



烟台万华 (600309.SH)

谨慎推荐

所属行业：化工
行业评级：推荐

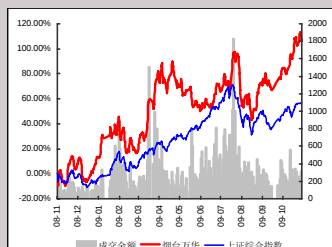
股价数据

12 个月区间 (元)	9.27—22.28
最新收盘价 (元)	21.33

股本结构

总市值 (亿元)	354.79
流通 A 股市值 (亿元)	354.79
总股本 (亿股)	16.63
流通 A 股 (亿股)	16.63
流通 B 股 (亿股)	0

股价表现图



齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师
孙建新
联系人
刘艳平

Tel: (86531) 81776331
Fax: (86531) 81283791
Email: liuyp@qlzq.com.cn

产能扩大，期待下游需求增长

——烟台万华深度研究报告

投资要点：

- ◇ 公司是国内 MDI 制造的龙头企业。目前，公司在烟台和宁波两地共拥有 MDI 产能 50 万吨，国内市场占有率超过 30%。
- ◇ 2009 年前三季度公司实现销售收入 46.5 亿元，同比下降 24.6%；实现归属于母公司所有者净利润 8.64 亿元，同比下降 28.6%。公司三季度经营状况继续好转，单季净利润环比增长 16.2%。
- ◇ 宁波二期 30 万吨项目 2010 年三季度建成，公司 MDI 产能将达到 80 万吨。宁波二期配套建设 36 万吨苯胺项目，项目建成后，将缓解对原料需求的压力，产品生产成本更低，竞争力更强。
- ◇ 家电下乡政策极大推动公司产品销售，但目前进入冬季，需求下滑。目前国内建筑节能市场上聚氨酯材料所占份额不多。MDI 和聚合 MDI 的主要应用仍集中在皮革、制鞋、保温领域。
- ◇ 今年公司出口量约为产量的 20%，主要销往欧美地区。随着外销和内需的不断扩大，2010 年新增项目的投入生产，将会极大的增加公司利润，巩固公司在行业中的优势地位。预计公司 09 年 EPS 0.74 元，10 年 EPS 0.87 元，给予“谨慎推荐”的投资评级。

财务数据摘要	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百万元)	7803.58	7704.39	6471.69	8413.20
主营业务收入增长率	57.77%	-1.27%	-16.00%	30.00%
净利润 (百万元)	1481.34	1509.74	1226.88	1438.62
净利润增长率	71.56%	1.92%	-18.74%	17.26%
每股收益 (元)	0.89	0.91	0.74	0.87
P/E	23.95	23.50	28.92	24.66



正文目录

一、公司介绍	- 4 -
1、公司简介	- 4 -
2、主营业务构成	- 4 -
二、行业发展迅速，公司经营业绩稳步上升	- 5 -
1、聚氨酯行业	- 5 -
2、生产经营稳步上升	- 6 -
三、主营产品分析	- 7 -
MDI	- 7 -
国内外市场分析	- 8 -
原料与需求分析	- 9 -
四、风险提示	- 11 -



图 目 录

图 1: 公司 2008 年主营收入结构	- 4 -
图 2: 聚氨酯行业产业链	- 5 -
图 3: 近年来公司收入和净利润变化趋势	- 6 -
图 4: 近年公司产品利润率走势	- 7 -
图 5: 2008 年以来纯MDI价格走势	- 7 -
图 6: 2008 年MDI产能分布	- 8 -
图 7: 近几年轮胎制造累计产成品	- 10 -

表 目 录

表 1: 国内纯MDI和聚合MDI用途	- 9 -
---------------------------	-------



一、公司介绍

1、公司简介

公司是国内MDI（二苯基甲烷二异氰酸酯）制造龙头企业，亚太地区最大的MDI制造企业。公司主要从事MDI为主的异氰酸酯系列产品、芳香多胺系列产品、热塑性聚氨酯弹性体系列产品的研究开发、生产和销售。2008年，公司销售收入77亿元，实现净利润15.1亿元。目前，公司共有两套MDI装置，产能达到50万吨/年，产品质量和单位消耗均达到国际先进水平。

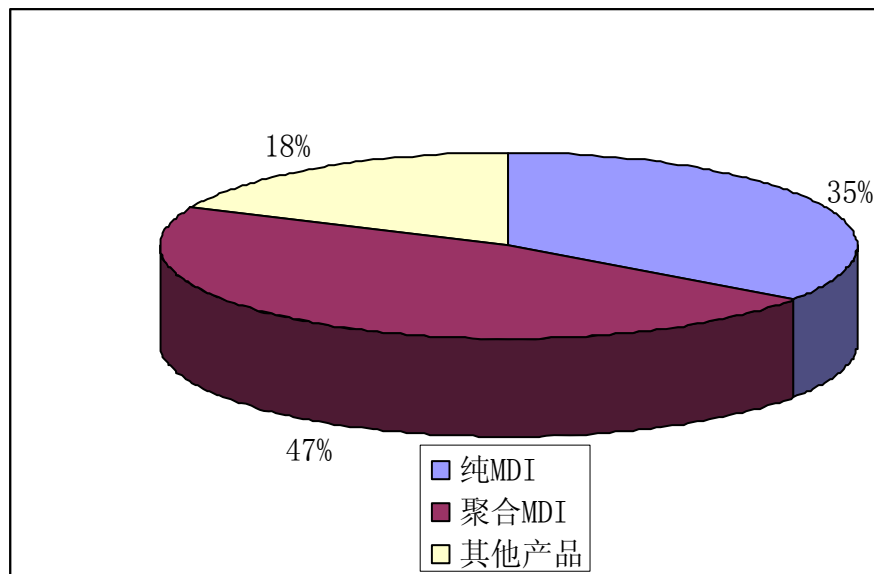
MDI是制备聚氨酯的最主要原料之一，聚氨酯具有橡胶、塑料的双重优点，尤其是在隔热、隔音、耐磨、耐油、弹性、挠曲性等方面有其它合成材料无法比拟的优点，广泛应用于化工、轻工、纺织、建筑、家电、建材、交通运输、航天等领域。

2、主营业务构成

公司生产MDI系列产品，是制备聚氨酯的主要原料，有纯MDI、聚合MDI、液化MDI和MDA等四大系列十七个品种。

从产品构成上看，纯MDI和聚合MDI在主营收入中占比较大的比重，是公司的主导产品。

图1：公司2008年主营收入结构



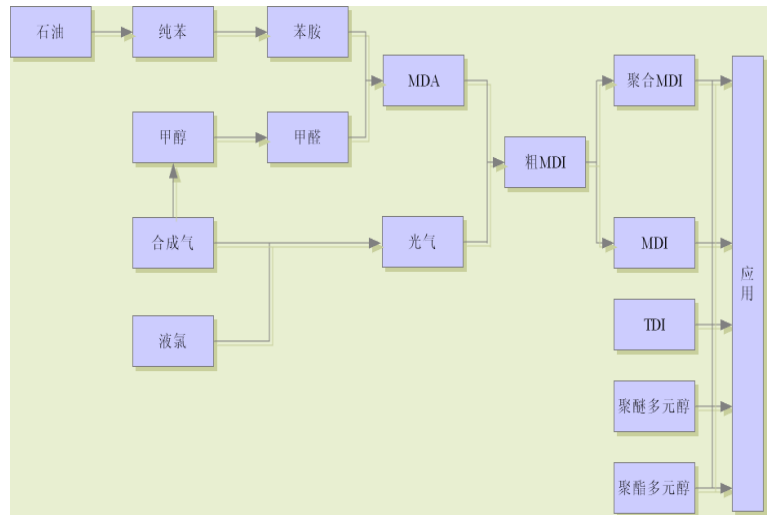
数据来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所



二、行业发展迅速，公司经营业绩稳步上升

1、聚氨酯行业

图2：聚氨酯行业产业链



数据来源：齐鲁证券研究所

聚氨酯是由异氰酸酯与多元醇反应制成的一种具有氨基甲酸酯链段重复结构单元的聚合物。聚氨酯制品可分为泡沫制品和非泡沫制品两大类，而泡沫制品有软质、硬质、半硬质之分，非泡沫制品则包括涂料、胶粘剂、弹性体和弹性纤维等。聚氨酯材料性能优异，用途广泛，其各种不同的制品可以用于众多领域。聚氨酯软泡的主要用途包括：垫材，如座椅、沙发、床垫等。聚氨酯硬泡的主要用途有：食品等行业冷冻冷藏设备，如冰箱、冰柜、冷库、冷藏车等各种冷藏设备；工业设备保温，如储罐、管道的保温等；建筑材料；交通运输业；仿木材；灌封材料等等。非泡沫制品的应用范围则按制品种类而异。

聚氨酯工业与大多数化工产业一样，集约化和规模化生产的趋势日益明显，新企业规模越来越大，产能也迅速提高。聚氨酯的主要原料MDI和TDI（甲苯二异氰酸酯）与大多数其他化工产品的生产有较大的区别，那就是存在着技术壁垒。尤其是异氰酸酯生产的关键技术垄断在巴斯夫、亨斯曼、拜耳等少数几家大型跨国公司手中，而这些公司又通过收购、兼并、控股等方式，建立起大型聚氨酯跨国垄断公司，牢牢掌握着世界聚氨酯原料市场，使世界聚氨酯工业的集约化现象比较突出。而对于一些技术含量并不高的聚氨酯加工制品及发泡剂、密封剂等产品，商业化已非常成熟，不同生产商的产品往往可以互相替代。经过近几年的重组改造，世界聚氨酯生产的集中度已越来越高。

随着聚氨酯化学研究、产品制造和应用工艺技术的进步以及应用领域的不断扩宽，逐渐形成了目前世界上居第6大合成材料地位（PE、PP、PVC、PS、PET、PU）的工业体系。近20多年来，聚氨酯产品品种、应用领

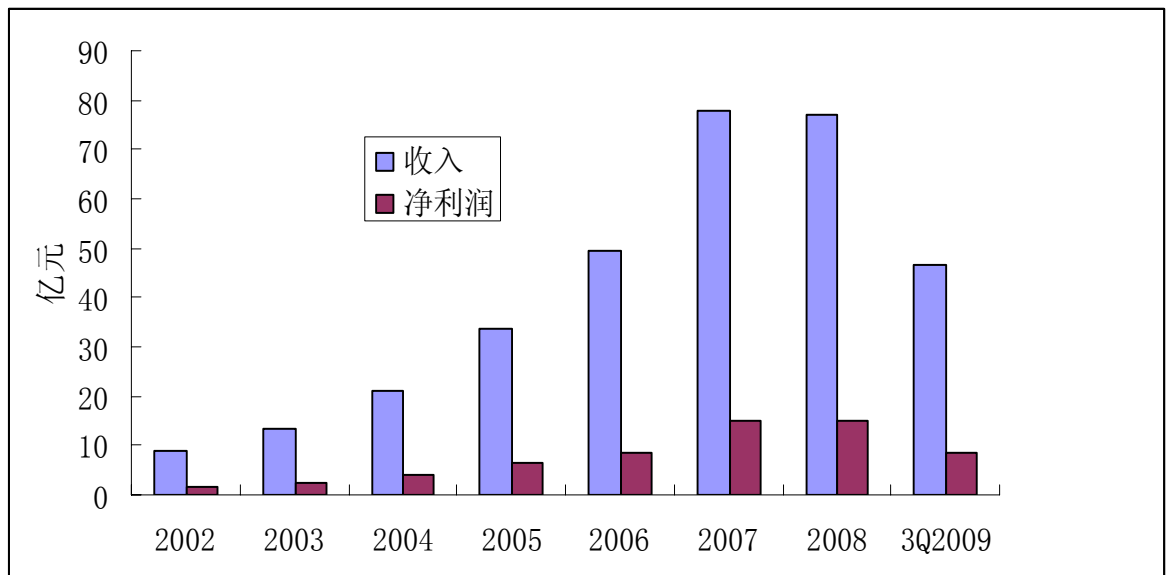


域、产业规模迅速扩大，已成为发展最快的高分子合成材料工业之一。尤其近年来中国大陆成为世界上聚氨酯发展最快的市场中心，同时生产、应用、研究开发的技术进展也突飞猛进。

据统计，自1998年以来，国内聚氨酯产业以惊人速度发展，年均增长率达30%以上。聚氨酯制品产量达到340万吨左右，其中泡沫产品总产量超过190万吨。2007年国内共消费聚氨酯制品454.7万吨，2001~2007年六年间国内聚氨酯制品消费的年复合增长率超过24%，中国成为推动全球聚氨酯市场前进最主要的动力。

2、生产经营稳步上升

图3：近年来公司收入和净利润变化趋势

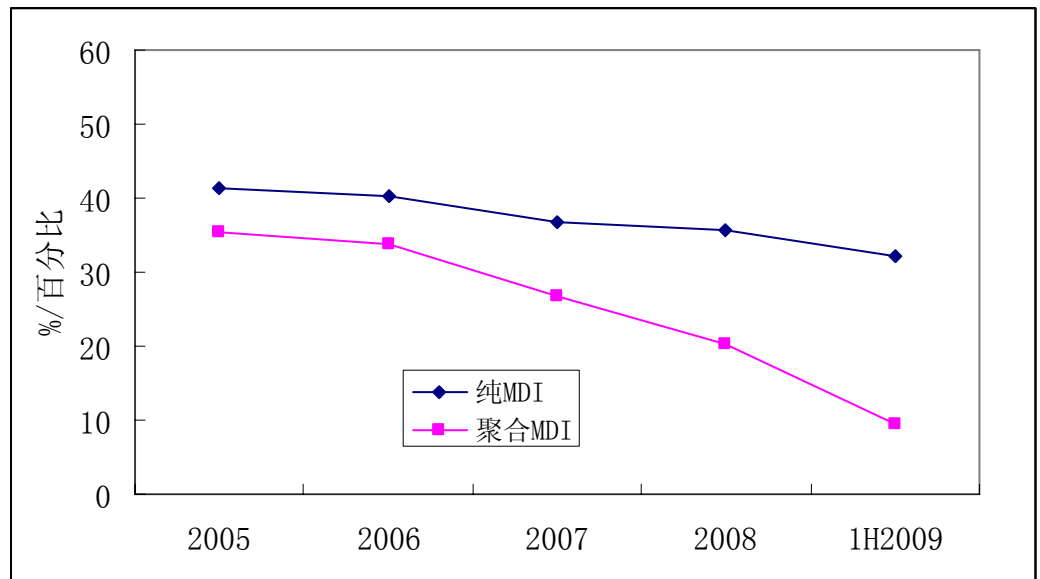


数据来源：公司报告，齐鲁证券研究所

从图上可以看出，近年来，随着下游行业需求的不断增长，公司的营业收入和净利润保持高速增长态势。即使在受经济危机影响比较严重的2008年，公司的销售仍然保持增长态势。为了进一步扩大在行业中的竞争优势，公司准备继续扩大产能，预计2010年新增30万吨产能。新增项目的投产，能够降低成本，提高公司产品在国内、外市场上的竞争力。



图4：近年公司产品利润率走势



数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

纯MDI产品利润率一直维持在30~40%，而聚合MDI的利润率受价格和下游两方面影响，今年降低的比较多。

图5：2008年以来纯MDI价格走势



数据来源：中国化工网，齐鲁证券研究所

三、主营产品分析

MDI

MDI和TDI是生产聚氨酯的主要原料。以不同型号MDI、TDI生产的各



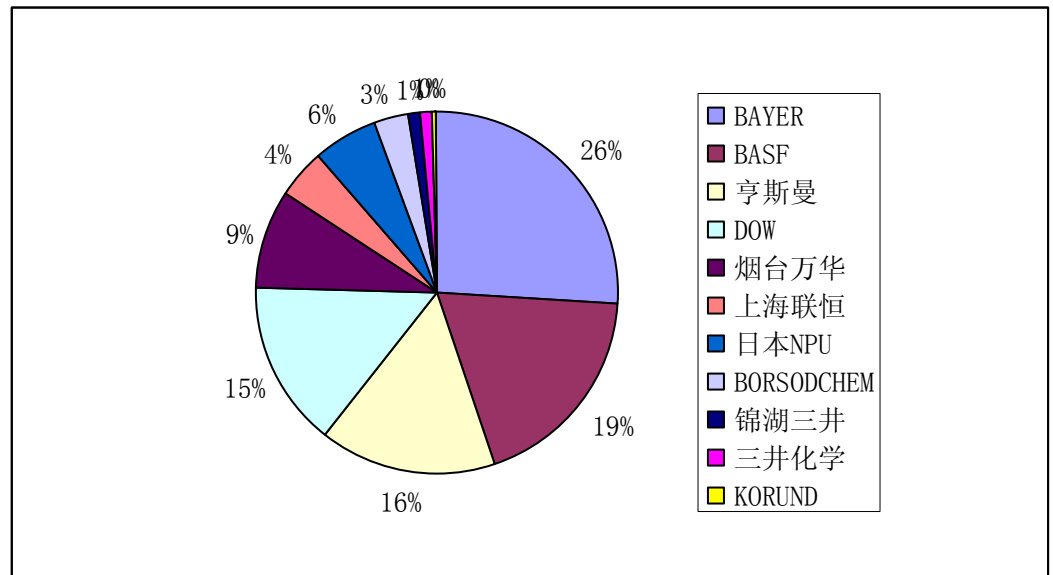
类聚氨酯材料广泛应用于生产汽车零部件、鞋底、人造革、涂料、胶粘剂、隔热材料等。大部分MDI用于生产聚氨酯泡沫(软泡和硬泡)，聚氨酯硬泡产品生产约占MDI总消费量的80%。也广泛应用于弹性体、胶粘(密封)剂、涂料和塑料等行业。根据聚合度的不同，MDI可分为聚合级、混合级(二聚物和三聚物混合料)和纯单体3个级别，其中市场产品以聚合级为主。90%以上的TDI用于生产聚氨酯软泡，少量用于硬泡、粘接剂、涂料、混凝土密封剂等。

MDI的反应活性较TDI高，2个—NCO基团活性相同，且具有挥发性小、毒性低等优点，用它制成的PU产品有好的撕裂强度、耐低温柔软性、耐磨性、耐油性和耐臭氧性等。因此，MDI大有取代TDI之势。

目前国内外均采用液相光气法生产MDI。反应得到的MDI通常是一个单体和聚合物的混合物，其中单体又包括了3种同分异构体。光气化反应后，蒸馏分离副产的HCl和过量的光气，然后进一步蒸馏回收溶剂。使得到的MDI混合物在精馏塔中分成一个单体MDI馏分(包括3种同分异构体)和一个聚合MDI馏分，通常后者可以直接作为商品出售；如果需要，再通过精馏、萃取或结晶等方法将单体馏分中的异构体加以分离。

国内外市场分析

图6：2008年MDI产能分布



数据来源：齐鲁证券研究所

国外MDI市场主要被BAYER, BASF, 亨斯曼和DOW占据，这几家产能占全球市场的近80%。在国内，至2008年底，烟台万华、上海联恒、拜耳(上海)这三大巨头总产能已达到100万t/a。烟台万华拥有山东烟台和宁波大榭两处MDI工厂。烟台工厂2008年产能20万t；宁波大榭工厂30万t，并计划在2010年再增加30万t。另外，包括六亚甲基二异氰酸酯、四亚甲基二异氰酸酯在内的新产品的生产也都在规划当中，其目标是成为



亚太地区产量最大、产业链配套最合理、成本最低、市场占有率最高的MDI供应商。上海联恒由巴斯夫、亨斯曼、上海华谊、高桥石化组建，是上海聚氨酯一体化项目的一部分，拥有24万t/a粗MDI装置，于2007年8月投产，实际年产量可以达到28~29万t。巴斯夫总投资300亿元在重庆化工园区建设40万t/a MDI装置，已于2008年7月动工，预计2011年投产。

由于供应紧张，利润较高，因此尽管MDI行业具有光气的规模化使用、系统化的工艺流程、设备的高防腐性能要求和精密的反应条件等技术堡垒，以及投入较高的资金堡垒，仍然阻挡不住新生企业的介入。国内现有的TDI企业均计划进入MDI行业。如蓝星天津化工新材料基地计划建设20万t/a MDI装置，其中一期10万t/a装置正在建设中；甘肃银光化工集团有限公司计划建设16万t/a MDI装置；日邦聚氨酯(瑞安)有限公司5万t/aMDI精馏项目已于2006年7月动工，目前已基本建成，原料主要来自日本聚氨酯在南阳工厂新扩建投产的20万t/a MDI装置。新的企业加入，则将使MDI市场产生相当程度的过剩，行业竞争格局也将有新的变化。

表1：国内纯MDI和聚合MDI用途

名称	种类	所占比例 (%)
纯 MDI	合成革浆料	35
	鞋底原液	23
	氨纶	16
	其他	26
	冰库冷柜	36
聚合 MDI	建筑保温	8
	车用聚氨酯	7
	保温管道	7
	冷藏集装箱	6
	太阳能热水器	6
	其他	30

数据来源：齐鲁证券研究所

目前，在国内，纯MDI的用途主要是合成革和制鞋，聚合MDI的主要用途是冰库冰柜。而SRI公司研究报告显示，2006年全球MDI的消费结构为：建筑业占52%，注射模塑占13%，冰箱冷藏占10%，包装材料占8%，纤维、绝热、弹性体及其他占17%。

原料与需求分析

作为世界最大的苯胺生产国，我国产能占全球30%以上。2008年以来国内苯胺产能扩张迅猛，比上年增加了40%。主要苯胺生产企业总产能近138万吨，实际商品产量63万吨左右，比上年降低20万吨左右，为近年来的最低水平；行业装置开工率仅为52.5%，比2007年降低近19个百分点。2008年我国苯胺表观消费量为77万吨，比上年下降9.4%。由于全

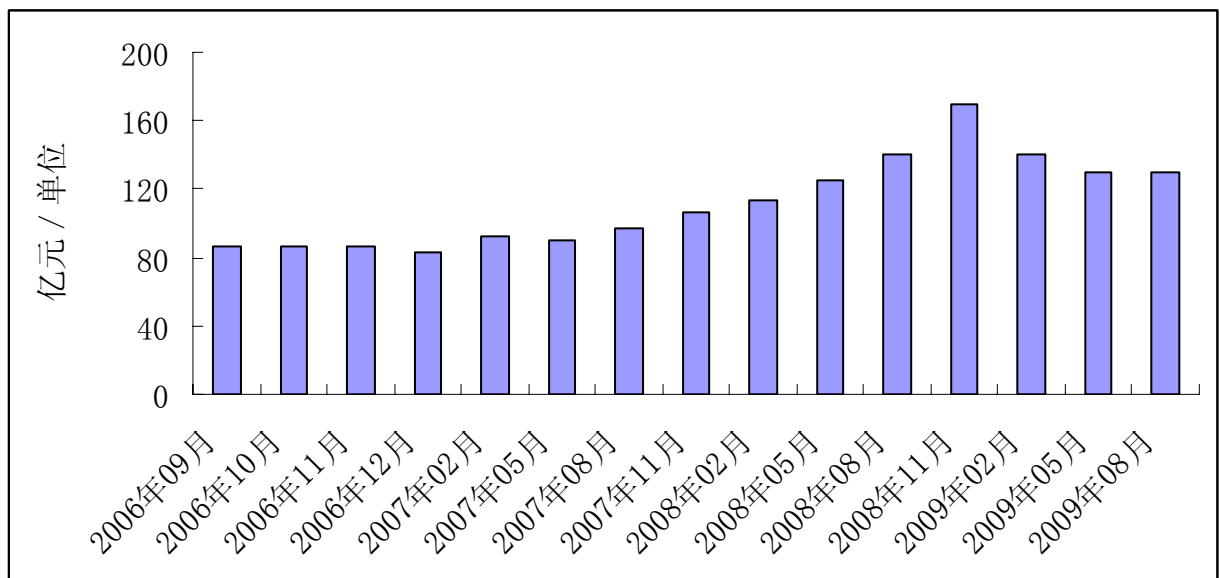


球金融危机的影响，化工原材料价格 and 市场需求迅速下跌，使苯胺行业遭受重创，今年1~4月份，国内苯胺生产企业的开工率仅为60%左右。纯苯-苯胺-MDI产业链市场仍未摆脱下行态势，使原本供需失衡的苯胺市场需求持续下降，平衡矛盾更加突出，市场竞争更加剧烈。

苯胺是MDI、橡胶助剂、染料、医药、炸药、农药生产的重要原料。我国苯胺的消费结构与发达国家有所不同。在美国、西欧以及日本等国家和地区的消费中，MDI占消费的首位，消费量约占苯胺总消费量的80%；其次是橡胶助剂，约占苯胺总消费量的11%；染料和颜料约占3%；其他约占6%。而2004年我国苯胺消费构成大致为：有机中间体的占30%，MDI占25%，橡胶助剂占15%，染料工业占13%，医药工业占10%，农药工业占5%，其他占2%。

目前，MDI消费量占苯胺消费量近60%。预计到2010年，我国MDI年产能将达到近200万t，占世界总产能的1/3，将成为世界最大的MDI生产国。而上海联横、BAYER、BASF的MDI装置均配套苯胺装置，烟台万华也将新建36万t/a苯胺装置，届时仅万华需要商品苯胺24万t左右。因此2012年国内MDI需求商品苯胺约为24万t。

图7：近几年轮胎制造累计产成品



数据来源：WIND，齐鲁证券研究所

橡胶助剂消费量已达到苯胺消费量的27%左右。目前我国已经成为全球主要橡胶助剂生产国，随着全球轮胎工业不断东移和我国将汽车工业作为支柱产业，未来国内橡胶助剂产能仍将保持较快增长，尤其是对苯二胺类防老剂、次磺酰胺类促进剂等。根据国内汽车、轮胎工业的发展规划和国内主要橡胶助剂企业的扩产计划预测，2011年橡胶助剂消耗苯胺约为25万吨左右，占苯胺消费量的30%。

而染料和颜料及其中间体作为我国苯胺的传统消费领域，今后相当一段时间内，由于染料工业生产厂家多，布局分散，市场竞争激烈，今后几年我国染料及有机颜料对苯胺需求量的增长幅度不会很大。橡胶助



剂作为苯胺的另一个主要消费领域，随着橡胶制品的需求量快速增长，对苯胺的需求也将不断增长，但必须看到我国橡胶助剂的产品结构也正在调整，这也给苯胺的需求增长带来了不定因素，橡胶助剂对苯胺的需求并不乐观。

我国总社会能耗中，建筑能耗占比高达47.24%。在世界经济快速发展、一次性能源日益紧缺的背景下，建筑节能必然成为政府重点投资方向。欧美等发达国家的建筑保温材料中约有50%为PU材料，而我国仅为10%左右。前不久国家颁布的《节能中长期专项规划》中规定，到2010年我国城镇建筑需达到节能50%的设计标准；到2020年，新建建筑至少要实现节能65%。建筑节能政策给我国聚氨酯产业带来了巨大的发展空间。

目前，保温技术主要有：外挂式外保温、聚苯板与墙体一次浇注成型和聚苯颗粒浆料外墙外保温等。以浙江省为例，浙江省被允许用于外墙保温、隔热的材料有胶粉聚苯颗粒外墙外保温材料(系统)、膨胀聚苯板薄抹灰外墙外保温材料(系统)、各种保温砂浆、加气混凝土砌块、各种多孔砖、各种复合保温隔热材料、聚氨酯保温材料(喷涂、板材)、水泥膨胀珍珠岩等，其中，约145项(次)墙体及建筑节能材料技术中，胶粉聚苯颗粒外墙外保温材料占46%，其他保温砂浆占5.5%，二者合起来(浆料类)是51.5%；膨胀聚苯板薄抹灰外墙外保温材料占23%。而相关聚氨酯材料的技术比较少，这可能与材料自身价格成本有关。尽管目前这一市场潜力很大，但要想真正争取在建筑保温市场中占领一席之地，还有许多需要改进的地方。

四、风险提示

- 1，宏观经济的不确定性将导致下游需求不确定，
- 2，公司有新建项目，如项目不能顺利投产，则影响公司2010年的盈利增长。


附表1: 烟台万华报表预测 (单位: 百万元)

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4946.33	7803.58	7704.39	6471.69	8413.20	9338.65
减: 营业成本	3177.71	4651.70	5294.20	4206.00	5720.00	6011.00
营业税金及附加	35.47	66.65	48.55	40.78	53.02	58.85
营业费用	126.72	223.52	207.14	174.00	226.20	251.08
管理费用	304.72	571.19	454.19	381.52	495.97	550.53
财务费用	10.77	53.71	50.84	-11.44	-52.91	-95.14
资产减值损失	12.07	19.88	0.25	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	14.25	148.26	4.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.07	-4.37	-0.85	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1295.21	2360.81	1653.29	1680.83	1970.92	2562.33
加: 其他非经营损益	16.06	121.40	372.37	0.00	0.00	0.00
利润总额	1311.27	2482.21	2025.66	1680.83	1970.92	2562.33
减: 所得税	354.51	785.35	267.56	252.12	295.64	384.35
净利润	956.75	1696.86	1758.10	1428.70	1675.28	2177.98
减: 少数股东损益	93.28	215.52	248.36	201.83	236.66	307.68
归属母公司股东净利润	863.47	1481.34	1509.74	1226.88	1438.62	1870.31
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	56.66	975.19	1229.16	3879.51	2935.73	7633.32
应收和预付款项	1014.06	1981.97	1957.61	480.02	2736.89	769.53
存货	463.77	650.86	600.44	469.79	985.68	543.84
其他流动资产	66.12	59.33	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	54.70	34.70	185.34	185.34	185.34	185.34
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3220.16	3316.93	3667.67	3215.45	2763.24	2311.02
无形资产和开发支出	114.69	130.79	143.84	128.50	113.16	97.82
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	4990.16	7149.78	7784.06	8358.62	9720.03	11540.87
短期借款	582.23	1108.34	839.09	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	473.84	468.31	276.21	534.47	541.08	600.59
长期借款	801.67	299.49	412.49	412.49	412.49	412.49
其他负债	231.14	835.17	806.87	806.87	806.87	806.87
负债合计	2088.89	2711.31	2334.65	1753.82	1760.44	1819.94
股本	1188.10	1663.33	1663.33	1663.33	1663.33	1663.33
资本公积	31.37	38.79	47.84	47.84	47.84	47.84
留存收益	1333.99	2221.90	3106.29	4059.85	5177.98	6631.63
归属母公司股东权益	2553.45	3924.02	4817.46	5771.02	6889.15	8342.80
少数股东权益	347.82	514.46	631.96	833.78	1070.45	1378.12
股东权益合计	2901.28	4438.48	5449.41	6604.80	7959.60	9720.92
负债和股东权益合计	4990.16	7149.78	7784.06	8358.62	9720.03	11540.87
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	905.06	1210.15	2051.05	3751.32	-676.21	5019.11



投资性现金净流量	-519.13	-366.84	-925.92	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-377.09	232.30	-1164.03	-1100.97	-267.58	-321.51
现金流量净额	7.92	1069.56	-47.67	2650.36	-943.79	4697.60

附表2：烟台万华财务分析和估值指标汇总

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
收益率						
毛利率	35.76%	40.39%	31.28%	35.01%	32.01%	35.63%
三费/销售收入	8.94%	10.87%	9.24%	8.41%	7.95%	7.56%
EBIT/销售收入	27.28%	33.42%	26.29%	25.80%	22.80%	26.42%
EBITDA/销售收入	31.44%	36.43%	29.64%	33.02%	28.36%	31.43%
销售净利率	19.34%	21.74%	22.82%	22.08%	19.91%	23.32%
资产获利率						
ROE	33.82%	37.75%	31.34%	21.26%	20.88%	22.42%
ROA	27.04%	36.48%	26.02%	19.97%	19.73%	21.38%
ROIC	45.21%	54.49%	45.18%	27.63%	50.91%	37.99%
增长率						
销售收入增长率	49.46%	57.77%	-1.27%	-16.00%	30.00%	11.00%
EBIT 增长率	55.06%	93.29%	-22.33%	-17.59%	14.89%	28.63%
EBITDA 增长率	67.72%	82.80%	-19.68%	-6.41%	11.63%	23.02%
净利润增长率	54.82%	77.36%	3.61%	-18.74%	17.26%	30.01%
总资产增长率	12.85%	43.28%	8.87%	7.38%	16.29%	18.73%
股东权益增长率	43.58%	53.67%	22.77%	19.79%	19.37%	21.10%
经营营运资本增长率	294.65%	95.00%	-8.36%	-120.01%	889.16%	-99.48%
资本结构						
资产负债率	41.86%	37.92%	29.99%	20.98%	18.11%	15.77%
投资资本/总资产	68.34%	64.20%	65.99%	38.31%	56.79%	22.47%
带息债务/总负债	27.87%	40.88%	35.94%	23.52%	23.43%	22.66%
流动比率	1.30	1.74	1.98	3.64	4.99	6.42
速动比率	0.92	1.43	1.67	3.28	4.25	6.03
股利支付率	14.74%	8.02%	44.07%	22.28%	22.28%	22.28%
收益留存率	85.26%	91.98%	55.93%	77.72%	77.72%	77.72%
资产管理效率						
总资产周转率	0.99	1.09	0.99	0.77	0.87	0.81
固定资产周转率	1.60	2.46	2.36	2.01	3.04	4.04
应收账款周转率	8.49	5.54	6.32	17.84	4.97	15.86
存货周转率	6.85	7.15	8.82	8.95	5.80	11.05
业绩和估值指标						
EBIT	1349.33	2608.15	2025.66	1669.39	1918.01	2467.19
EBITDA	1555.08	2842.72	2283.25	2136.95	2385.57	2934.75
NOPLAT	969.42	1704.27	1442.43	1418.98	1630.31	2097.11
净利润	863.47	1481.34	1509.74	1226.88	1438.62	1870.31
EPS	0.519	0.891	0.908	0.738	0.865	1.124
BPS	1.535	2.359	2.896	3.470	4.142	5.016



PE	41.09	23.95	23.50	28.92	24.66	18.97
PEG	3.31	-24.67	3.18	N/A	N/A	N/A
PB	13.89	9.04	7.36	6.15	5.15	4.25
PS	7.17	4.55	4.61	5.48	4.22	3.80
PCF	39.20	29.32	17.30	9.46	-52.47	7.07
EV/EBIT	19.42	13.86	17.67	19.71	17.78	12.05
EV/EBITDA	16.85	12.72	15.68	15.40	14.30	10.13
EV/NOPLAT	27.03	21.21	24.82	23.19	20.92	14.18
EV/IC	7.68	7.87	6.97	10.28	6.18	11.46
ROIC-WACC	45.21%	54.49%	45.18%	26.88%	50.48%	37.07%
股息率	0.004	0.003	0.019	0.008	0.009	0.012



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791