



行业深度研究报告

新技术、新材料、新模式

——二次去库存下的化工投资策略

欧美化工补库存结束，国内化工出口将见顶回落

最新的美国库存数据显示，美国化工行业正像我们前期报告预期的一样步入库存复苏后期，复苏后期的典型特征就是，行业处于二次去库存；这将会对国内出口产生不利的影响，近期国家出台了取消多个化工产品的出口退税政策，我们判断国内化工出口将见顶回落。

外需下滑，内需疲软，化工行业步入二次去库存

目前，化工产品直接出口产值占化工产值约 11% 左右，如果考虑间接出口，那么化工出口比例更高，我们判断欧美化工补库存已经结束，国内化工出口将大幅回落；1 月份我们曾判断，在出口、内需和季节性旺季三重因素的综合刺激下，国内化工品价格将会有一定的反弹，但从实际的情况来看，产品价格大大低于我们的预期，造成这种原因主要是内需不足造成的，产能过剩、需求低于预期、产品库存增加，化工行业不可避免的进入二次去库存，截至 5 月底，化学原料、化纤、橡胶和塑料四大行业库存环比均增加，跟踪的 14 个子行业中只有无机酸、磷肥和钾肥库存相对较低，而其他 11 个子行业库存均高，我们判断化工行业进入二次去库存。

新技术、新材料、新模式——二次去库存下的投资策略

目前，“后继乏力”成为我国重工业最大的隐忧。石化行业，大炼油、大乙烯、大石化的高潮也行将褪去，延续了三十年的粗放增长模式已经到了不得不重新考量的时刻。大宗生产的周期性盛筵已近曲终人散，对新的成长线索的追寻将在相当长的一段未来成为我们的主导逻辑。在化工的大背景下，我们将“新线索”演绎为“新技术、新材料、新模式”。新技术往往扮演着增长的启动子，一套技术体系甚至可以缔造一个新兴行业；新材料既是对新技术的承载，又成为更多技术突破的基石；当传统架构难以容纳新技术与新材料蕴含的生机，新的商业与盈利模式将应运而生……粗放型增长一曲将终，精细化生产大势渐成，紧扣精细与创新概念的新技术、新材料与新模式的征帆正驶向辽阔的星辰大海。我们认为，两条思路值得重视：其一，**关注有机会参与并推动传统大宗生产升级的行业**，这些行业顺应了生产精细化大势的题中之义，具有广袤的需求基础和结构性增长空间。同时，相关产品和服务在大宗生产成本构成中往往并不显著，对生产工艺、产品品质却影响甚大，下游行业的落后产能淘汰和产业升级非但不构成冲击，反而将提供机会。其二，**我们或许需要一个视平线下调的过程**，理想标的往往具有细分行业龙头的特征和先发优势，但规模和市场占有率的绝对数值并不大。这一特征保证了享受结构性成长的同时，尽可能减少竞争者涌入和模式被复制的威胁，“小个头”的身材也使成长效应更加充分。但这也为标的的发掘带来了难度，这或许需要我们下调视平线，更多地关注那些尚未燎原的星火，关注那些大行业中的小公司。

化工

维持

中性

梁斌

lliangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440209110419

李静（化工组）

lijing@csc.com.cn

010-85130595

执业证书编号：S1440209080396

胡斌

huyu@csc.com.cn

010-85130575

执业证书编号：S1440110030122

发布日期：2010 年 07 月 21 日

股价表现



相关研究报告



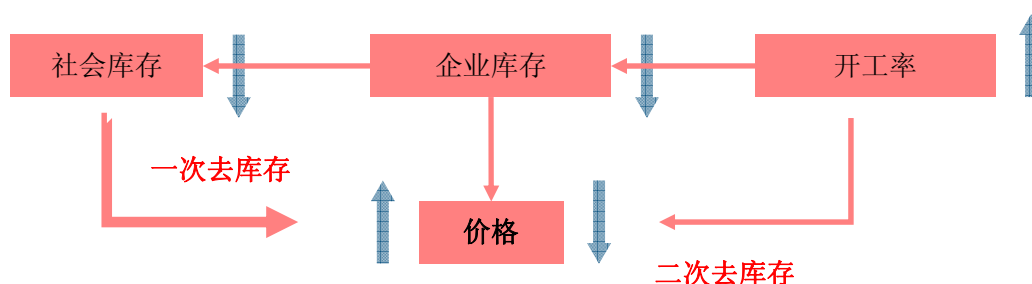
目录

重申价格和库存的逻辑	1
欧美化工补库存结束，国内化工出口将见顶回落.....	1
外需下滑，内需疲软，化工行业步入二次去库存.....	3
价格先于库存见顶，先于库存见底	5
库存与价格成反向波动	6
另一种视角来动态看待化工库存	7
二次去库存，行业盈利将再次回落	12
新技术、新材料、新模式—二次去库存下的投资策略.....	15
重点推荐公司	16
新纶科技（002341）：10 年增长确定，未来三年复合增长率 50%	16
三聚环保（300072）：细分市场，高歌稳进.....	17
奥克股份（300082）：业绩前低后高，全年业绩无忧.....	19
鼎龙股份（300054）：近看 CCA,远看彩色碳粉	19
回天胶业（300041）：受益于高铁和新能源带动，未来增长确定.....	20



重申价格和库存的逻辑

图 1：库存和价格的逻辑关系



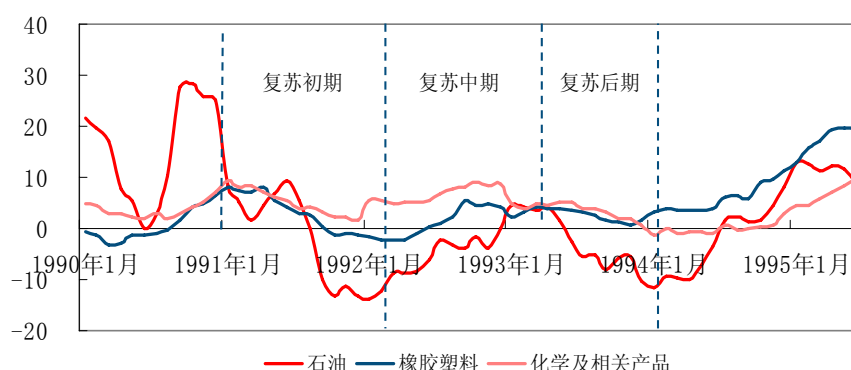
资料来源：中信建投研究发展部

基于库存周期下的价格判断，首先我们认为社会库存即社会需求情况是影响价格波动的主要因素，社会库存的变化影响了企业库存，进而影响行业的开工率。社会库存的减少，可以反映出社会需求的增加，需求增加将会减少社会库存，同时也会降低企业库存，从而导致产品价格上涨，进而推动企业开工率的上升，如果真实需求没有跟上，那么就会形成新的库存，这就是所谓的二次库存，从而迎来二次去库存，二次去库存后，企业库存、社会库存和开工率将会形成新的均衡状态。我们下面的讨论也是基于库存对价格影响的基础上展开的。

欧美化工补库存结束，国内化工出口将见顶回落

图 2：美国化工行业库存同比

单位：%



资料来源：bloomberg

2008 年美国的次级抵押贷款危机引发的本轮全球性的经济危机，首先爆发华尔街，进而蔓延至美国的金融业，然后逐渐影响到其他国家，导致全球股市暴跌，实体经济需求下降，化工作为中游行业不可避免的受到金融危机的冲击，经历了产品价格的大幅下降和企业库存的快速增加，大量企业由于高价库存积压，导致了巨额亏损，化工行业经历了去库存、补库存等过程。

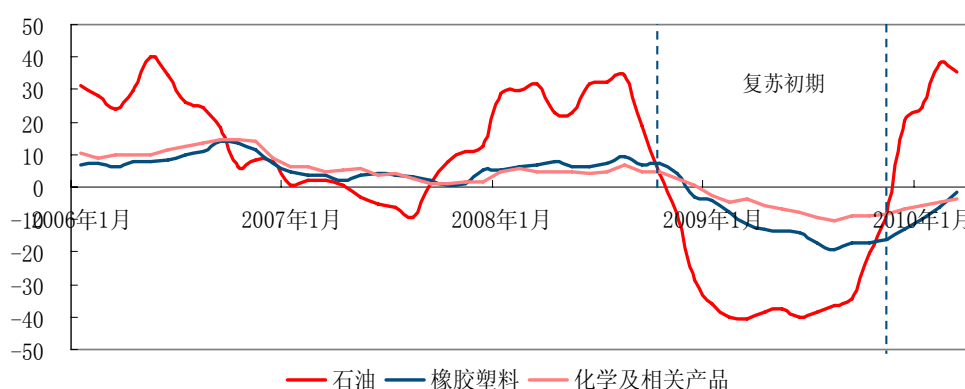


我们的库存报告之一——基于美国经济危机中的化工行业库存的比较研究，得出结论，在经济危机中，化工行业往往经历三个典型的阶段，复苏初期，复苏中期，复苏后期，并且在不同的阶段，化工行业表现出不同的特征。

91-93 年美国的经济危机三个典型的阶段表现为：复苏初期行业库存同比出现下降，产品价格指数下降，开工率下降；在复苏中期，尽管库存量指数增加，但行业库存同比开始小幅上升，产品价格指数小幅上升，开工率继续下降；在复苏后期，行业处于二次去库存，产品价格指数出现停滞，伴随着新项目的投产开工率继续下降，之后库存、产品价格、开工率等指数开始上升。

图 3：美国化工行业库存同比

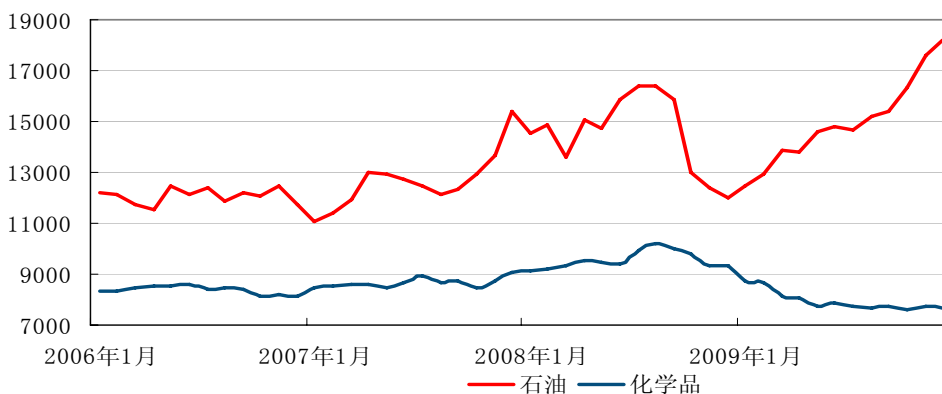
单位：%



资料来源：bloomberg

图 4：美国化工行业零售终端库存

单位：百万美元



资料来源：bloomberg

最新的美国库存数据显示，美国化工行业正像我们前期报告预期的一样步入库存复苏后期。由我们美国库存的报告可以看出，复苏后期的典型特征就是，行业处于二次去库存，产品价格指数出现停滞，伴随着新项目的投产开工率继续下降，之后库存、产品价格、开工率等指数开始上升。

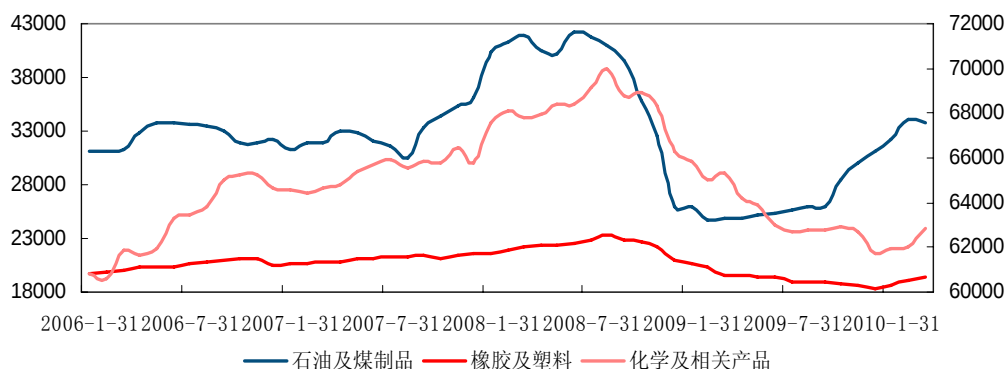
根据美国化工行业在经济危机中的特征，结合国内的实际情况，我们判断中国化工行业已经进入二次去库存。从目前来看，美国经济作为全球经济的代表，美国经济补库存已经结束，意味着全球经济短期反弹的结束，全球的经济将步入衰退期或者说二次去库存，这将会对国内出口产生不利的影响，虽然，1-5 月国内出口大幅增长，但依据我们宏观的判断，出口的大幅增长恰恰是国外二次补库存的结果，近期国家出台了取消多个产品



的出口退税政策，而化工产品首当其中，新的出口退税政策直接或间接对国内化工品出口产生不利影响，因此，我们判断国内化工出口高峰结束，外需将会下降，就国内经济而言，由于天气和政策等多种因素影响，国内需求低于预期，国内库存高企，鉴于我们对美国化工行业周期的研究，我们认为国内化工行业已经进入二次去库存。

图 5：美国化工行业企业库存

单位：百万美元

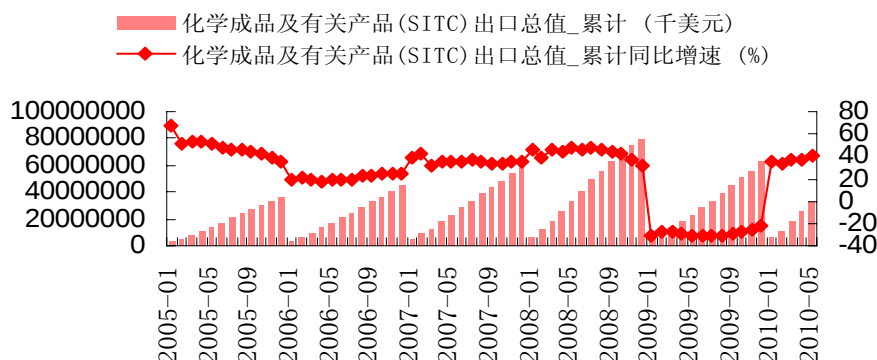


资料来源：bloomberg

外需下滑，内需疲软，化工行业步入二次去库存

欧美补库存结束，国内出口将见顶回落。根据海关数据，2010 年 1-5 月国内化学产品出口总值为 321.9 亿元，同比增速 41.1%，其中 5 月出口值 73.3 亿美元，较 4 月份的 67.1 亿美元，环比增加 9.3%，5 月份的出口数据和以前的出口数据比较发现，5 月份化工出口总值和历史最高点 2008 年 7 月的 81.8 亿美元，已经相差不大，前面我们已经讨论欧美补库存已经接近尾声，国外从国内进口的化工产品将大幅减少，那么我们有理由认为，10 年 5 月份的化工出口值可能是近期出口值的最高点，我们判断出口值将会出现大幅回落；目前，化工产品直接出口产值占化工产值约 11% 左右，这和 08 年最高的 18% 占比已经有大幅回落，这种回落说明国外进口大幅萎缩，导致国内出口下降，而国内经济复苏早于全球其他经济体，内需拉动明显，所以出口占比下降，随着欧美补库存，国内化工出口增加，出口占比又有所提高，随着欧美补库存结束，我们判断未来出口占比还将会下降，如果考虑化工间接出口，那么外需下降对国内的冲击将会更大。

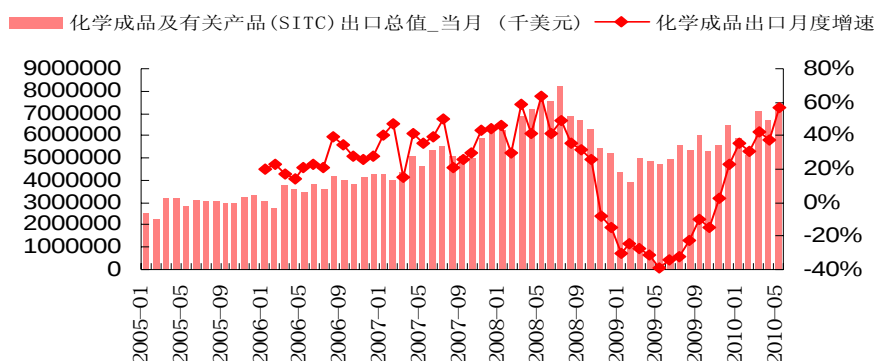
图 6：国内化工出口总值



资料来源：中经网



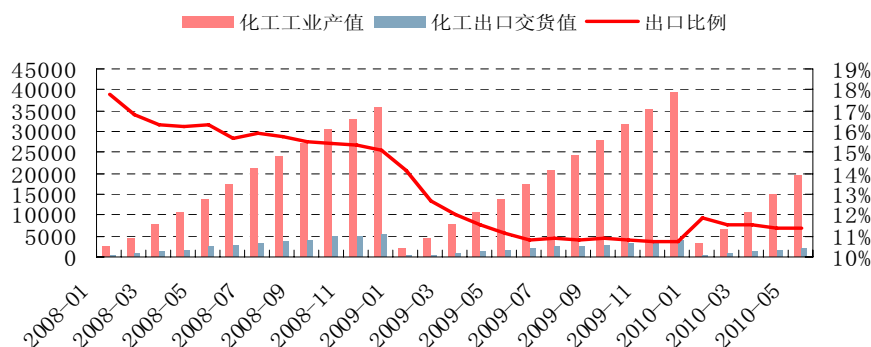
图 7：国内化工月度出口值



资料来源：中经网

图 8：国内化工工业产值和出口交货值及出口占比

单位：亿元



资料来源：中经网

内需疲软，产品价格低迷。1 月份我们曾判断，在出口、内需和季节性旺季三重因素的综合刺激下，国内化工品价格将会有一定的反弹，但从实际的情况来看，产品价格大大低于我们的预期，造成这种原因主要是内需不足造成的，因为出口数据基本上符合我们的预期，出现了大幅增加，但由于天气和国家政策的调控，国内化工品下游需求大幅低于我们预期，我们所期望的化工产品价格并未出现上涨，反而出现了大幅走低的局面，这一方面可能是化工行业普遍存在的产能过剩的原因，但实际来看，主要是需求疲软，导致化工产品价格下滑；产能过剩、需求低于预期、产品库存增加，化工行业不可避免的进入二次去库存阶段。

危机中化工库存反复波动。随着国内经济增长，自 1999 年-2008 年整个化工行业的库存不断增加，到 2008 年 11 月达到顶点，之后库存开始下降，至 2009 年 2 月库存下降结束，之后又开始了新一轮上涨，至 2009 年底达到次高点，然后又开始下降，到 10 年 2 月到次低点，到 5 月份又开始上升；库存的波动主要有以下因素：1999 年-2008 年以石油为主的各种化工原料价格持续上涨带动产业链不同位置的产品价格上涨，从而造成库存的不断增长，另外，随着国内经济规模的增长，库存也有个相应的增长过程，但由于次贷危机影响，全球经济陷入危机，2008 年下半年石油价格开始下跌，但库存并未立即出现下降，而是继续增长，这就是产品价格先见顶，然后库存见顶；2010 年 2 月化工库存达到底部。

在整个库存周期波动中，价格是一个最核心的驱动因素，补库存的行为中，大量的基于价格上涨的投机性的库存增加是库存波动中越来越重要的部分，因此在 2009 年石油价格开始上涨的同时，化工库存开始增加，但



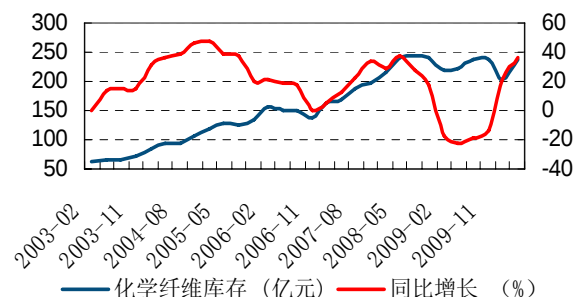
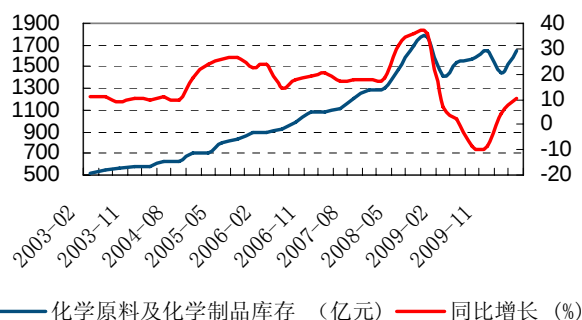
预期后面的价格上涨力度比较有限的时候，库存周期中的价格波动反而会边际递减，而此时库存周期也就到高峰阶段，所以，库存周期的高峰期都是价格的拐点造成的，5月四大化工行业库存环比均出现增加

图 9：化学原料及化学制品库存

单位：亿元

图 10：化学纤维行业库存

单位：亿元



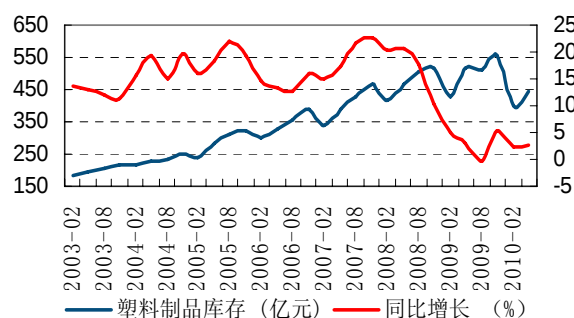
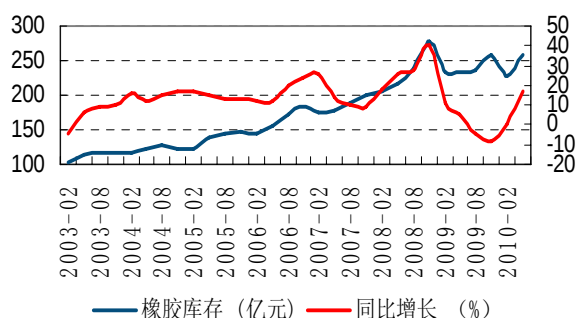
资料来源：中经网

图 11：橡胶行业库存

单位：亿元

图 12：塑料行业库存

单位：亿元

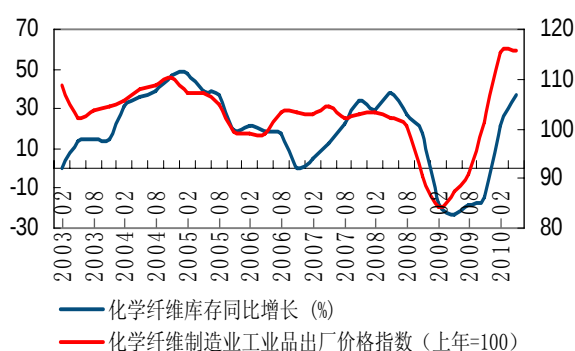
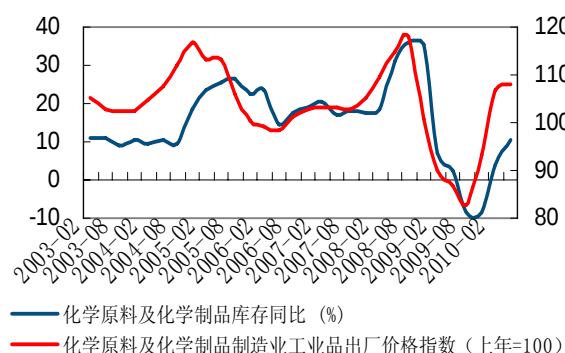


资料来源：中经网

价格先于库存见顶，先于库存见底

图 13：化学原料及化学制品库存增速和价格同比

图 14：化学纤维行业库存增速和价格同比



资料来源：中经网



图 15：橡胶库存增速和价格同比

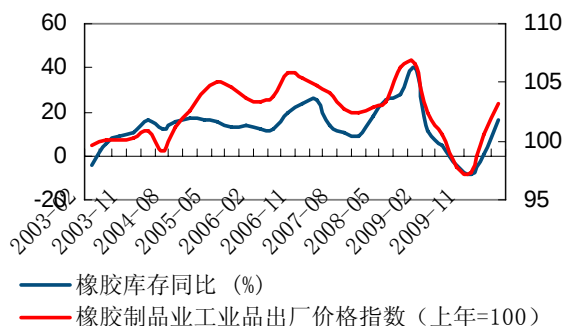
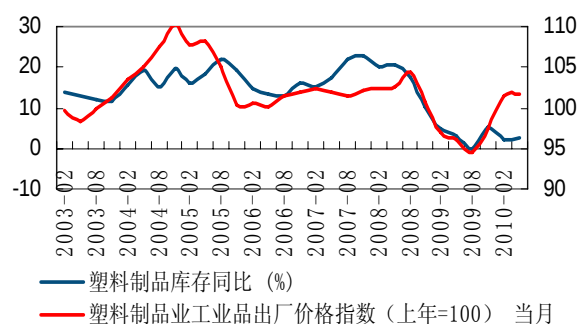


图 16：塑料行业库存增速和价格同比



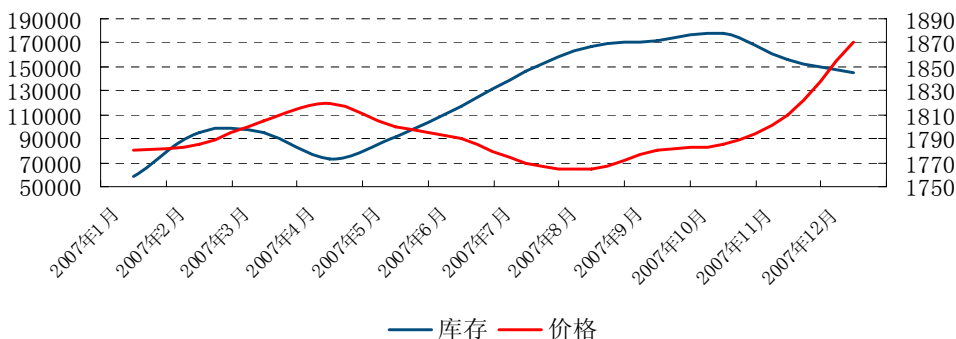
资料来源：中经网

前面我们已经说明了在整个的库存周期波动中，价格是一个最核心的驱动因素，库存周期的高峰期都是价格的拐点造成的。因此我们比较了四大化工行业的库存同比增速与同期产品出厂价格指数，发现二者之间呈现正相关的关系。正好从另一方面说明了库存周期波动中价格的重要性，当然我们也可以通过库存指标来判断产品价格未来走势。

库存与价格成反向波动

图 17：氮肥行业 2007 年库存与价格

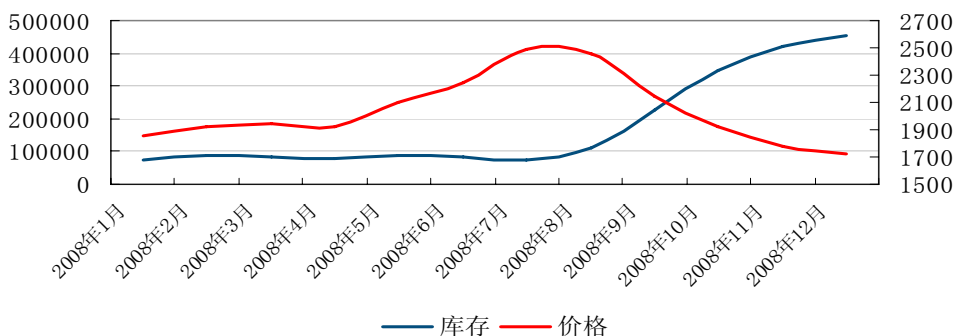
单位：万元



资料来源：中经网，石化工业协会

图 18：氮肥行业 2008 年库存与价格

单位：万元

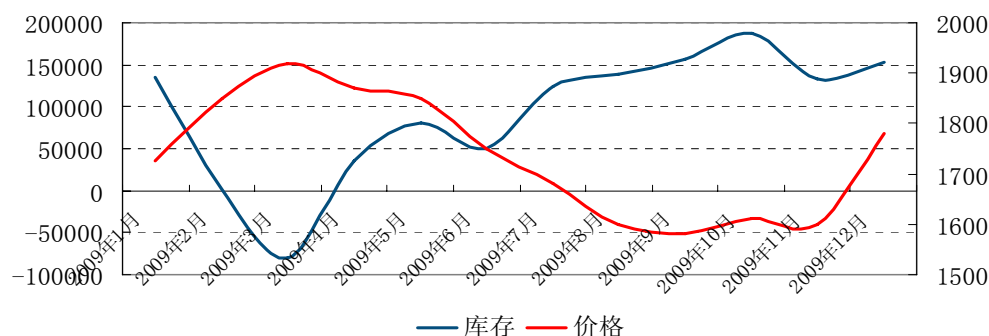


资料来源：中经网，石化工业协会



图 19：氮肥行业 2009 年库存与价格

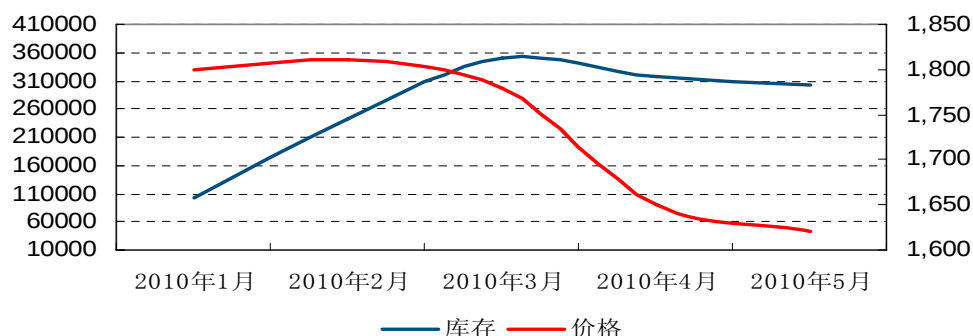
单位：万元



资料来源：中经网，石化工业协会

图 20：氮肥行业 2010 年库存与价格

单位：万元



资料来源：石化工业协会

由前面的分析可以看出价格对以成本计价的库存的影响，产品价格先于库存见顶和见底，那么价格和名义库存是什么样的关系呢？因此我们分析了价格与名义库存（以产品价格计价的库存）的关系，由于行业较多，我们选择了以氮肥行业为代表产品，来讨论氮肥行业价格与名义库存的关系，氮肥产品以尿素为主，为此我们选取了氮肥行业 2007 年、2008 年、2009 年、2010 年各年库存与尿素价格进行比较，发现氮肥行业名义变化与尿素价格变化呈现严格的反向变动关系，库存下降，则价格出现上涨，库存上升，则价格下降。因而，我们可以根据库存同比和环比的情况，来判断当前的库存是高是低，结合需求和供给，来判断下一月库存的变化，进而来判断未来产品价格走势。

另一种视角来动态看待化工库存

我们通常意义上的库存是存量指标，是指工业企业在报告期末完成全部生产过程，已验收入库或可作为商品对外销售的各种产品价值，是以成本计价的库存。由于此库存仅仅在每年的 2、5、8、11 四个月公布，时间跨度相对较长，如果能有数据能够按月来动态反映库存情况，更能及时有效的反应库存变化，那么数据及时性才会对我们的研究和投资具有指导意义，因此我们根据现有数据计算出了以产品价格计价的库存月度指标，我们定义为名义库存。综合成本库存与名义库存将会使我们更能有效的分析各行业的库存状况。目前库存较高的无机碱、无机盐、氮肥、磷肥、复混肥、农药、涂料、油墨、染料、炸药及火工品、橡胶 11 个子行业库存较高，同时化纤个子行业库存也较高，而仅有无机酸、钾肥、信息化学品三个子行业库存相对较低。



图 21: 无机酸库存

单位:万元

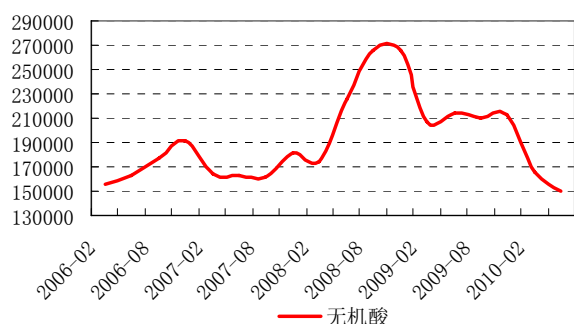


图 22: 无机酸名义库存

单位:万元

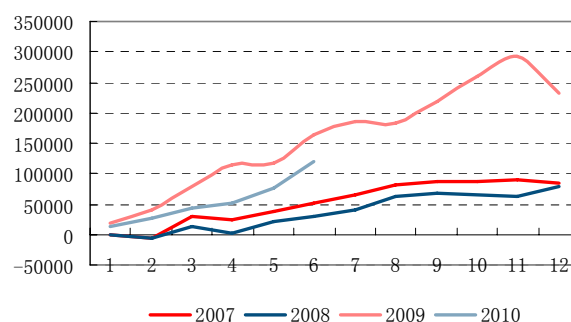


图 23: 无机碱库存

单位: 万元

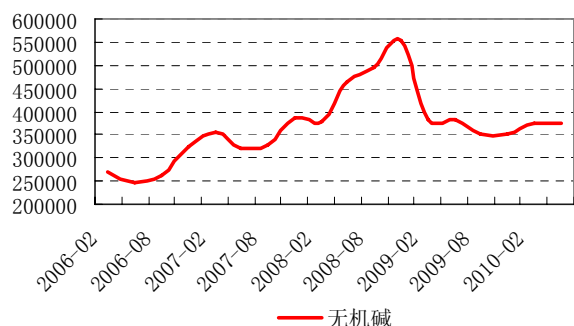


图 24: 无机碱名义库存

单位:万元

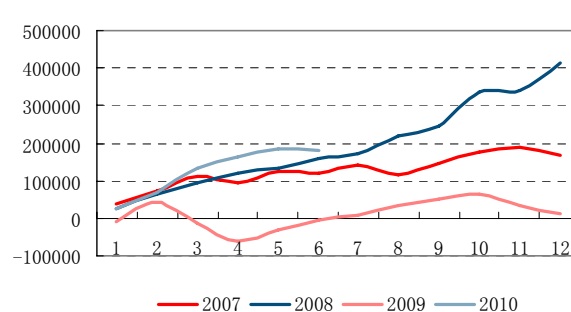


图 25: 无机盐库存

单位: 万元

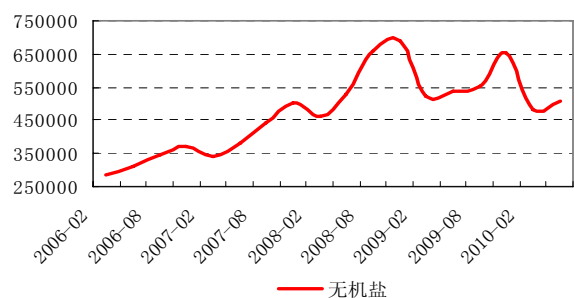


图 26: 无机盐名义库存

单位:万元

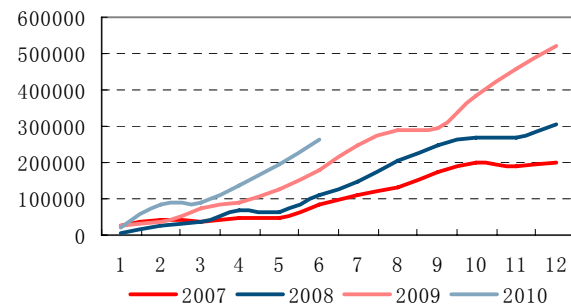


图 27: 氮肥库存

单位: 万元

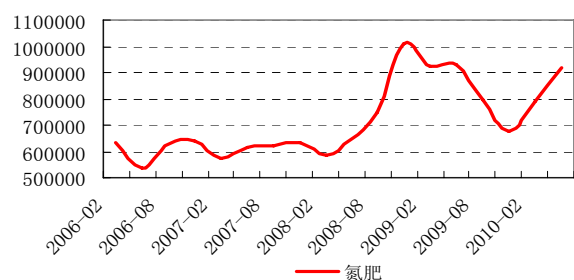
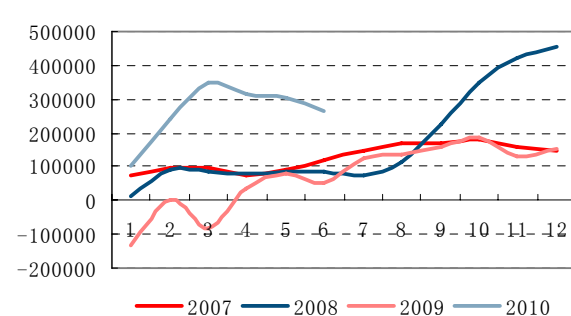


图 28: 氮肥名义库存

单位:万元



资料来源: 中经网, 石化工业协会, 中信建投研究发展部



图 29: 磷肥库存

单位: 万元

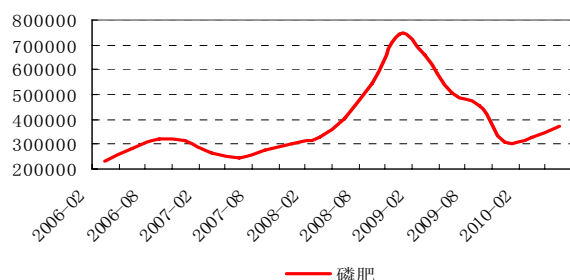


图 30: 磷肥名义库存

单位: 万元

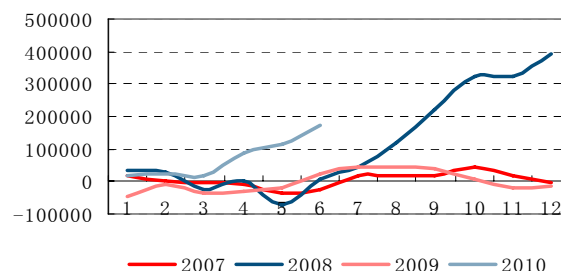


图 31: 钾肥库存

单位: 万元

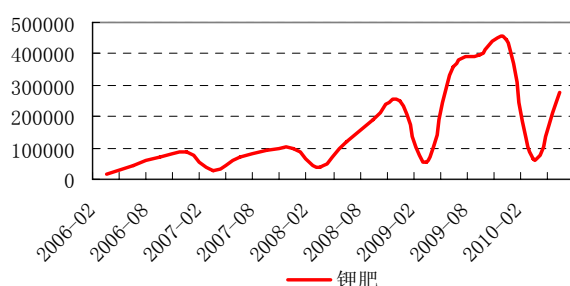
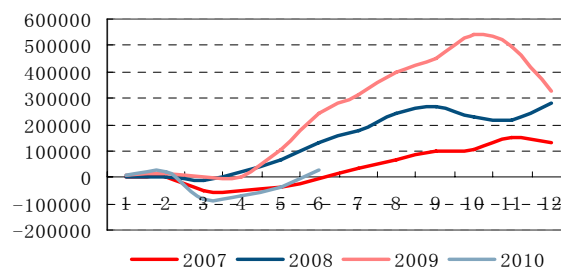


图 32: 钾肥名义库存

单位: 万元



资料来源: 中经网, 石化工业协会, 中信建投研究发展部

图 33: 复混肥库存

单位: 万元

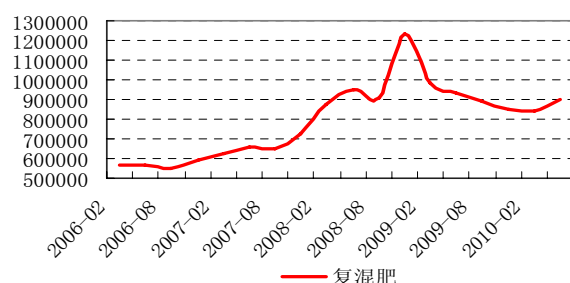
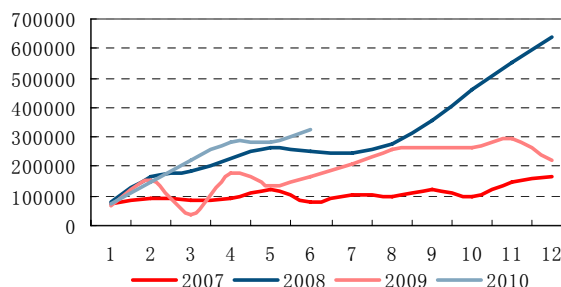


图 34: 复混肥名义库存

单位: 万元



资料来源: 中经网, 石化工业协会, 中信建投研究发展部

图 35: 农药库存

单位: 万元

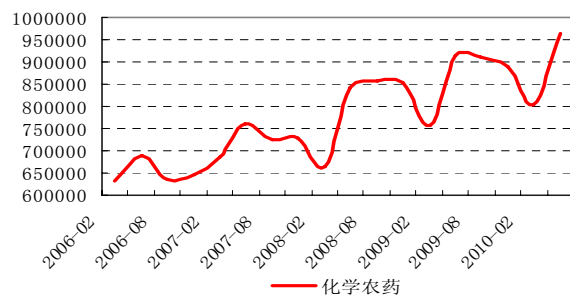
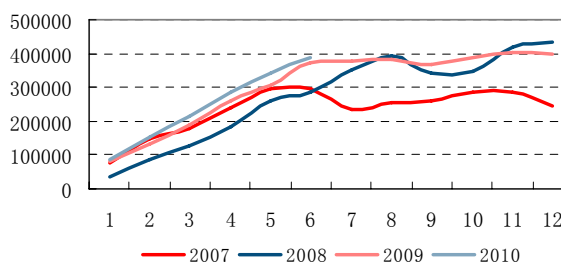


图 36: 农药名义库存

单位: 万元



资料来源: 中经网, 石化工业协会, 中信建投研究发展部



图 37: 涂料库存

单位: 万元

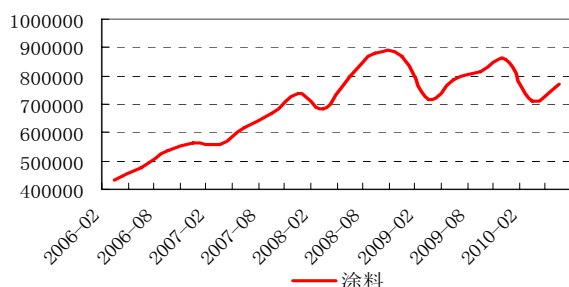
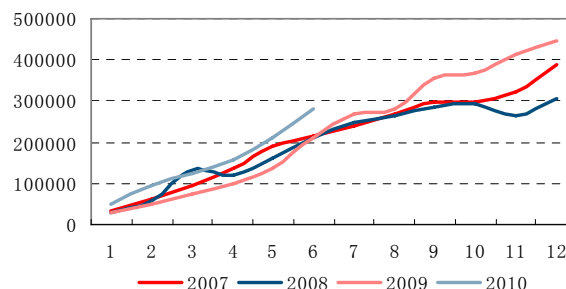


图 38: 涂料名义库存

单位: 万元



资料来源: 中经网, 石化工业协会, 中信建投研究发展部

图 39: 油墨库存

单位: 万元

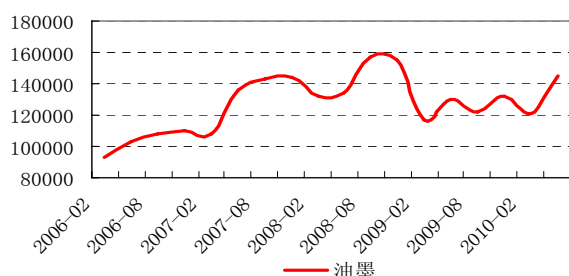
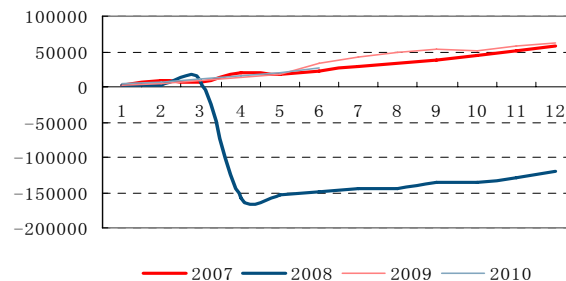


图 40: 油墨名义库存

单位: 万元



资料来源: 中经网, 石化工业协会, 中信建投研究发展部

图 41: 颜料库存

单位: 万元

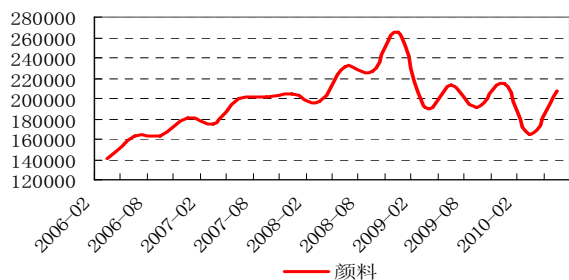


图 42: 颜料名义库存

单位: 万元

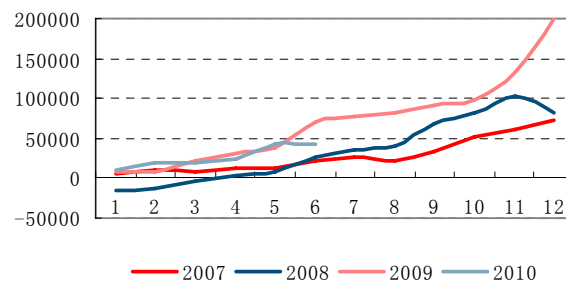


图 43: 染料库存

单位: 万元

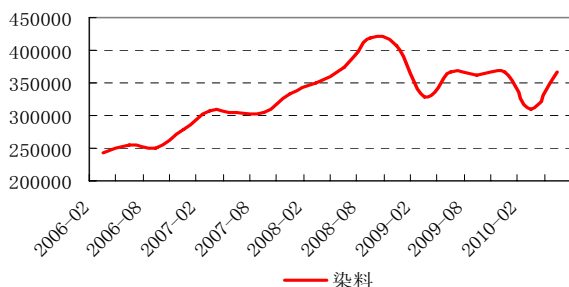
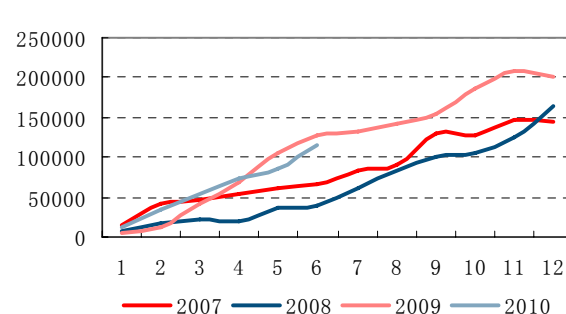


图 44: 染料名义库存

单位: 万元



资料来源: 中经网, 石化工业协会, 中信建投研究发展部



图 45: 专项化学品库存

单位: 万元

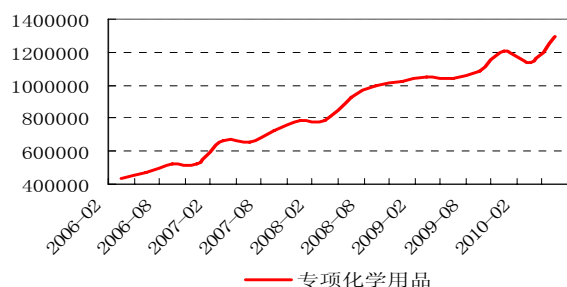


图 46: 炸药及火工品名义库存

单位: 万元

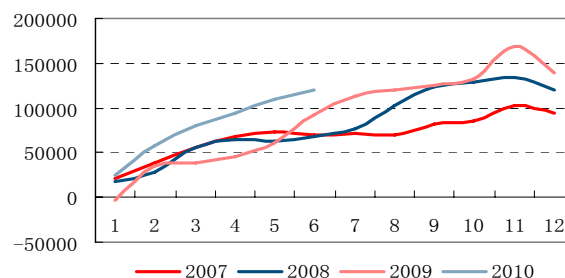


图 47: 橡胶制品库存

单位: 万元

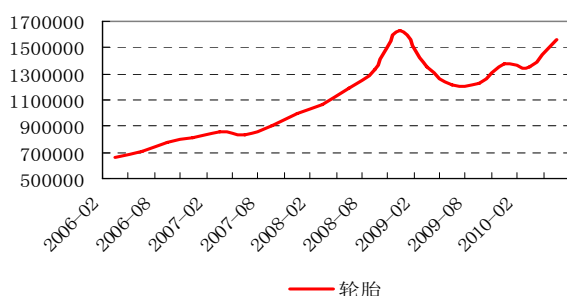


图 48: 橡胶制品名义库存

单位: 万元

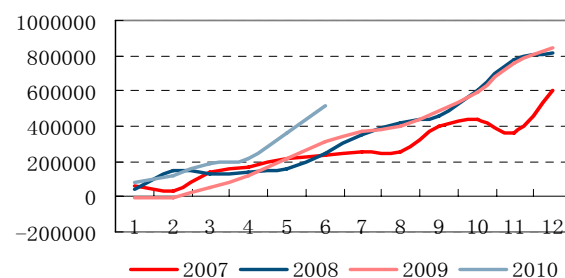


图 49: 信息化学品库存

单位: 万元

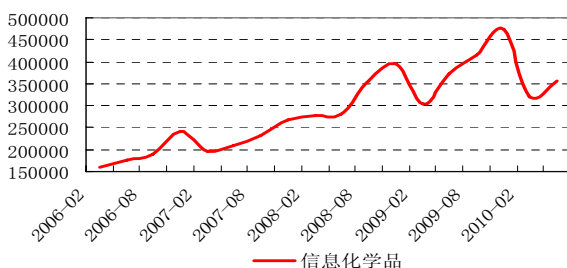
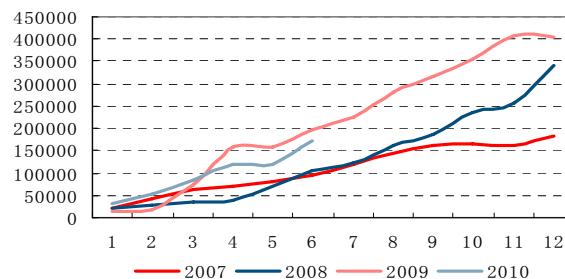


图 50: 信息化学品名义库存

单位: 万元



资料来源: 中经网, 石化工业协会, 中信建投研究发展部

化纤行业我们尚未找到计算月度库存的数据和方法, 因此只有成本库存, 化纤浆粕及涤纶的库存仍然较高, 而锦纶、人造纤维、腈纶的库存目前已经相对较低。

图 51: 化纤浆粕库存

单位: 万元

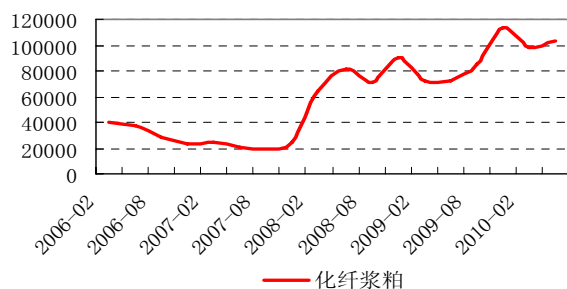


图 52: 人造纤维库存

单位: 万元

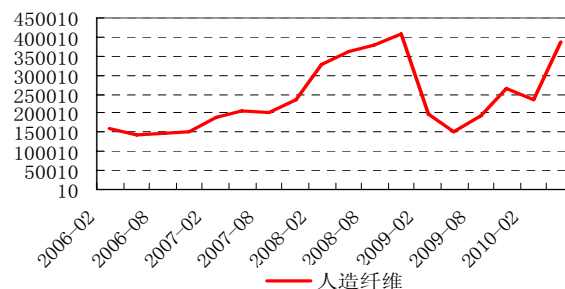
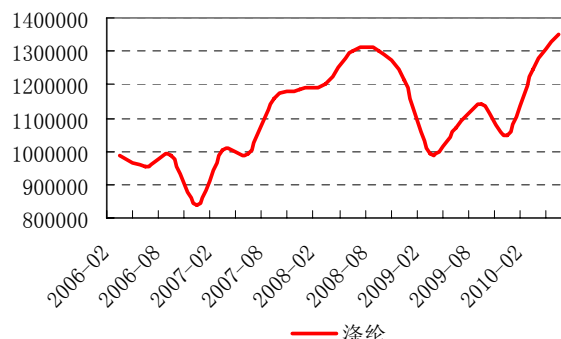
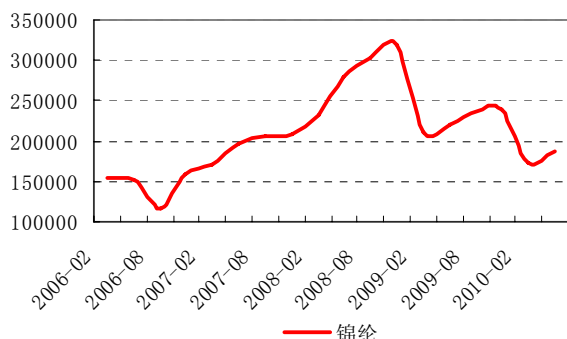




图 53: 锦纶库存

单位: 万元 图 54: 涤纶库存

单位: 万元

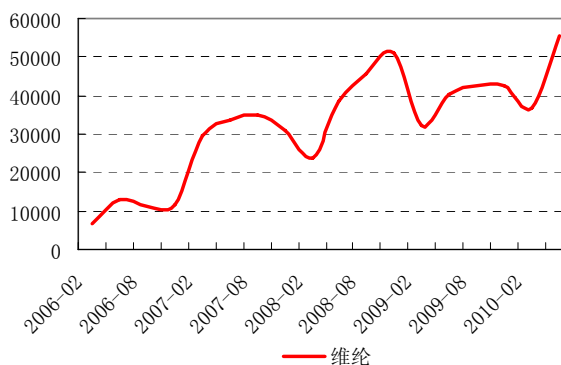
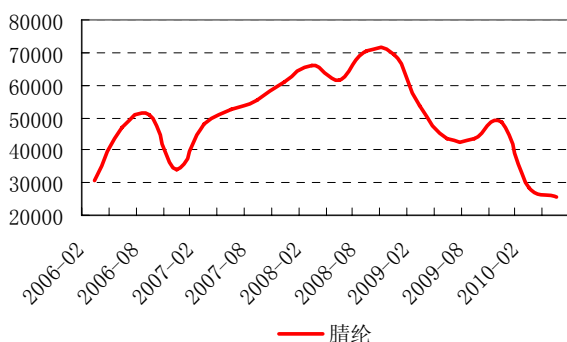


资料来源: 中经网, 石化工业协会, 中信建投研究发展部

图 55: 腈纶库存

单位: 万元 图 56: 维纶库存

单位: 万元



资料来源: 中经网, 石化工业协会, 中信建投研究发展部

我们上面的研究主要是给市场提供一个判断产品价格未来走势的一个方法, 但我们知道影响产品价格的影响因素比较复杂, 以库存来判断可能存在一定的局限性, 但我们研究发现, 库存适合对产品价格做中期判断, 不适合短期和长期的判断, 因为短期产品价格影响因素太多, 长期要看成本和供求关系, 同时需要说明的是, 库存是一个相对指标, 在不同经济形势下, 以及心态不同会导致库存对价格的影响不尽相同, 但是, 通过同期库存比较, 以及环比的变化, 我们能够判断产品价格未来走势, 因而通过库存来判断价格走势, 要比我们仅仅依靠现有价格来判断未来价格更有意义。

二次去库存, 行业盈利将再次回落

毛利率与销售利润率是衡量公司盈利能力的重要指标, 随着经济的逐步回稳, 化工各子行业的毛利率开始逐步回升, 从下图我们可以看出橡胶及化学纤维的毛利率回升较为明显稳定, 均在 2009 年 2 月达到低点, 橡胶 2009 年 2 月毛利率与销售利润率分别为 12.53%、2.30%, 之后开始反弹, 2010 年 5 月橡胶毛利率与销售利润率分别为 13.71%、5.42%, 化学纤维 2009 年 2 月毛利率与销售利润率分别为 5.45%、-0.3%, 之后开始反弹, 2010 年 5 月橡胶毛利率与销售利润率分别为 8.37%、4.42%, 而化学原料及塑料的毛利率在反弹之后并未持续提升, 而是小幅震荡上行的趋势, 化学原料 2009 年 2 月毛利率为 14.02%, 2010 年 5 月毛利率提升到 15.07%, 增加了 1.05 个百分点, 塑料在 2009 年 5 月达到低点为 11.89%, 2010 年 5 月毛利率为 13.14%, 增加了 1.25 个百分点。



图 57：化学原料毛利率与销售利润率

单位：%

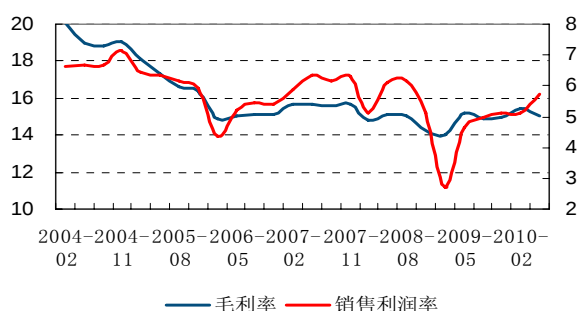
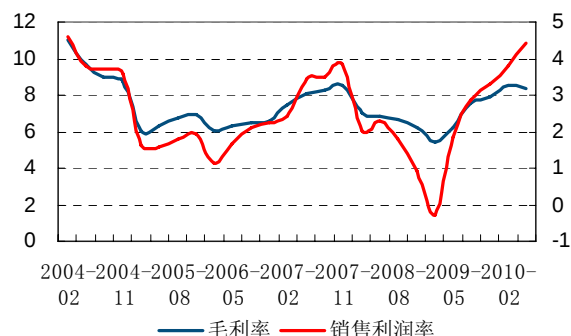


图 58：化学纤维毛利率与销售利润率

单位：%



资料来源：中经网

图 59：橡胶毛利率与销售利润率

单位：%

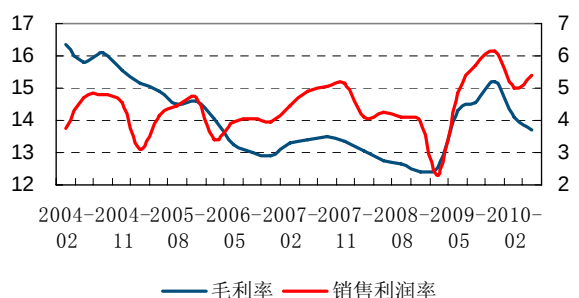
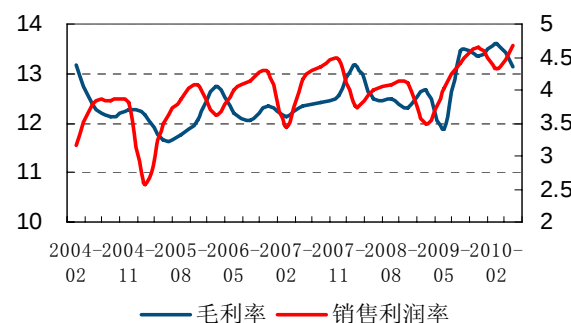


图 60：塑料毛利率与销售利润率

单位：%



资料来源：中经网

基础化工行业及传统的大宗化工品，技术、市场已非常成熟，市场容量也相对较大，行业盈利能力改变相对较慢，而细分小子行业，由于市场容量相对较小，技术含量比较高，整体盈利能力改变相对与传统基础化工较快，因此领先于基础化工回暖。

下面我们比较一下不同行业的盈利状况变化，四大化工行业的利润同比均在 2009 年 2 月达到最低，之后开始逐渐恢复，截止到 2010 年 5 月，化学原料利润总额 99938.61 百万元，同比增长 72.87%，化学纤维利润总额 8066.02 百万元、同比增长 217.57%，橡胶利润总额 11956.93 百万元、同比增长 50.5%，塑料利润总额 22397.74 百万元，同比增长 53.56%，均实现大幅的增长。

利润总额不仅分析同比变化，更要看实际数值变化，由下面四个利润总额数据图，我们可以看出，化学原料及化学制品行业的利润总额在 2009 年 11 月已经恢复到 2007 年、2008 年同期水平，并小幅增加 7.35%，2010 年 5 月的利润总额更是远远超过了以往四年同期水平。化学纤维行业由于 2008 年多数企业处于亏损状态，整体盈利能力下降较大，在 2009 年利润恢复阶段同比涨幅较大，2009 年 11 月利润总额同比增加 234%，2010 年 5 月利润总额为 8066 百万元，二季度利润总额实现的大幅的增加，但是随着石油价格的逐步走高震荡，化纤原料价格的上涨水平已经超过了产品价格，三四季度利润大幅增加的可能性减小。而橡胶与塑料行业 2010 年 5 月利润总额均近四年同期新高，分别为 119.56 亿元、223.97 亿元，同比分别增加 50.5%、53.56%。



图 61：化学原料及化学制品利润总额

单位：百万

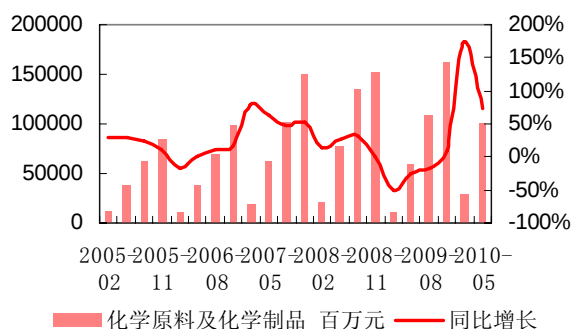
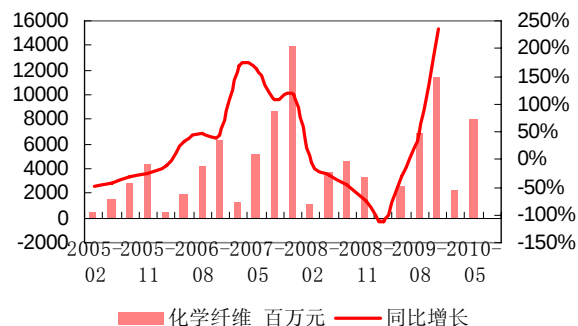


图 62：化纤行业利润总额及同比增速

单位：百万



资料来源：中经网

图 63：橡胶行业利润总额及同比增速

单位：百万

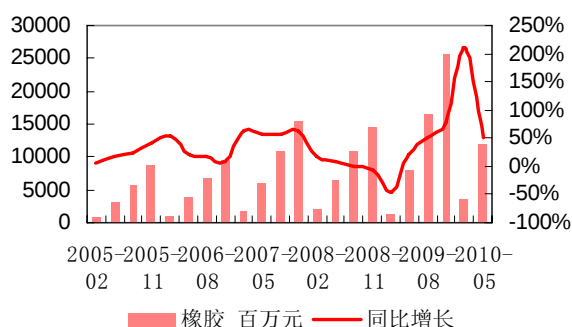
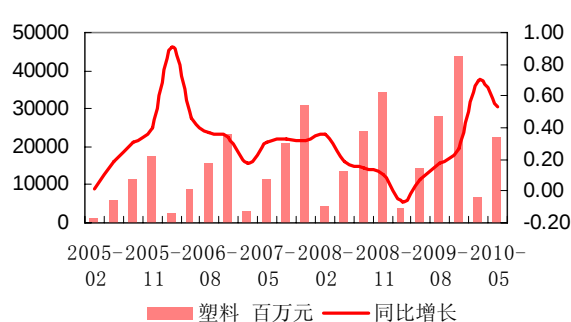


图 64：塑料利润总额及同比增速

单位：百万



资料来源：中经网

我们分析了 22 种细分子行业 2006 年—2009 年的利润总额情况，2010 年 5 月利润总额创新高的行业有有机化学原料、钾肥、复混肥、涂料、油墨、颜料、燃料、初态塑料、合成橡胶、合成纤维单聚体、化学试剂助剂、专项化学品共 12 个子行业。从中我们可以看出，利润总额创新高的子行业多数为市场容量相对较小、技术含量较高，或者是正处于高速发展阶段的行业，而像无机酸、无机碱、有机化学原料、氮肥、磷肥等市场容量较大，技术已经成熟的基础化工行业利润总额反弹相对较弱。

图 65：子行业利润情况

单位：百万

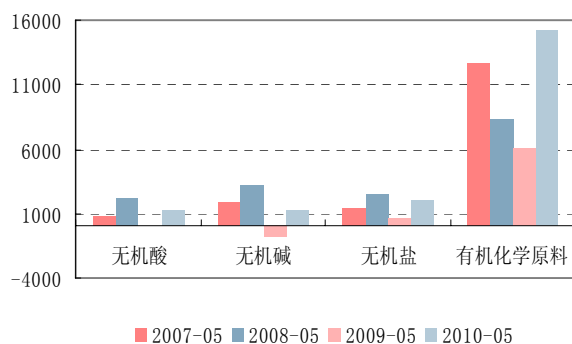
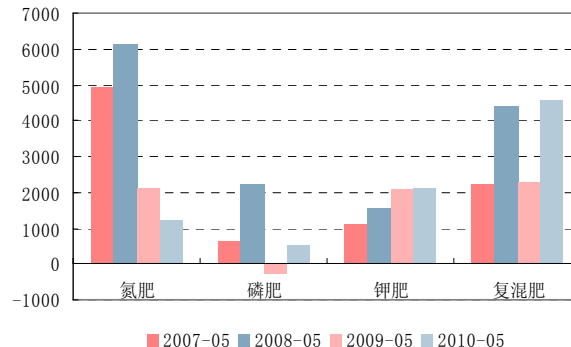


图 66：子行业利润情况

单位：百万



资料来源：中经网



图 67: 子行业利润情况

单位: 百万

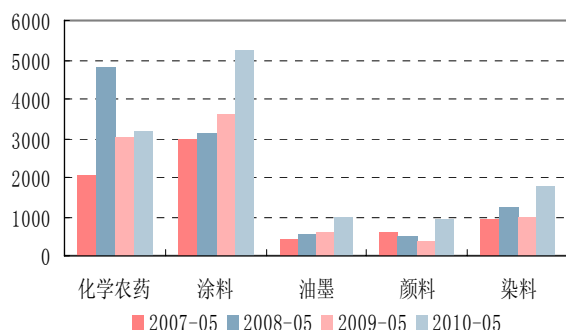
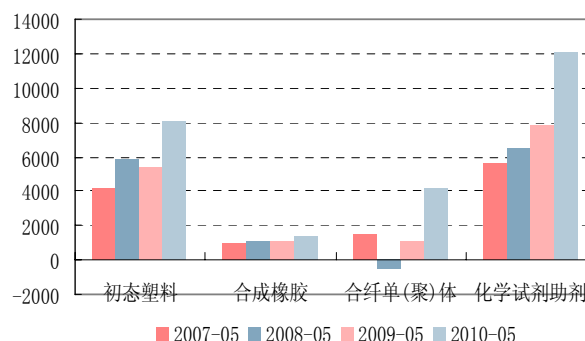


图 68: 子行业利润情况

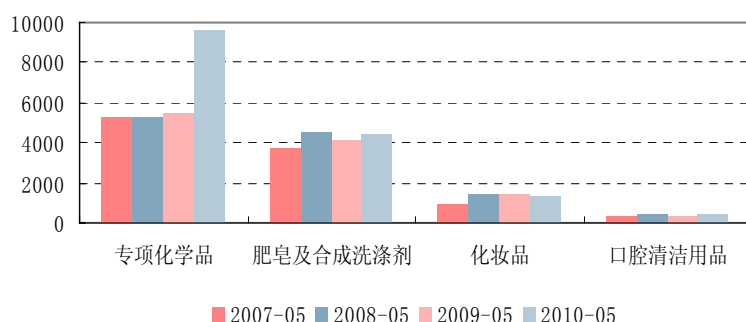
单位: 百万



资料来源: 中经网

图 69: 子行业利润情况

单位: 百万



资料来源: 中经网

新技术、新材料、新模式—二次去库存下的投资策略

目前,“后继乏力”成为我国重工业最大的隐忧。09 年底,工信部等九大部委联合发文,剑指包括钢铁、水泥、煤化工、多晶硅在内的六大行业产能过剩与重复建设;石化行业,大炼油、大乙烯、大石化的高潮也行将褪去,延续了三十年的粗放增长模式已经到了不得不重新考量的时刻。我们的宏观策略也不止一次地强调:大宗生产的周期性盛筵已近曲终人散,对新的成长线索的追寻将在相当长的一段未来成为我们的主导逻辑。

在化工的大背景下,我们将“新线索”演绎为“新技术、新材料与新模式”。新技术往往扮演着增长的启动子,一套技术体系甚至可以缔造一个新兴行业;新材料既是对新技术的承载,又成为更多技术突破的基石;当传统架构难以容纳新技术与新材料蕴含的生机,新的商业与盈利模式将应运而生……粗放型增长一曲将终,精细化生产大势渐成,紧扣精细与创新概念的新技术、新材料与新模式的征帆正驶向辽阔的星辰大海。当然,真正合适的投资标的需要在更加严格的约束条件下细致甄别。我们认为,两条思路值得重视:

其一,关注有机会参与并推动传统大宗生产升级的行业,如提高水泥性能的减水剂、改善石化企业排放的脱硫剂和脱硫外包服务,都顺应了生产精细化大势的题中之义,具有广袤的需求基础和结构性增长空间。同时,相关产品和服务在大宗生产成本构成中往往并不显著,对生产工艺、产品品质却影响甚大,下游行业的落后产能淘汰和产业升级非但不构成冲击,反而将提供机会。



其二，我们或许需要一个视平线下调的过程，理想标的往往具有细分行业龙头的特征和先发优势，但规模和市场占有率的绝对数值并不大。这一特征保证了享受结构性成长的同时，尽可能减少竞争者涌入和模式被复制的威胁，“小个头”的身材也使成长效应更加充分。但这也为标的的发掘带来了难度，这或许需要我们下调视平线，更多地关注那些尚未燎原的星火，关注那些大行业中的小公司。

在这样的逻辑下，我们看好正凭借洁净行业龙头地位进行模式升级的新纶科技、坐拥太阳能与高铁专用新材料概念的奥克股份、在能源净化的细分行业领先优势明显的三聚环保，以及回天胶业、鼎龙股份、新宙邦和当升科技，各公司具体分析请参看我们的后续和相关报告。

表 1：我们推荐公司的基本情况

企业名称	主营业务	相关大型行业	特征	市值
新纶科技	防静电/洁净室耗品、洁净工程，超净清洗	电子、医药、食品	新材料、新模式	
三聚环保	各类脱硫剂、特种催化材料剂	石油石化、天然气、煤化工等	新技术、新材料、新模式	
奥克股份	多晶硅切割液、减水剂	太阳能、建筑、交通	新技术、新材料	
回天胶业	各类工业用胶	高铁、汽车	新材料	
新宙邦	锂电池电解液、高性能电容和超级电容电解材料	电子、新能源汽车	新技术、新材料	
鼎龙股份	电荷调节剂、聚合碳粉	电子	新技术、新材料	

重点推荐公司

新纶科技（002341）：10 年增长确定，未来三年复合增长率 50%

三大业务相得益彰，超净清洗潜力巨大。公司主要业务包括防静电/洁净工程、相应耗品和超净清洗。三大业务之间具有很强的相互拉动能力：根据我们和公司的交流，洁净工程客户每年至少可以提供等额的耗品需求，而耗品客户每年的超净清洗需求在可清洗耗品销售额的 2.5 倍甚至更高。同时，兼具三大业务的“一站式”服务能力也是赢得客户青睐的重要因素。超净清洗是公司毛利率最高的业务，可达 40% 以上。业务一般要求距离客户 2 小时车程内建立清洗站，目前公司仅在深圳、东莞和苏州建立了三个清洗点，业务潜力远未充分发掘，09 年清洗业务收入仅占全部业务的不足 5%。预计未来 2-3 年内，公司将根据下游需求发展趋势，贴近下游地区逐步相机布局清洗站点，使清洗业务得到充分发展。

上市催化品牌效应，销售渠道顺利打通。防静电/洁净行业下游包括电子、生物医药、精细化工、汽车喷涂、油田和航天等高精尖行业。客户对企业的规模和持续供货能力关注程度很高。上市对公司品牌效应的催化作用已经逐渐彰显。目前，公司产品已经通过了富士康、爱普生、索尼等多家业内顶尖客户的认证体系并成为其稳定供货商。根据公司预计，新增产能释放后，仅依靠大客户需求就足以完全消化产品。同时，大客户的示范效应将使下游需求不断向公司聚集。

份额接管与进口替代的双重增长方式。目前，行业内公司超过 5000 家，但大多是进口分销商，少量具有一定自主生产能力，但产品系统性不强，规模和实力大多无法与公司相比。截止 09 年，公司产品市场占有率不足 1%，凭借公司的技术实力、品牌效应和先发优势，未来数年内实现进口替代和市场份额接管的空间非常广阔。兼之对下游电子、医药等行业带来的未来数年内不低于 20% 的需求增速预期，我们认为公司未来发展的需求层面不存在阻力，限制发展的因素在于产能。



产能瓶颈逐步突破。09年9月，公司苏州1.8万平方米生产基地建成投产，产能基本覆盖公司所有耗品。对比公司现有的深圳1万平方米生产基地，我们粗略估算10年实现产能翻番没有问题。表明一直以来困扰公司产能瓶颈已经逐渐实现突破。未来几年内，产能的不断释放将成为推进公司业务增长的主要动力。

超募资金使用：全国布局，清洗起飞。5月25日，公司发布公告，决定使用超募资金在大连、北京、合肥、西安、成都、厦门设立分公司，主营防静电/洁净室耗材的销售，并建立相应清洗服务点。项目建设周期约7个月，11年初可正式投产。建设清洗能力为防静电/无尘服540万件，防静电/无尘鞋300万双，无尘抹布12000万片，无尘手套1440万双，预计完全达产后可实现收入6000万元以上。公司对超净清洗业务的建设力度基本符合我们的预期，预示着未来三年内清洗业务将逐渐起飞；新建分公司的布局体现了公司拓展中西部市场的意图。超募资金使公司能够提前展开全国布局的战略，对于加快市场份额的争夺有重要意义。

10年业绩增长趋势明确。公司一季报显示，10年一季度业绩增幅同比增加100%以上。其中营业收入1.11亿元，同比增长101.13%，净利润1188万元，同比增长109.01%。毛利率和净利率稳定在24%和10%左右。增长的原因在于新建产能的释放和下游需求的恢复，增长具有可持续性。我们认为，由于10年产能比09年大幅上升，10年业绩增长估计有望达到70%甚至更高。

高增长有望持续，给予“增持”评级。公司的三大业务相互拉动的结构保证了盈利的稳定和可持续性，而这一商业模式对于规模与品牌效应的需求又确立了公司模式的难以复制性。我们认为，公司未来短期、中期和长期的业绩提升分别来自产能的扩增、业务结构的优化（尤其是超净清洗业务的发展）以及进口替代和市场份额接管，高增长趋势有望持续。近几年将保持年均50%的复合增长率。预计10-12年EPS分别为0.81、1.56和1.94元，给予10年42-45倍PE，目标价位34.02-36.45元，给予“增持”评级。

三聚环保（300072）：细分市场，高歌猛进

能源净化行业的多级细分。能源净化产业概念涵盖广泛。以公司主营的脱硫为例，根据对象可以分为氧化态硫的脱除和还原态硫的脱除；根据方式可以分为干法和湿法；根据精度可以分为粗脱和精脱。公司注重对市场的多级细分，其最具竞争优势的领域和未来战略重点是采用干法对还原态硫的精脱。这一领域主要下游包括天然气和油田伴生气、炼油石化、煤化工、沼气等行业，其中油田伴生气和煤化工行业未来增长潜力最大。

四大产品各有侧重。公司主营产品包括脱硫净化剂、脱硫催化剂、其他净化剂和特种催化材料及催化剂。其中脱硫催化剂是公司目前占比最大的业务，09年实现销售收入1.56亿，占当年收入的51.2%。目前，国内这一领域公司在中石化、石油系统内公司有几家竞争对手，基于资本回报最大化的考虑，公司对脱硫催化剂业务采取侧重研发，谨慎扩产的态度。其他净化剂业务主要是针对不同客户的具体需求设立，09年销售占比9.40%，其发展主要根据下游市场的需求确定。公司战略上最为积极推进的将是脱硫净化剂和特种催化材料及催化剂市场。

脱硫净化：稳步推进，渐成主业。脱硫净化剂是公司竞争优势最为明显的领域，产品涵盖氧化铁、氧化锌、活性炭等主要干法脱硫剂。在公司三大募投项目中独占两项，体现了管理层重点发展净化产品的意图。其中10000吨高硫容粉项目对应的无定型羟基氧化铁具有高硫容、耐酸性环境、脱硫精度高、可循环再生等一系列独有优势。在油田伴生气脱硫等部分细分领域尚无替代产品，目前公司拥有约1000吨产能，由于性能优异，市场销售情况看好。FP-DSN降氮硫转移剂是公司目前唯一可应用于烟气中氧化态硫的脱除，并同时具有脱氮能力的净化剂，未来主要面向催化裂化烟气脱硫领域。业务毛利率长期保持50%左右，未来通过循环生产、成套设备



销售等 手段还能够进一步降低成本、提高毛利率。近三年净化剂占主营收入比稳定在 25%左右，目前，公司新产品正处在市场推广期，产能扩增较为谨慎，预计 10 年比例将有所下降。但随着产能释放和市场扩展，到 12 年将占公司销售收入的 40%甚至更高。另一方面，由于催化剂类产品价格高、需求波动大，净化剂产品作为公司业绩的稳定器，其稳定而迅速的发展将使公司的业绩波动风险得到有效平缓。

特种催化：盈利惊喜，重点追踪。公司与中石油石工研究院、抚顺催化剂研究院等石油石化系科研院所密切合作，同时大力自主研发，开发出润滑油加氢异构化催化剂、气相醛加氢催化剂、合成甲醇催化剂等国际、国内领先的特种产品。特种催化领域较为专注，有一定市场独占性，且催化剂价格昂贵，使用周期一般在 3-6 年，需求主要来自有限的大型企业，具有较大波动性，但这些特点也为市场追踪其需求变动，捕捉盈利惊喜提供了线索。以润滑油加氢异构化催化剂为例，预计未来两年，克拉玛依和高桥石化 30 万项目将依次更换催化剂，对比 08 年对大庆 20 万吨项目 8000 万元以上的销售额，排除贵金属因素，估计单笔销售额将在 5000 万以上。气相醛加氢催化剂近年在齐鲁石化等也有较高的应用前景。目前特种分子筛产能在 50 吨左右，募投产能 500 吨，除了少量直接销售外，主要将用于生产特种催化剂的最终产品销售。

市场拓展：积极有序，伴生气或成增长之源。公司对市场开拓态度积极而有序。10 年 2 月与联合石油限公司签订《脱硫装置买卖框架协议》，向对方提供脱硫成套设备，协议金额 1530 万元，实现了高硫容产品在油田伴生气领域的突破。伴生气 CO₂ 含量高，产量和含硫波动大，传统脱硫剂和固定脱硫站难以满足脱硫需求，公司产品在这一场合拥有绝对优势。产品更换周期在 1-2 年左右，单联合石油目前项目即可获得每年 1500 万元的稳定收入。目前，公司正在努力理顺销售渠道，并在全国油田推广这一产品，预计市场充分拓展后销售额将超过 1.5 亿元，利润率高于目前产品平均毛利率。高硫容产品在煤化工领域可以用单段精脱取代湿-干法两段工艺，在新增产能的拓展有较好前景。FP-DSN 降氮硫转移剂和特种分子筛预期市场需求也远高于募投产能。针对产品供不应求的现状，公司主要在高利润率的下游进行推广，油田伴生气将成为未来最大的增长之源；煤化工、化肥和石油化工领域稳定增长；在发电、炼钢等行业暂时没有大规模扩张计划。

产能建设：看单上菜，稳定推进但扩产灵活。虽然目前公司产品供不应求，09 年产能利用率 107.27%，但由于募投产能主要针对新市场，为防范阶段性能过剩风险，公司在产能扩增上采取产能稳定推进，根据订单安排生产的谨慎态度。公司募投项目预期 11 年 5 月份投产，当年释放 40%左右产能，12 年产能释放 80%。由于高硫容粉可以循环再生，使用周期在 1 年左右，因此投产 1 年后，公司有能力在 2-3 个月内，通过回收废剂作为原料，并建设循环部分的少量生产设备实现产能的迅速扩增。假设产品充分循环利用，12 年可实现接近 18000 吨产量。同时，由于废脱硫剂可以几乎无偿回收，因此公司循环产品的利润率会进一步降低，据测算，循环产品的成本大约是新产品成本的 40%左右，对于提高公司产品毛利率具有重大贡献。

业务模式不断升级：长期高利润率的保障。在油田伴生气市场中，公司采取直接销售成套设备的策略，获得较之直接销售产品更高的毛利率。同时，凭借能够生产部分工艺流程中各环节所需的催化、净化剂的优势，公司积极开发成套工艺，目前拥有液化气无碱脱硫脱臭等四套成熟工艺。专有设备和工艺包的成套销售不但能够促进产品销量扩增，也能够获取更高的利润。公司的主要竞争对手之一美国 UOP 公司目前就以工艺包和特有设备的销售和技术服务为主要收入来源，毛利率数十年来保持基本不低于 30%的水平。目前，公司正在努力丰富产品线，积累技术服务人才，努力实现从产品销售向技术、工艺整体销售的转型，如果能获得成功，将成为公司长期获取高额利润率的保障。



奥克股份（300082）：业绩前低后高，全年业绩无忧

原料价格波动影响 09 年业绩增长和 10Q1 业绩下降。09 年，公司产品销量、收入、净利润增速分别为 46.7%、12.8%和 59.96%，收入增速低于销量增速，说明公司 09 年产品销售价格低于 08 年，收入增速远低于净利润增速说明原料价格出现大幅下降，08 和 09 年综合毛利率为 18.1%和 25.25%；10 年一季度，公司销量、收入、净利润增速分别为 88.47%，58.6%和-63%，综合毛利率 12%，销量增速高于收入增速说明产品价格有所降低，而收入大增，利润骤减说明原料价格暴涨，成本上涨；08 年、09 年和 10Q 公司主要原料环氧乙烷均价为 13315 元/吨、8618 元/吨、10270 元/吨；公司产品销量稳定增长，说明公司产品下游需求旺盛，但公司业绩短期受原料波动较大，从现在时点来看，对原料环氧乙烷价格的判断对研究公司业绩就尤为重要。

乙二醇价格决定环氧乙烷价格走势。我国环氧乙烷和乙二醇多为联产装置，约 80%环氧乙烷装置被设计用于生产乙二醇，环氧乙烷的价格和乙二醇的价格走势基本同步，受国内大量上马乙二醇项目和中东等低价进口乙二醇的冲击，未来国内乙二醇价格在 6000 元/吨左右。

供求关系改善将压缩环氧乙烷边际利润。环氧乙烷与乙二醇之间有一个价格成本换算公式，即乙二醇价格 $\times 1.25 =$ 环氧乙烷价格。如果公式任何一边高于另一方，那么价值高的一端将产生更高的边际利润，我们预计国内环氧乙烷的边际利润在 1000-2000 元/吨，环氧乙烷价格区间 8500-9500 元/吨。

业绩前低后高，全年业绩无忧。2010 年 1-4 月份，环氧乙烷从 10500 元/吨上涨到 13100 元/吨，6 月份，北京东方环氧乙烷的出厂价已经下降到 11300 元/吨，一季度公司切割液毛利率为 12%，随着原料成本下降，现在毛利率将大幅恢复，如果按照公司月 7000 吨的切割液销量，原料吨成本下降 2000 元/吨，那么仅切割液单月净增毛利 1500 万元，据测算，我们预计从二季度开始盈利单季同比增速将转正。

投资建议：增持。我们测算公司 2010-2012 年每股收益为 2.03 元、2.96 元和 4.23 元，当前创业板化工上市公司 10 年动态 PE 在 45 倍左右，公司未来三年利润的复合增长率 30%，因此给予公司 10 年 45 倍 PE，对应目标价 90 元，给予“增持”评级。

鼎龙股份（300054）：近看 CCA,远看彩色碳粉

全球电荷调节剂市场，鼎龙三者居其一，公司成本优势明显。全球电荷调节剂（CCA）市场主要有保土谷化学工业株式会社、东方化学工业株式会社和鼎龙股份三家公司占有，市场占有率分别是 45%、39%和 7%，09 年，全球最大的电荷调节剂生产商保土谷化学工业株式会社产品的综合毛利率仅 26%，业绩亏损，根据公司陈述，业绩亏损的主要原因是管理费用较高，（个人认为日企需要承担更多的研发和养老费用所导致），同期鼎龙股份的 CCA 毛利率高达 50%，这意味着鼎龙的 CCA 生产成本要比保土谷低 30%，鼎龙的成本优势明显，这将决定公司产能扩张后，公司能够以低成本优势将公司 CCA 在全球的市场份额有 7%，提高到 30%。

电荷调节剂项目进展顺利，预计年底贡献部分利润。电荷调节剂项目年内将会投产，预计能贡献一个月的产量约 100 吨，加上老装置的产量，预计全年电荷调节剂产量达到 350 吨，11 年电荷调节剂全部达产，公司将根据市场开拓情况释放产能；2009 年全球电荷调节剂市场需求量是 4010 吨，由于电荷调节剂下游是个成熟的市场，未来电荷调节剂的市场增速在 6%，预计 10 和 11 年分别是 4255 和 4525 吨；鼎龙股份电荷调节剂项目投产后，产能将从 250 吨，增加到 1500 吨，如果公司产能完全释放，那么公司的市场占有率将从目前的 7%提高到 30%，由于市场增速有限，公司市场份额的提升也就意味公司的另外两家竞争对手保土谷化学工业株式会社和东方化学工业株式会社份额下降，上文我们分析了保土谷化学已经亏损，因此，我们认为鼎龙可能不需要



大幅降低 CCA 的价格就有可能提高自己的市场占有率，由于保土谷化学 CCA 生产成本低，因而不排除鼎龙利用自己的成本优势给保土谷化学贴牌生产，实现双赢；因此，我们判断，未来鼎龙的 CCA 产品销售问题不大。

彩色碳粉是公司未来的最大看点。10 年全球彩色碳粉市场容量在 5 万吨左右，全球彩色碳粉由 6 家企业生产，主要是以施乐为代表的机器厂商，他们占据市场份额 60-70%，而兼容市场主要以三菱化学为代表，占 30-40% 的市场份额，鼎龙是国内彩色行业的第一起草人，公司彩色碳粉可能先定位于兼容市场；公司彩色碳粉采用乳液聚合方式，相对于悬浮聚合（一代技术）和溶液聚合（二代技术），公司的乳液聚合方式成本优势明显，且无溶剂残留，所以公司未来公司彩色碳粉优势比较明显；目前，彩色碳粉项目正在走设计流程，其中设备工艺已经设计完成，预计 11 年 2 月设备到厂安装，11 年 6 月底建成第一条线，等运行稳定后，在建设剩下三条线，等项目建成后，公司将形成红、黄、蓝、黑四种颜色碳粉生产线，形成 1800 吨/年的生产能力，我们预计彩色碳粉完全达成要到 2013 年。

投资建议：增持。2010 年，公司业绩增长主要来自于 CCA 项目的 100 吨增量，11 年 CCA 完全达成，但要根据市场需求释放产能，12 年我们预计 CCA 产能有较大的量释放，同时彩色碳粉开始贡献业绩，13 年，公司的业绩将会集中释放，我们预计公司 10、11、12 年 EPS 为 0.76、1.65 和 3.34 元，短期来看，估值偏高，但从公司拥有的技术及未来的业绩释放速度来看，公司具有较高的成长性，因此首次给予公司“增持”评级。

回天胶业（300041）：受益于高铁和新能源带动，未来增长确定

国内工程胶行业龙头，在多个领域行业占有率名列前茅。公司的产品包括高性能有机硅胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶、聚氨酯胶，产品主要应用于汽车、电子、机械、环保、可再生能源等工业领域，公司在汽车制造用胶领域市场占有率 12%，汽车维修市场 30%、LED 封装 32%、太阳能行业 6%、电力脱硫 10%。

公司三地区域布局完成，未来竞争优势更加突出。公司根据上游原料供应和下游市场区域分布，在国内重要的市场设立生产基地，从而使公司产品更贴近市场，及时满足市场需求；其中公司本部定位于汽车、高铁、航空等用胶市场，目前拥有有机硅胶和聚氨酯胶等多条生产线；长三角是我国重要的风能和太阳能等新能源产业基地，所以上海回天定位于太阳能、风能和新能源用胶，目前正在新建两条有机硅胶生产线；珠三角是我国三大电器生产基地之一，同时也集中了全国 60% 以上的 LED 显示屏的光电制造企业，因此广州回天主要定位于家用电器用胶，目前正建设一条有机硅胶生产线；从公司的区域布局来看，一方面公司产品更接近市场，具有较强的灵活性，同时，贴近目标市场，就近销售，也可以减少运输费用的开支。

高铁用胶、汽车制造用胶、可再生能源用胶未来增长较快。公司将集中资源优势，在汽车制造维修用胶、高速铁路轨道用胶、可再生能源用胶、电子电器 LED 用胶等四大用胶行业做强、做大，成为细分市场的专业胶粘剂供应商；目前，公司高铁聚氨酯胶订单 1500 吨，占整个高铁用胶市场的 10%，产品毛利率约 35% 左右，现在国内高铁有 1 型（日本），2 型（德国）和 3 型（自主知识产权）三种技术形式运行，1 型和 2 型技术每公里胶 7 吨左右，目前国内有 5 家企业生产和参与竞标，3 型技术用胶量要高于 1 型和 2 型，目前国内只有包括回天等三家企业生产，因而随着国内 3 型技术成熟推广，回天的高铁用胶的量和市场份额将会逐步上升，考虑未来国内高铁 3 型技术出口，作为高铁的配套产品，未来有望随国内高铁技术出口而走向世界，另外，高铁用胶的使用寿命在 10 年左右，到时需要更换，这就保证高铁用胶未来有较稳定的市场需求，同时公司也在从事高铁车身用高毛利率胶的研发，如果开发成功将会给公司带来新的亮点；公司在汽车维修市场用胶占 30%，未来这块市场主要随下游需求增长而增长，而公司在汽车制造用胶市场份额仅占 12%，大部分市场有汉高等国外大公司所占领，公司已经与神龙汽车公司进行合作，未来如果合作进展顺利，那么公司将在汽车制造用胶市场将



会取得大的突破；公司在太阳能用胶市场占 6%，未来 10-20 年太阳能行业将保持 20%左右增长，国内作为全球最大的太阳能面板组装和生产国，太阳能用胶市场需求将保持较快的增长；风力发电市场也是用胶较大的市场，如果未来公司能进入叶片用胶等高端市场，那么公司在风力发电用胶市场份额将会有较大的提升。

公司产品的高毛利率形势仍将保持。2006-2009 年公司产品的综合毛利率为 37.71%、38.91%、42.64%、46.12%，公司产品的毛利率呈逐年上升趋势，毛利率上升主要有以下几个因素：公司原料成本下降；公司高毛利率产品占比上升；公司产品主要定位于高端市场，定价能力较强，同时公司产品占下游成本比重较低，下游企业不敏感；工程胶粘剂行业下游除了对产品的质量要求较高外，还有需要提供使用技术等增值服务，这也是公司产品毛利率较高的主要原因；还有就是公司原料是以大吨位采购，而产品是以克计算销售，如果 1 克产品价格涨几分钱，10 克/支产品也就上涨几毛钱，对产品价格影响很小，但如果折算到以吨为单位计算时，那时将是几千元的上涨，产品价格上涨相对容易；从上述分析，由于行业特点，我们认为公司产品的高毛利率形势能够维持。

投资评级：增持。公司产品下游除了包括传统的汽车、机械和电器产业，同时也包括高铁、太阳能、风能和 LED 等新兴产业，未来一段时间，下游仍将保持旺盛的需求，随着公司募集资金项目逐步投产，我们预计公司产品的高毛利率仍将维持，因而，公司业绩将会稳定增长，我们预计公司 10、11、12 年 EPS 为 1.22、1.61 和 2.25 元，未来三年的净利润的复合增长率在 40%左右，首次给予“增持”评级。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

梁 斌：中国科学技术大学工商管理硕士，基础化工行业分析师，化工组组长。6 年化工行业工作经验，善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。

李 静：河北科技大学应用化学专业硕士，基础化工行业分析师。2 年证券从业经验，主要研究化纤、橡胶、民爆子行业，专注于从产品的价格变动及下游需求逻辑进行分析挖掘股票。

胡 斌：清华大学化学工程与技术专业硕士，石油化工行业分析师。2 年石油化工行业工作经验，专注于从需求趋势和商业模式角度研究具有投资价值的公司和行业。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。