

2020年07月08日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

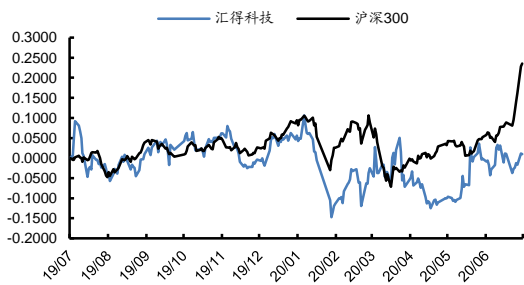
研究所

证券分析师： 卢昊 S0350520050003
021-60338172 luh@ghzq.com.cn
证券分析师： 代鹏举
S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人： 袁帅 S0350120060022
021-60338116 yuans@ghzq.com.cn

行业格局有望改善，新产能投放打开成长空间

——汇得科技（603192）深度报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
汇得科技	1.1	6.8	-2.3
沪深 300	16.8	24.3	23.5

市场数据 2020-07-07

当前价格（元）	26.99
52 周价格区间（元）	21.83-30.17
总市值（百万）	2878.93
流通市值（百万）	719.73
总股本（万股）	10666.67
流通股（万股）	2666.67
日均成交额（百万）	41.06
近一月换手（%）	183.74

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- **革用聚氨酯行业龙头企业。**公司为革用聚氨酯细分领域的龙头企业，主营产品为革用聚氨酯、聚氨酯弹性体原液和聚酯多元醇，目前拥有 14.50 万吨/年的产能，产能利用率高达 99.8%。公司以客户需求为核心，重视技术创新和产品研发，持续优化生产工艺，实现产品的定制化与差异化。2019 年公司实现营业收入 14.40 亿元，归母净利润 1.32 亿元，同比增长 14.5%。
- **龙头企业逆周期扩产能，行业集中度有望提升。**革用聚氨酯行业产能从 2008 年的 170 万吨增至 2019 年的 396 万吨。近三年，受下游需求放缓及龙头企业扩产的影响，行业开工率由 60% 下降至 43%。未来几年龙头企业仍有产能投放计划，中小企业生存空间受到挤压，行业集中度有望提升，随着小产能的逐步出清，行业预计将重回景气周期。
- **募投项目即将投产，解决产能瓶颈问题。**公司上市募投的 18 万吨聚氨酯树脂及其改性项目即将投产，有助于解决公司遇到的产能瓶颈问题，提升公司市占率。此外，该项目还包含年产 1 万吨水性聚氨酯、年产 5 万吨热塑性聚氨酯弹性体（TPU）的产能，使公司产品种类向着功能化与绿色环保方向发展，有助于提升产品的毛利率。
- **盈利预测和投资评级：**公司具有规模优势，有望受益于行业集中度提升，业绩增长确定，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.29、1.73 和 2.29 元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期；安全生产风险；研发进度不及预期；公司新产能释放进度的不确定性。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	1440	1331	1649	1991
增长率(%)	-9.6%	-7.6%	23.9%	20.7%
归母净利润（百万元）	132	138	185	245
增长率(%)	14%	4%	34%	33%
摊薄每股收益（元）	1.24	1.29	1.73	2.29
ROE(%)	10.94%	10.55%	13.04%	15.66%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 革用聚氨酯行业龙头	5
1.1、 深耕革用聚氨酯领域	5
1.2、 产品结构不断优化	7
2、 革用聚氨酯行业集中度有望提升	9
2.1、 下游需求短期放缓，长期无忧	9
2.2、 行业格局有望改善	11
3、 协同生产聚酯多元醇与聚氨酯弹性体原液	12
4、 公司注重研发，运营能力强	14
4.1、 公司研发能力突出	14
4.2、 公司具有规模优势，议价能力强	14
4.3、 公司运营能力优秀	16
5、 盈利预测与评级	18
6、 风险提示	19

图表目录

图 1: 聚氨酯产业链示意图	5
图 2: 公司股权结构图	6
图 3: 2014-2019 营收及增速	6
图 4: 2014-2019 归母净利润及增速	6
图 5: 2014-2019 净利润率	7
图 6: 2014-2019 分产品毛利率	7
图 7: 2014-2019 三项费率	7
图 8: 2014-2019 历年 ROE	7
图 9: 2014-2019 营收结构 (单位: 亿元)	8
图 10: 2014-2019 毛利结构 (单位: 亿元)	8
图 11: 革用聚氨酯下游分布	9
图 12: 革用聚氨酯产能、产量及开工率	10
图 13: 皮革服装需求及增速	10
图 14: 皮革鞋靴需求及增速	10
图 15: 家具需求及增速	10
图 16: 乘用车需求及增速	10
图 17: 家具需求及增速	10
图 18: 革用聚氨酯行业 CR5 趋势	11
图 21: 2018 年各企业革用聚氨酯产量占比	11
图 20: 我国 TPU 市场消费量及预测	12
图 21: 国内鞋底原液产能、产量及开工率	12
图 22: 2018 年国内聚氨酯原液产能分布 (万吨)	13
图 23: 2018 年国内聚氨酯原液产量分布 (万吨)	13
图 24: 化工企业研发费用率占比	14
图 25: 公司人员占比	14
图 26: 革用聚氨酯厂家单吨投资 (元)	15
图 27: 主要原材料价格走势	15
图 28: 革用聚氨酯各项成本占比	16
图 29: 同行三项费用率对比	16
图 30: 同行企业人均创收对比 (万元)	17
图 31: 同行企业人均创利对比 (万元)	17
图 32: 汇得科技革用聚氨酯及聚氨酯弹性体原液产能、产量及开工率	17

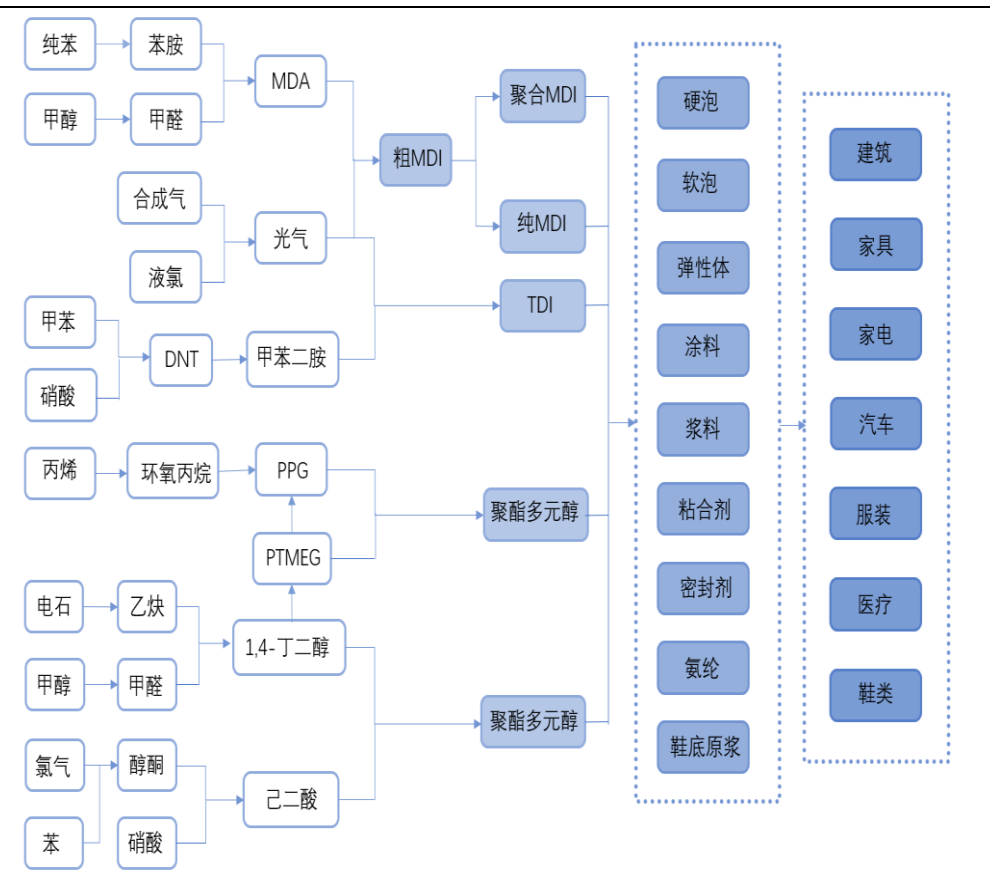
1、革用聚氨酯行业龙头

1.1、深耕革用聚氨酯领域

汇得科技前身上海汇得化工有限公司成立于 2007 年。2016 年 3 月，汇得有限整体变更为上海汇得科技股份有限公司，于 2018 年在上海证券交易所上市。公司主营业务突出，为聚氨酯树脂产品的研发、生产、销售与技术服务，主要产品包括合成革用聚氨酯（PU 浆料）、聚氨酯弹性体原液和聚酯多元醇。公司持续扩大产能，重视技术创新和产品研发，持续优化生产工艺和配方，十年深耕，逐渐成为革用聚氨酯行业龙头。

革用聚氨酯处于聚氨酯产业链的中游，上游为异氰酸酯、聚酯多元醇、聚醚多元醇等，下游应用众多，包含建筑、家电、家具、汽车、鞋类等。

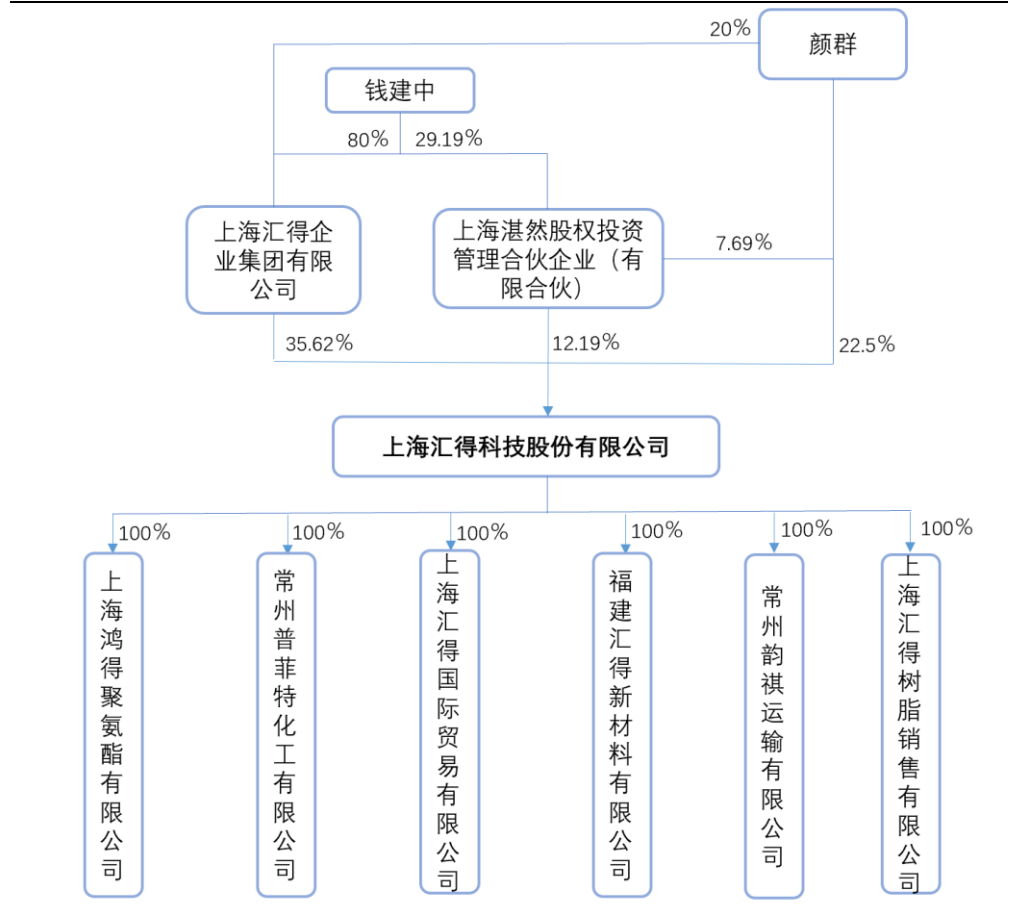
图 1：聚氨酯产业链示意图



资料来源：汇得科技招股说明书，国海证券研究所整理

公司实际控制人为钱建中、颜群夫妇，合计持有汇得集团 100%的股权，共持有汇得科技 62.62%的股份，股权集中。

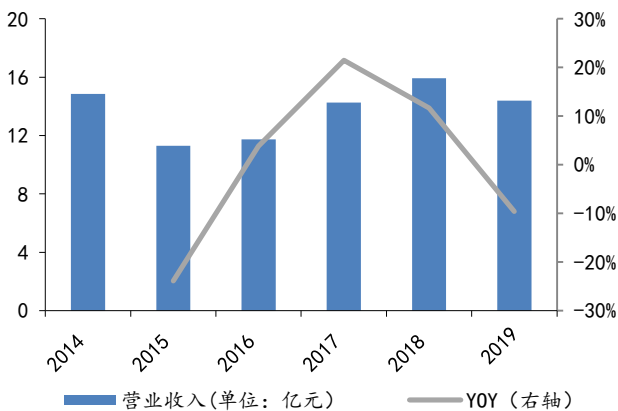
图 2: 公司股权结构图



资料来源: Wind, 国海证券研究所整理

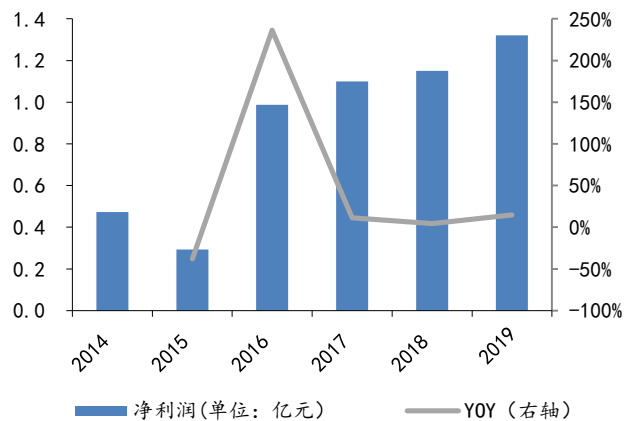
公司营业收入保持稳定, 2019 年实现营收 14.40 亿元, 与近五年的营收水平相当。但净利润从 2014 年的 0.47 亿元增至 2019 年 1.32 亿元, 公司盈利能力优化, 利润率持续提升。

图 3: 2014-2019 营收及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 2014-2019 归母净利润及增速

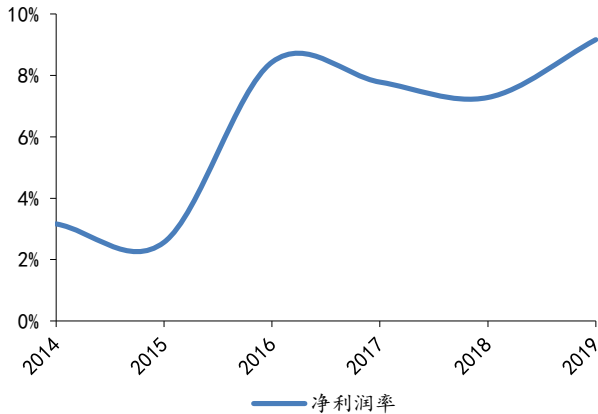


资料来源: Wind, 国海证券研究所

自 2014 年起, 通过不断优化生产流程, 完善销售渠道, 公司净利润率持续提升, 2019 年公司净利润率为 9.2%。公司三个主营业务的毛利相当且相对稳定, 均在

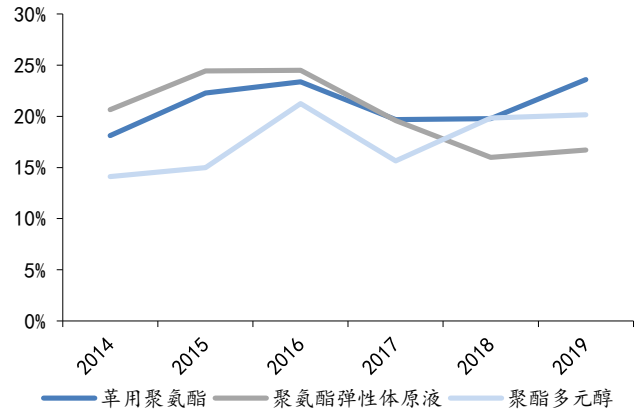
20%左右。

图 5: 2014-2019 净利润率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

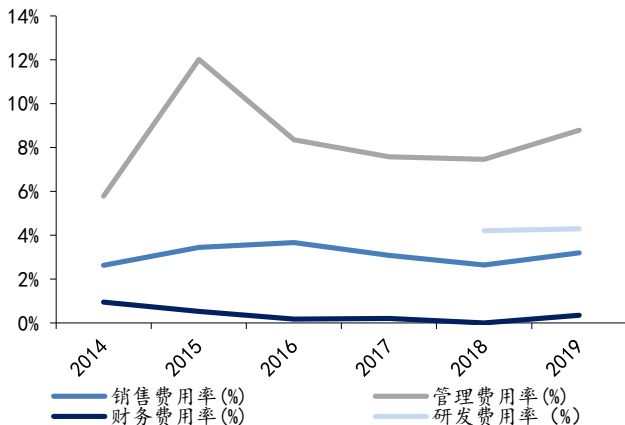
图 6: 2014-2019 分产品毛利率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

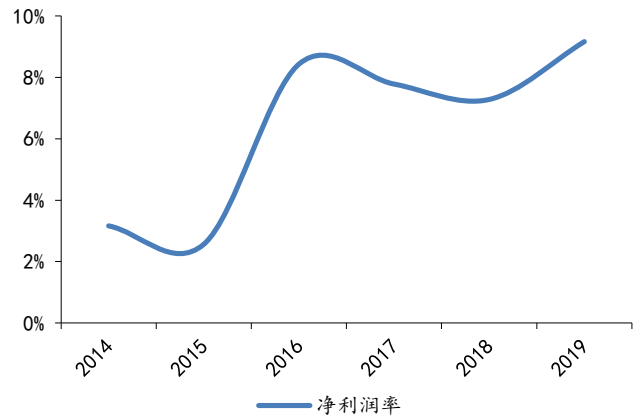
从三项费率角度看, 公司历年三项费率较为稳定且研发投入较高, 2019 年公司研发费用率为 4.3%。公司财务费用率较低, 表明公司未来发展过程中负债空间充裕。公司 ROE 水平较高, 2014-2019 年平均 ROE 为 15.8%。

图 7: 2014-2019 三项费率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 8: 2014-2019 历年 ROE

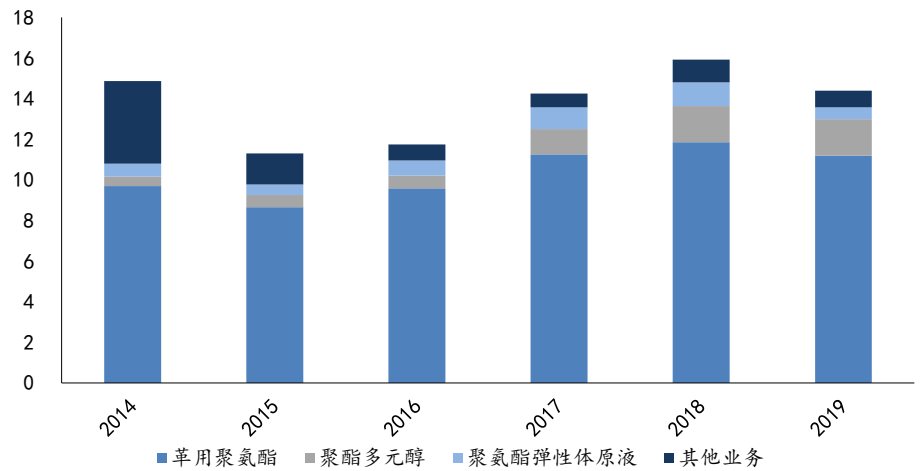


资料来源: Wind, 国海证券研究所

1.2、产品结构不断优化

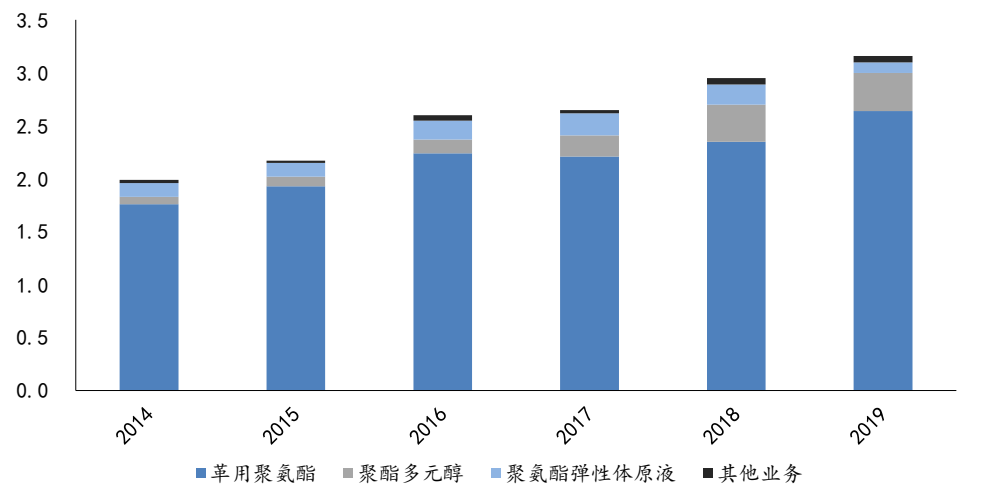
公司营收和利润来源主要是革用聚氨酯, 营收占比稳定在 75%左右, 毛利贡献 85%左右。近年来, 公司通过不断创新和开发毛利率相对较高的产品, 产品种类逐步丰富, 业务逐渐多元化, 聚酯多元醇和聚氨酯弹性体原液占比有所提升。

图 9: 2014-2019 营收结构 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 10: 2014-2019 毛利结构 (单位: 亿元)



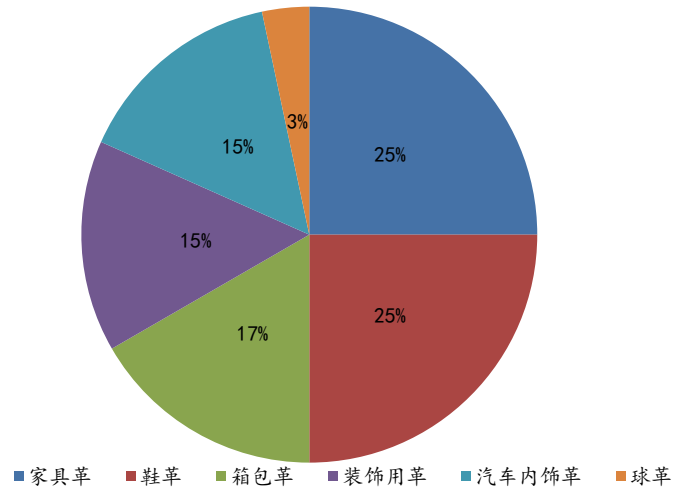
资料来源: Wind, 国海证券研究所

2、革用聚氨酯行业集中度有望提升

2.1、下游需求短期放缓，长期无忧

革用聚氨酯即皮革浆料（PU 浆料），根据生产工艺不同，可分为溶剂型、无溶剂型和水性聚氨酯三种类型。其中溶剂型革用聚氨酯主要用于生产服装革、家具革、鞋面革、箱包革、球革、装饰革等居民消费产品；无溶剂型革用聚氨酯主要用于生产汽车革（座椅革、内饰革等）以及其他对环保、性能等方面要求更高的产品。由于溶剂型聚氨酯的品质、性能指标相对更稳定，且下游客户习惯生产溶剂型聚氨酯合成革产品，因此目前合成革行业的采购需求以溶剂型革用聚氨酯为主。革用聚氨酯的主要需求终端为服装革、家具革、鞋革、箱包革等。

图 11：革用聚氨酯下游分布



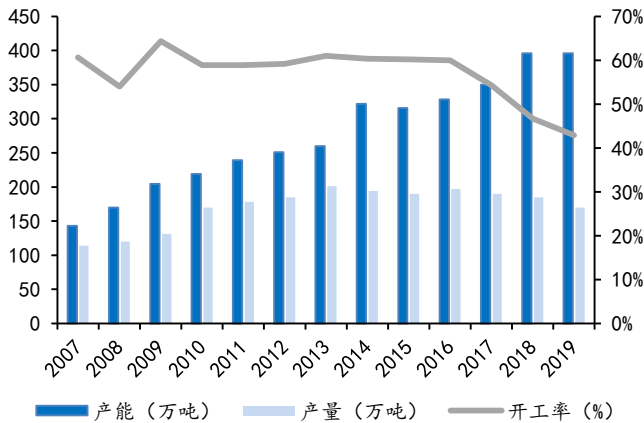
资料来源：Wind，国海证券研究所

2019 年皮革浆料行业产能 396 万吨，较 2008 年行业产能 170 万吨的 CAGR 高达 8.0%。由于下游服装制造业向东南亚转移，导致需求放缓，行业整体开工率由 2008 年的 60% 下降至 2019 年的 43%，行业景气度目前处于底部。

行业内部的龙头企业与小企业之间出现分化，龙头企业开工率仍然很高，如汇得科技 2019 年开工率高达 99.8%。小企业则因环保的高要求，VOC 排放政策的强制执行等原因而被迫停产。

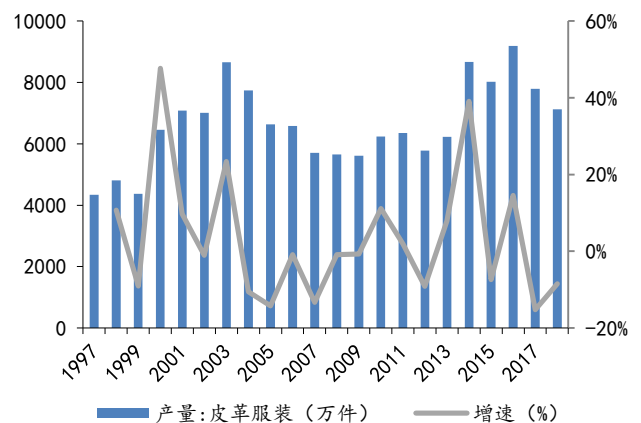
从下游需求角度来看，衣食住行各个下游需求均出现一定程度的下滑，但我们认为需求的下滑仅是受短期经济波动的影响，长期来看，新兴经济体需求未来的增长具有确定性，而中国的化工产品供应全球，长期需求无碍。

图 12: 革用聚氨酯产能、产量及开工率



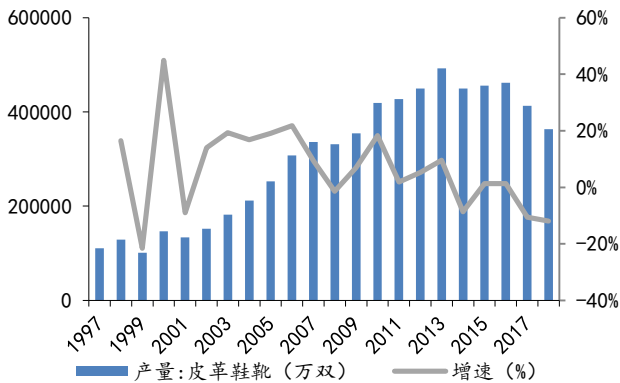
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 13: 皮革服装需求及增速



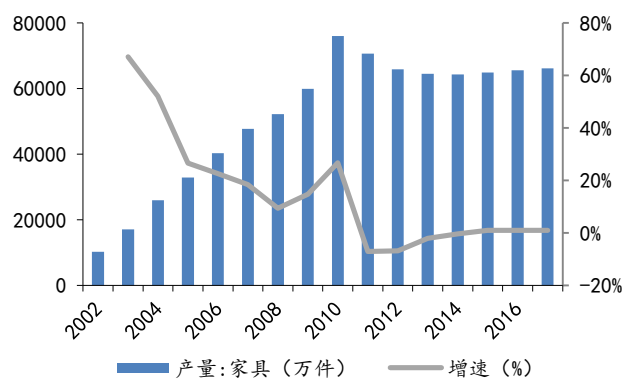
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 皮革鞋靴需求及增速



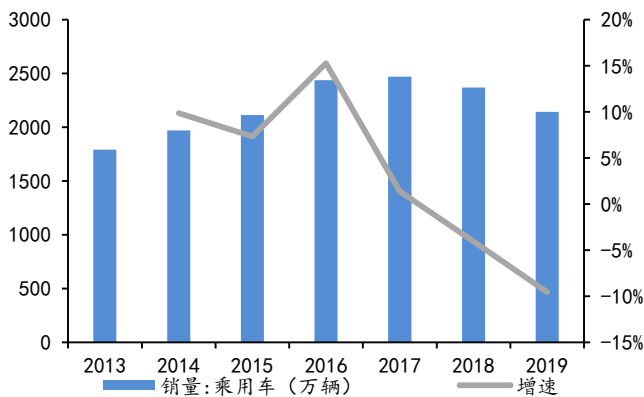
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 15: 家具需求及增速



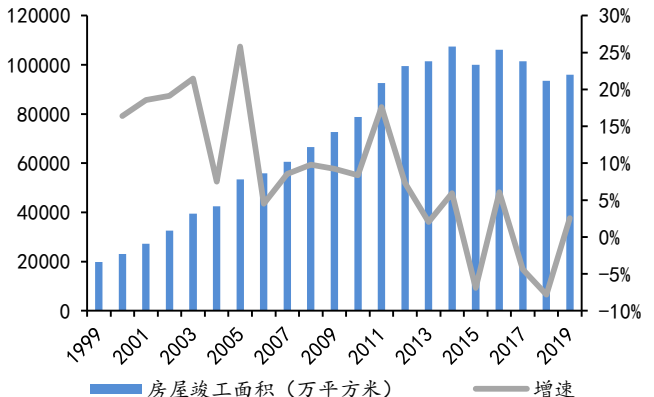
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 16: 乘用车需求及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 17: 家具需求及增速

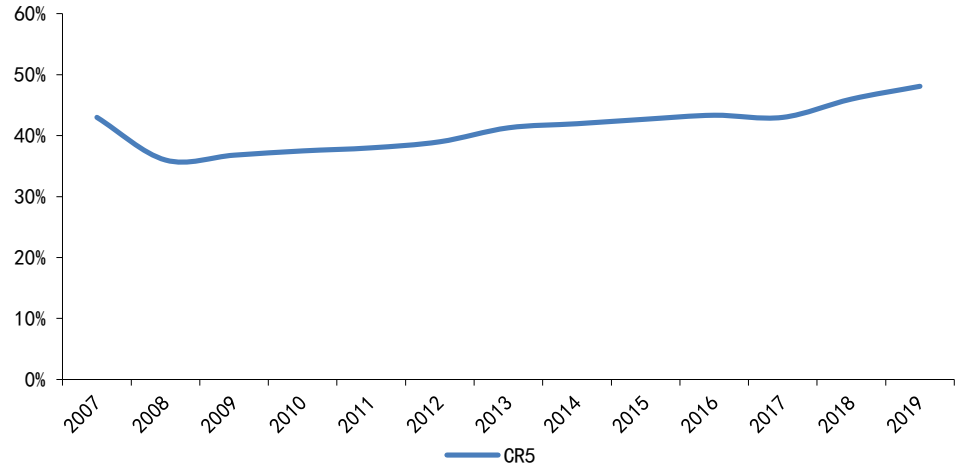


资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2、行业格局有望改善

自 2008 年起，革用聚氨酯行业的集中度不断提升，2019 年行业的 CR5 达到 48%。其中华峰集团、旭川集团、华大集团、青岛宇田和汇得科技为市占率前五的企业。目前，国内革用聚氨酯行业产能 10 万吨以上的企业共 11 家。

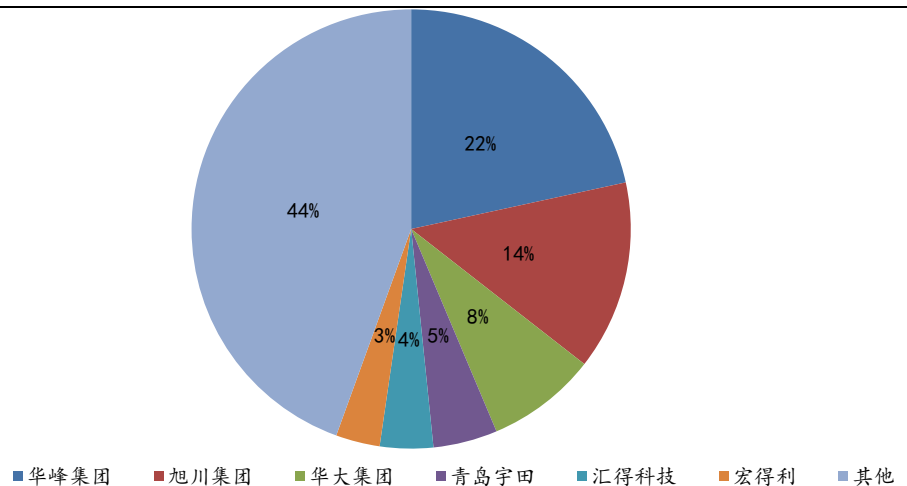
图 18: 革用聚氨酯行业 CR5 趋势



资料来源: Wind, 国海证券研究所

目前，行业整体开工率从 60% 下降至 43%，行业景气度目前处于底部，但头部企业并未采取保守策略，反而逆周期扩张，打击中小企业生存空间。如汇得科技募投的 18 万吨聚氨酯树脂及其改性项目即将投产，头部企业的优势越发明显，行业集中度有望进一步提升。此外，小企业因安全环保问题面临产能淘汰的危机。未来随着小产能的加速出清，行业的供需格局有望改善。

图 19: 2018 年各企业革用聚氨酯产量占比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

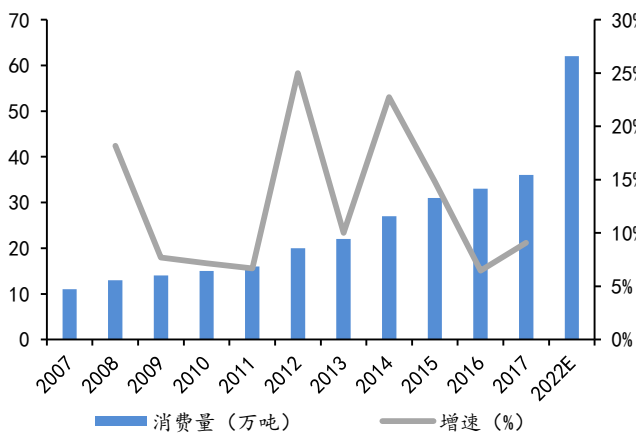
3、协同生产聚酯多元醇与聚氨酯弹性体原液

聚酯多元醇是生产革用聚氨酯和聚氨酯弹性体的主要中间品。下游企业亨斯迈、巴斯夫等主要用其生产热塑性聚氨酯弹性体（TPU），也有少量产品用于生产浇注型聚氨酯弹性体（CPU）。聚氨酯弹性体原液是生产聚氨酯弹性体的主要原料。聚氨酯弹性体具有良好的物理性能，被广泛地用于高端功能性合成革、鞋材（鞋底料）、电缆、管材、汽车、航空、医疗、薄膜等众多行业。

汇得科技生产的聚氨酯弹性体原液产品主要用于生产浇注型聚氨酯弹性体（CPU），具体用途主要用于汽车座椅填充物（发泡材料）以及粘合剂、轮胎材料、特种电缆等。公司生产聚酯多元醇与聚氨酯弹性体原液与主要产品革用聚氨酯具有很强的协同效应。

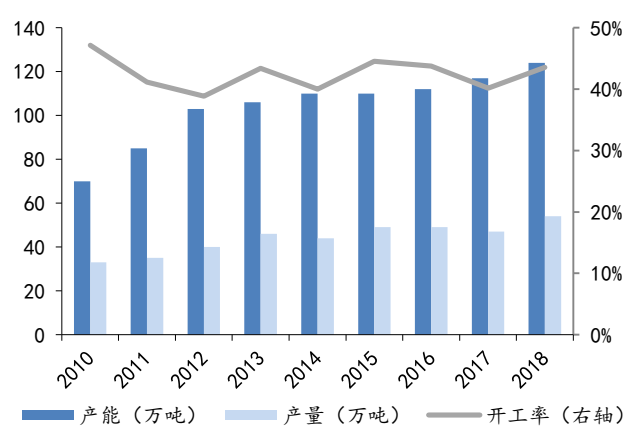
聚酯多元醇作为中间品行业市场份额较小，多为企业自用生产下游，对外销售占比小。聚氨酯原液产量自 2012 年起保持平稳略增态势，2011-2015 年间行业平均开工率稳定在 42% 左右，截至 2018 年行业总产能约 110 万吨。虽然下游市场有所收缩，但聚氨酯鞋底原液由于渗透率的提升，整体需求维持稳定。近几年行业基本没有新增产能，我们认为，未来随着聚氨酯鞋底原液渗透率的提升，行业的需求有望保持稳定增长。

图 20：我国 TPU 市场消费量及预测



资料来源：前瞻经济学人，国海证券研究所

图 21：国内鞋底原液产能、产量及开工率

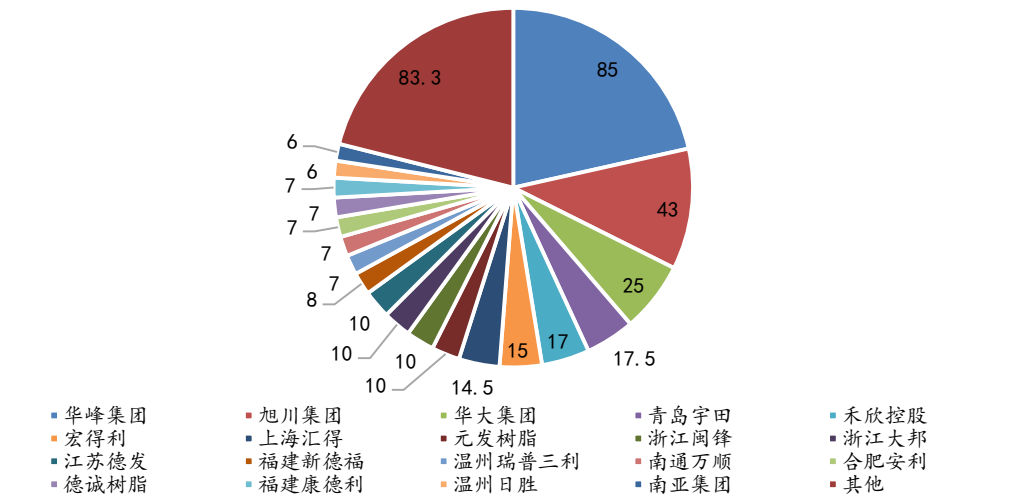


资料来源：中国产业研究院，国海证券研究所

截至 2018 年，国内聚氨酯原液厂商超过 20 家，行业整体较为分散，华峰集团产能较大。汇得科技专注于生产弹性体细分领域的聚氨酯原液，在所在细分领域拥有优势，逐渐打造出自己的品牌。

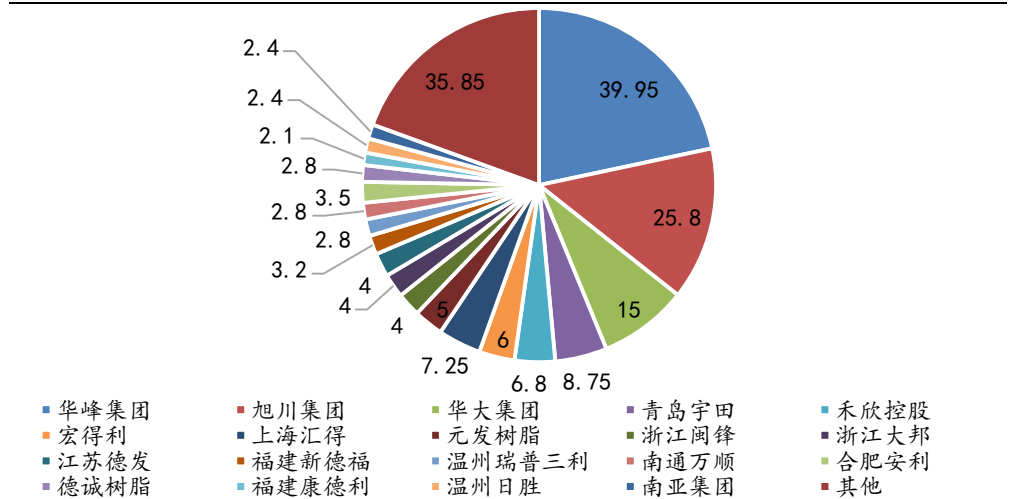
精细化学品受疫情影响不大，由于聚氨酯的下游涉及衣食住行，多为刚需，需求相对确定。从成本角度看，“十三五”期间是石化行业的产业转型期，大量千吨级石化产能投产，未来石化原料的供给预计偏宽松，利好下游精细化工行业。聚氨酯弹性体原液和聚酯多元醇未来盈利相对确定。

图 22: 2018 年国内聚氨酯原液产能分布 (万吨)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 23: 2018 年国内聚氨酯原液产量分布 (万吨)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

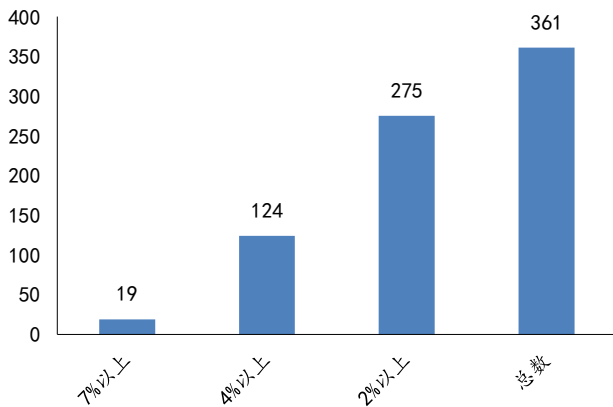
4、公司注重研发，运营能力强

4.1、公司研发能力突出

公司研发投入大，连续 3 年研发费用率 4% 以上，根据申万行业分类，在 361 家化工企业中，研发费用率占比 4% 以上的仅有 124 家，位于前 35% 分位。公司技术人员占比 17%，高于行业均值水平。公司拥有省级技术研发中心及团队。截至 2019 年底，公司共拥有 26 项有效授权发明专利、16 项已申请发明专利、1 项已申请在审实用新型专利。公司拥有较强的技术研发团队，经过多年来的市场经验积累和发展，可以根据市场和客户的需求进行快速反应并精准开发新产品。研发团队已自主研发出水性聚氨酯、无溶剂型聚氨酯、聚氨酯改性体、聚氨酯弹性体等代表行业未来发展方向的先进技术，持续改善产品结构，增加产品附加值。公司已与亨斯迈、世联、力邦等企业建立长期合作关系，积极研发更有助于维持客户粘性。

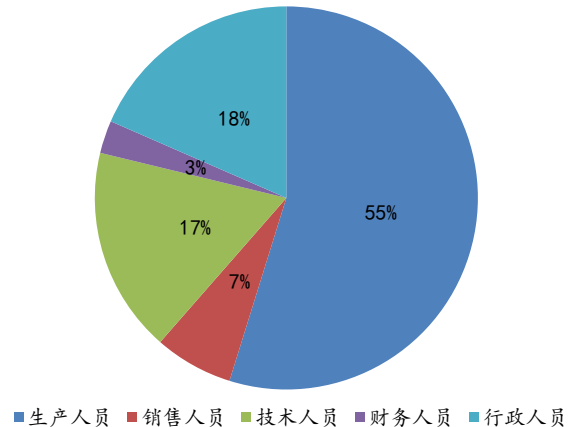
公司产品差异化优势显著，贴近终端需求。公司聚焦差异化细分领域，生产模式主要以销定产，以客户的实际需求为核心，持续优化生产工艺和配方，实现产品定制化和差异化。未来随着下游对弹性体、水性等特殊用途或工艺的聚氨酯产品需求持续增加，盈利能力和市场占有率将进一步提升。

图 24：化工企业研发费用率占比



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 25：公司人员占比



资料来源：公司公告，国海证券研究所

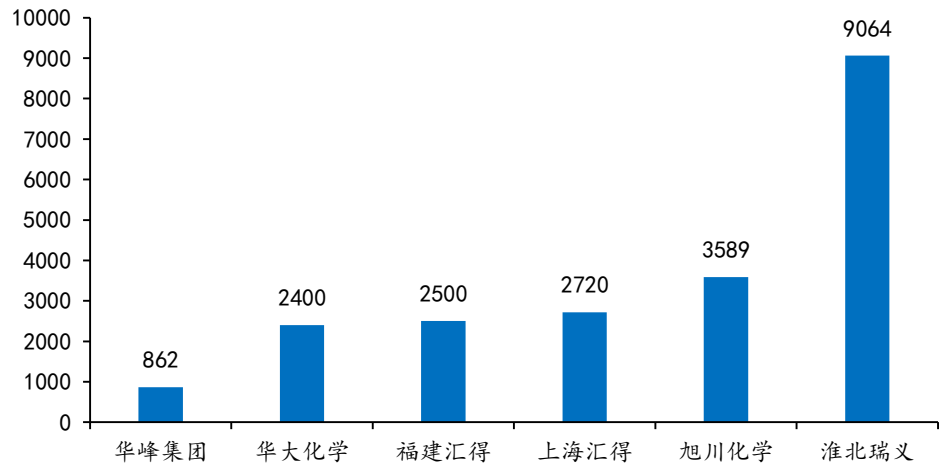
4.2、公司具有规模优势，议价能力强

公司的规模优势主要体现在单位投资较低，产业链议价能力强。公司目前革用聚氨酯产能 14.5 万吨，占国内市场份额 3.9%，排名第五。2020 年福建汇得一期新建项目投产后将增至 28 万吨，2022 年福建汇得二期投产，总产能增至 32.5 万吨，或将冲进行业产能前三宝座，公司将更具备规模优势。

公司单吨投资较低，革用聚氨酯行业投资差异大，公司作为行业龙头之一，具有显著成本优势，与行业龙头相比成本处于均值水平，比小企业单吨投资节省 6300

元。

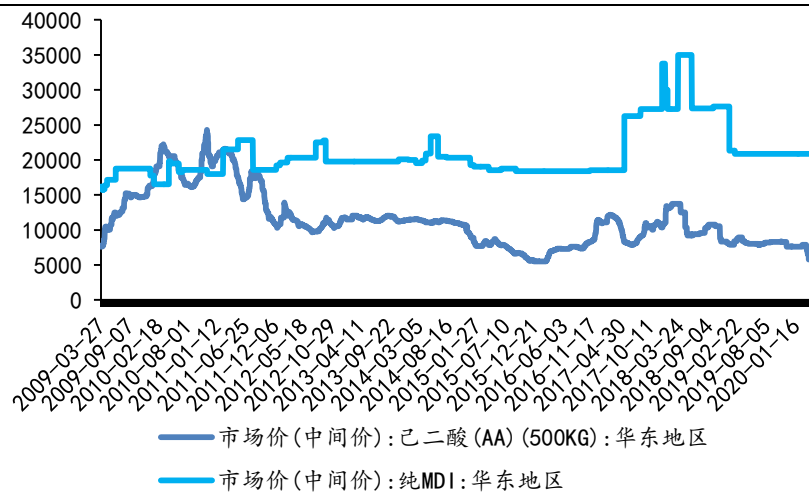
图 26: 革用聚氨酯厂家单吨投资 (元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

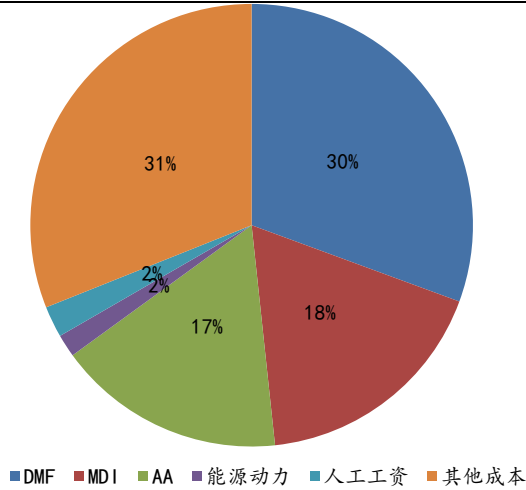
公司产业链议价能力强, 革用聚氨酯生产成本中原材料占比高, DMF、MDI 和 AA 占采购成本的 65%, 其中 MDI 占比 17.71%, 公司毛利率、净利率并未随原材料价格波动, 说明原材料波动被成功转嫁, 公司具备较好的产业链议价能力。公司充分发挥规模优势, 集中采购, 近几年纯 MDI 采购价格低于万华挂牌价, 和同行中小企业相比极具成本优势。

图 27: 主要原材料价格走势



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 28: 革用聚氨酯各项成本占比

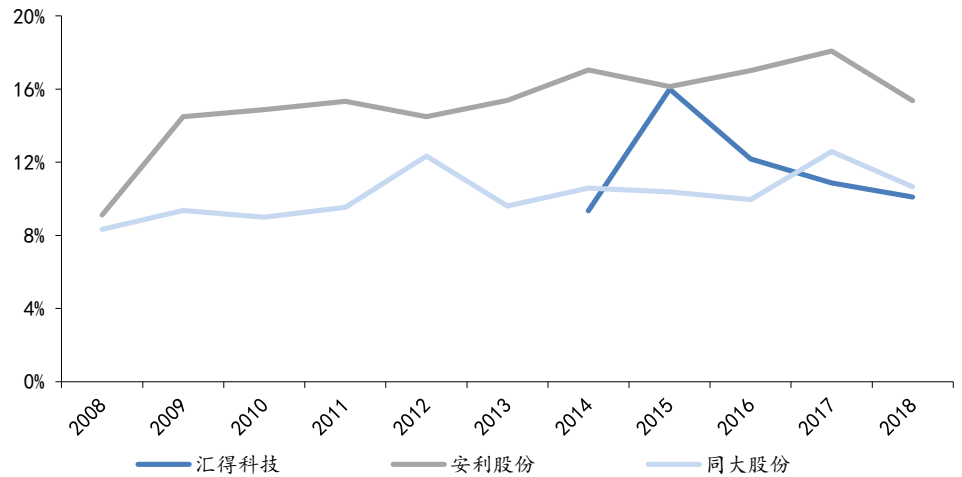


资料来源: Wind, 国海证券研究所

4.3、公司运营能力优秀

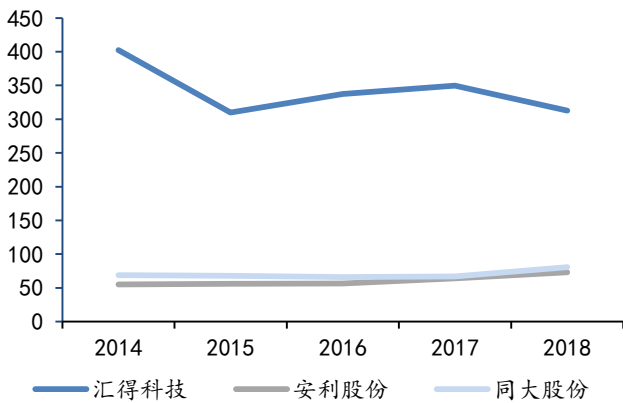
公司具备较强的运营管理能力, 三费率远低于同行企业。在保持研发费用率 4% 以上的前提下, 三项费用率整体逐年下降, 目前在 10% 左右, 具有极强的成本管控能力。公司在保证资金流动性充足方面远超前于小企业, 有充分优势占据更大的市场份额。公司充分发挥员工能动性, 高工资激励员工潜力。人均创收、人均创利远高于同行, 人均创收是同行的 3 倍, 人均创利是同行的 4-5 倍。

图 29: 同行三项费用率对比



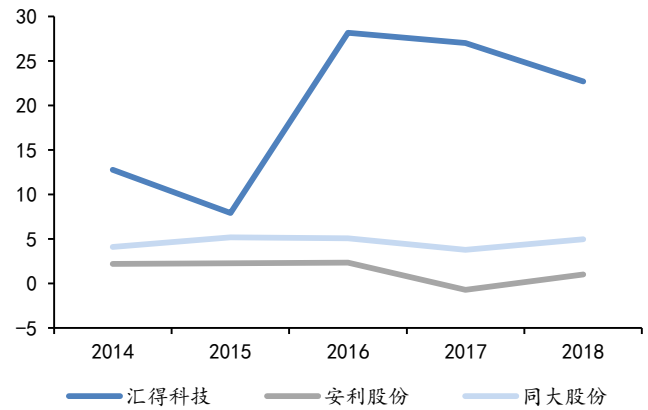
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 30: 同行企业人均创收对比 (万元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

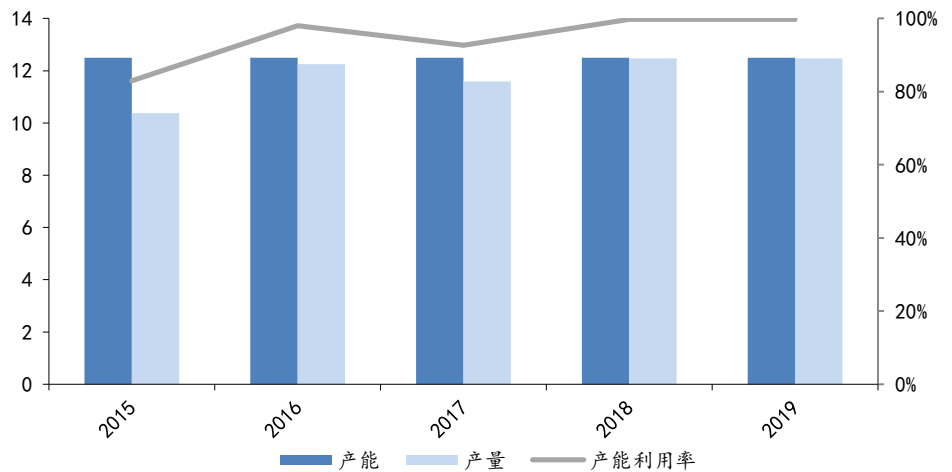
图 31: 同行企业人均创利对比 (万元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2015 年至今, 公司盈利能力持续提升, 原因在于公司不断扩大革用聚氨酯产能, 通过创新及开发毛利率相对较高的产品进行现有产品结构升级, 从而提高利润水平。此外, 公司成本管控能力强, 期间费用率逐渐降低。并且公司开工率远高于同行, 产能利用率均值维持 90% 以上, 远高于同行 43% 的开工率。

图 32: 汇得科技革用聚氨酯及聚氨酯弹性体原液产能、产量及开工率



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

5、盈利预测与评级

公司募投项目即将投产，有望解决公司遇到的产能瓶颈问题。我们认为公司具有规模优势，有望受益于行业集中度提升，业绩增长确定，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.29、1.73 和 2.29 元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	1440	1331	1649	1991
增长率(%)	-9.6%	-7.6%	23.9%	20.7%
归母净利润（百万元）	132	138	185	245
增长率(%)	14%	4%	34%	33%
摊薄每股收益（元）	1.24	1.29	1.73	2.29
ROE(%)	10.94%	10.55%	13.04%	15.66%

资料来源：Wind、国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 下游需求不及预期;
- 2) 安全生产风险;
- 3) 研发进度不及预期;
- 4) 公司新产能释放进度的不确定性;

附表：汇得科技盈利预测表

证券代码:	603192.SH				股价:	26.99	投资评级:	增持		日期:	2020-07-07
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E		
盈利能力					每股指标						
ROE	11%	11%	13%	16%	EPS	1.24	1.29	1.73	2.29		
毛利率	22%	18%	19%	20%	BVPS	11.32	12.23	13.26	14.64		
期间费率	7%	5%	4%	4%	估值						
销售净利率	9%	10%	11%	12%	P/E	21.82	20.96	15.63	11.79		
成长能力					P/B	2.39	2.21	2.04	1.85		
收入增长率	-10%	-8%	24%	21%	P/S	2.00	2.17	1.75	1.45		
利润增长率	14%	4%	34%	33%							
营运能力					利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E		
总资产周转率	0.84	0.31	0.33	0.35	营业收入	1440	1331	1649	1991		
应收账款周转率	4.96	4.96	4.96	4.96	营业成本	1124	1092	1344	1600		
存货周转率	12.48	2.43	2.43	2.43	营业税金及附加	4	3	4	5		
偿债能力					销售费用	46	53	58	64		
资产负债率	29%	70%	72%	73%	管理费用	63	53	63	72		
流动比	2.78	1.24	1.15	1.10	财务费用	(5)	(48)	(52)	(57)		
速动比	2.59	1.09	0.99	0.94	其他费用 / (-收入)	6	0	0	0		
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润	152	162	217	288		
现金及现金等价物	590	2823	3046	3303	营业外净收支	(0)	0	0	0		
应收款项	290	268	332	401	利润总额	152	162	217	288		
存货净额	90	450	554	659	所得税费用	20	24	33	43		
其他流动资产	413	307	345	386	净利润	132	138	185	245		
流动资产合计	1383	3701	4130	4603	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	84	177	462	724	归属于母公司净利润	132	138	185	245		
在建工程	195	395	395	395	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E		
无形资产及其他	38	18	17	17	经营活动现金流	0	2409	596	655		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	132	138	185	245		
资产总计	1709	4300	5013	5746	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	44	44	44	44	折旧摊销	0	8	15	39		
应付款项	390	2401	2954	3517	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	9	8	10	13	营运资金变动	(132)	2263	396	372		
其他流动负债	56	541	587	609	投资活动现金流	0	(301)	(300)	(300)		
流动负债合计	498	2994	3595	4182	资本支出	(125)	(301)	(300)	(300)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	3	3	3	3	其他	125	0	0	0		
长期负债合计	3	3	3	3	筹资活动现金流	0	(41)	(74)	(98)		
负债合计	501	2996	3598	4185	债务融资	(25)	0	0	0		
股本	107	107	107	107	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	1208	1304	1415	1562	其它	25	(41)	(74)	(98)		
负债和股东权益总计	1709	4300	5013	5746	现金净增加额	0	2067	221	257		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工组介绍】

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，3年化工行业研究经验，化工组组长，覆盖基础化工和新材料板块。

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

袁帅，Texas A&M 大学化工博士，哥伦比亚大学化工硕士，在 ACS applied materials & interfaces 等期刊发表论文十余篇，担任过多个 SCI 收录期刊审稿人，2020 年加入国海证券。

【分析师承诺】

代鹏举、卢昊，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。