

全面看多玻纤，心中的花已开

玻纤行业报告

►Q2 内需恢复超预期，2020H2 预计国内外共振。Q2 国内经济恢复超市场预期，同时玻纤主要下游建筑、汽车、风电等表现均较为良好，带动玻纤行业库存去化，部分企业针对部分产品逐渐开始涨价，典型的顺周期行业。下半年内需仍将延续 Q2 的复苏趋势，而海外主要经济体将进一步加大经济刺激力度，从而内需+外贸有望共振，市场预期之花或已逐渐绽开。

►产能投放大幅放缓，供需重回平衡。2018 年行业超百万吨产能投入，企业盈利大幅下滑后扩产活动急剧收缩，2019 年名义粗纱新增产能仅 3 万吨，2020 年仅 33 万吨且实际发挥更低，2019-2020 年新增产能投放远低于市场预期，且展望未来 2 年仅 40 万吨产能投入，仅是未来 2 年需求的 1/2，供需或已经重回平衡；经过了这一轮猛烈下跌后，中小企业主投资被迫回归理性和谨慎，同时显示出龙头企业抗波动能力远强于中小企业。展望 2020H2 和 2021 年我们认为景气度中周期上行已开始。

►小企业普遍净现金亏损，涨价试探或卷土重来。2018H2 至今，重点企业无碱 tex2400 直接缠绕纱出厂价下跌 1300 元/吨，目前中小企业跌倒现金成本线，目前下跌的空间和概率很小而涨价概率增大。我们测算大部分企业 5、6 月都维持了 110% 的产销率，我们估算头部企业库存相比 4、5 月下降 10-15 天至 2 个月库存内，上月底西南部分企业针对部分产品提价 100 元/吨，下半年会有更多试探性涨价，明年有望全面形成景气度提升的格局。

►周期底部夯实，上行拐点逐渐来临。回顾 2012 年以来玻纤行业数轮周期，我们发现每轮周期持续时间为 1.5-2 年，目前此轮下行周期（2018H2 起）已持续 2 年左右，我们认为行业周期底部已经夯实，且上行拐点已经逐渐来临。

►投资建议。目前市场风格逐渐由成长切换至价值，玻纤今年涨幅在建材行业排名倒数，玻纤企业估值往往与周期呈现正相关关系，板块有望迎来业绩、估值双修复。推荐中国巨石，中材科技（建材&电新联合覆盖），长海股份产业受益。

【中国巨石】：玻纤纱全球龙头，下行周期依然维持 40% 国内份额且吨净利依然较高，结构升级和成本下降是核心壁垒。目前 PE/PB 为 20x 和 2.6x，估值偏低安全边际十足。考虑到即将进入 2021 年估值切换，股价上行空间仍然很大。

【中材科技】：旗下泰玻产能排名第二，产能置换后结构也升级，2020H1 业绩快报显示疫情下公司业绩依然同增 35%，风电、锂膜业务高景气，玻纤预计景气度疫情下依然超预期，我们认为估值显著低估。

【长海股份】：玻纤上下游一体化企业，周期底部扩产弹性最大，根据今年 6 月的投资公告，预计明年投产后上游原纱产能从目前的 15.5 万吨扩张 65%，在所有玻纤公司里面弹性最大。风险提示：需求不及预期、产能投放规模高于预期。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：戚舒扬

邮箱：qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话：0755-23948865

研究助理：郁暉

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

正文目录

1. Q2 内需恢复超预期，H2 出口与内需有望共振	3
1.1. Q2 内需恢复强劲，库存下降价格稳定	3
1.2. Q3 预计国内外共振	5
2. 供需平衡点及盈利拐点逐渐来临	7
2.1. 产能投放节奏明显放缓，冷修增加降低有效供给	7
2.2. 小企业普遍净现金亏损，涨价试探或卷土重来	9
3. 复盘：周期底部夯实，配置价值高	10
4. 投资建议：推荐中国巨石、中材科技，长海股份产业受益	12
5. 风险提示	14

图表目录

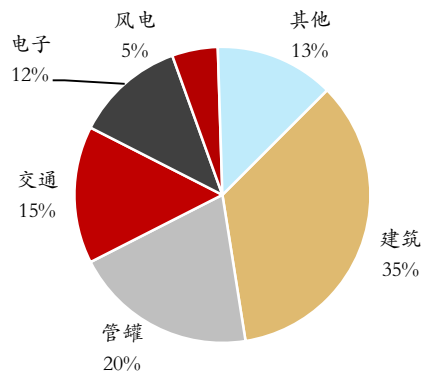
图 1 我国玻纤下游需求划分	3
图 2 工业增加值累计同比增速	4
图 3 工业增加值当月同比增速	4
图 4 基建投资增速	4
图 5 地产开发投资增速	4
图 6 中国汽车产量累计同比增速	5
图 7 重点企业无碱 2400tex 直接纱出厂价	5
图 8 全国 G75 电子纱平均出厂价格	5
图 9 发改委批复重点建设项目投资额	6
图 10 地方政府专项债 2020 年加速发行	6
图 11 弃风率显著下降	6
图 12 新增风电装机量 2019 年创近年高点	6
图 13 维斯塔斯新签订单维持高位	7
图 14 汽车库存目前处于中低位	7
图 15 汽车经销商库存近期去化良好	7
图 16 2012 年以来玻纤行业经历数轮周期	10
图 17 中国巨石 2013-2020 股价的 2 波大行情	11
图 18 玻纤板块重点公司盈利预测及估值	12
图 19 中国巨石年初以来涨幅位于建材板块倒数	13
图 20 中国巨石 PE-BAND (TTM)	13
图 21 中国巨石 PB-BAND	13
表 1 2019-2020 年国内预计粗纱新增产能较为有限	8
表 2 2020Q1 企业搬迁检修停产预计造成产量损失 11 万吨	8
表 3 主要产地中小企业无碱 2400tex 缠绕直接纱利润估算	10

1. Q2 内需恢复超预期，H2 出口与内需有望共振

随着 2020Q2 国内疫情有效控制和逐渐解封，国内经济显著恢复，二季度 GDP 增速 3.2%，环比提升 11.5%，在全球主要经济体中中国的经济恢复时间最早力度最大，超预期；作为工业添加剂的玻纤，需求与宏观经济密切相关，因此玻纤核心受益于经济恢复，典型的顺周期行业。

从微观上看，二季度出货恢复强劲，行业库存降低，价格稳中略有抬升迹象。我们认为 Q3 内需将延续 Q2 的恢复势头，而海外主要经济体如欧洲、美国、中东等有望逐渐恢复经济生产从而带动玻纤出口需求回暖，或成为景气度上行的催化剂。

图 1 我国玻纤下游需求划分



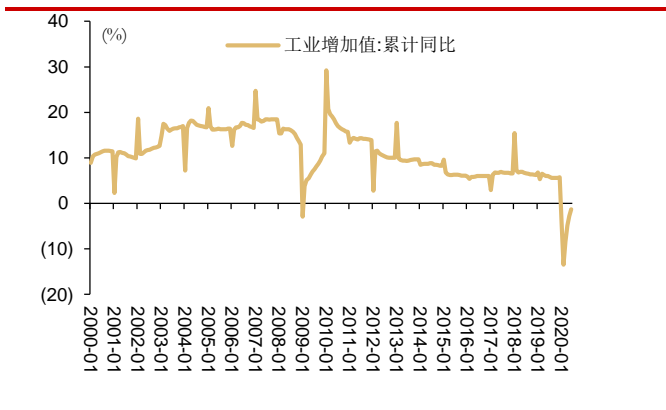
资料来源：中国玻纤复材协会，卓创资讯，华西证券研究所

1.1. Q2 内需恢复强劲，库存下降价格稳定

随着 Q2 国内逐渐解封，国内经济强势恢复，具体体现为：

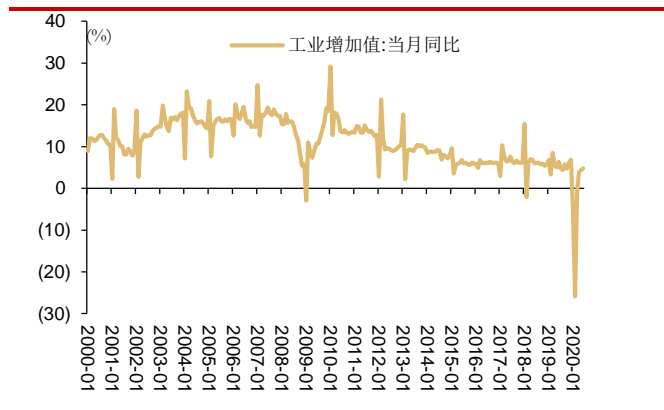
1) **宏观数据亮眼**：二季度国内 GDP 增速 3.2%，环比提升 11.5 个百分点，2020H1 工业增加值累计增速-1.3%，环比 Q1 提升 7.1 个百分点，其中 4-6 月单月同比增速分别为 3.9%/4.4%/4.8%，逐级上升。

图2 工业增加值累计同比增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

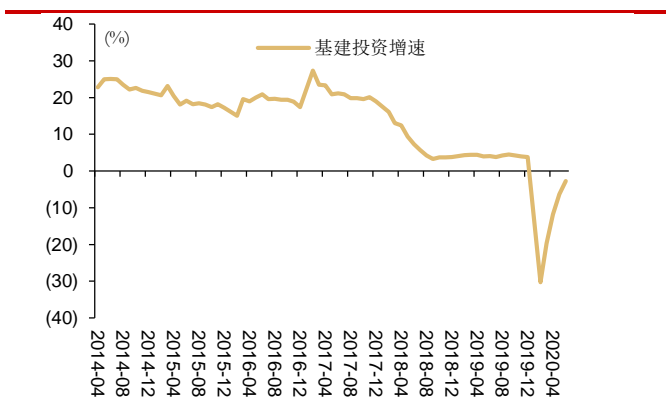
图3 工业增加值当月同比增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

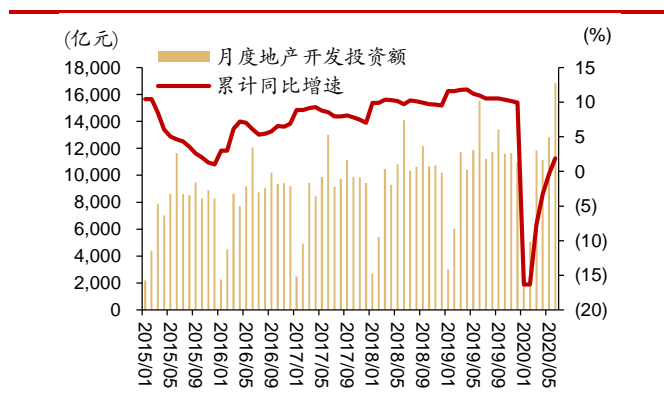
1) **建筑类需求保持强劲**: 1-6月房地产投资同比增长1.9%，增速较1-5月份提高2.2个百分点。1-6月施工面积分别较上月改善0.3、5.2和0.8个百分点。此外，1-6月基建投资（不含电力）同比下降2.7%，较上月收窄3.6个百分点，地产，基建数据均十分强劲，体现Q2赶工需求旺盛。

图4 基建投资增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

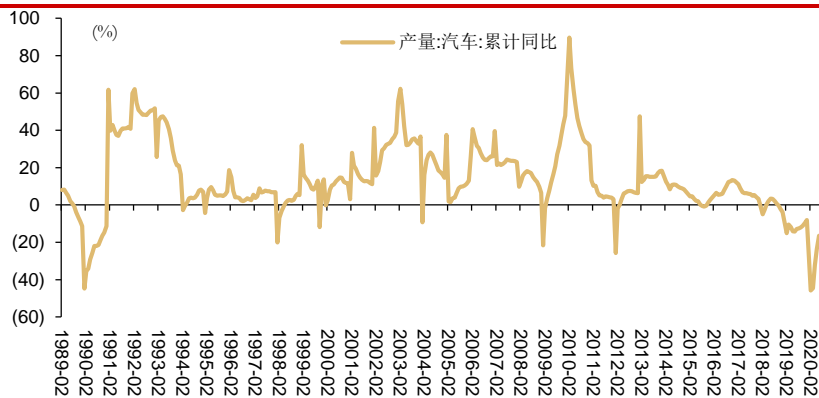
图5 地产开发投资增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2) **汽车产业链迅速回暖，海外汽车厂也迎来复工潮**: 2020H1汽车产量降幅缩窄至16.5%，降幅环比Q1大幅缩窄28.1个百分点，对应Q2单季度产量649.8万辆，同比增长11.4%。此外根据盖世汽车的统计，海外汽车厂4月、5月、6月迎来复工潮，第三季度的玻纤纱需求有望环比大幅度增加；

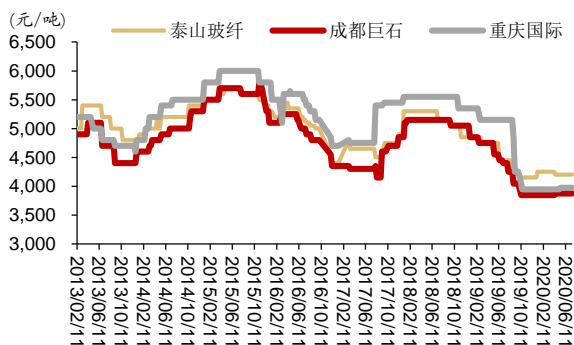
图6 中国汽车产量累计同比增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

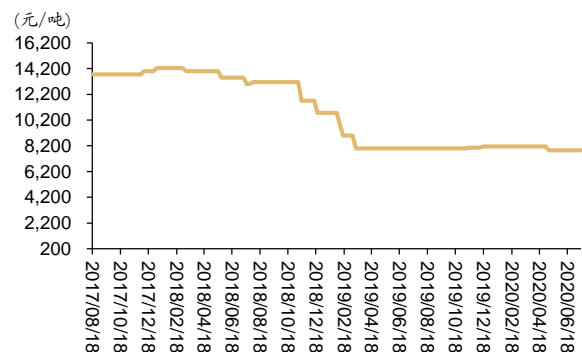
由于宏观经济和主要下游恢复强劲, Q2 玻纤内需明显回暖。根据卓创数据, Q2 玻纤企业出货良好, 库存持续小幅下降(估算头部企业库存相比 4,5 月下降 10-15 天), 主流市场价格稳定(无碱 2400tex 直接缠绕纱出厂价格维持 4000-4100 元/吨左右), 此外西南部分企业针对部分产品提价 100 元/吨。

图7 重点企业无碱 2400tex 直接纱出厂价



资料来源: 卓创, 华西证券研究所

图8 全国 G75 电子纱平均出厂价格



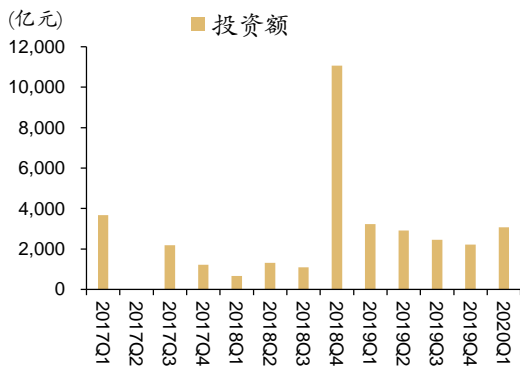
资料来源: 卓创, 华西证券研究所

1.2. Q3 预计国内外共振

我们认为 Q3 国内将延续 Q2 的恢复势头, 海外市场也将随着欧美国家逐渐恢复经济生产而回暖, 国内外需求将共振。

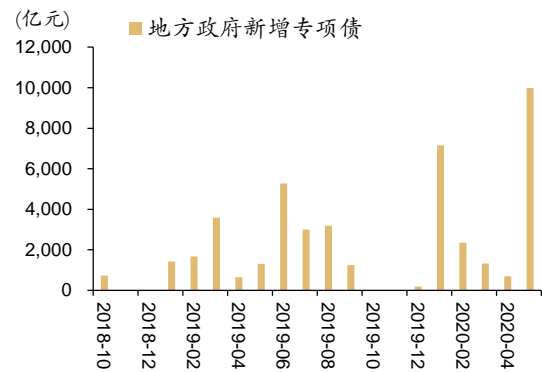
首先, 我们认为疫情后国家会进一步扩大基建, 从而使得建筑类玻纤需求稳定回升。根据我们统计, 2018/2019 年, 发改委批复重点建设项目 14143/10807 亿元, 是近年来高峰, 项目储备充足; 同时 2020 年前五月, 地方政府新增专项债 2.15 万亿, 同比增长 150%, 资金面进一步夯实。判断 2020H2 赶工将加速, 全年基建投资增速及建筑类玻纤需求将回暖, 而基建对应的建筑建材类用纱在中国占到单一最大, 产量占比在 35-40%左右, 因此对产业链发货的拉动效应预计是明显的。

图9 发改委批复重点建设项目投资额



资料来源：发改委，华西证券研究所

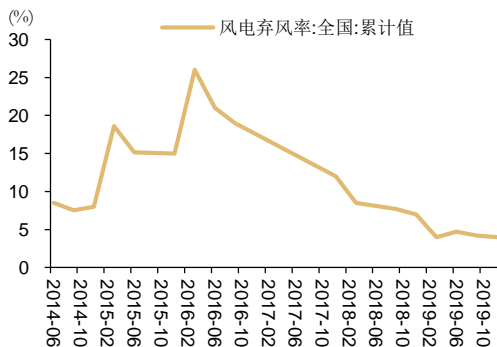
图10 地方政府专项债2020年加速发行



资料来源：Wind，华西证券研究所

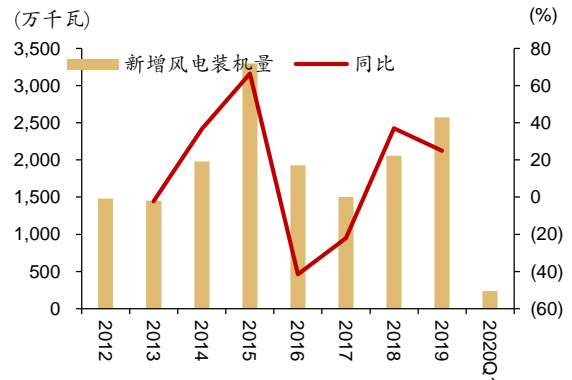
其次，我们认为风电行业2020年将保持高景气。根据Wind数据，截止到2019年底全国弃风率下降至4.0%低位，部分红六省解禁，2019年全球风电新增并网装机为60.4GW，同增19.1%，是2001年以来装机量第二高峰；我们判断2020年疫情后风电抢装仍将加速，2020-2021年装机量有望创近年来新高。此外，全球风电龙头企业维斯塔斯2020年新签订单17877MW，同比增长25.8%，截止到2020Q1，维斯塔斯在手订单340亿欧元，相当于公司2019年收入的2.8倍，项目充足，因此我们认为海外风电行业2020年也将保持较高景气度。

图11 弃风率显著下降



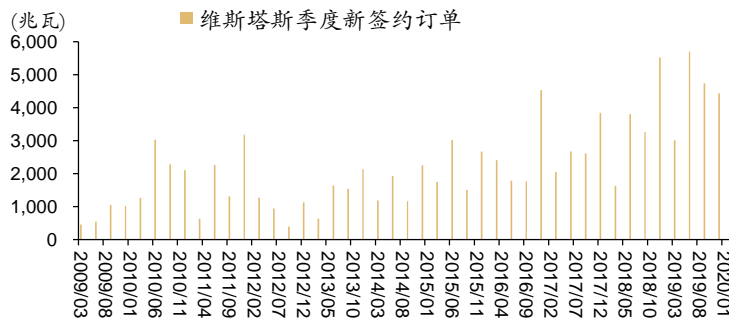
资料来源：Wind，华西证券研究所

图12 新增风电装机量2019年创近年高点



资料来源：Wind，华西证券研究所

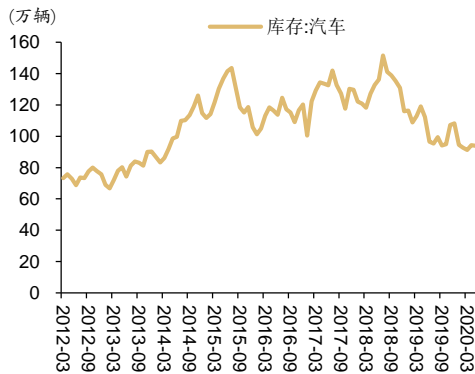
图 13 维斯塔斯新签订单维持高位



资料来源：公司年报，公司官网，华西证券研究所

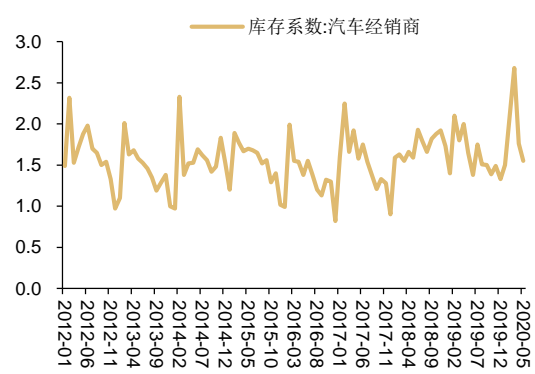
最后，我们认为汽车需求有望触底回升。2019Q2 起，国家和地方放相继出台一系列汽车消费刺激政策，参考 2009 年“汽车下乡”及 2015 年减征购置税对此车产量的刺激提振，我们对此轮刺激政策持乐观态度。根据 Wind 数据，截止到 2020 年 5 月，汽车库存 94 万辆，汽车经销商库存系数 1.55，均处于较低位置，判断疫情后汽车产销量有望逐步回升。此外，汽车是产业链长，全球化分工较为明细的行业，随着海外逐渐复工复产，我们认为 Q3 汽车行业恢复仍将加速。

图 14 汽车库存目前处于中低位



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 15 汽车经销商库存近期去化良好



资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 供需平衡点及盈利拐点逐渐来临

2.1. 产能投放节奏明显放缓，冷修增加降低有效供给

1) 供需逐渐回归平衡点，2019-2020 产能投放低于预期。行业 2018 年名义点火产能 105 万吨，2018Q3 后供需错配下景气度迅速下降至今，企业融资困难、扩张趋于谨慎，并且部分原计划于 2020 年投放的产能已经于 2018-2019 年提前释放，我们判断 2020 年玻纤新增产能投放将进一步放缓。2019 年名义新增产能仅 3 万吨（实际可发挥产能同比可能是收缩的而不是扩张），我们进一步判断 2020 年玻纤新增名义产能 33 万吨，2019~2020 年新增产能投放远低于市场预期，这一结果最本质的原因是经过了这一轮猛烈下跌后，中小企业主投资被迫回归理性和谨慎，龙头企业抗波能力远强于中小企业。展望 2020H2 和 2021 年，玻纤行业产能利用率有望回升，从而景气度中周期开始上行。

表 1 2019-2020 年国内预计粗纱新增产能较为有限

省份	生产线	性质	实际新增产能 (万吨)
山东	泰玻邹城 1 条 6 万改 10 万吨	冷修技改	4
重庆	欧文斯科宁重庆国际合作线	新点火	11
山东	泰山玻纤关停 2,3,9 三条老线	关停	-12
2019 小计			3
浙江	中国巨石智能制造 2 线	新点火	15
重庆	泰玻邹城 1 条 6 万改 9 万吨	新点火	3
山东	泰山玻纤新线 F07	新点火	10
山东	山东玻纤格赛博 1 线	冷修技改	5
2020 小计			33

资料来源：卓创，各公司年报，中国玻纤复合材料网，华西证券研究所

2) 企业搬迁或冷修将造成一定生产扰动，从而削减有效供给。一般玻纤产线运行 8 年后必须停产技改，因此行业中部分产线进入技改期。根据卓创数据，2019Q4 巨石已关闭成都 9 万吨生产线一条，2020Q1，巨石关闭成都基地剩余生产线两条，合计产能 14 万吨。按照半年左右的搬迁施工周期估算，我们预计巨石成都搬迁 2020 年至少将削减有效供给 6-7 万吨左右。同时，2020 年 1 月，欧文斯科宁杭州 1 线 8 万吨产能关停热修，目前仍未复产，按照半年检修期估算，也将削减有效供给 4 万吨。另外，实际上重庆国际有一条老线技改停产、泰玻技改也损失一定产能，考虑到上述检修搬迁时间与疫情后的恢复期总体重合，我们判断上述技改、搬迁（估算合计 11 万吨产量损失）对于行业的边际供需改善作用较大。

表 2 2020Q1 企业搬迁检修停产预计造成产量损失 11 万吨

地区	生产线	产能 (万吨)	预计产量减少 (万吨)
四川	巨石 101 线	6	3
四川	巨石 102 线	8	4
浙江	欧文斯科宁余杭 1 线	8	4
合计			11

资料来源：卓创，华西证券研究所

3) 未来确定投产产能有限，远低于新增需求。展望 2021-2022 年，根据卓创、玻纤复合网新闻数据，我们预计未来两年合计产能增长在 40 万吨左右，相比于目前产能冲击率低于 10%，并且远低于全球每年需求增长（我们预计全球每年实际消费量新增 40-50 万吨左右），考虑到：1) 疫情后多数国家预计加大经济刺激力度，2) 此

前玻纤价格低位有利于替代传统材料渗透率提升，我们认为未来 2-3 年国内玻纤需求将保持 10%左右增长，从而消化新增产能。

2.2. 小企业普遍净现金亏损，涨价试探或卷土重来

根据卓创数据，2018H2 至今，重点企业无碱 tex2400 直接缠绕纱（走量产品）平均出厂价累计下滑 1200-1300 元/吨左右，行业亏损面扩大，根据山东、川渝企业该品类玻纤纱出厂数据测算，当前时点大多数单纯走量、缺乏中高端产品的小企业已处于亏损状态（我们的三费假设参考头部企业，同时不考虑应收账款，小企业实际情况可能更差），即使补回折旧摊销，现金利润也十分微薄。因此我们认为当前玻纤价格将受到成本支撑，继续下跌的空间及概率很小，然而，价格随需求上行概率在加大。

实际上，我们看到行业 2019 年 11 月初已经在试探涨价，彼时行业规模较大的泰玻、山玻、重庆国际、重庆三磊、四川微玻等企业发出调价函，对无碱玻璃纤维粗纱-毡用纱和板材纱等品种上调 150-200 不等，但是最终由于遇到疫情，玻纤的需求反弹未能持续，因此没有形成全品种、大面积的涨价；详情见我们 2019 年 11 月 18 日发布的《景气度触底，2020 是新周期的起点》；

根据卓创新闻相关数据，观察到龙头企业库存持续小幅下降，目前大部分企业 5、6 月都维持了 100%以上的产销率，我们估算头部企业库存相比 4、5 月下降 10-15 天，虽然主流市场挂牌价仍稳定（无碱 2400tex 直接缠绕纱出厂价格维持 4000-4100 元/吨左右），但根据卓创新闻，上月底西南部分企业针对部分产品提价 100 元/吨，我们认为下面会有更多的企业试探性涨价，明年有望全面形成景气度回升的格局。

表 3 主要产地中小企业无碱 2400tex 缠绕直接纱利润估算

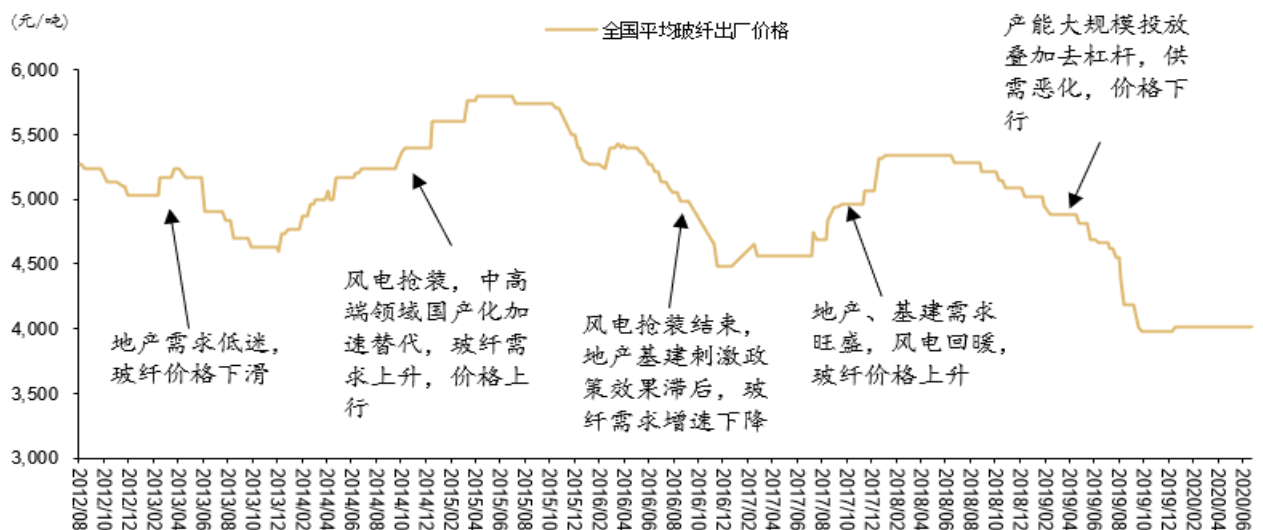
(所有价格均为不含增值税价格)	山东	川渝
无碱 2400tex 缠绕直接纱售价 (元/吨)	3,400	3,600
总生产成本 (元/吨)	3,294	3,220
其中: 原料成本	1,062	1,062
其中: 天然气成本	701	577
其中: 用电成本	398	398
其中: 蒸汽及其他能源成本	133	133
其中: 人工工资	200	200
其中: 折旧摊销及其他	800	850
吨三费 (元/吨)	950	1,100
吨税前利润 (元/吨)	(844)	(720)

资料来源: 卓创, Wind, 中国巨石债券募集说明书, 华西证券研究所

3. 复盘: 周期底部夯实, 配置价值高

回顾玻纤价格 2012 年 (大幅提升行业准入门槛, 行业格局相对稳定) 至今表现, 已经历了 3 轮下行周期及 2 轮上行周期, 每轮周期时间为 1.5-2 年。

图 16 2012 年以来玻纤行业经历数轮周期



资料来源: 卓创, 华西证券研究所

2012-2013H2 下行周期：持续时间 1.5-2 年，粗纱价格累计下滑 600-700 元/吨至 4600 元/吨左右，主要原因是需求端较为疲软（例如 2012 年），当年开始的欧洲双反税的征收，导致出口市场需求萎缩。

2014-2015H1 上行周期：持续时间 1.5 年左右，粗纱价格累计上涨 1200 元/吨左右至 5800 元/吨，主要原因是风电抢装及风电领域国产化替代撬动相关需求，带动玻纤价格显著上行。

2015H2-2016H2 下行周期：持续时间 1.5 年左右，粗纱价格累计下滑 1300 元/吨左右至 4500 元/吨左右，主要原因是风电抢装结束后，地产、基建刺激政策存一定滞后，建筑类需求较为疲软。

2017H1-2018H1 上行周期：持续时间 1.5 年左右，粗纱价格累计上涨 850 元/吨左右至 5350 元/吨左右，主要原因是地产、基建刺激政策效果体现，需求较为旺盛，风电逐渐开始回暖。

回顾 2012 年以来数轮周期，我们认为总体而言需求驱动大于供给驱动，在需求较为旺盛时，新增产能通常能够被消化，玻纤产品价格将上涨。目前自 2018H2 以来，本轮下行周期已持续 2 年左右，在新增供给放缓，需求回暖背景下，我们认为下行周期底部已基本夯实，向上拐点已逐渐来临，当前行业配置价值较高。

图 17 中国巨石 2013-2020 股价的 2 波大行情



资料来源：wind，华西证券研究所

4. 投资建议：推荐中国巨石、中材科技，长海股份产业受益

根据我们历史复盘，玻纤企业估值往往与行业周期同步，因此看好未来行业上行周期中头部企业实现估值、业绩双升的戴维斯双击。推荐中国巨石、中材科技（建材&电新联合覆盖），长海股份产业受益。

图 18 玻纤板块重点公司盈利预测及估值

	归母净利润（百万元）			PE			PB
	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	MRQ
中国巨石	2,129	2,283	2,702	19.40	18.09	15.29	2.58
中材科技	1,380	1,657	1,901	23.55	19.61	17.09	3.01

资料来源：wind，华西证券研究所

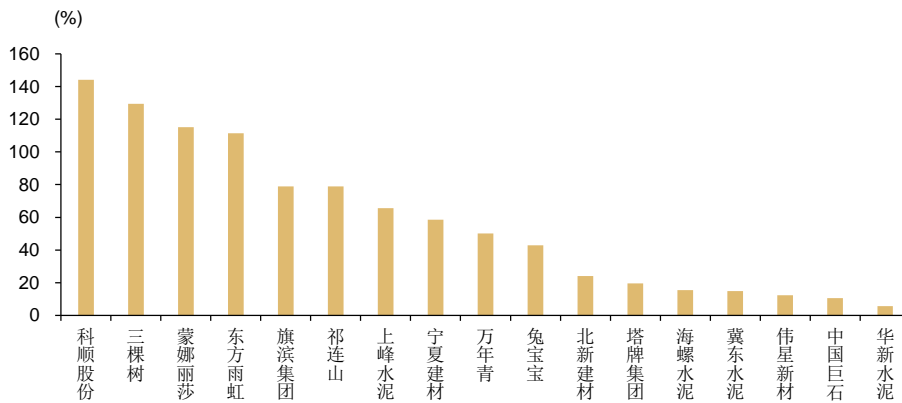
A. 推荐中国巨石（600176.SH），看估值上行和业绩切换

中国巨石是玻纤行业龙头，25%全球市占率，稳坐全球玻纤原纱的头把交椅。我们认为中国巨石核心受益于玻纤纱景气度提升，并且在过去这轮下行周期中，中国巨石保持了每吨接近 1000 元的净利，远超 2009、2012、2013 等景气度谷底的盈利水平，过去 10 年保持的制造费用不断下降，并且依靠研发驱动的产品结构升级，公司在风电、热塑、电子纱等领域行业领先地位，结构上传统的建筑建材玻纤纱已经降低到不足 30%。

公司在这轮周期中并没有失去国内市场份额，公司规划未来 3 年仍然保持每年 15%左右的产量增长，从产能角度看，2018~2020 年的所有产能中依然有 40%的产能是公司投产的先进产能，国内份额依然维持了 40%的水平。

中国巨石今年至今涨幅排名行业倒数（仅 10.5%）。过去 5 年（2015 年 7 月 24 日至今），公司平均 PE（TTM）估值 18.5 倍左右，且与玻纤景气度周期关联度较高。其中 2018-2019 年行业下行周期估值为 13-15 倍 PE，而 2017 年行业上行周期估值可达 25-27 倍。在经历了前期小幅度上涨后，目前公司估值为 21.3x PE（TTM），距离 2017 年的估值仍有 20%以上修复空间；PB 来看 2017 年高点时候超过 4x，目前仅 2.6x，安全边际较高。考虑到即将进入 2021 年估值切换，股价上行空间仍然很大。

图 19 中国巨石年初以来涨幅位于建材板块倒数



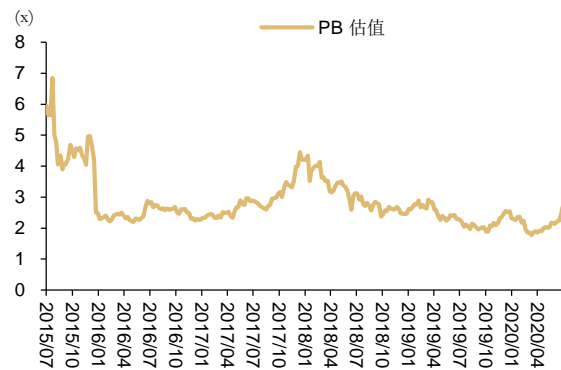
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 20 中国巨石 PE-BAND (TTM)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 21 中国巨石 PB-BAND



资料来源: Wind, 华西证券研究所

B. 推荐中材科技 (002080.SZ), 多业务齐发, 显著低估

公司旗下泰山玻纤是行业第二大公司, 产能目前约 90 万吨。公司定位高端, 在风电、电子等领域的玻纤纱市场有着领先地位。公司有玻纤、叶片和新能源锂电隔膜三大主营业务, 叶片处于高景气期, 玻纤疫情期间依然取得增长, 今年 F07 大线投入后, 明年依然有新线规划; 而隔膜业务收购了湖南中锂后目前是国内二大规模的企业, 仅次于恩捷股份。我们认为中报快报业绩显著超预期, 目前 325 亿左右的市值被严重低估。详见 2020 年 6 月 24 日报告《中材科技深度 | 湿法隔膜领域快速发力, 叶片+玻纤业务优化发展》;

C. 长海股份 (300196.SZ) 产业受益, 周期底部大幅扩产

公司是上下游一体化企业, 上游原纱排名行业前五, 在未来上行周期中产能扩张的弹性最大。公司 2020 年 6 月 9 号公告拟新建 5 条薄毡生产线, 建成后公司将形成年产 10 亿 m² 的生产能力。同时, 6 月可转债公告拟募集资金总额不超过人民币 5.5

亿元（含 5.5 亿元），拟建设 10 万吨/年无碱玻璃纤维粗纱池窑拉丝技术生产线，项目总投资 10.5 亿元，预计明年投产后上游原纱名义产能从目前的 15.5 万吨扩张 65%，在所有玻纤公司里面弹性最大。我们认为公司是产业受益主要标的。

5. 风险提示

需求不及预期：如果经济恢复低于预期，则玻纤需求可能低于我们预期。

产能投放快于预期：如果产能投放多于预期，则有效供给可能高于我们预期，从而对价格进行压制。

系统性风险：宏观经济、贸易摩擦走势可能影响 A 股整体估值与走势。

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。