

新疆天业(600075.SH)/化工

氯碱一体化优势显著、糊树脂上涨提供业绩弹性

**评级: 买入(首次)**

市场价格: 6.14

分析师: 谢楠

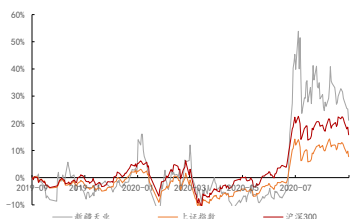
执业证书编号: S0740519110001

Email: xienan@rqlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(亿股)	9.73
流通股本(亿股)	13.60
市价(元)	6.14
市值(亿元)	83
流通市值(亿元)	83

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,828	4,504	8,587	9,417	9,564
营业收入增速	-3.00%	-6.71%	90.66%	9.67%	1.56%
归属于母公司的净利润	494	29	663	1,201	1,291
净利润增长率	-8.43%	-94.12%	2183.14%	81.16%	7.51%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.02	0.49	0.88	0.95
净资产收益率	10.29%	0.61%	12.49%	18.80%	17.10%
市盈率(倍)	16.91	287.49	12.59	6.95	6.46
市净率	1.74	1.76	1.57	1.31	1.11

股价取自 2020 年 9 月 9 日

### 投资要点

- **优势主业强化、集团资产优质。**公司于 2015 年和 2020 年分别完成集团天伟化工和天能化工的收购,氯碱产业地位不断清晰,现有 PVC 和烧碱产能分别为 65 万吨和 47 万吨,并配套热电、水泥和电石产能。2020 年上半年,天伟化工和天能化工分别实现营收 14.90 亿元和 16.62 亿元,为公司营收主要来源。公司控股股东为新疆天业集团,天业集团合计拥有 PVC 产能 140 万吨 PVC、烧碱产能 110 万吨、另在建 60 万吨煤制乙二醇项目,公司是作为旗下上市平台,未来有望受益优质资产注入。
- **疫情推动糊树脂需求向上,价格创历史新高。**PVC 糊树脂是指以制成糊状形式来应用的 PVC 塑料,手套为糊树脂的第一大下游需求,占比约为 27%。2020 年以来,受疫情推动,PVC 手套需求大幅提升,2020 年 5 月中国 PVC 手套出口量为 5.04 万吨,同比增加 58.8%,环比增加 33.2%,疫情期间手套需求占比提升 13 pct。同时因手套企业盈利能力佳,下游扩产步伐加速,糊树脂需求有望继续提升。截至 9 月上旬国内 PVC 糊树脂手套料价格达 22750 元/吨、大盘料为 16250 元/吨,分别较年内低点上涨约 14450 元/吨和 9150 元/吨。天伟化工以为国内 PVC 糊树脂行业龙头企业之一,具备 10 万吨/年的 PVC 糊树脂产能,根据我们的测算,假设其他条件维持不变,糊树脂价格每上升 1000 元/吨,提升公司盈利 7522 万元,弹性较大。
- **完成天能化工收购、资产质量佳。**2020 年 4 月,公司以 48.39 亿元完成天能化工收购事项,同时承诺 2020 年-2022 年扣非业绩不低于 5.24 亿元、5.42 亿元和 5.25 亿元。天能化工是天业集团下属企业中盈利能力突出的优质资产,已构建“自备电力-电石-普通 PVC”的一体化循环产业链。目前拥有年产能 45 万吨普通 PVC、32 万吨离子膜烧碱和 205 万吨电石渣制水泥,通过本次重组,公司在特种树脂的业务基础上,新增普通树脂业务板块,并提高了烧碱业务产能,实现氯碱化工产业规模的大幅提升。
- **PVC 供需格局改善,景气提升。**PVC 主要用于型材、门窗制造,属于地产后周期化工品,目前地产竣工面积逐步回暖,有望带动 PVC 需求向上。此外,近几年 PVC 地板普及度不断增加,进一步拉动 PVC 需求。价格方面,在疫情期间快速下跌至 5000 元/吨后,目前 PVC 价格已上涨至 6500 元/吨附近,与疫情前基本持平,业绩有望环比提升。
- **首次覆盖给予“买入”投资评级。**预计公司 2020-2022 年归母净利润为 6.63/12.01/12.91 亿元, EPS 分别为 0.49/0.88/0.95 元,因公司氯碱一体化产业链完备、糊树脂价格上涨盈利弹性大,对应 PE 分别为 12.6/7.0/6.5 倍。首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** PVC 糊树脂价格大幅下跌、手套等下游需求不及预期。环保与安全生产风险、市场需求和产品价格风险。

## 内容目录

<b>1 新疆天业：优质资产注入，业务布局清晰</b>	<b>- 5 -</b>
1.1 剥离非主营业务，优化资产结构	- 5 -
1.2 业绩短期承压，提质增效可期	- 7 -
<b>2 PVC 糊树脂：疫情拉动需求、价格不断创新高</b>	<b>- 9 -</b>
3.1 需求端：疫情拉动手套需求，下游扩产带来增量	- 9 -
3.2 供给端：产能投放高峰已过，开工率持续高位	- 11 -
3.3 价格端：糊树脂价格历史新高	- 11 -
3.4 国内糊树脂龙头，有望受益价格上涨	- 12 -
<b>3 PVC：公司氯碱一体化产业链优势显著</b>	<b>- 14 -</b>
2.1 需求端：地产需求回暖，PVC 地板表现亮眼	- 14 -
2.2 供给端：产能向西北地区迁移、乙烯法扩张加速	- 16 -
2.3 价格端：成本端支撑有力，价格处上行通道	- 18 -
2.4 天能优质资产注入，产业链优势显著	- 19 -
<b>4 盈利预测及估值</b>	<b>- 22 -</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>- 23 -</b>

## 图表目录

图表 1: 公司优化资产结构 .....	- 5 -
图表 2: 公司氯碱化工主要产能 .....	- 6 -
图表 3: 公司股权结构 .....	- 6 -
图表 4: 公司营业收入及增速 .....	- 7 -
图表 5: 公司归母净利润及增速 .....	- 7 -
图表 6: 公司营收结构(按业务) .....	- 7 -
图表 7: 公司毛利结构(按业务) .....	- 7 -
图表 8: 公司净利率&毛利率 .....	- 8 -
图表 9: 公司分产品毛利率 .....	- 8 -
图表 10: 公司三项费用率 .....	- 8 -
图表 11: 研发支出及占比 .....	- 8 -
图表 12: 糊树脂表观消费量(万吨)及增速(%) .....	- 9 -
图表 13: PVC 糊树脂需求结构 .....	- 9 -
图表 14: 医疗级手套需求量及增速 .....	- 9 -
图表 15: 非医疗级手套需求量及增速 .....	- 9 -
图表 16: 2019-2020 年 PVC 手套出口数量(万吨) .....	- 10 -
图表 17: 疫情期间手套料占比提升 .....	- 10 -
图表 18: PVC 手套成本结构占比 .....	- 10 -
图表 19: 国内部分 PVC 手套厂商扩产计划 .....	- 10 -
图表 20: PVC 糊树脂产能、产量及产能利用率 .....	- 11 -
图表 21: PVC 糊树脂产能变动情况 .....	- 11 -
图表 22: PVC 糊树脂价格新高 .....	- 12 -
图表 23: 2015-2020H1 天伟化工营业收入 .....	- 13 -
图表 24: 2015-2020H1 公司特种树脂产量(万吨) .....	- 13 -
图表 25: PVC 树脂用于管材 .....	- 14 -
图表 26: PVC 树脂形貌 .....	- 14 -
图表 27: PVC 电石法、乙烯法工艺流程图 .....	- 14 -
图表 28: 我国 PVC 需求结构 .....	- 15 -
图表 29: 我国 PVC 表观消费量及增速 .....	- 15 -
图表 30: 我国房屋新开工及竣工回暖 .....	- 15 -
图表 31: 我国 PVC 地板出口量快速增长 .....	- 15 -
图表 32: 历年 PVC 出口数量及增速 .....	- 16 -
图表 33: 历年 PVC 进口数量及增速 .....	- 16 -

图表 34: 我国 PVC 产能占全球比重快速上升 .....	- 16 -
图表 35: 2018 年全球 PVC 产量占比 .....	- 17 -
图表 36: 2018 年全球 PVC 消费量占比 .....	- 17 -
图表 37: 我国 PVC 产能、产量及产能利用率 .....	- 17 -
图表 38: 我国 PVC 产能分布 .....	- 17 -
图表 39: 2020 年国内 PVC 产能（大于 50 万吨/年） .....	- 17 -
图表 40: 2020-2022 年 PVC 计划新增产能 .....	- 18 -
图表 41: 电石法 PVC 价格及价差 .....	- 19 -
图表 42: 乙烯法 PVC 价格及价差 .....	- 19 -
图表 43: 我国电石有效产能持续下降 .....	- 19 -
图表 44: 我国电石开工率逐年上升 .....	- 19 -
图表 45: 天能交易方案 .....	- 20 -
图表 46: 天能化工业务范围 .....	- 20 -
图表 47: 公司近几年 PVC、烧碱销量 .....	- 21 -
图表 48: 2017-2020H1 天能化工盈利情况 .....	- 21 -
图表 49: 盈利预测业务拆分 .....	- 22 -
图表 50: 可比公司估值 .....	- 22 -
图表 51: 公司盈利预测 .....	- 24 -

# 1 新疆天业：优质资产注入，业务布局清晰

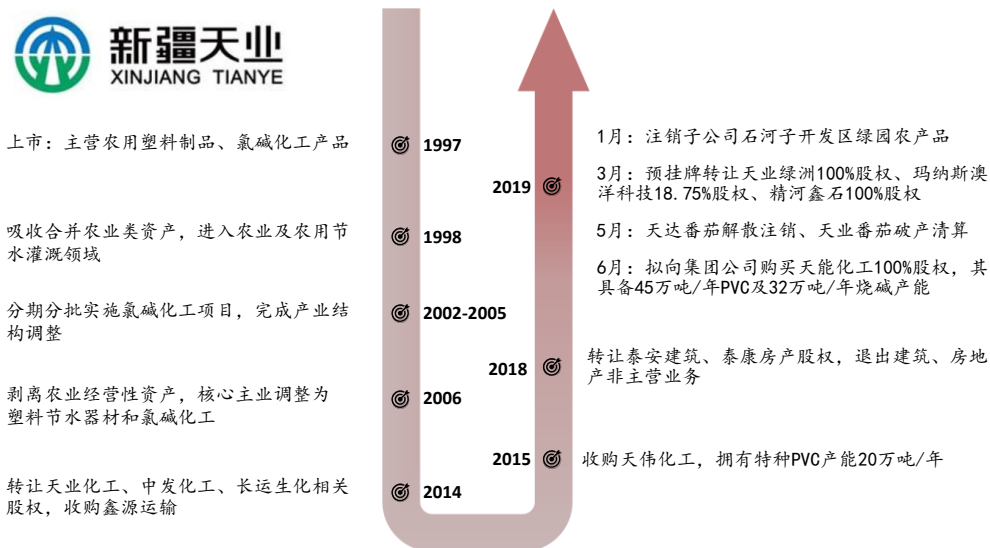
## 1.1 剥离非主营业务，优化资产结构

新疆天业股份有限公司是新疆天业集团的控股子公司，实际控制人为新疆生产建设兵团第八师国资委。公司拥有国家认定的企业技术中心、国家节水灌溉工程中心、博士后科研工作站和氯碱化工国家地方联合工程研究中心等国家级高水平研发平台，是全国第一批循环经济试点企业、技术创新示范企业。

公司持续推动产业结构调整，强化优势主业。公司在上交所上市时主营业务的范围为农用塑料制品加工和氯碱化工产品，后经过多次业务调整，优化资产结构，逐步成为中国聚氯乙烯特种树脂和高效节水农业两大行业的领军企业。

- **2006 年：**公司实施股权分置改革，彻底剥离农业经营性资产，将塑料节水器材和氯碱化工作为核心主业。
- **2014 年：**公司解决同业竞争及资产交易事项，转让天业化工、中发化工、长运生化相关股权，不再从事普通聚氯乙烯树脂以及柠檬酸产品的生产和销售；收购鑫源运输，增加公路运输、包装材料等业务，主营业务仍分散。
- **2015 年：**公司收购拥有特种聚氯乙烯树脂 20 万吨/年的天伟化工，特种 PVC 成为公司核心业务之一。
- **2018 年：**公司转让泰安建筑、泰康房产股权，退出建筑、房地产非主营业务，集中精力和资金，致力于核心主业的发展。
- **2019 年：**公司注销绿园农产品，对天业蕃茄进行破产清算，推动天达番茄的剥离工作，完成鑫石运输 100% 股权公开挂牌转让手续，此外，玛纳斯澳洋科技 18.75% 和天业绿洲 100% 的股权在挂牌交易中。
- **2020 年：**公司完成天能化工 100% 股权收购，其具备年产 45 万吨普通 PVC、32 万吨离子膜烧碱、205 万吨电石渣制水泥的生产能力。

图表 1：公司优化资产结构



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

公司形成以氯碱化工和塑料节水器材为双主业的绿色循环经济发展模式。在氯碱化工领域，公司既拥有以特种 PVC 为最终产品的“自备电力→电石→特种 PVC”一体化联动经营模式，又通过收购天能化工，具备“自备电力→电石→普通 PVC→电石渣制水泥”一体化循环经济产业链，依托“天业”牌和“亚西”牌双品牌战略，将产品应用于建筑材料、农业生产、生活日用品、汽车制造、航空航天、医疗卫生等多个领域。

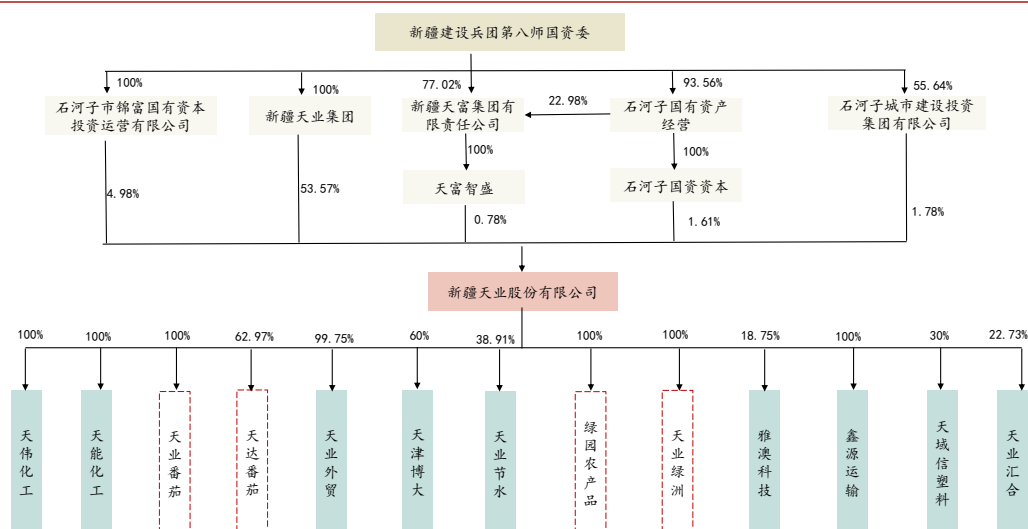
图表 2：公司氯碱化工主要产能

控股子公司	设计年产能
天伟化工	2×330MW 热电机组（43 亿度电、供热 350 万吉焦）
	70 吨电石
	15 万吨离子膜烧碱
	20 万吨特种 PVC（10 万吨特种树脂、10 万吨糊树脂）
天能化工	2×300MW 热电机组
	64 万吨电石
	45 万吨普通 PVC
	32 万吨离子膜烧碱
	205 万吨电石渣制水泥

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

公司控股股东规模优势显著，乙二醇项目顺利推进中。新疆天业集团是新疆生产建设兵团第八师的大型国有企业，所属产业涉及塑料制品、节水器材、热电、化工、电石、水泥、矿业、建材、物流、对外贸易、建筑、安装与房地产等多个领域。控股股东与上市公司在氯碱化工领域构建起“煤-电-电石-聚氯乙烯-100%电石渣水泥”循环经济产业园区，成功研发出多项循环经济关键支撑技术，是国内第一批氯碱循环经济试点，公司已成为国内氯碱化工产业化配套最完整、产品品种最多的电石乙炔法聚氯乙烯生产企业。此外，公司还与天业集团合作建设 100 万吨/年合成气制低碳醇一期工程 60 万吨/年乙二醇项目，目前已投料生产。

图表 3：公司股权结构



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

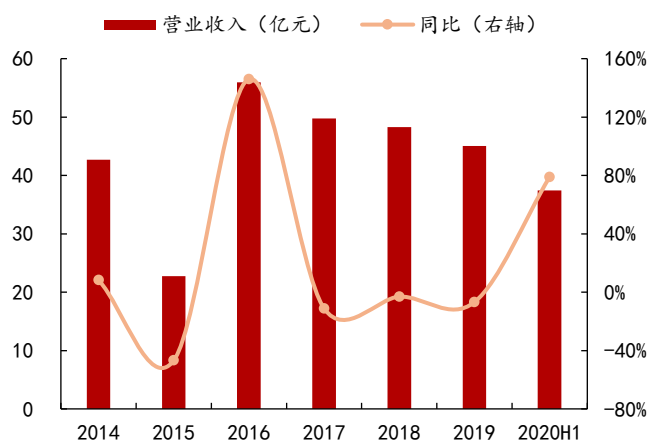
注：虚线表示该子公司目前正在破产清算、注销、转让等进程中



## 1.2 业绩短期承压，提质增效可期

资产结构和产品结构调整致公司业绩波动较大。2014 年公司剥离普通 PVC 及柠檬酸等业务，使得 2015 年营收仅为 22.75 亿元（-46.7%）；2016 年天伟化工由公司参股公司变成全资子公司，良好盈利能力提振公司营收至 55.97 亿元，净利润大幅增至 4.89 亿元。2019 年需求环境不佳叠加公司成本上涨，公司盈利能力下滑，实现营收 45.04 亿元（-6.71%），净利润 2904 元（-94.12%）。2020H1，公司完成天能化工股权收购工作，实现营业收入 37.42 亿元（+79.06%），追溯调整后同比下降 4.29%；实现归母净利润 1.32 亿元（+148.78%），较调整后的上年同期下降 62.43%，主要系公司 PVC、烧碱等主要产品价格较同期下降所致。

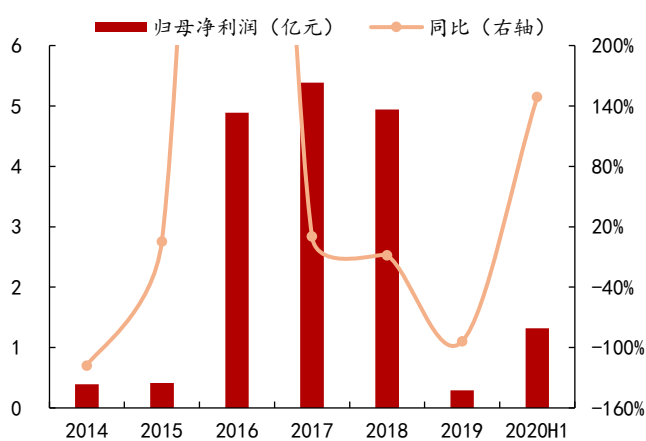
图表 4：公司营业收入及增速



资料来源：wind、中泰证券研究所

注：2014、2015、2019 年数据均未经追溯调整

图表 5：公司归母净利润及增速

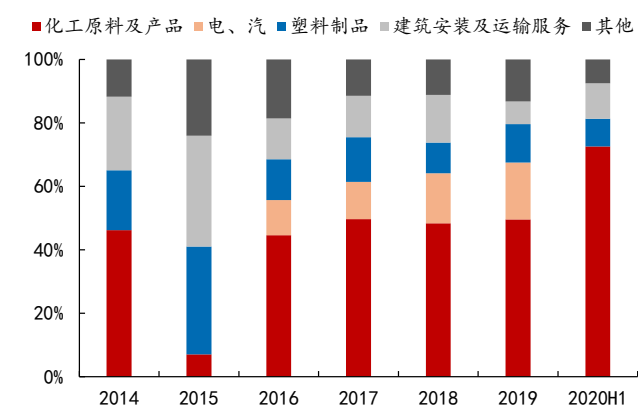


资料来源：wind、中泰证券研究所

注：2016 年公司净利润同比增长 1092.7%

氯碱化工产品贡献主要利润，自 2016 年起，其营业收入占公司业绩的 45% 以上，2019 年实现收入 22.36 亿元；2020H1 由于天能化工并表，该业务营收大幅增加，实现收入 40.85 亿元，毛利 6.02 亿元。电、蒸汽业务系公司配套氯碱化工生产用产品，在满足自身耗用的同时还对外销售，2019 年实现业绩 8.08 亿元，贡献 17.9% 的营收。

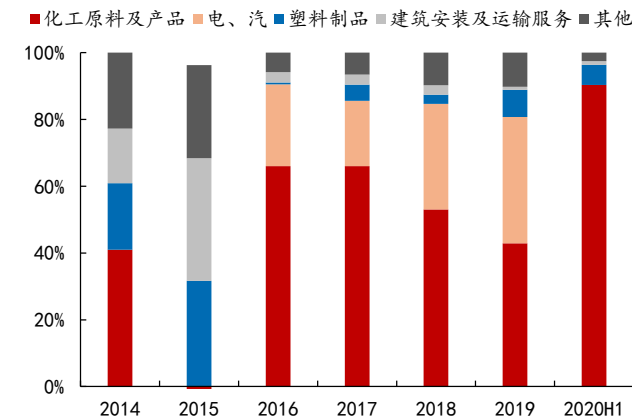
图表 6：公司营收结构(按业务)



资料来源：wind、中泰证券研究所

注：抵消项自化工原料及产品扣除

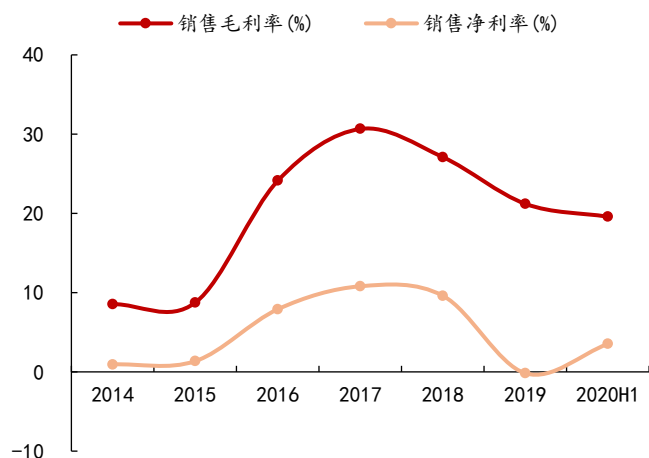
图表 7：公司毛利结构(按业务)



资料来源：wind、中泰证券研究所

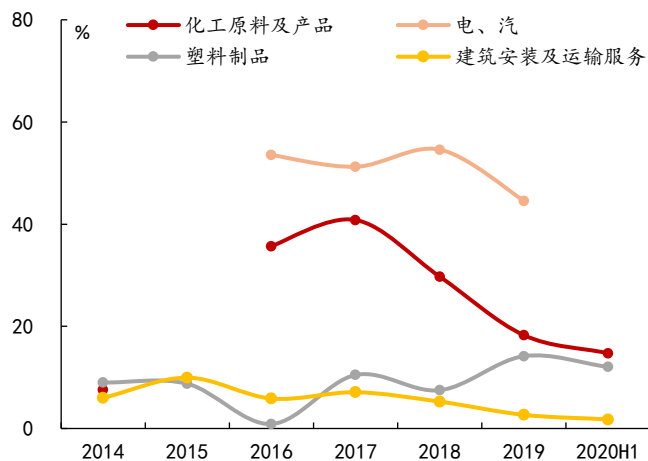
2019 年受原材料价格上涨等因素影响，化工产品、电、汽业务成本较同期涨幅较大，同时烧碱价格下跌，分产品毛利率大幅减少，其中氯碱化工产品毛利率仅为 18.26%，带动公司业绩下行。2020H1 烧碱、PVC 价格仍处低位，该业务毛利率降至 14.72%，但销售净利率由负增至 3.53%。

图表 8：公司净利率&amp;毛利率



资料来源：wind、中泰证券研究所

图表 9：公司分产品毛利率

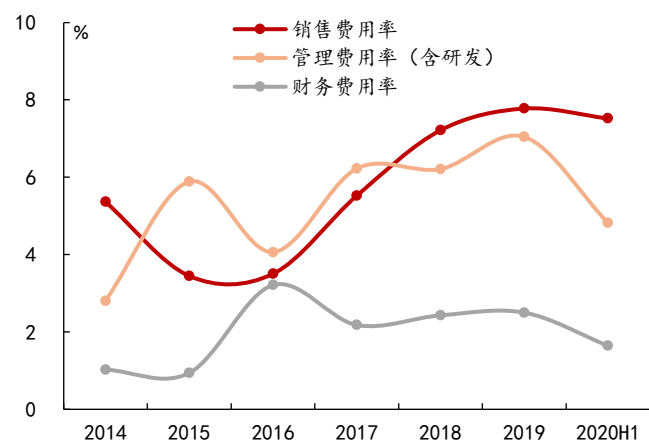


资料来源：wind、中泰证券研究所

**公司期间费用率较高。**销售费用率逐年上升，系政策规定直联国家电网的自备电厂需从 2017 年 7 月 1 日起缴纳政府性基金所致；2020H1 因并入天能化工，公司所有化工产品改为自行销售，运输费用增加，销售费用率达 7.52%。财务费用率常年保持 2% 的较低水平。扣除费用化研发支出后的管理费用率为 4% 左右，2020H1 由于公司加强管理，费用率下降至 3.02%。

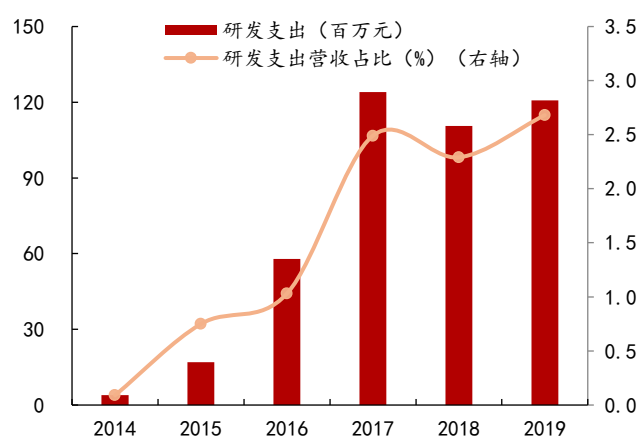
**公司持续进行研发投入。**2014—2019 年公司研发支出从 0.04 亿元增长至 1.21 亿元，2019 年研发投入占比增至 2.68%。公司积累技术底蕴，为长期发展提动力。

图表 10：公司三项费用率



资料来源：wind、中泰证券研究所

图表 11：研发支出及占比



资料来源：wind、中泰证券研究所

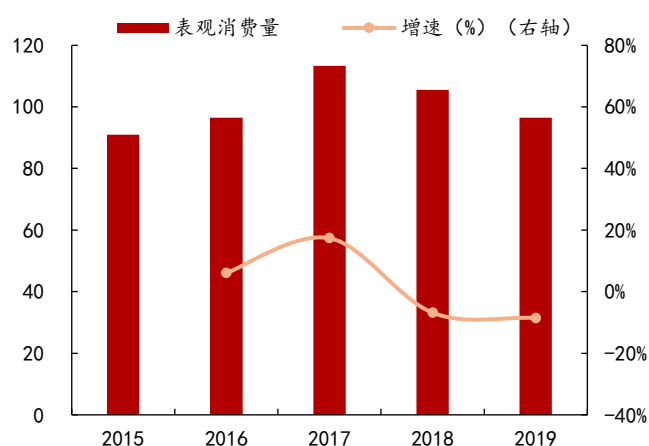


## 2 PVC 糊树脂：疫情拉动需求、价格不断创新高

### 3.1 需求端：疫情拉动手套需求，下游扩产带来增量

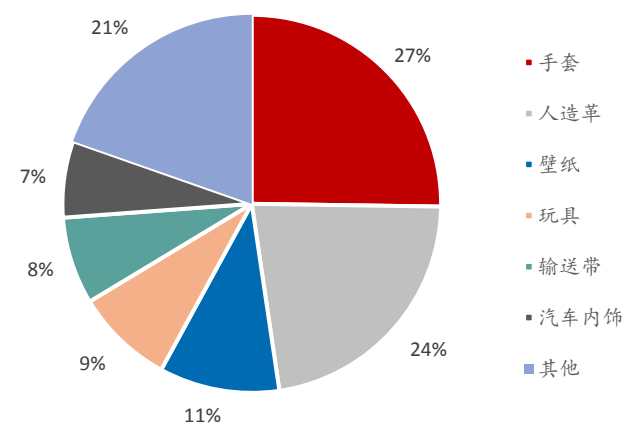
PVC 糊树脂是指以制成糊状形式来应用的 PVC 塑料，其性能稳定、易控制、制品性能优良、化学稳定性好，因此被广泛应用于人造革、搪胶玩具、软质商标、墙纸、油漆涂料、发泡塑胶等的生产。PVC 糊树脂根据各牌号指标不同大致可分为手套料和大盘料两种，其中手套料是生产 PVC 手套的原材料，大盘料主要下游是皮革制品、玩具等行业。从占比来看，PVC 糊树脂约有 27% 用于手套、24% 用于人造革、其余用于壁纸、玩具、汽车内饰等领域。近年来，糊树脂表观消费量维持稳定水平，2019 年为 96.51 万吨。

图表 12：糊树脂表观消费量（万吨）及增速（%）



资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

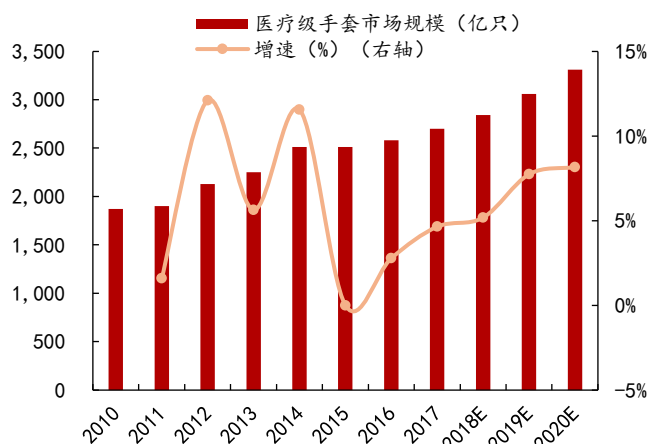
图表 13：PVC 糊树脂需求结构



资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

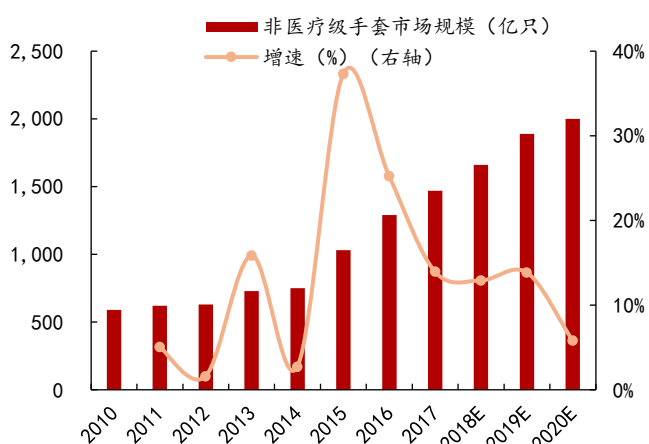
**手套需求稳健增长。**根据中国塑协和马来西亚手套行业协会的统计分析，一次性健康防护手套作为消耗品，中长期需求稳健增长，按照医疗和非医疗级分类，2017 年医疗级手套全球市场容量为 2700 亿只附近，2010-2017 年均复合增长率达 5.39%，非医疗级手套需求量为 1470 亿只，2010-2017 年均复合增长率达 13.39%。

图表 14：医疗级手套需求量及增速



资料来源：中塑协、马来西亚手套行业协会、中泰证券研究所

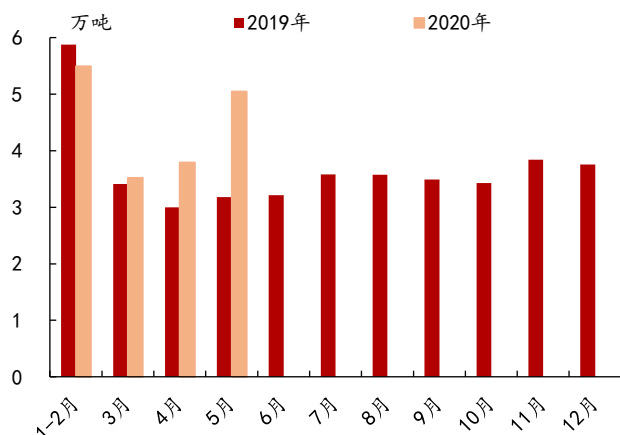
图表 15：非医疗级手套需求量及增速



资料来源：中塑协、马来西亚手套行业协会、中泰证券研究所

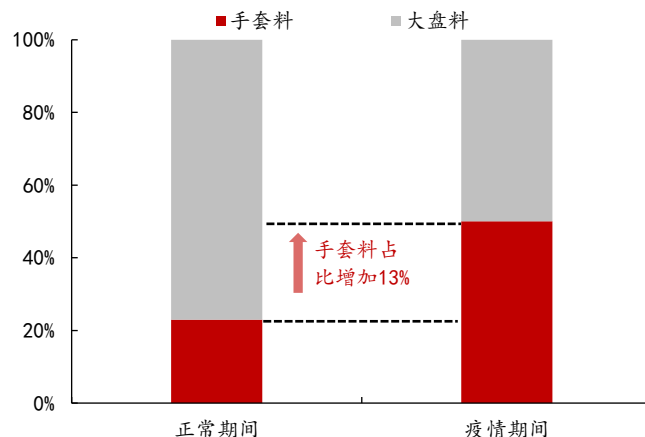
受疫情推动，防护手套需求提速。截止 8 月 25 日，全球共计已确诊新冠患者超 2300 万人，同时美国、巴西等国的确诊人数仍在快速增长。受疫情推动，手套需求快速增长，根据卓创资讯调研，目前手套制品企业订单饱满、企业维持较高生产负荷，部分手套制品企业排单至 2021 年。从出口看，2020 年 5 月中国 PVC 手套出口量为 5.04 万吨，同比增加 58.8%，环比增加 33.2%。从占比看，疫情期间手套料在糊树脂需求中的占比提升 13 pct。

图表 16: 2019-2020 年 PVC 手套出口数量 (万吨)



资料来源: 隆众资讯、中泰证券研究所

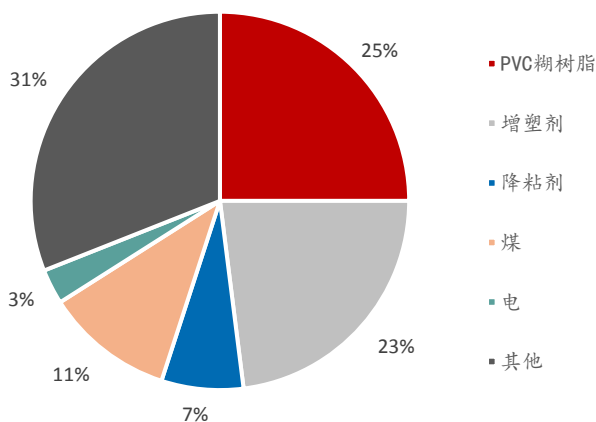
图表 17: 疫情期间手套料占比提升



资料来源: 海关总署、中泰证券研究所

PVC 手套生厂商扩增生产线带来需求增量。因疫情推升, PVC 手套处于快速扩产阶段, 从全球主要手套企业扩产方面看, 国际手套行业龙头 Top Glove, 国内巨头蓝帆医疗、英科医疗均有扩产计划, 仅 2020 年三家公司分别扩产 PVC 手套 24 亿只、40 亿只和 30 亿只。PVC 手套生产中糊树脂使用占比达到 25%, 单只 PVC 手套糊树脂用量约 3g, 按照各龙头厂家扩产计划来看, 预计未来 2-3 年内, 仅主流 PVC 手套厂家扩产将至少带来 2.8 万吨/年的需求增长。目前国内手套制品企业手套生产线 1000 余条, 根据卓创资讯调研, 至 2020 年底手套产线新产能或将增 200 条产线, 带动需求向上。

图表 18: PVC 手套成本结构占比



资料来源: 隆众资讯、中泰证券研究所

图表 19: 国内部分 PVC 手套厂商扩产计划

公司名称	2019 年 PVC 手套产能	拟扩建 PVC 手套产能
蓝帆医疗	150 亿只/年	计划年底开 6 条单手模、6 条双手模 PVC 手套线, 新增产能 40 亿只/年
英科医疗	140 亿只/年	计划 2020 年 9 月开 10 条双手模 PVC 手套线, 新增产能 30 亿只/年
恒昌医疗	20 亿只/年	计划 2020 年 11 月新建 12 条 PVC 手套生产线, 新增 26 亿只/年, 提高现有 12 条生产线转速, 新增年产能 4 亿只/年

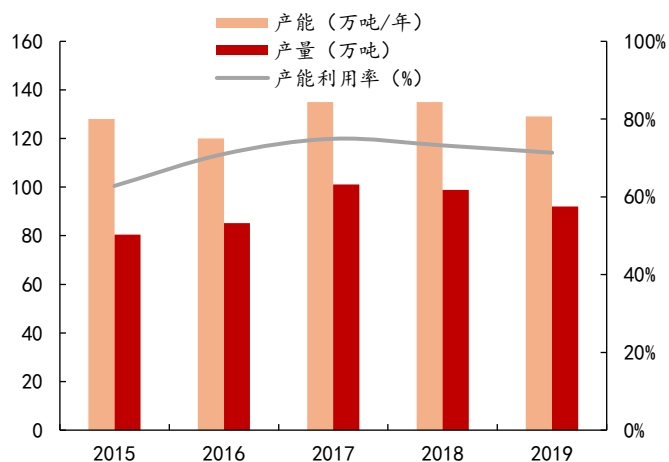
资料来源: 公司公告、环评报告、中泰证券研究所

下游制品开工回暖，大盘料需求上行。受国内疫情影响，年后下游制品企业开工较低，对糊树脂需求产生一定抑制。随着国内疫情得到控制，目前下游企业开工逐步上行，PVC糊树脂大盘料需求逐步恢复。

### 3.2 供给端：产能投放高峰已过，开工率持续高位

新增产能投放有限。2017 年为 PVC 糊树脂行业产能投放高峰，当年 9 月和 11 月，内蒙君正和中盐吉兰泰分别投产年产能 8 万吨和 10 万吨，国内总产能增长至 135 万吨/年，此后，行业进入产能负增长阶段，2019 年，湖北山水 4 万吨产能搬迁后未开启，上海氯碱 6 万吨产能退出，行业产能缩减。2020 年，受手套料需求推动，糊树脂产品价格上涨，行业存在部分新增产能，唐山三友氯碱 2 万吨新增产能于 6 月正式投料生产、新疆中泰 6.5 万吨的设计产能于 6 月中旬投产 3 万吨、山东正海 2011 年建成的 4 万吨产能于今年 8 月份投产，整体看，行业新增产能投放有限。

图表 20：PVC 糊树脂产能、产量及产能利用率



资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 21：PVC 糊树脂产能变动情况

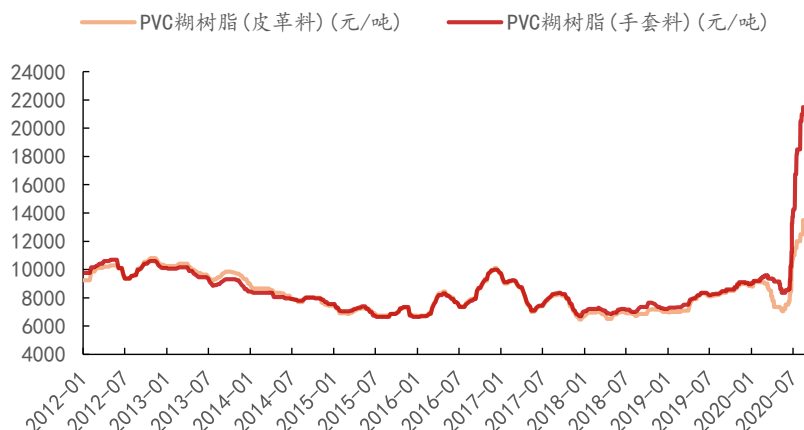
序号	企业	产能变动	备注
产能增加			
1	山东正海	4	今年 8 月投产
2	唐山三友	2	手套料为主
3	新疆中泰	3	2020 年新增 3 万吨产能
产能减少			
4	昔阳化工	10	停产
5	上海氯碱	6	2019 年退出
6	伊东东兴	10	事故停产至今
7	湖北山水	4	2019 年 2 月搬迁，未开工

资料来源：百川咨询、中泰证券研究所

### 3.3 价格端：糊树脂价格历史新高

糊树脂价格创历史新高，手套料大盘料价差有望收窄。受疫情影响，年后人造革、搪胶玩具等大盘料需求疲软，糊树脂价格下跌明显，手套料和大盘料分别下跌至 8300 元/吨和 7100 元/吨，而自 6 月下旬开始，在手套需求推动下，国内 PVC 糊树脂开始大涨。因下游需求分化，而乳液聚合工艺无法自由切换手套料产品，大盘料、手套料价格涨幅分化。截至 9 月上旬国内 PVC 糊树脂手套料价格达 22750 元/吨、大盘料为 16250 元/吨，分别较年内低点上涨约 14450 元/吨和 9150 元/吨。目前，随着部分手套料生产的糊树脂企业提高手套料的生产占比，手套料供给提升的同时大盘料供给下滑，未来价差有所收窄。

图表 22: PVC 糊树脂价格新高



资料来源: Wind、中泰证券研究所

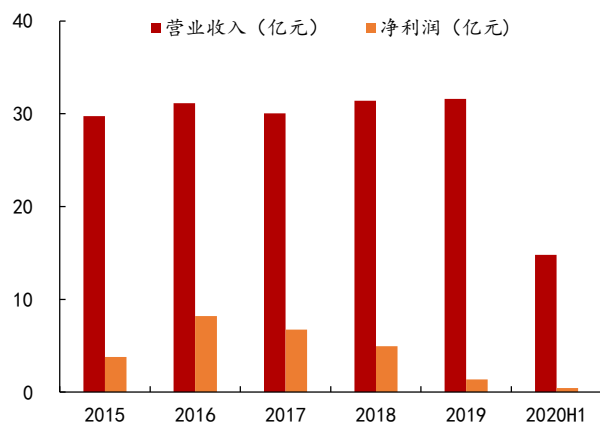
### 3.4 国内糊树脂龙头，有望受益价格上涨

天伟化工拥有 PVC 糊树脂产能 10 万吨。天伟化工为国内糊树脂核心生产企业之一，通过自主研发，糊树脂产品型号可以满足 20 多个行业的应用需求，在业界享有较高的知名度，从产业链配套看，公司已形成“自备电力-电石-特种 PVC”的完备产业链，有效降低了特种 PVC 产品的生产成本，目前公司特种 PVC 产能合计 20 万吨/年，包括 10 万吨特种树脂、10 万吨糊树脂，此外还有烧碱产能 15 万吨，电石产能 70 万吨，以及 2×330MW 热电项目。

2015-2019 年天伟化工生产经营平稳，特种树脂和糊树脂基本保持满产状态，营业收入稳定在 30 亿元附近，净利润波动相对较大，2019 年，因焦炭等成本上升以及产品价格下滑，全年实现净利润 1.36 亿元，同比下滑 72.35%。2020H1 受上半年疫情影响，天伟化工实现营业收入 14.80 亿元，归母净利润 0.44 亿元，业绩暂时承压，

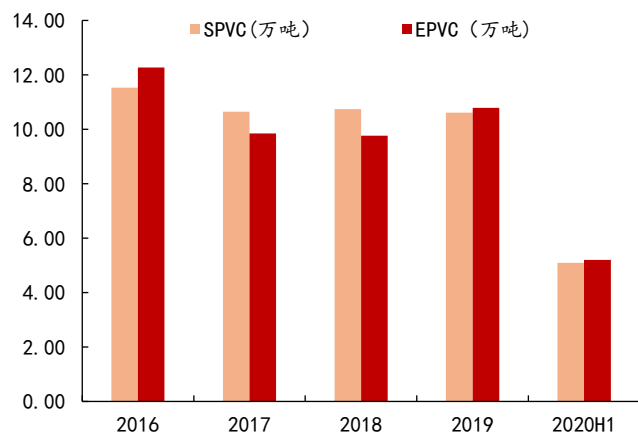
因 PVC 糊树脂行业未来新增产能投放有限，且手套需求持续旺盛，PVC 糊树脂价格有望维持高位，根据我们的测算，假设其他条件维持不变，糊树脂价格每上升 1000 元/吨，提升公司盈利 7522 万元，弹性较大，未来盈利情况可期。若因疫情快速消退等因素引发 PVC 手套需求下降，则相应的 PVC 糊树脂需求也将迅速回落，对价格形成压制，因公司盈利对 PVC 糊树脂价格的敏感性较高，公司业绩也将受到影响。此外，因目前 PVC 价格维持高位，若行业未来出现新增产能，同样将对 PVC 糊树脂价格产生压制，进而影响公司盈利。

图表 23：2015-2020H1 天伟化工营业收入



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 24：2015-2020H1 公司特种树脂产量 (万吨)



资料来源：公司公告、中泰证券研究所



### 3 PVC：公司氯碱一体化产业链优势显著

聚氯乙烯是五大通用树脂之一。五大通用树脂是指聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）、聚氯乙烯（PVC）、聚苯乙烯（PS）、ABS 树脂，其中 PVC 全球消费量排名第三。PVC 是一种无毒无味的白色粉末，化学稳定性高，具有阻燃、耐化学药品性高、机械强度及电绝缘性良好的优点，主要用于建筑门窗、排水管道、电线电缆和薄膜包装领域。通过在 PVC 中添加适量的增塑剂，可制成多种硬质、软质和透明制品。

图表 25：PVC 树脂用于管材



资料来源：百度、中泰证券研究所

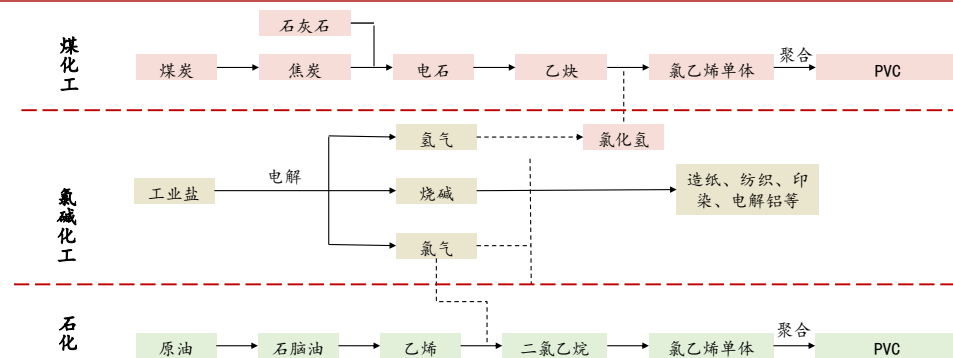
图表 26：PVC 树脂形貌



资料来源：百度、中泰证券研究所

我国 PVC 电石法和乙烯法两种工艺并存。根据制造工艺的不同，PVC 的原材料可为煤炭或原油，全球绝大部分国家采用石油天然气路线。由于中国贫油富煤，我国 PVC 生产工艺以电石法为主。据卓创资讯数据，2019 年我国电石法 PVC 占比 81.9%，乙烯法 PVC 占比 18.1%。

图表 27：PVC 电石法、乙烯法工艺流程图



资料来源：中泰证券研究所

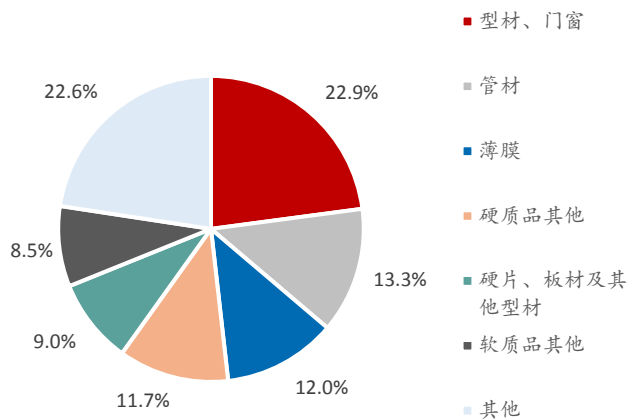
#### 2.1 需求端：地产需求回暖，PVC 地板表现亮眼

PVC 主要用于型材、门窗制造，需求与房地产高度相关。PVC 的下游为型材、门窗、管材、硬片、板材等硬质制品制造，以及薄膜等软质制品制造，其中型材和门窗制造为最主要的



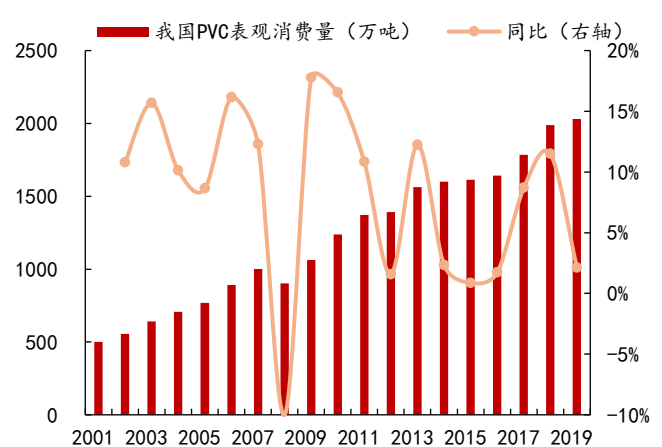
下游。2010 年至今，PVC 表观消费量整体平稳增长，2019 年我国 PVC 表观消费量为 2031 万吨，同比增长 2%。

图表 28：我国 PVC 需求结构



资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 29：我国 PVC 表观消费量及增速

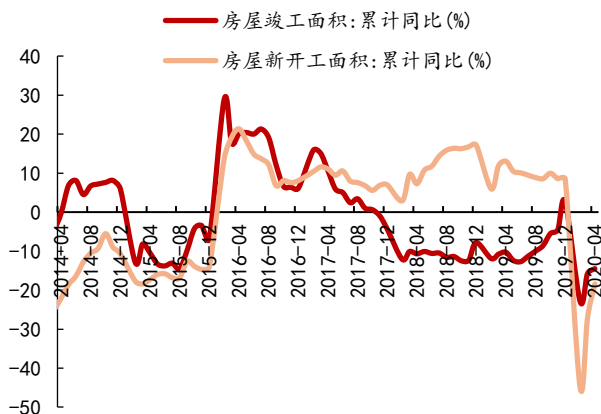


资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

**竣工后周期提振 PVC 需求。**PVC 属于偏地产后周期产品，2019 年二季度以来我国房屋新开工面积累计增速整体呈缓慢下降态势，竣工增速则不断上升，并在 2019 年底回归正增长。2020 年上半年，竣工面积受疫情影响再次向下，但预计随着疫情得到控制，竣工面积有望重归正增长，带动 PVC 行业需求向上。

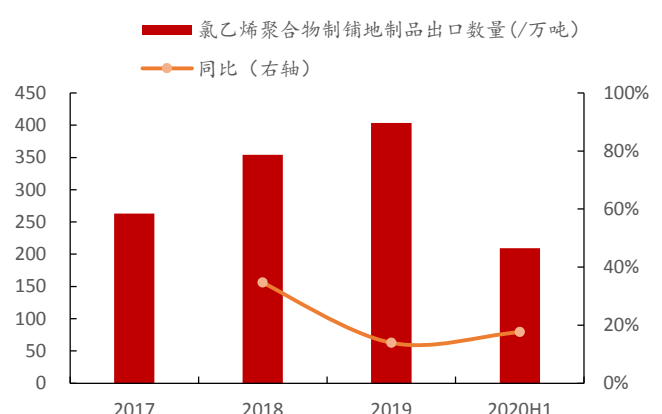
**PVC 地板普及有望成为增长亮点。**PVC 地板具备质轻、阻燃、防潮、防滑等特点，价格低于复合地板和强化地板，在发达国家被广泛应用于家装领域，未来市场普及度不断提升。过去五年我国 PVC 地板出口快速增长，从 2017 年的 263 万吨增长到 2019 年的 403 万吨，2020H1，PVC 地板继续快速增长，累计出口 209 万吨，同比增长 17.59%。

图表 30：我国房屋新开工及竣工回暖



资料来源：wind、中泰证券研究所

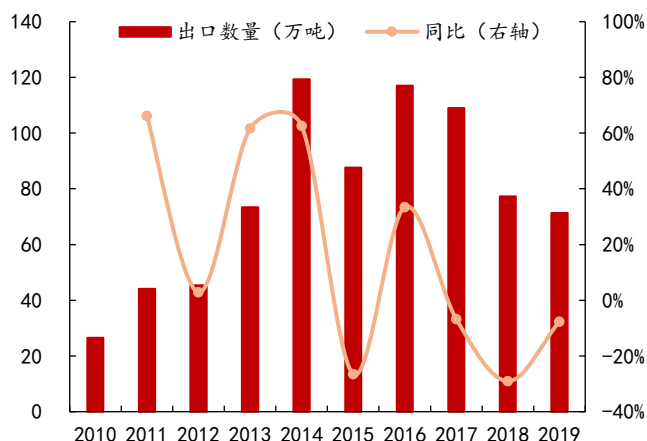
图表 31：我国 PVC 地板出口量快速增长



资料来源：wind、中泰证券研究所

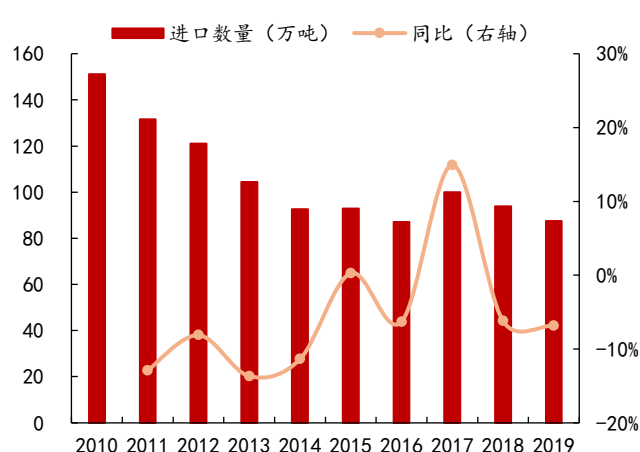
**进出口基本平衡。**随着国内 PVC 生产能力的提升，近 10 年来 PVC 进口数量整体下降，自给率逐步提高。我国 PVC 出口量在 2014-2016 年达到高点，而后随着国内 PVC 均价逐步提高，企业转向内贸，出口量呈下降趋势。2019 年受中美贸易关系和国内 PVC 成本瓶颈影响，PVC 年出口数量为 71.2 万吨，同比减少 7.7%。

图表 32：历年 PVC 出口数量及增速



资料来源：海关总署、wind、中泰证券研究所

图表 33：历年 PVC 进口数量及增速

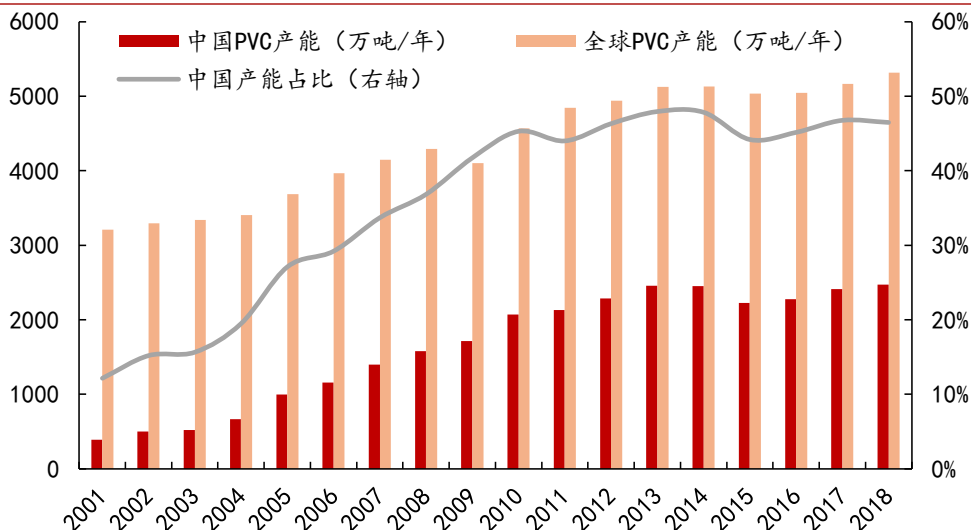


资料来源：wind、中泰证券研究所

## 2.2 供给端：产能向西北地区迁移、乙烯法扩张加速

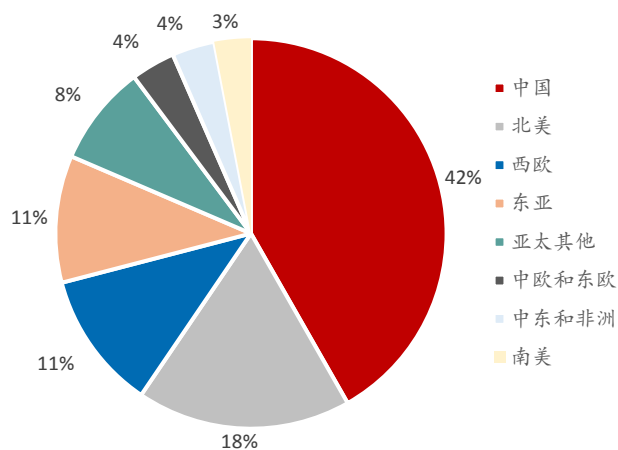
我国是全球最大的 PVC 生产国和消费国。随着国民经济快速发展，我国 PVC 产能产量在过去 20 年里快速提升，我国 PVC 产能占全球比重从 2001 年的 12.2% 增长至 2018 年的 46.5%，一跃成为全球最大的 PVC 生产国。其中 2001-2010 年是我国 PVC 产能的快速增长期，十年间产能翻了 5.3 倍。同时，我国也是全球最大的 PVC 消费国，2018 年我国 PVC 消费量占全球的 42%。

图表 34：我国 PVC 产能占全球比重快速上升



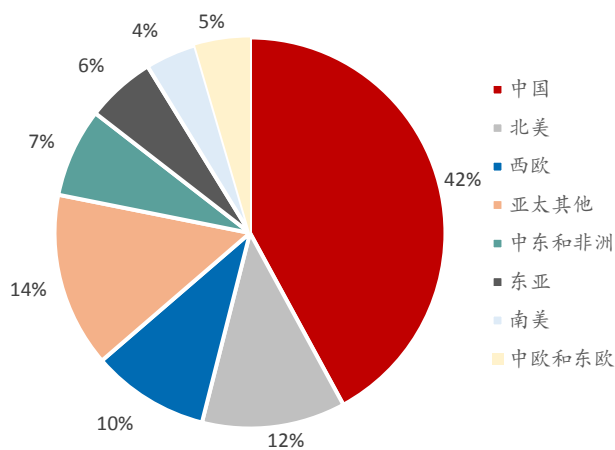
资料来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 35：2018 年全球 PVC 产量占比



资料来源：Bloomberg、中泰证券研究所

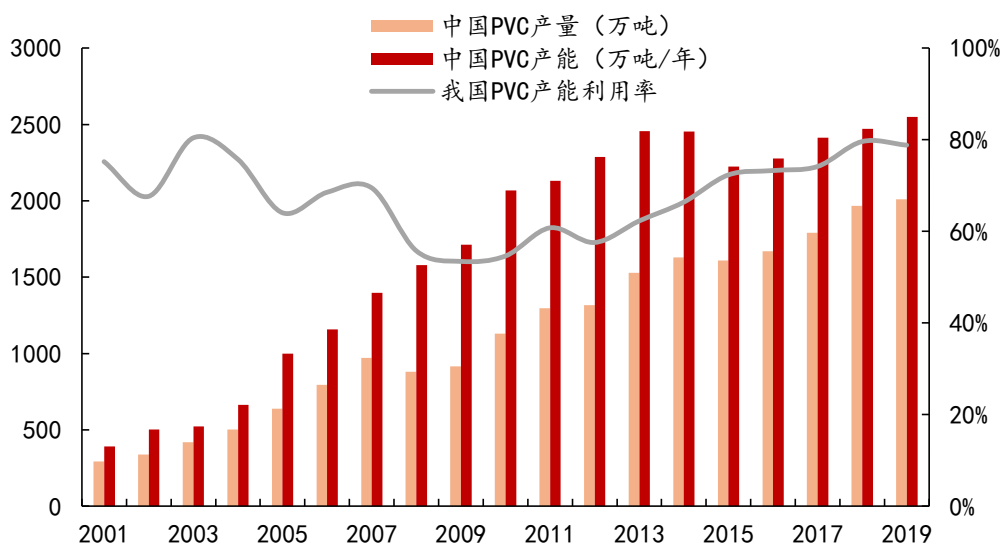
图表 36：2018 年全球 PVC 消费量占比



资料来源：Bloomberg、中泰证券研究所

2013 年后产能增速放缓，产能利用率提升。2008 年金融危机以前由于油价一路走高，吸引了大批电石法 PVC 投资，叠加危机之后的刺激政策，我国 PVC 产能在 2009-2013 年大幅增加，于 2013 年达到 2455 万吨/年。产能严重过剩，开工率不足，产品价格持续下滑，新增产能放缓，2016 年后国内供给侧改革，行业加速淘汰落后产能，行业开工率上行。2019 年全国 PVC 总产能为 2550 万吨/年，同比增长 3%，产能利用率为 79%。

图表 37：我国 PVC 产能、产量及产能利用率

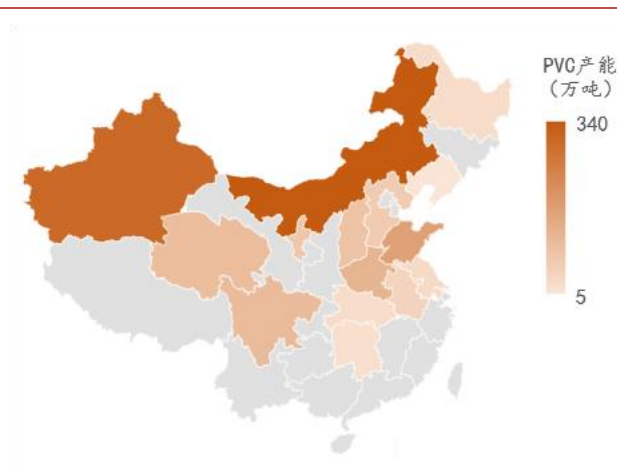


资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

我国 PVC 产能由华东向西北地区转移，产能集中度处低位。由于我国贫油富煤资源禀赋特点，我国电石法 PVC 产能主要集中在西北地区，目前新疆和内蒙古 PVC 产能位居全国前二，合计占全国 PVC 产能的 38%，而华东地区则以乙烯法 PVC 为主。截至 2020 年 6 月，国内 PVC 生产企业共 76 家，CR5 为 21%，行业集中度不高，产能超过 100 万吨/年的仅有新疆中泰、陕西北元、新疆天业三家，大多数企业产能在 30 万吨/年附近。

图表 38：我国 PVC 产能分布

图表 39：2020 年国内 PVC 产能（大于 50 万吨/年）



资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

企业	工艺	产能 (万吨/年)	产能占比
新疆中泰	电石法	173	6.0%
陕西北元	电石法	125	5.0%
新疆天业	电石法	120	4.8%
君正能源	电石法	70	2.8%
信发集团	电石法	70	2.8%
山西瑞恒	电石法	60	2.4%
宁夏金昱元	电石法	50	2.0%
盐湖镁业	乙烯法	50	2.0%
宁夏金昱元	电石法	50	2.0%
内蒙古亿利	电石法	50	2.0%

资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

**2020 年后乙烯法 PVC 大幅扩能，供应压力犹存。**随着进口乙烯价格的降低以及乙烯原料来源多元化，我国乙烯法 PVC 迎来集中扩能。据百川资讯统计，2020 年我国 PVC 预计新增产能 217 万吨/年，其中有 161 万吨/年为乙烯法。此外，前期停车的伊东东兴 36 万吨产能也预计于 20 年恢复开车，下半年整体供应压力较大。2022 年及以后我国 PVC 扩能速度将有所放缓。

图表 40：2020-2022 年 PVC 计划新增产能

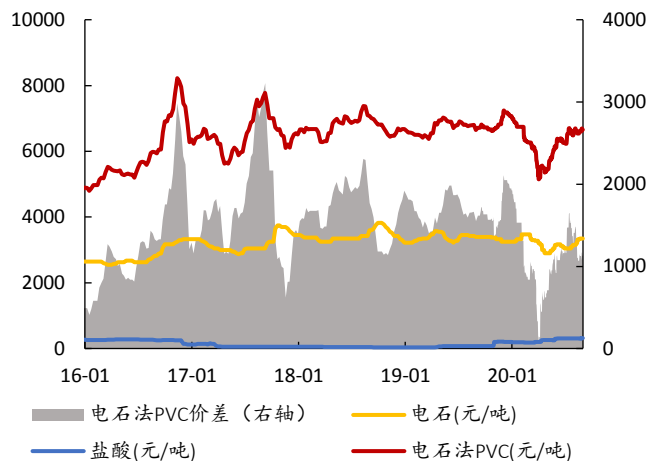
企业名称	新增产能 (万吨/年)	生产工艺	投产时间
2020 年已投产及计划投产产能统计			
新疆中泰	20	电石法	2019 年 12 月下旬投料，预计 2020 年投产
聚隆化工	12	电石法	2019 年 12 月底投料，预计 2020 年投产
鄂绒	20	电石法	2019 年 12 月底投料，预计 2020 年投产
鄂绒	21	电石法	2020 年 3 月 10 日投料
德州实华	20	姜钟法	计划 2020 年下半年
青岛海湾	40	乙烯法	计划 2020 年 9 月出料
烟台万华	40	乙烯法	计划 2020 年 9 月投产
金川新希望	20	电石法	暂定 2020 年年底投产
甘肃金川	6	电石法	计划 2020 年年底投产
天津大沽	80	乙烯法	计划 2020 年底投产，属于产能置换
2021 年计划投产装置统计			
聚隆化工	40	乙烯法	计划 2021 年投产
聚隆化工	11	单体法	计划 2022 年投产
山西瑞恒	10	电石法	暂无确切时间
上海氯碱	6	乙烯法	计划 2021 年 4 月投产
浙江嘉化	30	乙烯法	计划 2021 年上半年投产
金晖兆丰	50	电石法	计划 2021 年 10 月份投产
山东信发	40	电石法	计划 2021 年年底投产

资料来源：卓创资讯、中泰证券研究所

## 2.3 价格端：成本端支撑有力，价格处上行通道

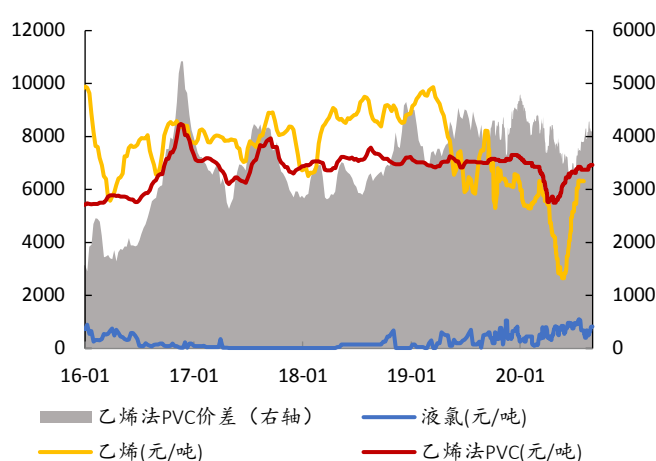
乙烯法 PVC 价格略高于电石法 PVC，低油价下乙烯法成本优势凸显。乙烯法和电石法 PVC 的价格走势高度相似，乙烯法 PVC 价格略高。2019 年，两种工艺下的 PVC 价差波动，乙烯法 PVC 价差始终高于电石法。由于电石成本价在 2500-2600 元/吨，当原油价格低于 50 美金/桶，乙烯法 PVC 将具备成本优势。2018 年以后随着全球乙烯产能大幅释放，乙烯价格中枢持续走低，乙烯法 PVC 企业利润增厚明显。

图表 41：电石法 PVC 价格及价差



资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

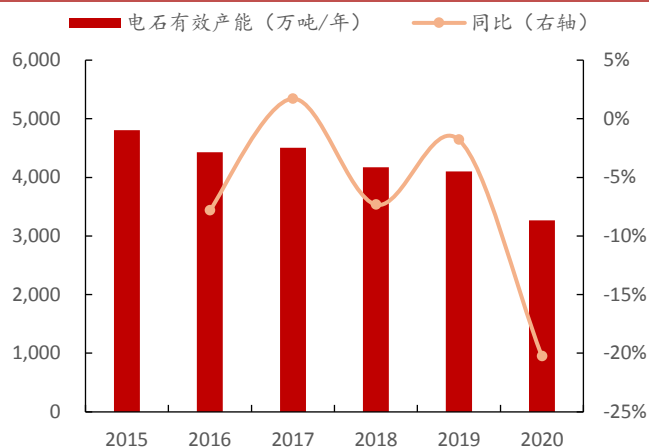
图表 42：乙烯法 PVC 价格及价差



资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

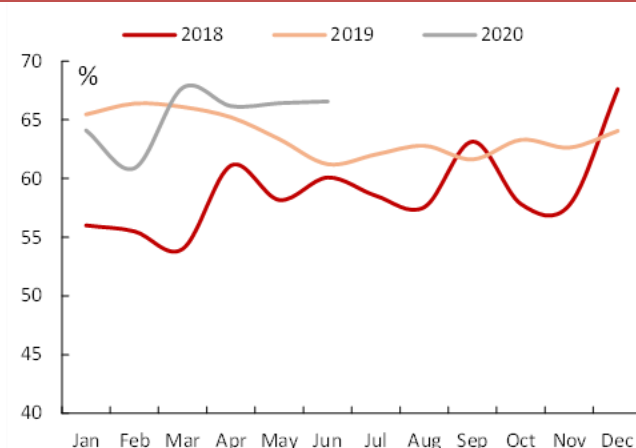
电石对 PVC 价格形成支撑。电石原料石灰石和焦炭受环保影响较大，前期供给侧改革淘汰了一批落后电石产能，产能由 2015 年的 4805 万吨下降至 2019 年的 4075 万吨，整体供应呈下降趋势，开工率也自 2018 年开始逐年上升。由于外购电石的企业位于 PVC 行业成本曲线右侧，电石价格变动有望对整体 PVC 成本形成支撑。

图表 43：我国电石有效产能持续下降



资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 44：我国电石开工率逐年上升



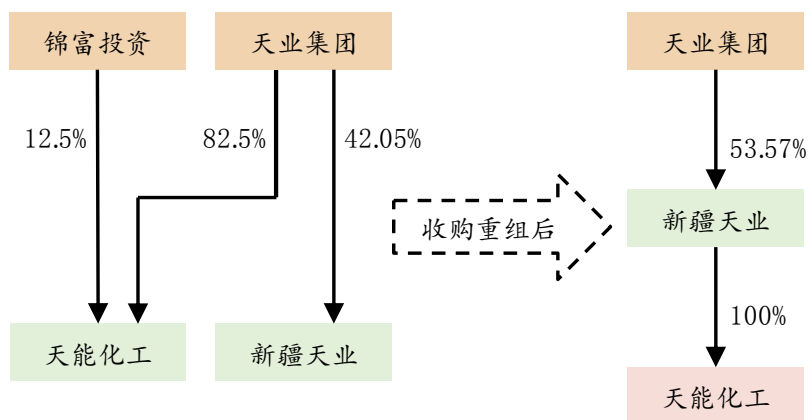
资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

## 2.4 天能优质资产注入，产业链优势显著

2019 年 5 月，公司以发行股份、可转换债券及支付现金向母公司天业集团及锦富投资购买其合计持有的天能化工 100%股权，承诺 2020 年~2022 年公司归母净利润不低于 5.24 亿元、5.42 亿元和 5.25 亿元，若业绩低于承诺数，则以股权、可转债和现金补偿。2020 年

4月，公司完成收购，天能化工成为公司全资子公司。天能化工是天业集团下属企业中盈利能力最为突出的优质资产，主营业务为普通PVC的生产与销售，产品主要包括普通PVC、烧碱、水泥等。

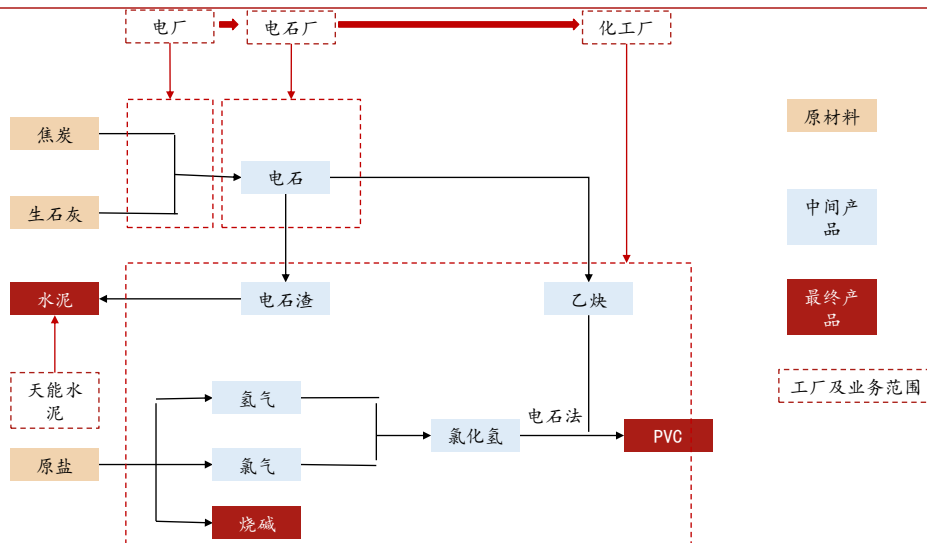
图表 45：天能交易方案



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

天能化工已构建“自备电力—电石—普通 PVC”的一体化循环产业链，下设电厂、电石厂、化工厂和天能水泥子公司，成本优势显著。通过本次重组，公司在特种树脂业务的基础上，新增普通 PVC 树脂业务板块，并提高了烧碱业务产能，实现氯碱化工产业规模的大幅提升。在丰富产品品种同时，可与公司原有产业发挥协同效应、规模效应，为公司提供未来的业务增长点，增强公司主营业务核心竞争力、持续盈利和抵御风险能力，保障公司稳步发展。

**图表 46：天能化工业务范围**



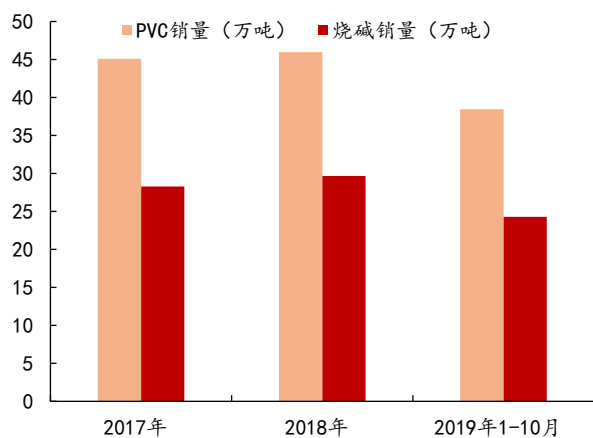
资料来源：公司公告、中泰证券研究所

**运行稳定、资产质量优质。**近几年，天能化工装置运行稳定，PVC 和烧碱产量分别在 45 万吨级 28 万吨附近波动，基本保持满产装置。盈利段看，2017 年，公司分别实现净利润 8.42 亿元和 8.77 亿元，因烧碱价格有所下滑及部分原材料价格上涨，公司 2019 年 1~10



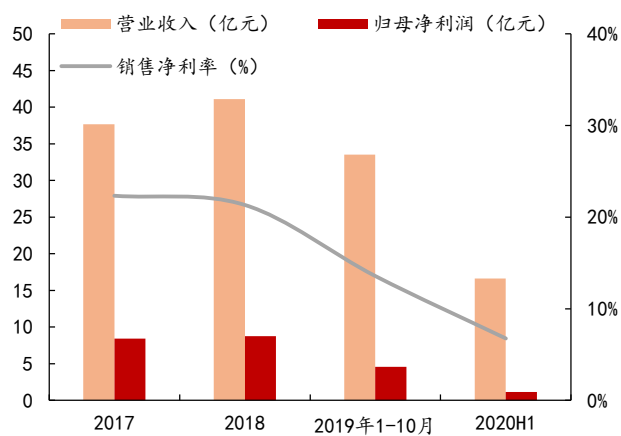
月实现净利润 4.55 亿元。2020 年 1-6 月，受疫情对国内宏观经济环境及企业生产经营造成的不利影响，天能化工实现营收 16.62 亿元，归母净利润达到 1.12 亿元。

图表 47：公司近几年 PVC、烧碱销量



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 48：2017-2020H1 天能化工盈利情况



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

## 4 盈利预测及估值

假设：

(1) 根据 wind 数据，2020 年 PVC 糊树脂自年初 8800 元/吨上涨至目前 22000 元/吨，因行业未来产能投放有限，且手套需求持续旺盛，PVC 糊树脂价格有望维持高位，假设 2020 年-2022 年 PVC 糊树脂均价分别为 15000 元/吨、21000 元/吨和 21000 元/吨，且公司糊树脂产能维持满负荷运行。

(2) 假设公司主要产品生产成本保持稳定。

(3) 假设公司其他业务保持稳定。

**图表 49：盈利预测业务拆分（万元）**

		2019	2020E	2021E	2022E
化工及化学原料	营业收入	223,629.69	631,920.04	714,935.51	729,656.00
	YOY		182.57%	13.14%	2.06%
	营业成本	182,794.36	466,088.15	466,088.15	466,088.15
其他业务	营业收入	226,744.09	226,744.09	226,744.09	226,744.09
	YOY		0.0%	0.0%	0.0%
	营业成本	172,111.15	172,111.15	172,111.15	172,111.15

资料来源：Wind、中泰证券研究所

盈利预测：预计公司 2020-2022 年归母净利润为 6.63/12.01/12.91 亿元，EPS 分别为 0.49/0.88/0.95 元，对应 PE 分别为 12.6/7.0/6.5 倍

我们选取四家氯碱相关上市公司进行估值对比，2021 年平均估值 PE 为 21.1 倍（对应 2020 年 9 月 9 日股价），公司 2021 年 PE 为 7.0 倍。因公司氯碱一体化产业链完备、糊树脂价格上涨盈利弹性大，首次覆盖给予公司“买入”评级。

**图表 50：可比公司估值**

股票代码	简称	市值 (亿元)	总股份 (亿股)	EPS					PE			
				2020/9/9	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002092.SZ	中泰化学	113.76	21.46	5.30	0.16	0.05	0.17	0.23	33.17	117.78	30.62	23.38
600409.SH	三友化工	130.67	20.64	6.33	0.33	0.10	0.41	0.56	19.14	61.94	15.51	11.21
002386.SZ	天原集团	45.29	7.81	5.80	0.10	0.07	0.29	0.41	57.48	88.82	20.32	14.09
601678.SH	滨化股份	78.46	15.44	5.08	0.28	0.14	0.28	0.61	18.14	36.76	18.01	8.35
	平均				0.22	0.09	0.29	0.45	31.98	76.32	21.12	14.26
600075.SH	新疆天业	83.49	13.60	6.14	0.02	0.49	0.88	0.95	287.49	12.59	6.95	6.46

资料来源：Wind、中泰证券研究所

## 5 风险提示

**PVC 糊树脂价格大幅下跌。**公司业绩弹性主要来自于糊树脂价格上涨，若价格出现下滑，则公司盈利能力也将大幅减弱。

**手套等下游需求不及预期。**PVC 糊树脂价格上涨主要由手套需求旺盛推动，若 PVC 手套需求不及预期，PVC 糊树脂的需求糊树脂也将减弱，价格上涨驱动力弱化，对盈利造成负面影响。

**安全、环保压力不断增大。**随着国家对安全和环境保护重视程度的日益提升，工业企业安全生产和污染治理将成为未来的治理重点，基础化工行业企业的安全和环保压力将进一步增加。

**市场需求和产品价格风险。**氯碱行业受周期性影响较大，且外部经济形势存在诸多不确定因素，公司经营受国际、国内宏观经济状况影响。

图表 51：公司盈利预测

损益表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,828	4,504	8,587	9,417	9,564
增长率	-3.0%	-6.7%	90.7%	9.7%	1.6%
营业成本	-3,520	-3,549	-6,382	-6,382	-6,382
% 销售收入	72.9%	78.8%	74.3%	67.8%	66.7%
毛利	1,308	955	2,205	3,035	3,182
% 销售收入	27.1%	21.2%	25.7%	32.2%	33.3%
营业税金及附加	-60	-56	-107	-118	-120
% 销售收入	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-348	-350	-618	-678	-689
% 销售收入	7.2%	7.8%	7.2%	7.2%	7.2%
管理费用	-190	-196	-368	-405	-413
% 销售收入	3.9%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	709	352	1,111	1,834	1,961
% 销售收入	14.7%	7.8%	12.9%	19.5%	20.5%
财务费用	-117	-113	-113	-113	-113
% 销售收入	2.4%	2.5%	1.3%	1.2%	1.2%
资产减值损失	19	-42	15	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	73	-9	-9	-9	-9
% 税前利润	13.1%	—	—	—	—
营业利润	552	70	844	1,532	1,647
营业利润率	11.4%	1.6%	9.8%	16.3%	17.2%
营业外收支	1	-11	4	4	4
税前利润	554	59	848	1,536	1,651
利润率	11.5%	1.3%	9.9%	16.3%	17.3%
所得税	-91	-67	-127	-230	-248
所得税率	16.5%	112.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	463	-8	721	1,306	1,404
少数股东损益	-31	-37	58	104	112
归属于母公司的净利润	494	29	663	1,201	1,291
净利率	10.2%	0.6%	7.7%	12.8%	13.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	463	-8	721	1,306	1,404
加: 折旧和摊销	345	341	358	370	373
资产减值准备	20	51	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	118	111	113	113	113
投资收益	-73	9	9	9	9
少数股东损益	-31	-37	58	104	112
营运资金的变动	-693	-159	-550	-918	692
经营活动现金净流	477	1,123	650	880	2,590
固定资本投资	96	810	-80	-80	-80
投资活动现金净流	-502	-168	-79	-79	-79
股利分配	-97	-97	-66	-120	-129
其他	100	-656	768	-515	-1,396
筹资活动现金净流	3	-753	702	-635	-1,526
现金净流量	-22	202	1,273	166	986

资产负债表 (人民币百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	444	1,717	1,883	2,869
应收款项	258	1,240	1,375	1,479
存货	692	726	1,047	726
其他流动资产	158	187	158	187
流动资产	1,553	3,871	4,464	5,262
% 总资产	19.2%	38.4%	43.1%	48.4%
长期投资	765	764	763	763
固定资产	4,515	4,234	4,034	3,705
% 总资产	56.0%	42.0%	38.9%	34.1%
无形资产	510	488	464	441
非流动资产	6,515	6,216	5,903	5,599
% 总资产	80.8%	61.6%	56.9%	51.6%
资产总计	8,068	10,087	10,367	10,861
短期借款	739	1,362	1,594	905
应付款项	834	1,318	815	1,318
其他流动负债	359	359	359	359
流动负债	1,933	3,039	2,769	2,583
长期贷款	949	1,230	595	0
其他长期负债	101	101	101	101
负债	2,983	4,370	3,464	2,684
普通股股东权益	4,734	5,308	6,389	7,551
少数股东权益	352	409	514	626
负债股东权益合计	8,068	10,087	10,367	10,861

比率分析

	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	0.02	0.49	0.88	0.95
每股净资产 (元)	3.48	3.90	4.70	5.55
每股经营现金净流 (元)	0.83	0.48	0.65	1.90
每股股利 (元)	0.07	0.05	0.09	0.09
回报率				
净资产收益率	0.61%	12.49%	18.80%	17.10%
总资产收益率	-0.10%	7.14%	12.59%	12.92%
投入资本收益率	-0.35%	14.01%	23.00%	22.30%
增长率				
营业总收入增长率	-6.71%	90.66%	9.67%	1.56%
EBIT 增长率	-49.54%	182.58%	64.26%	7.10%
净利润增长率	-94.12%	2183.14%	81.16%	7.51%
总资产增长率	-6.80%	25.02%	2.78%	4.76%
资产管理能力				
应收账款周转天数	20.6	6.4	25.0	28.7
存货周转天数	61.8	29.7	33.9	33.4
应付账款周转天数	75.3	30.6	30.0	30.0
固定资产周转天数	392.8	183.4	158.0	145.6
偿债能力				
净负债/股东权益	2.30%	14.94%	-7.74%	-35.64%
EBIT 利息保障倍数	3.4	9.7	15.9	17.0
资产负债率	36.97%	43.32%	33.42%	24.71%

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

### 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

### 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。