

金正大 (002470)

强烈推荐

行业：复合肥

股权激励明确业绩高增长预期，增发布局农化服务助力渠道扩张

事件：公司公告股权激励方案+非公开发行预案：1、公司以 17.61 元/股的价格增发 1.17 亿股，募集不超过 20.6 亿元；2、公司以 19.88 的股票期权行权价格拟向激励对象 235 人定向发行 2100 万份股票期权，占总股本 3%。

投资要点：

- ✦ **股权激励较高的行权条件+绩效考核约束，明确未来 4 年业绩高增长的预期。** 公司首次授予股票的行权条件为以 13 年为基础，未来 4 年的扣非后净利润增速不低于 28%、64%、110%、168%，行权条件较高，彰显管理层信心；同时，公司根据上一年绩效考核的结果确定当年行权系数，若考核不合格则当年股票期权作废处理，该项考核对管理层有了更多的约束，使激励措施更加有效，明确了未来 4 年业绩高增长的预期。
- ✦ **增发布局农化服务中心，助力渠道扩张。** 公司拟用募集资金中的 4.3 亿元建设总部农化服务中心及 100 个区域农化服务中心，使过去流动的农户服务队升级为驻点式的农化服务中心，提供更加专业和周到的“全方位一站式服务”，公司借此提高渠道粘性，进军南方薄弱市场，助力渠道的快速扩张。
- ✦ **2014 年新品推出速度加快，公司将重回高增长轨道。** 1、14 年公司产能增速 46%，其中新增产能以硝基复合肥（新增产能占 57.1%）、水溶肥（新增产能占 23.8%）等高端新型肥料为主；2、13 年秋季推出的硝基双效肥可成功应用与小麦，使核心市场中原 5 省（收入占比约 80%）的控释肥市场空间扩大 1.5 倍，有效提高控释肥的产能利用率；3、14 年硝基肥产能将扩张 3 倍，今年硝基肥的成功推广预示未来公司可凭借渠道优势顺利消化新增产能；4、14 年公司新增 50 万吨高端肥料水溶性肥，预计公司可通过降低终端价格、替代高端复合肥和进口水溶肥的方式成功推广产品，为业绩贡献新的增长点。
- ✦ **按照摊薄股本后计算，公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.06、1.39、1.78 元，对应 PE 分别为 18.30、13.96、10.90，我们认为较高的行权条件和对管理层的绩效考核明确了未来 4 年的高增长预期，继续给予“强烈推荐”评级。**
- ✦ **风险提示：**新品推广不达预期；销售费用率上升过快。

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	11992	14864	17601	20699
收入同比(%)	17%	24%	18%	18%
归属母公司净利润	664	868	1142	1464
净利润同比(%)	21%	31%	32%	28%
毛利率(%)	14.8%	15.3%	16.2%	16.9%
ROE(%)	16.3%	17.1%	18.4%	19.0%
每股收益(元)	0.81	1.06	1.39	1.78
P/E	21.38	18.30	13.96	10.90
P/B	3.48	2.80	2.28	1.85
EV/EBITDA	13	9	7	6

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名人：周惠敏

S0960513080001

0755-82026911

zhouhuimin@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 25

当前股价： 19.40

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	700
流通股本(百万股)	593
总市值(亿元)	136
流通市值(亿元)	115
成交量(百万股)	0.00
成交额(百万元)	0.00

股价表现



相关报告

- 《金正大-公司凭借优秀产品组合+强大营销能力加速提升市占率》2014-04-27
- 《金正大-14 年新品推出速度加快，业绩将重回高增长轨道》2014-03-25
- 《金正大-业绩略低预期利空已出尽，14 年公司重回高增长轨道》2014-02-27

一、股权激励明确未来 4 年高增长预期

公司以 19.88 的股票期权行权价格拟向激励对象 235 人定向发行 2100 万份股票期权，占总股本 3%，其中首次授予 1990 万份，占总股本的 2.83%；预留 110 万份，占激励股权的 5.23%。公司首次授予股票的行权条件为以 13 年业绩为基础，未来 4 年的净利润增速不低于 28%、64%、110%、168%，预留期权的行权条件为以 13 年业绩为基础，15、16、17 年的净利润增速分别为 64%、110%、168%。**股权激励的行权条件苛刻，相当于 13-17 年业绩的复合增速不低于 28%，彰显管理层信心，明确了未来 4 年高增长的预期。**

同时，根据《金正大生态工程集团股份有限公司股票期权激励计划实施考核办法》确定个人当年实际行权额度，根据上一年绩效考核的结果来确定行权系数，若考核不合格则当年股票期权的可行权额度不可行权，作废处理，该项考核对管理层有了更多的约束，使激励措施更加有效。

表 1：绩效考核确定行权系数（个人当年实际行权额度=行权系数*个人当年计划行权额度）

绩效考核等级	A (卓越)	B (优秀)	C (良好)	D (一般)	E (不合格)
行权系数	1	1	1	0.8	0

资料来源：公司公告

二、拟非公开发行不超过 1.17 亿股，募集资金不超过 20.60 亿元

2014 年 5 月 13 日公司公告以不低于 17.61 元/股的价格非公开发行数量不超过 11696.73 万股，募集资金不超过 20.60 亿元，其中拟投入 12.30 亿元用于建设贵州金正大生态工程有限公司年产 60 万吨硝基复合肥及 40 万吨水溶性肥料工程项目，4.3 亿元用于农化服务中心项目，剩余募集资金用于补充流动资金。

表 2：募集资金使用计划

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金投入金额
1	贵州项目	323727.09	123000.00
2	农化服务中心项目	58000.00	43000.00
3	补充流动资金	-	40000.00
合计		381727.09	206000.00

资料来源：公司公告

复合肥行业从 13 年开始受上游原材料价格下跌的影响全行业销量收缩，仅有竞争力强的龙头企业保持了量的增长，整个行业进入了加速整合期。如何在行业加速整合的时候快速抢占市场对龙头企业来说至关重要。**过去的几年龙头企业通过做广告打品牌已经形成了品牌上的先发优势，未来农化服务和新品推出逐渐成为推动销量增长的重要驱动力。**

1. 建设农化服务中心进军南方薄弱市场+强化核心市场，助力渠道扩张

复合肥行业属性类似消费品行业，品牌和渠道的优势是行业制胜的关键。品牌的打造主要来自于广告的投入，而渠道的粘性主要来自于农化服务。

公司拟建设总部农化服务中心及 100 个区域农化服务中心，本项目将成为集测土配方施肥、套餐费配送、种肥同播、水肥一体化、释肥指导、作物管理、农技知识培训、示范推广、信息服务为一体的农化服务网络系统，使过去的流动的农户服务队逐渐升级为驻点式的农化服务中心，提供全方位一站式服务。

项目建成后平均每年新增销售收入 34 亿元，平均每年新增销售利润 26409.69 万元，平均每年新增税后净利润 12935.8 万元。

表 8：项目主要经济效益指标

项目	运营期平均指标	2014 年指标	2015 年指标	2016 年指标
新增销售收入 (万元)	343647.39	32075.00	128300.00	320750.00
新增生产成本 (万元)	317237.70	29610.00	118440.00	296100.00
新增销售利润 (万元)	26409.69	2465.00	9860.00	24650.00
服务中心成本费用 (万元)	8826.94	1377.20	6209.49	12629.11
新增利润总额 (万元)	16495.23	1087.80	3650.51	12020.89
新增净利润 (万元)	12935.80	815.85	2737.88	9015.67
投资回收期	6.44	-	-	-
税后 IRR (%)	26.21	-	-	-

资料来源：公司公告

农化服务中心重点集中在公司的薄弱环节——南方市场。南方市场经济作物种植率较高，是高端品种水溶肥等的重点推广市场，公司借助农化服务中心进军南方薄弱市场，同时通过在山东等地区设立多个网点强化核心市场，助力渠道的快速扩张。

表 9：农化服务中心网店分布（黄色为南方市场、红色为核心市场）

地区	广东	云南	广西	福建	贵州	山东	新疆	甘肃	陕西	海南	河南	山西	河北
数量	15	10	10	5	3	20	3	5	10	3	3	2	7

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

2. 贵州项目将再造一个金正大

贵州项目主要为 60 万吨硝基复合肥产能、40 万吨水溶肥产能、20 万吨滚筒尿氮基复合肥产能（普通复合肥）、30 万吨冲施肥产能（广义水溶肥）。项目回收期（含 3 年建设期）为 7.1 年，项目建成后平均每年新增销售收入 50.39 亿元，利润总额 7.97 亿元，净利润 6.78 亿元，该项目将再造一个金正大。

其中的硝基肥为公司 13 年重点推出的高端产品，水溶肥为 14 年重点推出的新型肥料，二者的盈利能力远超普通复合肥，代表公司未来产品升级的方向。新品的加速推出为渠道的内生增长提供了动力，成为公司未来 3 年业绩的主要增长点。

表 3：项目主要经济效益指标

项目	运营期平均指标	2014 年指标	2015 年指标	2016 年指标
----	---------	----------	----------	----------

营业收入 (万元)	503865.1	69114.00	201230.25	293276.55
总成本费用 (万元)	369058.21	57986.40	158687.88	229896.79
利润总额 (万元)	79719.09	3525.06	20407.05	31119.34
净利润 (万元)	67761.23	3525.06	17345.99	26451.44
投资回收期	7.10	-	-	-
税后 IRR (%)	19.86	-	-	-

资料来源：公司公告

1.1 高毛利的水溶肥将为业绩贡献较大弹性

水溶肥仍有 4 倍市场空间

水溶性肥料是一种可以快速、完全溶于水，并可通过喷灌或滴灌等先进方法施用的新型肥料。因其利用率高，并且适于水肥一体化，具备环境友好特性，是新型复合肥的一个重要发展方向。

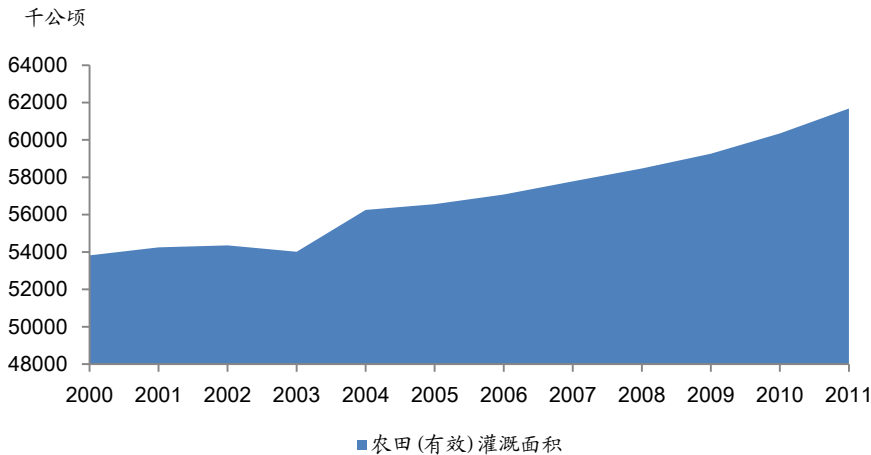
表 4：水溶性肥料的优势

- 1 快速完全溶于水，无残渣
- 2 使用方便，养分利用率高，见效快。水溶性肥的养分利用效率是传统肥料的 2-3 倍，可以达到 80%-90%。
- 3 可与喷滴灌联合使用，省水、省肥、省工，配合滴灌技术需水量仅为普通化肥的 30%。
- 4 有利于实现水肥一体化。水溶性肥的高利用效率，以及水肥一体化施用的省水效果

资料来源：中投证券研究总部

水溶性肥的溶解特性，使得其应用在灌溉设施较为完善的地域才能够充分发挥出它的优势。根据农业部农业技术推广服务中心统计，2011 年国内农田灌溉面积约为 9 亿亩，占全国耕地面积的 49.6%，而水肥一体化面积仅为 3100 万亩，占比约为 3.4%，相比美国的 35%、以色列的 90%仍有较大的提升空间。据测算，我国目前具备应用水肥一体化技术的作物面积约为 4 亿亩，相比目前的 3100 万亩有 13 倍的空间。假设每亩地平均每年需水溶肥 20KG 计算，4 亿亩地可带动 800 万吨的水溶肥需求，目前全国水溶肥产量 200 万吨，仍有 4 倍的市场空间。

图 1：我国有效灌溉面积（千公顷）



资料来源：农业部，中投证券研究总部

贵州项目 40 万吨水溶肥+20 万吨冲施肥，将成为公司未来重要的业绩增长点

水溶肥属于高端肥料，目前水溶肥多为进口产品，流通环节暴利现象严重。例如以色列进口水溶肥港口报价 1.2 万元/吨，再批发价 1.4 万元/吨，终端售价 2.6 万/吨，吨毛利高达 2000 元/吨。由于水溶肥行业的暴利情况比较严重，终端售价太高，推广普及度并不理想。

公司推广水溶性肥料主要措施有：

1、降低产品售价。公司力求改变水溶肥行业的暴利现状，把终端价格控制在 1.6 万/吨，让农民用上实惠的水溶肥，同时也有利于水溶肥的放量；控制价格主要方式在生产环节上通过技术改良降低成本，为经销商提供有竞争力的产品，从而让其服从管理；在渠道上采取强制管理的措施，打破流通环节暴利。

2、实行产品替代。大类水溶性肥料主要有两类产品：一类是冲释肥，一种是大量元素水溶肥。（1）公司希望通过冲施肥替代高端复合肥。高端复合肥水溶性较差，用量大且效果不佳；而水溶性肥用量为普通肥的一半，价格比普通肥高 30%，施用方便性且性价比高（2）通过大量元素水溶肥替代进口水溶肥，终端价格比进口肥便宜 20%-30%，质量可达到进口肥标准。

公司规划水溶性肥产能共 50 万吨，冲施肥作为广义水溶肥产能 20 万吨，其中临沭本部 10 万吨水溶性肥已开始试生产，贵州 40 万吨水溶性肥料以及 20 万吨冲施肥预计在 2014 年年下半年全面投产，未来公司规划做到百万吨级水溶肥产能。目前水溶性肥正在高速发展时期，该品种的盈利能力较强。公司目前大量元素水溶性肥平均售价为 8600-13000 元每吨左右，冲施肥售价 4800 元/吨。该品种的毛利率较高，约为 20%-50%，预计未来随着新增产能投产，公司通过强有力的营销和渠道可迅速消化产能，贵州项目的 40 万吨水溶肥+20 万吨冲施肥将为公司贡献较大的业绩弹性。

1.2 2013-2014 年硝基肥产能扩张 3 倍，带动业绩高速增长

硝基复合肥具有巨大的市场空间。

硝基复合肥是以硝酸铵为氮源，添加磷、钾等复肥原料，生产出的 N、P、K 高浓度复合肥料。其产品中既含有硝态氮又含有氨态氮，相比于传统的铵态氮肥，硝态氮肥更易于被植物吸收，见效快，利用率高。

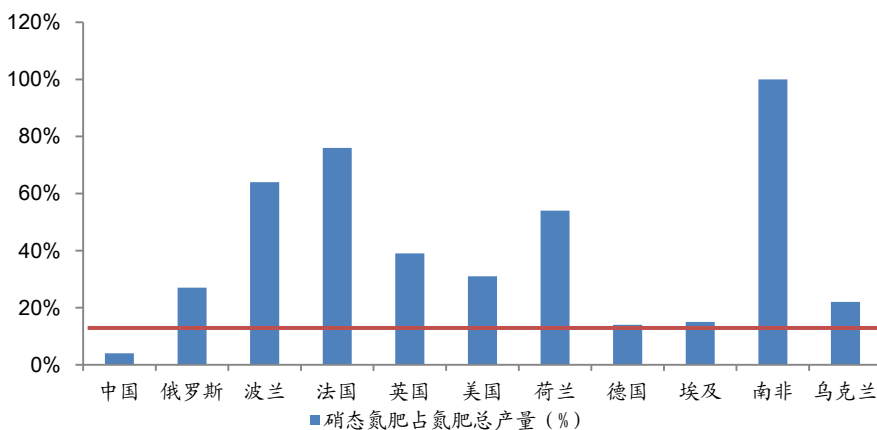
表 5：各性态氮肥比较

种类	铵态氮肥	硝态氮肥	酰胺态氮肥	长效氮肥
主要品种	液氨、氨水、碳酸氢铵、硫酸铵、氯化铵	硝酸钾、硝酸铵、硝酸钠、硝酸钙、硝酸磷肥、硝酸铵钙、硝基复合肥	尿素[(NH ₂) ₂ CO]、石灰氮	脲甲醛、异丁叉二脲、草酰胺
氮存在形式	NH ₄ ⁺ 、NH ₃ ·H ₂ O	NO ₃ ⁻	- CONH ₂	NH ₄ ⁺ 、- CONH ₂
特性	易被土壤胶体吸附，在土壤中移动性小，不易淋失。其肥效不如硝态氮快，但比硝态氮肥效长。	易溶于水，在土壤中移动较快，对作物吸收钙镁钾等养分无抑制作用，不宜作基肥和种肥，吸湿性大	易溶于水，水溶液呈中性反应，高温潮湿的环境下易潮解。宜做基肥和追肥，含缩二脲不宜作种肥。	溶解度小，释放养分的速度慢，减少氮的淋失和挥发、固定及反硝化等损失。肥效稳且长。

资料来源：《磷肥与复肥》、中投证券研究总部

国外硝基氮肥发展较为成熟，世界平均硝基氮肥占所有氮肥的比例为 14%左右，发达国家更是普遍较高。而我国由于历史原因硝基氮肥发展缓慢，目前硝基氮肥占氮肥的比例仅仅 4%左右，远远低于世界平均水平。

图 1：各国硝基氮肥占比对比



资料来源：中投证券研究总部

我国硝基复合肥适用作物播种面积约 5 万亩，按目前化肥使用量为基础，如全部改用较为适宜的硝基复合肥，据测算硝基复合肥需求量约为 3000 万吨。目前硝基复合肥受制于供给，表观消费量 500 万吨左右，但是如果产能放开，需求会逐步打开。2011 年我国硝基复合肥产能只有 300 万吨左右，近两年在建的约 1000 多万吨，离 3000 万吨的理论需求仍有较大空间。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 6：我国经济作物硝基复合肥需求测算

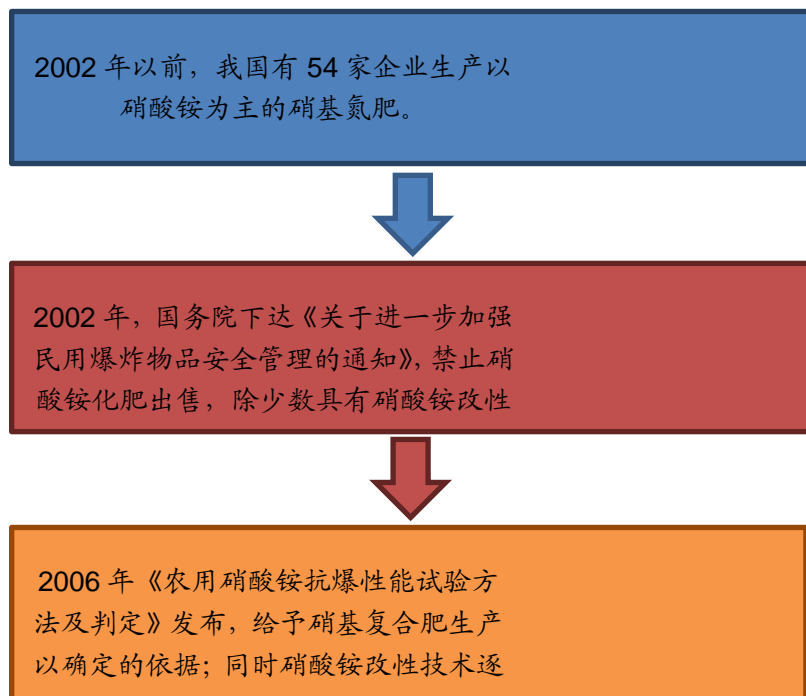
	化肥使用量 (kg/亩)	播种面积 (万亩)	化肥需求 (万吨)
烟叶	40	2017.5	201.75
蔬菜	50	28500	1425
茶园	120	2955	354.6
果园	60	17316	1038.96
合计		50788.5	3020.31

资料来源：中投证券研究总部

短期供需缺口依然存在，毛利率仍可维持 18%-20%。

硝基复合肥由于早期的限制使其长久以来维持了的供求紧张的态势，毛利率一直保持较高水平。公司硝基肥的毛利率接近 19%，比普通复合肥高约 5%。

图 2：硝基复合肥行业相关政策的影响



资料来源：中投证券研究总部

随着硝酸铵改性技术的普及，多家复合肥厂商纷纷上马硝基复合肥项目，还有部分化工厂也计划投产硝基氮肥产品，硝基复合肥的产能进入了快速扩张期。截止 2012 年，我国硝基复合肥产能 658 万吨左右，拟建在建项目产能约为 1000 多万吨。预计随着新增产能的陆续投产，目前的较高的盈利水平难以长期维持，但是短期来看硝基复合肥需求仍存在缺口，毛利率仍能保持在 15%-20%。

表 7：部分拟建在建硝基复合肥企业及产能

企业名称	硝基肥产能(万吨 / 年)
新疆新化化肥有限责任公司	18
洛阳骏马化工有双公司	42
河南晋开化工投资控股集团有限责任公司	126

请务必阅读正文之后的免责条款部分

应城新都化工有限责任公司	50
章丘鲁晋化工有限公司	18
贵州开磷瓮峰合成氨有限责任公司	42
重庆富源化工股份有限公司	25
江苏淮河化工有限公司	18
河北冀衡赛瑞化工有限公司	25
山东金正大生态工程股份有限公司	120
湖南省邵阳宝兴科肥有限公司	25
湖南金宏泰肥业有限公司	18
福建邵化化工有限公司	25
四川美丰化工股份有限公司	30
神华乌海能源有限责任公司	25
甘肃刘化(集团)有限责任公司	25
内蒙古大唐鼎旺化工有限公司	42
智胜化工股份有限公司	42
四川金圣——新疆金圣胡杨化工有限公司	60
河南永昌硝基肥有限公司	42
山东联合化工股份有限公司	25
广西河池化工股份有限公司	42
山西华鑫煤焦实业集团有限公司	42

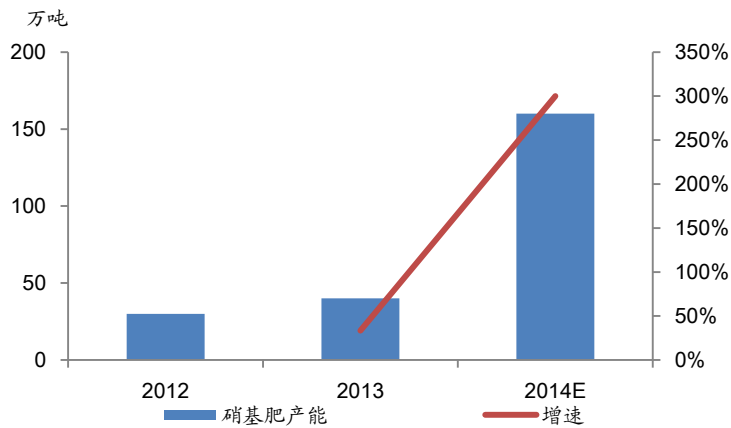
资料来源：中投证券研究总部

未来 120 万吨新增产能将成为公司业绩的主要增长点。

目前公司硝基肥产能 40 万吨,公司硝基肥自投产以来,开工率一直维持在 100%。一方面原因是目前硝基的供需比较紧张,另一方面因为硝基肥是速效肥,见效快,推广的时间周期相对控释肥较短,产能一旦投放就可实现迅速放量。

预计 2014 年公司将新增硝基肥产能 120 万吨,其中贵州 60 万吨,菏泽 60 万吨,产能扩张 3 倍。山东菏泽为公司总部所在地附近,也是传统复合肥消费地,有完善的销售网络,覆盖华东 5 省,可以依附于现有资源,迅速打开市场,实现东部市场区域的覆盖。而贵州项目有重要的战略意义:目前我国中西部、南部地区规模化肥厂相比东部较少,金正大贵州基地可以有效覆盖两广、云南、贵州、四川等市场,这些地区水果、烟草、茶园等经济作物占比较高,对硝基复合肥的需求较大,有利于硝基复合肥的推广和销售。

图 3：硝基肥产能及增速



资料来源：中投证券研究总部

三、基于未来 4 年业绩高增长预期，继续给予强烈推荐评级

按照摊薄股本后计算，公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.06、1.39、1.78 元，对应 PE 分别为 18.30、13.96、10.90。我们认为虽然增发使股本增加了 16%，但是对应 14 年的估值仍然处于较为安全的位置。而且，较高的行权条件和对管理层的绩效考核明确了未来 4 年的高增长预期，我们继续给予“强烈推荐”评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	4445	6714	9167	12048
现金	815	2248	3934	5946
应收账款	4	0	0	0
其它应收款	44	55	65	76
预付账款	1294	1594	1867	2176
存货	2243	2763	3236	3773
其他	44	55	65	77
非流动资产	4255	4294	4275	4224
长期投资	105	103	103	103
固定资产	1651	2289	2468	2417
无形资产	376	551	726	900
其他	2122	1351	978	804
资产总计	8700	11008	13442	16272
流动负债	3235	3816	4360	4975
短期借款	0	0	0	0
应付账款	726	895	1049	1222
其他	2508	2921	3311	3753
非流动负债	1315	2051	2787	3524
长期借款	736	1472	2209	2945
其他	579	579	579	579
负债合计	4550	5867	7147	8499
少数股东权益	66	66	73	82
股本	700	822	827	833
资本公积	1309	1309	1309	1309
留存收益	2076	2944	4086	5550
归属母公司股东权益	4085	5074	6222	7691
负债和股东权益	8700	11008	13442	16272
现金流量表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1152	899	1296	1643
净利润	668	868	1149	1474
折旧摊销	153	203	263	295
财务费用	48	83	108	129
投资损失	-7	0	0	0
营运资金变动	276	-255	-226	-256
其它	15	1	1	1

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	11992	14864	17601	20699
营业成本	10222	12589	14747	17191
营业税金及附加	2	1	2	2
营业费用	484	601	711	836
管理费用	436	540	639	751
财务费用	48	83	108	129
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	0	0	0
营业利润	805	1048	1392	1787
营业外收入	13	13	13	13
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	815	1058	1402	1797
所得税	147	191	252	323
净利润	668	868	1149	1474
少数股东损益	4	0	7	9
归属母公司净利润	664	868	1142	1464
EBITDA	1006	1334	1763	2211
EPS (元)	0.95	1.0557	1.3803	1.76

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	16.9%	23.9%	18.4%	17.6%
营业利润	30.6%	30.2%	32.7%	28.4%
归属于母公司净利润	21.4%	30.7%	31.6%	28.2%
获利能力				
毛利率	14.8%	15.3%	16.2%	16.9%
净利率	5.5%	5.8%	6.5%	7.1%
ROE	16.3%	17.1%	18.4%	19.0%
ROIC	15.0%	18.7%	23.8%	29.3%
偿债能力				
资产负债率	52.3%	53.3%	53.2%	52.2%
净负债比率	27.14	33.59	37.87	40.51
流动比率	1.37	1.76	2.10	2.42
速动比率	0.68	1.03	1.36	1.66
营运能力				

投资活动现金流	-1241	-242	-244	-244	总资产周转率	1.55	1.51	1.44	1.39
资本支出	1235	62	62	62	应收账款周转率	5588	6926	-	-
长期投资	-24	-2	0	0	应付账款周转率	21.78	15.53	15.18	15.14
其他	-31	-182	-182	-182	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	555	775	635	614	每股收益(最新摊薄)	0.81	1.06	1.39	1.78
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	1.09	1.58	2.00
长期借款	736	736	736	736	每股净资产(最新摊薄)	4.97	6.17	7.57	9.36
普通股增加	0	122	5	5	估值比率				
资本公积增加	-2	0	0	0	P/E	21.38	16.36	12.43	9.69
其他	-179	-83	-107	-128	P/B	3.48	2.80	2.28	1.85
现金净增加额	466	1433	1686	2012	EV/EBITDA	13	9	7	6

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2014-04-27	《金正大-公司凭借优秀产品组合+强大营销能力加速提升市占率》
2014-03-25	《金正大-14 年新品推出速度加快，业绩将重回高增长轨道》
2014-02-27	《金正大-业绩略低预期利空已出尽，14 年公司将重回高增长轨道》
2013-12-30	《金正大-拟与晋煤集团合作完善全国布局+节约成本》
2013-10-28	《金正大-三季报符合预期，未来新品推出速度加快将带动业绩高增长》
2013-10-10	《金正大-新品推出加速+邮政渠道发力，带动业绩进入高增长轨道》
2012-11-01	《金正大 - 多品牌差异化定位助力产能渠道快速扩张，带动业绩高速增长》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，7 年证券行业从业经验。

周惠敏,中投证券研究所基础化工行业分析师，中国人民大学经济学硕士，北京航空航天大学工学学士，2011 年加入中投证券。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434