

# 百川化工 (002455) 精细化工

## 醋酸丁酯、偏苯三酸酐产品具备规模优势

2010 年 07 月 16 日

投资评级	公司评级	收盘价	元
------	------	-----	---

### 投资要点：

公司主要业务是醋酸丁酯、偏苯三酸酐、绝缘漆的生产与销售，是醋酸丁酯、偏苯三酸酐产品具备规模优势的龙头企业。目前公司醋酸丁酯产能10万吨/年，市场占有率为30%左右；偏苯三酸酐产能1万吨，市场占有率为20%。

醋酸丁酯是优良的有机溶剂，被广泛应用于涂料、油漆工业。2001-2007年，我国醋酸丁酯的需求增长速度为7.5%。醋酸丁酯环保性能良好，未来需求会有较快增长，预计2010年国内醋酸丁酯需求将超过35万吨。

偏苯三酸酐可用来生产粉末涂料、偏苯三酸三辛酯、高等级F和H级绝缘漆和绝缘材料等。预计到2010年，全球偏苯三酸酐的需求量在24万吨左右，其中国内市场约为4.3万吨。国内企业成本优势较明显，产品品质完全能够满足国外各类客户要求，产能中一部分可以通过出口予以消化。

公司是高新技术企业，醋酸丁酯国家标准修订者及偏苯三酸酐国家标准的起草者，拥有多项完全自主知识产权的生产工艺技术，国家知识产权局已正式授予公司5项专利。公司采用了液体酸催化剂和反应精馏法相结合的工艺，可使醋酸丁酯生产的能耗下降30%左右。

募集资金投资项目为“年产2万吨偏苯三酸酐和2万吨偏苯三酸三辛酯项目”，计划由公司全资子公司百川化工（如皋）有限公司实施。项目建成后，将新增产能偏苯三酸酐1.2万吨左右和偏苯三酸三辛酯2万吨，成为公司新的利润增长来源。

预计公司2010-2012年的每股收益为0.67元、0.80元和1.14元。我们认为合理的估值水平对应2010年市盈率为30-35倍，合理估值区间为20.10-23.45元。

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1245	1134	1273	1725	2356
营业收入增长率	-13.4%	-8.9%	12.2%	35.6%	36.6%
净利润(百万元)	33	53	58	70	100
净利润增长率	-18.9%	58.1%	10.8%	20.5%	41.9%
EPS(元)	0.38	0.60	0.67	0.80	1.14
ROE	18.6%	22.7%	8.0%	8.8%	11.1%

### 发行数据

发行股本(万股)	2200
发行后股本(万股)	8780
大股东名称	郑铁江、王亚娟
大股东持股比例(发行后)	46.25%

### 联系方式

研究员:	张晓辉
执业证书编号:	S0020108091184
电 话:	021-51097188-1929
电 邮:	zhangxiahui@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国安徽省合肥市寿春路 179号(230001)

# 目 录

第 1 部分 公司概况.....	3
1. 1    主营醋酸丁酯和偏苯三酸酐.....	3
1. 2    发展历程与未来规划.....	3
1. 3    技术行业领先.....	4
1. 4    股权结构和本次发行.....	4
第 2 部分 行业分析.....	5
2. 1    醋酸丁酯.....	5
2. 2    偏苯三酸酐.....	6
2. 3    偏苯三酸三辛酯.....	8
第 3 部分 公司经营及财务分析.....	9
3. 1    经营分析.....	9
3. 2    财务分析.....	10
3. 3    公司竞争优势与增长点.....	11
第 4 部分 募投项目.....	11
第 5 部分 盈利预测与估值.....	12
第 6 部分 风险提示.....	13

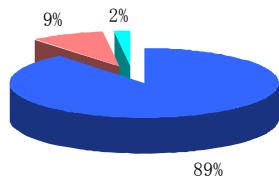
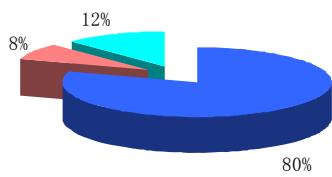
# 第1部分 公司概况

## 1.1 主营醋酸丁酯和偏苯三酸酐

公司主要业务是醋酸丁酯、偏苯三酸酐、绝缘漆的生产与销售，是醋酸丁酯、偏苯三酸酐产品具备规模优势的龙头企业。目前公司醋酸丁酯产能 10 万吨/年，市场占有率为 30% 左右；偏苯三酸酐产能 1 万吨，市场占有率接近 20%。

图 01：2009 年公司营业收入构成

图 02：2009 年公司毛利构成



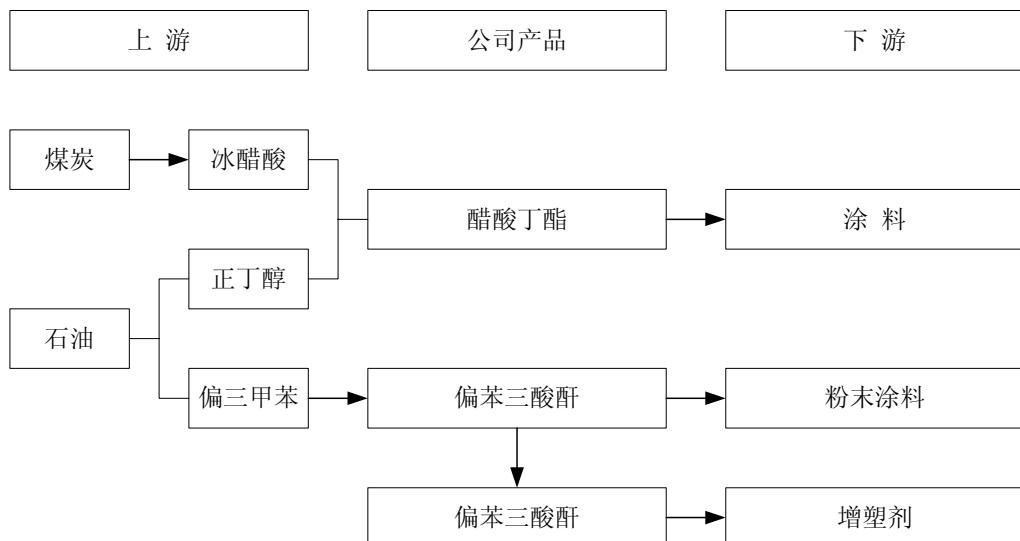
■ 醋酸丁酯 ■ 偏苯三酸酐 ■ 其他

■ 醋酸丁酯 ■ 偏苯三酸酐 ■ 其他

资料来源：Wind、国元证券

公司醋酸丁酯、偏苯三酸酐产品的主要生产原料是正丁醇、冰醋酸及偏三甲苯，其上游原料为石油、煤，产品下游主要用于涂料及增塑剂行业。

图 03：公司产业链



资料来源：公司公告、国元证券

## 1.2 发展历程与未来规划

公司前身江阴市百川化学工业有限公司于 2002 年 7 月 1 日成立，2003 年 3 月确定经营范围

围为生产偏苯三酸酐、醋酸丁酯、绝缘漆，2003年6月公司新增进出口业务，2005年5月经营范围增加化工原料的销售业务，2006年12月整体变更为股份有限公司，2007年3月公司拟投资建设三羟甲基丙烷、偏苯三酸三辛酯两个新产品。

公司立足精细化工产业，以产品规模和结构的优化作为近期竞争战略的基础，产业结构的优化作为中长期发展战略的起点，致力于可替代有毒、有害化工类产品的研发和生产，打造世界一流的环境友好型企业。

募投项目建设完成之后，预计可新增产能3万吨，实现总产能15万吨。未来3-5年，公司目标实现醋酸酯产品达到20万吨产能，偏酐及其他产品达到8万吨产能。在如皋设立的全资子公司，一期规划投资本次募集资金投资项目，即年产2万吨偏苯三酸酐及2万吨偏苯三酸三辛酯项目；远期规划建设10万吨醋酸酯类产品及2万吨三羟甲基丙烷项目。

### 1.3 技术行业领先

公司是江苏省高新技术企业，醋酸丁酯国家标准修订者及偏苯三酸酐国家标准的起草者，拥有多项完全自主知识产权的生产工艺技术，国家知识产权局已正式授予公司专利5项。

表01：公司专利技术

应用领域	专利名称	专利号
生产醋酸丁酯	以硫酸为催化剂反应精馏法规模化生产乙酸丁酯的方法	ZL200610039280.2
生产偏苯三酸酐	利用间歇式鼓泡氧化塔多塔串联连续氧化生产偏苯三甲酸的方法	ZL200610086124.1
	偏苯三甲酸连续成酐精制生产高纯度偏苯三酸酐的方法	ZL200610086123.7
生产三羟甲基丙烷	三羟甲基丙烷精制的工艺方法	ZL200610015698.X
生产衍生产品	烷氧基化三羟甲基丙烷的生产方法	ZL200710024511.7

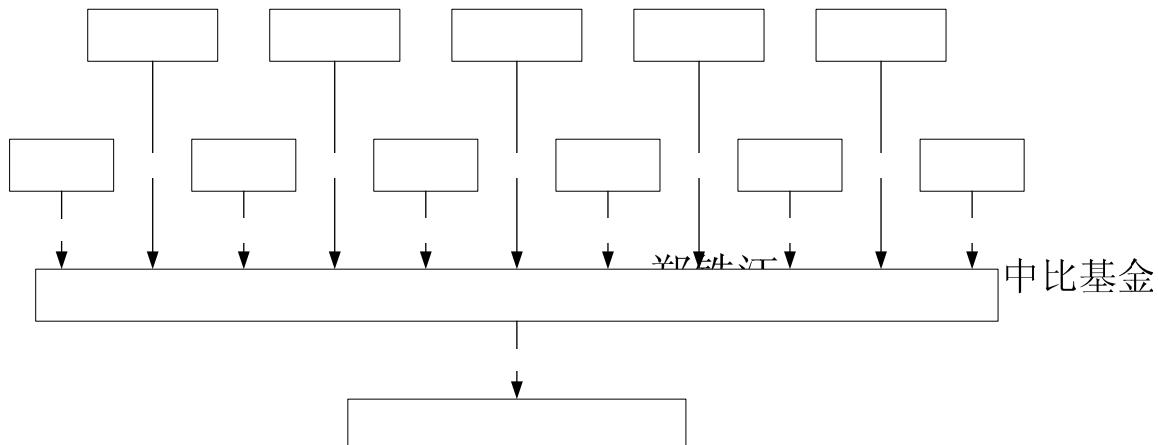
资料来源：公司公告、国元证券

公司负责修订的《工业乙酸丁酯国家标准》和《乙酸酯类试验方法》，已经由国标委正式颁布实施；列入国标委2007年第六批计划任务书中的偏苯三酸酐国家标准起草工作指定百川化工为负责起草单位；目前公司负责起草制定的《工业用偏苯三酸酐》国家标准已通过了全国化学标准化技术委员会有机分会的审查，并已正式颁布。

### 1.4 股权结构和本次发行

本次发行前公司总股本6580万股，本次拟公开发行2200万股。本次发行前，实际控制人郑铁江、王亚娟直接持有本公司61.71%的股权。本次发行后，所持有的股权比例降至46.25%。

图 04: 发行前公司股权结构



资料来源：公司公告、国元证券

徐卫

52.89%

郭勇

10.64%

## 第 2 部分 行业分析

### 2.1 醋酸丁酯

8.29%

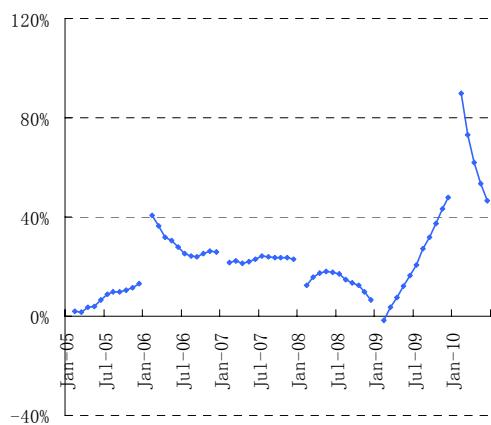
1.22%

醋酸丁酯是优良的有机溶剂，被广泛应用于涂料、油漆工业，在医药上用于生产红霉素以及用于生产聚氨基甲酸酯、印花薄膜、香料、化妆品等，还可在各种石油加工过程中用作萃取剂和脱水剂、日光灯管中荧光粉的稀释剂等。

全球醋酸丁酯的消费主要国家和地区是美国、西欧和日本及中国。国外醋酸丁酯的消费结构为：清漆溶剂占 85%（主要用于木制家具和汽车外涂层），其它占 15%（包括粘合剂和制药用溶剂）。

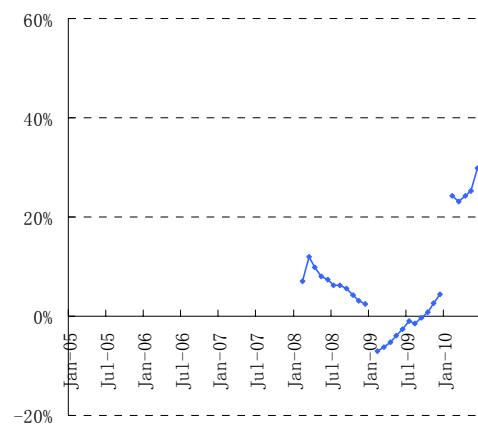
2007 年我国醋酸丁酯年需求量约 30 万吨，2001–2007 年，我国醋酸丁酯的需求增长速度为 7.5%。醋酸丁酯环保性能优于甲乙酮、异丁酮、二甲苯或甲苯等传统溶剂，伴随环保要求日益提高，醋酸丁酯可以替代甲基异丁基酮、芳烃溶剂等，未来需求会有较快增长，预计 2010 年国内醋酸丁酯需求将超过 35 万吨。

图 05：汽车月累计产量同比



资料来源：CEIC、国元证券

图 06：木质家具月累计产量同比



国内醋酸丁酯产品市场化程度较高，生产企业数量较多，生产能力大幅超过消费能力，但大部分企业生产工艺为间歇酯化法，生产成本高，开工率低，不少处于停产状态。公司技术水平领先行业，在整个行业存在开工不足的情况下，近年来基本满负荷生产。

表 02：我国主要醋酸丁酯企业产能情况 万吨

序号	企业名称	产能
1	无锡百川化工股份有限公司	10
2	江门谦信化工发展有限公司	8
3	中国重庆扬子江乙酰公司	8
4	上海龙天化学品有限公司	6
5	广州珠江化工集团有限公司	5.5
6	南昌市赣江溶剂厂	5
7	江苏宜兴三木集团	3
8	山东沐化金沂蒙集团	2
9	惠州盛达	2
10	顺德顺冠气体溶剂有限公司	1.5

资料来源：公司公告、国元证券

表 03：公司醋酸丁酯产能、产量及产能利用率

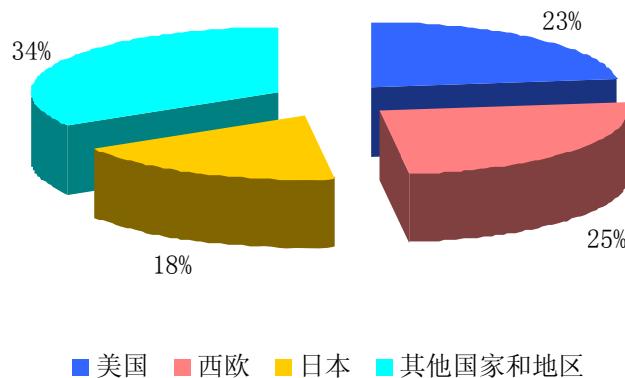
	2006	2007	2008	2009
产能 万吨	10	10	10	10
产量 万吨	8.2	9.8	9.7	13.4
产能利用率	81.7%	97.6%	96.7%	134.0%

资料来源：公司公告、国元证券

## 2.2 偏苯三酸酐

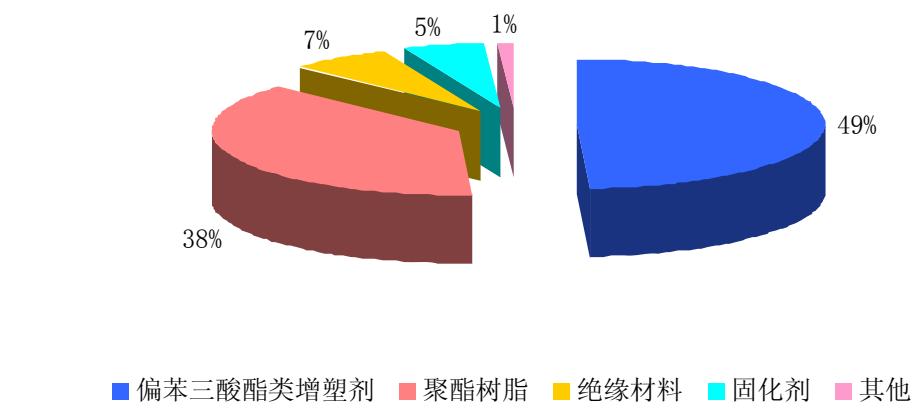
偏苯三酸酐可用来生产粉末涂料、偏苯三酸三辛酯、高等级 F 和 H 级绝缘漆和绝缘材料，可作为玻璃纤维的粘合剂、烟雾的抑制剂、橡胶硫化的促进剂和印刷油墨的快速硬化剂。2005 年全球偏苯三酸酐的总消费量约为 18 万吨/年，产品约 90% 用于生产偏苯三酸酯类增塑剂和粉末涂料，10% 用于生产其他产品。我国偏苯三酸酐 50% 左右用于制造偏苯三酸酯类增塑剂，近 40% 用于制造聚酯树脂，其他用于制造高级绝缘材料、高温固化剂等。

图 07：2005 年全球偏苯三酸酐地区消费结构



资料来源：公司公告、国元证券

图 08：2006 年我国偏苯三酸酐的消费结构



资料来源：公司公告、国元证券

国外增塑剂总产量由 2001 年的 792 万吨增至 2007 年约 927 万吨，其中偏苯三酸三酯类增塑剂 (TOTM) 占增塑剂总量的 4%，约 37 万吨，对偏苯三酸酐的需求量为 13 万吨。预计到 2010 年国外增塑剂行业对偏苯三酸酐的需求量将达 14.3 万吨。加上涂料及其他领域的需求，偏苯三酸酐总的需求将达到 19.8 万吨左右。

2006 年我国增塑剂总需求量已达 70 万吨，从 2003 年-2007 年电线电缆行业的平均增长率均保持在 20% 以上，加上汽车业、家电业、日用品、玩具等行业的发展，到 2010 年我国增塑剂需求量将达 145 万吨，如果偏苯三酸三酯类增塑剂 (TOTM) 占总量 4%，相应的偏苯三酸酐消耗约 2 万吨。预计到 2010 年我国聚酯/环氧粉末涂料总量将达到 34 万吨，消耗偏苯三酸酐 1.6 万吨；高级绝缘漆材料对偏苯三酸酐需求约 5000 吨，高温固化剂对偏苯三酸酐需求约 1500 吨，其他约 500 吨。预计到 2010 年，全球偏苯三酸酐的需求量在 24 万吨左右，其中国内市场需求约为 4.3 万吨。

图 09：电力电缆月累计产量同比

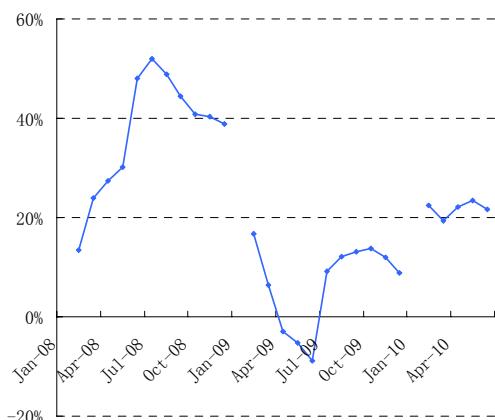
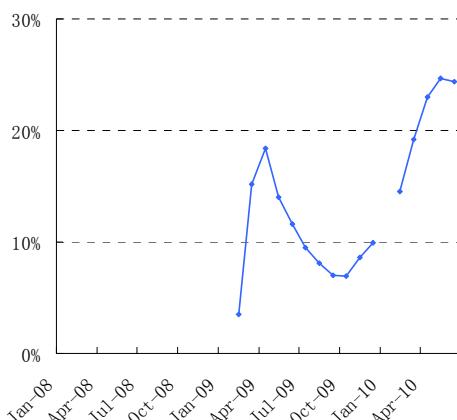


图 10：玩具月累计产量同比



资料来源：CEIC、国元证券

截止 2006 年底，国外偏苯三酸酐生产厂家生产能力 19.31 万吨/年，产能略大于市场需求，但国内企业成本优势较明显，产品品质完全能够满足国外各类客户要求，国内产能中一部分可以通过出口予以消化。

表 04：国内偏苯三酸酐主要生产厂家及产能

序号	厂家名称	生产能力(万吨)
1	江苏正丹集团公司	2
2	波林化工（常州）有限公司	1.5
3	无锡百川化工股份有限公司	1
4	安徽泰达新材料股份有限公司	0.5
5	常州市正康化工有限公司	0.5

资料来源：公司公告、国元证券

表 05：公司偏苯三酸酐产能、产量及产能利用率

	2006	2007	2008	2009
产能 吨	9000	10000	10000	10000
产量 吨	8580	9074	7700	8068
产能利用率	95.3%	90.7%	77.0%	80.7%

资料来源：公司公告、国元证券

### 2.3 偏苯三酸三辛酯

偏苯三酸三辛酯增塑剂为耐温型和耐久型的增塑剂，有着广泛的工业、民用等用途。在美国、德国等发达国家，由于受到电线电缆安全法规和环保的强制性要求，其应用已非常广泛，涵盖电线电缆绝缘材料、汽车内装饰塑料、冰箱密封条、聚氯乙烯薄膜及片材、婴儿衬裤、游泳池的装饰材料等。偏苯三酸酐除了主要应用于生产增塑剂以外，还大量用于生产聚酯树脂，另外还可作为环氧粉末涂料的固化剂使用。

按目前增塑剂行业的发展趋势以及 TOTM 在增塑剂整体市场需求量中所占的比例预计，到 2010 年，全球市场对偏苯三酸三辛酯的需求量在 45 万吨左右。未来若 TOTM 在增塑剂中的使用比例每增加 1%，则 TOTM 的市场容量将增加 25% 左右。

偏苯三酸三辛酯国外主要的生产厂家有：美国 FHR（原 Amoco）、埃克森美孚化工、孟山都、BASF、USS 以及韩国的 LG 株式会社、日本的三菱瓦斯化学株式会社等。国内主要 TOTM 生产企业除上述镇江联成化学工业有限公司、爱敬（宁波）化工有限公司、河南庆安化工集团以外，还有昆山合峰化工有限公司、中山联成化学工业有限公司、珠海联成化学有限公司等，总体 TOTM 产能在 5 万吨左右。

## 第 3 部分 公司经营及财务分析

### 3.1 经营分析

公司产能利用率较高，其中醋酸丁酯产能利用率持续上升，2009 年产能利用率达 134.0%。公司产品销售状况良好，产销率保持在较高水平。2006—2009 年，公司营业收入较稳定，净利润呈上升趋势，综合毛利率较稳定，但产品价格波动较大，三项费用率有所上升。

图 11：公司产能利用率

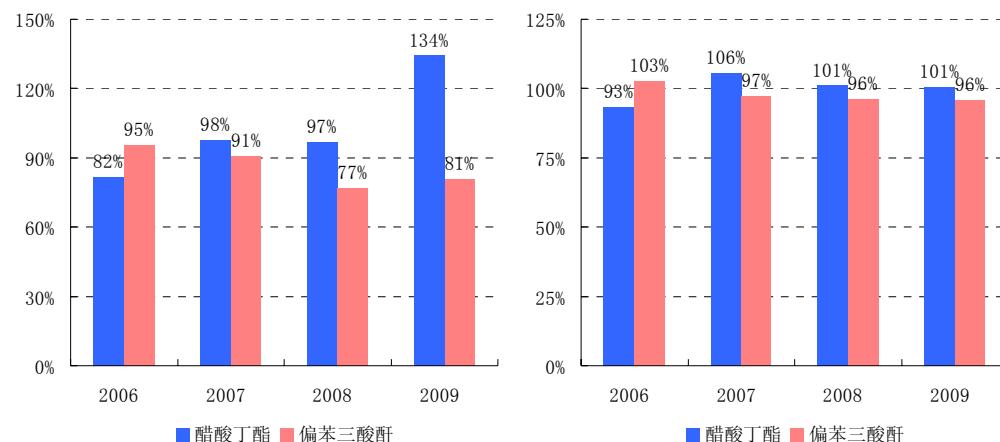
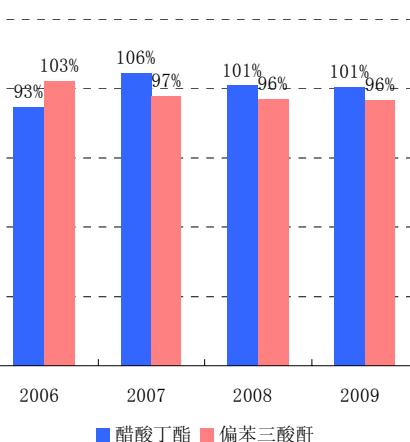


图 12：公司产销率



资料来源：公司公告、国元证券

图 13：公司营业收入 万元

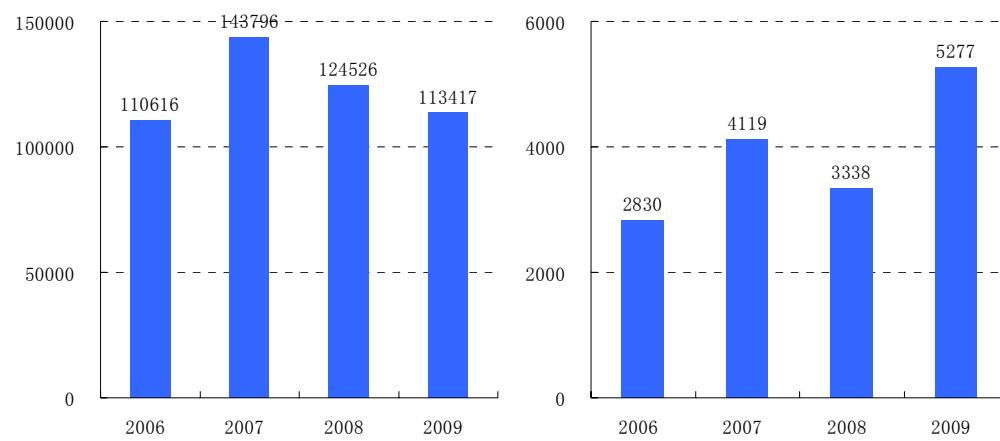
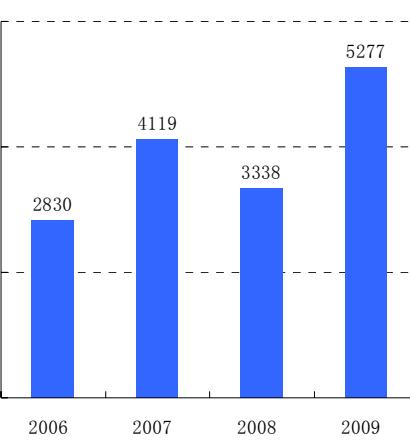


图 14：公司净利润 万元



资料来源：Wind、国元证券

图 15：公司综合毛利率

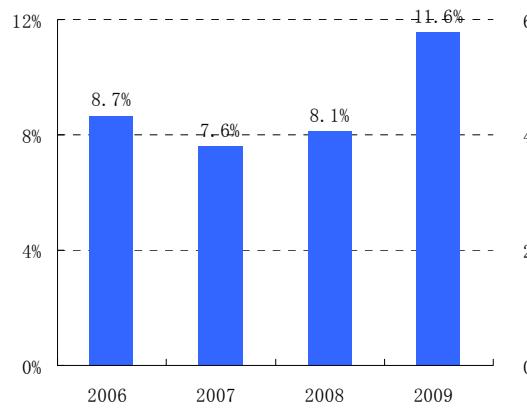
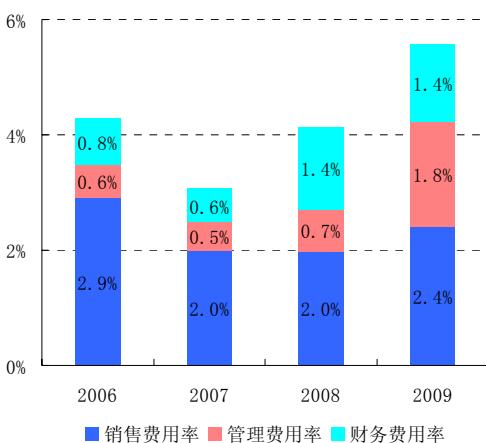


图 16：公司三项费用率



资料来源：公司公告、国元证券

图 17：醋酸丁酯平均销售价格和成本

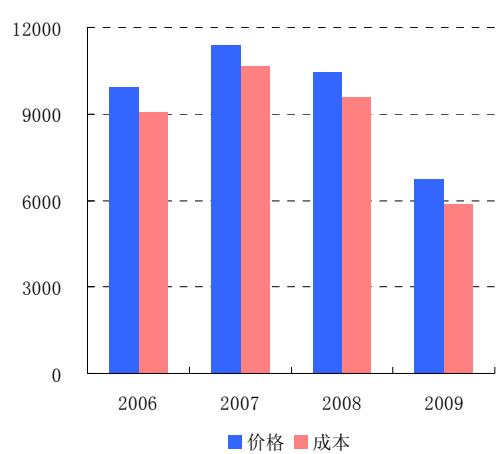
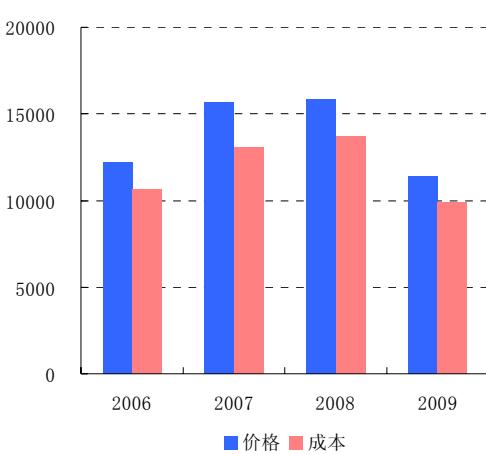


图 18：偏苯三酸酐平均销售价格和成本 元/吨



资料来源：公司公告、国元证券

### 3.2 财务分析

公司资产负债率较高，但呈下降趋势；流动比率、速动比率较低。公司应收账款与存货管理较好。

图 19：公司资产负债率

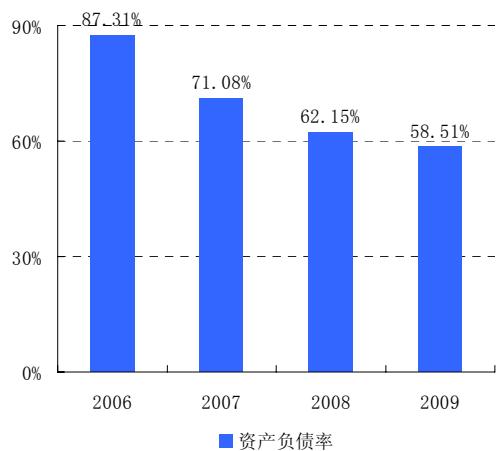
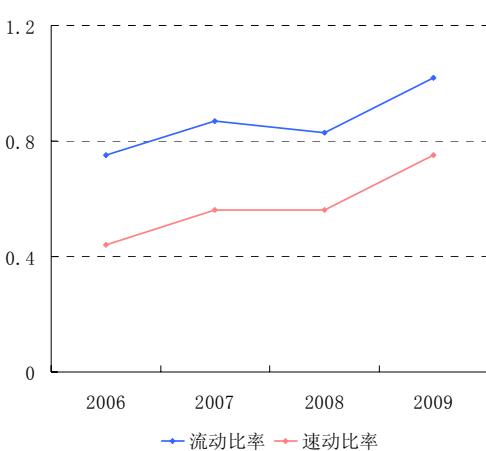


图 20：公司流动比率和速动比率



资料来源：Wind、国元证券

表 06：公司应收账款周转率与存货周转率

	2006	2007	2008	2009
应收账款周转率	24.66	21.15	18.92	14.3
存货周转率	10.95	10.74	12.20	11.96

### 3.3 公司竞争优势与增长点

公司目前是国内醋酸丁酯、偏苯三酸酐技术、规模领先的生产企业。公司采用了液体酸催化剂和反应精馏法相结合的工艺，可使醋酸丁酯生产的能耗下降30%左右。

公司与客户建立了良好的合作互信关系，醋酸丁酯产品主要销售给国内大型的涂料生产企业，偏苯三酸酐的主要客户为国内外一些大型的增塑剂生产企业以及粉末涂料生产厂商。

环保优势为公司的持续生产经营打下了坚实的基础，公司按照绿色环保要求对生产进行全过程控制，推行清洁生产，对污水进行集中处理后循环利用。2006年公司通过了GB/T24001-2004 idt ISO14001:2004环境管理体系认证。

本次募集资金投资项目建成以后，将新增产能偏苯三酸酐1.2万吨左右和偏苯三酸三辛酯2万吨，成为公司新的利润增长来源。

公司绝缘漆目前产能2万吨，近三年产能利用率较低，销量在3000吨左右，未来产能利用率有望得到大幅提高，2010年公司绝缘漆有望销售5000吨，2011年有望达到7000-8000吨。2011年，公司有望实现三羟甲基丙烷销售5000吨。

## 第4部分 募投项目

本次募集资金投资项目为“年产2万吨偏苯三酸酐和2万吨偏苯三酸三辛酯项目”，计划由公司全资子公司百川化工（如皋）有限公司实施。项目计划建设期2年，达产以后将形成年产2万吨偏苯三酸酐、2万吨偏苯三酸三辛酯的生产能力，形成2万吨偏苯三酸酐（其中7340吨自用）及2万吨偏苯三酸三辛酯的销售，预测年均销售收入60602万元，年均利润总额8447万元。

项目完成以后，公司的偏苯三酸酐年销售数量将由目前的1万吨左右提高到22000吨左右，市场龙头地位将更加巩固；2万吨的偏苯三酸三辛酯产量将使公司在这一产品的国内生产市场占有率达到29%左右，居国内同行业生产企业前列。

公司生产偏苯三酸三辛酯的主要原料偏苯三酸酐，成本较市场平均销售价格低15%左右，按生产每吨偏苯三酸三辛酯消耗0.367吨偏苯三酸酐计算，公司生产每吨偏苯三酸三辛酯的生产成本因此而较同行业生产企业低820元左右，可以提高毛利率水平约5个百分点。国内偏苯三酸三辛酯主要生产企业的平均毛利率水平在5%左右，公司成本优势明显。

## 第5部分 盈利预测与估值

预计 2010-2012 年公司每股收益分别为 0.67 元、0.80 元和 1.14 元，目前没有和公司从事相同业务的上市公司，参考目前中小板精细化工业务上市公司估值水平，我们认为公司合理价格区间 20.10—23.45 元，对应 2010 年 30—35 倍 P/E。

表 07：历史数据及盈利预测假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
醋酸丁酯						
销量 万吨	10.3	9.8	13.5	13	14	15
收入 万元	117403	102247	90815	104000	140000	165000
成本 万元	109566	93621	79097	92690	127820	151950
毛利率	6.7%	8.4%	12.9%	10.9%	8.7%	7.9%
偏苯三酸酐						
销量 万吨	0.9	0.7	0.8	0.9	1.5	2.5
收入 万元	13793	11789	8837	11000	20250	33750
成本 万元	11543	10166	7669	9416	17325	28875
毛利率	16.3%	13.8%	13.2%	14.4%	14.4%	14.4%
偏苯三辛酯						
销量 万吨						1.5
收入 万元						24600
成本 万元						22140
毛利率						10.0%
其他						
收入 万元	12600	10491	13765	12285	12285	12285
成本 万元	11763	10639	13516	11973	11973	11973
毛利率	6.6%	-1.4%	1.8%	2.5%	2.5%	2.5%
合计						
收入 万元	143796	124526	113417	127285	172535	235635
成本 万元	132872	114426	100282	114079	157118	214938
毛利率	7.6%	8.1%	11.6%	10.4%	8.9%	8.8%

资料来源：Wind、国元证券

表 08：可比公司市盈率情况

公司简称	7/15 日 收盘价	EPS				PE			
		2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
德美化工	17.82	0.73	0.85	0.97	1.23	25	21	18	14
安纳达	13.68	0.15	0.28	0.32	0.57	94	49	43	24
红宝丽	14.4	0.39	0.61	0.80	0.87	37	24	18	16
利尔化学	15.63	0.50	0.66	0.92	1.23	31	24	17	13
乐通股份	23.39	0.39	0.47	0.58	0.86	61	49	40	27
永太科技	46.98	0.43	0.73	1.21	1.93	110	65	39	24
神剑股份	21.09	0.48	0.62	0.82	1.18	44	34	26	18
齐翔腾达	26.42	0.67	0.96	1.16	1.38	40	28	23	19
平均						55	37	28	20

资料来源: Wind、国元证券

## 第 6 部分 风险提示

产品价格及原材料波动风险

募集资金项目市场开拓风险

**资产负债表**

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>					<b>营业收入</b>	1134	1273	1725	2356
现金	117	511	419	488	营业成本	1003	1141	1571	2149
应收账款	91	97	131	179	营业税金及附加	2	2	3	4
其他应收款	0	0	0	0	营业费用	27	31	35	42
预付账款	23	26	36	49	管理费用	21	23	28	35
存货	89	100	138	189	财务费用	15	7	6	7
其他流动资产	17	19	26	35	资产减值损失	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	227	314	446	453	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	190	278	410	418	<b>营业利润</b>	65	70	84	119
无形资产	35	35	35	35	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	2	0	0	0	营业外支出	2	0	0	0
<b>资产总计</b>	564	1067	1196	1393	<b>利润总额</b>	63	70	84	119
<b>流动负债</b>	332	336	394	492	所得税	10	11	13	19
短期借款	199	200	207	236	<b>净利润</b>	53	58	70	100
应付账款	103	114	157	215	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	29	22	30	41	归属母公司净利润	53	58	70	100
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	<b>EBITDA</b>	80	89	108	148
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.60	0.67	0.80	1.14
其他非流动负债	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	332	336	394	492					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>股本</b>	66	88	88	88					
资本公积	34	452	452	452					
留存收益	133	191	262	362					
归属母公司股东权益	233	731	802	902					
<b>负债和股东权益</b>	564	1067	1196	1393					

**现金流量表**

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	83	61	56	77
<b>投资活动现金流</b>	-34	-100	-150	-30
<b>筹资活动现金流</b>	-9	433	1	22
<b>现金净增加额</b>	40	394	-92	69

**利润表**

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力</b>				
营业收入	-8.9%	12.2%	35.6%	36.6%
营业利润	41.5%	7.0%	20.5%	41.9%
归属于母公司净利润	58.1%	10.8%	20.5%	41.9%
<b>成长能力</b>				
毛利率 (%)	11.6%	10.4%	8.9%	8.8%
净利率 (%)	4.7%	4.7%	4.6%	4.1%
ROE(%)	22.7%	8.0%	8.8%	11.1%
ROIC(%)	21.4%	15.3%	12.7%	16.3%
<b>估值比率</b>				
P/E				
P/B				

## 国元证券投资评级体系：

## (1)公司评级定义

	二级市场评级	公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%”以上	A 公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%”之间	B 公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%”之间	C 公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%”以上	

## (2)行业评级定义

推荐	行业基本面好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)