

寻找化工里的“新需求”

——化工行业2025年度投资策略

民生化工刘海荣团队



投资建议

- **减碳促进生物柴油新需求：**重视生物船用燃料与生物航煤带来的全球生物柴油市场新增量，叠加原材料出口增值税退税取消落地，生物柴油企业有望迎来需求增长、原材料供应增多的双向推动，建议关注国内拥有较大生物柴油产能的上市公司：卓越新能、嘉澳环保、海新能科、朗坤环境。
- **新疆煤化工引领设备投资新需求：**随着我国油气对外依存度提升和中东部产煤省煤炭产量逐步下滑，新疆在我国能源供应体系中的重要性不断提升，新疆煤化工迎来发展新机遇。根据不完全统计，拟在建新疆煤化工项目投资已超过6000亿元。建议关注中国化学、东华科技、三维化学。
- **粮食安全重要性不断提高，化肥农药需求刚性：**抓紧抓好粮食和重要农产品稳产保供，是近年中央一号文件的核心主题之一。农药领域建议关注有增产提效的国光股份，创制药先达股份；化肥领域建议关注格局改善的复合肥行业龙头新洋丰和史丹利。
- **新质生产力新材料龙头值得重点布局：**随着下游对关键新材料国产替代需求不断提升，优质的平台型新材料公司将迎来快速发展机遇，我们认为有技术实力有产业支持的平台型新材料公司将迎来多点开花的局面。建议关注高端树脂龙头圣泉集团、无机材料龙头国瓷材料、吸附分离龙头蓝晓科技、合成生物学龙头华恒生物。
- **高景气行业仍是稀缺资源：**化工行业整体开工率仍然不高，其中有相对供给约束的高景气赛道仍然值得重点关注。磷矿石投产主要集中在2026年，我们认为2025年行业仍然保持供需紧平衡。2025年二代制冷剂配额将进一步削减，三代制冷剂配额略有增加后行业仍然处于供需有序的局面。
- **风险提示：**相关政策力度、落地不及预期、原材料价格持续上涨、下游消费需求不达预期、测算误差等风险



01

生物柴油：生物航煤与生物船燃带来新动力

02

新疆煤化工投资机会

03

粮食安全为纲，农资需求刚性偏强

04

新质生产力

05

高景气行业仍是稀缺资源

06

风险提示

CONTENTS

目录

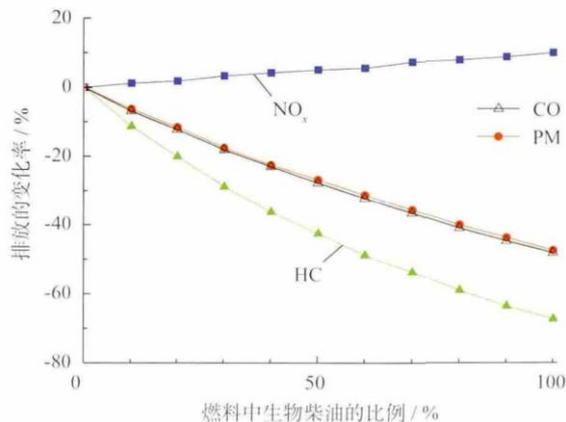


01. 生物柴油：生物航煤与生物船燃带来新动力

1.1 生物柴油：政策驱动下，需求空间不断释放

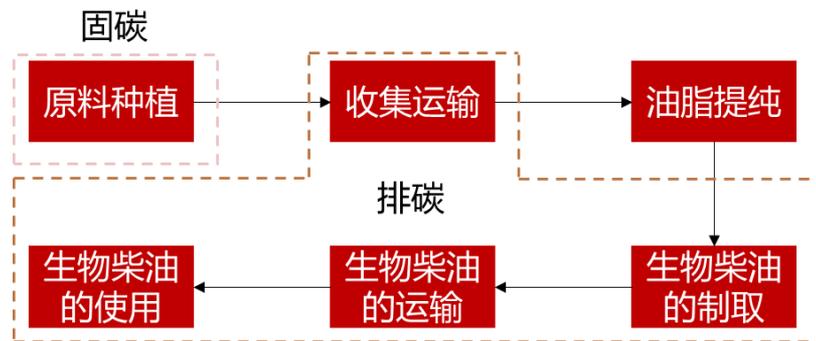
- **生物柴油低碳环保，素有“绿色柴油”之称。**每升普通柴油全生命周期排碳3.20kg，而每升废油脂生物柴油全生命周期排碳0.87kg，与普通柴油相比，**每吨生物柴油全生命周期可减少2.83吨碳排放。**此外，相比氢能、电能等新能源，生物柴油在使用时无需对发动装置进行大改，转换成本较低。

图：EPA大量实验结果得出的生物柴油混合比例与常规排放变化幅度的统计关系



资料来源：《柴油机使用生物柴油的研究现状和展望》（楼狄明，谭丕强），民生证券研究院

图：生物柴油全生命周期流程

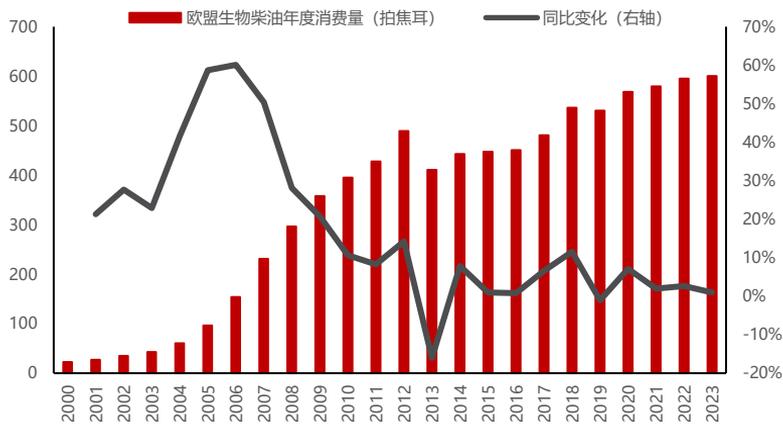


资料来源：《生物柴油全生命周期的能耗和环境排放评价》（刘凯瑞，张彩虹），民生证券研究院

1.2 欧盟生物柴油市场现疲态，原有贸易格局发生改变

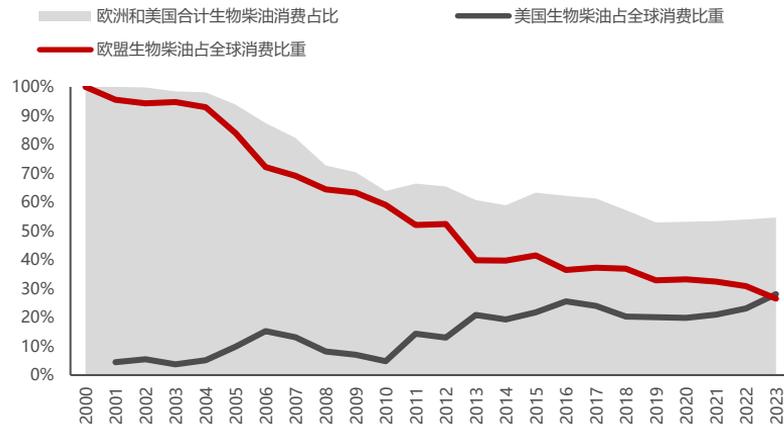
- 在政策推动下，欧盟一度成为生物柴油全球消费量最高的地区。在一系列政策的引导下，欧盟的生物柴油消费量在21世纪以来进入快速增长期，从2000年的22.46拍焦耳升至2023年的600.31拍焦耳，年均复合增长率达15.36%。
- 欧盟生物柴油消费量增长显颓势，2023年美国消费量首度超过欧盟。2023年欧盟的生物柴油消费量同比增长幅度下滑至0.92%，不及2020-2022年的增长态势，2023年欧盟生物柴油消费全球占比从2022年的30.84%下滑至26.53%，而美国首度超过欧盟达28.09%。同时，欧美国家的生物柴油消费占比也呈下滑趋势，说明生物柴油市场正从起步时欧美发达国家引导、向多地区共同发展的格局转变。

图：2000-2023年欧盟生物柴油消费量及同比变化



资料来源：wind, BP, 民生证券研究院

图：2000-2023年欧盟及美国生物柴油占全球消费比重变化

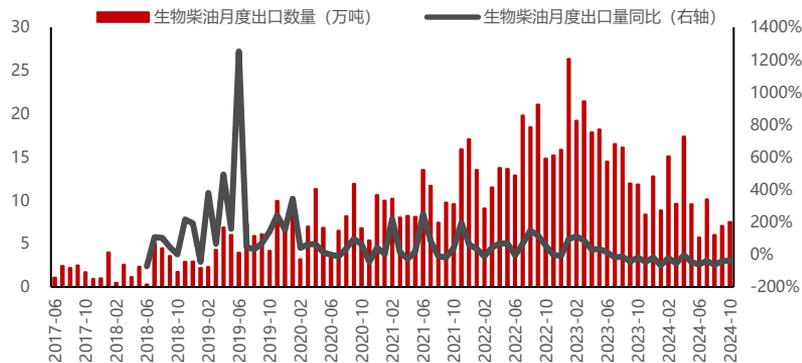


资料来源：wind, BP, 民生证券研究院

1.3 欧盟生物柴油市场现疲态，原有贸易格局发生改变

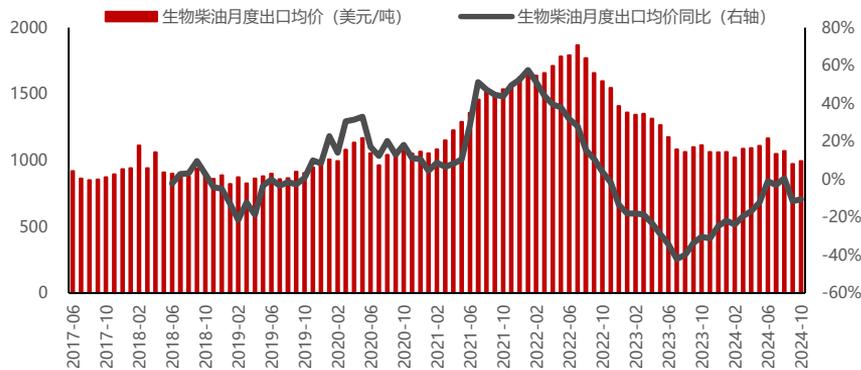
- **欧盟对中国出口的生物柴油征收反倾销税。**2024年7月19日，欧洲委员会宣布对中国生物柴油企业实施临时反倾销关税，最高达36.4%。根据欧洲委员会公布的反倾销调查结果，浙江东江能源科技股份有限公司及其子公司（对应上市公司嘉澳环保）将面临高达36.4%的关税，龙岩卓越新能源有限公司及其子公司（对应上市公司卓越新能）将被加征25.4%的关税，易高生物化工科技（张家港）有限公司及其子公司面临12.8%的关税。**反倾销调查对我国生物柴油出口产生影响，2024年10月生物柴油出口量同比仍下滑。根据海关数据，我国10月生物柴油出口量约7.49万吨，同比下滑36.75%。**
- **在欧盟的反倾销税政策之下，我国生柴企业需要找到新的出口方向，以摆脱过度依赖单个贸易国的局面，我们认为，生物船燃将是带来未来全球生物柴油消费增量的重要方向。**

图：2017.6-2024.10国内生物柴油月度出口数量及同比变化



资料来源：iFind，海关总署，民生证券研究院

图：2017.6-2024.10国内生物柴油月度出口均价及同比变化



资料来源：iFind，海关总署，民生证券研究院

1.4 新方向：国内应用推广已加速

大方向上，今年以来，国家层面的绿色低碳相关政策文件相继发布，多次强调落实各项方针对实现“双碳”目标的重要意义：

1) 2024年3月13日国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，其指出，回收循环利用行动包括完善废旧产品设备回收网络、支持二手商品流通交易、有序推进再制造和梯次利用、推动资源高水平再生利用等举措，点明了典型再生资源的利用要求。其中提到“**积极有序发展以废弃油脂、非粮生物质为主要原料的生物质液体燃料**”。

2) 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》的通知，强调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。其中提到“**合理调控石油消费，推广先进生物液体燃料、可持续航空燃料**”。

3) 2024年7月21日，二十届中央委员会第三次全体会议发布决定，其第十二条“深化生态文明体制改革”提到通过降碳、减污、扩绿等手段积极应对气候变化，并提出要健全绿色低碳发展机制，促进绿色低碳循环发展经济体系建设，为积极稳妥推进碳达峰碳中和提供机制基础。

4) 2024年8月11日，中共中央、国务院印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，旨在加快经济社会发展全面绿色转型，这是中央层面首次对加快经济社会发展全面绿色转型进行系统部署。其中提到“**推动船舶、航空器、非道路移动机械等采用清洁动力，推进零排放货运，加强可持续航空燃料研发应用，鼓励净零排放船用燃料研发生产应用**”。

1.5 新方向：国内应用推广已加速

- 2023年11月13日，国家能源局发布《国家能源局关于组织开展生物柴油推广应用试点示范的通知》。
- 2024年9月18日，国家发展改革委、中国民航局在北京启动可持续航空燃料应用试点。

表：国家能源局公布生物柴油试点名单

序号	项目名称	牵头组织实施单位
1	北京市海淀区生物柴油推广应用试点	北京市海淀区发展和改革委员会
2	石家庄市生物柴油推广应用试点	石家庄市人民政府
3	唐山市生物柴油推广应用试点	唐山市人民政府
4	邯郸市生物柴油推广应用试点	邯郸市发展和改革委员会
5	沧州市生物柴油推广应用试点	沧州市人民政府
6	张家港市生物柴油推广应用试点	张家港市人民政府
7	舟山自贸区生物柴油推广应用试点	中国（浙江）自由贸易试验区舟山管理委员会
8	温州市生物柴油推广应用试点	温州市发展和改革委员会
9	厦门市生物柴油推广应用试点	厦门市发展和改革委员会
10	青岛市生物柴油推广应用试点	青岛市人民政府
11	德州市生物柴油推广应用试点	德州市人民政府
12	日照市生物柴油推广应用试点	日照市莒县发展和改革局
13	松滋市生物柴油推广应用试点	松滋市人民政府
14	江陵县生物柴油推广应用试点	江陵县人民政府
15	汉川市生物柴油推广应用试点	汉川市发展和改革局
16	广州市生物柴油推广应用试点	广州市人民政府
17	佛山市生物柴油推广应用试点	佛山市发展和改革局
18	重庆市生物柴油推广应用试点	重庆市江津区发展和改革委员会
19	广安经济技术开发区生物柴油推广应用试点	广安经济技术开发区发展改革局
20	中国船舶燃料有限公司生物柴油推广应用试点	中国船舶燃料有限公司
21	中国石化燃料油销售有限公司生物柴油推广应用试点	中国石化燃料油销售有限公司
22	山东高速集团生物柴油推广应用试点	山东高速集团

资料来源：中国能源报，国家能源局，民生证券研究院

1.6 新变化：UCO出口增值税退税取消

- UCO出口税收政策变动，生柴企业成本端有望下降。

2024年11月15日，国家税务总局发布《关于调整出口退税政策的公告》（以下简称“《公告》”），宣布取消铝材、铜材以及化学改性的动、植物或微生物油、脂等产品出口退税，并将部分成品油、光伏、电池、部分非金属矿物制品的出口退税率为13%下调至9%，该《公告》自2024年12月1日起实施。其中包括的动、植物或微生物油、脂包含滑水油，也称Used-cooking-oil (UCO)，是生物柴油的重要原材料，我们预计此次出口退税政策变动将抑制UCO的出口需求，UCO外销部分转内销，提高国内生物柴油企业原材料的可获得性，并夯实国内SAF/HVO采购基础。

1.7 新需求一：生物航煤 (SAF)

- **全球航空业已制定积极目标，即提出到2050年实现净零排放。**除了研发飞机新技术及提高运营与基础设施效率之外，发展推广可再生能源 SAF 将是实现净零目标最重要的措施。根据国际航空运输协会(IATA)的分析，预计到2050年，65%的减排将通过使用SAF实现。

表：航空业实现碳减排的主要措施

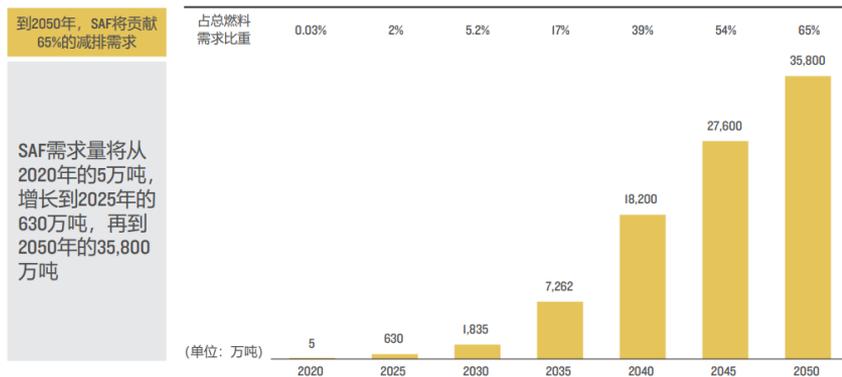
措施	具体行动举例	主要贡献阶段
新技术	<ul style="list-style-type: none"> • 飞机和发动机制造商持续提高机身和推进技术的效率，包括机体结构优化、采用轻质材料和新型燃烧室技术等； • 开发纯电动飞机、混合动力飞机和氢能飞机，争取在 2030 年后可以拥有商用或试验阶段的 飞机产品。 	2010-2050
更高效的运营和基础设施	<ul style="list-style-type: none"> • 政府和空中导航服务提供商 (ANSP) 消除空中交通管理和空域基础设施的低效率； • 制定更精确的飞行计划，减少飞行时间以减少飞机加油量；使飞机在最接近最佳高度的高度层飞行，最大限度提高燃油效率； • 机场使用低排放技术车辆以及为航站楼安装太阳能等可再生能源设施等措施，进一步减少碳排放； • 利用机场协作决策 (A-CDM) 减少机场拥堵产生的燃料使用，以提升能源效率。 	2020-2050
使用SAF	<ul style="list-style-type: none"> • 燃油提供商提供大规模、具有成本竞争力的 SAF； • 相关认证机构研究批准更多国际认可的 SAF 生产技术路线，加速 SAF 的应用和发展； • 机场运营商提供所需的基础设施，以经济高效的方式供应 SAF。 	2025-2050
碳抵消计划以及碳捕获、利用与封存	<ul style="list-style-type: none"> • 航司投资碳抵消计划，以抵消自身业务引起的碳排放； • 航司为企业客户推出自愿碳抵消计划，以便企业客户抵消或减少与商务旅行相关的碳排放； • 机场投资碳抵消计划，如机场碳认证计划 (ACI)，并建造“绿色认证”航站楼。 	2025-2040

资料来源：《中国可持续航空燃料发展研究报告》北京大学能源研究院（丁奕如、杨雷等），IATA，ATAG，ICAO，民生证券研究院

1.7 新需求一：生物航煤 (SAF)

- **国际航空运输协会 (IATA) 提出需要大幅提高SAF的生产和消费，并制定相应节点计划建议。** IATA建议SAF的需求量从2023年的约50万吨阶段性大幅提升至2025年的约630万吨，并以2050年提升至约3.58亿吨作为长期目标，以实现SAF贡献航空业65%碳减排的需求。
- **政策是推动SAF应用的关键，欧美率先发布相关政策及法令。** 针对航空领域，欧盟“Fit for 55”一揽子法规提案中包含了ReFuel EU航空倡议 (ReFuel EU Aviation initiative)，对各阶段的SAF掺混比例及采用的技术路径做出规划，并提出最晚到2050年SAF掺混比例需达63%的长期目标。

图：IATA规划的SAF发展目标



资料来源：《中国可持续航空燃料发展研究报告》北京大学能源研究院（丁奕如、杨雷等），民生证券研究院

表：欧盟规划的阶段性SAF掺混比例要求

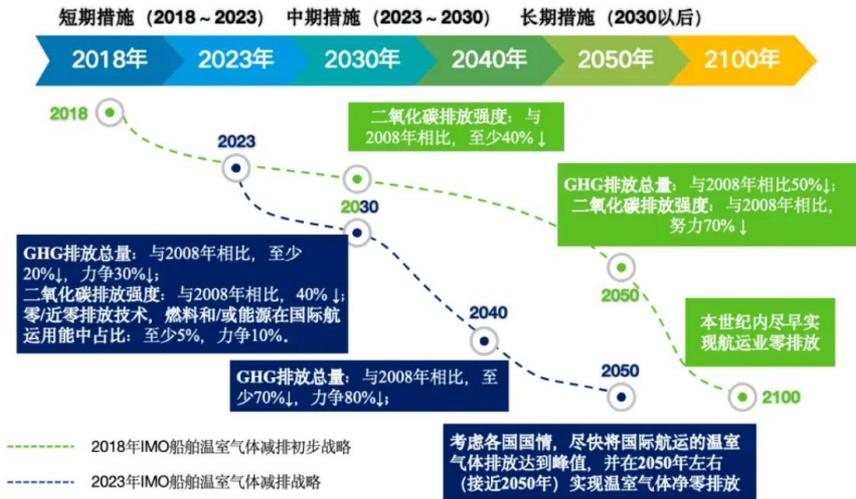
时间	SAF目标掺混比例	PtL技术路径所占比例
2025年起	2%	
2030年起	5%	至少0.7%
2035年起	20%	至少5%
2040年起	32%	至少8%
最晚2045年	38%	至少11%
最晚2050年	63%	至少28%

资料来源：《中国可持续航空燃料发展研究报告》北京大学能源研究院（丁奕如、杨雷等），欧盟官网，民生证券研究院

1.8 新需求二：生物船燃

- **航运脱碳步伐明显提速，国际海事组织提出更高目标。**在2018年的国际海事组织海上环境保护委员会第72届会议（MEPC 72）中，2050年船舶温室气体排放仅需较2008年减少50%；而在2023年MEPC80会议中，减排目标升级到航运温室气体需在2050年前后达到净零排放。而且，在最新的GHG减排战略中还设立了两个阶段性节点，包括到2030年国际海运温室气体年度排放总量相比2008年应至少降低20%，到2040年则应较2008年至少降低70%。

图：2023年IMO船舶温室气体减排战略与初步战略对比



资料来源：《2023全球绿色航运发展报告》（上海海事大学上海国际航运研究中心），IMO官网，民生证券研究院

1.8 新需求二：生物船燃

欧盟已将航运业纳入EU ETS，《FuelEU Maritime》并行生效。

2023年6月5日，将航运业纳入欧盟ETS的改革立法正式生效，标志着航运业也要开始遵守欧盟对于碳排放进行“配额交易”的规则。欧盟关于航运业上缴碳排放配额的要求将在 2024-2026 年期间分阶段实施：2024年，40%的航运业碳排放量需纳入ETS；2025年，该比重将增加到70%；2026年，100%的航运业碳排放量需纳入 ETS。其中，欧盟范围内排放全额征收，欧盟境外的部分征收50%。且船舶全年的排放量需于2025年3月31日之前在欧盟MRV系统中完成认证。

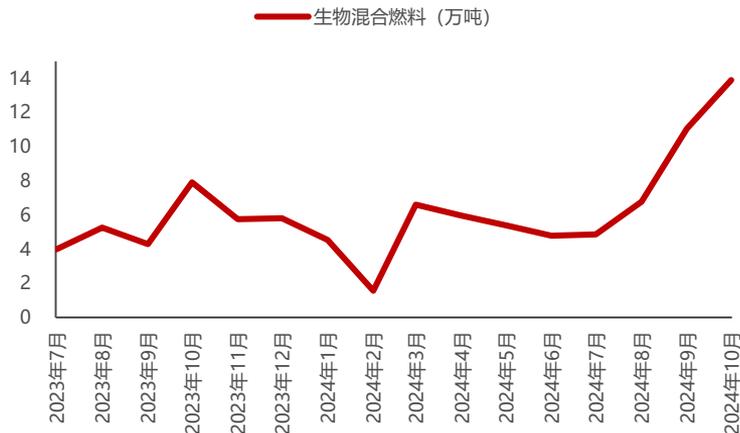
此外，《FuelEU Maritime》将于2025年1月1日正式开始实施，其主要目标是增加可再生和低碳燃料的需求并持续使用，以减少航运业的温室气体排放，同时确保海上运输的稳定性，避免市场混乱。其中与燃料相关的条例包括：1) 采取措施确保航运业使用的燃料的温室气体强度随着时间的推移逐步降低，从2025年开始，船舶必须减少2%的温室气体排放，到2050年减少80%；2) 建立特别激励机制，支持使用具有高脱碳潜力的所谓非生物来源可再生燃料（RFNBO）；3) 在燃料认证方面，将化石燃料排除在认证过程之外。并制定相应惩罚措施，规定每年的6月30日前，航运公司必须为每艘超过温室气体强度限制的船舶缴纳相应的罚款。

添加非化石燃料是减少船运碳排放量的有效途径，根据欧盟最新版本的《可再生能源指令（Renewable Energy Directive II）》，生物柴油是欧盟认证的重要船运减碳燃料，看好航运业减排政策频出、减排要求趋严下生物柴油在船燃方面的用量增长。

1.8 新需求二：生物船燃

- **新加坡作为生物燃料新兴市场已崭露头角。**2024年10月，新加坡生物混合燃料使用量达13.90万吨，较年初增长206.84%，生物燃料占总燃料的比例达2.9%，较年初上升2pct，增长势头较强。新加坡港是亚太地区第二大港口，也是世界上最大的集装箱港口之一，扼太平洋和印度洋之间的航运要道，战略位置十分重要，2023年抵港船只数量达12.14万艘，船燃加注需求巨大，发展生物燃料的机会也对应较高。鉴于其拥有国际大港这一天然优势，看好新加坡未来生物燃料的需求潜力。

图：2023.7-2024.10新加坡生物混合燃料用量



资料来源：Ship&Bunker，民生证券研究院

图：2023.7-2024.10新加坡生物混合燃料用量占比



资料来源：Ship&Bunker，民生证券研究院

1.9

建议关注

- 重视生物船用燃料与生物航煤带来的全球生物柴油市场新增量，叠加原材料出口增值税退税取消落地，生物柴油企业有望迎来需求增长、原材料供应增多的双向推动，建议关注国内拥有较大生物柴油产能的上市公司：卓越新能、嘉澳环保、海新能科、朗坤环境。
- **风险提示：**产能释放不及预期，政策推行力度不及预期，贸易政策变动风险。

表：国内上市公司生物柴油产能梳理

公司	现有产能 (万吨/年)	在建及改造产能 (万吨/年)
卓越新能	50 (酯基)	20 (烃基)
嘉澳环保	30 (酯基)	100 (生物航煤)
海新能科	40 (烃基)	改造后生物航煤产能预计达19万吨/年
朗坤环境	15 (酯基)	规划新建或拟并购生物航煤项目

资料来源：wind，各公司公告，各公司官网，民生证券研究院



02. 新疆煤化工投资机会

2.1 新疆煤炭资源丰富，在煤炭供应格局中地位日益上升

- **新疆煤炭预测资源储量全国第一。**新疆是我国重要的煤炭资源富集区，是我国煤炭生产力西移的重要承接区和战略性储备区，据国际煤炭网数据，新疆煤炭预测资源量2.19亿吨，占全国预测资源总量的近40%，居全国首位。截至2021年已探明资源量4500亿吨，居全国第二位。
- **“十四五”期间，新疆新增1.6亿吨煤矿项目。**“十四五”时期，新疆全面将加快推进国家给予新疆新增产能1.6亿吨/年煤矿项目建设，充分释放煤炭先进优质产能。根据新疆发改委最新发布的公告显示，截至2023年12月底，全区共有生产煤矿74处、合计产能4.2亿吨。
- **新疆在煤炭供应版图中的地位日益提升。**2018—2023年间，新疆原煤产量从2018年的1.90亿吨增长到2023年的4.59亿吨。新疆原煤产量占全国原煤总产量的比重由2018年的5.37%提高到2023年的9.7%。

表：2015-2023年新疆及全国煤炭产量

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
新疆原煤产量 (亿吨)	1.46	1.58	1.67	1.90	2.38	2.66	3.20	4.13	4.59
新疆原煤产量增长率	4.50%	1.20%	5.60%	6.40%	14.20%	9.30%	18.30%	28.60%	11.14%
全国原煤产量 (亿吨)	36.85	23.64	34.45	35.46	37.50	38.44	40.71	44.96	47.10
全国原煤产量增长率	3.60%	-9.40%	3.20%	5.20%	4.20%	9.00%	4.70%	10.44%	4.76%
占全国产量比例	3.96%	6.68%	4.85%	5.36%	6.35%	6.92%	7.86%	9.19%	9.75%

资料来源：煤炭视界、兵团联合会、民生证券研究院整理

图：新疆煤炭资源状况



资料来源：兵团企业联合会、民生证券研究院

2.2 新疆四大煤炭资源基地，为煤化工发展奠定坚实基础

▶ 新疆煤炭资源呈现出“北多南少”的态势，根据国家能源战略部署和自治区发展需要，将新疆煤炭资源划分为吐哈、准东、伊犁、库拜四大生产基地，囊括36个矿区，四大煤田作为新疆煤电、“西煤东运”及煤制气的主要基地。其中，新疆外运煤炭主要集中在吐哈基地（哈密地区），大部分供应甘肃省河西走廊一带。

表：新疆煤炭资源分布情况

基地名称	预测储量 (亿吨)	开发定位	开发概况
吐哈基地	5078	煤炭（西煤东运）、煤电	主要以疆煤外运和疆电外送为主，包括大南湖、淖毛湖、黑山、克布尔碱、三道岭、巴里坤、沙尔湖、三塘湖、艾丁湖等9个矿区
伊犁基地	3009	煤电、煤化工	主要以开发煤电、煤化工等示范性项目为主，合理优化布局大型工业园区，同时参与疆煤外运和疆电外送项目，主要包括五彩湾、大井、西黑山、硫磺沟、昌吉白杨河、塔城白杨河、和什托洛盖、阜康、艾维尔沟、四棵树、沙湾、玛纳斯塔西河、将军庙、老君庙、喀木斯特、乌鲁木齐、水溪沟等17个矿区。
伊犁基地	3009	煤电、煤化工	主要以开发煤化工示范项目、煤电为主，实施煤炭就地转化，主要包括伊宁、尼勒克、昭苏3个矿区，重点开发伊宁矿区。
库拜基地	1370	煤炭（南疆）、煤电、煤焦化	主要包括俄霍布拉克、阿艾、拜城、塔什店、布雅、阳霞、喀拉吐孜等7个矿区。主要以满足当地发电、城市供热、工业生产用煤和居民生活用煤为主。

图：新疆煤炭资源分布情况



资料来源：新疆煤炭交易中心、民生证券研究院

资料来源：煤炭视界、民生证券研究院

2.3 政策支持悄然加码，新疆煤化工有望迎来发展黄金时期

- 近年来多项相关政策陆续出台，新疆被定位为国家大型煤电、煤化工基地，国家赋予新疆打造“三基地一通道”的重要战略定位，即：建设国家大型油气生产加工和储备基地、大型煤炭煤电煤化工基地、大型风电基地、国家能源资源陆上大通道。
- 2024年7月29日，**中央企业产业兴疆推进会**在喀什举行，会议指出，坚持以项目建设为抓手，**重点围绕新疆建设全国能源资源战略保障基地深化投资合作**，加快建设现代化产业体系。推进会期间，25家中央企业与新疆签约项目183个，预计2028年底前完成投资9395.71亿元。2021年以来至2023年底，中央企业开展产业援疆，累计在新疆投资项目5.2万个，完成投资5538亿元。
- 2023年7月，国家发改委等六部门发布《**关于推动现代煤化工产业健康发展的通知**》，推动存量现代煤化工项目加快实施先进技术装备改造升级，新建煤制烯烃、煤制对二甲苯（PX）、煤制甲醇、煤制乙二醇、煤制可降解材料等项目重点向煤水资源相对丰富、环境容量较好地区集中，促进产业集聚化、园区化发展。进一步强化煤炭主体能源地位，按照严控增量、强化指导、优化升级、安全环保的总体要求，加强煤炭清洁高效利用，推动现代煤化工产业高端化、多元化、低碳化发展。
- 2022年5月，《**加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案**》，全面加快推进国家给予新疆“十四五”新增产能1.6亿/吨年煤矿项目建设，充分发挥煤炭兜底保障作用。到2025年，**全区煤炭产能达到4.6亿吨/年以上，煤炭产量达到4亿吨以上**。
- 2022年1月，国家发改委《“十四五”现代能源体系规划》，推动新疆资源富集区煤炭清洁高效利用，推进新疆准东、新疆哈密等煤制油气战略基地建设。“建设新疆为煤炭供应保障基地”，其煤炭产业迎来快速发展期，新疆已成为我国重要的能源接替区和战略能源储备区。
- 2021年2月，《**新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要**》建设国家大型煤炭煤电煤化工基地，实施“疆电外送”“疆煤外运”、现代煤化工等重大工程。
- 2020年《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》提出“密切结合西部地区经济社会发展实际，突破煤炭产业边界，构建上下游集群发展模式，实现以煤炭资源开发为源头，煤电、煤化工、煤基新材料等上下游产业了集聚融合...”

资料来源：国家发改委、国家能源集团、新疆维吾尔自治区人民政府、新疆发改委等，民生证券研究院

2.4

新疆大量煤化工陆续启动

表：新疆煤化工项目梳理

序号	项目名称	类型	状态阶段	地点	产能	产能单位	投资规模 (亿元)	用煤	项目概况	投产时间
1	国能准东煤制天然气项目（一期）	煤制天然气	环评启动，2024年7月，总体设计和工艺包编制	准东	20	亿m ³ /年	171	-	主要内容：空分装置、煤气化装置（固定床气化、煤气水分离、氨酚回收及变换）、净化装置（合成气冷却、酸性气体脱除、制冷及压缩和50万吨/年CCUS装置）、甲烷化装置（高温甲烷化、天然气压缩及干燥装置、液化天然气装置）、硫回收装置、发电和新能源（150MW光伏，1万Nm ³ /h电解水制氢）以及为工艺装置配套的锅炉装置、公用工程及辅助生产设施等。项目总投资约170.61亿元（含增值税）。	2027
	国能准东煤制天然气项目（二期）	煤制天然气	暂未启动	准东	20	亿m ³ /年	80	二期项目年就地转化原煤量1612万吨/年	配套规划建设1000MW风光发电、1GW光代发电制氢结合二氧化碳捕集驱油封存技术(CCUS)。	-
2	新疆新业集团准东煤制天然气项目	煤制天然气	节能评估、环评中	准东	20	亿m ³ /年	155		即沃疆清洁能源煤制气项目：采用碎煤加加压气化工艺，年产合成天然气20.08亿立方米，副产焦油、中油、石脑油等产品。建设备煤、空分、热电站、给排水、煤气、变换、低温甲醇(2529, -33.00, -1.29%)洗、甲烷合成、天然气压缩于煤煤气水分离、酚氨回收、煤锁气压缩、压缩制冷、电解水制氢，碳捕集、余热利用和火炬	-
3	新疆庆华能源煤制天然气项目（一期）	煤制天然气	已投产	伊犁	13.5	亿m ³ /年				2014
	新疆庆华能源煤制天然气项目（二期）	煤制天然气	可研完成，环评中	伊犁	40	亿m ³ /年	194		一期年产13.75亿立方米已建成投产，二期年产40亿立方米，分成A B两个系列，各20亿立方米，总投资为194亿，计划建设期为3年。目前，项目可研已编制完成。	-
4	新疆天池能源准东煤制天然气	煤制天然气	可研招标	准东	40	亿m ³ /年	230			-
5	中煤集团条湖40亿方/年煤制天然气项目	煤制天然气	可研	哈密	40	亿m ³ /年	320	1000	项目耦合大型绿电装置生产2万方/小时绿氢，降低高载能煤化工项目的能耗和CO2排放，并且配套建设40万千瓦的风光同场可再生能源发电项目	-
6	新疆能源集团煤制天然气项目	煤制天然气	可研	哈密	40	亿m ³ /年	305			-
7	河南能源新疆煤制天然气项目	煤制天然气	投资协议签约	准东	20	亿m ³ /年	200	1500	可能会配套85万吨/年煤制烯烃项目。新疆龙宇能源准东煤化工有限责任公司年产40亿立方米煤制天然气项目	-
8	浙能集团伊犁新天煤化工煤制天然气项目	煤制天然气	已投产	伊犁	20	亿m ³ /年	176		主要生产装置包括气化、变换及热回收、净化、甲烷化、硫回收、空分、天然气干燥及首站压缩、电解水制氢等装置	2021
9	新疆其亚化工煤制天然气项目（一期）	煤制天然气	一次环评	准东	20	亿m ³ /年	160		采用大型干粉半废锅气化工艺、大型空分装置、中压耐硫变换工艺、低温甲醇洗技术、大型甲烷化技术等先进工艺技术，可实现污水零排放。项目计划2024年动工，2027年建成投产。同时配套建设3GW 风光绿电、2万吨绿氢装置，以及CCS和绿色甲醇装置	2027
	新疆其亚化工煤制天然气项目（二期）	煤制天然气	暂未启动	准东	40	亿m ³ /年	199			待定

资料来源：气化界、煤化工产业网等媒体，民生证券研究院

2.4 新疆大量煤化工陆续启动 (续上页)

表：新疆煤化工项目梳理 (续上页)

序号	项目名称	类型	状态阶段	地点	产能	产能单位	投资规模 (亿元)	用煤	项目概况	投产时间
10	伊泰伊犁能源有限公司100万吨/年煤制油示范项目	煤制油	计划2025年开工建设	伊犁	100	万吨	183		产品为柴油、石脑油、液化石油气等油品，副产混醇、硫磺等	2026
11	国能集团哈密能源集成创新基地项目 (一阶段)	煤制油		哈密	400	万吨	900	1500	煤直接液化生产线320万吨/年，煤间接液化生产线80万吨/年	2027底
	国能集团哈密能源集成创新基地项目 (二阶段)	综合煤化工		哈密			800		经煤直接液化、热解气化一体化、油醇共炼等工艺，建设包括煤、油、化、新能源、绿氢、CCS/CCUS 等一体化的现代综合能源项目	-
12	新疆新业集团鄯善煤化工基地项目	综合煤化工	暂未启动	鄯善	-		1000	5000	计划投资1000亿元建设以煤制气为主的煤化工产业群，年转化工用煤近5000万吨，预计实现年营业收入400亿元，年利税110亿元	-
13	山能新疆能化准东五彩湾80万吨/年煤制烯烃项目	煤制烯烃		准东	80	万吨	198			-
14	新疆东明塑胶有限公司年产80万吨煤制烯烃项目	煤制烯烃		准东	80	万吨	190	344	主要工艺流程包括原料—反应—冷却分离—精制—烯烃。	-
15	东方希望80万吨煤制烯烃项目	煤制烯烃		准东	80	万吨	176		绿氢与煤化工项目耦合示范项目，采用绿电电解水制氢装置，氢气产量20000Nm ³ /h，氧气产量10000Nm ³ /h，氢气与净化后合成气合并进入甲醇合成，保持甲醇合成规模不变，氧气进入气化装置替代一部分空分装置提供的氧气，降低单位甲醇产品二氧化碳排放量	-
16	新业煤化工(鄯善)有限责任公司120万吨/年煤制乙醇多联产项目	煤制乙醇		吐鲁番	120	万吨	176			
17	新疆宝丰煤基新材料有限公司煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目	煤制烯烃	签约	准东	420	万吨	673		4×280万吨/年甲醇(含空分、气化、变换、净化、甲醇合成单元)、4×100万吨/年甲醇制烯烃、4×110万吨/年烯烃分离、3×65万吨/年聚丙烯、3×65万吨/年聚乙烯、1套25万吨/年C4制1-丁烯装置、1套29万吨/年蒸汽裂解装置、1套3万吨/年超高分子量聚乙烯装置、1套25万吨/年EVA装置、1套5万吨/年MMA/PMMA装置及配套的公用工程、辅助工程和储运设施等	-

资料来源：气化界、煤化工产业网等媒体，民生证券研究院

- 根据不完全统计，拟在建新疆煤化工项目投资已超过6000亿元。
- 近期，多个新疆煤化工项目顺利启动，新疆天池能源、国家能源集团、新疆新业集团3个煤制天然气项目已获得国家发改委预审通过。

2.5 煤化工项目各环节主要的相关单位

表：新型煤化工项目主要环节及相关单位

设施/装置类别	煤化工环节	主要参与单位			
		工程承揽	技术来源方	关键设备	关键物料/催化剂
煤化工基础设施类	煤棚/备煤	-	-	嘉友实业（矿山喷淋系统）	/
	磨煤制浆	-	成套设备	磨机	制浆助剂
	空分单元	中国空分、中国化学	林德气体、法液空、杭氧集团等	大型空分设备及压缩机组/液氧泵/液氮泵（林德气体、法液空、杭氧集团、四川空分、陕鼓集团、无锡特锐德等）	压缩机材料
	造气单元	天辰、东华、华陆、中石化宁波	多喷嘴水煤浆气流床（华理）、航天干煤粉气流床（航天工程）、晋华炉、神宁炉、东方炉	华理四喷嘴炉/航天工程航天炉	/
	净化单元	中国化学、惠生工程	林德、大连佳纯、惠生工程、寰鼎、中石油寰球	低温甲醇洗成套设备（太原重工）	/
	变换分离	西南院、北大先锋	西南院（昊华科技）、UOP、林德	成套设备（昊华科技、UOP、林德）	碳分子筛（建龙微纳、齐鲁华信、上海久宇）
	硫回收	三维化学	三维化学、荷丰硫磺技术、洛阳瑞昌、镇海股份、Technip	成套设备	/
	酚回收	中国化学等	/	/	/
	氨回收	中国化学等	洛阳瑞昌、中科合肥煤气化、天津精分科技	/	/

资料来源：各公司官网，民生证券研究院整理

2.5 煤化工项目各环节主要的相关单位

表：新型煤化工项目主要环节及相关单位（续上页）

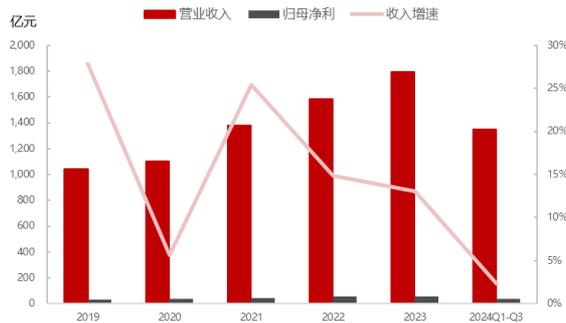
设施/装置类别	煤化工环节	主要参与单位			
		工程承揽	技术来源方	关键设备	关键物料/催化剂
煤化工终端产品类	甲烷化SNG	西南院、新地能源	英国Davy、丹麦Topsoe、西南院、大唐化工	甲烷化反应器	催化剂：西南院、华能清洁能源研究院、丹麦Topsoe、庄信万丰、BASF、克莱恩
	F-T合成制油	中科合成油、天辰等	山西煤化所/中科合成油、兖矿集团、亚申科技、南非Sasol、Shell	费托合成反应器-浆态床反应器	山西煤化所、兖矿 F-T催化剂
	煤直接液化制油	中石化宁波	神华煤直接液化技术、ExxonMobil技术	煤直接液化反应器（中国一重）	催化剂：煤科院/神华
	草酸酯法乙二醇	东华科技	日本高化学/东华科技、福建物构所/丹化集团、河南煤业、五环工程/华烁科技、中科远东/成达工程/华鲁恒升、中石化	/	煤制乙二醇系列催化剂
	合成氨	五环、成达、东华、惠生等	KBR、Topsoe、林德	合成氨反应器（Topsoe等）	催化剂：庄信万丰、Topsoe、BASF、克莱恩
	煤制甲醇	成达、赛鼎、东华、华陆、宁波工程、北京石油	国能集团、成达、宁波工程、西南院		催化剂：克莱恩、西南院、南化集团
	甲醇制烯烃	惠生、中石化广州工程、中国化学、北京石油工程	UOP、鲁奇、大化所DMTO/洛阳工程、惠生工程	流化床反应器	DMTO专用SAPO - 34催化剂
	聚烯烃	中国化学等工程公司	LYB、Dow、中石化等	反应器、挤出机（科倍隆、JSW、克劳斯玛菲）	Z-N催化剂
	甲醇制芳烃	东华、赛鼎	ExxonMobil、山西煤化所MTA、清华大学FMTA/东华科技	甲醇制芳烃固定床反应器	煤化所MoHZSM-5分子筛催化剂
其他配套类	园区公用工程	各工程公司	/	/	/
	IGCC发电	华能等	华能	/	/
	CCUS	昆仑、寰球、中国化学	ExxonMobil、中石化、中石油、国能	三菱重工、西门子等、沈鼓、陕鼓等	/

资料来源：各公司官网，民生证券研究院整理

2.6 煤化工相关标的：中国化学

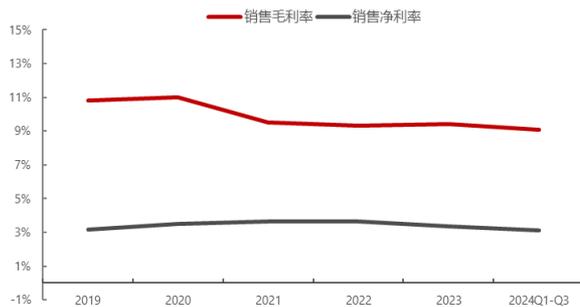
- **企业概况：**中国化学工程集团有限公司是国务院国资委监管的大型中央企业集团，是石油和化学工业工程领域的国家队，是集研发、投资、建造、运营于一体的专业化的国际工程公司，在油气服务领域稳居全球第一。
- **优势业务：**旗下天辰、赛鼎、成达等二级公司在气化、煤制天然气、煤制烯烃等领域拥有较强的实力和工程经验。已建成了全球单体规模最大的400万吨/年煤制油（间接液化）工厂，全球单系列最大的20亿立方米/年煤制天然气工厂，全球最大的135万吨/年合成氨、240万吨/年尿素工厂和180万吨/年煤制乙二醇工厂。

图：中国化学收入、归母利润及收入增速

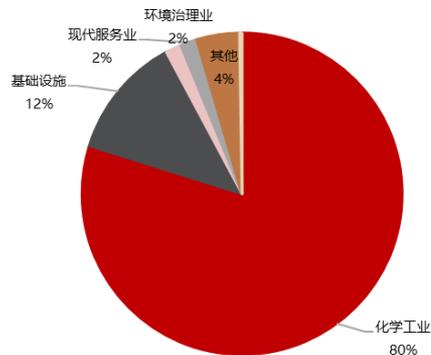


资料来源：wind，民生证券研究院

图：中国化学毛利率和净利润



图：中国化学2023年收入结构



2.6 煤化工相关标的：中国化学

- **投资建议：**随着公司在产业的布局陆续落地，公司的盈利能力或将改善。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为55.62、64.04、75.03亿元，现价（2024/12/23）对应PE分别为9X、8X、7X。考虑到公司海外订单高速增长、国内订单增长稳健、实业潜力充足，分红具备长期提升潜力，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**客户项目审批进度不及预期；原材料成本上升。

表：中国化学盈利预测与财务指标

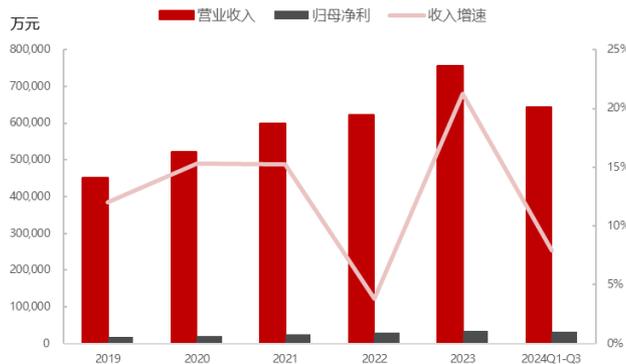
项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	179,196	183,887	197,126	215,262
增长率（%）	13.1	2.6	7.2	9.2
归属母公司股东净利润（百万元）	5,426	5,562	6,404	7,503
增长率（%）	0.2	2.5	15.1	17.2
每股收益（元）	0.89	0.91	1.05	1.23
PE	9	9	8	7
PB	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年12月23日收盘价）

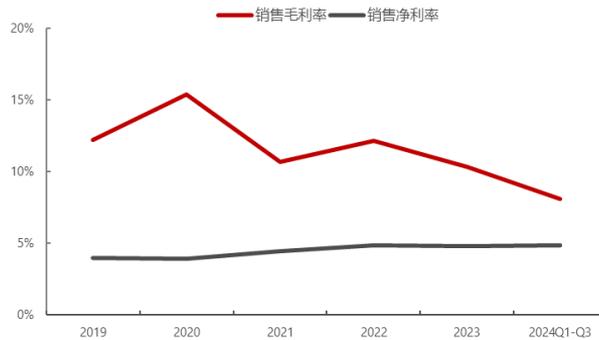
2.7 煤化工相关标的：东华科技

- **企业概况：**隶属于中国化学，前身为1963年成立的原化工部第三设计院，2001年实施股份制改造，2007年在深交所上市。
- **优势业务：**煤制乙二醇（与日本高化学合作）、公辅设施/水处理、可降解材料。

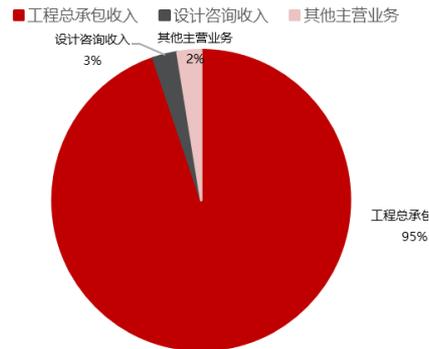
图：东华科技收入、归母净利润及收入增速



图：东华科技毛利率和净利润



图：东华科技2023年收入结构

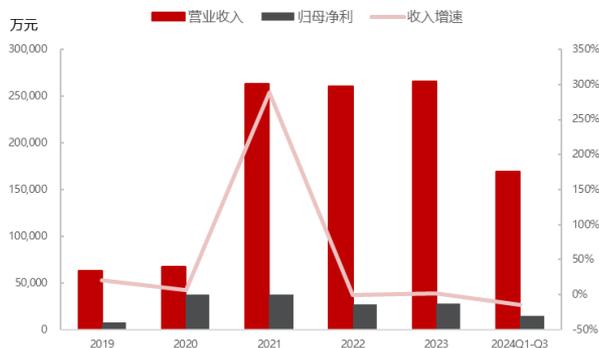


资料来源：wind，民生证券研究院

2.8 煤化工相关标的：三维化学

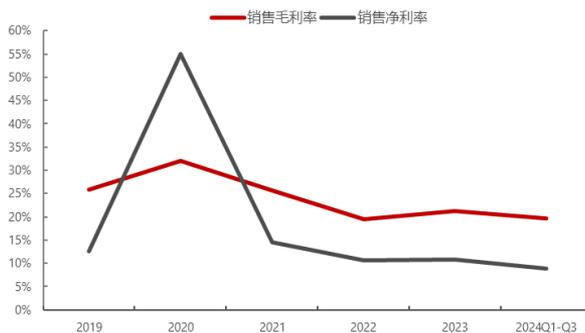
- **企业概况：**公司成立于1969年，2004年由齐鲁石化胜利炼油设计院改制为山东三维石化工程有限公司，2010年在深交所上市。
- **优势业务：**硫磺回收工程设计和总包、乙烯羰基合成、醋酸硝酸纤维素。

图：三维化学收入、归母净利润及收入增速

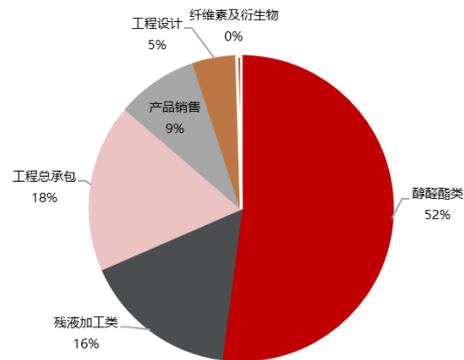


资料来源：wind，民生证券研究院

图：三维化学毛利率和净利润



图：三维化学2023年收入结构



03. 粮食安全为纲，农资需求刚性偏强

3.1 “一号文件”护航粮食安全，强调保产保耕地等生产要素

- **抓紧抓好粮食和重要农产品稳产保供，是近年中央一号文件的核心主题之一。**
 - **抓好粮食和重要农产品生产。**2024年中央一号文件强调抓好粮食和重要农产品生产，多渠道多举措为粮食生产保驾护航：包括确保粮食产量保持在1.3万亿斤以上，实施粮食单产提升工程，合理确定稻谷最低收购价，继续实施耕地地力保护补贴和玉米大豆生产者补贴、稻谷补贴政策等办法。
 - **严格落实耕地保护制度。**耕地是粮食生产的根基，2024年中央一号文件强调健全耕地数量、质量、生态“三位一体”保护制度体系，落实新一轮国土空间规划明确的耕地和永久基本农田保护任务。

表：近年来中央一号文件与粮食安全相关内容梳理

政策文件	相关内容
2022年中央一号文件	稳定全年粮食播种面积和产量，大力实施大豆和油料产能提升工程，保障“菜篮子”产品供给。加大力度落实“菜篮子”市长负责制，合理保障农民种粮收益。按照让农民种粮有利可图、让主产区抓粮有积极性的目标要求，健全农民种粮收益保障机制等
2023年中央一号文件	全力抓好粮食生产，确保全国粮食产量保持在1.3万亿斤以上，加力扩种大豆油料，发展现代设施农业，构建多元化食物供给体系统筹做好粮食和重要农产品调控
2024年中央一号文件	抓好粮食和重要农产品生产，严格落实耕地保护制度，加强农业基础设施建设，强化农业科技支撑，构建现代农业经营体系，增强粮食和重要农产品调控能力，持续深化食物节约各项行动等。

资料来源：农村农业部，民生证券研究院

图：近年来中国总播种面积保持稳步增长（单位：千公顷）

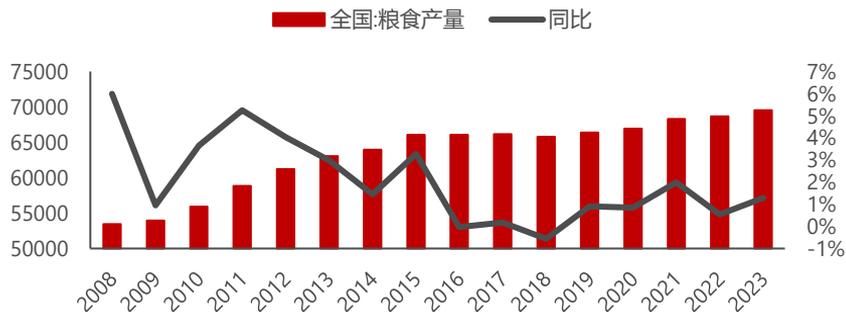


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 国内粮食产量稳步上升，上调最低收购价保障种植积极性

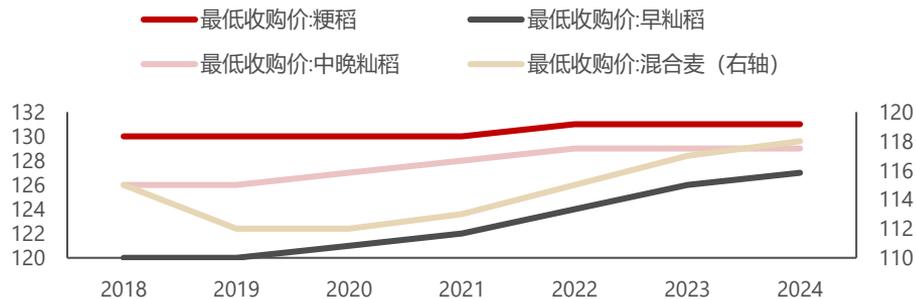
- 粮食生产“九连丰”，国内保供基础稳固。**截至2023年，国内各地区持续加大对粮食生产的支持力度，有力克服局部极端天气等不利因素影响，全年粮食产量再创历史新高。国家统计局发布数据显示，2023年全国粮食播种面积17.16亿亩，比上年增长1.0%；粮食总产量6.95亿吨，增产1.3%，连续9年稳定在6.5亿吨以上。
- 粮食最低收购价连续提涨，为农民种植积极性兜底。**自04年以来，国家对粮食主产区稻谷、小麦实行最低收购价政策，旨在使农民种粮不亏本、卖粮不困难。根据国家发改委《关于2025—2026年小麦最低收购价有关政策的通知》，25-26年生产小麦（三等）最低收购价上调为每50公斤119元，混合麦最低收购价实现了连续四年提涨。在当前全球粮价处于下行通道，国内外粮食市场供需持续保持宽松态势，价格偏弱运行的背景下，此举有望保护农民生产积极性、保障国家粮食安全。

图：国内粮食产量呈稳步上升态势（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图：国内粮食最低收购价近年来多次提涨（单位：元/50公斤）

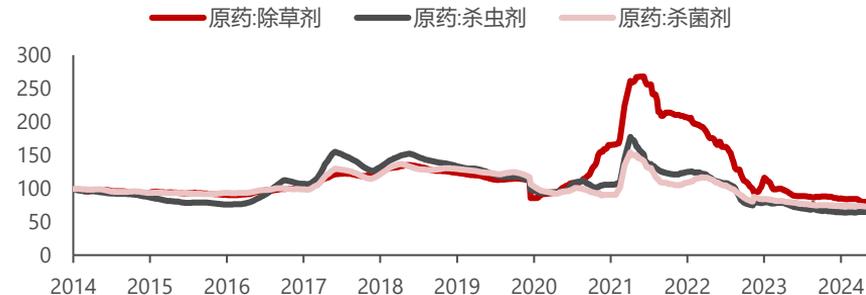


资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 农药：整体价格触底，小品种农药有望率先走出价格泥潭

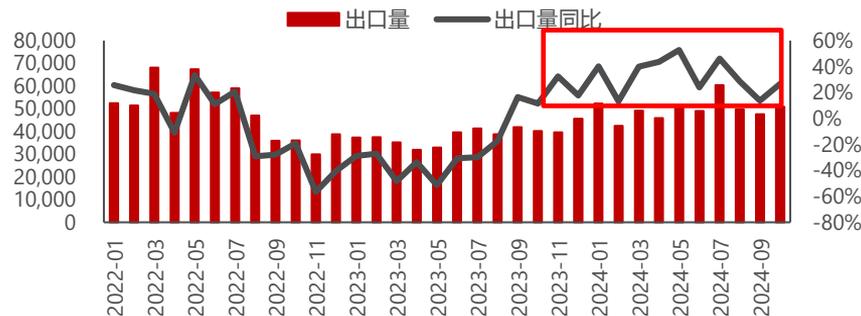
- 农药整体价格处于磨底阶段，部分小品种农药有望率先走出价格泥潭。当前，海外前期恐慌性囤积的库存已经得到消化，24年国内农药的开工率、出口数量都较23年实现了大幅的改善。我们认为，压制原药价格的关键仍然是产能过剩，而小品种农药天然具备终端库存去化快，竞争者少，上下游协同更好的特点，从需求反转传导到价格上涨的节奏会更迅速。比如，受益于南美降雨增加+大豆锈病爆发，以百菌清、代森锰锌为主的杀菌剂价格自24Q3以来率先启动涨价。

图：农药原药价格指数触底（数据截至20241201）



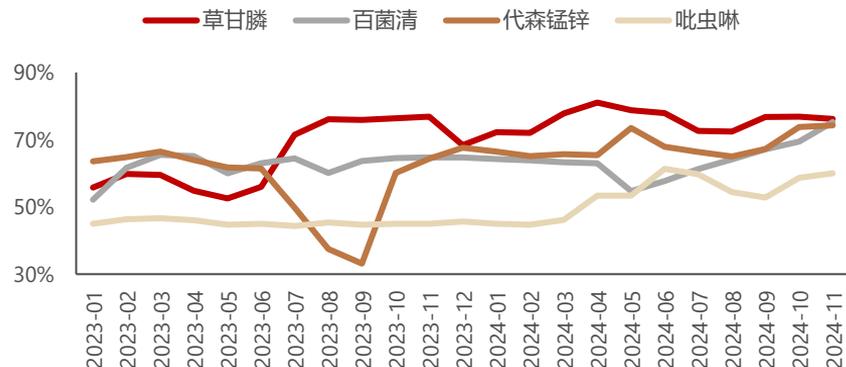
资料来源：wind，民生证券研究院

图：2024年草甘膦出口量同比大幅修复（单位，吨）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图：2024年部分农药开工率开始向上修复



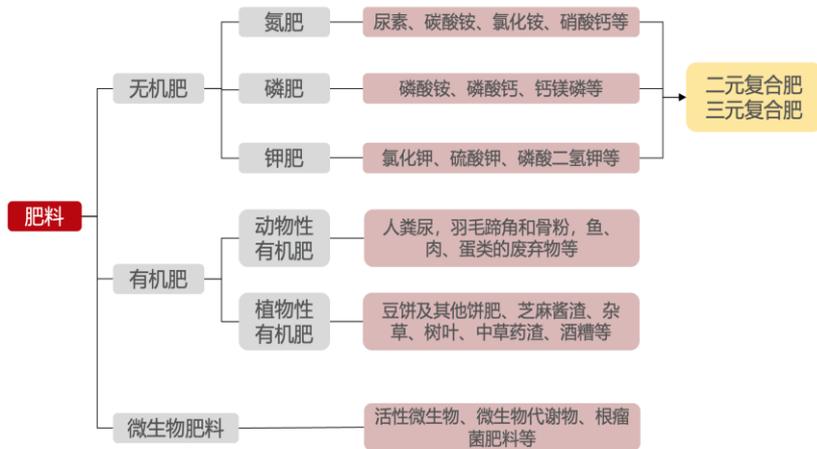
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

3.4 复合肥是我国重要的农资

➤ (1) 复合肥是现代农业中重要的农资品

- 复合肥是指氮、磷、钾三种养分中至少含有其中两种养分的肥料。复合肥具有养分全面、物理性状好、易吸收、易施用、易储存运输等特点，被广泛应用于下游大田作物和经济作物。

图：肥料的分类



资料来源：世界农化网，民生证券研究院

表：复合肥按构成原料的种类及性质分类

名称	分类解释	产品主要用途
氨基复合肥	氮元素主要由氯化铵提供、钾元素主要由氯化钾提供，最终产品氯离子含量>3.0%的复合肥料	适用于水稻、玉米、小麦等不忌氯作物，属大田作物用肥，是国内目前施用量最大的复合肥品种
硫基复合肥	钾元素主要由硫酸钾提供，最终产品氯离子含量≤3.0%的复合肥料	适用于所有作物，尤其是忌氯作物，如果树、蔬菜、粮食、棉花、油菜、西瓜、辣椒、姜、葱、蒜等作物。施用后能有效改善土壤结构，防止作物倒伏，增强抗病害能力，提高作物果实品质
硝基复合肥	氮元素主要由硝铵或硝铵磷提供，再加入磷肥、钾肥造粒而成的肥料	葡萄糖式的硝态氮能被直接被作物吸收，大大提高了氮的利用率，特别适用于生长期短的叶类蔬菜，如茼蒿、芹菜、菠菜等。同时，由于硝基复合肥的速溶性，目前是滴灌、喷灌等先进农业施肥方式的首选复合肥料
尿基复合肥	氮元素主要由尿素提供，再与磷肥、钾肥混合后造粒而成的肥料	应用于粮食作物和部分经济作物

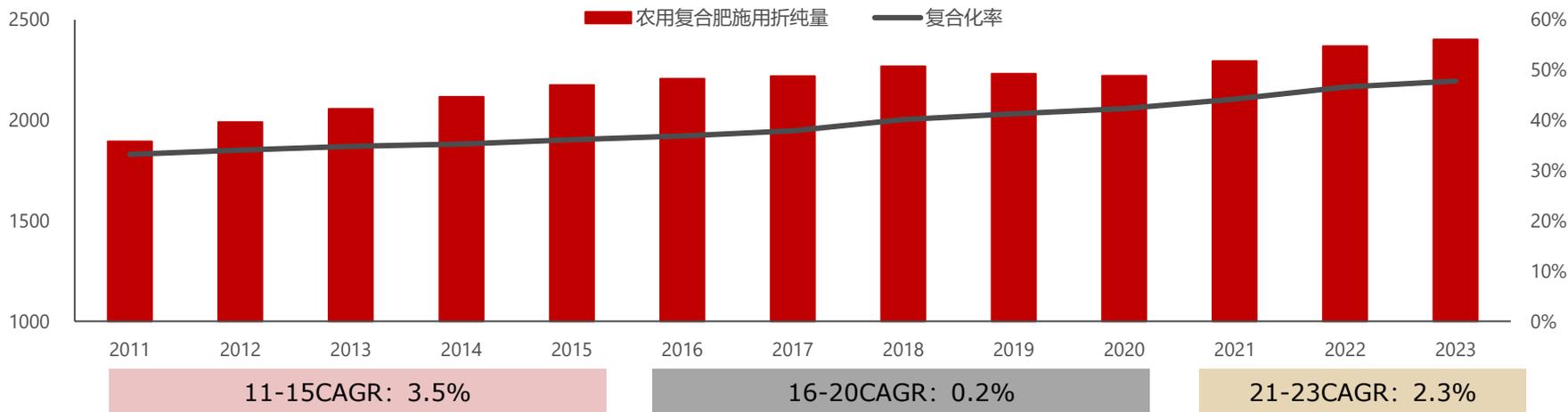
资料来源：云图控股公告，民生证券研究院

3.4 复合肥：复合化率逐年提升带来确定性量增

➤ (2) 增长确定性：复合化率逐年提升

- **复合化率逐年提升，但与发达国家仍有较大进步空间。**从施用量上看，11-15年粮价上行期，复合肥施用量CAGR为3.5%；16-20年农业农村部组织开展化肥农药使用量零增长行动，施用量CAGR为0.2%；21-23年粮价上行期，CAGR再次提高到2.3%。在2011-2023年期间，复合化率从33%大幅提升到48%，但与发达国家70-80%的复合化率仍有较大的提升空间。

图：国内复合肥施用量逐年增长，复合化率从2011的33%提升到2023年的48%（单位：万吨）



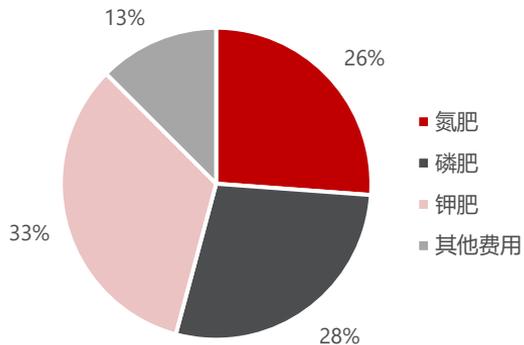
资料来源：wind，民生证券研究院

3.4 复合肥：单肥成本下降带来价差修复机遇

➤ (3) 价差修复弹性：单质肥价格高位回落

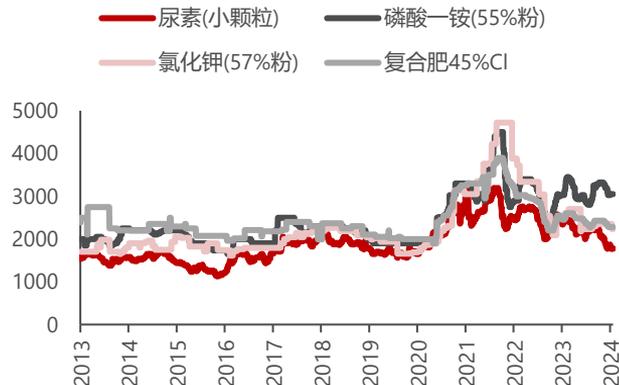
- 长周期来看，复合肥价格与单质肥价格波动相关性较大。复合肥产品成本构成中，用作原材料的氮磷钾三大基础肥料占生产成本的比例达到八成以上，对复合肥产品成本及销售价格影响重大，复合肥的价格波动与单质肥的价格保持同向波动。2021-2022年，在煤炭、氮肥、磷肥、钾肥等原材料成本上涨的支撑下，复合肥价格上涨幅度较大。2023-2024年，受上游原材料价格走弱影响，复合肥整体价格呈波动下行趋势。从价差的角度可以看出，复合肥主要通过成本加成的模式定价，近十年价差基本为维持在500-800元/吨之间波动。

图：2023年复合肥生产成本结构



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图：尿素、磷酸一铵、氯化钾价格走势（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图：复合肥价格和价差走势（元/吨）

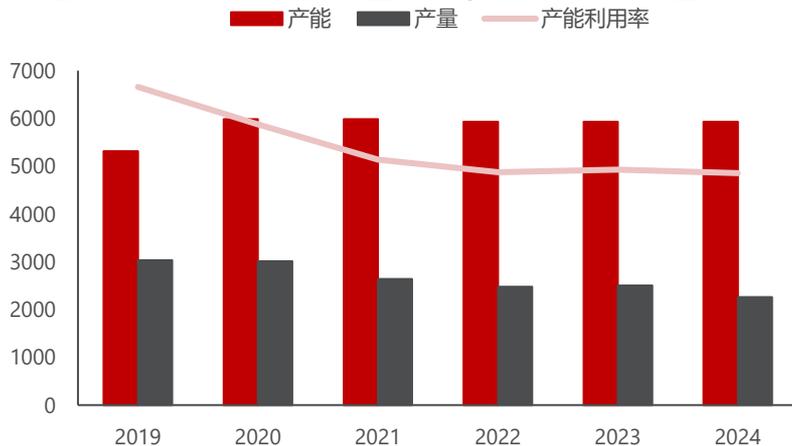


资料来源：wind，民生证券研究院

3.4 复合肥：行业集中度提高，建议关注复合肥龙头

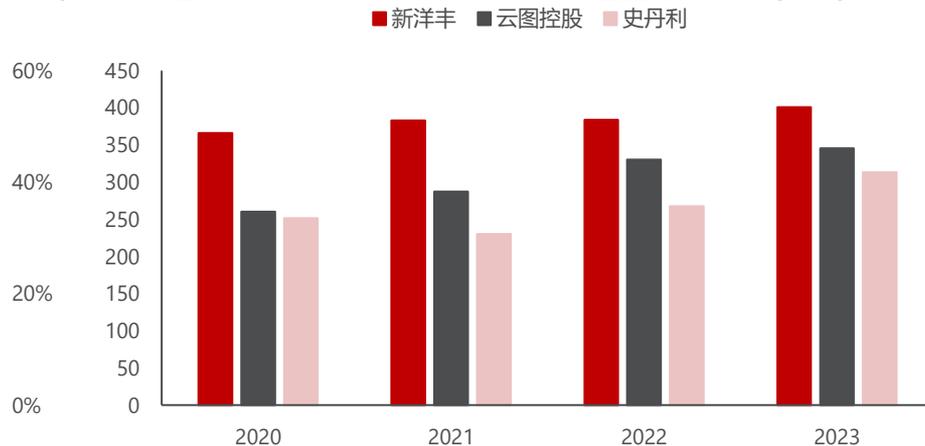
- **产能集中化、行业整合为大势所趋，建议关注行业龙头新洋丰、云图控股、史丹利。**随着农业现代化进程的推进，规模化种植对化肥产品质量、应用效果、供应能力和配套的农化服务提出了更高的要求，质量好、效果佳、品牌响、规模大的企业有望进一步提升其市场份额，产能集中度会越来越高。竞争的白热化将推动行业走向整合，并购、合作将成为行业新常态。根据百川盈孚，截至12月16日，行业龙头新洋丰、云图控股、史丹利产能分别为540、705、550万吨。

图：近年来我国复合肥产能及产量情况（万吨，2024年产量数据截至11月）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图：近年来新洋丰、云图控股、史丹利销量呈增长态势（万吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

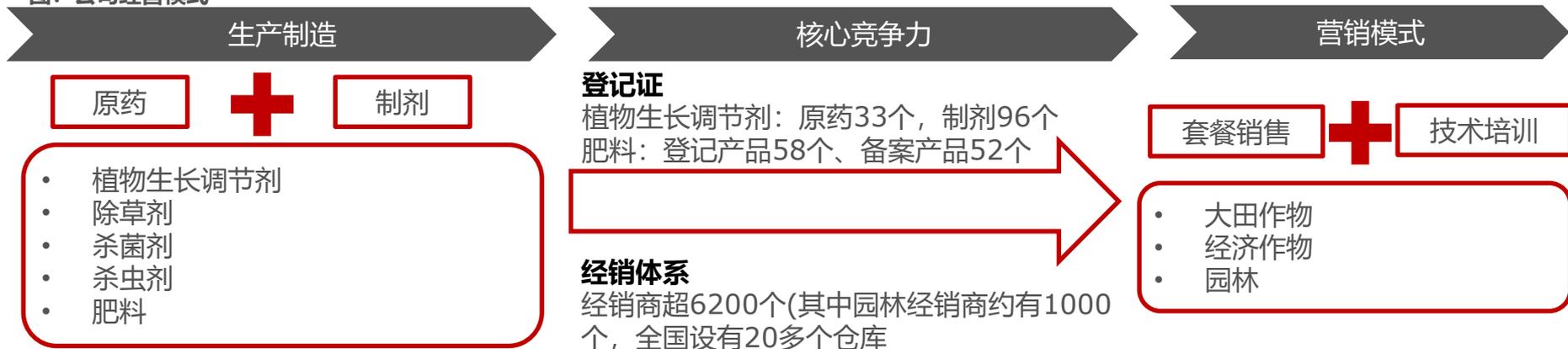
3.5 国光股份：盈利能力走向修复，布局大田市场继续成长

➤ (1) 国光股份是国内植物生长调节剂的龙头企业，园林+经济作物+大田作物领域三箭齐发

(1) 2017-2022年期间，公司通过并购实现对植物生长调节剂行业的进一步整合，收购调节剂行业内区域性优势企业，已形成国光农资、国光园林、依尔双丰、浩之大、鹤壁全丰五大营销业务板块。

(2) 从客户类型看，过去公司一直以单亩价值量更高的园林管理和经济作物为主攻客户，近年来，随着大田种植的趋势形成，种植大户数量增多，使得大田领域推广的时机日渐成熟，公司开始布局技术员和经销商开拓大田全程方案市场，基于国光多年农民的品牌口碑+成熟推广经验，有望实现大田客户的快速增长。

图：公司经营模式



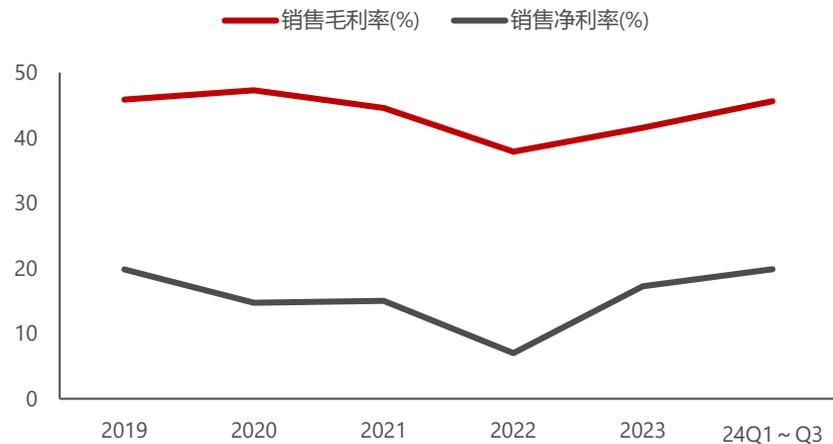
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

3.5 国光股份：盈利能力走向修复，布局大田市场继续成长

➤ (2) 主营产品盈利水平改善显著

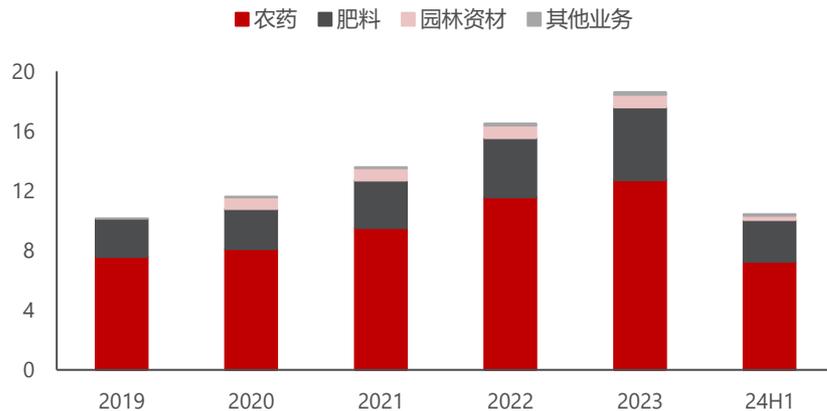
- 公司主营收入贡献主要来自农药和肥料板块，2023年两者分别占营收的68%和26%。毛利率方面，2018-2022年公司毛利率呈现下滑的趋势，从50%左右逐步下滑至40%左右，其中农药毛利率从48%下降到40%，主要受到上游农药原药价格上涨的影响，利润承压明显。进入2023年，随着上游原材料价格逐步下行，公司利润率开始走向修复，全年实现毛利率和净利率41.5%和17.2%，较2022年提升3.7pcts和10.3pcts。

图：公司销售毛利率和销售净利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图：2019-2024H1年公司收入构成情况（亿元）



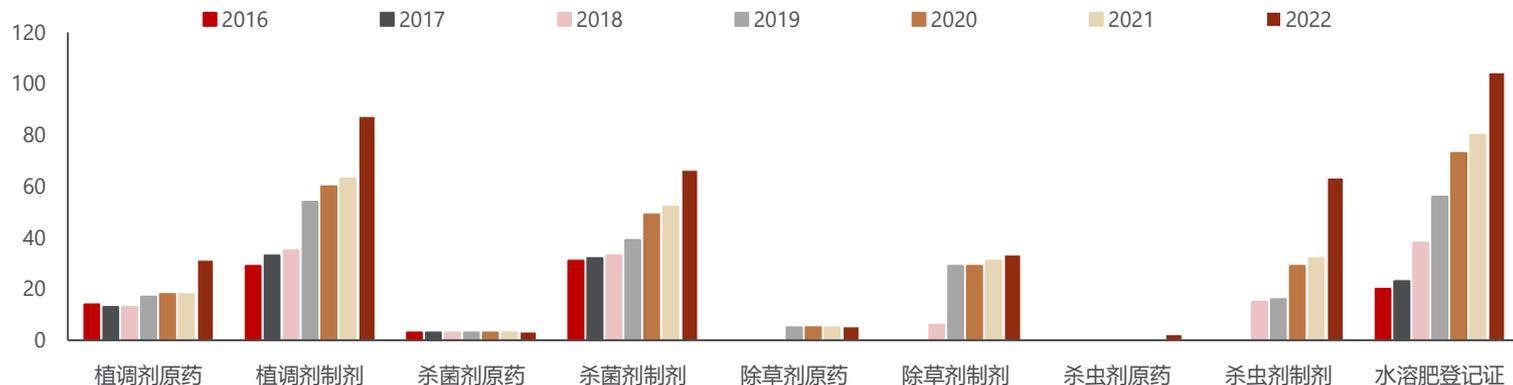
资料来源：wind，民生证券研究院

3.5 国光股份：盈利能力走向修复，布局大田市场继续成长

➤ (3) 公司植调剂登记证数量国内居首，丰富产品组合构筑竞争力

- 国光股份植物生长调节剂登记证储备量、产品矩阵丰富度全国居首，竞争护城河极高。**近些年公司通过内生+外延并购实现了登记证储备的持续上升，截至2023年底，公司拥有植物生长调节剂登记证129个（含原药登记证33个），是目前国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业。值得注意的是，公司通过登记证构建丰富产品矩阵形成的综合竞争力，以丰富的产品广泛满足应用领域的多样化的需求，提供更全面的产品服务，增强公司与经销商、终端客户的合作粘性。在国内大部分植调剂企业登记证数量仅为个位数的情况下，公司积累了过百的储备量，龙头优势十分明显。

图：公司登记证持续增加（个）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.5 国光股份：盈利能力走向修复，布局大田市场继续成长

➤ (4) 国内终端市场空间有望达700亿以上

- 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成长。据华经产业研究院测算，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。

表：植物生长调节剂市场空间测算（单位：亿亩，亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
农作物播种面积	25.02	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 (假设每亩投入植物生长调节剂 10 元)	250	250	249	249	249	251	253	255	255	255	255	255
大田作物渗透率	5%	6%	7%	8%	9%	10%	10%	10%	11%	13%	14%	16%
大田作物销售规模	12.4	14.2	16.4	19.0	21.9	24.9	26.1	24.8	28.6	32.4	36.2	40.0
果园面积	1.68	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	0.40	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	0.40	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 (假设每亩投入植物生长调节剂 150 元)	372	370	381	403	417	431	441	450	452	455	457	460
非农作物及园林市场渗透率	11%	12%	12%	13%	14%	14%	14%	13%	14%	14%	15%	16%
非农作物及园林市场销售规模	39.2	42.5	46.5	51.3	56.4	61.0	60.9	57.8	61.2	64.9	68.8	72.9
合计-市场空间	622	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	51.6	56.7	62.9	70.3	78.3	85.9	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

3.5 国光股份：盈利能力走向修复，布局大田市场继续成长

➤ (5) 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，公司积极布局大田作物蓝海市场，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 3.74、4.65、5.79 亿元，现价（2024 年 12 月 23 日）对应 PE 分别为 17x、14x、11x，维持“推荐”评级。

➤ (6) 风险提示

- 原材料价格大幅上涨、市场需求不及预期、产能投放节奏不及预期的风险。

表：国光股份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	374	465	579
增长率（%）	165.9	23.8	24.3	24.6
每股收益（元）	0.64	0.80	0.99	1.24
PE	21	17	14	11
PB	3.6	3.5	3.0	2.5

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 12 月 23 日收盘价）

3.6 先达股份：小而美的农药创制公司

➤ 辽宁先达投产，为公司贡献成长增量

- **公司现阶段拥有本部工厂（滨州）、潍坊先达和辽宁先达（葫芦岛）三个生产基地。**目前，辽宁先达一期、二期、三期、五期项目已经成功投达产，进一步巩固了公司在主要产品上的竞争优势，同时，六期“年产1800吨农药原药、500吨安全剂项目”和“年产20000吨自动化综合制剂车间项目”建设工作正在加速推进。
- **登记证布局丰富。**截至24年6月，公司在国内拥有32个原（母）药登记证件，94个制剂登记证件，其中，113个除草剂证件，13个杀菌剂证件。海外方面，烯草酮，咪唑乙烟酸、异噁草松、烯酰吗啉等原药和制剂产品在主要目标市场的自主登记布局已全部完成，2,4-滴丁酸、氟吡酰草胺等独家产品在澳大利亚、欧盟、美国等主要市场的自主登记和支持客户登记已陆续获批。未来，公司将加快推进优势产品在东南亚、中美和拉美等海外市场的登记和商务合作进度，为公司在海外市场业绩的增长持续提供动力。

3.6 先达股份：小而美的农药创制公司

➤ 烯草酮选择性优良，应用前景广阔

- 烯草酮是一种高选择性，内吸传导型芽后除草剂，是一种新型旱田苗后除草剂，具有优良的选择性，适用于大豆、油菜、棉花、花生等作物。
- **烯草酮应用市场持续增长：**①随着中国公司产品在美国、巴西、阿根廷等国家登记的开展，国际农药巨头的垄断被打破，烯草酮产品价格逐渐降低，使用量迅速增加；②多种杂草对草甘膦逐渐产生抗性，单纯施用草甘膦已不能满足要求，需要草甘膦和烯草酮进行复配施用；③目前与烯草酮作用类似、用于防除阔叶作物田禾本科杂草的除草剂如烯禾啶、精喹禾灵等由于长期使用，其杂草抗药性越来越高、防除成本高等缺点日益突出，这为烯草酮的发展提供了空间。

3.6 先达股份：小而美的农药创制公司

➤ 创制药产品多点开花，未来有望陆续为公司贡献业绩增量

- 喹草酮：**喹草酮是由华中师范大学化学学院杨光富教授课题组于2013年发现的一类具有自主知识产权的三酮类除草剂，2020年，由辽宁先达完成98%喹草酮原药、10%喹草酮悬浮剂的登记。喹草酮化学结构新颖，具有活性高，用量低，杀草谱广，安全性高等特点，目前喹草酮在国内被登记用于高粱田防除一年生杂草，实验表明喹草酮在玉米、小麦和甘蔗田同样安全，也有很好的开发潜力。
- 吡唑啉草酯：**吡唑啉草酯是一种靶向对羟基苯基丙酮酸双氧化酶（HPPD）的新型除草剂，2019年山东先达农化股份有限公司申请了吡唑啉草酯的化合物专利，包括中国专利、PCT专利、日本专利等。2024年9月18日，先达股份的吡唑啉草酯已通过登记评审，其剂型包括原药和可分散油悬浮剂型。吡唑啉草酯具有超强的内吸传导性和速效性，对大龄、高密度杂草提供出色的防效，通过茎叶喷雾，可有效防除水稻田抗性千金子、虬子草、低龄稗草、碎米知风草（乱草）、稻李氏禾、双穗雀稗、江稗（菰）等杂草。目前公司在建有50吨吡唑啉草酯，预计将逐步投向市场。
- 苯丙草酮：**苯丙草酮是由先达股份开发的拥有自主知识产权的水稻田除草剂。在农业农村部农药检定所5月11日公布的2024年第5批拟批准登记新农药产品公示名单中，辽宁先达的95%吡唑啉草酯原药和5%吡唑啉草酯可分散油悬浮剂在列。苯丙草酮可有效防除水稻田禾本科杂草，与氰氟草酯、噁唑酰草胺、五氟磺草胺、二氯喹啉酸等水稻田常用除草剂无交互抗性，能有效防除对ALS抑制剂、ACCase抑制剂（FOPs）、激素类除草剂等产生抗性的禾本科杂草，高效防除稗草、千金子、双穗雀稗等。

04. 新质生产力

4.1 蓝晓科技：吸附分离赛道龙头，盐湖提锂和生命科学为成长主线

➤ (1) 蓝晓科技是吸附分离材料平台型企业

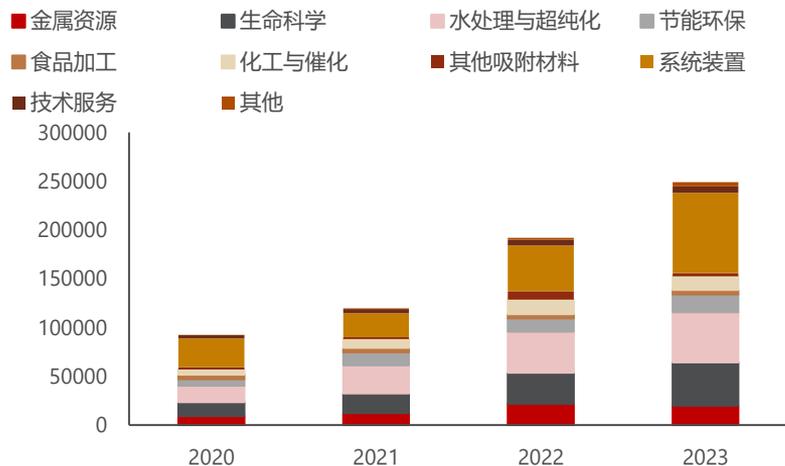
- 公司的吸附分离材料种类齐全，具有30多个系列100多个品种，产品品系涵盖离子交换树脂、吸附树脂、螯合树脂、均粒树脂、固相合成载体、色谱填料、层析介质等。公司目前拥有吸附材料柔性产能合计达50000吨，在生科领域已建成固相载体120t和吸附分离材料70000L，已广泛应用于食品、制药、植物提取、离子膜烧碱、环保、化工催化、湿法冶金、水处理等领域。

图：公司产品覆盖领域



资料来源：wind，民生证券研究院

图：2020-2023年公司各板块收入情况（万元）



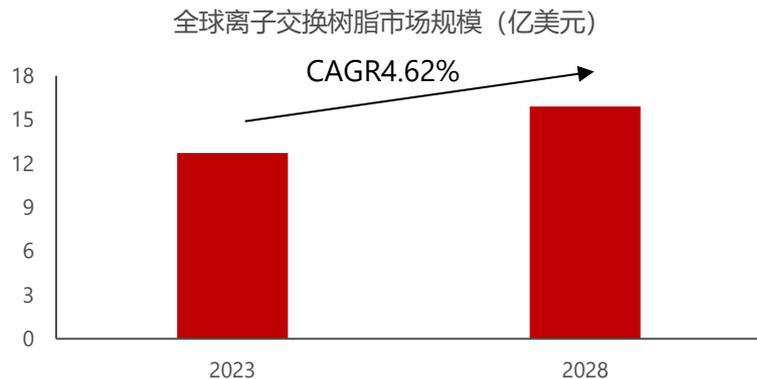
资料来源：wind，民生证券研究院

4.1 蓝晓科技：吸附分离赛道龙头，盐湖提锂和生命科学为成长主线

➤ (2) 吸附提纯市场新兴应用领域众多，国产替代空间广阔

- 吸附分离树脂2023年全球市场规模约为13亿美元，未来亚太地区有望主导全球离子交换树脂市场。根据Mordor Intelligence，全球离子交换与吸附树脂市场有望从2023年的12.7亿美元增长到2028年的15.9亿美元，年复合增长率为4.62%。中长期来看，推动市场增长的主要因素是水处理行业的发展以及电子或制药行业对超纯水的需求不断增加，其中，亚太地区将主导全球行业规模发展。

图：2023-2028年全球离子交换树脂市场CAGR有望达4.62%



资料来源：Mordor Intelligence，民生证券研究院

图：亚太地区是增长速度最高的市场

Ion Exchange Resin Market - Growth Rate by Region



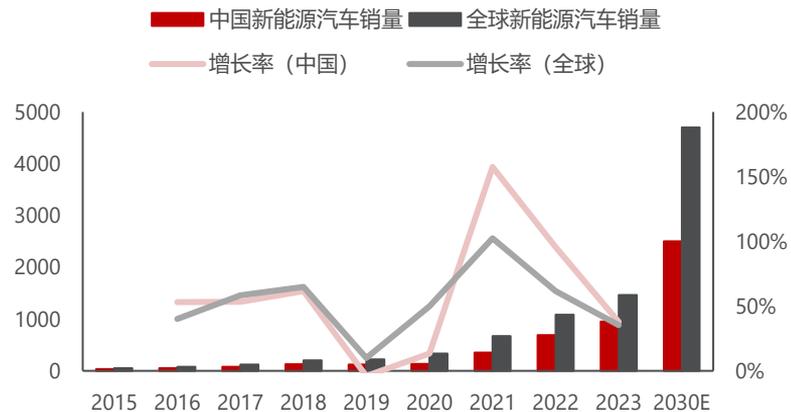
资料来源：Mordor Intelligence，民生证券研究院

4.1 蓝晓科技：吸附分离赛道龙头，盐湖提锂和生命科学为成长主线

➤ (3) 金属资源领域：锂资源需求旺盛，公司吸附法盐湖提锂成本优势凸显

- **公司吸附材料与工艺可有效解决当前盐湖提锂困境。**公司持续推动吸附分离技术在盐湖提锂领域的产业化落地，具有完全自主知识产权的吸附剂和全自动连续离交系统，形成了独有的吸附法盐湖提锂整线技术，可针对中、高、低不同品位的卤水提供相应方案，技术辐射精制、回收、除硼、矿石锂除杂等多个维度，能够为客户提供“吸附分离材料+应用工艺+系统装置”的综合解决方案。截至2024/6/30，公司已完成及在执行盐湖提锂产业化项目共15个，合计碳酸锂/氢氧化锂产能近10万吨，其中6个已经成功投产运营。

图：全球及中国新能源汽车需求快速增长（万辆）



资料来源：wind, EVTank, 民生证券研究院

图：公司自主知识产权的系统集成装置



资料来源：公司公告, 民生证券研究院

4.1 蓝晓科技：吸附分离赛道龙头，盐湖提锂和生命科学为成长主线

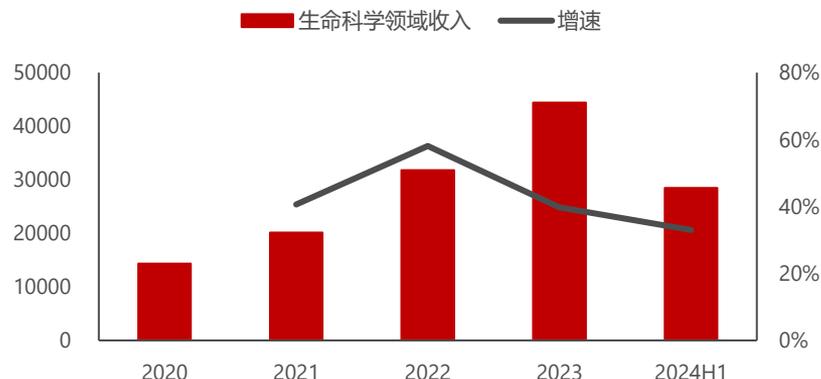
- **(4) 生命科学领域：生物医药蓬勃发展，公司是层析介质、固相合成载体等配套耗材国产替代领军代表**
 - 生物药是制药行业近年来发展最快的子行业之一，根据IQVIA数据，2023年全球生物药市场规模约为5030亿美元，预计到2028年将增长至8920亿美元，预计2023-2028年CAGR将高达9.5%-12.5%。未来，全球生物药将持续保持快速发展的态势，这将拉动上游纯化材料需求的快速增长。公司是多肽固相合成载体核心供应商，受益于以减肥药为代表的多肽类药物市场快速扩容，多肽类药物全球市场规模不断扩张，中国市场增速领先。层析介质是层析分离纯化核心材料，公司在生物大分子纯化的多个方向上实现了从0到1的国产突破，国产替代潜力足。CPC提取专用树脂和7-ACA酶法工艺打破国外垄断局面。全球CBD合法进程加速，公司高通量工业制备色谱系统有望实现海外突破。

表：公司生命科学领域产品布局

领域	具体应用
层析介质、色谱填料	疫苗、血液制品、重组蛋白质、抗体等生物蛋白、核酸、病毒等的分离纯化
固相合成载体	多肽药物、核酸药物合成
西药专用吸附材料	西药原料药和中间体的提纯分离
固定化酶载体	用于7ACA、6APA、7ADCA、氨基酸等工业生产领域，以及葡萄糖异构酶、糖化酶、脂肪酶的固载

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图：公司生命科学领域收入及增速（万元，%）



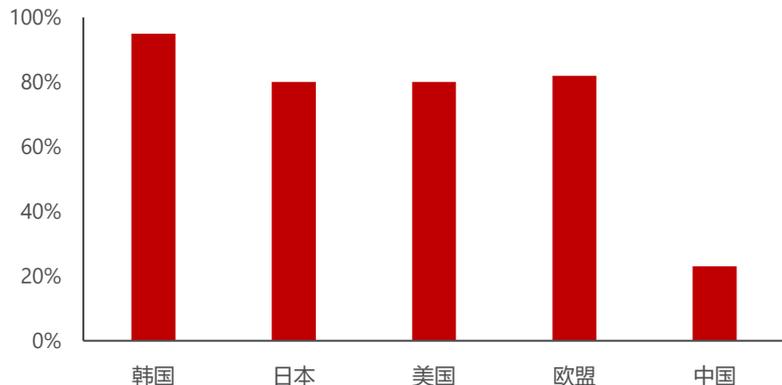
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.1 蓝晓科技：吸附分离赛道龙头，盐湖提锂和生命科学为成长主线

➤ (5) 水处理领域：立足海外市场，静待国内市场潜力释放

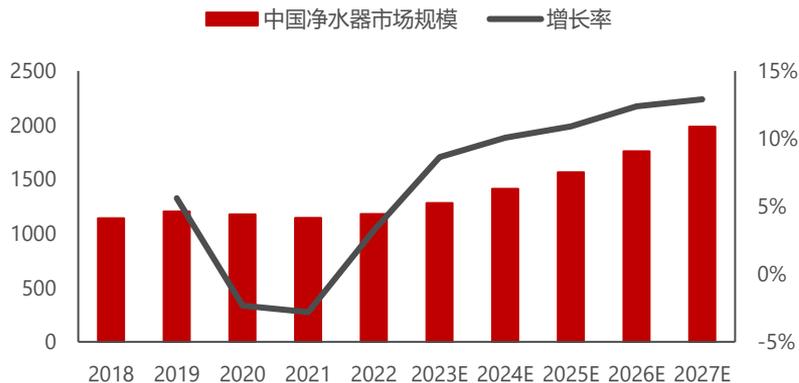
- **公司客户集中于海外发达国家，性价比优势下市占率逐步提升可期。**当前国内净水器普及率不高，公司下游客户主要集中在发达国家的高端饮用水市场，这一领域对树脂产品的性能要求高，认证苛刻。公司吸附分离材料可以降低饮用水的硬度、保留水中的有益矿物质、祛除水中重金属离子、PFOs等。近年来，凭借深厚的技术积淀和产品布局，已逐步切入国际主流客户供应体系，性价比优势下，未来市占率水平有望持续提升。

图：2022 年世界主要地区净水器渗透率 (%)



资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

图：中国净水器市场规模情况 (亿元)



资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

4.1 蓝晓科技：吸附分离赛道龙头，盐湖提锂和生命科学为成长主线

➤ (6) 盈利预测与投资建议

- 公司是国内领先的吸附分离材料企业，随着盐湖提锂订单持续释放，生物医药领域快速增长，公司未来成长动能充足。我们预测公司2024-2026年营业收入分别为26.00、32.19和40.13亿元，归母净利润分别为8.20、10.56和13.62亿元，对应EPS分别为1.62元、2.08、2.68元，现价（2024年12月23日）对应PE分别为32倍、25倍、19倍，维持“推荐”评级。

➤ (7) 风险提示

- 锂价大幅波动、减肥药市场扩容不及预期、原材料价格大幅波动等风险。

表：蓝晓科技盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,489	2,600	3,219	4,013
增长率（%）	29.6	4.5	23.8	24.7
归属母公司股东净利润（百万元）	717	820	1,056	1,362
增长率（%）	33.4	14.4	28.7	29.0
每股收益（元）	1.41	1.62	2.08	2.68
PE	36	32	25	19
PB	7.6	6.6	5.3	4.2

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年12月23日收盘价）

4.2 国瓷材料：立足陶瓷材料，内生外延打造新材料平台

➤ (1) 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：公司主营业务板块



资料来源：公司官网，民生证券研究院

4.2 国瓷材料：立足陶瓷材料，内生外延打造新材料平台

➤ (2) 催化材料板块：国产替代加快，海外客户供应链

- 随着尾气排放标准升级，公司迎来国产替代重大机遇。截至24H1，公司可为尾气催化领域提供全系列产品，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，与客户建立了全生命周期、多维度的深度合作关系。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，顺利进入海外商用车头部客户的供应链体系，开始批量供应。国内乘用车配合车型和认证平台数量持续提升，未来将发力混动车型，预计乘用车产品将逐步释放业绩。
- 收购铈锆固溶体完成产业链布局。**铈锆固溶体是一种常见的用于制备汽车尾气处理催化剂的重要组分，作为活性组分、载体、以及氧储存材料，具有活性高、稳定性高、适应性强等优势。铈锆固溶体生产技术长期被国外加拿大AMR、比利时Solvay、日本DKKK等巨头垄断。公司在2016年收购博晶科技和江苏天诺，进入铈锆固溶体与分子筛领域。

图：公司铈锆固溶体产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图：公司LiLSX分子筛产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

4.2 国瓷材料：立足陶瓷材料，内生外延打造新材料平台

➤ (3) 陶瓷球：新能源汽车用陶瓷球有望加速增长

- 陶瓷球被视为新能源汽车、风力发电等电机电腐蚀问题的主要解决方案。相比钢制球更适应电机的高转速使用场景，全球新能源产业的快速发展将带动陶瓷球需求的持续提升。公司熟练掌握从粉体制备到陶瓷球制造的关键技术，所生产的高端氮化硅陶瓷球微观组织均匀，有利于提高高载荷下的疲劳寿命和可靠性，产品性能为国际标准1级材料水平，精度等级可达G1级。
- 公司陶瓷球有望乘国产新能源车之风快速放量。随着新能源汽车800V高压快充技术的推广，传统的驱动电机钢球轴承电腐蚀问题更加突出，截至24H1，公司陶瓷球已搭载国内外多家头部新能源车企的主力车型，同时多家客户同步验证。为进一步提升产品竞争力，公司正在加速推进高端氮化硅粉体建设。

图：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

表：国瓷金盛陶瓷球产品

材质	公称直径范围 Dw mm	最高精度等级	工艺特征
Si3N4	0.4 ~ 140	G5	GPS、HIP
钇稳定氧化锆 (YSZ)	≥0.1	G10	
Al2O3	≥1.0	G10	
SiC	0.8 ~ 19.05	G16	

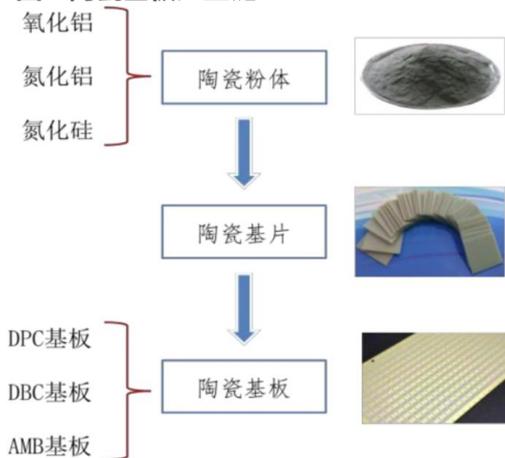
资料来源：国瓷金盛，民生证券研究院

4.2 国瓷材料：立足陶瓷材料，内生外延打造新材料平台

➤ (4) 陶瓷基板：DPC陶瓷基板国产化突破，下游应用多点开花

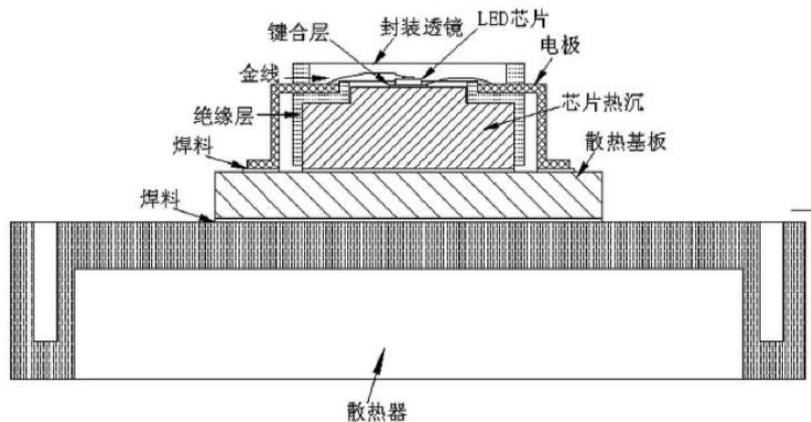
- **公司具备从陶瓷粉体、陶瓷基片到金属化的纵向一体化优势。**公司将围绕氮化铝、氮化硅、高纯氧化铝等核心材料打造综合性的陶瓷基板产业平台，持续推进国内陶瓷基板的进口替代进程和产业链的国产自主可控。子公司国瓷赛创目前已具备基板金属化领域领先的技术优势，凭借研发团队在芯片行业的技术沉淀，国瓷赛创进一步优化工艺流程，使产品性能及可靠性得到大幅提升。

图：陶瓷基板产业链



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图：高功率LED器件封装结构



资料来源：feaworks，民生证券研究院

4.2 国瓷材料：立足陶瓷材料，内生外延打造新材料平台

➤ (4) 陶瓷基板：DPC陶瓷基板国产化突破，下游应用多点开花

- 分领域看，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；汽车自动驾驶、工业激光、通讯射频微系统等领域新产品均开始逐步释放业绩。报告期内，为提高现有产品的生产效率和产品交付能力，推动技术创新和制造能力迈向新台阶，国瓷赛创投资扩建陶瓷金属化项目，达产后将助力国瓷赛创进入薄传感器、功率电源模块、IGBT等应用领域。

表：国瓷赛创主要产品应用

产品名称	产品图片	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，陶瓷基板成本占比约 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、高线路精准度、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

4.2 国瓷材料：立足陶瓷材料，内生外延打造新材料平台

➤ (5) 盈利预测与投资建议

- 公司MLCC需求稳步复苏，三大板块催化载体+陶瓷球+陶瓷基板步入快速增长期，公司业绩有望持续成长，我们预计2024-2026公司实现归母净利润7.00亿元、9.02亿元、11.29亿元，现价（2024年12月23日）对应PE分别为25x、20x、16x，维持“推荐”评级。

➤ (6) 风险提示

- 下游需求不及预期、项目建设不及预期、能源及原材料价格大幅波动等风险。

表：国瓷材料盈利预测与财务指标

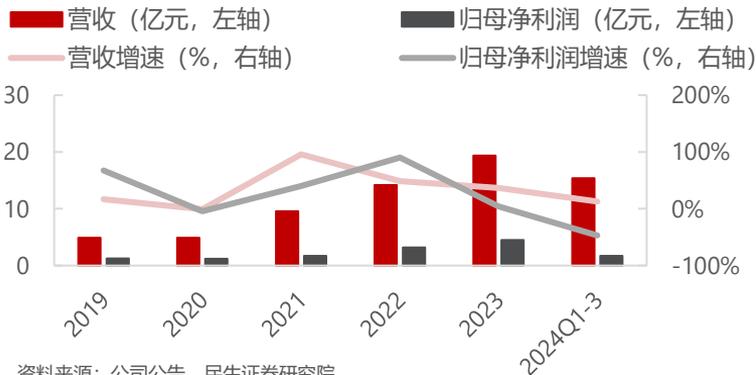
项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,859	4,619	5,606	6,770
增长率（%）	21.9	19.7	21.4	20.8
归属母公司股东净利润（百万元）	569	700	902	1,129
增长率（%）	14.5	23.0	28.8	25.2
每股收益（元）	0.57	0.70	0.90	1.13
PE	31	25	20	16
PB	2.8	2.6	2.3	2.0

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年12月23日收盘价）

4.3 华恒生物——合成生物龙头公司

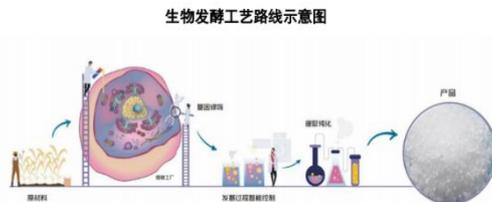
- 合成生物学龙头企业，主要通过生物制造方式生产生物基产品。**公司主要产品为丙氨酸系列产品（L-丙氨酸、DL-丙氨酸、 β -丙氨酸）、L-缬氨酸、D-泛酸钙和熊果苷（ α -熊果苷和 β -熊果苷）等，可广泛应用于日化、医药及保健品、食品添加剂、饲料等众多领域。2024Q1-3实现营收15.39亿元，同比增长12.82%；实现归母净利润1.70亿元，同比降低46.90%。
- 公司在合成生物学的产业布局中具备先发优势。**公司坚持以合成生物学、代谢工程、发酵工程等学科为基础，建立了“工业菌种——发酵与提取——产品应用”的技术研发链，在工业菌种创制、发酵过程智能控制、高效后提取、产品应用开发环节形成了完备的技术领先优势。公司掌握了主要产品相关的一系列核心技术，围绕发酵法和酶法两大生产工艺，并逐步开始在合成生物学领域的其他产品布局，逐步形成合成生物学技术相关的核心技术集群。

图：公司营收及利润情况（亿元）



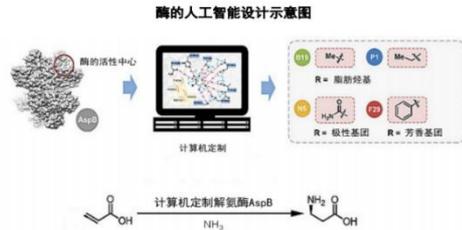
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图：生物发酵路线示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图：酶的人工智能设计示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.3 丙氨酸主业发展稳定，缬氨酸实现快速增长

- 丙氨酸：规模技术优势突出，行业发展主要受益下游MGDA拉动。** 丙氨酸下游主要应用领域为MGDA，其作为一种新型绿色螯合剂，近年来受益于下游自动洗碗机等需求拉动呈现快速发展。公司是全球最大的丙氨酸生产企业之一，在国际首次实现了微生物厌氧发酵规模化生产L-丙氨酸产品，具有明显的技术领先优势。
- 缬氨酸：成功实现工艺复刻，受下游豆粕减量替代利好发展迅速。** 缬氨酸近年来受益于豆粕加量替代方案的实施等因素需求呈现大幅增长。在充分利用发酵法生产L-丙氨酸业务的既有竞争优势和市场地位的基础上，公司大力发展发酵法L-缬氨酸技术的产业化应用，目前公司在巴彦淖尔基地大规模量产发酵法L-缬氨酸产品，产能居于行业前列。此外，公司将积极推动巴彦淖尔基地“交替年产6万吨三支链氨基酸、色氨酸和年产1万吨精制氨基酸项目”、赤峰基地“生物法交替生产2.5万吨缬氨酸、精氨酸及年产1000吨肌醇建设项目”的共同实施和落地，以不断丰富产品结构，进一步提高市场竞争力和盈利水平。

图：2014-2022年洗碗机市场规模及增速



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图：2015-2023年我国饲料总产量 (万吨)



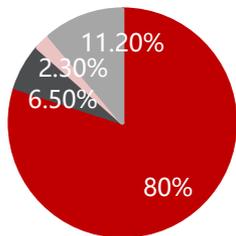
资料来源：中国饲料工业协会，民生证券研究院

4.3 三大生物基新产品建成投产，有望打造公司第二增长极

- 生物基新材料项目建成投产，有望打造公司第二增长极。**公司23年积极推进年产5万吨的生物基PDO项目、年产5万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地项目及年产5万吨生物基苹果酸建设项目建设，2024年上述项目均可实现连续量产，公司的产品、技术将由氨基酸微生物等领域扩充到生物基新材料单体，扩充产品矩阵，进一步打开公司业务增长空间。
- 新产品不断推出，持续释放业绩，筑牢公司行业地位。**除三大生物基新产品外，公司与2023年10月26日公布公告称，公司拟于关联方优泽生物共同投资设立优化生物，优华生物成立后，将实施高丝族氨基酸相关产品的中试平台建设，截至公告发布日，优泽生物已自主构建了高性能微生物菌种与生物酶，在小试中实现部分产品的发酵产量、转化率等主要技术经济指标均达到行业领先水平，此次投资将有助于公司拓展高丝族氨基酸相关的产品业务，为公司培育新的业务增长点。

图：2020年PPO下游各消费领域占比

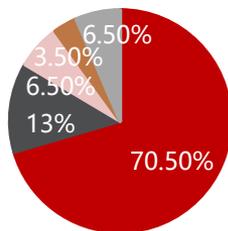
■ PTT聚酯 ■ 化妆品 ■ 医药 ■ 其他



资料来源：李烁等著《国内1,3-丙二醇市场现状和发展建议》，民生证券研究院

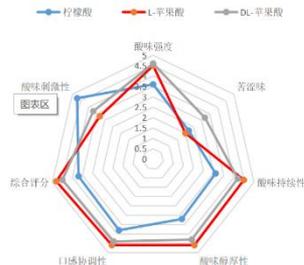
图：2021年国内丁二酸下游消费结构

■ 可降解聚酯 ■ 食品 ■ 医药 ■ 农药 ■ 其他



资料来源：李少山等著《1, 4-丁二酸市场与生产技术分析》，民生证券研究院

图：柠檬酸和苹果酸感官评测图谱（华恒生物研究院实验数据）



资料来源：华恒动态微信公众号，民生证券研究院

4.3 盈利预测与投资建议

- 盈利预测与投资建议：华恒生物丙氨酸厌氧发酵工艺行业领先，缬氨酸发酵工艺突破发展仍具潜力，新产品生物基产品的布局有望进一步增厚公司盈利水平。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为4.52、6.59、8.87亿元，EPS分别为1.81、2.64、3.55元，12月23日收盘价对应PE为18、12、9倍。我们持续看好公司未来成长空间，维持“推荐”评级。
- 风险提示：原材料价格波动、核心技术泄露或核心技术人员流失、市场竞争加剧等。

表：华恒生物盈利预测与财务指标

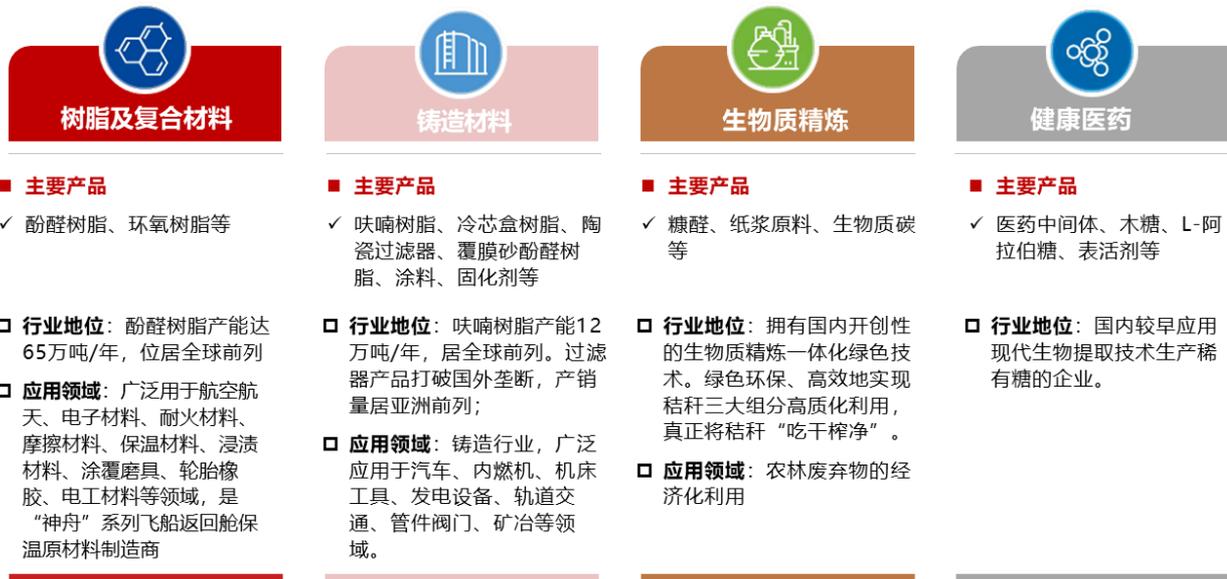
项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,938	2,165	2,849	3,774
增长率 (%)	36.6	11.7	31.6	32.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	449	452	659	887
增长率 (%)	40.3	0.7	45.7	34.6
每股收益 (元)	1.80	1.81	2.64	3.55
PE	18	18	12	9
PB	4.4	2.9	2.4	2.0

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测（注：股价为2024年12月23日收盘价）

4.4 圣泉集团：传统以酚醛树脂和铸造材料为主业

➤ 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。

图：圣泉集团主要业务板块



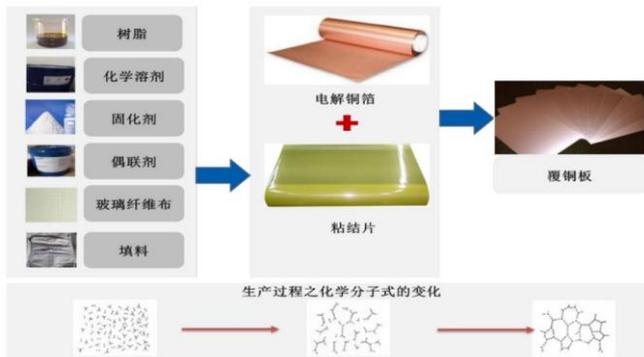
资料来源：公司官网、招股说明书、民生证券研究院

4.4

圣泉集团：PPO材料是AI服务器高速覆铜板关键材料

- **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。

图：覆铜板制作示意图



资料来源：南亚新材招股说明书，民生证券研究院

图：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

4.4 圣泉集团：PPO材料是AI服务器高速覆铜板关键材料

图：覆铜板材料等级

□ 超低损耗 Ultra Low Loss

- ✓ PTFE、碳氢树脂、聚苯醚

□ 极低损耗 Very Low Loss (M6)

- ✓ 碳氢树脂、聚苯醚、PTFE

□ 低损耗 Low Loss (M4)

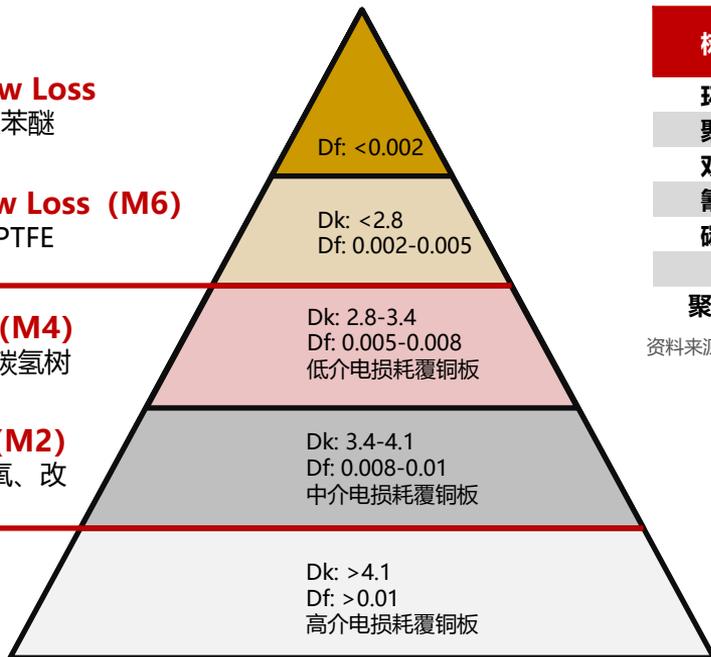
- ✓ 聚苯醚、特种环氧、碳氢树脂、马来酰亚胺树脂

□ 中损耗 Mid Loss (M2)

- ✓ 马来酰亚胺、特种环氧、改性氰酸树脂

□ 标准损耗 Standard Loss

- ✓ 环氧树脂、酚醛树脂、苯并噁嗪



资料来源：高速高频覆铜板用改性聚苯醚的合成与性能表征，民生证券研究院

表：覆铜板树脂基材性能对比

树脂种类	热变形温度 (°C)	收缩率 (%)	介电常数 (1MHz)	介电损耗 (1MHz)
环氧树脂	120	0.1-1	3.8-4.5	0.02
聚酰亚胺	300	0.1-1	3.4	0.002
双马树脂	240-260	0.7	3.7-4.1	0.008
氰酸树脂	240	0.4	2.7-3.2	0.006
碳氢树脂			2.0-2.8	0.005
聚苯醚	190	0.1-0.5	2.4	0.001
聚四氟乙烯	113	1~3	2.1	0.0003

资料来源：高速高频覆铜板用改性聚苯醚的合成与性能表征，民生证券研究院

- 环氧体系对高等级体系逐渐难以胜任。中损耗水平及标准损耗水平树脂体系以环氧及特种环氧体系为主，在高速高频信息化背景下，覆铜板对树脂的介电性能、耐热和力学性能要求越来越高，环氧体系越来越难以满足高速高频通讯技术要求。
- PTFE体系加工性能极差，大为限制了其应用，聚苯醚是最为合适的低损耗体系基材。具有优异的耐热性能、耐水解稳定性、低吸湿率、尤其是优良的介电性能（仅次于PTFE）成为低损耗和极低损耗体系的主流材料。

4.4 圣泉集团：公司是PPO主要国产供应商

➤ **新建1000吨PPO项目。**公司2023年成功实现了5G/6G通讯PCB板用特种PPO电子树脂量产，并率先通过终端客户认证，通过产业链上下游合作，解决了国内高端电子原材料瓶颈制约问题。该产品面向新一代高频高速覆铜板。公司年产1000吨/年官能化聚苯醚项目扩产有序推进，在2024年2季度建成投产。

表：主要电子级PPO供应商情况

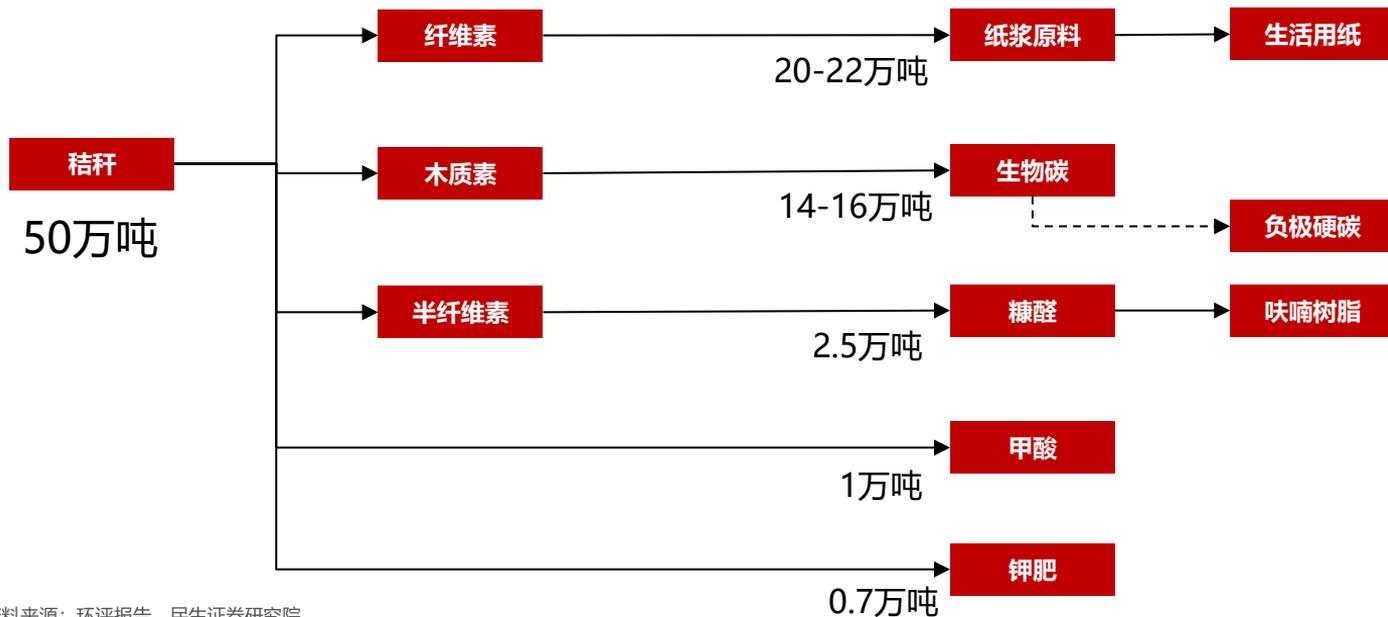
企业	生产能力及产能状态	产品名称/牌号	市场地位/进展	产品特点
沙比克	不详, >1000吨	NORYL™, SA90, SA9000	全球最主要供应商, 市场份额极高	端基功能化技术, 是为覆铜板开发专有技术; SA-9000为含有烯键的活性酯
圣泉集团	中试装置运行中; 在建1000吨/年项目		已经成功进入国内重要终端客户, 并实现稳定供货	/
东材科技	研发阶段	/	/	氨基化聚苯醚
河北健馨	名义产能1000吨	JJN9000	已批量向客户供货	昆山聚计能新材料有限公司研发团队低分子量PPO生产技术; 双羟基低聚树脂中间体
山东星顺	研发阶段	/	/	生益电子参股
广东同宇	中试研发阶段	/	无	有机硅改性的聚苯醚树脂
南通星辰	中试研发阶段	/	/	
宏昌电子	规划年产500吨高频高速树脂	/	/	改性聚苯醚
三菱瓦斯	不详	OPE-2St, 乙烯苄基聚苯醚树脂		乙烯基或烯丙基封端改性PPO
旭化成	不详	Xyron™	重要供应商	主链的烯丙基化技术, 产品性能好
日立化成	不详	/		分子量再分配加成技术

资料来源：艾邦智造、各公司公告、各公司官网、环评报告、民生证券研究院

4.4 圣泉集团：生物质项目技改后开车在即

- 通过公司独有的秸秆一体化精炼技术，将农作物废弃物秸秆中的**半纤维素**、**木质素**、**纤维素**三大成分提纯并高效利用，其中纤维素用于生产纸浆；木质素主要用于生产生物质碳；半纤维素用于生产糠醛（公司自用）

图：圣泉集团大庆生物质一体化精炼项目



资料来源：环评报告，民生证券研究院

4.4 盈利预测与投资建议

- **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8.94亿元、13.24亿元、18.07亿元，EPS分别为1.06、1.56、2.14元，现价对应PE分别为22x、15x、11x。我们看好公司未来成长性，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）下游需求增长不及预期；（2）项目生产调试进度不及预期。

表：圣泉集团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	9,929	12,023	14,142
增长率 (%)	-5.0	8.9	21.1	17.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	789	894	1,324	1,807
增长率 (%)	12.2	13.3	48.0	36.5
每股收益 (元)	0.93	1.06	1.56	2.14
PE	25	22	15	11
PB	2.2	1.9	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12月23日收盘价）



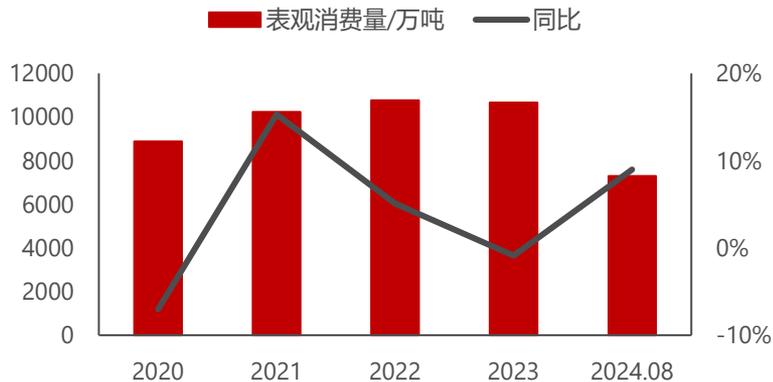
05. 高景气行业仍是稀缺资源

5.1 磷矿石：供需紧平衡，高景气度有望延续

➢ (1) 我国磷矿资源禀赋不强，近年来产量仍持续增长

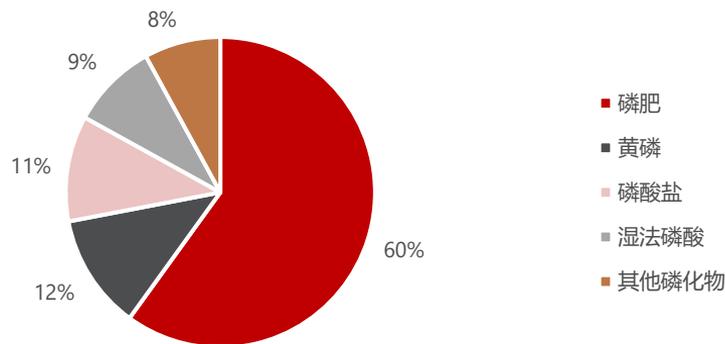
- 全球磷矿资源分布不均，根据USGS数据，2023年全球磷矿石储量约740亿吨，其中摩洛哥储量500亿吨，占比68%；中国储量排名世界第二，储量约38亿吨，占比5%。2023年我国磷矿石产量达1.05亿吨，约占全球产量的48%，中国磷矿储采比仅为36，磷矿可持续保障能力不强。从产业结构上看，我国是全球磷矿上下游一体化程度高的国家，近年来随着下游磷肥、新能源材料需求增长，磷矿整体产量呈现持续增长，从2020年的0.89亿吨增长至2023年的1.05亿吨，CAGR达到5.7%，其中21-23年产量基本维持在1亿吨以上。

图：国内磷矿石表观消费量走势（截至2024.08）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图：2024年磷矿石头下游消费结构（截至2024.08）

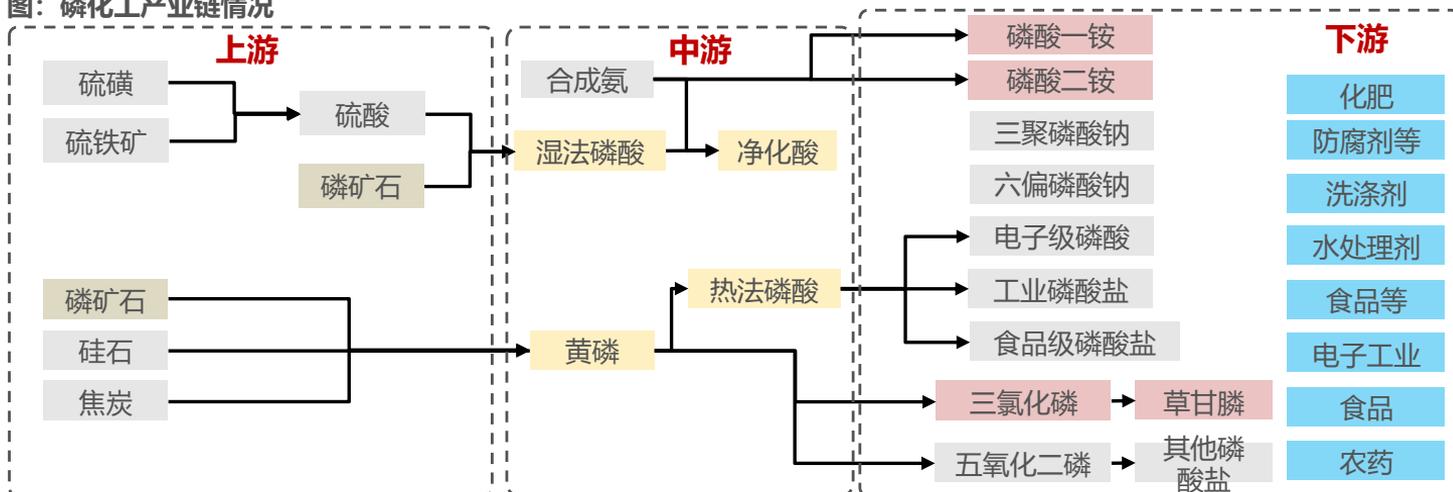


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

5.1 磷矿石：供需紧平衡，高景气度有望延续

- **（2）政策层面重视磷资源可持续保障能力，目前国内磷矿石规划新增产能较多但项目落地确定性及其实际投产进度仍有待观察**
- 2024年初工信部等部门印发了《推进磷资源高效高值利用实施方案》，提及完善磷矿资源市场配置和矿业权出让制度，严格有序投放磷矿矿业权，支持“采、选、加”一体化的大型磷化工优势企业按照市场化原则取得矿业权，合理确定新建矿山开采规模，支持优强企业通过兼并重组等方式整合中小磷矿，推动技术落后、效率低下、不符合生态环保要求、不具备安全生产条件的磷矿企业依法依规退出。我们认为，磷矿作为战略保护矿产资源的准入壁垒已进一步提高，行业有望逐步出清落后小产能，现有新建项目的开采证以及后续安评、环评、能评等审批节奏仍有待观察，部分项目实际投产时间或将延后。

图：磷化工产业链情况

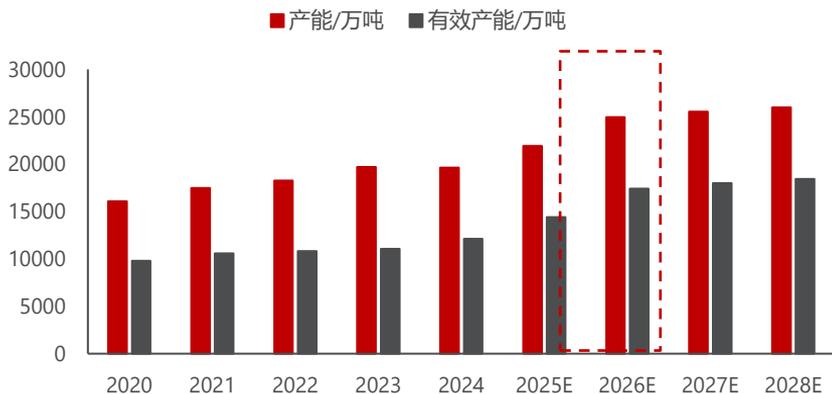


5.1 磷矿石：供需紧平衡，高景气度有望延续

➤ **(2) 政策层面重视磷资源可持续保障能力，目前国内磷矿石规划新增产能较多但项目落地确定性及其实际投产进度仍有待观察**

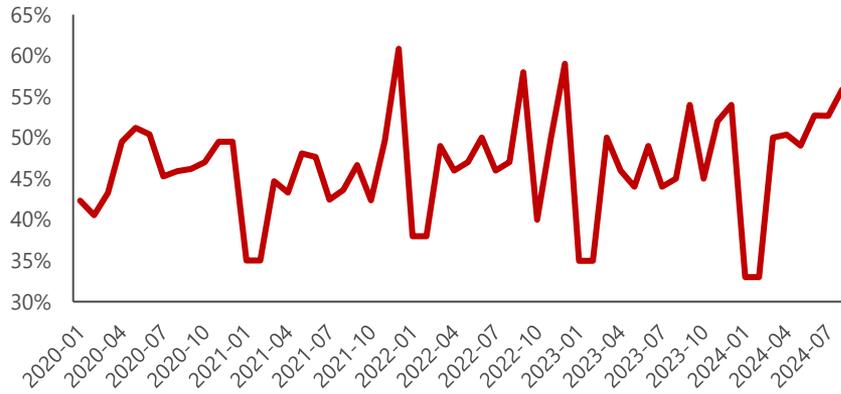
- 供给新增方面，据百川盈孚统计，截至2024年9月国内在建/规划建设磷矿石产能达6525万吨，其中2024-2026年分别规划新增190、2285、3030万吨产能，其余产能将于2027年后陆续投产，其中2026年为磷矿石集中投产期。

图：我国磷矿新建产能或将于2026年后集中释放



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图：国内磷矿行业开工率走势（截至2024.08）



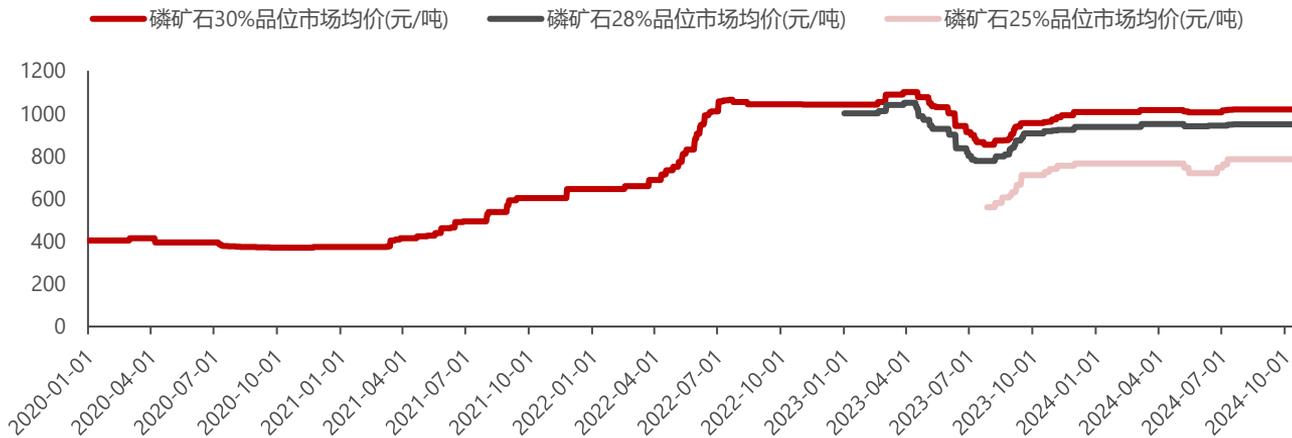
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

5.1 磷矿石：供需紧平衡，高景气度有望延续

➤ (3) 传统磷肥需求呈刚性特点，新能源磷酸铁锂对磷矿石需求有望增加

- 磷矿下游约60%为磷肥，近年来在极端天气、地缘政治、贸易保护主义等多因素扰动下，我国高度重视粮食安全，粮食种植面积持续增长，磷肥是三大传统单质肥之一，整体需求有望稳中有增。磷矿需求增量上，受益于新能源汽车快速发展，磷酸铁锂需求快速增长，2019-2023年期间磷酸铁锂国内需求从10.7万吨增长至170.0万吨，CAGR高达98.8%，目前磷酸铁锂在建和规划新建项目仍较多，随着这些项目的陆续投产，预计磷矿石在新能源领域的需求将会持续增长。

图：供需紧平衡下，2024年以来磷矿石价格维持高位运行（数据截至2024.10.15）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

5.1 磷矿石：供需紧平衡，高景气度有望延续

➤ (4) 投资建议

- 化工行业整体开工率仍然不高，其中有相对供给约束的高景气赛道仍然值得重点关注。磷矿石投产主要集中在2026年，我们认为2025年行业仍然保持供需紧平衡，磷矿石价格有望维持高景气，建议关注具备“采、选、加”一体化优势的大型磷化工企业：兴发集团、云图控股、云天化、川恒股份、川发龙蟒、新洋丰等。

➤ (5) 风险提示

- 磷矿投产节奏不及预期，矿业安全生产风险，下游需求不及预期等风险

表：重点公司盈利预测、估值与评级

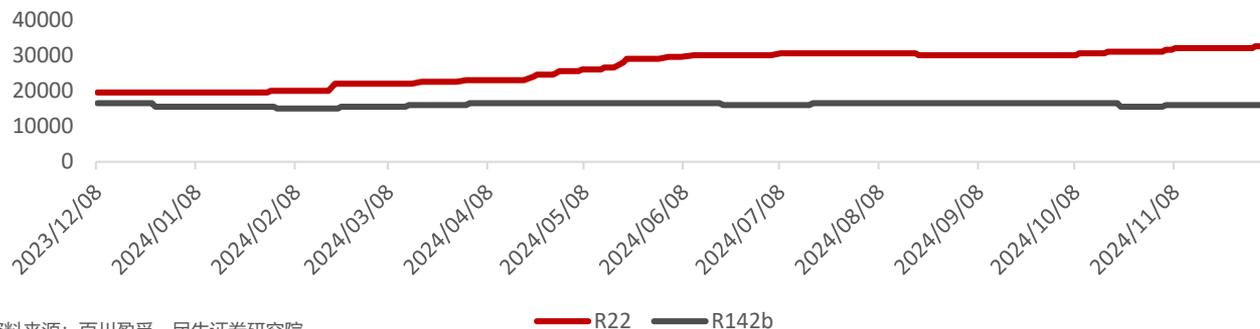
代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
002895	川恒股份	23.97	1.41	1.81	2.36	2.70	17	13	10	9	推荐
600141	兴发集团	22.01	1.23	1.60	2.11	2.32	18	14	10	9	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年12月23日收盘价）

5.2

制冷剂：第二代制冷剂配额将削减，价格有望高位保持

图：R22和R142b价格（元/吨）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

表：2025年各HCFCs配额（单位：吨）

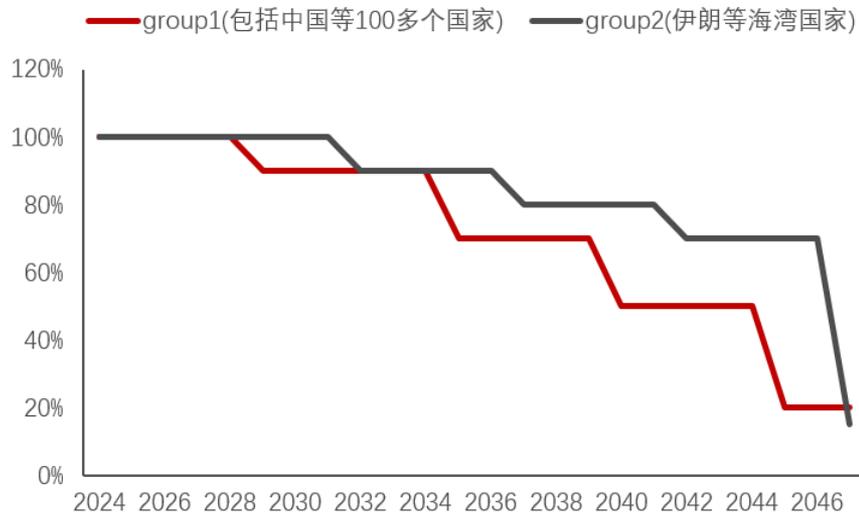
物质品种	2025年度生产配额	与2024年度相比生产配额削减	2025年度内用生产配额	与2024年度相比内用生产配额削减
HCFC-22	149068	32779	80862	31044
HCFC-141b	9157	11938	3395	7354
HCFC-142b	3360	5995	1240	4559
HCFC-123	1738	472	432	0
HCFC-124	250	57	100	39
HCFC-133a	0	0	0	0

资料来源：生态环保部，民生证券研究院

- 2025年，第二代制冷剂按照计划继续削减，根据生态环保部下发的《2025年度消耗臭氧层物质配额总量设定与分配方案（征求意见稿）》，2025年我国HCFCs的生产和使用量分别削减基线值的67.5%和73.2%。
- 供给持续收缩的背景下，据百川盈孚数据，自2024年10月初起，R22市场均价就已经上涨到30000元以上，需求最大的第二代制冷剂R22价格预计将继续走高。

5.2 制冷剂：第三代制冷剂配额趋紧

图：基加利修正案下分组国家HFCs淘汰时间



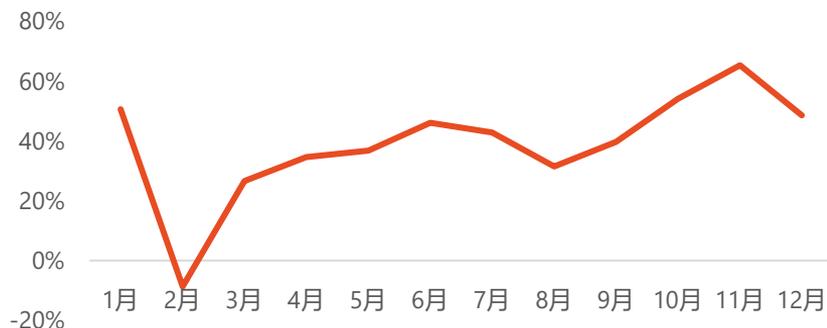
资料来源：EPA，民生证券研究院

- 按照基加利修正案，包括我国在内100多个国家从2024年起将受控用途的HFCs生产和使用冻结在基线水平，2029年起HFCs的生产和使用不超过基线的90%，2035年起不超过基线的70%，2040年不超过基线的50%，2045年不超过基线的20%；
- 根据生态环境部下发的《2025年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案（征求意见稿）》，在2024年配额基础上，2025年我国会增发R32生产配额4.5万吨，全部用于内用，避免潜在的R32市场供需失衡的风险。一方面，2025年增发的4.5万吨R32配额年化角度低于2024年下半年发放的3.5万吨临时配额（即年化7万吨），此举也能在一定程度上削减环保部临时配额的突发性风险；另一方面，假设明年的配额充足，龙头企业也可以释放安排合理的检修，维持市场价格的稳定。

5.2 制冷剂：下游需求表现强劲

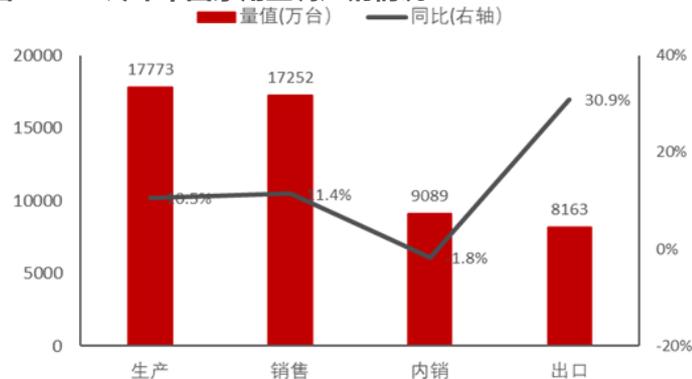
- 需求端，根据奥维云网的数据，我国作为全球主要的空调生产国，2024冷年共生产了1.78亿台空调，同比增长10.5%；销售1.73亿台空调，同比增长11.4%，销售结构上则是外销市场保持强势，外销总量0.82亿台空调，同比增长30.9%。而空调的内需排产同比增速在四季度预计转正，根据产业在线的数据，10月我国空调内销的排产同比增速为24.1%，预计11月、12月内销排产同比增速分别为18.5%和15%。

图：2024年家用空调出口排产增速（11、12月为预计值）



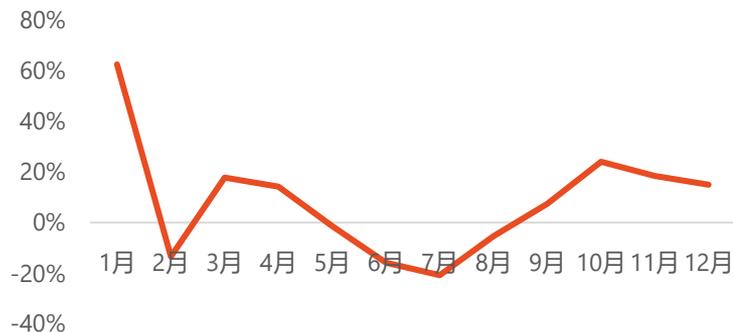
资料来源：产业在线，民生证券研究院

图：2024冷年中国家用空调产销情况



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图：2024年家用空调内销排产增速（11、12月为预计值）

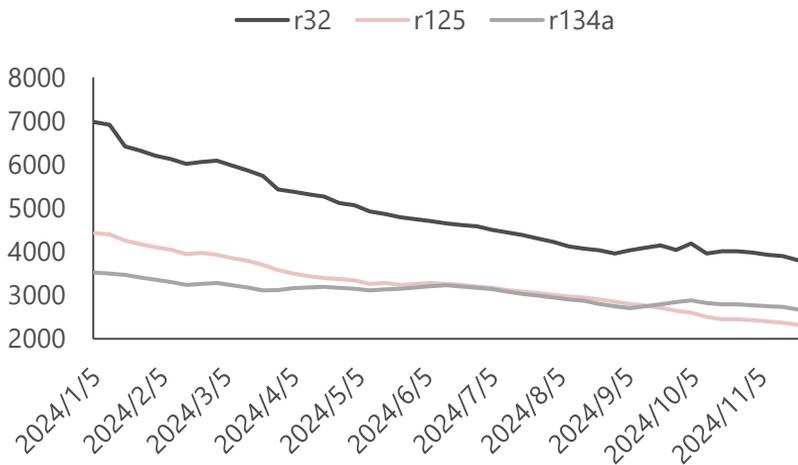


资料来源：产业在线，民生证券研究院

5.2 制冷剂：供需共振下，第三代制冷剂价格有望持续走高

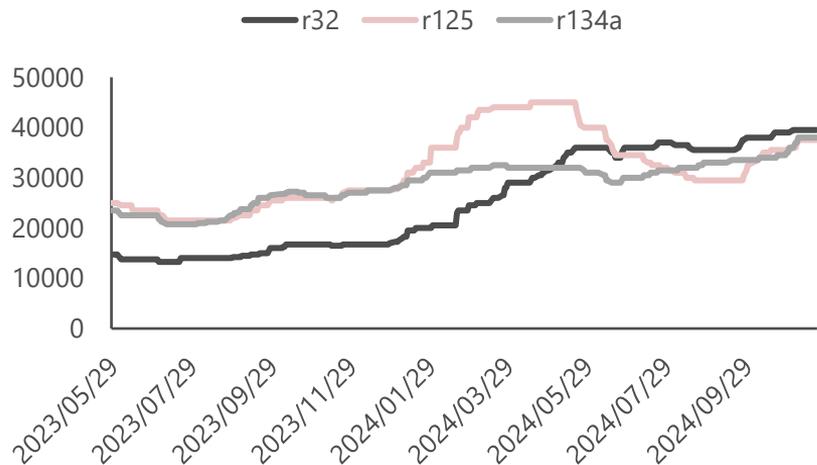
- 供给端强约束+需求端表现强劲，第三代制冷剂持续处于去库阶段，价格也有望持续走高。

图：第三代制冷剂工厂库存（吨）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图：第三代制冷剂价格（元/吨）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

5.2 制冷剂：供需共振，价格有望延续走高趋势

➤ 投资建议

- 在第二代及第三代制冷剂配额都趋紧，并且下游需求持续强劲的背景下，制冷剂价格有望延续走高趋势，建议关注制冷剂板块盈利能力较强以及氟化工领域有显著优势的企业：永和股份、三美股份、巨化股份、昊华科技等
- 风险提示：**（1）制冷剂社会库存去化不及预期；（2）下游地产、冰箱、空调需求不及预期。

表：重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
605020	永和股份	19.88	0.48	0.52	1.03	1.35	41	39	19	15	推荐
603379	三美股份	37.75	0.46	1.28	2.09	2.33	82	30	18	16	推荐
600160	巨化股份	24.00	0.35	0.74	1.17	1.49	69	32	21	16	推荐
600378	昊华科技	28.88	0.81	1.11	1.46	1.82	36	26	20	16	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年12月23日收盘价）

06. 风险提示



风险提示

- **相关政策力度、落地不及预期。**国内外行业政策对化工行业格局的影响较大，包括产业扶持、产能限制、出口配额、反倾销保护等，如果未来政策力度、落地不及预期，可能会影响行业内公司的盈利能力。
- **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。近年来受公共卫生事件、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，近年来国内外经济受疫情多方面因素的影响，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。**部分行业数据涉及研究员测算过程，或存在测算误差。

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



分析师 费晨洪

执业证号：S0100524080004

邮件：feichenhong@mszq.com



分析师 李家豪

执业证号：S0100524010002

邮件：lijiahao@mszq.com



分析师 刘隆基

执业证号：S0100524080006

邮件：liulongji@mszq.com



分析师 曾佳晨

执业证号：S0100524040002

邮件：zengjiachen@mszq.com



分析师 李金凤

执业证号：S0100524070003

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：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场1座10层 01室； 518048

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。