

中性

——维持

日期：2020年06月17日

行业：基础化工

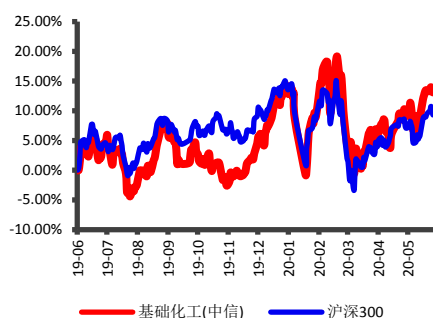


分析师：洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC证书编号：S0870518070001

近12个月行业指数与沪深300比较
(截止至2020年06月12日)

报告编号：HLX20-HG-04

相关报告：

证券研究报告/行业研究/中期策略

油价企稳周期回暖，关注优质近消费端及新材料龙头 ——2020年基础化工行业中期投资策略

主要观点

我们的投资主线可以分为传统和新材料两条主线，传统主线中我们建议关注低估值优质龙头（产业链一体化）及近消费端细分领域（营养品、农药、钛白粉、高倍甜味剂），新材料主线中建议关注胶粘剂、面板及半导体配套材料、尾气净化材料、碳纤维。基于行业整体现状，我们维持基础化工行业“中性”。

油价企稳周期回暖，关注产业链一体化及近消费端龙头

我们认为尽管油价处于低位，导致化工品价格中枢再度出现下移，但此轮调整主要是因为新冠疫情导致的全球范围内需求收缩所致，长期来看造成的负面影响有限。并且疫情对于成本较高企业的影响更大，容易出现行业洗牌，有助于各行业龙头企业的竞争力和市场占有率提升。因此，我们依然看好化工行业优质白马龙头（万华化学、华鲁恒升、扬农化工等）的长期配置价值；同时，处于产业链相对下游的细分领域也具有较好的关注价值，如营养品（新和成、浙江医药、安迪苏、圣达生物等）、农药（扬农化工、利尔化学、海利尔等）、钛白粉（龙蟒佰利）、高倍甜味剂（金禾实业）。重点关注万华化学、华鲁恒升、新和成、扬农化工、龙蟒佰利、金禾实业。

进口替代加速，关注成功破局优质新材料龙头

随着国内产品技术持续提升，进口替代品种逐步增加，替代领域也从中低端向中高端进行扩散。我国生产成本低、下游市场容量大的优势使得包括面板、晶圆制造在内的多个高端领域出现了产能向国内转移的趋势，国内配套能力持续提升，优质龙头企业不断涌现。并且随着美国对华科技领域限制加强，关键材料国产替代将更为重要，国家在政策、资金方面的支持将加速替代龙头的业务发展。我们建议关注国产替代的优质子行业胶粘剂行业（回天新材等）、碳纤维（光威复材、中简科技）、面板及半导体配套材料行业（飞凯材料、鼎龙股份、晶瑞股份等）。重点关注回天新材、光威复材。

风险提示

原油价格出现大幅波动；下游需求不振；化工企业重大安全事故及环保事故；政策出现变动；系统性风险。

重点推荐股票业绩预测（截止2020年6月12日）：

代码	股票	股价	EPS			PE			PB	投资评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
600309	万华化学	48.5	3.23	2.85	3.86	15.0	17.0	12.6	3.8	谨慎增持
600426	华鲁恒升	18.75	1.51	1.48	1.75	12.4	12.7	10.7	2.2	增持

002001	新和成	27.15	1.01	1.4	1.72	26.9	19.4	15.8	3.5	谨慎增持
600486	扬农化工	83.1	3.77	4.44	5.13	22.0	18.7	16.2	4.7	谨慎增持
002601	龙蟒佰利	16.8	1.29	1.48	1.81	13.0	11.4	9.3	2.6	增持
002597	金禾实业	22.26	1.43	1.64	1.92	15.6	13.6	11.6	3.3	增持
300041	回天新材	14.88	0.38	0.54	0.65	39.2	27.6	22.9	3.8	增持
300699	光威复材	60.2	1.01	1.21	1.5	59.6	49.8	40.1	9.9	谨慎增持

数据来源: wind 上海证券研究所

目 录

一、化工行业概况.....	5
1.1 疫情影响短期业绩，去库存趋势不改	5
1.2 维生素、涤纶、氨纶、涂料等业绩同比增长	6
1.3 原油：油价低位震荡符合预期，中期价格中枢有望上移	7
1.4 化工品：价格回暖趋势已现	8
1.5 基础化工行业市场继续呈现弱势	9
二、投资策略：关注产业链一体化龙头，布局近消费端及新材料领域.....	11
2.1 产业链一体化优质企业具长期配置价值	11
2.2 近消费端领域需求稳定，关注低估值龙头	12
2.3 聚焦国产替代进程加速新材料领域	17
三、重点推荐公司.....	21
3.1 万华化学	21
3.2 华鲁恒升	22
3.3 新和成	23
3.4 扬农化工	23
3.5 龙蟠佰利	24
3.6 金禾实业	24
3.7 光威复材	25
3.8 回天新材	25
四、总结.....	26
五、风险提示.....	27

图 表

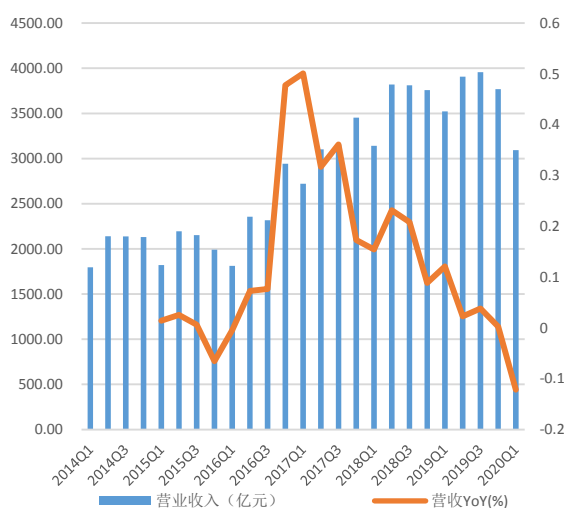
图 1 历年基础化工企业总体营业收入示意图	5
图 2 历年基础化工企业总体归母净利润示意图	5
图 3 历年基础化工行业资产负债率示意图	6
图 4 历年基础化工行业库存示意图	6
图 5 历年基础化工行业在建工程及固定资产之和示意图	6
图 6 历年基础化工销售商品提供劳务收到现金/营收	6
图 7 近两季度基础化工子行业营收 YoY	7
图 8 近两季度基础化工子行业归母净利润 YoY	7
图 9 近半年 WTI 原油和 ICE 布油价格走势示意图	8
图 10 价格较 2020 年初涨幅居前产品示意图	8
图 11 价格较 19 年同期涨幅居前产品示意图	9
图 12 2020 年初至今 A 股基础化工板块表现	10
图 13 A 股行业估值情况	10
图 14 各行业龙头 PB-ROE 示意图	12
图 15 维生素 A 全球产能示意图	13
图 16 维生素 E 全球产能示意图	13
图 17 我国历年农药产量及增速示意图	14
图 18 我国历年地产投资额、房屋新开工面积增速示意图	16
图 19 我国历年汽车销量及增速示意图	16
图 20 安赛蜜市场格局示意图	17
图 21 三氯蔗糖市场格局示意图	17
图 22 全球用胶国市场统计	17
图 23 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图	18
图 24 胶粘剂下游细分市场示意图	18
图 25 我国集成电路制造业销售额及增速示意图	19
图 26 全球集成电路制造业销售额及增速示意图	19
图 27 晶圆制造材料占比	20
图 28 碳纤维产业链示意图	20
图 29 全球小丝束碳纤维产能占比示意图	21
图 30 全球大丝束碳纤维产能占比示意图	21

一、化工行业概况

1.1 疫情影响短期业绩，去库存趋势不改

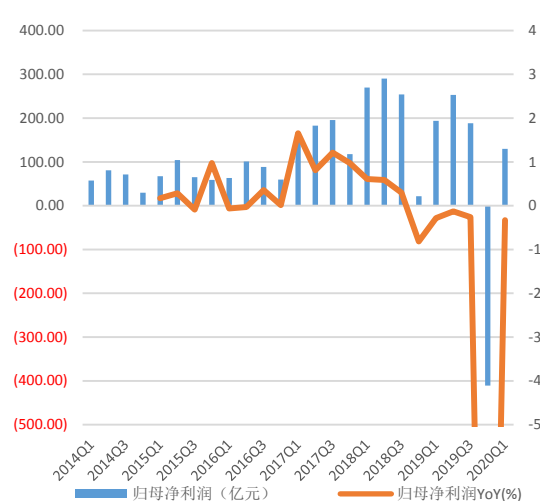
我们选取了 174 家 2014 年至今数据完整的企业进行营业收入及归属于母公司股东净利润统计分析。根据 Wind 数据显示，单季度营业收入呈现上升趋势，营收增速自 2017 年 Q1 起出现持续下滑，2020 年 Q1 季度受疫情影响出现同比下滑（-12.16%）；从归母净利润情况来看，2019 年 Q4 季度受*ST 盐湖大额亏损影响，行业归母净利润出现大幅下滑，但即使剔除*ST 盐湖亏损额环比仍然下滑严重，2020Q1 季度净利润继续同比下滑，且下滑幅度大于营收下滑幅度。

图 1 历年基础化工企业总体营业收入示意图



数据来源：Wind 上海证券研究所

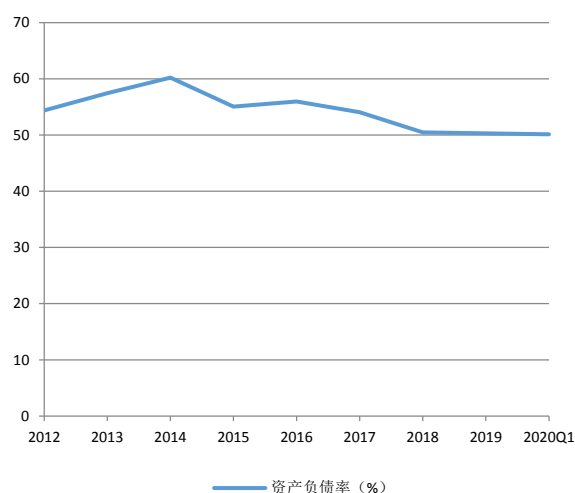
图 2 历年基础化工企业总体归母净利润示意图



数据来源：Wind 上海证券研究所

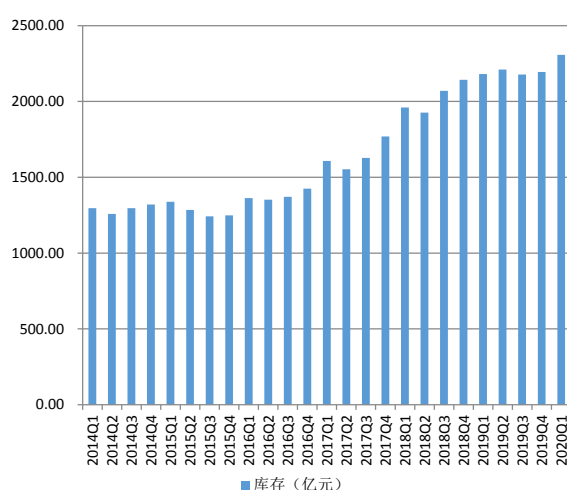
据 Wind 数据显示，2014 年至今资产负债率呈现下降趋势，从 60% 左右降至 2020 年 Q1 季度的近 50%，企业负债水平经历了一轮景气周期之后出现逐步下滑。从库存情况来看，尽管 19 年 Q3 季度出现了库存出现向下拐点，当时时点下去库存周期大概率已经开启，但受新冠疫情影响，2020 年 Q1 季度库存再度出现回升，我们认为短期扰动不改去库存大趋势，预计 1-2 年内行业库存将陆续出清。

图3 历年基础化工行业资产负债率示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

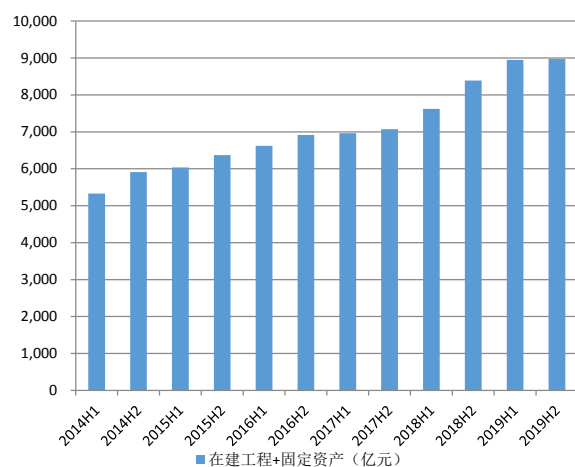
图4 历年基础化工行业库存示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

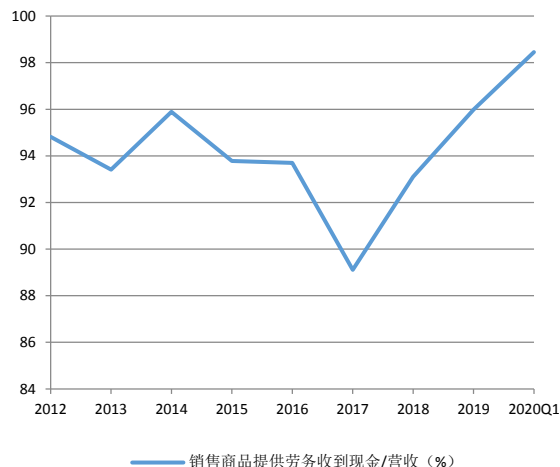
据 Wind 数据显示,基础化工行业在建工程和固定资产之和呈现上升趋势,18年至19年上半年提升更为明显,上市公司逆周期扩张将为未来成长带来保障,19年下半年扩张脚步放缓,本轮扩产大周期基本进入尾声。销售商品提供劳务收到现金与营收的比值自2017年起底部回升,2020年Q1季度恢复至98%以上。

图5 历年基础化工行业在建工程及固定资产之和示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图6 历年基础化工销售商品提供劳务收到现金/营收



数据来源: Wind 上海证券研究所

1.2 维生素、涤纶、氨纶、涂料等业绩同比增长

我们选取了2014年至今数据齐全的174家基础化工上市公司,根据wind数据统计,营业收入方面,涤纶、氨纶、无机盐、涂料涂漆细分子行业2019年Q4及2020年Q1增速均为正,多数行业近两季度均同比均下滑,维生素行业2020年Q1季度同比上升;归母净利润方面,涤纶、氨纶、涂料涂漆等子行业近两季度同比均上升,钾肥、维生素子行业2020年Q1季度同比反转上升。(钾肥受*ST

盐湖影响较大, 氨纶、无机盐受华峰氨纶、兰太实业并购影响较大)

图 7 近两季度基础化工子行业营收 YoY

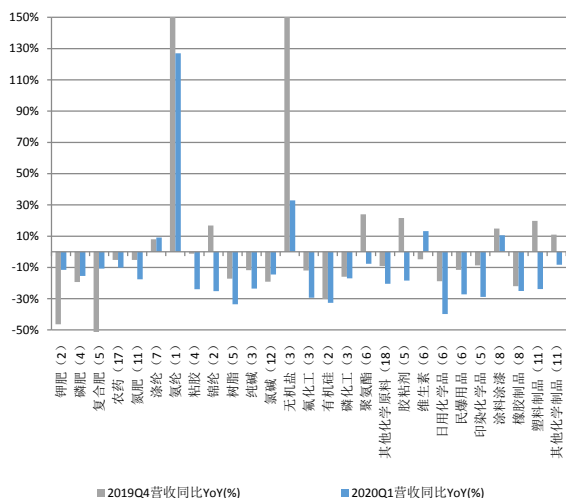
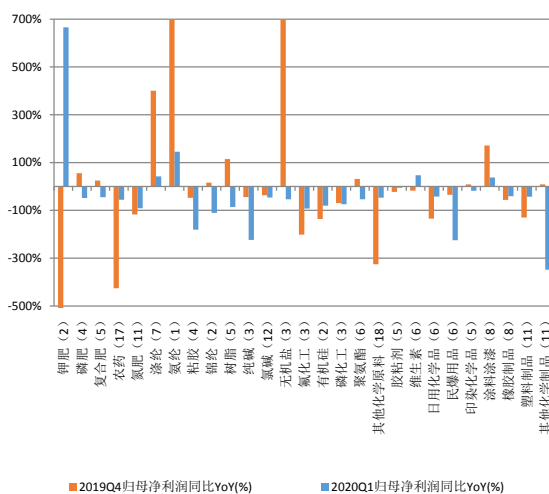


图 8 近两季度基础化工子行业归母净利润 YoY



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

1.3 原油: 油价低位震荡符合预期, 中期价格中枢有望上移

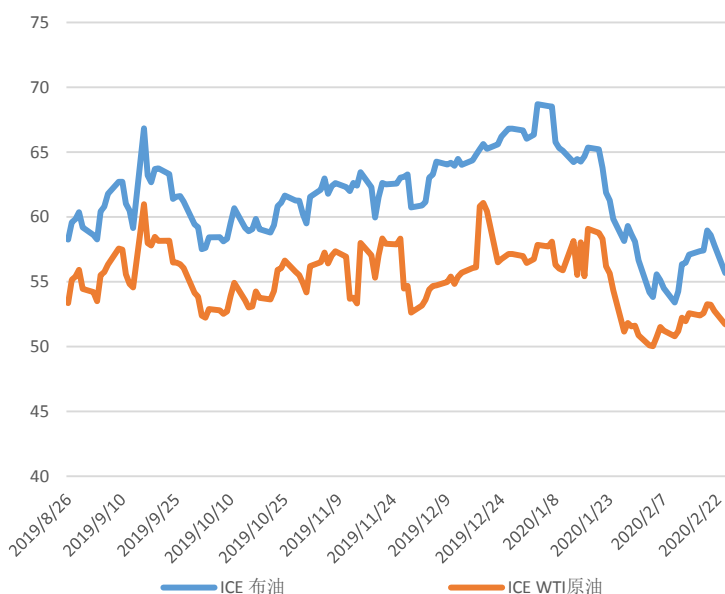
近半年以来国际油价维持低位宽幅震荡状态, 受 OPEC 减产协议延长及俄罗斯限产影响, 布油 2020 年 1 月一度触及 70 美元, 随后受新冠疫情扩大及 OPEC 增产影响油价连续大跌。近期受 OPEC 新一轮减产协议实施及疫情边际改善影响, 油价企稳回升。我们预计 2020 年油价将在一定程度上受全球疫情影响, 若二次爆发未能超过前期, 油价中枢大概率将较前期的 20-30 美元有所上移, 预计将在 40 美元附近出现宽幅震荡, 基本面对油价的影响将减弱。

供给端: 美国信息能源署(EIA)公布的数据显示, 截至 5 月 29 日当周, 美国除却战略储备的商业原油库存意外大幅度减少 207.70 万桶, 预期增加 332.6 万桶, 前值增加 792.8 万桶。

美国石油协会(API)公布的数据显示, 截至 5 月 29 日当周, API 原油库存意外减少 48.3 万桶至 5.31 亿桶, 预期增加 330 万桶。数据公布后, 美油短线快速走高, 收报 36.87 美元/桶, 涨幅 4.03%。API 汽油库存增加 170.6 万桶; 精炼油库存增加 591.7 万桶。汽油和精炼油库存增幅均超出预期。

美国油服公司贝克休斯(Baker Hughes)公布的数据显示, 截至 6 月 5 日当周, 石油钻井总数减少 16 座至 206 座, 续刷近十一年来低位; 当周天然气钻井总数减少 1 座至 76 座; 总钻井总数减少 17 座至 284 座。美国钻井公司连续三个月削减石油和天然气钻井平台, 连续四周将石油和天然气钻井平台削减至历史最低水平。

图 9 近半年 WTI 原油和 ICE 布油价格走势示意图

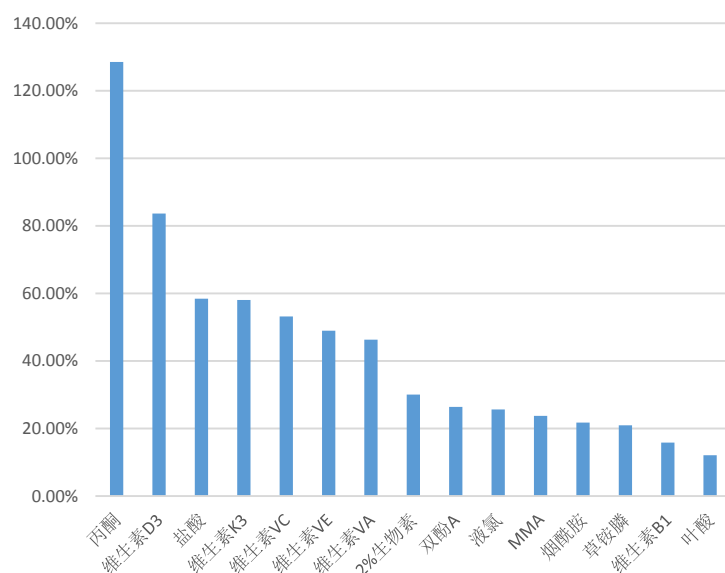


数据来源: wind 上海证券研究所

1.4 化工品：价格回暖趋势已现

据百川盈孚统计，我们跟踪的 163 种化工品中较年初上涨的品种有 31 个，涨价品种数量环比下滑，但涨幅超过 10% 的有 16 个，数量环比增加，营养品、农药、丙酮、盐酸等涨幅居前；受油价中枢大幅下移影响，跌幅超过 10% 的品种达到 70 个，数量大幅提升，丁二烯、DEG、PX、纯苯等石化产品跌幅居前。

图 10 价格较 2020 年初涨幅居前产品示意图

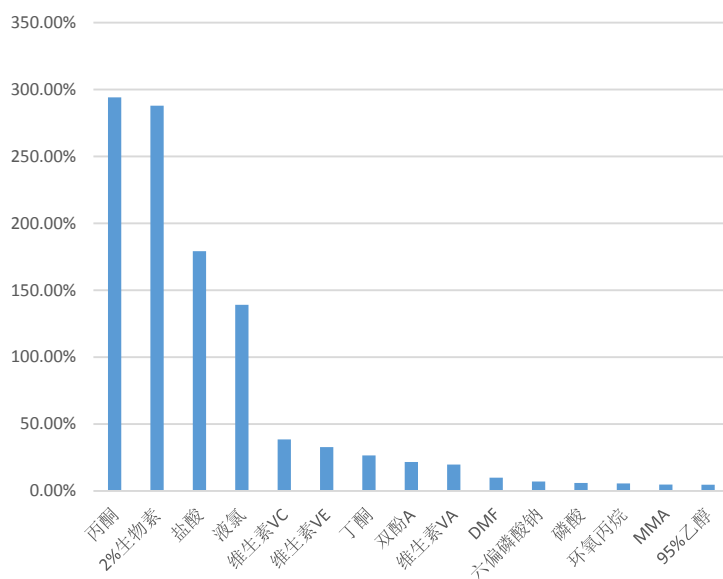


数据来源: 百川盈孚, 上海证券研究所

与 2019 年同期相比，价格上涨的品种仅有 23 个，数量环比下滑，营养品系列产品、丙酮、盐酸、丁酮等涨幅超 10%；跌幅超过

20%的有 93 个品种，数量环比大幅提升，其中丁二烯、PX、PTA、邻二甲苯等石化品、纯碱、制冷剂等产品跌幅超过 30%。

图 11 价格较 19 年同期涨幅居前产品示意图



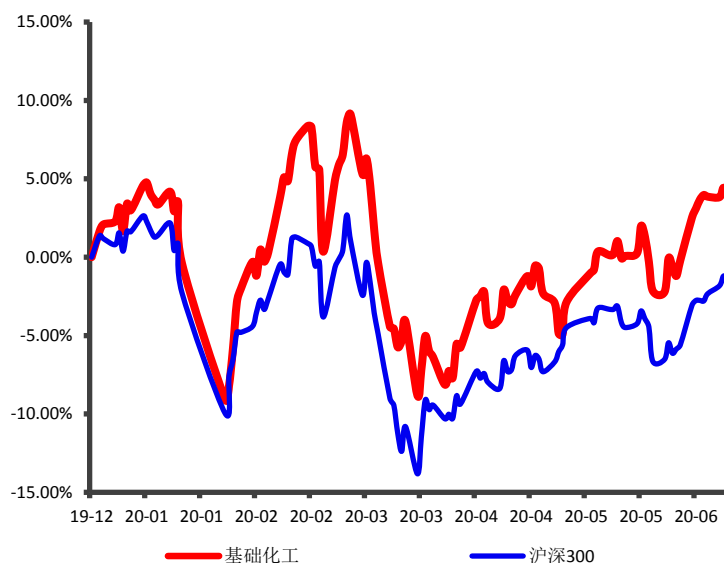
数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

我们认为 2020 年 Q2 以来产品价格多数出现下滑主要原因为疫情及原油降价影响，但疫情为短期影响，需求有望补足，油价暴跌因素较多，长期看油价中枢将较 Q2 季度出现大幅上移，因此，阶段性底部已经确认，年内后期化工品价格中枢有望逐步上移，环比将有所好转。

1.5 基础化工行业市场继续呈现弱势

从 2020 年年初至今，基础化工板块跑赢沪深 300 指数。个股方面，道恩股份、容大感光、上海新阳、宏大爆破、亚士创能、苏博特、金发科技、青松股份、珀莱雅、三维股份涨幅居前，涨幅分别为 154.90%、138.44%、121.56%、97.97%、95.27%、83.89%、81.29%、80.08%、79.49%和 76.18%，新材料、日化等涨幅较高。

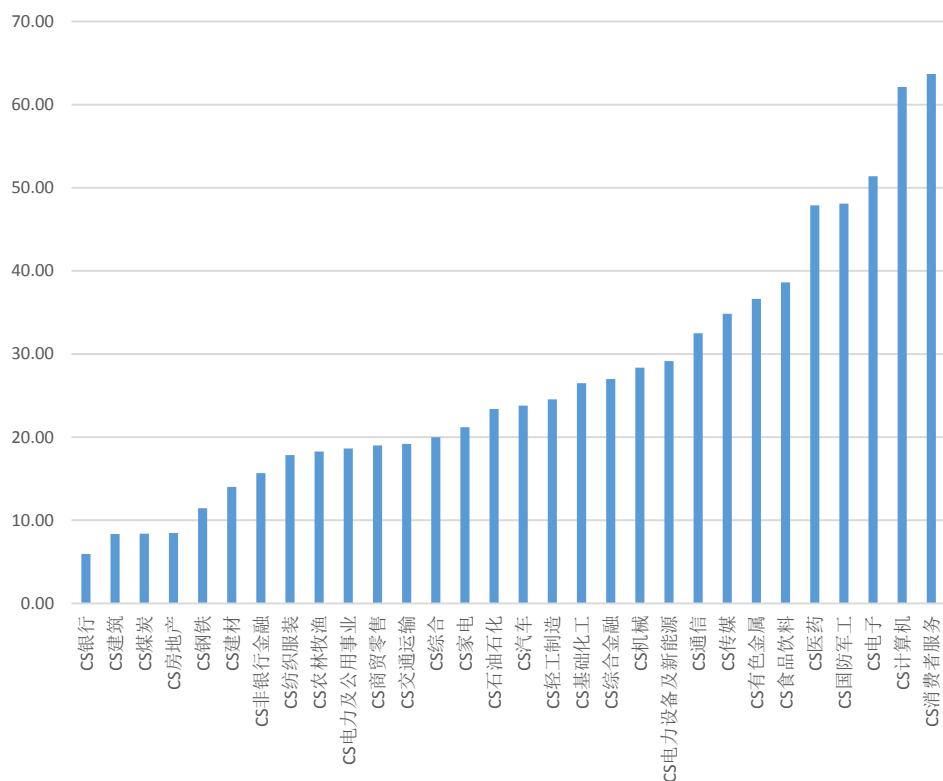
图 12 2020 年初至今 A 股基础化工板块表现



数据来源: wind, 上海证券研究所

从估值上看, 基础化工 PE (TTM) 为 36.9 倍 (剔除负值后为 26.5 倍), PB 值为 2.3 倍, 均处于近五年来中低位置。从行业比较来看, 基础化工行业属于估值属于中等位置 (30 个行业从低到高排 18)。

图 13 A 股行业估值情况



数据来源: wind, 上海证券研究所

二、投资策略：关注产业链一体化龙头，布局近消费端及新材料领域

我们认为尽管油价处于低位，导致化工品价格中枢再度出现下移，但此轮调整主要是因为新冠疫情导致的全球范围内需求收缩所致，长期来看造成的负面影响有限。并且疫情对于成本较高企业的影响更大，容易出现行业洗牌，有助于各行业龙头企业的竞争力和市场占有率提升。因此，我们依然看好化工行业优质白马龙头（万华化学、华鲁恒升、扬农化工等）的长期配置价值；同时，处于产业链相对下游的细分领域也具有较好的关注价值，如营养品（新和成、浙江医药、安迪苏、圣达生物等）、农药（扬农化工、利尔化学、海利尔等）、钛白粉（龙蟒佰利）、高倍甜味剂（金禾实业）。

随着国内产品技术持续提升，进口替代品种逐步增加，替代领域也从中低端向中高端进行扩散。我国生产成本低、下游市场容量大的优势使得包括面板、晶圆制造在内的多个高端领域出现了产能向国内转移的趋势，国内配套能力持续提升，优质龙头企业不断涌现。并且随着美国对华科技领域限制加强，关键材料国产替代将更为重要，国家在政策、资金方面的支持将加速替代龙头的业务发展。我们建议关注国产替代的优质子行业胶粘剂行业（回天新材等）、碳纤维（光威复材、中简科技）、面板及半导体配套材料行业（飞凯材料、鼎龙股份、晶瑞股份等）。

2.1 产业链一体化优质企业具长期配置价值

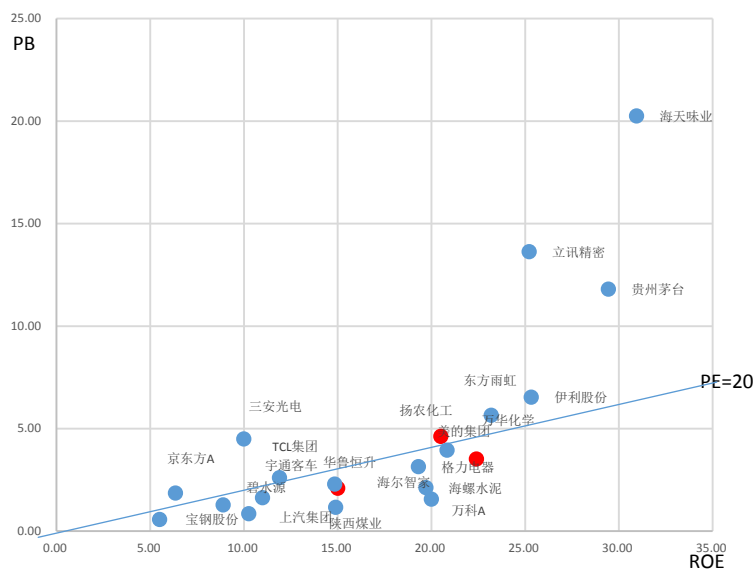
目前化工品多数进入周期底部，供给端受龙头企业扩产影响逐步增长，需求端受宏观经济增速放缓影响也进入增速下行周期，2016-2017 年的供给紧张局面难以再现。产品价格自 2018 年起陆续经历了下行调整，企业盈利能力受到影响。目前，环保督查、安全生产要求仍然维持较严格趋势，退城入园、沿江企业搬迁、安全生产等政策仍然持续对生产企业的技术、资金等提出了考验。

我们认为成本及费用控制、产品核心竞争力、稳定生产能力等都将会在新一轮行业洗牌中决定企业的发展状态，因此，具备产业链一体化优势、工艺优化及低成本新路线、高质量产品的龙头企业将进一步提升市场份额，强者恒强格局将进一步显现。

从 PB-ROE 来看，万华化学、华鲁恒升、扬农化工等化工产业链一体化龙头在周期行业中 ROE 处于较高位，且目前产品价格处于底部位置，盈利能力进一步恶化的概率不大，PB 相对不高，具

有较好的配置价值。

图 14 各行业龙头 PB-ROE 示意图



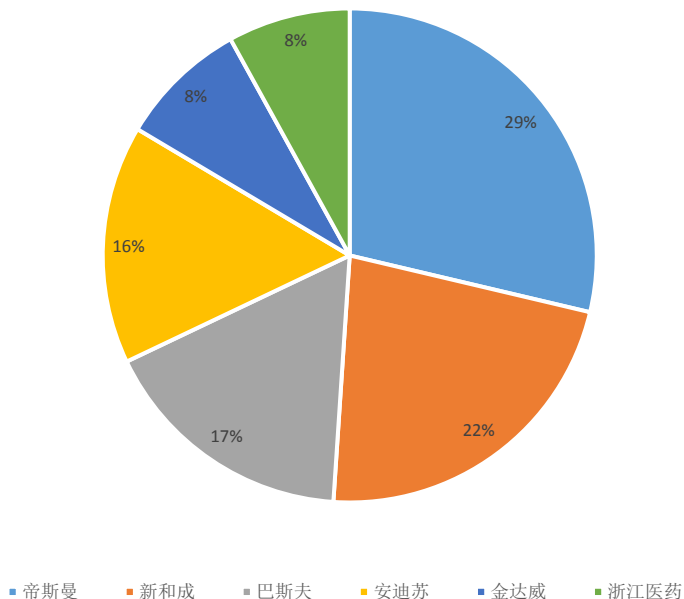
数据来源: wind 上海证券研究所

2.2 近消费端领域需求稳定，关注低估值龙头

■ 营养品（维生素、生物素等）：

VA 方面，供给端呈现寡头垄断格局，帝斯曼、新和成、巴斯夫、安迪苏、金达威、浙江医药合计拥有 2.37 万吨产能。VA 生产过程中的关键中间体为柠檬醛，目前全球生产商仅有巴斯夫、新和成、可乐丽。我们认为未来供给端仍然稳固，在不出现生产厂商不可抗力及原材料柠檬醛断供的情况下，VA 价格将维持在 300 元/kg 以上。

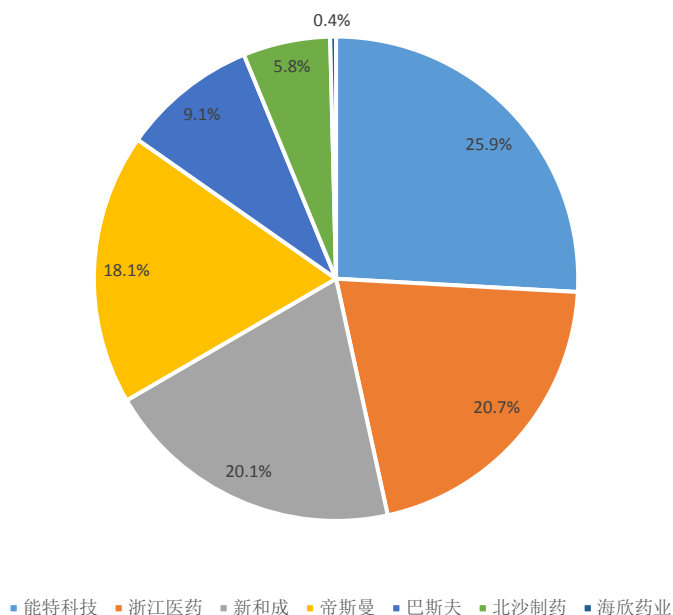
图 15 维生素 A 全球产能示意图



数据来源：博亚和讯 上海证券研究所

VE 方面，供给端同样呈现寡头垄断格局，能特科技、浙江医药、新和成、帝斯曼、巴斯夫、北沙制药、海欣药业合计拥有 7.73 万吨产能，并且帝斯曼整合能特科技将进一步优化行业格局。VE 合成工艺目前有间甲酚、对二甲苯、异佛尔酮等路线，受间甲酚涨价影响，VE 价格出现底部回升，而新和成等企业合成路线能够大幅减少对间甲酚的使用，从而在此轮涨价中高度受益。

图 16 维生素 E 全球产能示意图



数据来源：博亚和讯 上海证券研究所

维生素产品今年以来价格出现普涨，从供给端来看，受德国朗盛间甲酚装置停产影响，市场供给极度紧缺，间甲酚供不应求，并且价格一路飙升；“新冠”疫情也导致企业复工不顺，物流运输受阻，扰乱海外企业备货情况，短期刺激 VE 报价出现提升。

此外，生物素方面，19 年海嘉诺、浙江医药、泰格医药产线均停产，停产产能合计占比超过三成，导致库存持续降低，并出现供给缺口。

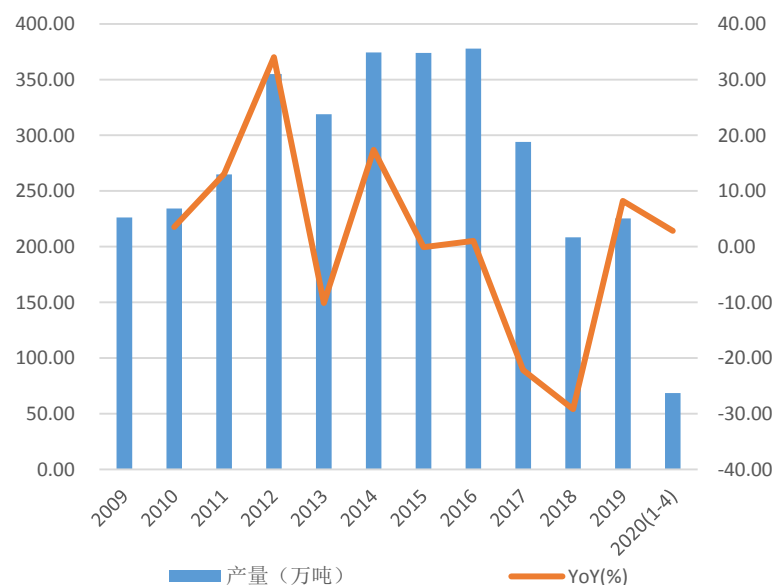
需求端来看，受非洲猪瘟及环保趋严等因素影响，近年国内生猪存栏量及猪肉产量均出现下滑，猪肉价格一路走高，但在 19 年 10 月以来出现了拐点，生猪生产逐步恢复，能繁母猪存栏环比持续增长，对饲料的需求量有所回升，带动 VA、VE 等产品消费量增长。

因此，我们继续重点推荐新和成（维生素及生物素龙头），建议关注安迪苏（蛋氨酸、VA 龙头）、圣达生物（生物素龙头）、浙江医药（VE 龙头）。

■ 农药：

受环保及安全督察持续升级影响，我国农药产量 17、18 年来出现下滑，从 377.80 万吨降至 208.30 万吨；受落后产能去化边际效应减弱、大厂扩产加码影响，19 年起产量有所回升，达到 225.40 万吨，2020 年 1-4 月尽管受到疫情影响，但累计产量仍然达到 68.60 万吨，同比增长 2.85%。

图 17 我国历年农药产量及增速示意图



数据来源：wind 上海证券研究所

2020 年全球病虫害较多，前有东非蝗灾肆虐，后有草地贪夜蛾入侵。蝗灾对非洲到印度区域的粮食造成了巨大的损失，进入 6 月以来印度灾情尤为严重，此次蝗灾将导致数千万人面临粮食危机；

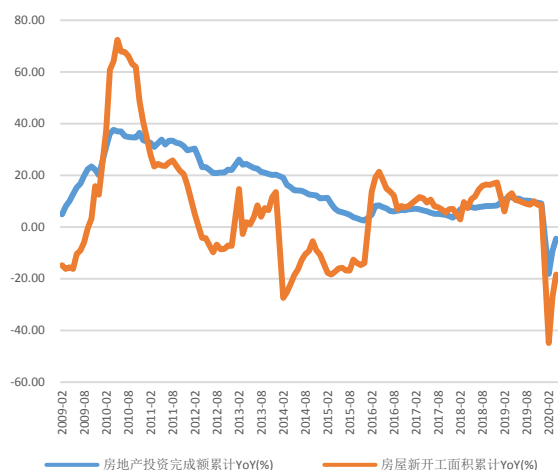
草地贪夜蛾一直是我国近两年最受关注的虫害，2020 年年初国家层面多次部署草地贪夜蛾防治工作，预测今年将出现草地贪夜蛾大面积重发现象，这一预测在今年前两季度逐步被验证，据全国农技中心统计，截止 5 月 28 日，草地贪夜蛾已在我国 17 省份 720 县发生 268 万亩，累计防治 387 万亩次，其中 5 月之后，江南、江淮见虫面积明显增加，湖南、江西、浙江、湖北、重庆、安徽、江苏、上海等地新增 68 县见虫，虫害北扩现象严重。农业农村部在《2020 年全国草地贪夜蛾防控预案》中推荐的应急防治用药主要包括乙基多杀菌素、茚虫威、甲维盐、虱螨脲、虫螨腈、氯虫苯甲酰胺等高效低风险农药。**建议关注扬农化工、利尔化学、海利尔等。**

■ 钛白粉：

钛白粉（二氧化钛）供给端方面，海外以氯化法为主，国内受核心技术及设备影响，仍以硫酸法为主，但目前龙蟒佰利、宜宾天原等已经开始逐步采用氯化法产线。2019 年国内氯化法钛白粉产能达到 20 万吨，产能占比超过 5%。全球范围来看，钛白粉主要供应商的市占率较高，科慕、科斯特、亨斯迈、龙蟒佰利、康斯诺、特诺占据了全球六成左右产能，供给格局相对较为稳定，随着国内氯化法产能逐步提升，规模效应逐步显现，国产产品核心竞争力有望进一步增强。

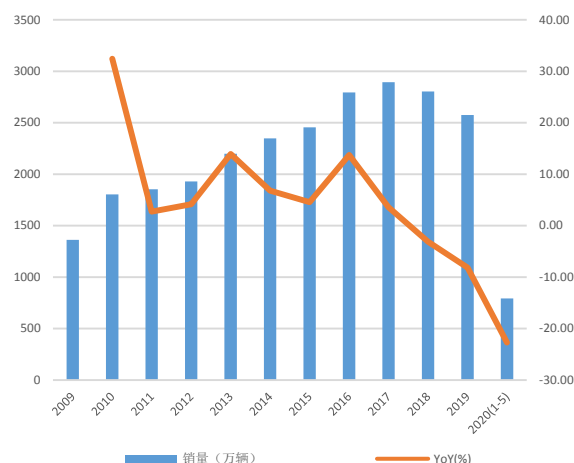
钛白粉下游主要应用领域为涂料、塑料、造纸、橡胶等领域，其中涂料约占 60%（地产 40%，汽车 20%）、塑料约占 20%、造纸约占 10%。主要下游应用中，房地产受疫情影响，在 2020 年 Q1 季度有大幅下滑，目前已经进入恢复状态，尽管开工增速难以复制前十年的高速增长，但旧城区改造、旧房翻新等仍将对钛白粉需求形成有力支撑。汽车方面，国内汽车销量 18 年起出现下滑，19 年仅 2575 万辆，同比下滑 8.15%，但 19 年下半年汽车销量逐步复苏，同比出现好转。受疫情影响，2020 年一季度汽车销量再度下滑，但 4 月已经同比出现增长，预计疫情影响将逐步消退。

图 18 我国历年地产投资额、房屋新开工面积增速示意图



数据来源: wind, 国家统计局, 上海证券研究所

图 19 我国历年汽车销量及增速示意图



数据来源: wind, 中汽协, 上海证券研究所

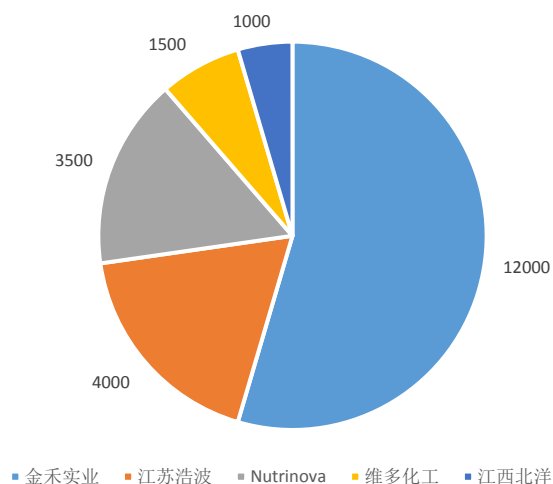
■ 高倍甜味剂行业:

高倍甜味剂是人工合成甜味剂的一个类别,阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖、纽甜等产品逐步被市场接受。目前,安赛蜜及三氯蔗糖正在成为市场主流,对前几代产品进行逐步替代。

安赛蜜方面,目前金禾实业是全球最大生产商,拥有 12000 吨年产能,全球市占率超过 50%。浩波科技 4000 吨产能面临搬迁问题,中小厂商生产难以稳定,龙头企业受益,安赛蜜价格一路上涨至 6-6.5 万/吨。未来预计将会与三氯蔗糖形成甜价比联动,龙头企业成本将决定产品价格。

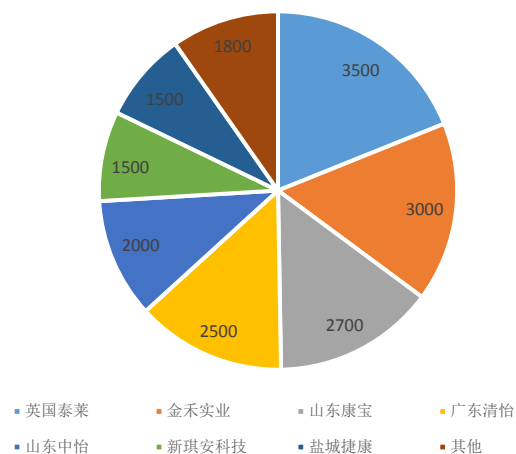
三氯蔗糖方面,英国泰莱是最早进行三氯蔗糖研发和批量生产的企业,目前拥有 3500 吨产能;国内企业中,金禾实业拥有 3000 吨产能(计划新建 5000 吨产能),山东康宝 2700 吨产能,广东清怡 2500 吨产能,山东中怡 2000 吨产能,但存在部分产能因环保等各种问题无法顺利释放的问题。目前三氯蔗糖价格在 20-25 万/吨,低于多数中小厂商成本。未来随着成本线压制和环保趋严,行业龙头市占率有望持续提升(行业龙头:金禾实业)。

图 20 安赛蜜市场格局示意图



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 21 三氯蔗糖市场格局示意图



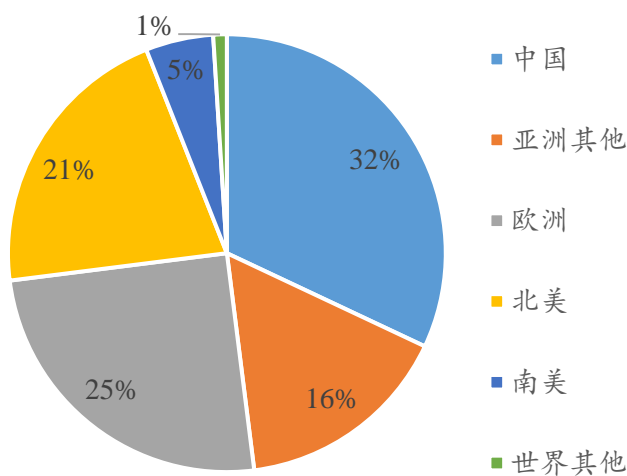
数据来源：新思界产业研究中心，上海证券研究所

2.3 聚焦国产替代进程加速新材料领域

■ 胶粘剂：

我国目前已经是世界最大的用胶国家，2014 年全球胶类产品的消费量已经超过 1900 万吨，价值约 294 亿美元，而中国地区胶类产品的消费量占全球的 32%（亚太地区的 2/3）。

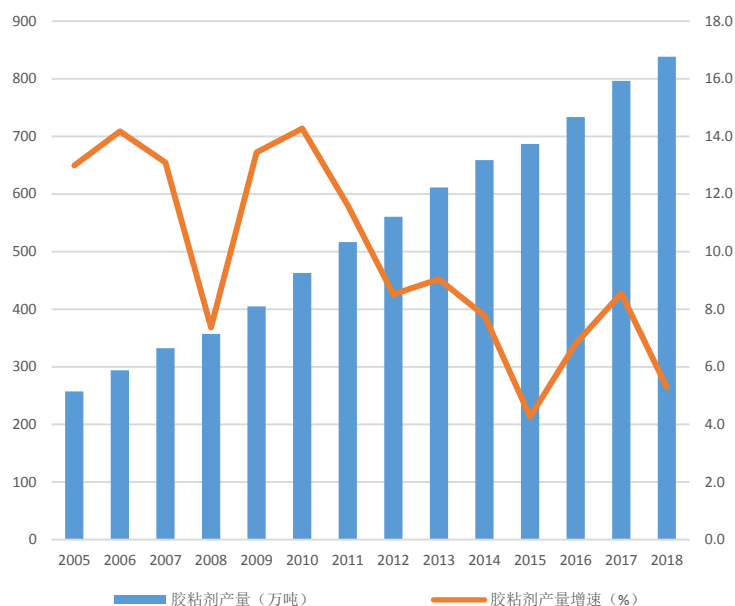
图 22 全球用胶国市场统计



数据来源：中国产业信息网 上海证券研究所

胶粘剂行业下游受基础设施建设、房地产、汽车、高铁、新能源等多个行业影响，因此，国家政策和宏观经济形势对行业增速具有一定的影响。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会统计，2005 年我国胶粘剂产量为 257.5 万吨，2018 年产量上升为 838.3 万吨，年复合增长率为 9.5%。

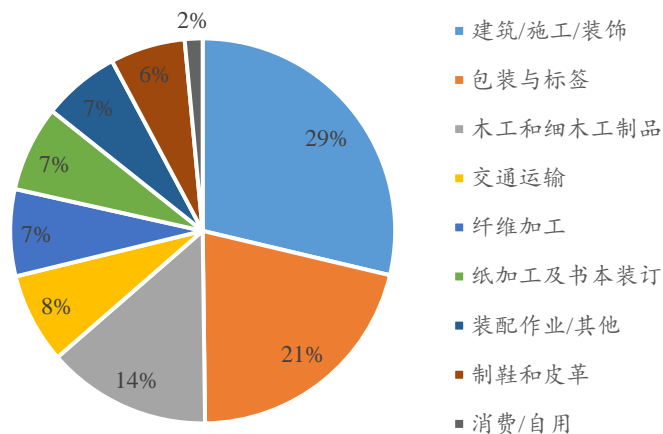
图 23 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会 上海证券研究所

从下游细分市场看，目前国内主要应用领域为建筑、包装/标签、木工制品等。其中建筑/施工/民用工程/装饰工艺用胶占 28.7%，包装与标签用胶占 21.1%，木工和细木工制品用胶占 13.8%，交通运输用胶占 7.6%。因此，受益于房地产后周期、基建、汽车等下游需求回升，胶粘剂需求量也将持续增加。

图 24 胶粘剂下游细分市场示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会 上海证券研究所

胶粘剂产品下游应用领域多而杂，直接导致不同型号和用途的产品种类繁多，因此，胶粘剂生产企业往往集中于一类或者几类，龙头企业行业市占率较低。此外，由于外资龙头企业在胶粘剂领域中浸淫已久，在技术、规模、服务能力等多方面具备了一定优势，在整个胶粘剂市场中占有较大份额。

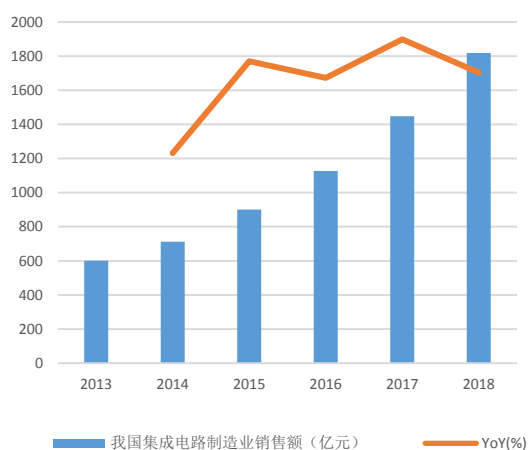
胶粘剂技术壁垒较高，认证过程极为严格，通常从开始合作到进入供应商名单开始供货所需的周期至少需要 1-2 年，大客户的认证周期甚至能突破 5 年。客户对于稳定生产、产品稳定性的要求及技术支持服务方面的需求也非常高。

19 年胶粘剂企业业绩普遍较好，主要原因系原材料有机硅及聚氨酯系列产品价格同比下滑，压制利润的最大因素得到缓解。2020 年原材料预计将维持现状，难有大幅回升，因此，利润释放情况将会正常，尽管疫情短期将会对企业运营造成一定影响，但长期来看胶粘剂在国内属于大行业小公司格局，龙头企业市场占有率将随着技术提升逐步增大，有望出现一家或几家行业巨头。**产品布局广的行业公司龙头（回天新材等）将高度受益。**

■ 半导体材料：

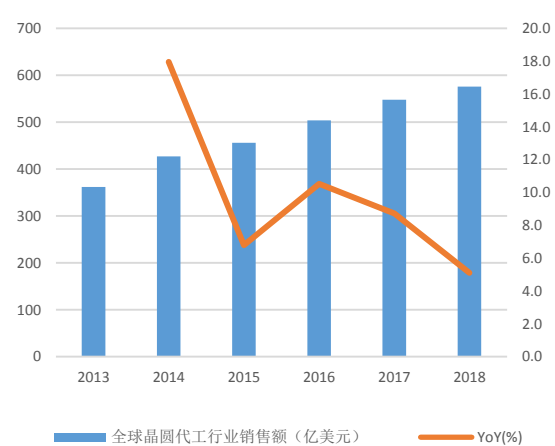
近年来，国内晶圆厂产能扩张持续加码，对晶圆制造材料的需求也大幅提升。截止 18 年底，我国晶圆制造厂 12 英寸月产能约为 60 万片，8 英寸 90 万片，6 英寸 200 万片。目前大陆 12 英寸晶圆厂扩产及在建产能数倍于现有产能，而 8 英寸现有的火爆需求也使 8 英寸晶圆厂持续出现新建产能。从市场销售额方面来看，我国晶圆制造行业市场增速明显高于全球水平，2018 年销售额达到 1818 亿元，同比增长 25.55%，近五年复合增速达到 24.78%。

图 25 我国集成电路制造业销售额及增速示意图



数据来源：中芯国际招股书，上海证券研究所

图 26 全球集成电路制造业销售额及增速示意图



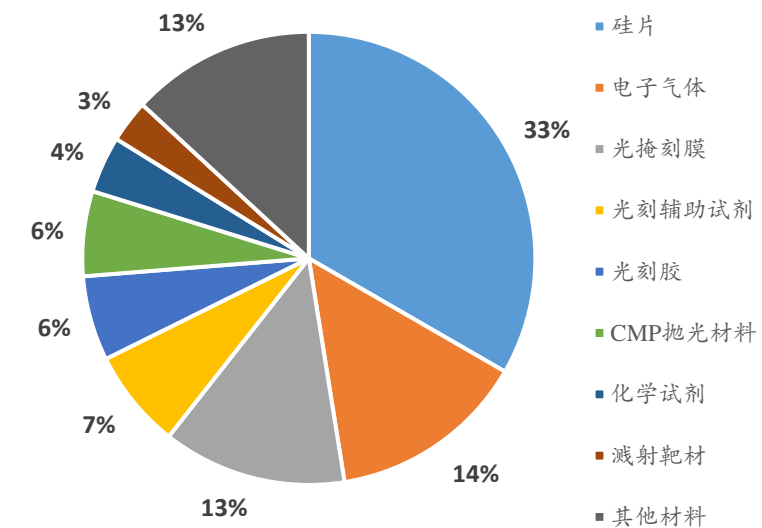
数据来源：中芯国际招股书，上海证券研究所

当前国际形势下，美国等国对于国内技术的封锁和限制持续加码，福建晋华被美国列入出口管制实体清单等事件带来的负面影响较大。因此，晶圆制造的关键材料国产化迫在眉睫。

从晶圆制造材料拆分来看，硅片仍是占比最高材料，电子气体、光刻胶及辅助材料、超净高纯试剂、CMP 抛光垫及抛光液、溅射靶材等都是主要材料。目前国内制造材料国产化进程加速，溅射靶材（江丰电子）、超净高纯试剂（晶瑞股份、江化微）、CMP 抛光材料

（鼎龙股份、安集科技）均有国内企业通过验证实现替代。随着国产晶圆厂扩产落地，实现国产替代的领域将高度受益。

图 27 晶圆制造材料占比



数据来源：中国产业信息网 上海证券研究所

■ 碳纤维材料：

碳纤维是由碳元素组成的一种特种纤维，具有高比强度、高比刚度、耐高温、抗摩擦、导电、导热及耐腐蚀等特性。碳纤维目前广泛应用于国防工业以及高性能民用领域，涉及航空航天、海洋工程、新能源装备、工程机械、交通设施等，是一种国家亟需、应用前景广阔的战略性新材料。

图 28 碳纤维产业链示意图



数据来源：中简科技招股书，上海证券研究所

国家对于碳纤维材料的重视程度较高，将其列为关键战略材料之一，在《中国制造 2025》中提出到 2020 年，国产碳纤维复合材料要满足大飞机技术要求，国产碳纤维用量达到 4000 吨以上，到 2025 年基本实现高性能碳纤维的自主保障。

目前，全球碳纤维市场被日、美企业垄断，日本东丽、东邦和三菱三家占据全球小丝束碳纤维市场份额的 49%，美国赫氏占据全球大丝束碳纤维市场份额的 58%。

图 29 全球小丝束碳纤维产能占比示意图

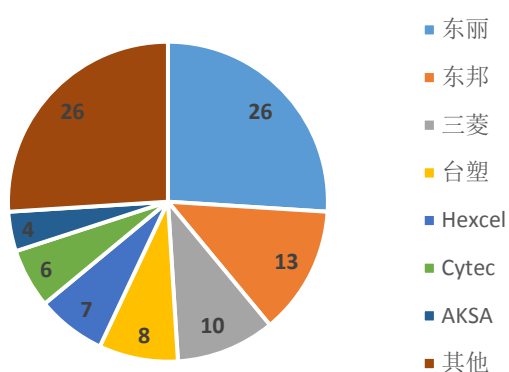
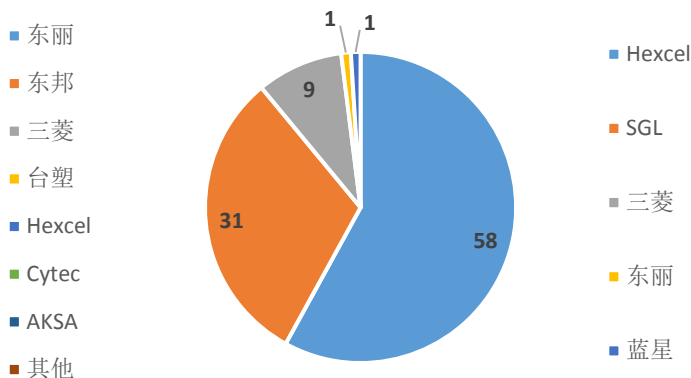


图 30 全球大丝束碳纤维产能占比示意图



数据来源：中简科技招股书，上海证券研究所

数据来源：中简科技招股书，上海证券研究所

随着碳纤维技术不断发展，在工业及航空航天领域应用不断扩大，据 CFC 统计，2021 年全球碳纤维需求量预计将达到 18.18 万吨，2025 年有望达到 26.23 万吨，年复合增速达到 9.95%。其中，工业领域增速将达到 12.38%。工业领域的爆发增长主要源于风电大功率化及汽车轻量化大趋势，碳纤维材料成本下降使其在相对中低端领域的应用范围逐步加大，例如，风电领域之前采用玻纤材料的区域，随着大叶片的普及将使得玻纤材料性能难以满足需要，碳纤维将逐步将部分区域进行替代，汽车领域轻量化对材料的需求，让碳纤维有替代钢材料、复合材料、改性塑料的可能性。因此，我们认为碳纤维行业的成长性将是十分可观的，尤其是国内企业技术（光威复材、中简科技、中复神鹰、恒神股份等）逐渐成熟，产业链配套逐步齐全，将呈现做强军品，扩大民品市场的格局。国内碳纤维龙头企业（光威复材、中简科技）将高度受益。

三、重点推荐公司

3.1 万华化学

聚氨酯产品价格下滑，全球化布局进一步完善

公司 2019 年聚氨酯系列产品销售 261.96 万吨，实现营业收入 318.58 亿元，同比减少 18.65%；2020 年 Q1 季度实现销售 60.10 万吨，实现营业收入 63.70 亿元。从销售价格来看，纯 MDI、聚合 MDI 挂牌均价 19 年同比下滑 22% 和 26%，2020 年一季度价格再度下跌，价格中枢同比下滑导致产品毛利率下滑，19 年毛利率 41.34%，

同比减少 9.23 个百分点，2020 年 Q1 季度继续下行。公司 19 年成立聚氨酯事业部，对全球业务进行统一管理，MDI 方面完成了 Chematur Technologies AB 及福建康乃尔聚酯的收购；TDI 方面，烟台工业园 30 万吨 TDI 产能投产，进一步提升全球份额。

聚氨酯、石化产品价格同比下滑，环比出现回升

石化产品方面，公司 19 年销售石化系列产品 197.84 万吨，同比增长 9.78%，实现营收 201.02 亿元，同比减少 3.21%；2020 年 Q1 季度销售 127.99 万吨，实现营收 54.61 亿元。包括丙烯、环丙、丙烯酸酯、丁醇在内的多个化工品价格出现下滑，但 19 年丙烷、丁烷等原材料价格下滑，使得石化系列产品毛利率仍为 11.15%，同比增加 0.88 个百分点。而 2020 年 Q1 季度，原材料纯苯、丙烷、丁烷价格均有所回升，导致短期毛利率下降，我们认为随着油价下滑，原材料价格将会再度下降，短期业绩低点或已出现。此外，公司继续推进与全球主流 LPG 供应商的战略合作，保障原材料供应稳定。

3.2 华鲁恒升

主营产品价格成本均下滑，肥料、乙二醇销量大幅增长

公司 2019 年主营产品肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇销售量分别为 254.92 万吨、39.01 万吨、22.31 万吨、61.91 万吨及 67.67 万吨，同比增速为 36.53%、5.61%、11.64%、-0.64% 和 130.10%，肥料及多元醇增长受产能提升影响继续放量。19 年各板块实现营业收入 36.72 亿、19.24 亿、16.41 亿、16.53 亿和 31.40 亿元，同比增长 25.47%、-7.97%、-10.44%、-33.78% 和 61.81%。19 年公司产品库存去化较好，分别减少 85.88%、73.40%、59.10%、23.83% 和 87.37%。售价方面，据 wind 数据统计，2019 年尿素、DMF、醋酸、己二酸、正丁醇、乙二醇产品价格同比下滑 6%、17%、35%、22%、12% 和 33%，尽管如此，公司产品成本控制较好，且原材料价格也有所下滑，毛利率下滑程度不大。

控费能力行业领先，新项目提供成长性

19 年受全球经济放缓、贸易摩擦加剧及能源价格下行影响，化工行业景气下行，多数大宗化工品价格出现了不同程度的降价。但公司具有国内领先的成本控制能力和行业领先的控费能力，在景气下行期交出了相对较好的答卷。公司依托洁净煤气化技术，打造一头多线循环经济柔性联产运营模式，并持续进行技术升级、工艺优化，为企业。研发投入方面，公司 2019 年研发投入总额为 4.68 亿元，研发占比达到 3.30%，较 2018 年的 3.22% 有所提升，研发人员数量增至 555 人，占比从 11.92% 提升至 14.15%。在建产能方面，公司年产 16 万吨己二酸项目和年产 30 万吨酰胺及尼龙新材料项目预计将于 2021 年 5 月和 11 月投产。己二酸项目达产后预计将实现

年营业收入 19.86 亿元，利润总额 2.96 亿元，酰胺基尼龙新材料项目达产后预计将实现年营业收入 56.13 亿元，利润总额 4.46 亿元，为公司未来成长性提供保障。

3.3 新和成

全球供给寡头垄断，VA、VE 价格大幅上涨

公司营养品板块主要产品包括 VE、VA、VD3、蛋氨酸、生物素、虾青素、辅酶 Q10 等，其中 VA、VE 下游主要应用领域均为饲料，且供给端均为寡头垄断，VA 全球生产厂商为帝斯曼、新和成、巴斯夫、安迪苏、金达威、浙江医药，关键中间体柠檬醛仅有巴斯夫、新和成、可乐丽能够生产；VE 生产厂商为能特科技（帝斯曼收购能特）、浙江医药、新和成、帝斯曼、巴斯夫等。从价格来看，受中间体供给紧张、能特复产延后、DSM 产能收缩影响，2020 年 VE 价格率先领涨，随后受新冠疫情影响，VA 等多个维生素产品相继大涨，使得维生素企业 Q1 季度业绩较好，预计 VE、VA 高价位持续性较好。

香精香料、高分子新材料全面发展，新项目即将进入收获期

公司香精香料业务覆盖日化、食品、医药等领域，主要产品为芳樟醇系列、叶醇系列、二氢茉莉酮酸甲酯、覆盆子酮、柠檬醛等，主营产品市占率高，多为国内独有产品；高分子材料重点产品为 PPS、PPA 等，今年 PPS 二期产能释放带动业绩大幅提升。增量方面，公司在建工程在 19 年有大幅提升，产能快速扩张。蛋氨酸 25 万吨在建产能（现有 5 万吨）预计将于 2020-2021 年陆续投放，二期 10 万吨预计 2020 年上半年投入试车；年产 2 万吨 VE 产能预计将于 2020 年投产；生物发酵项目（结晶葡萄糖、叶红素、山梨醇、己糖酸等）工程顺利竣工，并投入试生产，将为公司成长性提供保障。

3.4 扬农化工

国内市场有序增长，境外销售略有下滑

公司深化与规模客户的合作，扩大外环境制剂以及蝇香氯烯炔的销售，2019 年国内卫药销售保持稳中有进，同比增长 9.5%。公司积极拓展新品吡啶醚菌酯市场，打造了新的增长点；继续深化与中化作物的全面协同，促进了制剂销量的大幅增长，全年国内农药销售同比增长 6%；公司持续加深与农化跨国公司的战略合作，积极推进新项目、新产品的合作。同时积极做好产品登记，为业务拓展打好基础。但受麦草畏产品需求大幅下降的影响，全年境外销售同比下降 5.03%。

资本运作有序推进，产品结构有望进一步优化

公司资本运作进入正轨，三季度并表中化作物保护品有限公司

及沈阳中化农药化工研发有限公司，为公司业绩带来提振。并且子公司优嘉植物保护有限公司拟 1.32 亿元收购南通宝叶化工有限公司 100% 股权，将新增代森类杀菌剂产品，丰富公司的产品结构。同时，公司拟以 1.28 亿元购买杨农集团及其子公司持有的苯醚甲环唑、丙环唑、氟啶脲和高效氟吡甲禾灵的全部技术类无形资产所有权，将加速公司相关产品的发展速度，优化产品结构。

3.5 龙蟠佰利

钛白粉业务稳步增长，矿产品量价齐升

公司是全球第三、亚洲第一大钛白粉生产商，拥有雪莲牌、蟒牌两大知名品牌，打造了钛精矿-氯化钛渣-氯化法钛白粉-海绵钛-钛合金的完整产业链，并掌握各产品生产核心技术，实现原料及中间产品稳定供应。2019 年公司生产和销售硫酸法钛白粉 55.52 万吨和 55.78 万吨，同比增长-1.65% 和 6.06%，氯化法钛白粉生产和销售 7.47 万吨和 6.75 万吨，同比增长 20.40% 和 13.31%，整体产销量略有增长。19 年钛白粉业务实现营业收入 87.50 亿元，同比减少 0.17%，毛利率 43.05%，同比下滑 0.59 个百分点。公司矿产品业务增长较快，19 年采选铁精矿 351.86 万吨，同比增长 6.37%，钛精矿 85.31 万吨，同比增长 6.12%。受益于铁矿石价格上涨，公司矿产品业务 19 年营收 13.91 亿元，同比增长 92.62%，毛利率 49.73%，同比提升 11.38 个百分点。

新项目保障内生发展，外延并购完善产业链

内生方面，公司年产 20 万吨氯化法产能竣工投产，并将投建 50 万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程项目和年产 3 万吨高端钛合金新材料项目，进一步提升矿产资源综合利用价值，推动产业链优化升级；同时，公司继续加强研发攻关，聚焦钛矿原料升级氯渣技术、氯化法新产品开发、环境资源综合利用等方面。外延方面，公司收购新立钛业股权，新立钛业拥有年产 6 万吨氯化法钛白粉产线，年产 1 万吨海绵钛产线，年产 8 万吨高钛渣产线。其中高钛渣、海绵钛产线 19 年 9 月复产，氯化法钛白粉产线 19 年 12 月开始产出钛白粉。此外，公司还收购了东方锆业 15.66% 股权，完善锆产业链布局，将利用两个公司产业链优势，加大澳洲锆钛共生矿开发，并大力拓展下游新兴锆制品领域，做大做强锆金属业务，整合国内锆产业。

3.6 金禾实业

食品添加剂板块稳步增长，基础化工毛利率下滑

分板块来看，公司基础化工板块实现营业收入 18.19 亿元，同

比减少 13.36%，毛利率 22.23%，同比减少 4.76 个百分点。精细化工板块实现营业收入 18.71 亿元，同比增加 5.63%，毛利率 43.12%，同比增加 0.24 个百分点，其中食品添加剂营收 18.51 亿元，同比增长 5.56%，毛利率 43.04%，同比增加 0.28 个百分点。Q4 季度单季毛利率为 27.55%，同比环比均有下滑，净利率为 20.23%，较为稳定。存货 3.73 亿元，环比有小幅增加，在总资产中的比值为 6.06%，为年内中值水平。

资本开支有序加大，进一步加固护城河

公司 19 年完成三氯蔗糖技改项目，产销量提升明显；安赛蜜产品继续量价齐升；麦芽酚结束暴涨，价格回归至合理区间，继续提供稳定现金流；定远一期氯化亚砷、糠醛、生物质锅炉热电联产项目相继进入试运行阶段，将进一步降低成本；同时，公司积极推进年产 5000 吨三氯蔗糖、年产 5000 吨甲、乙基麦芽酚、年产 4500 吨佳乐麝香、5000 吨 2-甲基呋喃、3000 吨 2-甲基四氢呋喃、1000 吨呋喃铵盐等项目。其中，氯化亚砷是三氯蔗糖原材料，糠醛为麦芽酚及呋喃类衍生物、呋喃树脂等产品原材料，新建产能规划缜密，产业链一体化程度较高。

3.7 光威复材

军品、碳梁稳定增长，19 年业绩符合预期

公司 19 年业绩符合预期，年度业绩维持高增长。主要原因为公司坚持“521”发展战略，碳纤维军品业务按期交付，风电碳梁业务维持稳定增长。应收款通过无追索权保理等业务变现，改善现金流，减少信用减值损失。

碳纤维产品研发持续进行，碳梁产能逐步释放

碳纤维产品方面，公司具备成熟的 T700G 生产技术和产能，17 年开始做补充应用验证，T800H 级碳纤维在验证过程中(12K 产品)，已有小批量产品需求。目前，募投项目 T700S 产线仍在建设中，T800、M40J、M55J 产品的研发都承担了相应的项目。

碳梁业务方面，公司目前拥有 50 条生产线，其中 10 条为 19 年下半年陆续投产，单线产能约为 15 万米/年，下游客户方面，采用碳梁形式在风电叶片中使用碳纤维的只有维斯塔斯一家，因此，公司碳梁客户也仅有维斯塔斯（公司供应量约占维斯塔斯需求量的 20%），目前正在配合国内风电企业开发碳纤维在风电领域的新应用方式。

3.8 回天新材

电子、轨交等领域快速增长，营收同比转正、环比继续增长

公司通信电子、家电、LED 用胶延续业绩高增长趋势，尤其逆

变器、家电、新能源汽车电池用胶销售额增长亮眼，受贸易摩擦影响、工艺调整及产业升级，电源、照明用胶及UV胶销售额有所下降；与华为企业业务事业群、消费者事业群、运营商事业群、海思半导体等均进行合作，产品应用范围大幅增加，累计达成60余款产品的送样测试或批量供货或开展预研等合作。轨道交通方面，车辆装配用胶中标多家主机厂高铁、城轨项目订单，销售收入、毛利额翻番，利于提升公司整体毛利率，在替代进口的国产胶粘剂中排序领先。

研发持续取得突破，产线优化、扩张有序推进

公司继续加强研发投入和新产品开发，研发费用为9219.58万元，重点研发项目34项，其中量产阶段15项，研发完成后稳定生产销售9项。汽车车身结构胶、免底涂玻璃胶、减振焊装胶、客车大顶胶、高铁、城轨标动结构胶、通信/电子PUR热熔胶、高导热灌封胶、动力电池结构胶、太阳能电池背膜用胶、无溶剂软包装胶、复合材料粘接等取得突破。产能扩张方面，宣城回天新建产线已完成主体工程建设，目前正有序试车，将于2020年下半年正式投产；常州回天新增两条太阳能背板复合产线、一条氟膜造粒产线已于2019年年底投产；广州回天新建电子硅胶产线已于2019年年底投产，完成洁净车间、生产环境改造及制造执行信息化系统上线；上海回天完成电子胶生产车间改造。

四、总结

我们的投资主线可以分为传统和新材料两条主线，传统主线中我们建议关注低估值优质龙头（产业链一体化）及近消费端细分领域（营养品、农药、钛白粉、高倍甜味剂），新材料主线中建议关注胶粘剂、面板及半导体配套材料、尾气净化材料、碳纤维。基于行业整体现状，我们维持基础化工行业“中性”评级。

我们认为尽管油价处于低位，导致化工品价格中枢再度出现下移，但此轮调整主要是因为新冠疫情导致的全球范围内需求收缩所致，长期来看造成的负面影响有限。并且疫情对于成本较高企业的影响更大，容易出现行业洗牌，有助于各行业龙头企业的竞争力和市场占有率提升。因此，我们依然看好化工行业优质白马龙头（万华化学、华鲁恒升、扬农化工等）的长期配置价值；同时，处于产业链相对下游的细分领域也具有较好的关注价值，如营养品（新和成、浙江医药、安迪苏、圣达生物等）、农药（扬农化工、利尔化学、海利尔等）、钛白粉（龙蟒佰利）、高倍甜味剂（金禾实业）。
重点关注万华化学、华鲁恒升、新和成、扬农化工、龙蟒佰利、金

禾实业。

随着国内产品技术持续提升，进口替代品种逐步增加，替代领域也从中低端向中高端进行扩散。我国生产成本低、下游市场容量大的优势使得包括面板、晶圆制造在内的多个高端领域出现了产能向国内转移的趋势，国内配套能力持续提升，优质龙头企业不断涌现。并且随着美国对华科技领域限制加强，关键材料国产替代将更为重要，国家在政策、资金方面的支持将加速替代龙头的业务发展。我们建议关注国产替代的优质子行业胶粘剂行业（回天新材等）、碳纤维（光威复材、中简科技）、面板及半导体配套材料行业（飞凯材料、鼎龙股份、晶瑞股份等）。**重点关注回天新材、光威复材。**

五、风险提示

1. 原油价格出现大幅波动：疫情及前期石油价格战导致原油价格处于低位，后续仍然存在不确定性，将对整个石油化工行业带来较大不确定性。
2. 下游需求不振：下游消费端提振不力是制约价格传导的重要因素，对基础化工影响较大。
3. 化工企业重大安全事故及环保督查影响：化工企业多数属于高危高污染企业，安全事故及环保检查带来的影响较大。
4. 新材料领域产品竞争力不及预期：产品升级进程不及预期导致份额被蚕食。
5. 系统性风险。

分析师声明

洪麟翔

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。