

产品涨价促短期业绩，环保健康助长远发展

——齐翔腾达（002408）

2010年8月26日

强烈推荐/上调

齐翔腾达

调研报告

报告摘要:

- **乙酰酮世界龙头，国内第一。**齐翔腾达致力于对原料碳四进行加工转化为高附加值精细化工产品，产品以乙酰酮为主导，异丁烯、叔丁醇、MTBE为辅。齐翔腾达拥有乙酰酮设计产能10万吨，是乙酰酮世界级龙头，产能居世界第5，国内第一，未来目标是打造国际第一的乙酰酮生产企业。2009年实际生产乙酰酮12万吨，占国内总产量超过40%。
- **行业增长从进口替代拉动向环保健康拉动过渡。**“三苯”溶剂可致使长期接触人群产生致癌、白血病、不育症、呼吸道疾病等严重症状，乙酰酮是“三苯”溶剂的最佳替代品，目前国内“三苯”作为溶剂的消费量约400万吨，而乙酰酮消费量仅30万吨，随着人们环保需求和健康意识的增强，三苯溶剂未来必将面临逐步淘汰的命运。乙酰酮完全替代三苯溶剂将创造超过目前10倍的需求空间。
- **产品涨价促今年业绩超最乐观预期。**近期乙酰酮价格强势上涨，从7月21日的8180元/吨上涨至8月25日的11910元/吨，涨幅达45.6%，屡创金融危机以来的新高。8月份净利润增厚约2500万元，我们预计价格高位运行至10-11月，合计多贡献净利润约7000万元，EPS增厚0.27元，全年EPS1.37元，超越市场先前最乐观的预期1.24元0.13元。
- **业绩预测与投资建议：**我们预计10-12年的每股收益分别为1.37元、1.57元、1.90元，对应PE分别为20、18和15倍。我们认为公司作为中小板的化工企业，可以给予2011年25倍市盈率，对应股价39.25元，目前估值明显偏低，上调公司评级至“强烈推荐”。

财务指标预测

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入(百万元)	1,116	1,297	2,044	2,399	2,839
增长率(%)	23.76	16.31	57.50	17.39	18.36
净利润(百万元)	143.6	173.5	355.5	408.7	493.7
增长率(%)	2.57	20.81	104.9	14.96	20.81
每股收益(元)	0.67	0.89	1.37	1.57	1.90
净资产收益率(%)	36.96	36.12	14.02	14.92	16.53
PE	42	35	23	20	16
PB	15.57	12.59	3.18	2.95	2.70

杨若木

基础化工行业分析师

执业证书编号：S1480209110083

010-66557316

yangrm@dxzq.net.cn

范劲松

联系人

010-66507339

fanjs@dxzq.net.cn

资产负债表数据

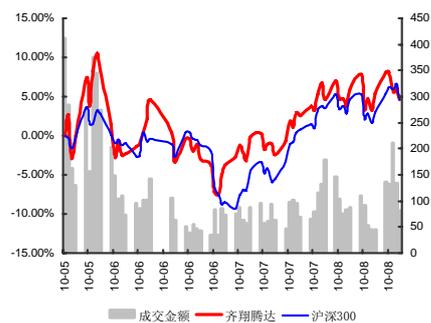
(10.06.30)

总资产(百万元)	2383.72
股东权益(百万元)	2289.32
每股净资产(元)	8.82
市净率(X)	3.16
负债率(%)	3.96%

交易数据

52周股价区间(前复权元)	24.33-30.20
总市值(万元)	724400
流通市值(万元)	181400
总股本/流通A股(万股)	25956/6500
流通B股/H股	--
52周日均换手率	7.90%

52周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

1. 《齐翔腾达深度报告：量价齐飞增长稳 超募或有超回报》 2010.06.29
2. 《齐翔腾达：乙酰酮价格上涨带来交易性机会》 2009.07.14

目 录

1. 围绕甲乙酮高速成长的碳四深加工专家.....	4
2. 行业增长从进口替代拉动向环保健康拉动过渡.....	5
2.1 过去 10 年涂料、胶粘剂和合成革带动甲乙酮完成进口替代.....	5
2.2 环保和健康需求未来为甲乙酮创造超 10 倍的市场空间.....	7
2.3 国际产能关闭打开出口空间.....	8
2.4 国内产能受制于行业壁垒增长有限.....	8
3. 少数受益于油价上涨的企业之一，甲乙酮仍有 50% 增长空间.....	9
3.1 甲乙酮业务综合竞争优势明显.....	9
3.2 原材料供应和技术改造保障未来甲乙酮增长.....	9
3.3 公司是少数受益于油价上涨的化工企业之一.....	10
4. 近期甲乙酮价格强势上涨，全年业绩超最乐观预期.....	10
4.1 国内外产能检修致甲乙酮价格飞涨.....	10
4.2 涨价因素促业绩超最乐观预期.....	11
5. 盈利预测及估值.....	12

表格目录

表 1: 甲乙酮与三苯溶剂和丙酮的比较.....	7
表 2: 国际产能关闭情况 (万吨).....	8
表 3: 甲乙酮行业的进入壁垒.....	8
表 4: 公司碳四原材料供应保证甲乙酮增长 (万吨).....	10
表 5: 国际国内甲乙酮产能检修表 (万吨).....	11
表 6: 2010 年按月甲乙酮价格，碳四成本及毛利空间 (元/吨).....	11
表 7: 2010 年 EPS 对甲乙酮价格和和碳四价格的敏感性分析 (元).....	11

插图目录

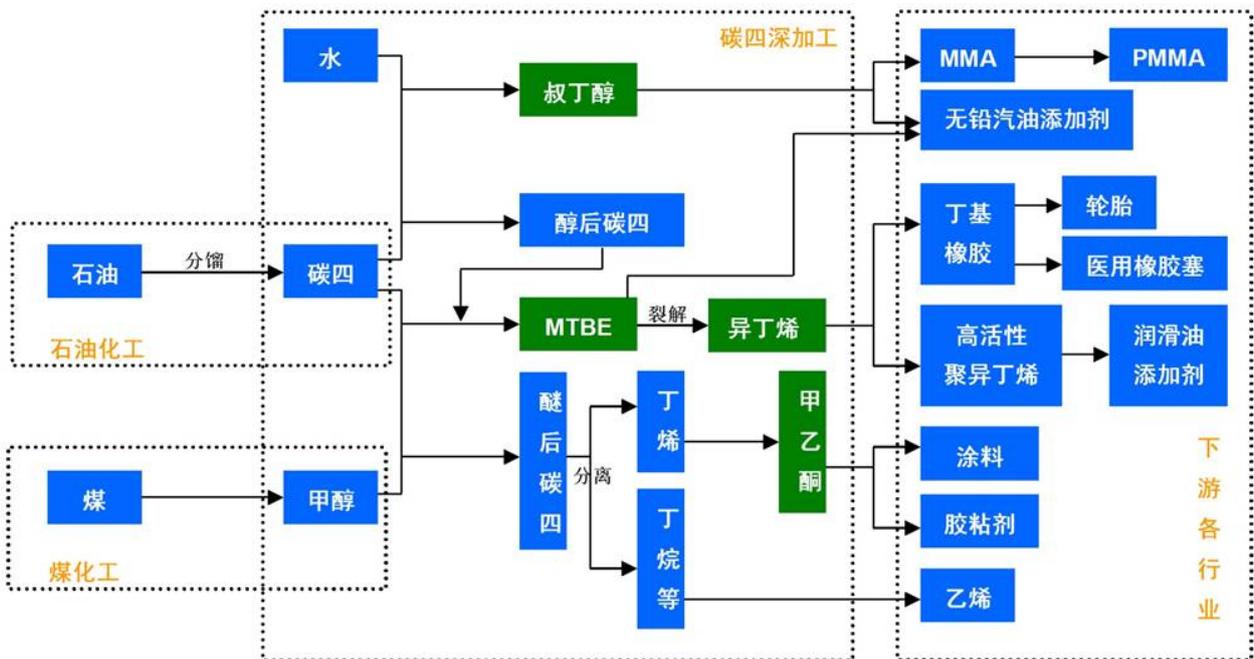
图 1: 齐翔腾达碳四精加工产业链.....	4
图 2: 甲乙酮产能世界第 5 (万吨).....	4
图 3: 甲乙酮产能国内第 1 (万吨).....	4
图 4: 公司营业收入增长情况 (百万元).....	5
图 5: 公司净利润增长情况 (百万元).....	5
图 6: 2009 年公司产品收入结构 (百万元).....	5

图 7: 2009 年公司毛利结构 (百万元)	5
图 8: 世界甲乙酮下游消费结构	6
图 9: 国内甲乙酮下游消费结构 (百万元)	6
图 10: 国内甲乙酮产量和消费增长情况 (万吨)	6
图 11: 国内涂料产量增长情况 (万吨)	6
图 12: 国内胶粘剂产量增长情况 (万吨)	7
图 13: 国内人造革合成革产量和消费情况 (万吨)	7
图 14: 国内甲乙酮、三苯 (作为溶剂) 和丙酮的消费 (万吨)	8
图 15: 国内甲乙酮下游消费结构 (百万元)	8
图 16: 国内甲乙酮、三苯 (作为溶剂) 和丙酮的消费 (万吨)	9
图 17: 国内甲乙酮下游消费结构 (百万元)	9
图 18: 原油、碳四和甲乙酮价格走势比较 (元/吨)	10
图 19: 公司盈利能力与油价关系	10
图 20: 近期甲乙酮价格走势及价差 (元/吨)	10

1. 围绕甲乙酮高速成长的碳四深加工专家

齐翔腾达自成立以来，一直专注于对原料碳四进行深度加工转化成高附加值精细化工产品的研发、生产和销售，已形成以甲乙酮为主导，甲乙酮、MTBE、异丁烯和叔丁醇等为主要产品组合的产品结构。

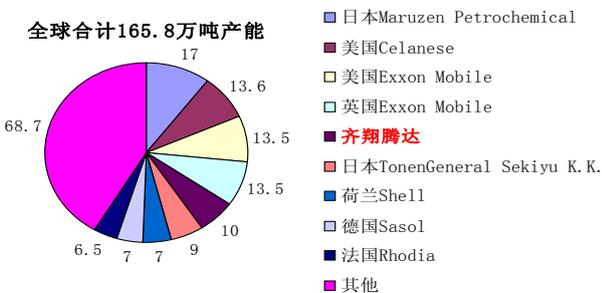
图 1：齐翔腾达碳四精加工产业链



资料来源：东兴证券研究所

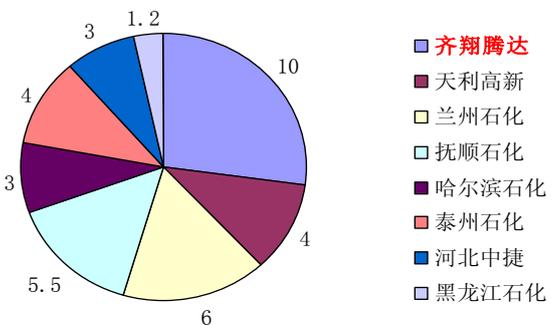
齐翔腾达拥有甲乙酮设计产能 10 万吨，是甲乙酮世界级龙头，产能居世界第 5，国内第一，未来目标是打造国际第一的甲乙酮生产企业。2009 年实际生产甲乙酮 12 万吨，占国内总产量超过 40%。

图 2：甲乙酮产能世界第 5（万吨）



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

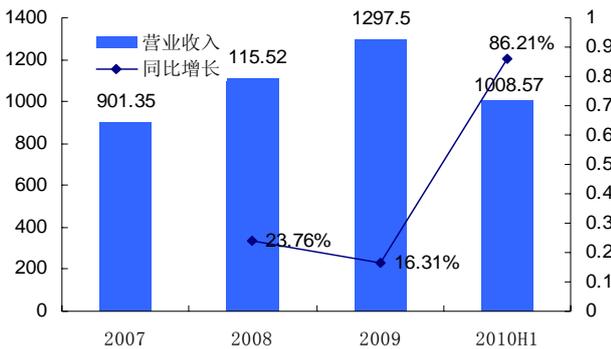
图 3：甲乙酮产能国内第 1（万吨）



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

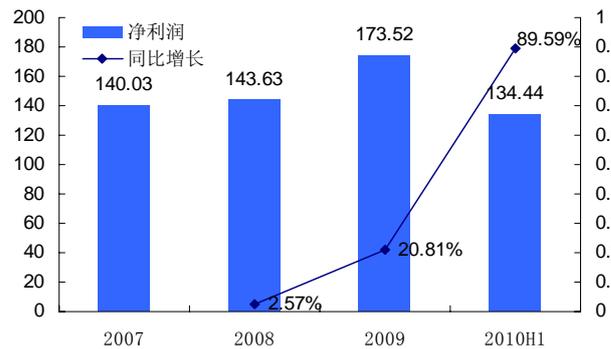
近年来公司成长稳健，即使在 2008 年世界金融危机背景下公司营业收入仍然实现了 23.76% 的增长，因危机期间原材料价格降幅低于产品销售价格的降幅，2008 年利润涨幅不高，但是公司 ROE 仍高达 42.48%。2009 年公司营业收入继续增长，涨幅 16.31%，净利润增长 21.36%，ROE 仍维持在 42% 以上。2010 年随着经济逐渐回暖，产品价格大幅回升，公司上半年营业收入和净利润同比分别实现 86.21% 和 89.59% 的增长。

图 4：公司营业收入增长情况（百万元）



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

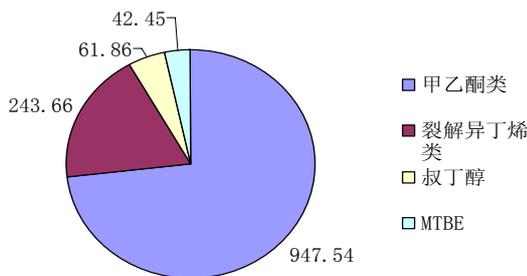
图 5：公司净利润增长情况（百万元）



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

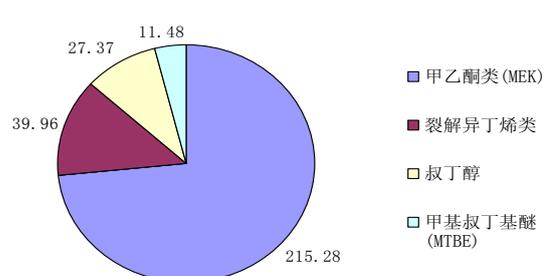
甲乙酮是公司的主要产品，2009 年甲乙酮类产品对公司销售收入和毛利的贡献均达到 73%。其次是裂解异丁烯类产品，09 年销售收入贡献 19%，毛利贡献 14%。

图 6：2009 年公司产品收入结构（百万元）



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 7：2009 年公司毛利结构（百万元）



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

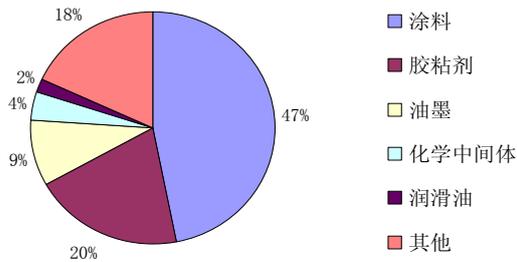
2. 行业增长从进口替代拉动向环保健康拉动过渡

2.1 过去 10 年涂料、胶粘剂和合成革带动甲乙酮完成进口替代

甲乙酮具有溶解性能好、挥发速度快、稳定、低毒等特点，是一种用途广泛的环保溶剂和精细化工原料，主要用于涂料、胶粘剂、合成革领域，同时在润滑油脱蜡、油墨、磁带以及其他化工领域也

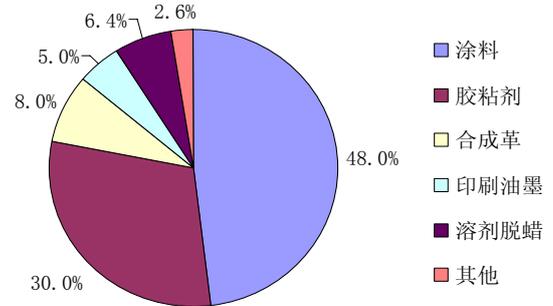
有一定的消费。甲乙酮在国内的应用开始较晚，下游集中在涂料、胶粘剂和合成革，三者合计占国内甲乙酮消费的86%。

图 8：世界甲乙酮下游消费结构



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

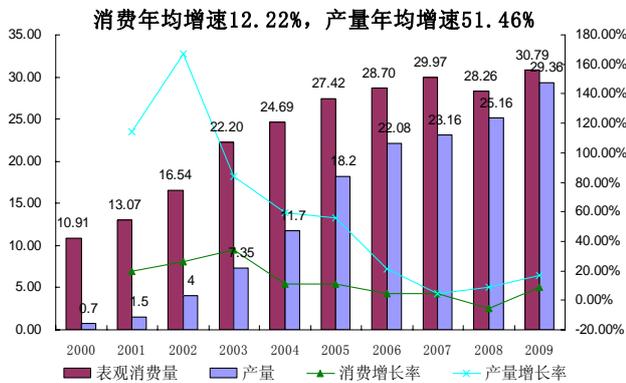
图 9：国内甲乙酮下游消费结构（百万元）



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

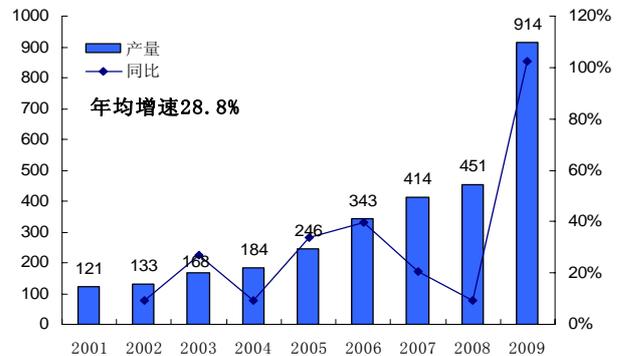
2000 年时我国甲乙酮产量仅为 0.7 万吨，消费量 10.91 万吨，超过 90% 依赖进口；2009 年甲乙酮产量已达 29.36 万吨，产量年均增速达 51.46%，同时甲乙酮消费在下游带动下实现 12.22% 的年均增速，09 年时甲乙酮产量 29.36 万吨，消费 30.79 万吨，虽然已经基本完成进口替代，但仍有 1.43 万吨的缺口。

图 10：国内甲乙酮产量和消费增长情况（万吨）



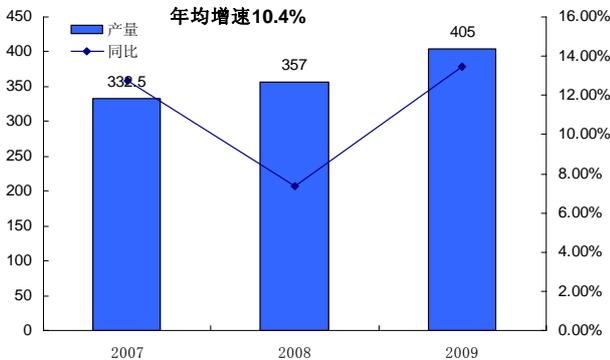
资料来源：东兴证券研究所

图 11：国内涂料产量增长情况（万吨）



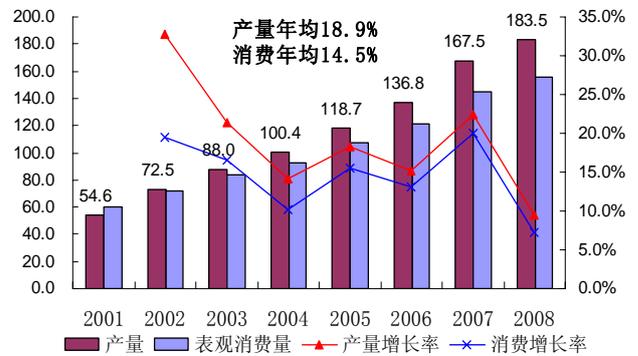
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 12: 国内胶粘剂产量增长情况 (万吨)



资料来源: 东兴证券研究所

图 13: 国内人造革合成革产量和消费情况 (万吨)



资料来源: 《全国塑料行业信息》，东兴证券研究所

2.2 环保和健康需求未来为甲乙酮创造超 10 倍的市场空间

目前我国涂料和胶粘剂行业大量使用苯、甲苯和二甲苯（以下简称“三苯”）作为溶剂。我国涂料超过 80% 仍是溶剂型，溶剂型涂料中溶剂占 30-50% 的质量比。根据 2009 年涂料和胶粘剂产量估算，目前三苯溶剂的使用规模约为 400 万吨。

由于“三苯”溶剂可致使长期接触人群产生致癌、白血病、不育症、呼吸道疾病等严重症状，目前各国对“三苯”溶剂在涂料行业的使用都有严格的标准。《中华人民共和国环境保护法》和《中国涂料行业管理准则》等对涂料污染排放物的总量控制与总量削减提出要求，禁止纯苯溶剂的使用，降低有毒有害芳烃溶剂的使用。

随着环保要求的不断提高，未来出台新法规限制三苯使用的可能性较大，现有法规的执行力度也会越来越严；另一方面，消费者和生产工人的健康意识越来越强，消费者越来越不愿购买使用三苯溶剂的产品，工人也开始拒绝在高毒性环境中作业（90 年代中期，在一些鞋类生产基地多次出现“三苯”（苯、甲苯、二甲苯）中毒，导致白血病甚至死亡的事故），因此三苯溶剂未来必将面临逐步淘汰的命运。

目前来看甲乙酮具有溶解性能好、挥发速度快、稳定、低毒等特点，是三苯溶剂的最好替代品。

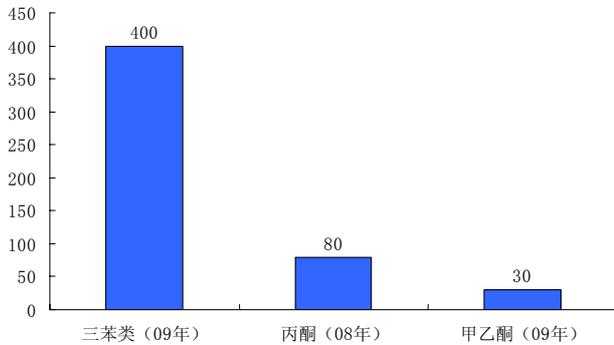
甲乙酮与另外一种重要溶剂丙酮相比，挥发性适中，不会致使空气中挥发性有机化合物（VOC）含量增高，同时甲乙酮的溶解性强于丙酮，单位涂料的甲乙酮用量少于丙酮。2008 年我国丙酮的表观消费量为 80 万吨左右，市场规模接近 50 亿元。由于甲乙酮价格比丙酮高，因此对丙酮的替代主要体现在高端领域。

表 1: 甲乙酮与三苯溶剂和丙酮的比较

	甲乙酮	苯类	丙酮
溶解性	很好	较好	较好
挥发性	适中	高	较高
毒性	低	高	低

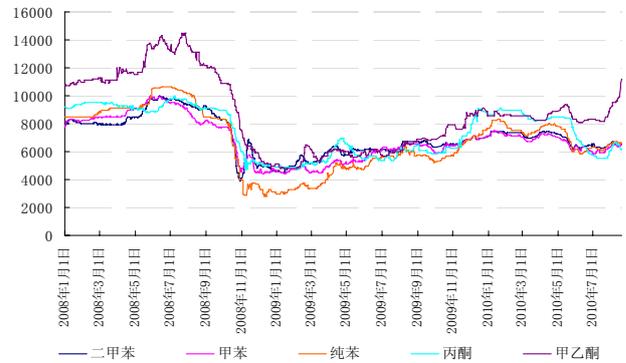
资料来源: 东兴证券研究所

图 14: 国内甲乙酮、三苯（作为溶剂）和丙酮的消费（万吨）



资料来源: 东兴证券研究所

图 15: 国内甲乙酮下游消费结构（百万元）



资料来源: 化工在线, 东兴证券研究所

2.3 国际产能关闭打开出口空间

60 年代国际上开发出硫酸法甲乙酮工业生产技术并开始大规模使用，目前国际上的主要甲乙酮装置均使用该技术。硫酸法存在设备腐蚀严重、能耗物耗高、污染严重等问题；80 年代又开发出树脂法，相对硫酸法具有明显优势，目前国内甲乙酮装置基本使用树脂法。

国际上的主要甲乙酮装置由于年限过长和环保压力，最近几年逐渐开始面临关停压力：2004 年 9 月，美国 Shell 永久性关闭其在路易斯安那州 Norco 的 13.6 万吨甲乙酮装置；2009 年初，美国 Celanese 关闭其在德克萨斯州 Pampa 的 29 万吨醋酸装置，同时作为醋酸副产品的 4.5 万吨甲乙酮停止生产。未来国际上还会陆续有甲乙酮装置关闭，我们预计国际（除中国）甲乙酮产能未来平均以 2 万吨/年的速度降低。中国的甲乙酮基本已经完成进口替代，生产技术和产品质量均可以满足国际需求，根据制造业的经验，未来出口将带动行业延续 3-5 年的增长。

表 2: 国际产能关闭情况（万吨）

公司	装置产能	关停时间	占 09 年总产能比例
Shell	13.6	2004 年 9 月	8.2%
Celanese	4.5	2009 年初	2.7%

资料来源: 东兴证券研究所

2.4 国内产能受制于行业壁垒增长有限

甲乙酮行业最主要的壁垒在于原材料富含丁烯的碳四供应，技术和资金也对新进入者有一定的障碍：

表 3: 甲乙酮行业的进入壁垒

壁垒	描述
原材料壁垒	不同来源的原油所含碳四组分相差较大 不同的碳四原料所含正丁烯（生产甲乙酮的有效成分）相差较大 正丁烯含量较低的碳四一般
技术壁垒	工艺复杂、工艺路线较长，对生产设备、单元操作、工艺控制的要求较高

	消化核心生产技术形成规模生产的时间长 掌握产品质量及安全生产过程控制等关键技术的难度较大 技术领先的企业可以利用丁烯含量较低的碳四原材料
资金壁垒	根据目前的市场和技术状况，新建装置规模在不低于 5 万吨/年的情况下，才具有一定的市场竞争力，而新建 5 万吨/年的装置投资约需 3 亿元人民币。

资料来源：东兴证券研究所

延边龙铁甲乙酮装置自 2001 年开工建设，至今未建成投产，现已停建；广东茂名 2005 年计划新建 3 万吨产能，至今未建成。国内其他主要生产厂家因工艺或原料来源等因素产能利用率不足，未来一段时间国内其他企业产能进一步扩张的可能性较小。

3. 少数受益于油价上涨的企业之一，甲乙酮仍有 50%增长空间

3.1 甲乙酮业务综合竞争优势明显

碳四行业受原材料限制，产能利用率普遍较低，2009 年平均在 72.55%。公司凭借与齐鲁石化和青岛炼化的长期战略协议和保障较宽碳四使用范围的技术，2009 年产能利用率达 120%，远高于行业平均水平。

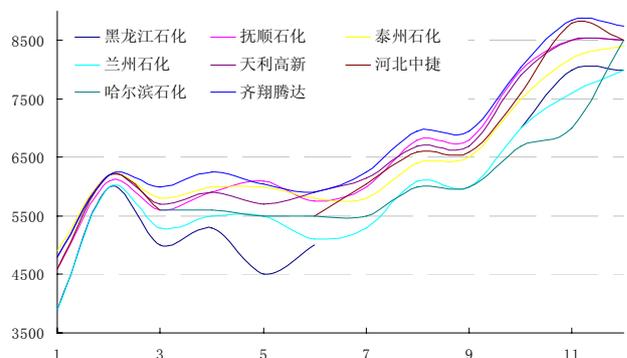
公司产品质量行业领先，产品纯度大于 99.9%，水含量小于 300×10^{-6} ，基本接近国际先进水平，公司销售价格市场第一。

图 16：国内甲乙酮、三苯（作为溶剂）和丙酮的消费（万吨）



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 17：国内甲乙酮下游消费结构（百万元）



资料来源：化工在线，东兴证券研究所

3.2 原材料供应和技术改造保障未来甲乙酮增长

公司与齐鲁石化和青岛炼化签订永久性战略协议，并获中石化集团公司层面肯定，确保了未来碳四原材料供应。

本部产能利用率已达 180%，青岛 8 万吨产能设计时预留较大技改空间，预计未来也可以达到 180% 的产能利用率，公司甲乙酮产量在不新增装置的情况下仍有 50% 的增长空间。

表 4：公司碳四原材料供应保证乙二醇增长（万吨）

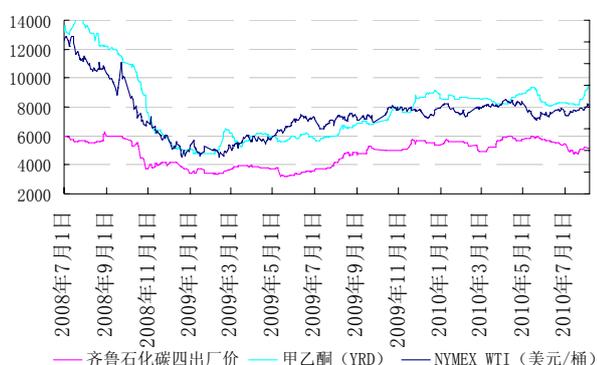
	碳四来源	碳四供应能力	乙二醇可产量*	设计产能	08 年产量	09 年产量	产能利用率
本部	齐鲁石化	20	8.33	2	3.59	3.06*	180%
青岛思远	青岛炼化	60	25	8	--	8.98	112.50%

资料来源：东兴证券研究所

3.3 公司是少数受益于油价上涨的化工企业之一

公司直接与石油炼化企业相接，靠近产业链上游，成本传递较快；另一方面，下游强劲的需求和公司产品质量保证了公司的成本转嫁能力，因此公司是市场上少数受益于油价上涨的化工企业之一。

图 18：原油、碳四和乙二醇价格走势比较（元/吨）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 19：公司毛利率与油价关系（美元/桶）



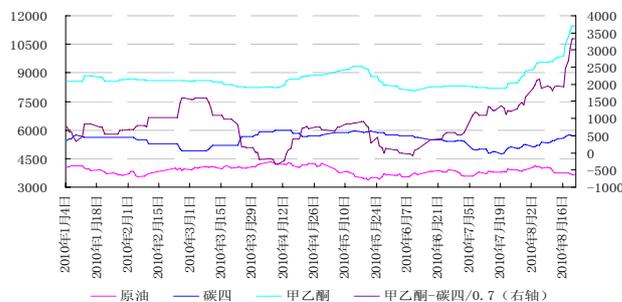
资料来源：东兴证券研究所

4. 近期乙二醇价格强势上涨，全年业绩超最乐观预期

4.1 国内外产能检修致乙二醇价格飞涨

近期乙二醇价格强势上涨，从 7 月 21 日的 8180 元/吨上涨至 8 月 26 日的 11910 元/吨，涨幅达 45.6%，屡创金融危机以来的新高。我们在上篇报告《齐翔腾达：乙二醇价格上涨带来交易性机会》中（当时乙二醇价格 9560 元/吨）预计乙二醇价格仍会持续上涨，目前来看虽然确实如此，但涨幅还是超越我们的预期。

图 20：近期乙二醇价格走势及价差（元/吨）



资料来源：化工在线，中华商务网，东兴证券研究所

我们分析此次甲乙酮价格上涨的主要原因是国际国内产能检修造成的供应紧张，具体检修情况见下表，下半年全球甲乙酮产量合计减少 6.75 万吨，占全球消费量的 5.6%，约占半年消费量的 11.2%。从产能检修的情况来看，我们预计下半年甲乙酮价格总体在高位运行，但目前甲乙酮价格已经远超预期，我们预计 8-10 月甲乙酮平均价格在 10000 元/吨以上。

表 5：国际国内甲乙酮产能检修表（万吨）

公司名称	国家	产能万吨	影响产量	开始月份	持续时间
Maruzen Petrochemical	日本	17	3.54	5 月	两个月
TonenGeneral Sekiyu K.K.	日本	9	1.5	8 月	40 天
Idemitsu Kosan	日本	4	0.83	9 月	两个月
哈尔滨石化	中国	3	0.13	8 月 6 日	1 个月
天利高新	中国	4	0.5	8 月 15 日	1 个月
合计			6.75		

资料来源：东兴证券研究所

另外，大连港事故导致抚顺石化和哈尔滨石化的甲乙酮无法运到华东华南地区销售以及旺盛的下游需求也是此轮上涨的原因。

4.2 涨价因素促业绩超最乐观预期

此轮甲乙酮价格大幅上涨对公司三季度业绩有非常大的提升，按今年全年产 13.5 万吨计算，每月产 1.125 万吨，从目前 8 月份甲乙酮平均价格来看，仅 8 月就能多贡献净利润 2552 万元。我们预计价格高位运行至 10-11 月，合计多贡献净利润约 7000 万元，EPS 增厚 0.27 元，全年 EPS1.37 元，超越市场先前最乐观的预期 1.24 元 0.13 元。

表 6：2010 年按月甲乙酮价格，碳四成本及毛利空间（元/吨）

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	上半年平均
甲乙酮平均价格	8645	8630	8427	8618	8998	8219	8372	10647	8589
碳四成本	5545	5465	5086	5826	5845	5639	5102	5420	5568
毛利空间 甲乙酮-碳四/0.7	723	823	1161	295	648	163	1084	2904	636

资料来源：东兴证券研究所

下表分析了 2010 年 EPS 对甲乙酮价格和碳四原料价格波动的敏感性：

表 7：2010 年 EPS 对甲乙酮价格和和碳四价格的敏感性分析（元）

碳四年均价格(元/吨)	甲乙酮年均价格（元/吨）				
	8000	8500	9152	9500	10000
5000	1.32	1.50	1.72	1.84	2.02
5250	1.14	1.32	1.54	1.66	1.84
5491	0.97	1.14	1.37	1.49	1.66
5750	0.78	0.96	1.18	1.30	1.48

6000	0.61	0.78	1.00	1.13	1.30
------	------	------	------	------	------

资料来源：东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

我们预计 10-12 年的每股收益分别为 1.37 元、1.57 元、1.90 元，对应 PE 分别为 20、18 和 15 倍。我们认为公司作为中小板的化工企业，可以给予 2011 年 25 倍市盈率，对应股价 39.25 元，目前估值明显偏低，上调公司评级至“强烈推荐”。

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,115.52	1,297.48	2,043.52	2,398.85	2,839.33
营业成本	850.64	1,001.44	1,518.79	1,826.49	2,146.62
营业费用	24.01	28.38	47.00	47.98	56.79
管理费用	22.25	17.38	32.70	28.79	34.07
财务费用	17.59	14.85	(3.20)	(19.74)	(20.10)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	192.60	231.07	438.02	503.34	607.76
利润总额	192.00	229.30	436.52	501.84	606.26
所得税	48.37	55.78	81.06	93.19	112.58
净利润	143.63	173.52	355.46	408.65	493.68
归属母公司所有者的净利润	143.63	173.52	355.46	408.65	493.68
NOPLAT	157.24	186.09	354.08	393.80	478.53

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	165.74	174.01	1,954.60	1,992.73	2,027.44
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	56.64	17.80	67.18	78.87	93.35
预付款项	12.20	32.81	63.18	99.71	142.64
存货	59.81	87.69	116.51	140.11	164.67
流动资产合计	319.64	346.57	2,251.39	2,370.01	2,497.45
非流动资产	525.54	484.13	454.11	569.51	719.91
资产总计	845.18	830.70	2,705.50	2,939.53	3,217.36
短期借款	330.00	248.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	107.46	68.83	145.64	175.14	205.84
预收款项	12.46	9.76	9.76	9.76	9.76
流动负债合计	456.56	350.28	169.90	199.60	230.60

非流动负债	0.00	0.00	0.25	0.25	0.25
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	388.62	480.42	2,535.35	2,739.68	2,986.51
净营运资本	(136.92)	(3.71)	2,081.49	2,170.41	2,266.85
投入资本 IC	552.88	554.41	580.75	746.94	959.08

现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	143.63	173.52	355.46	408.65	493.68
折旧摊销	29.42	66.78	0.00	84.60	99.60
净营运资金增加	(315.35)	133.21	2,085.20	88.92	96.44
经营活动产生现金流	134.30	244.06	355.92	422.72	511.44
投资活动产生现金流	(155.06)	(56.85)	(30.00)	(200.00)	(250.00)
融资活动产生现金流	109.62	(178.91)	1,454.67	(184.59)	(226.74)
现金净增（减）	88.86	8.31	1,780.59	38.13	34.71

分析师简介

杨若木

工学硕士，基础化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。