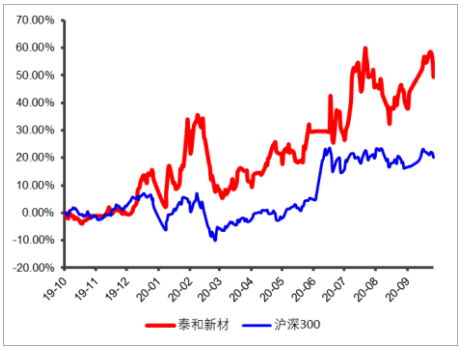
业绩稳健增长，管理逐步完善，芳纶龙头蓄势待发

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-10-26
近 12 个月最高/最低（元）	16.88/10.03
总股本（百万股）	650
流通股本（百万股）	394
流通股比例（%）	60.6%
总市值（亿元）	102
流通市值（亿元）	62

公司股价与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏
执业证书号：S0010520060004
电话：18811591551
邮箱：liuwp@hazq.com

研究助理：古武
执业证书号：S0010120070003
电话：15828604590
邮箱：guwu@hazq.com

相关报告：

《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.08.18
《龙蟒佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23
《标准升级系列之二：国家禁塑力度继续加码》2020.07.22

事件描述：

10 月 26 日，公司公告 2020 年三季度报。据公告，2020 前三季度公司实现营收 16.85 亿元，同比减少 9.75%；归母净利润 1.82 亿元，同比增长 12.12%；扣非后归母净利润 1.54 亿元，同比上升 13.27%；经营活动现金流净额为 2.02 亿元，同比上升 20.24%。公司第三季度实现营收5.96亿元，同比减少 0.37%；归母净利润0.58亿元，同比增长5.14%。

➢ **逐步克服疫情影响，氨纶业务重新走向增长轨道，芳纶产品积极拓展新应用领域**

公司主营产品为氨纶及芳纶，下游应用分布较为广泛，对应了消费、电力、工业等多个领域。今年以来，国内疫情的走向较大程度影响了公司的业绩表现：一季度国内疫情较为严重，公司实现营收 4.89 亿元，同比大幅降低 25.46%；二季度国内疫情趋缓，公司实现营收 6 亿元，同比降幅收窄至 2.13%；进入三季度，国内疫情影响逐步消散，公司实现营收 5.96 亿元，同比降幅进一步收窄至 0.37%，已经基本恢复至去年同期水平。

公司对现有氨纶产能进行持续的改进，积极调结构、控成本，氨纶板块烟台基地实现了较大幅度的减亏，宁夏基地实现扭亏。氨纶板块毛利率由 2019 年的 0.16%大幅提升至 2020H1 的 11.87%，助力公司今年净利润水平同比出现明显改善。

对位芳纶方面，受疫情影响汽车领域销量下滑，公司积极维护重点领域，以光通信领域和极细电缆领域为突破口，通过调整产品结构，加强产销衔接，满足疫情前期延后的订单需求，同时积极推进新项目建设，于 6 月份实现了宁夏基地高性能对位芳纶项目的全线贯通，大大提高公司对位芳纶的供应能力。预计疫情对芳纶需求影响将逐步削弱，公司新增对位芳纶产能有望持续贡献利润，今年有望实现营收利润的双增长。

➢ **研发投入大幅提升，高性能芳纶产品、差异化氨纶产品蓄势待发**

2020 年前三季度公司研发费用为 0.78 亿元，同比上升 69.6%。其中第三季度研发费用达到 0.29 亿元，同比大幅提高 163.6%。公司研发费用的大幅提升，将直接推动公司芳纶产品及差异化氨纶产品快速投放市场，为公司业绩的长期稳定增长提供保障。

公司是国内第一家氨纶制造商，同时也是为数不多的实现对位芳纶，间位芳纶大规模生产的龙头企业。公司拥有国家级企业技术中心、国家芳纶工程技术研究中心，先后承担国家级科技项目 18 项，荣获国家科技进步二等奖 2 次，牵头和参与编写了 40 多项国家和行业标准，被中国化学纤维工业协会授予“国家高性能纤维材料研发生产基地”。泰和新材在氨纶、芳纶领域的技术优势较为明显，尤其是对位芳纶的垄断地位难以打破，持续增长的研发投入将不断巩固优势地位，为公司不断提高盈利能力提供有力保障。

➢ **产能建设奠定未来发展基础，逐步释放带来业绩持续增量**

氨纶市场目前处于同质化激烈竞争的格局之中。公司为适应新形势下的竞争需要，不断需求差异化、功能化产品的突破。公司将在烟台基地投资 5 亿元新建两期 1.5 万吨/年高效差别化粗旦氨纶生产装置，预计一期 1.5 万吨/年产能将于 2021 年建成投产。公司还在宁夏基地新建

一套 3 万吨/年的绿色差别化氨纶只能制造项目，该项目预计将于 2021 年底建成投产。公司未来规划氨纶产能将达到 9 万吨/年。

公司目前现有间位芳纶产能 7000 吨/年，位于烟台厂区。由于下游需求持续旺盛，公司已于 2019 年开工建设新的 8000 吨/年间位芳纶产能，未来产能规划在 1.2~1.5 万吨/年（老产能将部分退出）。对位芳纶方面，公司烟台本部现有 1500 吨/年产能，宁夏基地先建 3000 吨/年产能已于今年 6 月建成投产。公司未来规划对位芳纶产能将达到 1.2 万吨/年。公司在烟台本部和宁夏基地的产能建设将在未来 1-3 年逐步释放，结合公司下游应用研发的逐步开展，将贡献为来一段时间内持续的业绩增量。

➢ **股权结构调整与下游并购将成为公司进一步发展的催化剂**

2019 年底，公司公告将通过发行股份的购买资产的方式吸收合并母公司烟台泰和新材集团，该合并案完成后，公司将直接成为烟台国丰投资子公司，实现泰和新材集团的整体上市。公司与母公司及其旗下子公司有众多业务管理，此次吸收合并将简化公司管理层级，优化业务结构，是公司迈向精益管理的重要一步。

2020 年 1 月，公司公告拟通过发行股份的方式收购烟台民士达 65.02%的股权，该收购案完成后，公司将持有民士达 96.86%的股权。烟台民士达是国内芳纶纸细分领域的龙头企业，拥有芳纶纸产能 1500 吨/年。民士达的芳纶纸产品下游应用主要面向变压器电动机、蜂窝芯材等领域，下游客户包括 ABB、航空工业集团、中国中车等。收购民士达将帮助泰和新材拓展其产业链条，丰富产品结构，创造新的业绩增长点。

投资建议

预计公司 2020-2022 年收入分别为 27.38 亿元、33.34 亿元、39.91 亿元，归母净利润分别为 2.88、3.84、4.85 亿元，同比增速为 33.2%、33.2%、26.5%。对应 PE 分别为 35.38、26.57 和 21 倍。公司为国内芳纶龙头企业，将充分受益于下游需求增长国产替代机遇，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动的风险；产品价格下跌的风险；疫情影响持续的风险；市场拓展不及预期风险。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2542	2738	3334	3991
收入同比（%）	17.0%	7.7%	21.8%	19.7%
归属母公司净利润	216	288	384	485
净利润同比（%）	38.3%	33.2%	33.2%	26.5%
毛利率（%）	18.1%	20.8%	22.2%	23.2%
ROE（%）	9.2%	10.9%	12.7%	13.9%
每股收益（元）	0.33	0.44	0.59	0.75
P/E	31.41	35.38	26.57	21.00
P/B	2.90	3.87	3.38	2.91
EV/EBITDA	15.09	12.03	13.12	11.12

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. 公司整体经营状况与财务数据 5
2. 公司分业务经营状况及重大事件 9

图表目录

图表 1 公司营收半年度变化情况 6
图表 2 公司营收季度变化情况 6
图表 3 公司整体毛利半年度变化情况 6
图表 4 公司整体毛利季度变化情况 6
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况 7
图表 6 公司归母净利润季度变化情况 7
图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况 7
图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况 7
图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况 7
图表 10 公司三项费用占比季度变化情况 7
图表 11 公司现金流半年度变化情况 8
图表 12 公司现金流季度变化情况 8
图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况 8
图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况 8
图表 15 公司净现比半年度变化情况 8
图表 16 公司净现比季度变化情况 8
图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况 9
图表 18 公司存货周转天数季度变化情况 9
图表 19 各系列产品经营数据 9
图表 20 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件 11

1. 公司整体经营状况与财务数据

公司主营产品为氨纶及芳纶，下游应用分布较为广泛，对应了消费、电力、工业等多个领域。今年以来，国内疫情的走向较大程度影响了公司的业绩表现：一季度国内疫情较为严重，公司实现营收 4.89 亿元，同比大幅降低 25.46%;二季度国内疫情趋缓,公司实现营收 6 亿元,同比降幅收窄至 2.13%;进入三季度，国内疫情影响逐步消散，公司实现营收 5.96 亿元，同比降幅进一步收窄至 0.37%，已经基本恢复至去年同期水平。

公司对现有氨纶产能进行持续的改进，积极调结构、控成本，氨纶板块烟台基地实现了较大幅度的减亏，宁夏基地实现扭亏。氨纶板块毛利率由 2019 年的 0.16%大幅提升至 2020H1 的 11.87%，助力公司今年净利润水平同比出现明显改善。

对位芳纶方面，受疫情影响汽车领域销量下滑，公司积极维护重点领域，以光通信领域和极细电缆领域为突破口，通过调整产品结构，加强产销衔接，满足疫情前期延后的订单需求，同时积极推进新项目建设，于 6 月份实现了宁夏基地高性能对位芳纶项目的全线贯通，大大提高公司对位芳纶的供应能力。预计疫情对芳纶需求影响将逐步削弱，公司新增对位芳纶产能有望持续贡献利润，今年有望实现营收利润的双增长。

2020 年前三季度公司研发费用为 0.78 亿元，同比上升 69.6%。其中第三季度研发费用达到 0.29 亿元，同比大幅提高 163.6%。公司研发费用的大幅提升，将直接推动公司芳纶产品及差异化氨纶产品快速投放市场，为公司业绩的长期稳定增长提供保障。

公司是国内第一家氨纶制造商，同时也是为数不多的实现对位芳纶，间位芳纶大规模生产的龙头企业。公司拥有国家级企业技术中心、国家芳纶工程技术研究中心，先后承担国家级科技项目 18 项，荣获国家科技进步二等奖 2 次，牵头和参与编写了 40 多项国家和行业标准，被中国化学纤维工业协会授予 “国家高性能纤维材料研发生产基地”。泰和新材在氨纶、芳纶领域的技术优势较为明显，尤其是对位芳纶的垄断地位难以打破，持续增长的研发投入将不断巩固优势地位，为公司不断提高盈利能力提供有力保障。

氨纶市场目前处于同质化激烈竞争的格局之中。公司为适应新形势下的竞争需要，不断需求差异化、功能化产品的突破。公司将在烟台基地投资 5 亿元新建两期 1.5 万吨/年高效差别化粗旦氨纶生产装置，预计一期 1.5 万吨/年产能将于 2021 年建成投产。公司还在宁夏基地新建一套 3 万吨/年的绿色差别化氨纶只能制造项目，该项目预计将于 2021 年底建成投产。公司未来规划氨纶产能将达到 9 万吨/年。

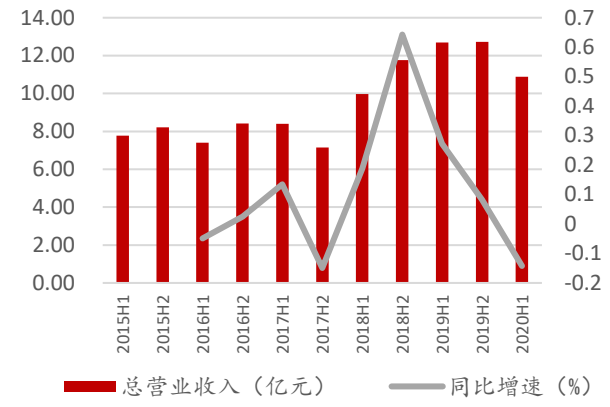
公司目前现有间位芳纶产能 7000 吨/年，位于烟台厂区。由于下游需求持续旺盛，公司已于 2019 年开工建设新的 8000 吨/年间位芳纶产能，未来产能规划在 1.2~1.5 万吨/年（老产能将部分退出）。对位芳纶方面，公司烟台本部现有 1500 吨/年产能，宁夏基地先建 3000 吨/年产能已于今年 6 月建成投产。公司未来规划对位芳纶产能将达到 1.2 万吨/年。公司在烟台本部和宁夏基地的产能建设将在未来 1-3 年逐步释放，结合公司下游应用研发的逐步开展，将贡献为来一段时间内持续的业绩增量。

2019 年底，公司公告将通过发行股份的购买资产的方式吸收合并母公司烟台泰和新材集团，该合并案完成后，公司将直接成为烟台国丰投资子公司，

实现泰和新材集团的整体上市。公司与母公司及其旗下子公司有众多业务管理，此次吸收合并将简化公司管理层级，优化业务结构，是公司迈向精益管理的重要一步。

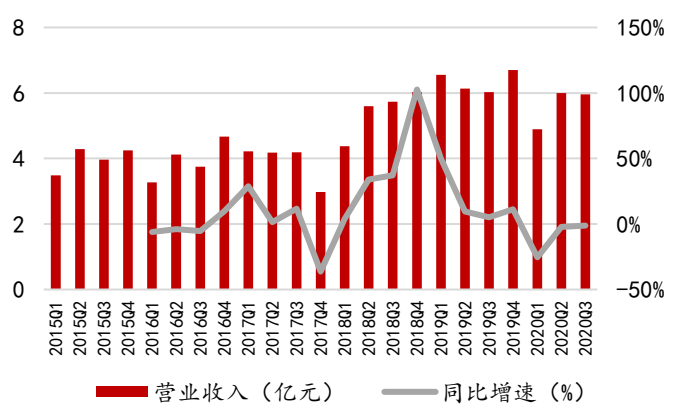
2020 年 1 月，公司公告拟通过发行股份的方式收购烟台民士达 65.02%的股权，该收购案完成后，公司将持有民士达 96.86%的股权。烟台民士达是国内芳纶纸细分领域的龙头企业，拥有芳纶纸产能 1500 吨/年。民士达的芳纶纸产品下游应用主要面向变压器电动机、蜂窝芯材等领域，下游客户包括 ABB、航空工业集团、中国中车等。收购民士达将帮助泰和新材拓展其产业链条，丰富产品结构，创造新的业绩增长点。

图表 1 公司营收半年度变化情况



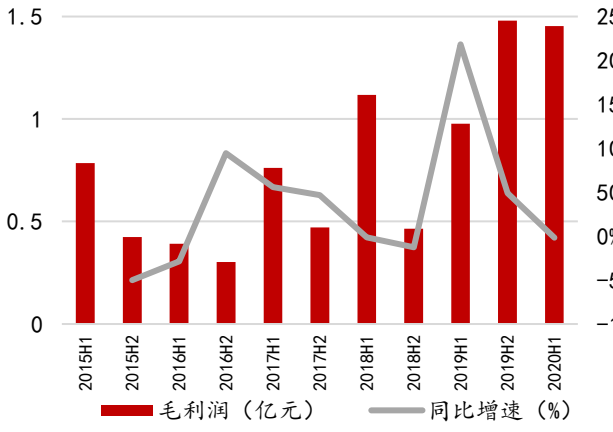
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司营收季度变化情况



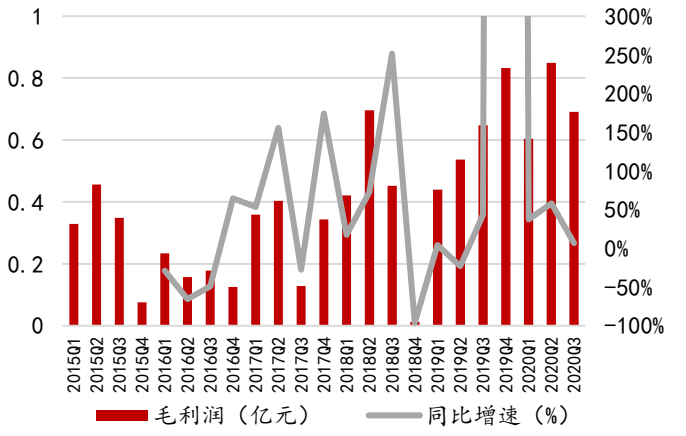
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司整体毛利半年度变化情况



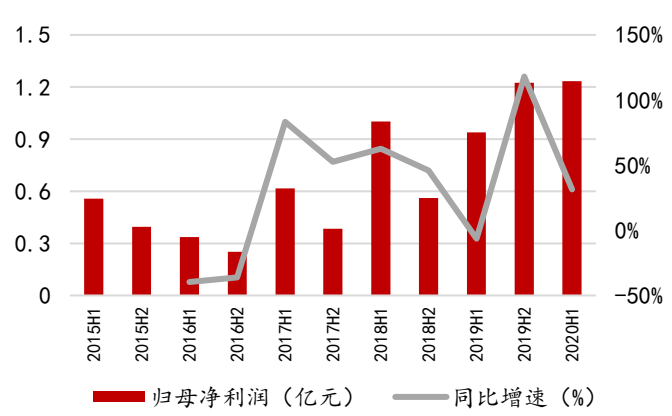
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 公司整体毛利季度变化情况



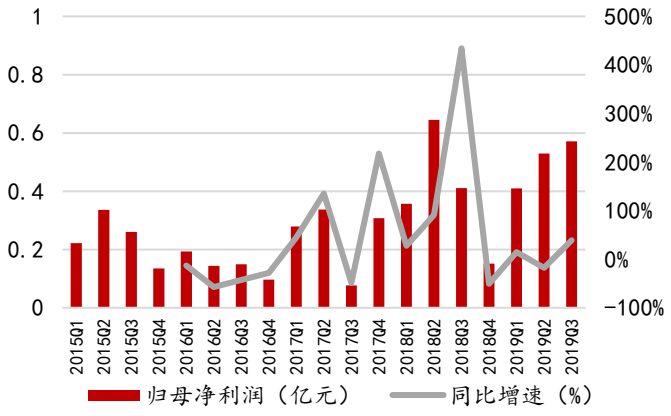
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润半年度变化情况



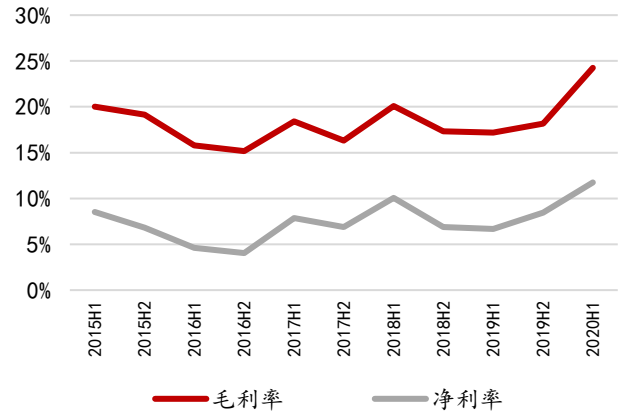
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 公司归母净利润季度变化情况



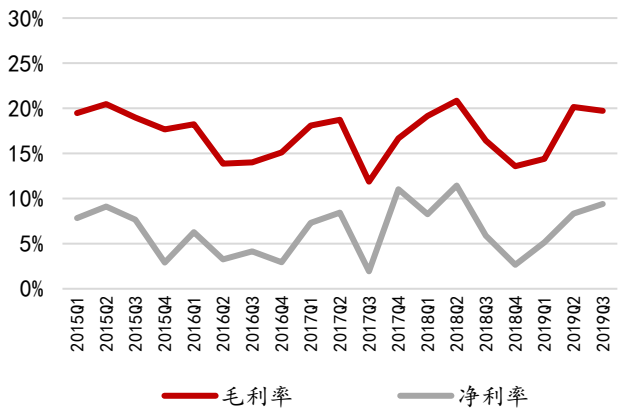
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况



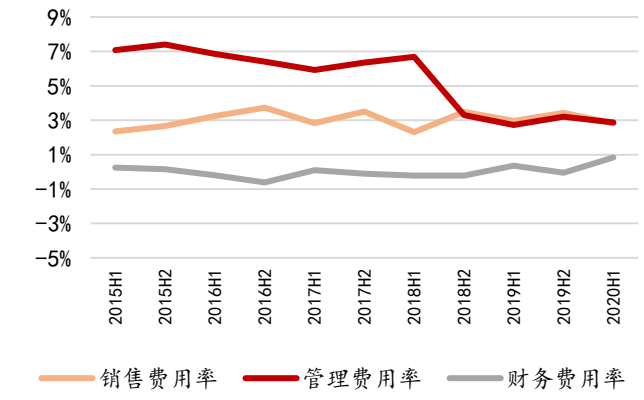
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况



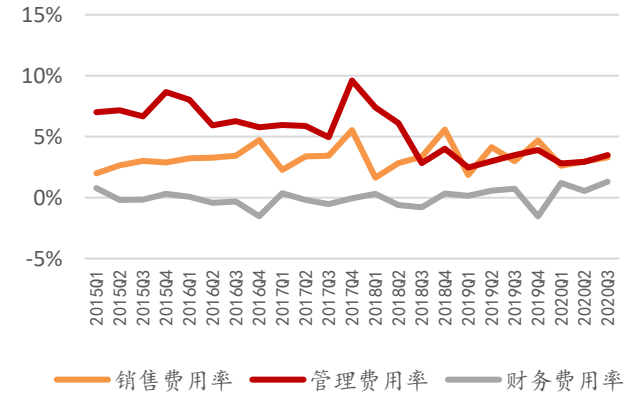
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况



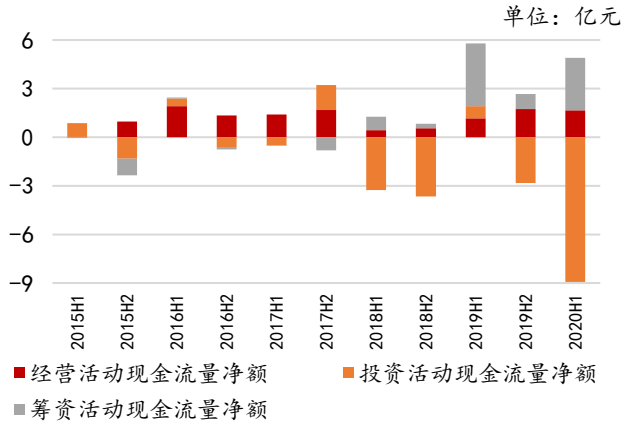
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 公司三项费用占比季度变化情况



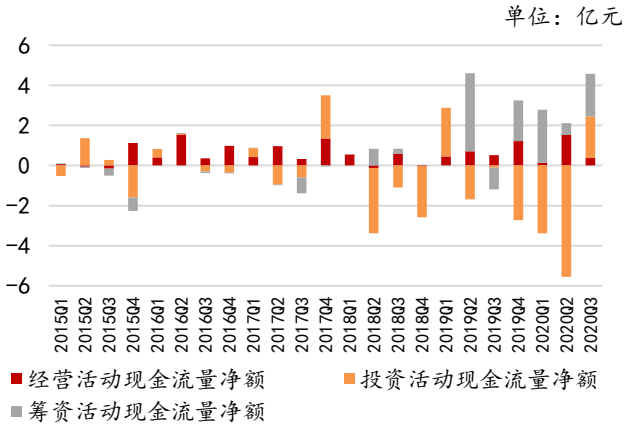
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 公司现金流半年度变化情况



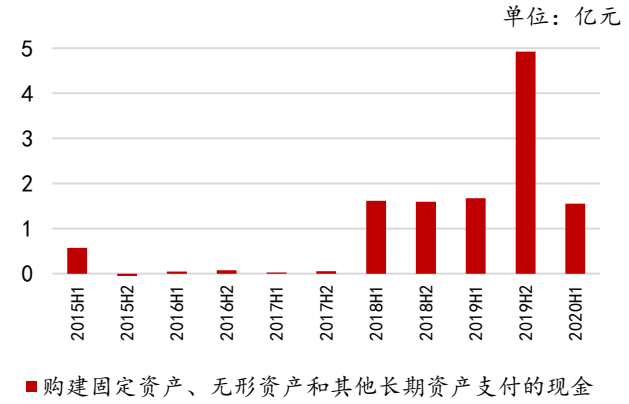
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 公司现金流季度变化情况



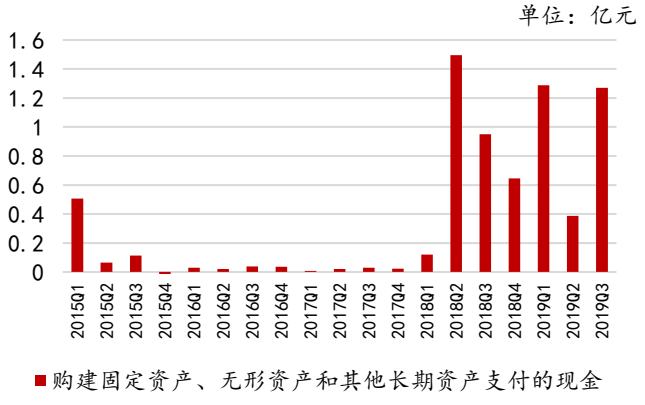
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况



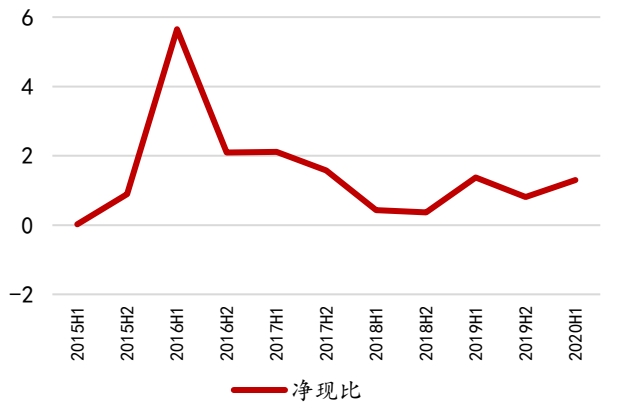
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况



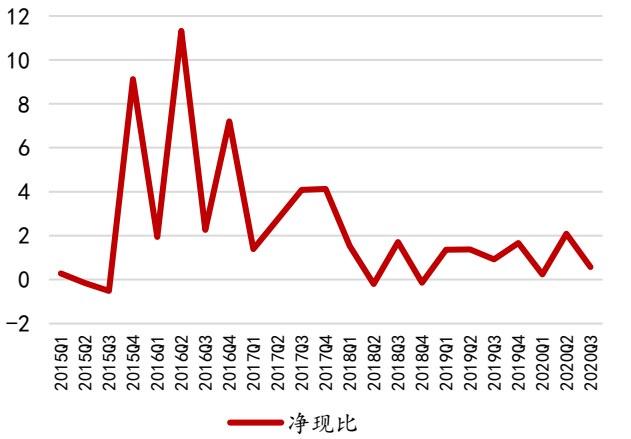
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 公司净现比半年度变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

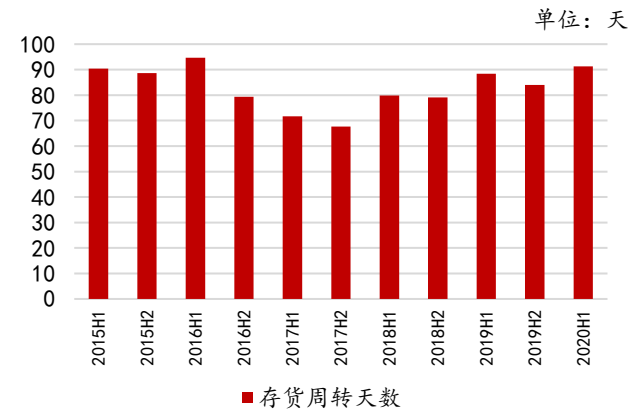
图表 16 公司净现比季度变化情况



注：2015Q4 净现比数据剔除

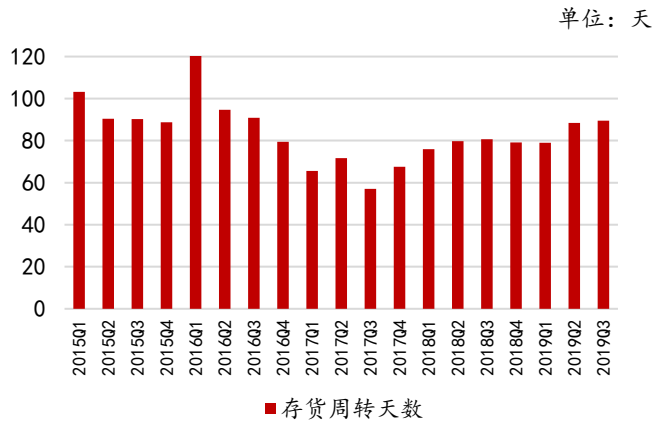
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 公司存货周转天数季度变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

2. 公司分业务经营状况及重大事件

2019 年底，公司披露将通过发行股份的方式吸收合并泰和集团。根据 2020 年中报披露，公司已经于 2020 年 6 月 8 日获得中国证监会核发的核准公司吸收合并烟台泰和新材集团有限公司及向烟台国盛投资控股有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复。吸收合并完成后，公司管理层级将得到缩减，效率将有望提升，促进公司业务持续发展。

2020 年 6 月，经过工程技术人员的全力奋战与调试，公司“高性能对位芳纶工程项目”于近期投料试车，实现全线贯通。公司 3000 吨/年对位芳纶生产线的成功试车标志着公司已经完全掌握芳纶大规模连续化生产的技术，能够实现自主可控的产能扩张，为公司未来发展奠定基础。

图表 19 各系列产品经营数据

氨纶系列				
	营收	成本	毛利	毛利率
	亿元	亿元	亿元	%
15H1	5.268	4.202	1.066	20.02
15H2	6.015	4.998	1.018	19.13
16H1	5.194	4.575	0.619	15.79
16H2	5.724	5.071	0.654	15.16
17H1	5.451	4.681	0.769	18.41
17H2	4.032	3.766	0.266	16.32
18H1	5.304	4.965	0.339	20.11
18H2	7.079	7.146	-0.066	17.32
19H1	7.351	7.421	-0.069	17.19
19H2	7.728	7.634	0.758	18.15
20H1	6.595	5.812	0.783	24.25

15FY	11.283	9.2	2.084	39.15
16FY	10.918	9.646	1.273	30.95
17FY	9.483	8.447	1.035	34.73
18FY	12.383	12.111	0.273	37.43
19FY	15.079	15.055	0.689	35.34
芳纶系列				
15H1	2.374	1.911	0.463	19.500
15H2	2.106	2.041	0.480	21.040
16H1	2.110	1.579	0.531	25.150
16H2	2.610	2.034	0.569	23.310
17H1	2.859	2.079	0.780	27.290
17H2	3.025	2.802	0.721	25.520
18H1	4.585	2.943	1.642	35.810
18H2	4.595	2.603	1.793	37.410
19H1	5.255	3.029	2.226	42.360
19H2	4.843	1.588	2.240	44.220
20H1	4.219	2.394	1.825	43.260
15FY	4.480	3.952	0.943	40.540
16FY	4.720	3.613	1.100	48.460
17FY	5.884	4.881	1.501	52.810
18FY	9.180	5.546	3.435	73.220
19FY	10.098	4.617	4.466	86.580
其他业务				
15H1	0.131	0.103	0.027	20.020
15H2	0.078	0.073	0.004	19.130
16H1	0.091	0.073	0.018	15.790
16H2	0.100	0.095	0.006	15.160
17H1	0.083	0.088	-0.005	18.410
17H2	0.084	0.050	0.005	16.320
18H1	0.078	0.056	0.022	20.110
18H2	0.162	0.063	0.034	17.320
19H1	0.081	0.057	0.024	17.190
19H2	0.134	0.134	0.099	18.150
20H1	0.074	0.042	0.032	24.250
15FY	0.2085611	0.1764345	0.0311265	39.15
16FY	0.1910996	0.1678971	0.0242024	30.95
17FY	0.1670796	0.1378478	0.0002319	34.73
18FY	0.2397602	0.1189539	0.0558063	37.43
19FY	0.2149798	0.1907923	0.1231875	35.34

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件

时间	事件	描述
重点项目进展		
2020 中报	吸收合并烟台泰和新材集团及购买资产过户	公司于 2020 年 6 月 8 日获得中国证监会核发的核准公司吸收合并烟台泰和新材集团有限公司及向烟台国盛投资控股有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复，现将相关事项公告。
2020 中报	高性能对位芳纶项目试产成功	经过工程技术人员的全力奋战与调试，公司“高性能对位芳纶工程项目”于近期投料试车，实现全线贯通。
公司重大事件		
2020/9/19	股东大会决议	通过了修改《募集资金管理制度》的议案；通过了《职业经理人薪酬管理暨超额利润提成激励实施办法》的议案。
2020/7/14	公司股票复牌的公告	经向深圳证券交易所申请，公司股票自 2020 年 7 月 14 日开市时起复牌。 现金选择权申报结果的公告：在此次现金选择权申报期内，没有投资者通过手工方式进行了有效申报。
2020/5/30	董、监事会决议	泰和新材董、监事会决议：通过监事会换届选举；董事会换届选举等议案。于 2020 年 6 月 23 日召开 2019 年度股东大会。
2020/5/27	关联交易事项股票停牌	为维护广大投资者利益，避免引起公司股价异常波动，经公司向深圳证券交易所申请，公司股票自 2020 年 5 月 27 日（星期三）开市起停牌，公司将在并购重组委审核结果公布后，及时履行信息披露义务并申请股票复牌。
行业重大事件		
2020H1	2020H1 氨纶供过于求	2020 年上半年氨纶行业开工窄幅震荡，氨纶厂家开工维持在 7.5-8.5 成附近，部分厂家开工 5 成以下，除 4 月货源紧俏，其余货源充足稳定；目前是行业淡季，场内库存逐渐增加，库存处于高位，6 月份华峰氨纶新项目逐步达产。

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4338	5433	6886	8948
现金	1918	1552	1663	1949
应收账款	647	920	1252	1710
其他应收款	5	40	50	62
预付账款	60	113	146	200
存货	1489	2456	3393	4597
其他	219	353	381	429
非流动资产	2202	2507	2684	2886
长期投资	111	111	111	111
固定资产	1215	1463	1631	1825
无形资产	462	538	574	617
其他	414	396	369	332
资产总计	6541	7940	9570	11834
流动负债	1848	2750	3670	5006
短期借款	230	0	0	0
应付账款	1261	1767	2424	3374
其他	357	983	1246	1632
非流动负债	505	505	505	505
长期借款	260	260	260	260
其他	245	245	245	245
负债合计	2353	3255	4175	5511
少数股东权益	7	37	94	145
股本	1680	1680	1680	1680
资本公积	1449	1449	1449	1449
留存收益	1052	1519	2171	3049
归属母公司股东权益	4181	4648	5300	6178
负债和股东权益	6541	7940	9570	11834

现金流量表				
经营活动现金流	947	337	405	605
净利润	552	467	652	878
折旧摊销	249	170	116	119
财务费用	12	21	15	15
投资损失	-249	-16	-4	-6
营运资金变动	368	-329	-421	-441
其他	200	820	1120	1358
投资活动现金流	-19	-453	-278	-304
资本支出	-174	-468	-282	-310
长期投资	142	0	0	0
其他	13	16	4	6
筹资活动现金流	63	-251	-15	-15
短期借款	-105	-230	0	0
长期借款	10	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0
其他	153	-21	-15	-15
现金净增加额	991	-366	112	286

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2473	3172	4334	6006
营业成本	1662	2136	2939	4143
营业税金及附加	16	21	29	40
营业费用	58	67	99	135
管理费用	278	254	325	450
财务费用	0	-27	-31	-44
资产减值损失	-10	1	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	249	16	4	6
营业利润	664	700	920	1196
营业外收入	5	10	11	12
营业外支出	2	5	6	6
利润总额	667	705	925	1202
所得税	103	208	215	273
净利润	564	497	710	929
少数股东损益	13	30	57	51
归属母公司净利润	552	467	652	878
EBITDA	610	779	928	1164
EPS(元)	0.40	0.34	0.47	0.63

主要财务比率				
成长能力				
营业收入	-6.8%	28.3%	36.6%	38.6%
营业利润	38.9%	5.3%	31.4%	30.0%
归属母公司净利润	81.4%	-15.3%	39.7%	34.5%
获利能力				
毛利率	32.8%	32.7%	32.2%	31.0%
净利率	22.3%	14.7%	15.1%	14.6%
ROE	13.2%	10.0%	12.3%	14.2%
ROIC	6.5%	8.7%	11.0%	12.2%
偿债能力				
资产负债率	36.0%	41.0%	43.6%	46.6%
净负债比率	56.2%	69.5%	77.4%	87.2%
流动比率	2.35	1.98	1.88	1.79
速动比率	1.51	1.04	0.91	0.83
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.40	0.45	0.51
应收账款周转率	3.82	3.45	3.46	3.51
应付账款周转率	1.32	1.21	1.21	1.23
每股指标(元)				
每股收益	0.40	0.34	0.47	0.63
每股经营现金	0.68	0.24	0.29	0.43
每股净资产	3.00	3.34	3.80	4.43
估值比率				
P/E	27.83	75.03	53.71	39.92
P/B	3.67	7.54	6.61	5.67
EV/EBITDA	28.06	52.58	44.06	34.86

分析师与研究助理简介

刘万鹏：化工行业首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

古　武：研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4 年中航工业成飞航空材料产业经历，2 年新材料行业研究经历

曾祥钊：研究助理，中国科学院化工硕士、清华大学化工学士，通过 CFA 二级考试。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。