

润滑油行业报告

报告日期：2017 年 9 月 01 日

乘用车保有量继续上升，优秀车用润滑油民营企业顺势崛起

——润滑油行业专题报告

报告作者：杨云 执业证书编号：S0860510120006

联系电话：021-80108035

邮箱：dengsheng@stocke.com.cn 联系人：邓胜

行业评级

润滑油

看好

报告导读：随着近几年基础油产能增加，基础油由卖方市场转入买方市场，下游润滑油企业受益；润滑油行业极度分散，杂牌遍地丛生，小品牌将被逐步淘汰出市场，行业集中度提升过程中，利好机制灵活的民营企业。

投资建议

□ 基础油产能增加，利好下游润滑油企业

近几年基础油产能扩张迅速，随着民营企业不断进入 II 类基础油市场，基础油已由卖方市场转入买方市场，利好下游润滑油企业。基础油原材料供给充裕，润滑油民营企业的发展不会受到原材料短缺所限制。

相关报告

□ 润滑油调合厂产能过剩严重，行业极度分散，杂牌多，亟待整合

全国共有润滑油厂调和能力就有 2000 多万吨（两大集团 400 万吨，国际公司 330 万吨，社会其他 1000-1500 万吨），1000 家润滑油调合厂平均产能 2 万吨。不少 10 万吨产能的调合厂，产量不到 1 万吨，调和厂产能严重过剩，行业极度分散，杂牌多，亟待整合。

联系人：邓胜

021-80108035

dengsheng@stocke.com.cn

特别感谢实习生王明辉对本文贡献

□ 工业润滑油消费量在下降，车用润滑油市场在不断崛起

车用润滑油的市场份额已由 2012 年的 44%，2016 年上升到 53%，其中乘用车润滑油的消费量实现了翻倍以上的增长，有 12 年的 70 多万吨，16 年达到 140 多万吨消费量。随着我国汽车保有量越来越多，车用润滑油市场将继续呈现稳定增长。

□ 车用润滑油得终端者得天下，民族品牌建设才刚刚开始

润滑油车主不懂油，主要是取决于终端修理工的推荐，润滑油企业需要加强对终端门店的培训与服务。目前市场上润滑油的牌子有几千个，按照发达国家润滑油行业发展经验，小品牌会被逐步的淘汰，近 10 多年来，国内长城、昆仑、龙蟠、康普顿和统一等品牌在业内已形成一定口碑。

推荐标的：康普顿（未评级）：国内最早从事车用润滑油的民营企业，深耕终端销售渠道，市占率逐年提升；

龙蟠科技（未评级）：车用润滑油已进入整车体系，根基厚，业内口碑好；环保趋严下，尾气处理液有望迎来爆发式增长，龙头受益。

正文目录

1. 基础油市场现状：消费以 I 类和 II 类基础油为主，高端基础油进口依赖度大	4
1.1. 我国基础油消费主要以 I 类和 II 类基础油为主	4
1.2. 三桶油占到国内统计基础油供给的 73%	5
1.3. 2016 年我国基础油的生产供应状态：基础油从 12 年开始由卖方市场转入买方市场	6
1.4. 基础油与原油价格的关系：基础油价格滞后原油价格 2-3 月	6
2. 添加剂市场现状：润滑油添加剂基本依赖进口	7
2.1. 润滑油添加剂作用：润滑性能和承载能力	7
2.2. 润滑油添加剂的种类	7
2.3. 润滑油添加剂市场需求分布：车用润滑油添加剂占到总需求的 60%	8
2.4. 国内外润滑油添加剂发展现状	8
3. 润滑油市场分析：工业润滑油用量趋于平稳，车用润滑油消费量不断提升	9
3.1. 润滑油供给情况：产能严重过剩	9
3.2. 市场份额及市场结构：两大集团和国际公司占据 60% 市场份额，车用润滑油占比在一半以上	9
3.3. 润滑油需求情况：润滑油市场增长趋于平稳，车用油未来仍有较大空间	10
4. 车用润滑油继续成为润滑油消费量增长的主要驱动力	11
4.1. 汽车保有量迅速增长	11
4.2. 车用润滑油细分市场	14
4.3. 车用润滑油得终端者得天下，民族品牌建设才刚刚开始	14
4.3.1. 差异化经营，AM 市场大有可为	14
4.3.2. 建立品牌知名度，深耕销售渠道	15
4.3.3. 统一润滑油发展历程对品牌建设的启示	16
5. 润滑油有相关上市公司分析：康普顿、龙蟠科技和高科石化	16
5.1. 润滑油企业盈利能力分析	16
5.2. 推荐标的：龙蟠科技和康普顿	18
5.2.1. 龙蟠科技：车用润滑油已进入整车体系，根基厚，业内口碑好	18
5.2.2. 康普顿：最早从事车用润滑油的民营企业，深耕终端销售渠道	18

图表目录

图 1: 基础油的五类标准	4
图 2: 国内主要基础油炼厂产能统计表	5
图 3: 主要基础油生产企业占比 (%)	5
图 4: 基础油产品结构 (万吨, %)	5
图 5: 轻、重质基础油比例 (%)	6
图 6: 我国基础油产能分布 (%)	6
图 7: 我国基础油进口来源情况 (%)	6
图 8: 2016 年我国基础油供给、进口和表观消费量情况 (万吨)	6
图 9: 基础油与布伦特原油价格关系	6
图 10: 润滑油添加剂的种类和作用	7
图 11: 润滑油添加剂消耗按功能分布	8
图 12: 不同种类润滑油的添加剂分布	8
图 13: 2016 年各大类润滑油企业市场份额 (%)	9
图 14: 2016 年车用油和工业油市场份额	9
图 15: 工业润滑油市场份额 (%)	9
图 16: 2016 年车用润滑油油市场份额 (%)	9
图 17: 润滑油表观消费量及增速	10
图 18: 近年来润滑油进口量及出口量	10
图 19: 2012 年润滑油消费结构 (万吨, %)	10
图 20: 2016 年润滑油消费结构 (万吨, %)	10
图 21: 工业润需求量走势	11
图 22: 近年来汽车销量以及增长率	12
图 23: 2008 年 1 月-2017 年 7 月汽车销量情况	12
图 24: 不同价格区间的占比	12
图 25: 我国汽车保有量变化情况	13
图 26: 2016 年底汽车保有量超过 200 万量城市	13
图 27: 我国汽车及私家车保有量变化情况	14
图 28: 车用润滑油市场拆解	14
图 29: 车主购买润滑油决策情况	16
图 30: 车主购买润滑油场所分布情况	16
图 31: 近年润滑油企业收入情况 (单位: 百万)	17
图 32: 近年来润滑油企业归母净利润情况 (单位: 百万)	17
图 33: 润滑油企业整体毛利率对比	17
图 34: 润滑油企业车用润滑油毛利率对比	17
图 35: 润滑油企业净资产收益率-加权 (%) 对比	18
图 36: 润滑油企业的资产负债率	18
图 37: 康普顿和龙蟠科技盈利预测 (wind 一致预期)	19

1. 基础油市场现状：消费以 I 类和 II 类基础油为主，高端基础油进口依赖度大

1.1. 我国基础油消费主要以 I 类和 II 类基础油为主

润滑油一般由基础油和添加剂两部分组成。基础油是润滑油的主要成分，决定着润滑油的基本性质，添加剂弥补和改善基础油性能方面的不足，赋予新的性能，是润滑油的重要组成部分。基础油作为原油产业链的下端产品，是通过物理蒸馏方法从石油中提炼而成。目前我国润滑油行业已广泛采用美国石油学会（API）于 1993 年根据饱和烃含量、粘度指数、硫含量提出基础油五类（API-1509）分类标准。

图 1：基础油的五类标准

分类	指标			主要型号	工艺及特点	应用范围	主要厂商
	S (%)	饱和烃 (%)	粘度指数				
I	>0.03	<90	80-120	150SN 400SN	原油经过常减压蒸馏切出所需粘度的数段润滑油馏分，再经过“老三套”工艺生产制得。该类基础油的理化性质较一般，含硫量较高。	由于硫含量和挥发性较高，已逐步被发动机油所淘汰，供应和需求稳步下降。	中石化下属部分炼厂（如：大连石化）日本 COSCO、俄罗斯 LUK 石油
II	≤0.03	≤90	80-120	150N 500N	II 类基础油是通过催化剂进行加氢裂解，使润滑油原料与“气”发生各种加氢反应。其目的包括除去硫、氮、氧等杂质，同时保留住润滑油理想组分，从而使润滑油质量得到显著提高。	在汽车行业用量稳步增长，成为生产发动机机油的主流基础油。	美孚、GS、SK、台塑、台湾中壳、马石油、中石油以及中石化下属炼厂
III	≤0.03	≥90	>120	100N 150N	III 类基础油是通过催化剂和氢进行选择性的加氢裂化或临氢异构化将油中的蜡脱除或转化。与 II 类基础油相比，属高粘度指数的加氢基础油。III 类基础油在性能上远远超过 I 类基础油和 II 类基础油。	主要用来生产高质量矿物型润滑油。	韩国 SK 公司、韩国双龙、Neste Oil 及壳牌卡塔尔 GTL 的供应量占全球供应的 80%-85%
IV	聚 α 烯烃			PA04 PA06 PA08 PA010	聚 α 烯烃（PAO）是由 α 烯烃在催化剂存在下，进行聚合反应制得。具有高粘度指数、高闪点、高燃点、热稳定性好、氧化稳定性好、低倾点、低挥发性、水解稳定性好等优点。	在多方面性能明显优于矿物油，用来生产高级发动机油、液压油等。	英力士、美孚、雪佛龙
V	I-IV 以外的其它基础油			合成脂、聚醚等合成材料	以酯类油为主的非烃型合成基础油	主要与其他基础油搭配使用	-

资料来源：康普顿招股说明书，浙商证券研究所

按照上述分类标准，我国目前基础油市场中部分基础油在粘度指数上不能达到 I 类基础油标准，该类基础油统称为其他基础油或非标基础油。

我国车用润滑油等级在过去很长时间一直低于发达国家，润滑油基础油市场需求以 API I 类基础油为主，甚至非标基础油也被大量使用。近年来随着我国汽车工业的快速发展以及环保要求的提高，我国主流车厂新车用油与国外同步接轨，我国车用润滑油尤其是发动机油等级的迅速提高，带动了高等级润滑油基础油需求量的迅猛增长。目前，我国汽油机油的主流等级正快速向 SJ、SL 和 SM、SN 升级，柴油机油主流等级向 CH-4 和 CI-4 升级，最高等级油品和发达国家市场基本同步推出，汽车发动机油等级的提高带动了高等级基础油的需求，导致 API II 类及以上基础油增长较快。目前，我国基础油消费主要以 API I 类基础油和 API II 类基础油及非标产品为主。

据百川资讯统计，2016 年其中 API I 类基础油产能为 387 万吨，API II 类基础油产能为 390 万吨，API III 类基础油产能为 45 万吨，茂名石化有 30 万吨，大庆、高桥石化也有 API III 类基础油，但是成本太高没有竞争力，产量少。目前国内基础油生产能力主要集中在中石油、中石化、中海油三大集团公司及地方炼油厂，主要产品为 API I 类和 API II 类基础油。我国基础油产能主要集中在东北、华东、华南地区。

1.2. 三桶油占到国内统计基础油供给的 73%

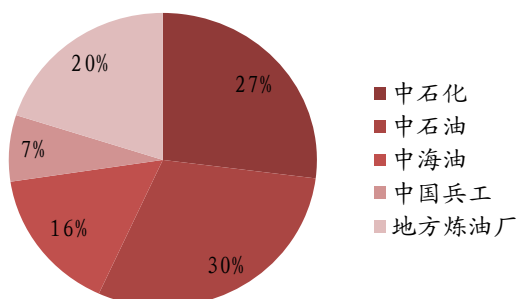
根据百川资讯统计,中国基础油的成规模企业总产能为 762 万吨(与润滑油行业年会统计数据相近),其中中石化、中石油和中海油的产能分别为 222 万吨、245 万吨和 130 万吨,三者合计占比为 73%,大地炼企业和中国兵工产能为 165 万吨和 60 万吨,占比分别为 20%和 7%。(注释:很多地炼小企业基础油产能未统计在内)

图 2: 国内主要基础油炼厂产能统计表

公司	地区	生产厂家	产能	I类	II类	III类
中石化	华南	茂名石化	77	47		30
	华东	高桥石化	40	15	25	
	华中	荆门石化	35	25	10	
	华中	南阳石化	5	5	/	
	华北	燕山石化	25	/	25	
	华东	齐胜工贸	15	/	15	
	华东	济南炼厂	25	/	25	
	合计		222			
中石油	东北	大连石化	40	40	/	
	东北	大庆炼化	20	/	20	
	东北	大庆石化	25	25	/	
	东北	抚顺石化	20	20	/	
	东北	辽河石化	30	30	/	
	西北	兰州石化	40	40		
	西北	克拉玛依石化	70	70	/	
	合计		245			
中海油	华南	中海油惠州	40	/	40	
	华东	中海油泰州	60		60	
	华东	中海油宁波大榭	15		15	
	西南	四川中海金象	15			15
	合计		130			
中国兵工	东北	盘锦北沥	60	20	40	
	华南	汉地阳光	30	/	30	
地炼	华东	清源石化	30	30		
	华东	亨润德	15	/	15	
	华北	河北飞天	10	/	10	
	东北	盘锦宏业	20	20	/	
	东北	清源集团	60		60	
	合计		165			
总计			762	387	390	45

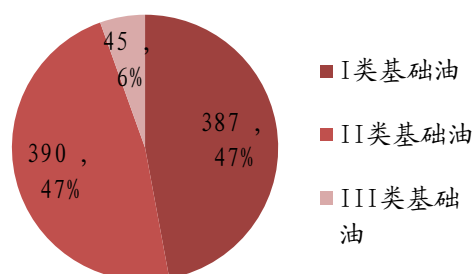
资料来源: 百川资讯, 浙商证券研究所

图 3: 主要基础油生产企业占比 (%)



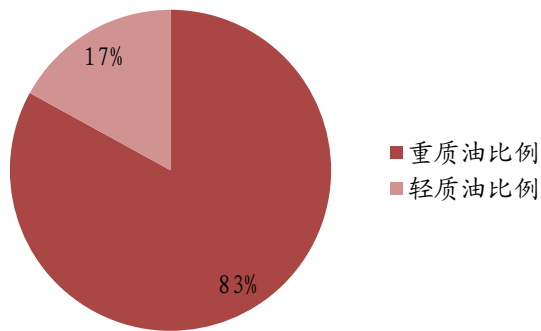
资料来源: 百川资讯, 浙商证券研究所

图 4: 基础油产品结构 (万吨, %)



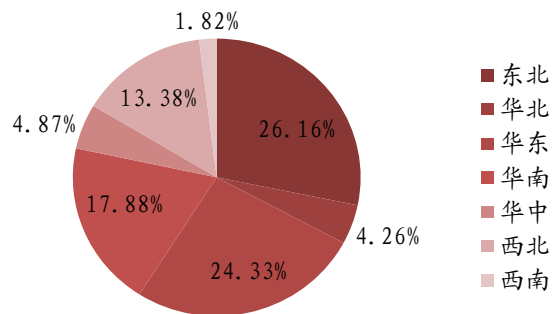
资料来源: 2017 中国润滑油行业年会, 浙商证券研究所

图 5：轻、重质基础油比例（%）



资料来源：2017 中国润滑油行业年会，浙商证券研究所

图 6：我国基础油产能分布（%）

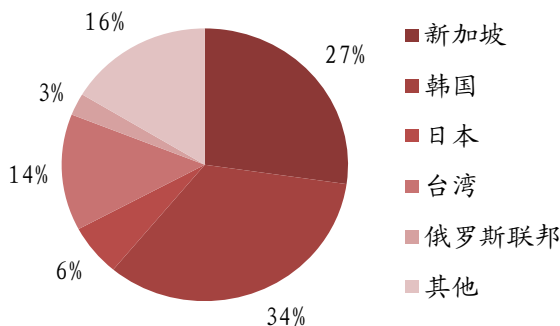


资料来源：2017 中国润滑油行业年会，浙商证券研究所

1.3. 2016 年我国基础油的生产供应状态：基础油从 12 年开始由卖方市场转入买方市场

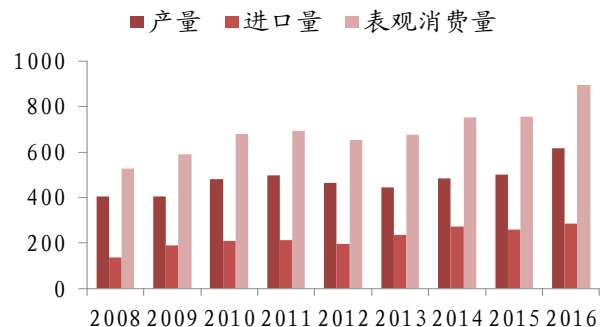
我国润滑油的生产以国内工厂生产为主，高端基础油进口为辅，但基础油的供应却呈现全球化态势。亚洲地区富集大量基础油产能，韩国、新加坡、中国台湾等地均分布大量炼油能力和基础油生产能力，大量的基础油需要出口，快速增长的中国市场具有较强吸引力。2016 年，我国进口基础油 285 万吨，比上一年 258 万吨增加 12%。高端 II 类及以上基础油仍需要进口，主要原因是国内装置加工率偏低、油品较差所致。随着越来越多的民营企业开始进入 II 类基础油，未来我国基础油进口依赖度将逐步降低，基础油从 12 年开始由卖方市场转入买方市场，基础油原材料供给充裕，润滑油民营企业的发展不会受到原材料短缺所限制。

图 7：我国基础油进口来源情况（%）



资料来源：海关总署，浙商证券研究所

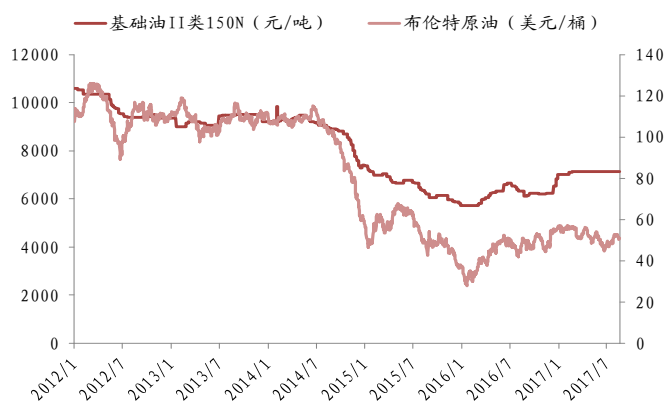
图 8：2016 年我国基础油供给、进口和表观消费量情况（万吨）



资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

1.4. 基础油与原油价格的关系：基础油价格滞后原油价格 2-3 月

图 9：基础油与布伦特原油价格关系



资料来源：wind，浙商证券研究所

基础油作为原油产业链的下端产品，国际原油价格是影响基础油价格的最主要因素，两者具有较强的关联性；但是基础油价格同时受到市场供需及相关行业等因素影响，因此，虽然基础油价格与石油价格具有较强的关联性，但是其波动幅度往往没有原油价格波动剧烈，且呈现一定的滞后性，一般滞后 2-3 个月。近年来，原油价格波动较大，主要是由于受金融危机的影响，下游行业需求量下降，原油价格下跌幅度较大，特别是从 2014 年下半年开始，受全球产量增长和需求增速缓慢影响，原油价格持续下跌，至 2015 年末已经下跌逾 50%。基础油市场价格和原油价格的变化趋势基本保持一致，但基础油由于受到市场供需等因素的影响，波动幅度没有原油价格波动剧烈。

2. 添加剂市场现状：润滑油添加剂基本依赖进口

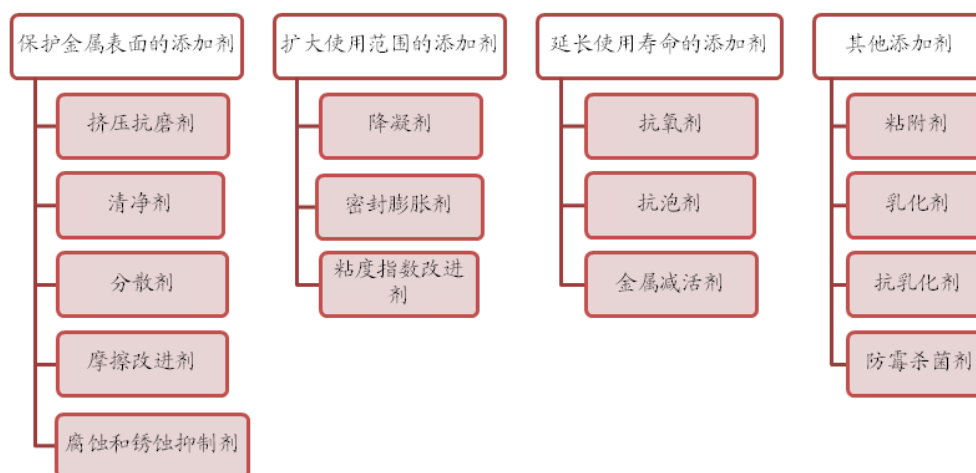
2.1. 润滑油添加剂作用：润滑性能和承载能力

汽车启动时，发动机在极压工况下工作，缸套与活塞环直接接触，产生大量的热，金属表面会发生擦伤甚至熔焊。这时车用润滑油需要具备这样的性能：与缸套或活塞环表面起化学反应形成反应膜，起到保护工件表面的作用。我们把润滑油的这种能力叫做极压抗磨能力。汽车行驶在高速路上，发动机在高温下工作会形成类似黑烟的积炭；汽车在市内开开停停，发动机工作温度不够，未燃烧的燃料油存在于气缸，生成氧化产物，成为黏稠的薄膜。正因为如此，车用润滑油还必须具备这样的性能：能够将积炭和氧化产物等沉积物从汽缸壁上清洗下来，能够尽可能多地将洗下来的东西十分均匀地包溶在润滑油里面，而不至于到处沉积和堵塞。我们把润滑油的这几种能力称为清净能力、分散能力和增溶能力。

单纯的基础油不能完全满足这些性能，这时就需要加入相应的添加剂，如极压抗磨剂、清净剂、分散剂等来提高油品的质量，延长油品的工作时间。20 世纪 30 年代以前，国内外润滑油中很少使用添加剂。随着车辆发动力的进步以及机械设备的发展，对润滑油的性能有了越来越高的要求，润滑油添加剂在 20 世纪 50-60 年代有了迅速的发展，在此期间，国外开发应用了丁二酰亚胺无灰分散剂，丁二酰亚胺与金属清洁剂复合使用明显提高了油品的性能，是 60 年代润滑油添加技术领域的一大突破。60 年代后期，润滑油添加剂主要类型已经基本定型，20 世纪 70 年代润滑油添加剂处于平稳发展时期，20 世纪 80 年代润滑油添加剂主要以复合剂形式出售，20 世纪 90 年代发展多功能润滑油添加剂，近年来，国内外的研究者发现纳米粒子由于量子尺寸效应和表面效应，能够表现出特殊的高承载能力性能，在润滑油中加入纳米添加剂可显著提高其润滑性能和承载能力，减少添加剂的用量，提高产品质量，特别适用于苛刻条件下的润滑场合。

2.2. 润滑油添加剂的种类

图 10：润滑油添加剂的种类和作用



资料来源：中国知网；浙商证券研究所

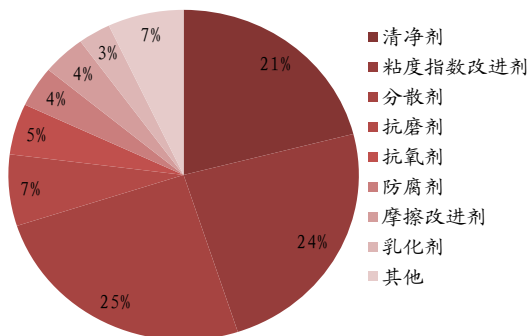
按照润滑油的使用场合不同，润滑油有内燃机油、齿轮油、切削液等不同分类。不同场合、不同工况下需要使用的添加剂种类、比例也不尽相同。现代润滑剂的五大添加剂为清净剂、分散剂、抗磨剂、抗氧剂和黏度指数改进剂，是通用而核心的添加剂。

2.3. 润滑油添加剂市场需求分布：车用润滑油添加剂占到总需求的 60%

在各类润滑油添加剂中，分散剂、黏度指数改进剂、清净剂 3 大功能剂占添加剂总消耗量的 71%。

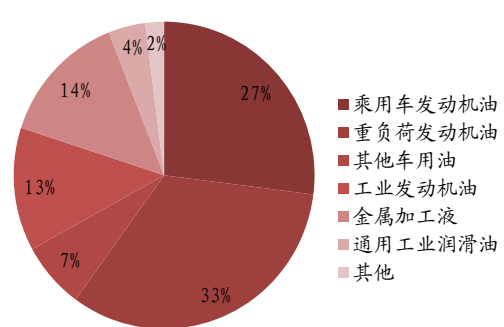
从油品种类分布来看，内燃机油添加剂消耗量约占添加剂总销售量的 70%，工业润滑油添加剂消耗量约占添加剂总销售量的 17%-20%。乘用车发动机油和重负荷发动机油约占全球润滑油消耗量的 46%，而用于乘用车发动机油和重负荷发动机油的添加剂则占到全球添加剂需求的 60%（重负荷发动机油的添加剂约 33%，乘用车发动机油的添加剂约 27%），这是由于这 2 类油品需要添加更多的添加剂。金属加工液约占全球润滑油消耗量的 6%，所用添加剂则占到全球添加剂消耗量的 14%。工业润滑油（包括液压油、齿轮油、汽轮机油、压缩机油、冷冻机油等）约占全球润滑油消耗量的 8%，而所用添加剂仅占全球添加剂消耗量的 4%，添加剂用量较低。

图 11：润滑油添加剂消耗按功能分布



资料来源：中国知网，浙商证券研究所

图 12：不同种类润滑油的添加剂分布



资料来源：中国知网，浙商证券研究所

2.4. 国内外润滑油添加剂发展现状

目前国外添加剂产业集中度较高，主要由以下四家公司主导：路博润(Lubrizol)公司、润英联(Infineum)公司、雪佛龙奥伦耐(Chevron Oronite)公司、雅富顿(Afton)公司。2015 年这四家公司占据润滑油复合剂的市场份额超过 87%。其中路博润以 37.0%的市场份额占据领导地位，润英联和雪佛龙紧随其后，分别占 23.5%和 18.0%的份额。

路博润公司建立于 1928 年，以研究、开发、生产和经销润滑油添加剂起家。总部在美国俄亥俄州威克利夫，是全球最大的润滑油添加剂公司。路博润几乎生产所有润滑油和燃料用的组分添加剂和复合剂。润英联在 1999 年由 Exxon Mobile 和 Shell 公司的添加剂分部合并而成，是世界第二大润滑油添加剂供应商，润英联最初的产品为降凝剂，此后又发展了发动机油抗氧剂和抗磨剂技术，近年来研发集中于无灰分散剂和金属清洁剂。在 20 世纪 60 年代，润英联开始涉足燃料添加剂，尤其是在柴油流动性改进剂方面成绩突出。目前，润英联的燃料添加剂发展侧重于柴油润滑性添加剂。雪佛龙奥伦耐公司成立于 1917 年，是美国第三大润滑油添加剂生产和供应商，在复合剂方面有很强的实力，主要产品有汽油/柴油机油复合剂、天然气发动机油复合剂等。雅富顿成立于 2004 年，其前身为 Ethyl（乙基）公司，负责原有的石油添加剂业务。雅富顿公司的产品线分布很有特色，其车用油添加剂产量约占总产量 55%，驱动系用油添加剂约占 26%，其余为工业用油或是工业发动机用油添加剂。Shell 和 BP 是雅富顿的两大主要客户。

亚太地区是润滑油添加剂领先的地区市场，近年来中国汽车工业增长的良好势头，使得中国将成为全球最大的润滑油添加剂市场。我国进口添加剂大部分被跨国公司垄断，主要是路博润、润英联、雪佛龙和雅富顿 4 家。

3. 润滑油市场分析：工业润滑油用量趋于平稳，车用润滑油消费量不断提升

3.1. 润滑油供给情况：产能严重过剩

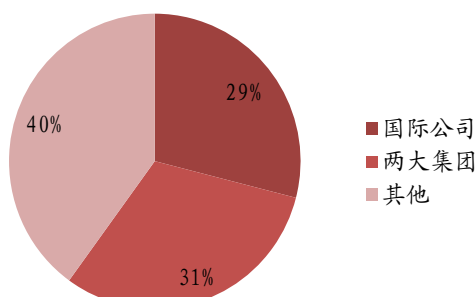
润滑油整体消费趋于稳定，国际公司和两桶油占据 60%消费市场：据润滑油行业年会统计，2016 年我国润滑油消费量达 540 万吨（统计口径不包含橡胶用油、船用油和白油等种类，与百川资讯统计差 100 万吨左右），较 2015 年 560 万吨下降 3.5%，润滑油消费逐步走向稳定状态。2016 国际公司（29%）和两桶油（31%）合计占到整个润滑油市场份额的 60%（300 多万吨），其他民营企业的市场份额为 40%（200 多万吨）。

润滑油调合厂产能严重过剩：全国共有润滑油厂调和能力就有 2000 多万吨，其中两桶油 400 万吨，国际品牌 330 万吨，社会其他 1000-1500 万吨。如果按我国 2015 年 1350 家调合厂，扣除 300 多家特种油厂，那么 1000 家润滑油厂平均产能 2 万吨。2000 多万吨产能对应 500 多万吨的消费市场，调和厂的产能是严重过剩。产能过剩现象在民营企业中尤为严重，1000-1500 万吨的产能对应的市场份额在 200 多万吨，开工率仅为 20% 左右。

3.2. 市场份额及市场结构：两大集团和国际公司占据 60% 市场份额，车用润滑油占比在一半以上

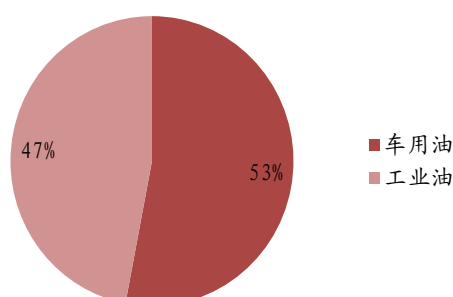
2016 年市场消费量 540 万吨，两大集团 31%，国际公司占到 29%，其他 40% 的市场份额就是 216 万吨，由 1000 多家企业瓜分，平均蛋糕只有 2000 吨，可见要进步只有淘汰落后的产能才能发展，随着全国各地环保督查的推进，小企业的关停速度有望加速。

图 13：2016 年各大类润滑油企业市场份额（%）



资料来源：2017 年中国润滑油行业年会，浙商证券研究

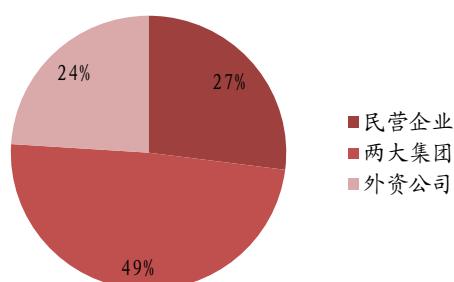
图 14：2016 年车用油和工业油市场份额



资料来源：2017 年中国润滑油行业年会，浙商证券研究所

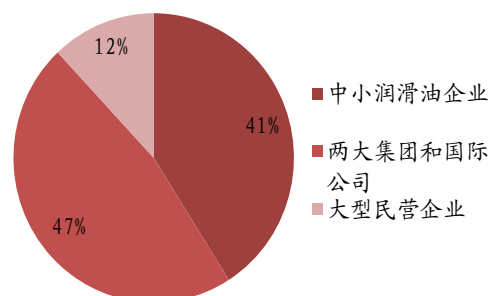
工业润滑油品牌集中度高，其原因如下：大型、特大型工业企业集中采购、招投标、供应商管理。并且工业企业大多注重品牌、可靠性、技术服务。大型、特大型的工业企业使用量占工业润滑油 80%，且采购的润滑油是大品牌，而中小民营企业的润滑油产品销往中小工业企业。

图 15：工业润滑油市场份额（%）



资料来源：2017 年中国润滑油行业年会，浙商证券研究所

图 16：2016 年车用润滑油油市场份额（%）



资料来源：2017 年中国润滑油行业年会，浙商证券研究所

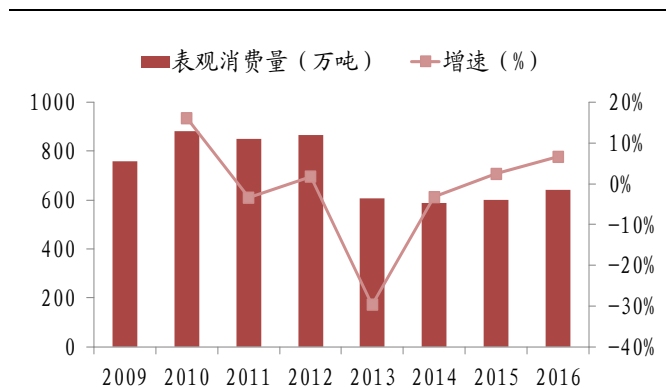
对于车用润滑油而言，占市场份额 59% 的大企业只有 60 家（两大集团+国际公司+大型民营企业），数量占车用油企业总数的 8%，车用油市场份额超过 10% 的企业只有一家，车用油市场品牌集中度处于分散的状态。从经销商情况来看，3000 万以上规模的经销商个数占比不到 10%，而 1000 万规模以下的经销商个数占比达到 75%。

3.3. 润滑油需求情况：润滑油市场增长趋于平稳，车用油未来仍有较大空间

润滑油市场主要受宏观经济发展速度、交通运输、机械设备等行业发展的影响。随着中国经济多年来的高速发展，我国润滑油市场规模不断扩大，总体保持增长态势。从历史发展来看，我国润滑油市场的发展可以分为三个阶段，第一阶段（1950 年-1992 年）：我国润滑油总体水平没有实质性的提升，工业润滑油以全损耗为主，车用润滑油还没有跟上国际质量体系。第二阶段（1992 年-2000 年）：我国逐渐放开了润滑油业务，但没有设置任何的技术门槛和商务门槛，其结果是外资品牌占据利润丰厚的高端市场，而国内公司盲目争夺市场，在低端市场无序竞争。整个行业技术特点两级分化，进口设备采用国际产品标准，国内设备普遍采用低档产品标准。第三阶段（2000 年-2015 年）：这是中国润滑油行业大发展的阶段，首先得益于国民经济快速增长带来的市场机会，同时也是国际国内品牌竞争带来的技术进步和营销实践。主流汽油机油从 SE/SF 升级到 SL/SM，部分使用 SN/GF-5，而柴油机油跨过保持了几十年的 CD，快速进入 CH-4/CI-4 的时代，很大部分使用 CJ-4，车用润滑油总量超过了工业润滑油，达到约 53%。

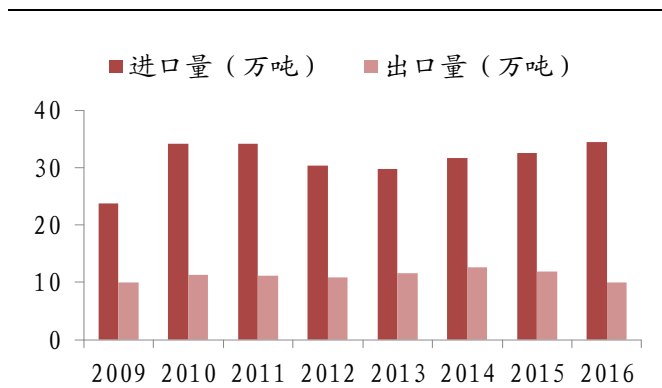
根据百川资讯数据显示，2001-2011 年，受益于我国汽车行业的飞速发展，我国润滑油消费量也从 350 万吨增长到 691 万吨几乎增长一倍，期间年均增速达到 7.0%，远超过同期世界市场不到 1% 的平均增速。2013-2015 年，润滑油消费量徘徊在 600 万吨左右。消费量下降的主要原因是工业增速放缓导致工业润滑油需求下降，以及油品质量提升带来换油期延长等。2015 年我国润滑油表观消费量为 601 万吨，较上年增长 2.3%，2016 年润滑油市场逐渐回暖，表观消费量为 641 万吨，增长幅度为 6.5%。

图 17：润滑油表观消费量及增速



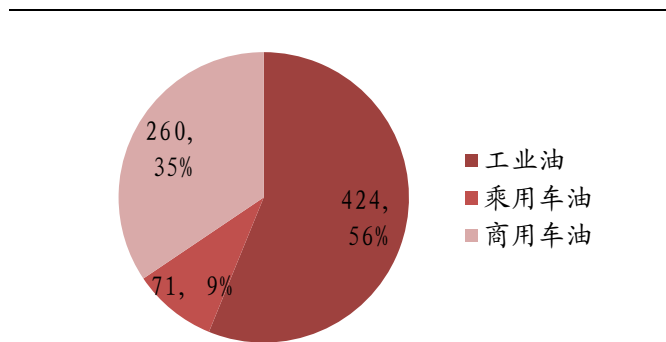
资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

图 18：近年来润滑油进口量及出口量



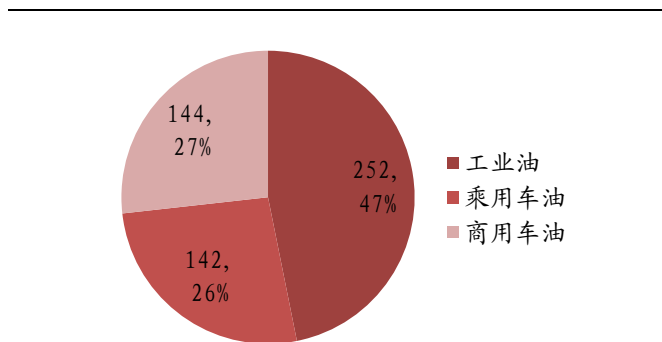
资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

图 19：2012 年润滑油消费结构（万吨，%）



资料来源：2017 年中国润滑油行业年会，浙商证券研究所

图 20：2016 年润滑油消费结构（万吨，%）



资料来源：2017 年中国润滑油行业年会，浙商证券研究所

受工业不景气的影响，2016 年工业润滑油消费量 252.47 万吨，与 2012 年 424.56 万吨相比，明显下降，且在消费结构中的占比由 56% 下降至 47%。车用润滑油来看，商用车油占比不断降低，随着居民收入以及生活水平的提高，乘用车产量不断增加，相应地用量也不断增加，由 2012 年的 9% 增加至 2016 年 26%，预计未来随着汽车保有量的增长，乘用车油的占比将不断增加。

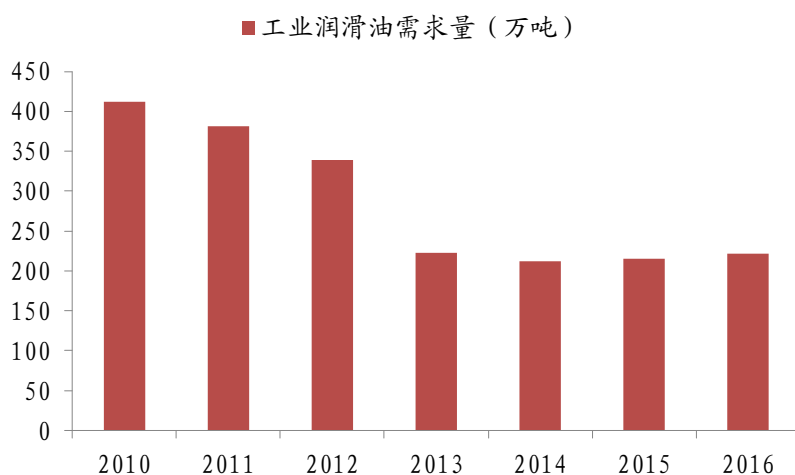
4. 车用润滑油继续成为润滑油消费量增长的主要驱动力

4.1. 汽车保有量迅速增长

润滑油按照用途分为工业润滑油和车用润滑油。国内润滑油消耗总量中，车用润滑油占的比重较大，约占整个润滑油消费量的 53%。车用润滑油在车辆运行中主要起润滑作用，此外，润滑油还起冷却、清洗防锈、减振、密封、传递动力等作用，润滑不当，会造成机件的磨损、损坏，使车辆无法正常工作，正确的使用润滑油不但能提高机器的使用性能和寿命，还能够减少排放，降低能源消耗。汽车润滑油包括发动机润滑油、齿轮油、自动变速箱油、液力传动油等，其中，发动机润滑油的用量最大。

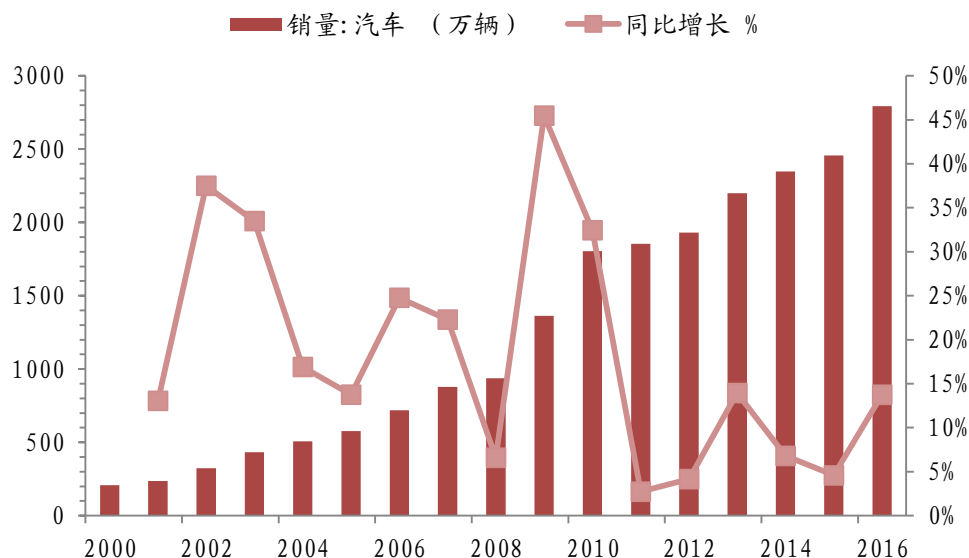
目前，我国已经成为全球汽车制造中心和全球最大的汽车消费市场。根据中国汽车工业协会发布的数据显示，2000 年我国汽车的销量为 208 万辆，2016 年达到 2793 万辆，过去十年间，我国汽车工业经历了爆发式的增长。

图 21：工业润需求量走势



资料来源：中国产业信息网，浙商证券研究所

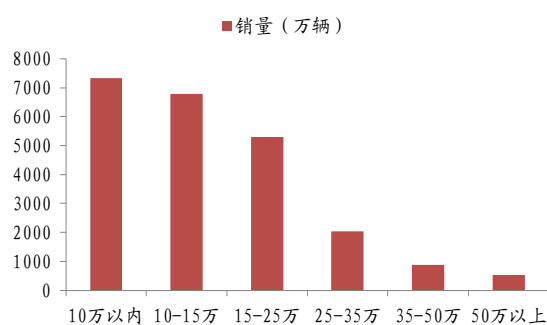
注：中国产业信息网与润滑油行业年会统计口径不一

图 22：近年来汽车销量以及增长率


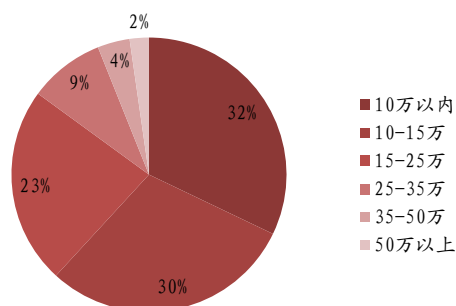
资料来源：中国汽车工业协会, 浙商证券研究所

2008 年 1 月到 2017 年 7 月销售数据来看, 汽车销量价格区间主要以 25 万以下汽车为主, 价格在 10 万以内共 7227 万辆, 价格在 10 万-15 万之间汽车共销售 6785 万辆, 价格在 15-25 万之间汽车共销售 5295 万辆, 未来我国汽车销量的增长仍然以价格在 25 万以下汽车为主。10 万以内车型占比 32%, 10-15 万车型占比 30%, 15-25 万车型占比 23%, 25 万吨以上车型占比 15%。

我国汽车销量的爆发式增长推动了汽车保有量的大幅提升, 截至 2014 年底, 我国汽车保有量达到 1.54 亿辆, 位居世界第二; 2015 年年末全国民用汽车保有量达到 1.72 亿辆, 2016 年末, 我国汽车保有量达到 1.94 亿辆。根据德勤咨询发布的《中国汽车行业配件管理对标调研皮书》预测, 2020 年我国汽车保有量将达到 2.80 亿辆, 2014 年至 2020 年期间复合增长率为 10.48%。我国庞大的汽车保有量以及不断提高的汽车普及率, 为我国车用润滑油在内的汽车精细化产品的发展提供了广大的市场空间。

图 23：2008 年 1 月-2017 年 7 月汽车销量情况


资料来源：车主之家, 浙商证券研究所

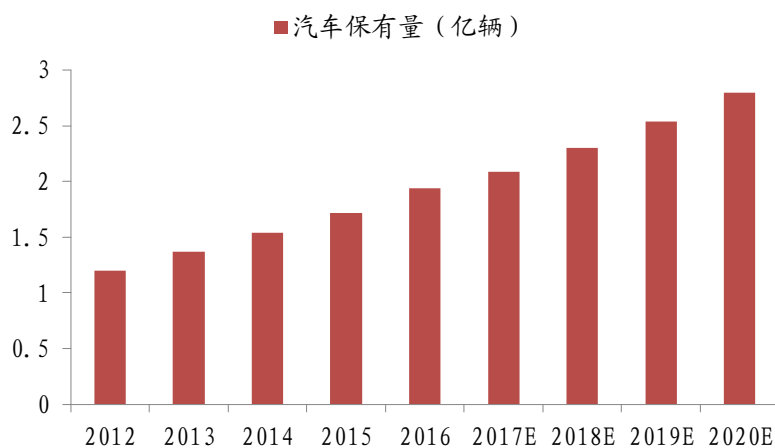
图 24：不同价格区间的占比


资料来源：车主之家, 浙商证券研究所

从地域分布来看, 全国共有 49 个城市汽车保有量超过百万辆, 18 个城市汽车保有量超过 200 万辆, 6 个城市超过 300 万辆 (图 26 所示), 其中汽车保有量超过百万辆的城市绝大多数是省会城市以及一线大城市。截止 2016 年底, 我国私家车保有量共计 1.46 亿辆, 平均每百户家庭拥有 36 辆, 而成都、深圳、苏州等一二线大城市每百户家庭拥有私家车超过 70 辆。私家车已经成为汽车市场增长的主要动力。据调查发现, 过去五年间三线城市新车购买意向为 18%,

四线城市新车购买意向为 20%。由此可以看出，未来三四线小城市仍有较大的消费潜力。随着未来乘用车成为我国汽车市场的消费主体以及购买需求向内陆地区转移，我国汽车市场的发展重心将向中西部内陆省份及欠发达地区转移，逐步释放上述地区的消费潜力，推动我国汽车保有量进一步增长。

图 25：我国汽车保有量变化情况



数据来源：公安部交管局及德勤咨询、国民经济统计公报，浙商证券研究所

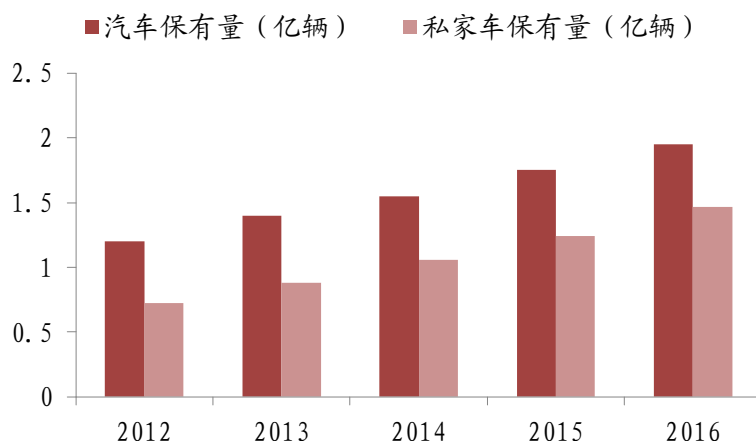
一般而言，汽车行驶 5000-7000 千米就需要更换一次润滑油，作为一种必须的消费品，润滑油的需求量很大。目前中国汽车保有量在快速增长，国内润滑油市场仍有巨大的增长潜力。车用润滑油市场由于需求相对稳定，将成为润滑油市场增长和发展的主要支撑。2016 年，全国润滑油市场总消费量约为 641 万吨。在车用润滑油方面，随着我国汽车保有量不断提升以及居民生活水平日益提高，我国车用润滑油需求量呈现出快速增长的趋势，随着汽车保有量的增加和人们出行率的提高，对车用润滑油的需求量也不断增加。

图 26：2016 年底汽车保有量超过 200 万量城市



资料来源：autocarweekly，浙商证券研究所

图 27：我国汽车及私家车保有量变化情况



资料来源：autocarweekly，浙商证券研究所

4.2. 车用润滑油细分市场

近年来，随着生活质量的提高，车用油的需求量和比重在逐渐升高，目前处于增长阶段的主要为汽油机油和柴油机油。

汽油机油市场：2016 年，轿车（小型载客汽车）保有量 16000 万辆，在润滑油市场中占比 43.5%，预计轿车未来保有量增速在 5-10%。中型载客汽车和微型载客汽车保有量分别为 168 万辆、337 万辆，预计中型载客汽车未来增速为 5%，微型载客汽车增速为 2%。

柴油机油市场：大型载客汽车保有量 168 万辆，重型载货汽车 580 万辆，随着基础设施重点项目，比如公路、铁路建设及民生工程实施，也将带动载货汽车的需求。

图 28：车用润滑油市场拆解

	汽油油			柴油油				
汽车类型	微型载客汽车	小型载客汽车	中型载客汽车	大型载客汽车	微型载货汽车	轻型载货汽车	中型载货汽车	重型载货汽车
保有量 (万辆)	337	16000	168	168	12	1445	172	580
每次使用升数	4	4	13	22	4	5	16	27
每年使用次数	2	2	2	6	4	4	6	6
需求量 (万升)	2696	128000	4368	22176	192	28900	16512	93960
小计 (万升)	145064			171740				
密度 (千克/升)	0.9			0.9				
消费量 (万吨)	131			155				

资料来源：草根调研，浙商证券研究所整理

4.3. 车用润滑油得终端者得天下，民族品牌建设才刚刚开始

4.3.1. 差异化经营，AM 市场大有可为

根据车用润滑油的销售渠道不同，可将市场分为：1.整车原装配套市场（OEM 市场）；2.原装部件服务市场（OES 市场）；3.零售市场（AM 市场）。OEM 市场是将车用润滑油作为初装车零部件直接向整车厂销售的市场。OES 市场是

将车用润滑油作为原厂维修零部件由整车厂采购并投放至其 4S 店等销售网络的售后市场。AM 市场是将车用润滑油通过 4S 店、汽车维修厂等销售渠道向消费者销售的市场。

OEM 和 OES 业务具有客户集中、单一客户销售量大的特点，主要依附汽车主机厂和整车厂的渠道将产品销售给客户，其市场对汽车制造商的依赖性较大，润滑油销售量会因汽车销售形势的起伏产生较大波动。面向 OEM 和 OES 市场的销售通常是按中长期合同供货，产品销售价格由合同约定，当原料价格发生变化时，企业利润就会产生波动。OEM、OES 业务都有一定的账期，应收账款金额大，资金周转率低。AM 市场面对终端消费者，一般采取经销商制，各地经销商面向汽车维修厂、4S 店、大型车队和工矿企业，其销售量主要与汽车保有量有关。随着汽车保有量的快速增长，相对于 OEM 和 OES 市场来说，AM 市场需求量更大；其产品销售价格是参照市场情况自主确定价格定位，一定程度上缓解了原材料价格波动风险；AM 市场需满足分散的终端消费者的个性化需求，因而对制造企业的产品品牌、研发能力、销售渠道、服务水平等要求较高，因此产品品牌、产品品质、经销商的布局、经销商的实力和渠道利润是 AM 市场竞争的关键。

我国车用润滑油的消费场所修理厂、养护店处于分散经营的状态，汽车后市场目前有 40 万家单体的单位分散经营，各自采购，全国各种润滑油品牌都对着他们，需对修理厂、养护店关注的是价格和利润，车用油消费者不懂产品，基本上是由修理厂和养护店替代消费。这也是我们润滑油市场如此多品牌能够生存的环境，而且也是低端、劣质、假冒产品能够畅通无阻的原因。事实上，汽车后市场的浮躁，不是现在才有，只是因移动互联网的介入而被显现和放大了。数据显示，目前我国汽车后市场拥有超过 44 万家大小企业，从业人员超过 400 万人，却没有一家成功的标杆企业。这些企业大多以夫妻档、小作坊、路边店的形式存在，缺乏专业化、流程化、科技化的市场模式，长期处于小、散、乱的状态。而汽车后市场这种混乱状况恰恰为一些有理想、想干事的企业预留了成长空间。目前无论是 O2O 还是汽车电商，都还处在摸索阶段，没有一条明确的道路可以指引人们前行。相反，深耕于汽车后市场十多年的知名品牌发展就要顺畅多了。这些老牌企业已经赢得了市场的认可与信任，也具备足够的经验，更清楚自己前进的方向是什么。比如车奇士，在汽车钣金喷漆、快修快保、洗车美容等汽车快修领域发展十几年，凭借优质的服务与合理的价格在消费者中赢得了声誉，其品牌形象已深入人心。

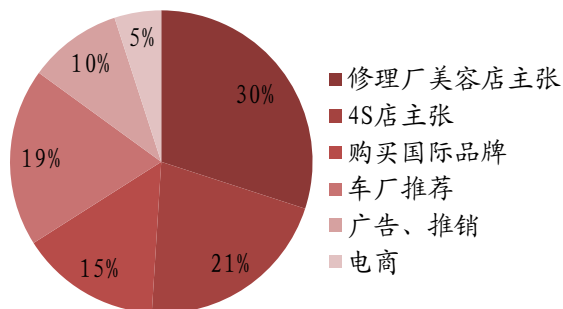
4.3.2. 建立品牌知名度，深耕销售渠道

品牌认知度已经成为消费者选择车用润滑油的重要依据。一方面，车用润滑油直接关系到下游客户使用过程中车辆的运行状况及设备损耗，一旦出现问题，则会对车辆的性能、运行状况造成影响，甚至会加重车辆的磨损或使车辆过热，给车辆造成较大的损失。国内多数车主不懂油，因此，消费者在选购车用润滑油时，主要是取决于终端修理工的推荐。另一方面，车用润滑油属于消耗产品，消费者形成固有的消费习惯后，一般具有较强的品牌使用惯性，不会轻易主动更换产品。润滑油企业需要加大资金对终端门店的培训与服务。从而建立品牌知名度和美誉度。目前市场上润滑油的牌子有几千个，按照发到国家经验小品牌会被逐步的淘汰，近 10 多年来，国内长城、昆仑、龙蟠、康普顿和统一等品牌在业内已形成一定口碑。新进企业在短时间内无法与已具有品牌优势的企业竞争。

在集团客户渠道方面，客户资源需要车用润滑油企业在长期发展的过程中逐步积累，其合作关系的建立复杂、规范、用时较长，集团客户对供应商的技术能力、产品品质、反应速度、生产规模等进行综合考量后，方给予合格供应商认证。一旦展开合作，集团客户对合格供应商形成较强的粘性，不会轻易更改。

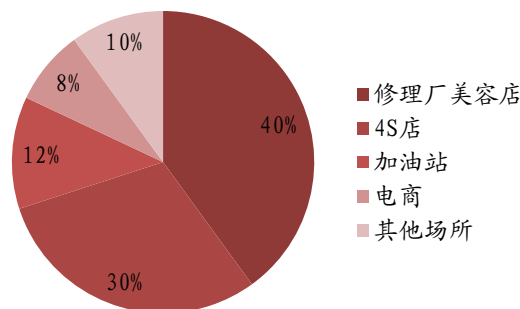
在零售市场领域，因直接面向终端消费者，销售渠道覆盖的广度、深度、稳定性是影响行业竞争能力最重要的因素之一。随着汽车后市场的发展变化，消费者可能从维修站、超市/卖场、4S/3S 店、加油站、电子商务平台、汽车养护中心等多渠道选择车用润滑油，这就要求企业建立规模较大、覆盖面广、影响力较强的零售渠道网络，才能有效支撑产品运营。新进入者建立完善销售渠道投入较大、周期较长，很难在短时间内获得渠道优势。

图 29：车主购买润滑油决策情况



资料来源：2016 年润滑油行业年会，浙商证券研究所

图 30：车主购买润滑油场所分布情况



资料来源：2016 年润滑油行业年会，浙商证券研究所

4.3.3. 统一润滑油发展历程对品牌建设的启示

统一润滑油创立于 1994 年，是中国的老牌润滑油。2002 年，统一润滑油销售额超过了 6 亿元，开始在 3000 多家民营润滑油厂家中脱颖而出。当时统一润滑油的管理层认为，国内汽车市场年增长都在 100% 以上，统一润滑油的盘子并不算大。尽管润滑油并不是生活中的必备品，但统一润滑油可以做成一个家喻户晓的强势品牌，统一润滑油以广告的方式投石问路。2003 年 2 月，“多一点润滑、少一点摩擦”。这一貌似具有反战诉求的广告语在伊战期间适时地播出，恰然地完成了一场“战争与和平”的完美演绎，一下子被人记住，统一润滑油的品牌伴随着它的和谐诉求而一炮走红。2003 年，统一润滑油销售额翻番，达到了 12 亿元。2003 年底，统一润滑油以 6000 万元拿下润滑油行业黄金第一标。经媒体报道，统一润滑油再度名声大噪。2004 年的销售额更是突破 20 亿元，统一润滑油并抓住广告效应，成为当时认知度颇高的品牌。

由于当时在国内，石油冶炼几乎被大型国有公司所垄断，作为竞争对手，限制了生产润滑油所需的基础油的供应。统一因无法获得基础原料，遏制了其扩张步伐。如今国际油价下跌，全球润滑油基础油处于严重产能过剩阶段，对于润滑油企业来讲，基础油的供应早已不是问题，随着消费者的消费理念不断提升，品质好，品牌识别度高的产品会不断抢占市场份额，在润滑油市场中脱颖而出！

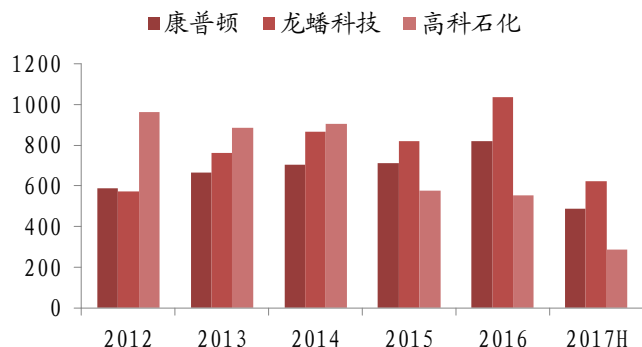
5. 润滑油有相关上市公司分析：康普顿、龙蟠科技和高科石化

5.1. 润滑油企业盈利能力分析

收入方面，近年来，康普顿和龙蟠科技的收入表现出稳步向上的趋势，15 年龙蟠科技收入下滑的原因有两方面：一是原油价格下跌，带动产品价格的下幅度下滑；二是汽车销售不太景气。高科石化收入逐年下滑主要是因为工业润滑油的需求下降所致。

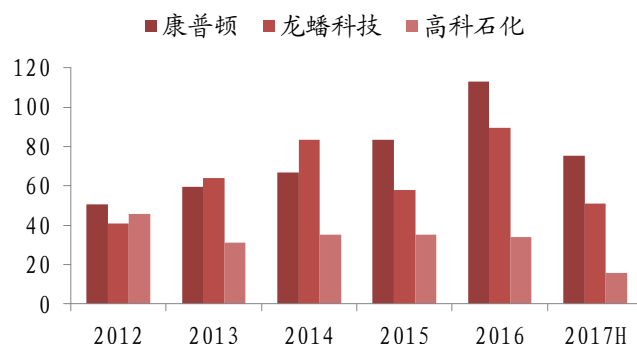
利润方面，康普顿的归母净利润稳步向上走，过去 5 年的年复合增速在 20% 左右，2016 年实现归母净利润 1.13 亿元，同比增长 36%，公司 2017 年上半年实现营业收入 48682 万元，同比增长 23.29%，净利润实现 7548 万元，同比增长 28.07%。公司业绩的增长一方面受益于汽车保有量的持续增长、制造业逐步复苏，另一方面则是公司经营管理能力不断增强，公司的盈利能力有了明显的改善，公司获得了较好的业绩增长。龙蟠科技 2015 年实现营业收入 5.77 亿，同 2014 年相比下降 30.85%，原因主要是受整体经济环境、下游集团客户经营状况、市场竞争等因素影响，公司销售收入有所下降；此外，受销售政策、员工薪酬增加和新购土地以及新建生产基地产生的摊销、折旧费用等因素影响，公司期间费用增长。公司 2016 年实现营业收入 8.96 亿，与 2015 年相比，增长 55%，主要原因是公司销售渠道的进一步完善、营销能力的加强以及品牌影响力的提升，公司销售收入相应增长，此外，公司主要产品毛利率有所上升。

图 31：近年润滑油企业收入情况（单位：百万）



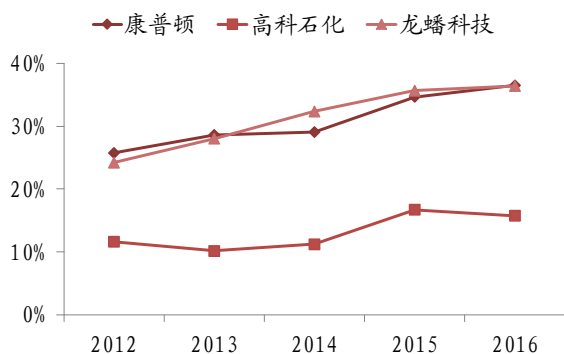
资料来源：wind, 浙商证券研究所

图 32：近年来润滑油企业归母净利润情况（单位：百万）



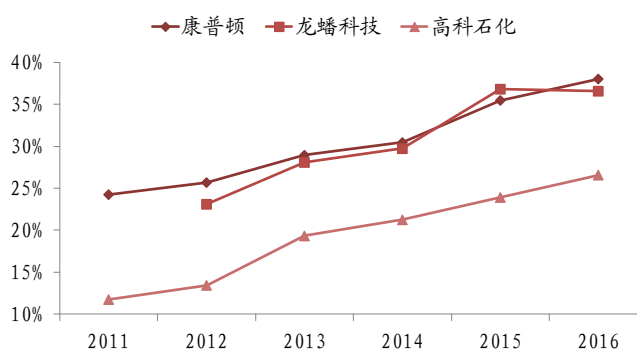
资料来源：wind, 浙商证券研究所

图 33：润滑油企业整体毛利率对比



资料来源：wind, 浙商证券研究所

图 34：润滑油企业车用润滑油毛利率对比

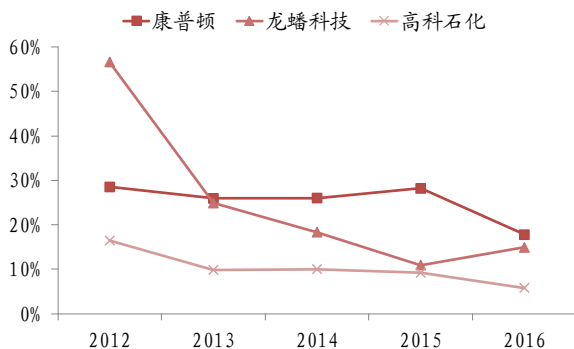


资料来源：wind, 浙商证券研究所；注释：龙蟠科技为车用和工业用润滑油合并毛利率

毛利率方面，2016 年康普顿和龙蟠科技两家公司的整体毛利率达到 36% 以上，主要是因为高毛利率的车用润滑油占到康普顿收入的比例在 80% 以上，而龙蟠科技高毛利率的润滑油和柴油发动机尾气处理液占比也达到 80% 以上。相比之下，高科石化的整体毛利率只有 16%，主要原因高科石化的低毛利率工业润滑油占比大，车用润滑油的定位与前者略有不同。

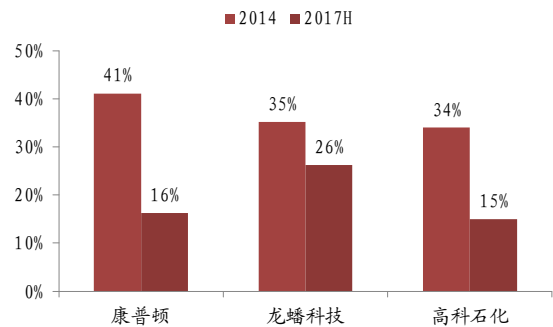
资产负债率方面，润滑油行业企业的负债率相对于传统的化工行业负债率（一般在 50% 以上）比较低，上市以后康普顿和高科石化负债率大幅度降低，负债率降低至 20% 以下。

图 35：润滑油企业净资产收益率-加权（%）对比



资料来源：wind, 浙商证券研究所

图 36：润滑油企业的资产负债率



资料来源：wind, 浙商证券研究所

5.2. 推荐标的：龙蟠科技和康普顿

5.2.1. 龙蟠科技：车用润滑油已进入整车体系，根基厚，业内口碑好

公司业务构成：润滑油（67%）、防冻液（16%）、汽车尾气处理液（13%）、车用养护品等其他（4%）

龙蟠科技投资逻辑：

1. 润滑油大行业小公司，车用润滑油进入整车体系。

2016 年中国润滑油的表观消费量为 600 多万吨，公司 16 年润滑油销量才 5.1 万吨（同期康普顿是 5.2 万吨），典型的大行业小公司。公司润滑油下游客户中：经销商占到 50-60%，集团客户占到 30%，OEM 代工帮一些 500 强的品牌生产销售类似的产品，第四块是电商，只占到百分之几。公司的前五大客户是江淮、东风、合力、北汽、宇通整车厂，整车厂配套维持的毛利率在 30% 左右，进入整车厂意味着可以进入相关车企的 4S 店，在行业内享有较高的知名度。

2. 环保趋严下，尾气处理液有望迎来爆发式增长，龙头受益

欧四欧五欧六必须用车用尿素，国家 2015 年强制车辆达到欧四标准。虽然国家出了法规，但是由于监管不严，社会车辆的车主很多不用车用尿素。但是随着监管越来越严，许多高速路口已经有监测站遥测汽车尾气。卡车一年用 1.2 吨，预计整个卡车对车用尿素需求量在 700 万吨以上，市场空间堪比润滑油市场。公司是国内最早涉足车用尿素行业，去年销量为 6.5 万吨，相比 15 年增长 20%，市场占有率为 25%。环保趋严下，柴油车尾气检测严格执行，公司尾气处理液将迎来爆发式增长。

3. 募投项目达产，产能实现翻倍以上增长，显著提升公司竞争力

本次 IPO 募集 4.95 亿资金，用于“年产 12 万吨润滑油及防冻液扩产项目、新建年产 20 万吨汽车尾气处理液、运营管理基地及营销服务体系建设项目、仓储物流中心建设等项目”。随着募投项目的达产，公司核心业务产能实现了翻倍以上增长，大幅度的提升公司的经营能力，发挥全国布局的功效。

业绩情况：公司 16 年实现收入 10.36 亿元，同比增长 26.3%；实现归母净利润 0.90 亿元，同比增长 55.2%，年度 ROE 为 14.9%。17 年上半年实现收入 6.24 亿元，同比增长 32.0%；归母净利润 0.51 亿元，同步增长 14.1%，半年度 ROE 为 5.5%。

5.2.2. 康普顿：最早从事车用润滑油的民营企业，深耕终端销售渠道

业务构成：车用润滑油 81%，工业用润滑油 8%，其他车用化学品 11%

康普顿投资逻辑

1. 大行业小公司，市占率逐步提升。

2016 年中国润滑油的表观消费量为 540 万吨，其中车用润滑油占比在 53%，两大集团占比在 31%，国际公司占比在 29%，其他占比为 40%。公司 16 年润滑油销量才 5.2 万吨，典型的大行业小公司。过去 5 年公司利润复合增速在 21%，业绩持续稳健增长，2012 年公司润滑油市场率为 0.5%，2016 年公司市场份额接近 1%，未来的业绩还有巨大的增长空间。

2. 深耕线下经销商渠道，产品定位中高端。

公司有 600 多个经销商，对标美孚、壳牌和嘉实多等国外品牌，公司经销商可以得到更高的产品毛利率，外资品牌的毛利率在个位数，经营康普顿品牌毛利率高出 5%，买康普顿产品可享受好的服务。拥有 10000 多个终端修理厂，公司定期对修理工人进行培训，涉及发动机国四/国五标准。公司产品加上路邦的有 600 多个，常用产品 100 多个，润滑油按照美国 API 体系，每年都投入来进化配方，提升工艺。公司的定位定位中高端，不需要打价格战，凭借服务和产品质量，得到终端用户卡车司机高度认可。

3. 募投项目达产，产能翻倍，产能瓶颈问题得到有效解决。

产能是公司发展的一个短板，16 年公司润滑油的产能利用率达到 140% 以上，受到产能限制，公司产品在销售旺季供不应求。黄岛新厂设计润滑油产能 8 万吨，是崂山产区产能的 2 倍，通过技改等方法可以做到更多，近几年产能将不是问题。另外，黄岛有立体仓储库，可以利用淡季多生产一些储存，以备产品旺季供不应求之需。此外，黄岛还配套有“2 万吨防冻液、1000 吨刹车油产能”，黄岛新厂投产后，防冻液销量也将增加。

业绩情况：

公司 16 年实现收入 8.21 亿元，同比增长 15.5%；实现归母净利润 1.13 亿元，同比增长 35.6%，年度 ROE 为 17.8%。17 年上半年实现收入 4.87 亿元，同比增长 23.3%；归母净利润 7548 万元，同步增长 28.1%，半年度 ROE 为 9.3%。

风险提示：原材料价格上涨、募投产能销售不达预期

图 37：康普顿和龙蟠科技盈利预测（wind 一致预期）

润滑油企业	产能（万吨）	市值（亿元）	wind一致预期净利润（亿元）			wind一致预期PE		
康普顿	8	50	1.58	2.01	2.44	31	25	20
龙蟠科技	6	43	1.08	1.32	2.60	40	33	17
高科石化	12.2	24	NA	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源：wind，浙商证券研究所

更新到 2017.09.01

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn