药	762	-1%	66	-26%	-2%	9%	39%
SW 化学纤维	3,291	23%	197	27%	97%	4%	50%
SW 氨纶	52	4%	5	1%	7%	50%	36%
SW 其他纤维	135	-22%	9	-39%	-47%	57%	40%
SW 粘胶	85	-14%	-3	-287%	20%	25%	54%
SW 涤纶	2,971	29%	182	38%	116%	2%	53%
SW 维纶	49	12%	3	118%	-10%	0%	47%
SW 塑料	558	-11%	19	-64%	21%	11%	34%
SW 其他塑料制品	185	-38%	1	-97%	4%	17%	30%
SW 改性塑料	334	14%	16	34%	50%	8%	43%
SW 合成革	39	0%	2	-40%	9%	1%	32%
SW 橡胶	634	-34%	42	-25%	29%	20%	42%
SW 炭黑	91	-8%	-1	-107%	9%	5%	48%

SW 其他橡胶制品	72	-4%	9	-15%	48%	37%	27%
SW 轮胎	471	-40%	34	-11%	29%	20%	55%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

价格和库存是强相关指标。本轮化工品补库存周期起始于2016年7月、至今已有39个月，根据通常40个月左右的库存周期长度，我们认为库存周期很可能在四季度末或明年年初触底，可能在供给侧改革及下游地产景气等多重政策调控作用下本轮周期预计较前几轮周期长度有所拉长；今年以来，虽然2019年3/4月份库存数据有所反复，但结合当前价格和需求情况、判断当前整体处于主动去库存阶段。其次，2019年9月化学原料及化学制品产成品存货增速回落到-1.4%，低于2006、2013年库存周期低点，高于2009、2016年库存周期低点，接近2002年的周期低点，继续大幅下行的空间有限，因而去库存已接近尾声。

图 16：化工行业目前整体处于主动去库存阶段，时间长度上来看 19 年底前后有望进入被动去库存阶段



资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2. 估值水平仍处历史低位，看好三条主线

我们看到，截止2019年11月4日，化工板块市盈率20.11、市净率1.97，均处于近10年以来的底部，我们认为板块整体估值从2017年开始持续下滑至今，对行业盈利周期的回落预期已有较为充分的反应；展望后续，2015年的行业景气底部是地产、产能和库存等多重周期的共振低点，后续景气判断不宜以2015年的极端情况作为参照，在国内环保压力仍存、上游原油价格尚有支撑、库存周期即将触底、地产需求韧性、汽车需求触底多重叠加下，化工品价格继续下跌空间不大，预计后续方向偏中性，板块指数整体的安全边际较高。

**图 17：化工板块估值处于近 10 年来底部**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

后续我们建议化工行业投资围绕以下三条主线：

(1) 行业优质龙头：在此前的 3 年供给侧改革、环保高压主导的行业盈利修复后，化工品整体在环保和供给边际宽松、内需不振且贸易摩擦致外需低迷主导下景气下行压力增加，处于成本曲线左侧的企业在景气低点仍能获得稳定盈利、以量换价市占率继续提升，因此具备逆势扩张战略眼光和资金实力禀赋的龙头更易穿越周期，对比小企业或落后产能在景气高低切换过程中的“退三进一”、龙头企业常能“空中加油”，同时国内化工行业仍然及其分散、位列国资委重点推进央企的并购重组的四个行业之一，行业龙头继续做大做强将是未来行业的主旋律。持续推荐华鲁恒升、龙蟒佰利、万华化学、新和成、浙江龙盛、安迪苏、安道麦、恒力石化、中油工程等。

(2) 偏下游消费以及精细化工板块：受益于上游基础原材料价格回落以及行业格局的优化，预计后续化工产业链中的净利润将更多地向偏下游方向分配，挖掘产业链价格中枢下移带来需求提升的子行业；通过自下而上的方式可在精细化工板块挖掘出较多投资机会，是否具备突破单一产品市场空间有限的限制，是衡量精细化工企业发展潜力的核心考量。技术的可累计性及可拓展性，以及通过产业链的深度一体化建立成本上的显著优势，都是精细化工企业做大做强的可行途径。偏下游消费重点关注轮胎、改性塑料和复合肥子行业，推荐轮胎龙头玲珑轮胎，建议关注赛轮轮胎、金发科技和道恩股份；成长性较高的精细化工板块推荐中旗股份、利安隆、广信股份、苏博特、百傲化学等。

(3) 电子化学品新材料板块：由于下游产业向国内转移，以及对于贸易摩擦下高端产品进口前景的担心，预计电子化学品的国产化将持续提速。随着半导体材料中靶材、CMP 抛光垫、湿电子化学品，以及液晶材料中高端混晶的制造等实现技术突破，我国企业在高附加值产品中的渗透率预计提升。推荐万润股份，建议关注国瓷材料、鼎龙股份等。

### 3. 风险提示

(1) 环保压力大幅放松；(2) 宏观经济下滑超预期。

## 分析师简介

### 罗四维

化工行业首席分析师，周期组组长。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，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 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，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年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。投资者应自主作出投资决策，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。