

建筑装饰

2015年1月9日

航天工程 (603698)

——拥有军转民用自主粉煤加压气化技术的设备成套供应及工程总包商，合理价格 26.7-29.1 元

盈利预测：

单位：百万元、元、%

| | 主营收入 收入 | 增长率 | 净利润 | 增长率 | 每股收益 | 主营业务 利润率 | 净资产 收益率 |
|-------|------------|------|-----|------|------|-------------|------------|
| 2012A | 764 | 26.6 | 194 | 30.0 | 0.46 | 49.1 | 26.3 |
| 2013A | 1,044 | 36.6 | 228 | 17.4 | 0.55 | 42.7 | 24.6 |
| 2014E | 1,254 | 20.0 | 274 | 20.1 | 0.67 | 42.7 | 12.3 |
| 2015E | 1,516 | 20.9 | 335 | 22.1 | 0.81 | 41.8 | 13.0 |
| 2016E | 1,891 | 24.7 | 418 | 25.1 | 1.02 | 41.7 | 14.0 |

财务指标

| | 流动比率 | 速动比率 | 资产负债率 | 应收帐款周转率 | 存货周转率 |
|-------|------|------|-------|---------|-------|
| 2011A | 1.4 | 1.2 | 48.2 | 5.0 | 3.6 |
| 2012A | 1.3 | 1.1 | 54.5 | 5.5 | 3.3 |
| 2013A | 1.3 | 1.1 | 56.0 | 5.0 | 3.1 |

投资要点：

- 公司主营业务是以航天粉煤加压气化技术为核心，专业从事煤气化技术及关键设备的研发、工程设计、技术服务、设备成套供应及工程总承包。公司的航天粉煤加压气化技术具有自主知识产权，是国家重点推广的洁净煤利用技术，该技术是军工技术向民用领域的转化和延伸，是一种将煤粉高效转化为洁净 CO 和 H₂ 混合气体的环保新技术，该技术已成功应用于多个工业化项目，同时还可广泛应用于煤制合成氨、煤制甲醇、煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制天然气、煤制油、煤制氢、IGCC 发电等领域。
- 公司收入主要来自于专利和通用装备销售，占 2013 年占营业收入的 84.2%。区域分布看，14H1 公司业务主要位于河北、山西、内蒙古和贵州，占比分别为 27%、19%、19%和 18%。
- 上游煤炭储量充足，下游需求旺盛。我国煤炭资源丰富，2012 年国内煤炭资源探明储量占化石能源总量的 91.9%，这种“贫油、少气、富煤”的特点为国内煤化工行业发展提供了有利条件。另一方面，随着我国经济的高速发展，国内石油、化工原料的需求日益增加，原料进口依赖度大幅提升，下游需求旺盛，煤化工的适度发展有助于缓解供需矛盾。
- 航天粉煤加压气化这类先进煤化工技术符合国家环保要求，受政策推崇。从 2006 年起，国家出台一系列政策支持煤化工行业的长期健康发展，同时在“十二五”规划纲要中，国家明确提出将稳步发展煤化工产业，山西、内蒙古、新疆等 5 省和自治区已对煤化工建设投资做细致部署，总投资额超 2 万亿元。
- 我们预计公司 14~16 年 EPS 分别为 0.67 元、0.81 元和 1.02 元，考虑可比公司 2015 年估值区间，给予航天工程 15 年 23~25 倍预测市盈率，合理股价为 26.7-29.1 元。
- 本次募集资金 9.80 亿元，主要用于补充营运资金（5.29 亿元）、航天煤气化装备产业化基地二期建设（2.06 亿元）和兰州航天煤化工设计研发中心建设（1.75 亿元）。招股书预计发行费 5005 万元，计划发行 8230 万股，则发行价为 12.52 元，对应 14~16 年 PE 为 18.7x、15.5x 和 12.3x。
- 风险提示：国家产业政策支持力度不足、油价持续下滑削弱煤化工成本优势等。

特别提示：本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是在现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间。

发行上市资料：

| | |
|----------|-----------|
| 发行价格（元） | 12.52 |
| 发行股数（万股） | 8230 |
| 发行日期 | - |
| 发行方式 | 网下发行+网上申购 |
| 主承销商 | 中投证券 |
| 上市日期 | - |

*首日上市股数 2080 万股

基础数据（发行前）：2014 年 06 月 30 日

| | |
|----------------|---------|
| 每股净资产（元） | 3.27 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 33000/0 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | 0/0 |

相关研究

证券分析师

陆玲玲 A0230513040001
lull@swsresearch.com

研究支持

李杨 A0230114080001
liyong@swsresearch.com

联系人

邹立
(8621)23297818x7412
zouli@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

http://www.swsresearch.com

目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1.合理价格区间[26.7, 29.1] | 4 |
| 2.主营业务核心是航天粉煤加压气化技术 | 4 |
| 3.上游煤炭储量充足, 下游需求旺盛 | 7 |
| 3.1 上游: 国内煤炭储量巨大, 利于煤化工发展 | 7 |
| 3.2 下游: 煤制气用途广泛 | 8 |
| 3.3 国家政策支持煤气化技术发展..... | 11 |
| 3.4 公司竞争优势领先国际竞争对手 | 14 |
| 4. 公司财务状况 | 15 |
| 4.1 成长性: 收入和营业利润 CAGR 在 25%以上..... | 15 |
| 4.2 盈利能力: ROIC 和 ROE 领先同类可比公司..... | 15 |
| 4.3 现金流量分析..... | 16 |
| 5.募投项目 | 17 |
| 6.盈利预测 | 18 |
| 7.核心风险提示 | 19 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 航天粉煤加压气化技术是一种将煤粉高效转化为洁净 CO 和 H ₂ 混合气体的环保新技术 | 5 |
| 图 2: 专利专有及通用设备销售占公司 13 年收入的 84.2% | 6 |
| 图 3: 14H1 公司业务主要位于河北、陕西、内蒙古和贵州 | 6 |
| 图 4: 航天工程控股股东为火箭院 (持股比例 58.8%), 实际控制人为中国航天科技集团公司 | 6 |
| 图 5: 2012 年国内煤炭资源探明储量占化石能源总量的 91.9% | 7 |
| 图 6: 2012 年, 煤炭消费占到我国能源消费总量的 68.5% | 7 |
| 图 7: 2013 年全国合成氨产量为 5745 万吨, 同比增长 5.2%, 2001~2013 年间, 复合增速为 4.4% | 8 |
| 图 8: 2013 年全国氮肥产量为 4927 万吨, 同比持平, 2001~2013 年间复合增速为 5.7% | 8 |
| 图 9: 国内甲醇有产能过剩的迹象 | 8 |
| 图 10: 2013 年, 全国乙烯产能达 1872 万吨, 1999~2013 年间复合增速 12.0%; 2013 年全国乙烯产量为 1623 万吨, 1999~2013 年间复合增速 9.9% | 9 |
| 图 11: 我国原油消费量/产量比达到 2.25, 进口原油依赖度不断上升 | 10 |
| 图 12: 我国天然气消费量/产量比为 1.37, 呈现逐步上升趋势 | 10 |
| 图 13: 2013 年, 全国乙烯产能达 1872 万吨, 1999~2013 年间复合增速 12.0%; 2013 年全国乙烯产量为 1623 万吨, 1999~2013 年间复合增速 9.9% | 10 |
| 图 14: 截止 14 年上半年, 公司员工总数为 613 人, 较 2011 年末增加 95 人 | 14 |
| 图 15: 技术型人才占公司员工总数的 62% | 14 |
| 图 16: 2011~2013 年公司营收复合增速为 31.5% | 15 |
| 图 17: 2011~2013 年公司营业利润复合增速为 26.7% | 15 |
| 图 18: 过去 3 年公司营收和营业利润 CAGR 位居同类可比上市公司第三 | 15 |
| 图 19: 14H1 公司毛利率为 43.4%, 仅低于三维工程 (45.4%) | 16 |
| 图 20: 14H1 公司净利率为 29.2%, 仅低于三维工程 (31.3%) | 16 |
| 图 21: 最近两年, 航天工程 ROIC 呈上升趋势, 公司 2013 年 ROIC 大幅领先其他可比上市公司 | 16 |
| 图 22: 2014 年上半年公司 ROE (平均) 为 14.9%, 较排名第二的三维工程高 8.5% | |

| | |
|---|----|
| | 16 |
| 图 23: 2011~2013 年, 公司分别实现经营性净现金流 0.75 亿元、3.12 亿元和 2.23 亿元 | 16 |
| 图 24: 最近三年, 公司经营性净现金流占净利润比分别位列同类可比公司的第四、第一和第二 | 16 |
| 图 25: 2013 年公司收现比为 86.9%, 较行业平均高 4.7 个百分点..... | 17 |
| 图 26: 2013 年公司付现比仅为 51.7%, 大幅低于行业平均 (80.1%) | 17 |
| | |
| 表 1: 可比公司 15 年 PE 估值在 20-40 倍之间 | 4 |
| 表 2: 合理股价为 26.7-29.1 元..... | 4 |
| 表 3: 航天粉煤加压气化技术获得多项国家级荣誉 | 5 |
| 表 4: 公司荣获行业内诸多奖项..... | 5 |
| 表 5: 多项政策出台利好煤化工行业长期健康发展 | 11 |
| 表 6: 山西、内蒙古、新疆、陕西和宁夏等省份和自治区对大规模建设煤化工项目已有具体投资规划..... | 13 |
| 表 7: 公司募投项目..... | 17 |
| 表 8: 预计公司 14 和 15 年 EPS 分别为 0.67 元/0.81 元(假设公司发行后总股本 4.12 亿股) | 18 |
| 表 9: 合并现金流量表..... | 18 |
| 表 10: 合并资产负债表..... | 19 |

1.合理价格区间[26.7, 29.1]

预计航天工程 14~16 年净利润增速分别是 20.1%、22.1%和 25.1%：公司主业为专业装备销售，预计公司 14~16 年实现净利润 2.74、3.35 和 4.18 亿元，同比增长 20.1%、22.1%和 25.1%。

预计公司合理股价区间为 26.7 元~29.1 元：考虑可比公司 2015 年估值区间，结合公司自身竞争力，我们给予航天工程 15 年 23-25 倍预测市盈率，假设发行后总股本 4.12 亿股，预计 14~16 年 EPS 分别为 0.67 元、0.81 元和 1.02 元，对应合理股价区间为[26.7, 29.1]。

表 1:可比公司 15 年 PE 估值在 20-40 倍之间

| | EPS | | | YOY | | PE | |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2014 | 2015 | 2014 | 2015 |
| 东华科技 | 0.53 | 0.63 | 0.89 | 19% | 42% | 29 | 20.3 |
| 三维工程 | 0.37 | 0.49 | 0.63 | 34% | 29% | 29.2 | 22.5 |
| 杭氧股份 | 0.28 | 0.16 | 0.23 | -43% | 49% | 59.3 | 39.8 |
| 碧水源 | 0.78 | 1.12 | 1.56 | 42% | 39% | 34 | 24.5 |

资料来源：Wind、申万研究

表 2:合理股价为 26.7-29.1 元

| 15 年 PE (X) | 15 年业绩增速 | | | | | | | |
|-------------|----------|------|------|------|-------|------|------|------|
| | 0% | 5% | 10% | 15% | 20.1% | 25% | 30% | 35% |
| 19 | 17.9 | 18.9 | 19.9 | 20.8 | 21.8 | 22.8 | 23.7 | 24.7 |
| 20 | 19.0 | 20.0 | 21.0 | 22.0 | 23.0 | 24.0 | 25.0 | 26.1 |
| 21 | 20.0 | 21.0 | 22.1 | 23.2 | 24.2 | 25.3 | 26.4 | 27.4 |
| 22 | 21.0 | 22.1 | 23.2 | 24.3 | 25.5 | 26.6 | 27.7 | 28.8 |
| 23 | 22.0 | 23.2 | 24.3 | 25.5 | 26.7 | 27.8 | 29.0 | 30.2 |
| 24 | 23.0 | 24.2 | 25.5 | 26.7 | 27.9 | 29.1 | 30.3 | 31.5 |
| 25 | 24.0 | 25.3 | 26.6 | 27.8 | 29.1 | 30.4 | 31.6 | 32.9 |
| 26 | 25.1 | 26.4 | 27.7 | 29.0 | 30.3 | 31.6 | 33.0 | 34.3 |
| 27 | 26.1 | 27.4 | 28.8 | 30.2 | 31.5 | 32.9 | 34.3 | 35.7 |
| 28 | 27.1 | 28.5 | 29.9 | 31.3 | 32.8 | 34.2 | 35.6 | 37.0 |
| 29 | 28.1 | 29.6 | 31.0 | 32.5 | 34.0 | 35.5 | 36.9 | 38.4 |

资料来源：申万研究

2.主营业务核心是航天粉煤加压气化技术

公司主营业务是以航天粉煤加压气化技术为核心，专业从事煤气化技术及关键设备的研发、工程设计、技术服务、设备成套供应及工程总承包。公司的航天粉煤加压气化技术具有自主知识产权，是国家重点推广的洁净煤利用技术，该技术是军工

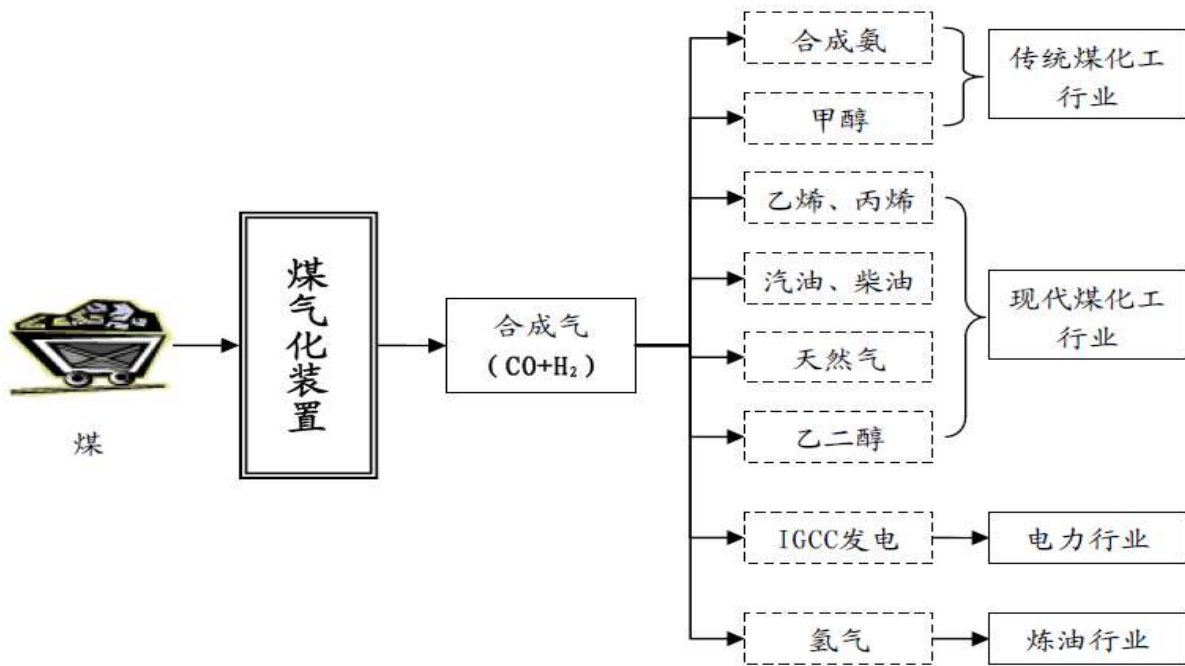
技术向民用领域的转化和延伸，是一种将煤粉高效转化为洁净 CO 和 H₂ 混合气体的环保新技术，该技术已成功应用于多个工业化项目，同时还可广泛应用于煤制合成氨、煤制甲醇、煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制天然气、煤制油、煤制氢、IGCC 发电等领域。

表 3: 航天粉煤加压气化技术获得多项国家级荣誉

| 时间 | 事件 |
|----------|--|
| 2009年12月 | 航天粉煤加压气化技术作为先进煤气化节能技术被国家发改委列入《国家重点节能技术推广目录》 |
| 2010年3月 | 航天粉煤加压气化技术被国家工业和信息化部列入《重点行业清洁生产技术推广方案》 |
| 2010年7月 | 航天粉煤加压气化技术被中国氮肥工业协会评选为“2007-2010年氮肥、甲醇行业技术进步奖”（特等奖） |
| 2011年8月 | 航天粉煤加压气化装置获科技部、环保部、商务部及国家质检总局联合颁发的“国家重点新产品证书” |
| 2012年9月 | 航天粉煤加压气化技术被中国石油和化学工业联合会、中国化工环保协会评为“石油和化工行业环境保护与清洁生产重点支撑技术” |

资料来源：公司招股书、申万研究

图 1: 航天粉煤加压气化技术是一种将煤粉高效转化为洁净 CO 和 H₂ 混合气体的环保新技术



资料来源：公司招股书、申万研究

与全球同类技术相比，航天煤粉加压气化技术拥有较强的生产稳定性、煤种适应性、运行经济性、操作安全性和环境友好性。截止目前，公司已成功签约近 30 个化工项目，其中投产 9 个。公司承接的安徽临泉化工 100 万 Nm³/日 (CO+H₂) 原料路线改造工程项目运行四年来，年平均运行率高达 93%，2012 年该装置创造了单台气化装置满负荷连续运行 215 天的世界纪录。

表 4: 公司荣获行业内诸多奖项

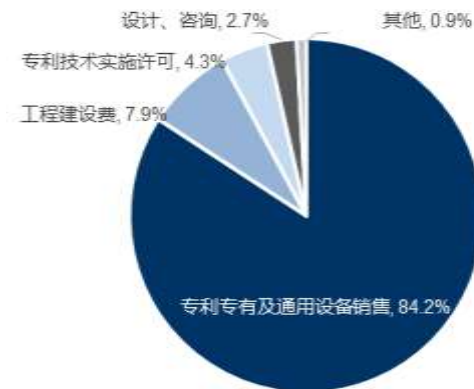
| 时间 | 奖项 |
|----|----|
|----|----|

| | |
|-------------|---------------------------|
| 2011 年 5 月 | 2011 年低碳经济科技示范基地 |
| 2011 年 10 月 | 中关村高新技术企业 |
| 2012 年 5 月 | 北京市高新技术企业 |
| 2012 年 11 月 | 公司成为全国石油和化工行业粉煤气化技术工程研究中心 |
| | 中国专利优秀奖 |
| | 国家 AAA 级优秀信用企业 |
| | 中国自主创新企业百强 |
| | 中国氮肥、甲醇行业技术进步特等奖 |
| | “十一五”全国石油和化工行业节能减排优秀服务单位 |
| | “中国石油和化工行业技术创新示范企业” |

资料来源：公司招股书、官网、申万研究

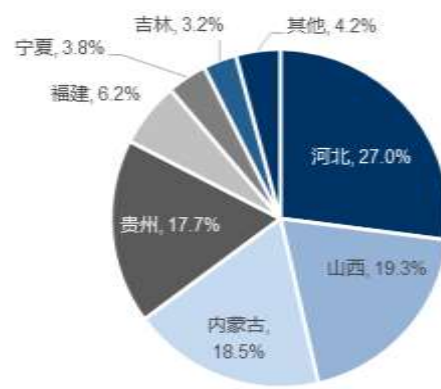
公司收入主要来自于专利和通用装备销售，占 2013 年占营业收入的 84.2%。从区域分布看，14 年上半年，公司业务主要位于河北、山西、内蒙古和贵州，占比分别为 27.0%、19.3%、18.5%和 17.7%。

图 2：专利专有及通用设备销售占公司 13 年收入的 84.2%



资料来源：Wind、申万研究

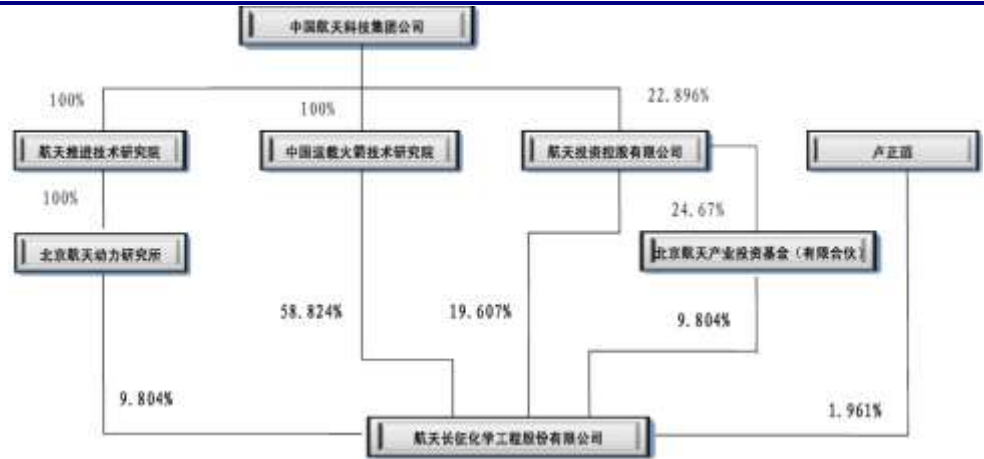
图 3：14H1 公司业务主要位于河北、陕西、内蒙古和贵州



资料来源：Wind、申万研究

公司控股股东为火箭院，实际控制人为中国航天科技集团公司。控股股东中国运载火箭技术研究院（火箭院）持股比例为 58.8%，是中国航天科技集团的直属事业单位。除火箭院外，另外公司 4 个股东分别为航天投资（19.607%）、动力所（9.804%）、航天产业基金（9.804%）和自然人卢正滔（1.961%）。

图 4：航天工程控股股东为火箭院（持股比例 58.8%），实际控制人为中国航天科技集团公司



资料来源：招股说明书、申万研究

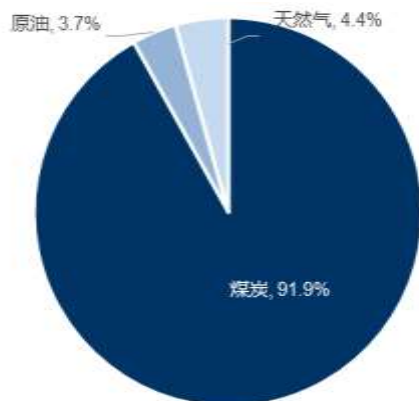
3.上游煤炭储量充足，下游需求旺盛

3.1 上游：国内煤炭储量巨大，利于煤化工发展

我国煤炭资源丰富，“富煤”的特点有助于煤化工的发展。《2013年BP能源统计》数据显示，2012年国内煤炭资源探明储量占化石能源总量的91.9%，是我国最为重要的一次能源，这种“贫油、少气、富煤”的特点为国内煤化工行业长期发展提供了有利条件。

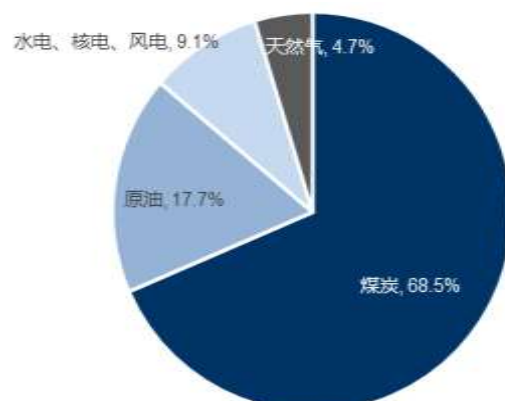
煤炭在我国当前的能源消费结构中占据主导地位，未来仍将是重要能源。根据《2013年BP能源统计》数据，2012年，煤炭消费占到我国能源消费总量的68.5%，从目前看，煤炭仍是相对廉价的可利用能源，而从长期看，我国煤炭储量丰富的特点决定了未来很长时间内，煤炭消费仍将占据主导地位。根据英国能源巨头BP的预测，到2035年中国煤炭消费占比仍将超过50%。

图 5： 2012 年国内煤炭资源探明储量占化石能源总量的 91.9%



资料来源：招股说明书、申万研究

图 6： 2012 年，煤炭消费占到我国能源消费总量的 68.5%



资料来源：招股说明书、申万研究

3.2 下游：煤制气用途广泛

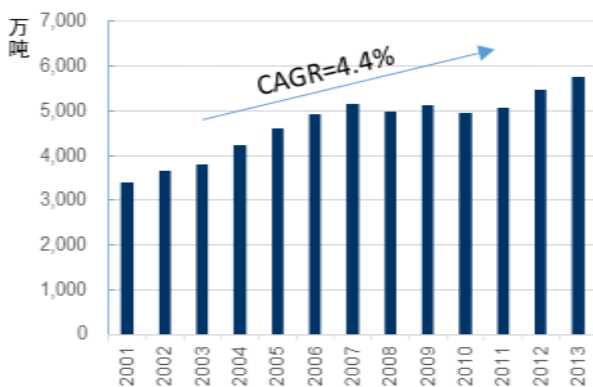
航天粉煤加压气化技术是一种将煤粉高效转化为洁净 CO 和 H₂ 混合气体的环保新技术，该技术已成功应用于多个工业化项目，同时还可广泛应用于煤制合成氨、煤制甲醇、煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制天然气、煤制油、煤制氢、IGCC 发电等领域。

(1) 煤制合成氨

合成氨主要用作为生产化肥的原料，下游产品包括尿素、碳酸氢氨、硝酸铵等氮肥。国家统计局数据显示，2013 年全国合成氨产量为 5745 万吨，同比增长 5.2%，2001~2013 年间，复合增速为 4.4%。从下游产能看，2013 年全国氮肥产量为 4927 万吨，同比持平，2001~2013 年间复合增速为 5.7%。近年来，由于粮食连续稳产高产，对化肥需求相应提高，预计到 2020 年前，国内化肥需求仍将维持上升趋势。

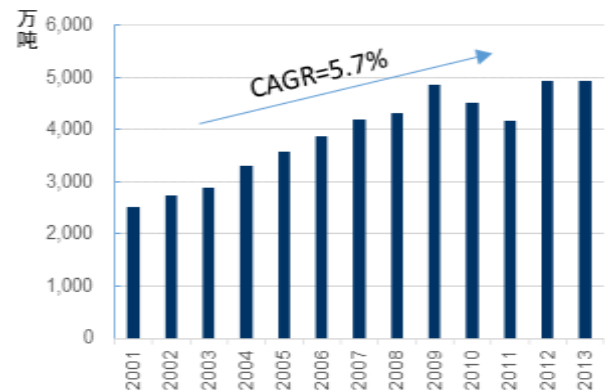
值得注意的是，在我国现有的化肥生产结构中，约有 75% 的合成氨产品以煤炭作为主要生产原料，而绝大多数合成氨生产企业采用的仍是常压固定床煤气化装置，单位产品能耗高、“三废”产量大，国家产业政策已明确提出不再审批类似技术的项目，因此公司的先进煤化工技术不仅具有新增产能的需求，还有淘汰落后产能带来的替换性需求。

图 7：2013 年全国合成氨产量为 5745 万吨，同比增长 5.2%，2001~2013 年间，复合增速为 4.4%



资料来源：Wind、申万研究

图 8：2013 年全国氮肥产量为 4927 万吨，同比持平，2001~2013 年间复合增速为 5.7%

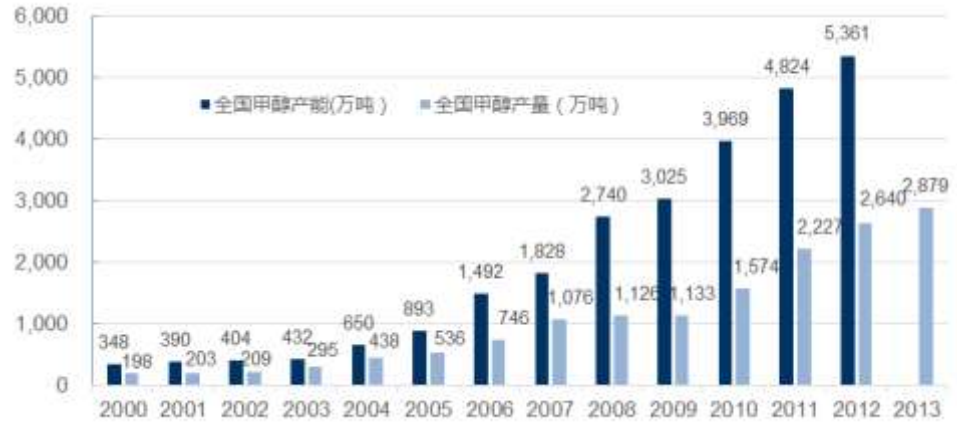


资料来源：Wind、申万研究

(2) 煤制甲醇

甲醇被广泛用作为基础化工原料，应用于包括化工、医药工业、轻纺工业等在内的多个领域。近年来，随着油价的不断走高，作为石油替代品的煤制甲醇发展势头迅猛，有产能过剩的迹象。未来几年，公司在该领域的业务将更多来自于部分规模小、能耗高、资源利用率低、污染严重的产能替换需求。

图 9：国内甲醇有产能过剩的迹象



资料来源：Wind、申万研究

(3) 煤制烯烃

乙烯和丙烯等烯烃是重要的化工原料，常被视为一个国家的石化工业发达程度的标志，煤制烯烃主要有煤气化、合成气净化、甲醇合成以及甲醇制烯烃4项核心技术。我国在煤制烯烃的发展上已取得一定的成果，2013年，全国乙烯产能达1872万吨，同比增长9.9%，1999~2013年间复合增速12.0%；2013年全国乙烯产量为1623万吨，同比增长9.1%，1999~2013年间复合增速9.9%。从长期看，发展煤制烯烃技术可替代石油制烯烃技术，降低我国对石油资源的依赖度。

图 10：2013 年，全国乙烯产能达 1872 万吨，1999~2013 年间复合增速 12.0%；2013 年全国乙烯产量为 1623 万吨，1999~2013 年间复合增速 9.9%



资料来源：Wind、申万研究

(4) 煤制油和煤制天然气

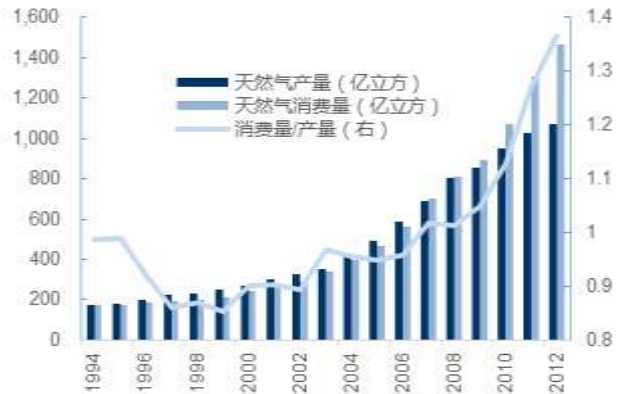
随着国内经济的不断增长、城镇化需求和汽车消费量的上升，我国原油消费量大幅攀升。此外，作为优质清洁能源的天然气消费量也在不断增加，截止2012年末，我国原油和天然气的消费量/产量比分别达到2.25和1.37，对进口原油和天然气的依赖度持续上升。从长期看，发展煤制油和煤制天然气有助于解决我国“油贫气乏”的能源难题。

图 11: 我国原油消费量/产量比达到 2.25, 进口原油依赖度不断上升



资料来源: Wind、申万研究

图 12: 我国天然气消费量/产量比为 1.37, 呈现逐步上升趋势



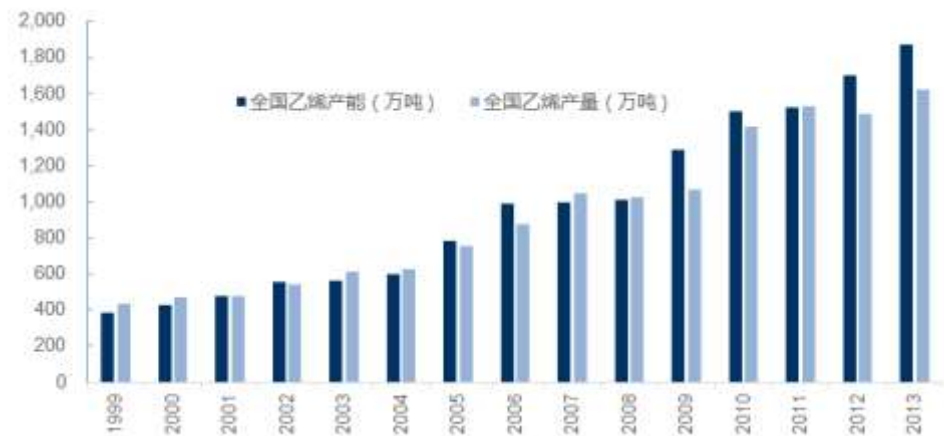
资料来源: Wind、申万研究

(5) 煤制乙二醇

乙二醇主要用于生产聚酯纤维、聚酯树脂、聚酯塑料、防冻剂、润滑剂、增塑剂、炸药及化工中间产物等,用途广泛,是一种重要的化工原料。当前国内的乙二醇消费大量依靠国外进口,2013年全国乙二醇消费量约为1192万吨,其中进口量达823万吨,占总消费量的69%,在国内化纤产业的迅猛发展下,乙二醇行业的供需矛盾异常突出。

传统的乙二醇生产方式主要依靠石油,具有耗水、耗能、高成本和高度依赖石油等问题,煤制乙二醇在解决上述问题的同时,将有效缓解国内乙二醇的供需矛盾,降低对石油能源的依赖度。

图 13: 2013年,全国乙烯产能达1872万吨,1999~2013年间复合增速12.0%;2013年全国乙烯产量为1623万吨,1999~2013年间复合增速9.9%



资料来源: Wind、申万研究

(6) IGCC 发电

煤气化联合循环发电(IGCC)是当今世界最为高效、洁净的发电技术之一,相比传统石油发电技术,IGCC可大大降低包括二氧化碳等气体和其他有害物质的排放。该技术主要采用煤作为燃料,经过气化炉转化为合成气,再经过除尘、脱硫等净化工艺,成为洁净的合成气供给燃气轮机燃烧做功。燃气轮机排气余热和气化岛显热回收热量经余热锅炉加热给水产生过热蒸汽,带动蒸汽轮机发电,从而实现了煤气化燃气蒸汽联合循环发电过程。

根据国家规划,到2020年,我国电力装机容量将达16.7亿千瓦,其中火电10.48亿千瓦,同时我国承诺到2020年,二氧化碳排放量将较2010年时下降40%~45%,作为一种全球领先的清洁发电技术,IGCC有望成为煤气化应用领域的新热点。

(7) 煤制氢

煤制氢可替代原来的石油制氢,经济效益良好,也可作为火箭发动机的氢燃料,对我国航天事业的发展产生重大影响。

3.3 国家政策支持煤气化技术发展

长期以来,我国煤炭综合利用技术落后,煤炭利用率低下,传统的煤炭利用方法主要以直接燃烧为主,一方面煤炭燃烧排放的CO₂、SO₂、NO_x和烟尘造成了严重的环境污染,另一方面由于煤炭燃烧技术比较落后,综合利用效率不高,造成资源很大浪费。因此,为提高煤炭综合利用率、缓解因煤炭利用所引起的环境污染问题,必须加强洁净煤技术研究,实现煤炭清洁高效转化。

从2006年起,国家出台一系列政策支持煤化工行业的长期健康发展,一方面保障了煤化工行业的稳定发展,另一方面鼓励以先进煤气化技术作为煤炭清洁利用的基础。航天粉煤加压气化技术可以在满足工业需求的同时,有利于大气环境保护,属于国家鼓励发展的洁净高效的煤气化技术,具有装置操作简单、维护方便,煤种适应性广、投资费用和运行成本低、开工率高、气化炉的故障率低等特点。

表 5: 多项政策出台利好煤化工行业长期健康发展

| 发布日期 | 政策名称 | 发文部门 | 政策主要内容 |
|---------|------------------------------|-------|--|
| 2006年2月 | 国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020年) | 国务院 | 能源领域优先发展煤的清洁高效开发利用、液化及多联产,大力开发煤液化以及煤气化、煤化工等转化技术,以煤气化为基础的多联产系统技术 |
| 2006年7月 | 关于加强煤化工项目建设管理促进产业健康发展的通知 | 国家发改委 | (1)积极采用先进煤气化技术改造以间歇气化技术为主的化肥行业,减少环境污染,推动产业发展和技术升级;(2)以民用燃料和油品市场为导向,支持有条件的地区,采用先进煤气化技术和二甲醚合成技术,建设大型甲醇和二甲醚生产基地,认真做好新型民用燃料和车用燃料使用试验和示范工作;(3)禁止核准或备案不符合行业准入条件的焦炭项目和电石项目,以及采用固定床间歇气化和直流冷却技术的煤气化项目 |

| | | | |
|------------|---------------------------------|-------------------------|--|
| 2009 年 5 月 | 石化产业调整和振兴规划细则 | 国务院 | (1) 采用洁净煤气化和能源梯级利用技术, 对现有氮肥生产企业进行原料和动力结构调整, 实现原料煤多元化, 降低成本; (2) 今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目, 原则上不再安排新的煤化工试点项目, 重点抓好现有煤制油、煤制烯烃、煤制二甲醚、煤制甲烷气、煤制乙二醇等五类示范工程, 探索煤炭高效清洁转化和石化原料多元化发展的新途径 |
| 2009 年 9 月 | 关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干指导意见 | 国务院 | 对焦炭和电石实施等量替代方式, 淘汰不符合准入条件的落后产能。对合成氨和甲醇实施上大压小、产能置换等方式, 降低成本、提高竞争力。稳步开展现代煤化工示范工程建设, 今后三年原则上不再安排新的现代煤化工试点项目 |
| 2010 年 6 月 | 关于规范煤制天然气产业发展有关事项的通知 | 国家发改委 | (1) 综合考虑资源承载、能源消耗、环境容量、天然气管网、区域市场容量等配套条件, 合理布局煤制天然气气源点, 优先安排煤炭调出区煤制天然气项目。鼓励采用自主知识产权技术和国产化设备项目。鼓励节能节水降耗新工艺、新技术的应用, 贯彻循环经济理念, 做好环境保护工作。发展煤、电、气、化多联产, 最大限度地提高能效; (2) 在国家出台明确的产业政策之前, 煤制天然气及配套项目由国家发展改革委统一核准 |
| 2011 年 3 月 | 关于规范煤化工产业有序发展的通知 | 国家发改委 | (1) 在国家相关规划出台之前, 暂停审批单纯扩大产能的焦炭、电石项目, 禁止建设不符合准入条件的焦炭、电石项目, 加快淘汰焦炭、电石落后产能。对合成氨和甲醇实施上大压小、产能置换等方式, 提高竞争力; (2) 在科学发展石油化工的同时, 合理开发和利用好宝贵的煤炭资源, 走高效率、低排放、清洁加工转化利用的现代煤化工发展之路; (3) 按照可持续发展的循环经济理念, 统筹规划、合理布局, 科学引导产业有序发展, 使我国现代煤化工技术走在世界前沿。“十二五”重点组织实施好现代煤化工产业的升级示范项目建设 |
| 2011 年 3 月 | 中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要 | 国务院 | 有序开展煤制天然气、煤制液体燃料和煤基多联产研发示范, 稳步推进产业化发展 |
| 2011 年 6 月 | 石油和化学工业“十二五”发展指南 | 中国石油和化学工业联合会 | (1) 有序开展新型煤化工研发示范, 进一步加大具有自主知识产权的新型煤化工核心技术的开发力度, 不断提高系统集成的水平, 推动煤制烯烃、煤制甲烷、煤制液体燃料和煤制乙二醇等新型煤化工示范工程长周期稳定运行, 努力提高新型煤化工示范项目的技术、经济和环保管理水平; (2) 加大先进煤气化技术、煤基多联产关键技术、褐煤高效洁净综合利用技术装备的开发和应用; (3) 氮肥行业积极研发和推广低值煤、高硫煤加压气化等新型煤气化技术, 支持采用水煤浆气化、加压粉煤气化及经济型气流床分级气化等技术, 对具备条件的 20 万吨/年以上合成氨生产企业进行原料结构调整, 减少对无烟块煤和天然气的过度依赖 |
| 2011 年 6 月 | 当前优先发展的高技术产业化重点领域指南 (2011 年度) | 国家发改委、科技部、工信部、商务部、知识产权局 | 鼓励和优先发展大型煤炭气化及煤基多联产系统装备技术, 煤炭整体汽化联合循环技术 (IGCC), 煤炭 (直接、间接) 液化技术, 煤制天然气技术, 合成气制甲醇、乙二醇技术, 甲醇制低碳烯烃技术 |

| | | | |
|----------|-------------------------|-------------------|---|
| 2011年7月 | 国家“十二五”科学和技术发展规划 | 国家科技部 | 节能环保领域大力发展高效节能、先进环保和循环应用等关键技术、装备及系统，实施煤炭清洁高效利用等科技产业化工程，以煤气化为基础进行多联产工程示范，进一步推进煤气化技术综合集成应用 |
| 2011年11月 | “十二五”产业技术创新规划 | 国家工信部 | 化工工业领域重点开发先进煤气化技术、大型粉煤气化技术，煤制烯烃技术，煤制乙二醇技术，褐煤高效洁净综合利用技术，煤炭的清洁高效利用技术 |
| 2011年12月 | 国家能源科技“十二五”规划 | 国家能源局 | 自主开发煤炭液化、气化、煤基多联产集成技术，以及特殊气质天然气、煤制气以及生物质制气的净化技术等 |
| 2012年1月 | 重大技术装备自主创新指导目录（2012年版） | 国家工信部、科技部、财政部、国资委 | 鼓励发展大型整体煤气、天然气-蒸汽联合循环机组（IGCC）和大型气流床气化炉成套设备 |
| 2012年2月 | 工业节能“十二五”规划 | 国家工信部 | 全面推广先进煤气化技术，对于合成氨行业，加快大型粉煤制合成氨等成套技术装备国产化进程，到2015年使合成氨综合能耗降至1,350千克标准煤/吨 |
| 2012年2月 | 关于印发先进煤气化等2项技术推广实施方案的通知 | 国家工信部 | 在5年（2011-2015年）内，选择19家左右的以煤为原料的大中型合成氨等煤化工企业进行技术改造，形成一定规模的以先进煤气化技术为龙头的煤气化能力，争取替代780万吨常压固定床煤气化能力，实现年节约标准煤171万吨 |
| 2012年8月 | 关于印发节能减排“十二五”规划的通知 | 国务院 | （1）电力行业鼓励建设高效燃气-蒸汽联合循环电站，加强示范整体煤气化联合循环技术（IGCC）和以煤气化为龙头的多联产技术；（2）合成氨行业重点推广先进煤气化技术、节能高效脱硫脱碳、低位能余热吸收制冷等技术，实施综合节能改造 |
| 2013年9月 | 关于印发大气污染防治行动计划的公告 | 国务院 | 加大天然气、煤制天然气、煤层气供应。制定煤制天然气发展规划，在满足最严格的环保要求和保障水资源供应的前提下，加快煤制天然气产业化和规模化步伐 |

资料来源：申万研究

国家“十二五”规划纲要明确提出稳步发展煤化工产业，其中山西、内蒙古、新疆、陕西和宁夏等省份和自治区均对大规模建设煤化工项目进行了细致的部署，总投资额超2万亿。

表 6：山西、内蒙古、新疆、陕西和宁夏等省份和自治区对大规模建设煤化工项目已有具体投资规划

| 省份 | 产能目标（到2015年） | 投资总额（亿） |
|-----|--|---------|
| 山西 | 煤制油540万吨、煤制烯烃240万吨、煤制天然气120亿立方米、煤制乙二醇100万吨等 | 8,000 |
| 内蒙古 | 煤制油生产能力达1000万吨，新增876万吨；煤制天然气300亿立方米；煤制乙二醇生产能力200万吨，新增180万吨；煤制烯烃生产能力达200万吨，新增100万吨等 | 2,800 |
| 新疆 | 形成煤焦化800万吨、煤制尿素260万吨、煤制二甲醚80万吨、煤制天然气600亿立方米产能，力争形成煤制烯烃100万吨、煤制乙二醇100万吨的生产能力 | >5,000 |
| 陕西 | 煤制甲醇4200万吨、煤制烯烃1000万吨、下游化工产品2200万吨、煤制油1500万吨 | 5,550 |
| 宁夏 | 煤制油300万吨、煤制烯烃120万吨 | 2,000 |

资料来源：申万研究

3.4 公司竞争优势领先国际竞争对手

煤化工工程领域的竞争更多的是公司间技术实力的比拼。在煤化工领域，公司的竞争对手主要可分为三类：1) **技术专利商**：主要为业主或其他工程公司提供煤气化专利技术授权、工艺软件包及关键设备，例如美国通用能源、荷兰壳牌、德国西门子、西北化工研究院、华东理工大学和兖矿集团等；2) **综合性公司**：业务覆盖化工、石化、煤化工等领域的技术研发、工程设计和建设，例如中国化学；3) **专业化工程公司**：例如航天工程自身这类具有自主知识产权的煤气化专利技术和关键设备的公司。

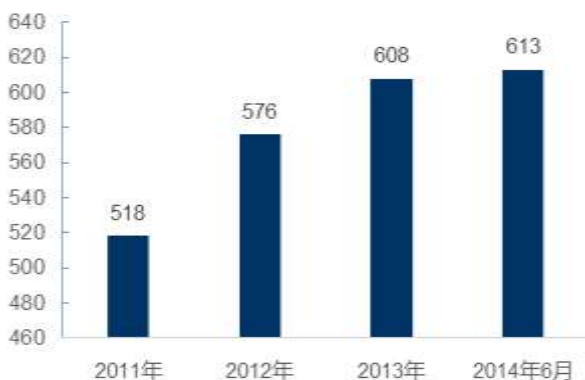
截止 2013 年 4 月，公司在国内粉煤气化装置市场中占据领先地位，全国范围内，航天工程的气化炉应用数为 55 台，领先于德国西门子和荷兰壳牌的 39 台和 26 台。公司的竞争优势主要集中在以下三个方面：

1) **技术自主知识产权优势**：公司的航天粉煤加压气化技术采用的是“粉煤进料+水激冷”的工艺流程，具有装置操作简单、维护方便、煤种适应性广、投资费用和运行成本低、开工率高、气化炉的故障率低等优点，达到了国际领先水平，成功填补了国内在大型先进煤气化技术方面的空白，对提升我国煤气化技术水平、带动相关下游行业的发展及实现节能减排和清洁生产的目标具有重大意义，破除过去国外公司在该领域的技术垄断。

2) **公司发明专利诸多，同时具有专业设计资质**。公司拥有包括航天粉煤加压气化技术、气化炉燃烧器等在内的 42 项专利技术，同时具备化工、石化、医药行业甲级工程设计资质、压力容器 A1/A2/A3/SAD 级设计资质、压力管道 GB 类/GC 类/GD 类设计资质。

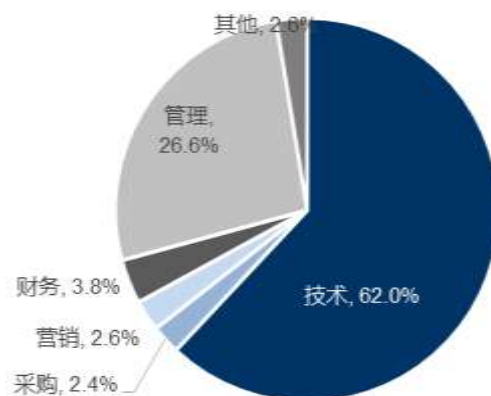
3) **人才队伍建设和管理水平突出，技术人才占比高**。公司长期将人才资源作为第一资源，通过引入竞争机制，选拔优秀人才，研发水平突出。同时公司员工规模不断扩充，截止 14 年上半年，公司员工总数为 613 人，较 2011 年末增加 95 人，其中技术型人才占到员工总数的 62%。

图 14: 截止 14 年上半年, 公司员工总数为 613 人, 较 2011 年末增加 95 人



资料来源：公司招股书、申万研究

图 15: 技术型人才占公司员工总数的 62%



资料来源：公司招股书、申万研究

4. 公司财务状况

4.1 成长性：收入和营业利润 CAGR 在 25%以上

最近三年公司收入和营业利润复合增速分别为 31.5%和 26.7%。2011~2013 年，公司实现营业收入 6.04 亿元、7.64 亿元和 10.44 亿元，同比增长 26.6%和 36.6%，复合增速 31.5%。2011~2013 年，公司营业利润为 1.64 亿元、2.19 亿元和 2.63 亿元，同比增长 33.8%和 20.0%，复合增速为 26.7%。低于同类可比上市公司中的碧水源和三维工程，位居中游。

图 16：2011~2013 年公司营收复合增速为 31.5%

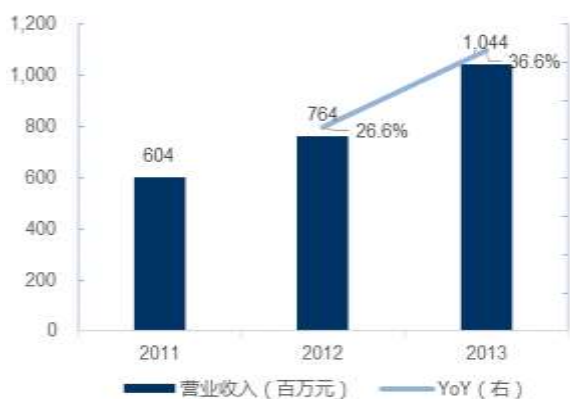


图 17：2011~2013 年公司营业利润复合增速为 26.7%



资料来源：Wind、申万研究

资料来源：Wind、申万研究

图 18：过去 3 年公司营收和营业利润 CAGR 位居同类可比上市公司第三

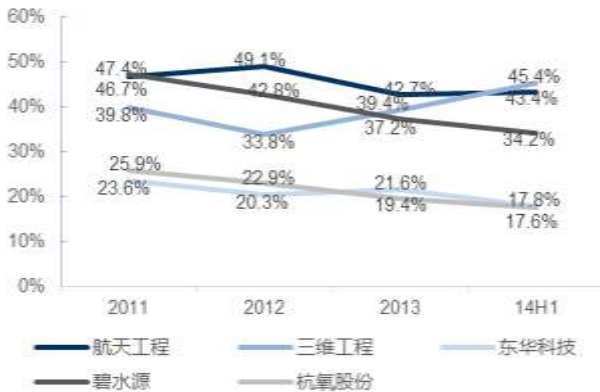


资料来源：Wind、申万研究

4.2 盈利能力：ROIC 和 ROE 领先同类可比公司

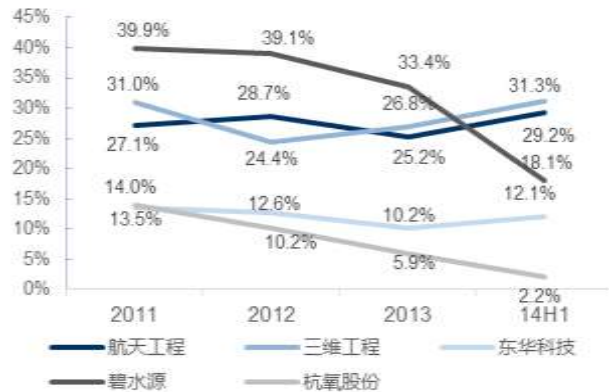
2011~2013 年及 14 年上半年，公司分别实现毛利率 46.7%、49.1%、42.7%和 45.4%，营业利润率分别为 27.1%、28.7%、25.2%和 29.2%。2014 年上半年公司毛利率和净利率仅低于三维工程（毛利率和净利率分别为 45.4%和 31.3%）。

图 19: 14H1 公司毛利率为 43.4%，仅低于三维工程（45.4%）



资料来源: Wind、申万研究

图 20: 14H1 公司净利率为 29.2%，仅低于三维工程（31.3%）



资料来源: Wind、申万研究

公司 ROIC 和 ROE 水平领先行业同类可比公司。2012 年和 2013 年，航天工程投入资本回报率(ROIC)分别为 24.7%和 26.2%，呈上升趋势，公司 2013 年 ROIC 大幅领先其他可比上市公司。此外，2012 和 2013 年公司净资产收益率（平均）也好于其他 4 家公司，2014 年上半年公司 ROE（平均）为 14.9%，较排名第二的三维工程高 8.5%。

图 21: 最近两年，航天工程 ROIC 呈上升趋势，公司 2013 年 ROIC 大幅领先其他可比上市公司



资料来源: Wind、申万研究

图 22: 2014 年上半年公司 ROE（平均）为 14.9%，较排名第二的三维工程高 8.5%



资料来源: Wind、申万研究

4.3 现金流量分析

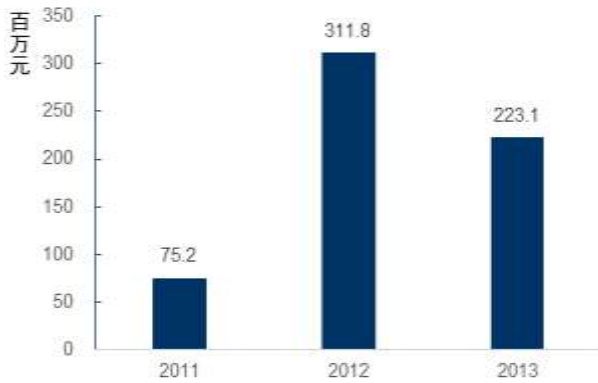
过去三年公司经营性净现金流均为正，13 年经营性净现金流占净利润比为同行业最高。2011~2013 年，公司分别实现经营性净现金流 0.75 亿元、3.12 亿元和 2.23 亿元，经营性净现金流占净利润比分别为 50%、161%和 98%，分别位列同类可比公司（共 5 家公司）的第四、第一和第二。

图 23: 2011~2013 年，公司分别实现经营性净现金

图 24: 最近三年，公司经营性净现金流占净利润

流 0.75 亿元、3.12 亿元和 2.23 亿元

比分别位列同类可比公司的第四、第一和第二



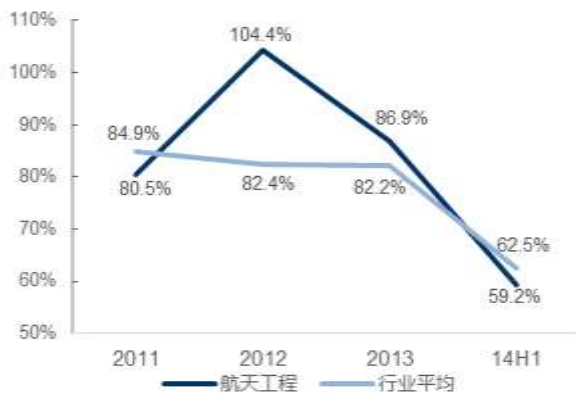
资料来源：Wind、申万研究



资料来源：Wind、申万研究

2013 年公司收现比和付现比均好于行业平均。2013 年公司收现比为 86.9%，较行业平均高 4.7 个百分点，付现比仅为 51.7%，大幅低于行业平均（80.1%）。

图 25：2013 年公司收现比为 86.9%，较行业平均高 4.7 个百分点



资料来源：Wind、申万研究

图 26：2013 年公司付现比仅为 51.7%，大幅低于行业平均（80.1%）



资料来源：Wind、申万研究

5. 募投项目

公司本次拟募集资金 9.80 亿元，主要用于补充营运资金（5.29 亿元）、航天煤气化装备产业化基地二期建设（2.06 亿元）和兰州航天煤化工设计研发中心建设（1.75 亿元）。

表 7：公司募投项目

| 序号 | 项目名称 | 募集资金拟使用额（万元） |
|----|----------------------------|--------------|
| 1 | 航天煤气化装备产业化基地二期建设项目 | 20,570.73 |
| 2 | 兰州航天煤化工设计研发中心建设项目 | 17,518.00 |
| 3 | 企业信息化建设项目 | 4,069.40 |
| 4 | 日处理煤量 2500 吨级航天煤粉气化炉技术研制项目 | 3,025.00 |
| 5 | 补充公司营运资金 | 52,851.47 |

合计

98,034.60

资料来源：申万研究

6. 盈利预测

预计公司合理股价区间为 26.7 元~29.1 元；考虑可比公司 2015 年估值区间，结合公司自身竞争力，我们给予航天工程 15 年 23-25 倍预测市盈率，假设发行后总股本 4.12 亿股，对应 14~16 年 EPS 分别为 0.67 元、0.81 元和 1.02 元，对应合理股价区间为[26.7, 29.1]。

表 8：预计公司 14 和 15 年 EPS 分别为 0.67 元/0.81 元（假设公司发行后总股本 4.12 亿股）

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 一、营业收入 | 604 | 764 | 1,044 | 1,254 | 1,516 | 1,891 |
| 二、营业总成本 | 440 | 545 | 782 | 936 | 1,128 | 1,408 |
| 其中：营业成本 | 322 | 389 | 598 | 718 | 882 | 1,102 |
| 营业税金及附加 | 6 | 9 | 9 | 11 | 13 | 17 |
| 销售费用 | 8 | 12 | 16 | 19 | 23 | 29 |
| 管理费用 | 102 | 131 | 154 | 184 | 220 | 268 |
| 财务费用 | 0 | 2 | (4) | (4) | (19) | (22) |
| 资产减值损失 | 1 | 2 | 8 | 8 | 8 | 14 |
| 加：公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 三、营业利润 | 164 | 219 | 263 | 318 | 388 | 483 |
| 加：营业外收入 | 17 | 14 | 4 | 3 | 3 | 6 |
| 减：营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 四、利润总额 | 181 | 232 | 267 | 320 | 391 | 489 |
| 减：所得税 | 32 | 38 | 38 | 46 | 56 | 70 |
| 五、净利润 | 149 | 194 | 228 | 274 | 335 | 418 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 149 | 194 | 228 | 274 | 335 | 418 |
| 六、基本每股收益 | 0.46 | 0.59 | 0.69 | 0.66 | 0.81 | 1.01 |
| 全面摊薄每股收益 | 0.36 | 0.47 | 0.55 | 0.67 | 0.81 | 1.02 |

资料来源：申万研究

表 9：合并现金流量表

| 百万元 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 194 | 228 | 274 | 335 | 418 |
| 加：折旧摊销减值 | 29 | 39 | 35 | 36 | 42 |
| 财务费用 | 5 | 2 | (4) | (19) | (22) |
| 非经营损失 | (3) | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 营运资本变动 | 86 | (46) | (42) | 28 | 130 |
| 其它 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| | | | | | |
|---------|-------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 312 | 223 | 263 | 380 | 568 |
| 资本开支 | 91 | 87 | 100 | 100 | 100 |
| 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (86) | (82) | (100) | (100) | (100) |
| 吸收投资 | 0 | 0 | 1,030 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | (100) | (50) | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | 76 | 42 | (4) | (19) | (22) |
| 其它融资现金流 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | (175) | (92) | 1,035 | 19 | 22 |
| 净现金流 | 51 | 49 | 1,197 | 298 | 490 |

资料来源:申万研究

表 10: 合并资产负债表

| 百万元 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1,054 | 1,485 | 2,936 | 3,499 | 4,249 |
| 现金及等价物 | 355 | 454 | 1,651 | 1,950 | 2,440 |
| 应收款项 | 555 | 789 | 995 | 1,193 | 1,364 |
| 存货净额 | 144 | 242 | 290 | 356 | 445 |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 448 | 504 | 577 | 650 | 722 |
| 无形资产及其他资产 | 119 | 119 | 119 | 119 | 119 |
| 资产总计 | 1,621 | 2,108 | 3,632 | 4,268 | 5,090 |
| 流动负债 | 813 | 1,107 | 1,327 | 1,628 | 2,032 |
| 短期借款 | 50 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 754 | 1,099 | 1,319 | 1,620 | 2,024 |
| 其它流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债 | 70 | 73 | 73 | 73 | 73 |
| 负债合计 | 883 | 1,180 | 1,400 | 1,700 | 2,104 |
| 股本 | 330 | 330 | 412 | 412 | 412 |
| 资本公积 | 158 | 158 | 1,106 | 1,106 | 1,106 |
| 盈余公积 | 31 | 55 | 83 | 118 | 161 |
| 未分配利润 | 219 | 384 | 630 | 930 | 1,305 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 738 | 928 | 2,232 | 2,566 | 2,985 |
| 负债和股东权益合计 | 1,621 | 2,108 | 3,631 | 4,267 | 5,089 |

资料来源:申万研究

7. 核心风险提示

1) **国家产业政策变动:** 2006年以前,我国各地煤化工处于无序发展阶段,导致部分产品的产能出现过剩。国家于2006年7月起陆续出台政策,对煤化工行业的健

康发展进行规范，尽管从长期看，煤化工仍是我国能源战略的重要发展方向，但短期政策上的限制可能导致部分项目的推迟或暂停，影响公司项目承接。

2) 市场竞争风险：虽然公司在现代煤化工领域技术优势突出，在国内具有较高的品牌认知度和市场占有率，但海外竞争对手荷兰壳牌、德国西门子均在谋求自身发展，调整竞争战略。同时，煤化工工程行业整体利润水平较高，未来或有新的竞争对手出现，加剧行业竞争。

3) 技术风险：公司处于技术密集型行业，技术上的优势是公司在行业内的核心竞争力。随着近几年国外竞争对手陆续进入国内市场，对于人才的竞争开始加剧，存在人才流失和核心技术失密的风险。此外，煤化工相关技术的研发和创新周期较长，受各种不确定因素影响，创新的滞后将对公司未来的发展产生不利影响。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。