东兴证券 DONGXING SECURITIES

基础化工行业：2023年投资策略：行业景气回落，细分领域迎来机遇期

2022 年 11 月 28 日

看好/维持

基础化工 | 行业报告

分析师 | 刘宇卓 电话：010-66554030 邮箱：liuyuzhuo@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480516110002

投资摘要：

我国化工行业景气有所回落。2022 年上半年，在俄乌冲突以及国内疫情反复之下，化工产品的国内需求和出口需求均受到不利影响，但在高成本和供给刚性的支撑下，中国化工产品价格指数自年初至 2 季度末逐步走高，部分大宗属性较强的化工品体现出明显的景气行情。自 2 季度末大宗商品通胀见顶，大宗化工品景气向下，带动中国化工产品价格指数回落。综合对价格、需求、供给及库存等因素的讨论，我们认为，目前全球能源类成本处于高位，叠加需求短期承压，多数化工品盈利性较差。展望 2023 年，随着国内疫情防控措施及地产政策的调整，行业需求和库存的短期压力均有望得到缓解，化工行业的景气度有望边际回暖。

展望 2023 年，我们认为国内化工行业景气度有望边际回暖，但在短期内，当前化工产品价格高位回落、终端需求有所疲软的情况下，多数化工品的周期性投资难度加大，同时，我们认为部分化工品的行业竞争格局更为值得关注，其行业竞争格局将进入新阶段。因此，**我们建议重点关注以下三大投资方向：**

（1）下游需求偏刚性的农化类产品。化工行业主要下游领域包括地产、汽车、农业、纺服等，只有农业领域需求相对刚性。今年在其他下游需求领域低迷的背景下，农业领域需求较为稳定，农产品类大宗商品的价格指数维持在较高区间，此外国内外均有对“粮食安全”的需求，因此我们预计 2023 年农业领域的需求有望表现出比其他下游领域更强的确定性，带来农化产品较为坚挺的景气度。我们建议关注农化产品的投资机会，尤其是受周期性波动影响相对更小的农药公司。

（2）关注资本开支扩张和研发驱动成长的龙头企业。经历供给侧改革之后，国内化工行业的集中度已经有了较大的提升。未来，受到环保、安全、能耗等政策限制，化工行业资本开支向龙头集聚，投资方向主要是聚焦原有产品产能扩张、围绕产业链向下游高附加值产品延伸、或通过研发驱动向更多高壁垒的精细化学品和新材料领域拓展，一批优质的国内龙头公司市场份额有望继续增加。

（3）高端应用激活市场，高端材料的国产替代持续推进。5G、新型显示、生物医疗、自动控制等终端应用逐步进入规模化发展，催生了各类配套材料的发展机遇。我国在本土企业的不断发展与追赶中，将持续推进高端材料的国产替代。

投资策略：我们认为国内化工行业景气度有望边际回暖，但在短期内，多数化工品的周期性投资难度加大，，同时，我们认为部分化工品的行业竞争格局更为值得关注。我们建议重点关注：①下游需求偏刚性的农化类产品，推荐**扬农化工（农药）**；②资本开支扩张和研发驱动成长的龙头企业，推荐**华鲁恒升（资本开支驱动）、新和成（资本开支+研发驱动）**；③受益于国产替代持续推进的部分高端化工新材料，推荐**万润股份（显示材料）、国瓷材料（陶瓷材料）**。

风险提示：化工品需求大幅下滑；成本端原料价格大幅上涨；行业新增产能投放超预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS（元）				PE				PB	评级
	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	（MRQ）	
扬农化工	3.94	6.04	6.83	7.86	26.30	17.16	15.17	13.19	3.82	强烈推荐
华鲁恒升	3.43	3.66	4.02	4.53	9.22	8.64	7.87	6.98	2.57	强烈推荐
新和成	1.68	2.01	2.24	2.54	11.96	10.00	8.97	7.91	2.70	强烈推荐
万润股份	0.67	0.94	1.10	1.22	23.51	16.76	14.32	12.91	2.35	强烈推荐
国瓷材料	0.79	0.63	0.83	1.06	35.37	44.35	33.66	26.36	4.82	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 我国化工行业景气有所回落 3
1.1 化工品价格指数自 2 季度末回落 3
1.2 需求端：短期承压 3
1.2.1 国内制造业整体需求承压 3
1.2.2 出口增长回落 5
1.3 供给端：化工行业投资继续增长 6
1.4 库存端：仍处主动去库存阶段 7
2. 重点关注三大投资方向 8
2.1 下游需求偏刚性的农化产品 8
2.2 关注资本开支扩张和研发驱动成长的龙头企业 9
2.3 高端应用激活市场，高端材料的国产替代持续推进 11
3. 投资策略 15
4. 风险提示 16

插图目录

图 1： 中国化工产品价格指数仍处在较高水平 3
图 2： 中国化工制造业工业增加值 4
图 3： PMI 指数 4
图 4： 中国化工制造业出口交货值同比增速 5
图 5： 中国化工制造业固定资产投资同比增速 6
图 6： 中国化工制造业产能利用率 6
图 7： 中国化工行业库存同比增速 8
图 8： 能源类大宗商品价格指数 9
图 9： 农产品类大宗商品价格指数 9
图 10： 化肥价格指数 9
图 11： 农药价格指数 9
图 12： 2022 年前三季度化工行业资本开支超过 20 亿元的上市公司 10
图 13： 2022 年前三季度化工行业研发费用超过 4 亿元的上市公司 11
图 14： 中国化工新材料自给率 12
图 15： 半导体产业链相关的主要电子化工材料 13
图 16： 显示面板（LCD）产业链相关的主要电子化工材料 13
图 17： 显示面板（OLED）产业链相关的主要电子化工材料 14
图 18： 氧化锆陶瓷产业链 15

1. 我国化工行业景气有所回落

1.1 化工品价格指数自 2 季度末回落

2022 年上半年，在俄乌冲突以及国内疫情反复之下，化工产品的国内需求和出口需求均受到不利影响，但在高成本和供给刚性的支撑下，中国化工产品价格指数自年初至 2 季度末逐步走高，部分大宗属性较强的化工品体现出明显的景气行情。自 2 季度末大宗商品通胀见顶，大宗化工品景气向下，带动中国化工产品价格指数回落。

展望 2023 年，我们认为在成本端，短期内能源供应偏紧的状况难以得到有效缓解，全球能源价格有望继续处于高位；**在供给端，**目前化工行业的固定资产投资建设仍在持续，新产能有望陆续投放；**在需求端，**国内疫情防控措施的调整有望提振下游边际需求，**综合考虑，我们认为化工品价格指数可能在中枢震荡。**

图1：中国化工产品价格指数仍处在较高水平



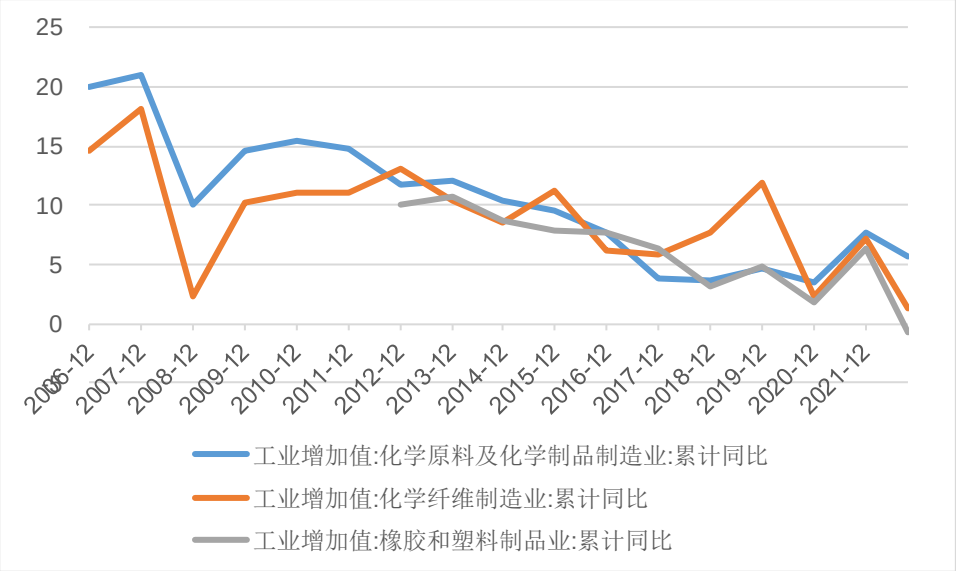
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.2 需求端：短期承压

1.2.1 国内制造业整体需求承压

2021 年国内制造业终端需求持续复苏，带动上游化工产品的需求持续提升。**但是 2022 年以来，受到国内疫情影响，叠加地产需求下滑，制造业需求下滑明显，大宗化工品内需承压。**截至 2022 年 10 月，我国化学原料及化学制品制造业工业增加值同比增长 5.6%（去年同期为 9.6%），化学纤维制造业工业增加值同比增长 1.2%（去年同期为 9.1%），橡胶和塑料制品业工业增加值同比增长-0.8%（去年同期为 8.1%）。

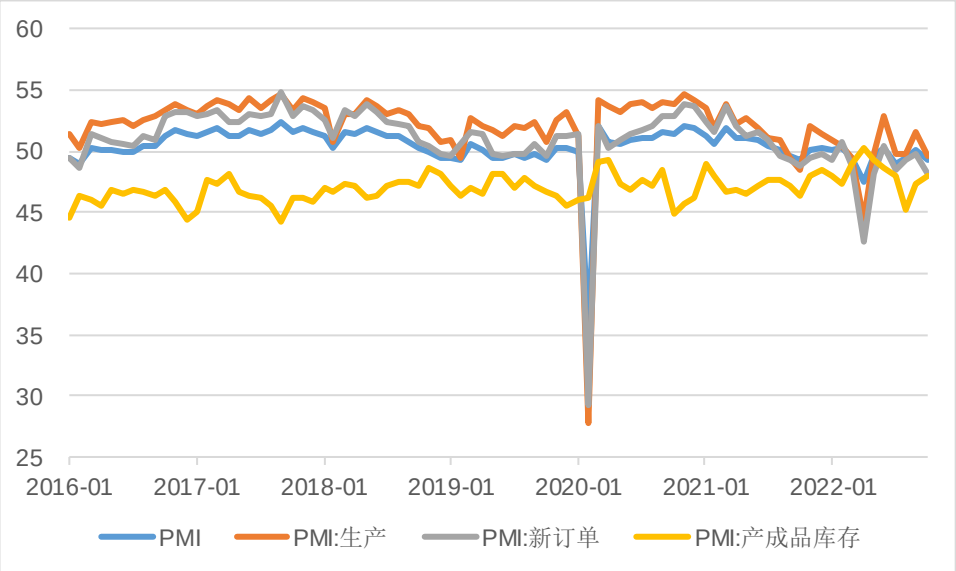
图 2：中国化工制造业工业增加值



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

短期来看，10 月份国内疫情持续反复，多地生产受到影响，**需求有所回落，PMI 指数重回收缩**，为 49.2%，其中 PMI 生产指数为 49.6%，PMI 新订单指数为 48.1%，显示制造业总体需求短期承压。

图 3：PMI 指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

展望 2023 年，我们认为，随着国内疫情政策的调整，叠加地产预期边际改善，国内制造业需求有望逐步复苏，将有效支撑上游化工品的需求。

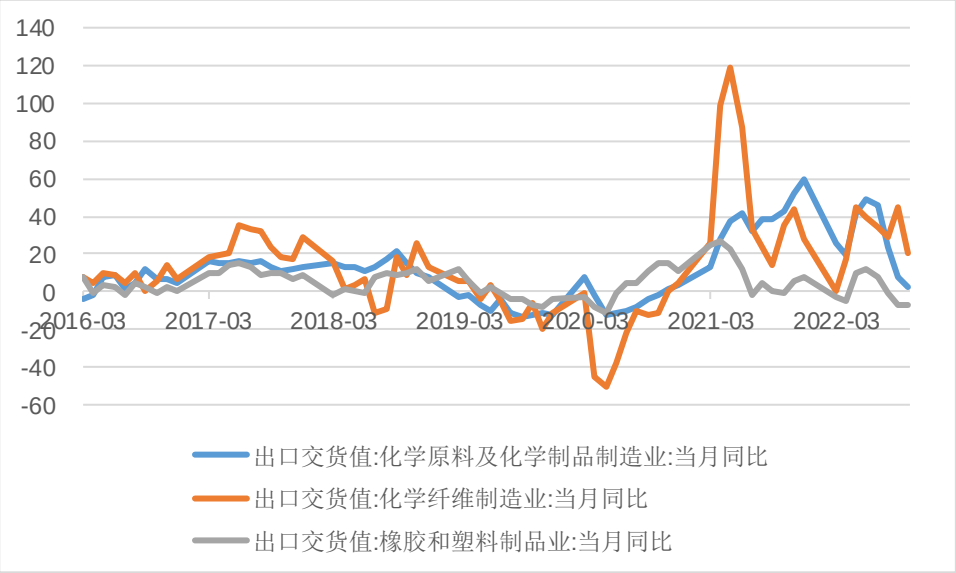
1.2.2 出口增长回落

中国是全球最重要的化工产品出口国之一，受益于国内较为完善的产业链和基础工业体系，中国化工品供应链优势较为突出，2021 年以来出口增长较为强劲，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业的出口交货值同比增长较好。

2022 年以来，受到海外经济衰退预期、以及国内疫情反复等因素影响，我国化工业出口交货值增速有所回落，化学原料及化学制品制造业出口交货值同比增速从 2021 年 12 月的 59.9%回落至 2022 年 10 月的 2.5%，化学纤维制造业出口交货值同比增速从 2021 年 12 月的 28.1%回落至 2022 年 10 月的 20.1%，橡胶和塑料制品业出口交货值同比增速从 2021 年 12 月的 7.7%回落至 2022 年 10 月的-7.0%。

展望 2023 年，我们认为，随着国内外疫情影响逐步缓解，我国化工业供应链优势有望恢复，有望带动我国化工品出口重回增长。同时，我们也看到，受天然气供应短缺影响，欧洲能源成本或将继续维持在高位，对于能源密集型的基础化工品，国内相关产品的出口竞争力有望得到支撑。

图 4：中国化工制造业出口交货值同比增速



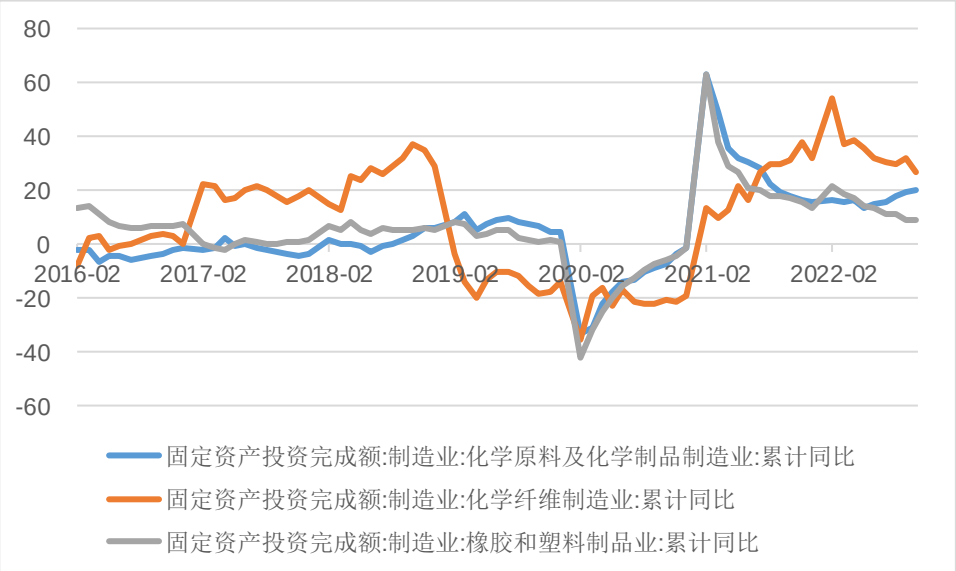
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.3 供给端：化工行业投资继续增长

2021 年以来，疫情的不利影响逐步减弱，国内化工行业固定资产投资完成额较 2020 年大幅反弹。2021 年我国化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比增长 15.7%，化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比增长 53.9%，橡胶和塑料制品业固定资产投资完成额累计同比增长 21.9%。

2022 年化工行业固定资产投资继续增长。2021 年末的中央经济工作会议提出，能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变，不再将新增可再生能源和原料用能纳入能源消费总量控制。**此后，部分化工项目投资审批有所放松。**2022 年前 10 个月，我国化工行业固定资产投资完成额增速较上半年有所恢复，目前与 2021 年同期的水平基本持平。具体来看，2022 年 10 月我国化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比增长 20.4%（去年同期为 17.8%，今年 2 季度末为 15.1%），化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比增长 27.0%（去年同期为 31.3%，今年 2 季度末为 31.9%），但橡胶和塑料制品业固定资产投资完成额累计增速有所降低，同比增长 8.6%（去年同期为 17%，今年 2 季度末为 13.7%）。

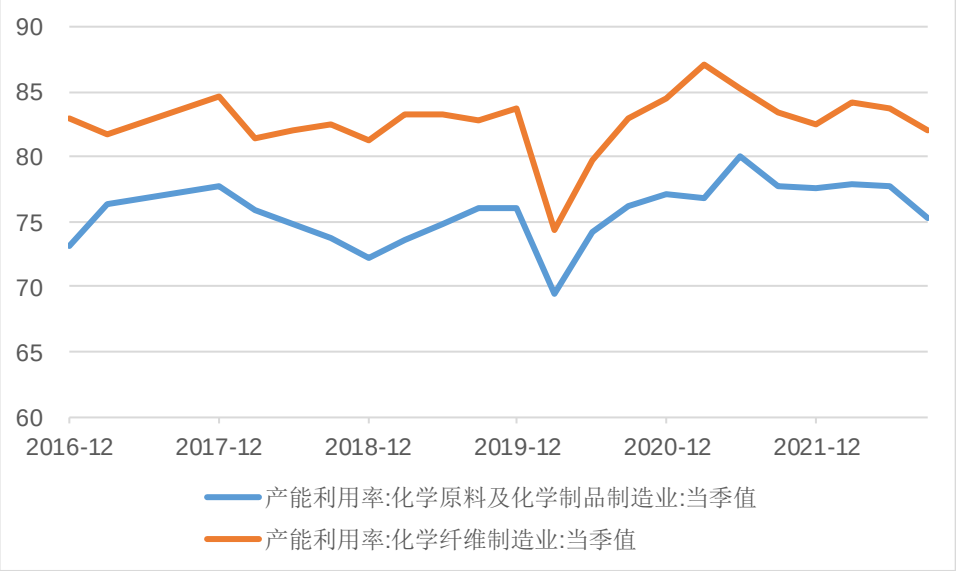
图5：中国化工制造业固定资产投资同比增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

从产能利用率来看，我国化工行业产能利用率近期维持在 80%左右的较高水平，说明行业供给端缺乏足够的弹性。

图6：中国化工制造业产能利用率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

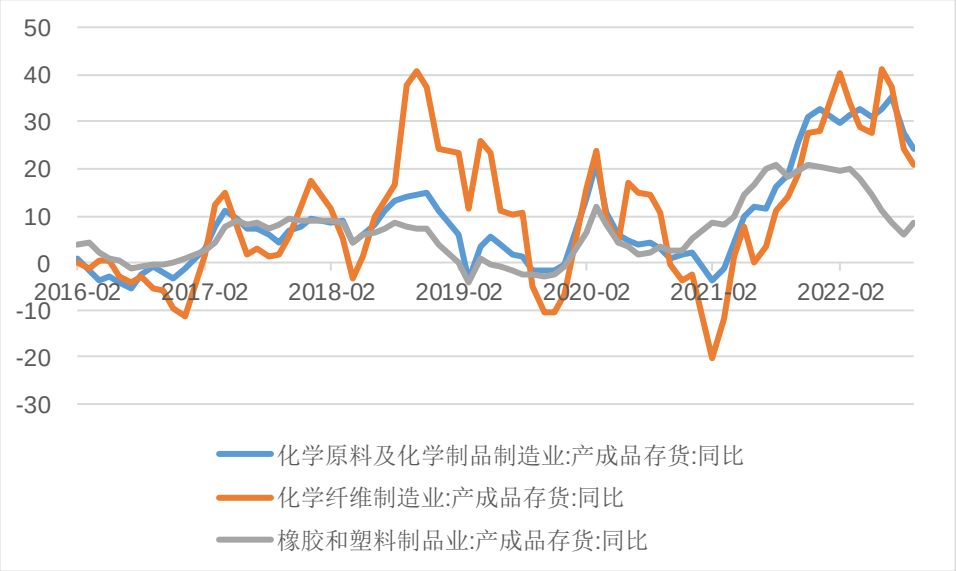
展望 2023 年，我们认为，化工行业的供给或继续维持刚性，供应端偏紧的状态有望持续。

1.4 库存端：仍处主动去库存阶段

目前仍处于主动去库存阶段。2021 年随着终端制造业需求的持续恢复，叠加上游资源品价格的持续上涨，国内化工行业处于持续补库存阶段，至 2022 年 1 季度行业库存水平已经达到历史同期较高的水平。进入 2 季度以来，在上游资源品价格高位、以及需求低迷的背景下，国内化工行业产成品存货在前期持续被动积累的情形下，存在去库存的压力，目前处于主动去库存的阶段。截至 2022 年 9 月，主要化工品类的产成品库存水平较今年年初水平已有大幅的回落。

展望 2023 年，我们认为，随着国内制造业及出口需求的逐步恢复，国内化工品库存有望得到部分消化，叠加目前库存已有所回落，未来库存收缩至合理区间后预计有望减轻化工品价格下行的压力。

图7：中国化工行业库存同比增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

综合以上对价格、需求、供给及库存等因素的讨论，我们认为，目前全球能源类成本处于高位，叠加需求短期承压，多数化工品盈利性较差。展望 2023 年，随着国内疫情防控措施及地产政策的调整，行业需求和库存的短期压力均有望得到缓解，化工行业的景气度有望边际回暖。

2. 重点关注三大投资方向

展望 2023 年，我们认为国内化工行业景气度有望边际回暖，但在短期内，当前化工产品价格高位回落、终端需求有所疲软的情况下，多数化工品的周期性投资难度加大，同时，我们认为部分化工品的行业竞争格局更为值得关注，其行业竞争格局将进入新阶段。

我们建议重点关注：①下游需求偏刚性的农化类产品；②资本开支扩张和研发驱动成长的龙头企业；③受益于国产替代持续推进的部分高端化工新材料。

2.1 下游需求偏刚性的农化产品

化工行业主要下游领域包括地产、汽车、农业、纺服等，只有农业领域需求相对刚性。今年在其他下游需求领域低迷的背景下，农业领域需求较为稳定，农产品类大宗商品的价格指数维持在较高区间，此外国内外均有对“粮食安全”的需求，因此我们预计 2023 年农业领域的需求有望表现出比其他下游领域更强的确定性，带来农化产品较为坚挺的景气度。**我们建议关注农化产品的投资机会，尤其是受周期性波动影响相对更小的农药公司。**

图8：能源类大宗商品价格指数



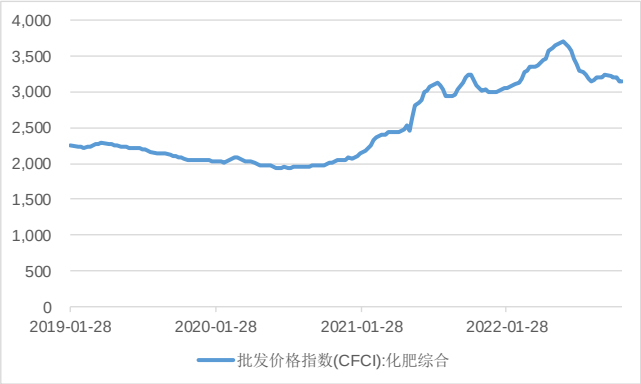
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：农产品类大宗商品价格指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：化肥价格指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：农药价格指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.2 关注资本开支扩张和研发驱动成长的龙头企业

经历供给侧改革之后，国内化工行业的集中度已经有了较大的提升。未来，受到环保、安全、能耗等政策限制，化工行业资本开支向龙头集聚，投资方向主要是聚焦原有产品产能扩张、围绕产业链向下游高附加值产品延伸、或通过研发驱动向更多高壁垒的精细化学品和新材料领域拓展，一批优质的国内龙头公司市场份额有望继续增加。

根据最新披露的业绩数据，2022 年前三季度化工行业上市公司资本开支仍由万华化学和几家民营大炼化企业为主导，资本开支超过 100 亿元的上市公司有 5 家企业，包括荣盛石化、东方盛虹、万华化学、恒力石化和桐昆股份；此外进入资本开支密集阶段的企业还包括宝丰能源、合盛硅业、中化国际、新奥股份、金发科技、恩捷股份、华鲁恒升、新凤鸣等。

2022 年前三季度化工行业上市公司研发费用超过 30 亿元的企业有 2 家，包括荣盛石化和万华化学；研发费用超过 10 亿元的企业包括桐昆股份、金发科技、卫星化学、鲁西化工、华峰化学、恒力石化、龙佰集团等。

图12：2022 年前三季度化工行业资本开支超过 20 亿元的上市公司

证券代码	证券简称	2022年前三季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）
002493.SZ	荣盛石化	234.16
000301.SZ	东方盛虹	218.38
600309.SH	万华化学	211.04
600346.SH	恒力石化	183.57
601233.SH	桐昆股份	111.38
000709.SZ	河钢股份	90.86
600989.SH	宝丰能源	72.58
603260.SH	合盛硅业	68.60
600500.SH	中化国际	59.48
600803.SH	新奥股份	58.61
600143.SH	金发科技	53.05
600176.SH	中国巨石	51.01
002812.SZ	恩捷股份	46.58
600426.SH	华鲁恒升	46.14
603225.SH	新凤鸣	44.06
600623.SH	华谊集团	43.99
900909.SH	华谊B股	43.99
600884.SH	杉杉股份	38.99
002092.SZ	中泰化学	35.90
002221.SZ	东华能源	35.74
000830.SZ	鲁西化工	30.19
002408.SZ	齐翔腾达	30.02
002001.SZ	新和成	28.95
002080.SZ	中材科技	27.60
002601.SZ	龙佰集团	27.30
600777.SH	新潮能源	26.73
688005.SH	容百科技	26.50
601966.SH	玲珑轮胎	26.35
600096.SH	云天化	25.65
002709.SZ	天赐材料	24.42
000703.SZ	恒逸石化	24.17
300769.SZ	德方纳米	24.14
000683.SZ	远兴能源	22.57
600985.SH	淮北矿业	21.61
000039.SZ	中集集团	20.97
601058.SH	赛轮轮胎	20.90

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：2022年前三季度化工行业研发费用超过4亿元的上市公司

证券代码	证券简称	2022年前三季度研发费用（亿元）
002493.SZ	荣盛石化	39.15
600309.SH	万华化学	31.68
601233.SH	桐昆股份	14.60
600143.SH	金发科技	14.55
002648.SZ	卫星化学	10.91
000830.SZ	鲁西化工	10.41
002064.SZ	华峰化学	10.26
600346.SH	恒力石化	10.19
002601.SZ	龙佰集团	10.10
600500.SH	中化国际	9.74
002080.SZ	中材科技	9.61
601966.SH	玲珑轮胎	9.34
603225.SH	新凤鸣	9.15
600141.SH	兴发集团	8.62
600623.SH	华谊集团	7.82
300919.SZ	中伟股份	7.69
000422.SZ	湖北宜化	7.11
000703.SZ	恒逸石化	6.87
600160.SH	巨化股份	6.54
600352.SH	浙江龙盛	6.53
600458.SH	时代新材	6.22
002408.SZ	齐翔腾达	5.79
600596.SH	新安股份	5.72
603260.SH	合盛硅业	5.55
600176.SH	中国巨石	5.52
600378.SH	昊华科技	5.43
000553.SZ	安道麦A	5.01
600810.SH	神马股份	4.95
601058.SH	赛轮轮胎	4.81
601216.SH	君正集团	4.38
000301.SZ	东方盛虹	4.27
601163.SH	三角轮胎	4.27
600277.SH	亿利洁能	4.11
002812.SZ	恩捷股份	4.09

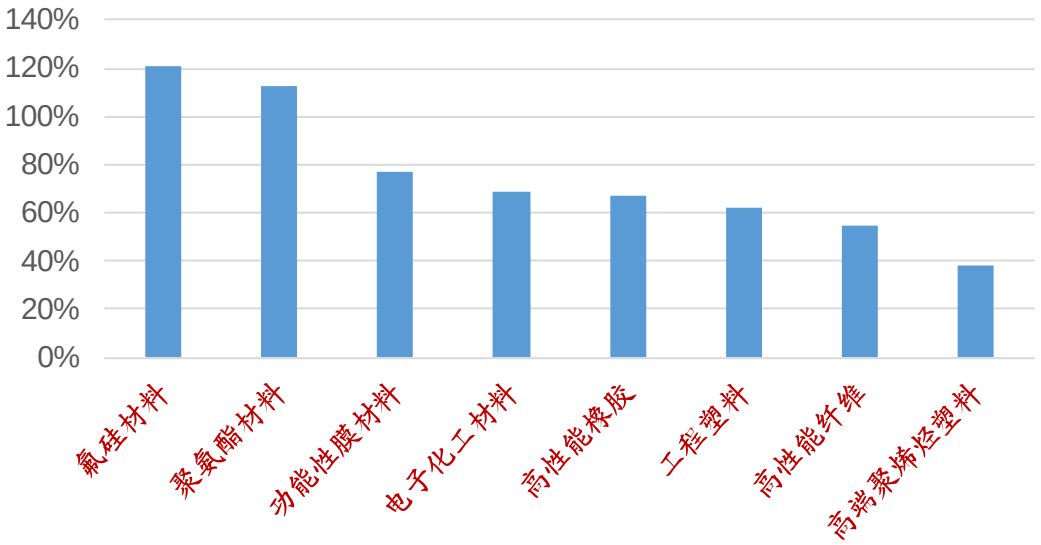
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.3 高端应用激活市场，高端材料的国产替代持续推进

5G、新型显示、生物医疗、自动控制等终端应用逐步进入规模化发展，催生了各类配套材料的发展机遇。我国在相关本土企业的不断发展与追赶中，将持续推进高端材料的国产替代。

部分高端材料仍处于“卡脖子”状态。功能性膜材料、电子化工材料、高性能橡胶、工程塑料、高性能纤维、高端聚烯烃塑料等化工新材料目前自给率较低，部分高端产品存在结构性短缺。

图14：中国化工新材料自给率

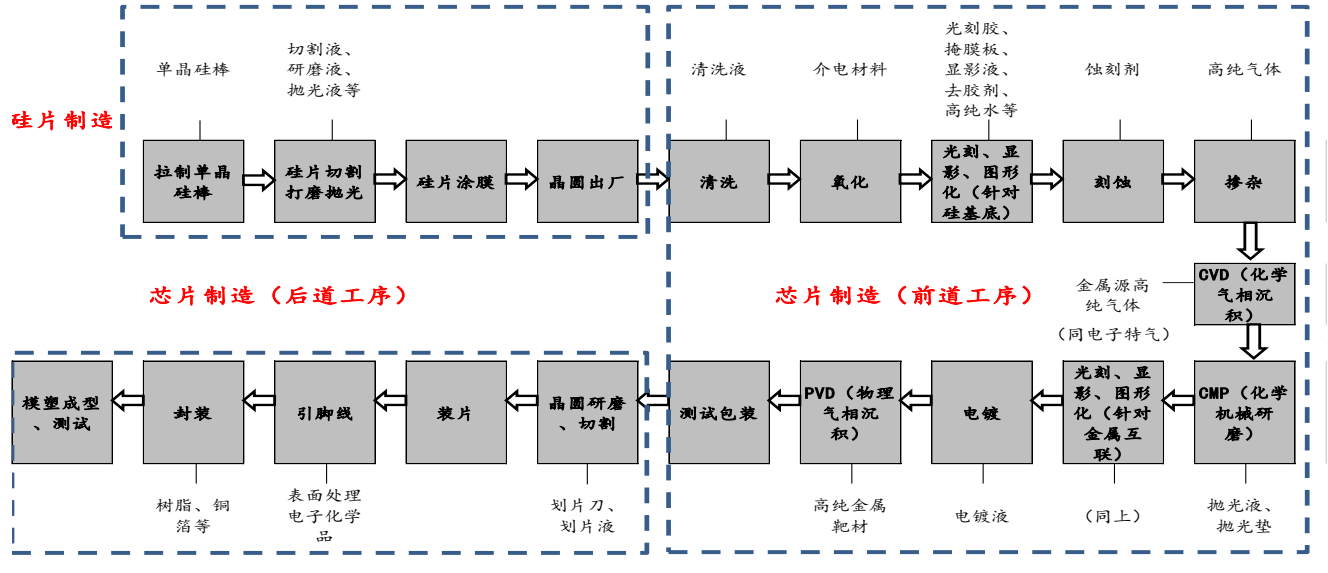


资料来源：张丽《化工新材料补短板路径研究》，东兴证券研究所

随着半导体、5G、新型显示等终端领域的发展，以电子化工材料为代表的化工新材料迎来国产替代机遇期。目前正处于国内第三次进口替代（电子信息产业的进口替代）的浪潮中，半导体、显示面板等电子产业链持续向中国转移，中国电子产业市场规模急剧扩张，我国已成为全球最大的半导体生产国家、液晶面板出货量最大的国家，且未来几年全球的半导体、显示面板新增产能主要集中在中国，中国电子元器件的国产化率将大幅提升。但与此同时，上游原材料受制于人的局面亟待改变，部分高端电子化工材料的供应仍以外资企业为主，国产替代需求迫切。

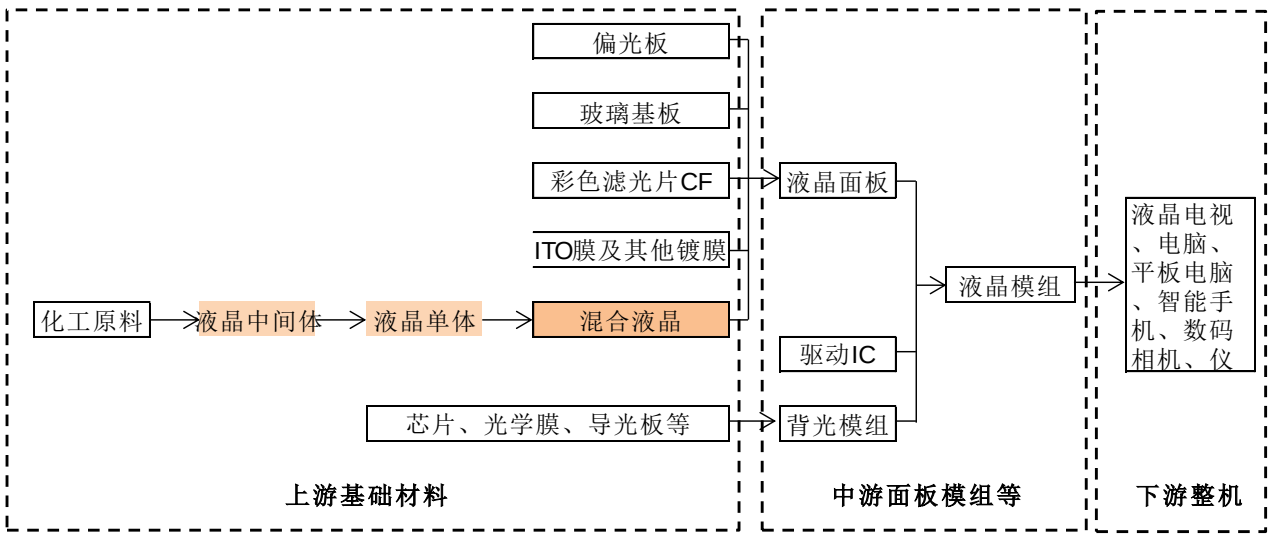
一批本土企业经过多年的技术积累，在部分电子化工材料领域已经实现了技术突破，目前已打入部分国产下游芯片及显示面板的供应链体系中。目前国内本土企业在显示面板材料，尤其是 LCD 材料的研发与制造方面，已实现了较高比例的国产替代，但是在部分高端的 OLED 材料及芯片及电子化工材料的研发与制造方面，仍与国外领先企业有较大的差距。我们认为，随着目前已实现国产替代的电子化工材料的品质及稳定性不断优化升级，并与下游国内客户深度绑定，这部分材料国产替代的比例有望不断增加；对于部分国产化率较低的高端材料，随着本土企业不断的研发投入、技术的不断突破，未来也有望实现“从零到一”的国产替代突破。

图15：半导体产业链相关的主要电子化工材料



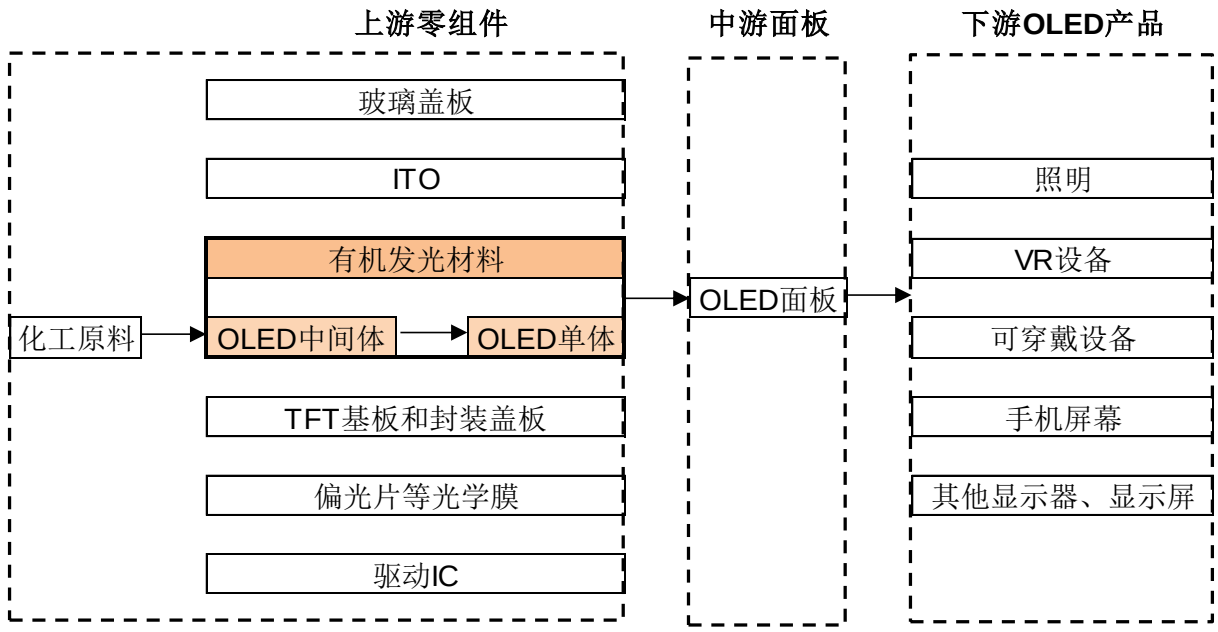
资料来源：东兴证券研究所

图16：显示面板（LCD）产业链相关的主要电子化工材料



资料来源：东兴证券研究所

图17：显示面板（OLED）产业链相关的主要电子化工材料



资料来源：东兴证券研究所

随着生物医疗等新兴领域的应用逐步打开，以陶瓷材料为代表的高端化工新材料有望迎来广阔的发展空间。

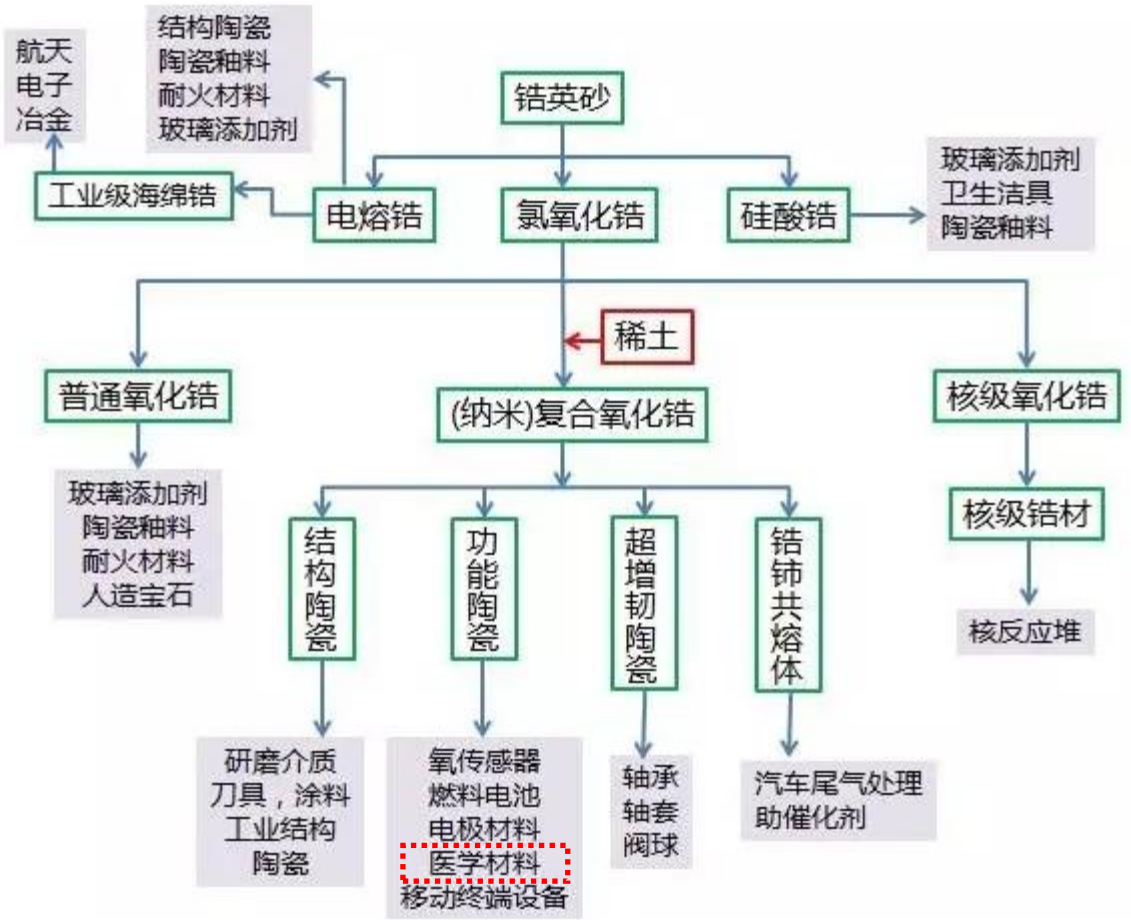
陶瓷材料应用领域较为广泛，目前已经在工业、电子、医疗等领域实现了大规模应用。在各类陶瓷材料中，氧化锆是一类重要的陶瓷材料，其中，**普通氧化锆**可用作压电陶瓷制品（如滤波器、扬声器、超声波水声探测器等）、日用陶瓷（工业陶瓷釉药）、贵重金属熔炼用的锆砖及锆管等；**纳米级氧化锆**可用作抛光剂、磨粒、压电陶瓷、精密陶瓷、陶瓷釉料和高温颜料等的基质材料，在中高端市场应用较多。

我们认为，传统工业领域对陶瓷材料的需求较为稳定，新增需求较为有限；而以生物医疗等为代表的新兴应用领域将会为纳米级陶瓷材料带来广阔的增量发展空间，预计将成为打开中高端陶瓷材料应用市场的新引擎。

例如，在生物医疗领域，目前纳米级中高端陶瓷材料的应用范围也在逐步扩大，现可应用于人工骨、人工关节、人工齿根、骨充填材料、骨置换材料、骨结合材料，还可应用于人造心脏瓣膜、人工肌腱、人工血管、人工气管，经皮引线可应用于体内医学监测等。未来随着技术进一步成熟，纳米级陶瓷材料还将在更多领域实现广泛应用。

国内陶瓷材料核心技术的突破提供了进口替代的前提。陶瓷材料制造的核心技术在于对纯度、颗粒大小和形状的精准控制，相关的纳米分散制造技术和工艺具有很高的门槛。由于水热法对于工艺的要求很高，诸多设备需要生产企业凭借对于材料合成的深刻理解自行设计、改装和定制，并配套以精细化的管理，因此目前世界上只有三家企业依靠水热法进行电子陶瓷粉料的规模化生产。国内企业已经实现水热法工艺的规模化生产。国内以国瓷材料为主的企业不但突破了水热法的技术壁垒，而且进一步优化了生产工艺，具有明显的成本优势，产品性价比极高，在中低端 MLCC 陶瓷粉体领域逐渐实现了国产化替代。此外，我们预计随着国内本土企业技术的不断积累，部分中高端陶瓷材料的国产替代也有望实现突破。

图18：氧化锆陶瓷产业链



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

3. 投资策略

展望2023年，我们认为国内化工行业景气度有望边际回暖，但在短期内，当前化工产品价格高位回落、终端需求有所疲软的情况下，多数化工品的周期性投资难度加大，同时，我们认为部分化工品的行业竞争格局更为值得关注，其行业竞争格局将进入新阶段。

我们建议重点关注：①下游需求偏刚性的农化类产品，推荐**扬农化工（农药）**；②资本开支扩张和研发驱动成长的龙头企业，推荐**华鲁恒升（资本开支驱动）、新和成（资本开支+研发驱动）**；③受益于国产替代持续推进的部分高端化工新材料，推荐**万润股份（显示材料）、国瓷材料（陶瓷材料）**。

4. 风险提示

化工品需求大幅下滑；成本端原料价格大幅上涨；行业新增产能投放超预期。

分析师简介

刘宇卓

9 年化工行业研究经验。曾任职中金公司研究部。加入东兴证券以来获得多项荣誉，包括 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2016、2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名等。

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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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

上海
虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层
邮编：200082

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526