

产能扩张迅速 资源成就未来

中泰化学 (002092)

评级: 买入 (首次)

基础化工行业

股价: 15.15 元

目标价位: 19.00 元

深度报告

2010 年 10 月 19 日

星期二

袁舰波

执业证书编号:

S0630208010052

联系人: 胡 昂

021-50586660-8626

ha@longone.com.cn

王会芹, 刘刚

6 个月目标价位	19 元
升值潜力 (%)	25.4%
目标价确定日期:	2010-10-19

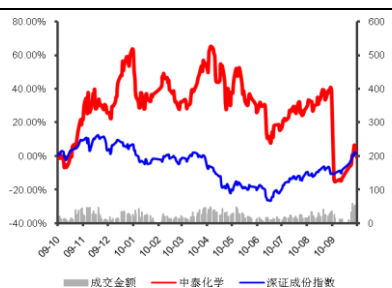
重要数据

总股本(亿股)	11.54
流通股本(亿股)	8.05
总市值(亿元)	174.88
流通市值(亿元)	121.94

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	8.21	-5.51
3 个月	29.92	8.02
6 个月	0.02	0.84

个股相对深证成指走势图



相关报告:

1.《受益节能减排 氯碱将呈现阶段性投资机会》 2010-9-16

2.《通胀利好化肥和电石法 PVC 行业》 2010-10-14

投资要点

- **节能限电推动 PVC 价格上涨。**此次节能限电运动导致了电石产量减少、价格上升,进而推动了 PVC 价格上涨。电石减产涨价对具有自备电石装置企业受影响较小,中泰化学上下游产业链完整,将受益 PVC 价格的上涨。
- **产能扩展迅速,产业链进一步完善。**公司是国内重要的电石法 PVC 企业,目前具有年产 46 万吨 PVC、35 万吨离子膜烧碱的生产能力。公司控股子公司华泰二期装置具备试车条件,预计将于 2010 年年底全面投产。届时公司 PVC 产能将达到 82 万吨/年,离子膜烧碱产能将达到 70 万吨/年,公司发电能力将达到 32 万千瓦时,电石产能 68 万吨,电力自给率上升到 40%,电石自给率上升到 55%,公司产品成本将大幅下降。
- **资源优势成就公司未来发展。**公司地处新疆,疆内拥有丰富的煤炭、原盐、石灰石资源,资源优势无可比拟。公司拥有准东煤田南黄草湖 248.6 平方公里的煤炭探矿权,初步探明储量为 147 亿吨。公司控股子公司中泰化学盐化有限公司拥有 44.436 万平方公里的盐矿开采权,已探明储量 6973 万吨。丰富的上游原材料资源将确保公司具有绝对低成本优势,是支撑公司跨越发展的坚实基础。
- **盈利预测与评级。**预计公司 2010-2012 年业绩分别为 0.18 元、0.76 元、1.33 元,我们看好公司未来成长和盈利能力,给予公司“买入”评级。

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3432.13	3326.50	3738.65	6661.91	8575.21
营业收入增长率(%)	42.5%	-3.1%	12.4%	78.2%	28.7%
净利润(百万元)	121.99	103.13	211.46	879.82	1537.91
净利润增长率(%)	-44.1%	--	105.0%	316.1%	74.8%
每股收益(元)	0.23	0.19	0.18	0.76	1.33
每股净资产(元)	4.60	4.76	2.40	3.16	4.49
PE (X)	25.5	113.6	88.7	21.3	12.2

目录

1. 近看限电运动 远看下游需求启动.....	4
1.1 节能限电催生 PVC 价格上行.....	4
1.2 行业向好还待地产开工复苏.....	5
2. 资源优势突出 产业链进一步完善.....	6
2.1 产能扩张迅速 规模优势显现.....	6
2.2 主营业务快速增长.....	7
2.3 产业链进一步完善 产品成本逐渐降低.....	8
2.4 资源优势夯实公司底气.....	11
3. 盈利预测及投资建议.....	12
4. 风险提示.....	13

图形目录

图 1. 我国历年 PVC 产能、产量.....	4
图 2. 我国电石产量走势图.....	4
图 3 . PVC-电石价差扩大.....	4
图 4. 我国 PVC 消费分布情况.....	5
图 5. PVC 表观消费量增速与新房开工面积增速关系.....	5
图 6. 房地产累计投资额和同比增速.....	6
图 7. 房地产新开工面积和同比增速.....	6
图 8. 公司收入构成 (H12010).....	7
图 9. 公司毛利构成 (H12010).....	7
图 10. 公司 PVC、烧碱产能.....	8
图 11. 公司历年主营业务收入及同比增速.....	8
图 12. 公司历年 PVC 毛利率.....	8
图 13. 公司历年烧碱毛利率.....	8
图 14. 电石法 PVC 成本构成.....	9
图 15. 公司 PVC 成本构成.....	9
图 16. 公司烧碱成本构成.....	9
图 17. 电石法 PVC 产业链.....	10
图 18. 氯碱上市公司 PVC 毛利率变化趋势.....	10

表格目录

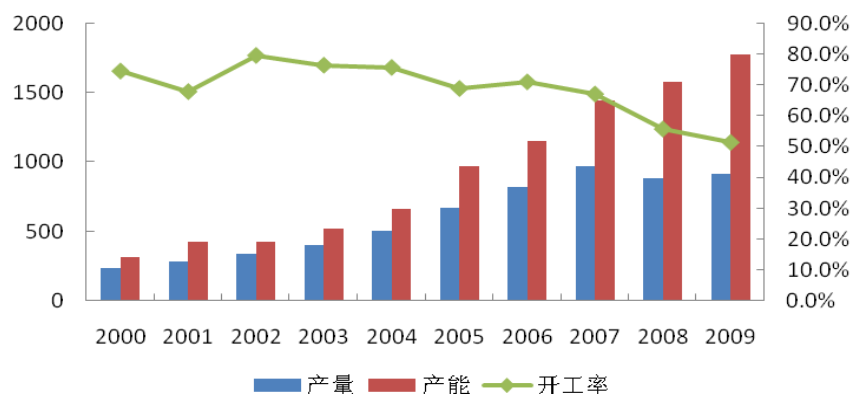
表 1. 公司主要产品产能情况（万吨）	7
表 2. 公司产品耗电情况	11
表 3. 电石法 PVC 上市公司产能及原材料来源比较	11
表 4. 分产品预测及基本假设	12
表 5. 公司财务预测	14

1. 近看限电运动 远看下游需求启动

1.1 节能限电催生 PVC 价格上行

近年来，我国 PVC 产业发展迅速，随着国内需求的大幅增加，新建、扩建产能纷纷上马，产能扩张速度加快。2008 年受金融危机的影响 PVC 下游需求增速下降，而产能扩张的步伐依旧未出现放缓，我国 PVC 产能出现严重过剩，企业开工率大幅下降。2009 年我国 PVC 总产能 1780 万吨，表观需求 1055 万吨，总体开工率只有 51%，大多数企业处于停产或半停产状态，行业普遍微利或亏损。

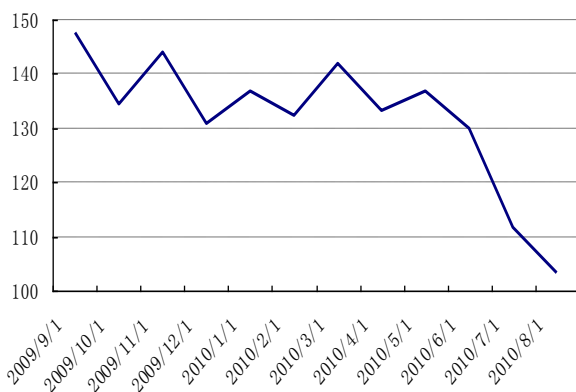
图 1. 我国历年 PVC 产能、产量



资料来源：东海证券研究所

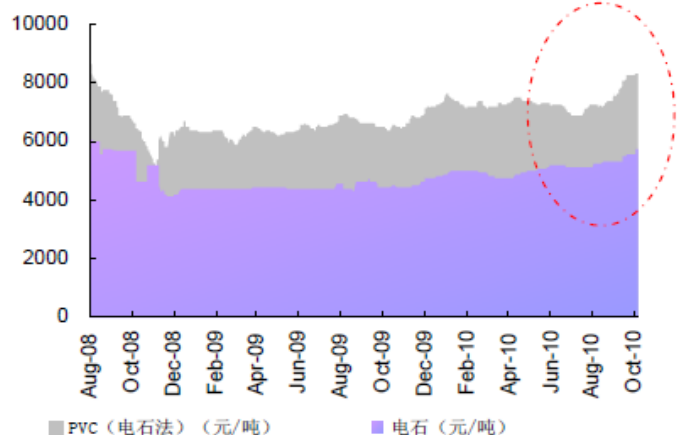
进入 2010 年下半年，地方政府为了冲刺完成“十一五”节能减排指标，纷纷采取限电措施。我们在前期的报告中已经阐述了节能限电政策推动 PVC 价格上行这一逻辑。按照目前严峻的节能减排形势，节能限电的政策将会贯穿今年下半年。随着节能运动持续进行，电石供给短期减少，PVC 价格将继续上行。我们预计油价保持震荡向上，将进一步支撑 PVC 价格。

图 2. 我国电石产量走势图



资料来源：百川资讯，东海证券研究所

图 3 . PVC-电石价差扩大

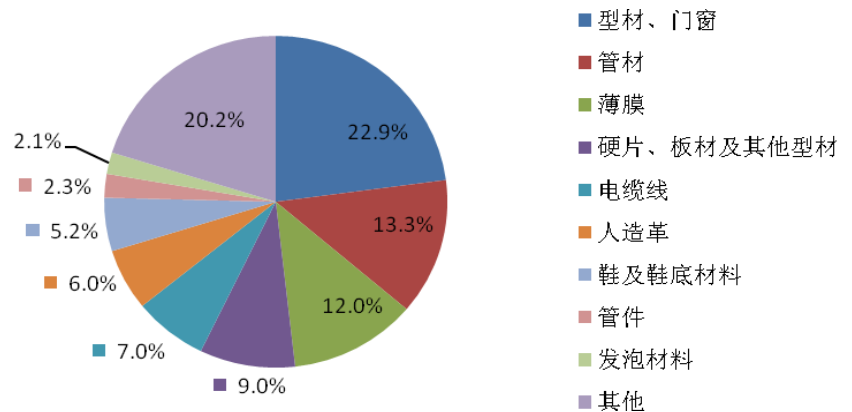


资料来源：，化工在线，东海证券研究所

1.2 行业向好还待地产开工复苏

从下游消费品而言，PVC 分为软制品和硬制品。我国软制品消费占 PVC 总消费的 40.8%，具体应用于薄膜、人造革、鞋及鞋底材料等；硬制品占 PVC 总消费的 59.2%，具体应用于型材、门窗、管材、板材等。

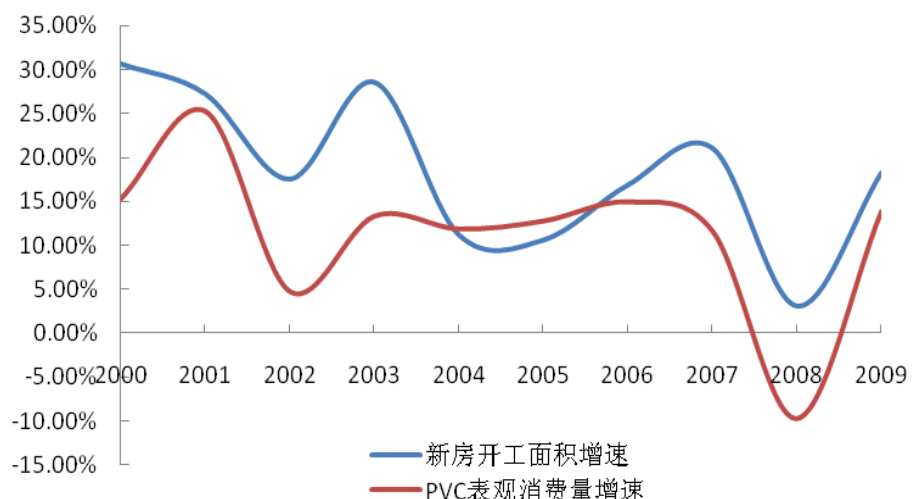
图 4. 我国 PVC 消费分布情况



资料来源：东海证券研究所

从下游行业上看，和房地产相关的 PVC 产品约占 60%，房地产景气与否直接决定了 PVC 需求量的变化。按照历史经验，PVC 需求与新房开工面积存在 6 个月滞后期，明年上半年 PVC 需求量在很大程度上由今年下半年新房开工率来决定。

图 5. PVC 表观消费量增速与新房开工面积增速关系

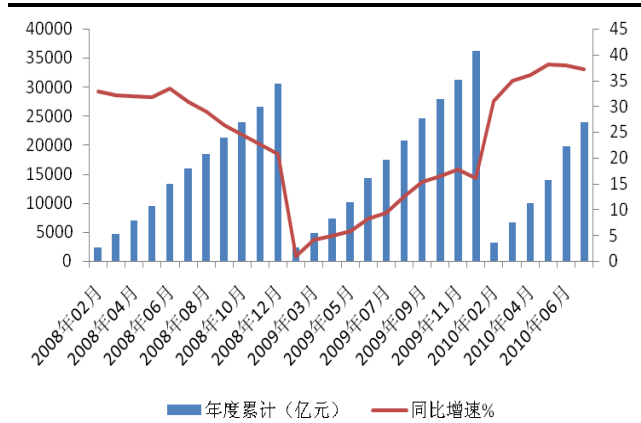


资料来源：东海证券研究所

房地产行业复苏并不明朗，但最近几个月房地产投资额以及新房开工面积数据显示，房地产开工转暖趋势明显，这将带动明年上半年 PVC 需求量。但是

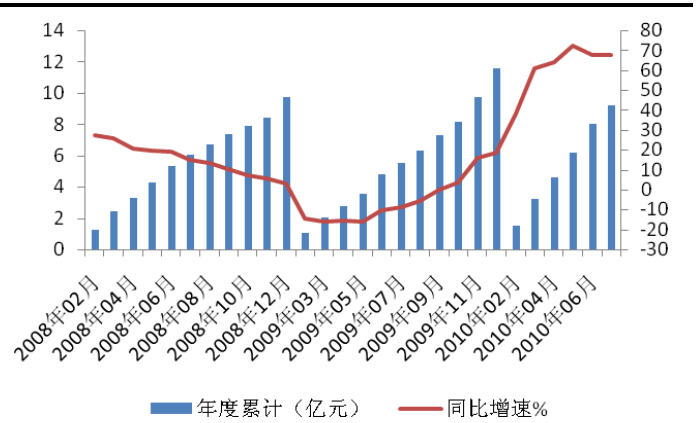
也要看到，随着房地产开工面积基数的上升以及资金链的收紧，房地产新开工面积同比增速有下滑的迹象。未来 PVC 行业触底回升还有待房地市场景气复苏基础的巩固。

图 6. 房地产累计投资额和同比增速



资料来源: wind 资讯, 东海证券研究所

图 7. 房地产新开工面积和同比增速



资料来源: wind 资讯, 东海证券研究所

2. 资源优势突出 产业链进一步完善

2.1 产能扩张迅速 规模优势显现

公司是国内重要的电石法 PVC 企业，目前具有年产 46 万吨 PVC、35 万吨离子膜烧碱的生产能力。公司控股子公司华泰二期 36 万吨/年 PVC、35 万吨/年离子膜烧碱、配套 2*13.5 万千瓦热电装置具备试车条件，预计将于 2010 年年底全面投产，届时公司 PVC 产能将达到 82 万吨/年，离子膜烧碱产能将达到 70 万吨/年，电力自给率提升到近 40%。

目前，中泰化学阜康工业园一期年产 40 万吨聚氯乙烯树脂、30 万吨离子膜烧碱循环经济项目已开工建设，预计 2012 年底前建成。近日公司公布投资报告，拟以全资子公司新疆中泰化学阜康能源有限公司为主体，投资建设二期 40 万吨/年聚氯乙烯树脂、30 万吨/年离子膜烧碱及 2*15 万千瓦自备热电联产循环经济项目；同时公司决定由中泰矿冶启动 60 万吨/年电石、配套 60 万千瓦（4*15 万千瓦）自备电联产项目。项目建设将进一步增加公司产品产能，有效补齐公司产业链的短板，降低产品生产成本，更好地实现低成本战略。

公司有着清晰地战略规划，将围绕煤炭资源优势进行一体化产业整合。公司远景规划 PVC 产能 220 万吨、烧碱 170 万吨、电石 330 万吨，发电机组 2100MW，成为世界氯碱巨头，届时电石、电力实现完全自给，单位产品成本将大幅下降。

表1. 公司主要产品产能情况 (万吨)

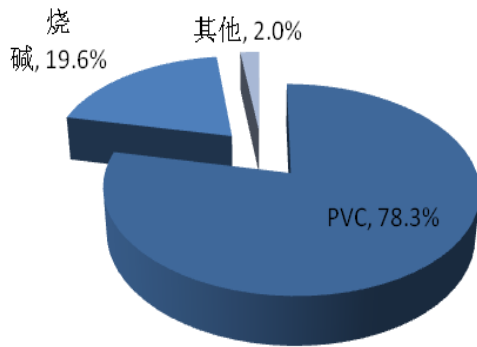
	所占权益	产品	2010	2011	2012
西山本厂	100%	PVC	16	16	16
		烧碱	10	10	10
		PVC	30	66	66
新疆华泰重化工有限责任公司	99.11%	烧碱	25	60	60
		热电 (万千瓦时)	2*2.5	2*2.5	2*2.5
				2*13.5	2*13.5
新疆中泰矿冶有限公司	100%	电石	38	38	58
新疆新冶能源化工股份有限公司	41.46%	电石	10	30	50
新疆中鲁矿业有限公司	100%	石灰石			
新疆中泰化学阜康能源有限公司	100%	PVC			40
		烧碱			30
		PVC 总产能	46	82	122
		烧碱总产能	35	70	100

资料来源: 东海证券研究所

2.2 主营业务快速增长

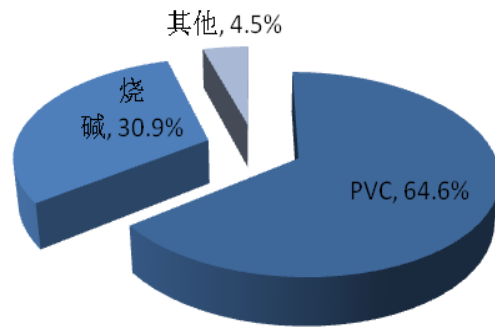
公司是国内大型的氯碱企业, 主营聚氯乙烯树脂、离子膜烧碱的生产和销售。PVC 和烧碱销售收入占主营收入的 98.0%, 毛利占 95.5%, 是公司的主要收入和利润来源。

图 8. 公司收入构成 (H12010)



资料来源: 东海证券研究所, wind 资讯

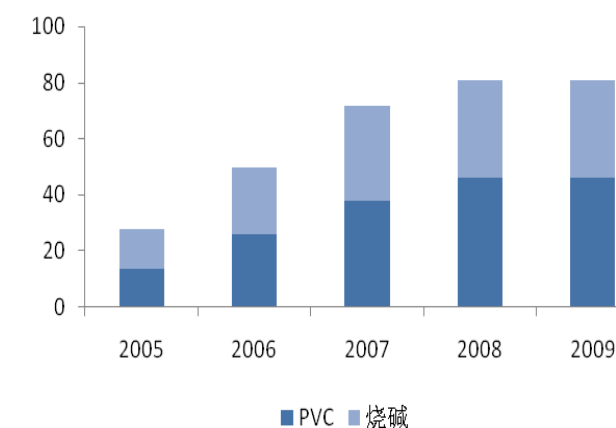
图 9. 公司毛利构成 (H12010)



资料来源: 东海证券研究所, wind 资讯

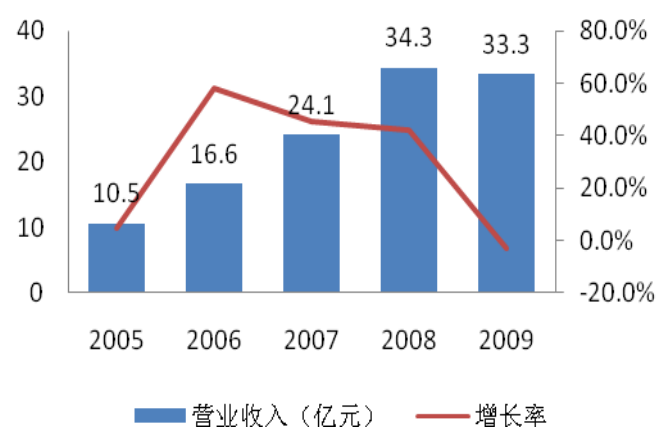
随着公司生产规模不断扩大, PVC、烧碱产能快速扩张, 公司的主营收入增长迅速, 2005 年公司主营收入为 10.5 亿元, 2009 年一举上升至 33.3 亿元, 年复合增长率达到 33.4%。2010 年公司主要产品 PVC 价格较去年同期大幅增长, 预计今年公司主营业务收入、净利润将超预期增长。

图 10. 公司 PVC、烧碱产能



资料来源：东海证券研究所，wind 资讯

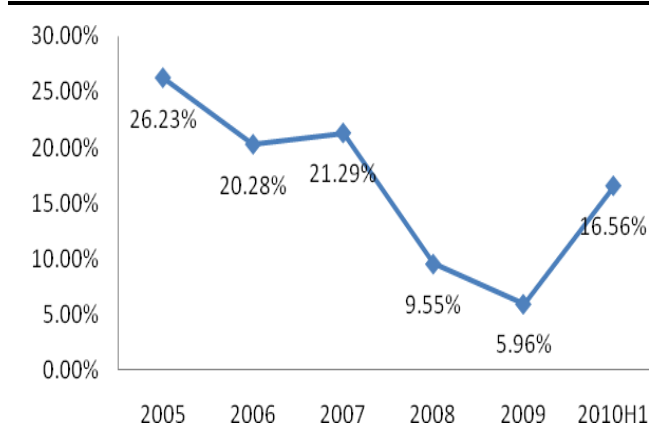
图 11. 公司历年主营业务收入及同比增速



资料来源：东海证券研究所，wind 资讯

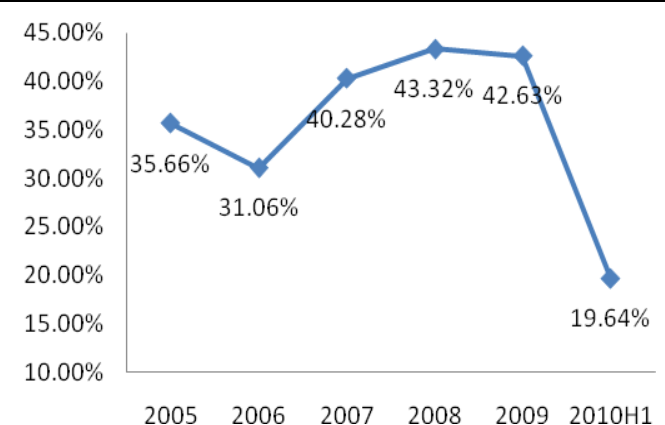
2008 年前公司 PVC 毛利率一直稳定在 20% 以上，近两年由于 PVC 产业产能严重过剩以及下游需求放缓，PVC 价格出现下滑，公司毛利率亦大幅下降。2010 公司 PVC 实现价格同比大幅上升，毛利率有所回升。

图 12. 公司历年 PVC 毛利率



资料来源：东海证券研究所，wind 资讯

图 13. 公司历年烧碱毛利率

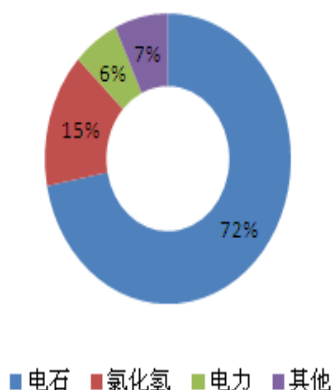


资料来源：东海证券研究所，wind 资讯

2.3 产业链进一步完善 产品成本逐渐降低

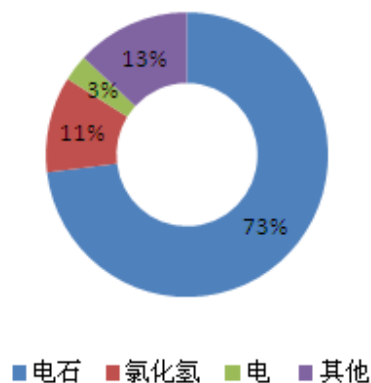
按行业标准，电石法 PVC 成本构成分配比例约为：电石占 72%，氯化氢占 15%，电力占 6%，其他制造费用占 7%。电力成本占电石生产成本的 70%，加上氯化氢由原盐电解生成，因此电力成本是电石法 PVC 成本的关键因素。公司 PVC 生产过程中电石约占总成本的 73%，氯化氢约占 11%；在烧碱的生产过程中，电力成本约占总成本的 45%，原盐成本约占 23%。

图 14. 电石法 PVC 成本构成



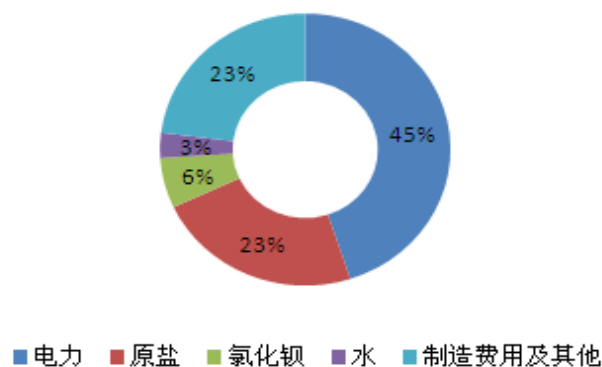
资料来源：东海证券研究所

图 15. 公司 PVC 成本构成



资料来源：东海证券研究所

图 16. 公司烧碱成本构成

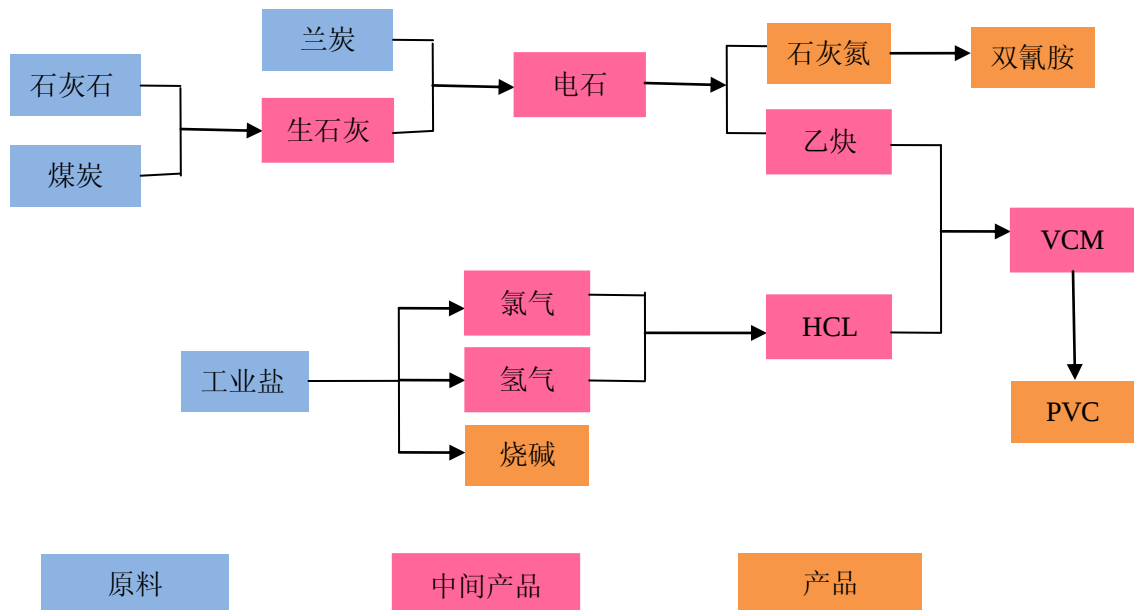


资料来源：东海证券研究所

由此，电石、电力、原盐是公司产品的主要成本构成。氯碱行业是一个成熟的化工子行业，生产工艺及产品品质高度同质化，氯碱类产品作为大宗商品，产品成本毅然成为影响企业竞争力的重要因素，是企业制胜的关键。对于技术相对成熟的氯碱行业来说，影响成本的主要因素是电价，归根到底体现在是否拥有完整的产业链、是否靠近原材料产地或是否拥有丰富的煤炭、原盐资源储备。

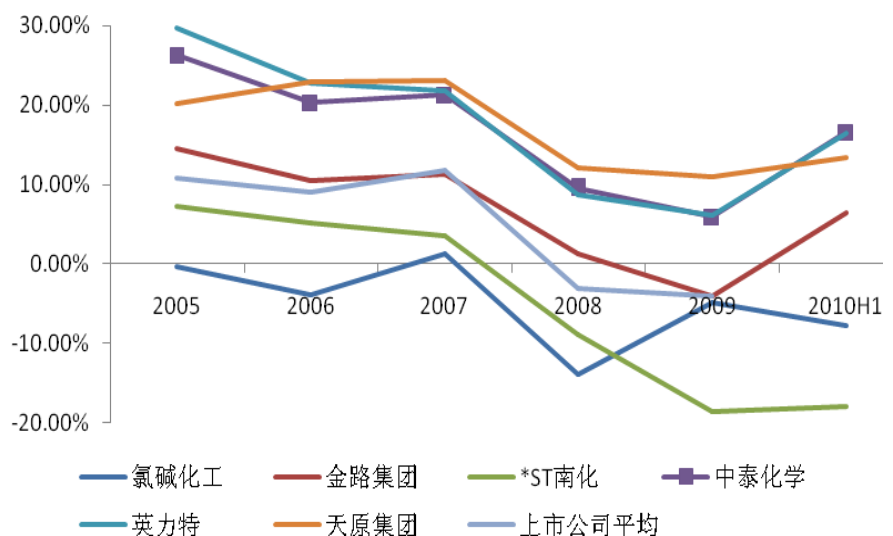
西部一体化电石法 PVC 企业靠近煤炭、原盐资源，产业链完整，具有突出的成本优势优势，其将具有高价格弹性的原材料纳入产业链条中来，降低了产品成本，在氯碱行业处于周期性底部时，公司凭借资源优势和规模优势，整体盈利能力强于行业其他上市公司，PVC 毛利率一直处于行业领先水平。

图 17. 电石法 PVC 产业链



资料来源：东海证券研究所

图 18. 氯碱上市公司 PVC 毛利率变化趋势



资料来源：东海证券研究所，wind 资讯

新疆自发电成本为 0.17 元/千瓦时，当地购电成本 0.36 元/千瓦时（离子膜烧碱、含税）和 0.42 元/千瓦时（电石用、含税），因此公司自建电厂有助于单位产品成本的降低。以每吨 PVC 生产消耗约 5730 千瓦时电力、每吨烧碱生产消耗 2340 千瓦时电力计算，我们预计公司自发电生产，将分别降低 PVC、烧碱单吨成本约 1000 元和 350 元。

表2. 公司产品耗电情况

	含税价（元/度）	吨耗电（度）
PVC	0.38	780
烧碱	0.36	2340
电石	0.42	3300

资料来源：东海证券研究所

目前，公司采购疆内电石量在 80%以上，采购价每吨比原来低 350 元左右。随着公司加大电石和电力投资力度，电石和电力的自给率不断提高。公司华泰二期项目投产后，公司发电能力将达到 32 万千瓦时，电石产能 68 万吨，电力自给率上升到 40%，电石自给率上升到 55%，公司产品成本将大幅下降。

表3. 电石法 PVC 上市公司产能及原材料来源比较

	中泰化学	新疆天业	英力特	天原集团
产能（万吨/年）	82	32	27.5	52
每万股权益产能	7.10	7.30	15.53	10.84
原材料来源	原盐	自产	自产	外购
	电力	自给率 40%	集团采购	完全自给
	电石	自给率 55%	自给率 70%	完全自给

资料来源：东海证券研究所

公司发展路径非常清晰，通过产能扩展实现规模优势，通过打通上下游产业链，实现成本优势。公司未来计划依托疆内丰富的原盐、煤炭、电力资源形成“盐/煤——电/电石——PVC/烧碱——电石渣制水泥”完整产业链，实现电力、电石完全自给，显著地降低公司生产成本。

2.4 资源优势夯实公司底气

公司地处新疆，疆内拥有丰富的煤炭、原盐、石灰石资源，资源优势无可比拟。2007 年 8 月，公司获得了新疆准东煤田南黄草湖一至九个煤矿区 248.6 平方公里的煤炭探矿权，初步探明储量为 147 亿吨。公司每股煤炭储量 12.8 吨，远高于其他煤炭上市公司每股储量均值 1.2 吨。

公司拟将南黄草湖矿区划分为三个井田区，总规模达到 5000 万吨/年产能。其中一号井田规模为 2000 万吨/年，二、三号井田各为 1500 万吨/年。先行开发建设一号井田，分两期建设，一期建设 1000 万吨/年生产能力。公司总体规划是形成以煤电煤化工为主体、上下游紧密结合的循环经济产业集群。主要方向一是建设煤电项目，除保证本公司化工生产电力所需，还可通过电网输送疆内外；二是进行煤炭深加工的煤化工项目。公司预计煤炭的开采成本在 85 元/吨，而新疆煤炭价格在 200 元左右/吨，成本优势明显。

公司不仅拥有丰富的煤炭资源，而且公司控股子公司托克逊县中泰化学盐

化有限公司拥有 44.436 万平方公里的盐矿开采权，已探明储量 6973 万吨，目前已形成 50 万吨工业盐的生产能力，公司原盐需求完全可以自给。

丰富的上游原材料资源将确保公司具有绝对低成本优势，是支撑公司跨越发展的坚实基础。

3. 盈利预测及投资建议

此次节能限电运动导致了电石产量减少、价格上升，进而推动了 PVC 价格上涨。电石减产涨价对具有自备电石装置企业受影响较小，这类氯碱企业在短期内将受益于 PVC 价格上涨。中泰化学电石自给率约 40%，上下游产业链完整，将受益此番节能限电带来的利好。

公司成长路径非常清晰，产能规模在未来几年持续提升，一体化产业链逐渐完成，低成本优势将显现。公司拥有丰富的煤炭、原盐资源，为公司建设完整产业链战略打下了坚实基础，随着公司电石、电力完全自给，我们预计公司 PVC 成本有望下降到 4000 元左右/吨，成本优势非常明显。公司成长路径明确，随着新疆政府的支持以及公司自身业务发展，预计公司 2010-2012 年业绩分别为 0.18 元、0.76 元、1.33 元，我们看好公司未来成长和盈利能力，考虑公司是具有资源属性的一体化企业，给予公司 2011 年 25 倍 PE，未来六个月目标价 19 元，给予“买入”投资评级。

表4. 分产品预测及基本假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
聚氯乙烯树脂					
产能 (万吨/年)	46.00	46.00	46.00	82.00	122.00
产量 (万吨/年)	40.31	45.22	48.00	80.00	100.00
销量 (万吨/年)	40.74	45.30	48.00	80.00	100.00
单价 (元/吨, 不含税)	6528	5501	6324	6667	6838
单位成本 (元/吨)	5905	5173	5318	4918	4668
销售收入 (百万元)	2659.51	2491.95	3035.52	5333.60	6838.00
销售成本 (百万元)	2405.70	2343.37	2552.64	3934.40	4668.00
毛利率 (%)	9.54	5.96	13.64	26.23	31.73
离子膜烧碱					
产能 (万吨/年)	35.00	35.00	35.00	70.00	100.00
产量 (万吨/年)	31.69	35.13	33.67	68.00	88.00
销量 (万吨/年)	30.06	32.94	32.00	66.00	85.00
单价 (元/吨, 不含税)	2233	1992	1600	1700	1800

单位成本（元/吨）	1266	1143	1200	1150	1100
销售收入（百万元）	671.24	656.16	512.00	1122.00	1530.00
销售成本（百万元）	387.40	376.50	384.00	759.00	935.00
毛利率（%）	43.30	42.62	25.00	32.35	38.89
其他氯碱类产品					
销售收入（百万元）	73.32	101.11	110.00	105.00	105.00
销售成本（百万元）	34.61	47.12	47.00	47.00	47.00
毛利率（%）	52.79%	53.40	57.27	55.24	55.24
其他业务					
销售收入（百万元）	27.92	77.31	80.00	100.00	100.00
销售成本（百万元）	3.38	52.47	55.00	70.00	70.00
毛利率（%）	87.88	32.13	31.25	30.00	30.00
合计					
营业收入（百万元）	3432.13	3325.50	3737.52	6660.06	8573.00
营业成本（百万元）	2824.03	2819.31	3038.64	4810.04	5720.00
营业收入增长率（%）	42.49	-3.08	12.39	78.19	28.72
综合毛利率（%）	17.72	15.25	18.70	27.78	33.28

资料来源：东海证券研究所

4. 风险提示

1. 宏观经济的不确定性，地产调控影响 PVC 需求量。
2. 新建项目未按时投产。

表5. 公司财务预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
现金及现金等价物	694	694	694	694	营业收入	3327	3739	6662	8575
应收款项	144	154	274	352	增长率	-3.1%	12.4%	78.2%	28.7%
存货净额	144	146	233	272	营业成本	2819	3040	4811	5721
其他流动资产	330	374	533	686	营业成本/营业收入	84.8%	81.3%	72.2%	66.7%
流动资产合计	1312	1367	1734	2004	营业税金及附加	8	11	20	26
固定资产	5771	7646	9489	11289	销售费用	233	280	486	617
无形资产及其他	84	79	73	67	销售费用/营业收入	7.0%	7.5%	7.3%	7.2%
投资性房地产	90	90	90	90	管理费用	119	168	300	386
长期股权投资	219	219	219	219	管理费用/营业收入	3.6%	4.5%	4.5%	4.5%
资产总计	7477	9401	11605	13670	财务费用	61	60	68	80
短期借款	855	2690	3467	3569	投资收益	(1)	15	0	0
应付款项	953	946	1165	1359	资产减值	(4)	8	12	18
其他流动负债	1047	930	1259	1490	其他收入	0	46	46	46
流动负债合计	2854	4567	5891	6418	营业利润	81	249	1035	1809
长期借款及应付债券	1890	1890	1890	1890	增长率	-31.3%	207.7%	316.1%	74.8%
其他长期负债	150	150	150	150	营业外净收支	46	0	0	0
长期负债合计	2040	2040	2040	2040	利润总额	127	249	1035	1809
负债合计	4894	6607	7930	8458	增长率	-4.2%	95.5%	316.1%	74.8%
少数股东权益	29	29	29	29	所得税费用	22	37	155	271
股东权益	2554	2765	3645	5183	少数股东损益	2	0	0	0
负债和股东权益总计	7477	9401	11605	13670	归属于母公司净利润	103	211	880	1538
					增长率	--	105.0%	316.1%	74.8%
关键财务与估值指标					现金流量表(百万元)				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
每股收益	0.19	0.18	0.76	1.33	经营活动现金流	1819	435	1636	2476
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(2358)	(2271)	(2412)	(2578)
每股净资产	4.76	2.40	3.16	4.49	其它投资现金流	0	0	0	0
ROS	3%	6%	13%	18%	投资活动现金流	(2555)	(2271)	(2412)	(2578)
ROE	4%	8%	24%	30%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	15%	19%	28%	33%	负债净变化	1592	0	0	0
EBIT Margin	4%	6%	15%	21%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	17%	24%	30%	其它融资现金流	(1929)	1835	776	102
收入增长	-3%	12%	78%	29%	融资活动现金流	1255	1835	776	102
净利润增长	--	105%	316%	75%	现金净变动	520	0	0	(0)
资产负债率	66%	71%	69%	62%	货币资金的期初余额	174	694	694	694
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	694	694	694	694
P/E	113.6	88.7	21.3	12.2	企业自由现金流	(506)	(1858)	(790)	(122)
P/B	4.6	6.8	5.1	3.6	权益自由现金流	(843)	(21)	(12)	(18)
EV/EBITDA	34.8	48.6	20.2	12.8					

资料来源: 公司资料, 东海证券预测

附注:**一、行业评级**

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122