

# 产能收缩 特种 PVC 迎来产业春天



## 报告起因

从去年下半年开始特种 PVC 价格相比普通 PVC 价格走强，价差持续扩大。市场普遍将特种 PVC 的研究等同于普通 PVC 行业研究，将价格走强归因于原油价格反弹带动石化产品价格上涨。我们深度分析了特种 PVC 行业自身的供需情况，由于安全、环保等因素特种 PVC 产能明显收缩，产品价差持续扩大，特种 PVC 行业迎来产业春天。

## 核心观点

- **特种 PVC 糊树脂产能收缩，行业盈利回升。**15 年以来国内 PVC 糊树脂因为安全事故以及退城进园搬迁，产能供给受到影响，共计 40 万吨。因此，15 年下半年开始 PVC 糊树脂同普通 PVC 价格持续扩大至 2600 元/吨以上。糊树脂 2015 年平均价差在 2300 元/吨，但在第四季度回升至 2500 元/吨。2016 年第一季度，价差更是升至近 2700 元/吨，环比增长 10% 左右
- **特种 PVC 糊树脂传统消费领域增长缓慢，但高端进口替代及新消费应用领域崛起。**糊树脂开始应用到汽车、建筑、电子、涂料、鞋用等方面，将有助于提升市场需求，消费结构从由原来的手套料、皮革料占主导开始逐渐向多元化行业发展。专用料进口依赖高，高端糊树脂每年进口量近 10 万吨，未来替代空间大。
- **特种 PVC 进口替代空间大，特种化率提升是大趋势。**特种 PVC 仍依赖进口，每年进口特种 PVC 产品超过 40 万吨，未来国产化空间较大。特种 PVC 被列入“十三五”规划，产能比例将升至 20%。根据我国氯碱行业“十三五”规划，在“十三五”末，PVC 专用料和特种树脂产能比例要达到 20% 以上。按目前国内 PVC 总产能计算，特种专用型 PVC 在“十三五”末将达到约 470 万吨，复合年均增长率将超过 20%。

## 投资建议与投资标的

- 由于安全、环保等因素，超过 40 万吨的特种 PVC 产能缩减，产品盈利能力显著提升，我们建议关注产业链一体化的新疆天业(600075，未评级)、英力特(000635，未评级)

## 风险提示

- 新增产能释放降低包括糊树脂在内的特种 PVC 产品盈利。
- 专用特种 PVC 国产化进程低预期。

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	基础化工
报告发布日期	2016 年 04 月 12 日

## 行业表现



资料来源: WIND

证券分析师 **虞小波**  
021-63325888\*6065  
yuxiaobo@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860513050004

联系人 **李梦强**  
021-63325888-4034  
limengqiang@orientsec.com.cn

## 相关报告

龙盛或入主亚邦,切入蒽醌染料行业	2016-04-11
关注农业现代化带来的投资机会	2016-03-28
CMO 行业产能转移带来新的投资机会	2016-03-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司(以下简称“东方证券”)是境内领先的证券研究大数据分享平台。东方证券研究所分析师在执业过程中，其出具的研究报告(以下简称“报告”)是依据其专业判断，并参考公开资料中的信息撰写而成。报告中所引用的数据均来自于公开渠道，且不构成任何投资建议。报告中所引用的数据均来自于公开渠道，且不构成任何投资建议。报告中所引用的数据均来自于公开渠道，且不构成任何投资建议。

有关分析师的申明，见本报告最后部分，其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

点击进入 <http://www.nibor.com.cn>

## 目 录

糊树脂供给收缩 行业盈利能力回升 .....	4
PVC 糊树脂供给收缩 行业盈利能力提升 .....	5
糊树脂消费：传统领域萎缩 高端产品国产化及新消费领域崛起 .....	7
特种 PVC 进口替代空间大 特种化率提升是大趋势 .....	8
新疆天业：特种 PVC 产业一体化 竞争优势突出 .....	11
英力特：氯碱循环产业链，实现循环经济 .....	13
风险提示 .....	15

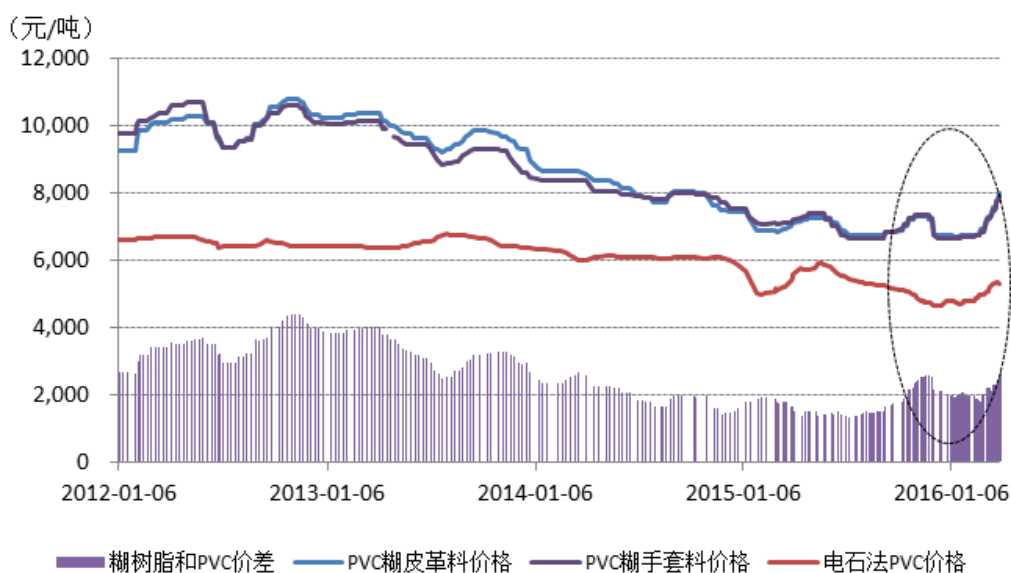
## 图表目录

图 1: 15 年四季度以来 PVC 糊树脂价格同普通 PVC 价格差持续扩大 .....	4
图 2: 15 年四季度以来 PVC 糊树脂盈利能力逐步提升 .....	5
表 1: 15 年合计超过 40 万吨产能因环保或安全事故搬迁 .....	6
图 3: 国内糊树脂产能变化 .....	6
图 4: 2015 年中国 PVC 糊树脂市场消费情况 .....	7
图 5: 中国 PVC 糊树脂表观消费量保持稳定增长 .....	8
图 6: 13 年全球特种 PVC 产能分布 .....	9
图 7: 2013 年中国特种 PVC 产能分布 .....	9
表 2: 国外特种 PVC 公司产品齐全 .....	9
图 8: 通用型 PVC 向专用、特种 PVC 升级是行业“十三五”重点方向 .....	11
图 9: 15 年四季度以来 PVC 糊树脂盈利能力逐步提升 .....	12
图 10: 天伟化工主要产品 .....	12
图 11: 2014 年糊树脂业务毛利率 .....	13
图 12: 公司 PVC 毛利率 .....	14
图 13: 公司主要产品销量 (万吨) .....	14
图 14: 公司营业收入 (单位: 亿元) .....	14
图 15: 公司净利润 (单位: 百万元) .....	14

## 糊树脂供给收缩 行业盈利能力回升

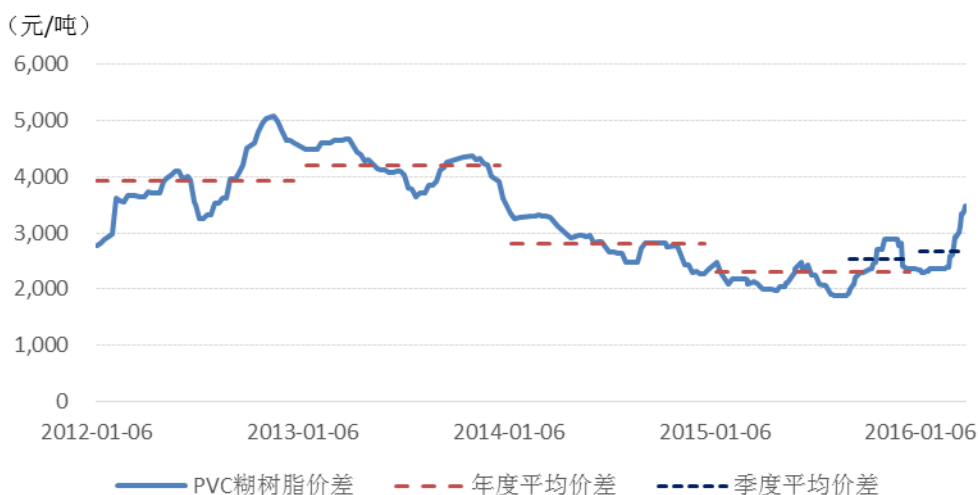
糊树脂价格走势异于以往同普通 PVC 的趋同走势，15 年下半年开始走出强势走势。2005 年以来，糊树脂的市场价格区间基本维持在 8,000-11,000 元/吨之间，同期普通 PVC 市场价区间在 6,000-8,000 元/吨，糊树脂价格较普通 PVC 高出约 2,000-3,000 元/吨，价格走势相关性强。而实际上，糊树脂成本与普通 PVC 相差不大，售价却高出许多，利润空间巨大。15 年下半年开始在普通 PVC 价格继续下跌的过程中，糊树脂价格持续上涨，同普通 PVC 价格差持续扩大，价差扩大至目前 2700 元/吨。

图 1：15 年四季度以来 PVC 糊树脂价格同普通 PVC 价格差持续扩大



资料来源：中国氯碱网 东方证券研究所

糊树脂盈利能力持续提升，价差不断扩大。糊树脂 2015 年平均价差在 2,300 元/吨，但在第四季度回升至 2,500 元/吨。2016 年第一季度，价差更是升至近 2,700 元/吨，环比增长 10%左右，显示出强劲的增长势头。

**图 2：15 年四季度以来 PVC 糊树脂盈利能力逐步提升**


资料来源：中国氯碱网 东方证券研究所

## PVC 糊树脂供给收缩 行业盈利能力提升

15 年以来国内 PVC 糊树脂因为安全事故以及退城进园搬迁，产能供给受到影响，共计 40 万吨。

中盐华湘化工因为环保因素装置开工率较低，目前考虑搬迁。2015 年，中盐华湘化工糊树脂年设计产能 8 万吨。自 2015 年 9 月起，受原料、设备等诸多原因影响，开工率由 8 成降至 5 成，产量降幅明显。10 月，该公司 PVC 糊装置停车，后期产区有搬迁至内蒙的计划，目前具体开工日期还未定。

天津化工（天津渤化）18.7 万吨糊树脂的受到天津港爆炸事件影响，装置面临搬迁。据卓创资讯报道，老装置 1 月份负荷因为减产不断下降，并将于今年 4 月初全部停车。按 2015 年 58% 的平均开工率计算，意味着国内每月将减少 0.9 万吨糊树脂供应，约占全国糊树脂月度供应量的 14%。预计随着供应量的减少，后续国内糊树脂的价格仍有上涨空间。2015 年我国糊树脂在产企业 17 家，而天津渤天化工作为我国糊树脂企业的龙头，产能 18.7 万吨/年，位居全国第一。因“8·12”重大火灾爆炸事故的影响，天津滨海新区做出决策，将统筹全区危化品及化工集聚区布局，推动符合条件的危化品企业有序搬迁至南港工业区。化工因此启动搬迁工作，将于今年 4 月初完成全部停车工作。

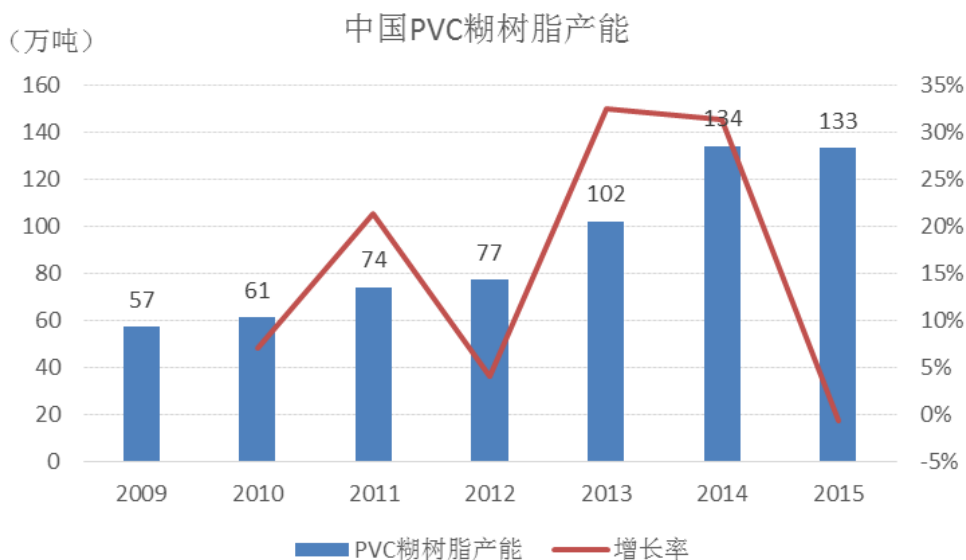
沈阳化工新装置虽已经试车成功，但满负荷试车要在 5 月份以后。原有 13 万吨老装置所在园区因重新规划，进厂蒸汽不足，于 15 年底完成搬迁。该公司于 16 年 1 月份新产区 20 万吨糊树脂装置试车成功，目前产品已经外售，但装置负荷仍在提升过程中，满负荷生产需要在 5 月份以后。

**表 1：15 年合计超过 40 万吨产能因环保或安全事故搬迁**

企业名称	涉及产能(万吨)	备注
中盐华湘化工	9	2015 年 9 月份停车，设备考虑就地转让或是整体搬到内蒙，装置能力将继续保留，15 年全年产量仅 4 万吨
天津化工	18.7	由于安全、环保压力增大，企业计划搬迁至内蒙，初步规划为 2016 年 1 月份选址，3 月份搬迁，目前装置已经全线停产。新厂区装置规模为 20 万吨糊树脂和 5 万吨特种树脂
沈阳化工	13	企业老厂区 13 万吨的糊树脂装置自 7 月份开始运行 5 成左右，于 12 月底彻底停车；同时新厂区 20 万吨的糊树脂装置于 2016 年 1 月成功试车，装置满负荷试车在 5 月份以后
<b>总计</b>	<b>40.7</b>	

资料来源：PVC 行业协会 东方证券研究所

2015 年中国 PVC 糊树脂生产厂家产能统计为 133 万吨，如果考虑剔除因为环保、安全、原料配套等因素无法正常开车的装置，实际有效产能不到 90 万吨。

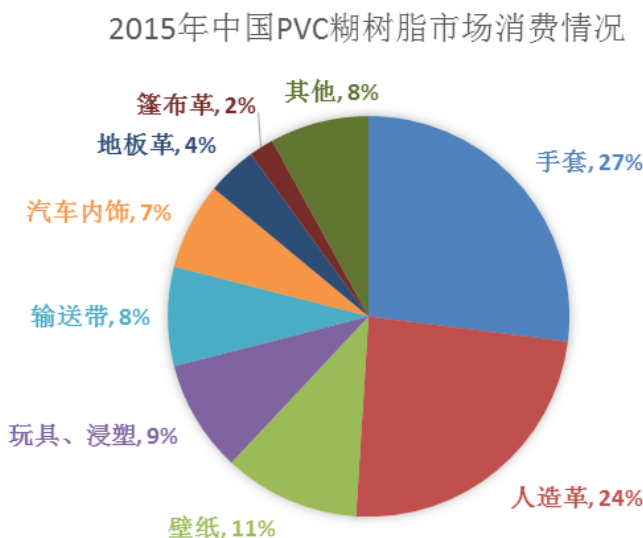
**图 3：国内糊树脂产能变化**


资料来源：中国氯碱网 东方证券研究所

## 糊树脂消费：传统领域萎缩 高端产品国产化及新消费领域崛起

在我国，糊树脂广泛应用于人造革、地板革、浸渍手套、纱窗、水田靴、工具把手、壁纸、地板卷材、蓄电池隔板、玩具、金属涂层、软管、汽车内饰材料等产品。从目前糊树脂下游消费情况来看，手套和人造革需求最大，分别占 27% 和 24%，壁纸占 11%，玩具占 9%，输送带占 8%。

图 4：2015 年中国 PVC 糊树脂市场消费情况



资料来源：中国氯碱网 东方证券研究所

手套和人造革是糊树脂最大的应用领域，手套消费缓慢增长，人造革市场需求逐步减少。但近年来市场需求持续低迷。目前中国手套生产线共有 1,200 多条，但其产能的迅速扩张导致手套行业供大于求，需求增长速度已不足 10%。在人造革市场，现在许多地区都开始用聚氨酯逐步替代糊树脂生产人造革，只在生产半聚氨酯人造革时才用到糊树脂，因而市场需求也在逐步减少。

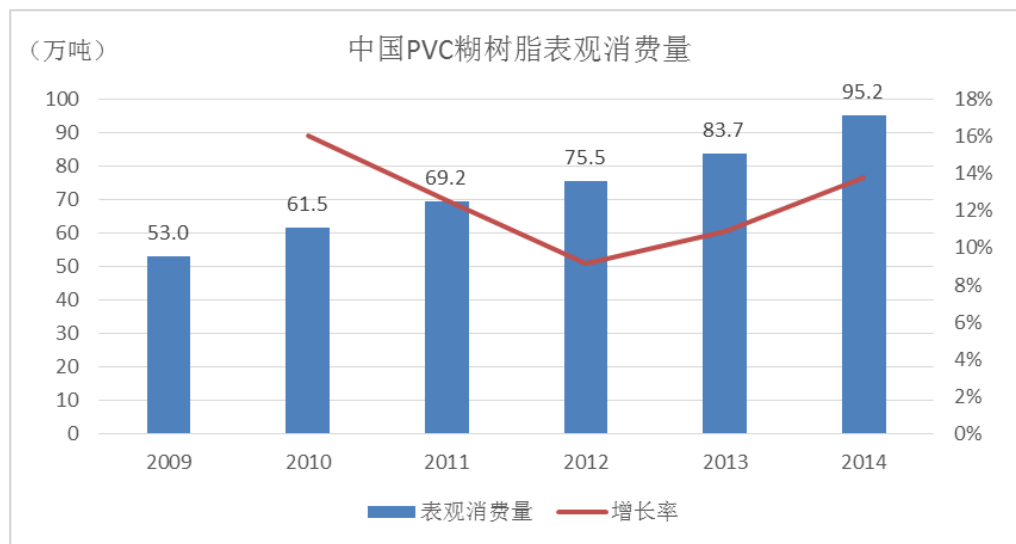
糊树脂开始应用到汽车、建筑、电子、涂料、鞋用等方面，将有助于提升市场需求，消费结构从由原来的手套料、皮革料占主导开始逐渐向多元化行业发展。国内 PVC 糊树脂其他相关的改性产品，包括掺混树脂、抗静电糊树脂、汽车用高端糊树脂、壁纸料糊树脂等，由于其独特的性能，在汽车塑溶胶、PVC 方块地毯、印花油墨等糊料和浸蘸制品中的用量有所增加。糊树脂在输送带方面的应用有大幅度增长态势。输送带在我国应用很广，特别是阻燃输送带，包括煤矿井下用植物芯阻燃输送带、煤矿用钢丝蛇芯阻燃输送带以及一般用途输送带等类别，产量约占输送带总产量的 1/3。在这些产品中，PVC 糊树脂有很大的技术和成本优势，市场份额正逐步扩大。

专用料进口依赖高，高端糊树脂每年进口量近 10 万吨，未来替代空间大。手套料装置陆续投产，但进口量仍占四成市场份额。我国糊树脂手套料过去主要依赖进口，价格相当昂贵。目前我国 PVC 糊树脂手套料主要进口公司包括日本钟渊、韩国韩华、韩国 LG 和台湾台塑四家，其中，四家进口手套料占有 42% 的市场份额，国内质量最好的沈阳化工年产手套料 3.6 万吨，占到市场 17% 的份额。国产手套料质量问题多，生产工艺有待改进。与进口糊树脂相比，国产糊树脂手套料存在许多



质量问题，包括：产品杂质多；产品初始黏度不稳定，夏季、冬季波动大；糊脱泡性差，手套制品针孔率高；糊料力度大，易过滤；手套制品发黏，拉伸强度低；产品热稳定性差，容易变色发黄等。因此，高质量糊树脂手套料的研发生产将是未来的一大发展方向。我们认为我国糊树脂未来的发展重点将在于高端品种的生产与开发，以大量取代昂贵的进口高档糊树脂产品。

图 5：中国 PVC 糊树脂表观消费量保持稳定增长



资料来源：中国氯碱网 东方证券研究所

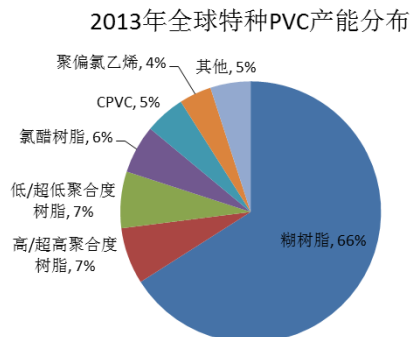
## 特种 PVC 进口替代空间大 特种化率提升是大趋势

PVC 树脂是五大通用塑料之一，一般分为通用型和特种专用型。特种专用型树脂是通用型树脂的提高和专业化，通过调整聚合体系和工艺条件生产出更适合加工性能要求的 PVC 树脂，如具有高弹性、耐寒、耐热、耐老化、具有消光作用、溶解性好等特点的 PVC 树脂。

特种 PVC 树脂品种较多，消费领域分布广泛。目前我国生产的特种 PVC 树脂主要有 PVC 糊树脂、氯醋树脂、消光树脂、高/超高聚合度树脂、低/超低聚合度树脂、氯化聚氯乙烯（CPVC）树脂及其他掺混树脂等。其中，糊树脂下游应用领域众多，技术较为成熟，其产能占特种 PVC 总产能的 60% 以上。

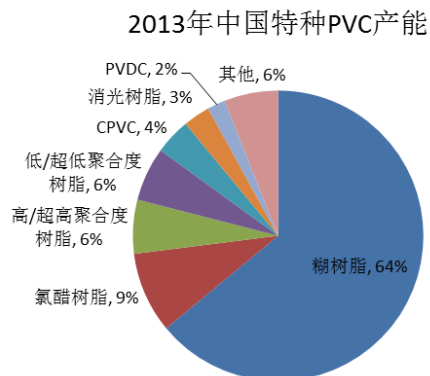


图 6：13 年全球特种 PVC 产能分布



资料来源：中国氯碱网 东方证券研究所

图 7：2013 年中国特种 PVC 产能分布



资料来源：中国氯碱网 东方证券研究所

国外公司特种 PVC 产品种类齐全。相比国内公司特种 PVC 结构单一，产品质量低的特点，国外特种 PVC 公司产品品质高，牌号齐全。例如，台塑、比利时 Solvay 等公司均具有糊树脂、氯醋、高聚合度等多个系列品种。

表 1：国外特种 PVC 公司产品齐全

公司	糊树脂	氯醋	消光	高聚合度	低聚合度	CPVC	PVDC
台湾台塑	✓	✓	✓	✓			
比利时 Solvay	✓	✓		✓		✓	✓
德国 BASF						✓	✓
德国 Vestolit	✓			✓			
德国 Vinnolit	✓	✓		✓			
法国 Arkema	✓						
韩国韩华	✓	✓		✓			
韩国 LG 化学	✓	✓		✓			
美国 Borden		✓					
美国 Colorite		✓					
美国 OxyChem		✓	✓	✓	✓		
美国 PolyOne			✓	✓			

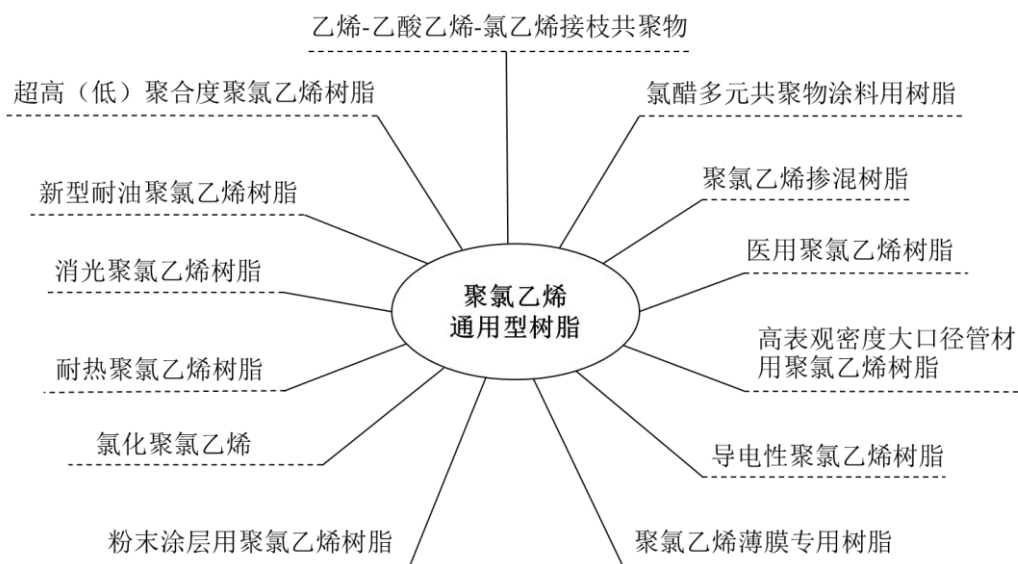
美国 Noveon						✓	
美国 Dow		✓					✓
欧洲 EVC		✓	✓		✓		
日本电气化学		✓	✓	✓			
日本三井化学		✓					
日本三菱化成		✓					
日本太阳箭化学		✓					
日本信越化学		✓	✓	✓	✓		
日本窒素		✓	✓	✓	✓		
日本钟渊	✓		✓		✓	✓	
日本住友化学		✓		✓			
英国 BP		✓					
英国 INEOS	✓						✓

资料来源：PVC 行业协会 东方证券研究所

**特种 PVC 仍依赖进口，每年进口特种 PVC 产品超过 40 万吨，未来国产化空间较大。**2013 年，国内 PVC 的消费量约 1,587 万吨，其中特种 PVC 树脂的消费量为 150 万吨，占比 9.5%；进口特种 PVC 树脂量超过 40 万吨，占 PVC 总进口量的 40%。我国特种 PVC 生产企业不论是产能还是技术上都与国际水平存在很大差距，因此目前仍需依赖进口。未来国内特种 PVC 企业通过技术改进，尤其像国内新疆天业等领先企业其电石法特种 PVC 产品通过技术进步，产品质量不断得到提高。

**特种 PVC 被列入“十三五”规划，产能比例将升至 20%。**截至 2015 年底，国内 PVC 总产能为 2,348 万吨，其中大部分为普通型粉料，产品同质化竞争严重。而糊树脂产能仅占 5.7%，特种 PVC 占比不到 10%，高技术、高附加值产品产能远不及发达国家水平。因此“十三五”期间，优化技术及产品结构成为行业发展重点。根据我国氯碱行业“十三五”规划，在“十三五”末，PVC 专用料和特种树脂产能比例要达到 20%以上。按目前国内 PVC 总产能计算，特种专用型 PVC 在“十三五”末将达到约 470 万吨，复合年均增长率将超过 20%。

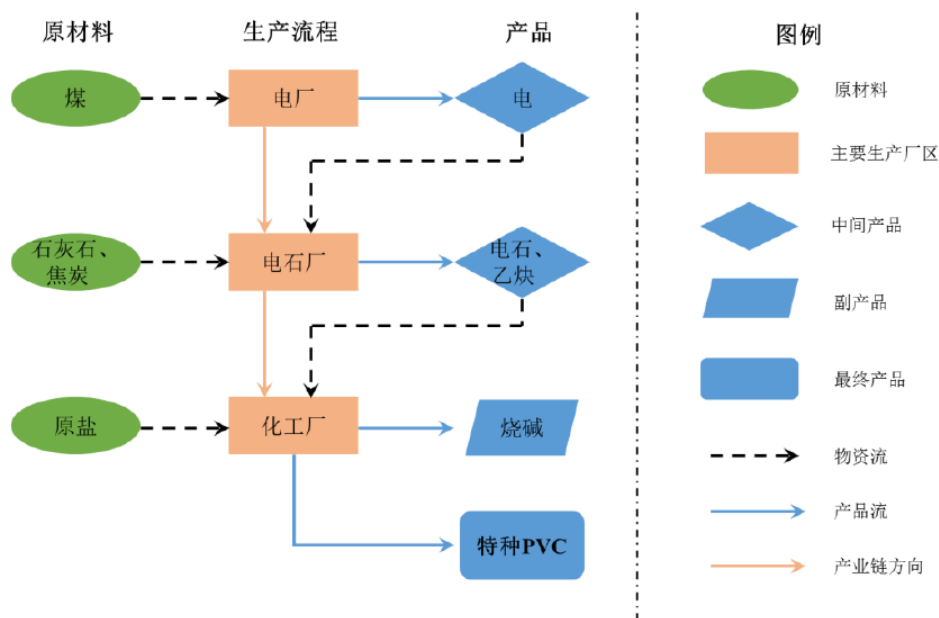
图 8：通用型 PVC 向专用、特种 PVC 升级是行业“十三五”重点方向



资料来源：中国氯碱网 东方证券研究所

## 新疆天业：特种 PVC 产业一体化 竞争优势突出

“自备电力→电石→特种 PVC”的一体化产业联动模式使天伟化工具备成本优势。天伟化工的年产 20 万吨特种 PVC 产品项目拥有与其配套的年产 70 万吨电石项目以及 2×330MW 热电项目，形成了以特种 PVC 为最终产品的“自备电力→电石→特种 PVC”的一体化产业联动式发展模式。天伟化工自备电厂所产出的工业用电是电石厂以及化工厂的能源来源，而电石厂生产的电石以及乙炔是化工厂生产特种 PVC 产品的主要原材料；另外，生产特种 PVC 产品所需的另一原材料氯化氢则由盐经电解等工艺提供，同时还产生其他化工副产品烧碱等。因此，在生产特种 PVC 的过程中，电、石及乙炔作为中间产品在后续生环节予以消耗，而烧碱等其他化工制品则为副产，有效降低了特种 PVC 产品的生产成本。天伟化工“自备电力→电石→特种 PVC”的一体化产业联动模式的简要示意图如下：

**图 9：15 年四季度以来 PVC 糊树脂盈利能力逐步提升**


资料来源：中国氯碱网 东方证券研究所

目前，天伟化工目前拥有 10 万吨糊树脂以及 10 万吨高聚合度、消光树脂等特种 PVC 产能，合计 20 万吨特种 PVC 产能约占全国产能的 10%。天伟化工电石厂产能、热电厂均超过其自身 20 万吨/年特种 PVC 项目的需求。项目全部达产后，天伟化工将年产 20 万吨特种 PVC，并伴生 15 万吨烧碱以及其他化工副产品，同时其产出的电石、电力等中间产品在满足自身需求后，全部供天业集团下属其他公司使用，基本满足天业集团下属其他公司的需求。

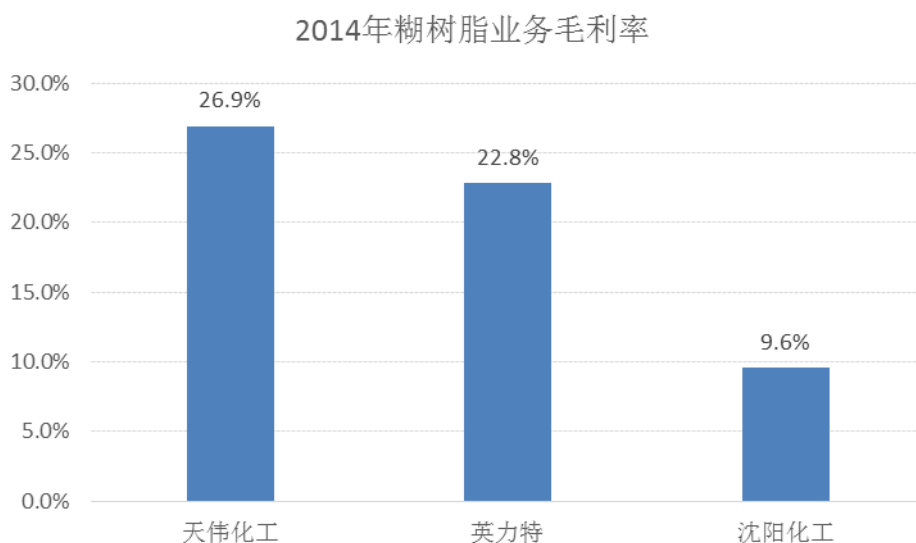
**图 20：天伟化工主要产品**

项目	产能
电	495 万兆瓦时
电石	70 万吨
SPVC	10 万吨
EPVC	10 万吨
烧碱	15 万吨

资料来源：中国氯碱网 东方证券研究所

2015年9月,公司发布公告,拟以发行股份及支付现金相结合的方式向天业集团购买天伟化工62.5%股权(已持有天伟化工37.5%的股权)及其所使用的4宗土地使用权,总交易价格为18.5亿元,收购完成后天伟化工将成为新疆天业全资子公司。天业集团对于天伟化工未来的经营做出了业绩承诺。其承诺在2016年度、2017年度及2018年度三年业绩承诺期间,天伟化工每年度实现的合并报表口径下归属于母公司股东的净利润应分别不低于2.74亿元、3.10亿元和3.56亿元。若未达承诺净利润,则由天业集团以股份及现金的方式按盈利补偿协议中的约定向新疆天业履行补偿义务。天伟化工凭借产业链一体化拥有较高的成本优势,同时其产品质量接近乙烯法糊树脂,此外天伟化工产品毛利率也是行业中最高的。

图 31: 2014 年糊树脂业务毛利率

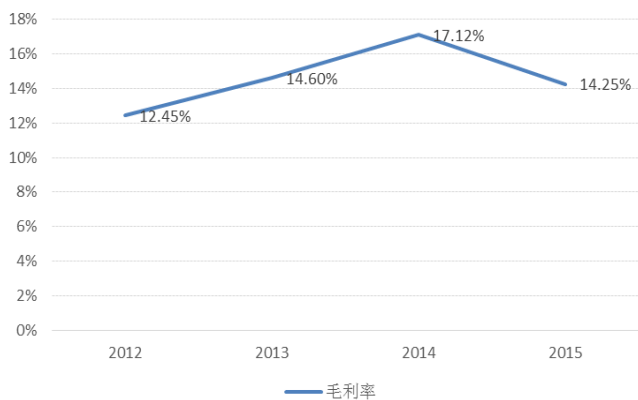


资料来源: 中国氯碱网 东方证券研究所

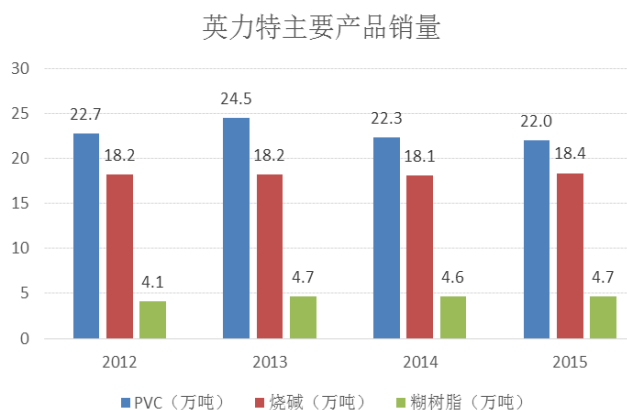
## 英力特: 氯碱循环产业链, 实现循环经济

公司上下游产品配套齐全, 实现产业链循环经济, 有效降低生产成本。公司年产14万吨精制石灰基地、年产50万吨的电石装置为下游PVC树脂产品的生产提供了充足的原料, 总量达到400兆瓦的热电机组为电石和烧碱的生产提供了电力和原料, 支撑着年产26万吨的PVC装置、年产21万吨的烧碱装置满负荷运行。同时, 公司以“煤炭—热电—电石/烧碱—PVC”产业链, 充分利用生产过程中产生的副产物, 公司较之全国同行具有明显的成本优势。通过产业循环组合, 公司近几年毛利率一直保持在较高水平。废物利用是公司的另一大优势。通过废渣、废水、废气综合利用的废弃物资源化产业链, 实现清洁生产和变废为宝。电石渣是电石法生产企业最大的污染源和排放物, 公司自主研发了将电石渣用于电厂烟气脱硫技术, 脱硫效率高达96%, 优于石灰脱硫。同时公司将废水通过两膜过滤后回收使用, 基本达到了零排放。废气方面, 公司将回收后的废氯气用于生产次氯酸钠, 将电石炉净化后的一氧化碳烧制白灰及制取蒸汽。三废的回收利用使公司实现了循环经济, 进一步降低了生产成本。公司开工率和产销率较高, 近年来一直保持平稳。目前公司产销量最

大的产品主要有 PVC 树脂和烧碱，产能分别为 26 万吨、21 万吨；另一主营产品电石产能为 46 万吨。主要产品开工率和产销率近几年变化不大，均保持在高位。2016 年，公司计划生产电石 42.1 万吨，PVC 树脂 22 万吨，烧碱 19.6 万吨，糊树脂 4.6 万吨，与往年产量持平。

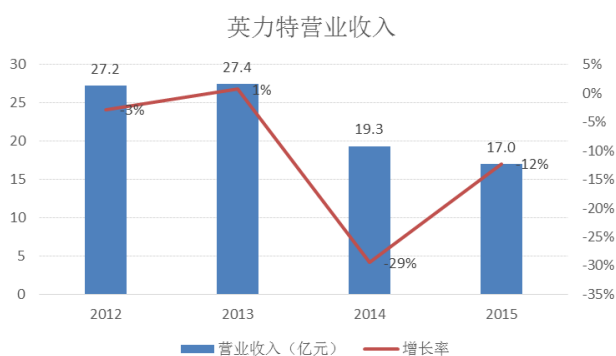
**图 14：公司 PVC 毛利率**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

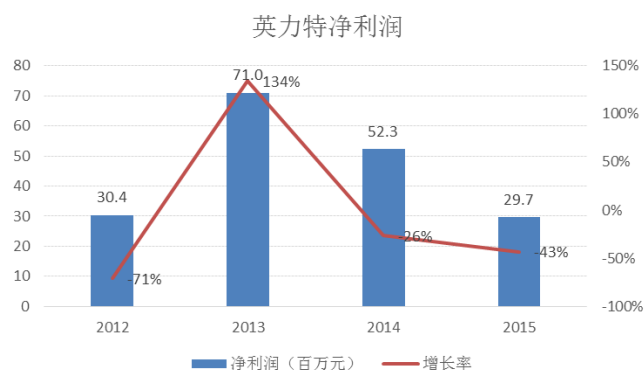
**图 15：公司主要产品销量（万吨）**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

受 PVC、糊树脂等主营产品销售价格下降影响，公司 2015 年营业收入和净利润分别同比下降 12% 和 43%。但今年 PVC 和糊树脂价格一路上涨，一季度平均价格已远超去年均值，预计公司今年业绩将有所改善。

**图 14：公司营业收入（单位：亿元）**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

**图 15：公司净利润（单位：百万元）**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

## 风险提示

**新增产能释放降低包括糊树脂在内的特种 PVC 产品盈利。**目前在规划的特种 PVC 项目如果释放，产能的集中上马将一定程度上减少行业平均盈利水平。

**专用特种 PVC 国产化进程低预期。**通用 PVC 向专用特种 PVC 发展是行业发展的方向，替代高端进口特种 PVC 为国内公司提供了广阔的市场，但是由于技术研发、市场拓展都需要一定的时间，存在进程低预期的可能。



## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)