

# 赞宇科技 (002637): 油化日化双翼齐飞 新赞宇再上新台阶

2020年03月03日

强烈推荐/首次

赞宇科技

公司报告

## 报告摘要:

公司是国内表面活性剂的领军企业,随着注重卫生勤洗手的习惯深入人心,预计有效带动洗手液及其上游原材料的消耗。公司目前是国内规模最大、综合实力最强的表面活性剂供应商,预计市占率在30%以上。由于行业内的无序竞争,此前表面活性剂产品的毛利率在整个化工品中均处于较低水平。由于近年来国内环保监管政策日益严苛,日用化工及油脂化工的行业逐渐整合,市场集中度逐渐提高,龙头企业优势日益扩大,对于行业话语权日益显著。因此,受益于终端居民生活习惯带来的需求提升,以及行业内竞争格局的整合优化,整个表面活性剂行业有望迎来产销两旺的持续高景气。

除了深耕表活行业外,公司积极利用专业化工生产知识和原料采购渠道统一的优势,目前已经成功从表面活性剂龙头晋级为大油脂化工企业。表面活性剂是公司发展壮大的拳头产品,其主要原料为来自棕榈仁的棕榈仁油,是油脂化工的一个分支。基于专业知识和对于行业发展趋势的判断,公司积极向空间更为广阔的大油脂化工进军,通过在行业低点逆周期收购,以及技术赋能形式的升级改造,一举成为大油脂化工方面的领军企业之一。目前,公司的主要产品已经从表面活性剂进一步扩展到了硬脂酸和油酸等一系列油脂化工产品,产品的技术含量、精细化程度以及产品矩阵的复杂度均实现质变。

公司目前正在着力走好从大油化领军企业向新型日化生产企业跨越的第三步。随着网红带货等新的销售模式的兴起,使得相关公司深刻的认识到日化产品的消费属性重于其产品属性,因此预计更加聚焦销售环节,将生产环节进行专业化的分包,从而实现轻资产、快周期的生产模式。公司把握行业变革机遇,在河南鹤壁大手笔打造高效协同的日化产业园,涵盖从上游原材料到终端产品的一体化生产,具有显著的规模优势、成本优势和技术优势,充分发挥出专业化工企业管理经营的能力,适应日化行业大势,有望乘势而起。

**公司盈利预测及投资评级:** 预计公司2019-2021年归母净利润分别为3.36、4.03和5.12亿元,对应EPS分别为0.79、0.95和1.21元,当前股价对应PE分别为12、10和8倍,首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 新增产能建设低于预期;下游需求低于预期

## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,908.28	7,064.07	6,806.53	8,225.51	9,571.33
增长率(%)	58.42%	2.26%	-3.65%	20.85%	16.36%
归母净利润(百万)	159.43	178.08	336.43	403.02	511.85
增长率(%)	5.03%	11.70%	88.93%	19.79%	27.00%
净资产收益率(%)	7.38%	7.85%	14.21%	16.62%	20.27%
每股收益(元)	0.38	0.43	0.79	0.95	1.21
PE	25.84	22.84	12.36	10.32	8.12
PB	1.92	1.83	1.76	1.72	1.65

资料来源:公司公告、东兴证券研究所

## 公司简介:

公司是专业从事日用化工、表面活性剂、油脂化工等领域研发和生产的高新技术企业,国内研究和生产表面活性剂、油脂化学品的优质企业。主营业务为表面活性剂系列产品、油脂化学品系列产品的研究开发和生产经营,以及相关的技术转让、技术服务、检测业务及进出口业务。公司设有“浙江省表面活性剂重点实验室”和省级企业技术中心,承担国家、省部级研究研发项目数十余项,获国家发明专利、国家新产品和省部级科技进步奖等多个奖项。

## 未来3-6个月重大事项提示:

2020-04-21 预计披露2019年年报

## 交易数据

52周股价区间(元)	11.84-6.56
总市值(亿元)	45.06
流通市值(亿元)	39.75
总股本/流通A股(万股)	42268/37285
流通H股(万股)	/
52周日均换手率	1.88

## 52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

## 分析师: 罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519080002

研究助理: 薛阳

010-66554090

xueyang@dxzq.net.cn

## 目 录

1. 居民更加注重勤洗手将带动洗涤用品持续增长 .....	3
1.1 杀菌消毒型的洗护用品需求增长带动上游表活需求 .....	3
1.2 公司是国内表面活性剂的领军企业 .....	4
2. 公司已从表面活性剂龙头晋级大油脂化工企业 .....	6
3. 日化产品消费属性提升，公司顺势布局日化生产 .....	7
盈利预测与评级 .....	8
风险提示 .....	8
新增产能建设低于预期；下游需求低于预期 .....	8

## 表格目录

表 1： 公司表面活性剂类产品介绍 .....	4
表 2： 公司目前在建表面活性剂板块项目 .....	5
表 3： 2012 至今公司并购事件一览 .....	6

## 插图目录

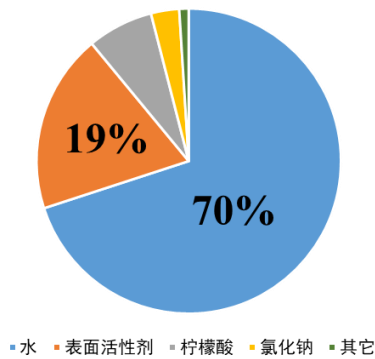
图 1： 某种洗手液的配方 .....	3
图 2： 某种消毒液的配方 .....	3
图 3： 表面活性剂除污渍原理示意图 .....	3
图 4： 公司表面活性剂板块营收、毛利及毛利率 .....	5
图 5： 公司表面活性剂产品产量、销量及产销率 .....	5
图 6： 2018 年表面活性剂下游占比 .....	5
图 7： 2008-2019 洗涤剂产销量对比 .....	5
图 8： 我国主要油化产品产量 .....	6
图 9： 我国主要油化产品表现需求量 .....	6
图 10： 油化板块营业收入有明显增长 .....	7
图 11： 油化板块三家主要子公司 2018 业绩情况 .....	7
图 12： 2017-2018 淘宝直播带货规模 .....	8
图 13： 直播带货平台有望持续爆发 .....	8

## 1. 居民更加注重勤洗手将带动洗涤用品持续增长

### 1.1 杀菌消毒型的洗护用品需求增长带动上游表活需求

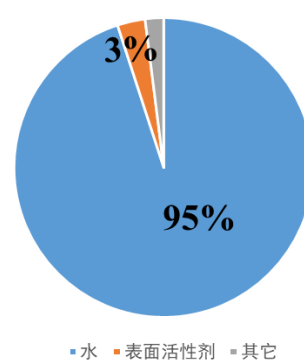
随着居民个人对于卫生防护的重视，“讲卫生，勤洗手，不让病毒身上留；戴口罩，遮鼻口，个人防护记心头；消毒液，调配比，戴上口罩和手套；喷一喷，抹一抹，做好消毒护全家”等标语深入人心，洗手液的需求量预计显著增长。

图1：某种洗手液的配方



资料来源：CNKI、东兴证券研究所

图2：某种消毒液的配方

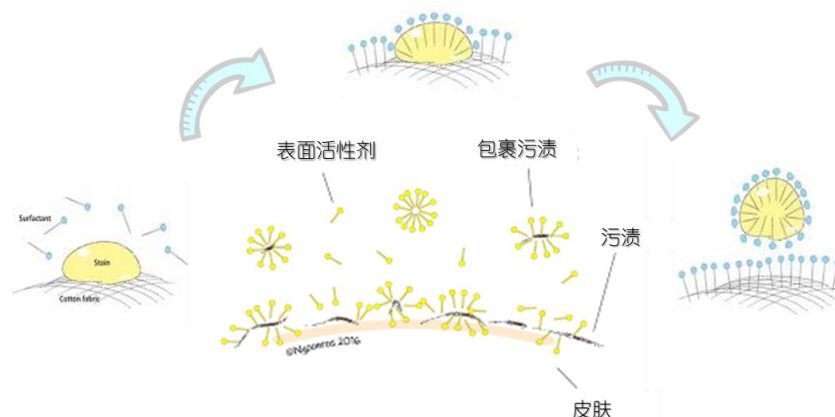


资料来源：CNKI、东兴证券研究所

赞宇科技的表面活性剂广泛应用于洗衣液、洗手液、洗洁精、洗发水、沐浴露、漂洗液、消毒液等日化洗护用品。洗手液和消毒液的主要成分中，占比最大的是水，其次就是表面活性剂。表面活性剂在学术上的定义为“溶于水能够显著降低水的表面能的物质”，顾名思义就是指能让油均匀混入水中也能让水均匀混入油中。此定义表明了其在洗手液和消毒液中的地位无法替代。

- ✚ 洗手液是一种以手部清洁为主的护肤清洁剂，通过机械摩擦和表面活性剂的作用，配合水流来清除手上的污垢和附着的细菌及病毒。只有当手上的细菌和病毒分散在水中才能达到清洁效果，而无论细菌还是病毒均为油溶性的、在水中溶解度很低，所以洗手液中必须加入表面活性剂以促使油水互溶，有些表面活性剂本身也具有杀菌消毒的作用。此外，洗手液还具有保湿护肤功能，配方中会加入甘油等以发挥洗完手后的保湿功能。
- ✚ 消毒液是液态的消毒剂，用于杀灭传播媒介上的病原微生物，使其达到无害化要求，将病原微生物消灭于人体之外。而消毒液的“消毒”成分很多都是水溶的，例如次氯酸、过氧化氢、酒精、表面活性剂等，需要在其中加入少量的表面活性剂来达到有效杀菌的效果。

图3：表面活性剂除污渍原理示意图



资料来源：Nyponros、东兴证券研究所

随着人们逐渐意识到个人卫生和防护的重要性，在洗手的过程中使用洗手液更像是一种不可逆的消费升级。伴随着洗手液的消费增长，其上游的表面活性剂未来需求端预计将显著增长。

## 1.2 公司是国内表面活性剂的领军企业

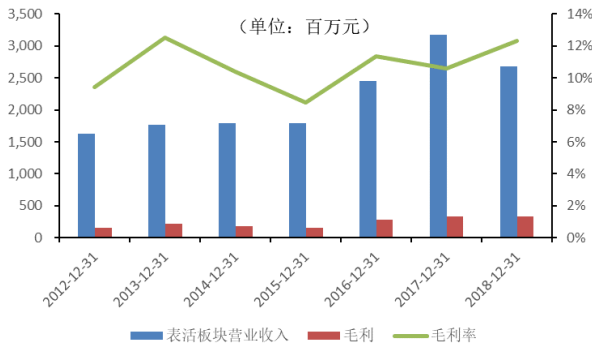
赞宇科技是集表面活性剂、日用化工及油脂化学品研发、产销为一体的化学品制造商。公司总部位于浙江省杭州市，主要经营日用化工、油脂化工、第三方检测、污水处理等业务，业务涵盖广。公司产品包括 AES、AOS、磺酸、MES 为代表的阴离子表面活性剂以及硬脂酸、脂肪酸、油酸为代表的油脂化工产品。公司预计市场占有率超过 30%，是表面活性剂领域的龙头。

表1：公司表面活性剂类产品介绍

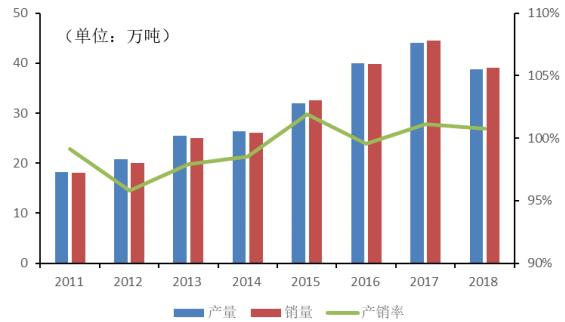
大类	小类	产品名称	应用领域
表面活性剂	阴离子	AES、AOS、磺酸、MES 等	主要应用于日用化工行业中洗涤剂、个人洗涤护理用品和工业硬表面清洗中，也可用于纺织印染、石油、选矿、建材、皮革、造纸、金属加工等行业，是名副其实的“工业味精”。
	非离子	6501、CMEA、SME 等	
	两性离子	CAB-30、CAO、BS-12 等	

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

公司表面活性剂板块在 2012 至 2017 年的营业收入和毛利润均保持良好的增长态势，年复合增长率分别为 14%和 17%，毛利率一直保持在 10%以上。由于行业内的无序竞争，此前表面活性剂产品的毛利率在整个化工品中均处于较低水平。2018 年公司表面活性剂类产品营收有所下降，主要是 2018 年日化业务调整为产品销售和客户来料加工两种模式，由于来料加工收入不包含材料成本，导致营业收入总额有所下降，但整体毛利水平及产品获利能力有所回升。

**图4: 公司表面活性剂板块营收、毛利及毛利率**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图5: 公司表面活性剂产品产量、销量及产销率**


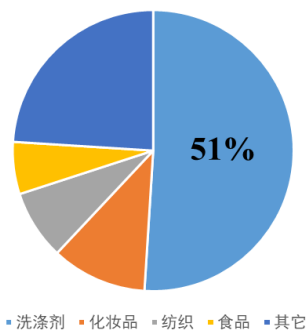
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**表2: 公司目前在建表面活性剂板块项目**

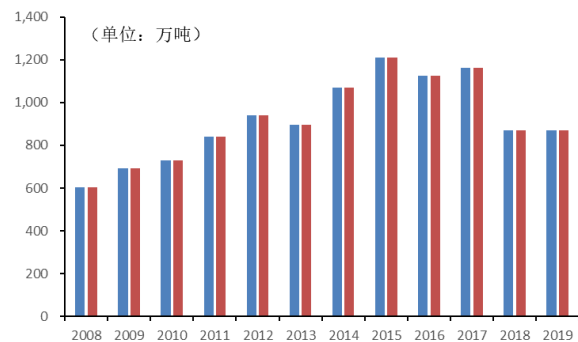
投资项目名称	期末账面价值(万元)
江苏 10 万吨洗涤用品项目	749.56
年产 12 万吨绿色表面活性剂项目	60.50
MES 技改项目	1784.57

资料来源: 公司报告, 东兴证券研究所

表面活性剂下游的主要产品是合成洗涤剂, 近两年总体产销量有所回落。下游需求端的回落, 叠加国内严苛的环保政策, 一大批中小企业被淘汰, 行业逐渐整合, 市场集中度逐步提高。在此期间, 公司作为行业领先企业, 一方面优化产品结构, 持续加大研发力度, 稳定和整体盈利水平; 另一方面利用专业化管理和规模效应不断降低生产成本, 持续提升公司毛利率。公司的表活板块虽在 2018 年营收较 2017 年有所下降, 但毛利率增加 2%。随着 2019 年下游市场的企稳, 公司预告 2019 年业绩有较大的增长, 可以预期公司在行业整合中会不断增加市占率, 对于行业话语权日益显著。

**图6: 2018 年表面活性剂下游占比**


资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

**图7: 2008-2019 洗涤剂产销量对比**


资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

## 2. 公司已从表面活性剂龙头晋级大油脂化工企业

除了深耕表面活性剂行业外，公司积极利用专业化工生产知识和原料采购渠道统一的优势，目前已经成功从表面活性剂龙头晋级为大油脂化工企业。表面活性剂是公司发展壮大的拳头产品，其主要原料为来自棕榈仁的棕榈仁油，这也是油脂化工的一个分支。基于专业知识和对于行业发展趋势的判断，公司积极向空间更为广阔的大油脂化工进军，通过在行业低点逆周期收购，以及技术赋能形式的升级改造，一举成为大油脂化工方面的领军企业之一。目前，公司的主要产品已经从表面活性剂进一步扩展到了硬脂酸和油酸等一系列油脂化工产品，产品的技术含量、精细化程度以及产品矩阵的复杂度均实现质变。

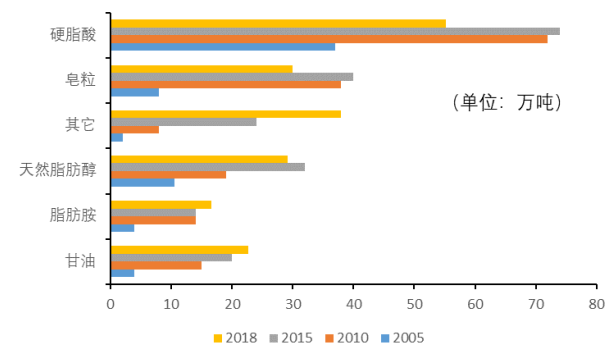
表3：2012 至今公司并购事件一览

日期	交易标的	交易总价值（万元）	标的方所属行业
2019-12-12	金马油脂 60%股权；维顿生物 65%股权；诚鑫化工 65%股权	19,657.00	特种化工
2019-06-24	杜库达 30%股权	18,256.00	多元化工
2019-06-24	出让南通凯塔 60%股权	10,507.00	特种化工
2018-08-24	韶关兴亚表面活性剂 100%股权	30.00	基础化工
2017-09-30	新天达美 73.815%的股权	70,742.20	环境与设施服务
2016-12-31	绿普化工 60%股权	3,360.00	特种基础化工
2016-03-22	杭州油化 13.1579%股权	2,535.00	基础化工
2015-12-12	浙江公正 70%股权；浙江宏正 75%股权	2,150.00	复合型公用事业
2015-11-25	杭环检测 70%股权	3,360.00	环境与设施服务
2015-05-14	杜库达 60%股权；南通凯塔 60%股权	69,500.00	特种化工
2012-02-02	杭州油脂化工有限公司 86.8421%股权	14,236.00	基础化工

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

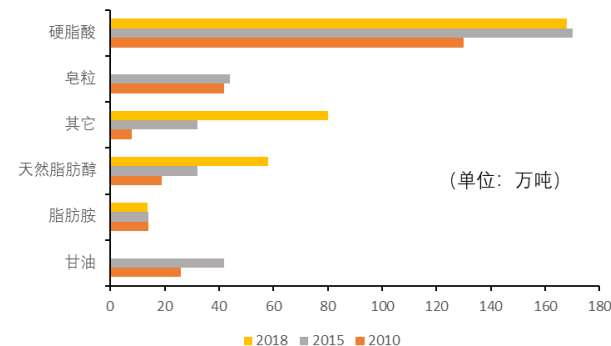
近年来，我国油脂化工行业处于洗牌期。2018年，中国洗协表委会统计的脂肪酸产品合计产量为 134.90 万 t，销量为 123.53 万 t，其中硬脂酸产量 55.18 万 t，占比 40.90%；海关方面，工业硬脂酸进口 33.97 万 t，其他脂肪酸类约合 43.29 万 t；整体不及 2015 年规模。近两年国内的油化行业受制于环保、原料、工艺等诸多因素限制，中小企业难以持续经营，市场集中度逐步提高，目前规模以上的油化企业在 10 家左右。

图8：我国主要油化产品产量



资料来源：中国油脂化工行业发展“十三五”规划，中国洗协表委会，东

图9：我国主要油化产品表现需求量

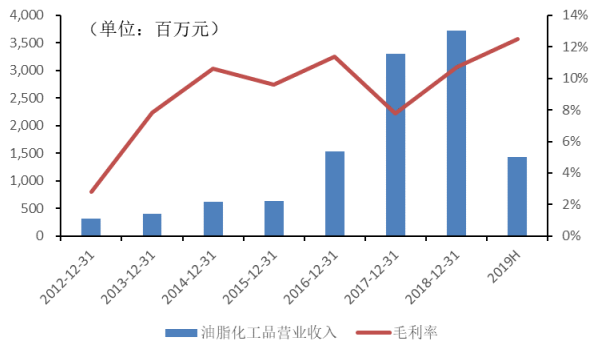


资料来源：中国油脂化工行业发展“十三五”规划，中国洗协表委会，东

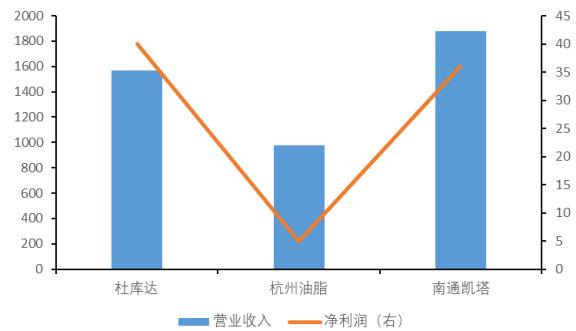
兴证券研究所

兴证券研究所

公司在油脂化工主要产品脂肪酸的产能上具有较大的规模优势,是国内领先油脂化工企业。2014-2018 年营收由 6.20 亿元增长至 37.23 亿元,毛利由 0.66 亿元增长至 3.99 亿元。2019 年 H1 实现营收 14.37 亿元,同比下降 23.65%,主要是因为响水爆炸案后安全检查的影响造成南通凯塔停产,实现毛利 1.80 亿元。

**图10: 油化板块营业收入有明显增长**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图11: 油化板块三家主要子公司 2018 业绩情况**


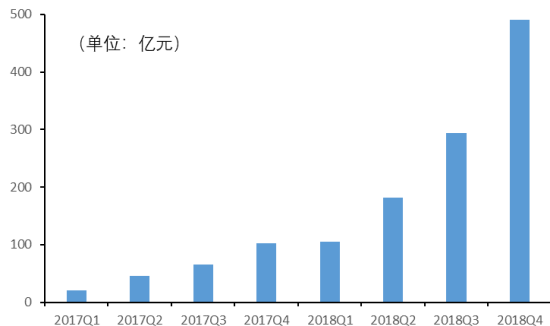
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

随着公司与双马化工关于南通凯塔与杜库达三年一期业绩承诺的结束,由于业绩承诺未达标,双马化工已向公司补偿 1.08 亿元。同时公司将持有的南通凯塔 60%股份全部转让并收购杜库达 30%股份。目前公司已拥有杜库达 90%的股权,杜库达设计产能为 45 万 t/年,但此前在双马化工的管理下,年产量仅在 30 万 t 上下。公司在 2019 年下半年完成了对杜库达的技改和管理提升,预计年产量可达到 40 万 t/年,其中约 1/2 产量用于进口到国内销售。随着印尼和马来西亚在出口关税方面的调整,杜库达原来已有的竞争优势更加突出,加之产能充分释放,因此杜库达工厂给公司带来的业绩提升将十分显著。随着子公司营业走上正轨后,行业整合的优势开始显现,有助于公司业绩持续增长。公司在扩大产能的同时,向油酸等产品拓展将为公司提供更好的发展契机,2019 年 12 月公司从浙江赞宇科地股权投资合伙企业(有限合伙)收购了金马油脂 60%股权、维顿生物 65%股权、诚鑫化工 65%股权,合并控制的植物系油酸、二聚酸、聚酰胺树脂产能也已居于相关细分行业龙头地位。

### 3. 日化产品消费属性提升, 公司顺势布局日化生产

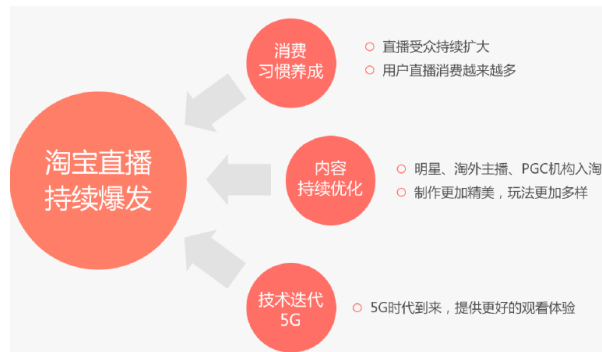
网红带货等新兴销售模式的兴起,使得相关公司深刻的认识到日化产品的消费属性重于其产品属性,因此预计更加聚焦销售环节,将生产环节进行专业化的分包,从而实现轻资产、快周期的生产模式。

图12：2017-2018 淘宝直播带货规模



资料来源：2019年淘宝直播生态发展趋势报告，东兴证券研究所

图13：直播带货平台有望持续爆发



资料来源：2019年淘宝直播生态发展趋势报告，东兴证券研究所

公司把握行业变革机遇，江苏镇江实施的“年产10万吨液体洗涤剂项目”已于2019年底建成投产，可为国内外品牌企业加工生产洗衣液、洗手液、洗洁精、洗发水、沐浴露、漂洗液、消毒液等日化洗护用品。在此基础上，公司在河南鹤壁大手笔打造高效协同的日化产业园，涵盖从上游原材料到终端产品的一体化生产，具有显著的规模优势、成本优势和技术优势，充分发挥出专业化工企业管理经营的能力，适应日化行业大势，有望乘势而起。

鹤壁基地项目的规划布局长远，以表面活性剂作为核心基础来规划，对于下游日化定位还是以加工OEM形式为主。本项目建设100万吨/年的中原日化生态产业园，分二期建设：

- 一期建设25万吨/年的表面活性剂（5t/h的磺化生产线4条，2万吨/年的CAB生产线条，3万吨/年的其他表面活性剂），50万吨/年的洗涤剂产品（含20万吨洗衣粉装置，30万吨液体洗涤剂装置），配套建设2万吨/年的K12和AOS喷粉装置各1条，5万吨/年的泡花碱生产装置1套；
- 二期建设25万吨/年油脂化学品生产等装置1套。
- 本项目总投资为20亿元。该项目采用了新的专利技术和工艺，产品竞争力更强。此外，公司深耕表面活性剂领域，对日化产品原料上具有优势，成本控制力强。目前宝洁、联合利华、蓝月亮、白猫等较大的日化企业都是公司重要客户，与公司后续合作的意向很强。该项目的投产值得期待。

## 盈利预测与评级

预计公司2019-2021年归母净利润分别为3.36、4.03和5.12亿元，对应EPS分别为0.79、0.95和1.21元，当前股价对应PE分别为12、10和8倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## 风险提示

新增产能建设低于预期；下游需求低于预期

**附表：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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	2717	2914	2849	2906	3021	<b>营业收入</b>	6908	7064	6807	8226	9571
货币资金	514	341	417	450	555	<b>营业成本</b>	6157	6121	5890	7090	8219
应收账款	526	517	508	608	711	营业税金及附加	15	20	17	22	25
其他应收款	124	465	448	542	630	营业费用	235	261	242	298	343
预付款项	105	79	51	15	-32	管理费用	243	165	191	211	257
存货	990	1033	971	1183	1363	财务费用	100	136	89	98	90
其他流动资产	103	41	95	-335	-679	研发费用	0	102	102	102	108
<b>非流动资产合计</b>	3652	4097	4145	4303	4445	资产减值损失	99.79	206.88	18.00	18.90	19.28
长期股权投资	208	244	244	244	244	公允价值变动收益	84.35	81.67	-0.80	15.00	12.00
固定资产	1799	1877	1946	2004	2053	投资净收益	33.69	125.16	138.00	35.00	35.00
无形资产	286	303	326	348	369	加: 其他收益	19.20	10.80	23.50	19.98	16.98
其他非流动资产	7	0	5	4	3	<b>营业利润</b>	193	270	395	440	558
<b>资产总计</b>	6369	7011	6994	7209	7466	营业外收入	0.16	1.17	0.62	0.68	0.75
<b>流动负债合计</b>	3123	3706	3533	3531	3540	营业外支出	4.26	1.89	22.80	2.08	2.29
短期借款	1152	1006	1133	836	562	<b>利润总额</b>	189	269	373	438	557
应付账款	961	1531	1526	1793	2079	所得税	31	61	19	20	23
预收款项	207	160	127	79	29	<b>净利润</b>	158	208	354	419	533
一年内到期的非流	13	110	140	140	140	少数股东损益	-2	30	18	16	21
<b>非流动负债合计</b>	518	434	472	616	742	归属母公司净利润	159	178	336	403	512
长期借款	379	300	400	520	655	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	3641	4140	4005	4147	4281	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	568	604	622	638	659	营业收入增长	58.42%	2.26%	-3.65%	20.85%	16.36%
实收资本(或股本)	422	423	423	423	423	营业利润增长	-3.15%	39.58%	46.48%	11.25%	26.92%
资本公积	1148	1167	1167	1167	1167	归属于母公司净利	5.03%	11.70%	88.93%	19.79%	27.00%
未分配利润	555	645	732	800	907	<b>盈利能力</b>					
归属母公司股东权	2160	2267	2367	2425	2525	毛利率(%)	10.87%	13.35%	13.47%	13.81%	14.13%
<b>负债和所有者权益</b>	6369	7011	6994	7209	7466	净利率(%)	2.28%	2.95%	5.21%	5.09%	5.57%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	2.50%	2.54%	4.81%	5.59%	6.86%
	单位: 百万元					ROE(%)	7.38%	7.85%	14.21%	16.62%	20.27%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	189	564	307	1088	1183	资产负债率(%)	57%	59%	57%	58%	57%
净利润	158	208	354	419	533	流动比率	0.87	0.79	0.81	0.82	0.85
折旧摊销	221.19	235.75	253.37	289.76	331.04	速动比率	0.55	0.51	0.53	0.49	0.47
财务费用	100	136	89	98	90	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	-275	8	9	-100	-103	总资产周转率	1.23	1.06	0.97	1.16	1.30
预收账款增加	-20	-48	-33	-48	-51	应收账款周转率	18	14	13	15	15
<b>投资活动现金流</b>	-836	-199	-133	-473	-444	应付账款周转率	7.51	5.67	4.45	4.96	4.94
公允价值变动收益	84	82	-1	15	12	<b>每股指标(元)</b>					
长期股权投资减少	0	0	104	-7	6	每股收益(最新摊)	0.38	0.43	0.79	0.95	1.21
投资收益	34	125	138	35	35	每股净现金流(最)	0.44	-0.42	0.18	0.08	0.25
<b>筹资活动现金流</b>	832	-543	-97	-581	-634	每股净资产(最新)	5.12	5.35	5.59	5.73	5.96
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	379	-79	100	120	135	P/E	28.05	24.79	13.42	11.20	8.82
普通股增加	5	1	0	0	0	P/B	2.08	1.99	1.91	1.86	1.79
资本公积增加	21	19	0	0	0	EV/EBITDA	10.78	8.75	7.88	6.74	5.43
<b>现金净增加额</b>	185	-178	77	33	105						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：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，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。

## 研究助理简介

### 薛阳

清华大学化学系硕士，在 Chemical Science 等期刊发表论文两篇，中国化学会会员。2019 年 7 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法律责任。

## 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。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526