

天晟新材 (300169)

推荐

行业：其他化学制品

作者

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名：周惠敏

S0960513080001

0755-82026911

zhouhuimin@china-invs.cn

6-12个月目标价： 10

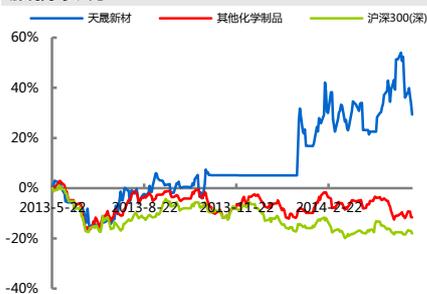
当前股价： 7.97

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	281
流通股本(百万股)	142
总市值(亿元)	22
流通市值(亿元)	11
成交量(百万股)	2.43
成交额(百万元)	19.11

股价表现



相关报告

14年业绩迎来拐点：全球风电需求强势反弹+并购进入新领域

公司是业内发泡材料的龙头企业，其中结构泡沫收入占比47%，后加工业务收入占比33%，软质泡沫收入占比20%。结构泡沫为公司的主要产品，下游主要为风电叶片，产能7000吨，约占全球22%，呈寡头垄断格局。

投资要点：

✦ **14年全球风电需求出现拐点，预计寡头垄断格局下的供需改变使结构泡沫下半年提价概率较大。**（1）GWEC预测2014年全球风电新增装机量增速高达34%，带动PVC结构泡沫需求约2.84万吨；（2）目前全球主要有3家公司生产结构泡沫材料，总产能约3.2万吨左右，其中DIAB在去年削减产能近8000吨，全球产能有减无增导致结构泡沫供给端收缩约20%-30%，供需趋于平衡；（3）公司最大客户中材科技等下游整机企业盈利的持续恢复为结构泡沫材料的涨价提供空间；假设结构泡沫价格全年提价20%，增厚EPS约为0.16元。

✦ **通过资本运作的模式切入新市场，拓展下游的同时提升估值。**2014年1月公司以4亿元收购新光环保100%股权，通过收购新光环保使公司产品线从高分子发泡材料到后加工产品都延伸至铁路、轨道交通等领域；新光环保承诺2014-2016年的扣非后归属母公司股东净利润分别不低于2600万元、3600万元、5800万元，从目前未完成订单情况来看，14-15年超额兑现利润的概率较大；公司未来将通过收购等资本运作方式不断打入新的应用领域。

✦ **后加工业务高速增长，为公司提供充沛现金流。**过去公司后加工业务的下游客户以国外企业为主，公司在2014年将投建多条生产线以提高光学薄膜领域的市占率，未来国内市场将成为后加工业务的主要增量市场，14年的收入增速目标为60%-80%；后加工业务的高速增长将为公司提供充沛的现金流，为后续的新产品推出以及资本运作提供保障。

✦ 公司2014-2016年EPS分别为0.19、0.27、0.37元，对应PE分别为41.32、29.49、21.69，未来6-12个月的目标价为10元，给予“推荐”评级。

✦ **风险提示：**后加工毛利率下滑幅度超出预期，全球风电复苏低于预期

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	606	1199	1441	1762
收入同比(%)	17%	98%	20%	22%
归属母公司净利润	-70	55	77	104
净利润同比(%)	-456%	-22%	40%	36%
毛利率(%)	20.4%	24.8%	28.1%	28.0%
ROE(%)	-8.1%	5.9%	7.7%	9.5%
每股收益(元)	-0.25	0.19	0.27	0.37
P/E	-32.39	41.32	29.49	21.69
P/B	2.61	2.46	2.27	2.05
EV/EBITDA	-90	17	11	9

资料来源：中国中投证券研究总部

目 录

一、国内发泡材料龙头企业.....	3
二、全球风电需求出现拐点，结构泡沫盈利反转.....	3
1. 风电需求强势反弹：2014 年全球风电新增装机量出现拐点.....	3
2. 结构泡沫供给端收缩：13 年全球产能收缩约 20%-30%.....	5
3. 下游风机行业毛利率回升，为结构泡沫材料涨价提供空间.....	5
三、未来将通过资本运作切入新市场：收购新光环保切入轨道交通领域.....	6
四、后加工业务高速增长，为公司提供充沛现金流.....	8
五、盈利预测.....	9
4. 盈利预测.....	9
5. 投资建议:推荐.....	10
6. 风险提示.....	10

图目录

图 1：天晟新材主营收入、利润总额、净利润.....	3
图 2：天晟新材分产品毛利率变化.....	3
图 3：风电叶片结构.....	4
图 4：全球风电新增装机量及增速.....	4
图 5：中国风电新增装机量及增速.....	4
图 6：全球分区域新增装机量.....	5
图 7：中材科技毛利率回升.....	6
图 8：天晟新材结构泡沫毛利率仍在下滑.....	6
图 9：新光环保扣非后归属母公司净利润及增速.....	7
图 10：全国高铁营业里程及增速.....	7
图 11：全国轨道交通运营路线网长度及增速.....	8
图 12：后加工产品收入及增速.....	9

表目录

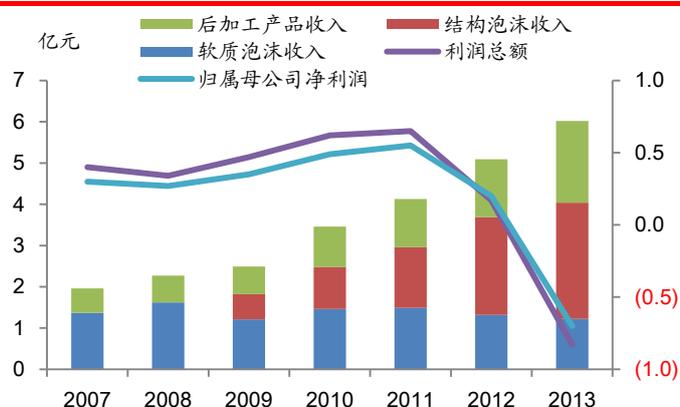
表 1：结构泡沫全球产能.....	5
表 2：截止到 2013 年末新光环保尚未履行完的主要合同.....	8
表 3：公司 2014 年投建的后加工产能明细.....	9
表 4：盈利预测表.....	9

一、国内发泡材料龙头企业

公司是业内发泡材料的龙头企业，主要从事高分子发泡材料的研发、生产与销售，主要产品包括软质发泡材料、结构泡沫材料以及后加工产品。其中，公司 PVC 结构泡沫材料产能 7000 吨/年，软质发泡材料产能 78000 立方米/年。公司是国内唯一一家生产 PVC 结构泡沫材料的企业，全球有 DIAB 和 AIREX 两家企业，呈寡头垄断格局。

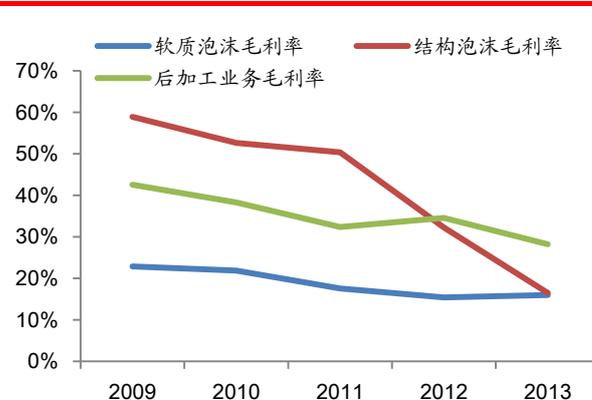
其中 结构泡沫收入占比 47% 后加工业务收入占比 33% 软质泡沫收入占比 20%。结构泡沫为公司的主要产品，下游为风电叶片，近几年受到风电投资下滑的影响毛利率由 09 年的 59% 跌至 13 年的 16%，未来随着全球风电的回暖，泡沫材料毛利率将逐渐回升，为业绩贡献主要弹性。

图 1：天晟新材主营收入、利润总额、净利润



资料来源：Wind，中投证券研究所

图 2：天晟新材分产品毛利率变化



资料来源：Wind，中投证券研究所

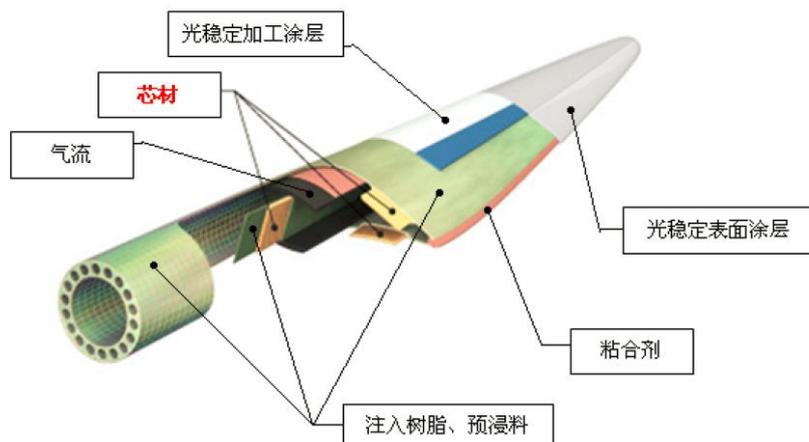
二、全球风电需求出现拐点，结构泡沫盈利反转

1. 风电需求强势反弹：2014 年全球风电新增装机量出现拐点

结构泡沫主要应用与风力发电、轨道交通、船舶、航空航天、建筑节能等高端领域，目前国内结构泡沫下游主要为风电，用作风电叶片的夹层芯材。

目前应用与风力发电机叶片的芯材主要有 PVC 结构泡沫和巴萨木，由于 PVC 结构泡沫芯材性能优良，价格适中，现在兆瓦级叶片采用的芯材基本上都是 PVC 结构泡沫芯材，其占了叶片体积的 85%，采购价值约占叶片原材料采购价值的 1/3。

图 3：风电叶片结构



资料来源：招股说明书

全球风能理事会预测：2014 年全球风电累计装机量将达到 36540 万千瓦，同比增长 14.9%。新增装机量 4730 万千瓦，新增装机量增速达到 34%。而 2013 年的新增装机量则同比下降了约 1000 万千瓦，增速为-22%，是该领域自诞生以来首次出现下降，2014 年全球风电新增装机量将出现拐点，新增装机量将超过 2012 年的高点。

图 4：全球风电新增装机量及增速

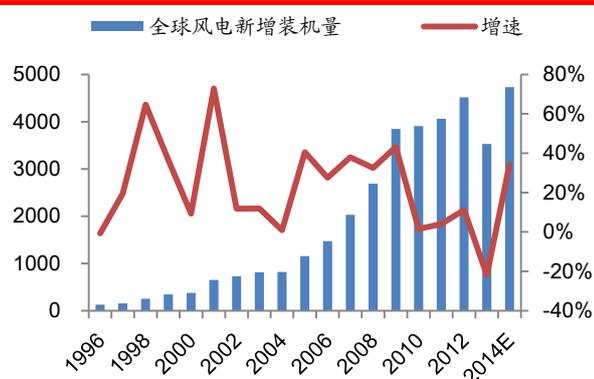
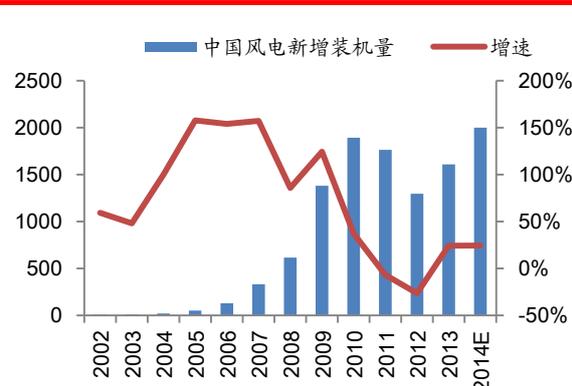


图 5：中国风电新增装机量及增速



资料来源：Wind，GWEC

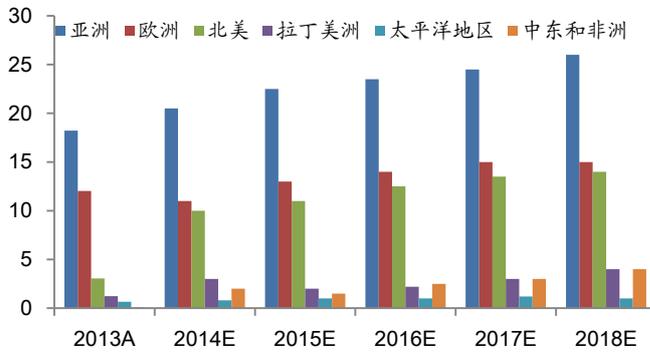
资料来源：Wind，中投证券研究所

2014 年的全球风电市场将继续由中国和美国引领。中国市场 14 年将继续强劲增长，新增装机量目标为 18GW。国家发改委《关于 2013 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2014 年国民经济和社会发展计划草案的报告》里把适时调整风电上网价格列在了资源性产品价格改革的首位，行业预期风电上网电价下调在 2014 年实施的概率较大，因此 14 年将出现风电企业抢装的情况，新增装机量很有可能超市场预期达到 18-20GW，增速为 12.5%-25%。

同时，美国市场将在 2014 年强劲反弹，截至 2013 年底美国有一个超过 1200 万千瓦规模的新增产能正在建。加拿大和巴西也将实现创纪录的装机，而南非市场的装机容量也将超过数十万千瓦。

分区域来看，未来 5 年全球市场将继续由亚洲、欧洲和北美为主，巴西、南非等新兴市场也将逐渐崛起。GWEC 预测，巴西将在 2014 年底打入全球累计装机容量前 10 名，在接下来的几年内将跃升至第 3 或第 4 位。南非的风电市场已经开始启动，5 年内非洲南部和东部有望引起一轮小型开发高潮。

图 6：全球分区域新增装机量



资料来源：GWEC

我们粗略估计装机量 1.5MW 风电叶片需要 0.3 吨 PVC 泡沫材料，则中国 14 年新增风电叶片装机量 18GW-20GW，可拉动 PVC 泡沫材料需求 1.08 万吨-1.2 万吨；14 年全球新增 47.3GW 装机量可带动 PVC 泡沫材料需求 2.84 万吨，同比增长了 34%。

2. 结构泡沫供给端收缩：13 年全球产能收缩约 20%-30%

目前全球主要有 3 家公司生产结构泡沫材料，总产能约 3.2 万吨左右。其中瑞典公司 DIAB 在去年关停了美国部分工厂，削减产能近 8000 吨，目前实际产能仅为 1.2 万吨，瑞士公司 AIREX 目前产能约 1.3 万吨，公司自身产能 7000 吨，全球产能有减无增导致结构泡沫供给端收缩约 20%-30%。

之前我们测算的 14 年全球风电对 PVC 泡沫材料的需求约为 2.84 万吨，假设风电需求占 PVC 结构泡沫的 90%，那么全球对 PVC 结构泡沫的需求约为 3.16 万吨，基本达到供需平衡的状态。

同时，因为结构泡沫呈现寡头垄断格局，行业对下游的谈判能力较强，在需求大增供需格局发生改变的时候涨价较为容易。

表 1：结构泡沫全球产能

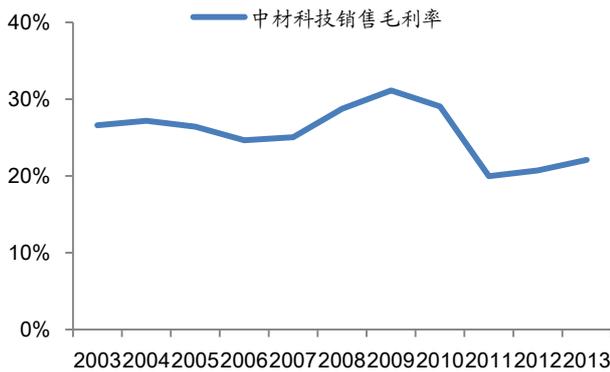
	2012 年产能 (吨)	2013 年产能 (吨)
天晟新材	7000	7000
DIAB	26500	12000
AIREX	13000	13000
全球总计	46500	32000

资料来源：中投证券研究所

3. 下游风机行业毛利率回升，为结构泡沫材料涨价提供空间

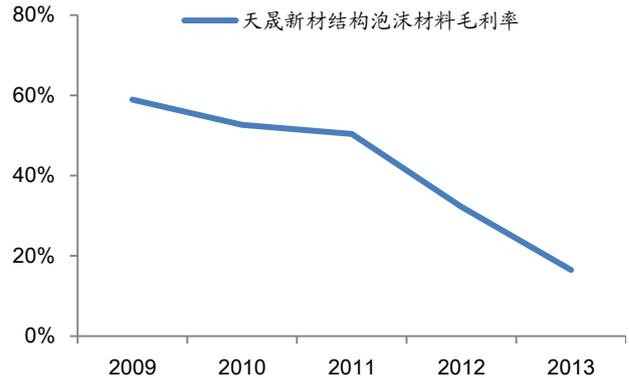
风电行业回暖，在产业链上传导的顺序先后是整机企业、零部件企业、上游材料企业。2013 年虽然全球风电增速下滑，但是中国风电需求强劲，新增装机量增速为 24%，国内整机及零部件企业的毛利率开始回升，公司最大的客户中材科技的毛利环比逐渐改善。而上游结构泡沫材料企业受全球供需格局的影响，13 年仅仅有量的增长，价格在其他两大巨头的压力下并无改善毛利率逐季度下滑。14 年风电行业迎来全球需求的强势反弹，我们预计下游整机和零部件企业盈利继续改善，为上游泡沫材料企业的提价提供了空间。

图 7：中材科技毛利率回升



资料来源：Wind,中投证券研究所

图 8：天晟新材结构泡沫材料毛利率仍在下滑



资料来源：Wind,中投证券研究所

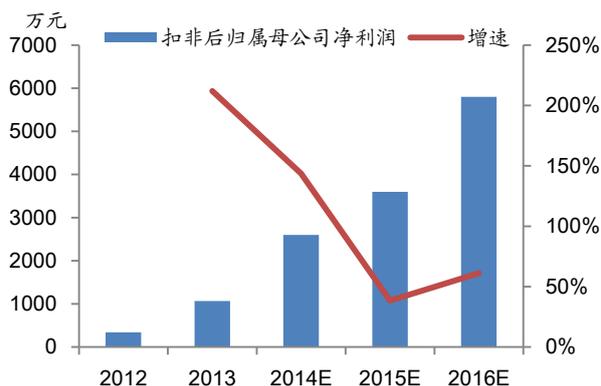
因此，我们认为下游企业盈利的持续恢复为结构泡沫材料的涨价提供空间，而行业寡头垄断的格局将加强提价的预期，预计 14 年下半年提价概率较大。假设以 13 年的数据为基础不考虑结构泡沫量的增长，当结构泡沫价格全年提价 20%，增厚 EPS 约为 0.16 元。

三、未来将通过资本运作切入新市场：收购新光环保切入轨道交通领域

公司 2014 年 1 月 22 日公告，用现金及增发股票两种形式以 4 亿元收购新光环保 100% 股权，使公司正式切入轨道交通领域。新光环保主要从事铁路、轨道交通环保降噪材料的研发、生产和销售，主要产品为声屏障，产能约 30 万平方米/年。是业内少数参与武广高铁、京沪客运专线、杭宁客运专线等国内知名铁路或轨道交通线路建设的企业。新光环保是高铁 350 公里/小时技术的引进者，职业经理人多数来自铁路系统，有能力重建声屏障市场的游戏规则。

公司对新光环保的定位是高端市场，不做已经变为通用技术的项目。新光环保承诺 2014-2016 年的扣非后归属母公司股东净利润分别不低于 2600 万元、3600 万元、5800 万元，从目前未完成订单情况来看，14-15 年超额兑现利润的概率较大。

图 9：新光环保扣非后归属母公司净利润及增速

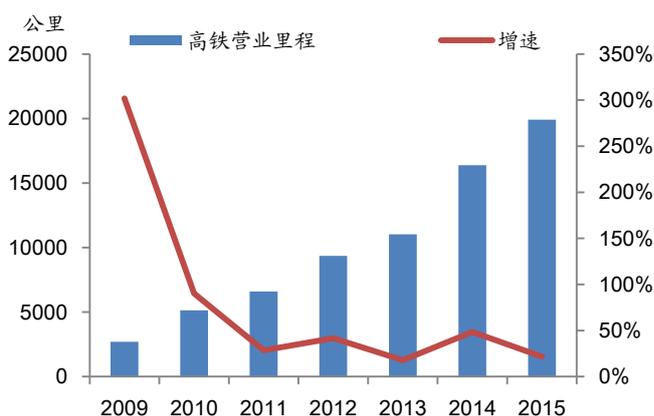


资料来源：公司公告，中投证券研究所

之前，公司对轨道交通市场的开拓进展一直不顺利，通过收购新光环保使公司的产品线从高分子发泡材料到后加工产品都延伸至铁路、轨道交通等领域。

国家铁路局公布的《中国高速铁路发展情况》表显示，2014 年将有 12 条高铁建成运营，投产里程 5353 公里，加上 2015 年投产的 12 条，未来两年之内，投产运营里程总计将达 8887 公里。 中铁总公司党组书记、总经理盛光祖在中国铁路总公司工作会议表示，2014、2015 两年，国家铁路要完成固定资产投资 1.2 万亿元，“十三五”期间铁路投资仍将在高位运行。其中，2014 年，国家铁路安排固定资产投资 6300 亿元，投产新线 6600 公里以上，并要求确保年内开工建设 44 个新项目。从投资安排额度来看，2014 年较 2013 年完成投资额减少了 338 亿元，但要完成的投产新线却增加了 1014 公里。我们粗略估计新增每公里高铁里程需要车厢 1 节计算，未来每年新增车厢约为 4443.5 节，根据现有技术参数，按照每个车厢需要泡沫材料 0.2 吨计算，未来两年每年高铁带动泡沫材料需求约为 889 吨。

图 10：全国高铁营业里程及增速



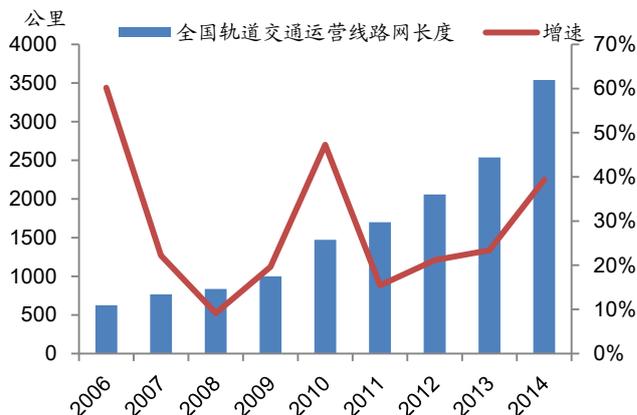
资料来源：Wind，中投证券研究所

2013 年 9 月，《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》(简称《意见》) 出台，要求优先加强公共交通、物流配送等与民生密切相关的城市基础设施建设。到 2015 年，全国轨道交通新增运营里程 1000 公里，到 2020 年我国轨道交通要达到近 6000 公里的规模。我们以每公里 2 节车厢、每节车厢需要 0.2 吨泡沫材料计算，则未来两年城市

请务必阅读正文之后的免责条款部分

轨道交通每年带动结构泡沫需求约为 466 吨。

图 11：全国轨道交通运营线路网长度及增速



资料来源：Wind，中投证券研究所

经过我们预测，高铁和城市轨道交通每年贡献泡沫材料需求约 1355 吨。

正如新光环保的收购案例一样，公司未来将通过收购等资本运作方式打入新的应用领域，拓展下游的同时提升估值。

表 2：截止到 2013 年末新光环保尚未履行完的主要合同

序号	需求方	线路	合同金额 (万元)
1	中铁三、十七、二十三、二十五局等	夏深线	970.92
2	四川中铁二院	南宁枢纽	75.63
3	中铁十一局	汉孝城际	846.15
4	中铁十八局	武黄城际	239.79
5	中铁十一局集团	武咸城际	212.03
6	武汉地铁集团有限公司	堤角至汉口北戴河	2037.46
7	武汉铁路局站场工程建设指挥部	鄂州地区三江货运站及港区铁路	400.96
8	南广铁路有限责任公司	南广线	537.88
9	中铁十二局	十二局大西铁路	685.01
10	北京金富利机电发展有限公司	重庆-利川铁路项目	921.66
11	中铁十七、十八、十九局	京沪线	3228.20
12	中铁十六局	十六局沪昆客专	849.28
13	中铁电气化局	宁天城际	1074.20
14	中铁五局集团公司	杭长线	2807.44
15	南京元平建设发展有限公司	宁高城际南京南至禄口机场段	418.84
合计			15305.45

资料来源：公司公告

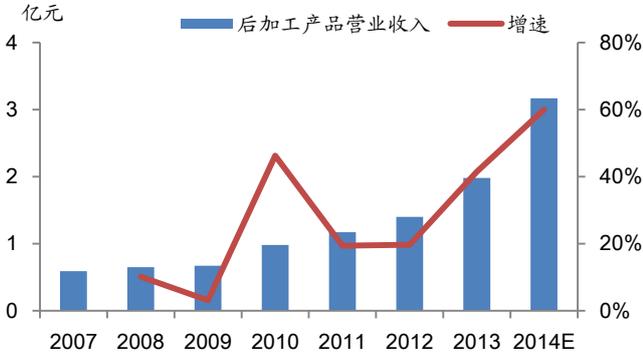
四、后加工业务高速增长，为公司提供充沛现金流

公司的后加工业务是指将发泡材料、发泡橡胶板加工成配件，主要用于家电、手

机和汽车，相当于泡沫材料业务向下游产业链的延伸，毛利率高于泡沫材料。

近几年来公司后加工业务收入增长较快，2013 年收入增速高达 42%，主要来自于下游家电行业的回暖。在家电行业公司的主要客户有夏普、三菱，汽车行业主要客户有丰田、大众、通用等，电子下游客户主要有中兴、华为、京东方等。

图 12：后加工产品收入及增速



资料来源：Wind，中投证券研究所

过去公司后加工业务的下游客户以国外企业为主，13 年国外品牌订单约 1 亿元。从 13 年年报看出，公司在 2014 年将投建聚脂薄膜涂布、超薄发泡材料、液晶模组膜件，以提高公司在光学薄膜领域的市占率，未来国内市场将成为后加工业务的主要增量市场，14 年的收入增速目标为 60%-80%，但是由于对国内客户的毛利率低于国外客户，所以后加工业务的综合毛利率未来会有下降，综合来看净利润的增长超过 10%。后加工业务收入、利润规模的扩大为公司提供充沛的现金流，为后续的新产品推出以及资本运作提供保障。

表 3：公司 2014 年投建的后加工产能明细

项目	目标
1 投资一条高速功能性聚脂薄膜涂布生产线。	扩大公司在光学薄膜涂布产品的市场占有率，14 年力争光学薄膜涂布产品销售额增加 80%以上。
2 投资建设“超薄发泡材料”生产线。	公司研发的软质“超薄高分子发泡材料”获得光电、智能手机产品市场认可，新产品将是光学模组件生产的必备原材料，拥有广阔前景。
3 增加 3 条以上液晶模组薄膜件高速生产线。	力争在光学模切加工的产能和销售额均增加 100%以上。
4 拟新增投产一条“烤瓷漆涂装生产线”	不仅满足轨道交通内装产品生产需求，还广泛应用于轨道交通车站等公用设施建设，力争与江苏新光祥光产品形成轨道交通行业的集成竞争优势。

资料来源：公司公告，中投证券研究所

五、盈利预测

4. 盈利预测

表 4：盈利预测表

	2013	2014E	2015E	2016E
结构泡沫收入(百万元)	282.15	403.48	467.23	467.23
结构泡沫成本(百万元)	235.70	296.75	301.00	308.00
结构泡沫毛利率	16.46%	26.45%	35.58%	35.58%
结构泡沫销量(吨)	5,072.57	6,594.34	7,000.00	7,000.00
结构泡沫价格(万元/吨)	5.56	6.12	6.68	6.68
后加工业务收入(百万元)	198.23	356.81	428.17	513.80
后加工业务成本(百万元)	142.27	264.04	316.85	380.22
后加工业务毛利率	28.23%	26.00%	26.00%	26.00%
软质泡沫收入(百万元)	121.93	159.66	159.66	159.66
软质泡沫成本(百万元)	102.46	139.97	139.97	139.97
软质泡沫毛利率	15.96%	12.33%	12.33%	12.33%
新光环保收入(百万元)	110.89	278.57	385.72	621.44
新光环保成本(百万元)	95.88	200.57	277.72	447.43
新光环保毛利率	19.19%	24.80%	28.13%	27.61%
营业收入(百万元)	605.86	1198.52	1440.78	1762.13
营业成本(百万元)	482.25	901.33	1035.53	1268.62

资料来源：中投证券研究总部

5. 投资建议:推荐

公司目前股本为 2.8 亿，对应公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.19、0.27、0.37 元，PE 分别为 41.32、29.49、21.69，未来 6-12 个月的目标价为 10 元，给予“推荐”评级。

6. 风险提示

风电行业复苏不达预期：结构泡沫的提价基于全球风电行业的复苏带来的需求恢复，如果全球风电行业复苏不达预期，那么结构泡沫的提价幅度也会低于我们的预期。

后加工业务毛利率下滑超出预期：之前公司后加工业务的客户主要来自国外，订单稳定、毛利率较高，14 年后加工业务的增量主要来自国内，国内客户的毛利率一般低于国外客户。如果国内客户拓展不利，则后加工业务存在毛利率下滑超于我们之前预期。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	881	3586	4066	4850
现金	159	1798	2161	2643
应收账款	309	647	778	952
其它应收款	3	5	6	8
预付账款	15	28	32	39
存货	318	846	778	834
其他	77	262	310	374
非流动资产	682	498	296	75
长期投资	0	0	0	0
固定资产	500	715	912	1091
无形资产	104	96	87	79
其他	78	-313	-704	-1095
资产总计	1563	4085	4362	4925
流动负债	473	2950	3161	3631
短期借款	263	2578	2737	3116
应付账款	167	313	359	440
其他	43	60	66	75
非流动负债	214	214	214	214
长期借款	0	0	0	0
其他	214	214	214	214
负债合计	687	3165	3376	3846
少数股东权益	11	1	-10	-21
股本	281	281	281	281
资本公积	551	551	551	551
留存收益	34	88	165	269
归属母公司股东权益	865	919	996	1100
负债和股东权益	1563	4085	4362	4925

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-67	-744	187	87
净利润	-80	44	66	93
折旧摊销	33	50	68	87
财务费用	27	66	117	119
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-65	-976	-74	-235
其它	18	72	10	23
投资活动现金流	-62	134	134	134
资本支出	58	-131	-131	-131
长期投资	0	0	0	0
其他	-4	3	3	3
筹资活动现金流	139	2249	42	260
短期借款	-17	2315	159	380
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	156	-66	-117	-119
现金净增加额	8	1639	363	482

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	606	1199	1441	1762
营业成本	482	901	1036	1269
营业税金及附加	3	6	7	9
营业费用	50	72	79	97
管理费用	102	120	144	176
财务费用	27	66	117	119
资产减值损失	30	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	-89	34	58	92
营业外收入	6	21	25	25
营业外支出	1	0	1	1
利润总额	-83	55	82	116
所得税	-3	11	16	23
净利润	-80	44	66	93
少数股东损益	-11	-11	-11	-11
归属母公司净利润	-70	55	77	104
EBITDA	-29	149	243	298
EPS (元)	-0.25	0.19	0.27	0.37

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	16.5%	97.8%	20.2%	22.3%
营业利润	-5421.	-61.9%	72.0%	58.9%
归属于母公司净利润	-455.8	-21.6%	40.1%	36.0%
获利能力				
毛利率	20.4%	24.8%	28.1%	28.0%
净利率	-11.5%	4.6%	5.3%	5.9%
ROE	-8.1%	5.9%	7.7%	9.5%
ROIC	-5.0%	4.2%	8.0%	9.7%
偿债能力				
资产负债率	44.0%	77.5%	77.4%	78.1%
净负债比率	38.27	81.46	81.07	81.03
流动比率	1.86	1.22	1.29	1.34
速动比率	1.15	0.91	1.02	1.09
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.42	0.34	0.38
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	3.86	3.76	3.08	3.17
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	-0.25	0.19	0.27	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.24	-2.65	0.67	0.31
每股净资产(最新摊薄)	3.08	3.28	3.55	3.92
估值比率				
P/E	-32.39	41.32	29.49	21.69
P/B	2.61	2.46	2.27	2.05
EV/EBITDA	-90	17	11	9

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