

风电回暖带动结构泡沫反转 后加工亦迎高速增长

投资要点:

● 风电回暖, PVC 结构泡沫业务将反转

由于技术壁垒高、学习曲线长, 且需较长周期的认证, 结构泡沫材料呈现寡头垄断格局, 全球共 3 家公司掌握了大规模生产技术, 国内仅公司一家。

公司 PVC 结构泡沫材料主要应用于风电叶片领域, 产品占据国内 40% 的市场份额, 该业务与风电行业景气度高度相关。随着弃风限电、并网问题的逐步缓解, 风电行业整体回暖, 新增装机容量持续增长, 未来 2-3 年景气度确定, 从产业链传导看, 14 年 PVC 结构泡沫材料有望滞后性反弹, 且弹性巨大。从国内主要整机、风电叶片厂家看, 盈利开始逐步复苏, 预计公司产品有望在 14 年下半年开始提价。

● 后加工迎来高速发展期

公司后加工产品已经实现了从小件模切到大结构部件制造的飞跃, 通过几年的市场开拓、技术和客户的积累, 产品已迅速进入智能手机、IPD 等电子光学生产领域, 重要客户包括夏普、海信、长虹、京东方等重点企业。公司在后加工领域有望迎来新的腾飞, 未来几年仍将保持高速增长的态势。公司 14 年目标是收入较 13 年增长 60%-80%, 毛利率维持在 28%-30% 左右。

● 收购新光环保有助布局轨交领域

新光掌握了高铁声屏障生产及安装的核心技术, 在铁路声屏障行业中积累了丰富的客户资源, 具有环保专业二级施工资质。收购新光后, 公司可利用其渠道、客户资源优势加速进入轨交领域, 利于公司扩大结构泡沫产品在铁路、轨道交通领域占比。

● 公司是国内高分子发泡材料的领军企业, 强大的研发能力和技术储备奠定高成长基础。我们预计公司 14-16 年 EPS (增发摊薄后) 分别为 0.16 元、0.30 元和 0.46 元, 对应目前股价 PE 为 50.2x、26.8x 和 17.3x, 未来几年公司有望呈高成长态势, 给予推荐评级。

● 主要风险因素: (1) 风电不达预期; (2) 新领域开拓受阻。

主要财务指标

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	520	606	1094	1417	1912
归属净利润(百万元)	20	-70	54	101	156
摊薄 EPS(元)	0.07	-0.25	0.16	0.30	0.46
PE(X)	115.0	-32.3	50.3	26.8	17.3
PB(X)	2.4	2.6	2.7	2.5	2.2

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

天晟新材 (300169.SZ)

推荐 维持评级

分析师

袁孝锋

☎: (8621) 2025 2676

✉: qiuqiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511050001

王 强

☎: (8621) 2025 2621

✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080002

胡 昂

☎: (8621) 2025 2671

✉: huang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070003

市场数据

时间 2014.03.07

A 股收盘价(元)	8.03
A 股一年内最高价(元)	9.01
A 股一年内最低价(元)	4.88
上证指数	2058
市净率	2.60
总股本(亿股)	2.81
实际流通 A 股(亿股)	1.42
流通 A 股市值(亿元)	22.52

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、风电回暖，PVC 结构泡沫业务将反转

由于技术壁垒高、学习曲线长，且需较长周期的认证，结构泡沫材料呈现寡头垄断格局，全球共 3 家公司掌握了大规模生产技术，国内仅有公司一家。

公司 PVC 结构泡沫材料主要应用于风电叶片领域，产品占据国内 40% 的市场份额，该业务与风电行业景气度高度相关。随着弃风限电、并网问题的逐步缓解，风电行业整体回暖，新增装机容量持续增长，未来 2-3 年景气度确定，从产业链传导看，14 年 PVC 结构泡沫材料有望滞后性反弹，且弹性巨大。从国内主要整机、风电叶片厂家看，盈利开始逐步复苏，预计公司产品有望在 14 年下半年开始提价。

2、后加工迎来高速发展期

公司后加工产品已经实现了从小件模切到大结构部件制造的飞跃，通过几年的市场开拓、技术和客户的积累，产品已迅速进入智能手机、IPD 等电子光学生产领域，重要客户包括夏普、海信、长虹、京东方等重点企业。公司在后加工领域有望迎来新的腾飞，未来几年仍将保持高速增长态势。公司 14 年目标是收入较 13 年增长 60%-80%，毛利率维持在 28%-30% 左右。

3、收购新光环保有助布局轨交领域

新光掌握了高铁声屏障生产及安装的核心技术，在铁路声屏障行业中积累了丰富的客户资源，具有环保专业二级施工资质。收购新光后，公司可利用其渠道、客户资源优势加速进入轨交领域，利于公司扩大结构泡沫产品在铁路、轨道交通领域占比。

我们与市场不同的观点:

风电景气度确定，PVC 业务将滞后性反弹，特别是海上风电的启动，单机功率将大型化，对结构材料的需求提升更快。

后加工业务迎来新的腾飞，未来几年有望呈现高速增长态势，且毛利率维持 30% 左右。

市场对新光环保尚未有预期，新光在手订单逐渐增加，超预期可能性较大。

估值与投资建议:

公司是国内高分子发泡材料的领军企业，强大的研发能力和技术储备奠定高成长基础。我们预计公司 14-16 年 EPS（增发摊薄后）分别为 0.16 元、0.30 元和 0.46 元，对应目前股价 PE 为 50.2x、26.8x 和 17.3X，考虑到公司未来几年的高成长性，给予推荐评级。

股价表现的催化剂:

(1) PVC 结构产品提价; (2) 新光环保获得新订单。

主要风险因素:

(1) 风电不达预期; (2) 新领域开拓受阻

目 录

图 目 录	4
表 目 录	5
一、国内高分子发泡材料领军企业.....	1
二、结构泡沫业务：风电行业回暖，盈利将反转	2
（一）寡头垄断，市场结构好，风电是主要应用领域	2
（二）风电复苏确立，结构泡沫材料有望提价	2
（三）海上风电市场迎来投资高潮，材料需求指数增长	4
（四）PMI 项目值得期待	5
三、后加工迎来高速发展.....	6
四、收购新光环保有助布局轨交领域.....	7
五、盈利预测与投资建议.....	8

图 目 录

图 1: 收入构成.....	1
图 2: 毛利构成.....	1
图 3: 公司产品毛利率情况.....	1
图 4: 风电叶片结构.....	2
图 5: 新增装机容量开始复苏.....	3
图 6: 结构泡沫材料盈利与风电相关度大.....	3
图 7: 金风科技毛利率提升.....	3
图 8: 中材科技叶片盈利好转.....	3
图 9: 全球海上风电新增装机容量 (MW).....	4
图 10: 中国海上风电累计装机容量 (MW).....	4
图 11: 后加工业务快速发展.....	6

表 目 录

表 1: 主营业务预测	8
-------------------	---

一、国内高分子发泡材料领军企业

公司主要从事高分子发泡材料的研发、生产与销售，主要产品包括结构泡沫材料、软质发泡材料及其后加工；其中结构发泡材料技术壁垒高，全球主要有三家企业，形成寡头垄断格局，且公司是国内的唯一生产商。公司目前拥有 7000 吨/年 PVC 结构泡沫材料及 78000 立方米/年软质发泡材料产能。

在结构泡沫材料及后加工业务的带动下，公司主营收入稳步增长，09-13 年复合增速达 24.3%。主营构成上，2013 年结构泡沫、后加工占比分别为 46.57% 和 32.72%；毛利构成上，后加工业务占比增速较快，13 年占到利润的 46.30%，结构泡沫材料在风电的拖累下，13 年占比下滑至 38.43%。

图 1：收入构成

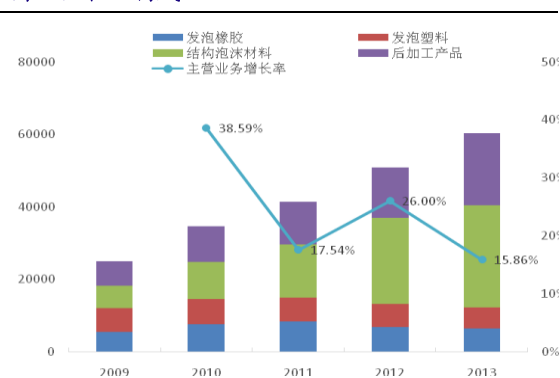
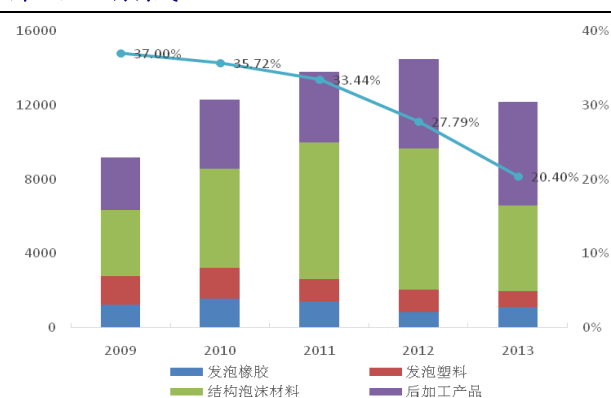


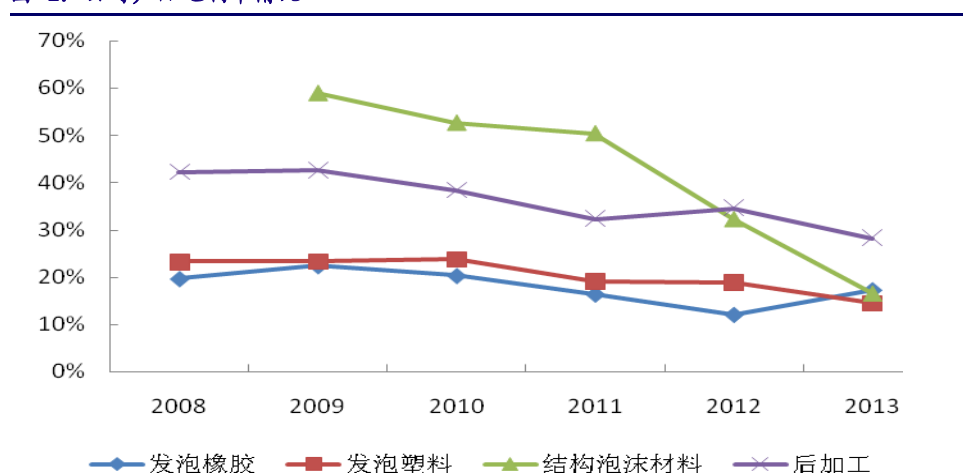
图 2：毛利构成



数据来源：wind，中国银河证券研究部

毛利率方面，发泡材料、后加工业务相对稳定，PVC 结构泡沫材料受制于风电近两年来下滑明显。

图 1：公司产品毛利率情况



资料来源：wind，中国银河证券研究部

二、结构泡沫业务：风电行业回暖，盈利将反转

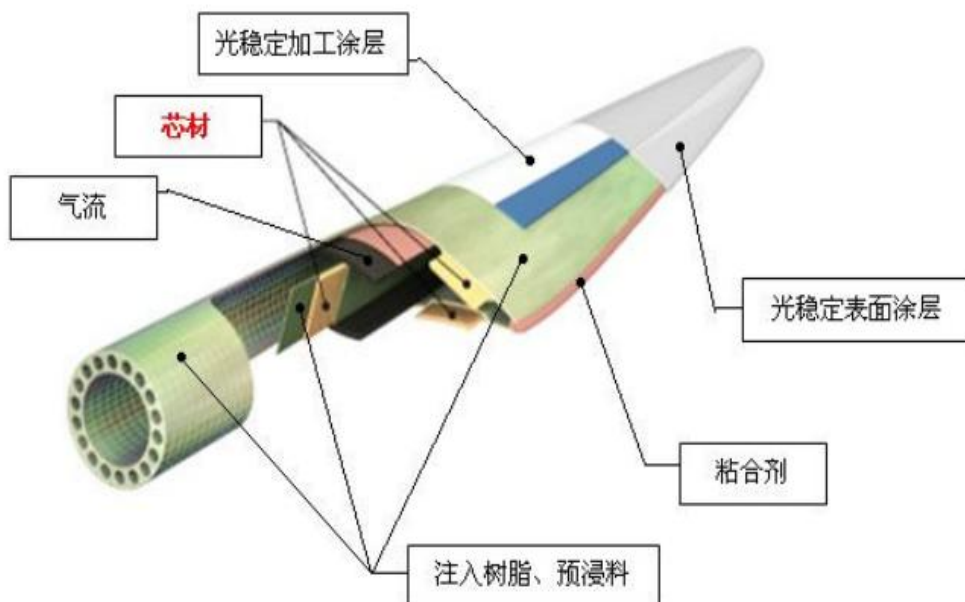
（一）寡头垄断，市场结构好，风电是主要应用领域

由于技术壁垒高、学习曲线长，且需较长周期的认证，结构泡沫材料全球呈现寡头垄断格局，共 3 家公司（DIAB、AIREX 和天晟新材）掌握了大规模生产技术，市场供应结构好。

结构泡沫材料主要作为夹层结构的芯材使用，市场上主要有 PVC 和 PET 结构泡沫材料。其中 PVC 结构泡沫材料由于性能优越、价格适中的优点，是目前应用最广泛的一种结构泡沫材料。作为高强度、低密度领域的理想材料，其被广泛应用于风力发电、轨道交通、船舶、航空航天、建筑节能等领域。

从需求领域看，国内结构泡沫材料需求主要来自于风电。

图 4：风电叶片结构



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

（二）风电复苏确立，结构泡沫材料有望提价

风电新增装机容量将持续增长

风电在 2003-2008 年经历每年翻番的高速增长之后，增速开始回落，虽然在 2009 年新增装机容量仍然翻倍，但在 08 年下半年订单就开始下滑，在产能过剩低价竞争、海外“双反”打击的背景下 2012 年新增装机容量增速延续 2011 年的下降趋势，行业经营状况持续恶化。随着弃风限电、并网问题的逐步缓解，2013 年中国风电行业出现了回暖态势，2013 年新增装机容量增速从 2012 年的-26%转变为 25%的正增长；预计 2014 年新增装机容量将继续增加，预计增速在 15-20%，未来 5 年的平均增速也有望维持约 10%的水平。

公司 PVC 结构泡沫材料主要应用于风电叶片领域，产品占据国内 40% 的市场份额，该业务与风电行业景气度高度相关，09-11 年毛利率高达 50% 以上，12 年降至 32.24%，13 年进一步下滑至 16.46%。

未来两年风电新增装机容量仍将维持较大幅度的增速，公司 PVC 结构泡沫材料盈利理应好转，毛利率水平有望大幅提升。

图 5：新增装机容量开始复苏

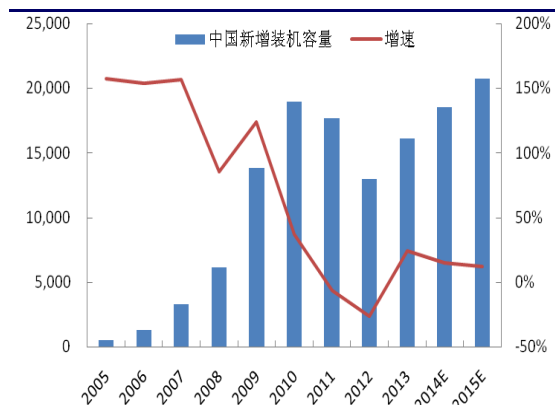
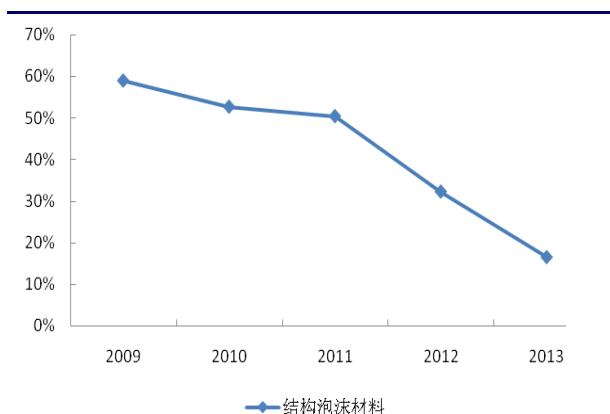


图 6：结构泡沫材料盈利与风电相关度大



数据来源：中国银河证券研究部

整机厂家盈利回升，有利结构泡沫材料提价

2013 年初，风电整机行业价格开始触底反弹，至 13 年底，风电整机价格反弹 5-10% 左右，成长期到成熟期过渡的价格战带来的低盈利能力将有所改善，并且弹性较大。由于体现在企业业绩上滞后半年左右，13 年下半年风电整机盈利提升，2014 年将进一步释放。

从国内主要整机、风电叶片厂家看，盈利开始逐步复苏，有利于天晟新材应收账款回收以及产品的提价，预计 14 年下半年开始提价可能性较大。

图 2：金风科技毛利率提升

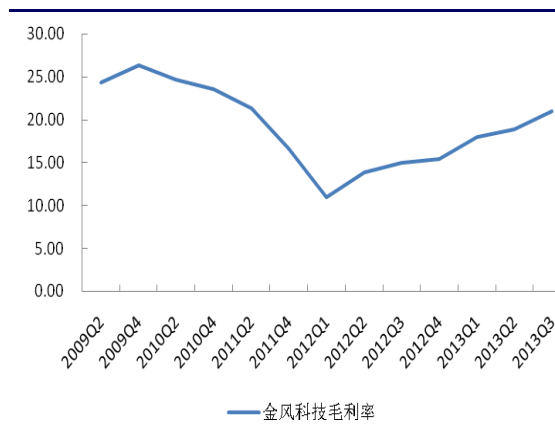
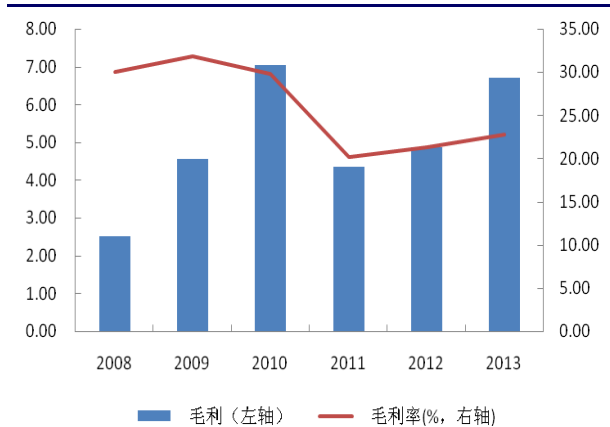


图 3：中材科技叶片盈利好转



数据来源：公司年报，中国银河证券研究部

(三) 海上风电市场迎来投资高潮，材料需求指数增长

海上风电启动

2012 年海上风电累计装机容量达到 5.41GW，新增容量突破达到 1292.6MW，年增长率达 33%，远远超过风电行业整体增长率。90%以上增量来自欧洲，主要集中在英国、比利时、德国和丹麦，据欧洲风能协会预测，至 2017 年每年新增海上装机容量将达 3GW 及以上。剩余 10%集中在中日韩三国，韩国确定未来 5 年间建设至少 1GW 项目。

中国拥有丰富的海上风能资源，初步探明的近海风能资源约 7.5 亿千瓦，且东部沿海地区经济发达，输电网条件好消纳能力强，我国发展海上风电具有得天独厚的优势。根据《风电发展“十二五”规划》，我国将重点开发建设上海、江苏、河北、山东海上风电，加快推进浙江、福建、广东、广西、海南和辽宁等沿海地区海上风电的规划和项目建设。

《可再生能源“十二五”规划》，预计到 2015 年，中国将建成 5GW 海上风电项目，形成海上风电产业链，2020 年中国海上风电容量将达 30GW。国内目前已经核准可以开工建设及核准可以开展前期工作的海上风电项目已经超过 4GW，海上风电未来有望放出更多订单。

图 9：全球海上风电新增装机容量（MW）

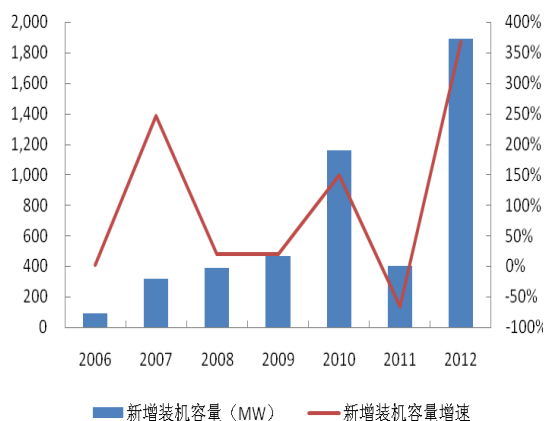
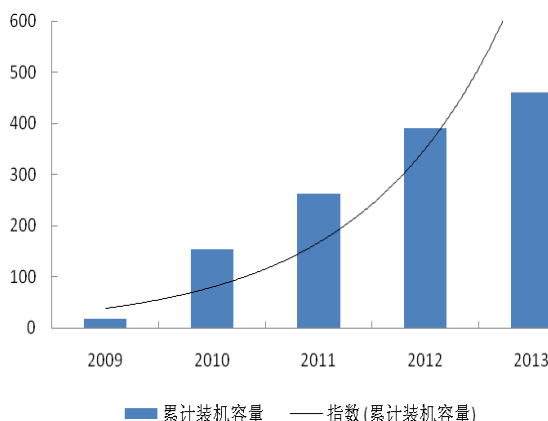


图 10：中国海上风电累计装机容量（MW）



数据来源：中国银河证券研究部

风电功率大型化，材料需求指数提升

风电大型化是大势所趋，特别是海上风电整体成本高，通过增大单机装机容量以分摊成本，海上风电设备的起点功率为 5MW。

随着风力发电机功率的增大，风机叶片的重量和费用随尺寸增加而增加的更为迅速。发电机功率越大，叶片就越大，这样必须使用先进的结构材料来减轻重量，以达到轻质高强和高刚性的目的。风机大型化后，风机叶片对结构泡沫材料的需求呈指数增长，比如 3MW 风机对 PVC 结构泡沫材料的需求将是 1.5MW 的约 3 倍。

如新增装机容量 1GW，仅以单机 5MW 为例，则对应结构泡沫材料需求约为 1000 吨。

（四）PMI 项目值得期待

PMI 泡沫是一种交联型硬质结构型泡沫材料，均匀交联的孔壁结构使其具有突出的结构稳定性和优异的力学性能，被广泛地应用于航天航空、军工、船舶、雷达、天线等领域，国内 PMI 产品基本依靠进口。

从消费结构来看，全球 PMI 泡沫产品约 80%用于航天航空领域，约 15%用于交通运输上，5%用于其他领域。我国约 60%用在航天航空领域，30%用在交通运输上，其他领域消费 10%左右。随着需求的多样化，PMI 泡沫的产品和应用也将不断发展，凭借着良好的性能，PMI 泡沫产品在我国拥有巨大的市场容量和发展空间。

公司军工资质仍在认证中，包括国安认证、体系认证等已通过，目前还有最后一个环节。一旦获得军工资质认证，有利于和国家中航体系单位进行科研等合作，PMI 业务有望快速发展，巨大的潜在市场体现在两方面，一是进行进口替代，另外是进行下游新领域的拓展（主要是毛利率高的一些细分市场）。

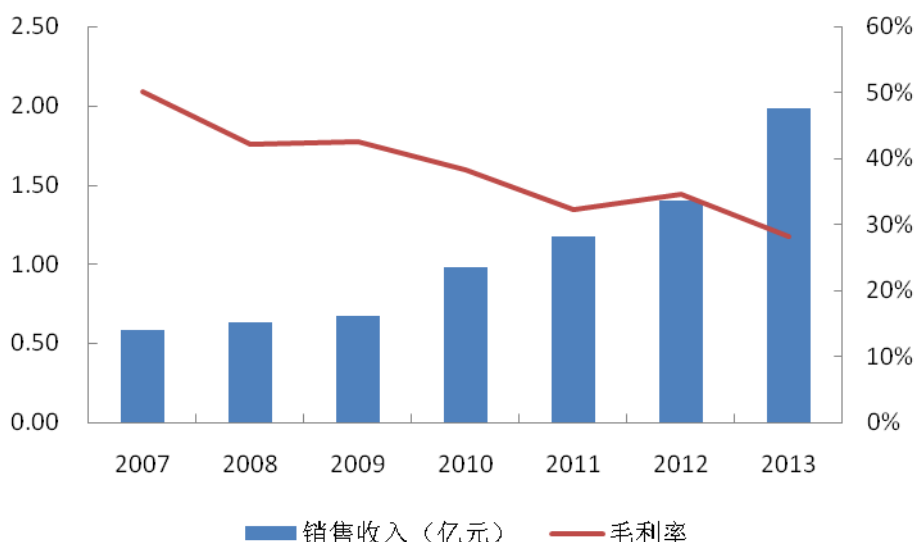
三、后加工迎来高速发展

后加工是指将发泡材料、发泡橡胶原板加工制成空调配件、手机配件、电视配件和汽车配件等。后加工行业技术、工艺相对比较成熟，无尘车间的等级、发泡材料的原板的质量和加工设备对后加工产品的质量影响较大。

公司可自行生产发泡材料原板，对原材料的质量和性能的掌握要高于同行业其他企业。公司拥有拥有无尘车间 2500M²，精密模切加工精度高，厚度剖切后可以达到 $\pm 0.03\text{MM}$ ，长度可以达到 $\pm 0.1\text{MM}$ 。后加工领域厂家少，进入壁垒高（技术和客户），行业处于垄断竞争格局。目前公司的精密模切精度已经达到国内领先水平，可以加工各类高分子材料精密模切件，广泛运用在手机、电视、精密仪器等方面。

自 07 年以来，公司后加工业务一直处于稳定增长态势，特别是最近几年增速变快，13 年实现销售收入 1.98 亿元，增速高达 41.4%。

图 11：后加工业务快速发展



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

公司后加工产品已经实现了从小件模切到大结构部件制造的飞跃，通过几年的市场开拓、技术和客户的积累，产品已迅速进入智能手机、IPD 等电子光学生产领域，重要客户包括夏普、海信、长虹、京东方等重点企业。公司在后加工领域有望迎来新的腾飞，未来几年仍将保持高速增长的态势。公司 14 年目标是收入较 13 年增长 60%-80%，毛利率维持在 28%-30% 左右。

四、收购新光环保有助布局轨交领域

声屏障将高速增长

新光环保主要从事铁路、轨道交通环保降噪新型材料研发、生产及销售，产品为各种声屏障，具有环保专业二级施工资质。声屏障是一种用来阻挡噪声与接收者之间直达声的一种屏障，广泛用于高速铁路、城际快铁、地铁轻轨、高速公路。

经过多年的自主研发和产品创新，新光逐渐掌握了高铁声屏障生产及安装的核心技术，在铁路声屏障行业中积累了丰富的客户资源，成功参与国内主要的高速铁路线和部分城市轨道交通线路声屏障工程的建设，参与的项目包括京沪高铁、武广客专、南京地铁等。

动车事故后，铁路投资额下降明显，最近两年有所回暖，特别是城市轨道交通有望持续高速增长，将直接带动声屏障市场规模的提升。新光环保原股东承诺 14-16 年实现的合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 2600 万元、3600 万元和 5800 万元。

加速布局轨交领域

近几年来，公司一直致力于轨道交通领域的市场开发，但是效果不甚理想。收购新光后，公司可利用其渠道、客户资源优势加速进入轨交领域，利于公司扩大结构泡沫产品在铁路、轨道交通领域占比。同时，公司的优势在于上游高分子材料的研发和生产，新光则在于施工及客户资源，强强联合形成协同效应，不仅有助于公司产品的迅速拓展，还有利于巩固新光在轨交领域的领先地位。

因此，我们不仅看好新光声屏障业务自身的高速发展，而且更期待公司结构泡沫加速进军轨交领域后带来的产品消费结构的调整。

五、盈利预测与投资建议

1、盈利预测假设

随着风电业务的回暖，公司结构泡沫材料业务盈利将逐步回升，与 3A 公司合作有利于减少轻木价格波动带来的损益。随着公司加快进军轨交、航空航天、房车等领域，结构泡沫业务将重拾高增长。

公司后加工产品已经实现了从小件模切到大结构部件制造的飞跃，产品已迅速进入电子光学领域，该业务有望呈现高速增长态势，毛利率将维持在 30% 左右。

发泡橡胶、发泡塑料行业成熟，竞争格局稳定，未来仍将维持平稳发展。

表 1：主营业务预测

		2012	2013	2014E	2015E	2016E
发泡橡胶	收入(亿元)	0.67	0.64	0.65	0.68	0.70
	成本(亿元)	0.59	0.53	0.53	0.56	0.57
	毛利率	12.04%	17.29%	18.00%	18.00%	18.00%
发泡塑料	收入(亿元)	0.65	0.58	0.60	0.60	0.60
	成本(亿元)	0.53	0.50	0.51	0.51	0.51
	毛利率	18.87%	14.50%	15.00%	15.00%	15.00%
结构泡沫材料	收入(亿元)	2.37	2.82	3.53	4.05	4.87
	成本(亿元)	1.61	2.36	2.65	2.84	3.41
	毛利率	32.24%	16.46%	25.00%	30.00%	30.00%
后加工产品	收入(亿元)	1.40	1.98	3.56	5.34	6.95
	成本(亿元)	0.91	1.42	2.49	3.74	4.87
	毛利率	34.57%	28.23%	30.00%	30.00%	30.00%
总计	收入(亿元)	5.09	6.02	8.34	10.67	13.12
	成本(亿元)	3.64	4.81	6.18	7.64	9.36
	毛利率	28.49%	20.10%	25.87%	28.39%	28.67%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部预期

2、投资建议

风电行业整体回暖，新增装机容量持续增长，未来 2-3 年景气度确定，从产业链传导看，14 年 PVC 结构泡沫材料有望滞后性反弹，且弹性巨大。公司加快轨道交通等领域的拓展，将带动结构泡沫业务长期成长。后加工业务驶入快车道，将迎来爆发式增长。我们预计公司 14-16 年 EPS（增发摊薄后）分别为 0.16 元、0.30 元和 0.46 元，对应目前股价 PE 为 50.2x、26.8x 和 17.3X，给予推荐评级。

资产负债表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	769	881	1099	1378	1821
现金	139	159	100	100	100
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	18	56	100	130	175
应收款项	230	309	433	561	757
其它应收款	4	3	5	6	9
存货	334	318	440	555	746
其他	46	37	20	25	34
非流动资产	603	682	703	767	822
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	240	500	456	423	402
无形资产	108	104	194	274	347
其他	256	78	53	70	73
资产总计	1372	1563	1801	2145	2643
流动负债	388	473	712	1054	1494
短期借款	280	263	422	689	1007
应付账款	83	167	240	303	407
预收账款	3	4	6	8	11
其他	22	39	44	55	70
长期负债	27	214	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	27	214	0	0	0
负债合计	415	687	712	1054	1494
股本	281	281	336	336	336
资本公积金	551	551	551	551	551
留存收益	137	74	122	213	353
少数股东权益	22	11	17	28	46
归属于母公司所有者权益	935	866	1010	1101	1241
负债及权益合计	1372	1564	1739	2183	2781

利润表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	520	606	1094	1417	1912
营业成本	375	482	800	1009	1356
营业税金及附加	2	3	5	7	10
营业费用	37	50	79	92	115
管理费用	71	102	120	142	182
财务费用	12	27	24	40	51

资产减值损失	20	30	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	2	(89)	65	127	199
营业外收入	18	6	6	6	6
营业外支出	3	1	1	1	1
利润总额	17	(83)	70	132	204
所得税	3	(3)	11	20	31
净利润	14	(80)	60	112	174
少数股东损益	(6)	(11)	6	11	17
归属于母公司净利润	20	(70)	54	101	156
EPS (元)	0.07	(0.25)	0.16	0.30	0.46

现金流量表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	(115)	(67)	(57)	13	(27)
净利润	20	(70)	54	101	156
折旧摊销	0	0	60	65	70
财务费用	0	0	24	40	51
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(201)	(205)	(323)
其它	(135)	3	5	12	19
投资活动现金流	(268)	(62)	(179)	(230)	(225)
资本支出	0	0	(220)	(230)	(225)
其他投资	(268)	(62)	41	0	0
筹资活动现金流	66	139	178	217	252
借款变动	0	0	422	267	318
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(5)	(10)	(16)
其他	66	139	(238)	(40)	(51)
现金净增加额	(318)	10	(59)	0	0

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

袁孝锋、王强、胡昂，石化和化工行业证券分析师。3 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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区: 高兴 010-83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区: 李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn