

利安隆 (300596.SZ)

2022 年 03 月 27 日

润滑油添加剂打造利安隆第二增长曲线
——公司深度报告
投资评级: 买入 (维持)
金益腾 (分析师)

jinyiteng@kysec.cn

证书编号: S0790520020002

龚道琳 (分析师)

gongdaolin@kysec.cn

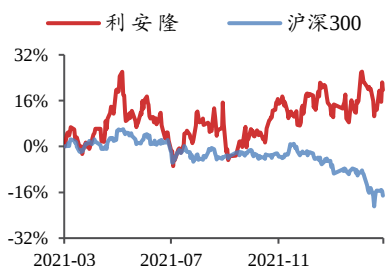
证书编号: S0790522010001

毕挥 (联系人)

bihui@kysec.cn

证书编号: S0790121070017

日期	2022/3/25
当前股价(元)	45.28
一年最高最低(元)	48.29/35.08
总市值(亿元)	92.83
流通市值(亿元)	84.05
总股本(亿股)	2.05
流通股本(亿股)	1.86
近 3 个月换手率(%)	61.76

股价走势图


数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-产能释放带动业绩增长, 成本转嫁较顺利》- 2021.10.26

《公司信息更新报告-Q1 业绩同比增长 43%, 抗氧化剂行业景气度持续走高》-2021.4.30

● 高分子抗氧化助剂龙头进军润滑油添加剂市场, 维持“买入”评级

公司是国内高分子抗氧化助剂龙头, 凭借产能扩张不断扩大市场份额, 现有抗氧化剂、光稳定剂产能 3.49、2.17 万吨, 2022 年起珠海 6 万吨抗氧化剂产能将逐步释放。公司积极打造润滑油添加剂第二增长曲线, 未来成长路径清晰。暂不考虑康泰股份并表, 我们上调 2022-2023 年、新增 2024 年盈利预测, 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.29 (原值 5.06)、6.58 (原值 6.01)、8.17 亿元, EPS 分别为 2.58 (原值 2.47)、3.21 (原值 2.93)、3.98 元/股, 当前股价对应 PE 为 17.5、14.1、11.4 倍。我们看好公司将并购整合、项目建设、技术创新作为助推发展的三只动轮, 打造全球领先的精细化工平台型公司, 维持“买入”评级。

● 外资主导润滑油添加剂千亿市场, 单剂本土配套需求旺盛

供给端, 国际四大添加剂公司路博润、润英联、雪佛龙奥伦耐、雅富顿长期占据全球 85% 市场份额, 以销售复合剂为主; 国内单剂供应日趋成熟, 康泰股份、瑞丰新材为代表的国内第一梯队企业正逐步参与国内中高端市场竞争, 自主润滑油规格标准逐步建立, 有利于国产复合剂厂商与国际企业在同一平台商公平竞争。**需求端**, 车用润滑油占比约 2/3, 为最大应用领域, 庞大的汽车保有量是未来较长时间内行业稳定发展的重要保障, 上海市润滑油品行业协会预计 2023 年全球、国内润滑油添加剂市场规模分别达 185 亿美元、38 亿美元; 近年来, 外资复合剂巨头纷纷在中国建厂, 我们测算, 国内单剂配套的需求量缺口约 30 万吨。

● 公司拟并购康泰股份, 打造润滑油添加剂第二成长曲线

公司拟发行股份及支付现金并购康泰股份 92.21% 股权。康泰股份是国内润滑油添加剂产品系列最为齐全的公司之一, 具备深厚的技术积累, 现有产能 9.3 万吨, 在建产能 5 万吨预计 2022 年 6 月投产。康泰股份已与路博润和润英联进行合作建立合作关系, 有望抓住国际四大实施的本土化战略的机遇。二期项目投产后有望补齐产线短板, 与国内外大型润滑油厂的展开复合剂合作。

● 风险提示: 资产重组进度不及预期、产能投放不及预期、行业竞争加剧等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,483	3,445	4,348	5,586	6,751
YOY(%)	25.5	38.7	26.2	28.5	20.9
归母净利润(百万元)	293	418	529	658	817
YOY(%)	11.7	42.5	26.7	24.3	24.2
毛利率(%)	27.3	26.8	25.8	25.7	25.6
净利率(%)	11.8	12.1	12.2	11.8	12.1
ROE(%)	13.3	16.2	17.4	18.0	18.5
EPS(摊薄/元)	1.43	2.04	2.58	3.21	3.98
P/E(倍)	31.7	22.2	17.5	14.1	11.4
P/B(倍)	4.3	3.7	3.1	2.6	2.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 润滑油添加剂：复剂看配方，单剂看产品线	3
2、 外资占润滑油添加剂主导，国内企业快速追赶	4
2.1、 国际四大历史悠久，主导全球润滑油添加剂市场	4
2.2、 国内单剂供应日趋成熟，头部企业参与复剂竞争	6
3、 润滑油添加剂千亿市场，单剂本土配套需求旺盛	8
3.1、 润滑油添加剂市场广阔，机动车领域为最大应用	8
3.2、 外资复合剂企业来华建厂，单剂本土配套存在缺口	10
4、 利安隆：进军润滑油添加剂，拟并购康泰股份	12
4.1、 公司拟并购康泰股份，打造抗老化剂外第二增长曲线	12
4.2、 康泰股份：单剂与复剂并行，二期项目助力发展	12
5、 盈利预测与投资建议	15
6、 风险提示	16
附：财务预测摘要	17

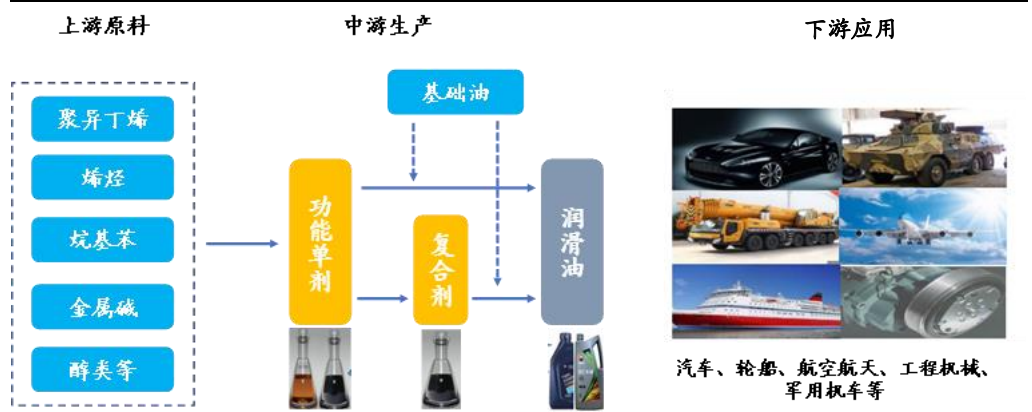
图表目录

图 1： 润滑油添加剂服务于润滑油市场	3
图 2： 国际四大添加剂公司 占据全球 85% 的市场份额	5
图 3： 2020 年我国润滑油添加剂产量为 71 万吨	7
图 4： 2021 年我国润滑油添加剂进口量为 38 万吨	7
图 5： 发动机润滑油中国标准开发创新联盟（CLSAC）涵盖行业龙头企业	8
图 6： 预计 2025 年全球润滑油添加剂市场规模 195 亿美元，需求量 570 万吨	8
图 7： 预计 2023 年中国润滑油添加剂需求量 112 万吨	9
图 8： 全球约 60% 润滑油添加剂应用于内燃机领域	9
图 9： 全国汽车保有量保持增长，新能源占比不到 3%	10
图 10： 近年来瑞丰新材的战略重心由单剂转向复剂，复剂销量增速更高	11
图 11： 2011-2021 年利安隆依靠抗老化剂产能持续扩张实现收入、业绩持续增长	12
图 12： 康泰股份起家于添加剂贸易，自有产品逐步建成投产	13
图 13： 2020 年康泰股份营收、业绩同比下滑	14
图 14： 2019-2021 年康泰股份外购产品收入占比减少	14
图 15： 康泰股份现有各产线产能利用率总体呈现提升趋势	15
表 1： 润滑油添加剂包括功能性单剂和复合剂	3
表 2： 国际四大添加剂公司 历史悠久，且均系美国公司	5
表 3： 国内润滑油添加剂厂商主要有中石油和中石化下属公司、合资公司和民营企业三类	6
表 4： 纯电动车的传动系统用油依然存在	10
表 5： 目前国内润滑油添加剂市场的单剂缺口约 30 万吨	11
表 6： 康泰股份多位核心技术人员曾任职于锦州石化	13
表 7： 康泰股份现有及在建产能共 14.3 万吨	15
表 8： 公司主营业务拆分	16
表 9： 可比公司盈利预测与估值	16

1、润滑油添加剂：复剂看配方，单剂看产品线

润滑油添加剂服务于润滑油市场，能为润滑油的性能创造高附加值。润滑油主要由基础油和添加剂两部分组成，通过按照一定的配方向基础油中加入添加剂并进行充分的调和以达到使用要求，添加剂一般占润滑油总体比例约 2%-30%左右。基础油是组成润滑油、润滑脂成品的基础材料，决定着润滑油的基本性质，也是添加剂的溶剂。添加剂则可弥补和改善基础油性能方面的不足，赋予油品新的理化性能，能够提高润滑油在机械系统中的效率并增强其性能，或延长润滑剂的使用寿命和提高稳定性，也是节能及减少环境污染的重要手段。润滑油添加剂品质好坏以及添加方案的优劣往往决定了润滑材料的最终性能，广泛应用于汽车发动机润滑油（包括天然气发动机）、铁路机车发动机油、船舶发动机油、工业润滑油、润滑脂、乳化炸药等领域。

图1：润滑油添加剂服务于润滑油市场



资料来源：利安隆公告、瑞丰新材招股说明书、开源证券研究所

润滑油添加剂包括功能性单剂及根据应用领域的不同、按照特定配方生产的复合剂。润滑油添加剂单剂是润滑油添加剂按功能分类后具有单一特性的添加剂产品，包括清净剂、分散剂、抗氧抗腐剂、增粘剂、降凝剂、抗氧防胶剂、乳化剂及其他类型，每种单剂都能满足润滑油生产商特定的需求。润滑油添加剂复合剂一般系由多种单剂按一定比例调配而成的混合物，具有多种特性，为各类机械和应用提供综合解决方案。复合剂的核心是配方技术，其开发过程复杂漫长，要考虑各种单剂之间是否具有协调效应，能否达到各项性能的平衡；同时还要考虑单剂与基础油的适应性。

表1：润滑油添加剂包括功能性单剂和复合剂

类别	主要产品	产品特点	产品用途
单剂	清净剂	用于中和由于燃烧和润滑油氧化产生的酸性物质，并清除颗粒和污物，减少沉积物的生成，降低污染，提高环保排放标准	调制内燃机油、船舶用油、润滑脂、金属加工油等
	分散剂	一种两亲性化学品，可以增加油性部分以及水性部分在同一体系中的相容性，能降低分散体系中固体或液体粒子聚集的物质。换油时，可将有害的悬浮物从油中清除	调制内燃机油，作为燃料油清净剂加入燃料油，也可用于制备石油化工助剂及乳化炸药等
	黏度指数改进剂	一种油溶性高分子化合物，在室温下一般呈橡胶状或固体。可改善润滑油的粘温性能，以获得低温启动性能好、在高温下又能保持适当黏度的多级发动机油	调制内燃机油、齿轮油和液压油等
	抗氧抗腐剂	代表性化合物二烷基二硫代磷酸锌，是一种具有抗氧、抗腐和	调制内燃机油、液压油、传动液、齿轮

类别	主要产品	产品特点	产品用途
		抗磨作用的多效添加剂。通过使过氧化物分解，得到稳定的化合物，来抑制润滑油的氧化，减少漆膜和油泥的生成	油、金属加工油及润滑脂等；还可作为生产橡胶制品的辅助促进剂
	高温抗氧剂	抗氧剂有助于预防润滑油降解，它与在高温及高压时生成的自由基反应，抑制降解链，有助于保护润滑油的完整	调制内燃机油、齿轮油、金属加工油和液压油等
	降凝剂	降低油品的凝点或倾点，改善油品的低温流动性能	调制内燃机油、齿轮油和液压油等
	极压抗磨剂	在各种边界润滑条件下，降低滑动表面间的摩擦、磨损或擦伤，延长设备和部件的使用寿命	调制齿轮油、液压油、金属加工油和润滑脂等
	防锈剂	提供油品的防锈性能，延长金属工件的使用寿命	调制防锈油、齿轮油和液压油、金属加工油等
	抗泡剂	抑制泡沫的产生，提高油品润滑质量	调制内燃机油、齿轮油和液压油、金属加工油等
	乳化剂	能使两种互不相融的液体、固体和液体形成稳定的乳化油液	调制金属加工油（液）、乳化炸药用乳化剂
复合剂	内燃机油复合剂	提高发动机油的清净性、分散性及抗氧抗磨性等	用于调制内燃机油
	齿轮油复合剂	提高齿轮油的抗磨性、抗氧化性、防锈性及抗乳化性等	用于调制齿轮油
	液压油复合剂	提高液压油的抗磨性、抗氧化性及防锈性等	用于调制液压油

资料来源：利安隆公告、开源证券研究所

润滑油添加剂是技术密集型行业，生产工艺和配方的掌握需要长时间的积累。

目前，国内润滑油添加剂生产厂商已经能够生产全部单剂剂种，常用单剂的生产技术已日趋成熟，部分单剂品质与国际添加剂生产企业的产品品质不相上下，但在新型或特色单剂方面研发仍然不足，也较难实现规模化生产。复合剂开发过程中往往要进行大量的分析、检测和模拟评定工作，还要按照难易程度逐一通过规定的发动机台架试验。在这个过程中，需要不断修正完善配方，最后进行行车试验。受到研发能力和开发成本等因素的限制，国内复合剂的生产仍然是技术追随者，有能力实现开发或规模化生产的复合剂目前局限于中低端产品，高端复合剂产品仍主要依赖进口。由于润滑油添加剂产品具有品种繁多、配方复杂的特点，下游润滑材料生产企业一般难以自主生产添加剂产品，对添加配方也不容易熟练掌握，润滑油添加剂生产企业需要经过长时间的实验积累和持续的研发投入，才能掌握其市场应用，建立完善的技术研发体系。

2、外资占润滑油添加剂主导，国内企业快速追赶

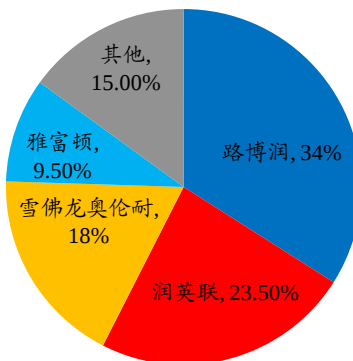
2.1、国际四大历史悠久，主导全球润滑油添加剂市场

国际四大润滑油添加剂公司长期占据全球 85% 的市场份额，以销售复合剂为主。

在国际市场上，经过 20 世纪 90 年代末期润滑油添加剂公司之间剧烈的兼并和收购，产业逐渐集中，形成了以四家国际知名润滑油添加剂公司路博润（Lubrizol）、润英联（Infineum）、雪佛龙奥伦耐（Chevron Oronite）、雅富顿（Afton）为主的市场竞争格局。这四大添加剂公司均拥有较长的发展历史，在技术研发和市场拓展方面有深厚的积淀，控制了全球 85% 左右的添加剂市场份额。四大润滑油添加剂公司以销售复合剂为主，其生产的单剂一般都是自用，同时向外部单剂厂商采购其不生产或产能不足的单剂产品。除以上四大润滑油添加剂专业公司之外，还有几家规模较小、生产单剂的特色添加剂公司，如 Chemtura（科聚亚）、BASF（巴斯夫）、Vanderbilt（范德比尔）和 Rohmax（罗曼克斯）等，这些添加剂公司产量虽然不大，但在各自领域具

有全球领先的研发实力，以其独具特色的产品占据一定的市场份额。

图2：国际四大添加剂公司占据全球 85% 的市场份额



数据来源：《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》、开源证券研究所

表2：国际四大添加剂公司历史悠久，且均系美国公司

公司	国家	成立时间	公司简介
路博润	美国	1928 年	世界上最大的添加剂专业生产商之一，2011 年被伯克希尔·哈撒韦公司收购；2013 年 8 月在珠海的独资添加剂生产工厂正式投产。路博润的优势在于复合剂品种齐全，主要产品有发动机油复合剂，车辆传动系统用油复合剂，液压油、工业齿轮油、汽轮机油等工业油复合剂以及金属加工油复合剂。公司年销售收入超过 60 亿美元，40%左右的添加剂销往北美，30%销往欧洲，30%销往亚太、中东和拉美。
润英联	美国	1999 年	由埃克森美孚（Exxon Mobil）和壳牌（Shell）各出资 50%，将各自的添加剂业务进行合并后成立的合资公司，在欧洲、拉丁美洲、美国和包括中国在内的亚太地区以及中东拥有生产装置；2013 年 11 月在江苏省张家港保税区设立润英联（中国）有限公司，从事润滑油复合添加剂（轿车发动机润滑油添加剂、重型柴油发动机润滑油添加剂）的生产，一期项目占地 10 万平方米，于 2016 年 3 月正式投产，年产 10 万吨润滑油添加剂，2020 年 1 月 8 日二期扩建项目正式启动，占地面积逾 13 万平方米。润英联在车用润滑油添加剂方面比较有竞争优势，主要产品有发动机油复合剂、船用油复合剂、车辆传动系统用油复合剂，在工业用油方面产品不多，主要是原美孚开发的工业齿轮油复合剂。
雪佛龙奥伦耐	美国	1917 年	主要产品有发动机油复合剂、铁路机车及船用油复合剂、车辆传动系统用油复合剂以及抗磨液压油复合剂，在单剂方面优势还在于其黏度指数改进剂产品，1998 年获得埃克森化学品 PARATONE 烯烃共聚物（OCP）黏度指数改进剂的生产技术后，成为该产品的市场领先者，约占该剂种 30% 的市场份额。雪佛龙奥伦耐的添加剂生产能力约为 100 万吨/年，其中新加坡生产厂的生产能力为 20 万吨/年；2015 年 3 月，与宁波经济技术开发区签约，投资建设润滑油添加剂项目，该项目于 2018 年 10 月举行了开工仪式，预计于 2021 年实现投产。
雅富顿	美国	2004 年	前身为 Ethyl（乙基）公司，负责原乙基公司的石油添加剂业务，在美国、加拿大、欧洲和南美以及新加坡都有生产设施，在美国拥有 16% 的市场份额；2006 年 1 月，在苏州成立了雅富顿化工（苏州）有限公司，从事复合剂的生产；通过收购英国伯乐科技（Polartech）来增强其在金属加工液方面的添加剂技术，伯乐科技于 2008 年在苏州开办了生产金属加工液和添加剂的工厂。雅富顿公司生产的添加剂产品共有 170 余种，涉及到润滑油添加剂单剂的市售产品有 20 余种，主要产品有发动机油复合剂、铁路机车及船用油复合剂、车辆传动系统用油复合剂，在工业油方面，主要产品有液压油、工业齿轮油、拖拉机油及润滑脂复合剂。雅富顿整体产品性价比较高，且在特种品种添加剂上有竞争优势，例如自动传动液等。2017 年、2018 年及 2019 年润滑油添加剂的销售收入分别为 17.90 亿美元、18.71 亿美元及 17.78 亿美元。

资料来源：利安隆公告、瑞丰新材招股说明书、开源证券研究所

2.2、国内单剂供应日趋成熟，头部企业参与复剂竞争

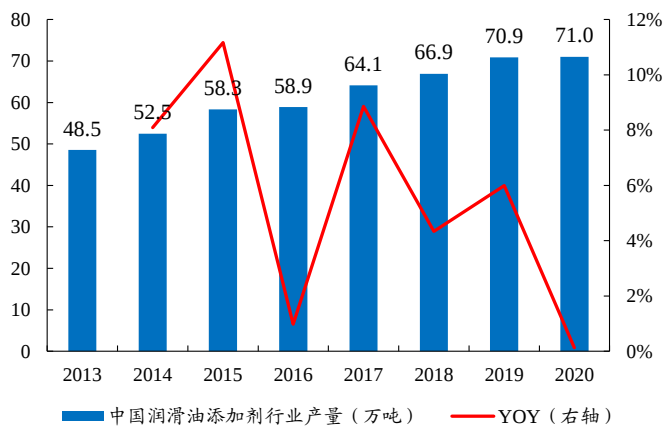
国内添加剂生产企业正逐步参与国内中高端市场竞争。国内单剂供应来源主要有两部分：国内单剂生产企业自产单剂和国外添加剂公司进口单剂，其中国内单剂生产企业的产品主要集中在磺酸盐、硫化烷基酚盐、无灰分散剂、抗氧抗腐剂等，小型单剂生产厂家众多；进口单剂一般由国际四大以外的几家特色单剂公司供应，技术含量相对较高，价格较昂贵，在国内市场上用量较少。此外，由于单剂品种繁多，单个厂商产品线一般无法涵盖全部单剂品种，所以各家之间既有竞争又购销合作。国内复合剂产品主要有三大供应来源：进口、国际添加剂公司在国内的独资或合资企业，以及国内添加剂生产企业。据海关总署数据，2021 年我国直接进口润滑油添加剂产品约 38 万吨。在国内厂商技术快速发展进步的情况下，形成了以上海海润、兰州中石油、锦州石化、康泰股份、瑞丰新材、无锡南方为代表的国内润滑油添加剂行业第一梯队企业。国内厂商在本土拥有更大的成本和售价优势，将进一步加快润滑油添加剂国产化进程，扩大国产润滑油添加剂在国内市场份额。

表3：国内润滑油添加剂厂商主要有中石油和中石化下属公司、合资公司和民营企业三类

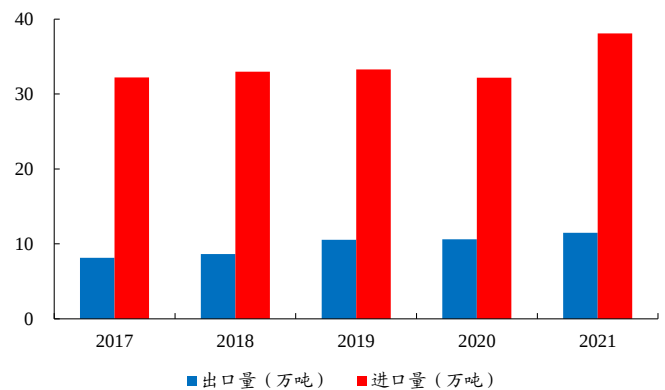
公司	成立时间	公司简介	主要产品	年产能	拟在建产能
中石化系	上海海润	2001 年	由中石化和润英联共同投资建设的合资公司，分别出资 50%。	汽机油复合剂和柴机油复合剂为主，船用油复合剂、齿轮油复合剂、液压油复合剂等为辅，以及粘度指数改进剂。	4 万吨复合剂
	无锡南方	2001 年	原中石化布点在南方生产石油添加剂的定点企业，主要为中石化、中石油、铁道部等下属企业配套生产各种中高润滑油。	清净剂、分散剂、抗氧抗腐剂、防锈剂、降凝剂、复合剂、柴油清净剂。	2 万吨复合剂+3 万吨单剂
中石油系	锦州中石油	1938 年	中石油下属分公司，从 60 年代开始生产包括 ZDDP 在内各添加剂产品，80 年代引进路博润生产合成磺酸盐及无灰分散剂系列。	磺酸盐、无灰分散剂、ZDDP 三大产品系列。	3.6 万吨单剂
	兰州中石油	1996 年	前身中石油和路博润出资成立的合资公司兰州路博润，现为中石油独资。	分散剂、磺酸盐、水杨酸盐、降凝剂、ZDDP 和内燃机油复合剂为主。	未披露
	太仓中石油	2014 年	中石油独资。	复合剂。	6.8 万吨复合剂
其他民营企业	瑞丰新材	1996 年	2019 年中石化资本增资入股。沧州 15 万吨润滑油项目一期预计 2022 年投产，实际产能 6.127 万吨；新乡 1.52 万吨技改项目预计 2022 年底投产；2021 年 12 月拟投资 10 亿元在新乡建设“年产 15 万吨润滑油添加剂系列产品项目”，拟于 2023 年底完工。	单剂向复合剂转型，在内燃机用复合剂的基础上，规划增加齿轮油复合剂、工业油复合剂产品。	10 万吨以上单剂 +1.5 万吨复合剂 (截至 2021 半年报)
	锦州惠发天合	2007 年	承接辽宁天合精细化工股份有限公司的润滑油添加剂业务，母公	母公司天合化工主营润滑油添加剂、特	20 万吨

司天合化工（1619.HK）已退市。		种氟化物两大系列 200 余种精细化工产品。	
康泰股份		清淨剂、无灰分散剂、抗氧抗腐剂以及各类复合剂。	
1998 年		9.3 万吨	5 万吨
合计		60.2 万吨	27.647 万吨

资料来源：利安隆公告、各公司官网、瑞丰新材招股说明书、开源证券研究所（注：锦州惠发天合未披露单剂复合剂详细产能；合计计算兰州中石油产能；瑞丰新材单剂产能按 10 万吨进行合计计算）

图3：2020 年我国润滑油添加剂产量为 71 万吨


数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图4：2021 年我国润滑油添加剂进口量为 38 万吨


数据来源：海关总署、开源证券研究所（注：按其他润滑油添加剂（38112900）、含石油或从沥青矿物提取油类的润滑油添加剂（38112100）两个项目加总统计）

我国逐步建立自主润滑油规格标准，使国产润滑油添加剂企业可以与国际企业在同一平台上公平竞争。API 润滑油的质量级别是由美国石油学组织制定的针对润滑油的质量标准，在欧洲 ACEA 是欧洲汽车制造业对于汽车用润滑油的检验认证标准，其目的均是为了确保润滑油能够满足 OEM（设备制造厂家）的设计要求、汽车保养以及润滑要求。API 汽油机油规格从 1930 年的 SA 开展到目前最高档的 SP，柴油机油规格从 CA 开展到现在最高档的 CK-4。我国已成为汽车产销量第一大国，发动机技术实现了自主可控，但是，我国的发动机润滑油标准从 20 世纪 80 年代开始，一直沿用美国 API 标准，并未制定相关的国产润滑油规格标准。润滑油台架评价标准的缺失，在一定程度上制约了我国发动机技术的自主创新和润滑油产业发展。2016 年 9 月，由中国内燃机学会和中国汽车工程学会联合发动机、添加剂、润滑油、第三方评价实验室，跨行业成立了“发动机润滑油中国标准开创新联盟（CLSAC）”，致力于创建发动机润滑油中国标准体系，满足中国发动机的润滑需求。2021 年 9 月，D1 规格首批 4 项柴油机油润滑油台架方法标准顺利通过石化标委会的审查，我国首个自主创新柴油机油润滑油国家标准即将诞生。通过经验的积累，也对今后开展汽油机、船舶动力、气体机、航空内燃机等各领域的动力设备用润滑油国家标准的研究开发奠定了良好基础。

图5：发动机润滑油中国标准开发创新联盟（CLSAC）涵盖行业龙头企业



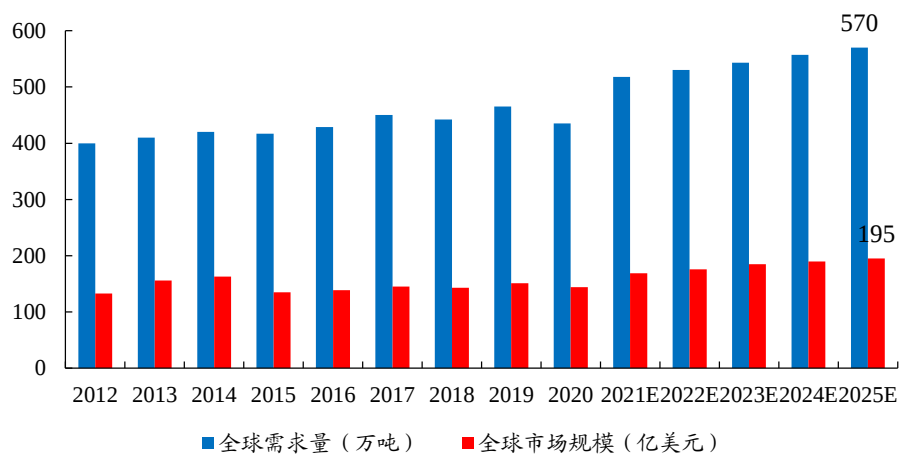
资料来源：中国机械工业联合会机经网

3、润滑油添加剂千亿市场，单剂本土配套需求旺盛

3.1、润滑油添加剂市场广阔，机动车领域为最大应用

全球润滑油添加剂市场千亿规模，未来几年将保持稳步增长。自 20 世纪 30 年代以来，全球润滑油添加剂行业已逐步发展至相对成熟阶段，市场规模较大且基本趋于稳定增长。据克莱恩（Kline & Co）、上海市润滑油品行业协会等的统计，2017 年-2019 年，全球润滑油添加剂需求量分别为 450 万吨、442 万吨及 465 万吨，复合增长率达 1.65%；市场规模分别为 145 亿美元、143 亿美元及 151 亿美元，复合增长率达 2.05%。受新冠肺炎疫情冲击，2020 年全球润滑油添加剂需求量及市场规模分别小幅下滑至 435 万吨、144 亿美元。随着汽车保有量不断增加、节能环保监管日趋严格以及消费升级等多因素的综合影响，全球润滑油添加剂市场将保持稳步增长的态势。据克莱恩及上海市润滑油品行业协会等预测，全球润滑油添加剂需求量将从 2020 年的 435 万吨增长至 2025 年的 570 万吨，复合增长率达 5.55%；市场规模将从 2020 年 144 亿美元增长至 2025 年的 195 亿美元，复合增长率达 6.25%。

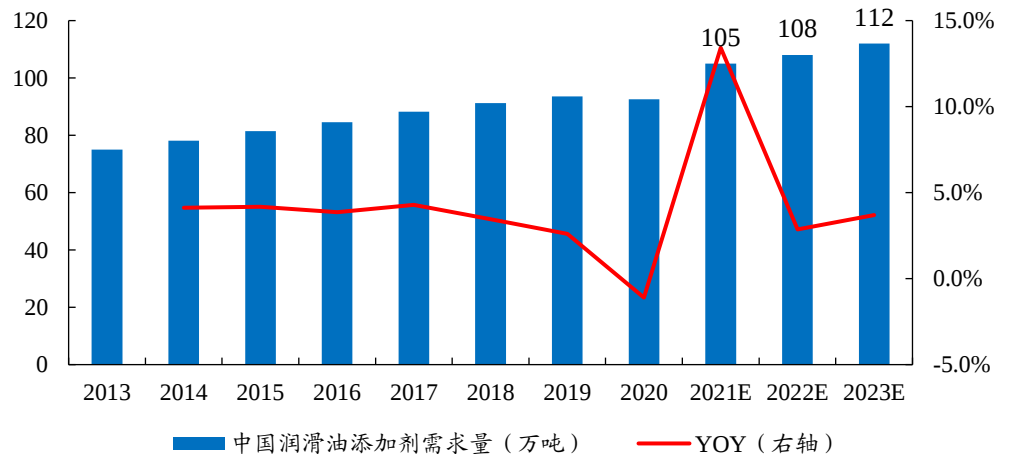
图6：预计 2025 年全球润滑油添加剂市场规模 195 亿美元，需求量 570 万吨



数据来源：克莱恩（Kline & Co）、上海市润滑油品行业协会、《国内外润滑油添加剂市场分析》（2021）、开源证券研究所

我国润滑油添加剂需求增速高于全球，预计 2023 年市场规模达 38 亿美元。我国润滑油添加剂需求量不断增加，且占全球比重呈中枢上升的态势。2017 年至 2019 年，我国润滑油添加剂需求量分别为 88.2 万吨、91.2 万吨及 93.6 万吨，复合增长率达 3.03%，增速高于同期全球平均水平。在我国机动车市场快速增长、工业强国进程加快以及节能环保措施不断加强的因素影响下，我国润滑油添加剂市场需求仍将保持高于全球平均水平的增速，稳步增长。上海市润滑油品行业协会预测，到 2023 年我国润滑油添加剂需求量全球占比将达 20.63%，对应市场规模约 38 亿美元。

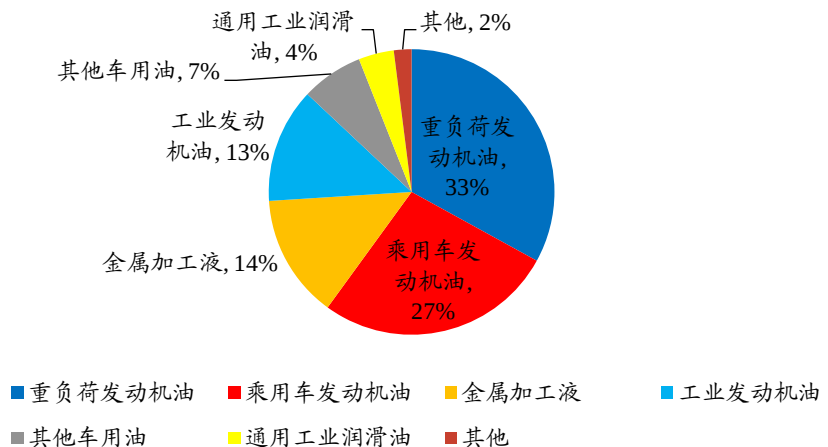
图7：预计 2023 年中国润滑油添加剂需求量 112 万吨



数据来源：上海市润滑油品行业协会、《国内外润滑油添加剂市场分析》（2021）、开源证券研究所

车用润滑油添加剂应用占比最大。按润滑油添加剂的主要应用领域分类，全球约有三分之二的润滑油添加剂应用于机动车领域（主要有 PCMO 乘用车发动机油、HDMO 重型发动机油及其他车用油），其次是金属加工液和工业发动机润滑油（包括船舶用油和铁路机油），两者添加剂用量相当；还有一小部分用于通用工业润滑油以及润滑脂。我国润滑油需求结构与全球结构基本保持一致，车用润滑油长期占据润滑油需求的主要部分，2019 年国内车用润滑油占比 58.5%。

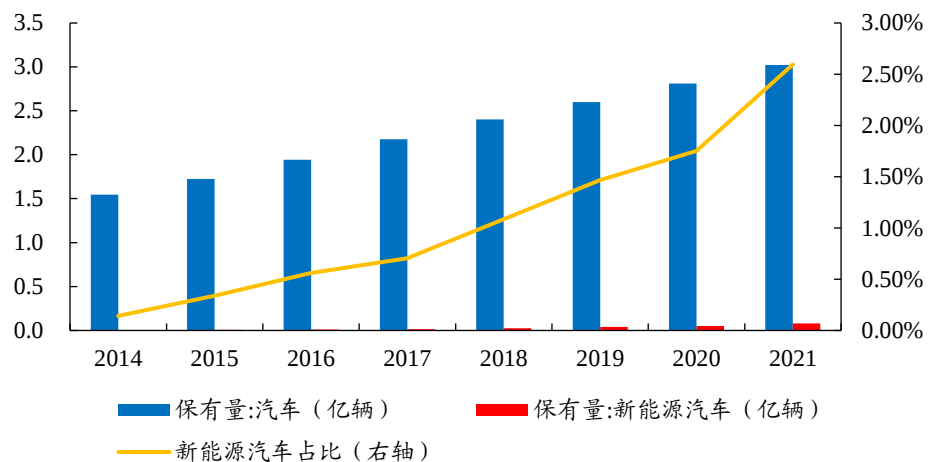
图8：全球约 60% 润滑油添加剂应用于内燃机领域



数据来源：《油品添加剂的市场现状、技术进展及发展趋势》、开源证券研究所

未来较长时间内庞大的汽车保有量是润滑油添加剂行业稳定发展的重要保障。车辆按动力来源分为传统内燃机汽车、混合动力汽车、纯电动汽车等，混动车不仅具备传统的内燃机动力系统，还增加了电动机动力系统，以及符合车辆动力要求的传动系统，所以在润滑油的使用上和传统汽车差异不大；目前仅有纯电车由于完全由充电电池提供动力不需要发动机，不用发动机油，但是传动系统用油依然存在。根据公安部交通管理局统计，截至 2021 年末，全国机动车保有量已达 3.95 亿辆，其中汽车 3.02 亿辆，扣除报废注销量后较 2020 年增加 2350 万辆，增长 6.32%；全国新能源汽车保有量达 784 万辆，占汽车总量的 2.60%，其中纯电车保有量 640 万辆。我们认为，未来较长时间内，庞大的汽车保有量使得润滑油成为汽车行业刚性需求，是润滑油添加剂行业稳定发展的重要保障，同时，燃油车在较长时间内仍将占据汽车保有量的主要地位，对润滑油的需求仍旧持续。

图9：全国汽车保有量保持增长，新能源占比不到 3%



数据来源：公安部交通管理局、中国汽车工业协会、开源证券研究所

表4：纯电动车的传动系统用油依然存在

汽车类型	油品应用部分					
	发动机	变速箱	连接件	减震器	冷却系统	制动系统
传统汽车	有	有	有	有	有	有
混动汽车	有	有	有	有	有	有
纯电汽车	无	有	有	有	有	有

资料来源：利安隆公告、开源证券研究所

3.2、外资复合剂企业来华建厂，单剂本土配套存在缺口

外资、中石化、中石油在国内建设复合剂产能，单剂需求量存在约 30 万吨缺口。四大添加剂公司中的路博润、润英联、雪佛龙纷纷在国内建立生产基地，其终端产品以复合剂为主，建设的生产线也主要为复合剂生产线，需要大量单剂作为调配原料。根据中国润滑油网统计，路博润、润英联和雪佛龙在国内的复合剂生产线产能分别为 17.5 万吨、10 万吨、10 万吨，合计 37.5 万吨，路博润单剂产能为 7.12 万吨、润英联和雪佛龙暂未建成单剂生产线；按 1: 1 推算，路博润、润英联和雪佛龙复合剂产能对应的单剂需求量缺口约 30 万吨（ $17.5+10+10-7.12=30.38$ 万吨）。另外，由中石化和润英联共同投资建设的合资公司上海海润，作为中石化最重要的复合添加剂

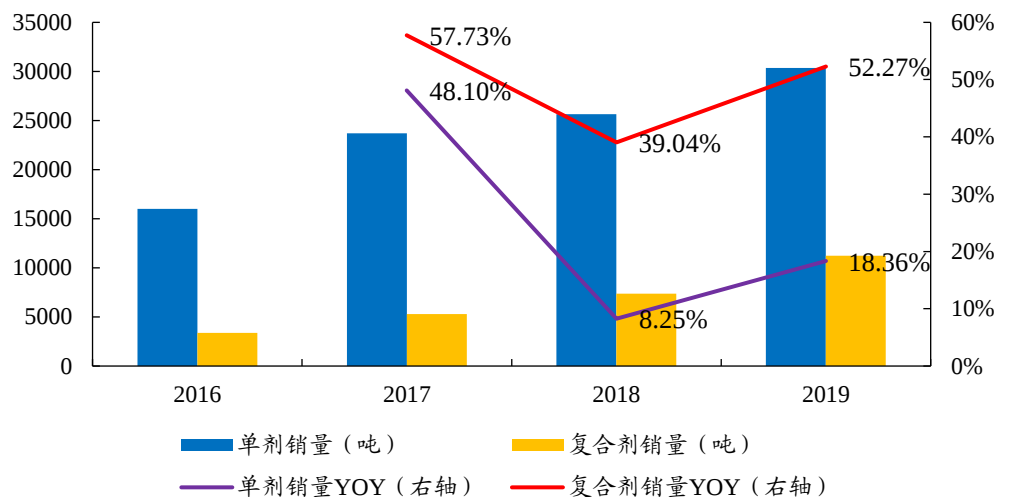
生产基地，具备内燃机油复合剂年产能 4 万吨；中石油下属太仓润滑油添加剂公司也以生产复合剂为主，年产能达 6.8 万吨。国内单剂供应方面，第一梯队的瑞丰新材近年来推进单剂向复合剂转型战略，减少单剂对外销售量，进一步扩大了国内单剂市场的缺口。

表5：目前国内润滑油添加剂市场的单剂缺口约 30 万吨

添加剂企业	复合剂产能（万吨/年）	单剂产能（万吨/年）	备注
珠海路博润	17.5	7.12	
外资系			
润英联（中国）	10		2020 年二期项目启动，规划年产数万吨分散剂单剂
雪佛龙奥伦耐	10		
中石化系			
上海海润	4		
无锡南方	2	3	
锦州中石油		3.6	
中石油系			
兰州中石油			对外采购清净剂、抗氧抗腐剂、高温抗氧剂等单剂
太仓中石油	6.8		
瑞丰新材	1.5	>10	向复剂转型，对外销售复剂为主
其他民营企业			
锦州惠发天合	20（公司复合剂和单剂合计产能）		目前部分产线已停产
康泰股份	3	6.3	二期项目 5 万吨单剂预计 2022 年 6 月投产
合计	54.8	30.02	

资料来源：中国润滑油网、各公司公告、各公司官网、开源证券研究所（注：合计计算不包括兰州中石油及锦州惠发天合产能，瑞丰新材单剂产能按 10 万吨计算）

图10：近年来瑞丰新材的战略重心由单剂转向复剂，复剂销量增速更高



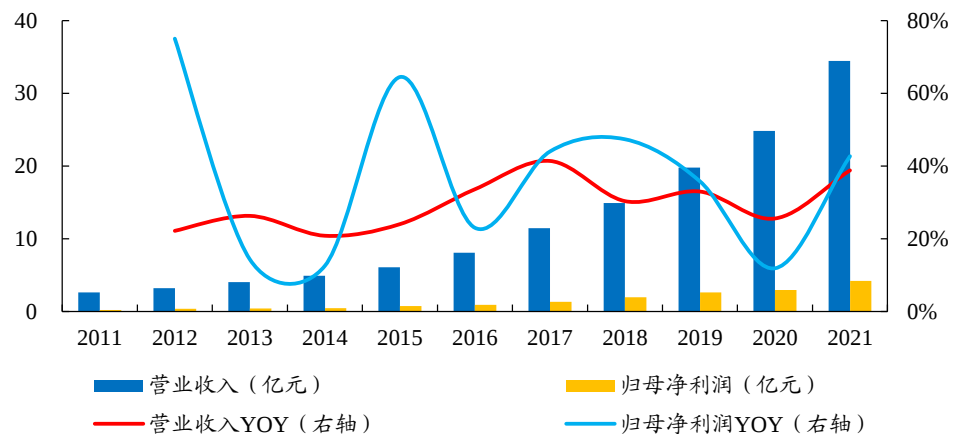
数据来源：瑞丰新材招股说明书、开源证券研究所

4、利安隆：进军润滑油添加剂，拟并购康泰股份

4.1、公司拟并购康泰股份，打造抗老化剂外第二增长曲线

公司锚定润滑油添加剂赛道，构建第二增长曲线。近年来，公司以“打造全球领先的精细化工平台型公司”为发展蓝图，在抗老化业务持续稳定增长的情况下，积极谋划更多的产业布局。针对润滑油添加剂领域，公司从2017年开始研究布局，已经取得多项研发技术储备，在珠海基地布局润滑油使用的液体高效抗氧化剂，并决定大规模进入润滑油添加剂领域。

图11：2011-2021年利安隆依靠抗老化剂产能持续扩张实现收入、业绩持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

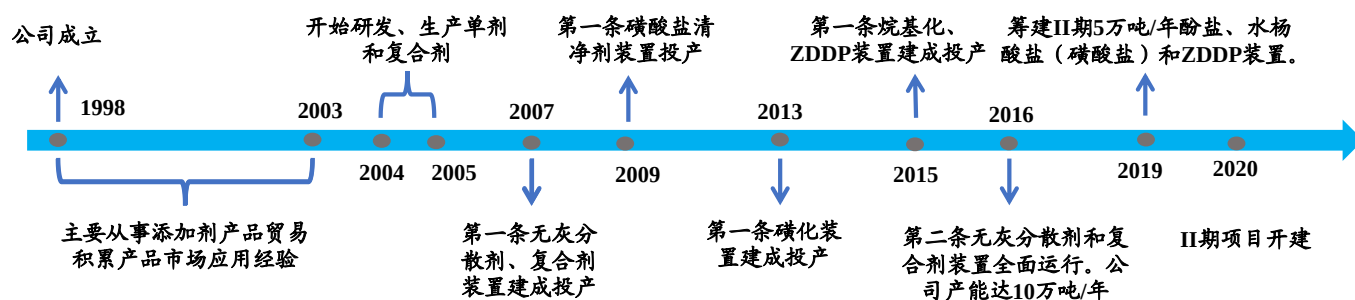
公司拟并购康泰股份 92.2109% 股权，进军润滑油添加剂行业。2020 年 12 月 17 日，公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》，拟以发行股份及支付现金方式购买锦州康泰润滑油添加剂股份有限公司 92.2109% 股权，其中，拟以现金方式支付交易对价的 30%，以上市公司股票制度交易对价的 70%，发行价格为 28.045 元/股(根据 2020 年派现调整后)。本次交易康泰股份 100% 作价 6.46 亿元，根据交易对方利润承诺，康泰股份 2021-2023 年的承诺平均净利润数为 5,650 万元，以此计算的市盈率为 11.44 倍。同时，公司拟定增募集配套资金不超过 4.17 亿元，用于支付本次交易现金对价、中介机构费用及其他相关费用、补充上市公司流动资金。2021 年 12 月 31 日，因重组申请文件中记载的财报资料及评估资料已过有效期需要补充提交，公司收到深圳证券交易所中止审核通知。此后，公司对本次重组申请文件中记载的财报资料及评估资料进行更新，2022 年 2 月 28 日，深交所同意恢复审核。

4.2、康泰股份：单剂与复剂并行，二期项目助力发展

康泰股份是目前国内润滑油添加剂产品系列最为齐全的公司之一。康泰股份成立于 1998 年，主营业务为润滑油添加剂的研发、生产、销售及服务，并为客户提供便捷的一站式应用技术解决方案，是国内润滑油添加剂行业仅有的三家规模化运营民营企业之一。康泰股份在行业内首创“添加剂超市”的经营模式，具有 200 多个润滑油添加剂品种的经营能力，主要自产产品包括清净剂、无灰分散剂、抗氧抗腐剂等

单剂产品，内燃机油复合剂、齿轮油复合剂和液压油复合剂等复合剂产品，以及烷基苯磺酸产品；外购产品包括增粘剂、金属加工油复合剂、乳化及破乳剂、抗氧防胶剂、极压抗磨剂、防锈剂、工业油复合剂、降凝剂等多个剂种类别。另外，康泰股份与国内外多家大型添加剂企业建立了合作关系，子公司北京苯环为路博润的经销商，子公司康泰化学为锦州精联、中石油上海润滑油分公司的经销商。

图12: 康泰股份起家于添加剂贸易，自有产品逐步建成投产



资料来源：利安隆公告、开源证券研究所

康泰股份核心技术人员深耕行业数十年，具备深厚的润滑油添加剂技术积累。康泰股份创始人之一禹培根具有三十多年润滑油添加剂产品的技术研发及管理经验，1981年至1997年就任于当时国内两大润滑油添加剂生产基地之一的锦州石化。截至2021年12月31日，康泰股份研发人员共58人，占总人数的15.80%，已形成“高品质磺酸钙清净剂生产技术”、“超高碱值合成烷基苯磺酸镁生产技术”、“双烷基苯合成技术”、“重烷基苯磺化技术”等12项核心技术和15项发明专利。

表6: 康泰股份多位核心技术人员曾任职于锦州石化

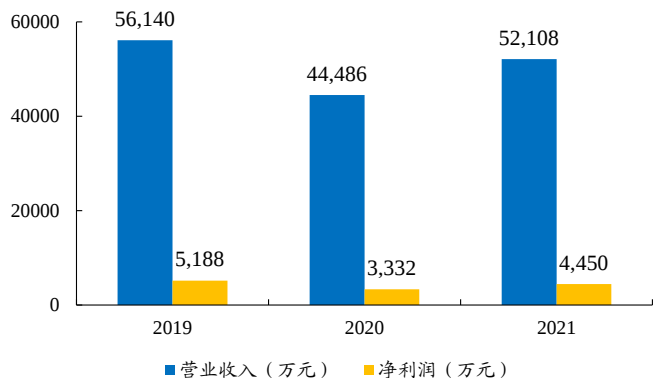
核心技术人员	年龄	经历
禹培根	64	公司创始人之一，具有三十多年润滑油添加剂产品的技术研发及管理经验，曾获得“锦州市科学技术进步奖”。1980年至1981年任锦州石油化工厂技术员，1981年至1997年任锦州石化添加剂分厂助理工程师，1998年至2013年先后任康泰有限执行董事、总经理，2013年至今任康泰股份董事、总经理。
吴亚文	59	具有三十多年润滑油添加剂行业经验，专注于分散剂、复合剂领域，曾获得“锦州市科学技术进步奖”。1986年至2005年任锦州市石油化工研究院工程师，2006年至2013年任康泰有限副总经理，2013年任康泰股份副总经理，2018年3月起任康泰股份董事，现任康泰股份董事、副总经理。
刘明	58	具有三十多年润滑油添加剂行业经验，专注于磺酸盐领域。1987年至1998年任中石油锦州石化公司化工一厂质检部科长，1998年至1999年任锦州市太和区第二化工厂生产厂长，2000年至2007年任盘锦中创石油化工有限公司总经理；2007年至2009年任辽宁渤大总经理，2009年起任辽宁渤大执行董事、总经理，2013年4月起任康泰股份监事会主席；现任康泰股份监事会主席，辽宁渤大执行董事、总经理。
曹宇	49	深耕润滑油添加剂行业二十多年，主要负责添加剂生产线的设计、建设、工艺改进及产品研发，曾获得“锦州市科学技术进步奖”。1998年至2001年任沈阳市应用化学研究所车间主任，2001年至2005年任辽宁天合精细化工有限公司研发员，2005年至2007年任康泰有限技术经理，2007年至2013年任辽宁渤大技术经理，2013年至今历任康泰股份副总工程师、副总经理。
禹虎背	39	高分子化学与物理专业硕士，为康泰股份实际控制人之一。2013年起任上海渤大副总经理，2017年至

核心技术人员	年龄	经历
		2020 年任开发区分公司负责人，2016 年起任康泰股份副总经理；现任康泰股份副总经理，上海渤大副总经理。

资料来源：利安隆公告、开源证券研究所

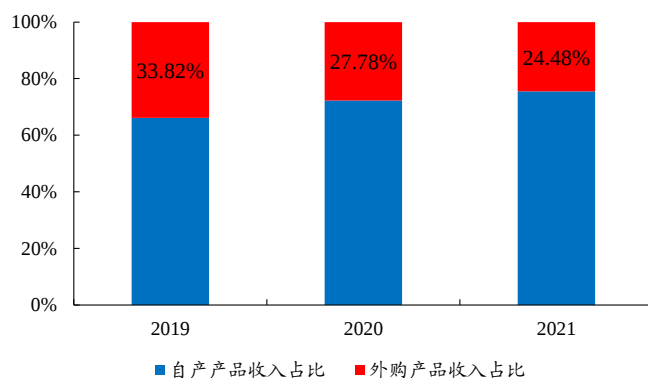
2020 年疫情等因素导致康泰股份业绩短期承压。2020 年受疫情等因素影响，第一大客户青岛阿特拉斯及其商业伙伴未能中标终端客户的采购订单，直接导致其向康泰股份的采购额大幅下降；但 2021 年上半年其已中标了终端客户四个主要品种，并与康泰股份签订了销售合同，合同金额约 6000 万元，2021 年下半年开始出货。另外，因路博润战略调整，对北京苯环经销产品类别由“发动机油添加剂及传动系统应用添加剂”调整为“金属加工液添加剂产品”，对应销售收入由 2019 年的 7242 万元下降至 2020 年的 3139 万元，由于经销毛利率较低，2020 年经销路博润产品的毛利仅 391 万元，对康泰股份未来业绩影响较小。受以上因素影响，康泰股份 2020 年营收同比下降 21%，且在 2020 年终止 IPO，IPO 中介机构费用 717.11 万元结转至一次性管理费用，导致净利润下降幅度大于收入下降幅度。

图13: 2020 年康泰股份营收、业绩同比下滑



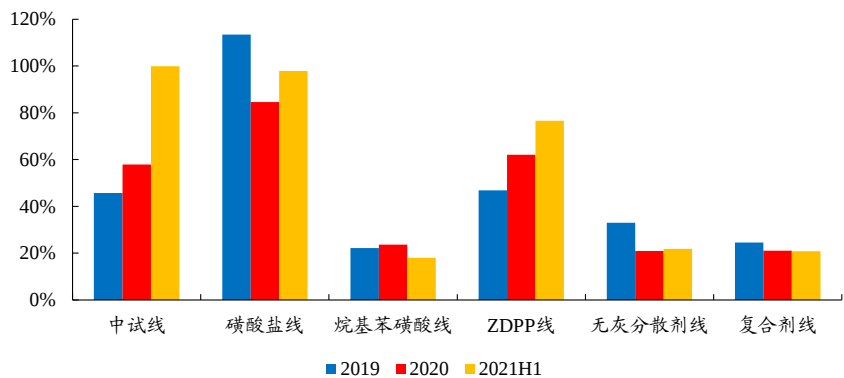
数据来源：利安隆公告、开源证券研究所

图14: 2019-2021 年康泰股份外购产品收入占比减少



数据来源：利安隆公告、开源证券研究所

康泰二期项目将补齐产能短板，与现有产线联动协同。康泰股份在锦州市经济技术开发区、松山新区、义县分别建有生产基地，已建成磺酸盐清净剂、无灰分散剂、ZDDP、复合剂、烷基苯磺酸等生产装置。其中，磺酸盐清净剂生产线已基本处于满负荷运转；ZDDP 产品逐渐被市场认可，产能利用率持续上升。磺酸是生产磺酸盐清净剂的主要原料之一，未来随着二期项目清净剂生产线的建成投产，磺酸的需求量将大幅上升，烷基苯磺酸生产线的产能利用率将大幅提高。另外，目前产能利用率较低的复合剂生产线、无灰分散剂生产线未来也有望随着复合剂产量增长而提升。

图15：康泰股份现有各产线产能利用率总体呈现提升趋势


数据来源：利安隆公告、开源证券研究所

表7：康泰股份现有及在建产能共 14.3 万吨

生产基地	生产线	产品	产能 (吨/年)
开发区工厂	烷基苯磺酸生产线	磺酸	10,000
	抗氧化剂生产线	二烷基二硫代磷酸锌系列 (ZDDP)	10,000
	分散剂生产线	无灰、硼化无灰、磷硼化分散剂产品	30,000
	复合剂生产线	发动机油复合剂、工业油复合剂等	30,000
辽宁渤大化工	磺酸盐生产线	不同碱值的磺酸盐产品	5,000
中试工厂	高档润滑油、脂添加剂生产线	特种复合剂、防锈剂和其他单剂等	8,000
开发区二期生产基地 (计划 2022 年 6 月投产)	磺酸盐生产线	磺酸钙	20,000
	酚盐生产线	硫化烷基酚钙	10,000
	抗氧化剂生产线	二烷基二硫代磷酸锌系列 (ZDDP)	20,000
合计			143,000

资料来源：利安隆公告、开源证券研究所

康泰股份的经营策略，一方面打造四大润滑油添加剂公司的本土单剂供应商，另一方面寻求复合剂在大型润滑油厂的导入。康泰股份管理层通过提前布局，避免与国际四大润滑油添加剂公司正面市场竞争，抓住国际四大润滑油添加剂公司实施的国内本土化战略的机遇，已经与国际四大润滑油添加剂公司中路博润和润英联进行合作，其他两家公司也已经开始接触，未来将打造成与国际四大润滑油添加剂公司的原料供应伙伴。复合剂方面，二期项目建成投产后，康泰股份也有产能保障去和国内外的大型润滑油制造厂进行合作，大型润滑油企业对供应能力和产品品质都有比较高的要求，一旦建立了合作关系，康泰股份经营规模将得到大幅提升。

5、盈利预测与投资建议

我们对公司盈利预测做了如下假设：

(1) 抗氧化剂：珠海一期 6 万吨抗氧化剂于 2022 年 1 月试生产，通用型抗氧化剂外购比例降低，预计将带动抗氧化剂业务毛利率提升；

(2) 光稳定剂：凯亚 3200 吨光稳定剂预计 2022 年四季度投产，带动光稳定剂销售收入持续增长；

(3)U-PACK: 假设 U-PACK 业务 2022-2024 收入增速分别为 50%、30%、30%，毛利率维持 10%。

表8: 公司主营业务拆分

产品	指标 (单位)	2021A	2022E	2023E	2024E
抗氧化剂	营业收入 (百万)	1,303	2,142	2,976	3,571
	收入增速	36%	60%	43%	20%
	毛利率	20.80%	22.00%	23.00%	23.00%
光稳定剂	营业收入 (百万)	1,624	1,643	1,825	2,190
	收入增速	31%	1%	11%	20%
	毛利率	36.56%	37.00%	37.00%	37.00%
U-PACK	营业收入 (百万)	351	527	685	890
	收入增速	71%	50%	30%	30%
	毛利率	9.76%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

结合公司 2021 年年报, 暂不考虑康泰股份并表, 我们上调 2022-2023 年盈利预测、新增 2024 年盈利预测, 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.29 (原值 5.06)、6.58 (原值 6.01)、8.17 亿元, EPS 分别为 2.58 (原值 2.47)、3.21 (原值 2.93)、3.98 元/股, 当前股价对应 PE 为 17.5、14.1、11.4 倍。

相对估值方面, 我们选取瑞丰新材、呈和科技、万盛股份作为可比公司。公司当前股价对应 2022 年 PE 为 17.5 倍, 低于三家可比公司 18.4 倍的平均 PE; 公司当前股价对应 2022 年 PEG 为 0.66, 略高于三家可比公司的平均 PEG 值 0.49。

我们认为, 公司作为国内高分子抗老化助剂龙头, 凭借产能扩张不断扩大市场份额, 同时积极打造润滑油添加剂第二增长曲线, 未来成长路径清晰。我们看好公司将并购整合、项目建设、技术创新作为助推发展的三只动轮, 打造全球领先的精细化工平台型公司, 维持“买入”评级。

表9: 可比公司盈利预测与估值

公司简称	收盘价	归母净利润增速（%）					PE（倍）				PEG			
	2022/3/27	2020A	2021A/E	2022E	2023E	2020A	2021A/E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
300910.SZ	瑞丰新材	85.91	28.15	53.34	40.54	58.6	32.3	21.0	15.0	0.68	1.15	0.39	0.37	
688625.SH	呈和科技	30.52	34.75	35.65	41.78		47.7	24.9	17.6		1.37	0.70	0.42	
603010.SH	万盛股份	137.21	119.21	25.06	21.88	30.3	11.2	9.2	7.6	0.22	0.09	0.37	0.35	
平均	平均	84.55	60.70	38.02	34.74	44.4	30.4	18.4	13.4	0.45	0.87	0.49	0.38	
300596.SZ	利安隆	11.70	42.53	26.70	24.30	31.7	22.2	17.5	14.1	2.71	0.52	0.66	0.58	

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 除利安隆外, 其他公司的盈利预测与估值均来自 Wind 的一致预期; 利安隆 2021 年归母净利润增速为年报数据)

6、风险提示

资产重组进度不及预期、产能投放不及预期、行业竞争加剧等风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1624	2452	3691	4964	5572
现金	191	468	1409	1810	2187
应收票据及应收账款	742	919	1178	1516	1740
其他应收款	13	24	23	38	36
预付账款	25	61	47	92	76
存货	546	893	948	1422	1447
其他流动资产	107	86	86	86	86
非流动资产	2189	3126	3536	3685	3655
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1012	1194	1731	1988	2078
无形资产	209	228	266	291	318
其他非流动资产	969	1704	1539	1405	1258
资产总计	3813	5578	7227	8649	9227
流动负债	1225	2164	3435	4375	4339
短期借款	390	656	1927	2237	2305
应付票据及应付账款	337	696	626	1077	984
其他流动负债	498	811	882	1062	1050
非流动负债	408	788	688	547	380
长期借款	366	733	633	493	325
其他非流动负债	42	55	55	55	55
负债合计	1633	2952	4123	4923	4719
少数股东权益	25	105	116	130	146
股本	205	205	205	205	205
资本公积	915	915	915	915	915
留存收益	1037	1407	1865	2436	3144
归属母公司股东权益	2155	2521	2987	3596	4361
负债和股东权益	3813	5578	7227	8649	9227

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	187	312	357	679	779
净利润	290	426	540	671	834
折旧摊销	110	132	133	180	211
财务费用	30	47	53	73	67
投资损失	-0	-0	0	0	0
营运资金变动	-246	-327	-370	-246	-334
其他经营现金流	3	33	1	1	1
投资活动现金流	-342	-551	-544	-330	-182
资本支出	333	515	410	149	-30
长期投资	-8	-35	0	0	0
其他投资现金流	-17	-71	-134	-181	-212
筹资活动现金流	93	475	-143	-257	-287
短期借款	-2	266	0	0	0
长期借款	172	367	-100	-141	-168
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-78	-158	-43	-117	-119
现金净增加额	-64	226	-330	91	309

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2483	3445	4348	5586	6751
营业成本	1806	2520	3225	4152	5026
营业税金及附加	16	16	20	26	31
营业费用	84	99	116	144	166
管理费用	108	131	165	212	257
研发费用	102	151	191	245	297
财务费用	30	47	53	73	67
资产减值损失	-1	-24	-12	-19	-30
其他收益	15	30	20	5	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-3	-0	-1	-1	-1
营业利润	343	479	608	756	936
营业外收入	2	1	0	0	0
营业外支出	9	4	5	6	5
利润总额	336	476	604	750	932
所得税	47	50	64	79	98
净利润	290	426	540	671	834
少数股东损益	-3	9	11	14	17
归母净利润	293	418	529	658	817
EBITDA	478	666	797	1012	1224
EPS(元)	1.43	2.04	2.58	3.21	3.98

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	25.5	38.7	26.2	28.5	20.9
营业利润(%)	19.3	39.8	26.9	24.3	23.9
归属于母公司净利润(%)	11.7	42.5	26.7	24.3	24.2
获利能力					
毛利率(%)	27.3	26.8	25.8	25.7	25.6
净利率(%)	11.8	12.1	12.2	11.8	12.1
ROE(%)	13.3	16.2	17.4	18.0	18.5
ROIC(%)	10.6	11.8	10.3	11.4	12.6
偿债能力					
资产负债率(%)	42.8	52.9	57.1	56.9	51.1
净负债比率(%)	29.4	39.9	43.5	30.1	14.3
流动比率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.3
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	4.5	4.1	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	5.4	4.9	4.9	4.9	4.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.43	2.04	2.58	3.21	3.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.52	1.74	3.31	3.80
每股净资产(最新摊薄)	10.51	12.30	14.57	17.54	21.27
估值比率					
P/E	31.7	22.2	17.5	14.1	11.4
P/B	4.3	3.7	3.1	2.6	2.1
EV/EBITDA	20.8	15.7	13.5	10.4	8.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn