

轮胎行业快速成长的后起之秀

——赛轮股份（601058）

2013年1月31日

强烈推荐/维持
赛轮股份
深度报告

报告摘要:

- **2013年全球轮胎需求将重新回到增长轨道，增幅约5%左右。**预计国内轮胎行业2013年产销量增速为16%，好于2012年的12%。其中配套胎市场增速约10%，替换胎市场增幅约15%，出口市场增幅约20%。2013年轮胎行业的经营环境将好于2012年，但行业竞争依然激烈。美国停止征收我国半钢胎的特别关税，2013年国内半钢胎出口局面将好于2012年。
- **赛轮股份积极展开外延式扩张，半钢胎收入占比快速增加。**2012年赛轮进行了4项并购，其中收购沈阳和平、金宇实业使公司的轮胎权益产能增长约50%，抢占了行业先机。公司抓住了半钢胎需求快速增长的机遇，2008年以来半钢胎的收入占比从不到10%快速增长至48%左右。
- **加强管理，公司经营效率提升。**2012年公司毛利率、销售利润率等经营指标逐季提高，2012年3季度公司销售利润率约3%，追上了处于领先地位的风神和双钱。公司ROE水平约8%，在上市企业中处于中游水平。2013年公司销售利润率、资产周转率等指标仍有提升空间，预计ROE水平将继续上升。
- **公司2013年业绩增长前景较为明确。**2013年赛轮股份业绩增长主要来自2方面：（1）青岛工厂半钢胎产量还有约200万条提升空间，预计可新增净利润约1000万元。（2）沈阳和平收入和利润并入报表，金宇实业净利润将按照权益法计入投入收益，这部分有望贡献净利润6500万元-7500万元。2014年至2015年公司越南项目和巨型胎项目将陆续贡献利润，支撑公司业绩持续增长。
- **结论与盈利预测：**预计公司2012-2014年业绩分别为0.40元，0.65元和0.82元。当前股价对应2012-2014年EPS的PE分别为22.9倍，14.1倍，11.2倍。我们认为赛轮股份是轮胎板块最具成长性的公司，12个月目标价为11.5元，维持“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	6,390	7,387	9,954	11,379
增长率（%）	58.1%	15.4%	34.8%	14.3%
净利润（百万元）	106	151	244	310
增长率（%）	-6.7%	43.2%	61.5%	26.9%
每股收益(元)	0.28	0.40	0.65	0.82
净资产收益率（%）	7.1%	8.2%	12.2%	13.7%
PE	32.7	22.9	14.1	11.2
PB	1.8	1.7	1.5	1.3

梁博

执业证书编号：S1480512060006

010-66554046

liangbo@dxzq.net.cn

资产负债表数据

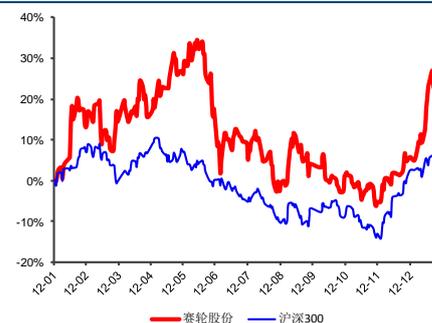
(2012.9.30)

总资产（百万元）	6701
股东权益（百万元）	1924
每股净资产（元）	5.1
市净率（X）	1.7
负债率（%）	71.3%

交易数据

52周股价区间（元）	6.65-9.58
总市值（百万元）	3459
流通市值（百万元）	1790
流通A股/总股本	51.7%
流通B股/H股	/
52周日均换手率	2.1%

52周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

1. 轮胎行业深度报告：原料价格走低需求好于预期，2012年轮胎行业盈利上升趋势确立
2. 轮胎行业专题报告：成本维持低位需求稳步增长，轮胎行业迎来投资春天
3. 赛轮股份（601058）调研快报：技术水平领先，半钢胎高速增长是亮点

目 录

1. 轮胎行业回顾与展望：需求回暖成本可控.....	4
1.1 2012 年轮胎需求增速放缓，企业经营出现分化.....	4
1.2 2013 年全球轮胎需求将再度增长.....	6
1.3 天然橡胶供应充足，轮胎企业成本可控.....	6
2. 赛轮股份高速成长中：迈出并购第一步.....	6
2.1 规模快速增长，半钢胎占比提升.....	7
2.2 经营效率提升，净利润率超 3%.....	9
2.3 赛轮 ROE 水平处于同行中游，2013 年仍有提升空间.....	10
3. 投资策略和估值：成长前景可期，维持“强烈推荐”评级.....	12
3.1 天时地利人和助赛轮快速成长.....	12
3.2 现金流好转，维持赛轮“强烈推荐”评级.....	13
4. 风险提示.....	14

表格目录

表 1：赛轮 2012 年收购项目概览.....	7
表 2：赛轮产能增长（单位：万条）.....	7
表 3：上市轮胎企业收入分析.....	8
表 4：上市轮胎企业三项费用率比较.....	10
表 5：公司盈利预测（单位：百万元）.....	13
表 6：公司估值比较.....	13

插图目录

图 1：子午线轮胎外胎月度产量.....	4
图 2：2012 年 1-11 月轮胎企业产值.....	4
图 3：2012 年 1-11 月轮胎企业税前利润.....	5
图 4：轮胎行业销售利润率回升.....	5
图 5：天胶价格在 2.5 万元/吨左右运行.....	6
图 6：国内天胶库存处于高位.....	6
图 7：赛轮半钢胎收入占比持续提升.....	8
图 8：轮胎企业毛利率变化趋势.....	9
图 9：轮胎企业销售利润率变化趋势.....	10

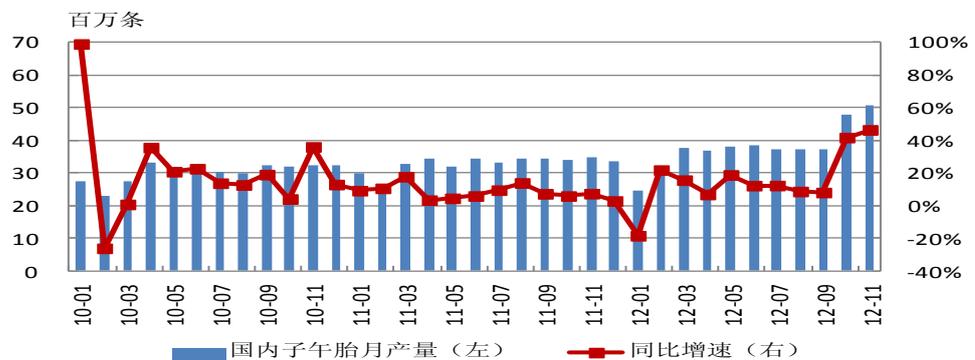
图 10: 轮胎企业 ROE 比较.....	11
图 11: 轮胎企业资产周转率.....	11
图 12: 轮胎企业权益乘数.....	11

1. 轮胎行业回顾与展望：需求回暖成本可控

1.1 2012年轮胎需求增速放缓，企业经营出现分化

2012年国内轮胎行业经历了需求增速下滑和原材料下跌，企业经营出现分化，规模企业盈利同比上升，小型企业经营困难。2012年从全球范围看，轮胎需求出现了3%左右的下滑，主要表现在全钢胎需求出现了5%左右的下滑。国内方面，工程机械产销量下滑导致工程胎产销量同比下滑15%-20%，但替换市场需求同比增幅约10%，出口同比增幅约7%。

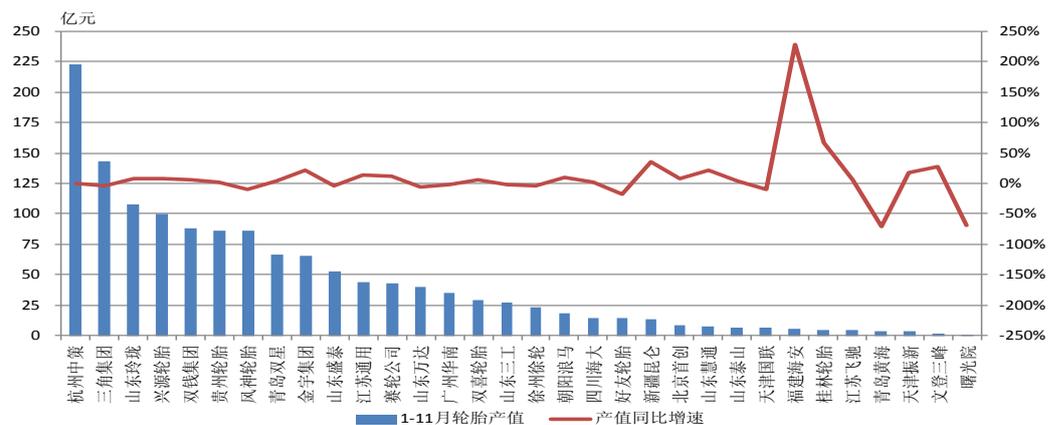
图 1：子午线轮胎外胎月度产量



资料来源：中国石油和化学工业协会

2012年3-9月国内子午胎月产量基本维持在3700万条左右，同比增速出现了持续下滑，表明下游需求较弱。10月份之后，随着美国轮胎特保案到期、国内汽车消费回暖，子午胎产量出现大幅上升，11月产量达到5080万条。预计2012年国内子午胎产量同比增幅在12%左右。

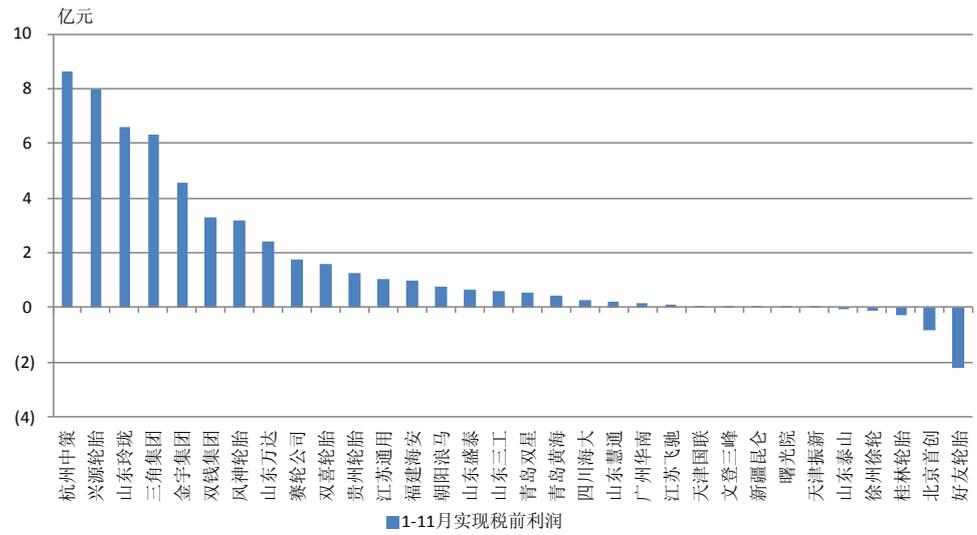
图 2：2012年1-11月轮胎企业产值



资料来源：中国橡胶工业协会轮胎分会

行业协会统计了 32 家内资轮胎企业的数据，2012 年 1-11 月，10 家产值超过 50 亿元，全部实现盈利，其中 9 家企业盈利同比上升。22 家轮胎企业产值低于 50 亿元，6 家出现亏损，其中 4 家盈利同比下降，2 家亏损幅度缩小。山东东营地区部分规模较小的企业由于订单下降，开工率一度低于 70% 的正常水平，经营较为困难。

图 3：2012 年 1-11 月轮胎企业税前利润



资料来源：中国橡胶工业协会轮胎分会

2011-2012 年以来轮胎行业的销售利润率呈现逐步上升的趋势。2011 年初行业销售利润率一度跌破 3%，随着天然橡胶价格回落，行业销售利润率逐步上升至 6% 左右，上市公司的盈利能力也出现上升。我们认为原材料价格下跌、企业积极压缩费用是销售利润率上升的主要原因。

图 4：轮胎行业销售利润率回升



资料来源：国家统计局

1.2 2013 年全球轮胎需求将再度增长

我们判断 2013 年全球轮胎需求将重新回到增长轨道，增幅在 5% 左右。预计国内轮胎行业 2013 年产销增速为 16%，好于 2012 年的 12%。其中配套胎市场增速约 10%，替换胎市场增幅约 15%，出口市场增幅约 20%。2013 年国内半钢胎出口局面将好于 2012 年。美国是我国轮胎重要的出口市场，我国约 30% 的轮胎销往美国。2010 至 2011 年我国半钢胎对美国的出口量连续 2 年出现 15% 左右的负增长，2013 年由于特保案到期，预计我国半钢胎对美国出口量将增长 20%-25%。

1.3 天然橡胶供应充足，轮胎企业成本可控

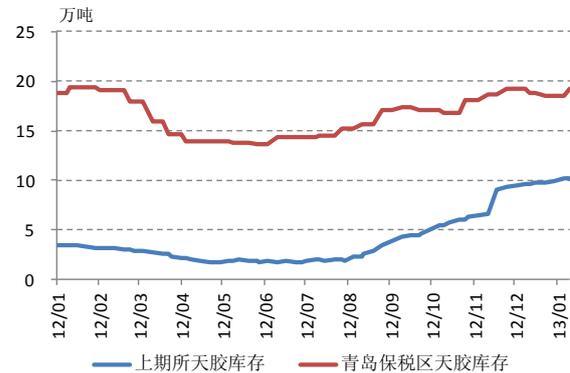
轮胎生产成本中约 30%-40% 是天然橡胶，天胶价格波动对轮胎企业盈利有较大影响。2012 年天胶价格先涨后跌，均价较 2011 年跌幅约 20%。2012 年 10 月份以来天胶价格有所回升，主要因为季节性上涨，同时下游需求有所增长也对胶价有所支撑。目前天胶供应整体偏松，2009 年至 2011 年 ANRPC 天胶产量从 890.5 万吨增长至 1034.2 万吨，预计 2012 年产量将达到 1080 万吨，增产约 45 万吨。2013 年 ANRPC 天胶产量可能达到 1150 万吨。

图 5：天胶价格在 2.5 万元/吨左右运行



资料来源：上期所，海关

图 6：国内天胶库存处于高位



资料来源：上期所，中国橡胶信息贸易网

整体而言，我们认为 2013 年轮胎行业的经营环境将好于 2012 年，但行业竞争依然激烈。从产品类别看，主要用于轿车和轻卡的半钢胎需求增速将好于全钢胎。各企业之间的业绩将继续分化，规模大、经营效率高且产品适应下游需求的企业将占据优势地位。

2. 赛轮股份高速成长中：迈出并购第一步

过去十年赛轮股份（以下简称赛轮或公司）经历了高速成长。赛轮前身是成立于 2002 年的“赛轮示范基地有限公司”，从成立伊始便专注于子午线轮胎的生产。2011 年 6 月公司成功登陆 A 股市场，成为 A 股市场轮胎板块唯一一家民营企业。经过十余年的积累和发展，截至 2012 年末赛轮全钢胎权益产能达到 370 万条/年，半钢胎权益产能约 1490 万条/年。2012 年赛轮的轮胎产品年销售收入超 50 亿元，在内资轮胎企业中排名进入前 15 名。

2.1 规模快速增长，半钢胎占比提升

2012 年是赛轮上市后的第一个完整会计年度，公司在这一年中完成了多项并购，为未来的发展打下基础。公司收购标的包括上游天然橡胶加工企业，仓库以及半钢胎、全钢胎产能。

表 1：赛轮 2012 年收购项目概览

标的名称	股权比例	收购价格 (万元)	标的资产主营业务	收购目的
泰华罗勇	51%	3200.00	天然胶产品的加工与销售	通过股权收购方式获得泰国专业天然橡胶生产、加工公司的控股权，可以更好的为公司提供更具竞争力的天然橡胶等胶料，同时还可进一步提高公司对上游原材料的控制与研发能力，利于提升公司的竞争力。
青岛永康	100%	2142.24	仓库	通过收购获得 3.4 万平方米土地的使用权，用作产品仓库，提高仓库使用效率，减少租金支出。
金宇实业	49%	17027.50	半钢胎生产，产能约 1000 万条/年	提升公司半钢胎生产规模。
沈阳和平	100%	12000.00	全钢胎生产，产能约 120 万条/年	将全钢胎的生产能力提高约 50%，有利于上市公司扩大经营规模，以便进一步提高企业的综合竞争力。布局东北市场，占领当地市场份额。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2013 年赛轮全钢胎产能将达到 390 万条，半钢胎产能将达到 1890 万条。通过收购金宇实业 49% 股权和沈阳和平 100% 股权使公司获得了半钢胎权益产能 490 万条/年，全钢胎权益产能 120 万条/年，生产规模较收购前提升约 50%。近期我们了解到公司计划通过技术改造将沈阳和平全钢胎产能从 120 万条提升至 140 万条，另外公司在越南的项目有望于 2013 年 7 月建成投产，预计新增半钢胎产能 400 万条。

表 2：赛轮产能增长（单位：万条）

轮胎类型	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
全钢胎	赛轮全钢胎	130	200	220	250	250	250
	沈阳和平全钢胎					120	140
	全钢胎合计	130	200	220	250	370	390
半钢胎	赛轮半钢胎	150	510	690	1000	1400	1400
	金宇实业半钢胎*					490	1000
	半钢胎合计	150	510	690	1000	1490	2400
其他	赛轮巨型工程胎						2

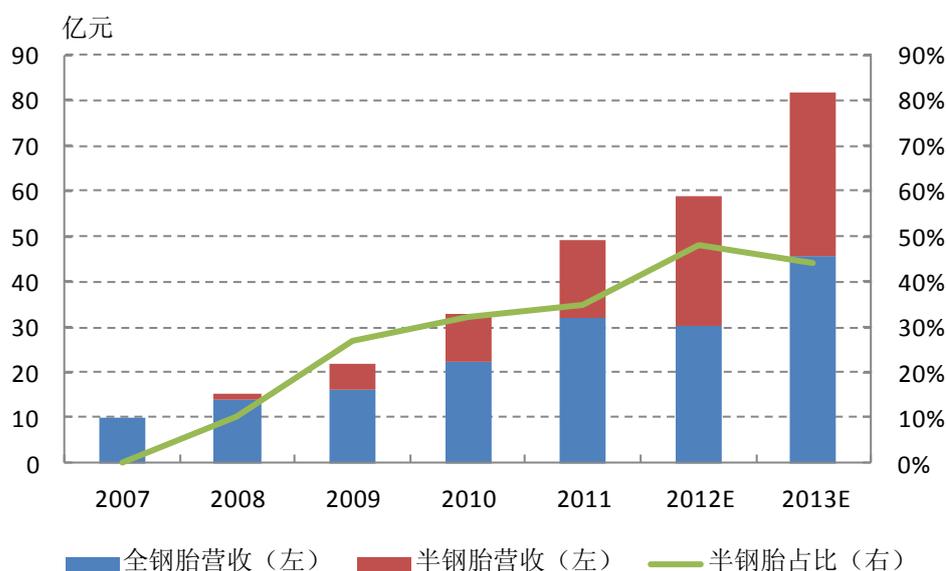
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2013 年末公司的巨型胎项目有望建成投产，届时公司巨型胎的产销规模将达到 2 万条/年。我们估计巨型胎项目达产后每年将贡献销售收入 15-20 亿元，净利润约 1.5-2

亿元。由于巨型胎利润空间大于普通的全钢胎和半钢胎，该项目对公司的综合毛利率和销售利润率都有正面拉动作用。

赛轮股份很早就意识到半钢胎是未来轮胎行业的发展重点，2008 年以来公司半钢胎产能快速增长。我们估计 2012 年公司半钢胎收入占轮胎业务收入的比重达到了 48% 左右，在 6 家上市公司中仅次于 S 佳通。随着国内轿车保有量的持续提升，以及美国停止对我国出口半钢胎征收特别关税，2013 年开始半钢胎占比高的企业有望取得更好的经营业绩。

图 7：赛轮半钢胎收入占比持续提升



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

表 3：上市轮胎企业收入分析

代码	名称	主要产品及收入占比	国内收入占比	国外收入占比
600182	S 佳通	半钢胎 (100%)	27%	73%
000589	黔轮胎 A	全钢载重胎 (59%)，斜交 (41%)	71%	29%
600469	风神股份	全刚胎 (73%)，斜交胎 (27%)	64%	36%
600623	双钱股份	全钢胎 (90%)，斜交胎 (10%)	61%	39%
601058	赛轮股份	全钢胎 (52%)，半钢胎 (48%)	45%	55%
000599	青岛双星	全钢胎 (75%)，半钢胎 (25%)	60%	40%

资料来源：东兴证券研究所

2.2 经营效率提升，净利润率超 3%

轮胎是资金密集型、劳动密集型行业，规模扩大和生产经营效率提升是轮胎企业取得竞争优势的主要手段。通过上文我们可以看到赛轮的生产规模和销售收入持续提升，下面我们进一步分析公司在生产经营效率方面的变化趋势。

毛利率

轮胎企业毛利率较低，得益于天然橡胶价格下跌，2012 年轮胎企业毛利率呈现上升趋势。对比发现，赛轮股份毛利率的变化趋势与行业同步，但绝对值却偏低。2012 年 3 季度，赛轮毛利率为 10.4%，风神为 21.6%，双钱、S 佳通和黔轮胎则处于 15% 左右。

我们分析主要有 2 个原因：（1）赛轮生产规模虽然快速增长，但仍未体现出规模效应。行业经验显示，全钢胎生产规模超过 250 万条，半钢胎生产规模超过 1000 万条，规模效应才会显现；而赛轮在 2012 年刚到达上述临界值，未来随着沈阳和平、金宇实业的整合，赛轮的规模优势将逐步显现，看好赛轮毛利率将稳步提升。（2）各家轮胎企业在处理生产成本时采用了不同的方法，其他企业将一些生产成本计入管理费用、销售费用，从而拉高了毛利率。

图 8：轮胎企业毛利率变化趋势



资料来源：东兴证券研究所

通过比较各家企业三项费用率（管理费用、销售费用和财务费用占销售收入的比重）我们发现，赛轮股份的三项费用率最低，6 年平均值为 6.3%，而双钱、黔轮胎等则超过 11%。表明公司成本控制能力较强。

表 4: 上市轮胎企业三项费用率比较

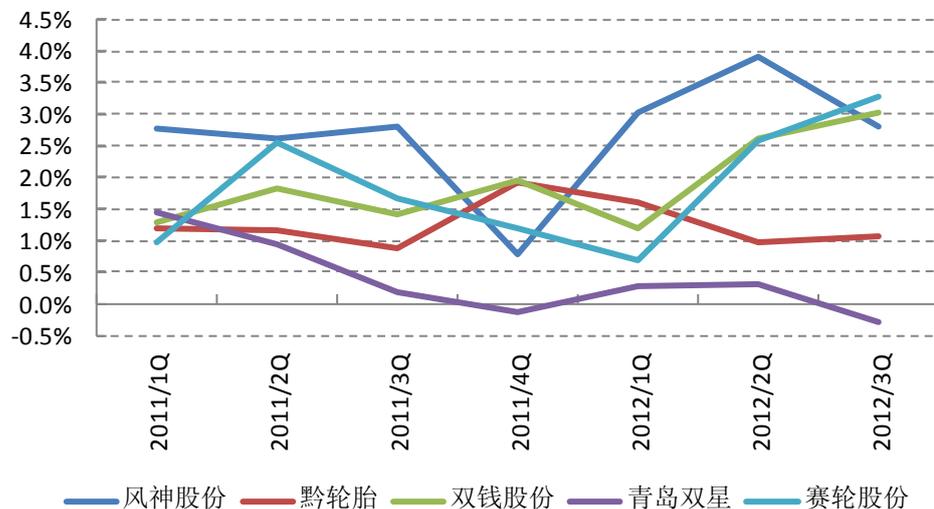
代码	名称	2006	2007	2008	2009	2010	2011	均值
600182	S 佳通	8.2%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%	6.8%	7.8%
000589	黔轮胎	11.2%	10.9%	11.3%	12.3%	10.3%	10.3%	11.0%
600469	风神股份	8.0%	8.3%	8.6%	16.0%	10.3%	11.8%	10.5%
600623	双钱股份	10.8%	12.9%	12.8%	13.5%	10.6%	9.9%	11.8%
601058	赛轮股份	7.4%	6.5%	7.0%	6.7%	5.2%	4.8%	6.3%
000599	青岛双星	7.7%	7.2%	7.8%	7.8%	6.9%	7.0%	7.4%

资料来源: 东兴证券研究所

净利润率

2012 年 3 季度赛轮净利润率达到了 3.3% 处于行业领先。在扣除各项税费后, 净利润率可以衡量各家企业的盈利能力。比较发现, 2012 年赛轮的净利润率逐季上升, 已经和风神、双钱处于同一水平, 远好于黔轮胎和青岛双星。净利润率的提升表明公司成本控制好, 也反映出公司积极调整产品结构, 产品需求较好。

图 9: 轮胎企业销售利润率变化趋势



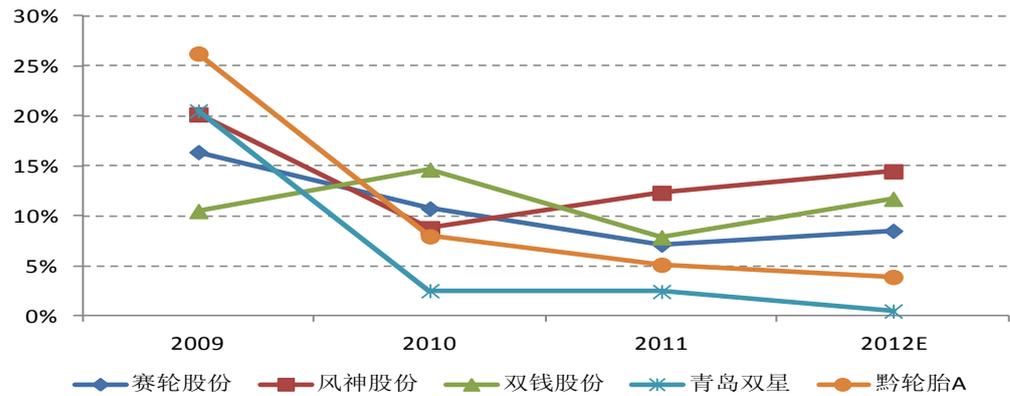
资料来源: 东兴证券研究所

2.3 赛轮 ROE 水平处于同行中游, 2013 年仍有提升空间

赛轮股份 ROE 水平在几家上市企业中处于中游水平。2010、2011 年由于行业整体低迷, 同时公司上市募集资金后资产规模扩大, 导致 ROE 水平连续 2 年下降。2012 年在下游需求依然低迷情况下, 赛轮 ROE 出现企稳回升, 预计将达到 8% 左右。风

神、双钱 ROE 水平处于领先地位，在 12%-15% 之间。而青岛双星和黔轮胎则明显落后。

图 10: 轮胎企业 ROE 比较



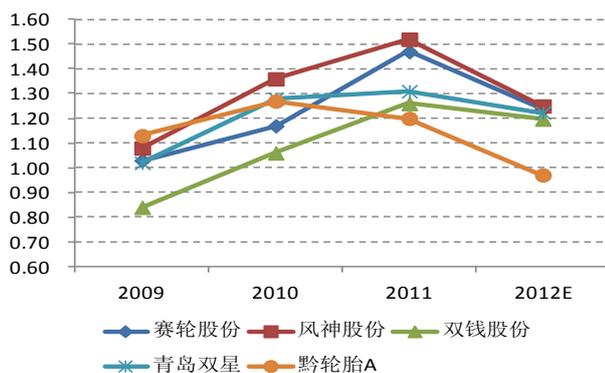
资料来源: 东兴证券研究所

注: S 佳通主要资产是佳通福建工厂 51% 股权, 该公司目前仍未股改, 因此不在此做比较。

前面我们已经比较了几家企业的销售利润率, 赛轮的销售利润率已经接近风神和双钱的水平。比较资产周转率可以发现, 赛轮 2011 年资产周转率为 1.47, 仅次于风神的 1.52。2012 年, 各家企业的资产周转率均有所下降, 除黔轮胎外, 其他几家企业的资产周转率较为接近。主要原因是 2012 年轮胎价格回落。2013 年赛轮半钢胎产能继续提升, 而轮胎价格可能受需求拉动出现小幅上涨, 预计 2013 年赛轮的资产周转率将高于 2012 年。

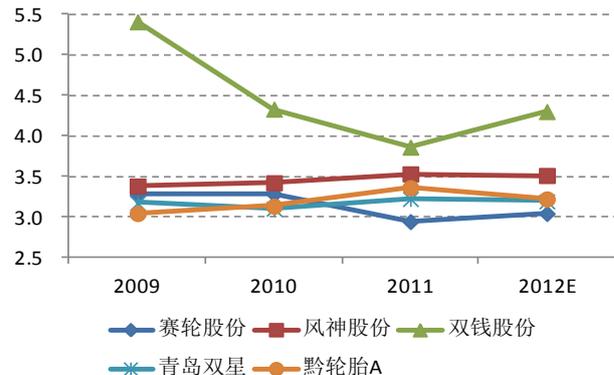
比较权益乘数可以发现, 2012 年赛轮股份权益乘在 3 左右, 低于同行, 而双钱的权益乘数接近 4.3, 在 5 家企业中最高。较低的权益乘数表明赛轮的负债率在同行中处于较低水平。赛轮上市之后获得了较为便利的融资渠道, 2012 年下半年以较低利率发行了 7.2 亿元公司债。我们认为 2013 年赛轮的负债率会小幅上升, 权益乘数也将小幅上升。

图 11: 轮胎企业资产周转率



资料来源: 东兴证券研究所

图 12: 轮胎企业权益乘数



资料来源: 东兴证券研究所

通过比较，可以发现赛轮的 ROE 水平在 5 家上市企业中处于中游水平，但仍有提升空间。我们预计 2013 年赛轮的销售利润率、资产周转率和权益乘数都将提升，因此赛轮 2013 年的 ROE 水平有望好于 2012 年，接近或者超过风神和双钱。

3. 投资策略和估值：成长前景可期，维持“强烈推荐”评级

3.1 天时地利人和助赛轮快速成长

2012 年轮胎行业经历了需求增速放缓的苦恼，也享受了原料价格回落的益处。在复杂的行业背景下，各家企业的经营状况开始出现分化。我们认为轮胎行业的高速成长期已经过去，随便投资建一条生产线就能赚钱的情况将不会出现。未来轮胎企业经营者的长远规划，以及企业的规模和经营效率将决定各家企业的发展路径。

通过调研和长期跟踪，我们认为赛轮具备做大做强能力和机会。

(1) 公司管理层发展目标明确，制定了长期发展规划，计划在 2015 年左右进入国内轮胎企业销售规模前 3 名。公司在行业内率先实施并购，也体现了公司管理层的果断和决心。据了解，目前公司并购后的整合过程顺利，预计 2013 年就能看到效果。对巨型胎项目的持续投入也表明了公司提升技术水平、增加产品附加值的决心，也体现了公司管理层的长远眼光。

(2) 公司地处青岛，背靠被称为“橡胶工业黄埔军校”的青岛科技大学，且公司在成立初期通过技术输出帮助一些企业建立了轮胎生产线。未来公司在行业并购方面具备其他企业所不具备的人才、技术和管理优势。另外山东地区拥有较多中小型轮胎生产企业，公司的区位优势也有助于公司展开收购，并在收购后迅速完成整合。

(3) 公司于 2011 年登陆 A 股市场，资金实力加强，同时获得了宝贵的融资渠道。目前许多小型民营轮胎企业业绩不佳，一个主要因素就是负债率高，融资成本高，侵蚀了利润。公司收购沈阳和平、金宇实业正是借助了资本市场的资金。未来公司仍有机会实施并购，从而扩大生产规模、抢占市场份额。

2013 年赛轮股份业绩增长主要 2 方面：(1) 青岛工厂半钢胎产量还有约 200 万条提升空间，预计可新增净利润约 1000 万元。(2) 沈阳和平收入和利润并入报表，金宇实业净利润将按照权益法记入投入收益，这部分有望贡献净利润 6500 万元-7500 万元。因此公司 2013 年业绩增长前景较为明确。2014 年至 2015 年公司越南项目和巨型胎项目将陆续贡献利润，支撑公司业绩持续增长。预计公司 2013-2014 年业绩分别为 0.65 元和 0.82 元。

表 5：公司盈利预测（单位：百万元）

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	6,390	7,387	9,954	11,379
(+/-)%	57.77%	15.60%	34.75%	14.31%
经营利润 (EBIT)	151	246	352	514
(+/-)%	6.45%	63.61%	42.76%	46.09%
净利润	106	151	244	310
(+/-)%	-6.72%	43.17%	61.50%	26.91%
每股净收益 (元)	0.28	0.40	0.65	0.82

资料来源：东兴证券研究所

3.2 现金流好转，维持赛轮“强烈推荐”评级

赛轮 2011 年之前处于投入期，自由现金流 (FCFF) 为负，从 2012 年开始 FCFF 转正，预计 2012 年 FCFF 为 2.9 亿元，并将持续增长，因此在绝对估值时我们采用 DCF 法。假设 2013-2014 年公司自由现金流增长率为 9%，2015-2017 年增长率为 5%，此后增长率为 3%，加权资金成本为 8%，计算得到公司价值为 44 亿元，对应股价约 11.5 元。

2012 年 6 家轮胎上市公司中黔轮胎和青岛双星业绩未实现明显增长，其余 4 家公司的业绩均实现了较大幅度的增长。基于看好下游轮胎需求的逻辑，我们认为 2013 年轮胎企业的盈利情况有望好于 2012 年。根据我们的盈利预测，赛轮当前股价对应 2013、2014 年 EPS 的 PE 分别为 14.1 倍，11.2 倍。从相对估值来看，赛轮的 PE 仅高于风神。考虑到风神目前还是以全钢胎、斜交胎为主，500 万条半钢胎产能仍处于爬坡期，未来 2 年风神的业绩成长空间可能小于赛轮。我们认为赛轮股份是轮胎板块最具成长性的公司，12 个月目标价为 11.5 元，维持“强烈推荐”评级。

表 6：公司估值比较

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	11A	12E	13E	11A	12E	13E	12E	
S 佳通	0.22	0.42	0.50	37.0	19.4	16.3	4.2	推荐
黔轮胎 A	0.20	0.20	0.25	23.7	23.7	19.0	1.0	推荐
风神股份	0.67	0.80	0.92	13.0	10.9	9.5	1.5	强烈推荐
双钱股份	0.20	0.33	0.40	44.6	27.0	22.3	3.2	推荐
赛轮股份	0.28	0.40	0.65	32.7	22.9	14.1	1.7	强烈推荐
青岛双星	0.07	0.01	0.05	49.7	348.0	69.6	1.2	中性

资料来源：东兴证券研究所

4. 风险提示

- 1、天胶价格对轮胎企业影响较大，如果由于气候等因素导致天胶价格大幅上涨，则公司盈利可能低于预期。

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。重点关注化纤、橡胶、精细化工等行业。

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有五年化工行业研究经验。

范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010 年 3 月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对 PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究非常深入。

杨伟

化学工程硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近 3 年从业经历，主要负责相关产品市场分析预测，2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011 年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。