

P0F 热收缩膜行业龙头企业

——浙江众成（002522）新股投资价值分析报告

报告日期：2010年12月09日

分析师

寻春珍

☎0755-83515662

✉ xuncz@cgws.com

执业证书编号：S1070210020008

合理价格区间：24.0-27.0 元

发行数据

总股本（万股）	10667
发行数量（万股）	2667
发行价格（元）	30
发行方式	网下发行+网上申购
保荐机构	广发证券
主要股东	陈大魁

公司盈利预测(百万)

	2009A	2010E	2011E
营业收入	325.6	385.7	431.8
净利润（万）	4900	6451	7708
摊薄每股收益	0.46	0.60	0.72

要点：

- **IPO概况：**公司为我国最大的P0F热收缩薄膜生产企业，目前年产能2.1万吨，为国内龙头。2009年，国内市场占有率12.01%，全球市场占有率5.26%，仅次于美国西悦尔公司，居全球同行业第二位。发行前公司股本8000万股，本次拟发行2667万股，发行价30元/股。
- **市场前景广阔：**P0F热收缩薄膜主要用于食品饮料、日用品、化妆品、医药产品、通讯器材等的外包装，属于功能性、环保型的塑料包装材料。P0F膜替代PE印刷膜包装、纸箱包装，可以减少包装成本的一半以上，另外环保型的P0F热收缩薄膜正逐步替代传统的PVC等塑料软包装材料，成为推动塑料软包装材料需求增长的重要动力。预计未来三年，全球P0F热收缩膜市场将保持年均6.2%的增速，中国市场将保持年均13.4%的增速。
- **行业竞争格局：**公司产品出口总额占总销售额的比例在60%以上。国际市场公司主要竞争对手主要是占据全球市场份额约20%的美国西悦尔公司，公司产品性价比优势较为明显。国内市场，由于近5年才逐渐大规模生产，竞争未达到其他类型热收缩膜市场的激烈程度。作为国内龙头，公司在产能规模、产品档次方面遥遥领先，拥有绝对优势。
- **公司竞争优势：**与同行相比，公司“高端化、差异化”的经营方针，形成了规模大、性价比高、质量优、品种全、客户质量好、品牌知名度广等诸多竞争优势。特别是客户质量方面，公司客户多数是行业中的领先企业，如统一、康师傅、旺旺集团等。优质客户不仅使公司避免了低价恶性竞争，还提升了公司品牌影响力和业绩成长性。
- **募集资金用途：**公司计划募集资金投资建设三个项目：年产9000吨新型3.4米聚烯烃热收缩膜项目，预计2013年建成，用以满足国内外新增市场需求，进一步巩固公司市场地位；年产2000吨印刷膜生产线建设项目，2013年建成，向下游产业延伸，拓展了公司可提供的产品类型；研发制造中心建设项目。
- **盈利预测与估值，**我们预计公司2010-2012年全面摊薄每股收益分别为0.60元、0.72元和0.82元，净利润分别同比增长31.7%、19.5%和13.1%。我们认为公司合理价格区间24.0-27.0元，对应2010年动态市盈率为40-45倍。
- **风险提示：**主要原材料价格上涨风险；汇率波动风险等。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

目录

一、公司概况	3
二、主营业务分析	3
2.1 POF 热收缩膜市场前景广阔	3
2.2 行业竞争格局	6
2.3 公司竞争优势	7
2.4 公司盈利能力分析	7
三、募投项目盈利分析	9
3.1 3.4 米热收缩膜项目	9
3.2 年产 2000 吨印刷膜生产线建设项目	10
四：盈利预测与估值定价	10
五：风险提示	12

图表目录

图 1：热收缩膜产业链情况	3
图 2：功能性塑料包装薄膜分类	4
图 3：2009 年我国热收缩膜市场结构	5
图 4：全球 POF 热收缩膜市场规模统计	5
图 5：公司产品外销占公司总收入的比例在 60%以上	6
图 6：2010H 公司收入按产品分类	8
图 7：2010H 公司毛利按产品分类	8
图 8：公司综合毛利率比高于普通塑料包装材料行业	9
表 1 公司 POF 热收缩膜主要产品及用途情况	4
表 2 2010-2012 年全球 POF 热收缩膜产量与市场规模预测	5
表 3 2010-2012 年中国 POF 热收缩膜产量与市场规模预测	6
表 4 我国 POF 热收缩膜市场主要参与企业	7
表 5 近年各产品毛利率情况	8
表 6 3.4 米新型聚烯烃热收缩膜达产计划表	9
表 7 年产 2000 吨印刷膜生产线项目达产计划表	10
表 8 主营收入预测表	10
表 9 期间费用率情况	11
表 10 盈利预测表	11
表 11 相关上市公司盈利预测与估值水平	12

一、公司概况

众成包装从事 POF 热收缩膜的生产与销售，包括 POF 普通型膜、POF 交联膜和 POF 高性能膜 3 大类 8 个系列，为全球热收缩膜产品系列最丰富的产品提供商之一。

公司是我国较早进入 POF 热收缩膜生产领域的企业之一，先发优势明显，目前年产能 2.1 万吨，为我国最大的 POF 热收缩膜生产企业，2009 年国内市场占有率 12.01%，为国内龙头，全球市场占有率为 5.36%，全球同行第二位，仅次于美国西悦尔公司。

公司实际控制人为陈大魁，直接持有发行前公司股份的 73.075%，并通过嘉善众嘉投资控制公司 5.425% 的股份。发行前总股本为 8000 万股，本次拟公开发行 2667 万股，发行价格 30 元/股。

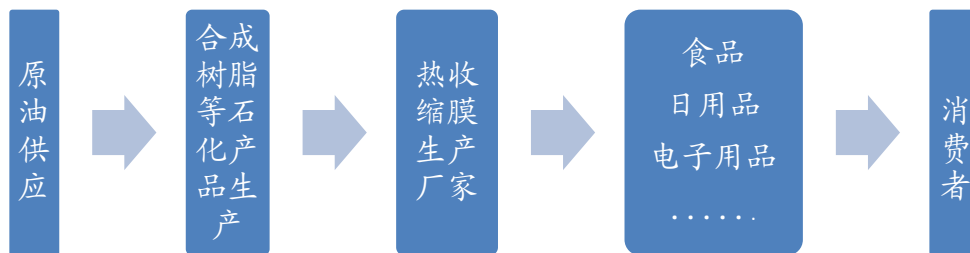
二、主营业务分析

2.1 POF 热收缩膜市场前景广阔

2.1.1 应用领域

POF 热收缩膜，是目前世界上使用最广泛、发展最迅速的新型环保收缩膜，由线性低密度聚乙烯、共聚聚丙烯等材料，采用先进的双向拉伸三层熔融共挤的特殊工艺加工而成，具有环保、高透明度、高收缩率、高韧性、高热封性能、抗静电、耐寒性优良等特点，被广泛应用于食品饮料、化妆品、医药、文教用品、图书音像制品、电子产品等的外包装，属于功能性、环保型的塑料包装材料。

图 1：热收缩膜产业链情况



数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

POF 热收缩膜的功能性主要体现在可热收缩、包装贴体效果好、透明度高、韧性好等方面；其环保性主要体现在生产过程无毒、单位面积原料消耗少、环保卫生指标符合美国 FDA 标准方面。

POF 热收缩膜按具体用途及工艺可以细分为 POF 普通型膜、POF 交联膜、POF 高性能膜和其他四大类。



表 1 公司 POF 热收缩膜主要产品及用途情况		
产品分类	产品特点及用途	主要应用领域
POF 普通型	透明度高，抗撕裂性好，适用于食品、饮料、日用品、文具用品、电子等产品的外包装或集体包装	方便面、奶茶等产品的 外包装
POF 交联膜	收缩率高，热封强度好，对包装机适用范围大，用于食品、日用品、文具用品、电子、五金工具等产品的 外包装	手机、钞票、彩票等物 品的外包装
POF 高性能膜	低温收缩率高，收缩力小，适用于要求低温包装或 要求低收缩力的物体	巧克力、光盘等产品的 外包装
其他	适用于多颜色、大面积印刷的印刷膜；具有超强静电控制能力的防静电膜等	电子产品、日用品等产 品的外包装

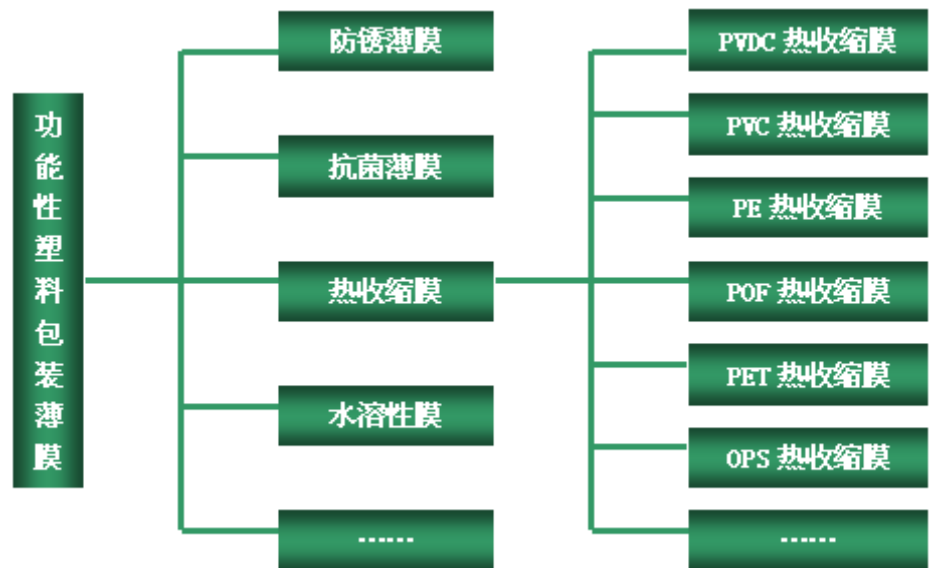
数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

2.1.2 市场需求增长情况

近年来，软包装在节省包装成本与运输成本，减少能源消耗等方面的优势日渐凸显，全球消费市场的包装形式逐渐由硬包装向软包装转变。塑料包装薄膜作为软包装材料的主题，以其优良的综合性能、合理的价格不断取代其他包装材料，成为包装业中发展最快的细分行业。

随着工业技术发展和消费需求的提高，功能性塑料包装薄膜产品需求日益增加，如防锈薄膜、抗菌薄膜、热收缩膜等。

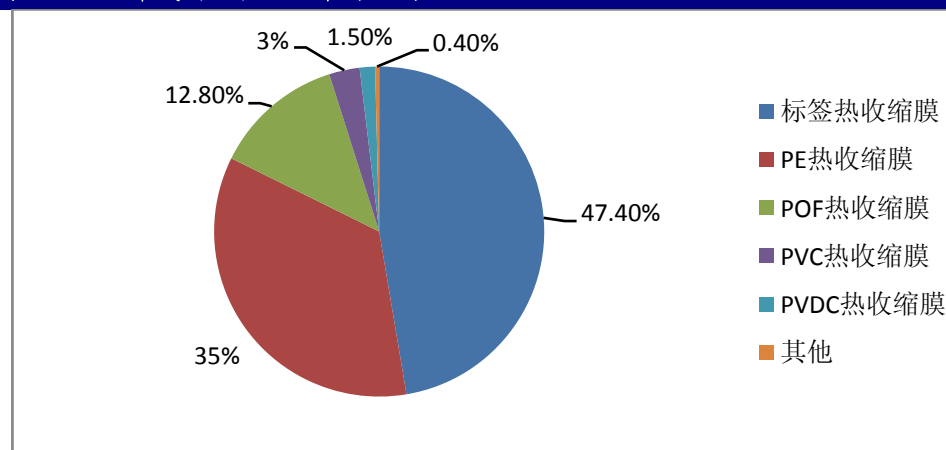
图 2：功能性塑料包装薄膜分类



数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

其中热收缩膜是一种受热后能发生大幅度收缩，因而能紧裹物品，并能长期保持其形状的薄膜。目前市场常见的热收缩膜有 PE 热收缩膜、PVC 热收缩膜、POF 热收缩膜、PVDC 热收缩膜等。

图 3：2009 年我国热收缩膜市场结构

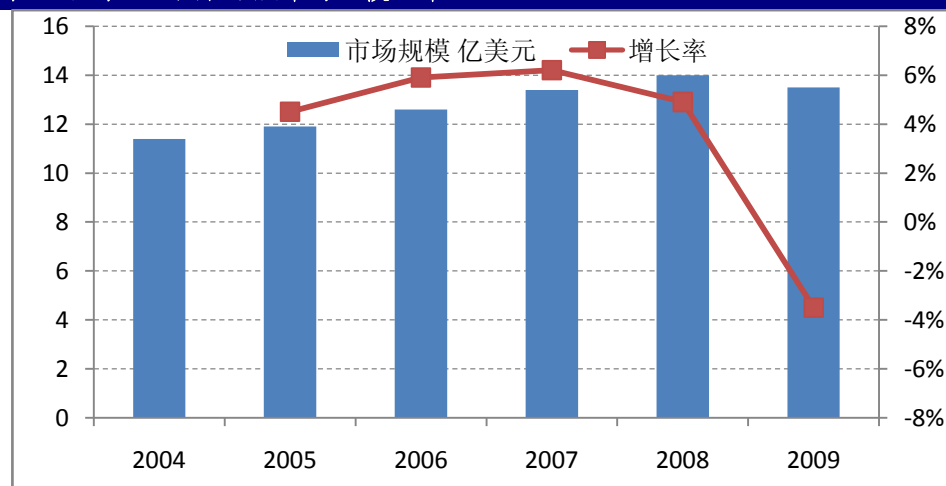


数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

POF 热收缩薄膜由于拉伸断裂强度大、密度小、收缩率高、光泽度好等特点，应用领域不断拓展，逐步成为热收缩膜市场主流，主要用于食品饮料、日用品、化妆品、医药产品、通讯器材等的外包装。POF 膜替代 PE 印刷膜包装、纸箱包装，可以减少包装成本的一半以上，另外环保型的 POF 热收缩薄膜正逐步替代传统的 PVC 等塑料软包装材料，成为推动塑料软包装材料需求增长的重要动力。

2004-2008 年间，全球 POF 热收缩膜市场年均增长率 5.35%，2009 年受金融危机影响，全球 POF 热收缩膜市场需求同比下降 3.5%，但仍低于下游行业降幅，表明 POF 热收缩膜在包装领域仍处于不断扩张之中。

图 4：全球 POF 热收缩膜市场规模统计



数据来源：中国塑料加工工业协会 长城证券研究所

中国塑料加工工业协会预测，未来三年，全球 POF 热收缩膜市场将保持年均 6.2% 的增速，2012-2020 年，预计全球 POF 热收缩膜市场年均增长率为 5-10%。

表 2 2010-2012 年全球 POF 热收缩膜产量与市场规模预测

	2010	2011	2012
产量 (万吨)	30.9	32.7	35.6



市场规模（亿美元）	13.9	14.7	16
增长率	2.9%	5.8%	8.9%

数据来源：中国塑料加工工业协会 长城证券研究所

我国 POF 热收缩膜主要应用在食品领域，在化妆品、日用品等领域应用也日渐增多。下游行业近年两位数以上的增长，带动了我国 POF 热收缩膜行业以高于全球平均的增长水平快速发展。在现有下游行业快速发展、新应用范围不断拓展以及对其他热收缩膜产品逐步替代的背景下，预计未来三年，我国 POF 热收缩膜市场将保持年均 13.4% 的增速。

表 3 2010-2012 年中国 POF 热收缩膜产量与市场规模预测			
	2010	2011	2012
产量（万吨）	7.9	8.8	10.3
需求量（万吨）	5.6	6.4	7.4
市场规模（亿美元）	10.8	12.4	14.3
增长率	5.8%	14.8%	15.3%

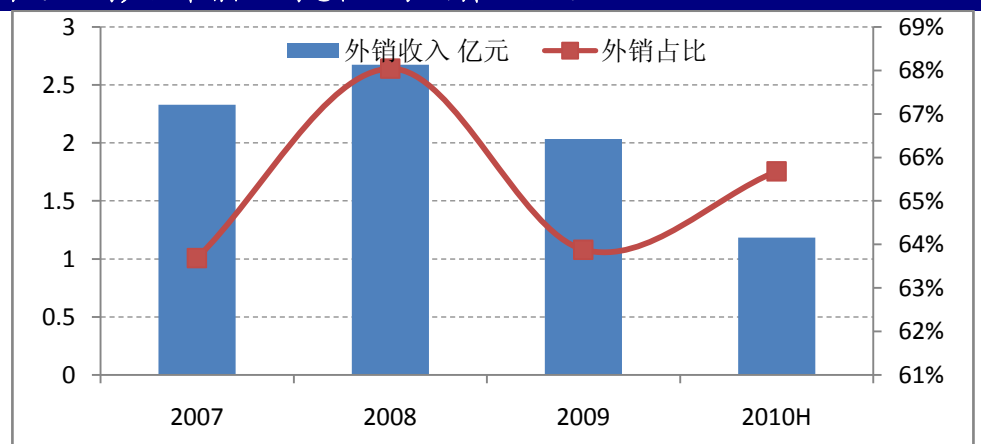
数据来源：中国塑料加工工业协会 长城证券研究所

2.2 行业竞争格局

如前所述，2009 年公司国内市场占有率 12.01%，居同行之首；全球市场占有率 5.36%，仅次于美国西悦尔公司，行业地位突出。

从近几年公司产品内外销情况来看，外销收入占公司总收入的比重在 60% 以上，国外是公司产品的主要销售市场。普通型膜的内外销比例较为接近，基本保持在 4:6 的水平，交联膜和高性能膜等高端产品则主要销往国外，其中交联膜内外销比例约为 2:8，高性能膜内外销比例约为 1:9。

图 5：公司产品外销占公司总收入的比例在 60% 以上



数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

国际市场：公司主要竞争对手主要是占据全球市场份额约 20% 的美国西悦尔公司、以及市场占有率分别居第三的 BOLLORÉ 公司和 BEMIS CLYSAR 公司，竞争较为激烈。



烈，公司产品性价比优势较为明显。

国内市场：由于 POF 热收缩膜在我国近 5 年才逐渐大规模生产，竞争未达到其他类型热收缩膜市场的激烈程度。作为国内龙头，公司在产能规模、产品档次方面遥遥领先，拥有绝对优势。

表 4 我国 POF 热收缩膜市场主要参与企业

企业名称	产能（万吨）	主要特征
浙江众成	2.1 万吨	生产规模较大 产品种类齐全 综合实力较强 有出口业务 国外市场集中在欧美和东南亚 内销主要集中在大客户，产品在全国范围销售
深圳聚银 义乌望江等公司	3000 吨-1 万吨	生产规模居中 部分企业有少量出口业务 以 POF 普通型膜产品为主
微山恒瑞等众多小企业和 市场新进入者	不足 3000 吨	规模较小

数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

2.3 公司竞争优势

➤ 规模优势 产品品种齐全

POF 热收缩膜行业具有明显的规模经济特征，目前年产能 2.1 万吨，居全国之首，规模优势明显。另外公司产品包括 POF 普通型膜、交联膜和 POF 高性能膜 3 大类 8 个系列，产品种类丰富，方便客户采购。

➤ 产品性价比高

公司 15 条聚烯烃热收缩膜生产线全部为自主研发、制造，不仅大幅降低了设备采购成本，更能结合产品配方、技术参数等要求，将设备和工艺紧密结合，提高产品成品率和生产效率，降低成本。在国际市场，公司产品价格比主要竞争对手的同类产品低 30% 左右，性价比优势明显。

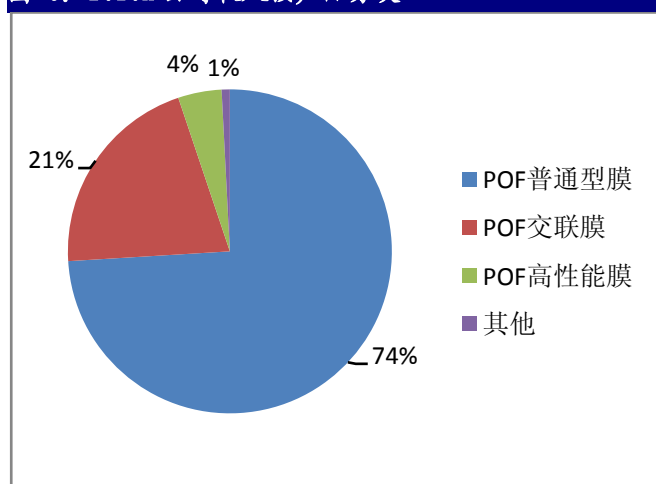
➤ 优质客户群

公司客户多数是行业中的领先企业，如统一、康师傅、旺旺集团等。优质客户不仅使公司避免了低价恶性竞争，还提升了公司品牌影响力和业绩成长性。

2.4 公司盈利能力分析

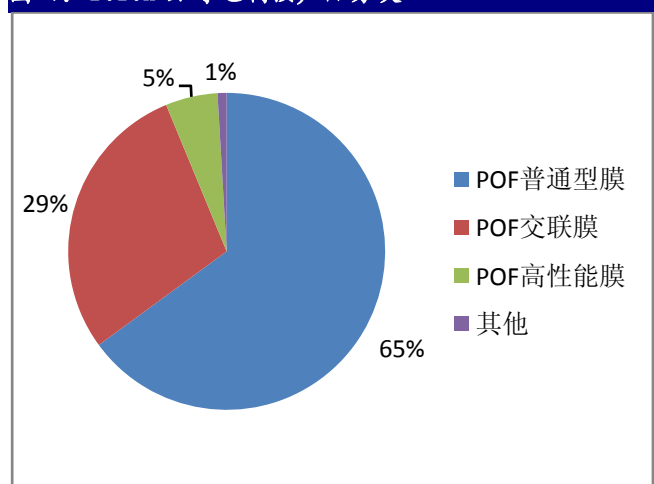
公司收入主要来源于 POF 普通型膜、POF 交联膜和 POF 高性能膜的销售收入。从公司产品结构来看，POF 普通型膜为公司收入和利润的主要来源，2010 年上半年素色装饰原纸占公司收入和毛利的比例分别达到 74% 和 65%。

图 6：2010H 公司收入按产品分类



数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

图 7：2010H 公司毛利按产品分类



数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

2007-2010 年上半年公司综合毛利率呈逐渐上升趋势。特别是 2009 年公司产品毛利率大幅提高，主要原因 4 个方面：（1）、成本下降。2009 年原材料平均采购成本同比下降 23.71%，受益于公司较高的市场占有率和较强的议价能力，公司产品平均售价仅同比下降 6.74%；（2）、成品率提高，单位产品原材料耗用量减少。公司在设备及工艺改进方面优势突出，产品成品率逐年提高。2009 年公司综合成品率达到 94.19%，同比增加了 6.67 个百分点，单位产品原材料耗用量大幅减少；（3）、出口退税率上调。2009 年 4 月开始，公司出口退税率由 2008 年的 5% 提高到 11%，6 月份又提高到 13%；（4）、产品结构优化，毛利率较高的交联膜占比增加。2009 年毛利率较高的 POF 交联膜、高性能膜占主营业务收入的比重由 17% 提高至 23.09%。

表 5 近年各产品毛利率情况

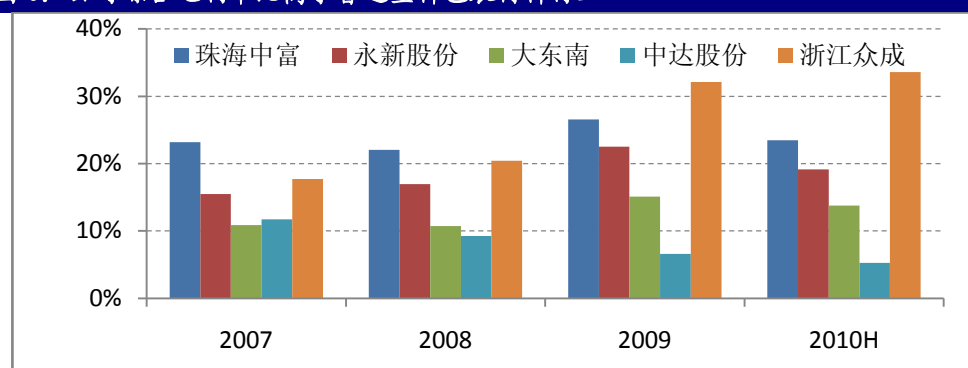
产品类别	2010H	2009	2008	2007
POF 普通型膜	29.51%	29.44%	18.20%	18.45%
POF 交联膜	46.54%	45.96%	31.59%	15.40%
POF 高性能膜	41.14%	31.39%	32.17%	25.72%
综合毛利率	33.57%	32.11%	20.42%	17.72%

数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

通过与我国塑料包装材料类上市公司毛利率对比可见，公司毛利率水平高于普通塑料包装材料企业。POF 热收缩膜由于其功能性、环保性特点，附加值较高，以及行业正处于不断创新、应用领域不断拓宽的阶段，因此，该细分行业利润水平高于普通塑料包装材料行业。



图 8：公司综合毛利率比高于普通塑料包装材料行业



数据来源：公司招股意向书 WIND 长城证券研究所

三、募投项目盈利分析

本次公开发行募集资金用于投资 3 个项目：年产 9000 吨新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线项目；年产 2000 吨印刷膜生产线建设项目和研发制造中心建设项目。

3.1 米热收缩膜项目

项目实施主体：股份公司

项目建设必要性：2009 年公司产能利用率为 90.30%，并在下半年开拓了多个大型客户。公司预计未来几年，POF 产品销售量将以年均 15% 以上的速度增长，两年后公司将面临产能瓶颈。为保证未来市场发展需要，公司必须加快新项目建设。

项目进展情况：本项目将建设 6 条新型 3.4 米聚烯烃热收缩膜生产线，新增产能 9000 吨，其中普通型膜新增 4500 吨，交联膜 4000 吨，高性能膜新增 500 吨。预计 2010 年底开工，建设期 3 年，2013 年底建成。

表 6 3.4 米新型聚烯烃热收缩膜达产计划表						
项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015
3.4 米热收缩膜项目	0	0	0	-	80%	100%

数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

项目经济效益及分析：达产后，公司预测该项目经济指标如下：

投资总额：21133.5 万元
 销售收入：21150 万元
 利润总额：5846.19 万元
 净利润：4384.64 万元
 投资利润率：20.7%
 全部投资内部收益率（税后）：13.8%
 投资回收期（税后，不含建设期）3.78 年
 盈亏平衡点：37.14%



3.2 年产 2000 吨印刷膜生产线建设项目

项目实施主体：股份公司

项目建设必要性：随着 POF 热收缩膜应用领域的不断拓展与深化，市场对 POF 膜印刷的需求也呈现逐渐增长趋势。部分客户在订购基膜的同时，需要同时订购一定比例的印刷膜。实施本项目，是公司为满足客户个性需求，增强业务承接能力的必要条件，也是公司经营纵向一体化战略、完善公司整体包装解决方案的需要。

项目进展情况：预计建设期为 24 个月。募集资金到位后，厂房建设需 1 年时间，引进 2 台 8 色设备并调试需 1 年，第三年达到设计产能的 60%，第四年完全达产。

表 7 年产 2000 吨印刷膜生产线项目达产计划表

项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015
年产 2000 吨印刷膜项目	0	0	-	60%	100%	100%

数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

项目经济效益及分析：公司测算该项目完全达产后的经济效益，结果如下：

投资总额：4112.5 万元

销售收入：12850 万元

利润总额：1400 万元

净利润：1050 万元

投资利润率：24.3%

全部投资内部收益率（税后）：20.36%

投资回收期（税后，不含建设期）3.76 年

盈亏平衡点：51.15%

四：盈利预测与估值定价

(1) 原有产能利用率维持不变；

(2) 2009 年 11 月份投产的 3 条 2.4 米热收缩膜生产线，2010 年 4 月投产的 POF 印刷膜生产线，是业绩增长的主要动力之一。

(3) 募投项目 2010-2012 年不贡献利润；

表 8 主营收入预测表

	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
POF 普通型膜					
销量（吨）	13284.4	7161.6	15000	16000	16500
单价（元/吨）	18381	18636	18700	18700	18700
收入（万元）	24418.5	13346.1	28050	29920	30855
毛利率	29.44%	29.51%	29.5%	29.5%	29.5%
POF 交联膜					
销量（万吨）	2268.3	1432.0	3000	3500	4300



单价（元/吨）	26071	26192	26200	26200	26200
收入（万元）	5913.6	3750.7	7860	9170	11266
毛利率	45.96%	46.54%	46.5%	46.5%	46.5%
POF 高性能膜					
销量（吨）	520.0	287.1	600	800	1000
单价（元/吨）	27619	27268	27300	27300	27300
收入（万元）	1436.2	782.9	1638	2184	2730
毛利率	31.39%	41.14%	41%	41%	41%
其他薄膜产品					
销量（吨）	19.3	50.0	300	600	800
单价（元/吨）	30483	29440	29500	29500	29500
收入（万元）	58.8	147.2	885	1770	2630
毛利率	36.10%	38.04%	38%	38%	38%
其他业务收入					
其他业务收入	732.3	67.55	140	140	140
毛利率	10.39%	18.3%	17%	17%	17%

数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

(4) 期间费用率：2010-2012 年，预计公司管理费用率分别为：

表 9 期间费用率情况

种类	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
销售费用	3.70%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%
管理费用	5.97%	6.78%	6.50%	6.40%	6.40%
财务费用	1.44%	1.80%	1%	0	0
合计	11.80%	12.38%	11.3%	10.2%	10.2%

数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

预计 2010-2012 年公司营业收入分别为 38573 万元、43184 万元和 47621 万元，同比增长 18.5%、12.0%和 10.3%，归属于母公司股东的净利润分别为 6451 万元、7708 万元和 8719 元，分别同比增长 31.7%、19.5%和 13.1%，全面摊薄每股收益为 0.60 元、0.72 元和 0.82 元。

表 10 盈利预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	32559	38573	43184	47621
营业成本	22105	25612	28502	31138
财务费用	467	386	0	0
销售费用	1206	1466	1641	1810
管理费用	1945	2507	2764	3048
营业利润	6640	8602	10277	11625
营业外收支	-65	0	0	0
利润总额	6575	8602	10277	11625
所得税	1675	2151	2569	2906



少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	4900	6451	7708	8719
全面摊薄每股收益	0.46	0.60	0.72	0.82

数据来源：公司招股意向书 长城证券研究所

（2）估值定价

我们选取 A 股包装行业上市公司和从事薄膜业务的上市公司进行估值参照。

结合可比公司和近期中小板新股发行市盈率，我们认为公司合理价格区间 24-27 元，对应 2010 年动态市盈率为 40-45 倍。

表 11 相关上市公司盈利预测与估值水平

股票名称	EPS			PE		
	2009	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
珠海中富	0.17	0.32	0.40	47.8	25.4	20.3
永新股份	0.71	0.81	0.97	28.8	25.2	21.1
大东南	0.15	0.20	0.23	69.2	51.9	45.1
美盈森	0.74	0.95	1.60	56.5	44.0	26.1
浙江众成	0.46	0.60	0.72			
平均				50.6	36.6	28.2

数据来源：WIND 长城证券研究所

五：风险提示

➤ 主要原材料价格上涨风险

公司主要原材料为线性低密度聚乙烯及共聚聚丙烯，与国际原油价格高度相关。若原油价格大幅波动，将会影响公司主营业务成本，对公司收益造成不利影响。

➤ 汇率波动风险

公司原材料进口所使用的美元金额与公司外销收取的美元金额大致匹配，同时原料供应商给公司的信用期比公司给外销客户的信用期稍长，在人民币对美元升值的背景下，公司汇兑收益一般为正。但若未来公司外销收入中以欧元阶段比例大幅增加，或人民币对美元贬值，公司仍面临汇率波动风险。

研究员介绍:

寻春珍: 华南理工大学制浆造纸专业工学硕士，2007年加入长城证券，任造纸及轻工行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

马 珂: 0755-83516433, 13823795859, make@cgws.com

伏财勇: 0755-83510199, 13927451701, fcy@cgws.com

北京联系人

包丽莉: 010-88366060-8881, 13683044622, bll@cgws.com

韩 骁: 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

黄 怡: 021-61680357, 13816523173, yihuang@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编：100044
传真：86-10-88366650
网址：<http://www.cgws.com>