

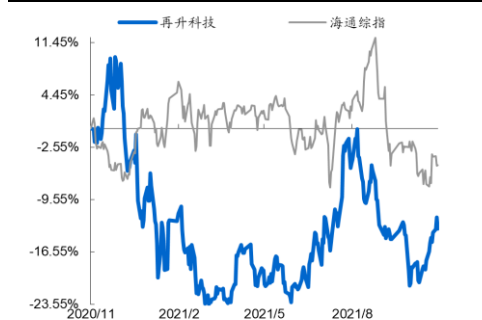
投资评级 优于大市 首次覆盖

咬定青山，细水长流

股票数据

11 月 19 日收盘价(元)	12.11
52 周股价波动(元)	10.78-15.98
总股本/流通 A 股(百万股)	725/725
总市值/流通市值(百万元)	8779/8779

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.9	-10.9	-6.8
相对涨幅(%)	-0.2	-8.5	-4.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师:冯晨阳

Tel:(021)23212081

Email:fcy10886@htsec.com

证书:S0850516060004

分析师:潘莹练

Tel:(021)23154122

Email:pyl10297@htsec.com

证书:S0850517070010

分析师:申浩

Tel:(021)23154114

Email:sh12219@htsec.com

证书:S0850519060001

投资要点:

- **充足且便宜的天然气能源使得公司具有天然壁垒。**公司 15-20 年收入复合增速为 51.82%，21Q1-3 实现营业收入 11.56 亿元，同比下滑 12.31%，下滑主要是 21Q1-3 公司口罩及熔喷材料收入同比减少 90.81%。除口罩业务及熔喷材料外，21Q1-3 公司“干净空气”和“高效节能”产品收入同比增长 10.86%。“干净空气”中的滤纸和“高效节能”中的芯材及隔板都是以微纤维玻璃棉作为主要原材料，而微纤维玻璃棉中能源占成本比例较高，能源主要是天然气。公司微纤维玻璃棉产能主要在四川宣汉，充足且便宜的天然气能源使得公司材料成本低，具有天然壁垒。
- **卡位上游材料，延展干净空气和高效节能两条线。**在“干净空气”领域公司产品包括高性能玻纤滤料、低阻熔喷滤料、高效 PTFE 膜、微静电过滤材料等多种过滤材料及设备，实现全产业链覆盖。在“高效节能”领域公司产品包括微纤维玻璃棉、真空绝热板芯材 (VIP 芯材) 等产品，掌握重要环节。
- **干净空气：电子稳定，畜牧向上，更多下游蓄势待发。**玻璃纤维滤纸是一种消耗品，业务本身具有积累增长的属性。下游电子行业我们认为半导体景气度持续，面板稳定，业务稳健增长。在畜牧领域集约化养殖和“禁抗令”推动公司“干净空气”业务增长，公司旗下悠远环境持续为牧原集团等客户提供猪舍新风系统产品及解决方案，在 2021 年上半年荣获牧原 5A 级供应商称号。根据海通宏观预测本轮猪周期猪价可能在 22 年二季度企稳，我们认为届时公司有望受益于畜牧业资本开支加大。同时，公司已经在新能源汽车和民用市场的干净空气领域进行卡位，静待风起。
- **高效节能：绿色家电和冷链业务稳步推进，绿色建筑方兴未艾。**《蒙特利尔协定书》减少 HCFCs 使用，真空绝热材料受益。我们认为，未来真空绝热板在冰箱中的渗透主要受《中国家用电冰箱产业技术路线图 (2019 版)》的执行落地情况影响。同时，我国冷链运输率低于发达国家，冷产品腐损率高于发达国家，亚太地区可能成为未来全球冷链市场规模拉动力。公司 VIP 芯材性能优异，有望受益冷链行业增长。此外，实现“双碳”任务，建筑行业节能减排势在必行，政策在推动装配式建筑发展，以装配式建筑和被动房为代表的绿色建筑，对墙体的密封性和隔音隔热性能要求更高，公司 VIP 芯材制成的 VIP 板性能可满足绿色建筑对墙体高效保温节能的需要，长期成长性好。
- **盈利与估值。**我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.37、0.51、0.70 元/股，可比上市公司 2021 年预测 PE 的平均数为 47.8 倍，给予公司 2021 年 35-40 倍预测 PE，对应 2021 年合理价值区间 12.95-14.80 元/股，“优于大市”评级。

- **风险提示。**猪周期下行时间长于预期，出口退税政策变化风险。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1252	1884	1728	2372	3087
(+/-)YoY(%)	15.7%	50.5%	-8.3%	37.3%	30.1%
净利润(百万元)	171	360	269	373	511
(+/-)YoY(%)	7.5%	110.4%	-25.3%	39.0%	36.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.24	0.50	0.37	0.51	0.70
毛利率(%)	33.1%	38.1%	31.6%	31.2%	31.5%
净资产收益率(%)	12.0%	19.7%	13.1%	16.2%	19.2%

资料来源: 公司年报 (2019-2020)，海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目 录

1. 卡位上游材料，延展干净空气和高效节能两条线.....	6
2. 干净空气：电子稳定，畜牧向上，更多下游蓄势待发.....	10
2.1 电子：半导体景气度持续，面板稳定.....	10
2.2 畜牧：22 年猪周期触底回升，公司 畜牧业务有望实现增长.....	11
2.3 卡位新能源车和民用市场干净空气领域，静待风起.....	12
3. 高效节能：绿色家电和冷链业务稳步推进，绿色建筑方兴未艾.....	14
3.1 冰箱能效标准逐渐提升，冷链持续渗透，公司保温业务稳定增长.....	14
3.2 “双碳”目标下绿色建筑长期发展看好.....	17
4. 在好赛道布局完整，成长可期.....	18
5. 盈利与估值.....	19
6. 风险提示.....	21
财务报表分析和预测.....	22

图目录

图 1	公司业务框架.....	6
图 2	2013 年公司滤纸成本构成.....	6
图 3	2013 年公司芯材及隔板成本构成.....	6
图 4	2013 年微纤维玻璃棉成本构成.....	7
图 5	2020 年我国天然气产量分布（亿立方米）.....	7
图 6	公司“干净空气”领域涵盖产品.....	7
图 7	公司“高效节能”领域涵盖产品.....	8
图 8	2015-2021Q1-3 公司收入和同比增速.....	8
图 9	2020 年公司收入结构.....	8
图 10	2019-2021H1 公司分业务毛利率（%）.....	9
图 11	2015-2021 年 1-9 月公司扣非归母净利润和同比增速.....	9
图 12	2018-2021 年 1-9 月公司扣非后净利率（%）.....	9
图 13	2017-2021 年 1-9 月公司收现比（%）.....	9
图 14	2017-2021 年 1-9 月公司净现比（倍）.....	9
图 15	截至 20 年末公司与控股股东之间产权及控制关系图.....	10
图 16	2010-2019 年我国洁净室工程行业市场规模（亿元）.....	10
图 17	2015-2024E 全国显示面板规模（产量口径）.....	11
图 18	2015-2024E 我国大陆显示面板规模（产量口径）.....	11
图 19	公司猪舍新风系统.....	12
图 20	2013-2025E 我国新能源汽车市场销量（万辆）.....	13
图 21	大尺寸空调滤芯示意图.....	13
图 22	我国和部分欧洲国家新风系统普及率.....	13
图 23	2016-2019 年我国新风系统市场规模（亿元）.....	14
图 24	再升净化业务范围.....	14
图 25	绝热材料分类.....	15
图 26	2016-2020 年我国真空隔热板市场规模及增速.....	15
图 27	2020 年我国真空隔热板市场结构.....	15
图 28	我国与发达国家冷链运输率比较.....	16
图 29	我国农产品腐损率与发达国家对比.....	16
图 30	2018-2026E 全球冷链物流行业市场规模及预测（亿美元）.....	16

图 31	2017-2021E 我国冷链物流行业市场规模及同比增速	17
图 32	2018 年我国能耗分布	17
图 33	2018 年我国二氧化碳排放分布	17
图 34	2016-2020 年我国新开工装配式建筑面积（亿平方米）	18
图 35	2016-2020 年我国新开工装配式建筑占新建建筑比（%）	18
图 36	2016-2018 年我国保温装饰板产能及其利用率	18
图 37	2016-2018 年我国保温板产能及其利用率	18
图 38	公司组织架构图	19

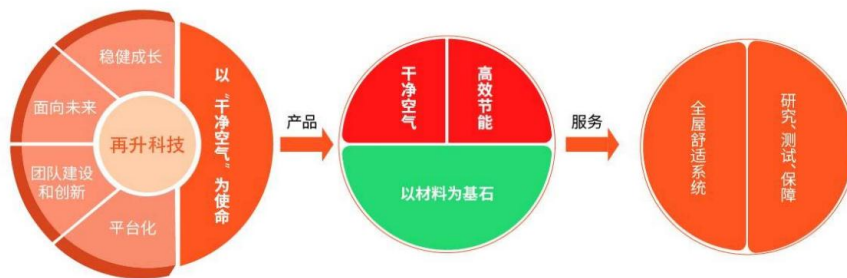
表目录

表 1	2019 年调整后各省（区、市）天然气基准门站价（单位：元/千立方米，含 9% 增值税）	7
表 2	猪舍过滤器配置参数	11
表 3	真空绝热板和传统聚氨酯保温材料对比	15
表 4	真空绝热材料与纳米孔绝热材料、辐射绝热材料的性能对比情况	15
表 5	公司 21 年公开发行 A 股可转换公司债券募集资金运用可行性分析	19
表 6	公司分业务收入毛利预测（百万元）	20
表 7	公司盈利预测（百万元）	20
表 8	A 股同类可比上市公司估值（截至 2021.11.19）	21

1. 卡位上游材料，延展干净空气和高效节能两条线

公司专注于超细纤维、膜材、吸附材料、微静电材料等材料的研究，以材料为基石，不断挖掘拓宽应用领域，为工业与民用、医疗、电子、农牧业、室内公共空间、军工、航空航天等领域提供“干净空气”和“高效节能”应用产品和解决方案。

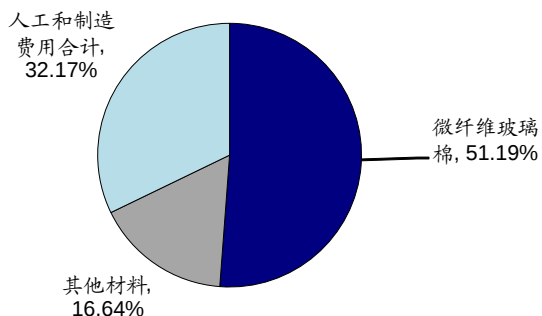
图1 公司业务框架



资料来源：公司 21 年半年报，海通证券研究所

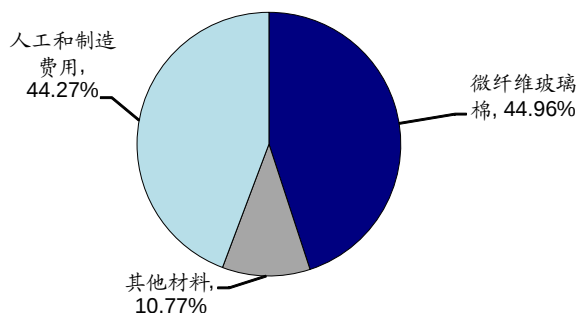
充足且便宜的天然气能源使得公司材料成本低，具有天然壁垒。“干净空气”中的滤纸和“高效节能”中的芯材及隔板都是以微纤维玻璃棉作为主要原材料，而微纤维玻璃棉中能源占成本比例较高，能源主要是天然气。公司微纤维玻璃棉产能主要在四川宣汉。我国天然气气田主要分布在中西部，其中新疆塔里木盆地和四川盆地资源最为丰富，资源占比超过 40%。20 年我国天然气产量四川以 452.4 万吨规模排名第二。由于四川天然气储量充沛，因此天然气价格较低，根据发改委 2019 年 3 月发布的《各省（区、市）天然气基准门站价格表》，四川的天然气门站价在全国属于偏低水平。

图2 2013 年公司滤纸成本构成



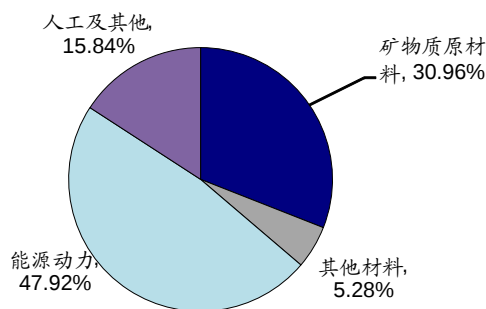
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图3 2013 年公司芯材及隔板成本构成



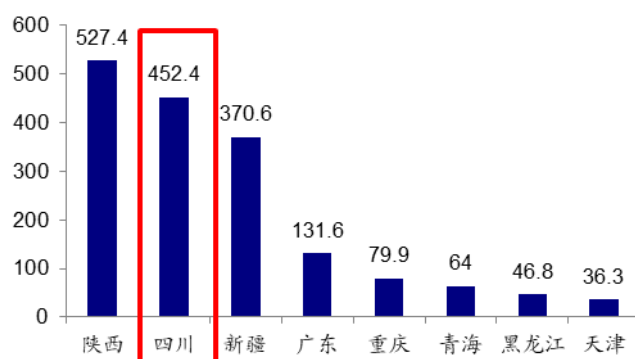
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图4 2013年微纤维玻璃棉成本构成



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图5 2020年我国天然气产量分布（亿立方米）



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，海通证券研究所

表 1 2019年调整后各省（区、市）天然气基准门站价（单位：元/千立方米，含9%增值税）

省份	基准门站价格	省份	基准门站价格	省份	基准门站价格	省份	基准门站价格
四川	1530	北京	1860	湖北	1820	天津	1860
湖南	1820	河北	1840	广东	2040	山西	1770
广西	1870	内蒙古	1220	海南	1520	辽宁	1840
重庆	1520	吉林	1640	黑龙江	1640	贵州	1590
上海	2040	云南	1590	江苏	2020	陕西	1220
浙江	2030	甘肃	1310	安徽	1950	宁夏	1390
江西	1820	青海	1150	山东	1840	新疆	1030
河南	1870						

资料来源：国家发改委，海通证券研究所

在“干净空气”领域公司产品包括高性能玻纤滤料、低阻熔喷滤料、高效 PTFE 膜、微静电过滤材料等多种过滤材料及设备。公司可以根据不同地域、不同场景特点，考虑温度、湿度、空间等因素对空气质量的影响，提供定制化“干净空气”产品，满足客户对无尘、无菌健康环境的追求。

图6 公司“干净空气”领域涵盖产品

	产品名称	工艺优势	应用领域
干净空气	高性能玻纤滤料	以超细玻璃纤维为原材料，纤维分布均匀，过滤精度高、容尘量大、物理强度高、机械加工性好，耐热、阻燃，涵盖ASHRAE/HEPA/ULPA等级	应用于高端制造、医药生物等洁净空间，也用于对0.3um及以下等细颗粒物有治理需求的领域
	低阻熔喷滤料	以聚丙烯为原材料，纤维直径可达1-5um，具有独特的毛细结构，采用静电驻极，过滤效率可达到HEPA级，兼具优良过滤性能和物理强度	应用于空气净化器、新风系统、个体防护等领域
	高效PTFE膜	纳米级细度PTFE纤维构成，孔隙率极高，超低阻力与超高效率有效结合，防水透气，寿命长，化学性质稳定	应用于有高过滤效率、低系统阻力要求的领域，如电子、半导体等，也应用于有防水、耐冲击要求，如吸尘器
	微静电过滤材料	采用超级纳米碳纤维电场集尘技术，捕集效率高，零耗材，可重复清洗使用，超长寿命，风阻小，噪音低，更节能	应用于室内空气治理，处理污染颗粒物，高效去除空气VOCs，迅速有效杀灭空气中致病微生物，消除空气中的异味，提高空气清新度
	纳米过滤材料	纤维直径一般为0.3-0.5um，可以与木浆纤维、合成纤维等材料组合使用，耐久度、物理强度、耐温性、容尘量好	应用于汽车座舱、发动机进气、燃气涡轮机和高端制造等对颗粒物治理有需求的领域

资料来源：公司 21 年半年报，海通证券研究所

在“高效节能”领域公司产品包括微纤维玻璃棉、真空绝热板芯材（VIP 芯材）、高比表面积电池隔膜（AGM 隔板）、隔音隔热毡、无机纤维喷涂棉、高硅氧纤维等产品，有利于减少能源损耗，有效提高能源利用效率，减少碳排放助力国家绿色低碳发展。

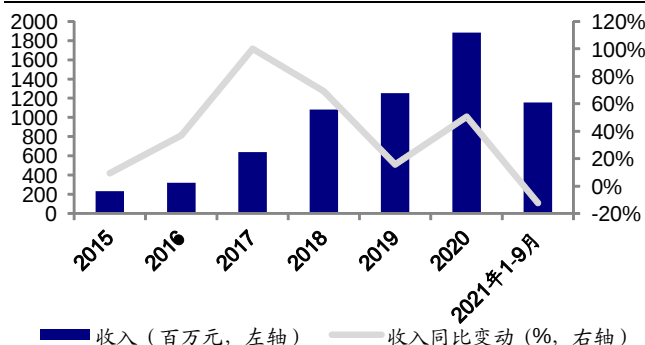
图7 公司“高效节能”领域涵盖产品

	产品名称	工艺优势	应用领域
高效节能	微纤维玻璃棉	以高温熔融硅酸盐（玻璃）溶液为材料，通过高速气流等外力形成的纤维棉状材料，其平均纤维直径约为0.1μm-3.5μm，具有绝缘性、耐热性、抗腐蚀性好，机械强度高传统玻璃纤维的特点外直径小、微孔率高，具有很好的过滤、吸附、纳污性、优良的保温、吸声性能	应用于“干净空气”和“高效节能”领域，是玻纤滤纸、VIP芯材、AGM隔板等的核心原材料
	VIP芯材	以微纤维玻璃棉为核心原材料制成，导热系数低、容重小、不燃、物理加工性好	应用于绿色家电、建筑节能保温等领域，是VIP板的核心原材料
	AGM隔板	以微纤维玻璃棉为核心原材料制成，耐酸碱性好，厚度均匀，高孔隙率，吸收电解液快，纵横向均有好的抗张强度，较好的压缩性能保证了一定的板群压力，绝缘性良好等	应用于应用于电动自行车、汽车、飞机和船舶等交通工具，光伏发电设备和风力发电设备的储能部件，还用于通信基站、数据库、交通监控等领域不间断备用电源（UPS），是阀控式铅酸蓄电池的专用核心材料
	隔音隔热毯	以微纤维玻璃棉为核心原材料，专利工艺，具有轻质、阻燃、防水、吸音、隔热等特性	应用于飞机机舱、船舱、高铁、地铁等的吸音隔热综合性能高要求的应用场景
	无机纤维喷涂棉	以微纤维玻璃棉为核心原材料生产，质地轻，无毒无害，吸音隔热，耐火阻燃	应用于建筑物、隧道等场所的防火保护，特殊空间的保温吸音，机械设备的保温节能
	高硅氧纤维	独家配方、新型工艺，直径稳定在1-2微米之间，具有绝佳的化学稳定性和优良的物理特性，对绝大多数化学品呈惰性，在高温、强辐射条件下能够正常工作	应用于航空航天领域

资料来源：公司 21 年半年报，海通证券研究所

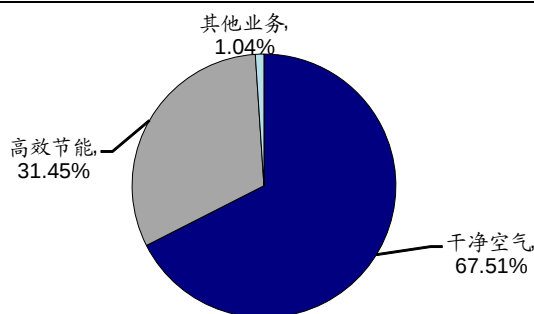
公司收入整体呈现持续增长态势。公司 15-20 年收入复合增速为 51.82%，21Q1-3 公司实现营业收入 11.56 亿元，同比下滑 12.31%，下滑主要是 21Q1-3 公司口罩及熔喷材料收入同比减少 90.81%。除口罩业务及熔喷材料外，21Q1-3 公司“干净空气”和“高效节能”产品收入同比增长 10.86%，其中“干净空气”实现营业收入 6.31 亿元，“高效节能”产品实现收入 4.96 亿元，同比增长 46.88%。20 年公司收入结构中“干净空气”业务占比 67.51%，“高效节能”业务占比 31.45%。

图8 2015-2021Q1-3 公司收入和同比增速



资料来源：wind，海通证券研究所

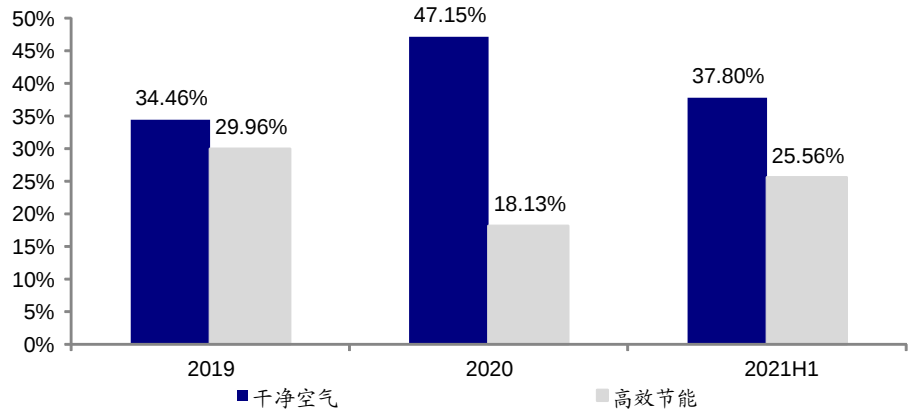
图9 2020 年公司收入结构



资料来源：wind，海通证券研究所

21 年上半年公司“干净空气”产品毛利率为 37.80%，同比下降 15.83 个百分点，主要是 20 年上半年口罩及熔喷材料销售数量及毛利较高；“高效节能”产品毛利率为 25.56%，同比上升 4.89 个百分点，主要得益于降本增效。

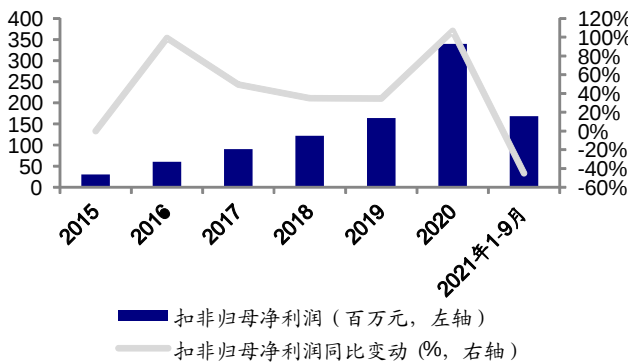
图10 2019-2021H1 公司分业务毛利率 (%)



资料来源: wind, 公司 21 年半年报, 海通证券研究所

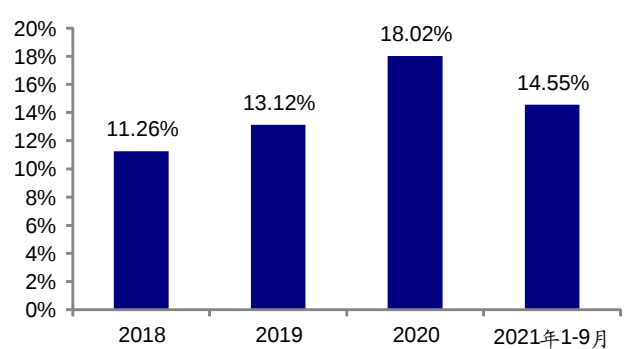
21Q1-3 公司扣非后归属上市公司股东净利润为 1.68 亿元, 同比下降 45.07%, 主要是 20 年同期口罩及熔喷材料产品收入和毛利率较高, 同时今年受海外疫情影响海运受阻, 叠加部分猪舍新风项目放缓影响收入增长。

图11 2015-2021 年 1-9 月公司扣非归母净利润和同比增速



资料来源: wind, 海通证券研究所

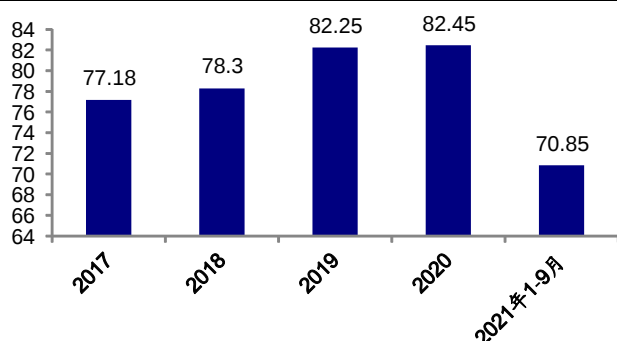
图12 2018-2021 年 1-9 月公司扣非后净利率 (%)



资料来源: wind, 海通证券研究所

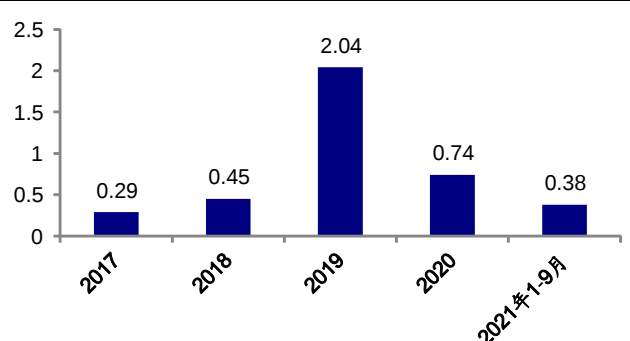
17-20 年公司收现比逐渐提高, 到 2020 年达到 82.45% 水平。净现比从 17 年的 0.29 提高到 19 年的 2.04, 20 年下滑到 0.74。20 年公司经营活动产生的现金流量净额下滑主要是支付各项税费增加。

图13 2017-2021 年 1-9 月公司收现比 (%)



资料来源: wind, 海通证券研究所

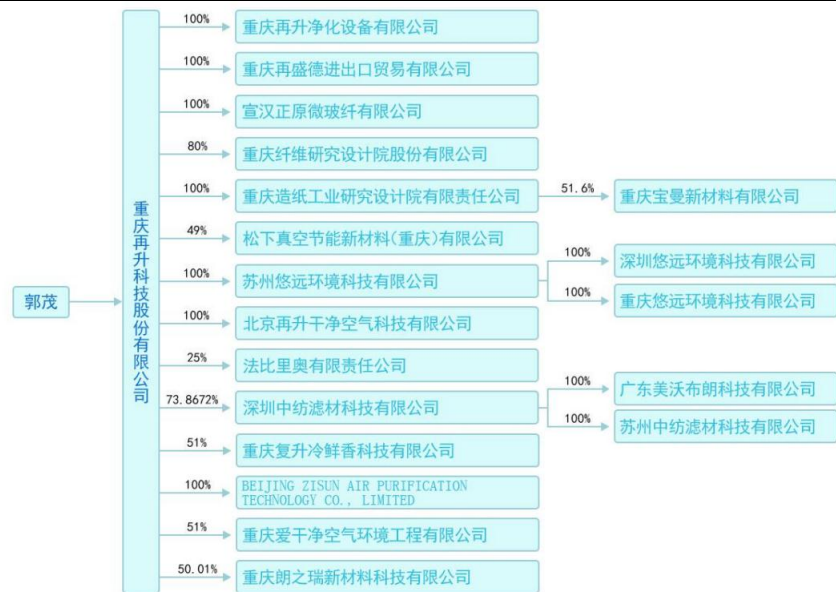
图14 2017-2021 年 1-9 月公司净现比 (倍)



资料来源: wind, 海通证券研究所

公司实际控制人是郭茂先生, 同时, 公司旗下包括苏州悠远、深圳中纺、重庆造纸工业研究设计院等一系列子公司。

图15 截至20年末公司与控股股东之间产权及控制关系图



资料来源：公司 20 年年报，海通证券研究所

2. 干净空气：电子稳定，畜牧向上，更多下游蓄势待发

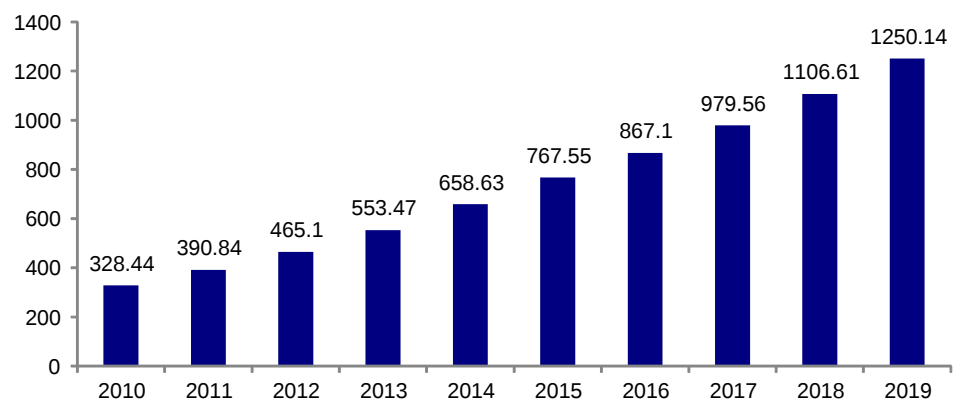
公司干净空气下游领域包括高端电子产业、高效农业畜牧业、新能源汽车、室内公共空间、生物医药、餐饮油烟治理、医疗健康、个体防护多个领域。

考虑到玻璃纤维滤纸的适用场景，我们认为业务本身具有积累增长的属性。玻璃纤维滤纸是一种消耗品，需求主要由新增需求，更换需求和替代需求三者共同构成。伴随下游产品规模不断扩大，存量不断积累壮大，我们认为会为公司该部分业务提供持续增长的空间。

2.1 电子：半导体景气度持续，面板稳定

公司“干净空气”产品主要用于半导体、面板等先进制造领域。我国洁净室规模持续发展，从 2010 年的 328.44 亿元增长到 2019 年的 1250.14 亿元。

图16 2010-2019年我国洁净室工程行业市场规模(亿元)



资料来源：观研报告网，海通证券研究所

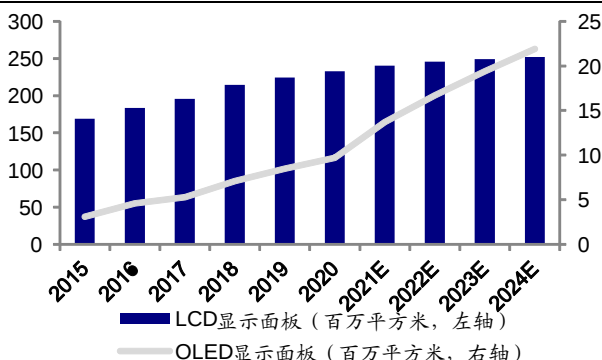
根据公司 21 年半年报披露,公司旗下悠远环境在 21 年上半年已陆续中标或服务于 20 余个国内知名半导体项目,比如合肥晶合项目、粤芯二期项目、南沙联芯芯聚能一期项目、合肥通富项目、南通深南电路项目、西安奕斯伟项目、德清先进芯片项目、星中

达半导体项目、山东裕能项目等。在电子面板行业，悠远环境为京东方、华星光电等提供产品。悠远环境 FFU、过滤器产品中标泰嘉光电 G8.5 超薄玻璃基板深加工项目；中标厦门天马第 6 带柔性 AMOLED 生产线项目、华星光电惠州、武汉深圳项目；中标超视界广州项目 FFU 产品；并持续为成都路维光电二期超大、超高等级洁净室项目提供服务。

半导体行业景气度持续，公司增长有支撑。根据观察者网援引 Gartner 统计数据，2018 年全球芯片制造商设备支出达到 589.44 亿美元，2019 年略有下降，预计 2021 年开始复苏，2024 年增长至 602.14 亿美元，2020-2024 年预计年复合增长率为 6.27%。同时，Gartner 统计我国大陆芯片制造厂商 2018 年设备支出达 104.34 亿美元，2019 年为 122.44 亿美元，预计 2024 年将增长至 128.42 亿美元，2020-2024 年预计年复合增速为 7.47%。

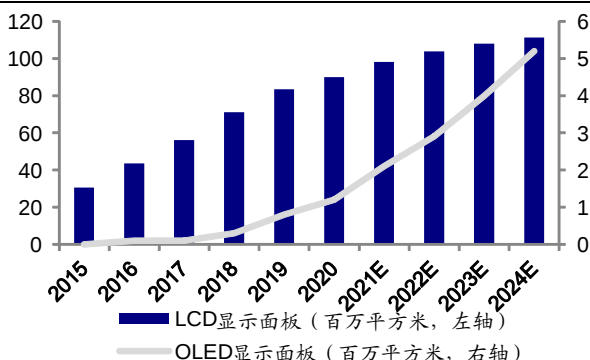
面板行业稳定增长，为公司提供持续业务。根据中金企信数据，2015 年到 2020 年全球 LCD 显示面板产量从 1.69 亿平方米增长到 2.33 亿平方米，复合增速为 6.61%；OLED 显示面板产能从 3.1 百万平方米增长到 9.7 百万平方米，复合增速为 25.63%。而到 2024 年中金企信预计全球 LCD 显示面板和 OLED 显示面板的产能将分别达到 2.52 亿平方米和 21.9 百万平方米，2020-2024 年预计复合增速分别为 2.10% 和 22.58%。同时，根据中金企信数据，2015 年到 2020 年我国大陆 LCD 显示面板产量从 0.31 亿平方米增长到 0.90 亿平方米，复合增速为 24.05%。而到 2024 年中金企信预计我国大陆 LCD 显示面板和 OLED 显示面板的产能将分别达到 1.11 亿平方米和 5.2 百万平方米，2020-2024 年预计复合增速分别为 5.48% 和 44.28%。我们认为，面板行业的稳定发展将为公司提供持续的业务。

图17 2015-2024E 全国显示面板规模（产量口径）



资料来源：中金企信国际咨询，海通证券研究所

图18 2015-2024E 我国大陆显示面板规模（产量口径）



资料来源：中金企信国际咨询，海通证券研究所

2.2 畜牧：22 年猪周期触底回升，公司 畜牧业务有望实现增长

集约化养殖和“禁抗令”推动公司“干净空气”业务在畜牧领域的发展。集约化养殖是发展现代化畜牧业及实现现代农业转型的重要方向。同时，2019 年 7 月农业农村部颁布饲料“禁抗”，令，明确了严禁使用含促生长类药物饲料添加剂的规定。在药物使用受控的情况下，病菌媒介的控制对集约化规模养殖中重要性不断凸显，推动了干净空气在畜牧养殖产业的需求，先进的配套新风系统受益。

表 2 猪舍过滤器配置参数

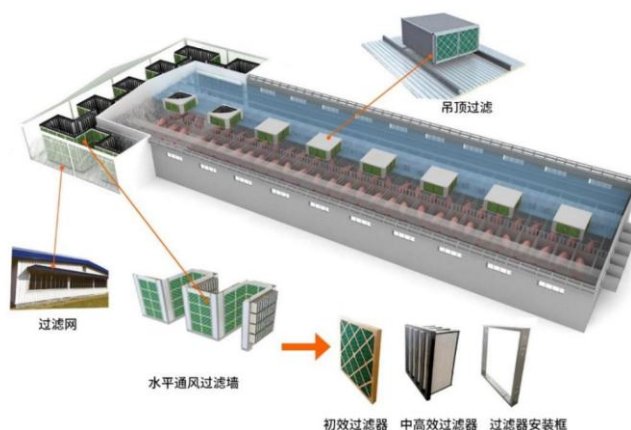
	推荐通风率		最低过滤器配置数量
	最低	炎热天气	
母猪和窝仔	34m ³ /h/母猪	850m ³ /h/母猪	0.85 套过滤器/每头母猪
保育猪（5-14kg 体重）	3.4m ³ /h/头	42m ³ /h/头	0.042 套过滤器/每头
保育猪（14-34kg 体重）	5.1m ³ /h/头	60m ³ /h/头	0.06 套过滤器/每头
生长保育猪（34-68kg 体重）	10m ³ /h/头	128m ³ /h/头	0.128 套过滤器/每头

生长保育猪（68-113kg 体重）	17m ³ /h/头	204m ³ /h/头	0.204 套过滤器/每头
妊娠母猪	20m ³ /h/头	255m ³ /h/头	0.255 套过滤器/每头
配种母猪	24m ³ /h/头	510m ³ /h/头	0.51 套过滤器/每头
公猪	34m ³ /h/头	850-1000m ³ /h/头	0.85-1 套过滤器/每头

资料来源：公司 21 年半年报，海通证券研究所

公司针对头部优秀养殖企业的猪舍新风需求（通常，病毒如 PPRsv 可附着在 0.3-0.4μm 等细小颗粒物船舶）及猪舍高温高湿的特殊环境，研发出针对 0.3μm 颗粒物过滤效果达到 94%以上的高效、低阻、耐高温高湿的特种滤材，产品指标处于国际领先水平。公司旗下悠远环境持续为牧原集团等客户提供猪舍新风系统产品及解决方案，在 2021 年上半年荣获牧原 5A 级供应商称号。

图19 公司猪舍新风系统



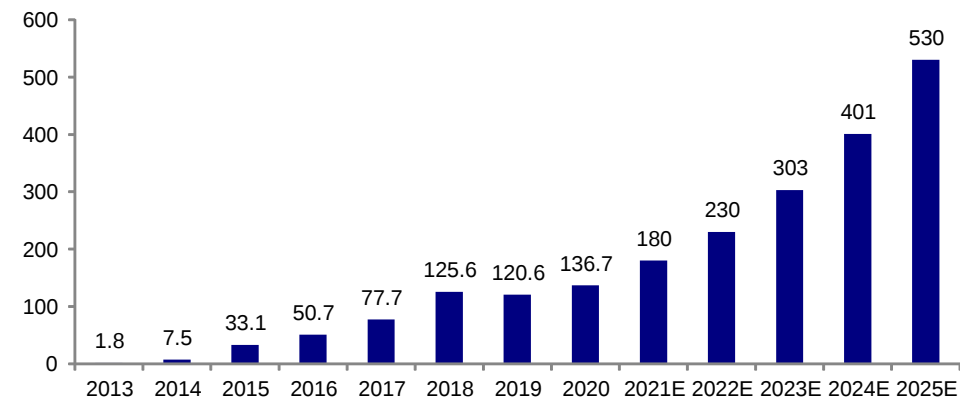
资料来源：公司 21 年半年报，海通证券研究所

根据海通宏观预测本轮猪周期猪价可能在 22 年二季度企稳，我们认为届时公司有望受益于畜牧业资本开支加大。养殖户从补栏母猪到育仔、催肥直到生猪出栏，通常需要 10 个月左右时间。本轮周期 20 年二季度开始生猪出栏量同比拐头上行，也正是与 19 年四季度养殖户大量补栏母猪相关。同时，猪肉价格与生猪的屠宰量、出栏量增速保持密切负相关关系，20 年二季度以后生猪出栏量增速迅速回升带动猪肉供给大量增加，猪价开始趋势回落。在当前猪周期中，生猪养殖利润从 6 月开始转负，而我国能繁母猪存栏在 7 月结束了连续 21 个月的增长开始环比回落，能繁母猪或已开始去化进程。由于能繁母猪存栏通常领先生猪出栏 10 个月，而生猪出栏与猪价变化相对同步，因此根据海通宏观的推测可能在 22 年 5 月附近看到猪价企稳回升。我们认为，行业景气回升才会带动企业资本开支热情，因此在 22 年收益于猪周期企稳回升，公司在畜牧领域的业务有望获得增长。

2.3 卡位新能源车和民用市场干净空气领域，静待风起

新能源汽车快速增长势头不减。我国新能源汽车销量快速增长，到 2020 年达到 136.7 万辆规模，20 年 11 月 2 日，国务院办公厅印发《新能源汽车产业发展规划》，提出到 2025 年新能源汽车新车销量达到汽车新车销售总量的 20%左右。根据智通财经援引艾瑞咨询，到 2025 年我国新能源汽车销量有望达到 530 万辆。

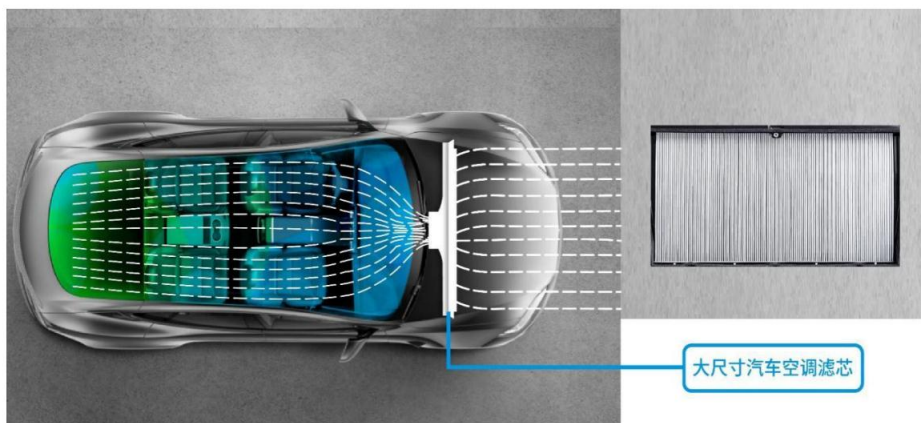
图20 2013-2025E 我国新能源汽车市场销量（万辆）



资料来源：中汽协，智通财经，艾瑞咨询，海通证券研究所

公司旗下朗之瑞新材料科技有限公司除能够提供适配传统车型用于过滤粉尘颗粒物的 Particle 单效空气过滤器、用于去除灰尘及气体异味的 Active Carbon 双效空气过滤器等，更推出转为新能源汽车所设计的更大、更高效的防生化空气过滤器，该过滤器尺寸可达普通汽车空调过滤器的 10 倍，能有效去除 99.97% 的灰尘、花粉、车辆废气、有害气体等。

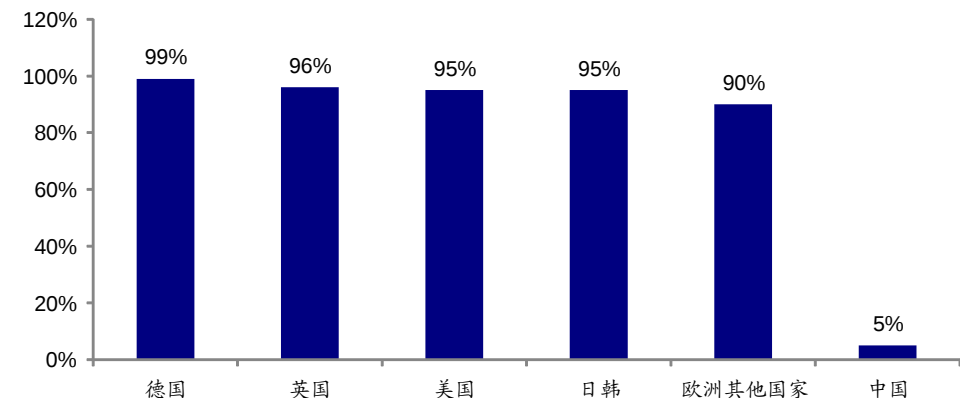
图21 大尺寸空调滤芯示意图



资料来源：公司 21 年半年报，海通证券研究所

我国新风系统渗透率和发达国家仍有较大差距。根据舒适家居网援引中研普华产业研究院数据，我国新风系统普及率不足 5%，和德国 99%，英国 96% 的水平差距较大。

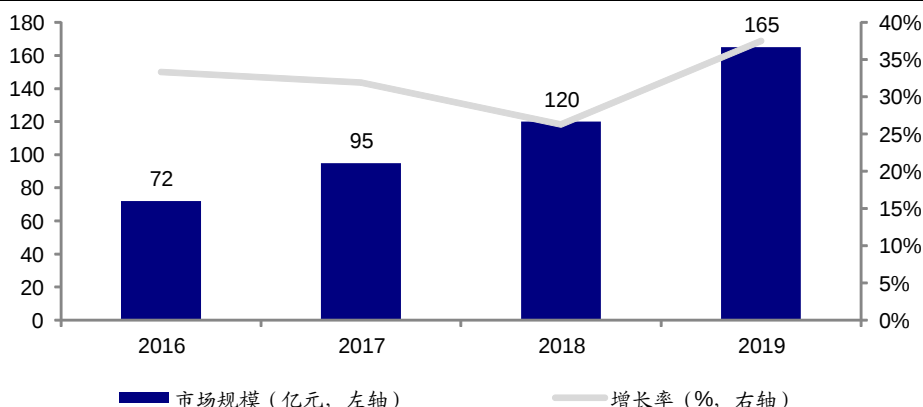
图22 我国和部分欧洲国家新风系统普及率



资料来源：舒适家居网援引中研普华产业研究院，海通证券研究所

2019 年我国新风系统规模达 165 亿元。根据中研普华数据，2019 年我国新风系统市场规模达 165 亿元，2016-2019 年复合增速为 31.84%。

图23 2016-2019 年我国新风系统市场规模 (亿元)



资料来源：舒适家居网援引中研普华产业研究院，海通证券研究所

全资子公司重庆再升净化设备有限公司引入专业团队，针对高端民用市场推出干净空气全屋舒适系统，发力洁净民用市场。公司将近 20 年干净空气领域经验积累到全屋舒适系统中，该系统将新风净化、制冷制热、除湿加湿、变风量智能检测、智能控制集于一体，从方案设计、现场施工、设备安装、产品维护等多个环节为用户提供服务。

图24 再升净化业务范围



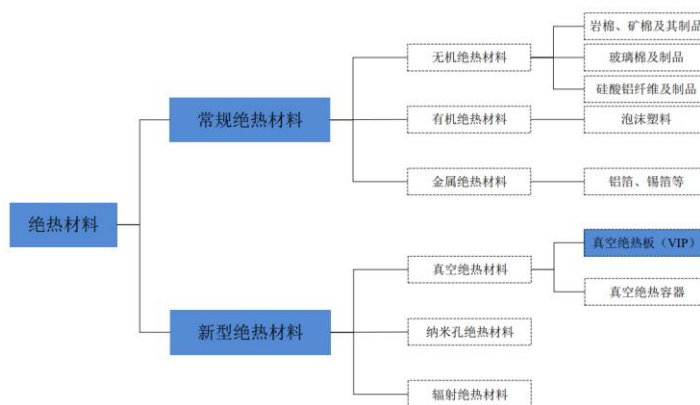
资料来源：公司 21 年半年报，海通证券研究所

3. 高效节能：绿色家电和冷链业务稳步推进，绿色建筑方兴未艾

3.1 冰箱能效标准逐渐提升，冷链持续渗透，公司保温业务稳定增长

《蒙特利尔协定书》减少 HCFCs 使用，真空绝热材料受益。传统聚氨酯泡沫保温材料加工简单、成本低廉，是冰箱、冷柜保温主要绝热材料。欧洲、北美、日本、韩国等国家生产和使用的冰箱已经大量用真空绝热板代替硬质聚氨酯泡沫，而我国真空绝热板使用率仍低。根据赛特新材招股书援引 2019 年 1 月 1 日正式生效的《蒙特利尔协定书》基加利修正案设定的削减时间表，包括我国在内的绝大部分发展中国家将在 2024 年对聚氨酯主要发泡剂 HFCs 生产和消费进行冻结，2029 年在基线水平上削减 10%，到 2045 年削减至 80%。真空绝热板导热系数只有传统绝热材料六分之一甚至更低，还具有厚度薄、体积小、质量轻等优点，我们认为，真空绝热板将作为传统聚氨酯泡沫的重要补充不断成长。

图25 绝热材料分类



资料来源：赛特新材招股说明书，海通证券研究所

表 3 真空绝热板和传统聚氨酯保温材料对比

	优点	缺点
真空绝热板	1、绝热性能更好，导热系数一般低于 $3.5\text{mW}/(\text{m}\cdot\text{K})$ ，远低于聚氨酯泡沫 $20\text{-}30\text{mW}/(\text{m}\cdot\text{K})$ 水平，更加节能； 2、环保，制造过程不会产生 ODS 类破坏臭氧类气体或超级温室气体，对环境无害	1、成本相对较高，应用领域还在拓展； 2、产品不可分割，规格较多，需定制化生产
传统聚氨酯保温材料	1、制造简单，使用方便； 2、成本相对较低	1、绝热性能较差，导热系数在 $20\text{-}30\text{mW}/(\text{m}\cdot\text{K})$ 之间； 2、发泡过程中使用的发泡剂会产生 ODS 类破坏臭氧类气体或超级温室气体破坏环境

资料来源：赛特新材招股说明书，海通证券研究所

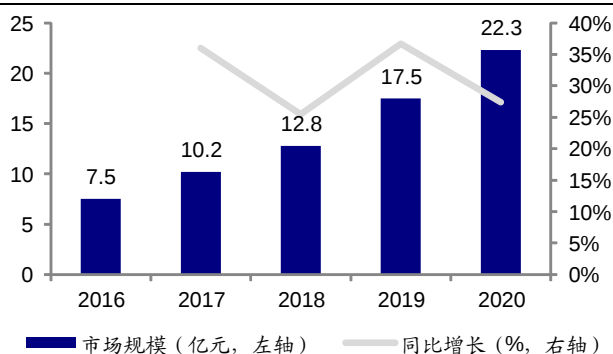
表 4 真空绝热材料与纳米孔绝热材料、辐射绝热材料的性能对比情况

类别	绝热性能	优势	劣势	主要应用领域
真空绝热板	低于 $3.5\text{mw}/(\text{m}\cdot\text{k})$	绝热性能好，成本相对较低	不可分割，不耐穿刺、不耐高温	高端冰箱冷柜等制冷器具、冷链物流及节能建筑等领域
纳米孔绝热材料（气凝胶毡）	次优，室温约 $20\text{mw}/(\text{m}\cdot\text{k})$	耐高温、耐穿刺、可切割，柔性易于施工，不存在边缘效应，绝热性能稳定性好	投入高、成本高，工艺复杂、生产存在环保问题、产品使用存在掉粉现象	航空航天、军事装备、高温管道、窑炉、城市热力管网等领域
辐射绝热材料（低辐射隔热玻璃）	优于普通中空玻璃	质量轻、施工方便、成本低、防潮、防水汽	只能高效减慢但不能阻挡热传递	节能建筑、汽车、船舶等交通工具

资料来源：赛特新材招股说明书，海通证券研究所

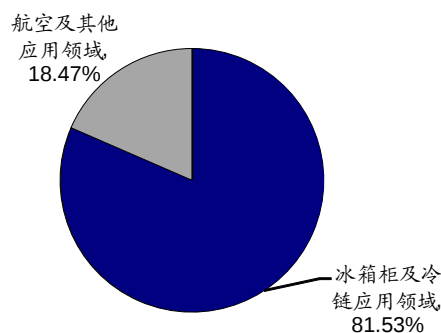
根据观研天下数据，2020 年我国真空隔热板市场规模达到 22.3 亿元，同比增长 27.4%。其中冰箱柜及冷链规模为 18.1 亿元，占比 81.5%。

图26 2016-2020 年我国真空隔热板市场规模及增速



资料来源：观研天下，海通证券研究所

图27 2020 年我国真空隔热板市场结构

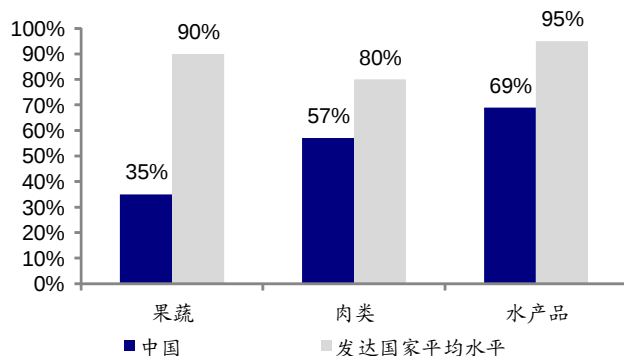


资料来源：观研天下，海通证券研究所

成本较高是真空绝热板渗透主要阻力，政策是发展主要动力。根据赛特新材招股说明书披露，简单测算完全使用真空绝热板的成本比聚氨酯高出一倍，我们认为高成本是阻碍真空绝热板渗透主要原因。同时，根据赛特新材招股书援引《中国家用电器冰箱产业技术路线图（2019年版）》明确提出，到2025年，冰箱能耗水平较2019年提高25%，2030年较2025年提高25%。根据赛特新材招股说明书中举例，若客户A的某款主要使用真空绝热板的超薄冰箱和之前使用聚氨酯泡沫相比，成本从400元上升到600元提升50%，但同时冰箱的绝热性能能够上升40%，冰箱容积率能够上升20%，冰箱的售价可以从14000元增加到21000元，同比提升50%。因此我们认为，未来真空绝热板在冰箱中的渗透主要受《中国家用电器冰箱产业技术路线图（2019年版）》的执行落地情况影响。

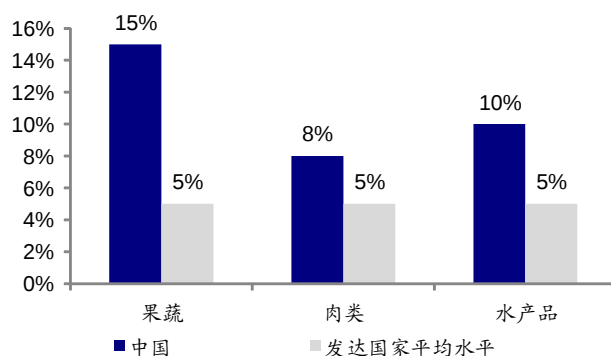
我国冷链运输率低于发达国家，冷产品腐损率高于发达国家。根据国家信息中心大数据发展部数据，发达国家冷链运输率已经达到80%-90%区间水平，而我国果蔬、肉类和水产品冷藏运输率分别仅有35%、57%和69%。同时，我国果蔬、肉类和水产品的腐损率分别为15%、8%和10%，高于发达国家5%、5%和5%的水平。

图28 我国与发达国家冷链运输率比较



资料来源：国家信息中心大数据发展部，中物联冷链委，海通证券研究所

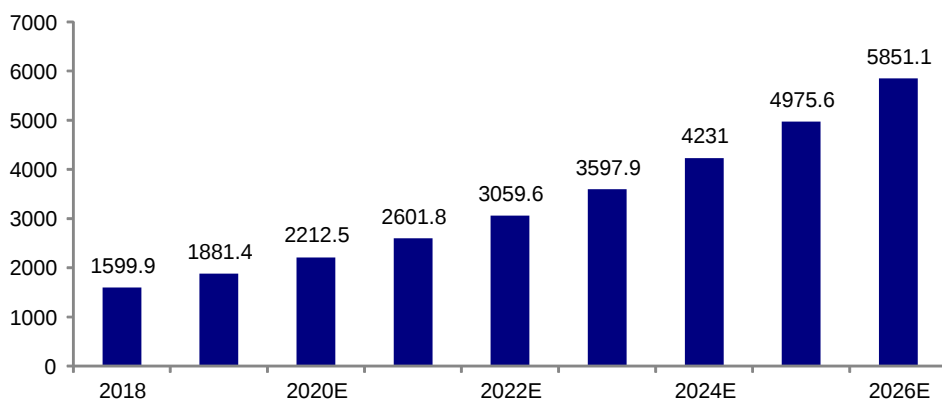
图29 我国农产品腐损率与发达国家对比



资料来源：国家信息中心大数据发展部，中物联冷链委，海通证券研究所

亚太地区可能成为未来全球冷链市场规模拉动力。根据国家信息中心大数据发展部援引 Statista 数据，2018 年全球冷链物流市场规模达 1600 亿美元，同时 Statista 预测 2026 年全球冷链物流规模将达到 5851 亿美元，年均复合增长率接近 10%。而根据国家信息中心大数据发展部援引 Cold Link、The Insight Partners 预计，相较于北美、西欧等发展相对成熟的地区，亚太地区将成为未来 5-10 年全球市场规模扩大强劲推动力。

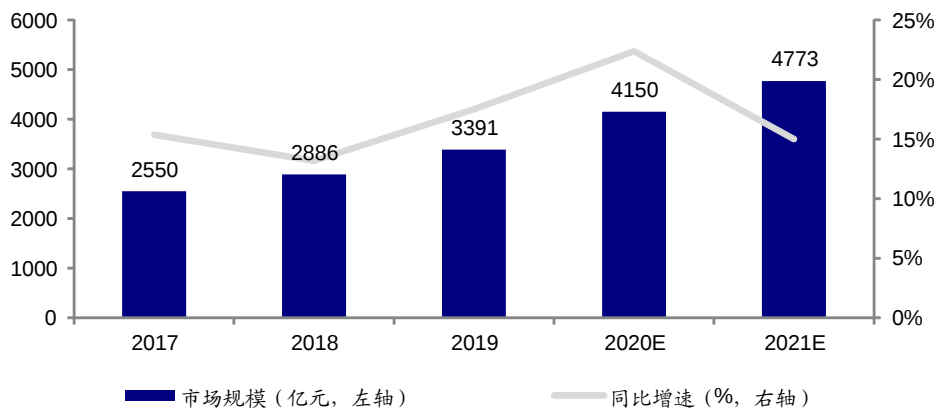
图30 2018-2026E 全球冷链物流行业市场规模及预测 (亿美元)



资料来源：Statista，国家信息中心大数据发展部，海通证券研究所

2015-2019 年我国冷链物流规模年均复合增速约为 17%。2019 年我国冷链物流行业规模达 3391 亿元，同比增速达 17.5%；2015-2019 年我国冷链物流规模持续扩大，年均复合增速月 17%。我们认为，我国冷链行业仍处高速发展中，将带动真空隔板等材料的需求增长。

图31 2017-2021E 我国冷链物流行业市场规模及同比增速



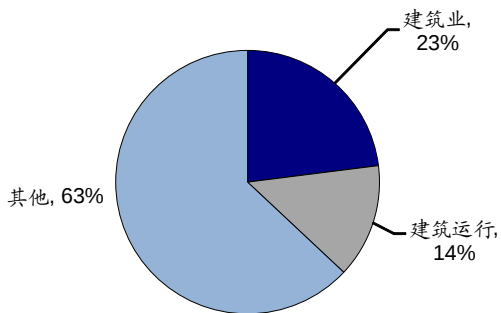
资料来源：国家信息中心大数据发展部，中物联冷链委，中商产业研究院等，海通证券研究所

公司 VIP 芯材性能优异，有望受益冷链行业增长。 VIP 板相较聚苯乙烯和聚氨酯为准的传统绝热保温材料，更适用于长时间、极端温度、长效稳定保温等需求。装配 VIP 板的冷藏保温箱体积小、成本低，品质优良，能够进行个性化定制。公司生产的 VIP 芯材具有独特孔隙结构，能够减少传导、对流引起的热传递，面密度均匀性和导热系数均达到国际先进水平。因此我们认为，公司优质的产品性能有望受益于冷链下游的成长，需求不断提振。

3.2 “双碳”目标下绿色建筑长期发展看好

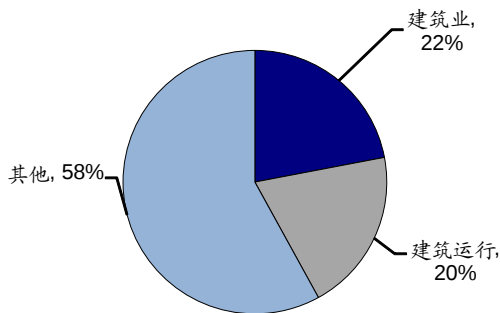
在 2020 年第 75 届联合国大会一般性辩论上，我国提出“将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值（简称‘碳达峰’），努力争取 2060 年前实现‘碳中和’的承诺”。我们认为，建筑行业是我国能耗大，碳排放多的行业，因此实现“双碳”任务，建筑行业节能减排势在必行。

图32 2018 年我国能耗分布



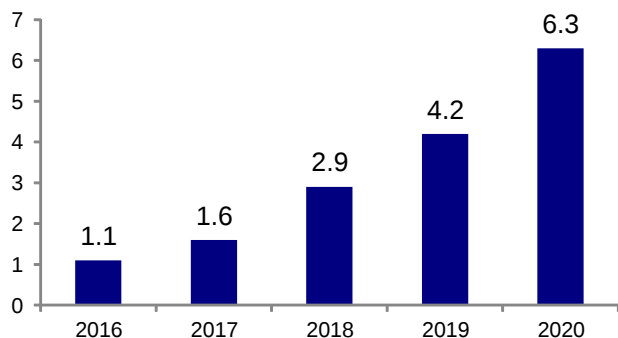
资料来源：《BIPV 崎岖曲折》，海通证券研究所

图33 2018 年我国二氧化碳排放分布

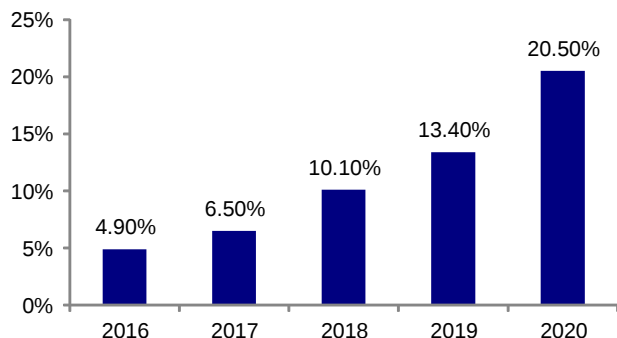


资料来源：《BIPV 崎岖曲折》，海通证券研究所

政策推动装配式建筑发展。《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》、《“十三五”装配式建筑行动方案》、《关于促进建筑业持续健康发展的意见》等文件对装配式建筑发展提出了明确的目标，重点推进地区、积极推进地区和鼓励推进地区装配式建筑占新建建筑的比例分别大于 20%、15%和 10%，到 2020 年全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上，到 2025 年达到 30%。

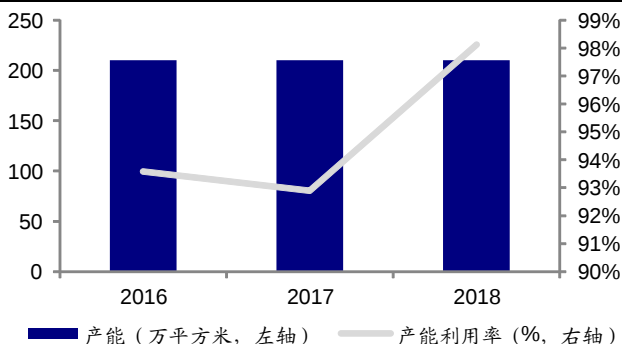
图34 2016-2020 年我国新开工装配式建筑面积 (亿平方米)


资料来源: 住建部, 前瞻产业研究院, 海通证券研究所

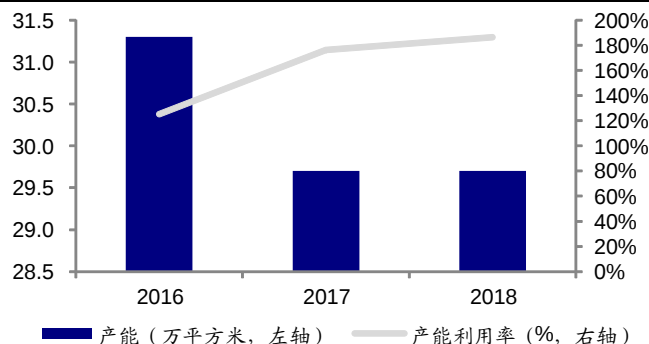
图35 2016-2020 年我国新开工装配式建筑占新建建筑比 (%)


资料来源: 住建部, 前瞻产业研究院, 海通证券研究所

以装配式建筑和被动房为代表的绿色建筑, 对墙体的密封性和隔音隔热性能要求更高, 推动建筑墙体保温隔热材料性能提升。公司 VIP 芯材制成的 VIP 板具有防火阻燃性能好、导热系数低、使用寿命长、生产过程低能耗、吸水率低、质量轻、便于施工等特点, 可满足绿色建筑对墙体高效保温节能的需要。

图36 2016-2018 年我国保温装饰板产能及其利用率


资料来源: 华经情报网, 海通证券研究所

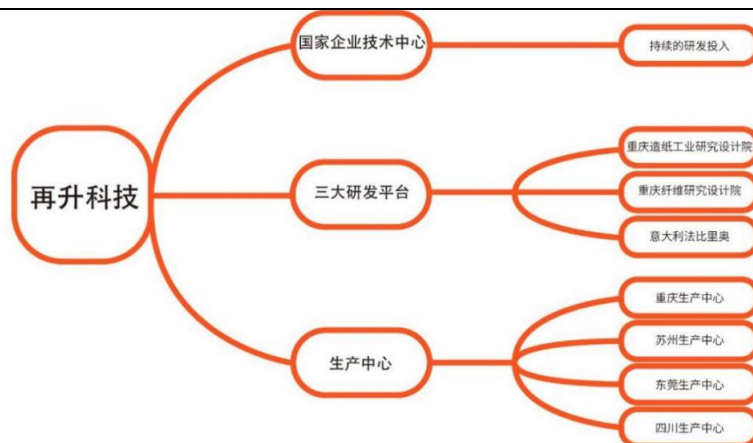
图37 2016-2018 年我国保温板产能及其利用率


资料来源: 华经情报网, 海通证券研究所

4. 在好赛道布局完整, 成长可期

我们认为, 公司实现了从微纤维玻璃棉到净化设备的“干净空气”领域的全产业链覆盖, “高效节能”领域实现了从微纤维玻璃棉到 VIP 芯材的产业链布局, 凭借上游原材料成本优势和工艺积累, 叠加三大研发平台和四个生产中心在细分领域持续研发生产, 不断提升公司竞争力。同时, 我们认为, 虽然公司目前所处细分行业规模较小, 但公司的发展是符合我国“双碳”目标和人民对更高生活质量的追求, 长期来看公司是走在正确的赛道上并不断优化内部竞争力, 咬定青山, 未来将受益于下游行业的成长, 绿水青山。

图38 公司组织架构图



资料来源：公司 21 年半年报，海通证券研究所

拟发行可转债募资补充产能，奠定未来增长基石。21 年 2 月 19 日晚公司公告 2021 年公开发行 A 股可转换公司债券预案，计划发行总额不超过人民币 5.10 亿元，募集资金扣除发行费用后用于年产 5 万吨高性能超细玻璃纤维棉建设项目、年产 8000 吨干净空气过滤材料建设项目、干净空气过滤材料智慧升级改造项目和补充流动资金。我们认为，根据公司此次可转债的可行性说明，项目建成后预计可实现年销售收入合计 7.5 亿元，相当于 20 年收入的 39.80%，因此我们认为，整体来看可转债募集资金投建对公司产能有明显提升，将进一步稳定公司在行业中的地位，强化壁垒，也为未来行业持续成长做好产能准备。

表 5 公司 21 年公开发行 A 股可转换公司债券募集资金运用可行性分析

项目名称	项目拟投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）	项目建设周期	项目建成后预计可实现年销售收入（万元）
年产 5 万吨高性能超细玻璃纤维棉建设项目	21293 万元	21290 万元	24 个月	30000 万元
年产 8000 吨干净空气过滤材料建设项目	17500 万元	15500 万元	24 个月	36000 万元
干净空气过滤材料智慧升级改造项目	4937 万元	4930 万元	18 个月	9000 万元
补充流动资金	9280 万元	9280 万元		
合计	53010 万元	51000 万元		

资料来源：公司《2021 年公开发行 A 股可转换公司债券募集资金运用可行性分析报告》，海通证券研究所

21 年 8 月公司公告《2021 年员工持股计划（草案）》，计划以 6.98 元/股的价格授予不超过 5 名公司中层管理人员、核心技术（业务）人员 112.44 万股。我们认为公司在快速实现产业延展的时候不断激励核心业务人员，有助于充分激发优秀人才的动力，推动公司快速成长。

5. 盈利与估值

假设：

- 1) 公司 21H1 高效节能业务同比增长 91.57%，同时 20Q3、20Q4 基数都较高，我们预计 21 年全年同比增速低于 21H1，同时属于干净空气领域的口罩及熔喷材料 21H1 占收入比为 2.41%，较去年同期下降 22.02 个百分点，下滑较多，分别假设干净空气和高效节能业务 21 年同比增速为-45%和 70%；
- 2) 我们认为猪舍投资将从明年下半年开始，因此假设干净空气业务 22 和 23 年的同比增速分别为 20%和 40%；
- 3) 高效节能目前主要靠政策驱动，21 年增速较高，我们预计 22 和 23 年同比增速会下降，同比增速分别为 50%和 25%；

4) 我们认为剔除掉 20 年口罩和熔喷业务影响, 公司后续毛利率将逐渐稳定, 因此参考 21H1 公司干净空气 37.80% 毛利率、高效节能 25.56% 毛利率, 预计 21、22 和 23 年公司干净空气毛利率分别为 37.80%、38.30% 和 38.30%, 高效节能毛利率分别为 27%、27% 和 27%。

表 6 公司分业务收入毛利预测 (百万元)

		2020	2021E	2022E	2023E
空气	营业收入 (百万元)	1272.04	699.62	839.55	1175.36
	毛利率 (%)	47.15%	37.80%	38.30%	38.30%
	营业成本 (百万元)	672.25	435.16	518.00	725.20
节能产业	营业收入 (百万元)	592.53	1007.30	1510.95	1888.69
	毛利率 (%)	18.13%	27.00%	27.00%	27.00%
	营业成本 (百万元)	485.12	735.33	1102.99	1378.74
其他业务	营业收入 (百万元)	19.66	20.64	21.68	22.76
	毛利率 (%)	50.48%	50.00%	50.00%	50.00%
	营业成本 (百万元)	9.74	10.32	10.84	11.38
合计	营业收入 (百万元)	1884.23	1727.57	2372.17	3086.81
	毛利率 (%)	38.06%	31.65%	31.21%	31.47%
	营业成本 (百万元)	1167.10	1180.82	1631.83	2115.32

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 7 公司盈利预测 (百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1884	1728	2372	3087
营业成本	1167	1181	1632	2115
毛利率%	38.1%	31.6%	31.2%	31.5%
营业税金及附加	19	16	21	28
营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	49	43	59	77
营业费用率%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	107	121	154	188
管理费用率%	5.7%	7.0%	6.5%	6.1%
EBIT	469	269	385	530
财务费用	14	14	31	43
财务费用率%	0.8%	0.8%	1.3%	1.4%
资产减值损失	1	-5	-7	-9
投资收益	8	11	15	20
营业利润	470	271	378	518
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	471	271	378	518
EBITDA	567	365	507	675
所得税	76	0	0	1
有效所得税率%	16.2%	0.1%	0.1%	0.2%
少数股东损益	35	2	4	7
归属母公司所有者净利润	360	269	373	511
每股收益 (元/股)	0.50	0.37	0.51	0.70

资料来源: wind, 海通证券研究所

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.37、0.51、0.70 元/股, 可比上市公司

2021 年预测 PE 的平均数为 47.8 倍，给予公司 2021 年 35-40 倍预测 PE，对应 2021 年合理价值区间 12.95-14.80 元/股，“优于大市”评级。

表 8 A 股同类可比上市公司估值（截至 2021.11.19）

代码	简称	收盘价(元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300285.SZ	国瓷材料	44.41	0.80	0.98	1.22	55.6	45.3	36.3
688398.SH	赛特新材	48.00	1.51	2.14	2.79	31.8	22.4	17.2
300395.SZ	菲利华	63.63	1.14	1.45	1.95	55.9	44.0	32.7
平均数						47.8	37.2	28.8

资料来源：wind，海通证券研究所

（注：可比公司预测取 wind 一致预期）

6. 风险提示

猪周期下行时间长于预期。根据海通宏观预测本轮猪周期猪价可能在 22 年二季度企稳，我们预计等猪周期触底企稳猪企资本开支将加大，带动公司干净空气业务，若猪周期下行时间长于预期，则公司在畜牧行业的业务恢复将较慢。

出口退税政策变化风险。公司出口业务占比较大，根据公司 21 年半年报披露，出口销售收入占合并主营业务总收入比例约为 38.26%，如果公司主要产品出口退税率被调低或取消，将影响公司利润。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标（元）					营业总收入	1884	1728	2372	3087
每股收益	0.50	0.37	0.51	0.70	营业成本	1167	1181	1632	2115
每股净资产	2.51	2.82	3.19	3.68	毛利率%	38.1%	31.6%	31.2%	31.5%
每股经营现金流	0.40	0.36	0.57	0.70	营业税金及附加	19	16	21	28
每股股利	0.00	0.11	0.15	0.21	营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估（倍）					营业费用	49	43	59	77
P/E	24.41	32.68	23.52	17.19	营业费用率%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
P/B	4.82	4.29	3.80	3.29	管理费用	107	121	154	188
P/S	4.62	5.08	3.70	2.84	管理费用率%	5.7%	7.0%	6.5%	6.1%
EV/EBITDA	17.15	23.97	17.83	13.18	EBIT	469	269	385	530
股息率%	0.0%	0.9%	1.3%	1.7%	财务费用	14	14	31	43
盈利能力指标（%）					财务费用率%	0.8%	0.8%	1.3%	1.4%
毛利率	38.1%	31.6%	31.2%	31.5%	资产减值损失	1	-5	-7	-9
净利率	19.1%	15.5%	15.7%	16.5%	投资收益	8	11	15	20
净资产收益率	19.7%	13.1%	16.2%	19.2%	营业利润	470	271	378	518
资产回报率	13.1%	8.9%	9.6%	11.6%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	17.5%	10.7%	12.0%	14.8%	利润总额	471	271	378	518
盈利增长（%）					EBITDA	567	365	507	675
营业收入增长率	50.5%	-8.3%	37.3%	30.1%	所得税	76	0	0	1
EBIT 增长率	149.8%	-42.7%	43.1%	37.9%	有效所得税率%	16.2%	0.1%	0.1%	0.2%
净利润增长率	110.4%	-25.3%	39.0%	36.8%	少数股东损益	35	2	4	7
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	360	269	373	511
资产负债率	30.8%	29.8%	38.2%	37.6%					
流动比率	1.78	1.77	1.33	1.51	资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	1.54	1.51	1.13	1.29	货币资金	432	397	546	710
现金比率	0.58	0.49	0.39	0.45	应收账款及应收票据	567	686	877	1142
经营效率指标					存货	155	178	224	290
应收帐款周转天数	94.38	115.00	110.00	110.00	其它流动资产	179	167	193	225
存货周转天数	48.32	55.00	50.00	50.00	流动资产合计	1333	1428	1839	2366
总资产周转率	0.69	0.57	0.61	0.70	长期股权投资	40	99	135	174
固定资产周转率	2.36	2.11	2.25	2.49	固定资产	799	819	1056	1242
					在建工程	13	123	257	44
					无形资产	199	201	221	219
					非流动资产合计	1409	1600	2034	2052
					资产总计	2742	3029	3873	4418
现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	短期借款	342	376	808	827
净利润	360	269	373	511	应付票据及应付账款	255	259	358	464
少数股东损益	35	2	4	7	预收账款	0	0	0	0
非现金支出	112	102	129	153	其它流动负债	151	171	219	275
非经营收益	2	16	31	43	流动负债合计	749	806	1385	1566
营运资金变动	-217	-129	-123	-205	长期借款	0	0	0	0
经营活动现金流	291	260	414	509	其它长期负债	96	96	96	96
资产	-93	-234	-514	-118	非流动负债合计	96	96	96	96
投资	60	-45	-39	-46	负债总计	844	902	1481	1661
其他	-130	21	14	19	实收资本	719	725	725	725
投资活动现金流	-163	-258	-539	-145	归属于母公司所有者权益	1821	2048	2309	2667
债权募资	474	33	432	19	少数股东权益	77	79	83	90
股权募资	37	6	0	0	负债和所有者权益合计	2742	3029	3873	4418
其他	-530	-77	-159	-219					
融资活动现金流	-19	-37	273	-200					
现金净流量	106	-35	148	164					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 19 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2020），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业
潘莹练 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国巨石,帝欧家居,华新水泥,中国玻璃,三棵树,伟星新材,凯盛科技,祁连山,冀东水泥,科顺股份,海螺水泥,中材科技,东方雨虹,宁夏建材,山东玻纤,惠达卫浴,北新建材,上峰水泥,信义玻璃,震安科技,凯伦股份,东宏股份,洛阳玻璃,华润水泥控股,蒙娜丽莎,旗滨集团,塔牌集团,中国建材

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准:	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
李 俊(021)23154149 lj13766@htsec.com
联系人
侯 欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com
郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
张 弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com
江 涛(021)23219879 jt13892@htsec.com
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com

固定收益研究团队
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
联系人
张紫睿 021-23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
王冠军(021)23154116 wqj13735@htsec.com
方欣来 021-23219635 fxl13957@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzz12149@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
联系人
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com
杨 锦(021)23154504 yj13712@htsec.com

中小市值团队
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
李殊醒 02163411361 lsx11330@htsec.com

石油化工行业
邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
联系人
孟 陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周 航(021)23219671 zh13348@htsec.com
彭 婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

汽车行业
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑 蕾(021)23963569 zl12742@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com

公用事业
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
余玖翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

批发和零售贸易行业
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
康 璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
联系人
曹蕾娜 cln13796@htsec.com

互联网及传媒
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com

有色金属行业
施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com
余金花 sjh13785@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com
华晋书 hjs14155@htsec.com
联系人
文 灿 wc13799@htsec.com
薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com
李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
联系人
姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维睿(021)23219431 swr12178@htsec.com
李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com
洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com
联系人
杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com

通信行业

余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com
曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com
陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com
赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxx12156@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒恒 zhx10170@htsec.com
张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
联系人
董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com
联系人
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
王玮婕(021)23219768 wj13985@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
郭庆龙 gq113820@htsec.com
联系人
柳文韬(021)23219389 lw13065@htsec.com
王文杰 wwj14034@htsec.com
吕科佳 lkj14091@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
李唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
谭德康 tdk13548@htsec.com
王祎宁 wyn14183@htsec.com

北京地区销售团队

朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
董晓梅 dxm10457@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com
张钧博 zjb13446@htsec.com
高 瑞 gr13547@htsec.com
上官灵芝 sglz14039@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com