



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年6月20日

化工

研究部

高峰¹

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511010038
gaozheng@cicc.com.cn

推荐

天晟新材 (300169.SZ)

投资策略会交流纪要

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	253	351	539	696	900
(+/-)	9%	39%	54%	29%	29%
毛利	92	123	219	293	390
(+/-)	46%	34%	77%	34%	33%
净利润	35	49	104	147	199
每股盈利(元)	0.51	0.70	0.74	1.05	1.42
(+/-)	32%	38%	7%	41%	35%
市盈率	55.1	40.1	37.5	26.5	19.6
市净率	9.5	7.7	4.0	3.6	3.1
EV/EBITDA	33.3	24.4	21.8	15.8	11.7
净资产收益率	17.2%	19.2%	10.7%	13.5%	15.9%
ROCE	12.9%	14.1%	10.2%	12.9%	15.2%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.8%
每股经营现金流(元)	0.28	0.60	0.72	0.92	1.22
股价/经营现金	100.81	46.61	38.62	30.19	22.88

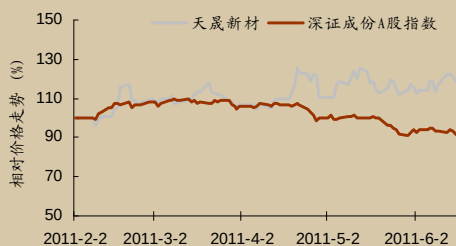
股票信息

当前股价	A股 人民币27.88
股票代码	300169.SZ
日成交量(百万股)	1.0
52周最高价/最低价	人民币31/21.33
发行股数(百万股)	140.25
其中:流通股(百万股)	35.25
总市值(百万元)	3,910.17
主要股东(持股比例)	吕泽伟、孙剑、吴海宙(42.67%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月
[300169.SZ]	+5.47	+11.53	+17.45
[深证成份A股指数]	-0.34	-6.44	-6.56

最近估值走势



资料来源: Wind 资讯、公司信息、中金公司研究部

¹报告贡献人: 高兵、王子欣

公司近况:

6月16日,天晟新材高管参加了中金公司上市公司与投资者交流会。公司的主营产品分别为软质泡沫材料和结构泡沫材料。

其中,软质泡沫材料分为发泡橡胶和发泡塑料,软泡材料未来增长相对稳定,公司致力于延伸软泡产业链,增加结构件比例。

结构化泡沫材料方面,公司目前以 PVC 泡沫材料为主,拥有产能 3000 吨,预计 2012 年扩大到 7000 吨。目前公司已完成 PET 结构泡沫的中试研发,正在进行前期市场开拓。针对 PP 结构泡沫的研发,包括超临界发泡和挤出发泡两个工艺路线,公司将在近期投资小型的超临界发泡工艺的生产线,如果原材料高熔体强度聚丙烯(HMSPP)供给能够保证,则将会进一步加快 PP 结构泡沫材料的投产进度,同时公司也在全力打通挤出发泡 PP 的工艺路线。

- **毛利率维持高位:** 公司产品的毛利率对原材料的价格敏感度不高,石油价格的涨跌对毛利率的影响不大。这主要是因为公司产品毛利率较高而材料成本占总成本比例低于 20%。公司测算原材料价格上涨 10%,产品成本仅上升约 2%。
- **最大的优势是较低的人力资源优势:** 公司通过这些年的发展,培养了一批具有国际领先研发实力的优秀研发人才,同样的人才却比国际的竞争对手具有更低的成本。
- **下游风电有所走弱,对公司影响有限:** 风电市场因为过去几年的飞速扩张而产能有所过剩,价格竞争激烈,风电行业面临一定整合。公司目前的部分 PVC 发泡的订单也出现了延后执行的情况,但是公司正在研发其它领域发泡的应用,未来的增长点将主要在其它新材料领域,包括 PET、PP 和 PMI 发泡材料的生产和快速市场拓展,公司的风电相关材料的销售占比将会逐年下降。

估值与建议:

我们预计公司 2011~2013 年业绩为 0.74 元、1.05 元和 1.42 元,目前股价对应 PE 为 38、27、20 倍。考虑到结构泡沫材料巨大的增长空间,公司值得长期持有。我们认为公司是高分子发泡行业潜在的全球领导者,具有“百年老店”的潜质,买入公司就是买入了行业的龙头。考虑到 12 年公司募投项目达产,同时公司后续新产品也将逐渐投放市场,我们给予 12 年 35 倍估值,维持“推荐”评级,目标价 36 元。

风险:

1、募投项目进展低于预期; 2、宏观经济大幅变动,下游需求急剧萎缩。

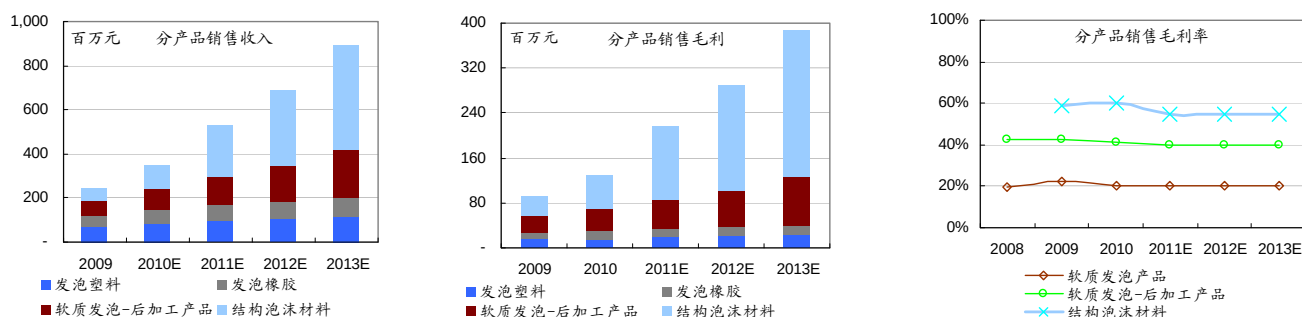
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

公司强大的技术实力以及市场的快速拓展能力是公司持续发展的重要保障。公司所拥有的强大研发能力，以及对技术广度和深度的有效把握使得其研发的产品能够成为成熟行业的中高端产品、新兴行业的新产品，并能及时对老产品更新换代，以最快的速度满足市场的需求。目前市场过于关注公司结构化 PVC 发泡产品，而我们认为 PVC 发泡材料只能保证公司中短期成长，公司长期的稳定增长主要在于强大的研发能力以及对研发方向的有效把握，尤其是以 PET、PP 为代表的新型结构泡沫材料在建筑、轨道交通和消费领域的广泛应用将确保公司长期快速成长。

公司与 3A 公司成立合资公司，天晟新材持股 50.1%。合资公司成立的意义巨大，保证了公司市场的快速拓展能力。我们认为合作意味着天晟可以通过合资公司，利用 3A 公司目前在中国风能市场结构芯材市场占有率第一的优势，迅速扩大 PVC 发泡材料的市场占有率。同时我们预计目前注入的 PVC 结构泡沫仅仅是一个开始，我们认为后续研发的一些新产品如 PET 发泡材料等也很有可能继续注入到合资公司中。3A 公司具有完善的全球销售网络和复合材料行业丰富的经验，这也为天晟后续的新产品顺利进入全球市场奠定了基础。

我们预计公司 2011~2013 年业绩为 0.74 元、1.05 元和 1.42 元，目前股价对应 PE 为 38、27、20 倍。短期看估值压力较大，但是考虑到结构泡沫材料巨大的增长空间，值得长期持有。我们认为公司是高分子发泡行业潜在的全球领导者，具有“百年老店”的潜质，买入公司就是买入了行业的龙头。考虑到 12 年公司募投项目达产，同时公司后续新产品也将逐渐投放市场，我们给予 12 年 35 倍估值，维持“推荐”评级，目标价 36 元。

图表 1：天晟新材主要产品销售收入、销售毛利、毛利率预测



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2：公司业绩主要假设

销售量	2011E	2012E	2013E	销售单位含税价	2011E	2012E	2013E
发泡塑料 (立方米)	60,000	60,000	60,000	发泡塑料 (元/立方米)	1,881	2,069	2,276
发泡橡胶 (立方米)	18,000	18,000	18,000	发泡橡胶 (元/立方米)	4,681	5,149	5,663
软质发泡-后加工产品 (百万片)	390	507	659	软质发泡-后加工产品 (元/片)	0.38	0.38	0.38
结构泡沫材料 (吨)	3,500	5,000	7,000	结构泡沫材料 (元/吨)	79,511	79,511	79,511

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表3：天晟新材历史和预测的主要财务和经营数据、主要假设

损益表 (百万元)					
主营业务收入净额	232	253	351	539	696
主营业务利润	63	92	123	219	293
营业费用	9	12	18	27	35
管理费用	16	28	36	54	70
财务费用	3	6	9	3	-2
营业利润	33	44	58	135	190
所得税	6	10	12	27	38
净利润	27	35	49	104	147
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	34	19	42	101	130
投资活动现金流净额	-114	-95	-54	-205	-104
融资活动现金流净额	149	52	14	443	-23
货币资金增加额	69	-23	2	339	2
资产负债表 (百万元)					
流动资产	166	205	271	703	793
固定资产	125	166	197	378	446
流动负债	113	177	209	124	159
长期负债	46	64	86	40	40
股东权益	170	205	254	972	1,090
总资产	333	451	556	1,146	1,304
财务指标					
主营业务利润率	27.2%	36.4%	35.2%	40.6%	42.1%
息税前利润率	16.4%	20.8%	19.8%	25.6%	27.1%
净利润率	11.6%	14.0%	13.9%	19.4%	21.2%
净资产收益率	15.8%	17.2%	19.2%	10.7%	13.5%
总资产收益率	8.0%	7.9%	8.8%	9.1%	11.3%
总资产负债率	47.5%	53.3%	53.2%	14.3%	15.2%
净资产负债率	93.1%	116.9%	116.2%	16.9%	18.2%
流动比率	1.5	1.16	1.29	5.67	5.00
速动比率	1.2	0.90	0.89	4.87	4.20
应收账款周转期	82.8	137	137	137	137
存货周转期	42.7	66	66	66	66
分红比例	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%

销售量			
发泡塑料 (立方米)	2011E	2012E	2013E
发泡橡胶 (立方米)	60,000	60,000	60,000
软质发泡-后加工产品 (百万片)	390	507	659
结构泡沫材料 (吨)	3,500	5,000	7,000

销售单位含税价			
发泡塑料 (元/立方米)	2011E	2012E	2013E
发泡橡胶 (元/立方米)	1,881	2,069	2,276
软质发泡-后加工产品 (元/片)	4,681	5,149	5,663
结构泡沫材料 (元/吨)	0.38	0.38	0.38
	79,511	79,511	79,511

毛利率			
发泡塑料	2011E	2012E	2013E
发泡橡胶	20%	20%	20%
软质发泡-后加工产品	20%	20%	20%
结构泡沫材料	40%	40%	40%
	55%	55%	55%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

附表4：行业可比公司估值表

公司名称 国内化肥公司	代码	货币	评级	股价	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
				2011-6-17	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	18.66	142.4	30.7	19.5	11.7	2.5	2.4	2.2	1.9	16.8	11.1	9.1	7.3
盐湖股份	000792 CH	CNY	推荐	56.48	35.3	39.1	22.8	17.9	14.3	11.2	6.5	5.4	39.4	47.8	20.7	16.3
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	6.20	22.5	30.8	20.5	16.1	1.8	1.6	1.6	1.5	n.a.	8.4	5.8	5.4
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	15.27	17.8	29.8	19.0	11.5	2.7	1.6	1.1	1.0	12.2	14.0	10.4	7.8
六国化工	600470 CH	CNY	中性	7.79	32.4	24.3	15.7	14.3	2.3	1.2	1.1	1.0	31.5	17.7	13.2	11.7
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	29.08	383.4	1775.8	26.7	22.2	12.9	12.9	8.6	6.2	320.6	241.6	n.a.	631.8
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	7.78	27.6	35.2	23.8	18.0	1.3	2.0	1.9	1.8	15.5	19.6	10.2	7.6
玖源集团	827 HK	HKD	推荐	0.17	n.m.	n.a.	10.2	7.0	1.1	1.1	1.0	0.8	60.7	17.6	3.8	2.9
中化化肥	297 HK	HKD	推荐	3.39	n.m.	37.8	12.9	10.7	1.7	1.6	1.4	1.2	n.m.	23.8	11.2	9.4
中海石油化学	3983 HK	HKD	推荐	6.15	25.2	20.5	14.0	11.1	2.6	2.3	2.0	1.7	13.7	11.2	8.2	6.5
平均					85.8	224.9	18.5	14.0	4.3	3.8	2.7	2.3	63.8	41.3	10.3	70.7
中间值					30.0	30.8	19.3	13.0	2.4	1.8	1.8	1.6	24.2	17.6	10.2	7.7
国内材料公司																
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	17.03	26.6	18.5	16.8	13.1	5.6	4.6	4.2	3.2	25.5	20.5	11.4	8.8
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	10.40	24.0	42.1	25.9	19.9	0.8	1.8	1.7	1.6	14.2	18.0	12.3	10.3
*ST新材	600299 CH	CNY	中性	11.93	n.m.	82.6	54.2	34.6	2.2	2.2	2.1	2.0	28.0	13.9	9.7	7.8
三爱富	600636 CH	CNY	推荐	35.03	2087.6	264.5	18.4	14.6	16.4	15.5	8.4	5.3	49.6	25.5	10.5	8.3
巨化股份	600160 CH	CNY	推荐	28.37	170.7	29.6	15.3	11.8	7.9	7.1	6.4	4.6	51.3	20.6	11.2	8.9
山西三维	000755 CH	CNY	中性	11.23	495.2	157.9	50.9	38.0	2.4	2.4	2.3	2.2	22.5	14.9	14.7	12.9
沈阳化工	000698 CH	CNY	审慎推荐	8.59	82.8	26.4	13.9	10.7	2.0	1.9	1.7	1.5	20.7	10.5	6.7	5.9
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	8.99	102.2	126.5	45.4	28.9	3.8	3.7	3.5	3.1	22.1	18.3	12.0	10.3
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	19.11	49.5	37.6	26.0	23.8	5.6	4.1	3.7	3.3	26.8	14.8	10.9	9.3
云维股份	600725 CH	CNY	中性	9.37	61.5	31.2	23.5	18.3	2.4	2.2	2.1	1.9	20.6	12.8	9.8	8.4
丹化科技	600844 CH	CNY	推荐	16.30	n.m.	934.0	39.6	10.2	10.1	5.6	8.0	4.6	7819.5	401.8	15.8	5.9
丹科B	900921 CH	USD	推荐	0.81	n.m.	46.5	2.0	0.5	0.5	0.3	0.4	0.2	1211.3	62.2	2.4	0.9
烟台氨纶	002254 CH	CNY	推荐	17.10	25.6	17.4	12.1	9.9	1.8	2.6	2.3	2.0	23.4	13.8	9.8	7.7
普利特	002324 CH	CNY	审慎推荐	14.31	20.1	19.2	28.4	19.3	1.9	1.8	3.4	3.0	33.0	35.3	21.7	14.7
中国玻纤	600176 CH	CNY	推荐	27.52	n.m.	57.1	16.2	12.0	9.7	8.3	3.2	2.7	27.4	12.5	9.4	8.1
天晟新材	300169 CH	CNY	推荐	27.88	55.1	40.1	37.5	26.5	9.5	7.7	4.0	3.6	57.6	41.7	21.8	15.8
平均					266.7	120.7	26.6	18.3	5.2	4.5	3.6	2.8	590.8	46.1	11.9	9.0
中间值					58.3	41.1	24.7	16.5	3.1	3.2	3.3	2.8	27.1	18.2	11.1	8.6

资料来源：Wind，中金公司研究部

附表5：国际化工公司估值表

	代码	货币	股价	市盈率					市净率				EV/EBITDA			
			2011-6-17	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	
国际化肥公司																
Potashcorp	POT CN	CAD	50.99	45.94	25.00	15.12	13.08	7.03	6.39	4.74	3.53	44.12	18.00	10.61	9.39	
Agrium	AGU CN	CAD	80.06	34.36	17.67	10.70	10.42	2.74	2.37	1.94	1.59	15.97	9.50	7.30	7.06	
美国化肥公司																
Mosaic	MOS US	USD	61.63	33.13	n.a.	14.41	10.82	3.15	n.a.	2.43	2.00	14.62	n.a.	8.02	6.27	
Terra Industry	TRA US	USD	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
Terra Nitrogen	TNH US	USD	122.751	22.73	15.32	n.a.	n.a.	16.07	10.92	n.a.	n.a.	12.86	9.41	n.a.	n.a.	
欧洲化肥公司																
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	8.85	57.70	31.50	0.25	0.11	12.14	9.34	n.a.	n.a.	32.22	21.71	9.12	4.95	
Yara	YAR NO	NOK	301.5	23.05	9.97	9.04	9.73	3.03	2.47	2.03	1.75	25.68	9.59	6.40	6.86	
K+S	SDF GR	EUR	52.56	90.62	22.46	13.72	11.52	4.81	3.80	3.30	2.81	22.08	10.24	7.75	6.86	
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	5050	23.89	17.98	12.21	10.65	6.77	7.18	5.72	4.87	4.58	3.62	2.58	2.33	
平均				41.43	19.99	10.78	9.47	6.97	6.07	3.36	2.76	21.52	11.72	7.40	6.24	
中间值				33.13	17.83	12.97	10.73	4.81	5.10	2.86	2.41	15.97	9.54	7.53	6.86	
国际材料公司																
聚氨酯公司																
Bayer AG	BAY GR	EUR	56.43	33.19	35.94	11.71	10.62	2.47	2.48	2.40	2.18	7.33	6.09	7.13	6.55	
BASF AG	BAS GR	EUR	61.95	40.23	12.49	9.31	8.94	3.26	2.66	2.39	2.11	8.14	5.82	5.67	5.19	
Dow Chemical Co	DOW US	USD	34.43	107.59	19.67	11.65	9.38	2.39	2.25	1.68	1.50	15.12	10.39	6.94	6.35	
平均				60.34	22.70	10.89	9.64	2.71	2.46	2.16	1.93	10.20	7.43	6.58	6.03	
中间值				40.23	19.67	11.65	9.38	2.47	2.48	2.39	2.11	8.14	6.09	6.94	6.35	
有机硅公司																
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	2760	41.54	40.50	17.44	13.45	1.62	1.65	1.52	1.40	10.64	8.07	7.88	6.64	
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	902	52.69	8.55	8.51	7.81	1.39	1.30	1.13	1.02	6.52	4.30	4.43	4.09	
Solvay SA	SOLB BB	EUR	104.7	16.67	4.79	20.80	13.68	1.81	1.34	1.30	1.23	12.55	9.13	7.68	5.54	
3M Co.	MMM US	USD	91.58	20.08	16.01	14.51	12.92	5.10	4.16	3.75	3.24	11.16	9.47	8.46	7.73	
平均				32.75	17.46	15.31	11.97	2.48	2.11	1.93	1.72	10.22	7.74	7.11	6.00	
中间值				30.81	12.28	15.98	13.19	1.72	1.49	1.41	1.31	10.90	8.60	7.78	6.09	
有机硅公司																
GE Co.	GE US	USD	18.44	18.26	17.40	13.33	11.05	1.68	1.65	1.56	1.46	24.37	20.67	15.65	15.13	
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	4080	20.66	17.30	15.42	13.20	1.21	1.21	1.14	1.07	7.10	5.99	5.60	4.94	
Rhodia SA	RHA FP	EUR	31.28	n.m.	12.27	9.72	9.15	n.m.	n.m.	n.m.	13.61	8.83	4.84	4.47	4.31	
Cabot Corp	CBT US	USD	37.45	n.m.	15.80	11.56	10.17	2.16	1.88	1.75	n.a.	13.25	6.58	5.57	5.09	
平均				19.46	15.69	12.51	10.89	1.68	1.58	1.48	1.38	13.39	9.52	7.82	7.36	
中间值				19.46	16.55	12.45	10.61	1.68	1.65	1.56	1.46	11.04	6.29	5.58	5.01	
环氧树脂公司																
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	9.35	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.85	1.15	n.a.	n.a.	n.m.	17.13	n.a.	n.a.	
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	263	n.m.	10.60	11.50	9.21	0.70	0.69	0.65	0.62	11.84	6.74	5.98	5.53	
Sunoco Inc	SUN US	USD	39.15	n.m.	20.08	54.45	17.07	1.79	1.55	1.51	1.40	11.25	5.80	8.20	6.63	
平均				n.m.	15.34	32.98	13.14	1.11	1.13	1.08	1.01	11.54	9.89	7.09	6.08	
中间值				n.m.	15.34	32.98	13.14	0.85	1.15	1.08	1.01	11.54	6.74	7.09	6.08	

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

附表6：国际化工公司分类估值表

分地区估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
美国特殊化学品	23.8	33.8	14.2	12.5	4.5	3.9	3.4	2.9	11.7	9.6	7.9	7.2
美国大宗化学品	33.8	37.4	12.9	9.6	3.7	3.3	2.2	1.9	11.3	9.0	6.1	5.5
欧洲化工	39.4	15.7	13.0	11.4	4.0	2.8	2.6	2.9	13.2	8.6	7.5	6.8
日本化工	51.7	17.8	13.0	11.0	1.1	1.1	1.1	1.0	7.0	5.3	5.0	4.6
亚太化工	20.8	14.6	12.3	37.0	2.2	2.0	1.7	9.0	12.2	10.2	8.2	7.3
平均	34.6	22.2	13.1	15.7	3.1	2.5	2.1	3.0	11.1	8.3	6.9	6.3
中间值	24.7	17.3	12.4	10.8	2.2	2.1	1.8	1.6	10.5	7.4	6.6	6.0
分类估值												
分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
多元化化工	30.1	14.6	11.9	29.3	2.1	1.7	1.6	5.4	10.9	7.3	6.8	6.1
工业气体	21.2	16.2	13.7	12.1	1.3	1.1	0.8	0.8	9.4	7.8	8.0	7.3
大宗化学品	31.6	30.4	12.9	10.1	3.3	2.9	2.1	1.8	11.8	8.8	6.4	5.8
特殊化学品	42.6	25.1	14.3	12.6	4.2	3.3	2.9	3.0	11.6	9.0	7.2	6.6
平均	34.6	22.2	13.1	15.7	3.1	2.5	2.1	3.0	11.1	8.3	6.9	6.3
中间值	24.7	17.3	12.4	10.8	2.2	2.1	1.8	1.6	10.5	7.4	6.6	6.0
流通市值分类估值												
流通市值分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
大盘公司	30.6	17.4	13.1	19.3	3.3	2.8	2.3	3.6	12.1	8.9	7.4	6.8
中盘公司	31.4	32.9	11.9	10.2	3.0	2.2	1.7	2.2	9.2	7.1	6.0	5.4
小盘公司	62.4	19.2	16.9	12.0	2.3	2.2	2.2	2.0	12.4	8.2	6.8	5.9
平均	34.6	22.2	13.1	15.7	3.1	2.5	2.1	3.0	11.1	8.3	6.9	6.3
中间值	24.7	17.3	12.4	10.8	2.2	2.1	1.8	1.6	10.5	7.4	6.6	6.0

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED