

润阳科技(300920)/化工

IXPE 泡沫塑料全球龙头，募投扩产打开成长空间

评级：买入（首次）

市场价格：43.01

股价取自 2021 年 1 月 28 日

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

分析师：张波

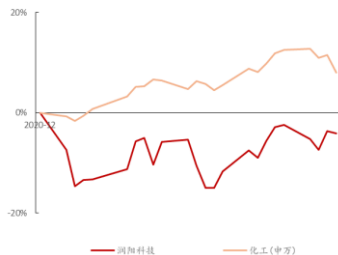
执业证书编号：S0740520020001

Email: zhangbo@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	1
流通股本(亿股)	0.24
市价(元)	43.01
市值(亿元)	43
流通市值(亿元)	10.32

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	325	365	422	593	866
增长率 yoy%	92.93%	12.36%	15.54%	40.63%	45.95%
净利润(百万元)	87	116	141	200	295
增长率 yoy%	306.14%	32.78%	21.56%	42.00%	47.77%
每股收益(元)	1.23	1.54	1.41	2.00	2.95
净资产收益率	32.21%	29.98%	26.69%	27.49%	28.89%
P/E	49.30	37.13	30.55	21.51	14.56
P/B	15.88	11.13	8.15	5.91	4.20

注：股价取自 2021 年 1 月 28 日收盘价

投资要点

- IXPE 领先研发生产商。**公司深耕电子辐照交联聚乙烯（IXPE）板块，专注于 IXPE 泡沫塑料的研发、生产和销售，主要产品为电子辐照交联聚乙烯（IXPE），包括抗菌增强系列、普及系列及特种系列。2019 年公司产能 7414 万平方米/年，产能处于行业领军地位。公司 2019 年产能利用率 110%，处于供不应求状态。公司产品下游主要应用于 PVC 地板等领域，处于持续快速增长阶段。
- IXPE 空间巨大。**IXPE 具备无毒环保等特性，可在多种领域代替传统泡沫塑料。IXPE 下游市场主要为 PVC 地板、汽车内饰、婴童活动保护垫、电子和医药等领域。其中 PVC 地板凭借绿色环保、可循环使用等优点，在美国等市场快速放量，2011-2018 年复合增速达 15.39%，我们测算 2020 年全球 PVC 地板用潜在 IXPE 市场空间约 104 亿人民币。汽车内饰行业受益于人们对环保意识的不断增长，IXPE 有望逐步放量，我们测算国内 IXPE 潜在市场空间约 67 亿人民币。
- 掌握核心技术，客户资源优质。**公司现拥有专利技术 83 项（其中境外专利 2 项，发明专利 32 项），在行业内位居前列。公司产品已通过世界上规模最大的消费品测试、检验和认证公司之一的 Intertek 的甲醛、VOC 及其他有害物质检验。在家居建筑装饰领域，公司直接客户包括泰州华丽、易华润东、爱丽家居、肯帝亚等国内大型 PVC 塑料地板制造商，进入世界 500 强企业 HomeDepot 的供应链；汽车内饰领域进入 Volvo 供应链体系；爬行垫领域将为可优比供货。
- 募投打开成长空间。**公司募集 6.12 亿元用于“年产 10000 万平方米 IXPE 扩产项目”、“年增产 1600 万平方米 IXPE 自动化技改项目”、“研发中心建设项目”和“智能仓储中心建设项目”，项目投产后一方面将有效扩充公司产能，另一方面将进一步提高公司研发实力。公司向子公司越南润阳增资 1020 万美元或等额人民币，促进越南润阳扩大产能，进一步提升公司的市场竞争力和盈利能力。
- 盈利预测：**预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 4.22 亿元、5.93 亿元、8.66 亿元，归属净利润分别为 1.41 亿元、2.00 亿元、2.95 亿元，PE 分别为 31、22、15 倍，看好公司业绩有望迎来快速发展，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**“原材料价格波动风险”、“客户集中度高的风险”、“安全生产风险”、“市场规模测算基于一定前提假设，存在实际不及预期风险”、“募投项目推进及产能投放不及预期风险”、“研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险”

内容目录

1.润阳科技：IXPE 泡沫塑料领先研发生产商	- 5 -
1.1 公司主要产品为无毒环保、绿色健康的 IXPE	- 5 -
1.2 公司股权较为集中	- 5 -
1.3 营收稳步增长，主营产品 IXPE 毛利率保持在较高水平	- 6 -
2.IXPE：新一代环保泡沫塑料材料，应用场景多样	- 8 -
2.1 泡沫塑料：顺应时代需求不断放量	- 8 -
2.2 IXPE：无毒高性能材料，可替代传统泡沫塑料.....	- 9 -
2.3 PVC 塑料地板快速发展，拉动 IXPE 需求.....	- 12 -
2.4 汽车内饰：IXPE 材料减震降噪，适用于定制化需求	- 16 -
2.5 婴童爬行垫：母婴市场蓬勃发展，安全无毒爬行垫空间广阔	- 17 -
2.6 行业竞争格局.....	- 17 -
3.掌握核心技术和优质客户资源，扩能打开成长空间	- 18 -
3.1 产品实力：研发能力优异，产品质量受到认证，具有行业领先地位...	- 18 -
3.2 客户资源：丰富优质，较为稳定.....	- 20 -
3.3 募投扩能打开成长空间	- 21 -
4.盈利预测及估值	- 22 -
5.风险提示	- 23 -

图表目录

图表 1: 公司产能及产能利用率	- 5 -
图表 2: 公司股权结构(截止 2020.12.25).....	- 5 -
图表 3: 公司历年营收情况	- 6 -
图表 4: 公司历年归母净利润情况	- 6 -
图表 5: 公司 2019 年营收结构 (分产品)	- 6 -
图表 6: 公司营收结构 (分地区)	- 6 -
图表 7: 公司销售毛利率和净利率大幅提升.....	- 7 -
图表 8: 公司 IXPE 分产品毛利率	- 7 -
图表 9: 公司三费情况.....	- 7 -
图表 10: 公司研发支出占营收比例	- 7 -
图表 11: 软质发泡材料分类	- 8 -
图表 12: 全国塑料产量及增速.....	- 8 -
图表 13: 全国泡沫塑料产量及增速	- 8 -
图表 14: 泡沫塑料的性能对比.....	- 9 -
图表 15: 泡沫塑料产业链、应用领域及发展方向	- 9 -
图表 16: IXPE 加工原理.....	- 10 -
图表 17: 公司 IXPE 产品外观	- 10 -
图表 18: IXPE 微观网状独立闭孔泡孔结构	- 10 -
图表 19: PVC 塑料地板下游应用场景	- 12 -
图表 20: 2017 年全球地面装饰行业分产品格局	- 12 -
图表 21: 各类地面装饰材料性能对比.....	- 12 -
图表 22: 美国 PVC 塑料地板销售金额 (亿美元)	- 13 -
图表 23: 2011/2019 年美国进口地面装饰材料情况.....	- 13 -
图表 24: 美国 PVC 塑料地板进口额 (亿美元)	- 13 -
图表 25: 2011/2018 年欧盟进口地面装饰材料情况.....	- 13 -
图表 26: 欧盟 PVC 塑料地板进口额 (亿欧元)	- 14 -
图表 27: 我国 PVC 地板出口情况.....	- 14 -
图表 28: IXPE 用于 PVC 塑料地板静音垫	- 15 -
图表 29: 我国汽车销量情况	- 16 -
图表 30: IXPE 用于汽车内饰	- 16 -
图表 31: IXPE 用于婴童活动保护垫	- 17 -
图表 32: IXPE 行业主要企业	- 17 -
图表 33: 公司项目中心拟开展的研发项目及目标	- 18 -

图表 34: 公司和祥源新材对比.....	- 19 -
图表 35: 公司和同业及下游销售净利率对比.....	- 19 -
图表 36: 公司和国内外同业存货周转天数对比.....	- 19 -
图表 37: 公司主要客户.....	- 20 -
图表 38: 公司募集资金金额及投资项目概况.....	- 21 -
图表 39: 盈利预测业务拆分.....	- 22 -
图表 40: 可比公司估值.....	- 22 -
图表 41: 盈利预测.....	- 24 -

1. 润阳科技：IXPE 泡沫塑料领先研发生产商

1.1 公司主要产品为无毒环保、绿色健康的 IXPE

浙江润阳新材料科技股份有限公司成立于 2014 年 12 月 10 日，2020 年 12 月 25 日于深圳证券交易所上市。公司位于浙江省湖州市长兴县，为高新技术企业，专业从事无毒环保高分子泡沫塑料的研发、生产和销售，主要产品为电子辐照交联聚乙烯（IXPE），包括抗菌增强系列、普及系列及特种系列。2019 年公司产能利用率达 110%，IXPE 产品处于供不应求状态。

图表 1：公司产能及产能利用率

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-6 月
产能（万平方米）	2213	4051	7414	6236
综合产量（万平方米）	3385	6786	8154	4392
其中：自制产量（万平方米）	2277	4395	7243	4177
外购产量（万平方米）	1107	2391	911	215
综合产能利用率	153%	168%	110%	70%

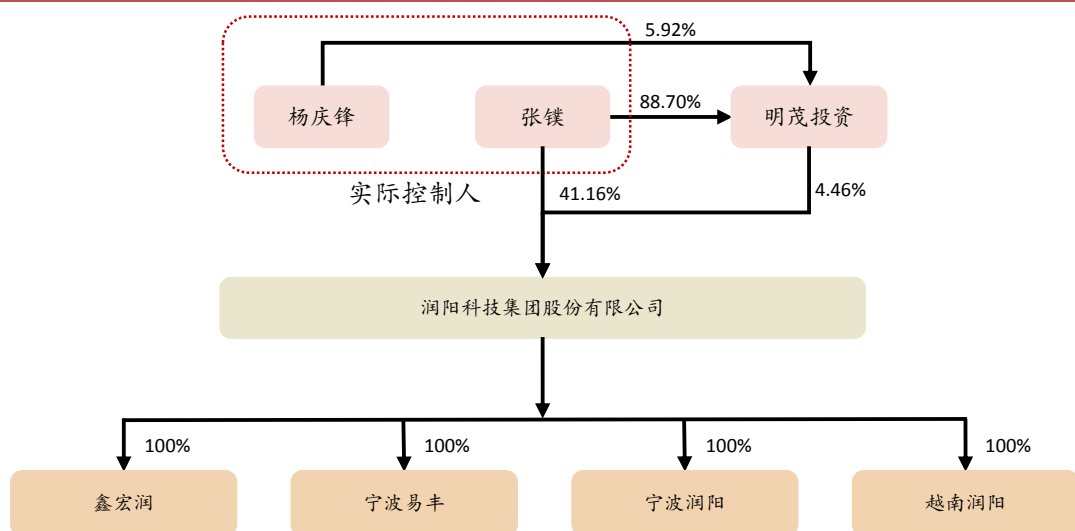
资料来源：wind，中泰证券研究所

1.2 公司股权较为集中

公司控股股东为张镓，实际控制人为张镓、杨庆锋夫妇。张镓持有公司 41.16% 的股份，通过明茂投资间接持有公司股份 3.96%；杨庆锋通过明茂投资间接持有公司股份 0.26%。

公司主要控股鑫宏润、宁波易丰、宁波润阳、越南润阳四家全资子公司。鑫宏润的主营业务为辐照加工，为母公司主要生产环节之一；宁波易丰主营业务为电子辐照交联聚乙烯产品的原材料采购；宁波润阳目前未开展业务；越南润阳主要在越南开展 IXPE 产品的生产与销售业务。

图表 2：公司股权结构(截止 2020.12.25)

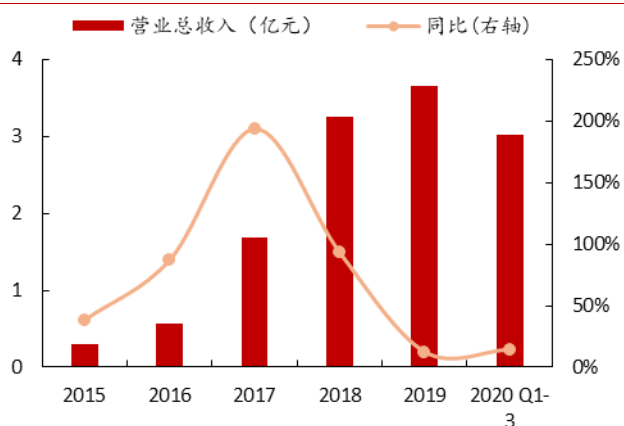


资料来源: wind, 中泰证券研究所

1.3 营收稳步增长, 主营产品 IXPE 毛利率保持在较高水平

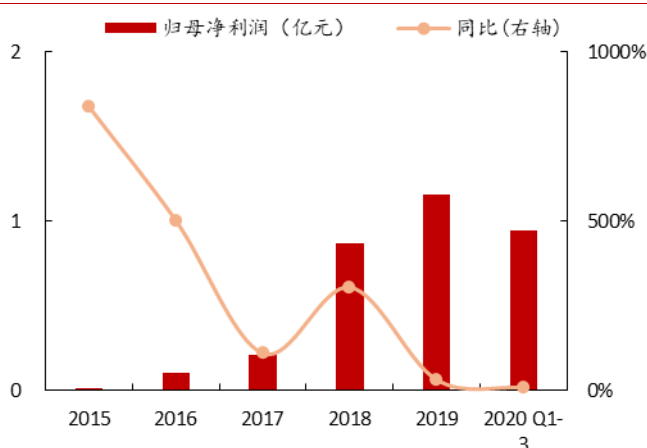
公司营收稳定增长。2015 至 2019 年, 公司营收从 0.31 亿元增加到 3.65 亿元, CAGR 86%, 主要受益于公司 IXPE 产品快速放量。2020 年前三季度, 受新冠疫情的影响, 公司营业收入的增长有所放缓, 但随着国内疫情好转, 公司的生产经营恢复正常, 营业收入有望呈上升趋势。公司归母净利润保持在较高水平。2015 到 2019 年, 受益于公司产品快速放量, 公司归母净利润从 0.02 亿元增加至 1.16 亿元, CAGR 187%。

图表 3: 公司历年营收情况



来源: wind、中泰证券研究所

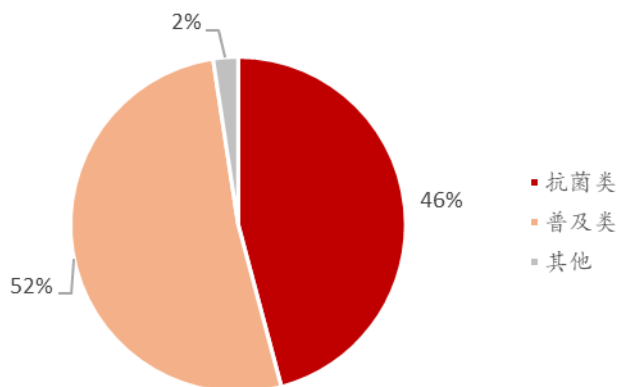
图表 4: 公司历年归母净利润情况



来源: wind、中泰证券研究所

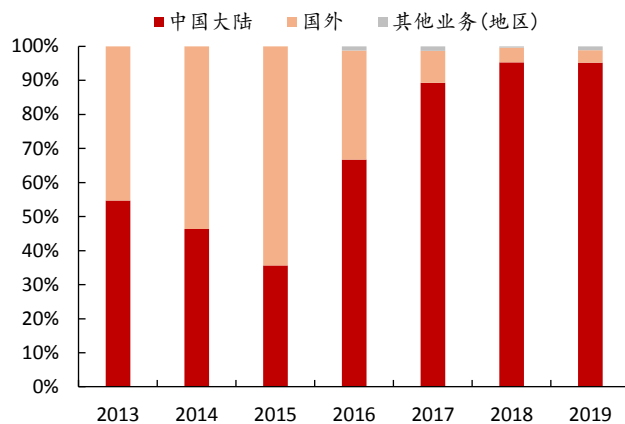
2019 年, 公司产品主要为 IXPE, 其中抗菌类占比 46%, 普及类占比 52%, 合计占比约 98%。公司销售以大陆为主, 近三年大陆业务占比均在 90% 以上。2020 年, 公司逐步开拓越南市场, 外销占比有望上升。

图表 5: 公司 2019 年营收结构 (分产品)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 6: 公司营收结构 (分地区)

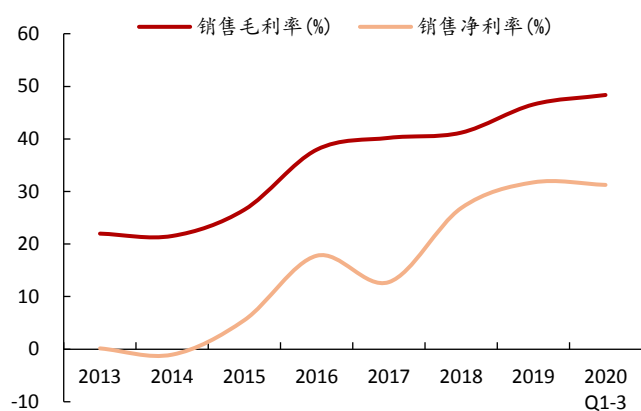


来源: wind、中泰证券研究所

公司毛利率大幅提升。公司销售毛利率和净利率水平较高，2019 年销售毛利率达 46.56%，净利率达 31.74%。2018 年 8 月子公司鑫宏润辐照生产线投产完成，辐照加工工序由委托加工转为自行辐照，产品单位制造费用降低；产品产销量的提升带来的规模效应，降低了抗菌增强系列 IXPE 产品单位制造费用；2019 年度以后外购半成品比例下降，毛利率有所提升。

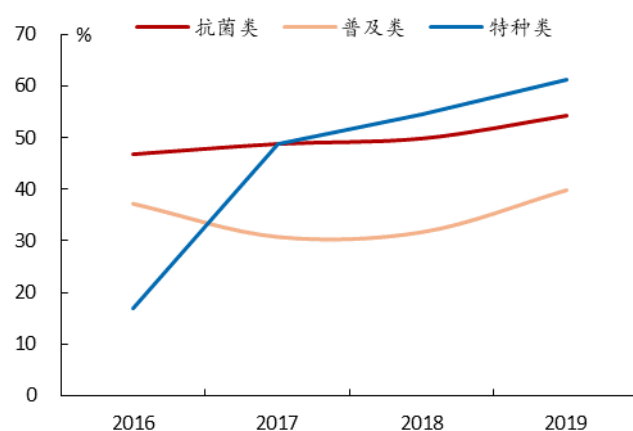
2016 年以来，IXPE 三种细分产品（抗菌类、普及型数控车床、特种化学品系列）毛利率均在 30%及以上，产品市场竞争力较强。其中，抗菌类毛利率较高；普及系列主要面向非 HomeDepot 体系内的客户，市场竞争更为充分，毛利率水平略低；特种系列主要为应用于汽车内饰领域的专用系列产品，定制化程度较高，报告期的产销规模较小，毛利率随着各批次的定制化程度不同而有所差异。

图表 7：公司销售毛利率和净利率大幅提升



来源：wind、中泰证券研究所

图表 8：公司 IXPE 分产品毛利率

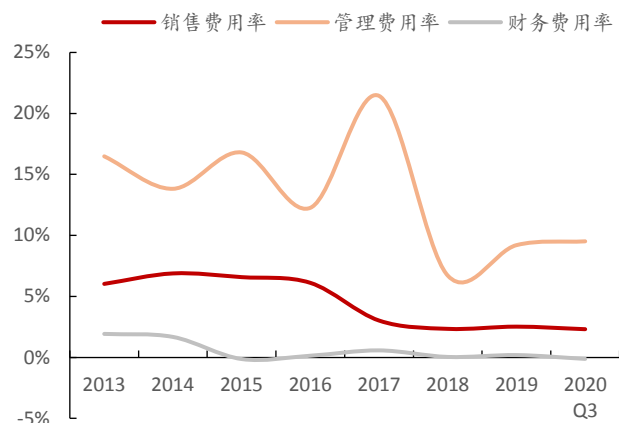


来源：wind、中泰证券研究所

公司三费占比稳定，公司销售费用较低且 2017 年有较大幅度下降，主要原因是公司实行下游应用聚焦的策略，产品销售主要集中在家居建筑装饰中的 PVC 塑料地板应用领域，且公司所在地理区位具有优势；管理费用和财务费用较低。

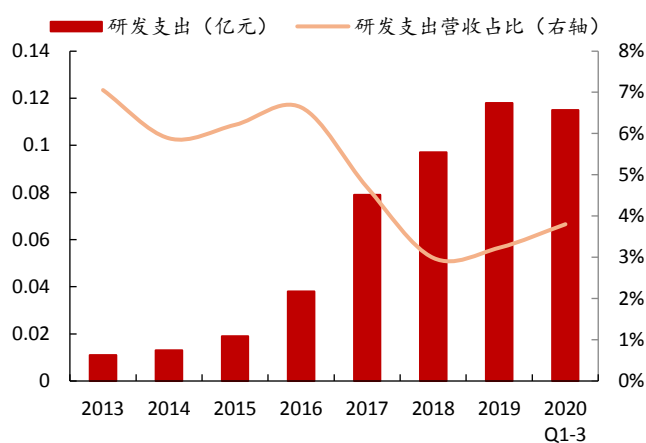
公司研发费用不断增加，专利转化明显。公司一直致力于产品的自主研发以及技术的改造升级，研发投入稳定增长。截止 2020 年 6 月 30 日，公司共有技术人员 59 人，占公司员工总数的比例为 9.42%。

图表 9：公司三费情况



来源：wind、中泰证券研究所

图表 10：公司研发支出占营收比例



来源：wind、中泰证券研究所

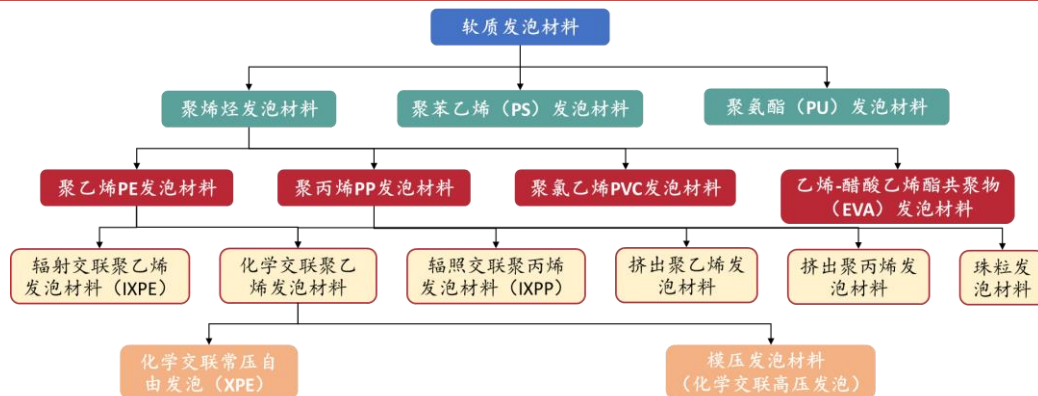
备注：管理费用率包含研发费用

2. IXPE：新一代环保泡沫塑料材料，应用场景多样

2.1 泡沫塑料：顺应时代需求不断放量

泡沫塑料材料是指内部含有大量微孔结构的制品，以合成树脂为主体，加入发泡剂和其他辅料，经发泡后内部形成大量微孔结构，具有质轻、隔热、隔音、减震等特性。泡沫塑料材料可按照化学成本、机械性能、密度、泡沫结构等多维度进行划分，我国的塑料泡沫行业消费格局以聚乙烯（PE）、聚氨酯（PU）、聚苯乙烯（PS）为主，消费级的泡沫塑料用途广泛，硬质泡沫塑料可用作热绝缘材料和隔音材料、管道和容器等保温材料、漂浮材料及减震包装材料等，软质泡沫塑料主要用作衬垫材料、泡沫人造革等。

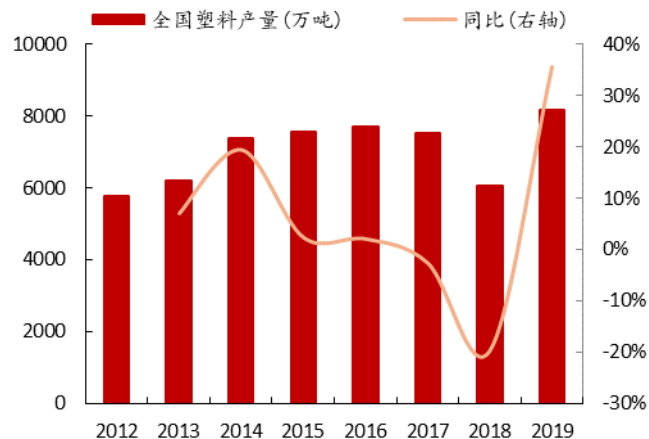
图表 11：软质发泡材料分类



资料来源：祥源新材招股说明书，中泰证券研究所

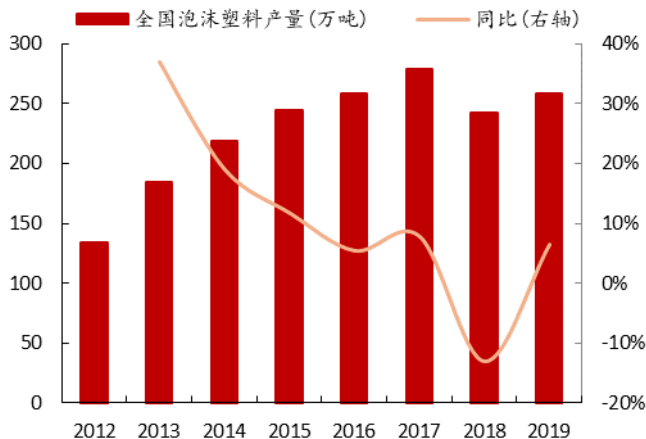
2019 年，全国塑料制品产量 8184 万吨，2012-2019 年复合增速 5.09%。泡沫塑料行业由于其优异的性能，在塑料制品中占比不断提高，2019 年全国泡沫塑料产量 258 万吨，2012-2019 年复合增速 9.78%。目前，泡沫塑料占比塑料制品仅为 3%，仍有较大的提升空间。

图表 12：全国塑料产量及增速



来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 13：全国泡沫塑料产量及增速



来源：中国塑料加工工业协会，《2019 中国塑料工业年鉴》，中泰证券研究所

图表 14：泡沫塑料的性能对比

项目	IXPE	软质 PVC 泡沫塑料	聚苯乙烯 (PS) 泡沫塑料	聚氨酯 (PU) 泡沫塑料
导热系数 W/(m*k)	0.038	0.030	0.048	0.041
吸水率	0.3	1.9~2.7	2.0~2.5	2.25~3.0
密度(g/cm ³)	0.03	0.4	0.035	0.03
适用温度(°C)	-120~80	-35~80	-70~75	-90~135
耐候性	无变化	严重变形	收缩、风化侵蚀	收缩、风化侵蚀
隔音性能	较好	较好	一般	一般
耐腐蚀性	较好	较好	较差	不耐浓酸

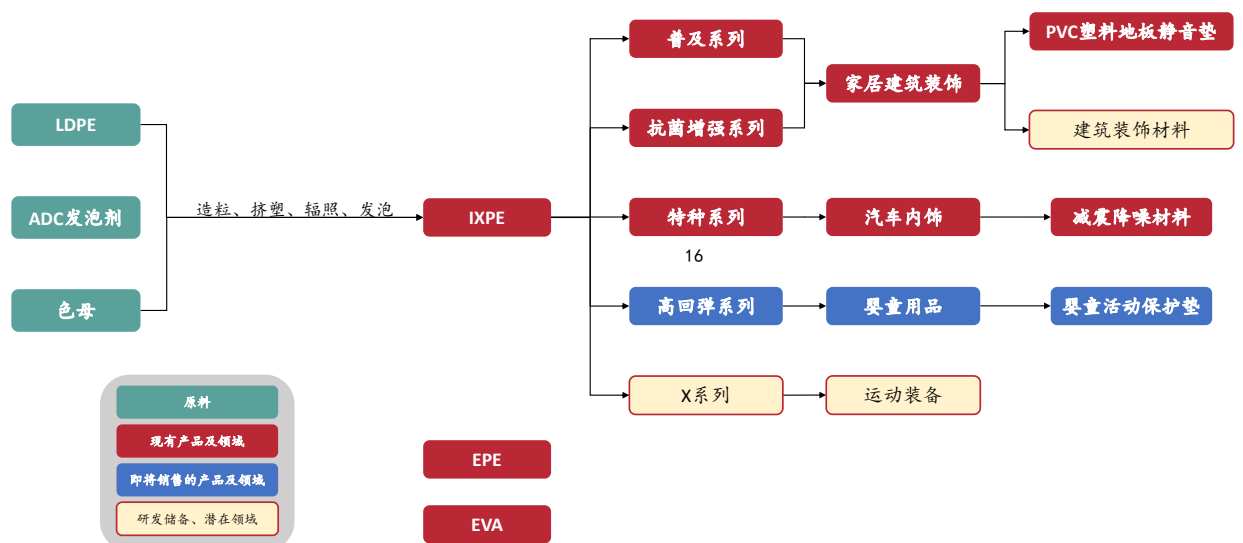
资料来源：润阳科技招股说明书，中泰证券研究所

2.2 IXPE：无毒高性能材料，可替代传统泡沫塑料

电子辐照交联聚乙烯（IXPE）是一种无毒环保、绿色健康的材料，其物理性能优异，具有无毒、无味、减震、降噪、隔热、耐腐蚀、抗菌、防水、手感舒适、光滑整洁等多种优良特性。

作为一种新型高分子泡沫塑料材料，IXPE 在综合性能上具有一定的优势，是一种可在多领域对传统泡沫塑料进行替代的新一代高性能泡沫塑料。IXPE 是以 LDPE（低密度聚乙烯）、ADC 发泡剂和色母为主要原材料，配以其它辅料，经过造粒、挤塑成型工序后，使用工业电子加速器产生的高能电子束对挤塑成型的母片进行辐照，从而在分子间架起链桥，再经发泡工序形成类似于蜂巢的紧密立体网状独立闭孔泡孔结构，最后经打孔、印花等后端处理工序后，最终生产出的新型泡沫塑料材料。IXPE 的优良性能使其应用广泛，目前主要应用于家居建筑 PVC 地板、汽车内饰减震材料、婴童爬爬垫爬行垫、消费电子产品和医疗器械等产品中。

图表 15：泡沫塑料产业链、应用领域及发展方向

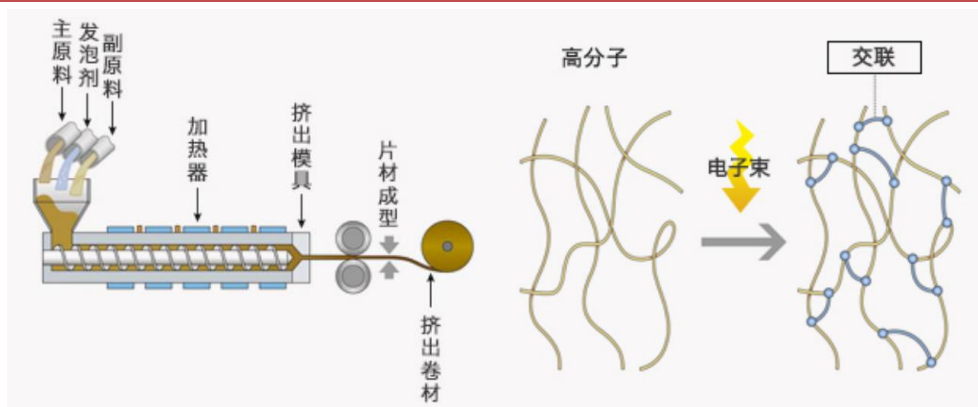


资料来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

IXPE 采用的原料聚乙烯（PE）的分子由线性的分子链组成，当温度升高时，线性分子链之间的结合力会减弱，因此聚乙烯的耐温性能相对较差。而聚乙烯交联技术是提高其材料性能的一种重要技术，在聚乙烯分子间架起了链桥，使分子不易发生位移，经过交联改性的聚乙烯不仅显著提高了力学性能、耐环境应力开裂性能、耐化学药品腐蚀性能、抗蠕变性能等综合性能，而且非常明显地提高了耐温等级，性能得到大幅度的改善，大大拓宽了应用范围。

聚乙烯的交联方法有物理交联（辐照交联）和化学交联两种，公司使用高能电子辐照技术使聚乙烯交联。相较于化学交联，电子辐照交联是更加绿色清洁的加工技术，电子辐照已被广泛应用于食品和医疗领域的消毒灭菌。

图表 16：IXPE 加工原理



资料来源：日本积水官网，中泰证券研究所

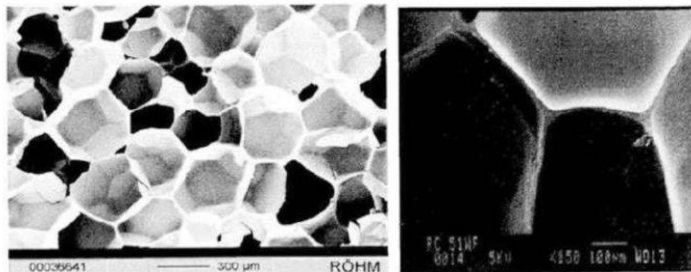
在 IXPE 的生产过程中，可根据不同的应用需求添加各类制剂以提升产品抗菌、耐腐蚀等已有性能，或赋予产品阻燃、导电等特有性能。

图表 17：公司 IXPE 产品外观



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 18：IXPE 微观网状独立闭孔泡孔结构



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

2.3 PVC 塑料地板快速发展，拉动 IXPE 需求

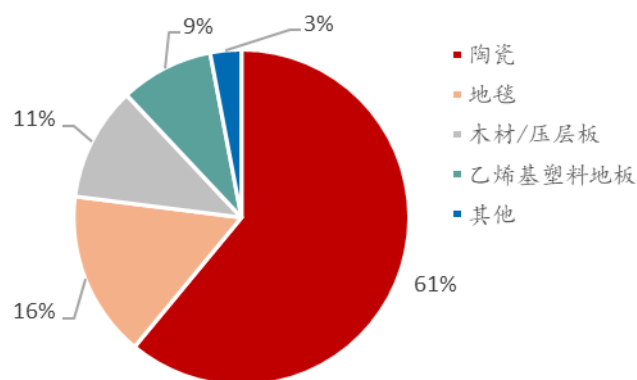
PVC 塑料地板是一种以高分子聚氯乙烯 (PVC) 及其共聚树脂为主要原料，加入填料、增塑剂、稳定剂、着色剂等辅料，在片状连续基材上，经涂敷工艺或经压延、挤出或挤压工艺生产而成的地面装饰材料。PVC 塑料地板作为新兴的地面装饰材料，具有安全环保、耐磨耐腐蚀、铺装及维护方便、行走舒适、装饰效果好等优点，广泛应用于家庭装修、商务办公区域装修以及酒店、体育场馆、购物中心、医院、学校等公共区域装修。

图表 19: PVC 塑料地板下游应用场景



来源：爱丽家居招股说明书，中泰证券研究所

图表 20: 2017 年全球地面装饰行业分产品格局



来源：Tarkett 2018 Registration Document，中泰证券研究所

图表 21: 各类地面装饰材料性能对比

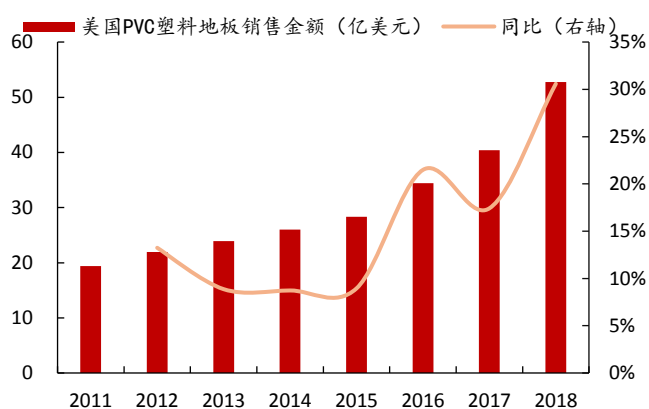
产品种类	观感	舒适度	安装便利性	保养	使用寿命	价格
木地板	天然，花色独一无二	脚感舒适	较繁杂	较繁杂	较长	高
瓷砖	非天然	质地冰凉，防滑性差	较繁杂	简便	长	适中
天然石材	天然	质地冰凉	较繁杂	简便	长	高
地毯	非天然	脚感舒适	简便	较繁杂	短	高
PVC 地板	天然	脚感舒适	简便	简便	长	适中

资料来源：海象新材招股说明书，中泰证券研究所

根据材质差异，常见地面装饰材料大致分为木地板、天然石材、地毯、瓷砖、复合地板、塑料地板等几大类。随着社会经济发展，居民消费能力持续提升，人们对公共建筑及家庭住房的地面装饰材料在实用性、装饰效果的审美潮流、室内装饰创意、简化安装、绿色环保等诸多方面的需求加深，国内外的企业积极开展创新研发，在产品性能、材质配比、生产工艺等方面持续改善。以 PVC 塑料为代表的新兴材料，凭借其绿色环保、可循环使用等优点，逐步占据了重要地位。根据 UBS 和《HJ Research》的研究数据，2015 年全球市场乙烯基塑料地板的销售金额达 212.50 亿美元，其销售量在全球地面装饰市场的份额约 8%。预计到 2021 年全球市场规模将达到 277.30 亿美元。

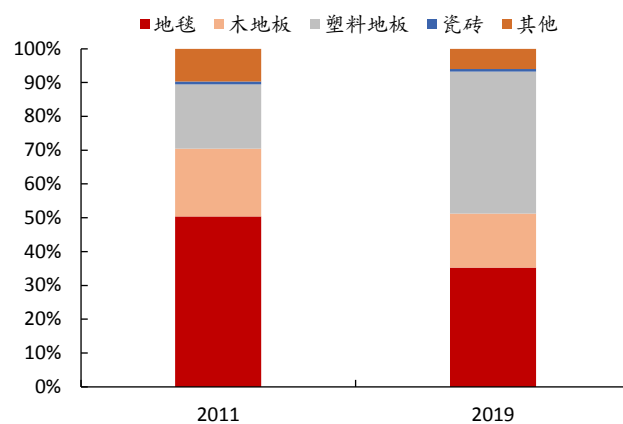
PVC 塑料地板最早于美国开始工业化生产，是继地毯、木地板、大理石、瓷砖等传统地面装饰材料之后新型轻体地面装饰材料。基于良好的产品认可度和庞大的人口基数，北美地区 PVC 塑料地板市场需求规模较大。根据 FLOOR FOCUS 的统计数据，2015 年北美地区 PVC 塑料地板销售量为 32.50 亿平方英尺，约占全球总市场规模的 26%。受房地产行业稳定发展、存量房二次装修市场持续放量等因素影响，北美地区 PVC 塑料地板市场规模在“基数大”的基础上亦呈现出持续、稳定的增长特征。其中，美国地区 PVC 塑料地板销售金额由 2011 年的 19.38 亿美元增长至 2018 年的 52.78 亿美元，年均复合增长率达 15.39%。在产品供给方面，美国 PVC 地板市场经过多年发展，已形成了 ENGINEERED FLOORS、HOME DEPOT、FLOOR & DECOR 等多家大型地材品牌商以及建材零售商，在行业中占据主导地位。

图表 22：美国 PVC 塑料地板销售金额（亿美元）



来源：U.S.Department of Commerce, Catalina Research, 中泰证券研究所

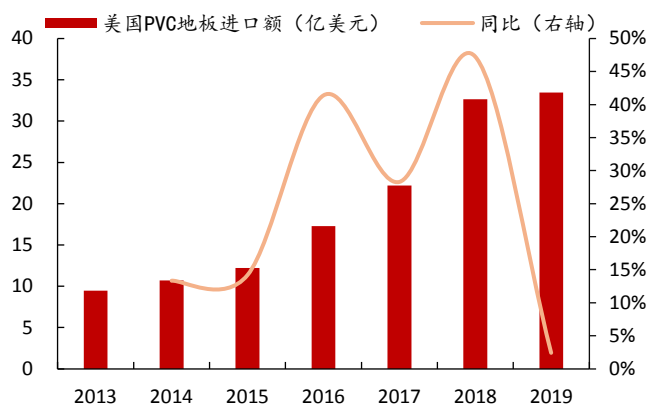
图表 23：2011/2019 年美国进口地面装饰材料情况



来源：Statistics Canada & US Census Bureau, 中泰证券研究所

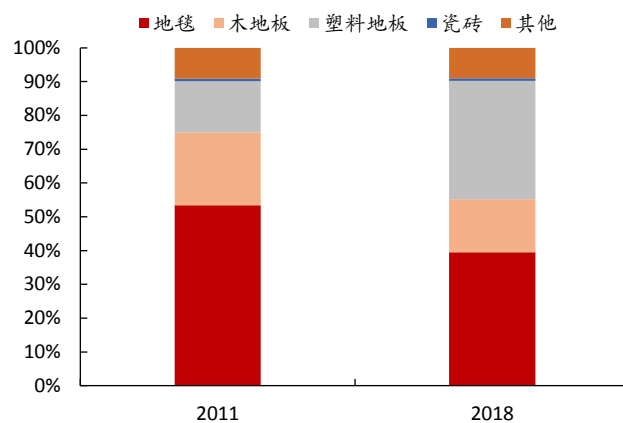
2015 年美国媒体对在美销售的复合地板产品甲醛释放量超标的情况进行报道后，消费者对地板环保性能关注度提高。PVC 塑料地板以环保安全、耐磨易维护等优点，对复合地板等传统地板的替代效应显现，在各类地面装饰材料中的应用比例逐渐提升。据统计，美国市场的 PVC 塑料地板进口额占整体地面装饰材料进口额的比例从 2011 年的 19.03% 增长到 2019 年的 42.08%，2019 年美国 PVC 地板进口额已达到 33.45 亿美元。

图表 24：美国 PVC 塑料地板进口额（亿美元）



来源：Flexport, 中泰证券研究所

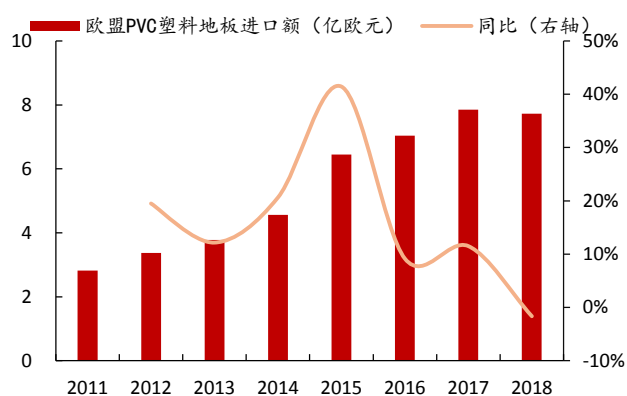
图表 25：2011/2018 年欧盟进口地面装饰材料情况



来源：Eurostat, 中泰证券研究所

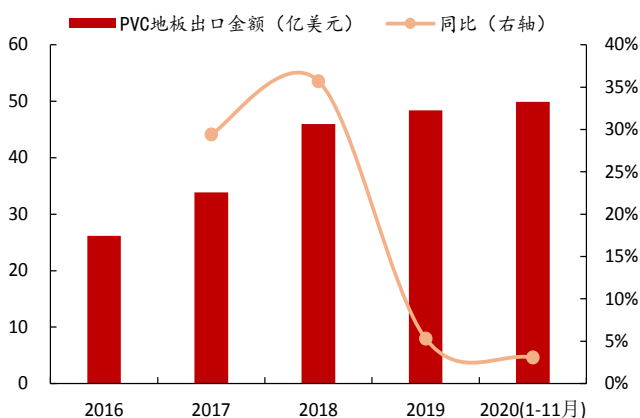
欧洲市场居民消费习惯与北美地区较为相似，对 PVC 塑料地板的市场认可度相对较高，亦是 PVC 塑料地板重要的消费地区。根据 FLOOR FOCUS 的统计数据，2015 年欧洲地区 PVC 塑料地板销售量为 41.25 亿平方英尺，约占全球总市场规模的 33%。与美国市场类似，凭借良好的环保性能与使用性能，PVC 塑料地板在欧洲市场的渗透率逐步提升。据统计，2011-2018 年欧盟市场的塑料地板进口额占整体地面装饰材料进口额的比例从 2011 年的 15.16% 增长到 2018 年的 28.53%，塑料地板逐渐成为地面装饰材料的主流选择之一。欧盟 PVC 塑料地板进口额从 2.82 亿欧元增长到 7.72 亿欧元，年均复合增长率为 15.46%，欧盟地区 PVC 塑料地板市场规模快速增长后持续维持高位。

图表 26: 欧盟 PVC 塑料地板进口额 (亿欧元)



来源: Eurostat, 中泰证券研究所

图表 27: 我国 PVC 地板出口情况



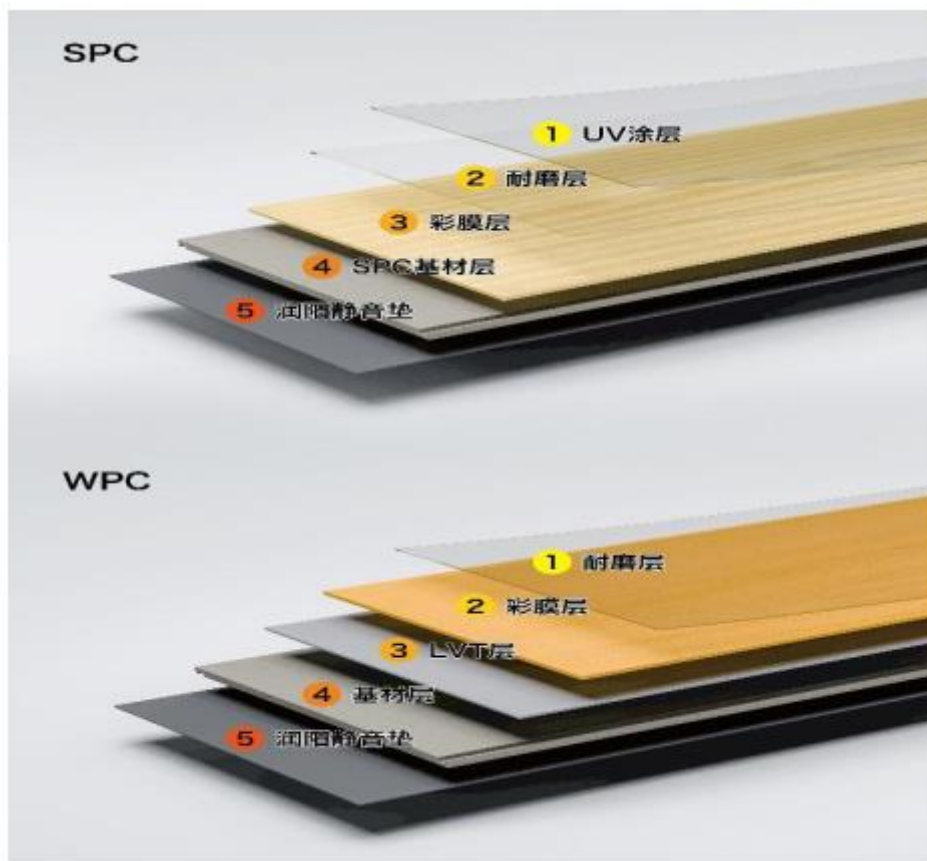
来源: 海关总署, 中泰证券研究所

与欧美等发达国家和地区相比，我国 PVC 塑料地板应用市场起步较晚，未来发展潜力较大。PVC 塑料地板在上世纪 80 年代传入中国，加之受传统消费观念限制等因素影响，国内 PVC 塑料地板市场现处于产品导入阶段，其市场规模占整个地面装饰材料市场规模较小。随着国内地面装饰材料行业的稳定发展以及消费者环保消费、绿色消费理念的逐渐形成，PVC 塑料地板将更多的应用于国内家庭装修、商务办公区域装修、公共区域装修等领域。根据上海东证期货统计，近年来国内 PVC 塑料地板需求量从 2014 年的 1.70 亿平方米增长到 2017 年的 2.60 亿平方米，年均增幅高达 15%，具有较大的增长潜力。根据 HJ Research 的预测，未来国内 PVC 塑料地板消费市场将保持 7% 年均复合增长率的增长趋势，并将逐步向市场成长期过渡。

凭借着生产成本和产业链的优势，我国已经成为 PVC 塑料地板的主要出口国。受到欧美等国家和地区 PVC 塑料地板进口需求的持续快速增长，我国 PVC 塑料地板出口规模也不断增长，根据海关统计数据，2016 年至 2019 年我国出口 PVC 塑料地板金额从 26.18 亿美元增长到 48.42 亿美元，年均复合增长率达 22.75%。

2015 年美国媒体对在美销售的复合地板产品甲醛释放量超标的情况进行报道后，美国消费者在关注地面装饰材料性能的同时亦开始愈加重视地面装饰材料的环保属性，美国市场对无毒环保的 PVC 塑料地板的需求快速增长，IXPE 泡沫塑料凭借无毒环保的特性及优异的性能成为 PVC 塑料地板市场高端产品 WPC 塑料地板和 SPC 塑料地板的首选静音垫材料。与此同时，美国 PVC 塑料地板市场快速增长，也带动了消费理念及消费习惯与美国市场相似的欧洲市场的发展。

图表 28: IXPE 用于 PVC 塑料地板静音垫



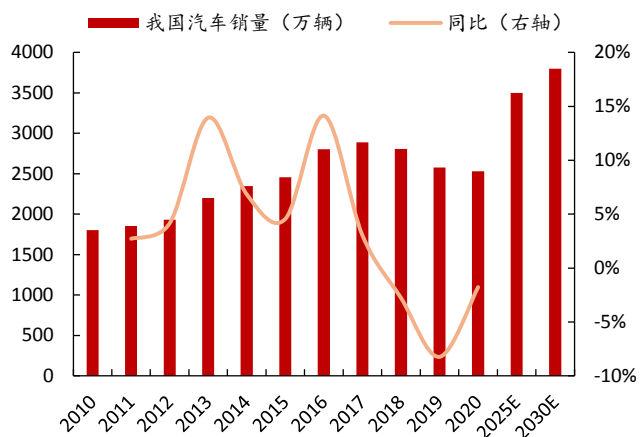
资料来源：润阳科技招股说明书，中泰证券研究所

我们以 2015 年北美地区 PVC 塑料地板销售量为 32.50 亿平方英尺，约占全球总市场规模的 26%，测算得到 2015 年全球 PVC 地板销售量为 125 亿平方英尺，折合 11.61 亿平方米。考虑到全球 PVC 地板市场主要集中在美国和欧洲，且两地消费趋势接近，我们以美国地区 PVC 塑料地板 2011-2018 年复合增速 15.39% 作为全球增速，测算 2020 年全球 PVC 地板销量为 23.75 亿平方米。按照润阳科技 2019 年 IXPE 销售均价 4.37 元/平测算，2020 年全球 PVC 地板用潜在 IXPE 市场空间约 104 亿人民币，市场空间巨大。

2.4 汽车内饰：IXPE 材料减震降噪，适用于定制化需求

泡沫塑料在汽车上主要应用在内装饰件，包括软质泡沫塑料（如静音垫、坐垫、顶棚内衬、地毯背衬），半硬质泡沫塑料（如汽车仪表盘、门内饰板、遮阳板），以及硬质泡沫塑料（车门内板、顶棚、保险杠）等内饰件，泡沫塑料的应用逐步扩大，不断取代其它材料。IXPE 泡沫塑料不仅无毒环保，还具备隔音降噪、阻燃隔热、减震、密封等特性，作为隔音、阻燃、隔热、减震材料广泛应用于汽车引擎、车门、顶棚与后备箱及中控台内饰等处。

图表 29：我国汽车销量情况



来源：中国汽车工业协会，中泰证券研究所

图表 30：IXPE 用于汽车内饰

车用品

- 1 引擎盖吸音隔热
- 2 中控台等内饰
- 3 遮阳板
- 4 顶棚隔热隔音
- 5 后备箱隔音减震
- 6 车门吸音减震



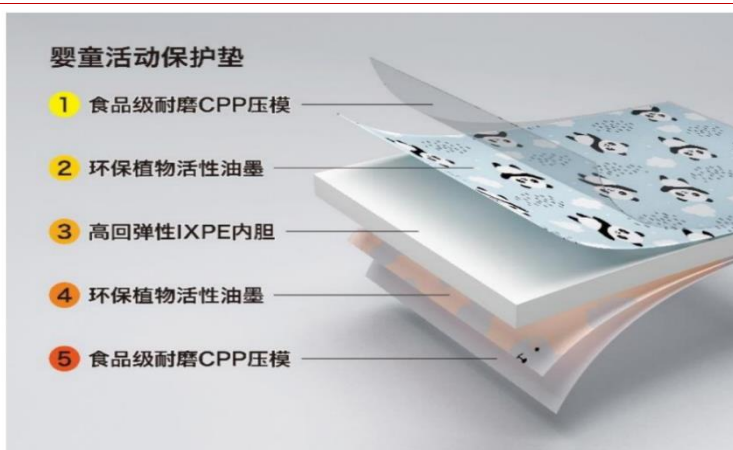
来源：润阳科技招股说明书，中泰证券研究所

据公司招股说明书，现阶段，我国汽车内饰市场约占全球市场的 30%左右。2018 年国内汽车销量达 2808 万辆，其中乘用车销量 2371 万辆，商用车 437 万辆，若统一按照内饰件单车配套价值量 4000~4500 元计算，2018 年中国内饰件市场规模约为 1123~1264 亿元。预计到 2020 年，内饰件市场规模将达到 1337 亿元。我们按照汽车内饰中 5%的高端市场有望被 IXPE 替代，测算 2020 年国内内饰件用 IXPE 市场空间达 67 亿元。

2.5 婴童爬行垫：母婴市场蓬勃发展，安全无毒爬行垫空间广阔

据公司招股说明书，在消费升级驱动下，中国母婴行业蓬勃发展，2018 年我国整体市场规模已接近 3 万亿元，复合增速超过 15%。具体来看，母婴产品整体市场规模达到 1.42 万亿元，婴童产品市场规模达到 1.33 万亿元；婴童产品中耐用品市场规模超过 2280 亿元。婴童活动能增强体质、促进大脑发育和肢体协调，婴童活动时的保护工作成为家长们日益关注的问题。目前市场上的婴童活动保护垫类产品如爬爬垫、爬行垫等，大多使用 EPE、EVA 及软质 PVC 等作为内胆材料，而使用 IXPE 的高档产品多为进口，对进口 IXPE 材料进行国产化替代，有一定市场与空间。

图表 31：IXPE 用于婴童活动保护垫



来源：润阳科技招股说明书，中泰证券研究所

2.6 行业竞争格局

目前，IXPE 行业，除公司外，行业内主要企业包括日本积水化学、日本东丽、祥源新材、浙江交联、长园特发，各家企业各有优势。

图表 32：IXPE 行业主要企业

企业	概况
日本积水化学	成立于 1947 年，主要业务为房屋业务、环境与管道业务、高性能塑料业务，其生产的聚烯烃发泡材料（含 IXPE 和 IXPP 等）在行业内享有较高的世界声誉。旗下韩国映浦为韩国专门生产交联聚烯烃发泡材料的企业。
日本东丽	成立于 1926 年，世界著名的以有机合成、高分子化学、生物化学为核心技术的高科技跨国企业，产品包括 IXPE 和 IXPP 等聚烯烃发泡材料。
祥源新材	成立于 2003 年，主营环保辐照交联聚烯烃泡棉的生产，广泛应用在汽车、电子、建筑、包装、医疗等领域。
浙江交联	成立于 2007 年，主营辐射交联聚烯烃泡沫塑料产品研发、生产、销售，产品主要应用在家电等相关行业。
长园特发	成立于 2002 年，主营发泡材料的研发、生产与销售，主要产品包括 XPE、IXPE 等，拥有十余条生产线，年产能 5000 吨以上

资料来源：润阳科技招股说明书，祥源新材招股说明书，中泰证券研究所

3. 掌握核心技术和优质客户资源，扩能打开成长空间

3.1 产品实力：研发能力优异，产品质量受到认证，具有行业领先地位

在专利技术上，公司研发支出不断提升，研发能力较强。截止 2020 年 6 月 30 日，公司现拥有专利技术 83 项（其中境外专利 2 项，发明专利 32 项），在行业内位居前列。公司不断优化生产配方，产品具有泡孔分布均匀、结构稳定、材料稳定性好等特点，生产的 IXPE 厚薄差在正负 0.1mm 以内。公司研发的 RY-2400 型高效发泡炉将运转速率提升到市面上通用发泡炉的三倍左右，运转速率的提升提高了生产效率同时达到了节能的效果。

公司产品已通过世界上规模最大的消费品测试、检验和认证公司之一的 Intertek 的检验(甲醛、VOC 及其他有害物质)、ISO9001:2015 质量管理体系认证和 IAFT16949:2016 汽车质量管理体系认证。

图表 33：公司项目中心拟开展的研发项目及目标

项目名称	研发目标
慢回弹式地垫的开发	近年来慢回弹发泡材料发展迅速，广泛应用于家居、医疗器械、玩具、噪声防治等领域。通过研发最佳配方及其生产工艺，制备出慢回弹式地垫
双面用爬行垫的开发	针对现有爬行垫材质，通过添加不同比例热塑性弹性体和聚乙烯，来确定双面用爬行垫的合成工艺；并对双面爬行垫进行力学性能、发泡性能、硬度、撕裂强度等进行表征，从而开发出具有双面用的爬行垫
阻燃泡棉胶带的开发	阻燃性泡棉胶带在较高的温度下不发生胶带点燃，常用于运输、计算机技术、建筑等领域，例如用于飞机、火车、汽车中。公司通过添加不同阻燃剂，确定阻燃泡棉胶带的合成工艺，并研究其反应机理；并对阻燃泡棉胶带进行力学性能、发泡性能、阻燃性能等表征，从而开发出阻燃泡棉胶带
汽车内饰用新型隔音降噪膜的开发	高分子材料用于吸声降噪领域目前属于比较新兴的研究。公司通过研究具有高效能量衰减的材料，包括具有优异的声音吸收特性的材料，特别是在声音低波段的材料；制定隔音降噪膜的加工工艺，并确定原料的最佳配比；对膜样品进行阻尼、隔声效果、SEM、力学性能等性能测试
汽车内饰 3D 新型防水膜的开发	车门防水膜作为汽车密封系统的重要零部件之一，针对于此，公司筛选出一种性能良好的防水剂用于汽车内饰 3D 新型防水膜的制备；确定好防水发泡材料的配方，以及工艺流程
阻燃抑烟型发泡材料的研制	随着发泡材料的安全性能越来越受重视，在各个领域的应用范围受到限制，人们开始热衷于阻燃抑烟型发泡材料的研制。随着环境压力的加剧，添加型阻燃剂必须向着无卤、减少有害气体挥发和抑烟等方面改变。为此通过添加不同的阻燃剂，研究其发泡材料的难燃程度和阻燃剂添加量，并对分析阻燃抑烟型发泡材料的性能
生物可降解发泡材料的研制	不可降解的塑料给我们的生活、生产带来方便的同时也给环境造成了污染，它所带来的危害日益增大，为解决这一问题，公司采用挤塑发泡的方式制备了生物可降解发泡复合材料。通过确定了生物可降解发泡材料的合成工艺路线，并研究其反应机理；研究了发泡材料的助剂作用机理、挤塑发泡模拟、相关影响因素对其性能（发泡性能、力学性能、熔体黏度、降解性能）及微观结构的影响。利用生物质材料制备出不同塑料助剂，用于不同体系发泡材料的制备；研制具有更为合理分子链结构的新型生物可降解发泡材料，为发展发泡材料提供新途径
高温 VOC-粉尘混合废气的干法处理工艺研究	与湿法工艺相比，干法处理工艺操作简单、设备简单、投资很小和运行成本较低。干法处理高温 VOC-粉尘混合废气可通过一个简单的自控程序，对除尘器的过滤/反吹的压差、时间进行双重控制(压差优先)即可。相比湿法工艺，其尾气排放浓度更低，调节也便利

来源：润阳科技招股说明书，中泰证券研究所

公司在行业中处于领先地位。公司有较强的盈利能力，净利率在同业中领先。产品生产规模较大，客户集中度高且较为稳定。产品管理效率方面，存货周转天数短，存货周转率高，现金回流较快。

图表 34：公司和祥源新材对比

项目	润阳科技	祥源新材
销售情况	2019 年，IXPE 销售数量为 8171 万平方米	2019 年，聚烯烃发泡材料销售数量 7260 万平方米
技术实力	行业领先，自主设计并定制的 RY-2400 型高速发泡炉的运转速率是通用发泡炉的 3 倍左右，以建筑装饰材料的领域技术积累为主	行业知名，可以批量生产 0.06mm 厚度的 IXPE 及 IXPP，在建筑装饰材料、消费电子产品等领域均有技术积累。
应用领域	家居建筑装饰领域、汽车内饰领域、婴童领域	建筑装饰材料、消费电子产品、汽车内饰材料、电器产品及医疗器械等产品
市场地位	家居建筑装饰领域平拍知名度高的领军企业	国内知名的聚烯烃发泡材料制造商与供应商，是国内少数可以生产超薄 IXPE 材料及批量化生产 IXPP 材料的企业之一。
主要客户情况	家居建筑装饰领域：直接客户包括泰州华丽、易华润东、爱丽家居、肯帝亚等国内大型 PVC 塑料地板制造商，并通过下游客户进入世界 500 强企业 Home Depot 的供应链； 汽车内饰领域：进入 Volvo 供应链体系	建筑装饰材料领域：通过下游客户进入了财富 500 强企业 Home Depot、Lowe's 的供应体系； 电子消费产品领域：OPPO、Vivo； 在汽车内饰材料领域：福特、长城、长安； 在家用电器领域：美的、格力、海尔

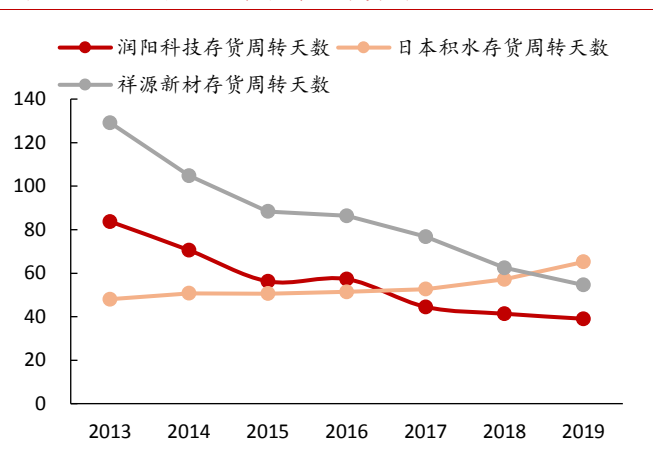
资料来源：润阳科技招股说明书，祥源新材招股说明书，中泰证券研究所

图表 35：公司和同业及下游销售净利率对比

公司名称	2017 年度	2018 年度	2019 年度
祥源新材	16%	16%	20%
爱丽家居	11%	13%	12%
海象新材	2%	11%	16%
润阳科技	13%	27%	32%

来源：润阳科技招股说明书，中泰证券研究所

图表 36：公司和国内外同业存货周转天数对比



来源：日本积水集团官网，wind，中泰证券研究所

3.2 客户资源：丰富优质，较为稳定

公司产品主要应用于绿色健康生活中的家居建筑装饰领域，少部分产品应用于汽车内饰领域。目前，公司已完成婴童用品领域的婴童活动保护垫产品的开发工作，并与下游客户签订战略合作协议，婴童用品领域的市场拓展预计将为公司的经营发展形成新的支撑。而绿色健康生活相关领域如运动装备、建筑装饰等其他市场的技术研发及潜在客户开发也具有一定的储备。

凭借良好的产品品质，公司在家居建筑装饰领域的直接客户包括泰州华丽、易华润东、爱丽家居、肯帝亚等国内大型 PVC 塑料地板制造商，并通过下游客户进入世界 500 强企业 HomeDepot 的供应链，在汽车内饰领域进入 Volvo 供应链体系。在竞争日益激烈的泡沫塑料制造业拥有优质稳定的客户资源，成为泡沫塑料生产及销售企业做大做强的重要因素之一。公司在下游市场积累的丰富客户资源是公司业绩稳定增长的重要保障，也是未来公司规模进一步扩张的坚实基础。

HomeDepot 作为全球排名前列的家居建材用品零售商及世界 500 强企业，对其供应体系中的供应商有着较高标准的要求与考核，公司产品通过下游客户加工后的成品需送往 HomeDepot 进行产品质量检测，且 HomeDepot 会对供应链中的主要供应商进行实地考察。目前公司已经获得 HomeDepot 的产品质量认证。

图表 37：公司主要客户

应用领域	主要客户
家居建筑装饰领域	张家港市易华润东新材料有限公司
	张家港爱丽家居科技股份有限公司
	江苏肯帝亚木业有限公司
	泰州市华丽塑料有限公司
	浙江天振科技股份有限公司
	江苏贝尔装饰材料有限公司
	财纳福诺木业（中国）有限公司
汽车内饰领域	沃尔沃集团
婴童用品领域	可优比

资料来源：润阳科技招股说明书，中泰证券研究所

公司与婴童用品知名品牌“可优比”合作，未来市场空间广阔。婴童活动能增强体质、促进大脑发育和肢体协调，婴童活动时的保护工作成为家长们日益关注的问题。目前市场上的婴童活动保护垫类产品如爬爬垫、爬行垫等，大多使用 EPE、EVA 及软质 PVC 等作为内胆材料，而使用 IXPE 的高档产品多为进口。以新开发的高回弹系列 IXPE 产品作为内胆材料，生产高档绿色环保的婴童活动保护垫，预计将为公司的经营发展形成新的支撑。

3.3 募投扩能打开成长空间

泡沫塑料制造业参与者众多，但大多规模较小且品质稳定性较差，而公司在生产规模、产品质量、研发技术实力以及生产效率等方面在行业内处于领先地位，供货及时，可承接各级别的客户订单。

公司产能处于持续不足状态，未来公司将通过扩宽产能，进一步提升生产经营水平。虽然公司在 2019 年下半年陆续投产了 6 台高速发泡炉和两条辐照生产线，但公司在发泡与辐照环节仍存在产能限制。在发泡环节，公司正在现有厂区继续推进高速发泡炉数量的提升并积极开展年产 1 亿平方米 IXPE 扩产项目的规划与建设工作，以持续提高公司在发泡环节的生产能力。其中，公司在现有厂区新建高速发泡炉已进入环评公示阶段，扩产项目建设已进入施工筹备阶段。在辐照环节，公司已规划通过新建 12 条辐照生产线再次扩充公司在辐照环节的生产能力。另外，公司新建智能仓储中心，能够改善仓储物流条件，提高生产及发货效率，提升仓储运营管理水平。

为进一步扩大越南润阳科技有限公司（以下简称“越南润阳”）经营发展资金需求，公司拟使用自有资金向子公司越南润阳增资 1020 万美元或等额人民币。另外，公司拟出资 1.9 亿元在杭州市萧山区设立 3 个全资子公司。其中，浙江润尔科技有限责任公司拟定注册资本 3000 万元；浙江润阳企业管理有限责任公司拟定注册资本 6000 万元；浙江润诚股权投资有限责任公司拟定注册资本 1 亿元。

图表 38：公司募集资金金额及投资项目概况

序号	募集资金投资项目	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）	项目备案代码	环评情况备案
1	年增产 1600 万平方米 IXPE 自动化技改项目	4769	4769	2019-330522-29-03-053141-00	长环改备 2019-139 号
2	年产 10000 万平方米 IXPE 扩产项目	36723	36723	2019-330522-29-03-053144-00	
3	研发中心建设项目	5566	5566	2019-330522-29-03-053147-00	长环改备 2019-124 号
4	智能仓储中心建设项目	8431	8431	2019-330000-29-03-053146-00	
5	补充营运资金项目	8000	8000	不适用	不适用
	合计	63489	63489	-	-

资料来源：润阳科技招股说明书，中泰证券研究所

4. 盈利预测及估值

假设：

- (1) 假设公司在建项目（年产 1 亿平方米 IXPE 扩产项目，年增产 1600 万平方米 IXPE 自动化技改项目）按时投放。
- (2) 假设公司 IXPE 产品 21、22 年产量 40% 以上环比增长。
- (3) 假设公司 IXPE 产品价格每年-1% 幅度变化。

图表 39：盈利预测业务拆分

产品	项目	2019A	2020E	2021E	2022E
IXPE 产品	销售收入(百万元)	357	412	581	851
	yoy		15%	41%	46%
	生产成本(百万元)	190	212	301	443
其他	销售收入(百万元)	8	10	12	15
	yoy		18%	20%	25%
	生产成本(百万元)	5	6	7	8

资料来源：wind，中泰证券研究所

盈利预测：预测公司 2020-2022 年营收分别为 4.22、5.93 和 8.66 亿元，归母净利润分别为 1.41、2.00 和 2.95 亿元，对应 EPS 分别为 1.41、2.00 和 2.95 元，PE 分别为 31 倍、22 倍和 15 倍。

图表 40：可比公司估值

股票代码	简称	市值(亿元)	股价				EPS				PE			
			(2021-1-28)	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
003011.SZ	海象新材	37.99	51.80	2.51	2.61	3.76	5.08	21	20	14	10			
600143.SH	金发科技	706.46	27.45	0.47	1.71	1.09	1.19	58	16	25	23			
002324.SZ	普利特	155.74	18.43	0.31	0.56	0.61	0.68	59	33	30	27			
	平均							46	23	23	20			
300920.SZ	润阳科技	43.01	43.01	1.54	1.41	2.00	2.95	28	31	22	15			

资料来源：wind、中泰证券研究所

我们选取改性塑料及下游 PVC 地板公司进行估值对比，2021 年平均估值 PE 为 23 倍（对应 2021 年 1 月 28 日收盘价），润阳科技 2021 年 PE 为 22 倍。我们认为公司作为 IXPE 行业龙头，叠加产能快速释放，业绩有望持续快速增长，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5.风险提示

原材料价格波动风险：公司产品的的主要原材料为 LDPE（低密度聚乙烯）、抗菌料、ADC 发泡剂及色母等。报告期内，公司原材料成本占生产成本的比重均在 61%以上，占比较大，原材料价格波动对产品成本将产生直接影响。

客户集中度高的风险：公司向前五大客户的销售收入占营业收入 70%左右，客户集中度较高，若未来出现宏观经济调整、公司聚焦的下游应用领域出现波动、主要客户经营状况发生重大不利变化等情形，而公司未能开拓新的产品应用市场、及时调整客户结构，将对公司的盈利能力产生不利影响。

安全生产风险：公司 IXPE 产品的生产流程涉及电子辐照、高温发泡等工序，存在一定的安全生产风险。

市场规模测算基于一定前提假设，存在实际不及预期风险。

募投项目推进及产能投放不及预期风险。

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 41: 盈利预测

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	365	422	593	866	货币资金	97	113	254	386
增长率	12.4%	15.5%	40.6%	46.0%	应收款项	85	124	169	259
营业成本	-195	-217	-308	-451	存货	15	32	35	63
%销售收入	53.4%	51.6%	51.9%	52.1%	其他流动资产	30	36	35	45
毛利	170	204	285	414	流动资产	227	305	494	754
%销售收入	46.6%	48.4%	48.1%	47.9%	%总资产	46.9%	49.4%	57.6%	64.8%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-4	长期投资	0	0	0	0
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	87	141	191	236
营业费用	-9	-11	-14	-17	%总资产	18.0%	22.8%	22.2%	20.3%
%销售收入	2.5%	2.5%	2.3%	2.0%	无形资产	83	82	80	78
管理费用	-22	-25	-33	-43	非流动资产	256	313	364	410
%销售收入	6.0%	6.0%	5.5%	5.0%	%总资产	53.1%	50.6%	42.4%	35.2%
息税前利润 (EBIT)	137	166	236	350	资产总计	483	618	858	1,164
%销售收入	37.6%	39.4%	39.9%	40.4%	短期借款	11	7	0	0
财务费用	-1	0	0	0	应付款项	46	44	91	101
%销售收入	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	16	16	16	16
资产减值损失	0	2	2	2	流动负债	73	67	107	117
公允价值变动收益	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0
投资收益	3	1	1	2	其他长期负债	24	24	24	24
%税前利润	2.1%	0.6%	0.6%	0.5%	负债	97	91	131	141
营业利润	139	169	239	353	普通股股东权益	386	527	727	1,023
营业利润率	38.2%	40.1%	40.4%	40.8%	少数股东权益	0	0	0	0
营业外收支	7	3	4	5	负债股东权益合计	483	618	858	1,164
税前利润	146	172	243	358					
利润率	40.1%	40.9%	41.0%	41.3%	比率分析				
所得税	-23	-28	-40	-59		2019A	2020E	2021E	2022E
所得税率	15.8%	16.3%	16.4%	16.5%	每股指标				
净利润	116	141	200	295	每股收益(元)	1.54	1.41	2.00	2.95
少数股东损益	0	0	0	0	每股净资产(元)	3.86	5.27	7.27	10.23
归属于母公司的净利润	116	141	200	295	每股经营现金净流(元)	1.13	0.88	2.17	2.00
净利率	31.7%	33.4%	33.7%	34.1%	每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00
					回报率				
现金流量表 (人民币百万元)					净资产收益率	29.98%	26.69%	27.49%	28.89%
	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	23.96%	22.77%	23.29%	25.38%
净利润	116	141	200	295	投入资本收益率	41.60%	47.22%	47.49%	62.63%
加: 折旧和摊销	9	13	19	24	增长率				
资产减值准备	0	0	0	0	营业总收入增长率	12.36%	15.54%	40.63%	45.95%
公允价值变动损失	0	0	0	0	EBIT增长率	29.45%	17.78%	42.45%	48.15%
财务费用	1	0	0	0	净利润增长率	32.78%	21.56%	42.00%	47.77%
投资收益	-3	-1	-1	-2	总资产增长率	43.64%	27.92%	38.81%	35.63%
少数股东损益	0	0	0	0	资产管理能力				
营运资金的变动	55	-65	0	-118	应收账款周转天数	79.0	79.0	79.0	79.0
经营活动现金净流	113	88	217	200	存货周转天数	20.9	20.1	20.2	20.3
固定资本投资	-91	-70	-70	-70	应付账款周转天数	70.9	61.8	66.3	64.1
投资活动现金净流	-23	-69	-69	-68	固定资产周转天数	73.8	97.2	100.6	88.7
股利分配	0	0	0	0	偿债能力				
其他	0	-4	-7	0	净负债/股东权益	-26.29%	-46.93%	-53.09%	-70.86%
筹资活动现金净流	0	-4	-7	0	EBIT利息保障倍数	201.8			
现金净流量	90	15	142	132	资产负债率	20.06%	14.70%	15.26%	12.14%

资料来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。