

研究所

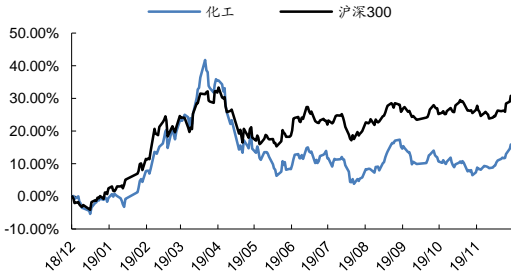
证券分析师:  
021-68591581  
联系人:  
021-60338172

代鹏举 S0350512040001  
daipj@ghzq.com.cn  
卢昊 S0350118050025  
luh@ghzq.com.cn

## 产能扩张期中的弱反弹，布局白马和新材料

### ——2020年化工行业投资策略

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
化工	7.6	0.8	13.6
沪深300	3.1	3.0	28.7

相关报告

《化工行业2019年中期投资策略：产业格局重塑，关注一体化精细化工龙头及新材料》——2019-07-03

《化工行业专题报告：中美贸易摩擦下，光刻胶国产化有望加速》——2019-06-04

《化工行业2018年报及2019一季报总结：2018业绩前高后低，2019Q1环比上升，子行业继续分化》——2019-05-08

《江苏省化工新政解读及投资策略研究：“黑天鹅”时代来临，安监环保风暴下的一体化龙头价值重估》——2019-04-08

《盐城响水园区爆炸事件点评报告：短期利好染料龙头，长期关注政策影响下的行业园区化发展》——2019-03-22

### 投资要点：

- **2020年是产能扩张期中的弱反弹。**2019年出口和汽车需求疲软，行业PPI持续下行，行业整体景气度低迷，2020年需求端在三重利好作用下有望复苏：去杠杆周期结束、库存在低位、房地产后周期。供给端下游基础化工受安全环保政策影响，产能投放期拉长，预计2020年下半年是产能扩张高峰，因此2020年只能是产能扩张期中的弱反弹。
- **白马和新材料依然是市场主线。**2019年海外资金进入A股，优质白马享受了估值溢价，新材料则受益于技术突破和国产替代，也有良好的表现。价值投资逐步成为市场的主流，我们认为2020年这一趋势会持续。
- **投资方向之一：优质白马。**聚氨酯明年需求端受益于房地产后周期，供给端聚氨酯原料MDI新增产能有限，我们首推一体化龙头**万华化学(600309)**；农药行业今年价格普跌，主导因素是库存高位出货，明年低库存叠加北美转基因作物市场复苏，需求端利好麦草畏等农药品种，且马太效应下，优质龙头在专利到期和创制品种的扩张空间较大我们看好**扬农化工(600486)**。
- **投资方向之二：新材料。**国内碳纤维行业已经突破了0到1的技术壁垒，现阶段军用市场比民用更加关键，我们看好在国内军用和民用风电两个市场领跑的**光威复材(300699)**；半导体行业先行指标北美半导体设备出货量4季度已经转正，预期行业明年2、3季度复苏，利好上游半导体材料，综合技术水平和研发实力，我们推荐**南大光(300346)**和**昊华科技(600378)**；OLED产能明后年是集中投放期，利好OLED材料龙头**万润股份(002643)**。
- **行业评级及投资策略。**化工行业处于产能扩张期，景气度总体下行，但2020年需求转暖行业大概率弱复苏，部分细分领域存在结构性机会。我看好优质白马和新材料产业的投资机会，**维持行业“中性”评级。**
- **风险提示：**1)原油价格波动，可能会对公司盈利和行业景气度造成较大影响；2)下游需求不及预期；3)中美贸易摩擦；4)安全和生

产环保风险；5) 推荐公司业绩不达预期。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-12-19 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
002643.SZ	万润股份	14.18	0.49	0.6	0.72	28.94	23.63	19.69	买入
300346.SZ	南大光电	14.27	0.19	0.3	0.44	75.11	47.57	32.43	买入
300699.SZ	光威复材	42.0	1.02	1.0	1.18	41.18	42.0	35.59	买入
600309.SH	万华化学	52.3	3.88	3.4	3.99	13.48	15.38	13.11	买入
600378.SH	昊华科技	18.98	0.63	0.68	0.75	30.13	27.91	25.31	买入
600486.SH	扬农化工	61.17	2.89	3.59	3.92	21.17	17.04	15.6	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：万华化学盈利预测取自万得一致预期）

## 内容目录

1、 2019年回顾：行业迈入低谷，市场主线清晰 .....	5
1.1、 需求疲软，行业景气度下行 .....	5
1.2、 市场主线：白马不动如山，新材料风水轮转 .....	8
2、 2020年：产能扩张期的弱复苏 .....	10
2.1、 需求：政策拐点+库存复苏有望提振需求、关注房地产市场 .....	10
2.2、 供给：下半年进入产能扩张高峰 .....	12
3、 投资策略：当下布局优质白马和新材料 .....	13
3.1、 聚氨酯：受益于需求复苏 .....	13
3.2、 农化：自下而上选择优质个股 .....	14
3.3、 碳纤维材料：优质赛道，关注军用市场放量 .....	15
3.4、 半导体材料：景气度复苏，关注核心技术 .....	17
3.5、 OLED材料：进入产品放量期 .....	17
4、 行业评级及投资策略 .....	19
5、 重点推荐个股 .....	20
5.1、 万华化学（600309） .....	20
5.2、 扬农化工（600486） .....	20
5.3、 光威复材（300699） .....	21
5.4、 南大光电（300346） .....	21
5.5、 昊华科技（600378） .....	22
5.6、 万润股份（002643） .....	23
6、 风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1: 工业出口交货值同比增速 .....	5
图 2: 化工品出口交货值同比增速 .....	5
图 3: 各国 PMI 指数 .....	5
图 4: 房地产新开工面积、销售面积和竣工面积。 .....	6
图 5: 汽车产量同比增速 .....	6
图 6: 服装零售额同比增速 .....	6
图 7: 化工行业 PPI 指数 .....	7
图 8: 万华化学历史 PE .....	9
图 9: 扬农化工历史 PE .....	9
图 10: 工业整体的资产负债率 .....	10
图 11: 2012-2019 化工行业存货和同比增速 .....	10
图 12: 化工行业整体开工率 .....	11
图 13: 化工出口价格指数 .....	11
图 14: 上市公司资本开支增速 (剔除炼化) .....	13
图 15: 聚合 MDI 价格 .....	13
图 16: 纯 MDI 价格 .....	13
图 17: TDI 价格 .....	14
图 18: 纯苯价格 .....	14
图 19: 先正达库存 .....	15
图 20: 纽发姆库存 .....	15
图 21: 中国历年国防开支预算 .....	16
图 22: 北美半导体设备销售和全球半导体销售额同比增速对比 .....	17
表 1: 19 年 2、3 季度化工各个板块营收和利润情况 .....	7
表 2: 100 亿市值以下的公司涨幅排名 (市值取 11 月份最后一个交易日) .....	8
表 3: 100 亿以上市值涨幅排名 .....	9
表 4: 部分上市农药公司投产项目统计 .....	15
表 5: 中国大陆新增 6 代柔性 OLED 产能统计 .....	17

# 1、2019 年回顾：行业迈入低谷，市场主线清晰

## 1.1、需求疲软，行业景气度下行

2019 年整体需求疲软。出口方面，工业出口交货值和化工出口交货值同比均出现下滑，特别是下半年下半年地非常厉害。这一点从 PMI 数据也可以印证，主要经济体下半年的制造业 PMI 指数下半年整体下跌，特别是美国，11 月的 PMI 指数降到了 48.1，是 2016 年以来的新低。

图 1：工业出口交货值同比增速

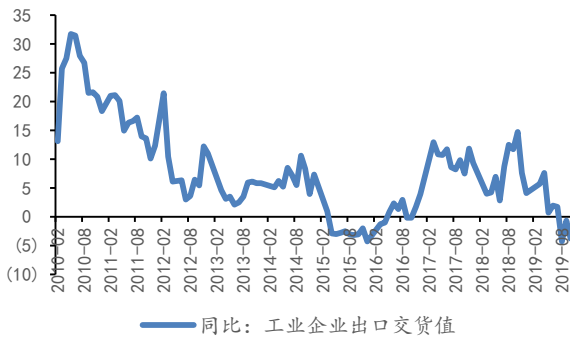
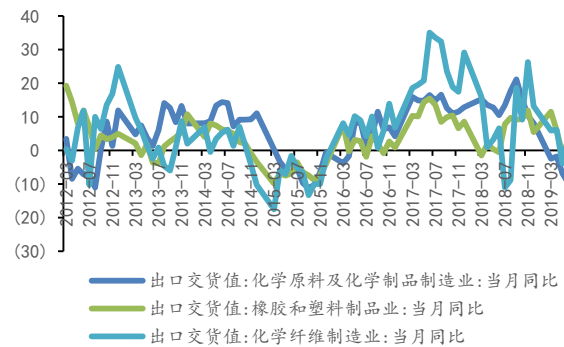


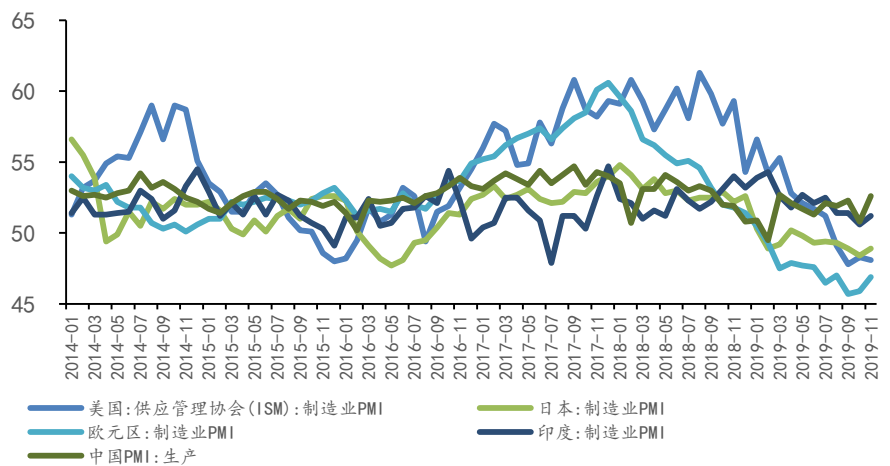
图 2：化工品出口交货值同比增速



资料来源：wind,国海证券研究所

资料来源：wind,国海证券研究所

图 3：各国 PMI 指数

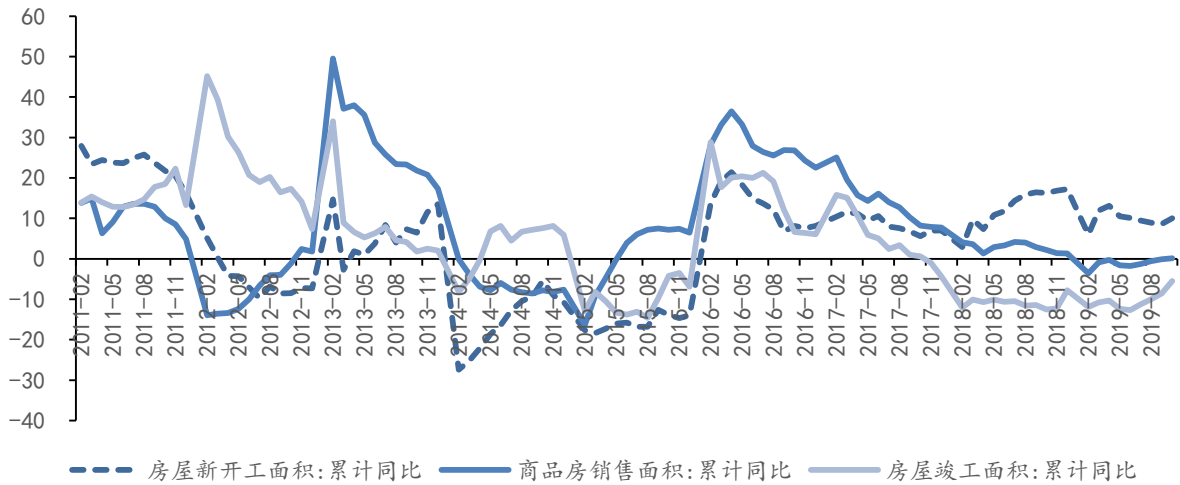


资料来源：wind，国海证券研究所

内需方面，衣食住行的需求整体疲软。房地产的新开工面积保持了 10%左右的增速，需求相对稳定，但销售面积全年为负，真正的压力考验在明年。汽车产量则出现大幅度下滑，特别是 5 月份同比下滑达到 21%，好在下半年出现好转，到 10 月下滑幅度已经收窄到-2.1%。服装零售方面，2019 年和 2018 年相比大

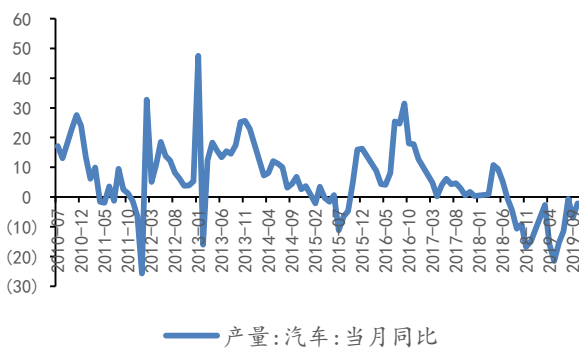
幅度恶化，月平均增速仅不到 3%（2018 则是 8%以上），反映在上游染料行业出现了连续两年的旺季不旺现象。

图 4：房地产新开工面积、销售面积和竣工面积同比增速



资料来源：wind,国海证券研究所

图 5：汽车产量同比增速



资料来源：wind,国海证券研究所

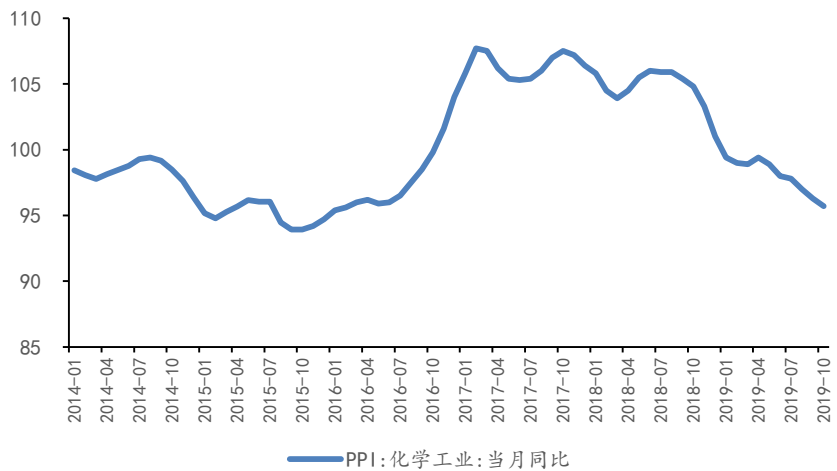
图 6：服装零售额同比增速



资料来源：wind,国海证券研究所

需求疲软，叠加行业进入供给扩张期，化工行业全年的景气度几乎一路走跌，行业 PPI 指数从年初至今下行。化工各个子版块中，塑料、橡胶受益于成本端大宗原料价格下跌，3 季度利润有所改善，化学原料、化学制品、化学纤维的利润几乎全面下行。

图 7: 化工行业 PPI 指数



资料来源: wind, 国海证券研究所

表 1: 2019 年 2、3 季度化工各个板块营收和利润情况

子板块	营业收入增速 (%)				营业利润增速 (%)				母公司股东净利润增速 (%)			
	同比		环比		同比		环比		同比		环比	
	19Q2	19Q3	19Q2	19Q3	19Q2	19Q3	19Q2	19Q3	19Q2	19Q3	19Q2	19Q3
<b>化学原料</b>	-2%	2%	11%	2%	-35%	-31%	8%	-16%	-37%	-31%	8%	-16%
纯碱	-9%	-3%	6%	-2%	-59%	-28%	7%	-33%	-63%	-30%	11%	-32%
氯碱	7%	21%	13%	9%	-26%	-49%	-5%	-41%	-24%	-51%	-8%	-43%
<b>化学制品</b>												
氮肥	-2%	-15%	10%	-10%	-58%	-70%	17%	-54%	-60%	-74%	10%	-59%
磷肥	14%	-5%	10%	-13%	6%	-44%	117%	-75%	13%	-83%	86%	-94%
钾肥	3%	8%	38%	-5%	172%	-20%	169%	81%	92%	-88%	68%	178%
复合肥	-20%	-25%	-3%	-3%	-14%	-41%	1%	-62%	-10%	-40%	-1%	-61%
农药	0%	2%	3%	-5%	-26%	-14%	2%	-22%	-26%	-14%	-3%	-25%
日用化学产品	-13%	-1%	-5%	5%	-4%	-53%	79%	-30%	-9%	-44%	71%	-3%
涂料油漆油墨制造	7%	13%	20%	7%	-12%	24%	51%	21%	-8%	25%	57%	18%
民爆用品	10%	8%	50%	-2%	8%	8%	349%	-25%	11%	3%	403%	-33%
纺织化学用品												
氟化工及制冷剂	-3%	-3%	7%	-3%	-54%	-53%	-16%	-7%	-59%	-51%	-17%	-3%
磷化工及磷酸盐	1%	2%	18%	-1%	-36%	-26%	109%	60%	-3%	22%	134%	85%
聚氨酯	-22%	-10%	-2%	7%	-51%	-30%	-5%	-12%	-49%	-30%	1%	-18%
玻纤	13%	6%	14%	4%	12%	-15%	42%	-13%	13%	-15%	41%	-13%
<b>化学纤维</b>												
涤纶	15%	8%	31%	1%	70%	10%	118%	2%	71%	15%	111%	2%
维纶	4%	14%	15%	9%	107%	147%	145%	-1%	95%	150%	176%	-3%
粘胶	-1%	-7%	-9%	-6%	57%	-84%	106%	-83%	72%	-66%	136%	-69%
氨纶	-12%	3%	-14%	14%	-14%	17%	15%	4%	-12%	17%	18%	-1%

其他纤维	15%	50%	2%	10%	17%	-4%	18%	-42%	19%	2%	25%	-40%
<b>塑料</b>												
合成革	-10%	5%	-6%	9%	-100%	1%	-99%	28	-88%	8%	-84%	758%
改性塑料	7%	26%	9%	20%	28%	42%	-27%	43%	17%	43%	-34%	58%
其他塑料制品	-41%	-36%	12%	8%	-99%	-89%	106%	24	-1	-94%	62%	166%
<b>橡胶</b>	-4%	8%	6%	7%	-5%	52%	16%	1%	-6%	42%	16%	2%

资料来源: wind,国海证券研究所

## 1.2、市场主线：白马不动如山，新材料风水轮转

2019年的化工行情波动较大，从年初的整体估值修复、到321事件行情、到3季度科技股的大涨。我们把公司按照市值50亿以下、50-100亿、100亿以上来对比发现：

- 1) 50亿市值以下，涨幅靠前的板块主要是新材料，前15中新材料占了6席（双象股份、晶瑞股份、广信材料、国风塑业、立霸股份、德方纳米），其余标的领域较为分散
- 2) 50-100亿市值之间，涨幅靠前的板块是新材料（5席，普利特、永太科技、雅克科技、上海新阳、中石科技）和农药（2席，百傲化学、广信股份）；
- 3) 100亿市值以上以白马为主，涨幅靠前的板块是新材料（4席，国瓷材料、光威复材、金发科技、万润股份）、农药（2席，扬农化工、联化科技）、轮胎（2席，玲珑轮胎、三角轮胎）和染料（2席，浙江龙盛、闰土股份）。

表2：100亿市值以下的公司涨幅排名（市值取11月份最后一个交易日）

排名	小于50亿市值	涨幅 (%)	核心业务	排名	50-100亿市值	涨幅 (%)	核心业务
1	双象股份	133	PMMA 光学材料	1	百傲化学	138	工业杀菌剂
2	晶瑞股份	103	湿电子化学品	2	石大胜华	87	DMC、电解液
3	广信材料	94	电子级涂料、油墨	3	华昌化工	77	化肥、氢能
4	国风塑业	94	PI膜	4	普利特	69	改性塑料
5	科斯伍德	71	环保印胶油墨	5	宏大爆破	68	民爆
6	立霸股份	70	家电用复合材料	6	皖维高新	51	PVA
7	富邦股份	70	化肥助剂	7	百合花	49	颜料
8	永悦科技	68	不饱和醛树脂	8	永太科技	49	氟化工、氟材料
9	丹化科技	61	煤化工	9	蓝晓科技	38	盐湖提锂
10	凯龙股份	59	民爆	10	华峰氨纶	37	氨纶
11	湖南海利	59	农药	11	雅克科技	36	电子特气、半导体材料
12	山东赫达	58	纤维素醚	12	上海新阳	35	大硅片
13	高盟新材	55	聚氨酯黏胶剂	13	广信股份	34	农药
14	皇马科技	55	表面活性剂	14	三维股份	34	产品运输带
15	德方纳米	53	磷酸铁锂正极材料	15	中石科技	32	散热石墨材料

资料来源: wind, 国海证券研究所（注：剔除2019年上市新股）



表 3: 100 亿以上市值涨幅排名

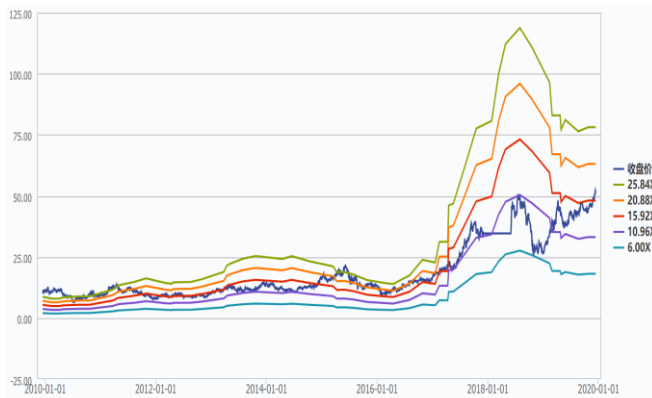
排名	100 亿以上市值	涨幅 (%)	核心业务
1	三棵树	218	建筑涂料
2	国瓷材料	97	电子材料、生物医疗材料
3	万华化学	82	聚氨酯、石化
4	玲珑轮胎	53	轮胎
5	扬农化工	52	农药
6	联化科技	49	农药和医药中间体
7	光威复材	48	碳纤维
8	华鲁恒升	40	煤化工
9	鸿达兴业	40	PVC
10	浙江龙盛	39	染料
11	金发科技	31	改性塑料
12	万润股份	29	液晶、沸石、OLED 材料
13	三角轮胎	28	轮胎
14	闰土股份	26	染料
15	新宙邦	25	电解液

资料来源: wind,国海证券研究所(注:剔除 2019 年上市新股)

总体看,大市值白马和新材料是 2019 年 A 股的行情主线,此外农药、染料为代表的精细化工板块受益于供给侧以及 321 等突发事件,也有良好的表现。

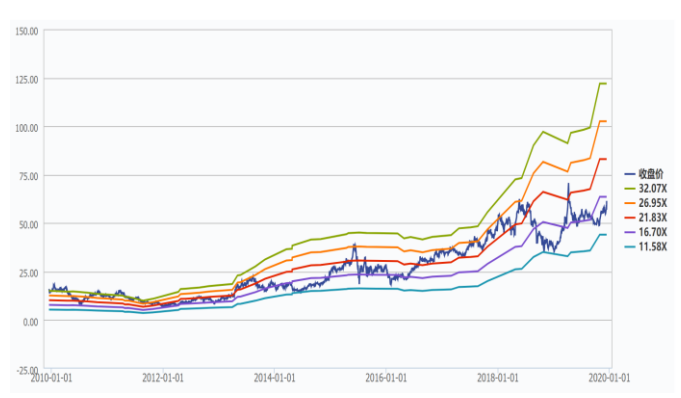
交易逻辑层面,2019 年白马出现了估值溢价。以万华化学、扬农化工为代表的白马股,行业景气度下行时市场依然愿意给予高估值,背后是外资的持续流入带动市场更看重基本面优秀的白马股。

图 8: 万华化学历史 PE



资料来源: wind,国海证券研究所

图 9: 扬农化工历史 PE



资料来源: wind,国海证券研究所

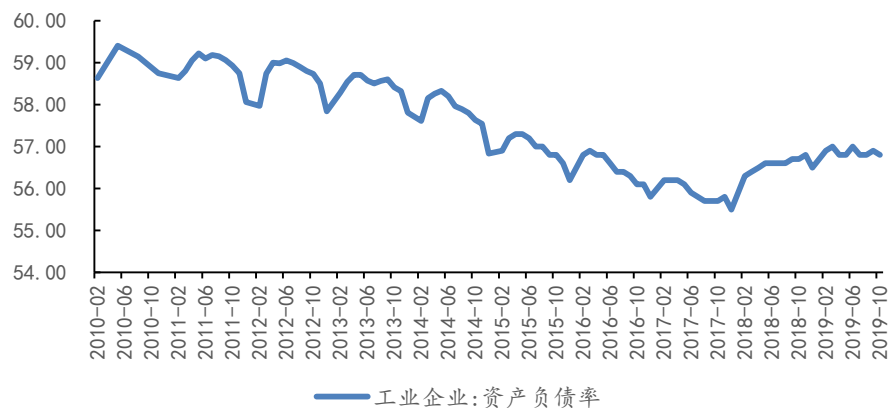
## 2、2020 年：产能扩张期的弱复苏

### 2.1、需求：政策拐点+库存复苏有望提振需求、关注房地产市场

我们对 2020 年的需求总体偏乐观：一个原因是政策拐点。12 月 16 日的中央经济工作会议，有一点我们认为值得重点关注：“保持宏观杠杆率基本稳定”，对比 2018 年 12 月的中央经济工作会议表述“围绕供给侧结构性改革这条主线，坚持结构性去杠杆的基本思路”，也就是说目前供给侧改革、去杠杆基本完成，明年以稳为主。化工原料下游的工业需求可能会复苏，带来新的需求。

工业行业整体的负债率目前在 57%左右，和 2018 年初的低谷比提升了 1.5%左右，但总体是大企业增加负债产能扩张。实际上，小规模企业的整体的资金压力非常大，明年这现象有望缓解，从而提振需求。

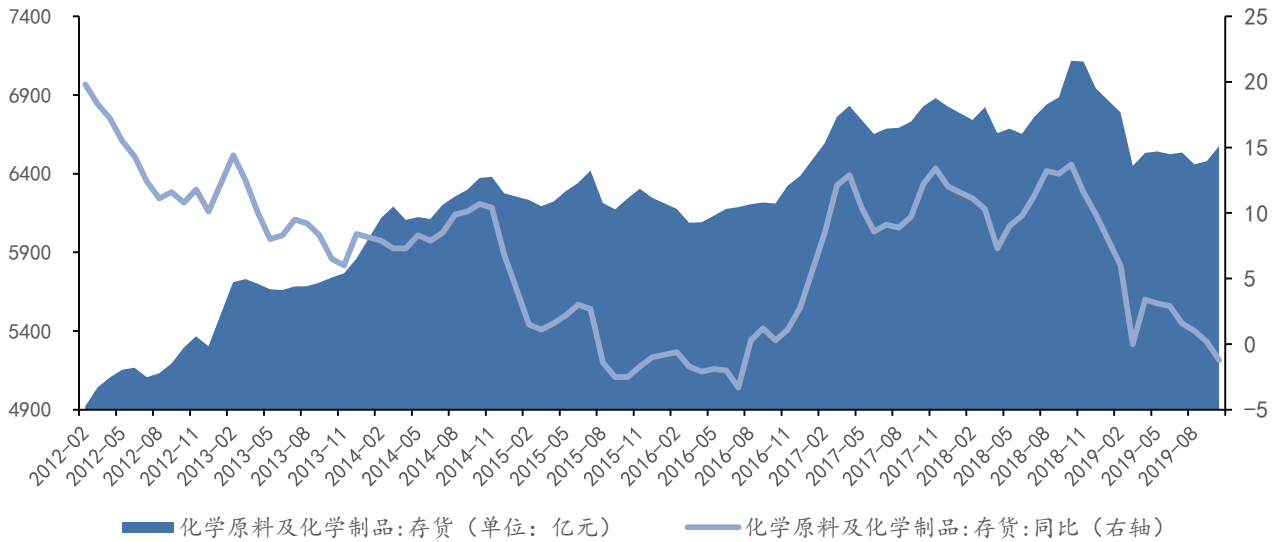
图 10：工业整体的资产负债率



资料来源：wind,国海证券研究所

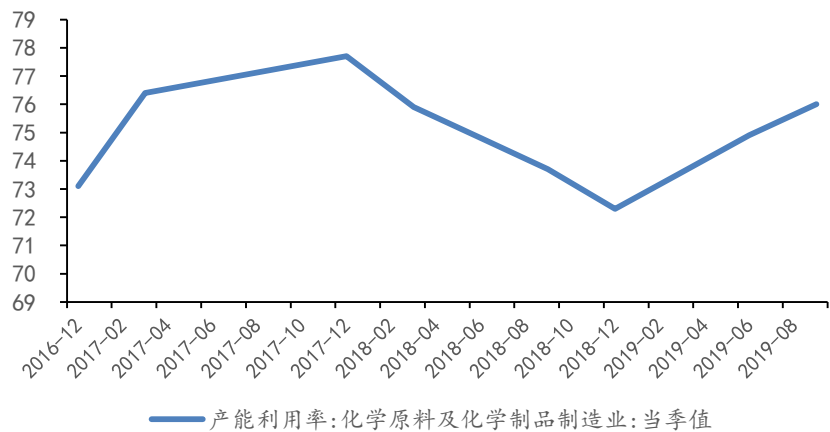
另一个原因是库存在低位。2019 年行业库存同比增速基本维持在个位数，10 月份还出现了负增长；环比看更是从 2018 年末的 7000 亿下降到目前的 6500 亿左右。影响库存的主要是产量和需求，产量取决于产能和开工率。2019 年的供给收缩明显要弱于 2018 年，且部分新产能已经投放，特别是西部和东北，总体产能至少不比 2018 年弱。而今年行业总体开工率复苏，虽然 321 事件带来了 2 季度的环保和整治压力，部分地区如江苏供给收紧。但从国家统计局的数据看，全年开工率在逐步提高。

图 11：2012-2019 化工行业存货和同比增速



资料来源: wind, 国海证券研究所

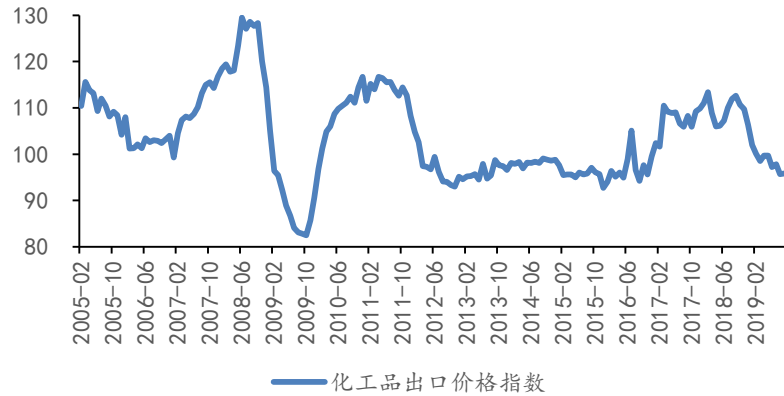
图 12: 化工行业整体开工率



资料来源: wind, 国海证券研究所

并且, 各个细分领域贸易商库存大概率也在下降。化工品整体价格下行, 时期贸易商往往会选择降低库存水平, 虽然没有直接数据, 但从今年 MDI、染料、农药等多个细分行业看, 微观感受和大逻辑是一致的。

图 13: 化工出口价格指数



资料来源: wind, 国海证券研究所

因此, 2019 年的库存总结如下:

- 1) 产量增加 (行业产能小幅度扩张、整体开工率上行), 化工品普跌;
- 2) 上市公司和贸易商库存回落

存货本身来源于产量和销售的差值, 产量提高的情况下, 库存回落只能代表**需求的强势**。

也就是说 2019 年的宏观需求虽然差, 但新增产能还是不足以消化需求, 这主要还是 2017-2018 年行业供给过度收缩, 以至于 2019 年开始进入产能扩张期整体的供给还是偏紧的 (当然产品价格也回落了)。

**房地产是把双刃剑**。2019 年销售面积同比小幅度下滑, 2020 年的需求很难预判, 但销售面积如果持续下滑开工面积下滑是迟早的。中央经济工作会议中对房地产的表态除了“房住不炒”之外, 还提出“旧城改造”(棚改结束)、“因城施政”(分化)以及“稳地价、稳房价、稳预期”。稳字当头, 很明显做好了对冲明年的房地产市场风险的准备。另一方面, 地产竣工面积与开工面积长期背离, 驱动市场产生地产后周期的需求预期。

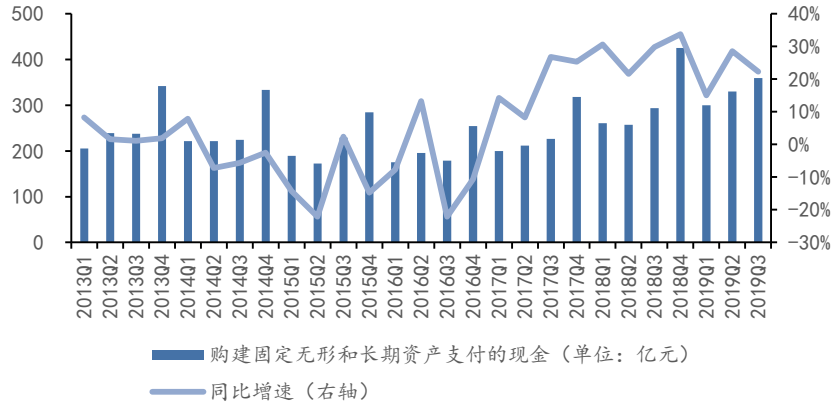
因此, 2020 年在政策拐点和库存低位的双重作用下, 需求端有望迎来复苏, 重点要关注房地产产业链。

## 2.2、供给: 下半年进入产能扩张高峰

从供给端看, 前三季度上市公司的资本开支增速依然保持在 20%左右, 产能扩张自 2017Q3 开始已经进行了 2 年, 正常情况下 3 年左右产能投放基本完成。但本轮供给扩张不同之处在于监管有形之手的影响, **产能扩张周期拉长了**。上游以炼化为代表的石化项目投产进度快, 而下游精细化工品则受到严厉监管产能建设滞后 (具体欢迎参考我们 2018Q4 的策略报告《小化工逆风飞扬》)。

从这两年的跟踪来看，石化项目的投产自 2019 年开始；而精细化工行业的产能扩张大致开始于 2018 年 Q3（以响水事件后大量沿海东部企业西迁为标志），产能大规模投放应该会始于 2020 年，整体产能投放高峰应在 2021 年。

图 14: 上市公司资本开支增速（剔除炼化）



资料来源: wind, 国海证券研究所

因此，行业总体上还处于产能扩张周期，明年需求即便有提振，也是弱复苏，真正的压力是在下半年的产能投放高峰。

### 3、投资策略：当下布局优质白马和新材料

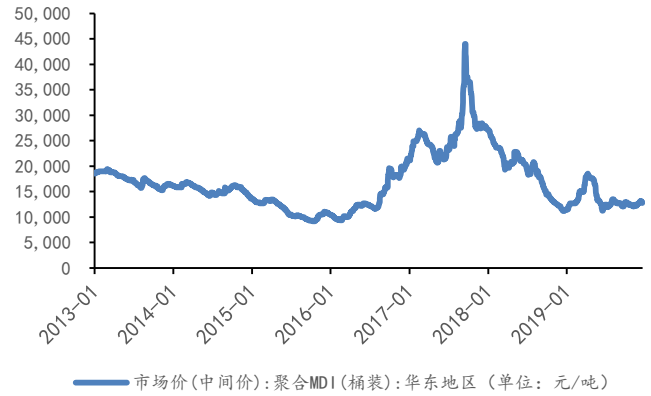
#### 3.1、聚氨酯：受益于需求复苏

**2020 年 MDI 价格中枢有望上移。**MDI 今年价格波动较大，聚合 MDI 4 月份一度冲到 1.85 万元/吨，到下半年，需求疲软，叠加前期抢购贸易商高位出货，价格一度跌破 1.2 万元/吨，目前报价在在 1.3 万元/吨左右。2020 年万华、巴斯夫和科思创的新增产能有多少虽然难以判断，但主要增量还是来自万华，需求端地产后周期的家电需求、汽车复苏等利好有望提振 MDI 的价格。并且，经过今年行情的大起大落，行业贸易商的囤货行为理性了很多，明年的价格中枢上移会更平稳。TDI 的景气度我们相对悲观，虽然市场有汽车需求复苏的预期，但万华等新产能刚刚投产，产能洗牌刚刚开始，价格预计持续在低位。

综合看，聚氨酯行业我们最看好的还是万华化学。核心产品 MDI 明年有望贡献更多利润，石化业务远乙烯产能投放后一体化盈利能力更强。

图 15: 聚合 MDI 价格

图 16: 纯 MDI 价格



资料来源: wind,国海证券研究所

资料来源: wind,国海证券研究所

图 17: TDI 价格

图 18: 纯苯价格



资料来源: wind,国海证券研究所

资料来源: wind,国海证券研究所

### 3.2、农化：自下而上选择优质个股

**新增产能 2020 年集中投放，洗牌刚刚开始。**农药行业我们整体是看空的，核心在于行业刚刚进入产能扩张期。本轮行业景气度复苏自 2017 年开始，但供给端因为安全环保整顿，农药行业的产能扩张滞后了 1.5-2 年，实际集中投产期正是从 2020 年开始。农药的需求端总体平稳，海外巨头短期也没有补库存的需求。因此产能扩张基本代表未来 2 年的行业景气度低迷。

值得重点关注的是：部分强势品种未来 2-3 新增产能较少，或者主要产能来自于龙头，而 2019 年农药价格的普跌已经提前把价格泡沫去除，因此 **2020 年对部分公司反而可能是个良好开端**。实际上，我们认为今年农药价格普跌的主导因素还是库存，如扬农的菊酯今年无新增产能，甚至竞争对手出现了停产，但价格依然下跌了 30%以上，核心因素在于贸易商的高位抛货。市场另一个关注品种草铵膦，今年的需求端本身就有 50% 的增长，虽然利尔有 7000 吨新产能投放，但本不至于出现价格接近腰斩，核心原因还是在于前期高位时的库存释放。实业里

的库存逻辑和二级市场的追涨杀跌有共通之处。

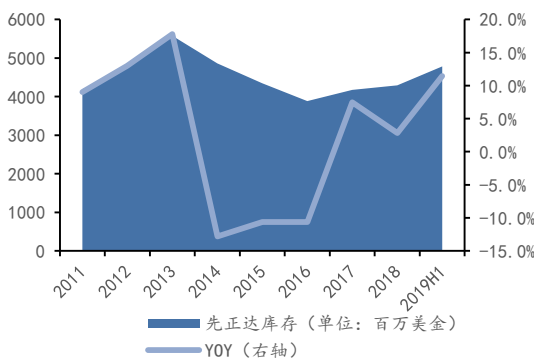
个股层面，我们推荐扬农化工，逻辑有三：一是扬农的核心产品菊酯目前国内基本没有新的竞争对手，远期的新增产能主要来自如东三期和四期，虽然明年海外市场的订单价格预计要低于今年，但这一点已经被市场所预期，市场对扬农的认同主要来自于菊酯等产品的超强竞争力；二是麦草畏今年的海外销量大幅度低于预期，明年只要北美的转基因作物市场有所复苏，明年好于今年是大概率事件；三是收购的中化作物等标的 3 季报业绩超预期，专利农药远期或将贡献更多利润。

表 4: 部分上市农药公司投产项目统计

上市公司	投产项目	预期投产时间
扬农化工 (600486)	优嘉三期: 3800 吨联苯菊酯、1,000 吨氟啶胺、120 吨卫生菊酯和 200 吨/年轻派酯农药	2020 年底
利尔	1000 吨氟环唑原药	2020 年 5 月
湖南海利 (600731)	1000 吨丁硫克百威和 1000 吨水杨腈	2019 年底
长青股份 (002391)	1600 吨丁醚脲、5000 吨盐酸羟胺、500 吨异噁草松	2019 年 6 月 (试生产中)
	500 吨烟嘧磺隆、3500 吨草铵膦	2020 年 6 月
海利尔 (603639)	2000 吨丙硫菌唑、3500 吨烟碱类杀虫剂	2020 年初
利民股份 (002734)	2000 吨三乙磷酸铝、1000 吨吡唑醚菌酯、1000 吨苯醚甲环唑	2020 年
	1 万吨精草铵膦	2021 年
丰山集团 (603810)	1500 吨硝磺草酮、800 吨精喹禾灵、700 吨氟氟草酯、300 吨炔草酯、1000 吨三氯吡氧乙酸、1000 吨三氯吡氧乙酸丁氧基乙酯	2020-2021 年
新农股份 (002942)	1,000 吨吡唑醚菌酯、4000 吨 N-(1-乙基丙基)-3,4-二甲基苯胺、2500 吨 1,3-环己二酮、500 吨 N-异丙基-4-氟苯胺	2020 年下半年

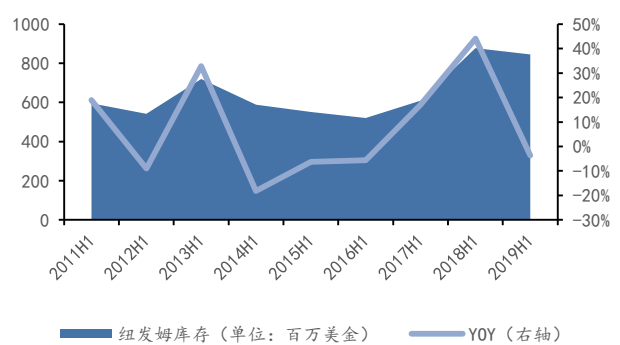
资料来源: wind,公司公告, 国海证券研究所

图 19: 先正达库存



资料来源: Bloomberg, 国海证券研究所

图 20: 纽发姆库存



资料来源: Bloomberg, 国海证券研究所

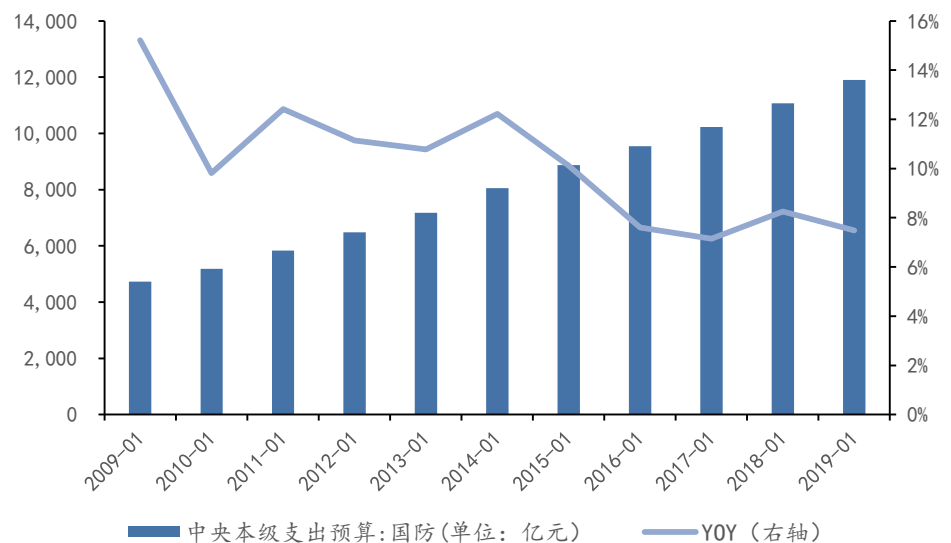
### 3.3、碳纤维材料：优质赛道，关注军用市场放量

**优质新材料赛道，整体壁垒高。**新材料行业普遍规模小、利润薄，行业规模不到百亿，上市企业中利润过亿就不错了，而高端新材料又需要长期的研发投入和经验积累，薄弱的利润又难以支撑资金需求，因此优质的企业寥寥无几，技术突破往往是镜花水月。而碳纤维行业需求大，全球市场接近 200 亿，下游市场涵盖军用、汽车、轨交、能源等多个领域，每年都有 8-10% 增长，前期投入虽然高，但先发优势也明显，一旦实现 0 到 1 的突破，技术、资金、渠道就可以对后来者形成高昂的壁垒，投资者可以充分享受 1 到 10 增长的技术红利，因此这是个新材料领域的优质赛道。

**军用市场是关键，整体需求有望持续增长。**碳纤维行业核心驱动力有两个：一是下游市场，包括军用和重点民用如风电和大飞机，二是技术革新。市场方面，我们认为最关键的是军用市场，利润丰厚整体毛利率达到 80%，而民用市场有 20% 就不错了。而碳纤维本身是个资金密集行业，前期的投入大，生产技术试错成本高，因此要实现产品生产-利润-研发的资金内循环和对海外优质企业的赶超，必须拿下军用市场，否则即便资金再雄厚，也可能重蹈恒神的老路。这几年驱动军用碳纤维需求的主要是战机换代需求：三、四代战机替代二代机，从四代机数量来看，中国和美国之间的差距还很大，且火箭军对碳纤维的需求也在增长，军用需求的放量相对确定。民用市场方面，市场最寄予厚望是大飞机，光威之于商飞可能类似于东丽之于波音，但从实践，没有 5-10 年的时间恐怕难以实现，汽车、轨交的市场也是类似处于早期，民用市场增长相对确定的还是风电，目前全球市场主要是风力发电机制造商维斯塔斯。

目前我们最推荐的是光威复材，在军用市场光威是国内仅有的两家供应商之一，主要型号 T300 三四代军机用量最大，新型号 T800H 已经通过军方验证，产品放量在即，民用市场国内唯一打入维斯塔斯供应体系，且和维斯塔斯在内蒙共建了原料产能，深度绑定客户。我们认为光威最受益于赛道红利。

图 21：中国历年国防开支预算



资料来源：wind，国海证券研究所

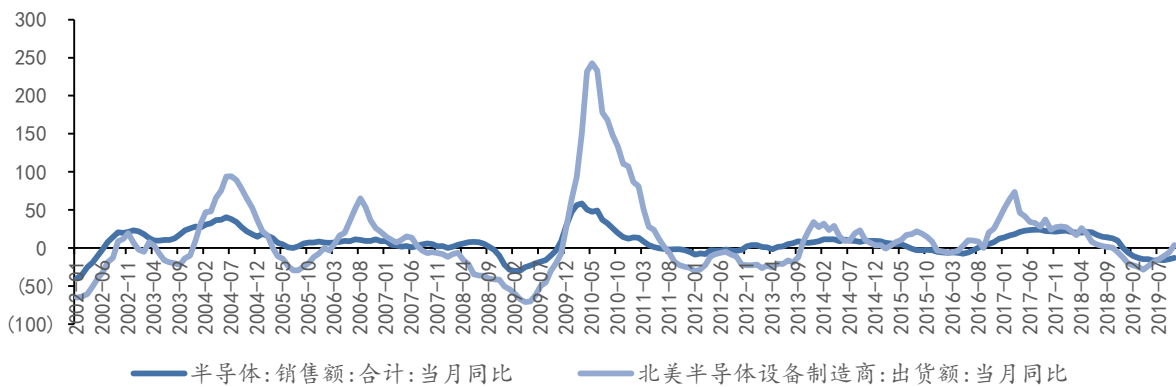


### 3.4、半导体材料：景气度复苏，关注核心技术

半导体有望在 2020 年中期复苏，利好上游材料。随着下游 5G、物联网等需求的增长，半导体行业今年 4 季度起已经开始复苏，2019 年 10 月，行业景气度风向标半导体设备出货量的同比增速转正，结束了连续 11 个月的下滑，而半导体行业销售额虽然同比依然为负，但 9 月份降速已经收窄，半导体设备指标领先行业 1 个季度左右，因此，预期 2020 年中期半导体行业销售额会出现拐点。

行业景气度的复苏显然利好上游半导体材料，综合考虑技术水平、研发团队、估值等因素，我们重点推荐南大光电和昊华科技。南大光电产品布局从电子特气、前驱体、光刻胶等产品，其中部分前驱体在中芯国际通过认证，光刻胶突破了 193nm，是国内目前的最高水平。昊华科技擅长含氟电子特气，核心产品三氟化氮广泛应用于半导体蚀刻、清洗、离子注入等工艺。我们看好这两家企业依靠顶尖的研发团队持续技术突破。

图 22：北美半导体设备销售和全球半导体销售同比增速



资料来源：wind, 国海证券研究所

### 3.5、OLED 材料：进入产品放量期

**OLED 产能逐步投产。**大陆的 OLED 新增产能集中投放期为 2019-2021，目前统计的 13 条 6 代线中，2019 年投放 4 条、2020 年投放 1 条、2021 年投放 4 条，产能爬坡一般要 2-3 年，可以说 2020-2021 年 OLED 是产能的高峰投放期，利好上游的 OLED 材料。

目前我们最看好万润股份，一是下游需求带动业绩增长，二是技术国内顶尖，公司主要供应升华前材料，而后端空穴传输层材料目前也有望突破供货，从估值来看也是安全边际最高的。

表 5：中国大陆新增 6 代柔性 OLED 产能统计

	企业	地点	代数	规划产能(千片/月)	投资额	投产时间
1	京东方	成都	6	48	465	2017

2	京东方	绵阳	6	48	465	2019
3	京东方	重庆	6	48	465	2020
4	京东方	福州	6	48	465	2021
5	华星光电	武汉	6	45	350	2019
6	深天马	武汉	6	30	265	2018
7	维信诺	固安	6	30	300	2018
8	维信诺	合肥	6	30	440	2021
9	信利	眉山	6	15	362	2021
10	和辉	上海	6	30	273	2019
11	柔宇	深圳	6	15	110	2018
12	Kuntech	西安	6	30	400	2021
13	LGD	广州	8.5	60	460	2019
	合计			477		

资料来源：Ofweek,国海证券研究所

## 4、行业评级及投资策略

化工行业处于产能扩张期，景气度总体下行，但 2020 年需求转暖行业大概率弱复苏，部分细分领域存在结构性机会。我看好优质白马和新材料产业的投资机会，维持行业“中性”评级。

## 5、重点推荐个股

### 5.1、万华化学（600309）

**聚氨酯绝对龙头，优质白马标杆。**公司主要从事聚氨酯（MDI、TDI、多元醇），丙烯及其下游 PVC、丙烯酸、环氧乙烷、环氧丙烷、苯乙烯等石化系列产品，SAP、TPU、PC、PMMA、有机胺、ADI、水性涂料等精细化学品及新材料的研发、生产和销售。核心产品 MDI 产能 210 万吨，其中国内 180 万吨，欧洲 30 万吨，2021 年计划在美国新投产 40 万吨，现占全球产能的 26%，规模第一。公司业绩好、管理水平高，是 A 股公认的优质白马。

**供需结构良好，MDI 景气度有望持续。**自 2019 年 9 月，中国地区聚合 MDI 分销市场挂牌价 15500 元/吨（比 8 月份+500 元/吨），直销市场挂牌价 15500 元/吨（比 8 月份+500 元/吨）；纯 MDI 挂牌价 21700 元/吨（比 8 月份+1000 元），MDI 整体景气度回暖。展望 2020 年，随着下游需求的回暖，聚氨酯行业景气度有望进一步回升。

**重大资产重组完成，新投项目逐步落地，盈利增长可期。**先后收购匈牙利 BC、瑞典国际化工后，公司成为全球聚氨酯绝对龙头，同业竞争得到解决，治理结构进一步理顺。2018 年 12 月，公司烟台工业园 30 万吨 TDI 装置顺利投产，2019 年 1 月，5 万吨 MMA、8 万吨 PMMA 装置顺利投产，公司 3 万吨 SAP 项目、PC 二期 13 万吨预计 19 年 12 月投产，100 万吨大乙烯项目预计 2020 年 10 月投产，另外，水性涂料树脂、ADI、TPU 等新材料产品不断落地，带动产业链延伸和附加值提升。

### 5.2、扬农化工（600486）

**农药行业龙头，全面布局除草剂、杀虫剂和杀菌剂业务，行业竞争力强。**公司是农药行业龙头，全面布局除草剂、杀虫剂和杀菌剂产业，除草剂方面目前公司拥有 3 万吨/年草甘膦产能和 2.5 万吨/年麦草畏产能；杀虫剂方面，公司是农卫生生菊酯和农用菊酯龙头，卫生菊酯主要用于卫生害虫的消杀，占国内 70%以上的市场，农用菊酯主要用于大田害虫的防治，广泛用于果树、蔬菜、茶叶等作物，公司具备上游菊酯关键中间体贲亭酸甲酯产能 5000 吨，一体化生产竞争优势显著；杀菌剂方面，公司拥有吡唑啉酮酯 1000 吨/年，氟啶胺产能 600 吨/年，氟啶胺主要用于辣椒疫病、马铃薯晚疫病和大白菜根肿病的防治，吡唑啉酮酯为新型广谱杀菌剂。此外，公司还具备植物生长调节剂等多样化产品。

**外延式并购增强农药业务的竞争力。**2018 年 8 月 4 日，公司发布公告，拟以现金受让控股股东中化国际持有的中作物和农研公司的 100% 股权。中作物 2018 年营收 32.98 亿元，归母净利润 1.16 亿元，2018 年末总资产 29.47 亿元，净资产 6.12 亿元。农研公司 2018 年营收 3579.24 万元，净利润-2714.08 万元，2018 年末总资产 1.32 亿元，净资产-1.12 亿元。以交易对价 9.13 亿元计，中作物和农研公司 PE10.26 倍。收购完成有利于公司销售渠道、研发实力、业务

的多元性的增强。2019年8月27日，公司公告拟以子公司优嘉植保出资1.32亿元受让江苏宝灵化工100%的股权，宝灵化工2018年收入3.265亿元，净利润2508万元，2018年末总资产4.6亿元，净资产2.15亿元。

**退城入园规划逐步落地，如东地区布局开启公司业绩增长征程。**公司从2013年开始规划如东地区优嘉公司产业园的建设，实现从扬州本部退城入园，目前已经完成二期项目建设。如东优嘉子公司2600吨卫生菊酯、2万吨麦草畏、1000吨吡唑醚菌酯项目已经投产，而本部优士化学大连路厂区产能将逐步关停，实现退城入园。在环保和公用工程配套等优势逐步扩展的情况下，未来如东产业园将成为开启公司业绩增长新空间。2019年，公司继续重点推进优嘉公司三期项目，包括11475吨/年杀虫剂、1000吨/年除草剂、3000吨/年杀菌剂和2500吨/年氯代苯乙酮项目，培育新的增长点。此外，3.26万吨农药制剂、码头及仓储工程、3800吨联苯菊酯、1000吨氟啶胺等项目也计划即将在如东投产。

### 5.3、光威复材（300699）

**国内碳纤维龙头，布局多类产品。**公司专业从事碳纤维及其复合材料的研发、生产与销售，覆盖碳纤维全产业链，军民品业务均大幅增长。公司建有原丝生产线、碳化生产线、碳纤维织物生产线、预浸料生产线、复合材料制品、碳梁生产线等车间。公司主要产品包括GQ3522（T300级，湿法工艺）、GQ4522（T700级，湿法工艺/干湿法工艺）、QZ5526（T800级，湿法工艺/干湿法工艺）、QZ6026（T1000级，湿法工艺）、QM4035（M40J级，湿法工艺）、QM4050（M55J级，湿法工艺）等系列化的碳纤维、经编织物和机织物等。其中QM4050（M55J级）碳纤维通过了科技部863项目课题验收，并在某直升机和数个航天型号开展验证工作；湿纺国产T800H碳纤维在某型号实现首飞。另外，GQ4522级（TZ700S、CCF700S）碳纤维高效制备产业化技术通过鉴定，在军民融合领域具有示范引领作用。

**下游军品放量期，2019年子公司与军方签订9.27亿订货合同。**全资子公司威海拓展与客户A及双方军事代表机构签订两个《武器装备配套产品订货合同》，由威海拓展向客户A提供合同约定的产品，两个合同总金额为9.27亿元（含增值税），履行期限均为2019年1月1日至2020年1月31日。该合同总额已达到2018年营收的67.99%，在公司业务构成中占有较大比例，将对公司业绩产生较大的积极影响。2019年上半年，公司碳纤维实现销售收入4.23亿元，同比增长31%，占公司业务收入比重达到51%，重大合同半年度执行率达到48%。

**研发投入持续提高。**公司注重技术创新与研究开发，不断加大研发投入，依托国家级企业技术中心、碳纤维制备与工程化国家工程实验室两个国家级技术创新平台，研发投入逐年上升，2015~2018年研发投入金额分别为9194万元、10995万元、13162万元、19414万元，年均复合增长率高达28.29%；研发投入占营业收入总额比例分别为16.05%、17.36%、13.86%、14.24%。

### 5.4、南大光电（300346）

**MO 源到电子气体、前驱体、光刻胶等半导体材料多维布局，成长逻辑进阶换挡。**2018 年 LED 领域 MO 源需求放缓，南大光电依然实现了逆势大幅增长，究其原因主要得益于公司此前布局的电子气体进入收获期，逐渐成长为支撑公司高速发展的新动力。另外公司面向高端集成电路镀膜工艺的 ALD 前驱体产品也迎来下游核心客户的小批量订单。与此同时，“02”专项 193nm 光刻胶项目也在积极推进之中。至此，公司成长逻辑已经由单一的 LED 用 MO 源进阶换挡为多维布局的半导体材料驱动。

**电子特气进入收获期，新的业绩增长点已经形成。**公司电子特气主要产品高纯磷烷、砷烷不仅在 LED 领域规模出货，且在半导体离子注入工序取得认证通过并实现批量出货。离子注入是决定半导体器件性能的关键原材料之一，相关配套气体具有“高纯度、高门槛、高价值”的特性。公司电子气体能实现半导体核心客户供货，充分说明产品质量已被市场认可，业已从产品研发认证期进入业绩收获期。收入结构也表明，电子气体带来的利润贡献呈快速增长的态势，我们判断该增长势头在未来数年之内将得到很好延续。

**ALD 前驱体曙光初现。**ALD 前驱体与 MO 源均为化学气相沉积镀膜气体，与磷烷、砷烷同属电子特气范畴，具有技术同源性，无论制备方式和应用场景均具有相通之处。公司在 ALD 领域的开拓属于在 MO 源及电子特气领域的自然延伸，既能发挥其技术先发优势，也抓住了半导体关键耗材国产替代的时代机遇。展望未来，ALD 前驱体将会与公司特气业务在半导体领域形成良好协同，为客户提供全方位的高价值服务。我们看到，公司部分前驱体产品已在中芯国际若干分厂认证通过，并已实现小批量供应，说明此前多年耕耘已迎来曙光，ALD 前驱体有望在不远将来为公司业绩增添新动能。

**193nm 光刻胶产业化项目是公司未来最值得期待的看点。**从摩尔定律和光刻技术演化路径可知：ArF 光刻胶（Dry&Wet）是目前仅次于 EUV 以外难度最高，制程最先进的光刻胶。此前我国 IC 厂数量较少，且大多处于低端制程，故与之配套的高端光刻胶产业几乎为零。近年来，随着国内 IC 厂（尤其是内资先进制程线）的快速崛起，高端光刻胶迎来难得的发展机遇。尽管 193nm 光刻胶任务艰巨，国产突破非朝夕之功，然而南大光电无论在人才方面、资金方面以及产业资源方面都做足了充分准备，有望在公司自身努力及国家“02”专项支持下实现零的突破。

## 5.5、昊华科技（600378）

**高科技资产注入完成，新材料龙头业绩稳健增长。**2018 年 12 月 26 日公司完成对中国昊华的下属 11 家科技型企业的收购，旨在打造中国化工旗下的技术驱动型新材料龙头。交易对价 63.27 亿元，其中以 11.08 元/股发行 5.4 亿股，现金支付 5 元，收购完成后，昊华集团持股 72.4%，实际控制人为中国化工集团。公司拥有氟材料、特种气体、特种橡塑制品、精细化学品及技术服务五大板块，产品服务于 5G、航空航天、军用等多个国家战略产业。

**氟材料：配套 5G 线缆生产，聚四氟乙烯（PTFE）实现进口替代。**公司氟材料业务主要来自于晨光院，产品包括聚四氟乙烯树脂（PTFE）、新型氟橡胶（生胶）

及氟混炼胶、四氟丙醇、全氟丙烯、四氟乙烯单体等，广泛应用于电子通信、航空航天、石油化工、汽车、纺织等领域。其中，自主研发的高压缩比聚四氟乙烯分散树脂产品，成功配套5G线缆生产，国内独家，实现进口替代；开发出第二代低蠕变聚四氟乙烯悬浮树脂等高端含氟高分子材料，填补国内空白。目前晨光院及合营企业氟橡胶产能已达7,000吨/年，国内第一；氟树脂产能达2.2万吨/年，国内第二；二氟一氯甲烷、四氟乙烯、六氟丙烯等中间体实现配套，部分产品产能居国内前茅。

**特种气体：三氟化氮和六氟化硫技术壁垒较高。**公司产品主要为含氟电子气体（包括三氟化氮、六氟化硫等）、绿色四氧化二氮、高纯硒化氢、高纯硫化氢等，广泛应用于半导体、电力设备制造、LED、光纤光缆、太阳能光伏、医疗健康、环保监测等领域。公司与韩国大成合作建设的2,000吨/年三氟化氮项目，广泛应用于蚀刻、清洗、离子注入等半导体生产工艺；下属黎明院亦是国内仅有的高纯度六氟化硫研制单位，客户包括电力设备制造企业 and 京东方等面板企业。此外，其他特种气体还配套于我国国防航空航天产业，部分产品已实现进口替代。公司工业级六氟化硫国内市占率约为30%，电子级六氟化硫市占率约为70%，三氟化氮市占率约为30%。

**特种橡胶制品：大飞机和军用市场竞争优势显著。**特种橡塑制品业务包括橡胶密封制品、特种轮胎、航空有机玻璃和聚氨酯新材料等，公司承担了C919、ARJ21、CRJ929等飞机密封型材的配套研发、生产任务，并拥有中国军用航空轮胎的重要生产基地，系空军、海航、陆航的航空轮胎定点研制企业，研发的航空子午线轮胎技术，打破国外垄断；同时公司是国内重要的航空有机玻璃研制企业，产品广泛应用于军用航空领域。

**精细化学品：技术实力雄厚，多个产品配套军用。**产品涵盖特种涂料、催化剂、化学推进剂及原材料等。公司主营特种涂料产品包括海洋涂料、航空航天用特种功能涂料、工业重防腐涂料等，客户覆盖军、民品多个领域。催化剂领域公司技术实力雄厚，主要产品包括：镍系催化剂（天然气转化），铜系催化剂（甲醇合成），以及新发展的燃料电池催化剂。化学推进剂领域，公司下属企业黎明院专注于液体推进剂成品及固体推进剂原材料业务，多种液体推进剂广泛应用于导弹、鱼雷、战斗机等武器装备以及神舟系列飞船、嫦娥探月工程、天宫一号空间站等重点工程项目。同时，公司开发的多种固体推进剂原材料，先后应用于数十种战略战术武器型号当中，其中多种原材料为国内主要生产厂家。

**募投项目扩产，打造新的盈利增长点。**公司计划向不超过10名特定投资者，募集资金不超过10.9亿元，其中5.3亿用于并购项目的交易对价，而其余5.6亿元用于募投项目建设，项目包括：1.晨光院5000吨/年高品质聚四氟乙烯悬浮树脂及配套工程（计划投资1.19亿）；2.黎明院研发产业基地项目（特种气体，投资1亿元）；3.黎明大成1000吨/年电子级三氟化氮扩能改造项目等（投资1.42亿元）；4.海化院先进涂料生产基地项目（投资8960万元）。项目建设完成后有望带来新的盈利增长点。

## 5.6、万润股份（002643）

**TFT 液晶单体行业龙头，OLED 材料业务国内领先。**公司是液晶材料的业内领先企业，是国内唯一一家同时向全球前三大液晶厂商 Merck、Chisso 和 DIC 供应液晶单体材料的供应商，高端 TFT 液晶单体销量占全球市场份额 15%以上。在 OLED 领域，三星、华为等手机制造商在 2019 年推出可折叠智能手机，下游柔性屏幕需求持续增长。公司也在积极布局 OLED 材料的技术研发，产品已经在供货，预计随着下游市场增长公司有望进一步贡献业绩。

**“国六”排放标准将拉动沸石需求，公司沸石材料稳步扩产。**公司目前是全球领先的汽车尾气净化催化剂生产商庄信万丰的核心合作伙伴，生产技术处于国际领先水平。公司沸石产能为年产 3350 吨。募投项目的第三个车间正在筹建过程中，预计 2019 年底将有年产 2500 吨沸石新产线投入使用。我国“国六”排放标准于 2019 年 7 月 1 日起实施。届时，我国新出厂的重型柴油车将全部使用国六排放标准，绝大多数车型将采用沸石分子筛作为其尾气处理催化剂载体，预计沸石材料需求将进一步提高。

**收购 MP 生物医疗公司，受益大健康产业高速发展。**公司于 2016 年 3 月成功收购美国 MP 医疗生物有限责任公司，正式进入生命科学和体外诊断领域。近年来大健康产业发展迅猛，MP 公司主营业务体外诊断服务市场空间广阔，预计未来公司在该领域会向着多元化、国际化的方向持续发展，为公司的高速增长奠定了良好基础。

#### 重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-12-19 股价	EPS			PE			投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
002643.SZ	万润股份	14.18	0.49	0.6	0.72	28.94	23.63	19.69	买入
300346.SZ	南大光电	14.27	0.19	0.3	0.44	75.11	47.57	32.43	买入
300699.SZ	光威复材	42.0	1.02	1.0	1.18	41.18	42.0	35.59	买入
600309.SH	万华化学	52.3	3.88	3.4	3.99	13.48	15.38	13.11	买入
600378.SH	昊华科技	18.98	0.63	0.68	0.75	30.13	27.91	25.31	买入
600486.SH	扬农化工	61.17	2.89	3.59	3.92	21.17	17.04	15.6	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：万华化学盈利预测取自万得一致预期）



## 6、风险提示

- 1) 原油价格波动，可能会对公司盈利和行业景气度造成较大影响；
- 2) 下游需求不及预期；
- 3) 中美贸易摩擦；
- 4) 安全和生产环保风险；
- 5) 推荐公司业绩不达预期。

## 【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，2年化工行业研究经验

## 【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。