

强烈推荐-B (维持)**沈阳化工** 000698.SZ

目标估值: 11 元

当前股价: 8.68 元

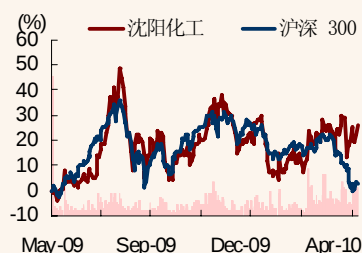
2010 年 5 月 16 日

基础数据

上证综指	2697
总股本(万股)	66093
已上市流通股(万股)	44216
总市值(亿元)	57
流通市值(亿元)	38
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	4.8
资产负债率	59.9%
主要股东	沈阳化工集团有限公
主要股东持股比例	33.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现		5	32
相对表现	15	23	29

**相关报告**

- 1、《沈阳化工(000698)-下一个石化景气周期的齐鲁石化》2009/09/09
- 2、《沈阳化工(000698)-丙烯酸酯价格大涨促使盈利大幅提升!》2009/04/28

袁孝锋 CFA

021-68407559
 qiuxf@cmschina.com.cn
 S1090208070224

专注于丙烯链的“小齐鲁”!

我们于上周四拜访了沈阳化工。公司基本面有积极的转变: 一方面是短期受益于丙烯酸酯价格的大幅上涨; 但更重要的是随着常减压扩到 150 万吨, DCC 和 CPP 原料问题解决以后, 公司周期平均的盈利我们保守估计应在 6 毛钱以上。维持公司 11 元的目标价和强烈推荐 B 的评级。

- **CPP 项目运营情况** 去年 9 月份 CPP 装置开始试车, 经过多次调整, 在今年 2 月份负荷达到了 100%, 进入了平稳的运行期, 所以公司在 2 月份对 CPP 装置进行了转固。按照目前的价差, 估计单月业绩贡献在 1000 万以上。
- **原料问题解决后, 盈利将转好** 目前, 由于 DCC 所需的原料主要是来自外购的渣油, 需要交 812 元/吨的消费税, 原料成本较高, 预计单月亏损在 1000 万左右。与此形成鲜明对比的是, 在 09 年上半年, DCC 装置贡献了将近一个亿的税前利润。如果公司常减压装置扩充到 150 万吨, 沈化 50 万吨 DCC 项目原料完全能够自给自足, 盈利将出现明显的好转。
- **丙烯酸酯价格涨大涨大幅提升公司业绩** 公司有 13 万吨丙烯酸酯产能。根据我们的估计, 按照 4 月份的丙烯酸酯的平均价格, 单月的业绩贡献在 3000 - 4000 万之间。
- **丙烯链未来将会比较强势** 未来几年全球乙烯产能的投放主要以中东和亚洲为主, 尤其是中东的产能, 将在 2013 年达到全球的 20%, 而中东产能主要是以乙烷为原料, 丙烯的收率相对较低。此外, 全球天然气价格相对于原油价格, 会处于较低的水平, 主要是天然气的生产技术有很大的突破。这样使得北美以天然气为主的石化业有竞争能力, 欧洲以石脑油为主的石化业缺少竞争能力。基于这两点, 全球丙烯的供应会处于较为紧张的局面。会相对强势。
- **公司在丙烯链有较强的实力** 50 万吨 DCC 装置能够生产 6 万吨丙烯, 50 万吨 CPP 能够生产 10 万吨丙烯。合计公司能生产 16 万吨丙烯, 同时公司在丙烯链下游布局了 13 万吨丙烯酸酯和 4 万吨的环氧丙烷。在 A 股市场当中, 公司在丙烯链具有较强的实力。将受益于丙烯链的强势。
- **投资建议:** 我们预期公司 10/11 年的业绩为 0.50/0.66 元。公司短期受益于丙烯酸酯价格的大幅上涨, 长期则受益于丙烯链的强势, 公司基本面已经发生积极的变化。我们维持沈阳化工强烈推荐-B 的评级, 目标价 11 元。风险因素是丙烯酸酯价差大幅回落和原油配额申请不到。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	5911	4505	8452	10409	10930
同比增长	8%	-24%	88%	23%	5%
营业利润(百万元)	110	40	389	514	564
同比增长	-40%	-64%	873%	32%	10%
净利润(百万元)	96	63	331	437	474
同比增长	-38%	-35%	425%	32%	9%
每股收益(元)	0.15	0.10	0.50	0.66	0.72
PE	59.7	91.1	17.3	13.1	12.1
PB	2.1	2.0	1.9	1.7	1.5

资料来源: 招商证券

正文目录

一、公司概况	3
二、原料问题解决后，DCC 盈利转好	4
三、CPP 项目经济性和技术性得到验证	4
四、丙烯酸酯价格大涨大幅提升公司业绩	5
五、公司将长期受益于丙烯链的相对强势	8

图表目录

图 1: 沈阳化工产业链	3
图 2: 丙烯酸及酯价格走势	5
图 3: 丙烯酸及酯净出口数量	6
图 4: 国内丙烯酸下游用途	6
图 5: 全球乙烯产能预测	9

表 1、沈阳化工主要装置一览表	3
表 2、DCC 不同操作方案下的产品收率	4
表 3、CPP 装置主要产品收率	5
表 4、丙烯酸酯国内产能分布	7
表 5: 世界各地乙烯原料构成(%)	8
表 6: 裂解各种原料产品的收率(%)	8
附: 财务预测表	10

一、公司概况

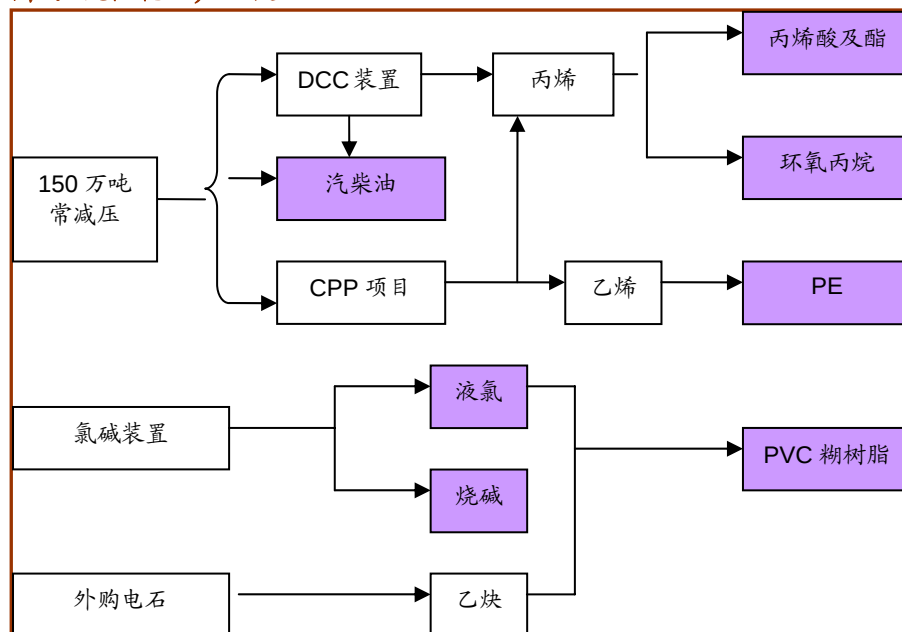
公司主营业务和控股股东 沈阳化工的大股东是沈阳化工集团，其实际控制人是蓝星集团。其主营业务大致分成四块：第一块是以生产 PVC 糊树脂为主的氯碱化工业务；第二块是 DCC 炼油装置，主要生产汽柴油和丙烯；第三块是以自产丙烯为原料，生产丙烯酸及酯和环氧丙烷；第四块是最近刚投产的 CPP 装置，主要生产乙烯和丙烯。

表 1、沈阳化工主要装置一览表

	产能（万吨/年）
常减压装置	150
重质渣油催化裂解装置（DCC）	50
渣油催化热裂解制烯烃装置（CPP）	50
丙烯酸及酯装置	13
PVC 糊树脂	13
离子膜与隔膜烧碱装置	19

资料来源：招商证券

图1：沈阳化工产业链



数据来源：招商证券

产业链概述 氯碱化工业务是比较清晰的，通过外购电石和原盐，生产出商品 PVC 糊树脂、液氯和烧碱。在 CPP 项目建好之前，70 万吨的常减压除了生产部分汽柴油，其余的渣油主要供 DCC 装置，DCC 再生产出汽柴油和丙烯，供丙烯酸及酯。CPP 项目建好之后，70 万吨的常减压装置生产的渣油主要供 CPP，DCC 所需的原料除了小部分来自 CPP 剩余的，大部分要外购。由于外购渣油含消费税，成本较高，根据我们的判断，公司会把常减压装置扩充到 150 万吨，大致能生产 100 万吨渣油，DCC 和 CPP 所需的原料能够自给。DCC 和 CPP 生产的丙烯一部分供丙烯酸及酯和环氧丙烷，还有一部分外卖，生产的乙烯则主要供聚乙烯生产。

二、原料问题解决后，DCC 盈利转好

DCC 装置介绍 DCC 技术是中国石化股份有限公司石油化工科学研究院于 1990 年在重油催化裂化基础上开发了以最大量生产丙烯和丁烯为主要目的产物的催化裂解 DCC(Deep Catalytic Cracking)新工艺并实现工业化。DCC 本质上还是炼油装置，虽然副产较多的丙烯，但其乙烯产率较低。沈化的 50 万吨 DCC 装置，其炼化产品生产能力为：汽油 19 万吨/年、柴油 13 万吨/年和丙烯（6 万吨/年。公司基本上是按照第二套方案在运行。

表 2、DCC 不同操作方案下的产品收率

	DCC I 型	DCC II 型
原料	大庆常渣	大庆常渣
反应温度	556	510
产品质量分数 (%)		
干气	11.8	4.3
液化气	48.3	32.1
汽油	18.9	35.7
柴油	12.1	15.3
油浆	0.0	5.4
焦炭	8.0	6.9
损失	1.0	0.3
其中，丙烯	24.8	14.6

数据来源：招商证券

原料问题解决后，盈利将转好 DCC 装置的原料适应性比 CPP 强，其原料范围包括常压渣油、减压渣油、蜡油、加氢处理蜡油和焦化蜡油等等。在 CPP 项目建好之前，DCC 有足够的原料供应。而目前，由于 DCC 所需的原料主要是来自外购的渣油，需要交 812 元/吨的消费税，原料成本较高，预计单月亏损在 1000 万左右。与此形成鲜明对比的是，在 09 年上半年，DCC 装置贡献了将近一个亿的税前利润。如果公司常减压装置扩充到 150 万吨，沈化 50 万吨 DCC 项目原料完全能够自给自足，盈利将出现明显的好转。

乙烯回收的故事 DCC 装置的主要用途是在出汽柴油的同时，多产丙烯。但也有 2% 左右的乙烯收率，之前受制于规模，这一部分乙烯没法分离出来，作为燃料气烧掉了。但随着 CPP 项目的投产，增加了乙烯分离装置，这部分乙烯能够回收。如果 50 万吨 DCC 装置能够开满的话，预计能够产出 1 万吨的乙烯。

三、CPP 项目经济性和技术性得到验证

发改委验收 CPP 项目，评价颇高 4 月 27 日公司发布公告，公司 CPP 项目已经完成发改委的验收。专家组的意见如下：50 万吨/年催化热裂解制乙烯工业装置已通过了连续 72 小时性能考核测试，主要设备性能和技术经济指标等已达到工业示范装置的预期目标。该技术可将石蜡基重油最大限度地转化为低碳烯烃，为乙烯、丙烯等基础化工原料的生产拓展了原料来源。该技术为国内首创，具有世界先进水平和一定的适用性，在我国具有一定推广价值。

CPP 技术介绍 我国原油中轻油含量普遍偏低，直馏石脑油和轻柴油一般只占原油的 30% 左右。因此，在我国发展重质油裂解技术研究具有极其重大的现实意义。近几年，石油化工科学研究院开发成了催化热裂解(简称 CPP)制取乙烯和丙烯技术。CPP 是以重质油为原料，采用专门研制的酸性分子筛催化剂，以催化剂流化输送的连续反应—再生循环操作方式，在提升管反应器中进行催化裂解及高温热解、择形催化、烯烃共聚、歧化与芳构化等综合反应，在比传统的蒸汽裂解制乙烯缓和得多的操作条件下制取乙烯和丙烯的新工艺路线。**CPP 工艺特点是，适合直接加工重油，尤其是石蜡基油，还可掺炼适量的减压渣油，也可以直接加工常压渣油。**

表 3、CPP 装置主要产品收率

产品	收率
乙烯	17%
丙烯	20%
轻油	10%
燃料气	15%
裂解石脑油	16%

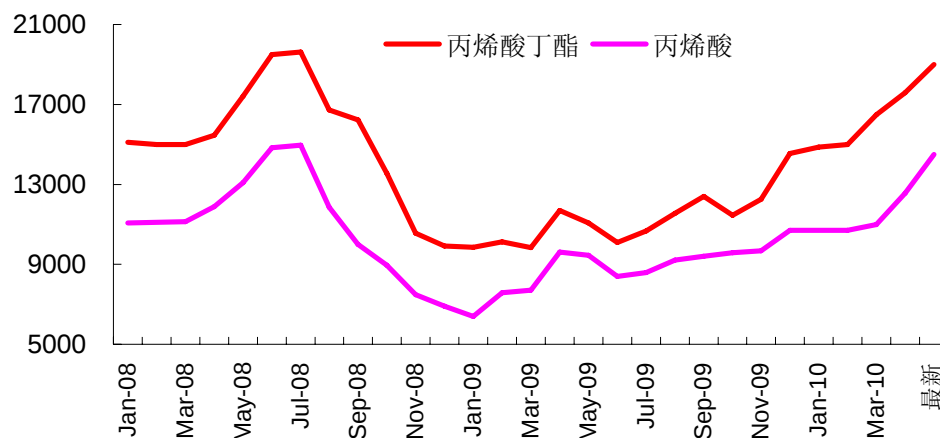
数据来源：招商证券。

CPP 项目运营情况 去年 9 月份 CPP 装置开始试车，经过多次调整，在今年 2 月份负荷达到了 100%，进入了平稳的运行期，所以公司在 2 月份对 CPP 装置进行了转固。目前 CPP 是按照中间方案运行的，乙烯的收率在 17%，丙烯在 20%，此外轻油、燃料气和裂解石脑油各自的收率在 10%、15% 和 16%。根据我们的估计，按照目前的价差，估计单月业绩贡献在 1000 万以上。

四、丙烯酸酯价格大涨大幅提升公司业绩

丙烯酸及酯价格大涨 进入 4 月份以来，丙烯酸及酯价格出现大涨，3 月份丙烯酸价格还在 11000 左右，而当前丙烯酸价格已经上涨到 15000 以上，市场甚至已经出现 18000 的报价，丙烯酸丁酯价格也出现快速上涨，3 月份的价格仅在 16000 元/吨，而当前市场的主流报价已经超过 20000 元/吨，高的价格已经报到 21500 元/吨。

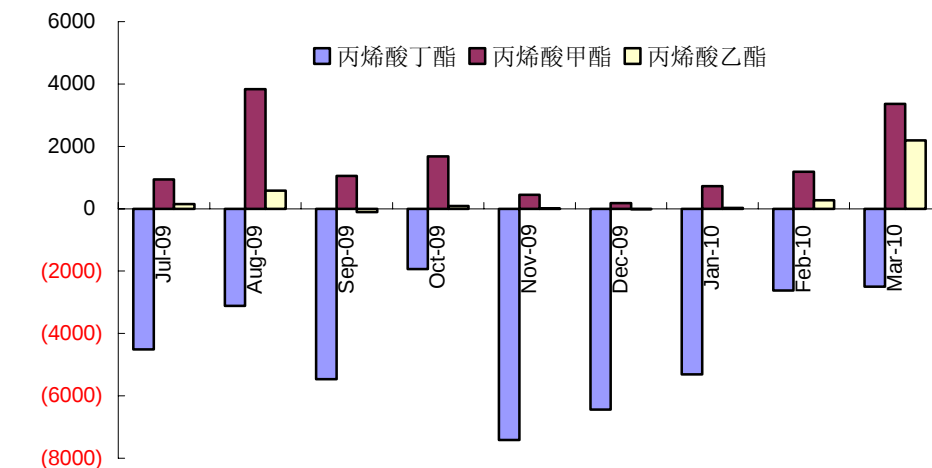
图2：丙烯酸及酯价格走势



数据来源：招商证券

丙烯酸及酯的价格大涨的原因 一个重要的原因是供应方面的原因,由于美国陶氏装置检修、韩国 LG 丙烯酸装置和台湾台塑丙烯酸装置等计划检修,国际市场供应缺口仍在,从而中国出口出现大幅增加,影响了国内市场的平衡,从而导致价格上涨。从图 2 中可以看出,丙烯酸甲酯和乙酯净出口量大幅上升,而丙烯酸丁酯的净进口大幅减少,均表明了这一点。

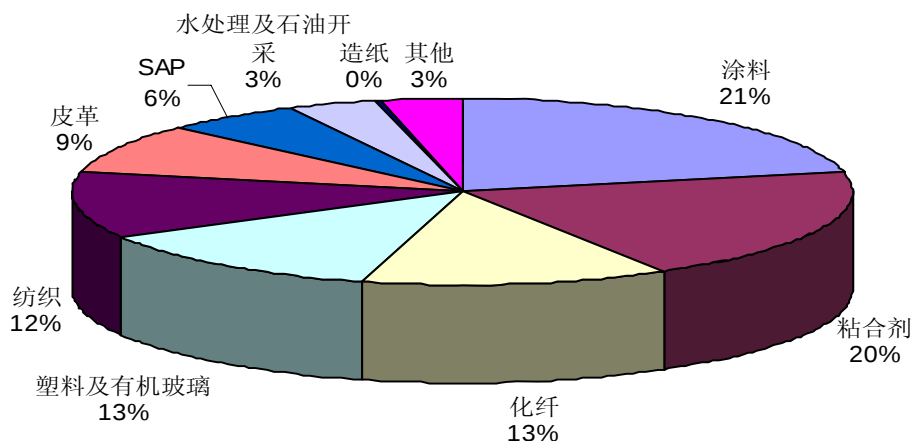
图3: 丙烯酸及酯净出口数量



数据来源: 招商证券

国内需求也在逐步回升 在丙烯酸生产中,粗(未精制)丙烯酸几乎都用于生产丙烯酸酯(最重要的有丁酯、甲酯、乙酯和 2-乙基己基酯),其主要用于涂料、造纸、纺化、粘结剂和油墨工业用其他衍生物。占到了 60%左右(国内占到 80%)。冰丙烯酸用于生产超级吸水剂聚合物(高吸水性树脂, SAP),占世界需求量约 32%,以及洗涤剂聚合物。少量用于生产聚丙烯酸酯用作增稠剂、分散剂和流变控制剂。国内的需求经历金融危机打击之后,在逐步回升。以下游行业之一涂料行业来说,今年 1-2 月份国内共生产涂料 126 万吨,而去年同期仅为 91.4 万吨,同比增速 37.7%,下游行业的快速增长带动了国内的需求。历史上来看,除了金融危机的 09 年,平均增速保持在 10%左右。

图4: 国内丙烯酸下游用途



数据来源: 招商证券

07 年之前国内产能大幅增加，08、09 二年无新建产能 2003 年以来国内丙烯酸价格的快速上升，再加上自 01 年起国内对原产于日本和美国进口到中国境内的丙烯酸酯征收了反倾销税，使得丙烯酸及脂的生产厂家享受了很高的利润，直接引发了国内投资丙烯酸及脂的热情。一般丙烯酸生产设施从建设到建成大致在 15-20 个月左右。在 05-07 年，国内产能大幅增加，扬子-巴斯夫有限公司的一套 16 万 t/a 的丙烯酸装置和配套丙烯酸酯装置、江苏裕廊化工有限公司的两套各 4 万 t/a 的丙烯酸装置和配套丙烯酸酯装置。台塑公司在宁波市北仑经济技术特区 16 万 t/a 的丙烯酸和 23 万 t/a 的丙烯酸酯产纷纷投产，沈化、江苏裕廊、兰州石化和浙江卫星等投资项目也于 2006~2007 年投入运行。直接导致国内丙烯酸价格的大幅下降和丙烯酸-丙烯价差的缩减。直接导致 08/09 年没有新增产能。要到今年年底才会有中海油惠州 20 万吨的新增产能投放。

表 4、丙烯酸酯国内产能分布

企业	丙烯酸（万吨）	丙烯酸酯（万吨）
07 年前已建		
北京东方化工厂	8.0	10.0
吉林石化分公司电石厂	3.3	3.0
上海华谊丙烯酸有限公司	12.6	15.0
台塑集团	21.0	23.0
江苏裕廊化工	15.0	21.0
扬子-巴斯夫	16.0	21.5
沈阳化工	8.0	12.0
浙江卫星	4.0	4.5
山东开泰	3.0	
山东正和	4.0	6.0
兰州石化	8.0	11.5
总共	102.9	127.5
2010 年底新增		
海油惠州	20.0	22.0

数据来源：招商证券

丙烯酸酯价格涨大涨大幅提升公司业绩 公司 13 万吨丙烯酸酯项目是利用沈阳石蜡化工有限公司生产的丙烯原料，引进日本三菱化学丙烯酸及酯关键技术，建设了一套 8 万吨丙烯酸装置及两套总产能 13 万吨丙烯酸酯装置，总投资额为 12.9 亿元，建设期历时两年零两个月。13 万吨的产能分布是 1 万吨/年丙烯酸、8 万吨/年丙烯酸丁酯、2 万吨/年丙烯酸辛酯、1 万吨/年丙烯酸甲酯、1 万吨/年丙烯酸乙酯的生产产能。其中甲酯乙酯可以切换生产。根据我们的估计，按照 4 月份的丙烯酸酯的平均价格，单月的业绩贡献在 3000-4000 万之间。

近期国内部分厂家也安排检修 台塑装置将如期检修，4 月 28 日起 10 天，上海华谊一套 6 万吨/年普酸装置预计 5 月初更换催化剂，检修周期在 15 天左右，扬巴装置于 5 月初检修。丙烯酸及酯生产过程中遇到的主要问题是物料在系统中的聚合，目前的生产装置每过 6 个月需停产检修一次。

五、公司将长期受益于丙烯链的相对强势

生产乙烯的原料构成 乙烯和丙烯等是石油化工的基本原料，目前世界上使用的乙烯原料主要是乙烷和石脑油，也有丙烷、丁烷、液化石油气(LPG)、凝析油等。由于资源拥有量的不同，各地区的原料构成存在差异，呈现出地域性的特点。中东和北美以乙烷为主，亚洲和欧洲以石脑油为主。

表 5：世界各地乙烯原料构成(%)

地区	NGL	石脑油	瓦斯油	其他
非洲	26	32	42	
亚洲	12	78	10	
东欧	10	75	10	5
中东	71	29		
北美	76	17	4	3
大洋洲	65	18	17	
拉美	27	70	3	
西欧	24	65	8	3

资料来源：《乙烯生产原料的发展状况》

乙烯不同原料对丙烯的影响 从下表中可以看出，以乙烷为原料的丙烯收率在 1.2%，以石脑油为原料的丙烯收率在 22%。生产同样的乙烯，如果是以丙烷为原料，丙烯收率就会很低，而以石脑油为原料，则丙烯收率还可以。

表 6：裂解各种原料产品的收率(%)

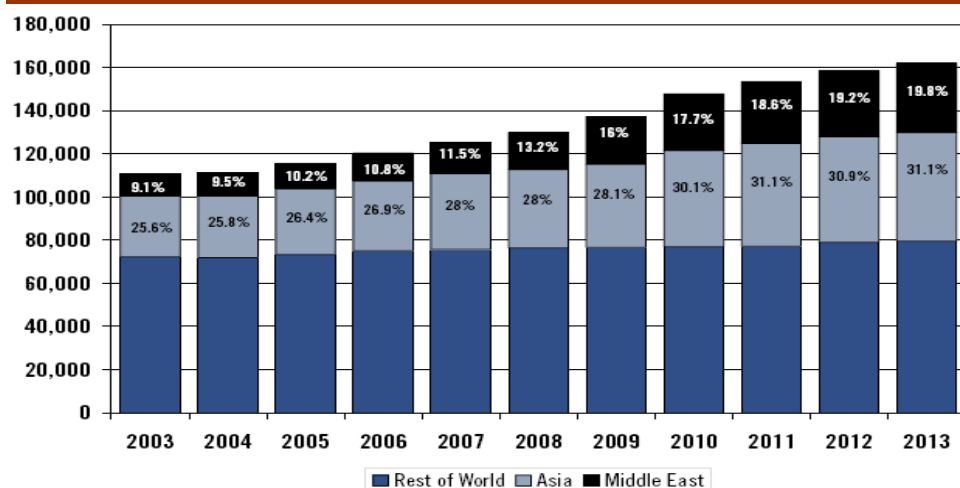
	乙烷	丙烷	原料 丁烷	石脑油
产品				
燃料气	13.8	32.9	28.6	18.3
乙烯	84	46	46.2	38
丙烯	1.2	14.5	18	22
裂解汽油	0.8	5.8	5.4	17
燃料油	0.2	0.8	1.8	4.7

数据来源：招商证券

丙烯链未来将会比较强势 未来几年全球乙烯产能的投放主要以中东和亚洲为主，尤其是中东的产能，将在 2013 年达到全球的 20%，而中东产能主要是以乙烷为原料，丙烯的收率相对较低。此外，全球天然气价格相对于原油价格，会处于较低的水平，主要是天然气的生产技术有很大的突破。这样使得北美以天然气为主的石化业有竞争能力，欧洲以石脑油为主的石化业缺少竞争能力。基于这两点，全球丙烯的供应会处于较为紧张的局面。会相对强势。

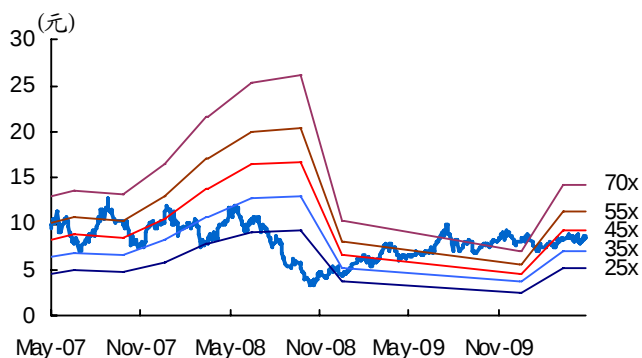
公司在丙烯链有较强的实力 50 万吨 DCC 装置能够生产 6 万吨丙烯，50 万吨 CPP 能够生产 10 万吨丙烯。合计公司能生产 16 万吨丙烯，同时公司在丙烯链下游布局了 13 万吨丙烯酸酯和 4 万吨的环氧丙烷。在 A 股市场当中，公司在丙烯链具有较强的实力。将受益于丙烯链的强势。

图5: 全球乙烯产能预测



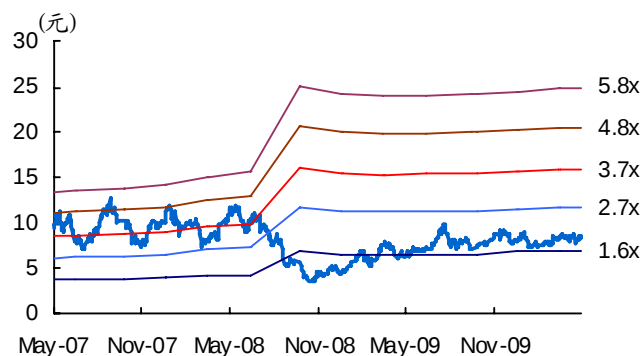
数据来源: 招商证券

图 6: 沈阳化工历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 7: 沈阳化工历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1422	1443	2297	2965	3470
现金	495	818	996	1361	1785
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	264	203	380	468	492
应收款项	127	104	194	239	251
其它应收款	21	18	17	21	22
存货	316	219	568	702	737
其他	198	82	141	174	183
非流动资产	5188	4828	4661	4513	4383
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2482	4639	4491	4360	4244
无形资产	148	134	120	108	97
其他	2557	55	50	45	42
资产总计	6610	6271	6958	7479	7853
流动负债	2558	2165	2671	2921	2986
短期借款	573	500	500	500	500
应付账款	248	184	359	443	465
预收账款	42	30	57	71	74
其他	1694	1451	1755	1907	1946
长期负债	1244	1244	1144	1044	944
长期借款	1005	1005	905	805	705
其他	239	239	239	239	239
负债合计	3802	3409	3815	3965	3930
股本	508	508	508	508	508
资本公积金	1505	1505	1505	1505	1505
留存收益	746	800	1081	1452	1856
少数股东权益	49	49	49	49	54
母公司所有者权益	2760	2813	3094	3465	3869
负债及权益合计	6610	6271	6958	7479	7853

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	380	527	703	997	1052
净利润	96	63	331	437	474
折旧摊销	0	378	567	548	531
财务费用	0	65	75	67	57
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	65	(273)	(55)	(15)
其它	284	(44)	4	1	5
投资活动现金流	(1529)	(16)	(400)	(400)	(400)
资本支出	0	(100)	(400)	(400)	(400)
其他投资	(1529)	84	0	0	0
筹资活动现金流	1339	(189)	(125)	(232)	(228)
借款变动	0	(115)	0	(100)	(100)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	(9)	(50)	(66)	(71)
其他	1339	(65)	(75)	(67)	(57)
现金净增加额	190	322	178	365	424

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5911	4505	8452	10409	10930
营业成本	5288	3689	7177	8864	9307
营业税金及附加	98	418	422	497	522
营业费用	79	77	118	146	153
管理费用	217	210	270	323	328
财务费用	96	65	75	67	57
资产减值损失	24	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	110	40	389	514	564
营业外收入	22	17	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	132	57	389	514	564
所得税	44	(6)	58	77	85
净利润	87	63	331	437	479
少数股东损益	(9)	0	0	0	5
母公司所有者净利润	96	63	331	437	474
EPS (元)	0.15	0.10	0.50	0.66	0.72

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	8%	-24%	88%	23%	5%
营业利润	-40%	-64%	873%	32%	10%
净利润	-38%	-35%	425%	32%	9%
获利能力					
毛利率	10.6%	18.1%	15.1%	14.8%	14.8%
净利率	1.6%	1.4%	3.9%	4.2%	4.3%
ROE	3.5%	2.2%	10.7%	12.6%	12.3%
ROIC	3.1%	2.0%	8.5%	10.0%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	57.5%	54.4%	54.8%	53.0%	50.1%
净负债比率	24.5%	24.0%	21.6%	18.8%	16.6%
流动比率	0.6	0.7	0.9	1.0	1.2
速动比率	0.4	0.6	0.6	0.8	0.9
营运能力					
资产周转率	0.9	0.7	1.2	1.4	1.4
存货周转率	14.1	13.8	18.2	14.0	12.9
应收帐款周转率	44.3	39.1	56.7	48.0	44.5
应付帐款周转率	14.1	17.0	26.4	22.1	20.5
每股资料(元)					
每股收益	0.15	0.10	0.50	0.66	0.72
每股经营现金	0.58	0.80	1.06	1.51	1.59
每股净资产	4.17	4.26	4.68	5.24	5.85
每股股利	0.06	0.01	0.08	0.10	0.11
估值比率					
PE	59.7	91.1	17.3	13.1	12.1
PB	2.1	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.6	12.1	5.7	5.2	5.1

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，本报告清晰、准确地反映了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。

袁孝锋，复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2009、2008、2007 年最佳分析师石油化工第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。