

红宝丽 (002165): 家电下乡给产能扩张带来保障, 节能环保构成长期利好 增持 (维持)

化工行业

当前股价: 16.49 元

报告日期: 2009 年 6 月 19 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	737	890	977	1,241
(+/-)	32.5%	20.8%	9.8%	27.0%
营业利润	85	89	112	142
(+/-)	98.7%	3.8%	25.9%	27.7%
归属于母公司的净利润	56	67	89	115
(+/-)	72.9%	20.1%	33.1%	29.3%
每股收益 (元)	0.35	0.43	0.57	0.73
市盈率 (倍)	47	39	29	23

公司基本情况 (2009 年 6 月 19 日止)

总股本/已流通 A 股 (万股)	15,750/8,360
流通市值 (亿元)	13.79
每股净资产 (元)	2.57
资产负债率 (%)	32.68

股价表现 (最近一年)



天相石化化工组 苏文杰

010-66045756 suwj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点:

- 家电下乡给组合聚醚产能扩张带来保障;
- 节能环保给组合聚醚带来长期利好;
- 基建投资推动异丙醇胺需求增长。

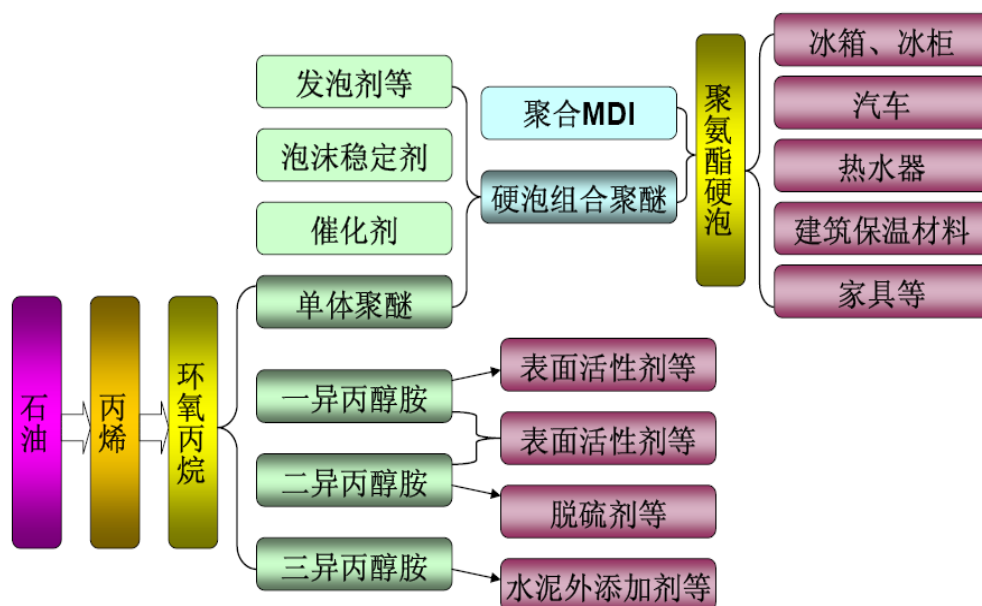
投资要点:

- **国内硬泡组合聚醚最大的供应商。**公司 2008 年组合聚醚在国内冰箱 (柜) 等冷藏行业的市场占有率提高到 28% 左右, 继续保持国内第一。公司硬泡组合聚醚目前产能为 4 万吨/年, 新增 5 万吨/年产能预计 2009 年下半年内投产, 达产后公司将进一步巩固国内第一大硬泡组合聚醚供应商的地位。
- **家电下乡给组合聚醚产能扩展带来保障。**公司新增 5 万吨产能预计 2009 年下半年投产, 贡献产量主要集中在 2010 年, 据测算, 2010 年仅冰箱 (冰柜) 行业对硬泡组合聚醚需求增量就达到 3.9 万吨, 另外, 组合聚醚在太阳能热水器上也有望获得快速增长, 我们认为公司新增 5 万吨/年产能的销售压力较小, 销量能够得以保障。
- **政策支持为组合聚醚在建筑保温领域的需求扩张保驾护航。**随着《节约能源法》等一系列法规文件的颁布实施, 将从政策层面给聚氨酯带来保障, 未来几年建筑保温市场将成为组合聚醚消费的增长点, 节能环保概念提升公司形象。
- **基建投资推动异丙醇胺需求增长。**目前公司异丙醇胺产能为 2 万吨/年, 亚洲第一、世界第三。异丙醇胺是一种绿色精细化工原料, 其中三异丙醇胺可大幅加强水泥的分散性和强度, 在水泥外加剂中得到越来越广泛的应用。随着 4 万亿基建投资规划实施及环保意识日益加强, 水泥中添加三异丙醇胺越发普遍。2008 年我国水泥生产量 13.88 亿吨, 按此计算, 水泥外加剂需求将达 27 万多吨, 市场前景十分广阔。
- **维持“增持”评级。**我们预计公司 2009-2010 年每股收益分别为 0.57 元和 0.73 元, 按照 6 月 18 日收盘价 16.49 元计算, 对应的动态市盈率分别为 29 倍和 23 倍, 考虑到公司产能扩张明确, 家电下乡、节能环保为组合聚醚保驾护航, 我们维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示。**(1) 原油价格走势的不确定性给公司业绩带来波动; (2) 建筑保温领域国家政策实施效果的风险。

1. 公司简介

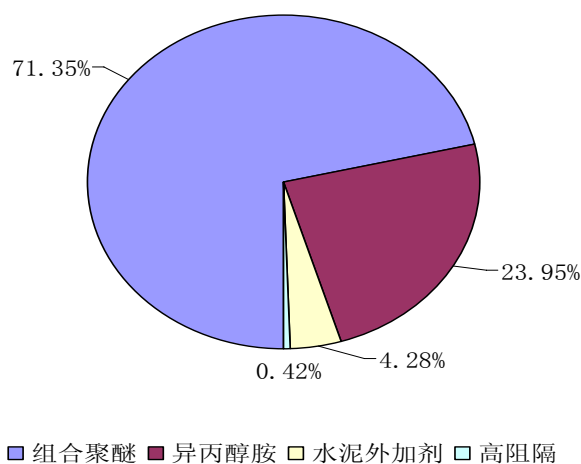
红宝丽前身是南京市聚氨酯化工厂，具有20年研究、开发聚氨酯产品的历史，目前主营聚氨酯、异丙醇胺系列产品的研制开发和生产经营，拥有4万吨硬泡组合聚醚、2万吨异丙醇胺、1万吨水泥外加剂的生产能力，公司硬泡组合聚醚生产规模居国内第一，异丙醇胺生产规模排名亚洲第一、全球第三。公司是国内硬泡组合聚醚主要供应商，是世界上异丙醇胺产品主要生产企业之一，位列中国化工企业500强。

图表 1 公司产品产业链



资料来源：公司招股说明书，天相投顾

图表 2 公司主营产品营业收入占比情况



资料来源：公司年报，天相投顾

2. 硬泡组合聚醚：需求稳定增长，红宝丽独占鳌头

2.1 红宝丽：国内硬泡聚醚最大的供应商

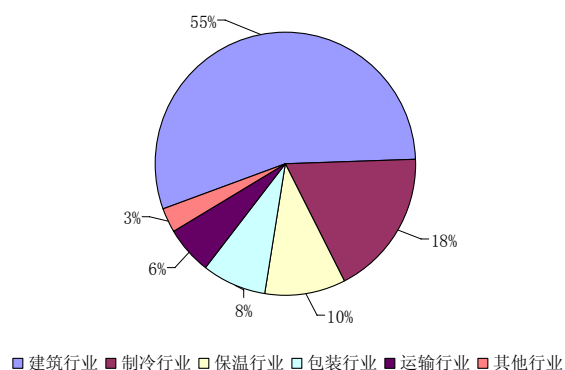
聚醚是由起始剂（含活性氢基团的化合物）与环氧丙烷（PO）等在催化剂存在下经加聚反应制得。组合聚醚是合成聚氨酯的主要原料之一，硬泡组合聚醚（俗称白料）和聚合MDI（俗称黑料）通过发泡可制成聚氨酯硬质泡沫塑料。

聚氨酯硬质泡沫塑料具有优良的物理力学、声学、电学和耐化学性能，尤其是导热系数极低，是一种优良的绝热保温材料。聚氨酯泡沫塑料的密度大小及软硬程度均可以随着原料及配方的不同而改变，加上成型施工方便，优于其它塑料品种。

聚氨酯硬质泡沫塑料自二战中开发以来，首先用于军事工业，20世纪50年代开始工业化。美国的聚氨酯制品消费份额中，其中泡沫制品是最大的消费领域，占了大约70%的份额，在泡沫制品中软泡为43%左右，硬泡为27%左右。美国聚氨酯泡沫消费中软泡以家具行业为主，占40%，其次是运输业，占23%。硬泡市场以建筑行业为主，占55%，制冷行业占18%，保温行业占10%，包装和运输行业分别占8%和6%；其他欧洲等经济发达地区硬泡的消费比例也基本同美国相接近。

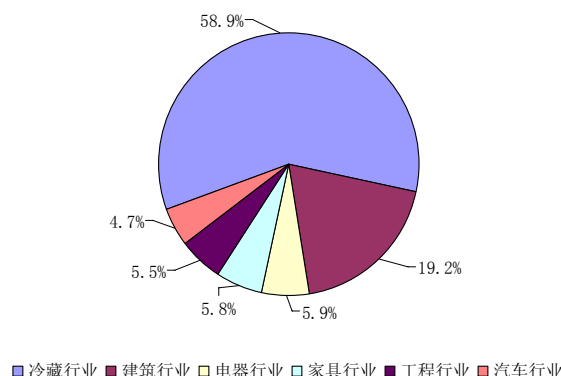
我国自90年代开始，随着万吨级的异氰酸酯和聚醚装置以及数量众多的先进发泡生产线的引进投产，聚氨酯工业步入了快速发展阶段，并逐步开始生产聚氨酯硬泡。我国聚氨酯硬质泡沫塑料消费主要应用在家电、建筑、汽车、大型工程等行业，其中家电行业中的冰箱、冰柜是聚氨酯硬泡消费的最大应用领域。随着国内建筑节能标准的出台，建材行业将是聚氨酯硬泡消费增长潜力最大的应用领域。

图表 3 美国聚氨酯消费结构



资料来源：公司招股说明书，天相投顾

图表 4 我国聚氨酯消费结构



资料来源：公司招股说明书，天相投顾

在硬泡组合聚醚领域，红宝丽是国内硬泡聚醚最大的供应商，国内主要冰箱（柜）生产企业成为公司客户，如三星、美的、新飞、美菱、海信科龙、小天鹅等企业，公司产品已进入太阳能热水器领域。公司与其他同类企业相比在技术、服务、品牌、成本控制上优势明显。公司在2007年参与制订《建筑板材用聚氨酯硬质泡沫塑料国家标准》后，2008年又牵头起草《太阳能热水器用聚氨酯硬质泡沫塑料国家标准》，公司行业地位得到国家权威部门进一步认可。同时通过积极拓展国际市场，与国际冰箱生产企业如韩国LG、韩国三星、土耳其伟士达等公司进行技术交流与合作，公司硬



泡聚醚产品已经开始出口韩国、土耳其等国，公司国际影响力进一步加强。

图表 5 2006 年度国内冷藏行业硬泡聚醚主要厂家的销售量及其市场占有率

生产企业	产能 (万吨/年)	销售量 (万吨/年)	国内市场 占有率	市场领域
南京红宝丽	4	2.9	9.60%	冰箱（柜）等
巴斯夫	2	1.3	4.50%	集装箱、冰箱等
天津天寰	1.8	1.2	4.10%	冰箱等
亨斯曼	2	1	3.40%	冰箱等
陶氏化学	2	1.4	4.80%	冰箱（柜）、汽车等
拜耳	2	1.3	4.50%	集装箱、冰箱等
广东浪腾	1.5	0.8	2.80%	冰箱（柜）、板材、仿木等
广东容威	2	1.2	4.10%	冰箱（柜）等
山东东大	1	1.3	4.50%	集装箱、太阳能
其它	16.8	16.6	57.70%	其他市场
合计	36.1	29	100.00%	—

资料来源：公司公告，天相投顾

2006年在国内冰箱冰柜行业用硬泡组合聚醚市场的占有率达到16.16%，居国内同行第一。2008年全球遭遇了严重的金融危机，在这种严峻的经济形势下，公司利用多年积聚的品牌、技术、服务等优势，通过大力开拓市场，不断开发新技术和高性价比的新产品、优化生产工艺，加强经营管理等措施，仍然实现了业绩的稳定增长。在2008年下游行业总体趋淡的形势下，公司产品市场占有率进一步提高。公司2008年组合聚醚在国内冰箱（柜）等冷藏行业的市场占有率提高到28%左右，继续保持国内第一的龙头地位。公司硬泡组合聚醚目前产能为4万吨/年，公司新增5万吨组合聚醚改造项目预计09年下半年内投产，达产后组合聚醚的总产能将达到9万吨/年。公司将保持国内第一大硬泡组合聚醚供应商的地位。

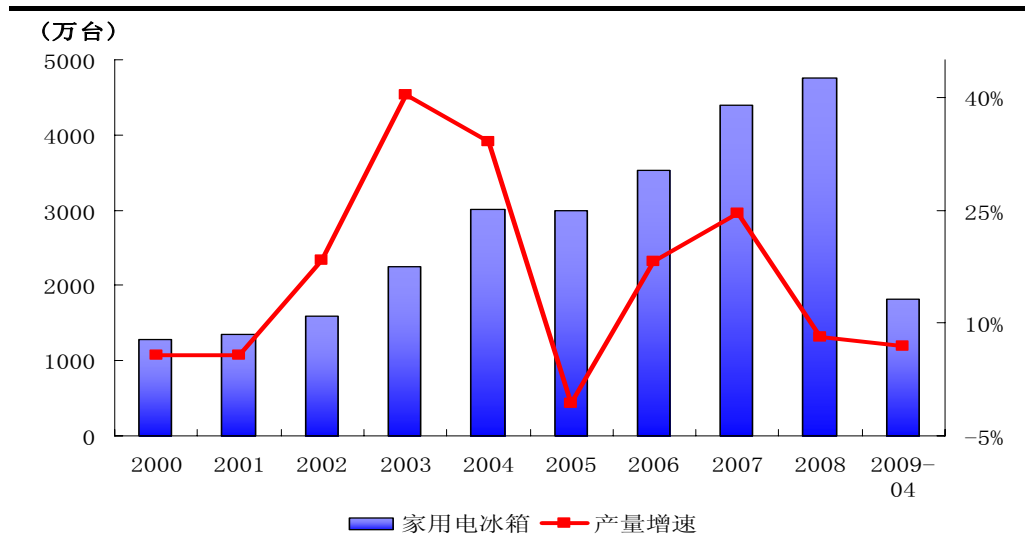
2.2 家电下乡对于组合聚醚构成间接利好

冰箱、冰柜行业是我国聚氨酯硬泡最大的消费市场，2006 年有 58.9%的聚氨酯用于冷藏行业。用聚氨酯硬泡作绝热层的冰箱、冰柜，绝热层薄，在相等外部尺寸条件下，可以增大有效容积，进而使壳体与内衬材料用量减少，既降低了生产成本，又减轻了冰箱、冰柜的自重。

从 2009 年 2 月 1 日起，为了进一步发挥家电下乡政策在扩大内需特别是农村消费中的作用，国务院决定尽快在全国推广家电下乡。家电下乡由原来 14 个省市向全国推广，产品也从过去的四个增到八个，除了之前推出的“彩电、冰箱（含冷柜）、手机、洗衣机”之外，此次家电下乡又新增了摩托车、电脑、热水器和空调。它们和彩电等产品同样享受国家 13%的补贴。



图表 6 2000 年以来国内家用电冰箱产量及增速



资料来源：国家统计局，天相投顾

2008 年农民人均纯收入为 4761 元，已经达到上世纪 90 年代中期城镇居民水平，而农村居民每百户拥有冰箱为 26.1 台，与城镇的每百户 95 台有巨大差距，还不及城镇居民 80 年代末的水平，农村冰箱的市场十分广阔。

实施家电下乡政策以来，对于我国的冰箱冰柜有一定的促进作用，2009 年 1-4 月我国冰箱产量为 1815.41 万台，同比增速 7.00%。由于 2008 年 6 月份之后冰箱产量大幅下滑，而今年则相对比较平稳，我们认为下半年同比增速将比上半年有所好转。我们预计 2009-2010 年家用电冰箱的产量会保持一定增长，增速在 10% 左右。若按此增速计算，则 2009、2010 年我国冰箱（冰柜）产量分别为 6500 万台、7200 万台，2008 年我国冰箱（冰柜）产量为 5900 万台，可以看出 2009、2010 年我国冰箱（冰柜）产量比 2008 年的增量分别为 600 万台、1300 万台，按照每台冰箱（冰柜）平均耗用 3 公斤硬泡组合聚醚测算，预计 2009、2010 年冰箱（冰柜）行业对硬泡组合聚醚需求增量分别为 1.8 万吨、3.9 万吨。

另外，聚氨酯作为保温材料，已经在太阳能热水器、太阳能供暖系统、太阳能制冷系统等方面形成了规模化的应用。太阳能热水器纳入“家电下乡”范围，也将推动组合聚醚的需求增长。太阳能在氨酯硬泡应用所占额并不大，但发展速度十分惊人，且潜力空间十分广阔。未来几年太阳能将成为聚氨酯硬泡聚合 MDI、硬泡聚醚 (PPG) 需求的新增长点。

公司新增 5 万吨产能预计 2009 年下半年投产，贡献产量主要集中在 2010 年，由于 2010 年仅冰箱（冰柜）行业对硬泡组合聚醚需求增量就达到 3.9 万吨，组合聚醚在太阳能热水器上也有望获得快速增长，我们认为公司新增 5 万吨/年产能的销售压力较小，销量能够得以保障。

2.3 建筑节能保温材料对组合聚醚构成长期利好

聚氨酯保温材料性能优异。聚氨酯硬泡是一种高性能的保温材料，其特点是一材多用，同时具备保温、防水、隔音、吸振等诸多功能，欧美发达国家建筑保温材料中

有49%采用聚氨酯材料。

国家出台多项政策支持聚氨酯节能保温板。建筑耗能是我国的能耗大户之一，我国目前存量建筑中，只有5%的建筑采取了节能降耗措施。为推广聚氨酯建筑物外墙保温材料的应用，2004年发改委发布《节能中长期专项规划》中规定：“十一五”期间，新建建筑严格实施节能50%的设计标准，其中北京、天津等少数大城市率先实施节能65%的标准；结合城市改建，开展既有居住和公共建筑节能改造，大城市完成改造面积25%，中等城市达到15%，小城市达到10%。

2007年5月19日，建设部正式下达关于印发《聚氨酯硬泡外墙外保温工程技术导则》的通知，2008年4月1日《节约能源法》正式实施，2008年10月1日《民用建筑节能条例》施行，这一系列法规文件标志着我国聚氨酯建筑节能的步伐正式走向正轨。另外，今年3月底住建部表示要尽快出台三年建筑节能规划，5月21号国务院副总理李克强表示要重点扶持节能环保产业。

我国聚氨酯保温板市场前景广阔。我国目前存量建筑420亿平方米，每年新增建筑面积约20亿平方米，若建筑节能保温市场启动后，如果国家新建建筑节能按80%的标准能够执行到位，改造建筑按中等城市15%的标准实施到位，则每年新建和改造节能建筑面积=（400*15%）/5+20*80%=28（亿平方米）。

在通用屋面结构中，硬泡聚氨酯厚度25mm时，可达到节能50%要求，厚度40mm时可达节能65%要求。按节能50%，聚氨酯厚度为25mm、密度为40kg/m³，每平方米需要聚氨酯1kg，其中白料（组合聚醚）和黑料（聚合MDI）各占一半。外墙面积与建筑面积比约0.4，若聚氨酯占到整个新建和改造节能建筑30%市场份额，则组合聚醚年需求量=28亿平方米*0.4*0.3*0.5kg/平方米=16.8（万吨）。

图表 7 50%节能标准对应组合聚醚年需求增量敏感性分析

聚氨酯在保温材料中占比	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
组合聚醚年需求量(万吨)	5.6	11.2	16.8	22.4	28	33.6	39.2	44.8	50.4	56

资料来源：天相投顾

图表 8 65%节能标准对组合聚醚年需求增量敏感性分析

聚氨酯在保温材料中占比	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
组合聚醚年需求量（万吨）	8.96	17.92	26.88	35.84	44.8	53.76	62.72	71.68	80.64	89.6

资料来源：天相投顾

若建筑节能保温市场启动后，我们假设按照 50%的节能标准，若聚氨酯占到整个新建和改造节能建筑 30%市场份额，则 2009、2010 年可以增加组合聚醚 16.8 万吨。但是，虽然聚氨酯的导热系数最低，保温性能最好，但由于成本较高，目前聚氨酯主要用作高档建筑的保温材料。由于目前正处于全球经济危机之中，大多数企业资金链比较紧张，在此情形下建筑开发商是否愿意将钱花在保温领域尚待商榷，另外，政策执行力度还有待进一步观察。预计聚氨酯在建筑保温材料市场中比重会越来越大，但不会出现“暴发式”增长。

3. 异丙醇胺：绿色化工原料，营业收入逐年增长

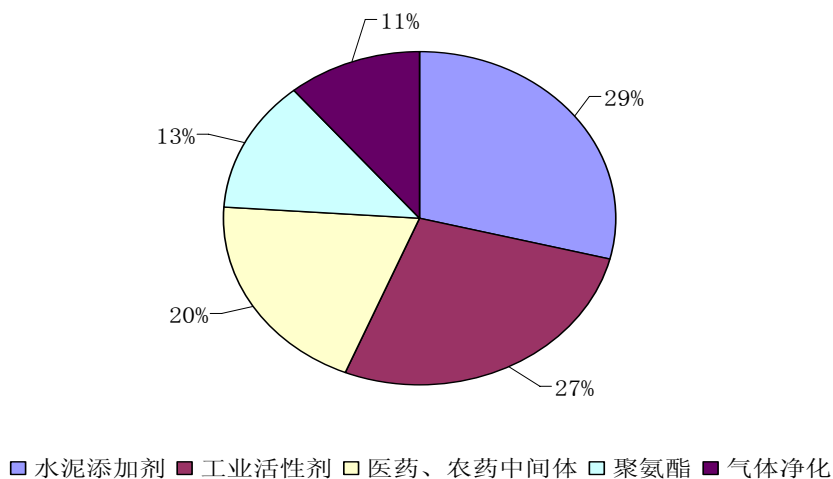
3.1 异丙醇胺：绿色化工原料，近年来发展迅速

异丙醇胺是一种绿色精细化工原料，是一异丙醇胺(MIPA)、二异丙醇胺(DIPA)、三异丙醇胺(TIPA)的统称。异丙醇胺与乙醇胺同为醇胺类产品，其油溶性较大、稳定性较高，洗涤、增粘、发泡等性能均高于乙醇胺，具有应用性能优异、环保性能好、具有亲和性、对环境及人体的危害较其他类似产品要小等特点，而成为目前世界发达国家极力推崇和鼓励发展的一种绿色化工产品，逐渐被用于与乙醇胺应用领域相同的部分产品。

近年来异丙醇胺得到快速发展，原因有三：（1）比可替代产品乙醇胺环保性能优良，而乙醇胺在日本、欧美等少数发达国家已被禁止使用；（2）异丙醇胺与乙醇胺价格发生很大变化，乙醇胺的低价优势已不存在；（3）随着异丙醇胺技术开发能力的逐步提高（包括延伸开发下游产品技术），异丙醇胺渗透到更多的应用领域。

异丙醇胺目前已被广泛应用于生产表面活性剂、化妆品/个人护理用品、染料及颜料、医药及农药中间体、纺织助剂、工业与民用洗涤剂、酸性气体脱硫剂、金属保护剂、聚醚多元醇起始剂、水泥外加剂等多种产品。

图表 9 异丙醇胺应用领域



资料来源：公司公告，天相投顾

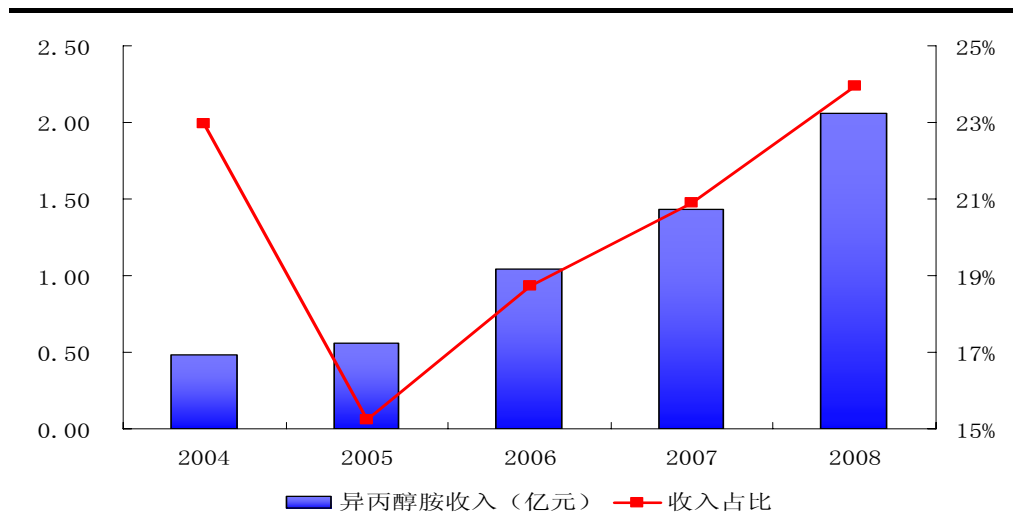
3.2 异丙醇胺对公司收入贡献逐年扩大

目前由于异丙醇胺的生产相对集中于德国、美国、英国等少数几个发达国家，绝大多数国家的异丙醇胺只能依赖于进口，随着世界经济的发展，表面活性剂、水泥外加剂、医药农药中间体、金属加工用润滑油等各种化工产业规模持续扩大；同时，随着科技的发展，人们认识水平的提高，异丙醇胺的应用领域正逐步扩大。正是由于异丙醇胺在传统应用领域和新兴应用领域的应用同时增长，成为异丙醇胺市场持续、快速增长的主要动力。

我国异丙醇胺起步较晚，一方面由于多数厂家无法攻克技术瓶颈而难以达到经济规模被迫停产，国内产量极为有限，其优良性能未能被国内企业及时了解；另一方面国外的异丙醇胺产品价格较高，使得国内企业接受异丙醇胺需要一定的过程。近年来，随着国内经济的发展、人们环保意识的增强，加上由于石油价格持续上涨带动的乙醇胺价格上涨使乙醇胺逐渐失去价格优势，使得异丙醇胺被越来越多的应用到如国内的水泥外加剂、医药、农药中间体、表面活性剂等领域。

目前公司异丙醇胺产能为 2 万吨/年，亚洲第一、世界第三。随着公司进一步拓展异丙醇胺国际国内市场，红宝丽品牌在行业中影响度进一步提升，异丙醇胺产品销售区域逐步扩大，年产 2 万吨异丙醇胺生产装置产能逐步释放。2008 年异丙醇胺销售 2.06 亿元，同比增长 43.31%，占公司营业收入总额的 23.09%，较上年增加 3.62 个百分点；尽管受国际经济形势、原料价格上涨等多种因素影响，产品毛利率仍然达到 24.51%，同比增长 0.85%，实现毛利润 5037.67 万元，占公司毛利润总额的 32.45%，增加 9.06 个百分点，异丙醇胺产品对公司贡献度逐步加大。

图表 10 异丙醇胺历年收入及收入占比情况



资料来源：公司公告，天相投顾

4. 水泥外加剂：基建投资给需求带来保障

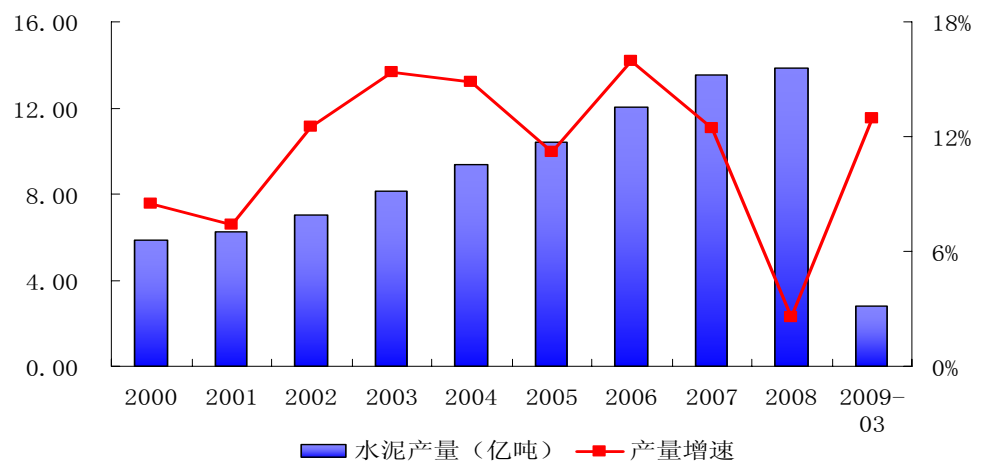
在水泥外加剂领域，早期用于水泥外加剂的醇胺类化合物主要是三乙醇胺，由于三异丙醇胺的分散性和后期强度优于三乙醇胺，随着水泥行业的发展和竞争的加剧，三异丙醇胺在水泥外加剂中的应用得到了飞速发展。在国外，三乙醇胺在水泥外加剂领域的主导地位已经逐渐为三异丙醇胺所代替，拉法基等全球较大的水泥生产商都已经开始批量使用三异丙醇胺作为水泥外加剂。据统计，2005 年除中国外世界水泥产量约为 12 亿吨，国外发达国家通过水泥外加剂生产的水泥所占比例为 70%-80%。

我国水泥总产能目前较大，但大多规模较小、工艺较为落后、环境污染较大。为此国务院出台了《关于印发节能减排综合性工作方案的通知》（国发[2007]15 号）等政策，国家发展改革委员会也加快落实在“十一五”时期淘汰落后水泥产能的步伐，水泥行业整合步伐加快，市场竞争也将更加激烈，水泥外加剂的功效将进一步显现。同时，随着我国政府宏观政策调整，放宽银行信贷、4 万亿基础设施建设投资规



划实施，水泥生产企业迎来了新的发展机遇，这个机遇同样也属于水泥外加剂生产企业。水泥生产过程中外加剂添加比例万分之二（高参量的水泥外加剂添加比例已达千分之一），2008 年我国水泥生产量 13.88 亿吨，按此计算，水泥外加剂需求将达 27 万多吨，市场前景十分广阔。同时，水泥外加剂作为三异丙醇胺下游延伸产品，其产业发展必将带动异丙醇胺产业的发展。另外，进入 2009 年以来，在基建投资的拉动下，我国水泥产量增长迅速，2009 年前三个月水泥产量 2.80 亿吨，同比增长 12.92%，比去年同期增速高 3.72 个百分点。

图表 11 2000 年以来我国水泥产量及增速



资料来源：中经网，天相投顾

5. 盈利预测及评级

图表 12 公司业绩预测假设

	组合聚醚		异丙醇胺		水泥外加剂		高阻隔	
	营业收入 (万元)	毛利率	营业收入 (万元)	毛利率	营业收入 (万元)	毛利率	营业收入 (万元)	毛利率
2009E	68,750	16.04%	21,000	25.45%	4,403	28%	383	5%
2010E	91,000	16.35%	24,650	25.75%	4,843	28%	402	5%

资料来源：天相投顾

图表 13 红宝丽盈利预测表

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E
一、营业收入	73,651	88,990	97,726	124,085
增长率 (%)	32.48%	20.83%	9.82%	26.97%
减：营业成本	59,144	73,468	80,002	101,385
营业税金及附加	258	251	195	248
资产减值损失	150	107	0	0
营业毛利	14,098	15,164	17,528	22,451



增长率(%)	67.03%	7.56%	15.59%	28.09%
毛利率(%)	19.14%	17.04%	17.94%	18.09%
减：销售费用	1,510	1,683	1,759	2,234
管理费用	2,980	3,409	3,714	4,715
财务费用	1,069	1,208	897	1,255
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
影响营业利润的其他科目	0	0	0	0
二、营业利润	8,539	8,865	11,159	14,247
营业利润率(%)	11.59%	9.96%	11.42%	11.48%
增长率(%)	98.73%	3.83%	25.87%	27.68%
加：营业外收入	335	425	0	0
减：营业外支出	261	280	0	0
三、利润总额	8,613	9,010	11,159	14,247
增长率(%)	98.16%	4.61%	23.85%	27.68%
利润率(%)	11.69%	10.12%	11.42%	11.48%
减：所得税	2,659	1,772	1,674	2,137
实际税负比率(%)	30.88%	19.67%	15.00%	15.00%
少数股东损益	373	533	558	570
四、归属于母公司所有者的净利润	5,581	6,705	8,927	11,540
增长率(%)	72.91%	20.14%	33.14%	29.28%
净利润率(%)	7.58%	7.53%	9.13%	9.30%
每股收益(元)(目前股本全面摊薄)	0.35	0.43	0.57	0.73

资料来源：公司公告，天相投顾

公司作为硬泡组合聚醚、异丙醇胺的龙头企业，组合聚醚需求稳定，家电下乡及节能环保给组合聚醚需求稳定增长带来利好，公司作为高新技术企业，可以享受15%的优惠所得税率。我们预计公司2009-2010年每股收益分别为0.57元和0.73元，按照6月18日收盘价16.49元计算，对应的动态市盈率分别为29倍和23倍，考虑到公司产能扩张明确，家电下乡、节能环保为组合聚醚保驾护航，我们维持公司“增持”的投资评级。

6. 风险提示

- 1、原油价格走势的不确定性给公司业绩带来波动；
- 2、建筑保温领域国家政策实施效果的风险。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100