

投资评级：买入(首次)

红宝丽(002165)

目标价:7.2元

三大主业均有亮点, PO一体化龙头蓄势待发

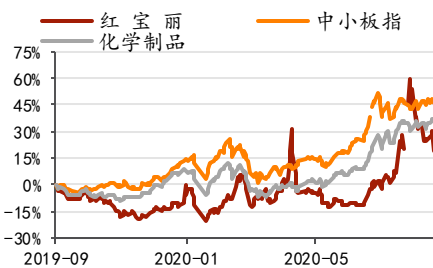
市场数据 2020-09-14

收盘价(元)	6.16
一年内最低/最高(元)	3.82/7.98
市盈率	36.0
市净率	2.3

基础数据

净资产收益率(%)	5.84
资产负债率(%)	58.8
总股本(亿股)	6.02

最近12月股价走势



联系信息

虞小波	分析师
SAC 证书编号: S0160518020001	
yuxb@ctsec.com	
路辛之	联系人
luxz@ctsec.com	

相关报告

● 市场认为红宝丽各项业务周期性较强, 近期也主要关注 PO、聚醚的涨价。我们认为公司的竞争优势被市场忽视, 公司目前三大主业聚醚、异丙醇胺、PO, 均是通过领先技术甚至国内唯一的生产工艺来构建竞争壁垒, 是这一体量的化工企业中少有的依靠自有技术驱动, 并能够跨行业成长的公司。

● 硬泡组合聚醚: 产品的差异化常被忽视, 公司在国内市占率稳居第一, 主要竞争优势包括: (1) 单体聚醚工艺先进, 种类较多; (2) 积极根据下游客户个性化需求研发, 提供技术支持和系统解决方案, 如快速脱模技术。随着公司全球竞争优势和市场地位的强化, 公司加工费模式也有盈利能力的增长空间, 毛利率有望持续提升。

● 异丙醇胺: 公司依靠全球领先的超临界法构建工艺、成本、规模和服务优势, 与陶氏、巴斯夫同台竞争。公司近年来异丙醇胺销量快速增长, 主要因三异和改性异丙醇胺在水泥外加剂领域优势显著, 正逐步替代三乙醇胺。此外, 公司也积极开发一异、二异新应用, 进一步扩大异丙醇胺业务综合竞争力。

● PO+DCP: 公司是全球除住友外唯一成功工业化 CHPPPO 工艺的企业。我们看好公司 CHPPPO 工艺的盈利能力, PO/SM 的 SM 利润已经难以保证, 而 HPPPO 在无稳定双氧水供应的前提下盈利能力仍然欠佳。从实际运行情况看, 公司负荷提升也较为顺利。公司利用中间品苜醇生产 DCP 不仅弥补了传统 DCP 工艺的缺点, 也省去了部分苜醇氨解回收反应, 节省物耗和能耗。我们判断公司已能创造性的从废弃物中分离出联粘, DCP 项目的盈利能力或将超预期。

● 投资建议: 我们预测公司 2020/21/22 年归母净利润 1.51/2.42/2.74 亿元, EPS 0.25/0.40/0.46 元, 对应现价 PE 23.0/14.3/12.6 倍。公司三大主业竞争优势显著, 自有技术的研发和转化能力较为稀缺, PO 投产使公司完成了产业链和利润体量的跨越。首次覆盖, 给予公司 2021 年 18 倍 PE, 给予目标价 7.2 元及“买入”评级。

风险提示: 聚醚、异丙醇胺需求不及预期, 新项目运行不及预期

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	2,467	2,383	2,557	2,780	2,950
增长率	13.6%	-3.4%	7.3%	8.7%	6.1%
归属母公司股东净利润(百万)	29	89	151	242	274
增长率	-28.9%	207.0%	69.0%	60.4%	13.4%
每股收益(元)	0.05	0.15	0.25	0.40	0.46
市盈率(倍)	119.3	38.8	23.0	14.3	12.6

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

内容目录

1、硬泡聚醚+异丙醇胺龙头，PO 投产打造一体化产业链	4
1.1 公司基本情况	4
1.2 公司财务表现	5
2、硬泡聚醚：需求超预期，公司竞争优势有望持续增强	7
2.1 需求持续增长供给具有壁垒，疫情推动价格快速上涨	7
2.2 国内硬泡组合聚醚龙头，盈利能力仍有增长空间	10
3、异丙醇胺：超临界法工艺先进，外加剂市场空间大	11
3.1 下游应用广泛，超临界法工艺先进	11
3.2 三异与改性异丙醇胺主要用于水泥助磨剂，有望逐步替代三乙醇胺	13
4、CHPPO+DCP 开启公司新征程	14
4.1 受制于技术未国产化，我国 PO 产能增长较慢，利润较高	14
4.2 看好公司 CHPPO 工艺盈利能力，且公司有技术输出的潜力	18
4.3 利用 PO 中间品苜醇生产的 DCP 或将超预期，公司已能分离联粘	20
5、盈利预测和投资建议	21

图表目录

图 1：公司产业链情况	5
图 2：公司股权结构	5
图 3：公司历史营业收入	6
图 4：公司历史归母净利润	6
图 5：公司毛利率和 PO 价格呈现一定的负相关关系	6
图 6：公司营业收入构成	7
图 7：公司毛利构成	7
图 8：我国聚氨酯软泡下游应用领域	8
图 9：我国聚氨酯硬泡下游应用领域	8
图 10：我国冰箱产量增长趋缓	8
图 11：我国冰箱出口量持续增长	8
图 12：我国冰柜产量持续增长	9
图 13：我国冰柜出口量持续增长	9
图 14：我国冷链物流市场规模快速增长	9
图 15：近五年单月冰箱产量（单位：万台）	10
图 16：近五年单月冰柜产量（单位：万台）	10
图 17：2020 年硬泡组合聚醚价格快速上涨	10
图 18：异丙醇胺生产路线	12
图 19：公司醇胺化学品及其用途	13
图 20：公司异丙醇胺销量测算	13
图 21：聚醚是我国 PO 的主要下游	15
图 22：我国 PO 需求增速较快	15
图 23：我国 PO 开工率较高	16
图 24：我国 PO 净进口量较多	16
图 25：氯醇法 PO 利润水平较高	17
图 26：CHPPO 工艺流程	18
图 27：SM 价差收窄较多	19
图 28：DCP 工艺流程	20
图 29：公司历史 PE-band	23

图 30：公司历史 PB-band 23

表 1：公司财务及预测数据摘要 1
表 2：公司发展历史 4
表 3：异丙醇胺生产工艺比较 12
表 4：水泥助磨剂分类 14
表 5：PO 各工艺路线比较 15
表 6：我国 PO 装置情况 16
表 7：氯醇法 PO 利润水平较高 17
表 8：未来三年拟建 PO 项目 17
表 9：SM 价差收窄较多 19
表 10：中国 DCP 产能 21
表 11：公司主营业务拆分 22
表 12：可比公司估值 22

市场认为红宝丽各项业务周期性较强，近期也主要关注 P0、聚醚的涨价。我们认为公司的竞争优势被市场忽视，公司目前三大主业聚醚、异丙醇胺、P0，均是通过技术领先甚至国内唯一的工艺技术优势来构建竞争壁垒，是这一体量的化工企业中少有的依靠自有技术驱动，并能够跨行业成长的公司。

1、硬泡聚醚+异丙醇胺龙头，P0 投产打造一体化产业链

1.1 公司基本情况

红宝丽前身为江苏省高淳县化工总厂泡沫分厂，1991 更名为南京市聚氨酯化工厂。公司成立时以硬泡组合聚醚为主业，2002 年成功研发异丙醇胺超临界法工艺，形成了硬泡组合聚醚+异丙醇胺的双主业。经过 20 余年发展，公司硬泡组合聚醚国内市占率第一，异丙醇胺规模世界第一，证明了技术水平和经营管理的优秀。随着规模的扩大，公司逐渐意识到原料环氧丙烷对进一步发展的制约。2015 年后，公司自主研发并成功建成了国内唯一一套 CHPP0 法 P0 装置，即将正式投产。公司不仅再次证明了自身强大的技术研发和工艺工程能力，新一轮发展空间也已经打开。

表 2：公司发展历史

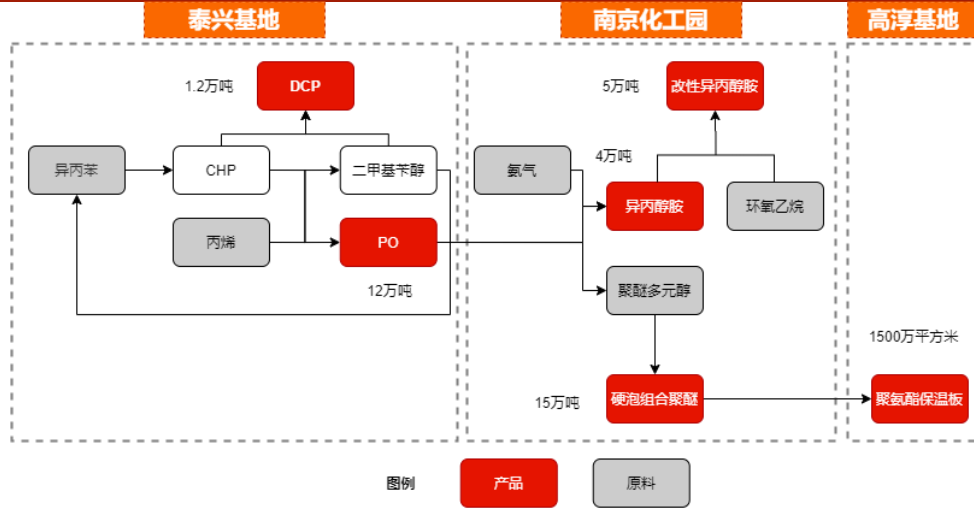
时间	事件
1987	芮敬功承包亏损严重的高淳县化工总厂泡沫分厂
1991.10	更名为南京市聚氨酯化工厂
1994.6	改制设立南京红宝丽股份有限公司
2002.11	获得超临界法合成异丙醇胺发明专利
2004	设立子公司宝淳化工，主营异丙醇胺的生产和销售
2007.9	深交所上市，扩产 5 万吨硬泡聚醚项目
2009.7	扩产 4 万吨异丙醇胺项目
2011.7	非公开发行股票，扩产 6 万吨硬泡聚醚项目
2011.10	100 万平方米聚氨酯保温板材生产线试生产成功，建设 1500 万平方米环保型高阻燃聚氨酯建筑保温板项目
2013.8	建设 3 万吨特种聚醚项目
2014.2	建设 5 万吨改性异丙醇胺项目
2016.6	非公开发行股票，建设 12 万吨环氧丙烷项目
2017.4	建设 2.4 万吨 DCP 项目
2019.1	12 万吨环氧丙烷项目试生产成功
2020.9	非公开发行股票，建设 12 万吨聚醚多元醇项目

数据来源：公司官网，财通证券研究所

公司目前主要产品为聚氨酯硬泡组合聚醚和异丙醇胺。在环氧丙烷投产后，公司打造了一条相对完整、具有突出竞争优势的环氧丙烷及衍生物(聚醚、异丙醇胺、

DCP) 一体化产业链。公司现拥有南京化工园、泰兴基地、高淳基地三大产业基地，拥有年产 15 万吨聚氨酯硬泡组合聚醚、3 万吨特种聚醚、4 万吨异丙醇胺、5 万吨改性异丙醇胺、1500 万平方米聚氨酯保温板产能以及即将正式投产的 12 万吨环氧丙烷 (PO) 和 2.4 万吨过氧化二异丙苯 (DCP) 产能。

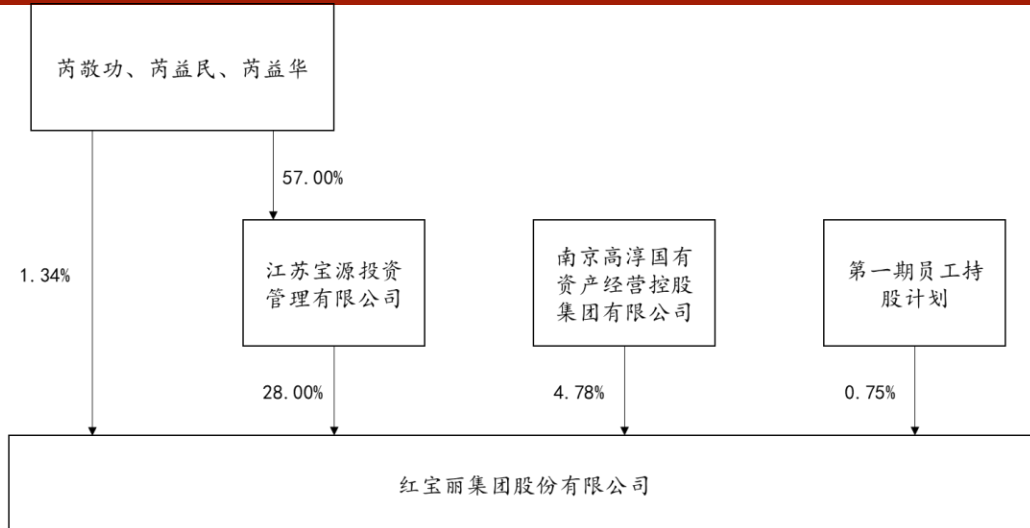
图 1：公司产业链情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司实际控制人为董事长芮敬功及一致行动人芮益民、芮益华，通过江苏宝源投资管理有限公司持股红宝丽 28% 股份。

图 2：公司股权结构



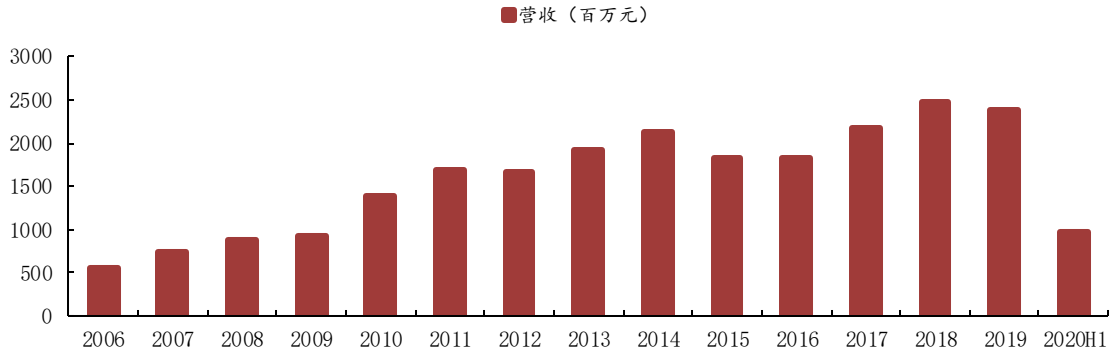
数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 公司财务表现

业绩受原材料价格波动影响，PO 投产后将有改善。自上市以来，公司产销量持续增长，营收保持上升趋势。2016 年之前公司净利润稳步增长（除 2013 年计提资产减值准备 4101 万元），2017、2018 年净利润有所下滑，主要因 2017、2018

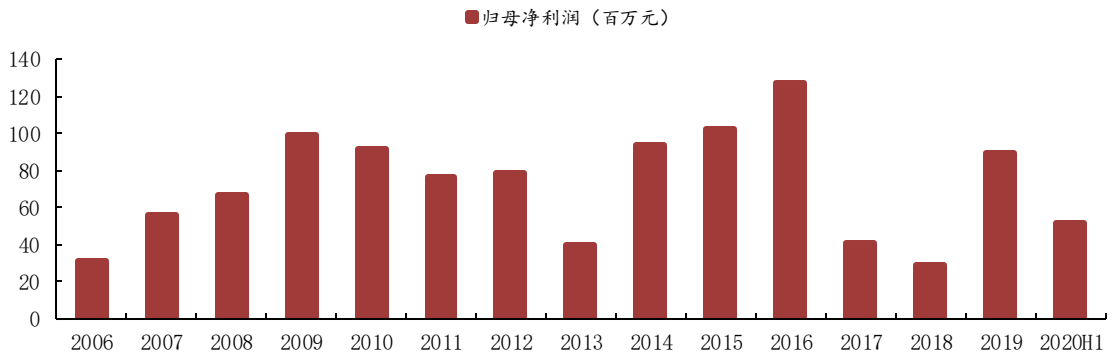
年原料价格上涨较多，而公司主要下游冰箱需求增长放缓。尽管公司通过加工费模式锁定利润，但毛利率仍受到影响。从历史情况看，公司毛利率和 PO 价格（也包括其他辅料）呈现一定的负相关关系，由此也可以看出公司向上游 PO 拓展产业链的重要性。

图 3：公司历史营业收入



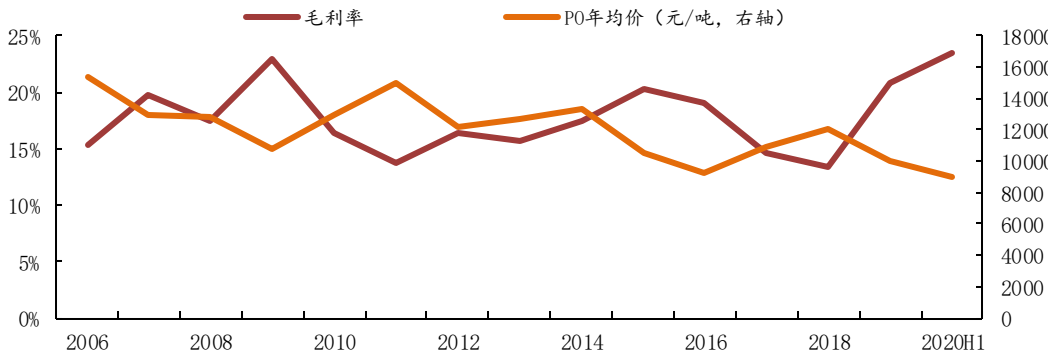
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 4：公司历史归母净利润



数据来源：Wind，财通证券研究所

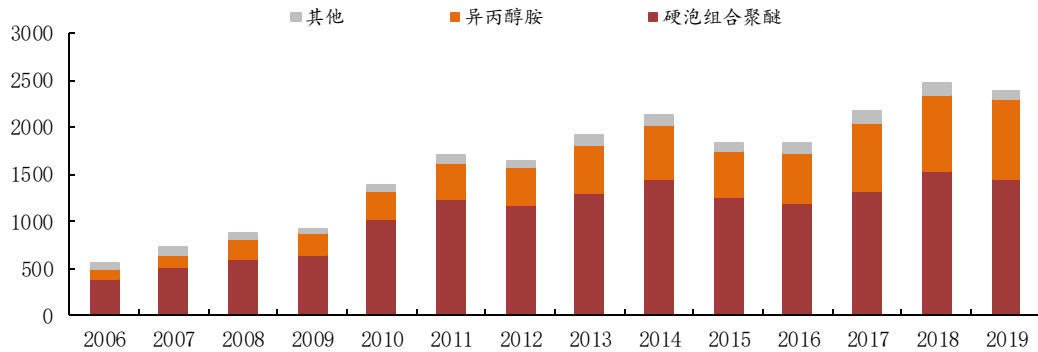
图 5：公司毛利率和 PO 价格呈现一定的负相关关系



数据来源：Wind，财通证券研究所

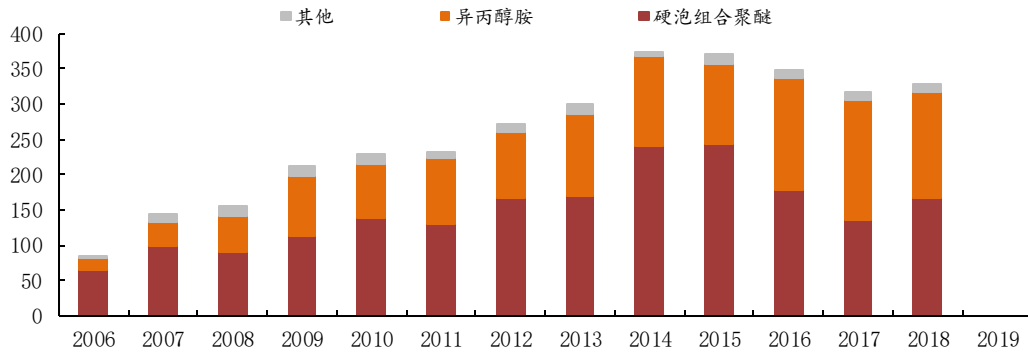
硬泡组合聚醚和异丙醇胺是公司主业，营收和毛利占比超过 95%。

图 6：公司营业收入构成



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 7：公司毛利构成



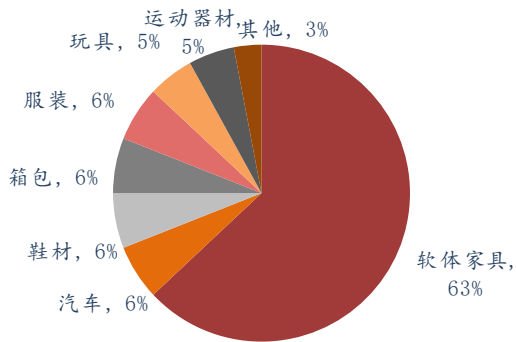
数据来源：Wind，财通证券研究所

2、硬泡聚醚：需求超预期，公司竞争优势有望持续增强

2.1 需求持续增长供给具有壁垒，疫情推动价格快速上涨

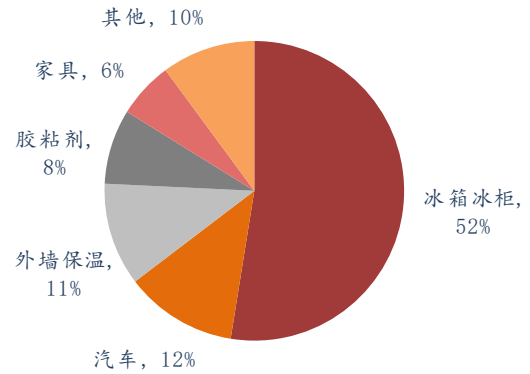
聚醚多元醇（简称聚醚）指在起始剂作用下，环氧乙烷（E0）、环氧丙烷（P0）开环聚合生成的聚合物。这样生产的聚醚也称为单体聚醚。由单体聚醚、催化剂、泡沫稳定剂、发泡剂、阻燃剂等原料组合而成的聚醚称为组合聚醚。我国 80%的聚醚多元醇用于聚氨酯领域，与异氰酸酯反应生产聚氨酯软泡、聚氨酯硬泡及 CASE 体系。其中，聚氨酯硬泡由聚氨酯硬泡组合聚醚（白料，红宝丽的主要产品）和聚合 MDI（黑料）发泡生产，主要下游为冰箱冰柜。

图 8：我国聚氨酯软泡下游应用领域



数据来源：卓创资讯，财通证券研究所

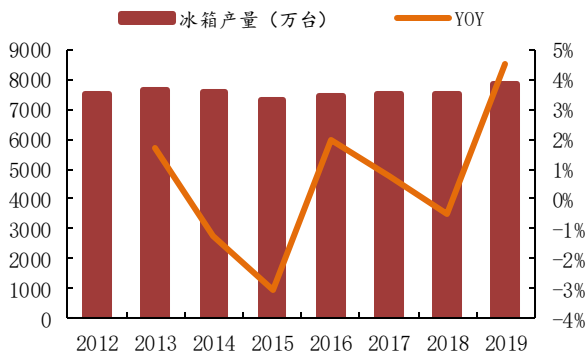
图 9：我国聚氨酯硬泡下游应用领域



数据来源：卓创资讯，财通证券研究所

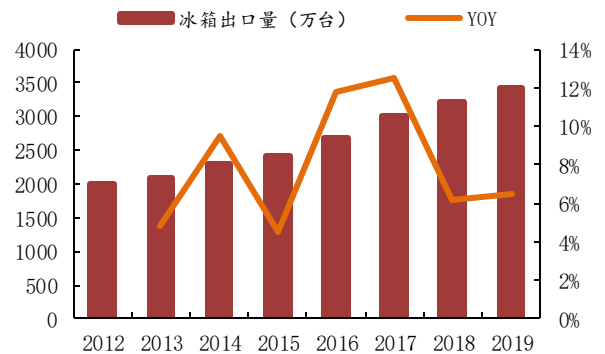
需求角度，硬泡聚醚主要下游冰箱和冰柜需求持续增长，其中冰箱增速趋缓，冰柜增长较快。我国冰箱产量增长趋缓，出口和内需升级是主要增量。2012 年以来由于我国冰箱普及率已经很高（城镇、农村居民平均每百户冰箱拥有量分别达到 102.5、98.60 台，日本为 106.3 台），增量主要由出口带动，内需则进入产品替换和升级阶段，比如对多门、大容积、节能冰箱的需求。冷链物流带动冰柜产量快速增长。全球电商的发展带来农产品、生鲜、乳制品等订单数量增多，对冷链物流中冷库、冷藏车、冷柜等运输工具需求快速增长。根据中国物流与采购联合会数据，我国冷链物流市场年均增速超过 15%。目前我国冷藏车保有量约 13.4 万辆，占货运汽车的比例仅为 0.3%，而美国、德国这一比例为 1%-3%，市场尚有较大提升空间。冷链物流带动下，我国冰柜产量和出口量持续增长。

图 10：我国冰箱产量增长趋缓



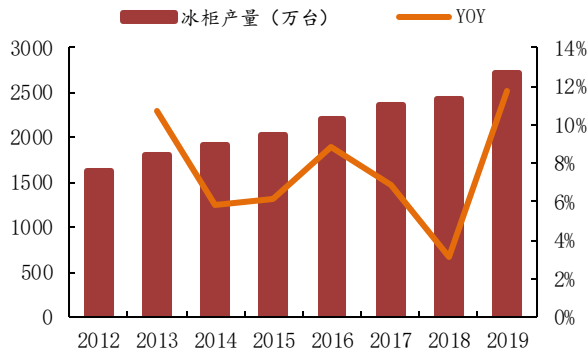
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图 11：我国冰箱出口量持续增长



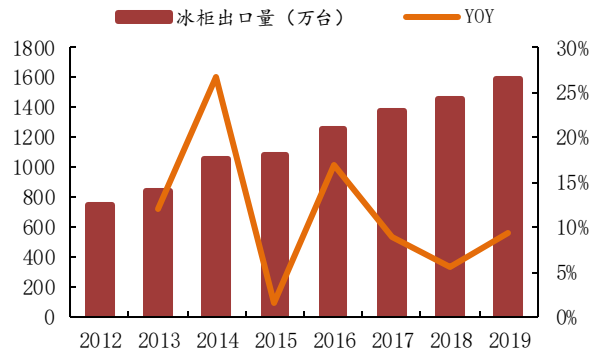
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图 12：我国冰柜产量持续增长



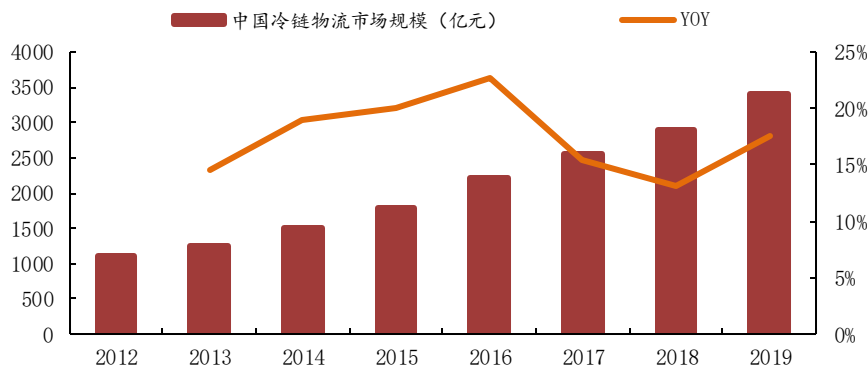
数据来源：产业在线，财通证券研究所

图 13：我国冰柜出口量持续增长



数据来源：产业在线，财通证券研究所

图 14：我国冷链物流市场规模快速增长



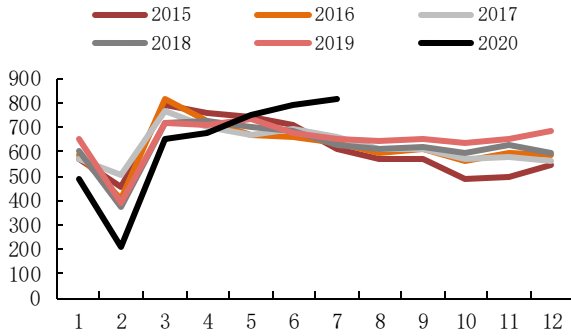
数据来源：中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会，财通证券研究所

供给角度，单体聚醚小产能的关停以及硬泡组合聚醚本身的差异化决定了行业有效产能偏紧，行业龙头的竞争优势有望持续增强。首先，我国聚醚厂商主要集中在华东、华南地区，众多中小单体聚醚企业未在园区内。近几年，国家加大对化工园区及化工企业管控，受限于资金实力、技术及工艺水平等方面因素，这些中小聚醚企业在环保、安全生产等方面已无法满足日趋严格的监管要求，尤其是响水事故后停工停产较多。其次，聚醚并非标准化产品，硬泡组合聚醚行业壁垒较高。不同的起始剂、不同的 PO 接挂数量可以得到不同牌号的单体聚醚，其羟值、粘度、外观、含水量和应用领域均不相同。组合聚醚是典型的“配方型”产品，配方中各个原材料的添加量和比例均有调整空间。由于异氰酸酯是同质的，聚氨酯的最终性能基本全由组合聚醚决定。由于我国冰箱冰柜行业较为集中，且企业存在持续的产品升级、节能、降本增效等个性化需求，其对硬泡组合聚醚企业的产品创新能力和服务能力等方面要求较高，行业龙头的竞争优势有望持续增强。

疫情影响消费方式和产业链，2020 年硬泡聚醚需求超预期。全球疫情下囤积食品和冷链运输需求大幅增长，同时国外供应链受影响较大，我国冰箱冰柜 Q2 产销数据连创新高。其中冰箱 7 月产量 814.7 万台(同比+25%)，冰柜 7 月产量 331.9

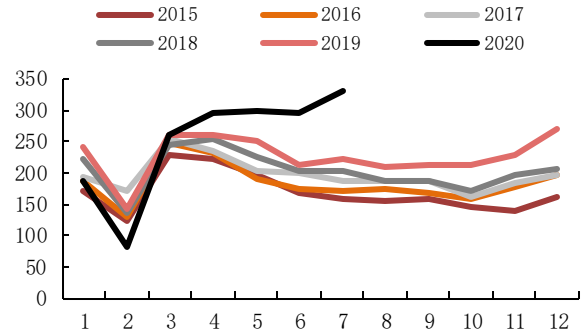
万台（同比+50%），均为单月历史新高。

图 15：近五年单月冰箱产量（单位：万台）



数据来源：产业在线，财通证券研究所

图 16：近五年单月冰柜产量（单位：万台）



数据来源：产业在线，财通证券研究所

受此影响，5 月后硬泡聚醚多元醇价格快速上涨，从不足 8000 元/吨上涨至目前的 12800 元/吨，且仍在持续上涨。

图 17：2020 年硬泡组合聚醚价格快速上涨



数据来源：Wind，财通证券研究所

2.2 国内硬泡组合聚醚龙头，盈利能力仍有增长空间

公司是国内硬泡组合聚醚领导者，与博西华、伊莱克斯、惠而浦、三星、LG、美的、海信、三菱、奥马、创维、晶弘、TCL、中集、中远等国内外冰箱、冰柜、集装箱生产企业建立了长期合作关系，市占率连续多年行业第一，为工信部认定的国内硬泡组合聚醚市场单项冠军企业。公司目前硬泡组合聚醚销量约 12 万吨，国内硬泡聚醚总市占率约 13%，冰箱冰柜领域聚醚市占率超过 25%。

公司硬泡组合聚醚主要竞争优势包括：

(1) 单体聚醚工艺先进，种类较多。除了可以向周边采购的通用聚醚外，公司采用间歇法合成单体聚醚，拥有蔗糖、山梨醇、季戊四醇、甘油等多个起始剂，共计 30 余种牌号的单体聚醚，满足下游大客户的个性化需求。同时，公司开发

了固液相强制混合技术，辅之以 DCS 集散控制系统技术进行工艺精密控制，保证聚合反应的均匀性与完全性，合成出的聚醚产品分子量分布极窄，大大提高了聚醚的有效官能度，调配出的组合聚醚性能较为优异。

(2) 积极根据下游客户个性化需求研发，提供技术支持和系统解决方案。公司在各大客户处均有办事处，与客户合作研发，为客户产品升级、降本增效。如公司开发的快速脱模技术，大幅缩短脱模时间，提高生产效率。硬质聚氨酯泡沫通常以浇筑方式加入到冰箱或冰柜箱体的中间夹层，为保证浇注熟化后冰箱制品整体的平整度，需要较长的脱模时间。脱模时间是影响聚氨酯产品生产效率的主要因素，冰箱冰柜生产商为提高生产效率、降低成本，迫切需要缩短脱模时间。公司深入研究这一聚氨酯硬泡的关键指标，从 1990 年的 15 分钟到 2009 年的 3 分钟再到 2019 年的 90 秒，公司一直走在全球前列（目前国内脱模时间一般在 160-170 秒）。

由于公司硬泡组合聚醚与主要客户采取“PO 上月均价*系数+加工费”的定价模式，市场可能认为公司盈利能力维持稳定，仅有量增长的逻辑。我们认为，随着公司竞争优势和市场地位的强化，盈利能力也有增长空间：(1) 随着公司不断开拓国内外客户和合作研发的深入，公司对下游大客户的议价权将有所提高，加工费基数提高；(2) 即使加工费固定，公司也可以通过领先市场的研发提供综合解决方案，根据市场价格在一定范围内调配各原材料用量（而保证产品品质）。公司 2019 年后毛利率的提高不仅是因为原料价格的下滑，历史新高的毛利率也应当包含了公司创新能力、竞争优势的增强。

募投项目有望进一步提高公司竞争优势。9 月 3 日，公司发布非公开发行股票预案，拟募资不超过 50886.88 万元，全部用于 12 万吨聚醚多元醇项目。这一项目的背景一是江苏周边供应单体聚醚的企业停工停产较多，公司自身单体聚醚产能已趋于满负荷，二是公司可以进一步扩大聚醚品类，如 CASE 聚醚，高回弹聚醚等，强化竞争优势。

3、异丙醇胺：超临界法工艺先进，外加剂市场空间大

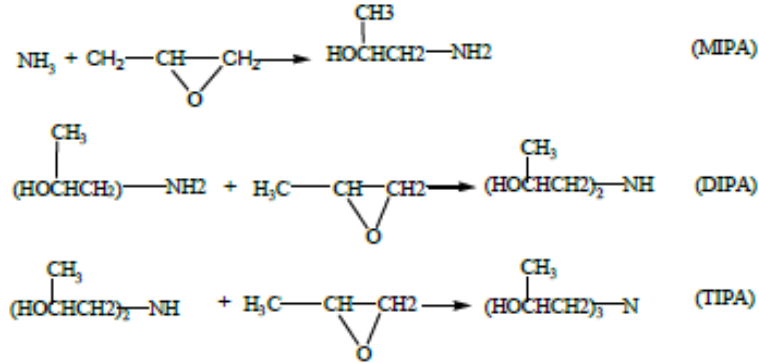
3.1 下游应用广泛，超临界法工艺先进

异丙醇胺包括一异丙醇胺、二异丙醇胺、三异丙醇胺和改性异丙醇胺（乙二醇单异丙醇胺、羟乙基二异丙醇胺等），是具有氨基和醇性羟基的醇胺类化合物，具有胺和醇的综合性能，广泛应用于合成表面活性剂、工业与民用清洗剂、石油天然气炼制中的脱硫剂、医药农药中间体、钛白粉、金属切削、电子清洗、水泥外加剂、固化剂等行业。其中，一异丙醇胺(MIPA)主要用于工业用洗涤剂和表面活

性剂；二异丙醇胺 (DIPA) 主要用于酸性有毒气体的吸收剂；三异丙醇胺 (TIPA) 和二乙醇单异丙醇胺 (DEIPA) 主要用于水泥助磨剂。相比另一常用的醇胺类产品乙醇胺，异丙醇胺毒性小、腐蚀性小、安全无副作用且环保，发展前景更为广阔。

异丙醇胺传统工艺为 PO 和氨水进行液相连串反应，反应在低压下间歇式进行，依次生成 MIPA、DIPA 和 TIPA，反应产物为三种异丙醇胺的混合物。

图 18：异丙醇胺生产路线



数据来源：《非均相催化合成异丙醇胺工艺研究》，财通证券研究所

之所以选择氨水，是因为 PO 和纯液氨在无催化剂条件下几乎不反应，水起到催化作用。但这一方法具有两个缺点：一是反应不完全、MIPA 收率较低、产物杂质多，二是反应结束后的脱水工序能耗高。随着工艺和装置的进步，连续高压法和超临界法技术依次出现。两者均在更高的温度和压强下压缩了氨水中水的含量，单套装置规模、反应效率和产物纯度提高。

表 3：异丙醇胺生产工艺比较

反应条件	常压法	连续高压法	超临界法
氨水浓度	25%左右	45%-85%	94%-98%
反应压力	常压或低压	8Mpa 以上	15-25MPa
反应温度	不高于 80°C	55-160°C	140-200°C
优势	反应条件简单	反应速率快；除水耗能小；反应装置体积小；单套装置产能可达万吨	反应速度快；产品纯度高，除水耗能更小；反应装置体积小；单套装置产能大，可达数万吨
劣势	反应完成除水耗能大；反应速率慢；反应装置体积大	需要在耐高压装置中进行	需要在耐超高压装置中进行

数据来源：《非均相催化合成异丙醇胺工艺研究》，财通证券研究所

由于反应器压力高，超临界法工艺具有较高壁垒，除红宝丽外，国内尚无规模化的全系列异丙醇胺生产企业，全球仅陶氏、巴斯夫等十几家公司能够生产异丙醇胺。公司拥有自主知识产权的超临界法工艺，拥有异丙醇胺产能 4 万吨，单套装

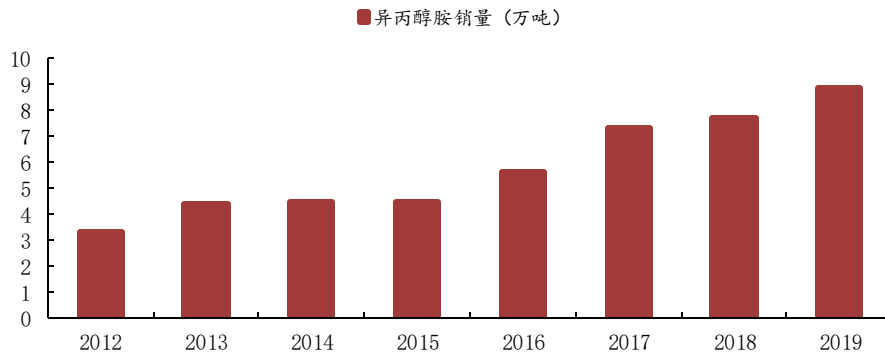
置规模超过陶氏和巴斯夫, 另有二乙醇单异丙醇胺(改性异丙醇胺)产能 5 万吨。根据我们测算, 公司 2015 年后异丙醇胺产销量快速增长, 主要来自于三异丙醇胺和二乙醇单异丙醇胺的增长。

图 19: 公司醇胺化学品及其用途



数据来源: 公司官网, 财通证券研究所

图 20: 公司异丙醇胺销量测算



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所
注: 根据公司年报自行测算, 与实际情况有差异

3.2 三异与改性异丙醇胺主要用于水泥助磨剂, 有望逐步替代三乙醇胺

三乙醇胺 (TEA)、三异丙醇胺 (TIPA)、二乙醇单异丙醇 (DEIPA) 均属于三羟烷基叔胺小分子化合物, 具有类似的结构和性能。三者最大应用领域在水泥助磨剂, 目前该市场仍以三乙醇胺为主。相比三乙醇胺, 三异丙醇胺和二乙醇单异丙醇在性能上具有优势, 且价格相差不大 (均在 8000-10000 元/吨), 有望逐步替代。

水泥助磨剂指在水泥熟料的粉磨过程中加入, 能够显著提高粉磨效率或降低能耗, 而又不损害水泥性能的物质。GB175-2007《通用硅酸盐水泥国家标准》规定, 其加入量应不超过水泥质量的 0.5%。助磨剂主要为表面活性剂, 能够降低磨粉表

面能，提高磨粉流动性，提高粉磨效率。有些助磨剂也能增强水泥的早期和后期强度。

表 4：水泥助磨剂分类

分类	常用助磨剂	
液体	醇类	甲醇、乙二醇、丙二醇
	胺类	三乙醇胺、三异丙醇胺、二乙醇单异丙醇胺
	不饱和脂肪酸类	油酸、硬脂酸
	有机酸盐	木质素磺酸盐
固体	滑石粉、粉煤灰、焦炭	

数据来源：《助磨剂及其应用前景》，财通证券研究所

在生产高标号水泥中，能够提升水泥早期和后期强度的胺类被广泛使用。相比三乙醇胺，三异丙醇胺和二乙醇单异丙醇胺在后期强度上优势明显。研究表明，三乙醇胺通过促进 C_3A （铝酸三钙）水化、延缓 C_3S （硅酸三钙）水化，即改变水泥的早期凝结特性提高早期强度，因此三乙醇胺具有缓凝作用，且对后期强度几乎无影响（超量反而会降低后期强度）；而三异丙醇胺和二乙醇单异丙醇胺通过促进较难水化的 C_4AF （铁铝酸四钙）的水化及分散性提高早期强度，因此也能提高后期强度。实验表明，早期强度 $DEIPA>TEA>TIPA$ ，后期强度 $TIPA>DEIPA>TEA$ 。

随着水泥行业节能减排要求提高以及对水泥外加剂认识的深化，异丙醇胺将逐步替代部分乙醇胺市场，公司作为具有工艺、成本、规模和服务优势的龙头企业有望充分受益。

除了两个主导产品外，公司也积极开发一异、二异新应用，包括半导体材料清洗剂、洗手液、固化剂等，进一步扩大异丙醇胺业务综合竞争力。

4、CHPPO+DCP 开启公司新征程

由于公司每年 PO 需要量超过 13 万吨，而历史上 PO 价格波动较大，尽管公司通过成本加成定价来尽量规避原材料成本波动，但在极端行情中仍然较为被动。基于原料供给安全和延伸产业链价值的考虑，公司从 2015 年开始在江苏泰兴投资 13.9 亿元建设 12 万吨 PO 项目。项目采用公司自主研发的异丙苯过氧化氢(CHPPO)工艺，于 2019 年初试生产成功，但竣工验收进度受响水事件及疫情影响有所延后。2020 年 7 月，该项目正式通过竣工安全验收。由此，公司产业链完整度和利润体量均跨入新发展阶段。

4.1 受制于技术未国产化，我国 PO 产能增长较慢，利润较高

PO 是少有的多工艺路线且仍有新工艺路线出现的主流化工品。PO 生产方法有氯醇法、过氧化氢氧化法(HPPO)、共氧化法(PO/SM、PO/TBA、异丙苯氧化法(CHPPO))和直接氧化法，其中氯醇法和共氧化法是当前主要生产方法，约占 PO 全球产量

的 90%。

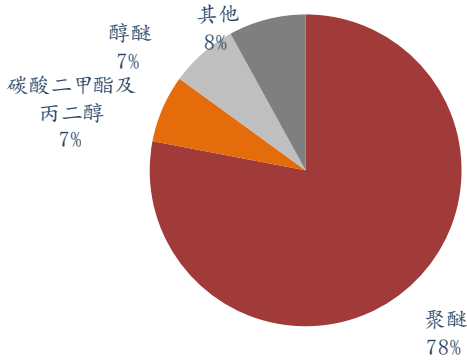
表 5：PO 各工艺路线比较

工艺名称	优点	缺点
氯醇法	1 工艺成熟，流程简单 2 投资少，有成本竞争力	1 耗水量大，氯气有环保压力 2 产生大量废水，COD 高难处理 3 产生的次氯酸对设备腐蚀严重
共氧化法 (PO/SM、 PO/TBA)	1 克服了氯醇法腐蚀、废水量大的缺点 2 副产品分摊成本	1 工艺流程长 2 每 1tPO 联产 2.2~2.5t 苯乙烯或 2.3t 叔丁醇，受市场因素制约 3 装置造价高
异丙苯氧化法 (CHPP0)	1 与氯醇法相比：不需要氯气；废水少 2 与共氧法相比：异丙苯循环使用，无副产品；装置投资较少	1 催化剂和反应器研发难度较大 2 生产过程中产生 α -甲基苯乙烯，需要妥善回收
过氧化氢氧化 法 (HPP0)	1 产品收率高，无副产品 2 环境污染较少	1 高浓度双氧水生产具有较高壁垒
直接氧化法	1 清洁、原子有效利用率高 2 工艺流程短，无副产品	1 催化剂和工艺欠成熟，转化率和选择性不高

数据来源：《环氧丙烷生产工艺的发展现状》，财通证券研究所

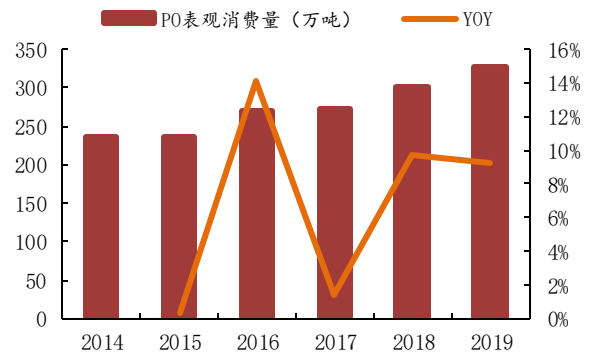
我国 PO 主要下游为聚醚、碳酸二甲酯与醇醚，其中聚醚占比接近 80%。随着聚氨酯制品需求增长（除了上文所述硬泡聚醚外，软泡聚醚和 CASE 聚醚也在持续增长），我国 PO 需求有望持续增长。按照表需计算，过去 5 年我国 PO 需求 CAGR 约 6.8%。

图 21：聚醚是我国 PO 的主要下游



数据来源：隆众资讯，财通证券研究所

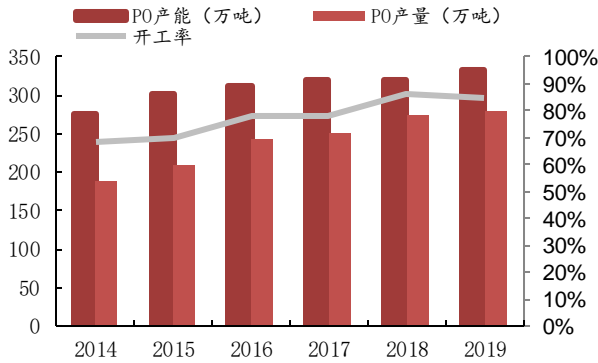
图 22：我国 PO 需求增速较快



数据来源：隆众资讯，财通证券研究所

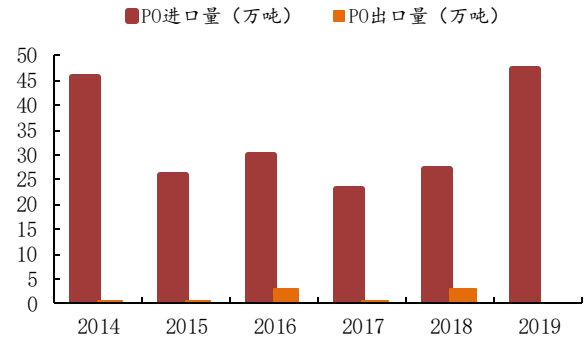
但与此同时，过去几年我国 PO 产能增速却相对较少。究其原因，除了要逐步淘汰的氯醇法外，其他所有技术路线我国均没有成熟的国产化工艺包，强如万华和镇海，也是分别使用了亨斯迈（授权）和 Lyondell（合建）的技术，而且技术授权情况比较少，主要采用合建形式，外企并不会大规模扩张。因此我国 PO 产能增长一直是被压制的。近几年我国 PO 开工率逐步提高，净进口量也维持在 25-50 万吨之间，行业整体维持紧平衡状态。

图 23：我国 PO 开工率较高



数据来源：隆众资讯，财通证券研究所

图 24：我国 PO 净进口量较多



数据来源：隆众资讯，财通证券研究所

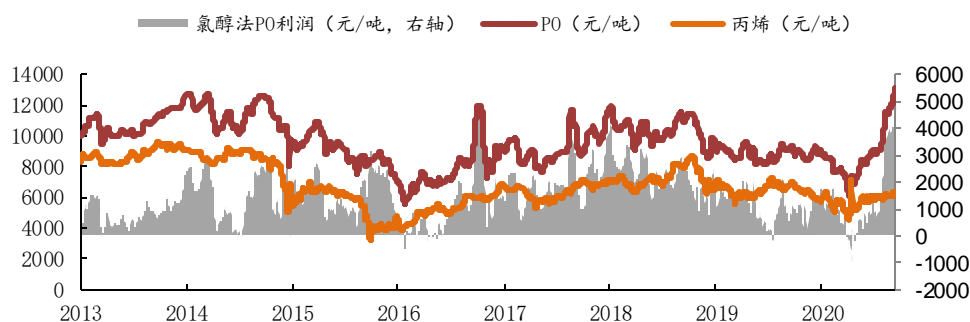
表 6：我国 PO 装置情况

公司	产能 (万吨)	工艺
山东鑫岳	35	氯醇法
滨化股份	28	氯醇法
山东三岳	24	氯醇法
山东金岭	16	氯醇法
天津大沽	15	氯醇法
航锦科技	12	氯醇法
山东大泽	10	氯醇法
金浦锦湖	8	氯醇法
东营华泰	8	氯醇法
石大胜华	7	氯醇法
福华工贸	5	氯醇法
中海精细	6.2	氯醇法
中海壳牌	29	PO/SM
镇海炼化	28.5	PO/SM
万华化学	24	PO/MTBE
金陵亨斯迈	24	PO/MTBE
吉林神华	30	HPPO
中石化长岭	10	HPPO
红宝丽	12	CHPP0
合计	331.7	

数据来源：隆众资讯，财通证券研究所

供需紧平衡的具体表现，一是 PO 价格波动较大，停产或突发事件很容易引起价格暴涨；二是行业利润整体处于较高水平，以氯醇法计算，2013 年至今平均利润 1474 元/吨，每年均保持不错的利润水平。在聚氨酯产业链中，PO 被称为“常青树”，其利润水平仅次于壁垒极高的 MDI。近期在聚醚涨价的带动下，PO 价格和利润也出现了快速上涨，目前单吨利润接近 5000 元/吨。

图 25：氯醇法 PO 利润水平较高



数据来源：Wind，财通证券研究所

表 7：氯醇法 PO 利润水平较高

单位：元/吨	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2013 至今
氯醇法 PO 利润	880	1554	1607	1100	1994	2245	1098	1241	1474

数据来源：Wind，财通证券研究所

当然，类似所有的高利润产品，PO 未来三年也将迎来大规模的产能扩张，拟建产能几乎与现有产能相当。我们认为，PO/SM 和 HPPO 在技术、建设难度和配套要求上均较高，且盈利能力仍需获得证明（后文详细说明）。除了几个上市公司和大型炼化项目外，其余拟建产能释放需要时间验证。比如蓝色星球的 HPPO 项目 2015 年开工，目前仍未有明确投产消息。

表 8：未来三年拟建 PO 项目

公司	产能	工艺	投产时间
中信国安	8	PO/SM	2020
中化泉州	30	PO/SM	2020
中海壳牌	30	PO/SM	2020
古雷石化	20	PO/SM	2020
天津大沽	20	PO/SM	2021
万华化学	30	PO/SM	2021
江苏富强	20	HPPO	2021
怡达股份	15	HPPO	2021
盛虹炼化	20	PO/SM	2021
中石化天津	15	CHP	2022
齐翔腾达	30	HPPO	2022
镇海石化	30	PO/SM	2022
蓝色星球	40	HPPO	?
合计	308		

数据来源：财通证券研究所

4.2 看好公司 CHPP0 工艺盈利能力，且公司有技术输出的潜力

CHPP0 工艺由日本住友化学首次工业化，住友依次于 2003、2008 年在日本、沙特建成 20 万吨 CHPP0 装置，并向韩国 S-OIL 授权技术，已于 2018 年建成投产。该工艺技术难度较大，且住友对技术封锁较严，除了上述三套装置，在红宝丽投产前全球并无其他工业化的 CHPP0 装置。

CHPP0 本质上是改良的共氧化法，用异丙苯代替乙苯，实现了异丙苯的循环使用而无需联产其他产品。其具体工艺流程包括：

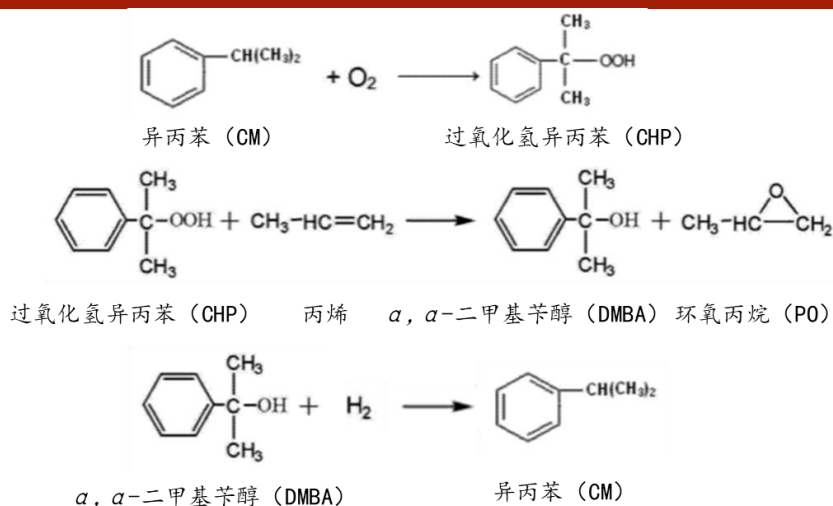
(1) 异丙苯 (CM) 经空气氧化生成过氧化氢异丙苯 (CHP)。这一步是非常成熟的工艺，也用于苯酚/丙酮的生产中。

(2) CHP 与丙烯在催化剂作用下反应生成 PO 和 α, α -二甲基苄醇 (DMBA)。这一步是 CHPP0 的主反应，需要过量丙烯 (提高转化率)、钛硅分子筛催化剂、固定床反应器以及换热器冷却 (防止 CHP 过热分解)，装置和工艺难度较大。

(3) DMBA 在催化剂作用下氢解转化为 CM，完成反应循环。这一步主要考验催化剂和载体，难度也较大。

其中，流程 (3) 具有一定的灵活性，可根据实际情况调整产物结构。DMBA 不一定全部氢解回收，也可以与 CHP 反应生成过氧化二异丙苯 (DCP)，即向有联产的共氧化法转化。异丙苯可回收以及是否回收的灵活选择，是 CHPP0 工艺的核心优势。

图 26：CHPP0 工艺流程

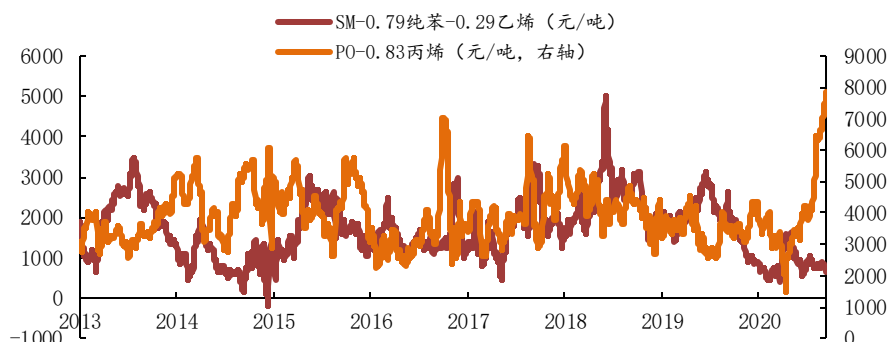


数据来源：《国内异丙苯过氧化氢制备环氧丙烷工业化技术进展》，财通证券研究所

由于 CHPP0 本质上也是共氧化法，因此很适合与 PO/SM 比较。PO/SM 的利润来自于两部分：丙烯制 PO 和乙苯 (或苯+乙烯) 制 SM。由于我国民营炼化基本都会配套 SM 装置，近期 SM 利润被大幅压缩。2020 年至今 SM 价差 (SM-0.79 纯苯-0.29

乙烯) 仅为 872 元, 这意味着非一体化 SM 装置已经开始亏损 (非一体化 SM 装置加工费约 900-1000 元/吨)。

图 27: SM 价差收窄较多



数据来源: Wind, 财通证券研究所

表 9: SM 价差收窄较多

单位: 元/吨	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
SM-0.79 纯苯-0.29 乙烯	2045	923	1802	1498	1728	2455	1938	872
PO-0.83 丙烯	3501	4424	4392	3412	3985	4278	3466	3927

数据来源: Wind, 财通证券研究所

由此可见, 在 SM 盈利不佳的情况下, 相比于投资额更高且需要靠近炼厂的 PO/SM, CHPP0 法更有优势, 无需考虑 SM 的销售问题。

而另一主要竞争路线 HPP0, 其盈利能力仍需得到证明。目前国内现有两套 HPP0 装置开工不顺: 中石化长岭 10 万吨为自有技术, 催化剂存在一定问题; 吉林神华与赢创、蒂森克虏伯共建, 依靠赢创供应双氧水 (利润被分走较多), 目前仍长期停车中。当然, HPP0 装置在国外也有成功运行的案例, 工艺本身没有缺陷, 关键是需要获得赢创高纯度双氧水产线的授权。可以预见, 除非大公司和大项目的合作, 赢创很难在中国授权最先进的产线。

近期新投产的韩国 S-OIL CHPP0 装置显示 CHPP0 工艺的竞争力, 其于 2018 年下半年投产后运行顺利, 每月出口中国接近 1 万吨。此外, 2020 年 7 月 16 日中石化天津 15 万吨 CHPP0 项目开工, 该项目是中国石化“十条龙”攻关项目, 可见中石化内部也把 CHPP0 视作比较有潜力的新工艺。

因此, 我们看好公司 CHPP0 工艺的盈利能力。PO/SM 的 SM 利润已经难以保证, 而 HPP0 在无稳定双氧水供应的前提下盈利能力仍然欠佳。从实际运行情况看, 公司在 19 年初试生产后一直在提升负荷, 今年 7、8 月份实现高负荷稳定运行, 正式投产后还有进一步优化空间。

此外, 正如我们上文提到的, 没有成熟高效的国产工艺包是中国 PO 行业发展的

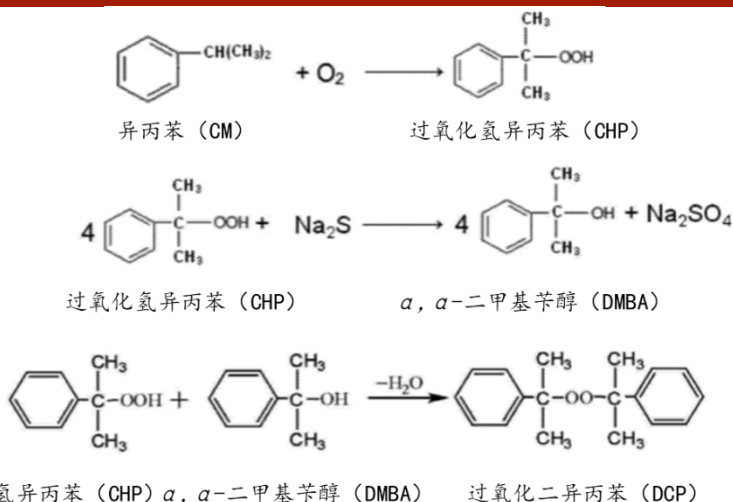
一大阻碍。考虑到 CHPPO 的优势，红宝丽在自身项目成功运行的前提下未来存在技术输出的潜力，有望分享我国 PO 技术国产化的时代红利。

4.3 利用 PO 中间品苧醇生产的 DCP 或将超预期，公司已能分离联粘

过氧化二异丙苯（DCP）又名过氧化二枯茗，是性能优良的有机过氧化物。DCP 可以使聚合物具有三维结构，改善聚合物的物理性质，提高聚合物的抗热性、耐化学性、耐压性、抗裂性及机械强度，主要用于高分子材料的硫化剂、交联剂、固化剂、阻燃添加剂。EPS 引发、高压电缆、制鞋是 DCP 的主要应用领域，电网升级、海上风电等需求为 DCP 带来较大增长空间。

目前较为成熟的 DCP 工业生产流程为：异丙苯（CM）经空气氧化生成过氧化氢异丙苯（CHP），生成的 CHP 一部分用硫化钠水溶液还原生成 α, α -二甲基苧醇（DMBA），另一部分与 DMBA 发生缩合脱水反应生成 DCP。这一方法中硫化钠还原制备 DMBA 为间歇操作，还原后废水量大，还会挥发出硫化氢气体，具有生产效率低、能耗高、废水量大等缺点。

图 28：DCP 工艺流程



数据来源：《过氧化二异丙苯 DCP 与环氧丙烷 CHPPO 联产的方法》，财通证券研究所

在 CHPPO 生产过程中联产 DCP，不仅弥补了传统 DCP 工艺的缺点，也省去了部分 DMBA 氢解回收反应，实现了流程简化、投资降低、物料互补、产品多元化、设备利用率高等优势，节省物耗和能耗。

目前全球 DCP 产能基本都在中国，以高桥石化、太仓塑料助剂为代表的企业在 2008 年左右就成功打开了全球市场，市占率全球领先，诺利昂（阿克苏诺贝尔）也在中国建厂。近年来高桥石化搬迁停产，响水事故发生后位于江苏的常州诺德和太仓塑料助剂停产，道明化学也受到一定影响。由于传统 DCP 工艺污染较大，企业复产存在困难，这给了红宝丽较好的切入机会。

表 10：中国 DCP 产能

企业	产能（万吨）
诺利昂宁波	3.8
道明化学*	2.4
红宝丽	1.2 (1.2)
常州诺德*	1
太仓塑料助剂*	0.8
山东瑞皇	0.5
合计	9.7

数据来源：财通证券研究所

由于 CHP 和 DCP 都是热敏性物质，化学性质不稳定，容易发生热解反应。在 CHPP0 工艺中，当高温处理含过氧化物的物料时会显著生成联枯，即 2,3-二甲基-2,3-二苯基丁烷。传统理论认为，联枯是反应的副产物，若不加干预会增加异丙苯消耗，因此应尽量减少 CHP 和 DCP 的热解反应。这主要是因为联枯在反应产物中难以单独分离，因此形成了原料的浪费。

但另一方面，联枯可广泛应用于 PP、EPS、HIPS、XPS、ABS 等高分子材料的阻燃增效。联枯在卤锑阻燃体系中可以降低卤素阻燃剂和三氧化二锑的用量，抑烟降低毒性、降低成本，提升聚合物物理性能；在无卤阻燃体系中亦可作为阻燃增效剂使用。在阻燃体系中加入 0.1%-0.2% 的联枯可使阻燃剂总用量降低 15%-30%。据我们草根调研，其价格远高于 DCP。若可从反应废弃物中分离出联枯，则经济效益较大。

通过公司 2019 年 10 月发布的《联枯的企业标准 Q/HBL-TXTH-05-2019》，我们认为公司已能分离出联枯。DCP 项目的盈利能力或将超预期。

5、盈利预测和投资建议

我们对公司主营业务进行如下假设：

(1) 硬泡组合聚醚：20/21/22 年销量分别为 12.6/13.0/13.5 万吨，单吨毛利稳步上升。

(2) 异丙醇胺：20/21/22 年销量分别为 9.0/9.5/10.0 万吨，毛利率稳步上升。

(3) 环氧丙烷：20Q4 转固，20/21/22 年产量分别为 2.4/11.0/12.0 万吨，20Q4 单吨毛利 3500 元/吨，21/22 年均为 1800 元/吨。由于环氧丙烷不外售，因此其毛利计入硬泡组合聚醚+异丙醇胺中。

(4) DCP：21/22 年销量分别为 1.0/1.2 万吨，单吨毛利 1500 元/吨。

表 11：公司主营业务拆分

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计					
营收 (百万元)	2467.15	2382.80	2557.00	2780.00	2950.00
毛利 (百万元)	329.57	495.77	625.72	760.50	817.00
毛利率	13.36%	20.81%	24.47%	27.36%	27.69%
硬泡组合聚醚+异丙醇胺 (含 PO)					
营收 (百万元)	2342.75	2294.40	2457.00	2510.00	2620.00
毛利 (百万元)	317.11	486.83	615.72	733.50	784.00
毛利率	13.54%	21.22%	25.06%	29.22%	29.92%
DCP					
营收 (百万元)				150.00	180.00
毛利 (百万元)				15.00	18.00
毛利率				10.00%	10.00%
其他					
营收 (百万元)	124.41	88.40	100.00	120.00	150.00
毛利 (百万元)	12.45	9.17	10.00	12.00	15.00
毛利率	10.01%	10.38%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源：财通证券研究所

我们预测公司 2020/21/22 年归母净利润 1.51/2.42/2.74 亿元，EPS 0.25/0.40/0.46 元，对应现价 PE 23.0/14.3/12.6 倍。

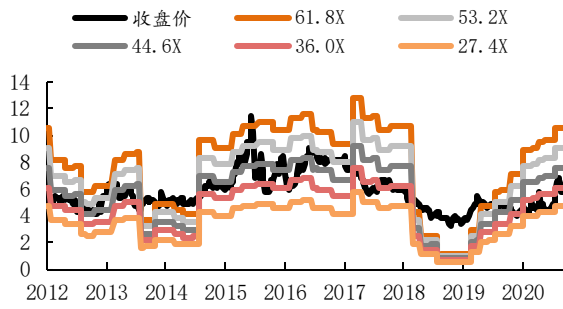
参考聚氨酯、聚醚、PO 行业上市公司万华化学、滨化股份，可比公司 2021 年平均 PE 为 18.40 倍。我们认为公司三大主业竞争优势显著，自有技术的研发和转化能力较为稀缺，PO 投产使公司完成了产业链和利润体量的跨越。首次覆盖，给予公司 2021 年 18 倍 PE，给予目标价 7.2 元及“买入”评级。

表 12：可比公司估值

	市值 (亿元)	2020E	PE	2021E	2022E
万华化学	2265	28.20		18.55	15.27
滨化股份	80	36.80		18.24	9.41

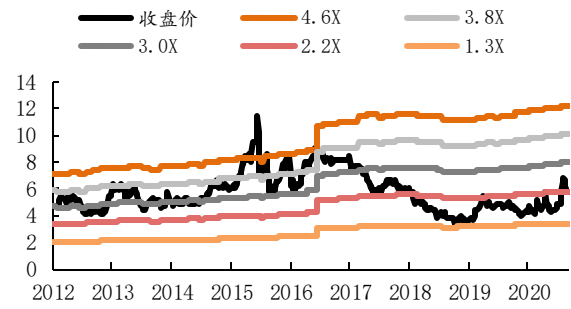
数据来源：Wind，财通证券研究所
 注：数据日期为 2020.9.11

图 29：公司历史 PE-band



数据来源：Wind, 财通证券研究所

图 30：公司历史 PB-band



数据来源：Wind, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,467	2,383	2,557	2,780	2,950	成长性					
减:营业成本	2,138	1,887	1,931	2,019	2,133	营业收入增长率	13.6%	-3.4%	7.3%	8.7%	6.1%
营业税费	15	16	18	19	21	营业利润增长率	-19.8%	171.2%	79.3%	60.4%	13.4%
销售费用	92	106	115	125	133	净利润增长率	-28.9%	207.0%	69.0%	60.4%	13.4%
管理费用	129	142	256	278	295	EBITDA 增长率	26.3%	91.2%	17.8%	38.2%	11.5%
财务费用	34	61	53	43	34	EBIT 增长率	47.9%	151.4%	1.2%	42.6%	9.1%
资产减值损失	1	-0	-	-	-	NOPLAT 增长率	-1.5%	133.8%	36.3%	42.6%	9.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	19.8%	8.3%	7.2%	-2.2%	1.2%
投资和汇兑收益	1	2	-	-	-	净资产增长率	-5.1%	4.4%	7.2%	10.8%	11.0%
营业利润	38	103	184	295	335	利润率					
加:营业外净收支	-1	0	-	-	-	毛利率	13.4%	20.8%	24.5%	27.4%	27.7%
利润总额	37	103	184	295	335	营业利润率	1.5%	4.3%	7.2%	10.6%	11.3%
减:所得税	6	13	33	53	60	净利润率	1.2%	3.7%	5.9%	8.7%	9.3%
净利润	29	89	151	242	274	EBITDA/营业收入	6.4%	12.6%	13.9%	17.6%	18.5%
						EBIT/营业收入	3.8%	9.8%	9.3%	12.2%	12.5%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	运营效率					
货币资金	311	447	128	139	147	固定资产周转天数	97	95	109	135	143
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	70	67	67	77	88
应收账款	294	325	339	382	383	流动资产周转天数	216	235	213	195	206
应收票据	390	265	438	326	485	应收账款周转天数	43	47	47	47	47
预付账款	101	21	104	27	112	存货周转天数	47	43	41	39	39
存货	293	276	306	303	340	总资产周转天数	479	563	541	489	466
其他流动资产	235	156	218	305	427	投资资本周转天数	323	379	381	358	336
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	1.9%	5.7%	9.0%	13.0%	13.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	0.9%	2.4%	3.9%	6.6%	6.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	3.0%	5.9%	7.4%	9.9%	11.0%
固定资产	668	596	947	1,134	1,202	费用率					
在建工程	1,088	1,473	1,136	830	616	销售费用率	3.7%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
无形资产	238	231	225	220	215	管理费用率	5.2%	6.0%	10.0%	10.0%	10.0%
其他非流动资产	19	30	20	23	24	财务费用率	1.4%	2.5%	2.1%	1.5%	1.2%
资产总额	3,636	3,818	3,861	3,689	3,951	三费/营业收入	10.4%	13.0%	16.6%	16.0%	15.7%
短期债务	842	713	804	849	687	偿债能力					
应付账款	425	392	444	430	493	资产负债率	58.5%	58.8%	56.3%	49.4%	47.5%
应付票据	298	197	309	220	339	负债权益比	141.1%	142.6%	128.9%	97.4%	90.5%
其他流动负债	183	236	276	245	282	流动比率	0.93	0.97	0.84	0.85	1.05
长期借款	309	619	273	-	-	速动比率	0.76	0.79	0.67	0.68	0.86
其他非流动负债	72	87	68	76	77	利息保障倍数	2.71	3.87	4.46	7.88	10.83
负债总额	2,128	2,244	2,175	1,821	1,877	分红指标					
少数股东权益	8	8	8	8	8	DPS(元)	0.04	0.04	0.06	0.10	0.11
股本	602	602	602	602	602	分红比率	82.8%	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%
留存收益	898	963	1,077	1,258	1,464	股息收益率	0.7%	0.7%	1.1%	1.7%	2.0%
股东权益	1,508	1,574	1,687	1,868	2,074	业绩和估值指标					
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS(元)	0.05	0.15	0.25	0.40	0.46
净利润	31	90	151	242	274	BVPS(元)	2.49	2.60	2.79	3.09	3.43
加:折旧和摊销	64	67	118	152	178	PE(X)	119.3	38.8	23.0	14.3	12.6
资产减值准备	1	2	23	22	23	PB(X)	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	13.0	20.5	-11.9	46.4	44.3
财务费用	32	56	53	43	34	P/S	1.4	1.5	1.4	1.2	1.2
投资收益	-1	-2	-	-	-	EV/EBITDA	27.8	15.0	12.9	8.9	7.6
少数股东损益	2	1	-	-	-	CAGR(%)	98.4%	45.1%	46.9%	98.4%	45.1%
营运资金的变动	-69	112	-168	-67	-185	PEG	1.2	0.9	0.5	0.1	0.3
经营活动产生现金流量	169	256	177	393	324	ROIC/WACC	0.3	0.7	0.9	1.1	1.3
投资活动产生现金流量	-468	-271	-150	-50	-50	REP	5.2	2.5	1.9	1.4	1.2
融资活动产生现金流量	446	126	-346	-331	-265						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。