

# 科创板系列报告（二）之新材料篇： 以海外材料公司分拆上市为借鉴

## ——基础化工行业深度报告

2019年03月27日

看好/维持

基础化工 | 深度报告

### 投资摘要：

科创板将为A股已上市新材料公司增加分拆上市的机会。根据最新颁布的科创板规定：达到一定规模的上市公司，可以依据法律法规、中国证监会和交易所所有规定，分拆业务独立、符合条件的子公司在科创板上市。

目前已上市新材料公司业务板块之间相关性较弱、业务相对独立利润较好的子公司分拆上科创板相对容易。A股的化工及新材料企业存在分拆子公司的方式登录科创板，解决融资难的问题。

为对国内拟在科创板上市的新材料公司的估值体系进行研究，我们特将目光转向海外市场，探讨海外分拆上市的新材料公司的背景、规模、盈利、估值，希望能为国内市场提供借鉴。

我们选取了5家典型公司进行研究。这些公司均为近几年分拆上市的海外材料公司，前身均为化工行业龙头公司的材料部门。这5家公司分别为：COVESTRO 科思创（原全球化工巨头拜耳的材料科学部门）、CHEMOURS 科慕（原全球化工巨头杜邦的高性能化学品事业部）、VERSUM MATERIALS 慧瞻材料（原美国空气产品公司的电子化工材料部门）、GRACE 格雷斯（原美国高性能特种化学品和材料制造商 Grace 的催化剂和材料技术业务部门）、Ingevity 英杰维特（原美国包装巨头 Westrock 的特种化学品部门）。

### 我们主要研究结论如下：

- 对于产品处于成熟期、毛利率处于合理水平的材料公司，可综合参考使用 P/E、P/B、P/S 估值，市场给予的估值水平较低，如 COVESTRO 科思创、CHEMOURS 科慕。
- 对于公司市值较小、产品毛利率较高的公司，可参考使用 P/E 估值，不适用 P/B、P/S 估值，如 VERSUM MATERIALS 慧瞻材料、GRACE 格雷斯、INGEVITY 英杰维特。

**投资策略：**科创板点燃国内企业分拆上市热情。国内新材料上市公司分拆登录科创板有望带来估值重构。建议关注目前估值合理、市值较小、并且存在多个业务相关性不强子公司的新材料上市企业。

**风险提示。**部分新材料行业可比公司较少，较难采用相对估值方法。

### 刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

### 张明烨

0755-82832017

zhang\_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

### 研究助理：

### 罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

### 洪翀

010-66554012

HONGCHONG@dxzq.net.cn

### 徐昆仑

010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

### 行业基本资料

### 占比%

股票家数	287	8.0%
重点公司家数	-	-
行业市值	19853.43 亿元	3.29%
流通市值	14294.23 亿元	3.26%
行业平均市盈率	17.6	/
市场平均市盈率	16.19	/

### 行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

## 目 录

1. 投资要点.....	4
2. 海外新材料公司分拆上市的借鉴 .....	5
2.1 Covestro 科思创 .....	5
2.2 Chemours 科慕.....	8
2.3 Versum Materials 慧瞻材料 .....	10
2.4 Grace 格雷斯 .....	13
2.5 Ingevity 英杰维特.....	15
3. 国内新材料上市公司分拆登录科创板有望带来估值重构 .....	18
4. 风险提示.....	18

## 插图目录

图 1：5 家海外拆分上市的材料公司概况（数据截止 2019 年 3 月 25 日） .....	5
图 2：Covestro 历年营收 .....	6
图 3：Covestro 历年净利润 .....	6
图 4：Covestro 历年利润率 .....	6
图 5：Covestro 历年资产及所有者权益 .....	6
图 6：Covestro 历年现金流 .....	7
图 7：Covestro 历年现金流/净利润 .....	7
图 8：Covestro 分拆上市至今股价走势 .....	7
图 9：Covestro 历史 P/E 走势 .....	7
图 10：Covestro 历史 P/B 走势 .....	7
图 11：Covestro 历史 P/S 走势 .....	7
图 12：Chemours 历年营收.....	8
图 13：Chemours 历年净利润.....	8
图 14：Chemours 历年利润率.....	9
图 15：Chemours 历年资产及所有者权益.....	9
图 16：Chemours 历年现金流.....	9
图 17：Chemours 历年现金流/净利润 .....	9
图 18：Chemours 分拆上市至今股价走势.....	10
图 19：Chemours 历史 P/E 走势 .....	10
图 20：Chemours 历史 P/B 走势 .....	10
图 21：Chemours 历史 P/S 走势 .....	10
图 22：Versum 历年营收.....	11
图 23：Versum 历年净利润.....	11

图 24: Versum 历年利润率.....	11
图 25: Versum 历年资产及所有者权益.....	11
图 26: Versum 历年现金流.....	12
图 27: Versum 历年现金流/净利润.....	12
图 28: Versum 分拆上市至今股价走势.....	12
图 29: Versum 历史 P/E 走势.....	12
图 30: Versum 历史 P/B 走势.....	13
图 31: Versum 历史 P/S 走势.....	13
图 32: Grace 历年营收.....	13
图 33: Grace 历年净利润.....	13
图 34: Grace 历年利润率.....	14
图 35: Grace 历年资产及所有者权益.....	14
图 36: Grace 历年现金流.....	14
图 37: Grace 历年现金流/净利润.....	14
图 38: Grace 分拆上市至今股价走势.....	15
图 39: Grace 历史 P/E 走势.....	15
图 40: Grace 历史 P/B 走势.....	15
图 41: Grace 历史 P/S 走势.....	15
图 42: Ingevity 历年营收.....	16
图 43: Ingevity 历年净利润.....	16
图 44: Ingevity 历年利润率.....	16
图 45: Ingevity 历年资产及所有者权益.....	16
图 46: Ingevity 历年现金流.....	16
图 47: Ingevity 历年现金流/净利润.....	16
图 48: Ingevity 分拆上市至今股价走势.....	17
图 49: Ingevity 历史 P/E 走势.....	17
图 50: Ingevity 历史 P/B 走势.....	17
图 51: Ingevity 历史 P/S 走势.....	17

## 1. 投资要点

新材料是科创板重点扶持的六大领域之一。为对国内拟在科创板上市的新材料公司的估值体系进行研究，我们特将目光转向海外市场，探讨海外上市的新材料公司的背景、规模、盈利、估值，希望能为国内市场提供借鉴。

海外上市的新材料公司众多，市值分化较大。我们选取了一个细分领域——分拆上市，来研究新材料公司分拆上市之后的业绩和估值情况。

我们选取了 5 家典型公司进行研究。这些公司均为近几年分拆上市的海外材料公司，前身均为化工行业龙头公司的材料部门。这 5 家公司分别为：COVESTRO 科思创（原全球化工巨头拜耳的材料科学部门）、CHEMOURS 科慕（原全球化工巨头杜邦的高性能化学品事业部）、VERSUM MATERIALS 慧瞻材料（原美国空气产品公司的电子化工材料部门）、GRACE 格雷斯（原美国高性能特种化学品和材料制造商 Grace 的催化剂和材料技术业务部门）、Ingevity 英杰维特（原美国包装巨头 Westrock 的特种化学品部门）。

我们主要研究结论如下：

- 对于产品处于成熟期、毛利率处于合理水平的材料公司，可综合参考使用 P/E、P/B、P/S 估值，市场给予的估值水平较低，如 COVESTRO 科思创、CHEMOURS 科慕。
- 对于公司市值较小、产品毛利率较高的公司，可参考使用 P/E 估值，不适用 P/B、P/S 估值，如 VERSUM MATERIALS 慧瞻材料、GRACE 格雷斯、INGEVITY 英杰维特。

**图 1：5 家海外拆分上市的材料公司概况（数据截止 2019 年 3 月 25 日）**

公司	股票代码	公司情况	分拆前所属公司	分拆上市日期	交易所	市值	分拆上市至今			当前估值水平			2018年 毛利率
							业绩表现	估值表现	上市至今 股价涨幅	P/E	P/B	P/S	
COVESTRO 科思创	1COV.F	原拜耳的材料科学部门，在聚氨酯原料（MDI、TDI、聚醚多元醇等）、聚碳酸酯（PC）等领域拥有全球领先地位。	拜耳（全球化工巨头）	2015/10/6	法兰克福证券交易所	93亿欧元	较快增长	逐渐回落	74%	4.76	1.79	0.68	32%
CHEMOURS 科慕	CC.N	原杜邦的高性能化学事业部门，在钛白科技、氟产品和特殊化学品领域拥有领先的市场地位。	杜邦（全球化工巨头）	2015/6/19	纽约证券交易所	61亿美元	甩掉历史包袱，业绩先抑后扬	业绩步入正轨后估值持续回落	84%	6.14	6.02	0.92	30%
VERSUM MATERIALS 慧瞻材料	VSM.N	原Air Products的电子化工材料部门，是全球电特材料龙头。	空气产品公司（世界领先的工业气体公司）	2016/9/19	纽约证券交易所	54亿美元	稳步增长	整体波动幅度不大	102%	22.59	23.47	3.92	43%
GRACE 格雷斯	GRAN	原Grace的催化剂和材料技术业务部门，主要产品为催化剂等。	Grace（美国高性能特种化学品和材料制造商）	2016/1/26	纽约证券交易所	52亿美元	业绩先抑后扬	整体波动不大	21%	30.59	15.49	2.65	40%
INGEVITY 英杰维特	NGVT.N	原Westrock的特种化学品部门，主要产品包括活性炭、沥青添加剂、林产/油田化学品等。	Westrock（美国包装巨头）	2016/5/2	纽约证券交易所	44亿美元	较快增长	略有回落	353%	26.22	13.09	3.91	37%

资料来源：Bloomberg, Wind, 东兴证券研究所

## 2. 海外新材料公司分拆上市的借鉴

### 2.1 Covestro 科思创

Covestro 原为拜耳材料科技股份有限公司，是拜耳的材料科学部门。2014 年 9 月，拜耳集团将材料部门彻底剥离，成立一个独立的法人实体，命名为“科思创”。2015 年 9 月，科思创正式更名，10 月 6 日在德国法兰克福证交所上市。

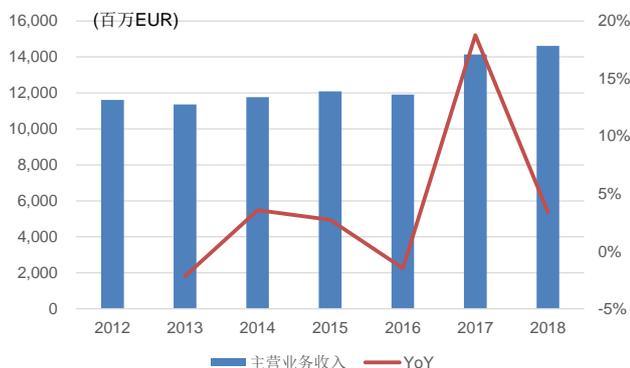
Covestro AG（科思创）是全球最大的聚合物公司之一，总部位于德国勒沃库森，其主要业务包括聚氨酯原料（MDI、TDI、聚醚多元醇等）、聚碳酸酯（PC）、涂料、粘合剂、特殊化学品（CAS）原料的生产和销售，其产品主要应用于汽车、建筑、家具、电子电气、运动休闲等领域。Covestro 在全球约有 16800 名员工，拥有遍布全球的 30 个生产基地，其中 8 个拥有世界级规模的生产设施。在许多核心领域，Covestro 服务的公司超过 11000 家。

分拆上市后业绩释放活力。自 2015 年拆分上市以来，Covestro 业绩持续攀升，2016、

2017年净利润、利润率均迎来翻倍增长，近3年毛利率均在30%左右。2018年，Covestro 销售收入增长3.4%至146亿欧元，EBITDA为32亿欧元，核心业务增长1.6%，净利润为18亿欧元，自由运营现金流为17亿欧元，投入资本回报率(ROCE)为29.5%，远高于多年平均水平。

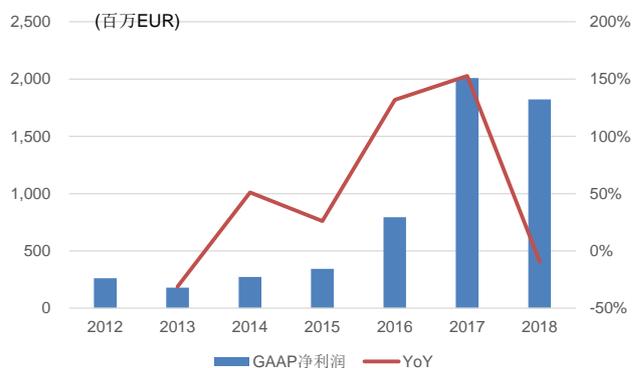
分拆上市后估值逐渐回落。自2015年分拆上市以来，Covestro 股价稳步上涨，在2018年初达到历史高点，是IPO价格的3.5倍，随后一路下跌，目前股价较IPO价格接近翻倍，市值达到93亿欧元。估值方面，P/E最高时达到2017年初的45倍，随后逐渐回落至目前的5倍左右；P/B持续回落至目前的1.8倍左右；P/S持续回落至目前的0.7倍左右。

图 2: Covestro 历年营收



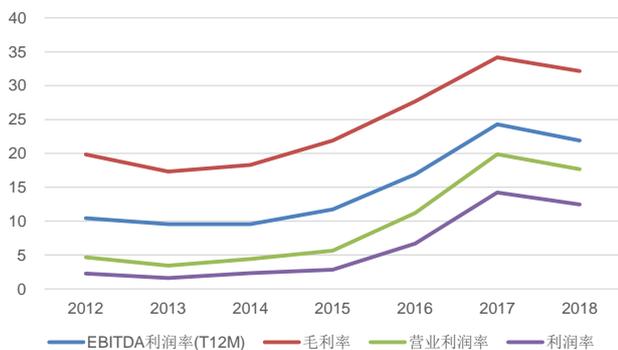
资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 3: Covestro 历年净利润



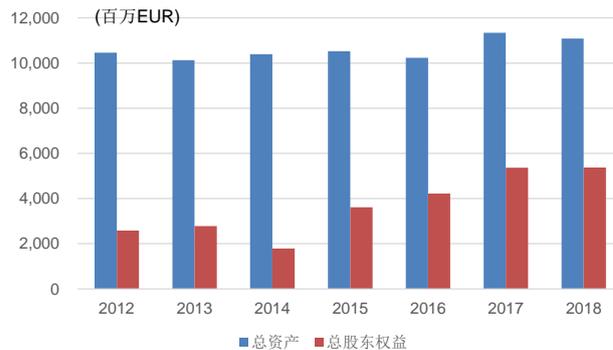
资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 4: Covestro 历年利润率



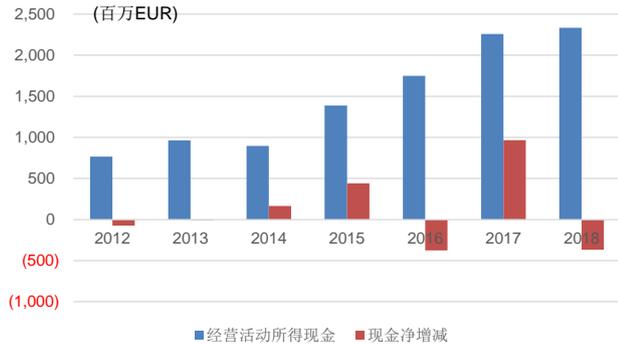
资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 5: Covestro 历年资产及所有者权益



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 6：Covestro 历年现金流



资料来源：Bloomberg, 东兴证券研究所

图 7：Covestro 历年现金流/净利润



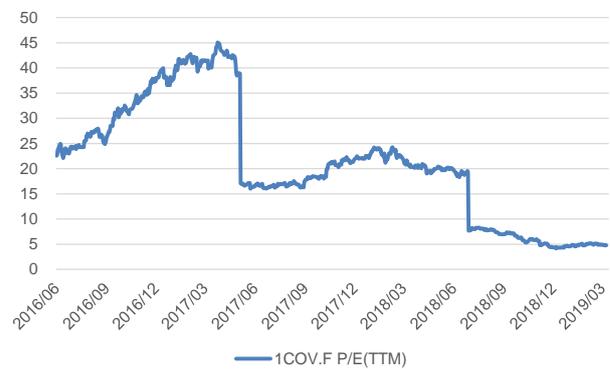
资料来源：Bloomberg, 东兴证券研究所

图 8：Covestro 分拆上市至今股价走势



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 9：Covestro 历史 P/E 走势



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 10：Covestro 历史 P/B 走势

图 11：Covestro 历史 P/S 走势



资料来源：Wind，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2.2 Chemours 科慕

Chemours（科慕）由原杜邦高性能化学品和钛白粉两个事业部主要构成，于 2015 年 6 月正式从杜邦公司拆分，成为一家独立运营的公司，并于 2015 年 6 月 19 日在纽交所上市。

Chemours 是全球领先的高性能化学品生产企业，在钛白科技、氟产品和特殊化学品领域拥有领先的市场地位。公司产品包括钛白粉、制冷剂、氟聚合物、氟橡胶等，拥有多个誉满全球、业界知名的产品品牌。Chemours 在全球建有 55 座工厂和实验室，员工超过 8000 名，服务全球 130 多个国家和地区的客户。公司钛白粉产能全球最大，是钛白粉市场第一品牌；公司氟聚合物产品市场份额第一；公司的制冷剂系列产品引领行业，持续推动制冷剂替代升级，全球供应能力首屈一指。

**分拆上市后甩掉历史包袱，业绩先抑后扬。**由于分拆前有较多的环保诉讼问题，Chemours 在分拆上市后的头两年（2015~2016 年）收入和净利润持续下滑。随着分拆后公司专注提高环境保护水平，与政府的诉讼也在和解，公司的盈利能力不断增强，2017~2018 年公司盈利持续提升。2018 年，Chemours 销售收入增长 7%至 66 亿美元，净利润增长 33%至 10 亿美元，毛利率也提升至近 30%。

**业绩步入正轨后估值持续回落。**由于杜邦分拆的主要目的是甩掉对环境影响巨大的产品包袱，导致 Chemours 上市的头一年，股价从 20 美元一路跌至 3 美元，随着投资者对公司的认可度提高，公司股价随后持续攀升至 2017 年下半年的 55 美元，近半年保持在 30~40 美元的区间。估值方面，自 2017 年公司业绩步入增长正轨后，公司估值逐步回落，目前 P/E 在 6.5 倍左右，P/B 在 6 倍左右，P/S 在 1 倍左右。

图 12：Chemours 历年营收

图 13：Chemours 历年净利润



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所



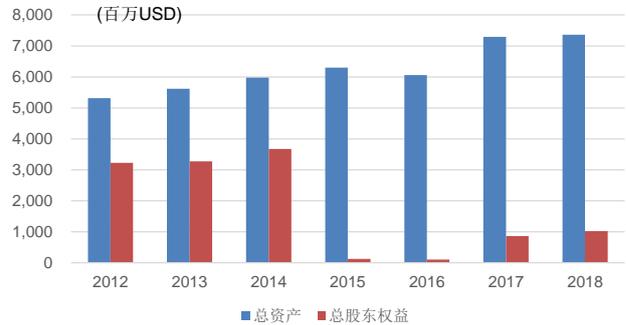
资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 14: Chemours 历年利润率



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 15: Chemours 历年资产及所有者权益



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 16: Chemours 历年现金流

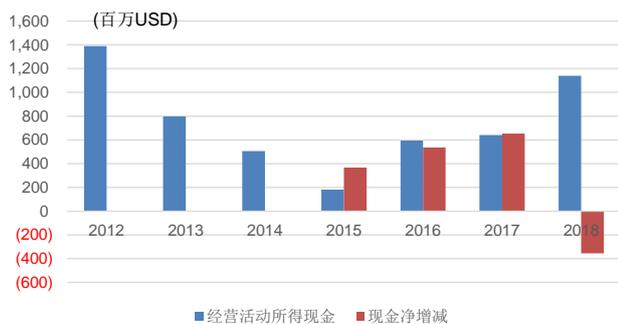
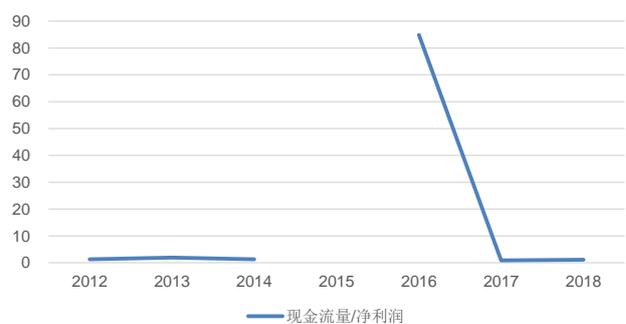


图 17: Chemours 历年现金流量/净利润



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

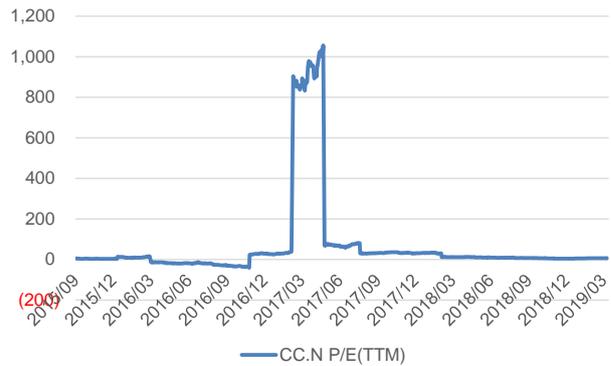
图 18：Chemours 分拆上市至今股价走势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

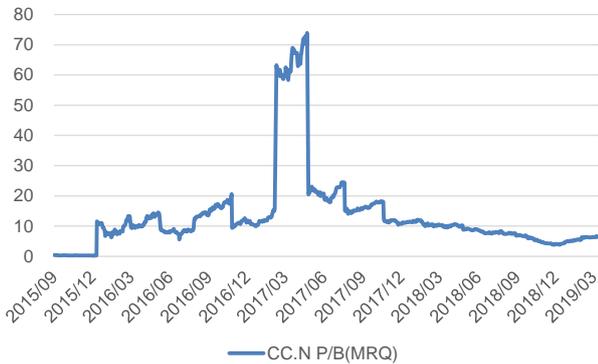
资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 19：Chemours 历史 P/E 走势



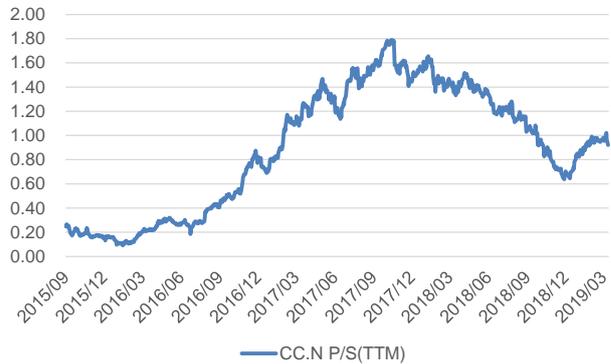
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 20：Chemours 历史 P/B 走势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 21：Chemours 历史 P/S 走势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 2.3 Versum Materails 慧瞻材料

Versum Materails（慧瞻材料）曾是美国 Air Products（空气产品公司）旗下的电子化工材料部门，于 2015 年从 Air Products 分拆独立营运，并于 2016 年 9 月 19 日在纽交所上市。

Versum Materails 是国际电特材料龙头，开发新型 CMP 浆料、超薄电介质、金属薄膜前驱体、合成清洁剂及蚀刻材料等产品，在技术和品质方面具有领先优势。公司特种气体产品覆盖了半导体生产 7 个关键环节中的 6 个，在产品覆盖度方面居于全球领

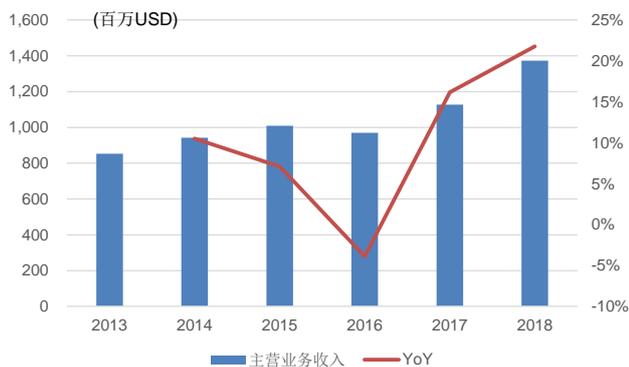
先地位。公司目前拥有约 2200 名员工，在亚洲和北美拥有 12 座主要生产设施，拥有 7 个研发中心，约 400 项美国专利和 1200 项外国专利。

Versum Materails 于 2019 年 1 月宣布与化学公司 Entegris Inc. 合并，Entegris 市值 44 亿美元。这两家公司均为为半导体行业提供关键部件的化学公司，若两家公司合并，将打造一家现有市值接近 80 亿美元的公司，成为半导体行业和其他高科技行业的顶级特种材料公司，为半导体及其他高科技行业生产过程所使用的净化、保护和运输材料提供相关产品。

德国 Merck(默克)集团于 2019 年 2 月 27 日表示，拟全现金收购 Versum Materails，估值 59 亿美元，较 Versum/Entegris 合并公告发布前 Versum 的收盘价溢价 52%，较其 2 月 26 日的收盘价溢价 16%。目前 Versum 董事会对默克集团的收购提议正式回绝，但默克集团表示仍致力于收购 Versum。

**分拆上市后业绩稳步增长。**自 2016 年分拆上市，Versum 销售收入 2017~2018 年平均增速约 20%，净利润在 2017 年有所下滑、在 2018 年小幅反弹，毛利率小幅下滑、但仍保持在 40% 以上的较高水平。2018 年，公司销售收入增长 22% 至 14 亿美元，净利润增长 2% 至 2 亿美元，毛利率 43%。

**分拆上市后估值整体波动幅度不大。**Versum 上市以来，股价持续上涨，目前录得翻倍的涨幅。估值方面，P/E 整体在 20 倍左右的区间波动；P/B 由 2018 年中的 50 倍左右逐渐回落至目前的 20 倍左右；P/S 整体在 3 倍左右的区间波动。

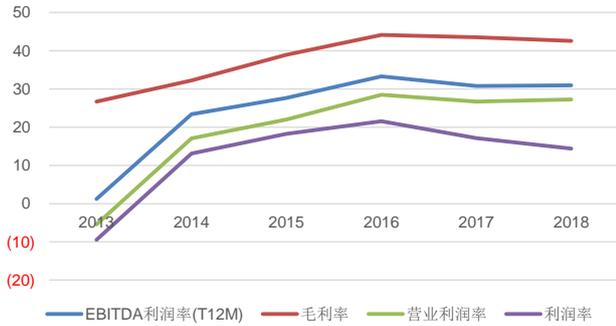
**图 22: Versum 历年营收**


资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

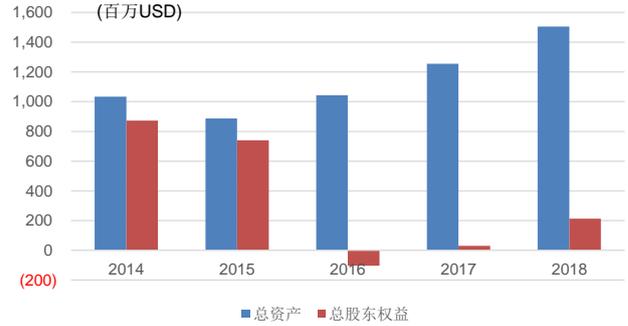
**图 23: Versum 历年净利润**


资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

**图 24: Versum 历年利润率**
**图 25: Versum 历年资产及所有者权益**

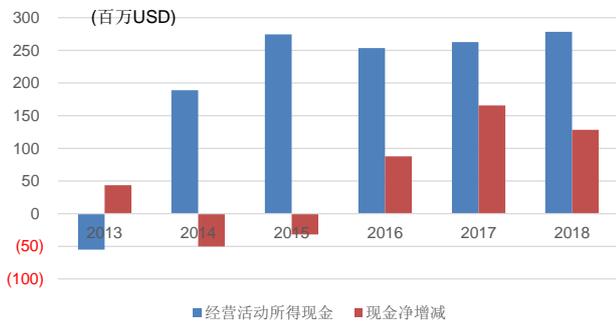


资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 26: Versum 历年现金流



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 27: Versum 历年现金流/净利润



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 28: Versum 分拆上市至今股价走势



图 29: Versum 历史 P/E 走势

资料来源：Wind，东兴证券研究所

**图 30：Versum 历史 P/B 走势**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

资料来源：Wind，东兴证券研究所

**图 31：Versum 历史 P/S 走势**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2.4 Grace 格雷斯

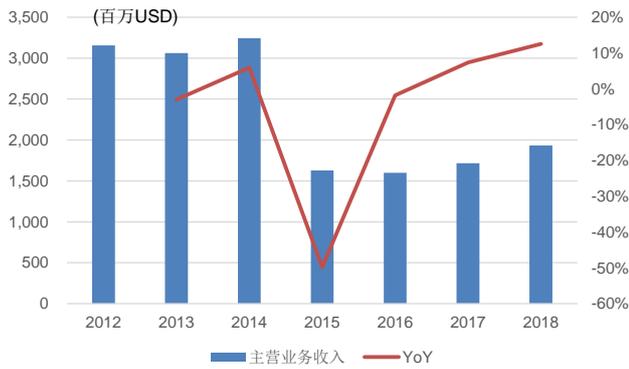
Grace（格雷斯）是美国高性能特种化学品和材料制造商，于 2015 年宣布将公司分拆为 2 个独立公司，其中公司的催化剂和材料技术仍然留在 Grace，公司的建筑产品业务和包装业务另成立一家新公司 GCP Applied Technologies。剥离的 GCP 于 2016 年 1 月 26 日在纽交所上市。

Grace 致力于全球范围内特种化学品和专用材料的生产与销售，并专业提供探索科技、工程材料、催化剂和炼油技术。公司于 2017 年收购了 Evonik 牙科二氧化硅和 Huber 消泡剂二氧化硅生产线，于 2018 年收购了 Albemarle Corporation 聚烯烃催化剂业务的资产。

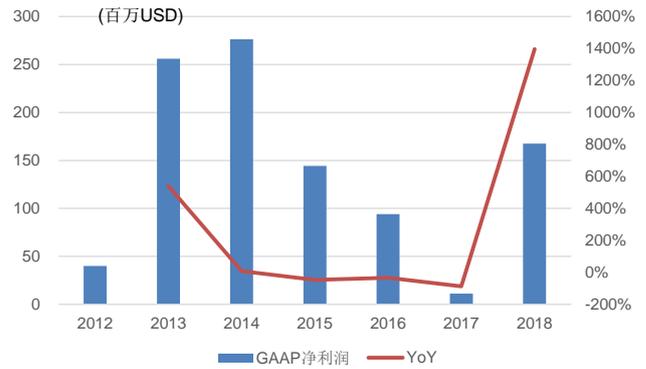
**分拆上市后业绩先抑后扬。**公司 2015 年将 GCP 剥离后，销售收入和 EBITDA 基本平稳增长，但净利润波动较大，主因部分非经常性损益，2016~2018 年净利润水平先抑后扬。2018 年，公司销售收入增长 13% 至 19 亿美元，净利润恢复至 1.7 亿美元，毛利率约 40%。

**估值整体波动不大。**由于 Grace 是原有上市公司主体，将 GCP 剥离后 Grace 股价整体波动不大。估值方面，剔除非正常波动外，P/E 基本保持在 30 倍左右；P/B 基本保持在 15 倍左右；P/S 基本保持在 2.5 倍左右。

**图 32：Grace 历年营收**
**图 33：Grace 历年净利润**

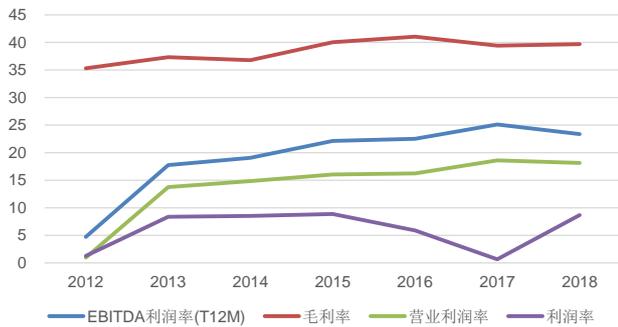


资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所



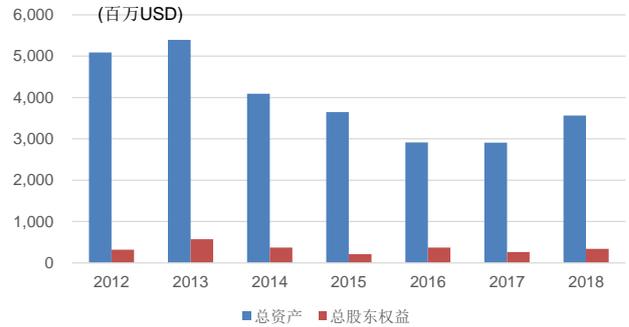
资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 34: Grace 历年利润率



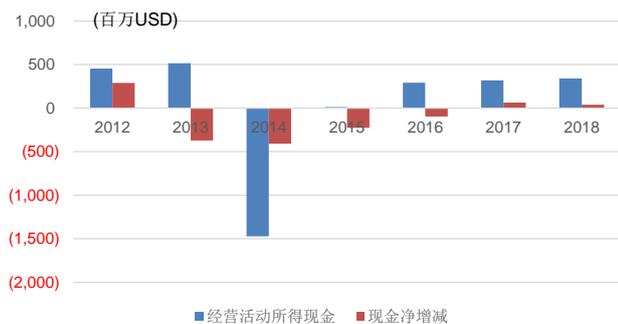
资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 35: Grace 历年资产及所有者权益



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

图 36: Grace 历年现金流

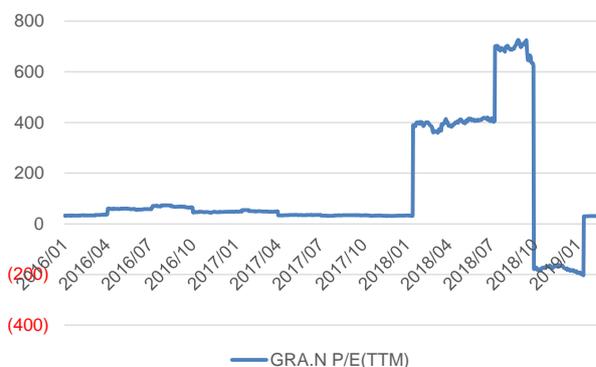


资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

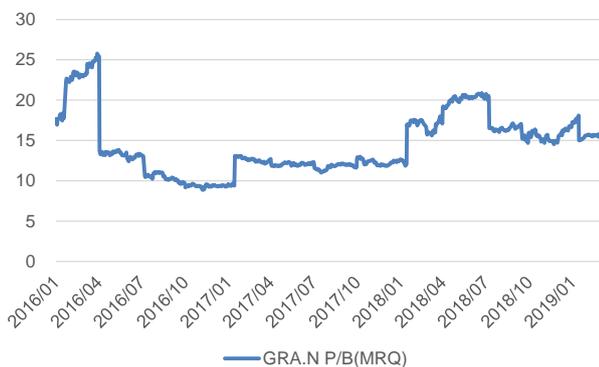
**图 38：Grace 分拆上市至今股价走势**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

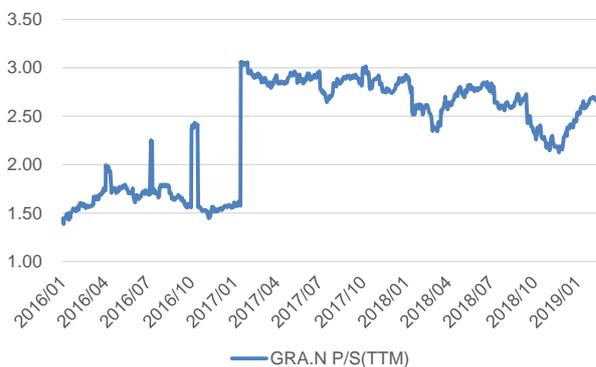
资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

**图 39：Grace 历史 P/E 走势**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

**图 40：Grace 历史 P/B 走势**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

**图 41：Grace 历史 P/S 走势**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2.5 Ingevity 英杰维特

Ingevity（英杰维特）是美国包装巨头 Westrock 的特种化学品部门，作为一家独立的公司于 2016 年 5 月 2 日在纽交所上市。

Ingevity 主要产品包括活性炭、沥青添加剂、林产化学品、油田化学品等。公司于 2019 年 2 月宣布完成收购全球特种化学品的领导者 Perstorp（瑞典柏斯托）的己内酯部门，交易价格 5.8 亿欧元（折合 6.5 亿美元）。

分拆上市后业绩较快增长。自 2016 年分拆上市，Ingevity 收入、净利润、利润率均

取得较高的增长。2018年，公司销售收入增长17%至11亿美元，净利润增长34%至1.7亿美元，毛利率增长3ppt至37%，EBITDA利润率增长3.5ppt至27%。

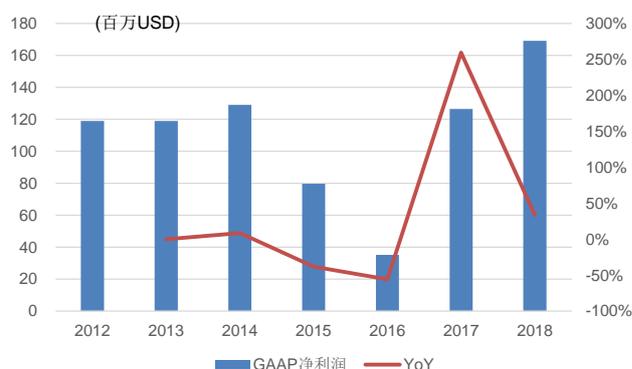
分拆上市后估值略有回落。自分拆上市起，Ingevity股价一路攀升，累计涨幅约4.5倍。估值方面，P/E逐渐回落，目前在20~30倍的区间；P/B回落至10~15倍的区间；P/S不断提升，目前在4倍左右的区间。

图 42: Ingevity 历年营收



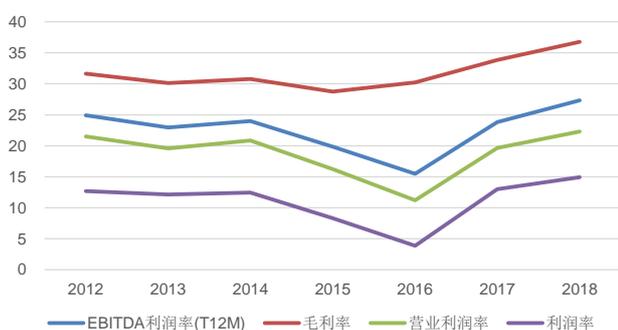
资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

图 43: Ingevity 历年净利润



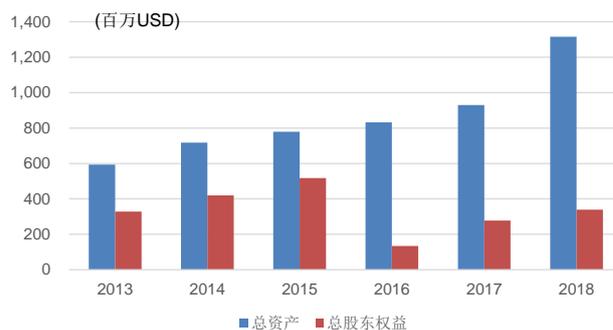
资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

图 44: Ingevity 历年利润率



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

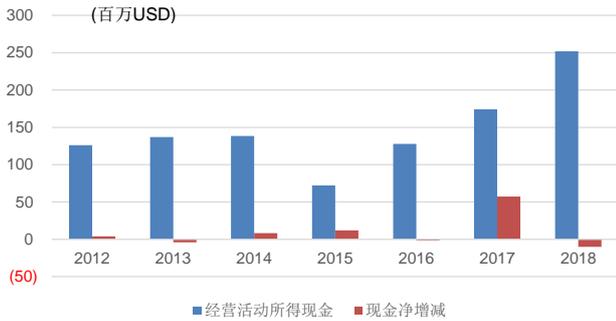
图 45: Ingevity 历年资产及所有者权益



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

图 46: Ingevity 历年现金流

图 47: Ingevity 历年现金流/净利润



资料来源：Bloomberg, 东兴证券研究所



资料来源：Bloomberg, 东兴证券研究所

图 48: Ingevity 分拆上市至今股价走势



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 49: Ingevity 历史 P/E 走势



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 50: Ingevity 历史 P/B 走势



敬请参阅报告结尾处的免责声明

图 51: Ingevity 历史 P/S 走势



东方财智 兴盛之源

资料来源：Wind，东兴证券研究所

资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 3. 国内新材料上市公司分拆登录科创板有望带来估值重构

科创板将为 A 股已上市新材料公司增加分拆上市的机会。根据最新颁布的科创板规定：达到一定规模的上市公司，可以依据法律法规、中国证监会和交易所有关规定，分拆业务独立、符合条件的子公司在科创板上市。

目前已上市新材料公司业务板块之间相关性较弱、业务相对独立、利润较好的子公司分拆上科创板相对容易。A 股的化工及新材料企业存在分拆子公司的方式登录科创板，解决融资难的问题。

估值方面，由于我们报告中所讨论的公司已经上市，资本市场已进行了定价，因此我们建议拆分出的子公司可综合采用 P/E、P/B、P/S 等相对估值法。借鉴海外经验，对于产品处于成熟期、毛利率处于合理水平的公司，可综合参考使用 P/E、P/B、P/S 估值；对于公司市值较小、产品毛利率较高的公司，可参考使用 P/E 估值。

### 4. 风险提示

部分新材料行业可比公司较少，较难采用相对估值方法。

## 分析师简介

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

### 张明辉

清华大学化学工程学士、工业催化与反应工程硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 罗四维

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。

### 洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年海外化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

### 徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月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。