

布局“成长五虎”，重视“涨价兑现”

——化工行业2024年中期投资策略

民生化工刘海荣团队

投资建议

一、布局有业绩支撑+成长空间+估值合理的成长股

- 国光股份：植物生长调节剂龙头公司，园林+经济作物+大田作物领域三箭齐发
- 聚合顺：立足差异化尼龙切片生产，业绩快速增长
- 圣泉集团：PPO主要国产供应商，生物质项目技改后开车在即
- 国瓷材料：功能陶瓷材料龙头，业务板块多元化布局
- 安利股份：锦纶纺织龙头，布局PA66和再生PA6迎高成长

二、能耗指标持续收紧，白马龙头迎来价值重估

- 5月29日，国务院发布关于印发《2024—2025年节能降碳行动方案》，加大节能降碳工作推进力度，尽最大努力完成“十四五”节能降碳约束性指标。在能耗指标收紧的大背景下，化工龙头白马企业有望充分受益，推荐万华化学、华鲁恒升。

三、行业持续改善，推荐涨价能落实到业绩上的细分行业

- 化工行业经历了强资本开支周期后，一些子行业供给端增速已经开始放缓，并且需求端持续恢复，供需平衡表有望持续改善。建议关注涤纶长丝、锦纶、铬盐行业；还有一些子行业需求端稳定增长，也经历完库存周期的扰动，价格有望逐渐回归，建议关注代糖行业。

风险提示：原材料价格持续上涨，下游消费需求不达预期，测算误差。



01

“成长五虎”：有业绩+有空间+有估值

02

能效双控：能耗指标审核收
紧，行业龙头率先受益

03

周期涨价：供需共振，业绩兑现

04

风险提示

CONTENTS

目录



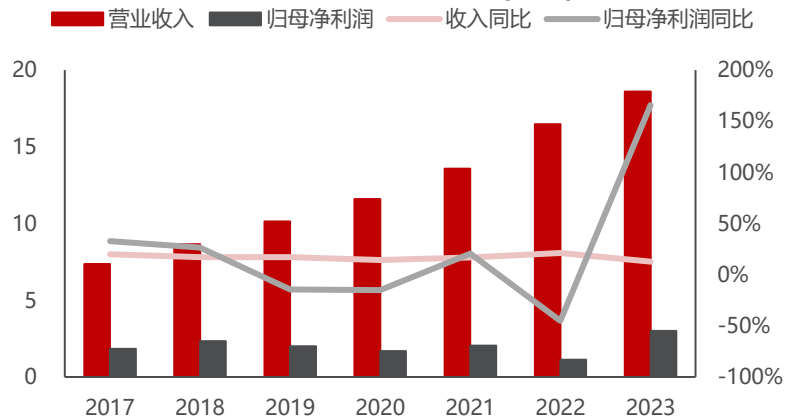
01. “成长五虎”：有业绩 +有空间+有估值

1.1 五虎-国光股份

1.1 植物生长调节剂龙头公司，园林+经济作物+大田作物领域三箭齐发

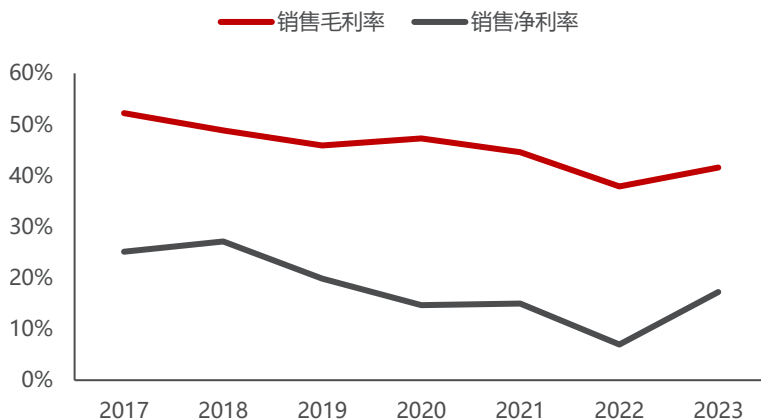
- 园林+经济作物领域为公司基本盘，业务维持稳定增长。**植物生长调节剂属于农药细分产品，用于农作物提高单产或降低机械化种植成本。目前国内处于产品导入期，前期主要应用于园林养护（公园、市政、物业等）和经济作物（果树、蔬菜、烟草、棉花等）等高价值量的领域，国光通过种植技术服务+产品组合的方式，持续开辟新用户，每年实现稳定收入增长。
- 大田作物领域临近高速增长期，“全程方案”模式有望加快收入增长。**随着土地流转加速，公司开始布局大田领域，主攻规模化种植客户，国光拥有多年品牌口碑+成熟推广经验，通过增派专业技术人员和经销商向大田客户推广，在东北、山东、安徽、河南等主粮地区实现快速增长，并通过“全程方案”销售模式（即，从“种”到“收”全过程，植物生长调节剂+农药+化肥全部由国光设计技术方案和提供产品），放大单个客户价值量进一步提高人均创收水平，有望加快收入增长。

图表1：2017-2023年收入及归母净利润（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表2：2023年公司盈利水平底部反转



资料来源：wind，民生证券研究院

1.1 预计2026年国内市场空间达700亿以上，渗透率逐年上升

- 我国植物生长调节剂市场空间广阔，行业销售规模有望持续增长。**我国植物生长调节剂市场空间广阔，行业销售规模有望持续增长。据农药快讯信息网的信息进行测算，2020年我国植物生长调节剂行业市场规模达到85.05亿元，2016-2020年行业CAGR为10%左右。随着国内对农药行业的监管趋严，使用精细、收效快、效益高的植物生长调节剂成为农业生产的更优选择，加上土地流转加速以及乡村振兴等政策推动下，土地种植规模化、专业化经营成为趋势，植物生长调节剂市场得以持续增长。我们根据目前植物生长调节剂市场特点对大田作物市场和非农作物及园林市场进行拆分并调整测算，预计2026年国内市场理论空间约为715亿元，行业销售规模有望达到113亿元，行业渗透率进一步提升到16%。

图表3：2023-2026年植物生长调节剂市场空间测算（面积单位：亿亩；市场空间、销售规模单位：亿元）

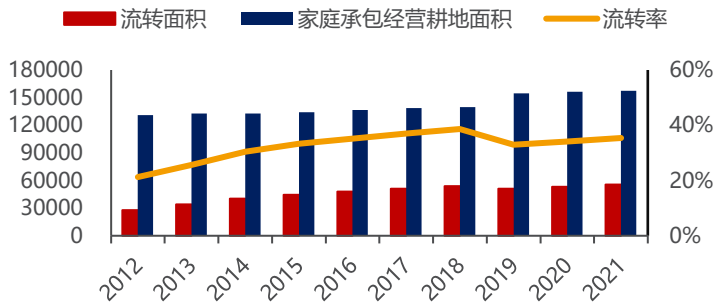
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 农作物播种面积, 亿亩 | 25.04 | 24.95 | 24.89 | 24.89 | 25.12 | 25.30 | 25.50 | 25.50 | 25.50 | 25.50 | 25.50 |
| 大田作物市场空间（每亩投入植物生长调节剂10元） | 250 | 249 | 249 | 249 | 251 | 253 | 255 | 255 | 255 | 255 | 255 |
| 大田作物渗透率 | 6% | 7% | 8% | 9% | 10% | 10% | 10% | 11% | 13% | 14% | 16% |
| 大田作物销售规模, 亿元 | 14.4 | 16.6 | 19.0 | 21.7 | 24.7 | 26.1 | 24.8 | 28.6 | 32.4 | 36.2 | 40.0 |
| 果园面积, 亿亩 | 1.64 | 1.67 | 1.78 | 1.84 | 1.90 | 1.92 | 1.95 | 1.95 | 1.95 | 1.95 | 1.95 |
| 茶园面积, 亿亩 | 0.41 | 0.43 | 0.45 | 0.47 | 0.48 | 0.50 | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.51 |
| 城市园林绿地面积, 亿亩 | 0.42 | 0.44 | 0.46 | 0.47 | 0.50 | 0.52 | 0.54 | 0.55 | 0.57 | 0.59 | 0.61 |
| 非农作物及园林市场空间（每亩投入植物生长调节剂150元） | 370 | 381 | 403 | 417 | 431 | 441 | 450 | 452 | 455 | 457 | 460 |
| 非农作物及园林市场渗透率 | 12% | 12% | 13% | 13% | 14% | 14% | 13% | 14% | 14% | 15% | 16% |
| 非农作物及园林市场销售规模, 亿元 | 43.1 | 47.3 | 51.3 | 55.7 | 60.4 | 60.9 | 57.8 | 61.2 | 64.9 | 68.8 | 72.9 |
| 合计-市场空间（亿元） | 620 | 630 | 652 | 666 | 683 | 694 | 705 | 707 | 710 | 712 | 715 |
| 合计-植物生长调节剂行业销售规模 | 57.4 | 63.9 | 70.3 | 77.33 | 85.05 | 87 | 82.5 | 89.8 | 97.3 | 105.0 | 113.0 |

资料来源：国家统计局，公司公告，农药快讯信息网，民生证券研究院测算

1.1 大田领域推广市场条件成熟，过去成功经验有望快速复制

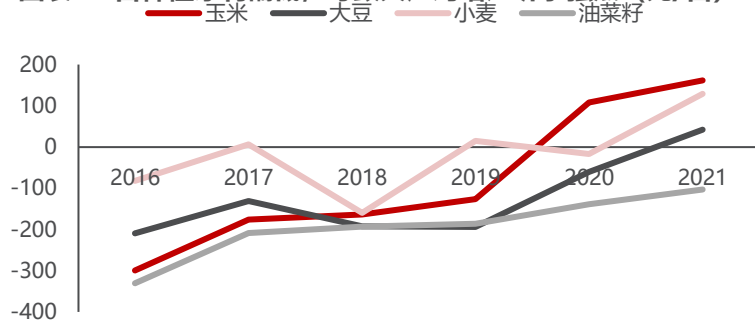
- 土地流传加快，大田的客户基础形成。** 截至2021年，全国流转土地流转面积5.57亿亩，流转率为35.4%，随着粮食生产补贴力度加大+粮价上升，土地流转率持续提高，百亩级、千亩级以上的大户数量快速增加。
- 市场有利条件：**（1）种植大户更偏向经营者思维，粮食增产的诉求强烈，自下而上形成需求，更容易推广。（2）植物生长调节剂在大田作物的用药次数和施用难度低于经济作物，可无人机施药，便于大面积推广。（3）推广全程方案（种植全过程所需的植物生长调节剂+农药+肥料），不仅可控变量更少，更容易实现增产效果，而且亩均销售额可大幅提高。
- 公司凭借增产技术底蕴，有望快速复制成功经验。** 公司过去主要聚焦经济作物+园林领域，大田推广较少，自收购山西浩之大和重庆双丰后大田领域收入有所增加。公司在大田领域推广的全程方案经过多年的药肥施用技术研发和植物调节经验已经十分成熟，经过前期的市场宣传和销售团队的扩充，有望实现快速的推广。

图表4：全国流转土地面积在持续增加（万亩）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表5：亩种植净利偏低，导致大户对增产诉求强烈（元/亩）



资料来源：wind，民生证券研究院

1.1 盈利预测与投资建议

- 国光股份是国内植物生长调节剂龙头企业，2023年开始受益成本端改善，公司盈利水平逐季回升。公司大力布局大田作物蓝海市场，由于种植大户增加+全程解决方案销售模式放大价值量，公司大田领域收入有望快速增长，带动整体业绩继续高增长。我们预计公司 2024-2026年将实现归母净利润3.76、4.69、5.82亿元，现价（2024年6月14日）对应PE分别为21x、16x、13x，维持“推荐”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧的风险、原材料价格波动的风险、项目实施不及预期的风险等。

图表6：盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 1,860 | 2,254 | 2,723 | 3,280 |
| 增长率 (%) | 12.8 | 21.2 | 20.8 | 20.5 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 302 | 376 | 469 | 582 |
| 增长率 (%) | 165.9 | 24.6 | 24.5 | 24.2 |
| 每股收益 (元) | 0.68 | 0.85 | 1.06 | 1.31 |
| PE | 26 | 21 | 16 | 13 |
| PB | 4.4 | 4.0 | 3.7 | 3.4 |

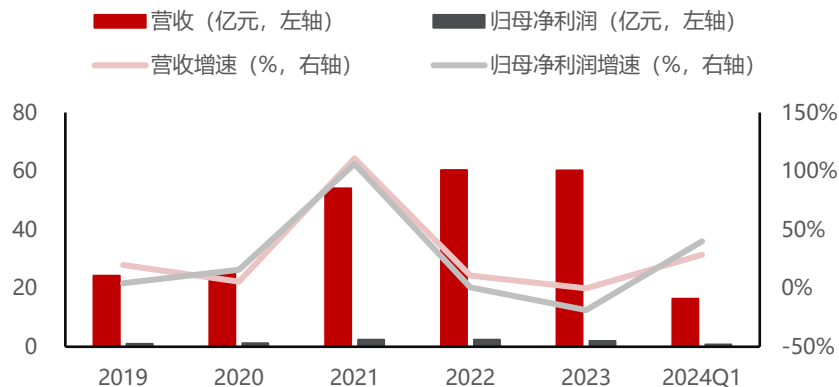
资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年6月14日收盘价）

1.2 五虎-聚合顺

1.2 聚合顺：立足差异化尼龙切片生产，业绩快速增长

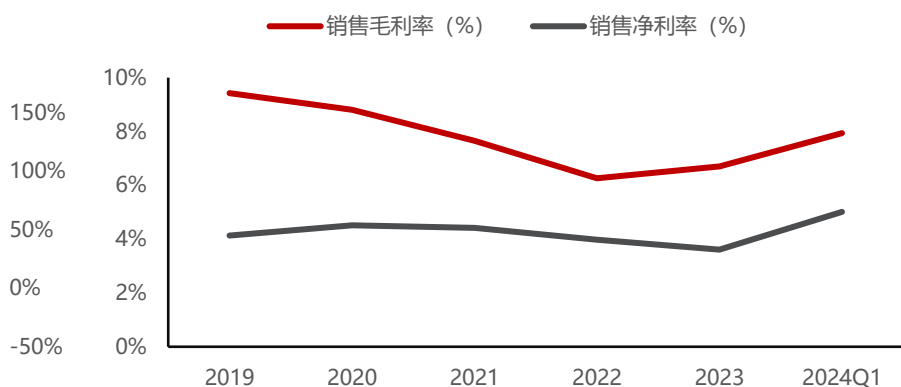
- 公司主要从事尼龙切片的研发、生产和销售。**主要产品包含纤维级切片、工程塑料级切片、薄膜级切片三大类，截至2023年底，公司产量已达40余万吨。在此基础上，公司通过研发特种尼龙（含共聚、高温尼龙、尼龙66等种类），不断丰富产品序列、加大研发投入、改进工艺配方，不断扩大应用领域和市场需求的覆盖程度。
- 24Q1业绩迎来拐点，全年看好业绩释放。**2023年公司实现收入60.18亿元，同比降低10.31%；归母净利润1.97亿元，同比降低18.78%，毛利率、净利率分别实现6.70%、3.61%；2024Q1，公司实现收入16.39亿元，同比增长28.49%；归母净利润0.70亿元，同比增长40.06%，毛利率、净利率分别实现7.94%、5.01%。

图表7：公司营收及利润情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图表8：公司毛利率、净利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 聚合顺：布局PA66高毛利品种，产能增长迈入释放期

- **目前产能：**杭州本部26万吨，滕州18万吨-51%权益，常德7万吨，2023年共计约40万吨产能（权益产能）。
- **在建产能：**（1）杭州本部二期项目：一期26万吨尼龙6项目已投产，二期12.4万吨尼龙6/共聚尼龙项目预计于2024年投产；（2）淄博一期项目：系公司在尼龙66切片的初次扩展，预计于2025年投产。该项目生产基地毗邻国内己二腈、尼龙66切片国产化领先企业天辰齐翔，同时中国天辰增资入股山东聚合顺子公司，两者在尼龙66上下游产业链的合作有望得到进一步深化，为公司业务发展打开成长新空间；（3）滕州二期项目：一期18万吨尼龙6项目已投产，二期18万吨尼龙6项目计划于2026年投产。

图表9：公司现有产能统计（2023年年报数据）

| 主要基地 | 主要项目/产品 | 自有情况 | 23年-产能 (万吨) | 23年-产能利用率 (%) | 在建产能 (万吨) | 在建产能预计 完工时间 |
|----------------------------|----------------------|-------|----------------|------------------|--------------|----------------|
| 杭州本部 -100%全资控股 | 杭州厂区一期 (尼龙6) | 自有 | 26 | 109 | - | - |
| | 杭州厂区二期 (尼龙6、尼龙共聚) | | - | - | 12.4 | 2024年 |
| 滕州 -聚合顺鲁化 (控股子公司) | 滕州厂区一期 (尼龙6) | 自有 | 18 | 75 | - | - |
| | 滕州厂区二期 (尼龙6) | | - | - | 18 | 2026年 |
| 常德 -常德聚合顺 (全资子公司) | 常德厂区 (尼龙6) | 外协转自有 | 7 | 76 | - | - |
| 淄博 -山东聚合顺新材料 (全资子公司) | 淄博厂区一期 (尼龙66) | 自有 | - | - | 8 | 2025年 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 盈利预测与投资建议

- 结合前文聚合顺公司产能投放进度，我们预计公司2024-2026年实现营收收入70.09亿元、94.03亿元、113.35亿元；实现归母净利润为2.80亿元、3.85亿元、4.82亿元，6月14日收盘价对应PE为12、9、7倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧的风险、原材料价格波动的风险、项目实施不及预期的风险等。

图表10：盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 6,018 | 7,009 | 9,403 | 11,335 |
| 增长率 (%) | -0.3 | 16.5 | 34.1 | 20.6 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 197 | 280 | 385 | 482 |
| 增长率 (%) | -18.8 | 42.3 | 37.5 | 25.2 |
| 每股收益 (元) | 0.62 | 0.89 | 1.22 | 1.53 |
| PE | 18 | 12 | 9 | 7 |
| PB | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测（注：股价为2024年6月14日收盘价）

1.3 五虎-圣泉集团

1.3 圣泉集团：传统以酚醛树脂和铸造材料为主业

图表11：圣泉集团主要业务板块



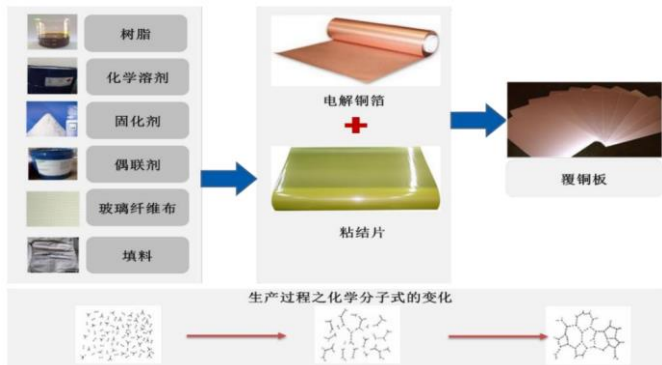
资料来源：公司官网、招股说明书、民生证券研究院

- **树脂复合材料与铸造材料两大业务长期为公司业务的主体。**公司业务主要包括树脂及复合材料、铸造材料、生物质精炼、生物医药等板块。近10年主要依赖于酚醛树脂和呋喃树脂业务的快速成长。在树脂及复合材料板块主要包括酚醛树脂、环氧树脂等树脂产品；在铸造材料板块主要包括呋喃树脂、冷芯盒树脂、陶瓷过滤器等产品。

1.3

圣泉集团：PPO材料是AI服务器高速覆铜板关键材料

图表12：覆铜板制作示意图



图表13：覆铜板是PCB板的核心基材



资料来源：南亚新材招股说明书，民生证券研究院

资料来源：南亚新材招股说明书，民生证券研究院

- **覆铜板的生产**：覆铜箔层压板(Copper Clad Laminate, CCL)是将增强材料（玻璃纤维布为主）浸渍树脂胶液，用铜箔覆在其一面或者两面，最后经过热压而形成的一种板状材料，简称覆铜板。
- **覆铜板是制作PCB板的基础材料**。对印制电路板主要起绝缘、支撑和互连导通的作用，对于电信号在传输过程中的能量损耗和传输速度等有显著的影响。
- **覆铜板三大主要材料**：电子级铜箔、增强材料、基体树脂。主体树脂对 CCL 板的性能具起到关键的影响。

1.3 盈利预测与投资建议

- 公司是酚醛树脂和铸造材料行业龙头，率先实现了电子级PPO国产化，并在积极推进生物质精炼一体化项目。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为10.08亿元、14.21亿元，17.07亿元，EPS分别为1.19、1.68、2.02元，6月14日收盘价对应PE分别为18x、12x、10x。我们看好公司未来成长性，维持“推荐”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧的风险、原材料价格波动的风险、项目实施不及预期的风险等。

图表14：盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 9,120 | 12,715 | 14,848 | 16,613 |
| 增长率（%） | -5.0 | 39.4 | 16.8 | 11.9 |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 789 | 1,008 | 1,421 | 1,707 |
| 增长率（%） | 12.2 | 27.7 | 41.0 | 20.2 |
| 每股收益（元） | 0.93 | 1.19 | 1.68 | 2.02 |
| PE | 22 | 18 | 12 | 10 |
| PB | 1.9 | 1.6 | 1.5 | 1.3 |

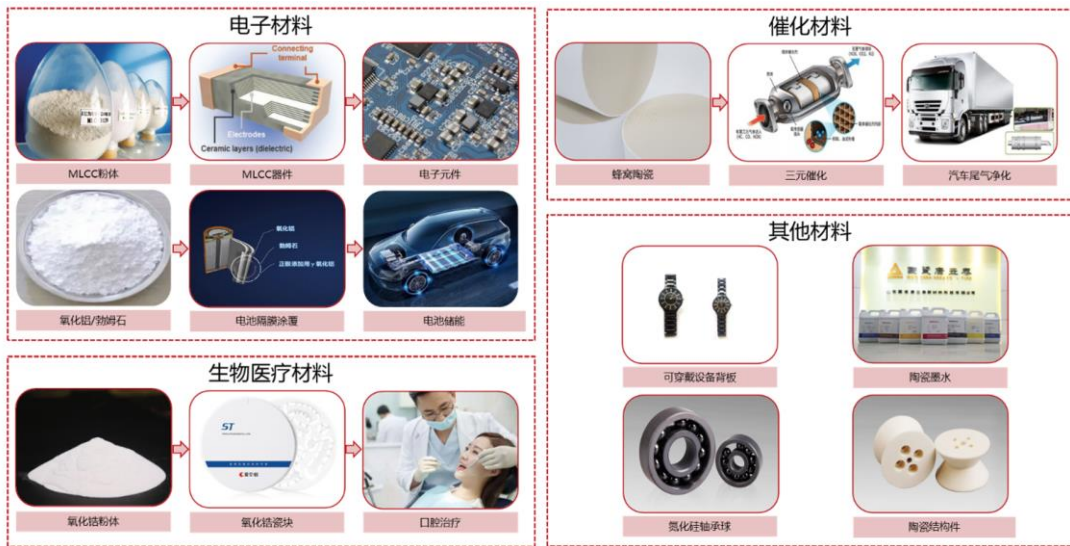
资料来源：公司公告，民生证券研究院预测（注：股价为2024年6月14日收盘价）

1.4 五虎-国瓷材料

1.4 功能陶瓷材料龙头，业务板块多元化布局

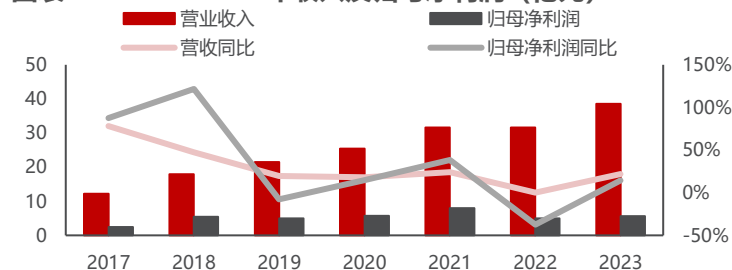
- 公司自2005年4月成立起一直从事于各类高端功能陶瓷材料的研发，生产与销售。通过自主创新与外延并购，形成了包括电子材料，催化材料，生物医疗材料和其他材料四大业务板块，产品应用涵盖电子信息和通讯、生物医疗、新能源汽车、建筑陶瓷、汽车及工业催化、太阳能光伏等领域。经过多年的发展，公司已成为国内重要的高端功能陶瓷材料制造商。

图表15：公司主营业务板块



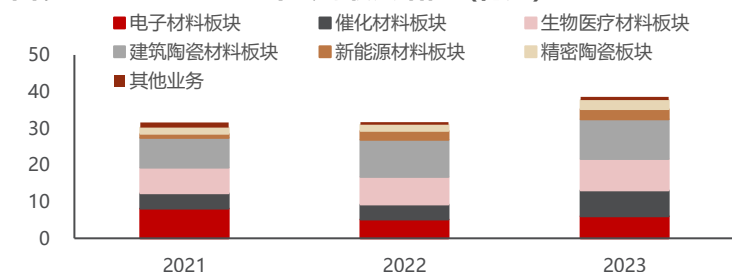
资料来源：公司官网，民生证券研究院

图表16：2017-2023年收入及归母净利润（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表17：2021-2023年公司收入结构（亿元）

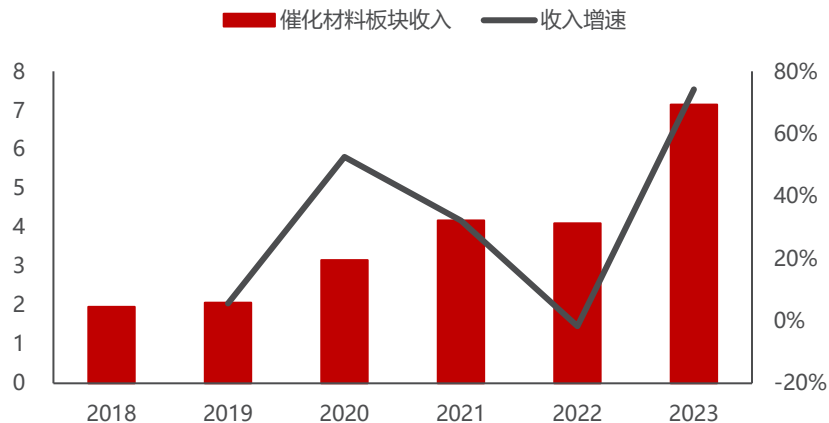


资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 成长动能之一：国产替代提速，蜂窝陶瓷有望持续高速放量

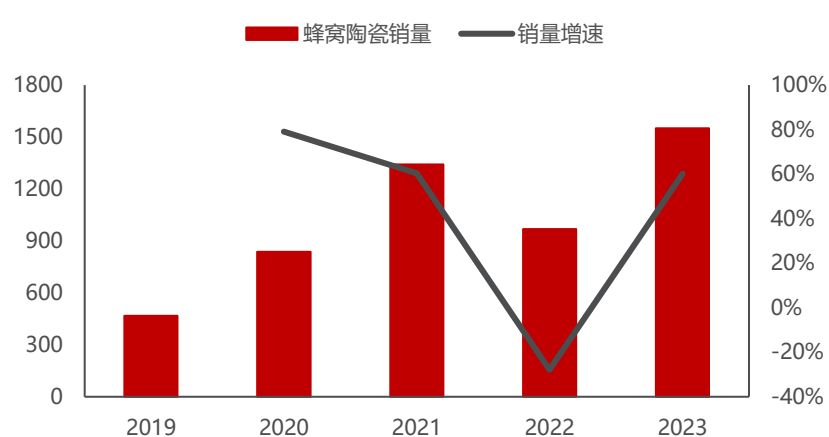
- 受益国产替代趋势，蜂窝陶瓷全系列产品实现突破并开始快速放量。**随着道路国六和非道路国四标准的升级，公司蜂窝陶瓷载体、铈锆固溶体、分子筛等产品开始快速进入尾气催化市场，截至23年公司已经实现尾气催化领域全系列产品供应，产品全面搭载商用车、乘用车、非道路机械、船机和VOC等细分领域。其中重卡领域，得益前期布局公司产品已实现明显上量，在重卡市场占有率大幅提升；乘用车领域，超薄壁750/2产品获市场认可并陆续通过多家车企产品验证，已搭载在国内传统燃油主力车型和国内新能源头部车企混合动力车型。

图表18：催化材料板块收入及增速（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表19：公司蜂窝陶瓷销量及增速（万升）



资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 成长动能之二：新能源汽车驱动轴承球需求高速增长

- **陶瓷球可以解决新能源汽车轴承电腐蚀+高转速难题。**电机转速远远高于传统内燃机，无论是永磁同步电机还是异步电机，转速都要达到10000rpm以上。陶瓷球的低形变+低密度+耐磨性特质可以延长轴承寿命。**随着新能源汽车整车平台电压从400V提升到800V，突破传统材料上限，陶瓷球渗透率有望加速上升。**
- **成为国外轴承大厂供应商，收入有望快速增长。**国瓷金盛于2020年通过全球知名厂商NSK、NTN产品验证，并已开始供货。2023年，公司陶瓷球已搭载国内外头部新能源车企的主力车型，并在风电轴承领域已实现批量供货。

图表20：陶瓷球及其轴承示意图



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图表21：氮化硅陶瓷对比传统轴承钢的物理性能优势明显

| 指标 | 轴承钢 | 氮化硅陶瓷 | 陶瓷轴承优势 |
|-------------------------|-----------------------|----------------------|--------------------------|
| 密度 (g/cm ³) | 7.8 | 3.24 | 降低转动体（球或滚子）离心力→提高寿命、防止升温 |
| 硬度 (HV20kg) | 750 | 1500 | |
| 弹性模量 (GPa) | 208 | 320 | 滚动接触部变形小→高刚性 |
| 热膨胀系数 (°C) | 12.5×10 ⁻⁶ | 3.4×10 ⁻⁶ | 由于升温导致的内部游隙减少→防止震动、减小预压量 |
| 耐腐蚀性 | 不良 | 良 | 可用于酸碱溶液等特殊环境下 |
| 导电性 | 导体 | 绝缘体 | 防止电蚀（马达等用） |
| 耐热性 (°C) | 180 | 800 | 高温条件下维持高负荷能力 |

资料来源：上海迈腾官网，民生证券研究院

1.4 成长动能之三：陶瓷基板受益于国产替代

- 国瓷材料收购赛创电气为国内DPC陶瓷基板头部企业，已实现DPC陶瓷基板规模化生产，未来进一步突破AMB和DBC工艺。**赛创电气主营产品主要为薄膜陶瓷基板、激光光通信基板、激光雷达陶瓷基板、射频等领域，在新规划业务和技术储备方面处于大陆领先地位。
- 传统业务LED基板方面，得益于“粉体+陶瓷+金属化”的技术和产业链协同优势，产品竞争力得到进一步加强，已成功突破全球头部企业成为其合格供应商，开始批量供货。新产品开发方面，解决了国内长期以来依赖进口的高强度氧化铝基板、超高导热氮化铝基板等产品的制备技术，助力激光雷达用基板、激光热沉、陶瓷管壳等产品在汽车自动驾驶、工业激光、通讯射频微系统等领域获得竞争优势，相关产品均已进入行业头部客户的供应链体系并批量销售，预计基板业务将保持快速增长。

图表22：赛创电气主要产品介绍

| 产品名称 | 产品特性 | 结构功能 | 应用领域 | 终端场景 |
|--------------|---|--|----------|---|
| LED陶瓷基板 | 强度高、绝缘性好、导热和耐热性能优良 热膨胀系数小 | 封装基板作为整个LED散热系统关键的环节，既承载芯片，又是将芯片产生的热传导给冷却装置的载体 | 高亮度LED | 汽车灯、植物照明 |
| 激光热沉基板(LD) | 主要用于激光器芯片封装，与激光器芯片热膨胀系数匹配、高导热 | 提升散热能力，减少热阻，提高激光器输出功率，延长激光器寿命 | 激光二极管 | 工业激光设备，如激光焊接、激光切割、激光打标、医疗设备、激光测距等 |
| 热电制冷片(TEC)基板 | 良好的热传导性能、较高的机械强度、优异的绝缘性能 | 热电制冷片TEC由上下两片陶瓷基板和中间的热电体组成，陶瓷芯片成本占比约50% | 半导体热电制冷片 | 光通信、医疗器械、汽车、航空航天、红外热像仪、车辆冷暖座椅空调系统、芯片加工热管理、余热发电、家用电器 |
| 车载激光雷达基板 | 主要用于激光雷达模组封装，高导热、高绝缘、高线路精度、高表面平整度及热膨胀系数与芯片匹配等 | DPC陶瓷基板在每个激光雷达中的使用数量为3-4颗，每台车上面有2-3个激光雷达。保证雷达信号的高效，灵敏，准确 | 汽车激光雷达 | 智能驾驶 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.4 盈利预测与投资建议

- 随着公司MLCC粉体下游需求回稳，三大板块催化载体+陶瓷球+陶瓷基板同时步入快速发展期，公司有望摆脱行业逆风继续成长。我们预计公司 2024-2026年将实现归母净利润7.24、9.45、12.17亿元，现价（2024年6月14日）对应PE分别为 25x、19x、15x，维持“推荐”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧的风险、原材料价格波动的风险、项目实施不及预期的风险等。

图表23：盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 3,859 | 4,712 | 5,884 | 7,337 |
| 增长率（%） | 21.9 | 22.1 | 24.9 | 24.7 |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 569 | 724 | 945 | 1,217 |
| 增长率（%） | 14.5 | 27.3 | 30.5 | 28.7 |
| 每股收益（元） | 0.57 | 0.73 | 0.95 | 1.22 |
| PE | 32 | 25 | 19 | 15 |
| PB | 2.9 | 2.6 | 2.4 | 2.1 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年6月14日收盘价）

1.5 五虎-安利股份

1.5 安利股份：PU合成革龙头企业，“2+4”市场格局迎来收获期

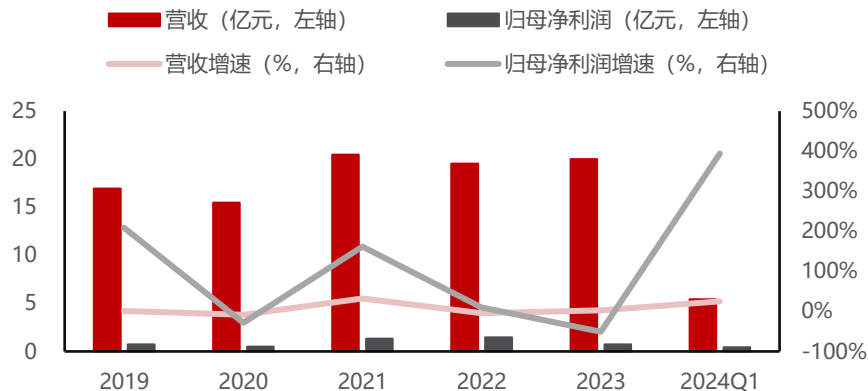
- 国内PU合成革龙头企业，打造“2+4”市场格局。** 公司成立于1994年，主营业务为生态功能性聚氨酯合成革及复合材料。近年来，公司以市场为导向、以客户为中心，积极推行大客户战略，在功能鞋材、沙发家居2项优势领域，以及汽车内酯、电子产品、体育装备、工程装置4项新兴领域（简称“2+4”领域），构建了梯队式的客户群体。
- 客户转型初显成效，全年业绩高增长。** 2023年公司实现收入20.00亿元，同比增长2.43%；归母净利润0.71亿元，同比降低51.03%；2024Q1，公司实现收入5.41亿元，同比增长24.61%；归母净利润0.41亿元，同比增长394.11%。

图表24：公司产品应用领域



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表25：公司营收及利润情况



资料来源：wind，民生证券研究院

1.5 安利股份：越南区位优势突出，产能释放有望带来量价提升

- 越南部分前两条线产能已落地，新产能释即将迎来释放。

2019年3月，安利越南1200万米生态功能性聚氨酯合成革项目开始建设；2022年四季度，安利越南前两条生产线调试投产，但因前期投入较多人力费用、开发费用，以及开始计提折旧费用，且公司定位于全球中高端市场，品牌客户需对安利越南进行验厂审核、试单，所以当前订单较少、产销量较低，2023年安利越南亏损2062万元。**目前，公司正在积极推进剩余2条生产线的洽谈、采购，计划将于2024年下半年投产。**

- 公司积极开拓市场，争取与功能鞋材、沙发家居等国内外的客户合作。2024年以来，越南工厂先后通过了美国耐克公司（24年2月）、美国乐至宝公司（24年4月）、德国阿迪达斯公司（24年5月）的供应商认证，伴随着以上品牌的批量订单逐步落地以及新品牌的陆续认证通过，我们认为安利越南经营能力有望实现稳步提升，经济效益增长值得期待。

图表26：安利越南生产基地



资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.5 盈利预测与投资建议

- 结合前文安利本部及安利越南的产能投放进度，以及下游客户结构优化的预期，我们预计公司2024-2026年实现营收收入26.49亿元、29.99亿元、33.97亿元；实现归母净利润为2.03亿元、2.67亿元、3.45亿元，6月14日收盘价对应PE为17、13、10倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：原材料价格波动的风险、天然气供应和成本费用提升的风险、产能无法充分利用的风险等。

图表27：公司财务指标及预测

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 2,000 | 2,649 | 2,999 | 3,397 |
| 增长率（%） | 2.4 | 32.4 | 13.2 | 13.2 |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 71 | 203 | 267 | 345 |
| 增长率（%） | -51.0 | 186.6 | 31.6 | 29.2 |
| 每股收益（元） | 0.33 | 0.94 | 1.23 | 1.59 |
| PE | 49 | 17 | 13 | 10 |
| PB | 2.7 | 2.4 | 2.1 | 1.8 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测（注：股价为2024年6月14日收盘价）



能效双控：能耗指标 02. 审核收紧，行业龙头 率先受益

- 2024年5月29日，国务院发布关于印发《2024—2025年节能降碳行动方案》（以下简称“《方案》”）的通知，《方案》指出，节能降碳是积极稳妥推进碳达峰碳中和、全面推进美丽中国建设、促进经济社会发展全面绿色转型的重要举措，该《方案》的提出力在加大节能降碳工作推进力度，采取务实管用措施，尽最大努力完成“十四五”节能降碳约束性指标。
- **设立明确减排总目标与重点领域要求。**《方案》以实现“双碳”目标奠定基础为目的，提出了总体要求：2024年，单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低2.5%左右、3.9%左右，规模以上工业单位增加值能源消耗降低3.5%左右，非化石能源消费占比达到18.9%左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约5000万吨标准煤、减排二氧化碳约1.3亿吨；2025年，非化石能源消费占比达到20%左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约5000万吨标准煤、减排二氧化碳约1.3亿吨，尽最大努力完成“十四五”节能降碳约束性指标。不同于2014年5月26日发布的《2014-2015年节能减排低碳发展行动方案》提出的“2014-2015年，单位GDP能耗、化学需氧量、二氧化硫、氨氮、氮氧化物排放量分别逐年下降3.9%、2%、2%、2%、5%以上，单位GDP二氧化碳排放量两年分别下降4%、3.5%以上”，新《方案》在总体排放量、能源结构、重点行业方面均有详细规划。

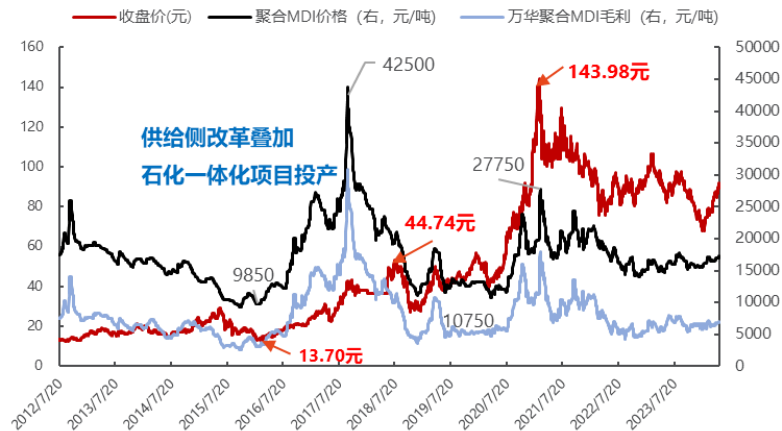
能耗指标持续收紧，白马龙头迎来价值重估

- **加快石化化工行业节能降碳改造方面，《方案》再次强调标杆水平产能：**实施能量系统优化，加强高压低压蒸汽、驰放气、余热余压等回收利用，推广大型高效压缩机、先进气化炉等节能设备。到2025年底，炼油、乙烯、合成氨、电石行业能效标杆水平以上产能占比超过30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。2024—2025年，石化化工行业节能降碳改造形成节能量约4000万吨标准煤、减排二氧化碳约1.1亿吨。
- 此次再次强调标杆水平产能，与2021年10月18日国家发改委联合其他多部委发布的《石化化工重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案（2021-2025年）》中提出的“标杆水平的产能比例超过30%”目标一致，**展现了国家坚定不移实现产业产能改造的决心。**
- **以上行业距拟定目标还有较大差距：**根据国家发改委联合其他多部委于2022年2月3日发布的《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022年版）》，截至2020年底，炼油、乙烯、合成氨、电石行业能效标杆水平以上产能占比分别为25%/20%/7%/3%，仍有较大提升空间，进行产能改造、新建产能技术路线限制的必要性明确。

2.1 万华化学

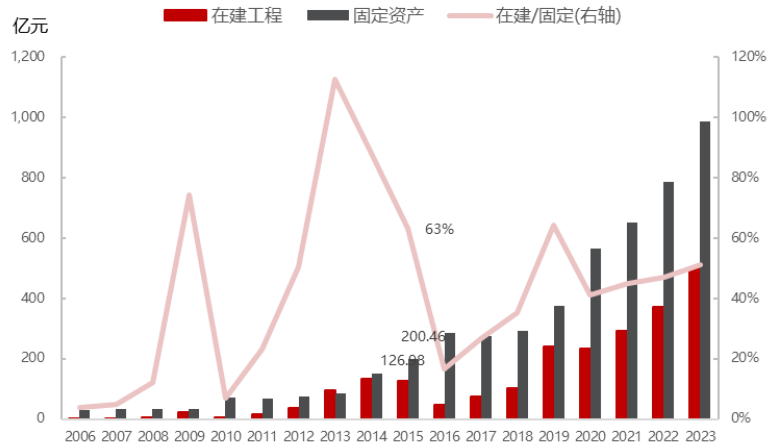
2.1 万华化学：上市以来资本开支驱动公司“台阶式”增长

图表28：万华化学股价复盘



资料来源：wind、百川、民生证券研究院，截至2024年5月10日

图表29：万华化学投资复盘



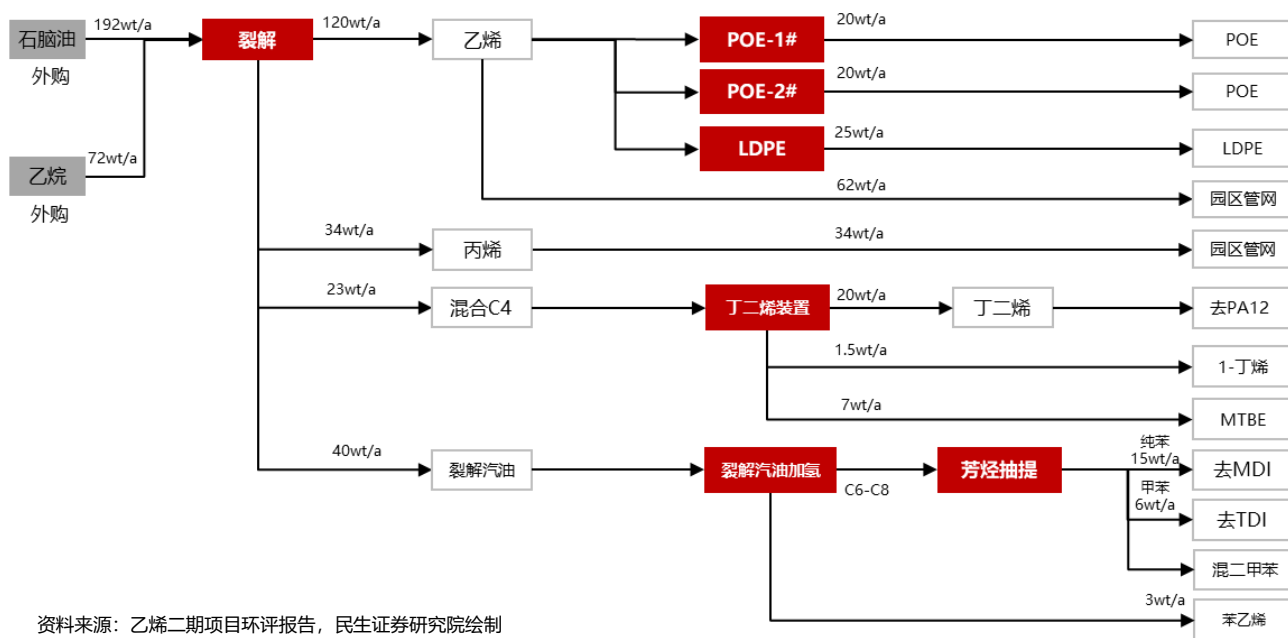
资料来源：wind、民生证券研究院

- **万华上市23年来规模和盈利水平保持高速增长。** 公司上市23年以来营业收入从2000年的3.45亿元，增长到2023年的1754亿元，CAGR达31.12%，归母净利润从2000年的0.50亿元，增长到168.16亿元，CAGR达28.81%。
- **近10年公司股价2次翻倍级别的大幅上涨，两大必要条件是新建产能集中投放+产品价格上涨。** 复盘近10年公司股价走势和核心产品聚合MDI的价格走势来看，出现了2次股价翻倍量级的上涨周期，第一次是从2016年3月底点的13.70元上涨至2018年8月的44.74元，第二次是从2020年3月的38.45元上涨至2021年2月的143.98元。

2.1

万华化学：石化业务两大项目下半年集中投产

图表30：万华化学乙烯二期项目

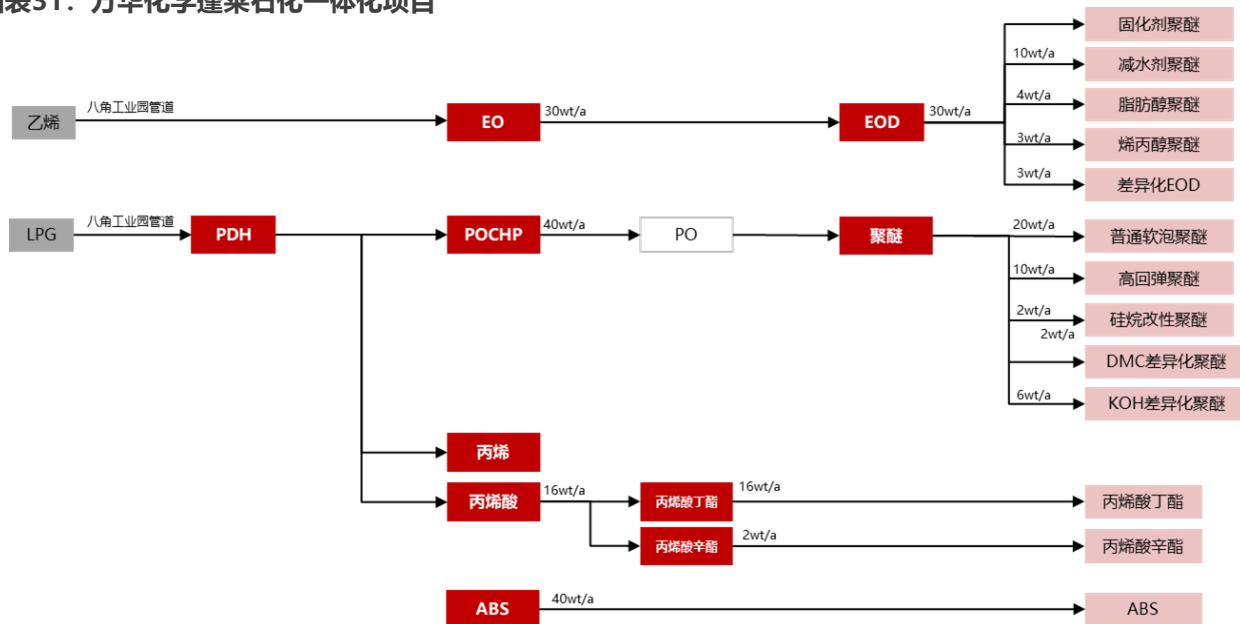


资料来源：乙烯二期项目环评报告，民生证券研究院绘制

- 公司在现有石化业务的基础上，继续新建了两大石化一体化项目，分别为烟台工业园三期项目（即乙烯二期项目）和蓬莱一期项目。乙烯二期项目以石脑油和乙烷混合作为裂解原料，主要建设120万吨/年乙烯裂解装置，下游配套40万吨/年POE、25万吨/年、芳烃抽提等装置。

2.1 万华化学：石化业务两大项目下半年集中投产

图表31：万华化学蓬莱石化一体化项目

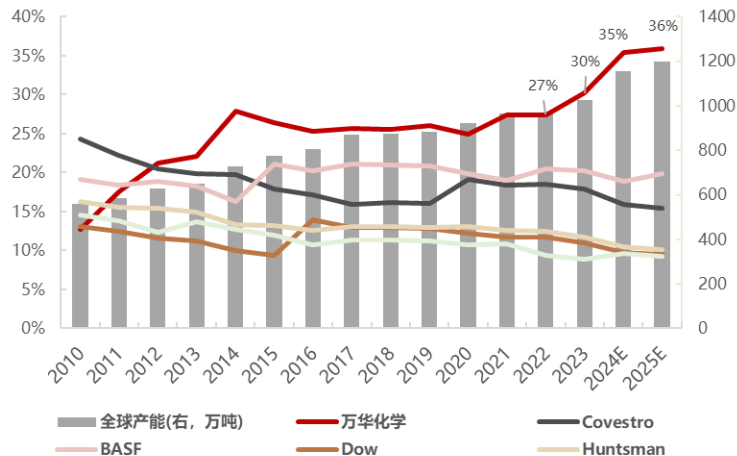


资料来源：环评报告，民生证券研究院绘制

- 其中，蓬莱一期项目仍以LPG为原料，主要建设90万吨/年PDH装置，配套40万吨/年PO、50万吨/年聚醚、以及EO-EOD等项目，该项目可作为公司聚醚业务发展的重要支撑。

2.1 万华化学：聚氨酯业务树大根深，竞争优势进一步巩固

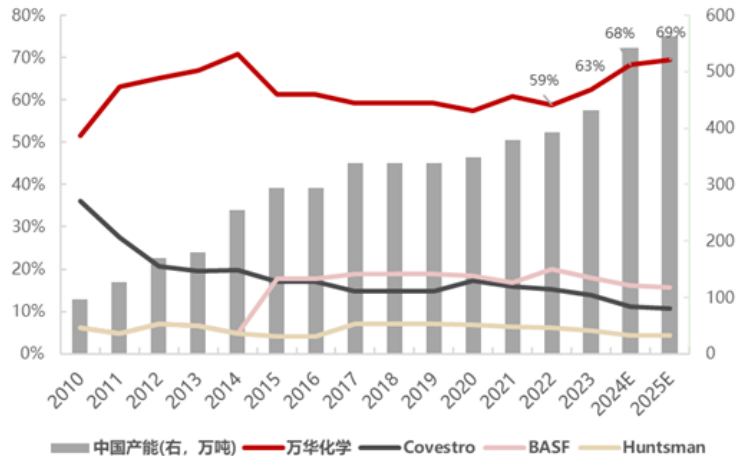
图表32：万华化学在全球市场MDI产能份额



资料来源：IHS, 天天化工、隆众资讯，民生证券研究院

- 公司是全球最大的MDI生产商，2024年迎来公司新一轮扩产高峰。**2012年以来公司成为全球最大的MDI供应商，截至2024年4月，公司现有MDI产能310万吨，约占全球产能份额的30%。公司在国内拥有MDI产能270万吨，约占国内产能份额的63%。2024年底预计万华宁波MDI产能将从120万吨扩产到180万吨，万华福建MDI产能将从40万吨扩产到80万吨，届时万华在全球和国内的产能分别将达到410万吨和370万吨，在全球产能份额占比将提升至35%，在国内产能份额占比将提升至68%。

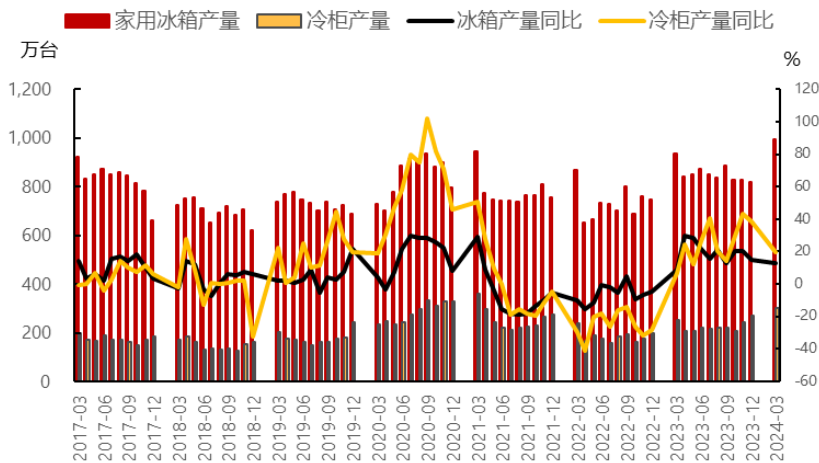
图表33：万华化学在中国市场MDI产能份额



资料来源：IHS, 天天化工、隆众资讯，民生证券研究院

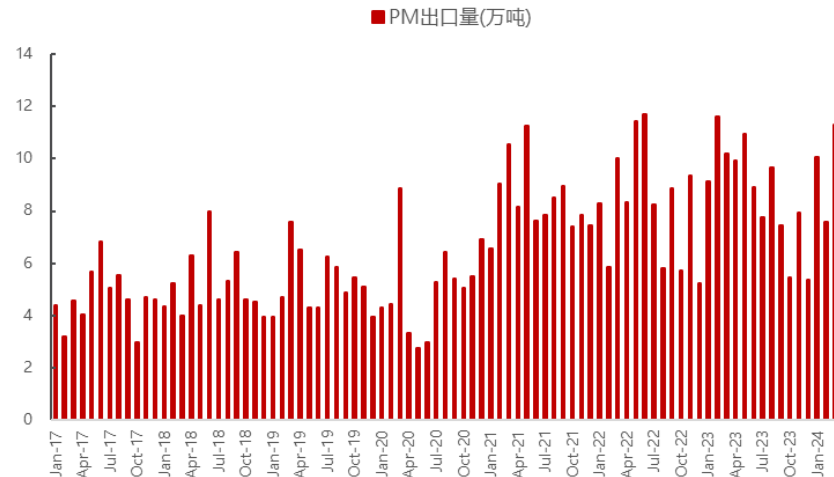
2.1 万华化学：聚氨酯业务树大根深，竞争优势进一步巩固

图表34：冰箱冷柜产量及同比增速



资料来源：中国海关，民生证券研究院

图表35：万华直接出口聚合MDI数量



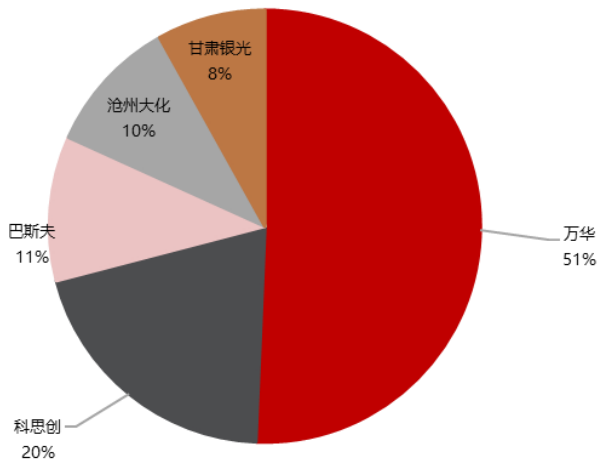
资料来源：中国海关，民生证券研究院

- **需求端来看，国内MDI外均保持良好态势。**2024年一季度聚合MDI实现出口28.98万吨，同比-6%，环比增长54%，出口恢复态势明显。MDI在国内最大的应用是冰箱冷柜，自2023年第二季度以来，冰箱和冷柜产量摆脱了负增长区间，已有近1年时间产量保持较高速增长，其中冰箱产量近1年每月平均增速在19%左右，冷柜产量近1年每月平均增速在25%左右。
- **海外MDI装置故障频发。**2024年4月以来北美科思创、巴斯夫、陶氏MDI装置先后发生不可抗力。

2.1 万华化学：聚氨酯业务树大根深，竞争优势进一步巩固

图表36：2023年TDI产能份额

■ 万华 ■ 科思创 ■ 巴斯夫 ■ 沧州大化 ■ 甘肃银光

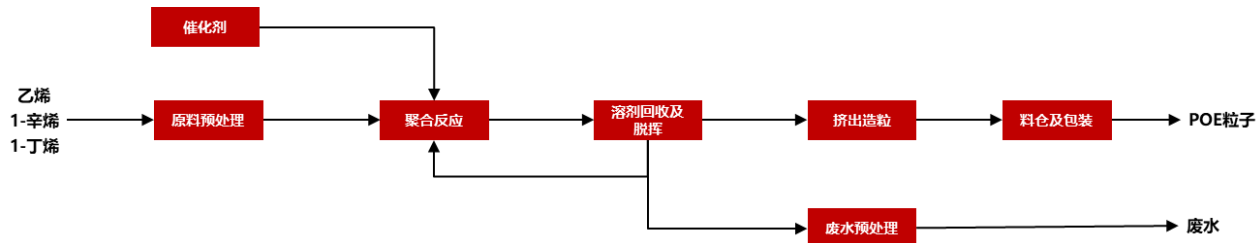


资料来源：IHS，天天化工、隆众资讯，民生证券研究院

- 万华于2023年收购新疆巨力，至此新疆巨力的15万吨/年TDI产能归于万华名下。目前公司在烟台、福建和新疆各运营有1套TDI装置，总产能达75万吨，在国内的产能份额占到51%。目前发国内的主要TDI供应商已经从高峰时期的7家减少到目前的5家，分别为万华、科思创、巴斯夫、沧州大化和甘肃银光，市场集中度大幅提升。

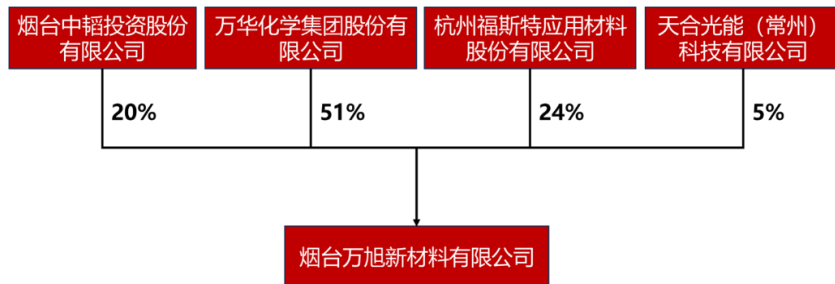
2.1 万华化学：精细化学品及新材料硕果满枝

图表37：万华POE项目流程



资料来源：万华化学乙烯二期项目环评，民生证券研究院

图表38：万华POE项目与下游客户合资

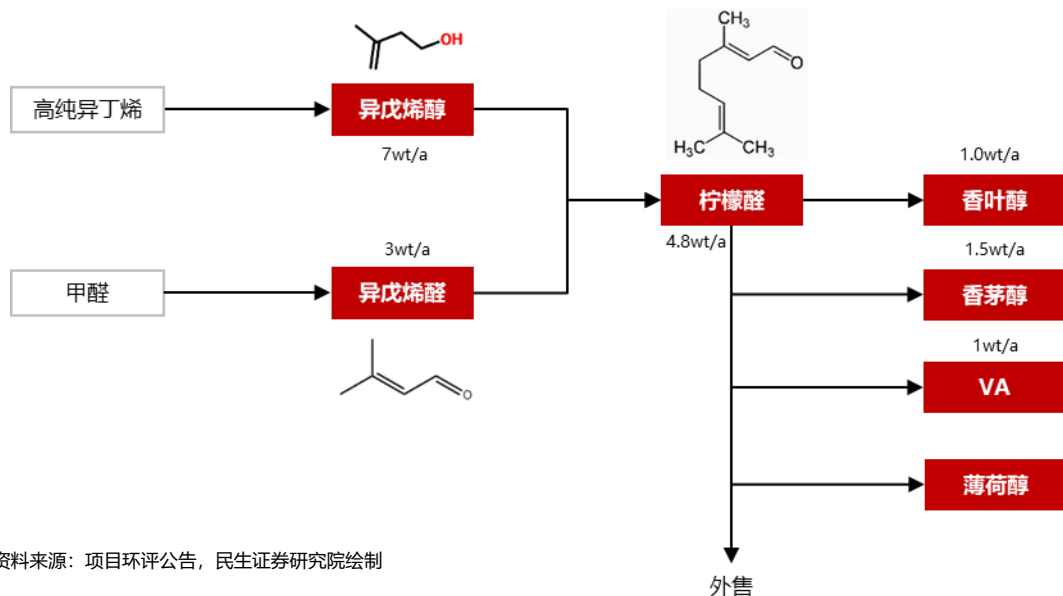


资料来源：天眼查，民生证券研究院

- 2024年4月在橡塑展期间表示，公司一期20万吨/年POE(聚烯烃弹性体)项目预计今年投产，二期蓬莱基地40万吨/年POE项目已经开工，预计在2025年末建成投产，届时万华POE总产能将达到60万吨/年。
- 公司与福斯特、天合光能成立合资公司，锁定未来POE销售渠道。

2.1 万华化学：精细化学品及新材料硕果满枝

图表39：万华柠檬醛产业链



资料来源：项目环评公告，民生证券研究院绘制

- 万华化学已完成小试、中试、工业化验证，形成自主知识产权，目前正在建设4.8万吨/年柠檬醛及衍生物项目，2024年将按产业链从上至下陆续投产。

2.1 盈利预测与投资建议

- 公司是国内化工行业龙头，在聚氨酯、石化、精细化学品、新材料等领域通过持续的技术创新和产业链布局，已经建立了较强的竞争优势。2024年将迎来POE、乙烯二期、蓬莱一期项目投产。我们预计2024-2026年归母净利润为187.98、221.23、261.22亿元，6月14日收盘价对应PE分别为14x、12x、10x。我们看好公司发展趋势，维持“推荐”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧的风险、原材料价格波动的风险、项目实施不及预期的风险等。

图表40：盈利预测与财务指标

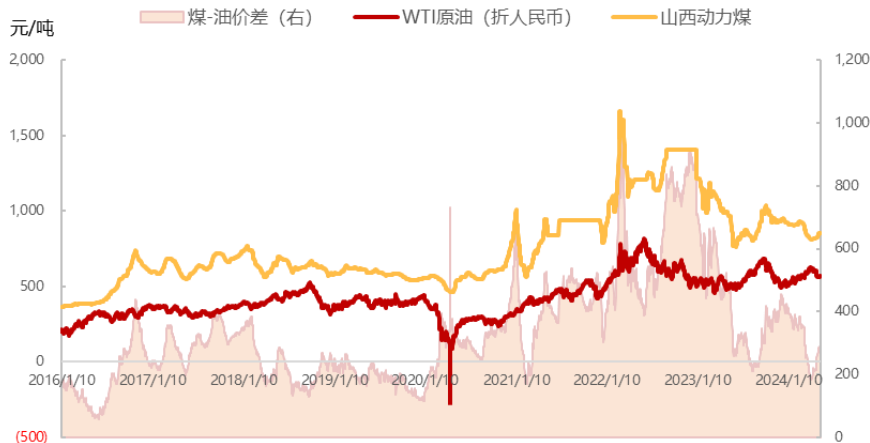
| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 175,361 | 212,883 | 255,612 | 299,119 |
| 增长率（%） | 5.9 | 21.4 | 20.1 | 17.0 |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 16,816 | 18,798 | 22,123 | 26,122 |
| 增长率（%） | 3.6 | 11.8 | 17.7 | 18.1 |
| 每股收益（元） | 5.36 | 5.99 | 7.05 | 8.32 |
| PE | 16 | 14 | 12 | 10 |
| PB | 3.1 | 2.7 | 2.3 | 2.0 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年6月14日收盘价）

2.2 华鲁恒升

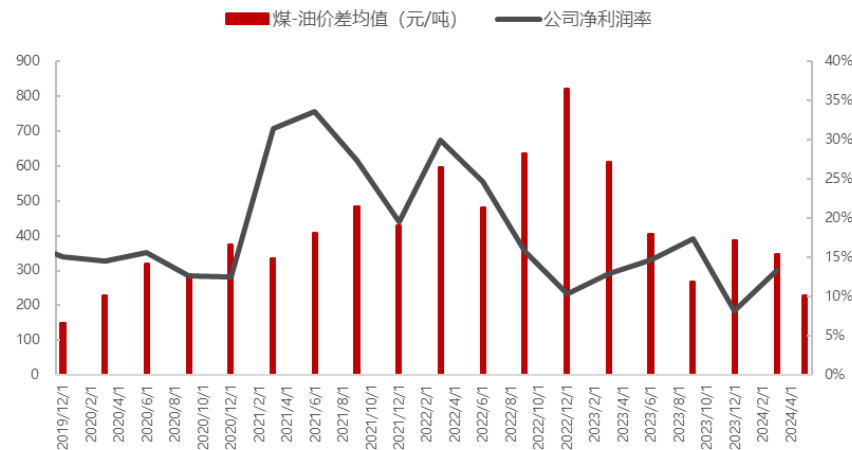
2.2 华鲁恒升：油煤价差扩大，公司盈利预期向上

图表41：油-煤价差走势



资料来源：百川资讯、wind，民生证券研究院

图表42：华鲁恒升净利润率与煤-油价差关系

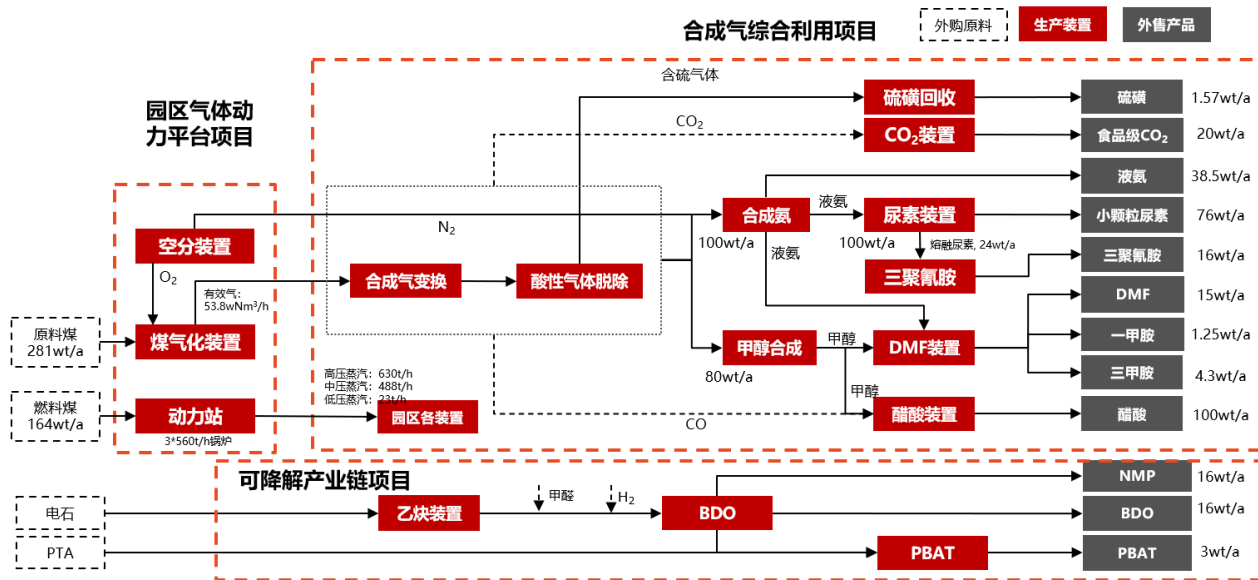


资料来源：百川资讯、wind，民生证券研究院

- 公司是典型的煤化工企业，主要原料和能源消耗均依赖于煤炭，产品中大部分终端市场是石油市场产品定价。理论上而言，煤炭-原油价格价差越大，表明成本端成本压力较大，公司的盈利性越差；煤炭-原油价差越小，表明公司的成本端压力较小，而盈利空间较好。
- 从近几年的趋势来看，2021年煤-油价差处于相对低位，平均在约414元/吨，公司2021年净利润率约在20%-34%的高位。2022Q4煤-油价差达到峰值820元/吨，成本压力较大，公司的净利润率下滑至10%。截至2024年5月17日，二季度煤-油价差均值为230元低位，公司2024年盈利预期较为乐观。

2.2 华鲁恒升：荆州一期全面投产，运营良好

图43：华鲁恒升产业链规划



资料来源：项目环评报告，民生证券研究院整理

- 荆州一期项目全面投产，快速达产达效。**公司荆州一期项目于2021年8月开工建设，包括年产80万吨甲醇、100万吨冰醋酸、70万吨尿素、30万吨熔融液尿、10万吨密胺树脂、15万吨DMF，1.36万吨硫磺，15万吨混甲胺装置等。2023年10月建成投产，创下业内建设、开车、盈利最快纪录，取得全面建成开车、全线打通流程、全系达产达效，2023年实现销售收入12.47亿元。荆州一期项目投资额120亿，建成后就可实现年销售收入100亿。目前已经全面转入正式生产阶段。

2.2 华鲁恒升：三大产品产能大幅扩张，市场消化良好

图表44：公司重点扩产产品对市场影响

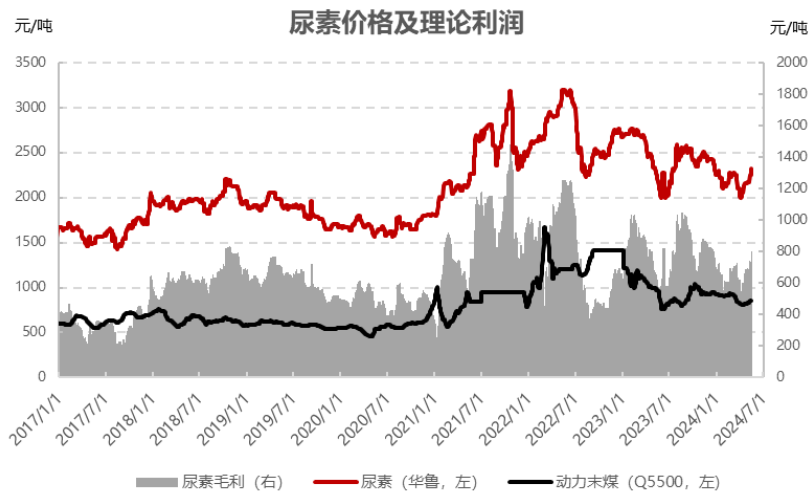
| 产品 | 扩产前产能 (万吨) | 扩产前中国产能 (万吨) | 扩产前产能占比 | 扩产后产能 (万吨) | 扩产后中国产能 (万吨) | 扩产后产能占比 |
|-----|---------------|-----------------|---------|---------------|-----------------|---------|
| 尿素 | 155 | 7165 | 2.16% | 255 | 7381 | 3.45% |
| 醋酸 | 50 | 1055 | 4.74% | 150 | 1195 | 12.55% |
| DMF | 33 | 103 | 32.04% | 48 | 190 | 25.26% |

资料来源：卓创资讯、隆众资讯，民生证券研究院

- 公司荆州一期项目的顺利投产，直接使得公司尿素产能从155万吨增长至255万吨，增幅达65%，醋酸产能从50万吨增长至150万吨，增幅达200%，DMF产能从33万吨增长至48万吨，增幅达45%。公司在这三个产品的产能增长幅度最大，新扩产产能或者公司在市场所占份额比例较低，市场可以充分消化其新增产能，或处于需求逐渐修复的通道。其中公司尿素产品的国内产能份额从2.16%提升至3.45%，醋酸的产能份额从4.74%提升至12.55%，DMF的产能份额从32.04%下降至25.26%。

2.2 华鲁恒升：三大产品产能大幅扩张，市场消化良好

图表45：尿素价格和理论毛利



资料来源：百川资讯，民生证券研究院整理

图表46：醋酸价格和理论毛利



资料来源：百川资讯，民生证券研究院整理

- 尿素和醋酸产品盈利情况相对稳定。

图表47：DMC/汽油掺混燃料理化指标

| 指 标 | 基础汽油 | 1.2% | 2.6% | 3.4% | 4.7% | 5.0% |
|---------------|------|------|------|------|------|------|
| RON | 91.3 | 92.5 | 93.6 | 94.8 | 97.1 | 96.9 |
| Reud 蒸气压 /kPa | 55 | 53 | 51 | 50 | 54 | 55 |
| 馏 程 | | | | | | |
| 10%馏出温度 /°C | 58 | 57 | 57 | 57 | 58 | 57 |
| 50%馏出温度 /°C | 97 | 95 | 94 | 95 | 93 | 92 |
| 90%馏出温度 /°C | 161 | 162 | 160 | 160 | 162 | 163 |
| 终馏点 /°C | 189 | 189 | 188 | 190 | 189 | 190 |
| 残留物,% | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.4 | 1.5 | 1.7 |
| 氧含量,% | | 0.92 | 1.85 | 2.77 | 3.70 | 4.30 |

资料来源：《碳酸二甲酯调和汽油的应用研究》吕兴修，民生证券研究院

- 2023年全国汽油消费量约1.49亿吨，若DMC可以大范围作为油品添加剂使用，按平均1%的添加比例计算，预计可拉动约150万吨的DMC需求。但目前国内DMC调油市场暂未开放，国内调油市场对DMC的需求拉动有限。华鲁恒升等企业可开拓出口DMC用于海外油品市场的路线，该方向未来有望成为DMC产能消化的重要出路。

2.2 盈利预测与投资建议

- 公司以合成气平台为龙头，利用多个技术平台，在化肥、有机胺、醋酸及衍生物、新材料等方向形成了“一头多线”的产业布局。德州本部的高端溶剂、尼龙相关项目以及荆州基地多个项目在2023年陆续投产，公司收入和利润迎来快速增长。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为48.70亿元、58.35亿元，68.01亿元，EPS分别为2.29、2.75、3.20元，6月14日收盘价对应PE分别为12x、10x、9x。我们看好公司未来成长性，维持“推荐”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧的风险、原材料价格波动的风险、项目实施不及预期的风险等。

图表48：盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 27,260 | 36,744 | 45,188 | 53,661 |
| 增长率 (%) | -9.9 | 34.8 | 23.0 | 18.7 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 3,576 | 4,870 | 5,832 | 6,797 |
| 增长率 (%) | -43.1 | 36.2 | 19.7 | 16.6 |
| 每股收益 (元) | 1.68 | 2.29 | 2.75 | 3.20 |
| PE | 17 | 12 | 10 | 9 |
| PB | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年6月14日收盘价）

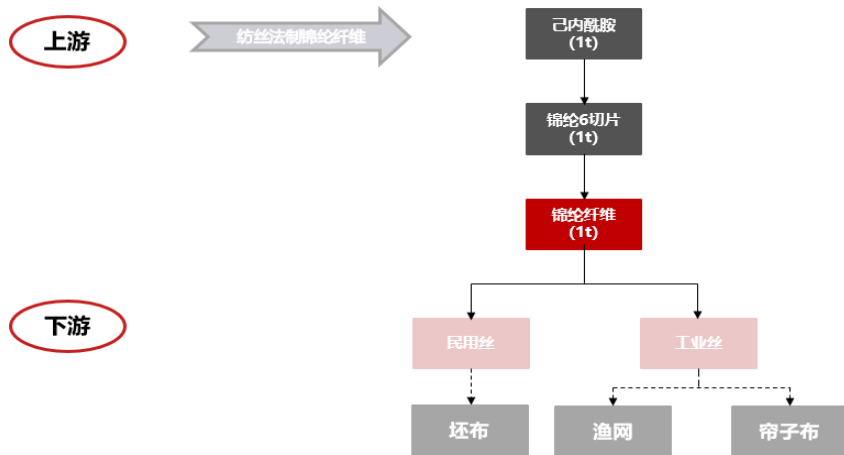
03. 周期涨价：供需共振，业绩兑现

3.1 锦纶行业

3.1 锦纶丝性能优异，广泛应用于户外运动类服饰

- 锦纶丝即锦纶纤维，是指由锦纶切片经过纺丝工艺加工而成的合成纤维。**按照分子结构可以分为锦纶6、锦纶66、锦纶11、锦纶610等多种锦纶丝，目前市场上以锦纶6和锦纶66纤维应用最为广泛；按照纤维长短可以分为锦纶长丝和锦纶短纤，目前市场上以锦纶长丝为主，作为机织或针织原料等，而少量锦纶短纤则主要用于和棉、毛和其他化纤混纺。
- 与其他化纤相比，锦纶丝在强度和耐磨性、吸湿性等方面具有突出特点，因而由锦纶丝制成的面料在户外、运动、防寒、休闲服装等领域具备较大优势。**锦纶丝具备回弹性极好、抗静电、抗起球、易染色、色牢度高等突出特点，因而使得锦纶丝被广泛应用于民用领域，如服装行业中的超轻风衣、冲锋衣、羽绒服、速干衣、蕾丝内衣、束身衣等；同时，锦纶丝还被应用于军工、航空航天等领域。

图表49：锦纶纤维产业链

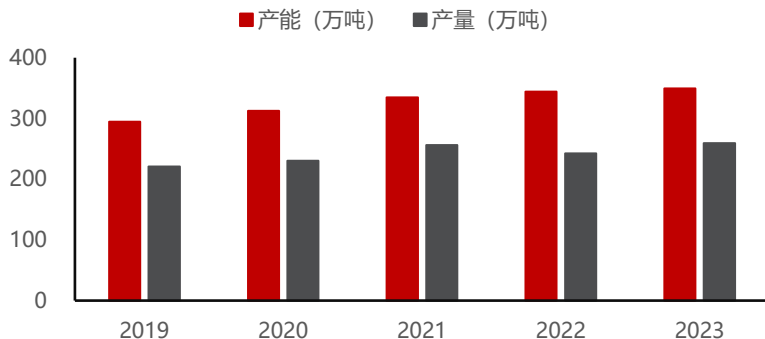


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

3.1 凭借优良性能，锦纶丝成为户外运动面料的首选纤维

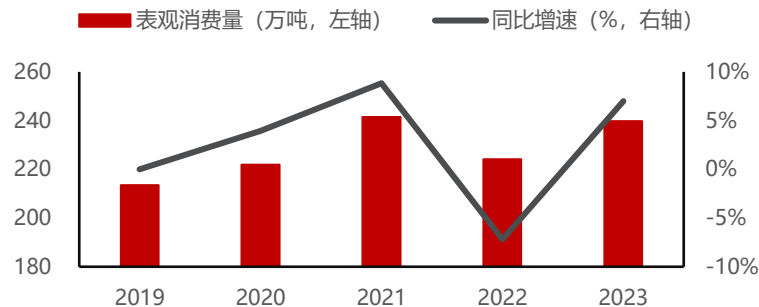
- 锦纶纤维产量及需求量增稳健增长。** 供给层面，国内锦纶纤维产能产量逐年增长，产能从2019年的294.6万吨增长至2023年的349.3万吨；产量从2019年的220.88万吨增长至2023年的259.37万吨。行业格局则相对分散，上市公司主要以台华新材、华鼎股份为主。需求层面，国内锦纶纤维行业需求增长较快，表观需求量从2019年的213.47万吨增长至2023年的239.66万吨，其中2023年同比增幅高达7%。

图表50：2019-2023年国内锦纶纤维产能产量



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院测算

图表51：2019-2023年国内锦纶纤维表观需求量及增速



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院测算

图表52：2024年锦纶纤维行业格局（截至2024年5月底数）

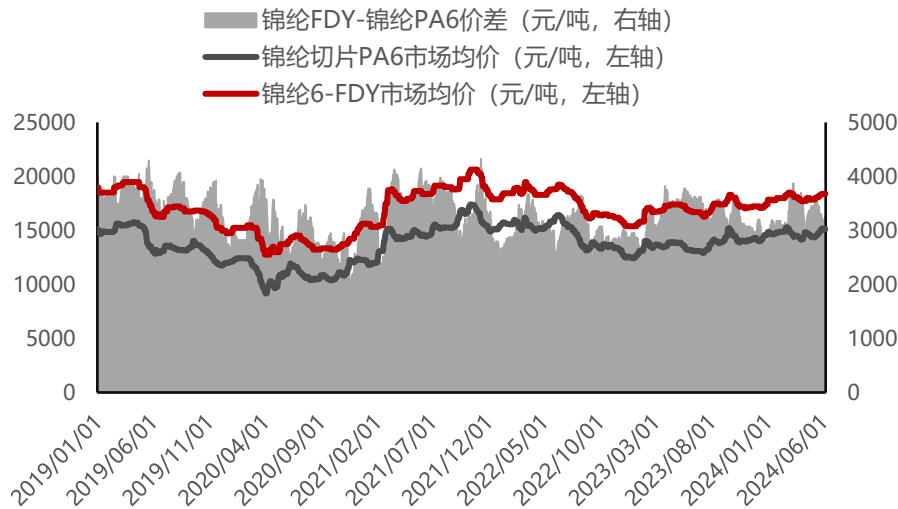
| 企业名称 | 产能 (万吨) | 行业占比 (%) |
|----------------|---------|----------|
| 福建永荣晋江股份有限公司 | 37 | 10.25% |
| 福建省恒申合纤科技有限公司 | 24 | 6.65% |
| 福建唐源合纤科技有限公司 | 24 | 6.65% |
| 浙江嘉华特种尼龙有限公司 | 18.5 | 5.13% |
| 义乌华鼎锦纶股份有限公司 | 15 | 4.16% |
| 福建鑫森合纤科技有限公司 | 13 | 3.60% |
| 嘉华特种尼龙(江苏)有限公司 | 11.5 | 3.19% |
| 广东新会美达锦纶股份有限公司 | 10 | 2.77% |
| 福建万鸿纺织有限公司 | 8 | 2.22% |
| 福建凯邦锦纶科技有限公司 | 8 | 2.22% |
| 其它 | 191.80 | 53.16% |

资料来源：百川盈孚，民生证券研究院测算

3.1 受益于下游需求拉动，锦纶纤维高景气运行

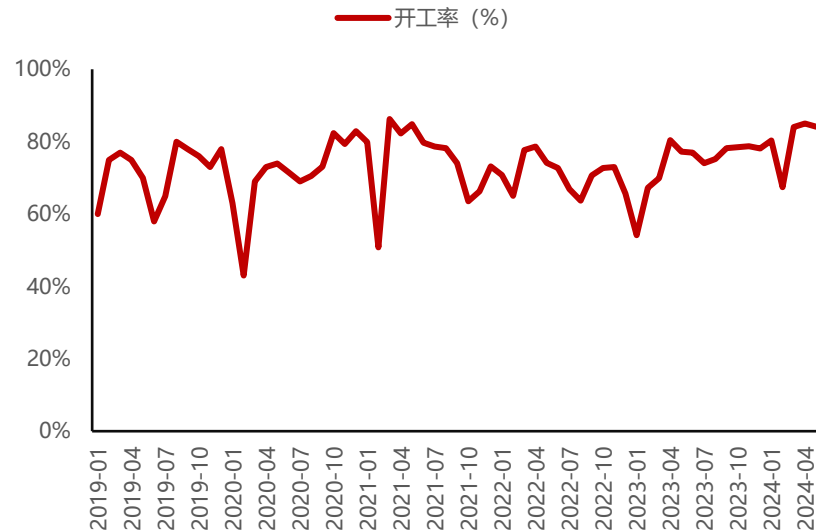
- 受益于下游户外运动服饰需求的拉动，国内锦纶6纤维景气度高景气运行。价格方面**，截至2024年6月7日，锦纶6-FDY价格为18400元/吨，与锦纶6切片的价差达到3275元/吨，景气度持续高位运行；**开工率方面**，2024年4月、5月最新开工率水平分别达到85.05%、84.14%，与2019-2023年历史五年平均开工率72.58%相比，近期开工率显著提升。

图表53：2019-2024年锦纶纤维价格价差表现（截至2024/6/7）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图表54：2019-2024年锦纶纤维开工率表现（截至2024年5月）

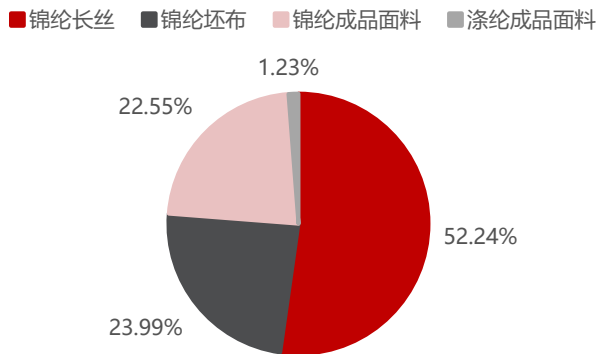


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

3.1 台华新材：聚焦高端差异化锦纶丝，PA66和再生PA6再迎高成长

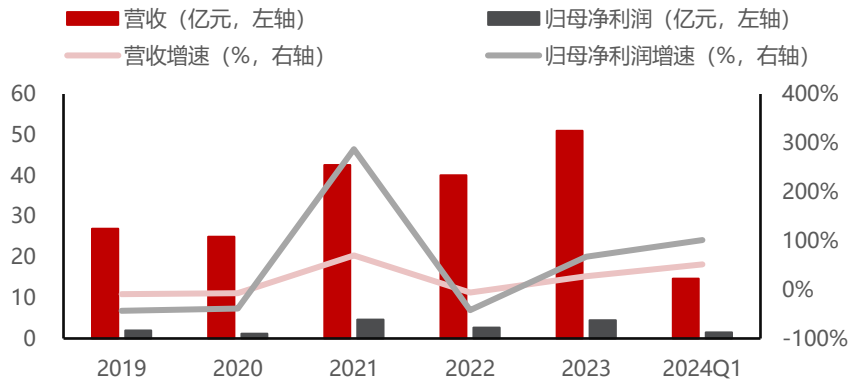
- 锦纶全产业链布局，行业龙头企业。**自2001年成立起，公司一直深耕锦纶制造业务，目前已形成锦纶纺丝、织造、染色及后整理一体的完整产业链，公司专注于尼龙6、尼龙66及尼龙环保再生系列产品及其他化纤产品的研发和生产，能够为全球客户定制、开发环保健康、户外运动、特种防护等多系列高档功能性面料。2023年锦纶长丝占比为52.24%，为公司主要产品。
- 公司业绩不断增长，PA66、再生锦纶打开公司成长空间。**2023年公司实现营收50.94亿元，同比增长27.07%；实现归母净利润4.49亿元，同比增长67.16%。随着国内企业对尼龙66切片等原材料关键技术的突破、国内外对环保锦纶丝需求的持续扩张，公司尼龙66及再生尼龙6迎来广阔发展机遇，公司正在积极推进绿色多功能锦纶新材料一体化一期项目建设，看好公司长期发展空间。

图表55：2023年公司业务收入情况



资料来源：公司2023年年报，民生证券研究院

图表56：公司营收及利润情况



资料来源：wind，民生证券研究院

3.1 盈利预测与投资建议

- 公司拥有行业独特的锦纶产业链一体化优势，并且差异化产品持续建设投产。我们预计公司2024-2026年实现营收收入64.42亿元、74.28亿元、86.34亿元；实现归母净利润为6.20亿元、7.70亿元、9.75亿元，6月14日收盘价对应PE为16、13、10倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧的风险；己二腈等原材料价格波动的风险；项目建设不及预期的风险。

图表57： 盈利预测与财务指标

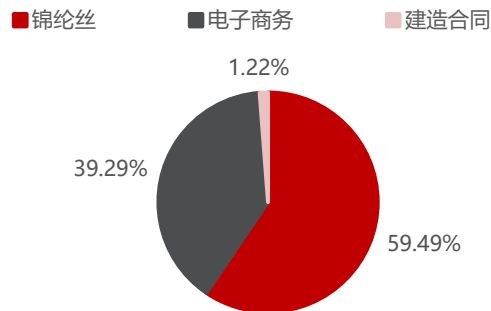
| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 5,094 | 6,442 | 7,428 | 8,634 |
| 增长率 (%) | 27.1 | 26.5 | 15.3 | 16.2 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 449 | 620 | 770 | 975 |
| 增长率 (%) | 67.2 | 38.0 | 24.3 | 26.6 |
| 每股收益 (元) | 0.50 | 0.70 | 0.87 | 1.10 |
| PE | 22 | 16 | 13 | 10 |
| PB | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 1.6 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测（注：股价为2024年6月14日收盘价）

3.1 华鼎股份：锦纶丝规模行业领先，产品品类丰富

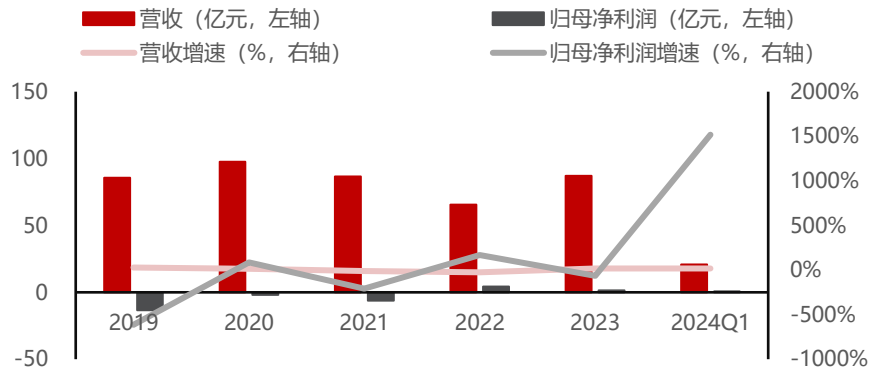
- **锦纶长丝领域龙头企业，产品品种齐全。**自成立以来，华鼎股份一直致力于高品质、差别化民用锦纶长丝的研发、生产和销售，2018年，公司收购通拓科技，现已发展为民用锦纶长丝业务和跨境电商业务双主业发展模式（跨境电商拟剥离）。2023年锦纶长丝+电子商务占比合计达到98.78%。
- **近年来业绩波动较大，2022年以来业绩稳步增长。**2019-2022年，受制于国内外环境以及控股股东资金占用、并购通拓科技等因素影响，业绩波动较大。2019-2022年，公司营收分别实现85.65亿元、97.63亿元、86.54亿元、65.48亿元，归母净利润分别实现-13.41亿元、-1.97亿元、-6.07亿元、4.29亿元。而自2022年真爱集团入主以来，业绩高速增长。2024Q1，公司营业收入实现20.85亿元，同比增长16.64%；归母净利润实现0.81亿元，同比增长1518.32%。

图表58：2023年公司业务收入情况



资料来源：公司2023年年报，民生证券研究院

图表59：公司营收及利润情况



资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 涤纶行业

3.2

涤纶长丝行业格局：龙头市占率进一步提升

图表60：涤纶长丝产能情况（万吨）

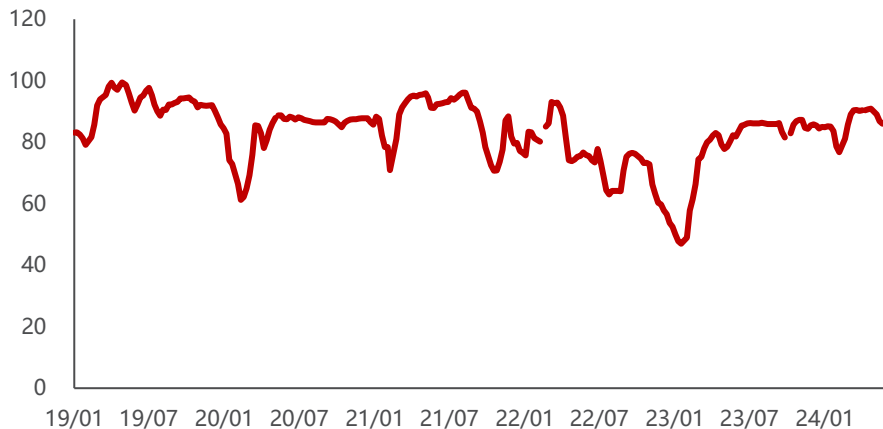
| 生产厂家 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------|--------|--------|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 桐昆集团 | 310 | 310 | 310 | 360 | 400 | 570 | 660 | 690 | 690 | 810 | 960 | 990 |
| 新风鸣 | 240 | 240 | 240 | 269 | 269 | 363 | 421 | 481 | 590 | 650 | 650 | 650 |
| 江苏国望 | 165 | 165 | 165 | 165 | 165 | 190 | 215 | 240 | 240 | 290 | 310 | 310 |
| 浙江恒逸 | 160 | 160 | 160 | 160 | 160 | 140 | 140 | 215 | 250 | 300 | 300 | 300 |
| 恒力化纤 | 160 | 160 | 160 | 160 | 160 | 160 | 160 | 230 | 230 | 270 | 295 | 295 |
| 恒鸣化纤 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 50 | 50 | 50 | 110 | 110 | 130 | 130 |
| 荣盛石化 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 |
| 恒阳化纤 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 120 | 120 |
| 福建百宏 | 80 | 80 | 80 | 80 | 80 | 107 | 107 | 107 | 107 | 107 | 107 | 107 |
| 浙江双兔 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 江苏新拓 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 80 | 80 |
| 杭州逸曠 | 0 | 0 | 0 | 0 | 65 | 75 | 75 | 75 | 75 | 75 | 75 | 75 |
| 嘉兴逸鹏 | 0 | 0 | 0 | 0 | 20 | 20 | 45 | 70 | 75 | 75 | 75 | 75 |
| 宁波大沃 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 桐昆恒欣 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 50 | 50 |
| 福建锦兴 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 无锡华亚 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 福建金纶 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| 太仓申久 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 |
| 东南新材料 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 三房巷 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 绍兴佳宝 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 杭州天元 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 浙江天圣 | 40 | 40 | 40 | 40 | 80 | 120 | 120 | 120 | 120 | 40 | 40 | 40 |
| 其他 | 1191.3 | 1391.3 | 1491.3 | 318 | 353 | 716 | 746 | 688 | 603 | 581 | 465 | 412 |
| 合计产能 | 2840.3 | 3040.3 | 3140.3 | 2046 | 2246 | 3100 | 3328 | 3555 | 3679 | 3897 | 4286 | 4263 |

资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

3.2 涤纶长丝供给端：联合减产落地中，库存天数开始去化

- 2024年5月13日，在萧山主流聚酯厂已经降负的基础上，桐乡和江苏主流聚酯工厂计划追加减停10%左右的产能。从开工率的数据看，联合减产目前切实在落地，根据wind的数据，5月30日涤纶长丝开工率为86.35%，较5月9日下降2.71pct。龙头减产的切实落地有望引领行业健康发展，摆脱无序竞争的局面实现良性发展。
- 库存天数开始呈现去化的趋势，根据wind的数据，5月30日，POY的库存天数降低到了24天，相比于5月9日的29天下降了5天，去库趋势明显。随着联合减产的持续进行，以及下游旺季的来临，涤纶长丝的库存有望进一步去化。

图表61：江浙地区涤纶长丝开工率（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表62：江浙织机poy库存（天）

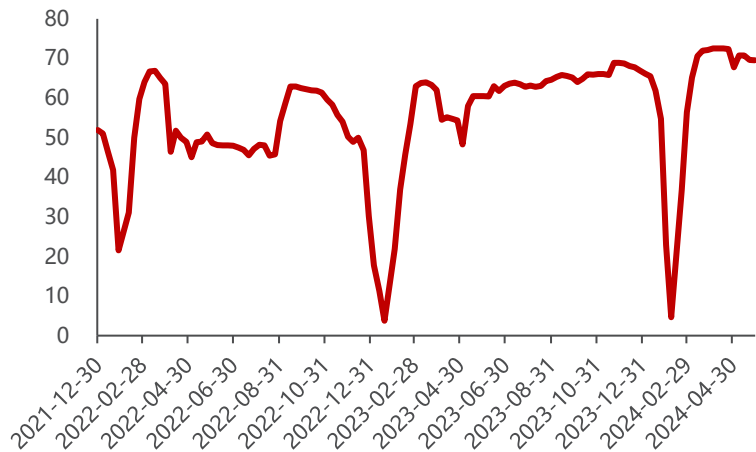


资料来源：Wind，民生证券研究院

3.2 涤纶长丝下游需求：开工率优于去年同期

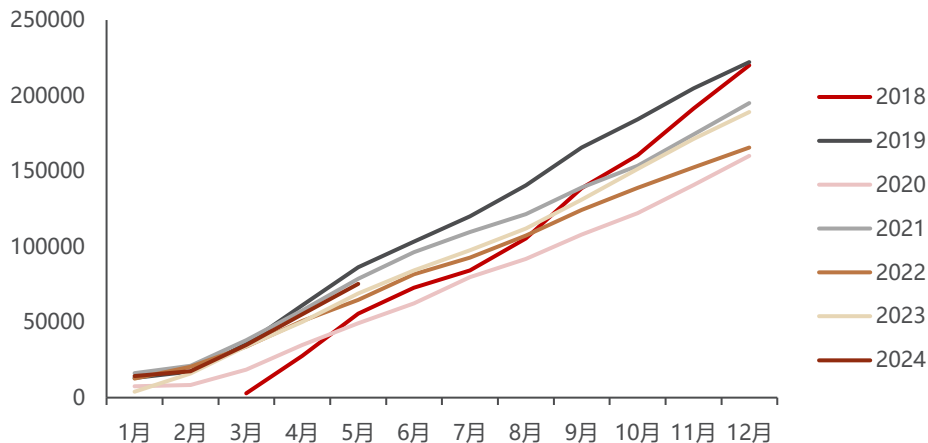
- 根据ifind的数据，5月30日，江浙地区涤纶长丝下游织机的开工率达到69.51%，去年同期仅为60.45%，开工率同比提升了9.06pct；终端销售上，截至今年5月，中国轻纺城的累计成交量7.52亿米，高于去年同期的6.89亿米，也高于2022年同期的6.46亿米。

图表63：江浙加弹厂开机率 (%)



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表64：中国轻纺城累计成交量 (万米)



资料来源：ifind，民生证券研究院

3.3 代糖行业

3.3

代糖：渗透率持续提升，市场或将加速扩容

- 基于EMIS的数据，我们测算出2021年全球代糖的渗透率在7%上下，代糖的全球市场规模已经达到60亿美元的量级，其中亚太地区占比超过40%，其次是北美和欧洲，大概各占20%。
- 考虑到消费者健康意识的觉醒以及越来越多无糖产品的问世，我们预计代糖的渗透率提升是一个加速的趋势，则甜味剂市场扩容也将提速，增速或将达到两位数，预计到了2025年，甜味剂的渗透率将达到9.5%，全球的代糖市场规模也将来到90亿美元的量级。

图表65：甜味剂渗透率相对较低（亿美元）

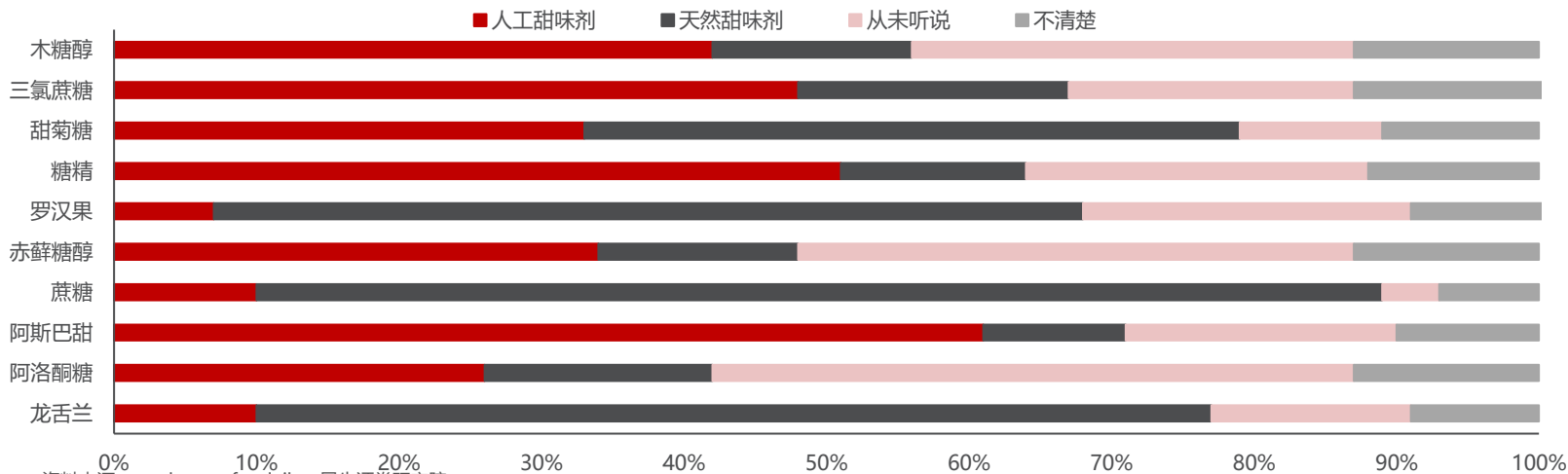
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 甜度市场总量 | 801.0 | 817.8 | 835.3 | 853.5 | 872.9 | 893.6 | 915.6 | 939.1 |
| 蔗糖 | 632.7 | 643.9 | 655.6 | 667.7 | 680.1 | 693.5 | 707.6 | 722.4 |
| 葡萄糖 | 7.5 | 7.7 | 7.9 | 8.2 | 8.4 | 8.7 | 9.1 | 9.4 |
| 果浆 | 77.7 | 79.8 | 82.0 | 84.2 | 86.6 | 89.3 | 92.1 | 95.2 |
| 糊精 | 31.1 | 31.8 | 32.5 | 33.3 | 34.0 | 34.9 | 35.8 | 36.8 |
| 甜味剂市场规模 | 52.0 | 54.6 | 57.2 | 60.1 | 63.7 | 69.7 | 77.8 | 89.2 |
| 甜味剂规模增速 | 4.5% | 4.9% | 4.9% | 5.0% | 6.1% | 9.4% | 11.7% | 14.6% |
| 甜味剂渗透率 | 6.5% | 6.7% | 6.9% | 7.0% | 7.3% | 7.8% | 8.5% | 9.5% |

资料来源：EMIS，民生证券研究院

3.3 代糖：阿洛酮糖的市场有望持续扩大

- 目前消费者对阿洛酮糖的认知还不够，阿洛酮糖的市场以及增速有很大潜力。
- 各国对于阿洛酮糖的认证也在提速，目前美国、韩国、日本等国均已将阿洛酮糖列为合格食品添加剂，欧盟、中国等多国也在阿洛酮糖的认证过程中。2023年5月，国家卫健委网站发布公告，D-阿洛酮糖-3-差向异构酶被列入食品工业用酶制剂新品种，成为国内首个获批用于阿洛酮糖生产的酶制剂，对于阿洛酮糖在国内合规进入食品添加剂领域具有里程碑意义。

图表66：阿洛酮糖市场认知度还不够，渗透率提升有空间



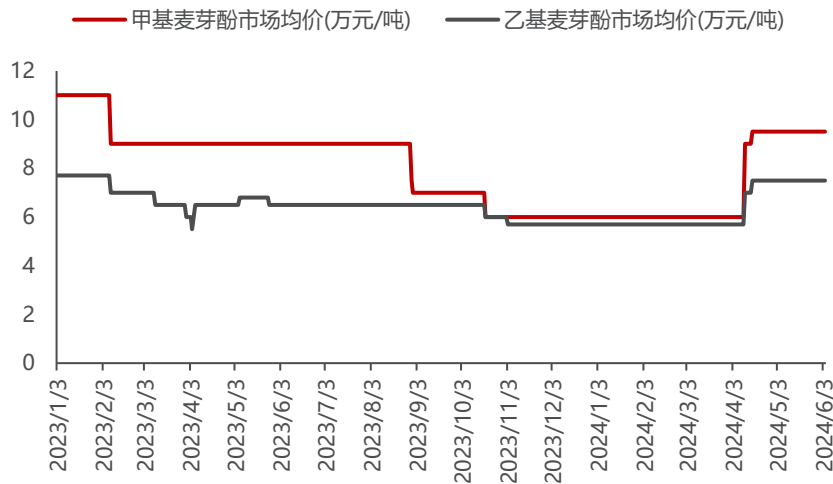
资料来源：newhope、foodaily，民生证券研究院

注：以阿洛酮糖为例：红色表示将其视为人工甜味剂的比例，深灰色表示将其视为天然甜味剂的比例，粉色表示从未听说阿洛酮糖的比例，浅灰色表示不清楚阿洛酮糖属性的比例

3.3 麦芽酚价格处于相对底部的位置，目前逐渐恢复中

- 截至2024年6月4日，甲基麦芽酚在价格为9.5 万元/吨，同比增长5.5%，处于从2020.6.12-2024.5.31的19%分位数水平；乙基麦芽酚价格为 7.5 万元/吨同比增长15.4%，处于从20201.4-2024.5.31的27%分位数水平。
- 部分产能因为装置亏损开始停车，行业格局有望改善。4月份麦芽酚市场价格大幅上涨，主要原因在于部分麦芽酚生产企业长期亏损，选择限产停车，部分安徽以及宁夏大厂甲基装置已经停车，乙基装置也计划停车，使行业供需格局得到有效改善。

图表67：麦芽酚市场价格



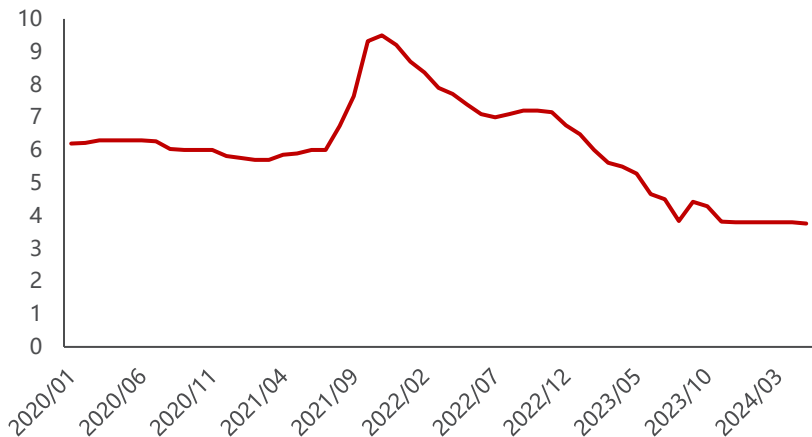
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

3.3

安赛蜜和三氯蔗糖价格目前处于低点

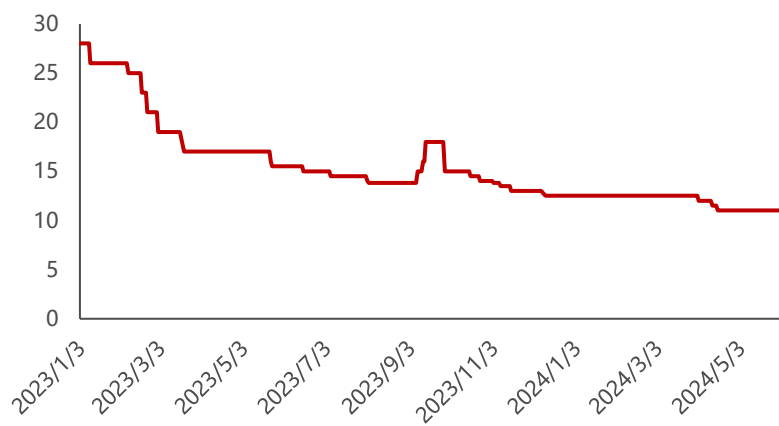
- 截至2024年5月31日，安赛蜜市场月均价为3.76万元/吨，处于从2020.1.4-2024.5.31的最低水平。随着市场的改善，安赛蜜价格有望上涨。
- 截至2024年6月4日，三氯蔗糖市场价格为11万元/吨，处于从2019.7.18-2024.5.31的最低水平。随着市场的改善，三氯蔗糖价格有望上涨。

图表68：安赛蜜市场价格（万元/吨）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图表69：三氯蔗糖市场价格（万元/吨）

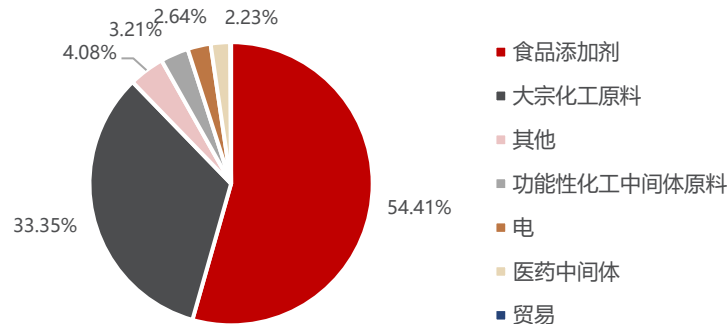


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

3.3 金禾实业：国内甜味剂主要生产商

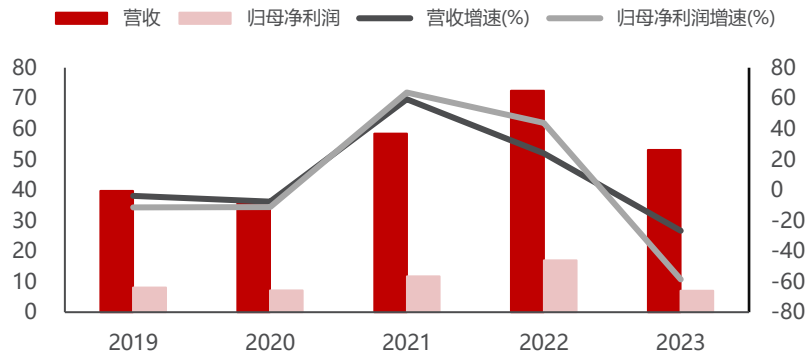
- 食品添加剂行业龙头企业之一。**主要从事各类食品添加剂、大宗化学品、医药中间体、功能性化工品及中间体等产品的研发、生产和销售。公司主要产品为甜味剂安赛蜜、三氯蔗糖、甲、乙基麦芽酚、甲基环戊烯醇酮(MCP) 及佳乐麝香溶液等，可广泛应用于食品饮料、日化香料及高端制造等多个行业。按产品划分，2023年公司食品添加剂营收占比54.41%，大宗化工原料占比33.35%，功能性化工品及中间体占比 3.21%，其他业务占比4.08%%，电占比 2.64%，医药中间体占比 2.23%。
- 公司短期业绩承压，静待甜味剂板块复苏。**2023年公司实现营业收入53.11亿元，同比减少26.75%；实现归母净利润7.04亿元，同比减少58.46%，主要是产品价格自高位回落所致。公司坚持打造多元化产业布局、整合产业链上下游资源，搭建了面向食品饮料、日化香料以及高端制造等行业的规模化制造平台及技术成果产业化平台。看好公司长期发展空间。

表70：2023年公司业务收入情况



资料来源：公司2023年年报，民生证券研究院

图表71：公司营收及利润情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

3.3 金禾实业盈利预测与投资建议

- 公司为食品添加剂行业龙头，以基础化工起步，逐步发展至精细化工领域，不断加强对于食品添加剂、阿洛酮糖等合成生物学领域的其他功能糖的研发升级，行业龙头地位优势长期存在。我们预计公司2024-2026的归母净利润分别为8.65、9.43、10.94亿元，6月14日收盘价对应PE为13、12、11倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：项目建设进度不及预期，下游需求下滑。

图表72：盈利预测与财务指标

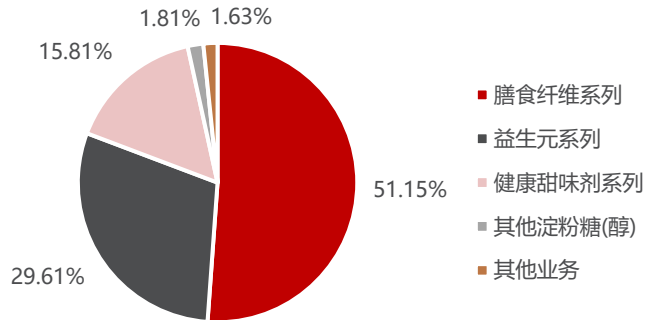
| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 5,311 | 5,903 | 6,577 | 6,872 |
| 增长率 (%) | -26.7 | 11.1 | 11.4 | 4.5 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 704 | 865 | 943 | 1,094 |
| 增长率 (%) | -58.5 | 22.8 | 9.1 | 16.0 |
| 每股收益 (元) | 1.24 | 1.52 | 1.66 | 1.92 |
| PE | 17 | 13 | 12 | 11 |
| PB | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.2 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测（注：股价为6月14日收盘价）

3.3 百龙创园：国内领先的益生元、健康甜味剂生产商

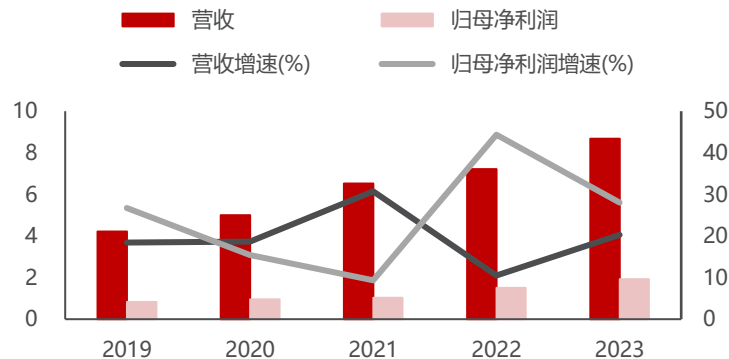
- 功能糖行业领军企业之一。** 公司是一家具备多品种规模化生产能力，主要从事益生元系列产品、膳食纤维系列产品、其他淀粉糖(醇)产品和健康甜味剂产品的研发、生产及销售的高新技术企业。公司主要产品包括低聚异麦芽糖、低聚果糖、聚葡萄糖、阿洛酮糖等，可广泛应用于功能性食品饮料、乳制品、医药、保健品等众多领域。分产品来看，2023 年公司膳食纤维系列营收占比 51.15%，益生元系列营收占比 29.61%，健康甜味剂系列占比 15.81%。
- 公司营业收入、归母净利润逐年快速增长。** 2023 年公司实现营业收入8.68亿元，同比增长20.28%；实现归母净利润1.93亿元，同比增长28.02%。公司在益生元、膳食纤维和阿洛酮糖细分行业产品品类齐全、具备规模优势。同时，公司逐步在益生元和健康甜味剂领域的其他高端产品加大研发资源投入，逐步完善功能糖纵深化产品链。

图表73：2023年公司业务收入情况



资料来源：公司2023年年报，民生证券研究院

图表74：公司营收及利润情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

3.3 百龙创园盈利预测与投资建议

- 公司为功能糖行业龙头，全产业链价值链完整，公司不断加强技术创新、开发新产品，目前已经推出了低聚木糖等高端益生元产品和健康甜味剂新产品阿洛酮糖，海外需求旺盛，为业绩增长提供动力。我们预计公司2024-2026的归母净利润分别为3.01、4.25、5.20亿元，6月14日收盘价对应PE为24、17、14倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：项目建设进度不及预期，下游需求下滑。

图表75：盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 868 | 1,237 | 1,667 | 2,043 |
| 增长率（%） | 20.3 | 42.4 | 34.8 | 22.6 |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 193 | 301 | 425 | 520 |
| 增长率（%） | 28.0 | 55.9 | 41.2 | 22.4 |
| 每股收益（元） | 0.60 | 0.93 | 1.32 | 1.61 |
| PE | 37 | 24 | 17 | 14 |
| PB | 4.8 | 4.1 | 3.5 | 2.9 |

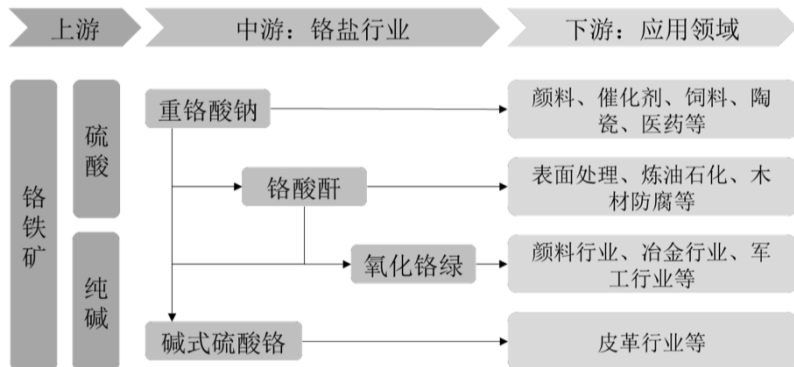
资料来源：公司公告，民生证券研究院预测（注：股价为6月14日收盘价）

3.4 铬盐行业

3.4 铬盐下游需求广泛，行业呈寡头垄断格局

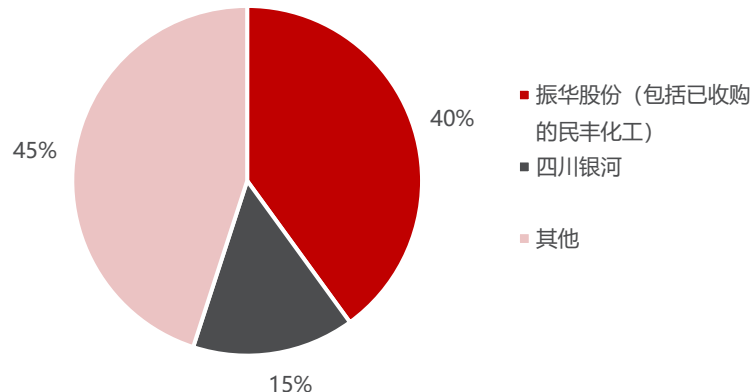
- 铬盐系列产品是国民经济发展不可缺少的重要产品，被业内誉为“工业维生素”。重铬酸钠是铬盐最基础的产品，通过深加工可生产出铬酸酐、氧化铬绿、铬鞣剂、金属铬等多种含铬产品，广泛应用于表面处理、颜料、鞣革、医药、染料、新材料、香料、饲料添加剂、催化剂、化肥、陶瓷、木材防腐、石油天然气开采、军工等行业。
- 随着环保趋严，铬盐生产企业产能扩张受到严格限制。在国家产业政策的引导下，中小企业落后产能逐步出清，国内行业集中度不断提升，呈寡头垄断格局。国内铬盐行业产能CR2 达到 55%，截至2021年国内 8 家铬盐生产企业中，振华股份（包含收购的民丰化工）与四川银河作为行业前两大铬盐生产企业，产能市占率分别达到 40%、15%，其余 6 家企业产能合计占比

图表76：铬盐产业链示意图



资料来源：振华股份公告，民生证券研究院

图表77：2021年铬盐行业呈寡头垄断格局



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

3.4 成本端支撑走强，铬盐价格景气上行

- 铬盐主要原材料为铬铁矿、纯碱、硫酸等。年初以来铬铁矿、纯碱价格呈震荡上行趋势，铬盐成本端支撑持续增强，带动铬盐价格逐步上升。

图表78：铬铁矿进口价格持续上升

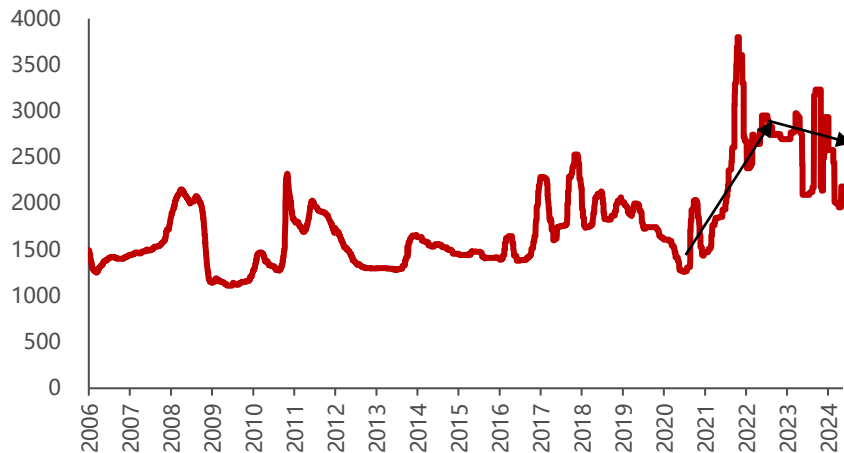
铬矿进口均价 美元/吨



资料来源：wind，民生证券研究院

图表79：纯碱价格维持高位震荡

中国:市场价(中间价):重质纯碱 元/吨

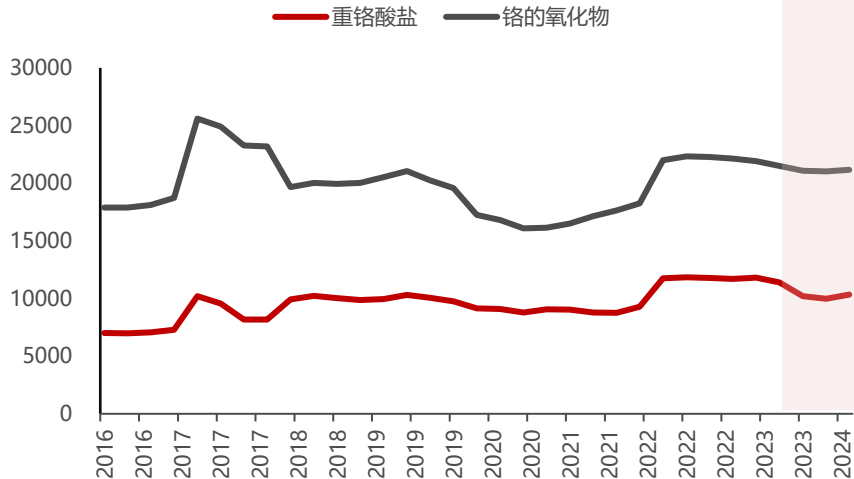


资料来源：wind，民生证券研究院

3.4 成本端支撑走强，铬盐价格景气上行

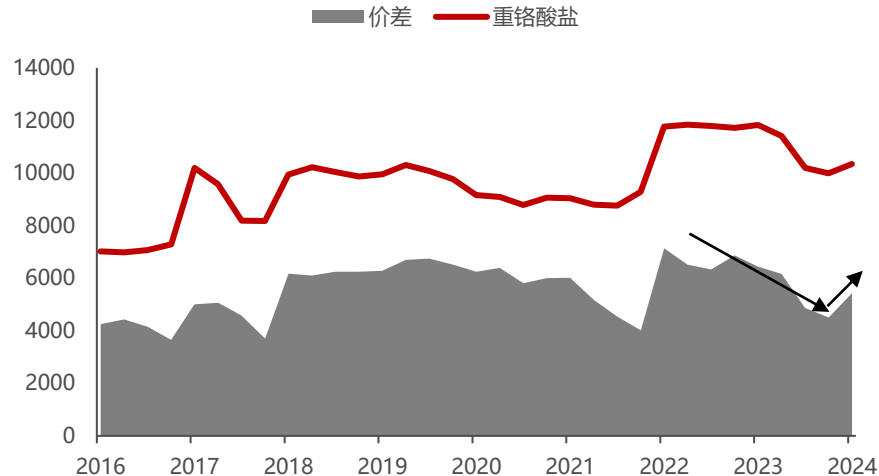
- 铬盐主要原材料为铬铁矿、纯碱、硫酸等。年初以来铬铁矿、纯碱价格呈震荡上行趋势，铬盐成本端支撑持续增强，带动铬盐价格逐步上升。
- 受益标的：振华股份。振华股份是国内主要从事铬化学品、维生素 K3 等铬盐联产产品、超细氢氧化铝等铬盐副产品的研发、制造和销售，2023年公司实现铬盐产品实现总产量（折重铬酸钠）约24.5万吨。

图表80：重铬酸钠和铬的氧化物价格出现拐点（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表81：重铬酸钠价格、价差出现拐点（铬盐-1.32铬矿-1.04纯碱，元/吨）



资料来源：wind，振华股份招股书，民生证券研究院

4. 风险提示

- **原材料价格持续上涨。**化工行业属中游行业，受上游原材料价格波动影响较大。近年来受国际形势动荡等因素影响，国际油价出现较大的波动，这给我国化工行业带来了较大的不确定性。如果未来化工行业上游原料价格波动幅度过大，可能会影响行业内公司的盈利能力。
- **下游消费需求不达预期。**化工行业下游跟衣食住行紧密相关，近年来受国内外经济形势等多方面因素的影响，国内外需求呈现疲软态势。如果未来行业总需求持续低迷，将导致化工品整体价格中枢下移，盈利不确定性因素增加。
- **测算误差。**重点公司报告中包含研究员测算过程，包括一些情景假设，可能会带来误差。

THANKS 致谢

民生化工研究团队：



分析师 刘海荣

执业证号：S0100522050001
邮件：liuhairong@mszq.com



研究助理 费晨洪

执业证号：S0100122080022
邮件：feichenhong@mszq.com



分析师 李家豪

执业证号：S0100524010002
邮件：lijiahao@mszq.com



研究助理 刘隆基

执业证号：S0100122080049
邮件：liulongji@mszq.com



分析师 曾佳晨

执业证号：S0100524040002
邮件：zengjiachen@mszq.com



研究助理 李金凤

执业证号：S0100122070041
邮件：lijinfeng@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005
深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

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并登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、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。

评级说明:

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 | |
|--|------|------|------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。 | 公司评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅15%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | | 回避 | 相对基准指数跌幅5%以上 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅5%以上 |
| | | 中性 | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | | 回避 | 相对基准指数跌幅5%以上 |

免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写, 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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。