

华峰氨纶 (002064): 从氨纶霸主到聚氨酯材料龙头

——新材料系列研究报告之一

2019年12月21日

强烈推荐/首次

华峰氨纶

公司报告

报告摘要:

氨纶性能优良, 需求预计持续高增长。氨纶被誉为“工业味精”, 在布料中少量添加就能明显增加衣物弹性, 目前主要添加在内衣、袜子、运动服中, 每年需求增速约为7-10%。国外氨纶的混纺添加量预计在5%以上, 目前我国化学纤维产量大约5000万吨, 按照5%的混纺添加量测算, 对应需求为250万吨, 而目前行业产量仅为60万吨, 未来发展空间广阔。

公司在氨纶行业中的竞争优势显著。公司的氨纶成本在行业中的领先优势十分明显。受益于重庆基地能源成本低、折旧低以及原材料就近配套等有利因素, 公司氨纶成本优势显著。同时, 公司的氨纶产品研发实力强, 并且品类丰富, 质量优异, 品牌价值凸显。

华峰新材注入后公司将成为新材料类龙头企业。氨纶是聚氨酯纤维材料, 华峰新材则主要是聚氨酯原液, 以及上游的己二酸和聚酯多元醇。公司聚氨酯原液产能40万吨, 市场占有率50%以上, 公司产品定价能力强, 盈利能力稳定, 广泛应用与制造鞋底、轻工纺织、建筑建材、家用电器、交通运输、航空航天等领域。此外, 公司积极发展新型聚氨酯材料, 并持续有新产品推出, 新材料业务打开公司远期发展空间。

公司盈利预测及投资评级:预计公司2019-2021年归母净利润分别为14.02、20.99和25.19亿元, 对应EPS分别为0.33、0.49和0.59元, 当前股价对应PE分别为18.8、12.6和10.5倍, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

风险提示:产品价格大幅波动, 产能建设进度低于预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021
营业收入(百万元)	4,149.68	4,435.71	13,538.2	19,308	21,060.0
增长率(%)	45.90	6.89	205.21	42.62	9.07
归母净利润(百万元)	385.50	445.22	1,401.75	2,099	2,518.79
增长率(%)	-226.89	15.49	214.84	49.76	19.98
净资产收益率(%)	11.34	11.71	18.24	21.93	21.27
每股收益(元)	0.23	0.27	0.33	0.49	0.59
PE	26.65	22.70	18.80	12.55	10.46
PB	3.02	2.70	3.43	2.75	2.23

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

公司简介:

公司此前主要从事氨纶纤维的生产、销售和技术开发, 是全国最大的氨纶纤维制造企业之一, 全国化纤行业效益十佳企业, 产品规格覆盖了15D-840D, 可满足机织、经编、圆编等不同用户需求。2019年, 华峰新材注入完成, 公司产品线进一步扩宽到聚氨酯原液、己二酸和聚酯多元醇。公司的主要产品在全国均处于全球领先地位。

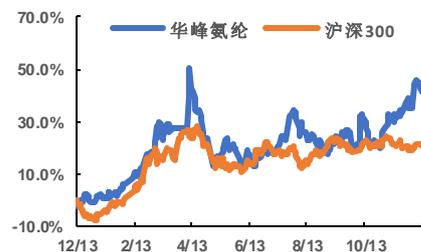
未来3-6个月重大事项提示:

不适用

交易数据

52周股价区间(元)	3.95-5.96
总市值(亿元)	259
流通市值(亿元)	93.68
总股本/流通A股(万股)	155600/429800
52周日均换手率	0.48

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519080002

研究助理

洪冲

010-66554012

HONGCHONG@dxzq.net.cn

目 录

1. 消费升级持续助力氨纶需求提升	4
1.1 “工业味精”需求持续向好	4
1.2 氨纶行业未来盈利能力预计显著提升	7
2. 公司在氨纶行业中竞争优势明显	9
2.1 公司的成本优势明显	9
2.2 公司的品类齐全且品牌优势较强	11
3. 华峰新材注入后公司成为新材料公司龙头企业	11
3.1 华峰新材是聚氨酯材料龙头	11
3.2 公司已二酸竞争优势明显	17
4. 盈利预测与投资建议	20
5. 风险提示	20
相关报告汇总	21

表格目录

表 1：氨纶与其他纤维相比具有明显优势	4
表 2：氨纶具有优良性能	5
表 3：差别化氨纶具有显著的性能优势	7
表 4：2018 年氨纶生产企业产能情况	8
表 5：氨纶生产公司吨产能投资及吨年化折旧情况	10
表 6：千禧氨纶产品多样	11
表 7：华峰集团主要产品类别及市场情况	12
表 8：华峰新材三大产品类别应用及市场情况	13
表 9：华峰新材主营产品毛利率较高	14
表 10：2018 年华峰新材主要供应商及客户	15
表 11：记忆枕具有优良的性能	16
表 12：环己烯法显著优于环己烷法	19
表 13：2018 年国内己二酸生产企业情况	20
表 14：2018 年国外己二酸生产企业情况	20
表 15：可比公司估值	21

插图目录

图 1：氨纶价格显著高于其他纤维材料	4
图 2：氨纶表观消费量（万吨）逐年增加	4
图 3：氨纶下游产品应用广泛	5
图 4：氨纶下游主要是纺织品	6
图 5：氨纶下游需求分布	6
图 6：氨纶渗透率呈现增长趋势	6

图 7：服装市场成交额日益增长.....	6
图 8：国内氨纶历年产能层逐年上升趋势.....	8
图 9：氨纶 40D 价格及价差.....	8
图 10：华峰氨纶单吨毛利（元/吨）具有明显优势.....	9
图 11：温州、重庆公司单吨净利润.....	9
图 12：重庆氨纶与主要原材料供应商距离近.....	10
图 13：华峰氨纶已实现净利润及业绩承诺.....	12
图 14：国内聚氨酯市场规模稳步增长.....	14
图 15：2018 年国内聚氨酯消费用途.....	14
图 16：华峰氨纶与华峰新材产品具有较大关联性.....	15
图 17：纯 MDI 下游消费构成.....	16
图 18：复合型高密度聚醚型聚氨酯记忆枕.....	16
图 19：聚氨酯固化道床.....	17
图 20：己二酸两种制备工艺.....	19
图 21：2018 年全球己二酸需求占比.....	19
图 22：国内突破己二腈生产技术.....	19
图 23：己二酸价差走势.....	19
图 24：华峰新材己二酸毛利率处于行业领先地位.....	21
图 25：聚氨酯原液单吨毛利稳定.....	21

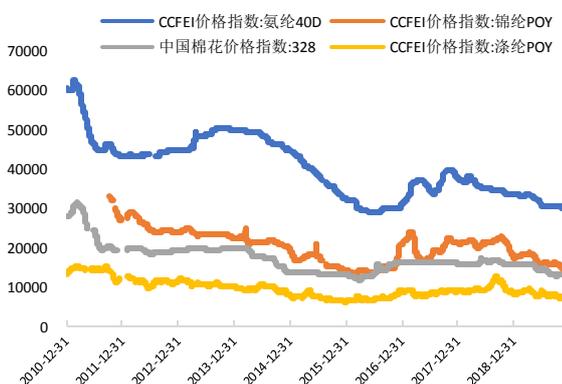
1. 消费升级持续助力氨纶需求提升

1.1 “工业味精”需求持续向好

氨纶被誉为“工业味精”，在化纤产品中少量添加即可以显著提升产品弹性、强度和舒适度等性能，同时其价格也较贵，约为涤纶的三倍，棉的两倍，锦纶的两倍。随着我国人均收入水平的提高，以及对于服装消费升级的需求，氨纶消费量增长迅速。2018年我国氨纶表观消费量达到59.4万吨，与2014年氨纶表观消费量43.1万吨相比，复合年均增长率达到8.3%，并且同比增加达到16.4%，表明目前氨纶市场整体需求旺盛、发展迅猛。氨纶凭借良好的弹性，是追求动感及便利的高性能面料所必须的弹性纤维，在时尚和休闲品牌中备受推崇。同时在与棉花、涤纶、锦纶等材料的对比中氨纶也有着其独特的优势，氨纶具有优良的弹性、平滑的手感、良好的耐气候性和耐化学品性能，使其能满足服装特殊需求。

氨纶由于其高延伸性、低弹性模量和高弹性回复率，与其他原料编织在一起能够显著提高衣物的弹性。氨纶的优异弹性以及多样混纺性被普遍添加应用到纺织物里，在织物中加入2%~5%的氨纶能显著改善织物性能，增加其弹性。氨纶应用领域从衣服领口、袖口和袜口开始扩展到了服装面料、生物医疗行业等方面。

图 1：氨纶价格显著高于其他纤维材料



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2：氨纶表观消费量（万吨）逐年增加



资料来源：百川咨询、东兴证券研究所

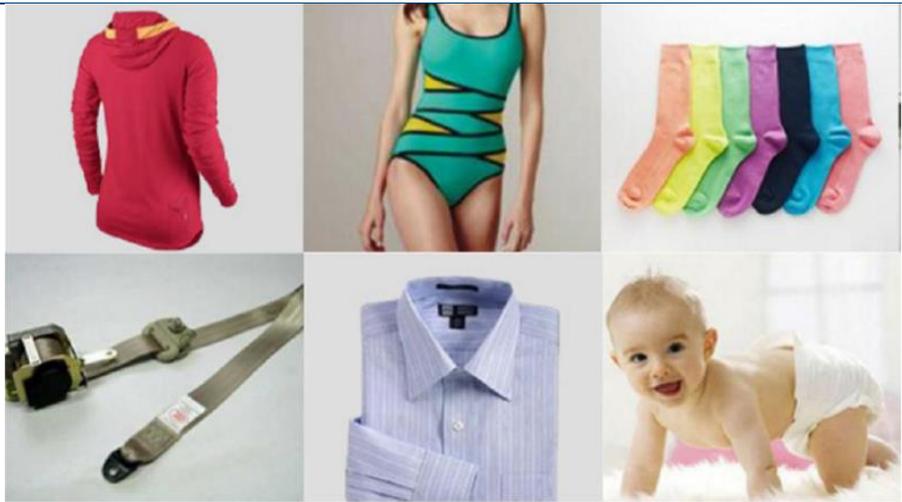
表 1：氨纶与其他化纤相比具有明显优势

品种	优点	缺点
棉	吸汗透气、柔软、防敏感、容易清洗、不易起毛球、天然织物、穿着舒适、透气、保暖。	易皱、缩水、易变形、易褪色、耐用性差。
涤纶	坚固、耐穿、不易起皱、不易变形、洗涤方便、色牢性好。	透气性差、易产生静电、染色性能较差。
锦纶	强力、耐磨性好、居所有纤维之首，弹性及弹性恢复性极好。	小外力容易变形、穿用过程中易变褶皱、透气性差，易产生静电。

氨纶	优良弹性、手感平滑、吸湿性小、良好耐气候和耐化学品性能。	透气性差、易产生静电。
----	------------------------------	-------------

资料来源：知网、东兴证券研究所

图 3：氨纶下游产品应用广泛



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

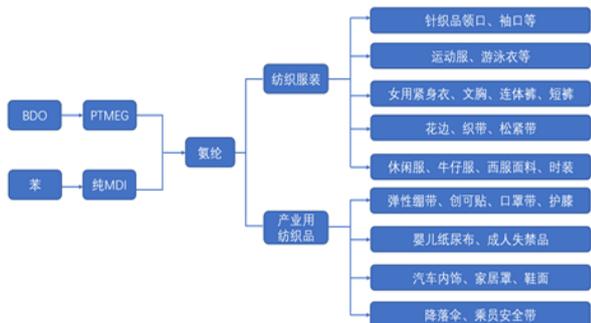
表 2：氨纶具有优良的性能

特点	原因
线密度低	氨纶最细可达 11dtex,最细的橡胶丝线密度约 180 号（约 156dtex）
强度高	氨纶的断裂强度，湿态 0.35~0.88dN/tex，干态 0.5~0.9dN/tex，是橡胶丝的 2~4 倍。
弹性好	氨纶的伸长率达 500%~600%，瞬时弹性回复率 99%以上，穿着舒适。
耐热性	氨纶的软化温度约 200℃，熔点约 270℃，在化学纤维中属耐热性较好。
吸湿性较强	在 20℃、65%相对湿度下，氨纶的回潮率为 1.1%，比棉、羊毛及锦纶等回潮率低，但优于涤纶和丙纶。
耐候性好	氨纶具有良好的耐气候性、耐挠曲、耐磨、耐一般化学药品，但对次氯酸钠型漂白剂的稳定性较差
其他性能	氨纶不能独立织布，一般与其他原材料一起，氨纶比例大约 3~10%之间，泳装面料氨纶的比例平均达到 20%。

资料来源：知网、东兴证券研究所

氨纶下游主要是纺织品，可用于满足追求弹性、可以拉伸服装的需求。由于氨纶的优良特性和人们对于服装性能要求不断提高，全球有 50%以上纺织品及服装含有氨纶成分，氨纶下游主要分为纺织服装和产业用纺织品，其中针织内衣与袜子（30%）、运动衣与泳衣紧身衣（30%）、休闲衣与卫生医疗（20%）、家纺（15%）、内衣蕾丝与松紧口（5%）。由于人们收入水平的不断提高，高档面料的需求也随之增加，氨纶的应用领域也在不断的扩展，同时氨纶产量的增加、价格的下降将为氨纶的发展创造更加有利的条件，进一步刺激市场需求。

图 4: 氨纶下游主要是纺织品



资料来源: 知网、东兴证券研究所

图 5: 氨纶下游需求分布



资料来源: 百川咨询、东兴证券研究所

氨纶在纺织产品中渗透率的提升是其需求长期向好的根本驱动力。目前我国市场中氨纶在化纤中的渗透率为 1.2%，在发达国家中，氨纶在化纤中的添加量可以达到 5%以上，按照我国大约 5000 万吨的化纤消费量来测算，氨纶潜在需求可达 250 万吨，而目前消费量约 60 万吨，提升空间广阔。同时我国服装市场的成交额稳步增长，在 2018 年已经达到 6004.5 亿元，同比增长 3.1%，与 2014 年相比年平均增长率为 2.3%。随着氨纶在纺织产品的渗透率的不断提升，预计未来将会迎来广阔的市场空间。

图 6: 氨纶渗透率呈现增长趋势



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 7: 服装市场成交额日益增长



资料来源: wind、东兴证券研究所

此外，氨纶具有广阔的差异化发展潜力，目前在医疗、汽车内饰等产业领域应用占比较小，未来增长空间巨大。氨纶差别化的概念在行业发展早期即已提出。氨纶因其独特的分子结构和优异的物理性能在弹性纺织面料应用中大受欢迎，但其在耐氯性、染色性及耐热性等方面存在缺陷，限制了其在下游应用中的发展。为解决这些问题，拓展其不同细分领域的应用，差异化、功能化氨纶应运而生。

氨纶是世界已知最富有弹性的合成纤维，其伸长长度高达 500%-800%，而且具有优良的耐疲劳性和极高的弹性恢复率，弹力持久不变，任何合成纤维都无法与之相提并论。在各种产品中，差别化氨纶纤维是

一种很有开展前景的化纤种类，其大多具有特殊的功用，如原液着色氨纶、高回弹氨纶、低熔点氨纶、石墨烯改性氨纶、超柔氨纶、耐水解聚氨酯型氨纶、易染氨纶、纳米抗紫外线氨纶等，新产品应该达到的水平是满足生产体操服、针织内衣、泳衣、弹性时装面料等需要。从产业政策上看，不同化、功用化纤维是国家重点开展的化纤种类。国务院发布的《工业转型晋级计划 2011~2015 年》需求“加强超仿真、功用性、不同化纤维、新型生物质纤维等的开发使用，力求使我国纤维材料技术水平到达国际先进水平。”工信部发布的《纺织工业“十二五”开展计划》、《化纤工业“十二五”开展计划》均需求加速开展不同化纤维。随着人们生活水平的不断提高、对服饰及面料的要求也越来越高，差别化氨纶已经成为一种高附加值的新兴纺织材料，同时由于氨纶应用领域的拓展和应用技术的提高，氨纶应用延伸至大部分针织品，可以与涤纶、锦纶、腈纶、棉花、蚕丝等大部分化纤及天然纤维搭配使用，并能够有效的改变相应织物的穿着舒适性，因此，氨纶具有广阔的差异化发展潜力。

表 3：差别化氨纶具有显著的性能优势

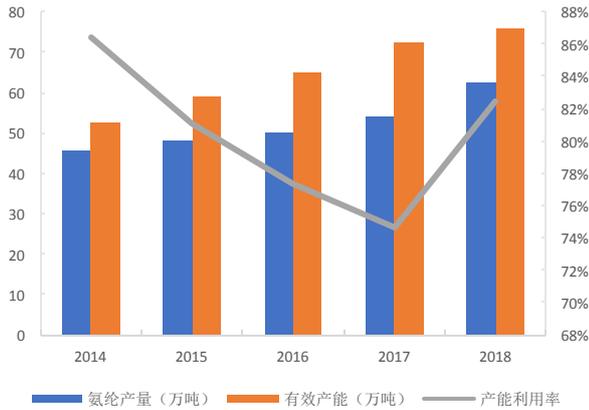
差别化氨纶	差别点
原液着色氨纶	氨纶属于疏水性纤维，染料不易进入，利用原液着色技术上染氨纶可以简化上染问题，降低生产成本，消除染色过程中产生的瑕点、露白和染色不匀现象。
高回弹氨纶	随着市场面料品种的不断开发，人们对于氨纶的伸展性、延伸性等提出了更高的要求，尤其应用在内衣、运动装以及沙滩服装等方面时，要求穿着既紧身又柔软，具有优异的回弹性。
低熔点氨纶	较低温度下经染色和热定形处理后，使得织物间的线圈相互粘连形成网状结构，产生熔融黏合的特性。低熔点氨纶与锦纶形成包纱，编织后进行染色、定形，提升袜子的品质，延长了使用寿命。
石墨烯改性氨纶	将不同种类纤维原液与石墨烯共混经纺丝制得石墨烯改性纤维，不仅可以提高纤维的断裂强度和阻燃性，而且赋予纤维优异的远红外功效、抗菌性和抗紫外线功能。

资料来源：知网、东兴证券研究所

1.2 氨纶行业未来盈利能力预计显著提升

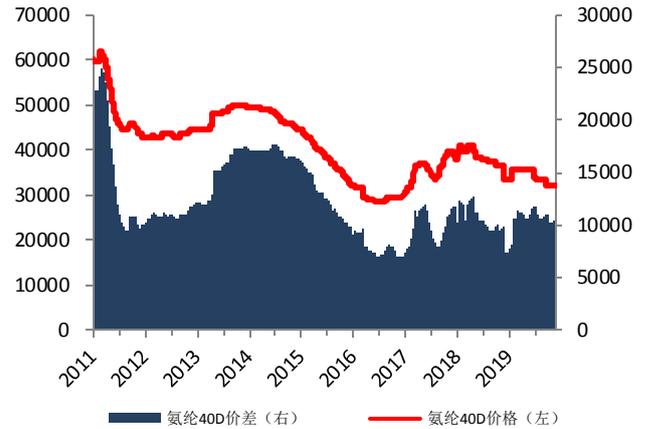
与需求端旺盛需求呈现了冰火两重天的是氨纶一路下行的氨纶价格，其背后的原因在于比需求增长更快的产能的增长。目前我国已经是全球最大的氨纶生产国，产能全球占比约为 65%。2018 年底国内氨纶有限产能 75.7 万吨，同比增长 4.4%，自 2014 年以来年平均增长 9.6%；2018 年国内氨纶产量 62.4 万吨，同比增长 15.3%，自 2014 年以来年均复合增长率 8.3%，产能提高至 82.4%。因为氨纶的长期发展空间广阔，因此众多生产企业在前几年纷纷扩产，造成行业供给过剩，尤其以 2011-2012 和 2015-2016 两次的集中投产期为甚。据统计，未来投产确定性较高的氨纶新增产能仅有华峰的 6 万吨，以及晓星的 2 万吨，且均为 2020 年计划投产。随着环保和安全的要求日益提升，以及化工项目流程审批的增长，未来继续新增氨纶产能的难度将明显增加，受益于供需格局的优化，预计行业的盈利能力也将在 2020 年后有显著提升。

图 8: 国内氨纶历年产能呈逐年上升趋势



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 9: 氨纶 40D 价格及价差



资料来源: 百川资讯、东兴证券研究所

表 4: 2018 年氨纶生产企业产能情况

省份	企业名称	产能	单位
浙江	浙江华峰氨纶股份有限公司	160000	吨
河南	新乡白鹭投资集团有限公司	120000	吨
浙江	诸暨华海氨纶有限公司	80000	吨
浙江	晓星化纤(嘉兴)有限公司	54400	吨
山东	烟台泰和新材料股份有限公司	45000	吨
福建	长安恒申合纤科技有限公司	40000	吨
江苏	江苏双良氨纶有限公司	32000	吨
宁夏	宁夏越华新材料股份有限公司	30000	吨
江苏	连云港杜钟新奥神氨纶有限公司	30000	吨
广东	晓星氨纶(珠海)有限公司	28000	吨
江苏	泰光化纤(常熟)有限公司	28000	吨
广东	英威达纤维(佛山)有限公司	25000	吨
浙江	诸暨清荣新材料有限公司	25000	吨
浙江	杭州邦联氨纶股份有限公司	25000	吨
浙江	杭州舒尔姿氨纶有限公司	23000	吨
江苏	江苏双良氨纶有限公司	32000	吨
宁夏	宁夏越华新材料股份有限公司	30000	吨
江苏	连云港杜钟新奥神氨纶有限公司	30000	吨
浙江	浙江四海氨纶化纤有限公司	19000	吨
上海	英威达纤维(上海)有限公司	16000	吨
福建	厦门力隆氨纶有限公司	15500	吨
浙江	晓星氨纶(衢州)有限公司	15000	吨
浙江	浙江薛永兴氨纶有限公司	15000	吨

浙江	浙江中柏特种纤维有限公司	9000	吨
广东	晓星氨纶（广东）有限公司	8000	吨
山东	山东如意科技集团有限公司	6000	吨
江苏	淮安侨新新材料科技有限公司	3500	吨
浙江	杭州旭化成氨纶有限公司	3000	吨

资料来源：百川资讯、东兴证券研究所

伴随着此次集中投产接近尾声的是中小产能的持续出清，目前有约30万吨的产能为3万吨以下的小产能，目前氨纶价格已经低于大部分小企业的成本线，有的甚至低于现金成本而逐渐关停，将进一步带动行业格局优化。

2.公司在氨纶行业中的竞争优势明显

2.1 公司的成本优势明显

公司的氨纶生产有温州和重庆两个基地，尤以重庆基地的成本优势最为显著。据我们测算，温州基地2018年氨纶单吨净利润为1977元，重庆基地2018年单吨净利润为5108元。重庆基地具有显著的利润优势。与新乡化纤、泰和新材等行业内其他公司相比，公司的盈利能力优势明显。据测算，2018年华峰氨纶单吨毛利为7117元，而新乡化纤、泰和新材仅为2582元、595元。

（注：在计算泰和新材单吨毛利时，假设其公司氨纶产品与新乡化纤氨纶产品单价相同，进而根据其氨纶产品营业收入得出泰和新材公司氨纶销量、最后根据其氨纶产品毛利润得到氨纶单吨毛利。）

图 10：华峰氨纶单吨毛利（元/吨）具有明显优势



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 11：温州、重庆公司单吨净利润



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

重庆基地的成本优势主要来自于以下三个方面

(1) 重庆氨纶的单吨成本低，导致折旧低：

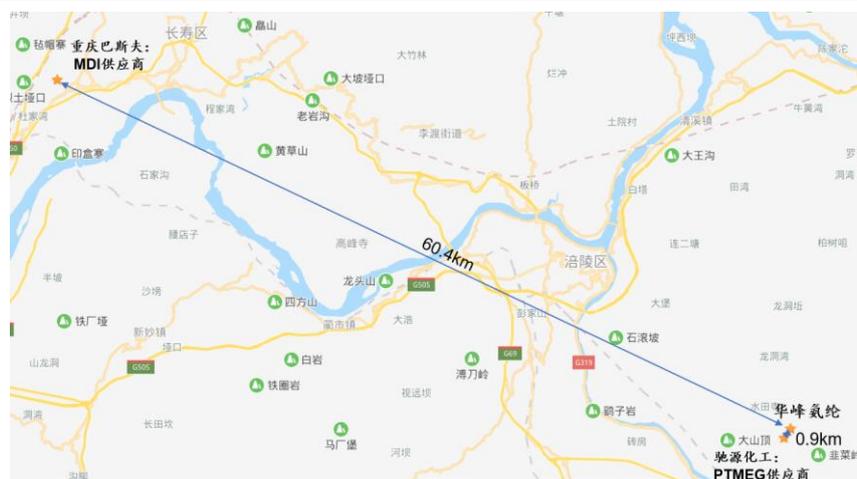
华峰氨纶（重庆）有限公司一期及二期拟建产能60000吨，投资额为201195万元，折合到每吨投资3.35万元，同时由于折旧年限10年，折合吨年化折旧为0.34万。并且重庆华峰三期及四期吨年化折旧额仅

为 0.26 万元，显著低于其他氨纶生产公司。

(2) 重庆氨纶主要原材料供应商离公司距离近，导致运输、包装费用低：

华峰重庆氨纶有限公司所需原材料纯 MDI 采购自重庆巴斯夫，华峰重庆氨纶有限公司距离重庆巴斯夫聚氨酯有限公司 60.4 公里。华峰重庆氨纶有限公司所需原材料 PTMEG 采购自附近的驰源化工，华峰重庆氨纶有限公司距离重庆驰源化工有限公司 1.3 公里，区位优势明显。由于华峰重庆氨纶有限公司要原材料供应商离公司距离近，导致运输、包装费用低，具有较大的成本优势。

图 12：重庆氨纶与主要原材料供应商距离近



资料来源：百度地图、东兴证券研究所

(3) 重庆氨纶的用电及用汽费用低，导致能源成本低。

2.2 公司的品类齐全且品牌优势较强

千禧氨纶是一种性能优异的聚氨酯弹性纤维，是理想的高附加值纺织原料。公司产品品种齐全，稳定供货能力强，满足客户定制需求，实现快捷专业服务。公司产品具有稳定、均一、高性能、差异化特点，广泛应用于高档内衣、泳装、袜子、牛仔裤、休闲运动服、织带、医用绷带和纸尿裤等领域，引领休闲、运动、时尚生活潮流。2004 年，华峰氨纶“千禧”品牌被授予“中国最具竞争力 100 家名牌”；2011 年 11 月，“千禧”商标被评为中国驰名商标；2014 年 3 月，华峰氨纶荣获首届“全国化纤行业优秀品牌贡献奖”。

表 6：千禧氨纶产品多样

千禧氨纶品种	产品优势	使用范围
常规氨纶纤维	常规氨纶产品品种丰富、规格齐全，可满足大客户定制和市场差异化需求，强度高、比重小、弹性模量大、耐久性优良。	内衣、袜子、牛仔裤、休闲运动服、织带、纸尿裤和医疗绷带等领域。
耐高温黑色氨纶纤维	黑色元素均匀地分散在氨纶纤维中，纺织面料呈现出持久的色牢度，可以解决面料色差和色牢度低的缺陷。	内衣、袜子、针织 T 恤上衣、外套与运动服等深色织物。
超耐氯氨纶纤维	极为出色的抗氯漂性能、兼具耐温性及均一性。	高档牛仔、泳装、运动服等。

耐高温氨纶纤维	可满足制成品多次染色及改色的要求，强化色牢度并改良染色瑕疵，实现退绕过程张力均匀，赋予织物优良的均匀度。	可以搭配多种纺织材料。
易定型酸性可染氨纶纤维	优异的定型性、无露白现象、高上染率和色牢度。	氨纶与锦纶交织的织物。
经编平布用氨纶纤维	优异的耐高温性能、良好的抗静电性能、高强度、性能均一、优异的弹性回复率。	普通经编平布。
超柔、不倒绒用氨纶纤维	优良的耐化学性能、优异的弹性回复率、性能均一	超柔、不倒绒与普通经编平布。
高档经编面料用氨纶纤维	卓越的耐热性能、优异的均一性、卓越的耐氯性能	瑜伽服、内衣和泳装等织物
织带用氨纶纤维	采用特殊的原料及工艺，赋予织带高回弹特性，实现产品舒适、贴心的非凡感受。	适用于裸丝织带、锦纶、氨纶织带。
纸尿裤用氨纶纤维	采用独特的工艺和设备进行生产，可根据客户需求定制不同规格和性能的产品、实现大丝卷包装。	纸尿裤
彩色氨纶纤维	采用特殊工艺，实现彩色颜料均匀且稳定融入纤维结构，产品色彩更加丰富多彩。	适用于各种对色彩有特殊要求的氨纶织物。

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

3. 华峰新材注入后公司成为新材料公司龙头企业

3.1 华峰新材是聚氨酯材料龙头

华峰新材专业从事于聚氨酯原液、聚酯多元醇和己二酸的研发、生产和销售，在温州、重庆建有两大生产基地，目前已具备年产 42 吨聚氨酯原液、48 万吨己二酸和 42 万吨聚酯多元醇的生产能力，并且目前正在扩建新的生产线，扩建之后己二酸年产量将达到每年 110 万吨。公司聚氨酯鞋底原液产量国内市场份额占比 60% 以上，己二酸产量国内占比份额 30% 以上。今年 4 月份，集团计划将涵盖己二酸、聚酯多元醇、聚氨酯原液业务的华峰新材注入华峰氨纶上市公司平台，注进来的主要资产为聚氨酯原液 42 万吨、聚酯多元醇 42 万吨、己二酸 48 万吨，以及在建的资产即将投产的还有 25.5 万吨己二酸和 20 万吨环己酮。华峰氨纶 2018 年实现净利润 14.9 亿，相比于 2017 年有较大幅度增加，公司具备极强的盈利能力。华峰氨纶以 120 亿资金收购华峰新材，对应 2019、2020、2021 业绩承诺分别为 9.75 亿、12.45 亿和 14.1 亿。根据 2020 年业绩承诺计算 P/E 约为 10。

图 13：华峰新材已实现净利润及业绩承诺（亿元）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 7：华峰集团主要产品类别及市场情况

产品名	年产量	市场业绩	国内占有率	用途
聚氨酯原液	40 万吨	全球第一	50%	鞋材、汽车配件、工业制造、医疗器械等
聚氨酯树脂	55 万吨	全球第一	20%	制鞋、箱包、家具、汽车内饰、服装面料
氨纶长丝	12 万吨	全球第二、全国第一	23%	内衣、泳装、袜子、牛仔裤、医用绷带等
超纤材料	7500 万平米	全国第一	30%	鞋包、沙发等替代天然皮革领域，逐步向汽车时装领域发展
聚氨酯新型节能保温材料	100 万立方米	亚洲第一	30%	建筑节能领域及军工领域
热塑性聚氨酯弹性体	10 万吨	全国领先	20%	鞋材、服装、医疗器械、减震垫、粘胶剂等
尼龙 66 切片	8 万吨	国内第二	8%	尼龙扎带及锅铲、地毯、安全气囊等领域
己二酸	54 万吨	国内第一	40%	尼龙 66 及工程塑料、聚氨酯泡沫、合成革、合成橡胶原料、医药粘合剂
聚氨酯多元醇	40 万吨	全球第一	22%	聚氨酯胶水、CPU、TPU、聚氨酯涂料、革用树脂、鞋用树脂等。
铝热传输复合材料	15 万吨	国内第一	20%	汽车及工程机械热交换、民用及商用空调、新能源汽车领域。

资料来源：公司网站、东兴证券研究所

表 8：华峰新材三大产品类别应用及市场情况

三大主营类别	现有产能	国内市场份额	产品应用	主要客户
--------	------	--------	------	------

聚氨酯原液	42 万吨	>60%	制造鞋底、轻工纺织、建筑建材、家用电器、交通运输、航天航空及其他制品。	产品销往全球 20 多个国家和地区，客户覆盖国内主要制鞋厂商及耐克等世界著名运动制造企业。
己二酸	48 万吨	>30%	合成高聚物的原料，用于制造增塑剂与润滑剂，同时也被广泛应用于医药领域。	产品销往全球 30 多个国家和地区，客户覆盖英威达、巴斯夫、杜邦等知名化工企业。
聚酯多元醇	42 万吨	22%	制造胶黏剂、弹性体、涂料、油墨、密封胶、鞋用树脂、TPU 等	涵盖多种聚氨酯应用领域的客户。

资料来源：公司网站、公司公告、东兴证券研究所

华峰新材主要从事聚氨酯原液、聚酯多元醇和己二酸的研发、生产和销售。经过多年的发展，华峰新材已经形成三大类别、多个品种的产品格局，下游应用领域主要涉及聚氨酯、聚氨酯制品（轮胎、记忆枕、家具、高铁垫片等）、尼龙 66、胶黏剂、浆料、TPU 等。目前公司聚氨酯原液主要用作制备聚氨酯鞋底。

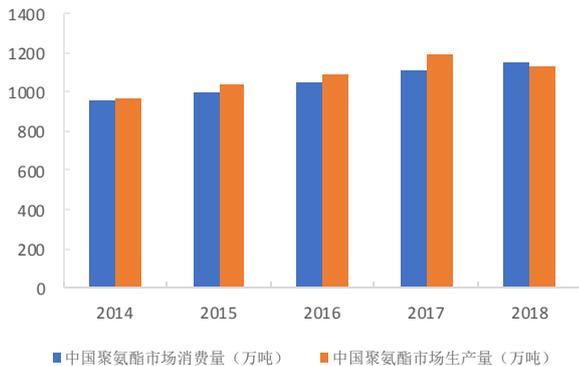
华峰新材拥有的“聚峰”商标为中国驰名商标，主导产品“聚峰”牌聚氨酯原液是一种新兴的高分子材料，兼具橡胶、塑料的双重特性，目前是生产高档鞋底材料、减震缓冲材料、胶黏剂等的重要原材料，该系列产品荣获浙江名牌产品与中国石油和化学工业知名品牌产品等称号，被广泛应用于制鞋、汽车、建筑、军工等领域；华峰新材子公司重庆化工主导产品“华峰”牌己二酸为重庆名牌产品，是聚氨酯产业和聚酰胺产业（主要为尼龙 66）的重要上游原材料，还可用于增塑剂、润滑脂、食品增酸剂、发酵粉、杀虫剂、粘合剂、医药、香料等的生产，在日常化工产品生产中起着重要作用。

华峰新材始终以做大做强聚氨酯主业为己任，目前已在温州、重庆建有两大生产基地，具备年产 42 万吨聚氨酯原液、48 万吨己二酸和 42 万吨聚酯多元醇的生产能力，并正新建新的己二酸生产线，生产规模全球领先。华峰新材聚氨酯原液产品销往全球 20 多个国家和地区，国内市场份额达到 60% 以上，并在南非、巴西、越南、印度、巴基斯坦、伊朗、土耳其等地建有完善的销售和服务网络，国内主要制鞋厂商以及耐克、阿迪达斯、斯凯奇、亚瑟士、李宁等世界著名运动产品制造企业，都直接或间接使用华峰新材产品；己二酸产品销往全球 30 多个国家和地区，国内市场份额达到 30% 以上，直销及经销商共同合作服务于日韩、台湾、欧盟、土耳其、中东、印度、巴基斯坦、新加坡、美国、澳大利亚、俄罗斯、南非、墨西哥、阿根廷等国家和地区的客户。

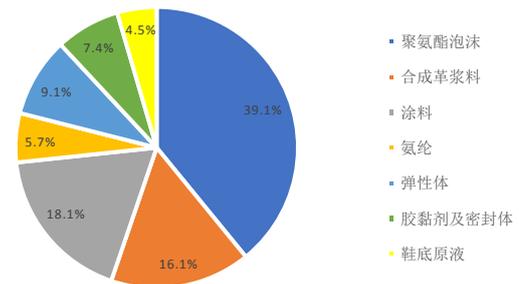
聚氨酯是一种新兴的有机高分子材料，被誉为“第五大塑料”，因其卓越的性能而被广泛应用于国民经济众多领域。产品应用领域涉及轻工、化工、电子、纺织、医疗、建筑、建材、汽车、国防、航天、航空等。由于聚氨酯产品的优越性能以及节能环保的特性，近年来其应用规模不断扩大，市场需求不断增加。目前中国建材、氨纶、合成革和汽车产量均居世界第一，国家大力实施建筑节能新政策、推广水性涂料等措施，都为聚氨酯产业带来巨大的市场机遇。2018 年，我国汽车产业产量有所下滑，家具制造业销售收入下滑，产量下降，但建筑节能和轨道交通以及电子产品行业发展稳定，前瞻测算 2018 年中国聚氨酯总消费量约为 1150 万吨。2018 年，我国聚氨酯制品消费最多的是聚氨酯泡沫、涂料和合成革浆料，分别占 39.1%、18.1% 和 16.1%；其他制品所占比重均在 10% 以下。

图 14：国内聚氨酯市场规模稳步增长

图 15：2018 年国内聚氨酯消费用途



资料来源：前瞻产业研究院、东兴证券研究所



资料来源：前瞻产业研究院、东兴证券研究所

华峰新材主要产品有氨酯原液、聚酯多元醇和己二酸，下游应用领域主要涉及聚氨酯鞋底、聚氨酯制品（轮胎、记忆枕、家具、高铁垫片等）、尼龙66、胶黏剂、浆料、TPU等。公司主营产品聚氨酯原液主要用作制备聚氨酯鞋底，行业空间稳定，华峰凭借渠道、规模和上游原材料优势，在国内占有率超过60%，国内第一。华峰在聚氨酯原液有较强的定价力，能够根据上游原材料价格波动调整价格，盈利相对稳定，单吨毛利在3407元/吨，毛利率20.4%。乙二酸产品单吨毛利润2551元/吨，毛利率29.0%。聚酯多元醇盈利也相对稳定，单吨毛利在2467元/吨左右，毛利率21.5%。

表9：华峰新材主营产品毛利率较高

产品	销售单价（元/吨）	成本单价（元/吨）	单吨毛利润（元/吨）	毛利率
聚氨酯原液	16708	13301	3407	20.4%
己二酸	8784	6233	2551	29.0%
聚酯多元醇	11452	8985	2467	21.5%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

华峰新材生产所需的原材料主要包括MDI、苯、乙二醇、1,4-丁二醇、二甘醇、液氨。华峰新材已与中石油、万华化学、巴斯夫、中石化、蝶理、科思创等上游供应商建立了长期稳定的合作关系。通过与上游供应商签订年度采购合同的方式，华峰新材主要原材料的供应得到了保障。

表10：2018年华峰新材主要供应商及客户

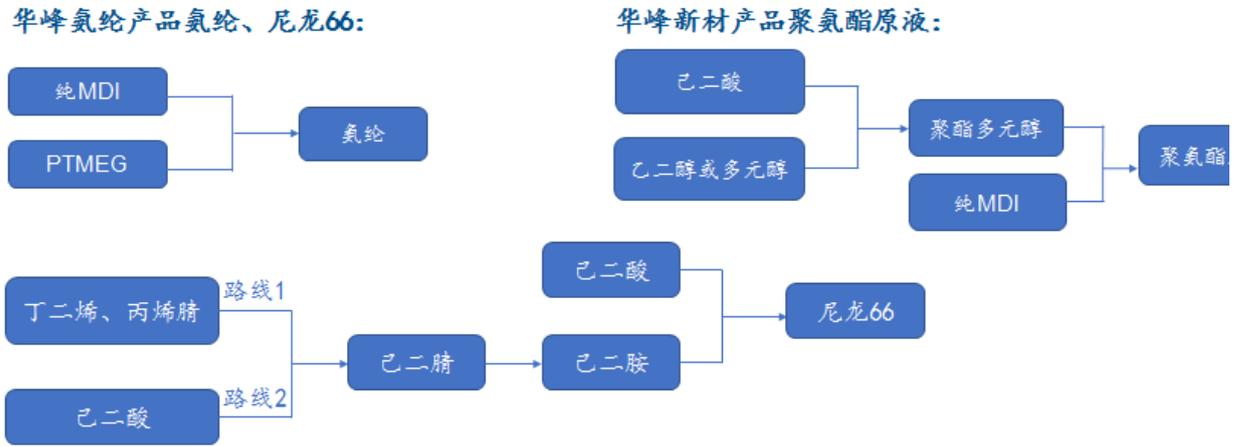
主要供应商	占比	主要客户	占比
中石油体系	24.9%	华峰集团及关联方	13.7%
万华化学体系	13.4%	温州锋胜新材料	6.0%
巴斯夫体系	7.7%	温岭市广冠商贸	5.5%

中石化体系	6.3%	南京富邦特东方化工	4.5%
蝶理体系	4.1%	INVISTA	4.0%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

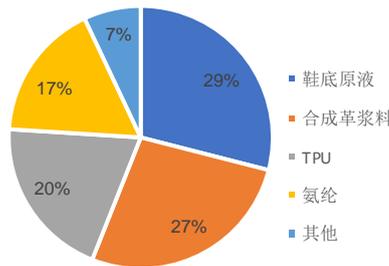
与此同时，华峰氨纶与华峰新材产品之间也存在着较大关联性。华峰氨纶产品氨纶的原材料主要为纯 MDI 以及 PTMEG，华峰新材产品聚氨酯原液主要原材料是通过己二酸和乙二醇或多元醇反应得到的聚酯多元醇以及纯 MDI，两者之间存在相同的原材料纯 MDI。从纯 MDI 下游消费构成中也可看出，鞋底原料占纯 MDI 下游消费 29%，氨纶占纯 MDI 下游消费 17%，纯 MDI 都为两者主要上游原材料。其次己二酸也是华峰氨纶公司尼龙 66 的主要原材料，华峰氨纶公司与华峰新材公司产品之间存在着极大的关联性。

图 16：华峰氨纶与华峰新材产品具有较大关联性



资料来源：知网、东兴证券研究所

图 17：纯 MDI 下游消费构成



资料来源：知网、东兴证券研究所

此外，随着聚氨酯的不断发展，记忆枕(复合型高密度聚醚型聚氨酯枕头)，由上世纪六十年代美国太空总署(NASA)为缓解宇航员身上的压力而研发，随后逐步运用在各项医疗、民用产品上。这种材料制作的枕头，具有黏弹特性，可随头颈位置的改变，自动发生形状的改变，随时保持与颈部紧密贴合，不让头部滑落造成“落枕”，是目前颈椎不适者的最佳选择。记忆枕有着许多极佳的性能，能够吸收冲击力，即“零压力”，不会出现压迫耳廓的现象，同时能够记忆变形，自动塑型的能力可以固定头颅，较少落枕的可能。此外，记忆枕头还有着防菌抗螨和透气吸湿等特点。随着人们收入水平的提高，对生活水平的要求越来越高，记忆枕将会逐步占据市场，替代普通枕头，拥有广阔的市场发展空间。华峰新材公司生产的聚氨酯原料也将迎来新的市场增长点。

图 18：复合型高密度聚醚型聚氨酯记忆枕



资料来源：知网、东兴证券研究所

表 11：记忆枕特点

特点	表现
吸收冲击力	枕在记忆枕上没有压迫感，在使用平常的枕头时会有压迫耳廓的现象，使用慢回弹枕头不会出现这种情况。
记忆变形	自动塑型能力可以固定头颅，减少落枕的可能；自动塑型的能力可以恰当填充肩膀空隙，避免肩膀处被窝漏风等问题，有效预防颈椎问题。
防菌抗螨	慢回弹海绵抑制霉菌生产，去除霉菌生产产生的刺激气味，当有汗渍唾液等情况下，显得更为突出。
透气吸湿	由于每个细胞单位间是相互连通的，吸湿性能绝佳，同时透气。

资料来源：知网、东兴证券研究所

聚氨酯原液在固化道床领域也具有广阔的市场前景。公司的聚氨酯原液用于聚氨酯固化道床，用于取代道砟，华峰新材与铁路总局下属铁科院合作研发固化道床氨聚氨酯，适应我国高铁行业的高速发展，具有极大的市场发展空间。聚氨酯固化道床是一种新型轨道结构，它是在已经达到稳定的有砟道床内，浇注由异氰酸酯与多元醇等组成的混合料，并在道砟间完成发泡、膨胀和凝固，使泡沫状聚氨酯弹性材料挤满道砟间的空隙，并牢固粘结道砟颗粒，形成弹性整体道床结构。该项技术兼备了有砟轨道和无砟轨道的优点，具有弹性及弹性保持能力好、累积变形率稳定性好、养护工作量小等特点，解决了有砟轨道

桥隧区段养护维修困难的技术难题，同时具有良好的减振降噪功能，为城市轨道交通提供了一种合适的轨道结构形式，是对既有轨道结构技术体系的丰富和完善。2018年12月10日，济青高铁聚氨酯固化道床段时速350公里速度级实车试验顺利实施，最高试验速度达到385公里/小时，取得重大成功。这项技术克服了传统有砟轨道的许多不足，甚至十分接近无砟轨道的性能。本次试验结果表明，安全性指标满足标准要求，舒适性指标等级达到优良，车内噪声及车外辐射噪声指标均低于无砟轨道地段。

图 19：聚氨酯固化道床



资料来源：铁路网、东兴证券研究所

3.2 公司已二酸竞争优势明显

己二酸是公司聚酯多元醇的上游原材料，公司生产的己二酸在保障自用（生产聚氨酯原液、聚酯多元醇）的基础上同时对外销售，2018年公司的产量48万吨，自用19.5万吨。2017年、2018年和2019年1-4月，华峰新材自用己二酸的数量（扣除外购部分）占己二酸产量分别为55.37%、40.67%和47.78%。根据生产工艺的不同，己二酸的生产分为传统的烷法和先进的烯法两种。烯法由于原料转化率更高，耗氢量更低从而具有明显的成本优势，公司的一期16万吨为烷法工艺，其余均为烯法工艺。

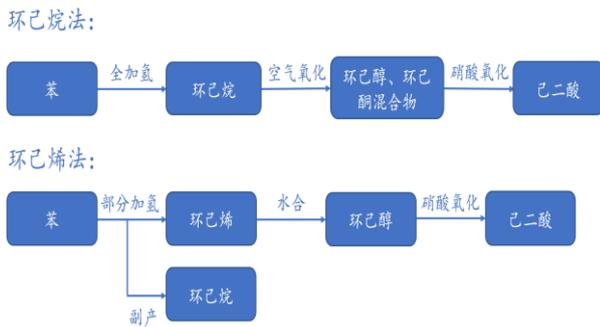
华峰新材2018年乙二酸产量48万吨，并且计划扩建20万吨己二酸的生产装备。华峰新材己二烯产量目前国内市场份额超过30%，产量居全球第一，产品销往全球30多个国家和地区。华峰新材子公司重庆化工的己二酸产能利用率已经饱和，为应对下游聚氨酯、聚酰胺领域不断增长的市场需求，重庆化工正新建己二酸扩产项目，将计划投资15.61亿元，项目建成后将每年新增乙二酸产量20万吨，随着公司后续产能不断投放，在行业的影响力也会日益加强。

己二酸生产工艺分为烷法和烯法，烷法是指通过对精苯全部加氢的方式得到环己烷，然后通过空气氧化和硝酸氧化得到己二酸，烷法工艺较为成熟，操作条件温和，原材料苯方便易得，但优于原料除精苯外还涉及氢气、硝酸等，工艺流程长，一次性资金投入大，并且副产品较多，存在工业“三废”污染，产品收率不高等问题。烯法是指精苯部分加氢生成环己烯再通过水合反应以及硝酸氧化得到己二酸，烯法工艺

碳资源利用率大大提升, 氢气的消耗也大为降低, 同时副产品较少, 且生产的生产副产物环己烷可以外售, 具有较高的成本优势, 与烷法相比生产成本降低 1000 元/吨, 产品纯度较高, “三废”排放相较于烷法也大幅度下降, 而且能耗低, 具有广阔的市场发展空间。国外由于产能投产时间长, 除旭化成外均是烷法, 国内以烯法为主, 但依然有 68 万吨 (30%) 是成本高的烷法。

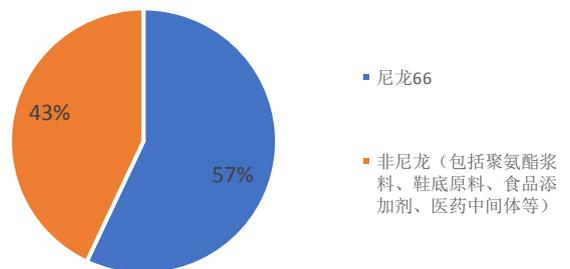
己二酸下游需求占比中, 尼龙 66 占比 57%, 而非尼龙类 (包括聚氨酯浆料、鞋底原料、食品添加剂、医药中间体等) 占比为 43%。尼龙占据乙二酸下游需求半数以上份额, 但是国外技术垄断, 生产己二腈的关键技术无法突破, 即使在采取更加高效节约的烯法制备乙二酸, 也无法获得相较于国外企业的巨额收益。而国外企业即使普遍采取高成本的烷法制备乙二酸, 但通过产生尼龙 66 也可获得较高收益。而目前国内产商已经实现己二腈技术突破。在突破己二腈的生产技术之后, 国内企业可以进行市场份额更大的尼龙 66 的生产, 从而获得更大的收益。而对比来看, 在实现技术突破的国内厂商由于采取低成本的烯法制备己二酸的技术, 在成本上更具优势, 在市场定价方面具有主动性, 产品更有竞争力, 从而有望迫使国外厂商落后的烷法己二酸产能退出。

图 20: 己二酸两种制备工艺



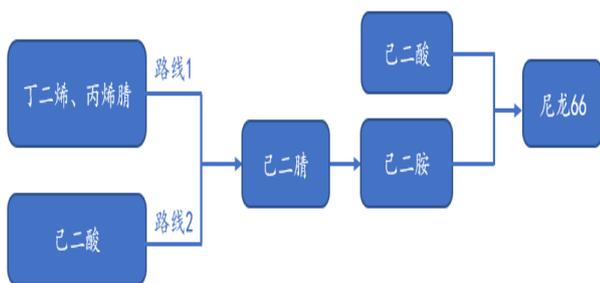
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 21: 2018 年全球己二酸下游需求占比



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 22: 国内突破己二腈生产技术



资料来源: 石化联合会、东兴证券研究所

图 23: 己二酸价差走势



资料来源: 百川资讯、东兴证券研究所

表 12：环己烯法在成本上显著优于环己烷法

原材料耗用情况	环己烷法	环己烯法
纯苯（吨）	0.75	0.72
氢气（立方米）	610	475
硝酸（吨）	1	1
副产品	多	少
产品收率	一般	高
产品纯度	一般	高
污染	大	小
耗电（千瓦时）	563	190
生产成本	较高	较低

资料来源：知网、率捷咨询、东兴证券研究所

表 13：2018 年国内己二酸生产企业情况

企业	产能（万吨/年）	工艺路线
华峰	48	环己烯法
江苏海力	30	环己烯法
山东海力	22.5	环己烷法
神马	47	环己烯法
曙扬化工	16	环己烯法
华鲁	16	环己烷法
唐山中浩	15	环己烯法
阳煤太化	14	环己烯法
天利高新	7.5	环己烷法
山西丰喜	7.5	环己烷法
辽阳石化	7	环己烷法
宏达化工	7	环己烷法
合计	238	

资料来源：百川咨询、东兴证券研究所

表 14：2018 年国外己二酸生产企业情况

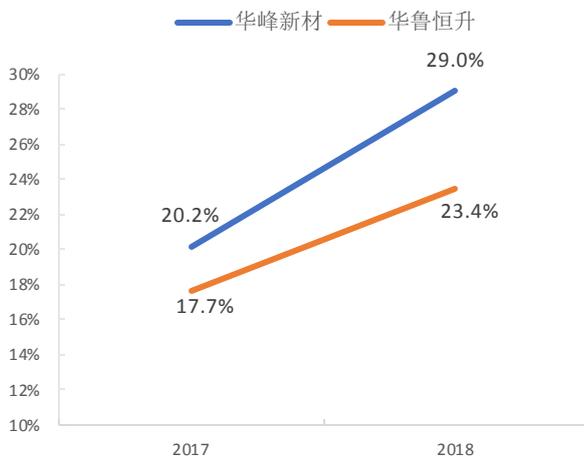
企业	产能（万吨/年）	工艺路线
巴斯夫	80	环己烷法
奥升德	48	环己烷法
英威达	35	环己烷法
兰蒂奇	17	环己烷法
旭化成	12	环己烯法
郎盛	9	环己烷法

合计	201	环己烷法
----	-----	------

资料来源: 百川咨询、东兴证券研究所

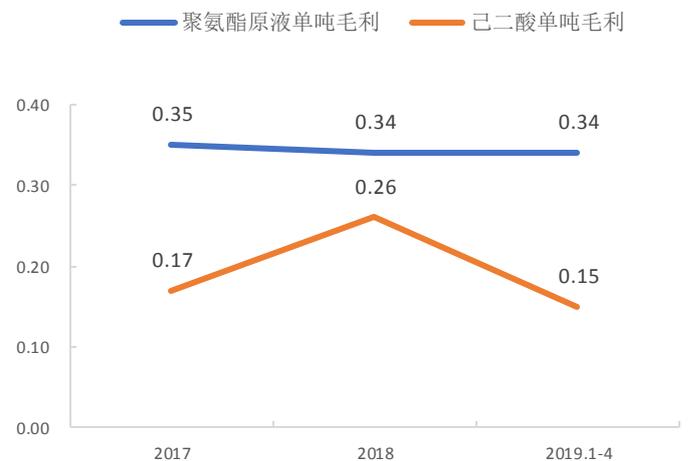
华峰新材己二酸毛利率处于行业领先地位。华峰新材己二酸在 2017 年、2018 年的毛利率分别为 20.2% 和 29.0%，甚至高于以管理优秀著称的华鲁恒升。华峰新材己二酸毛利率水平整体高于华鲁恒升，处于行业领先地位。华峰新材聚氨酯每吨毛利率 2017、2018 年及 2019 年 1-4 月维持在 3400 元/吨左右水平，聚氨酯原料有着极强的盈利稳定性，盈利的稳定住主要来自于公司极高的市占率以及对于产品的定价权，

图 24: 华峰新材己二酸毛利率处于行业领先地位



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 25: 聚氨酯原液、己二酸单吨毛利 (万元/吨)



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

盈利预测与投资建议

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 14.02、20.99 和 25.19 亿元，对应 EPS 分别为 0.33、0.49 和 0.59 元，当前股价对应 PE 分别为 18.8、12.6 和 10.5 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

表 15: 可比公司估值 (截止 2019 年 12 月 20 日收盘)

代码	公司	最新收盘价	EPS			PE		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
600309.SH	万华化学	53.09	3.88	3.41	3.99	13	16	13
600346.SZ	恒力石化	14.71	0.66	1.28	1.66	22	11	9
002064.SZ	华峰氨纶	6.02	0.33	0.49	0.59	18	12	10

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

风险提示

产品价格大幅波动, 产能建设进度低于预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	亨斯曼 (hun.n) : 创新驱动差异化打造全球聚氨酯和先进材料生产商	2019-11-21

资料来源: 东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2445	2658	8425	10141	10927	营业收入	4150	4436	13538	19308	21060
货币资金	202	685	2153	2324	2413	营业成本	3292	3422	10479	14970	16128
应收账款	433	443	1855	2539	2770	营业税金及附加	23	31	81	116	126
其他应收款	2	5	15	22	24	营业费用	83	89	271	386	421
预付款项	39	18	39	84	116	管理费用	263	160	677	965	1053
存货	615	718	2010	2871	3093	财务费用	69	50	246	274	282
其他流动资产	78	37	128	185	203	研发费用	85	170	187	206	227
非流动资产合计	3117	3281	7125	7685	8138	资产减值损失	37.61	58.41	55.00	60.00	20.00
长期股权投资	433	464	487	511	537	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2025	1794	4538	4744	4875	投资净收益	20.53	30.74	35.00	40.00	45.00
无形资产	304	298	304	313	322	加:其他收益	19.07	18.84	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	29	118	453	589	766	营业利润	421	505	1597	2390	2868
资产总计	5562	5938	15549	17826	19064	营业外收入	24.42	2.16	0.37	0.37	0.37
流动负债合计	1776	1481	8730	9991	10155	营业外支出	0.35	3.28	4.66	5.00	6.00
短期借款	748	406	2946	2824	2711	利润总额	445	504	1593	2386	2862
应付账款	469	700	2871	3691	3977	所得税	60	58	191	286	343
预收款项	43	72	58	58	58	净利润	385	445	1402	2099	2519
一年内到期的非流	201	125	125	125	125	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	386	656	824	1146	1502	归属母公司净利润	385	445	1402	2099	2519
长期借款	125	400	750	1074	1430	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2162	2137	9553	11137	11657	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	45.90%	6.89%	205.21%	42.62%	9.07%
实收资本(或股本)	1677	1677	4298	4298	4298	营业利润增长	-242.49%	19.78%	216.48%	49.65%	19.99%
资本公积	20	20	20	20	20	归属于母公司净利润	214.84%	49.76%	214.84%	49.76%	19.98%
未分配利润	1428	1820	3011	4795	6936	获利能力					
归属母公司股东权益	3400	3801	7684	9573	11840	毛利率(%)	20.67%	22.85%	22.60%	22.47%	23.42%
负债和所有者权益	5562	5938	15549	17826	19064	净利率(%)	9.29%	10.04%	10.35%	10.87%	11.96%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	6.27%	6.93%	7.50%	9.01%	11.78%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	11.34%	11.71%	18.24%	21.93%	21.27%
经营活动现金流	356	863	2694	3047	3321	偿债能力					
净利润	385	445	1402	2099	2519	资产负债率(%)	39%	36%	61%	62%	61%
折旧摊销	292.52	578.97	679.46	806.93	956.74	流动比率	1.38	1.79	0.97	1.02	1.08
财务费用	69	50	246	274	282	速动比率	1.03	1.31	0.73	0.73	0.77
应收账款减少	-5	-10	-1411	-685	-230	营运能力					
预收账款增加	-27	-21	-14	0	0	总资产周转率	0.76	0.77	1.26	1.16	1.14
投资活动现金流	-65	-173	-1387	-1395	-1392	应收账款周转率	10	10	12	9	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.40	7.59	7.58	5.88	5.49
长期股权投资减少	-21	-31	-23	-24	-26	每股指标(元)					
投资收益	21	31	35	40	45	每股收益(最新摊)	0.23	0.27	0.33	0.49	0.59
筹资活动现金流	-362	-207	675	-284	-291	每股净现金流(最)	-0.04	0.29	0.46	0.32	0.38
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新)	2.03	2.27	1.79	2.23	2.75
长期借款增加	0	0	350	325	356	估值比率					
普通股增加	0	0	2621	0	0	P/E	26.65	22.70	18.80	12.55	10.46
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.02	2.70	3.43	2.75	2.23
现金净增加额	-71	483	1982	1368	1638	EV/EBITDA	14.24	9.28	11.08	8.07	6.86

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：罗四维

东兴证券化工行业首席分析师，能源与材料大组组长，清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验，多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

研究助理：洪翀

美国化学学硕士，曾在 Occidental Chemical Corporation（西方石油）工作多年。2018 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司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。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。