

强于大市

化工行业周报 20210220

国际油价高位震荡，外盘推涨芳烃 PVC 价格

对行业总体景气度继续保持乐观判断，认为产品价格及企业盈利有望继续修复，尤其是春节后将迎来需求旺季，或将推动化工产品的新一轮涨价。

行业动态：

- 本周跟踪的 101 个化工品种中，共有 46 个品种价格上涨，6 个品种价格下跌，49 个品种价格稳定。涨幅前五的品种分别是苯乙烯、纯苯、醋酐、WTI 原油、涤纶短纤；跌幅前五的品种分别是液氯、DMF、盐酸、甲醇、二甲醚。
- 美国南部遭遇寒潮造成美国多达三分之一的原油产能关闭，本周初国际油价急涨至 13 个月来最高价位，WTI 一年来首次突破每桶 60 美元。不过据隆众资讯报道周四市场传言伊拉克 2 月上半月产量已经增加，沙特可能在下月会议上宣布停止单方面减产，尽管美国原油库存继续大幅度减少，国际油价仍然回落，周五 WTI 油价延续跌势，收于 59.04 美元/桶。
- 截止 2 月 19 日，苯乙烯 FOB 韩国收盘价在 1209 美元/吨，较春节前价格上涨 17.26%；CFR 中国收盘价在 1229 美元/吨，较春节前上涨 14.54%；FOB 鹿特丹收盘价在 1582.5 美元/吨，较春节前上涨 46.37%。欧美苯乙烯装置故障、停车检修，一方面提振当地苯乙烯市场价格，另一方面将促进中国大陆苯乙烯继续出口。加上 3-4 月份亚洲苯乙烯本身检修计划较为集中，预计中国大陆苯乙烯或将维持供应紧张。
- PVC 一季度全球供应保持紧张趋势，在中国农历新年假期期间，受不可抗力等因素影响，欧美 PVC 相关装置生产负荷再次下降，3 月份全球 PVC 原本供应紧张的局势继续收紧，引发市场看涨情绪增加。中国春节假期期间印度市场价格大涨超过 50 美元/吨，CFR 印度价格超过 1400 美元/吨，3 月交付的现货 PVC 价格在 1470 美元/吨。

投资建议：

- **本月观点：**对行业总体继续乐观，认为产品价格及企业盈利将继续修复，尤其是农历年后的旺季，或将迎来新一轮化工产品的涨价。2 月份看好与油价直接相关的早周期品种，如聚酯、粘胶、化肥等，及 2021 年成长性较为确定的部分新材料龙头。

中长期看，国内优秀龙头公司在建立某些产品在全国(乃至全球)竞争优势后，近年自产业链横向纵向延伸，涉足其他领域产品，降低单一产品周期大幅波动风险，向世界级优秀化工企业迈进。看好其穿越周期，走向全球的能力。长期推荐万华化学、华鲁恒升、新和成。

民营大炼化陆续投产，国内部分石化产品在全球产业链占比持续提升。推荐桐昆股份、卫星石化。关注：恒逸石化、荣盛石化、恒力石化等。

集中度提升，供给格局优化：一是**农药行业**龙头公司，推荐联化科技、利尔化学等。二是**减水剂行业**集中度提升，推荐苏博特。

自主可控，进口替代：一是电子化学品、关键新材料领域迎来发展良机。推荐万润股份、光威复材等，关注雅克科技、国瓷材料等。二是有能力进行进口替代或渗透率提升的方向。推荐皇马科技、金禾实业等。

本月金股：万华化学。

风险提示

- 1) 地缘政治因素变化引起油价大幅波动；2) 全球疫情形势出现变化。

相关研究报告

《化工行业周报 20210207：原油价格恢复至疫前水平，氨纶、尿素维持强势》 20210207

《化工行业周报 20210131：醋酸尿素涨幅居前，聚碳酸酯上游涨价》 20210131

《化工行业周报 20210124：多数化工品价格上涨，化纤板块继续强势》 20210124

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

证券分析师：余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

证券分析师：王海涛

(8610)66229353

haitao.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020002

联系人：曹擎

(8621)20328621

qing.cao_SH@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300120120046

目录

化工行业投资观点	4
本月观点	4
中长期投资建议	5
本月金股：万华化学。	5
本周关注	6
要闻摘录	6
重要公告	6
本周行业表现及产品价格变化分析	8
重点关注：	8
风险提示:	9
附录：	10
重点品种价差图	10

图表目录

图表 1. 近 4 年春节月份子行业涨跌幅.....	4
图表 2. 本周价格涨跌幅前五化工品	9
图表 3. 本周涨跌幅前五子行业	9
图表 4. 本周化工涨跌幅前五个股.....	9
附录图表 5. 电石法 PVC 价差 (单位: 元/吨)	10
附录图表 6. 煤头尿素价差 (单位: 元/吨)	10
附录图表 7. PTMEG 价差 (单位: 元/吨)	10
附录图表 8. TDI 价差 (单位: 元/吨)	10
附录图表 9. 报告中提及上市公司估值表.....	11

化工行业投资观点

本月观点

美国南部遭遇寒潮造成美国多达三分之一的原油产能关闭，本周初国际油价急涨至 13 个月来最高价位，WTI 一年来首次突破每桶 60 美元。不过据隆众资讯报道，周四市场传言伊拉克 2 月上半月产量已经增加，沙特可能在下月会议上宣布停止单方面减产，美国得州电力有望恢复供应，尽管美国原油库存继续大幅度减少，国际油价仍然回跌，周五国际油价延续跌势，WTI 收盘于 59.04 美元/桶。

对行业总体继续乐观，认为产品价格及企业盈利将继续修复，尤其是农历年后的旺季，或将迎来新一轮化工产品的涨价。2 月份看好与油价直接相关的早周期品种，如聚酯、粘胶、化肥等，及 2021 年增长性较为确定的部分新材料龙头。

2 月包含春节假期，受到疫情影响，一方面呼吁就地过年，居民消费与往年相比可能有一定区别；另一方面，依然存在较大部分工厂计划春节停工休假。物流停止、节前备货等以往春节期间的生产节奏预计仍然大概率将会保持。关注节后恢复情况。

图表 1. 近 4 年春节月份子行业涨跌幅

板块（申银万国行业分类）	2020 年 1 月	2019 年 2 月	2018 年 2 月	2017 年 1 月
改性塑料	12.68	18.33	(0.01)	(3.48)
民爆用品	7.71	24.04	(1.06)	(3.51)
氨纶	7.65	10.46	(0.78)	(1.08)
无机盐	6.97	18.84	3.39	(8.73)
其他橡胶制品	6.68	20.53	(1.72)	(5.49)
其他化学原料	5.04	24.86	(7.58)	(6.60)
日用化学产品	4.01	16.26	(2.03)	(1.22)
其他化学制品	3.69	18.89	(1.28)	(1.87)
其他纤维	3.64	18.19	(2.35)	0.79
涂料油漆油墨制造	2.78	22.51	(6.50)	(4.24)
合成革	2.34	27.95	0.05	7.60
氯碱	0.96	25.80	(4.99)	(4.98)
涤纶	(0.01)	13.76	0.87	(1.44)
其他塑料制品	(0.93)	38.68	(1.08)	(4.71)
轮胎	(1.76)	13.88	2.46	(7.22)
复合肥	(2.74)	15.31	(2.26)	(4.54)
石油加工	(2.97)	6.88	(9.66)	9.71
氟化工及制冷剂	(3.02)	18.11	(0.01)	0.39
玻纤	(3.46)	16.25	(3.20)	1.09
磷肥	(3.63)	17.22	(3.97)	(8.24)
石油贸易	(3.85)	18.80	(5.59)	5.33
农药	(3.89)	14.07	(1.44)	(3.83)
磷化工及磷酸盐	(3.90)	16.51	(11.54)	(11.59)
纯碱	(4.04)	18.95	(3.08)	0.54
粘胶	(4.25)	23.23	(5.05)	(1.13)
钾肥	(4.96)	18.69	(0.92)	(2.62)
纺织化学用品	(5.67)	15.74	(3.61)	0.17
聚氨酯	(6.80)	26.94	(0.24)	0.02
氮肥	(7.03)	16.40	(1.91)	(3.82)
维纶	(8.16)	27.94	(7.95)	1.48
炭黑	(12.16)	15.37	(4.47)	(0.16)

资料来源：万得，中银证券

中长期投资建议

国内优秀龙头公司在建立某些产品在全国(乃至全球)竞争优势后,近年自产业链横向纵向延伸,涉足其他领域产品,降低单一产品周期大幅波动风险,向世界级优秀化工企业迈进。看好其穿越周期,走向全球的能力。长期推荐万华化学、华鲁恒升、新和成。

民营大炼化陆续投产,国内部分石化产品在全球产业链占比持续提升。民营炼化项目工艺成本优势明显,业绩持续超预期。推荐桐昆股份、卫星石化。关注:恒逸石化、荣盛石化、恒力石化等。

集中度提升,供给格局优化:一是农药随着小企业的退出,行业龙头公司有较大的资本开支及多个投产扩产计划,未来行业集中度将持续提升。推荐联化科技、利尔化学等。需要指出的是,若2021年农产品价格持续走高,农化板块农药化肥以及棉花相关产品粘胶均有可能受益涨价。二是减水剂行业集中度提升,推荐苏博特。

自主可控,进口替代:一是电子化学品、关键新材料领域迎来发展良机。推荐万润股份、光威复材等,关注雅克科技、国瓷材料等。二是有能力进行进口替代或渗透率提升的方向。推荐皇马科技、金禾实业等。

本月金股:万华化学。

根据此前公司发布的业绩预告,预计2020年年度实现归属于上市公司股东的净利润为96亿元到101亿元,与上年同期相比,将减少5.3亿元到基本持平,同比减少5%到基本持平。测算其中四季度单季度实现归母净利润42.51-47.51亿元,单季度利润创历史新高。预计同比增长91%到113%,业绩超过此前预期。三季度末随着全球化工行业下游需求快速好转,部分地区需求快速增长,公司主要产品销量提升、销售价格上涨。以公司聚氨酯板块MDI价格为例,公司纯MDI2020年10-12月挂牌价分别为19800元/吨、28000元/吨、28000元/吨,而2019年同期则分别为21700元/吨、22000元/吨、22000元/吨,聚合MDI直销分销挂牌价同样同比环比均大幅提升。另一方面,随着油价上行及需求复苏,公司石化产品亦价格上涨,带来收入与盈利的大幅回暖。而从最新的MDI挂牌指导价来看,二月份挂牌价保持与一月一致,维持高位。

多个项目有序推进,竞争实力持续提升。近年公司依托丙烯为核心,发展丙烯酸及酯产业链、环氧丙烷等产业链,未来还将大力发展C2烯烃衍生物以及其他多个产品。2020年11月9日,公司100万吨乙烯装置成功产出合格乙烯产品,标志着公司聚氨酯产业链一体化——乙烯项目全部一次开车成功。此外,后续将持续推进尼龙-12、柠檬醛等项目的研发和产业化、四川眉山等其他基地的多个项目,项目完成后竞争实力进一步增强。

预计2020-2022年EPS分别为3.11元、4.59元、6.16元,当前对应PE为44.21倍、29.95倍、22.32倍,看好公司卓越的成本管控与运营能力,以及不断的技术创新,维持“买入”评级。

本周关注

要闻摘录

2月10日晚间，突然传来中国钾肥大合同达成的消息，消息一出即受到业内人士的重点关注。中方钾肥谈判小组与白俄罗斯钾肥公司（BPC）就2021年度钾肥进口合同价格达成一致，价格为247美元/吨CFR。较去年大合同签订价格上涨27美元/吨，此价格继续保持世界“价格洼地”的地位。

-----百川盈孚，2021.2.19

当地时间2月18日，世贸组织发布最新一期货物贸易晴雨表，读数显著提升至103.9。数据显示，全球货物贸易继三季度出现反弹后，四季度依旧保持强劲增长，与去年上半年急剧下降相比，全球货物贸易明显改善。集装箱运输和航空货运指数仍在上升，电子元件和原材料指数增长高于趋势。但增速已达峰值，出口订单和汽车产品等部分指数出现放缓迹象，变异新冠病毒也会给全球货物贸易造成压力，增速难以维持。

-----新浪网，2021.2.19

美国得克萨斯州和平原地区异常寒冷的天气使原油日产量减少了400万桶，天然气产量减少了210亿立方英尺。由于停电和严寒，得克萨斯州炼油商停止了大约五分之一的石油加工。不过随着电力和供水服务的缓慢恢复，该地区的企业于周五为重新启动生产做好准备。

-----隆众资讯，2021.2.20

2月19日上午，桓台县2021年春季重大项目集中开工活动暨山东清河化工科技有限公司双氧水法环氧丙烷装置及配套双氧水装置项目开工仪式在环氧丙烷项目现场隆重举行。项目总投资34.2亿元，目前已完成设备订货，现场已经展开桩基施工，计划5月份完成土建施工，10月份完成钢结构施工，年底达到中交条件。该项目采用国际先进的双氧水法环氧丙烷新工艺，主要建设30万吨/年环氧丙烷装置和配套的90万吨/年双氧水装置，是金诚石化以丙烯为依托，向高端聚醚产业链和高端聚烯烃新材料方向发展的关键项目。

-----隆众资讯，2021.2.20

重要公告

【恒逸石化】公司子公司海宁恒逸新材料有限公司建设的“年产100万吨差别化环保功能性纤维建设项目”第五套生产线D线（产能25万吨/年）相关配套工程已于近日投产，并正常产出合格品。D线产品以半消光FDY为主。项目第一套生产线G线（产能25万吨/年）及相关配套工程已于2020年2月23日建成投产，第二套生产线F线（产能12.5万吨/年）和第三套生产线C线（产能25万吨/年）及相关配套工程已于2020年10月12日建成投产，第四套生产线E线（产能12.5万吨/年）相关配套工程已于2020年11月16日建成投产，截止2月19日，海宁恒逸新材料有限公司“100万吨差别化环保功能性纤维项目”已完全投产，共投产产能100万吨。公司目前聚酯纤维（长丝和短纤）总产能达到725万吨。

【龙蟒佰利】公司全资子公司河南佰利新能源材料有限公司拟出资30,000万元人民币在河南省沁阳市成立河南龙佰新材料科技有限公司。本次非公开发行人民币普通股207,589,367股，发行价格为10.91元/股。公司通过募款及借款用于年产20万吨氯化法钛白粉生产线建设项目。

【华鲁恒升】公司精己二酸品质提升项目生产装置近日打通全部流程，生产出合格产品，进入试生产阶段。精己二酸品质提升项目以苯为原料，采用先进成熟的生产技术，建设 16.66 万吨/年己二酸生产装置，并配套环己醇装置以及相应公用工程。根据可行性研究报告测算，项目预计总投资 15.72 亿元，项目建设资金由公司自有资金和银行贷款解决。项目达产后，可年产 16.66 万吨己二酸。

【天铁股份】公司拟定增股票不超 1.02 亿股，募资不超 8.1 亿元用于年产 40 万平方米橡胶减振垫产品生产线建设项目等。

【国风塑业】公司拟投资建设电子级聚酰亚胺材料生产基地项目，总投资约 23.8 亿元。

本周行业表现及产品价格变化分析

本周跟踪的 101 个化工品种中，共有 46 个品种价格上涨，6 个品种价格下跌，49 个品种价格稳定。涨幅前五的品种分别是苯乙烯、纯苯、醋酐、WTI 原油、涤纶短纤；而跌幅前五的品种分别是液氯、DMF、盐酸、甲醇、二甲醚。

重点关注：

苯乙烯价格大涨

截止 2 月 19 日收盘苯乙烯 FOB 韩国收盘价在 1209 美元/吨，较春节前价格上调上涨 17.26%；CFR 中国收盘价在 1229 美元/吨，较春节前上涨 14.54%；FOB 鹿特丹收盘价在 1582.5 美元/吨，较春节前上涨 46.37%。

欧洲苯乙烯市场价格宽幅上涨。据隆众资讯了解，欧洲苯乙烯市场价格强势上涨的主要原因是当地供应减少，而需求依然强劲。2 月 11 日，欧洲某苯乙烯生产企业因装置故障宣布不可抗力，企业苯乙烯装置年产能在 68 万吨，该装置位于鹿特丹 Maasvlakte 港，是欧洲当地重要的苯乙烯供应商。企业产能占西欧苯乙烯总产能的 20%，且该装置并未有苯乙烯自有配套下游，产出产品全部外销。据市场消息，该装置将在近期尝试解决故障，但极有可能停车时间将持续 6-8 周。近期美国市场也同样面临供应收紧的局面，美国苯乙烯生产商 Cosmar 和 LyondellBasell 分别有 1 条线停车检修，产能占美国地区苯乙烯总产能的 25%。欧美苯乙烯装置故障、停车检修一方面提振当地苯乙烯市场价格，另一方面将促进中国大陆苯乙烯继续出口。加上 3-4 月份亚洲苯乙烯本身较为集中的检修计划，预计中国大陆苯乙烯或将维持供应紧张。

PVC 外盘大涨供应紧张

PVC 一季度全球供应保持紧张趋势，在中国农历新年假期期间，受不可抗力等影响，欧美 PVC 相关装置生产负荷再次下降，3 月份全球 PVC 原本供应紧张的局势继续收紧，引发市场看涨情绪增加，中国春节假期期间印度市场价格大涨超过 50 美元/吨，CFR 印度价格超过 1400 美元/吨，3 月交付的现货 PVC 价格在 1470 美元/吨 CFR 印度以下价格难以寻到。

涤纶短纤工厂库存低

本周涤纶短纤价格继续上涨，国内主流成交价格在 7100-7250 元/吨之间。国际原油价格上涨，且上游原料 PX 价格涨势强劲，成本面支撑偏强，PTA 及乙二醇期现货大幅上行，短纤期货突破上市以来新高，涤纶短纤企业报价普遍上涨 200-400 元/吨不等，现货市场成交重心继续走高，原料涨幅不及短纤市场价格，短纤企业的盈利水平大幅增加，因国内涤纶短纤装置检修较多，现货市场供应持续紧张，库存水平处于低位，持续负值，部分工厂甚至超卖 30-40 天。

尿素节后需求有望增长

节前，在国际价格持续上涨的支撑下国内价格挺价运行，下游积极备货，各企业预收尚可，待发量较大；节后，虽然春节期间供应大幅回升，日产高达 16 万吨左右，但随着农需的逐渐释放，以及下游板厂的陆续恢复，市场仍持积极态度，企业挺价意愿较浓。截止 2 月 19 日，小颗粒主流出厂报价 2160-2170 元/吨，主流成交价格 2150-2160 元/吨，大颗粒报价 2300 元/吨，短时看价格继续走涨概率较大。

图表 2. 本周价格涨跌幅前五化工品

产品	本周涨跌幅 (%)	月度变化 (%)	价差变化 (%)
苯乙烯	10.0	16.7	--
纯苯	6.1	9.6	--
醋酐	5.8	(0.3)	--
WTI 原油	3.5	11.4	--
涤纶短纤	3.3	7.4	8.2
二甲醚	(0.3)	(1.9)	--
甲醇	(0.3)	(2.7)	--
盐酸	(0.5)	(0.5)	--
DMF	(2.0)	22.2	(2.8)
液氯	(3.3)	(9.7)	--

资料来源: 百川盈孚, 万得, 中银证券

股价表现方面, 粘胶与氯碱板块依然维持强势; 而受到原油高位回落影响, 涤纶及纤维行业股价暂且走弱。

图表 3. 本周涨跌幅前五子行业

涨幅前五	涨幅 (%)	涨幅最高个股	跌幅前五	跌幅 (%)	跌幅最高个股
合成革	17.33	华峰超纤	其他纤维	(5.40)	光威复材
粘胶	12.09	新乡化纤	玻纤	(3.41)	中国巨石
氯碱	11.81	中泰化学	涤纶	(2.64)	恒力石化
纯碱	9.93	山东海化	日用化学品	(2.39)	珀莱雅
炭黑	8.34	黑猫股份	轮胎	(1.70)	玲珑轮胎

资料来源: 百川盈孚, 万得, 中银证券

图表 4. 本周化工涨跌幅前五个股

代码	简称	涨幅 (%)	代码	简称	跌幅 (%)
300839.SZ	博汇股份	22.56	688133.SH	泰坦科技	(15.13)
300325.SZ	ST 德威	21.31	002812.SZ	恩捷股份	(14.19)
600722.SH	金牛化工	21.12	300073.SZ	当升科技	(12.90)
605006.SH	山东玻纤	21.08	300699.SZ	光威复材	(11.91)
600589.SH	广东榕泰	20.99	603605.SH	珀莱雅	(11.08)

资料来源: 百川盈孚, 万得, 中银证券

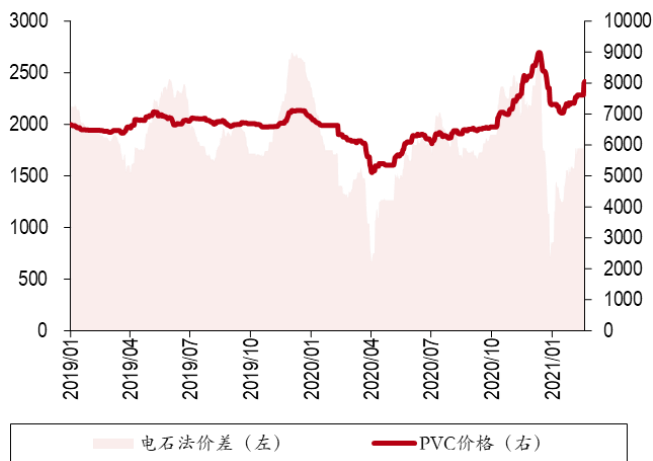
风险提示:

- 1) 地缘政治因素变化引起油价大幅波动;
- 2) 全球疫情形势出现变化。

附录:

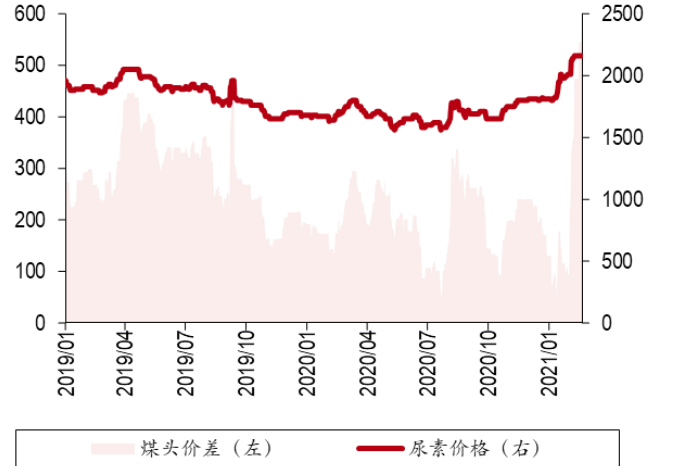
重点品种价差图

附录图表 5. 电石法 PVC 价差 (单位: 元/吨)



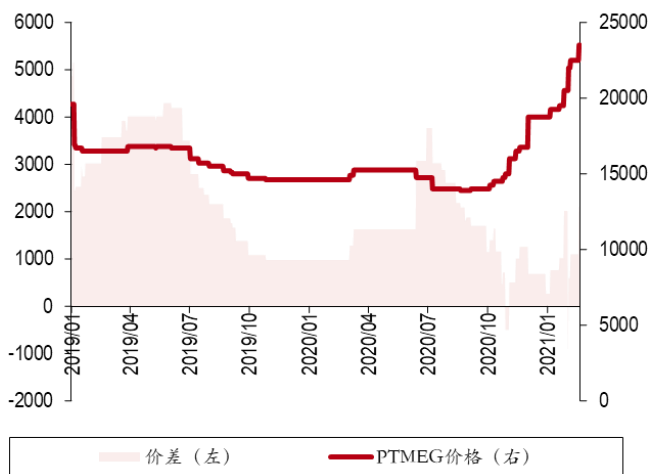
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

附录图表 6. 煤头尿素价差 (单位: 元/吨)



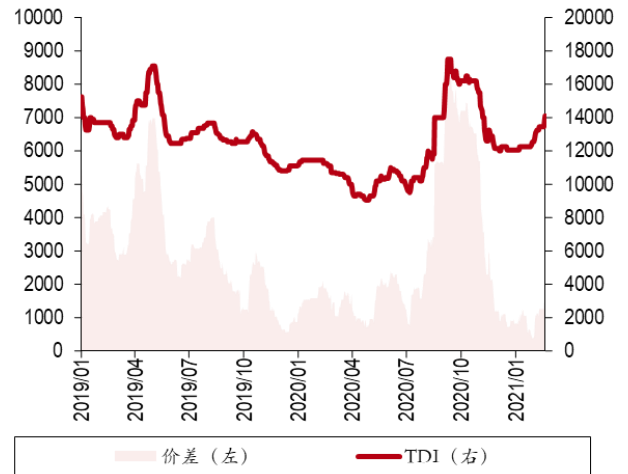
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

附录图表 7. PTMEG 价差 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

附录图表 8. TDI 价差 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

附录图表 9. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)			最新每股净 资产(元/股)
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002258.SZ	利尔化学	买入	30.25	158.63	0.59	1.17	1.34	50.98	25.85	22.57	6.82
002250.SZ	联化科技	买入	23.93	220.93	0.16	0.42	0.85	149.56	56.84	28.15	6.64
002001.SZ	新和成	买入	42.97	923.28	1.01	1.76	2.00	42.54	24.39	21.46	8.70
603916.SH	苏博特	买入	30.98	108.51	1.14	1.39	1.71	27.18	22.29	18.12	8.79
002643.SZ	万润股份	买入	22.30	202.74	0.56	0.61	0.73	39.82	36.74	30.55	5.45
300285.SZ	国瓷材料	未有评级	54.00	542.06	0.52	0.77	0.97	103.85	70.13	55.67	4.16
002409.SZ	雅克科技	未有评级	63.81	295.35	0.63	0.96	1.25	100.92	66.47	51.05	9.98
300699.SZ	光威复材	买入	79.73	413.28	1.01	1.18	1.53	78.94	67.57	52.11	6.78
603181.SH	皇马科技	买入	21.16	85.91	0.92	0.80	1.03	23.00	26.45	20.54	4.35
002597.SZ	金禾实业	买入	51.94	291.33	1.45	1.34	1.81	35.82	38.76	28.71	8.22
600426.SH	华鲁恒升	买入	48.61	790.72	1.51	1.11	1.59	32.23	43.79	30.57	9.20
601233.SH	桐昆股份	买入	27.55	630.21	1.57	1.61	2.03	17.55	17.09	13.60	10.66
002648.SZ	卫星石化	买入	46.00	563.75	1.20	1.32	2.34	38.33	34.85	19.66	9.32
600309.SH	万华化学	买入	137.48	4316.52	3.23	3.11	4.59	42.56	44.21	29.95	14.00
600346.SH	恒力石化	未有评级	44.03	3099.32	1.44	1.90	2.23	30.58	23.17	19.74	6.19
002493.SZ	荣盛石化	未有评级	42.20	2848.65	0.35	1.13	1.66	120.57	37.35	25.42	5.24
000703.SZ	恒逸石化	未有评级	17.75	653.49	1.13	1.17	1.44	15.71	15.17	12.33	6.81

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 2 月 19 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371