

# 恒力股份 (600346)

## 涤纶长丝高端化, PTA+炼化弹性大 买入 (维持)

2017年12月15日

### 事件

公司发布公告, 发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得中国证监会核准。

### 投资要点

■ **涤纶长丝产品高端, 盈利能力强:** 公司在民用长丝市场策略上走的是与众不同的道路, 并不一味追求产能, 而是不断提高产品新品率、差异化率。产品以细旦超细旦 FDY 为主, 定位高端, 盈利能力强。高端定位不但使公司拥有比同行更高的毛利率, 而且由于投资金额大、研发成本高, 不容易被复制, 有效抵御了周期波动带来的风险。

■ **全球单体产能最大的 PTA 工厂:** 恒力石化(大连)有限公司是本次拟注入的恒力投资核心资产, 拥有 PTA 产能 660 万吨, 是全球单体产能最大的 PTA 工厂。PTA 今年以来呈复苏态势, 复产产能也基本被需求增长所消化, “禁废令”催生额外需求增量, 但因长期过剩和原料无保障, PTA 环节投资仍然谨慎, 今后两年实际产能投放有限, 我们对未来 PTA 环节盈利较为乐观。PTA 行业集中度很高, 公司销量接近市场的 20%, 占据显著优势, 价格上涨业绩弹性大。

■ **民营炼化弹性最大标的:** 恒力炼化是“长兴岛 2,000 万吨/年炼化一体化项目”的实施主体, 重组完成后, 公司将拥有恒力炼化 100% 股权, 是现阶段民营炼化标的中权益炼油产能最大的标的。恒力炼化采用全加氢路线, 将渣油尽可能地转化为化工原料以及油品, 随着油价的逐步上涨, 这种路线的竞争力将逐步增强。虽然正在建设的恒力炼化 2,000 万吨炼化一体化项目未包含乙烯及下游装置, 但应该注意到, 恒力炼化项目的轻烃资源优质且丰富, 进军烯烃领域有必然性。事实上, 恒力炼化已规划乙烯项目, 目前正在环评之中。东北煤炭消费相对宽松, 公用工程成本低, 是恒力炼化相对于华东项目的一大优势。公司预计项目建成后能实现营收 916 亿元, 利润 129 亿元, 此外还有税收优惠以及 PTA-PX 一体化带来的零运费零损耗优势, 预期经济效益出色。项目已开始全面安装建设, 是目前七大石化基地新建项目中进度最快的, 有望率先建成投产。

### 投资建议

暂不考虑重组, 预计公司 17-19 年净利润为 16.01、19.04 和 21.30 亿元, EPS 为 0.57、0.67 和 0.75 元, PE 为 21X、17X 和 16X, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 油价大幅波动、项目建设进度不及预期。

盈利预测与估值	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	19,240	23,457	25,108	26,815
同比(%)	4.0%	21.9%	7.0%	6.8%
净利润(百万元)	1,180	1,601	1,904	2,130
同比(%)	91.6%	35.7%	18.9%	11.9%
每股收益(元/股)	0.42	0.57	0.67	0.75
P/E	28.19	20.77	17.47	15.62

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

证券分析师 沈晓源

执业证号: S0600517030002

021-60199761

shenxy@dwzq.com.cn

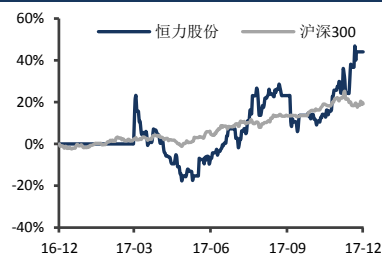
证券分析师 柴沁虎

执业证号: S0600517110006

010-66573567

chaiqh@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	11.77
一年最低/最高价	6.58/12.15
市净率(倍)	5.09
流通市值(百万元)	10,820.86

### 基础数据

每股净资产(元)	2.3137
资产负债率(%)	66.64
总股本(百万股)	2,825.69
流通股(百万股)	919.36

### 相关研究

- 1.恒力股份(600346)公司点评: Q3 创单季新高, 重组继续推进-20171030
- 2.恒力股份(600346)公司点评: 半年报符合预期, 三季度值得期待-20170801
- 3.恒力股份(600346)公司点评: 拟推首期员工持股和集团增持计划, 民营炼化龙头信心满满-20170616
- 4.恒力股份深度报告: 拟注入石化资产, 炼化一体化项目值得期待-20170413

## 目 录

<b>1. 涤纶长丝产品高端，盈利能力强</b> .....	<b>3</b>
<b>1.1. 细旦超细旦 FDY 为主，定位高端</b> .....	<b>3</b>
<b>1.2. 重视新品研发，产品盈利能力强</b> .....	<b>3</b>
<b>2. 全球单体产能最大的 PTA 工厂</b> .....	<b>4</b>
<b>3. 民营炼化弹性最大标的</b> .....	<b>5</b>
<b>3.1. 辽宁 2017 一号工程</b> .....	<b>5</b>
<b>3.2. 全加氢工艺路线，轻油收率高</b> .....	<b>6</b>
<b>3.3. 全球最大的芳烃产能</b> .....	<b>7</b>
<b>3.4. 预期经济效益出色</b> .....	<b>7</b>
<b>3.5. 乙烯项目落地有助于轻烃综合利用，进一步项目竞争力</b> .....	<b>7</b>
<b>3.6. 东北煤炭消费相对宽松，公用工程具备成本优势</b> .....	<b>8</b>
<b>4. 投资建议</b> .....	<b>9</b>
<b>5. 风险提示：</b> .....	<b>9</b>
<b>公司财务报表数据预测汇总</b> .....	<b>10</b>

## 图表目录

图表 1： 公司民用长丝产品以 FDY 为主.....	3
图表 2： 公司产品细旦化.....	3
图表 3： 民用长丝新品销量占比和毛利率逐年提高.....	4
图表 4： PTA 厂区绿化总面积 37 万平方米.....	4
图表 5： PTA 厂区绿地率 16% .....	4
图表 6： 2018 年以后 PTA 产能投放预测.....	4
图表 7： PTA 行业集中度高 .....	5
图表 8： 炼化一体化项目主体工程一览.....	5
图表 9： 恒力炼化总工艺流程图.....	6
图表 10： 恒力炼化一体化项目原料与产品外销量 .....	7
图表 11： 恒力股份 PE band .....	9
图表 12： 恒力股份 PB band .....	9

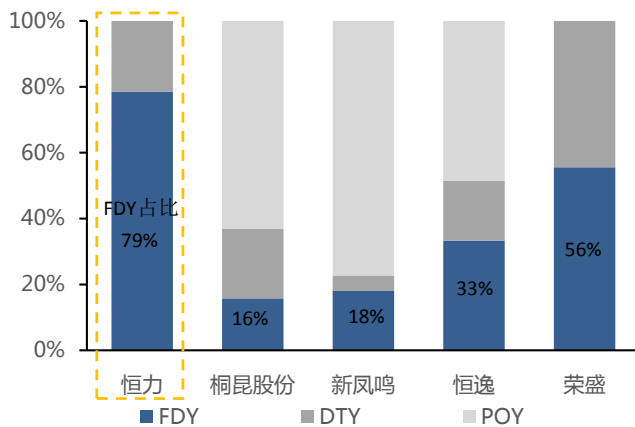
## 1. 涤纶长丝产品高端，盈利能力强

### 1.1. 细旦超细旦 FDY 为主，定位高端

公司拥有涤纶民用长丝产能 140 万吨，民用丝产能排名处于全国前五，其中 FDY 110 万吨，DTY 30 万吨。与大多数同行不同的是，公司民用丝产品结构以 FDY 为主，占比高达 79%，国内 FDY 产能约 1100 万吨，公司市占率 10% 以上，位列全国第一，而行业最大两家产能 FDY 所占比例不到 20%，公司与同行存在明显产品结构差异。

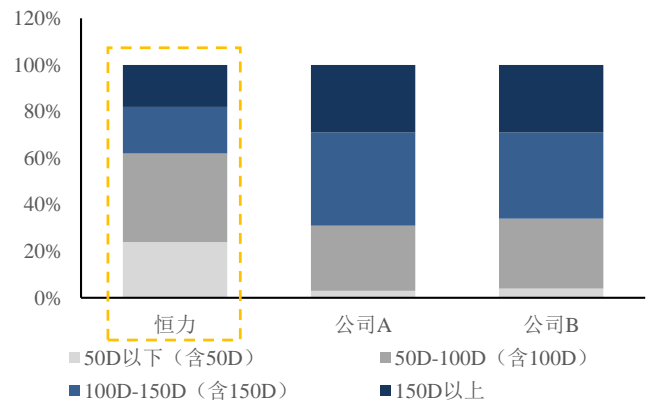
公司产品细旦化，以 20D-100D 为主流规格，目前国内 10D 以下 FDY 只有恒力能够生产，最细的产品能做到 7D。2017 年上半年公司 FDY 和 DTY 平均售价较市场常规品种分别高出 1,000 和 2,000 元/吨以上，盈利能力强。横向对比来看，公司 100D 以下 FDY 产品占比达到 62%，而同行这一比例一般不到 40%。

图表1：公司民用长丝产品以 FDY 为主



资料来源：中纤网，东吴证券研究所

图表2：公司产品细旦化



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

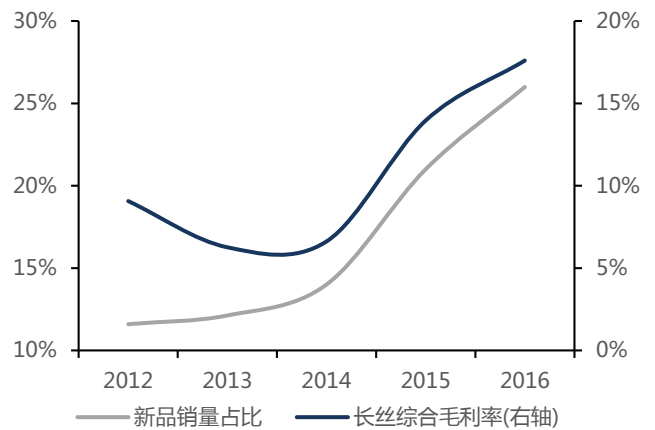
### 1.2. 重视新品研发，产品盈利能力强

公司在民用长丝市场策略上走的是与众不同的道路，并不一味追求产能，而是不断提高产品新品率、差别化率，对市场需求做出最为快速的反应。集团公司拥有完备的下游织造，更贴近市场，自主研发能力在行业中处于领先地位。公司还与优衣库国际大品牌合作，在联合开发、品牌授权、质量控制等领域开展合作。

公司不断推出的引领行业发展的民用丝新产品，新品率逐年提高，市场新品需求旺盛，盈利水平远高于普通产品，公司 50% 左右的利润贡献来源于梯队发展的近 30% 新产品。从 2012 年到 2016 年，民用长丝新品销量占比从 10% 上升至 27%，而综合毛利率从 9.1% 上升至 17.6%。

产品定位高端使公司拥有比同行更高的毛利率，又由于高端产品投资大、研发成本高，不容易被复制，也有效抵御了周期波动带来的风险。

图表3：民用长丝新品销量占比和毛利率逐年提高



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 全球单体产能最大的 PTA 工厂

恒力石化（大连）有限公司是本次拟注入的恒力投资核心资产，拥有 PTA 产能 660 万吨，是全球单体产能最大的 PTA 工厂，国内第二大 PTA 生产商。恒力石化(大连)成立于 2010 年 4 月，注册资本 58.90 亿元，工厂占地面积 4860 亩，现有员工 2120 名。工厂共有 3 条 220 万吨 PTA 生产线，分别于 2012、2014、2015 年投产。恒力石化 PTA 工厂以安全、绿色、环保、生态为发展准则，拥有先进的残渣回收系统、高效的水资源利用系统、清洁的废气净化排放系统，被誉为“花园式工厂”。

图表4：PTA 厂区绿化总面积 37 万平方米



资料来源：公司资料，东吴证券研究所

图表5：PTA 厂区绿地率 16%



资料来源：公司资料，东吴证券研究所

PTA 今年以来呈复苏态势，复产产能也基本被需求增长所消化，“禁废令”催生额外需求增量，但因长期过剩和原料无保障，PTA 环节投资仍然谨慎，今后两年实际产能投放有限，我们对未来 PTA 环节盈利相对乐观。

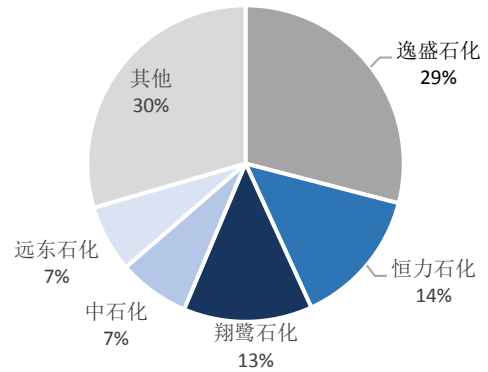
图表6：2018 年以后 PTA 产能投放预测

项目	产能	预计投产时间	说明
中泰集团	120	2018	分两期，乌石化 PX
新风鸣	200	2019	计划年底开工
中金石化	300	2019	环评中，未建，中金石化 PX

资料来源：中纤网，东吴证券研究所

PTA 行业集中度很高，前三大企业产能占比（CR3）达 56%，前五大（中石化含子公司）产能占比（CR5）高达 70%，形成寡头格局。恒力石化是国内第二大 PTA 生厂商，销量接近市场的 20%，占据显著优势。公司权益产能行业最大，PTA 上涨业绩弹性大。

图表7：PTA 行业集中度高



资料来源：中纤网，东吴证券研究所

### 3. 民营炼化弹性最大标的

恒力炼化是“长兴岛 2,000 万吨/年炼化一体化项目”的实施主体，完成重组后，公司将拥有恒力炼化 100% 股权，是现阶段民营炼化标的中权益炼油产能最大的标的。

#### 3.1. 辽宁 2017 一号工程

恒力炼化是东北振兴大环境下重点推进的工程，受到政府上下全力支持。项目位于大连长兴岛北岸、恒力石化(大连)PTA 项目东侧，项目占地 645 公顷，总投资 562 亿元，年运行时间 8400 小时，定员 1760 人。

项目原油加工能力为 2000 万吨/年，芳烃联合装置公称规模为 450 万吨/年（以对二甲苯产量计），加工原油为沙重、沙中、马林原油，比例 6:3:1，API 27.62，采用全加氢工艺路线，加氢规模为 2300 万吨/年。

项目主体工程如下表所示，除芳烃联合装置外，还包括两套常压蒸馏装置、煤油加氢精制装置、柴油加氢裂化装置、重油加氢裂化装置等。项目以“高起点、高标准、严要求”为建设总体要求原则，采用 Chevron、Lummus（鲁姆斯）、GTC、Grace、Topsoe、Axens 等国际先进的工艺包技术，使用世界领先的专业水处理工程公司法国 Degremont 的环保污水处理技术，全力打造绿色、生态、环保的世界级炼化一体化工厂。

图表8：炼化一体化项目主体工程一览

工程名称	设计规模	技术来源
1#常减压蒸馏装置	1000 万吨/年	国内
2#常减压蒸馏装置	1000 万吨/年	国内
轻烃回收装置	450 万吨/年，含液化石油气分离	国内
煤油加氢精制装置	200 万吨/年	中石化
柴油加氢裂化装置	600 万吨/年	Axens
重油加氢裂化装置	1150 万吨/年，含 750 万吨蜡油加氢裂化、600 万吨沸腾床渣油加氢裂化，140 万吨溶剂脱沥青	Axens H-Oil
润滑油异构脱蜡装置	60 万吨/年	CLG+中石化
芳烃联合装置	450 万吨/年，含石脑油加氢	Axens+ GTC+中石化

异构化装置	50 万吨/年	GTC
C3/C4 混合脱氢装置	100 万吨/年	Lummus
聚丙烯装置	43 万吨/年	INEOS
MTBE 装置	82 万吨/年	Axens
PSA 氢气提浓装置	73 万标准立方米/时	国内
煤制氢联产醋酸装置	50 万标准立方米/时, 含空分	Linde+国内

资料来源：恒力炼化环评，东吴证券研究所

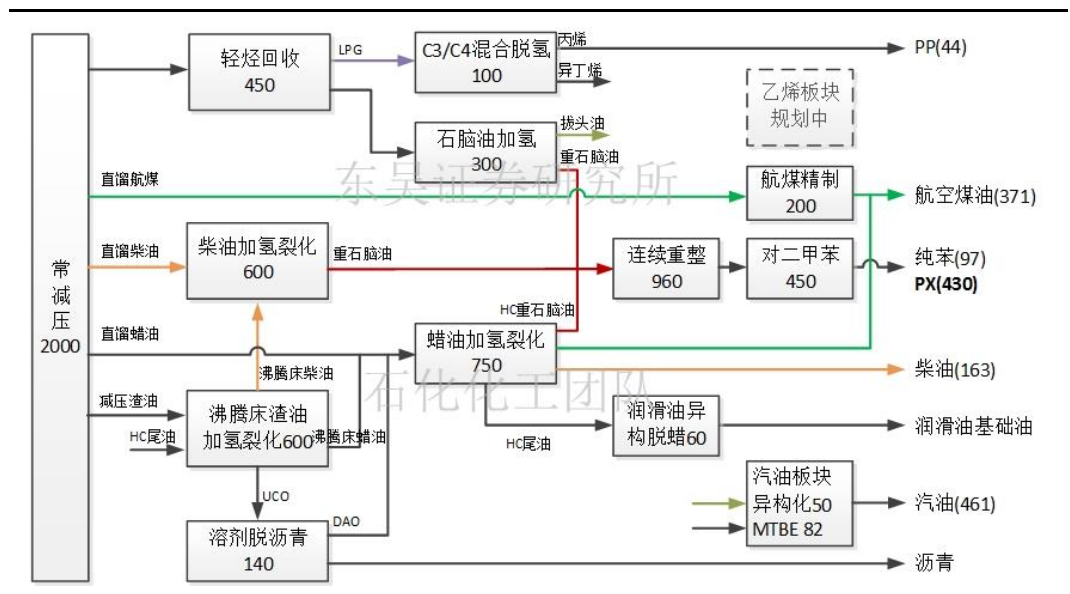
### 3.2. 全加氢工艺路线，轻油收率高

恒力炼化原油加工能力 2000 万吨/年，原料按沙重、沙轻、马林原油比例 6:3:1 设计，沙重和马林分别是典型高硫和含酸原油，混合原油 API27.62，油质较重。常减压分两系列，1#常减压 640 万吨沙重、360 万吨沙中按高硫系列考虑，2#常减压 560 万吨沙重、240 万吨沙中、200 万吨马林按高硫含酸考虑。减压渣油镍钒含量较高，去沸腾床可加工高镍钒含量渣油，提高原油适应性。

恒力炼化渣油走全加氢路线，采用沸腾床渣油加氢裂化(Axens H-Oil 工艺)+溶剂脱沥青组合工艺，将渣油尽可能地转化为化工原料以及油品，减少沥青或焦炭产量，最大限度生产芳烃。随着油价的逐步上涨，将高硫重质原油尽可能多地加工成附加值高的轻质油，这种路线的竞争力将逐步增强。

全厂核心加工流程为：直馏柴油和沸腾床柴油去柴油加氢裂化，直馏蜡油一路去蜡油加氢裂化 I，剩余部分和沸腾床蜡油、脱沥青油去蜡油加氢裂化 II，减压渣油去沸腾床渣油加氢裂化，沸腾床未转化油去溶剂脱沥青，HC 尾油 I 去润滑油异构脱蜡，HC 尾油 II 去沸腾床。详见恒力炼化总工艺流程图。

图表9：恒力炼化总工艺流程图



资料来源：恒力炼化环评，东吴证券研究所

与常规炼厂做法不同，恒力炼化将沸腾床的未转化油作为溶剂脱沥青原料，而不是通常认为的渣油分两路一路去沸腾床一路去溶剂脱沥青，该组合方案将渣油转化率从 80% 提高至 90%，最大程度获取石脑油和可提供给加氢裂化装置的柴油、蜡油。

### 3.3. 全球最大的芳烃产能

传统炼油工艺重石脑油收率仅为 13%，而恒力炼化通过柴油加氢裂化将重石脑油收率大幅提高至 45%。芳烃联合装置包括 3 套 320 万吨连续重整、3 套 110 万吨芳烃抽提和 3 套 150 万吨对二甲苯装置。重整原料来自直馏石脑油加氢、柴油加氢裂化和蜡油加氢裂化重石脑油，此外少量外购作为补充。对二甲苯吸附分离采用 AXENS ELUXYL 工艺，相比 UOP，在单系列处理能力上有一定优势。恒力芳烃年产 434 万吨 PX，97 万吨纯苯，产品方案符合 PX 产出最大化目标，建成后将是全球范围内 PX 产能最大的芳烃工厂。

图表10：恒力炼化一体化项目原料与产品外售量

项目	数量(万吨)
原料	
沙重	1200
沙中	600
马林	200
原料煤	260
石脑油	54
天然气	23
产品	
对二甲苯	434
纯苯	97
化工轻油	163
95#国 V 汽油	255
92#国 V 汽油	206
国 V 柴油	161
航空煤油	371
商品液化气	65
聚丙烯	44
润滑油基础油	54
醋酸	35
重芳烃	13
硫磺	52

资料来源：恒力炼化环评，东吴证券研究所

### 3.4. 预期经济效益出色

公司根据 2016 年四季度平均价测算，预计项目能实现营收 916 亿元，利润 129 亿元，项目内部收益率 24.85%，折合单位原油净利润 645 元，吨原油加工成本 506 元，如考虑地方政府的税收返还政策和 PTA-PX 一体化带来的零运费、零损耗，盈利能力将更加出色，预期经济效益显著。项目已开始全面安装建设，是目前七大石化基地新建项目中进度最快的，有望率先建成投产。

### 3.5. 乙烯项目落地有助于轻烃综合利用，进一步项目竞争力

虽然正在建设的恒力炼化 2,000 万吨炼化一体化项目虽未包含乙烯及下游装置，但应该注意到，恒力炼化项目的轻烃资源优质且丰富，进军烯烃领域有必然性。干气回收分离后的富乙烷气、正丁烷，戊烷油和加氢裂化石脑油中的正构烷烃、抽余油、拔头油都是良好的乙烯裂解原料，作为燃料气烧掉、或者以 LPG 和化工轻油形式外售无法做到物尽其用。若未来乙烯项目落地，使轻烃得到综合利用，将大幅提高产品附加值和项目盈利能力，同时压缩汽油规模减小成品油销售压力。事实上，恒力炼化已规划乙烯项目，恒力石化（大连）化工有限公司 150 万吨/年乙烯工程正在环评之中，总投资 291.7 亿元，建设内容包括 150 万吨蒸汽裂解制乙烯装置及下游共 13 套化工装置（包括聚苯乙烯、SBS 及 SSBR 等）。我们看好公司未来通过炼化一体化项目切入烯烃领域，促进国内相关产业的转型升级。

### 3.6. 东北煤炭消费相对宽松，公用工程具备成本优势

**动力中心。**恒力炼化动力站配备 6 座 670t/h 高压燃煤蒸汽锅炉，8 台 50MW 抽背式汽轮机组。全厂蒸汽负荷夏季 2736t/h、冬季 2816t/h，电力总负荷 653.7MW，自供 400MW，其余部分外购。从电力配套上看，机组较大，具备自发电成本优势。

**氢气平衡。**恒力炼化重油走全加氢加工路线，沸腾床渣油加氢裂化装置和蜡油加氢裂化装置耗氢量大，需要额外制氢量约 24.8 万吨。虽然氢耗较大，但项目采用煤制氢法制氢，成本较为低廉，同时联产甲醇和醋酸，分别作为 MTBE 装置原料和恒力石化 PTA 装置溶剂，进一步降低成本。

**燃料气平衡。**全厂燃料气不足，需外购约 23 万吨天然气作为补充燃料气。但我们认为东北地区煤消费较为宽松，未来项目上更多气化装置来弥补燃料气的不足是大概率事件。

全厂煤制氢联产醋酸装置耗煤 260 万吨/年，燃煤锅炉耗煤 314 万吨/年，全厂煤炭总消费量 574 万吨/年。相对于华东地区项目，东北地区燃煤指标较为宽裕，环境容忍度也较高，是恒力炼化的一大优势。

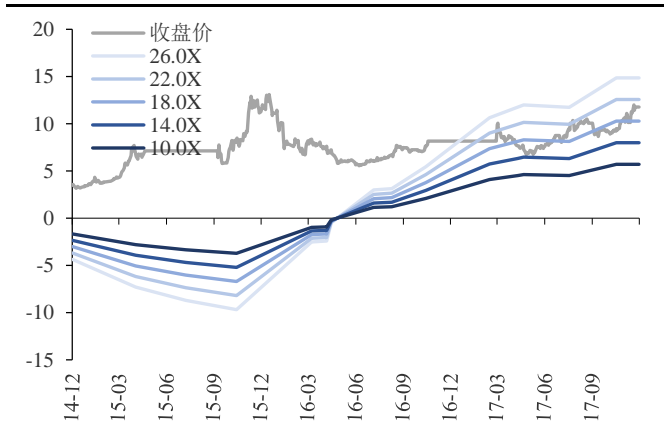


#### 4. 投资建议

暂不考虑重组,预计公司 17-19 年净利润为 16.01、19.04 和 21.30 亿元, EPS 为 0.57、0.67 和 0.75 元, PE 为 21X、17X 和 16X, 维持“买入”评级

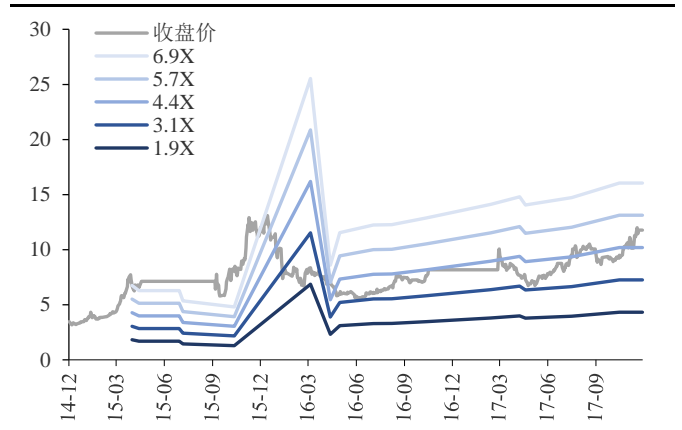
完成本次重组后,公司将实现集团化工、石化板块资产的整体上市,完成产业链一体化深度整合。配套融资项目恒力炼化是目前七大石化基地新建项目中进度最快的项目,有望率先建成投产,获得不菲的经济效益。我们看好公司长期发展,维持“买入”评级。

图表11: 恒力股份 PE band



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表12: 恒力股份 PB band



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 5. 风险提示:

**油价大幅波动。**公司处周期行业,涤纶长丝、PTA 等产品盈利受原油价格影响较大。

**项目建设进度不及预期。**炼化项目投资大,工程量大,建设期长,存在项目建设和投产不及预期的风险。

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>8,692</b>	<b>12,252</b>	<b>13,866</b>	<b>17,027</b>	<b>营业收入</b>	<b>19,240</b>	<b>23,457</b>	<b>25,108</b>	<b>26,815</b>
现金	2,564	6,962	8,521	11,477	减:营业成本	16,650	20,100	21,211	22,612
应收款项	66	80	85	90	营业税金及附加	125	141	151	161
存货	1,819	2,700	2,650	2,750	营业费用	193	235	276	295
其他流动资产	4,243	2,510	2,610	2,710	管理费用	525	704	778	831
<b>非流动资产</b>	<b>11,007</b>	<b>11,013</b>	<b>10,871</b>	<b>10,692</b>	财务费用	488	454	502	450
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-3	0	0	0
固定资产	9,959	9,554	9,322	9,103	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	214	364	464	514	其他收益	-0	0	0	-0
无形资产	720	1,050	1,040	1,030	<b>营业利润</b>	<b>1,262</b>	<b>1,824</b>	<b>2,189</b>	<b>2,466</b>
其他非流动资产	114	45	45	45	加:营业外净收支	136	129	132	131
<b>资产总计</b>	<b>19,699</b>	<b>23,265</b>	<b>24,736</b>	<b>27,718</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,398</b>	<b>1,953</b>	<b>2,322</b>	<b>2,598</b>
<b>流动负债</b>	<b>11,785</b>	<b>13,718</b>	<b>13,027</b>	<b>13,588</b>	减:所得税费用	253	351	418	468
短期借款	5,299	6,342	5,459	5,874	少数股东损益	-34	0	0	0
应付账款	495	1,627	1,479	1,586	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,180</b>	<b>1,601</b>	<b>1,904</b>	<b>2,130</b>
其他流动负债	5,991	5,749	6,089	6,128	EBIT	1,750	2,278	2,692	2,916
<b>非流动负债</b>	<b>1,879</b>	<b>2,335</b>	<b>2,594</b>	<b>2,884</b>	EBITDA	2,817	2,982	3,434	3,695
长期借款	690	890	992	1,090					
其他非流动负债	1,189	1,445	1,602	1,794	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>13,664</b>	<b>16,053</b>	<b>15,621</b>	<b>16,472</b>	每股收益(元)	0.42	0.57	0.67	0.75
少数股东权益	175	175	175	176	每股净资产(元)	2.07	2.49	3.16	3.92
归属母公司股东权益	5,860	7,037	8,941	11,070	发行在外股份(百万股)	2,826	2,826	2,826	2,826
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19,699</b>	<b>23,265</b>	<b>24,736</b>	<b>27,718</b>	ROIC(%)	12.6%	19.2%	23.1%	25.1%
					ROE(%)	20.1%	22.8%	21.3%	19.2%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	13.5%	14.3%	15.5%	15.7%
经营活动现金流	730	4,742	3,342	3,393	EBIT Margin(%)	9.1%	9.7%	10.7%	10.9%
投资活动现金流	-315	-679	-600	-600	销售净利率(%)	6.1%	6.8%	7.6%	7.9%
筹资活动现金流	-1,523	335	-1,183	163	资产负债率(%)	69.4%	69.0%	63.1%	59.4%
现金净增加额	-1,141	4,398	1,558	2,956	收入增长率(%)	4.0%	21.9%	7.0%	6.8%
折旧和摊销	1,067	705	742	779	净利润增长率(%)	91.6%	35.7%	18.9%	11.9%
资本开支	380	450	600	600	P/E	28.19	20.77	17.47	15.62
营运资本变动	-1,845	1,740	37	-159	P/B	5.68	4.73	3.72	3.00
企业自由现金流	-6,752	3,862	2,387	2,411	EV/EBITDA	13.34	12.60	10.95	10.17

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。



东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>