

# 三爱富(600636)调研报告

——有机氟化工龙头企业走向新的征程

原材料/基础化工材料与制品

谨慎推荐

维持评级

发布时间: 2011 年 2 月 14 日

## 投资要点:

- 公司是我国最大的有机氟材料生产和销售企业, 产品主要为 CFC、CFC 替代品、含氟聚合物和含氟精细化学品四大类。
- 近十年来, 我国氟化工行业的销售额基本保持 15-20% 的年均增长。目前我国已是世界最大的氟化工初级产品生产国和出口国, 又是氟化工深加工产品的主要进口国。随着政策的扶持和龙头企业及科研院所的努力, 中国有机氟化工深加工领域有望在“十二五”期间迎来转机。
- CFC 替代品用于制备环保型制冷剂, 公司产品主要有 HCFC 和 HFC 两类。由于 2010 年开始欧美等发达国家 HCFC-22 的停产和 2011 年春节因素导致国内厂家的减产, 2011 年 1 月 HCFC-22 价格上涨接近 40%, 预计今年 1 季度 HCFC-22 的价格会维持高位运行。公司 HFC 产品主要用作制备混配制冷剂, 随着国外企业制冷剂混配工艺的部分专利已经或即将到期, 公司有望从中受益。
- 我们看好公司氟橡胶(FKM)产品的下游需求增长和内蒙古万豪聚偏氟乙烯(PVDF)项目。PVDF 可以用于制备氟碳涂料、锂电池粘结剂、水处理剂和太阳能电池组件封装的背板材料。2011 年 1 季度, 万豪的 PVDF 产能将从目前的 3000 吨扩产至 6000-8000 吨, 2012 年上半年有望达到 10000 吨, 该项目将会成为公司利润的长期增长点。
- 预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.12、0.31 和 0.33 元, 动态 PE 为 120、47 和 44 倍, 短期相对估值较有压力, 但我们看好“十二五”期间有机氟化工行业和公司作为龙头企业的发展, 不排除今年氟化工行业扶持政策的出台和下游市场需求上升导致业绩超预期的出现, 给予公司谨慎推荐评级。

## 业绩预测:

|       | 主营收入<br>(百万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公司<br>净利润<br>(百万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率(%) |
|-------|---------------|------------|-----------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2009  | 2102.22       | -21.55%    | 18.87                 | —          | —          | —          | —          | —            |
| 2010E | 3020.00       | 43.66%     | 42.77                 | 126.63     | 0.12       | —          | 120        | —            |
| 2011E | 3465.00       | 14.74%     | 106.29                | 148.52     | 0.31       | —          | 47         | —            |
| 2012E | 3880.00       | 11.98%     | 115.84                | 8.98%      | 0.33       | —          | 44         | —            |

走势图



| 市场数据     | 2011/2/11 |
|----------|-----------|
| 收盘价:     | 14.43 元   |
| 52 周最高价: | 15.95 元   |
| 52 周最低价: | 6.26 元    |
| 平均持仓成本:  | 14.04 元   |

| 基本数据         | 2010 Q3 |
|--------------|---------|
| 总股本 (万股):    | 34,723  |
| 流通 A 股 (万股): | 34,723  |
| 每股收益 (元):    | 0.14    |
| 每股净资产 (元):   | 2.09    |
| 每股经营现金流 (元): | 0.13    |
| 市净率:         | 6.90    |

分析师: 钦琛

执业证书编号: S0550511010010

TEL: (8621)6337 4944

FAX: (8621)6337 3209

Email: qinc@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

## 目录

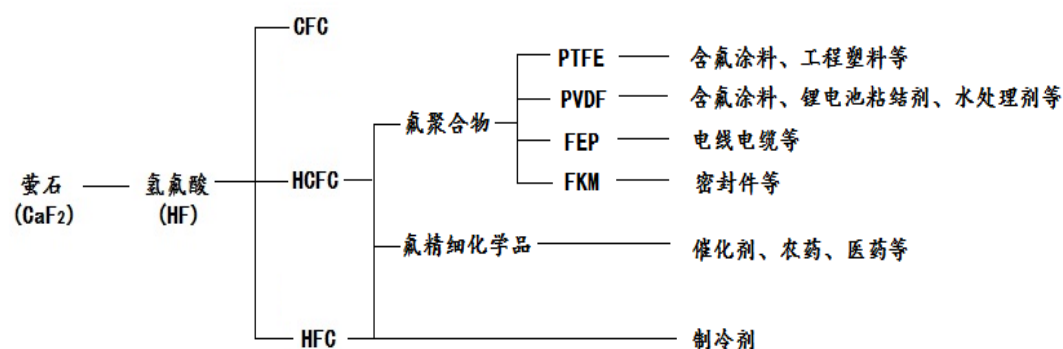
|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 一、公司概况：制冷剂产品价格持续上涨是近期市场关注热点 .....        | 3  |
| 二、有机氟化工行业：萤石资源是优势，技术制约行业纵深发展 .....       | 4  |
| 三、CFC 替代品：制冷剂市场今年还会保持增长 .....            | 5  |
| 四、含氟聚合物：看好 FKM 的需求增长和内蒙古万豪 PVDF 项目 ..... | 8  |
| 4.1 氟橡胶 FKM .....                        | 8  |
| 4.2 聚偏氟乙烯 PVDF .....                     | 9  |
| 五、盈利预测与投资评级 .....                        | 11 |
| 六、风险提示 .....                             | 12 |

## 一、公司概况：制冷剂产品价格持续上涨是近期市场关注热点

公司拥有国内最完整的有机氟化工产业链，是我国最大的有机氟材料生产和销售企业，产品主要为 CFC (氯氟烃)、CFC 替代品、含氟聚合物和含氟精细化学品四大类。

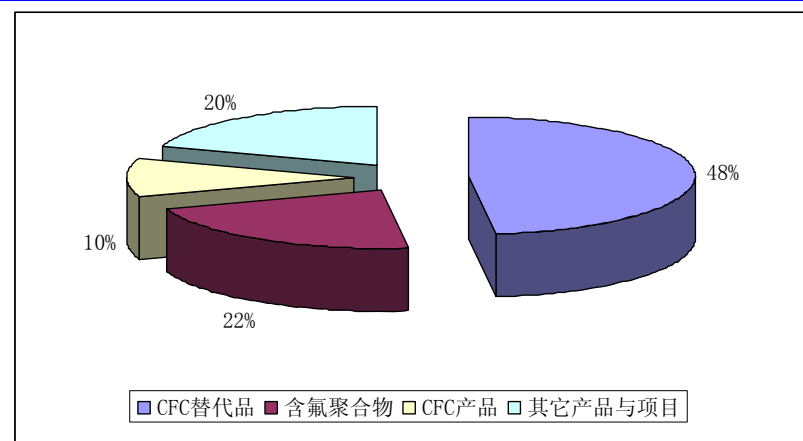
CFC 由于会造成臭氧层空洞和引发温室效应，已在制冷剂市场禁止使用，但在一些其它领域仍有特殊用途。CFC 替代品用于制备环保型制冷剂，由于价格的持续上涨，是近期资本市场关注的热点。2010 年中期 CFC 替代品占公司主营业务收入比例达到 48%，公司产品主要分为 HCFC(含氢氯氟烃)和 HFC(氢氟烃)两类。公司含氟聚合物产品主要指 PTFE(聚四氟乙烯)、PVDF(聚偏氟乙烯)、FEP(聚全氟乙丙烯)和 FKM(氟橡胶)，其中控股公司(50%)内蒙古万豪的 PVDF 项目发展态势良好，是公司未来业绩的长期增长点。公司含氟精细化学品主要包括全氟辛酸、六氟丙酮、双酚 AF、含氟表面活性剂等，产品附加值较高，用途较广。

图1 三爱富的有机氟产品产业链



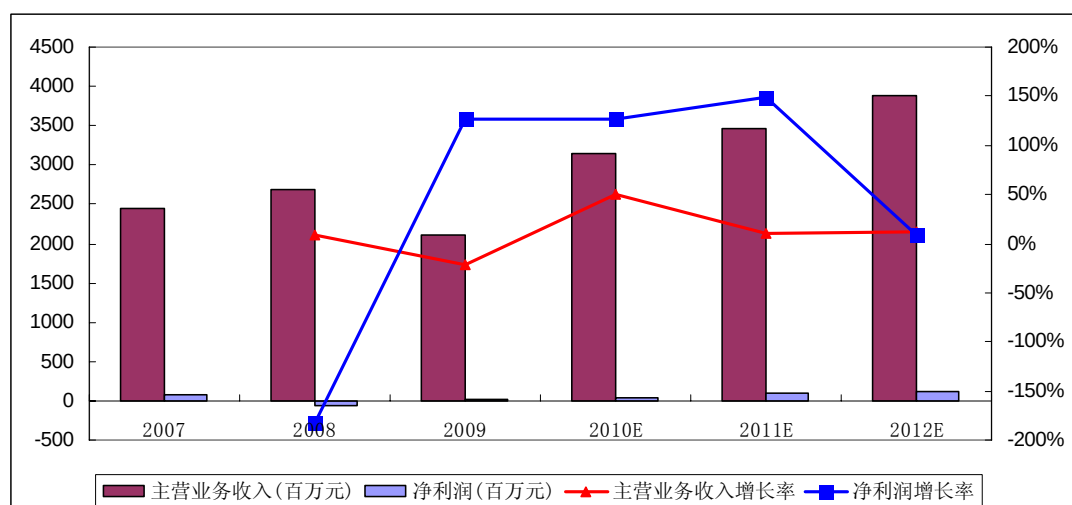
资料来源：东北证券

图2 2010年中期公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告、东北证券

图 3 2007-2012 年公司主营业务收入和净利润



资料来源：公司公告、东北证券

公司在经历 2008 年金融危机的低谷后，在 2009 年恢复主营业务收入和净利润的增长。由于 2010 年公司产品氟制冷剂和氟聚合物的旺销，公司发布 2010 年业绩预告称公司净利润约为 11650 万元，与去年同期增长 52.07%，其中归属于母公司所有者的净利润约为 4277 万元，与去年同期增长 126.66%。

我们预计 2011 年制冷剂市场仍可保持 10% 以上的增长，而公司控股的内蒙古万豪的 PVDF 项目也将获得产能突破，另外由于联合国审查中国企业碳补偿贸易，2010 年公司 CDM 项目收入未收到，有望于 2011 年补收，公司 2011 年的业绩增长将得到保证。

## 二、有机氟化工行业：萤石资源是优势，技术制约行业纵深发展

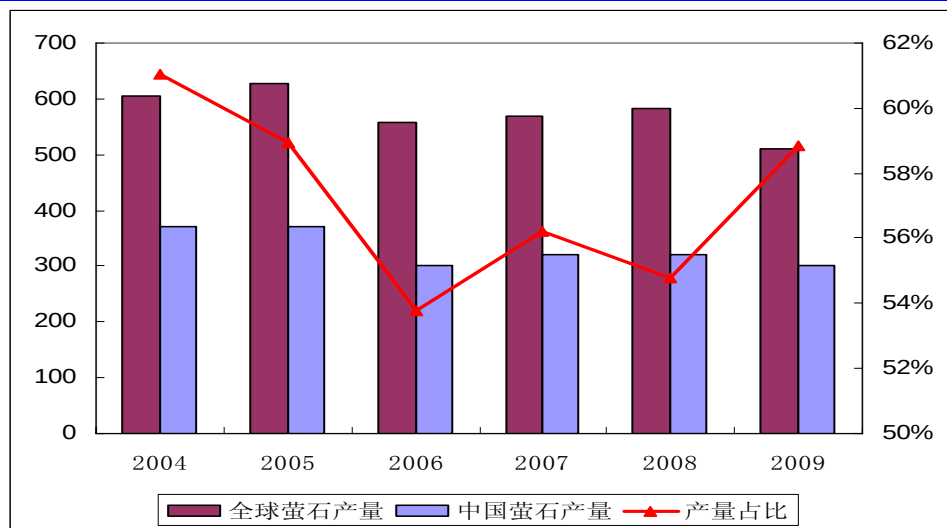
目前全球氟化工业务主要集中在美国的 DuPont、3M(含原来的 Hoescht、Dyneon 氟聚合物业务)、Honeywell(含原来的 Allied Signal 氟化工业务)；西欧的 Solvay Solexis(含原来的 Ausimont 氟化工业务)、Arkema(含原来的 Atofina 氟化工业务)、Inoes Fluor(含原来的 ICI 和 Hoechst 氟烃业务)；日本的 Daikin 和 AsahiGlass(含原来 ICI 的氟聚合物业务)。这些公司在中国大都有独资和合资公司，其氟化工产品从氢氟酸到 HCFC、替代品、氟聚合物、电子氟化学品等。国外公司在中国建立氟化工项目最大的原因是利用中国丰富的萤石资源和占领中国高端氟产品市场。

萤石是不可再生资源，是氟化工的基础原料。在有机氟化工领域，每 2.2kg 萤石可生产 1kg 氢氟酸，再利用氢氟酸制备有机氟材料。丰富的萤石资源是我国发展有机氟化工的基础和优势。

从 2009 年 USGS 发表的统计资料显示，萤石资源比较丰富的国家有中国、墨西哥、南非和蒙古等。全球萤石储量为 2.27 亿吨，中国萤石储量为 0.21 亿吨，占比 9.25%；全球萤石基础储量为 4.66 亿吨，中国萤石基础储量为 1.1 亿吨，占比 23.61%。我国的萤石

资源主要分布在湖南、内蒙古、浙江、云南和江西，五省区储量占全国萤石保有储量的85%，其中产量最高的是浙江省。由于国家萤石保护政策的陆续出台，萤石价格保持长期上涨态势，这有利于国内有机氟化工龙头企业的行业兼并和深加工领域的技术革新。

**图4 全球和中国萤石产量**



资料来源：USGS、东北证券

近十年来,我国氟化工行业的销售额(包括无机氟化工和有机氟化工)基本保持15-20%的年均增长,重要产品的产能和产量年均增长率都达到20%以上,有的甚至超过40%。目前我国已是世界最大的氟化工初级产品生产国和出口国,又是氟化工深加工产品的主要进口国。技术的落后制约着我国氟化工行业向纵深发展,但随着政策的扶持和三爱富、巨化股份、山东东岳、江苏梅兰、中昊晨光等企业及科研院所的努力,中国有机氟化工深加工领域有望在“十二五”期间迎来转机。

### 三、CFC 替代品：制冷剂市场今年还会保持增长

公司 CFC 替代品主要用于制备氟制冷剂,是公司最大的收入来源。CFC 替代品主要指 HCFC、HFC 和混配制冷剂等产品。HCFC 由于仍然会引起温室效应,按照蒙特利尔条约,未来也将被逐步替代。HFC 和混配制冷剂是目前最环保的制冷剂产品。

**表1 蒙特利尔条约中淘汰落后制冷剂的关键日期**

| 日期     | 发达国家                | 发展中国家     |
|--------|---------------------|-----------|
| 1996 年 | 逐步淘汰 CFC, 限制使用 HCFC |           |
| 1999 年 |                     | 限制使用 CFC  |
| 2010 年 |                     | 逐步淘汰 CFC  |
| 2016 年 |                     | 限制使用 HCFC |
| 2020 年 | 逐步淘汰 HCFC           |           |
| 2040 年 |                     | 逐步淘汰 HCFC |

资料来源：东北证券

表 2 美国制冷空调供热工程学会（ASHRAE）认可的制冷剂的环境效应值

| 编号            | 分子式或组成                                | 大气寿命/年 | ODP  | GWP   |
|---------------|---------------------------------------|--------|------|-------|
| <b>CFC</b>    |                                       |        |      |       |
| R11           | CCl <sub>3</sub> F                    | 45     | 1.00 | 4600  |
| R12           | CCl <sub>2</sub> F <sub>2</sub>       | 100    | 0.82 | 10600 |
| R13           | CClF <sub>3</sub>                     | 640    | 1.00 | 14000 |
| <b>HCFC</b>   |                                       |        |      |       |
| R21           | CHCl <sub>2</sub> F                   | 2      | 0.01 | 210   |
| R22           | CHClF <sub>2</sub>                    | 11.9   | 0.03 | 1700  |
| <b>HFC</b>    |                                       |        |      |       |
| R23           | CHF <sub>3</sub>                      | 260    | 0.00 | 12000 |
| R32           | CH <sub>2</sub> F <sub>2</sub>        | 5      | 0.00 | 550   |
| R41           | CH <sub>3</sub> F                     | 2.6    | 0.00 | 97    |
| R125          | CHF <sub>2</sub> CF <sub>3</sub>      | 29     | 0.00 | 3400  |
| R134          | CHF <sub>2</sub> CHF <sub>2</sub>     | 10.6   | 0.00 | 1000  |
| R134a         | CH <sub>2</sub> FCF <sub>3</sub>      | 13.8   | 0.00 | 1300  |
| <b>共沸混合物</b>  |                                       |        |      |       |
| R502          | R22/115 (48.8/51.2)                   | —      | 0.22 | 4500  |
| R503          | R23/13 (40.1/59.9)                    | —      | 0.60 | 13000 |
| R504          | R32/115 (48.2/51.8)                   | —      | 0.21 | 4000  |
| R505          | R12/31 (78/22)                        | —      | 0.64 | —     |
| R506          | R31/114 (55.1/44.9)                   | —      | 0.39 | —     |
| R507A         | R125/143a (50/50)                     | —      | 0.00 | 3900  |
| R508A         | R23/116 (39/61)                       | —      | 0.00 | 12000 |
| R508B         | R23/116 (46/54)                       | —      | 0.00 | 12000 |
| R509A         | R22/218 (44/56)                       | —      | 0.02 | 5600  |
| <b>非共沸混合物</b> |                                       |        |      |       |
| R402A         | R125/290/22 (60/2/38)                 | —      | 0.01 | 2700  |
| R402B         | R125/290/22 (38/2/60)                 | —      | 0.02 | 2300  |
| R404A         | R125/143a/134a (44/52/4)              | —      | 0.00 | 3800  |
| R405A         | R22/152a/142b/c318<br>(45/7/5.5/42.5) | —      | 0.02 | 5200  |
| R406A         | R22/600a/142b (55/4/41)               | —      | 0.04 | 1900  |
| R407A         | R32/125/134a (20/40/40)               | —      | 0.00 | 2000  |
| R407B         | R32/125/134a (10/70/20)               | —      | 0.00 | 2700  |
| R407C         | R32/125/134a (23/25/52)               | —      | 0.00 | 1700  |
| R407D         | R32/125/134a (15/15/70)               | —      | 0.00 | 1500  |
| R408A         | R125/143a/22 (7/46/47)                | —      | 0.02 | 3000  |
| R409A         | R22/124/142b (60/25/15)               | —      | 0.04 | 1500  |
| R409B         | R22/124/142b (65/25/10)               | —      | 0.03 | 1500  |
| R410A         | R32/125 (50/50)                       | —      | 0.00 | 2000  |
| R410B         | R32/125 (45/55)                       | —      | 0.00 | 2100  |

注：臭氧层破坏程度用臭氧耗损潜值（ODP）来评价，CFC-11 的 ODP 值被定为 1，其他 ODS 物质的 ODP 值采用相对 CFC-11 损耗臭氧能力的值来表示。温室效应用全球变暖潜值（GWP）来评价，CO<sub>2</sub> 的 GWP 值被定为 1，其他气体采用相对于 CO<sub>2</sub> 的 GWP 值来表示。

资料来源：东北证券



公司 CFC 替代品中的拳头产品有 HCFC-22、HCFC-142b、HFC-152a、HFC-32、HFC-125、HFC-134a 等，是国内少数能够获得欧美市场认可的产品。

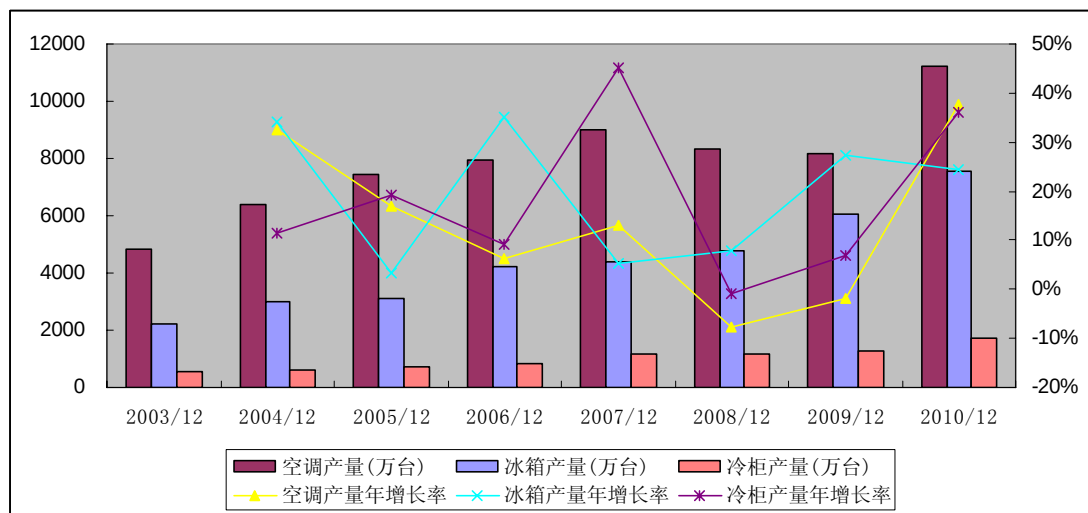
公司的 HCFC 产品中，产量最大的 HCFC-22 是 HFC-125、氟聚合物和氟精细化学品的重要原料，由于 2010 年开始欧美等发达国家 HCFC-22 的停产和 2011 年春节因素导致国内厂家的减产，2011 年 1 月 HCFC-22 价格上涨接近 40%，预计 2011 年 1 季度 HCFC-22 的价格会维持高位运行。

公司 HFC-134a 是汽车用空调制冷剂的首选产品，而其它 HFC 产品主要用作制备混配制冷剂，例如新冷媒代表 R410a 的组成为 1:1 的 HFC-32 和 HFC-125。随着国外企业制冷剂混配工艺的部分专利已经或即将到期，公司有望从中受益。

制冷剂的下游主要是空调、冰箱、冰柜、汽车等行业。下游需求的持续增长将为公司制冷剂产品的销量增长提供保证。

2010 年由于国内家电下乡、节能惠民补贴等政策的推动以及外围经济复苏和极端气候的刺激，国内空调、冰箱和冰柜的产量分别同比增长 37.61%，24.45% 和 35.92%，从而带动制冷剂的供不应求。虽然 2010 年基数非常高，但农村市场刚刚启动，城镇家庭普及率与发达国家相比仍有非常大的提升空间。预计 2011 年开始空调、冰箱等家电的增速会有所回落，但应能保持 10% 以上的增长。

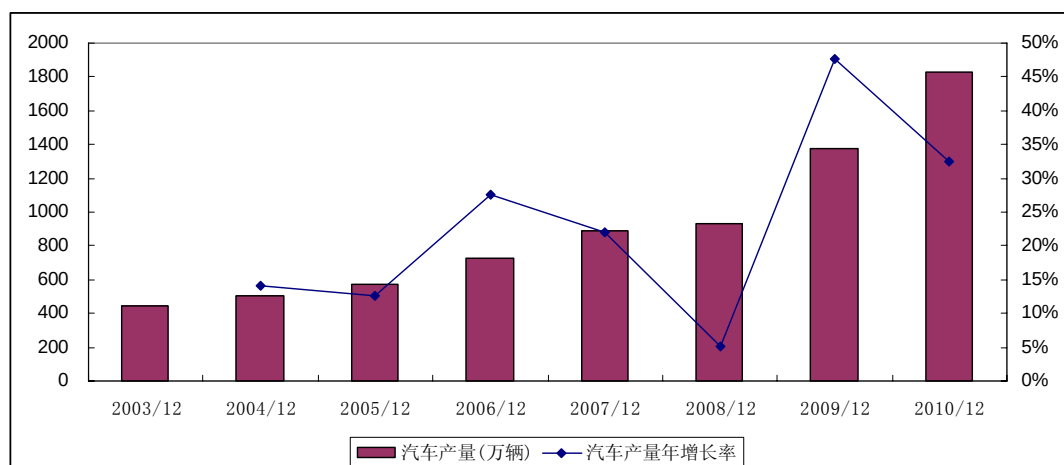
图 5 冰箱、冰柜、空调产量和增长率



资料来源：国家统计局、东北证券

2010 年中国汽车行业产销量突破 1800 万辆，增长速度超过 30%，名列全球第一。过去十年中国汽车销量规模增长了 8.7 倍，年复合增速达到 24%，经过两年的高速增长后，2011 年开始汽车行业的增长率将会有所回落，但是随着国内经济的发展和居民收入水平的提升，“十二五”期间汽车行业规模仍能保持在 10% 以上的年复合增长率。

图 6 汽车产量和增长率



资料来源：中国汽车工业协会、东北证券

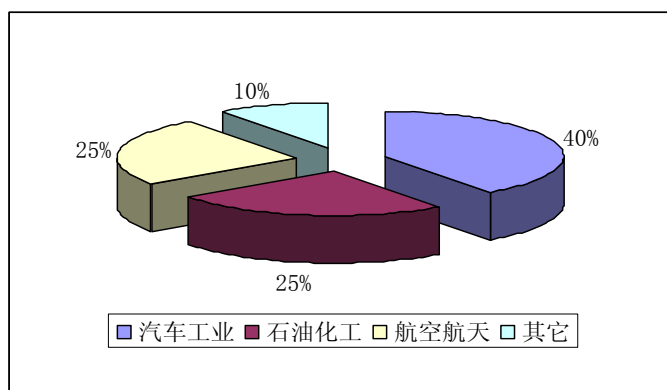
## 四、含氟聚合物：看好 FKM 的需求增长和内蒙古万豪 PVDF 项目

### 4.1 氟橡胶 FKM

FKM 是含有氟原子的特种合成橡胶，具有优异的耐热性、抗氧化性、耐油性和耐药品性，它主要用于汽车、航空、化工等工业部门，作为密封材料、耐介质材料以及绝缘材料。

目前国内汽车零部件用氟橡胶材料的主要制品包括油封、发动机膜片、发动机缸套阻水圈、机油滤清器单向阀、加油口盖等。随着无铅汽油和电喷装置等在汽车上的使用，燃油胶管的内胶层也已逐步用氟橡胶代替了丁腈橡胶。由我国自主开发出的氟橡胶为内层的胶管目前在桑塔纳、奥迪、富康等汽车上广泛使用。除汽车工业应用外，氟橡胶密封件被用在钻井机械、炼油设备、天然气脱硫装置上；同时，在宇航、建材、机械等多个领域氟橡胶也有非常重要的应用。在国内，汽车工业耗用氟橡胶约占 40%，石油化工和航空航天各占 25%，其他行业占 10%。

图 7 我国氟橡胶消费结构



数据来源：东北证券



根据我国汽车工业的增速来看，2010 年国内汽车工业对氟橡胶的需求量预计达到 7500 吨左右，加上其他领域的消耗，2010 年我国氟橡胶的市场容量可达 10000 吨左右。汽车工业的发展将是氟橡胶需求增长的最大推动力。

**表 4 2008 年国内外氟橡胶生产厂家及产能**

| 国内    | 产能/吨 | 国外                 | 产能/吨 |
|-------|------|--------------------|------|
| 晨光化工  | 3500 | 美国 Dupont          | 8000 |
| 上海三爱富 | 1000 | 美国 3M              | 6000 |
| 江苏梅兰等 | 1000 | 意大利 Solvay Solexis | 5000 |
|       |      | 日本 Daikin          | 4000 |
|       |      | 日本 AsahiGlass      | 1500 |

资料来源：东北证券

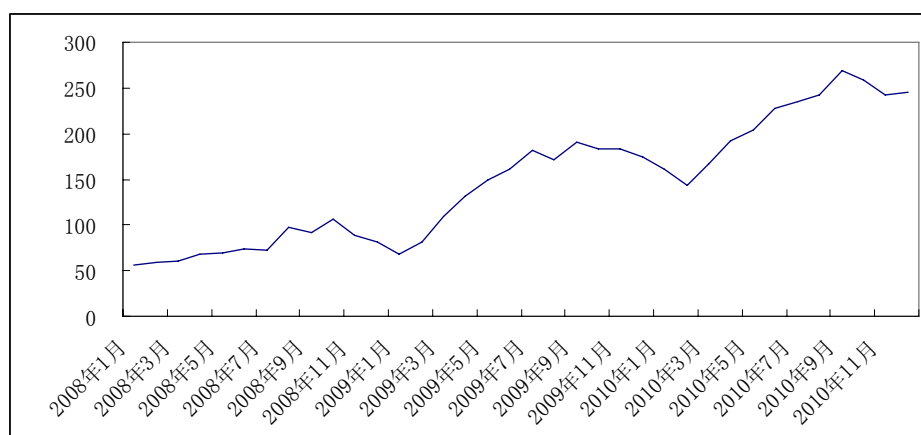
## 4.2 聚偏氟乙烯 PVDF

PVDF 是具有高强度、耐腐蚀的特点，应用主要集中在高性能涂层、电子电气、环保和新能源领域，例如氟碳涂料、锂电池粘结剂、滤膜和太阳能电池背板材料等。PVDF 在氟塑料产量中仅次于 PTFE，目前全球产能超过 4.5 万吨，主要生产家有 Solvay Solexis、Arkema 和三爱富等。

用来生产氟涂料的氟聚合物主要有 PTFE、PVDF、FEP 和 FEVE（含羟基的氟烯烃/乙烯基醚酯共聚物）等，市场上高温固化型的氟涂料主要指 PVDF 涂料，2007 年我国 PVDF 涂料市场消耗量达到 1.5 万吨。PVDF 涂料可以用于金属建材（钢板、铝板）、线圈、钢铁构件的预涂，在欧美外墙装饰铝幕墙领域早已得到广泛而成功的应用，但涂料的生产技术一直被国外少数企业所垄断，主要厂家有 Dupont、AkzoNobel、PPG、Nippon 等公司。随着 PVDF 原料的国产化和国内氟碳涂料制造技术的日趋成熟，PVDF 涂料在我国建筑外墙涂层领域将迅速发展，许多设计院所已将这种产品纳入了建筑设计。PVDF 涂料还可用于石油化工防腐中，广泛地用作管道、管件、塔器、衬里等的防腐涂层。

PVDF 材料可用于锂离子电池的制备。锂离子电池包括液体型锂离子电池和聚合物型锂离子电池。在液体型锂离子电池中，PVDF 树脂主要用作阴阳两极电极活性物质的粘结剂；在聚合物型锂离子电池中，PVDF 改性树脂与锂盐、溶剂一起，被制成聚合物电解质膜。PVDF 的需求增长将受益于国内锂电池行业的高速发展。

图 8 我国锂电池月度产量(百万只)

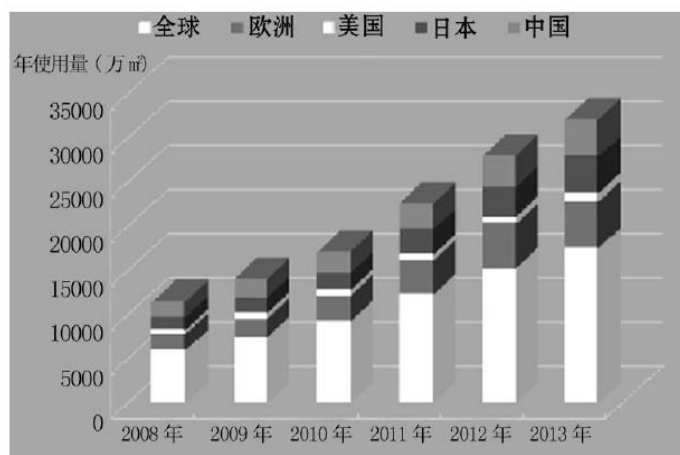


资料来源：国家统计局、东北证券

在用于饮用水净化的众多材料中，PVDF 滤膜具有无能耗、绿色环保、过滤精度高等特点，可以滤除所有的细菌、病毒、浊度、芽孢、铁锈等物质，而又能保留人体必需的微量元素的特点。目前，PVDF 滤膜在欧美一些国家的自来水厂已得到了应用，但在国内尚需推广。

目前，主流的太阳能电池背板薄膜多为 PVF 和 PVDF 等氟膜产品，制造技术被欧美氟化工企业所垄断，价格居高不下。2010 年国内企业成功研制太阳能电池背板用 PVDF 薄膜，PVDF 薄膜的国产化将从真正意义上实现太阳能电池组件应用材料的完全国产化，并带动我国新能源市场对 PVDF 需求的快速增长。

图 9 太阳能背板材料的市场预测



数据来源：中国可再生能源学会，东北证券

由于生产成本过高，公司上海漕泾 PVDF 装置在四季度关停，公司以后的 PVDF 产品将主要由控股 50% 的内蒙古万豪氟化工有限公司生产。2011 年 1 季度，万豪的 PVDF 产能将从目前的 3000 吨扩产至 6000-8000 吨/年，2012 年上半年达到 10000 吨。万豪 PVDF 项目将会成为公司利润的长期增长点。

## 五、盈利预测与投资评级

子公司常熟三爱富中昊化工新材料有限公司 CDM 项目每年为三爱富贡献约 1 亿元收入，由于联合国审查中国企业碳补偿贸易，2010 年公司 CDM 项目收入未收到，有望于 2011 年补收。控股公司内蒙古万豪 2010 年未合并报表，2011 年合并报表。

**表 5 公司利润预测表（百万元）**

|                      | 2009            | 2010E           | 2011E           | 2012E           |
|----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>一、主营业务收入(百万元)</b> | <b>2,102.22</b> | <b>3,020.00</b> | <b>3,465.00</b> | <b>3,880.00</b> |
| 减：主营业务成本             | 1,740.08        | 2,570.00        | 2,740.00        | 3,110.00        |
| 主营业务税金及附加            | 6.05            | 7.55            | 8.66            | 9.70            |
| 销售费用                 | 74.83           | 96.64           | 107.42          | 116.40          |
| 管理费用                 | 162.67          | 226.50          | 263.34          | 298.76          |
| 财务费用                 | 68.36           | 96.64           | 110.88          | 124.16          |
| 资产减值损失               | 1.74            | 45.00           | 10.00           | 5.00            |
| 加：公允价值变动收益           | 0               | 0               | 0               | 0               |
| 投资收益                 | 9.36            | 57.33           | 10              | 10              |
| <b>二、营业利润(百万元)</b>   | <b>57.85</b>    | <b>35.00</b>    | <b>234.70</b>   | <b>225.98</b>   |
| 加：营业外收入              | 24.20           | 87              | 50              | 50              |
| 减：营业外支出              | 5.24            | 5               | 5               | 5               |
| <b>三、利润总额(百万元)</b>   | <b>76.81</b>    | <b>116.50</b>   | <b>279.70</b>   | <b>270.98</b>   |
| 减：所得税费用              | 0.19            | 5.83            | 13.99           | 13.55           |
| <b>四、净利润(百万元)</b>    | <b>76.61</b>    | <b>110.68</b>   | <b>265.72</b>   | <b>257.43</b>   |
| 减：少数股东损益             | 57.74           | 73.73           | 159             | 142             |
| 归属于母公司净利润            | 18.87           | 42.77           | 106.29          | 115.84          |
| <b>五、每股收益（元）</b>     | <b>0.05</b>     | <b>0.12</b>     | <b>0.31</b>     | <b>0.33</b>     |

资料来源：Wind，东北证券

预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.12、0.31 和 0.33 元，对应 2011 年 2 月 11 日收盘价 14.43 元的 PE 为 120、47 和 44 倍，相对估值较有压力，但我们看好“十二五”期间有机氟化工行业和公司作为龙头企业的发展，不排除今年氟化工行业扶持政策的出台和下游市场需求上升导致业绩超预期的出现，给予公司谨慎推荐评级。

## 六、风险提示

- 1、萤石等原材料价格大幅上涨。
- 2、制冷剂市场需求下降引起价格大幅下滑，氟聚合物销量增长不及预期。
- 3、CDM 项目收入出现问题。
- 4、宏观经济下滑风险。

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。