

证券研究报告·公司深度报告

江苏博云（301003）：高端改性PA6/66龙头，盈利能力突出并具高成长性

分析师：邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：

S1440518030004

研究助理：林伟昊

2023年2月14日

核心观点

公司高端改性工程塑料市场空间和替代外资前景广阔，22年底后业绩有望迎来向上拐点。

公司17至21年净利复合增速44%，18年后聚焦高利润业务，19-21年毛利率均值34%，净利率均值21%，显著高于同行。公司聚焦电动工具市场，成功取代巴斯夫、杜邦、帝斯曼等国际巨头部分份额，成为电动工具全球龙头史丹利百得中国地区主要供应商。

下游库存逐步消化，公司内生增长强劲，经营拐点有望提前行业先到。公司报表优质，22Q3账面资金及理财8.5亿，资产负债率仅8%。公司现有改性塑料产能3万吨，23年有望翻倍，后续新产能将不断释放，长期成长能力显著。未来随着PA66国产化，改性PA66将迎发展机遇，公司提前布局有望显著受益。公司的核心竞争力：在产品配方和螺杆挤出工艺经验丰富，和国内中小企业拉开差距；在客户新产品开发和服务响应速度等方面显著优于外资。

盈利预测：预计22-24年归母净利1.22、1.57、2.58亿元，按23年25倍估值，目标价39.25元，给予“买入”评级。

公司核心逻辑阐述

- **国内高端改性PA6/66龙头，客户结构优质，盈利能力突出。**公司主要产品包括四类：高性能改性尼龙（PEMARON），改性PA6/PA66为主；高性能改性聚酯（AUTRON），改性PC/PBT、改性PC/ABS、改性PBT等；工程化聚烯烃（VENTRON），改性PP为主；色母粒及功能性母粒系列（COLORON）。其中高性能改性尼龙在2019-2021年都贡献67%以上毛利，是公司最主要利润来源。2019-2021年公司毛利率均值为34%，净利率均值为21%，均显著高于同行。这得益于公司聚焦高端市场，特别是电动工具市场高端客户，成功开发出能与巴斯夫、杜邦、帝斯曼、朗盛等国际巨头竞争的产品，并成为电动工具全球第一大厂商史丹利百得的主要供应商之一。公司服务体系和响应速度超越外资，研发和销售能力强于小企业，份额不断提升。
- **扩能项目持续推进，不断加大研发投入并引入高端销售人才保障成长性。**公司现有改性塑料产能3万吨且通过技改实际产能更高（上市前为10条产线，其中6条产能较高产线为柔性产线，可共用生产高性能改性尼龙、高性能改性聚酯和工程化聚烯烃）。公司扩能项目规划为年产改性塑料6万吨、塑料制品1500吨，总计8条产线。其中4条产线预计2023年投产，届时公司产能有望翻倍，后续新产能也将不断释放。公司不断加大研发投入并引入高端销售人才，助力未来放量成长。2021年公司研发费用率3.7%，22H1为4.1%。2021年底公司研发团队55人，占总员工数量28%，随着规划投资1.5亿的研发中心在2023年中建成投用，公司研发投入和人才储备将进一步大幅增加。同时公司也将积极引入高端销售人才，进一步提升优质客户份额或抢占新的大客户市场。
- **己二腈国产化带动国内PA66大幅扩能，利好公司改性PA66降本放量并打开市场空间。**随着华峰集团、中国化学等纷纷突破国产己二腈技术，叠加上海英威达40万吨扩能落地，一直以来“卡脖子”的己二腈放量大势已形成，有望带动国内PA66国产化和市场扩能。目前国内规划的PA66产能已经突破600万吨，未来2-3年有望落地200-300万吨，相比2021年底67万吨产能呈现翻两番式的增幅。随着PA66降本扩能，未来PA66和PA6的单吨价差有望收窄，可以预见国内改性PA66市场也有望迎来巨大发展机遇，公司作为聚焦高端改性PA6/66材料的龙头企业，持续扩能并提前储备研发力量将有望显著受益。
- **盈利预测：**预计公司2022-2024年归母净利润分别为1.22、1.57、2.58亿元，EPS分别为1.23、1.58、2.61元。考虑到公司毛利率和净利率显著高于同行，且未来潜在成长性显著，按照2023年25倍PE估值，目标价维持39.25元，维持“买入”评级。

目录

01 公司概况：高成长的高端改性PA6/66龙头

02 行业格局：公司盈利能力显著高于同行

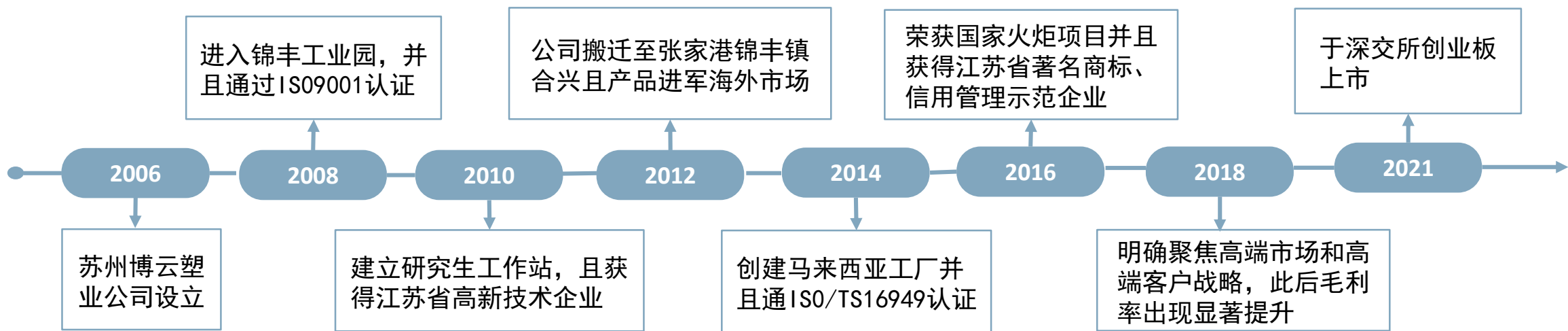
03 产品及壁垒：成功替代外资份额

04 下游市场及客户：聚焦电动工具龙头及汽车精细零部件

05 原材料国产替代：改性PA66发展空间广阔

06 盈利预测及风险提示

公司历史沿革

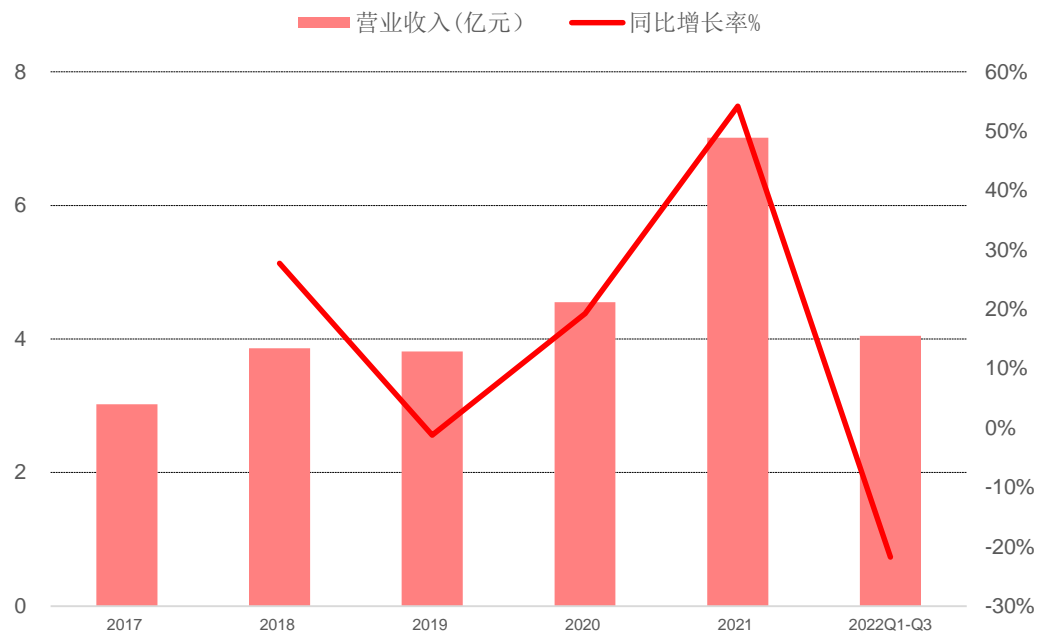


■ 公司在2018年后聚焦高利润业务。2019-2021年公司毛利率均值为34%，净利率均值为21%，均显著高于同行。

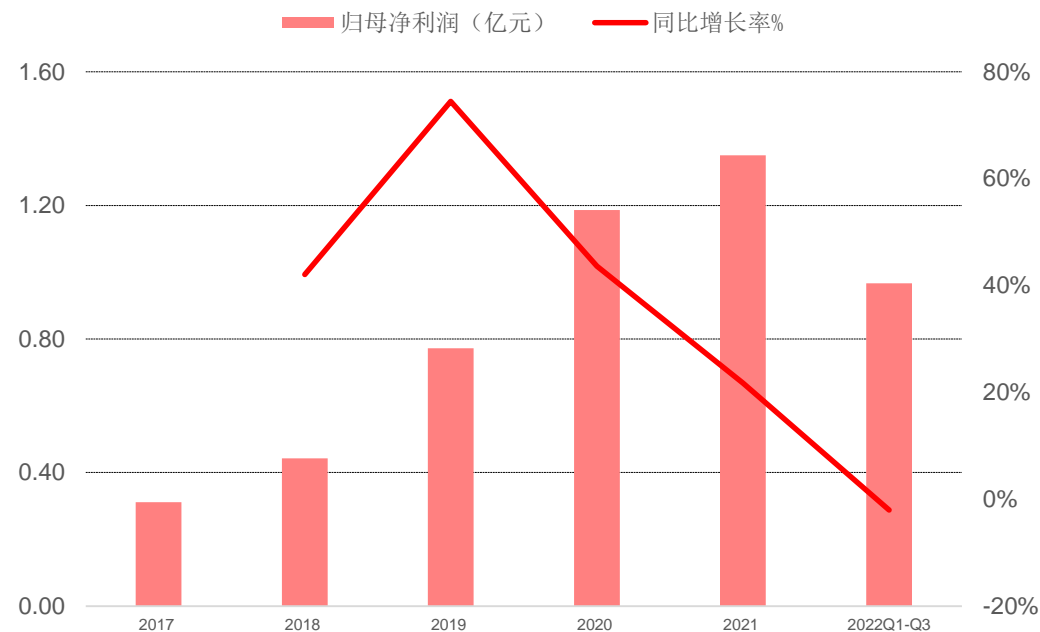
资料来源：江苏博云公司官网、招股书、中信建投

公司历史营收利润高速增长，22年短期承压，22Q4拐点已至

图表：公司营收及增速



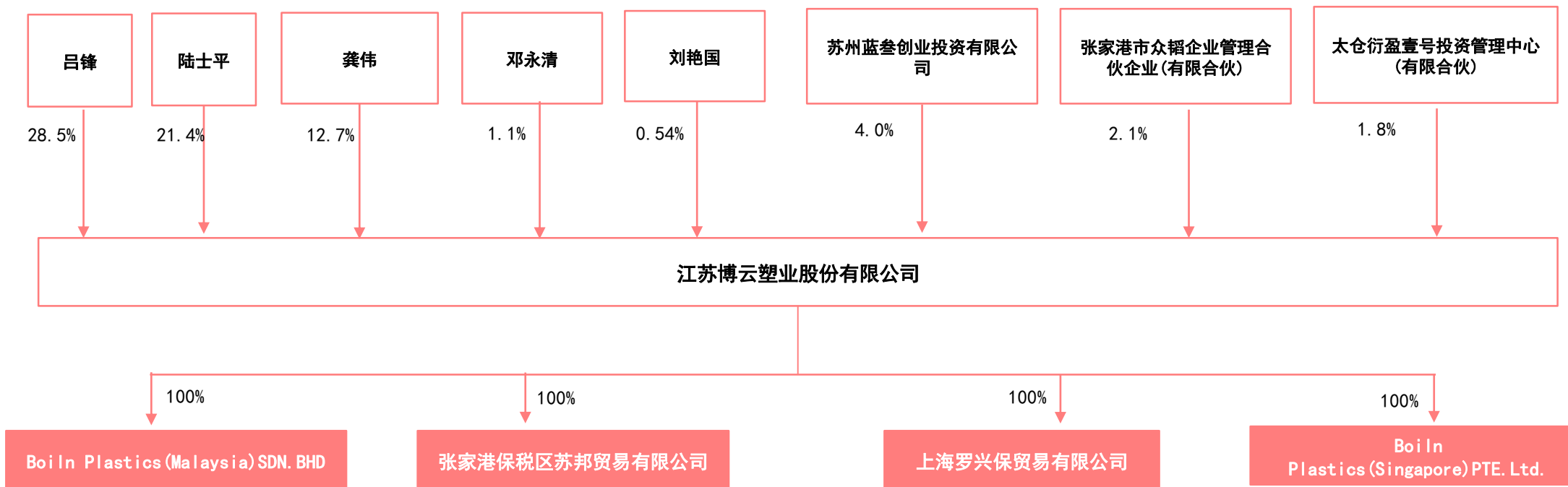
图表：公司归母净利润及增速



■公司2017至2021年营收复合增速23%，归母净利复合增速44%，四年时间从3200万增长至1.35亿。22年由于下游电动工具终端需求下滑及行业库存积压，公司营收及利润短期承压，22前三季度营收同比-22%，归母净利-2%，虽然需求下滑，但公司盈利能力未受影响，22前三季度毛利率仍有27%，净利率因汇兑收益进一步提升4pct至24%。随着下游库存消化，叠加公司内生强劲增加，22年底公司经营拐点已到。同时公司报表结构优质，22Q3账面资金及理财8.5亿，资产负债率仅8%。数据来源：Wind，中信建投

公司股权结构

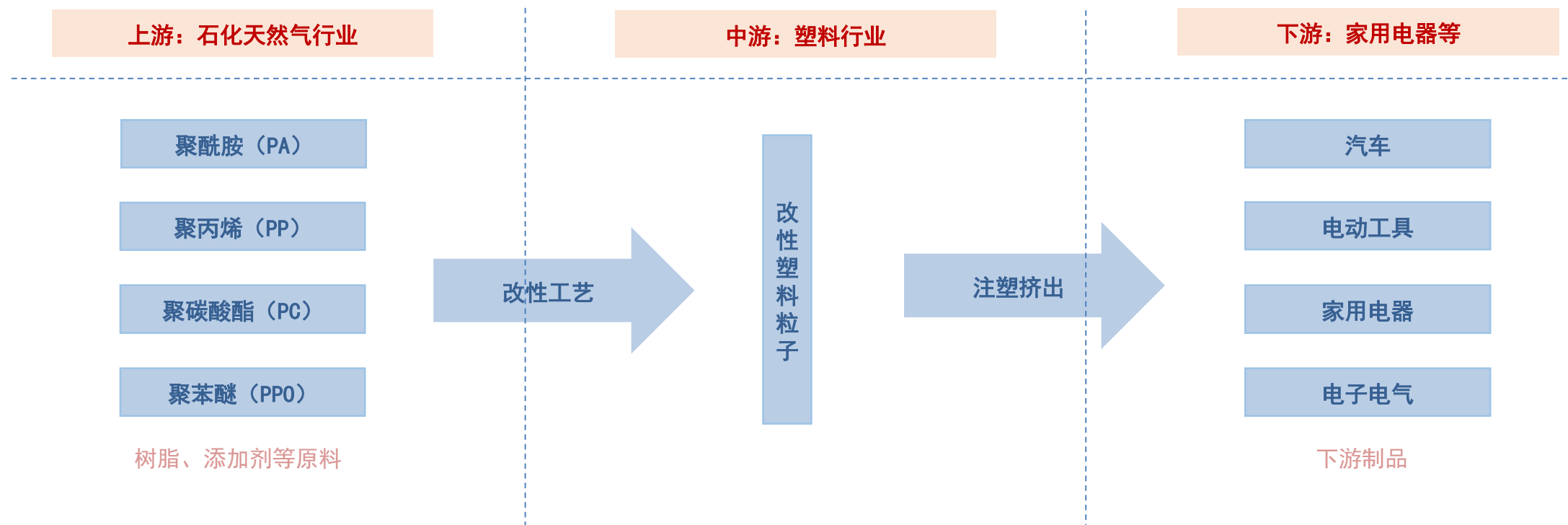
图表：江苏博云股权结构



资料来源：江苏博云2022年三季报、中信建投

公司所处改性塑料产业链

图表：改性塑料产业链



■ 产业链具体情况：改性塑料产业链上游是 PA、PP 等合成树脂，PA、PP 等合成树脂由原油提炼而来，再经过加工改性成改性塑料，改性塑料作为下游电动工具、汽车、家用电器、电子电气、家具、建筑材料、节能灯具、玩具、道路材料等行业的原材料投入到生产加工过程中。

资料来源：江苏博云招股书、中信建投

目录

01 公司概况：高成长的高端改性PA6/66龙头

02 行业格局：公司盈利能力显著高于同行

03 产品及壁垒：成功替代外资份额

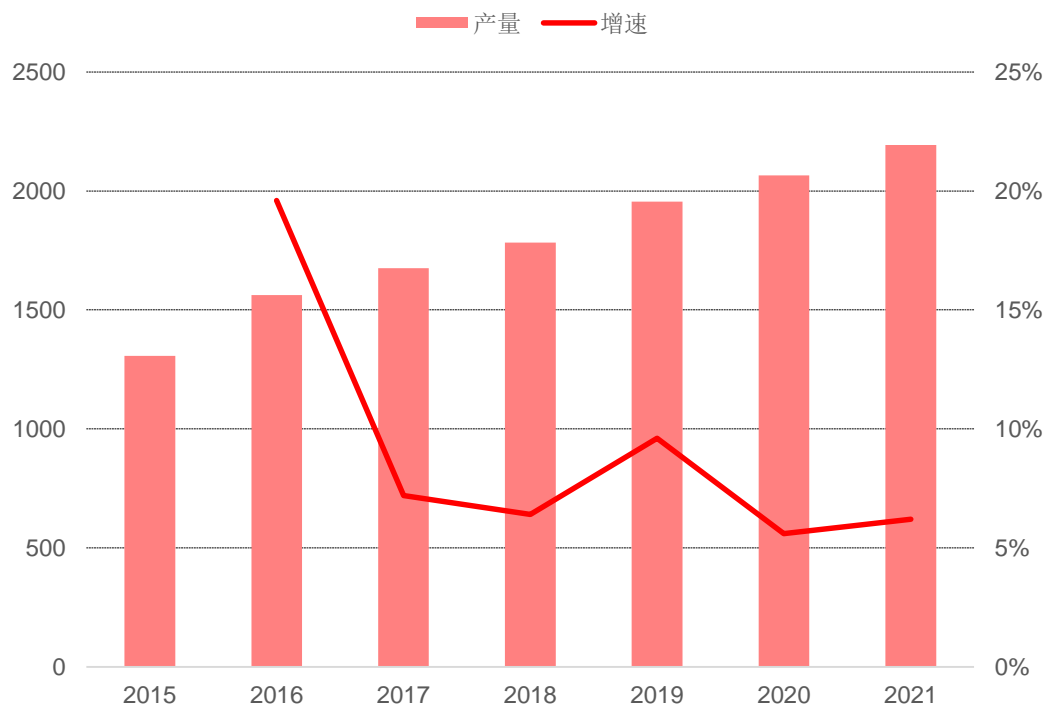
04 下游市场及客户：聚焦电动工具龙头及汽车精细零部件

05 原材料国产替代：改性PA66发展空间广阔

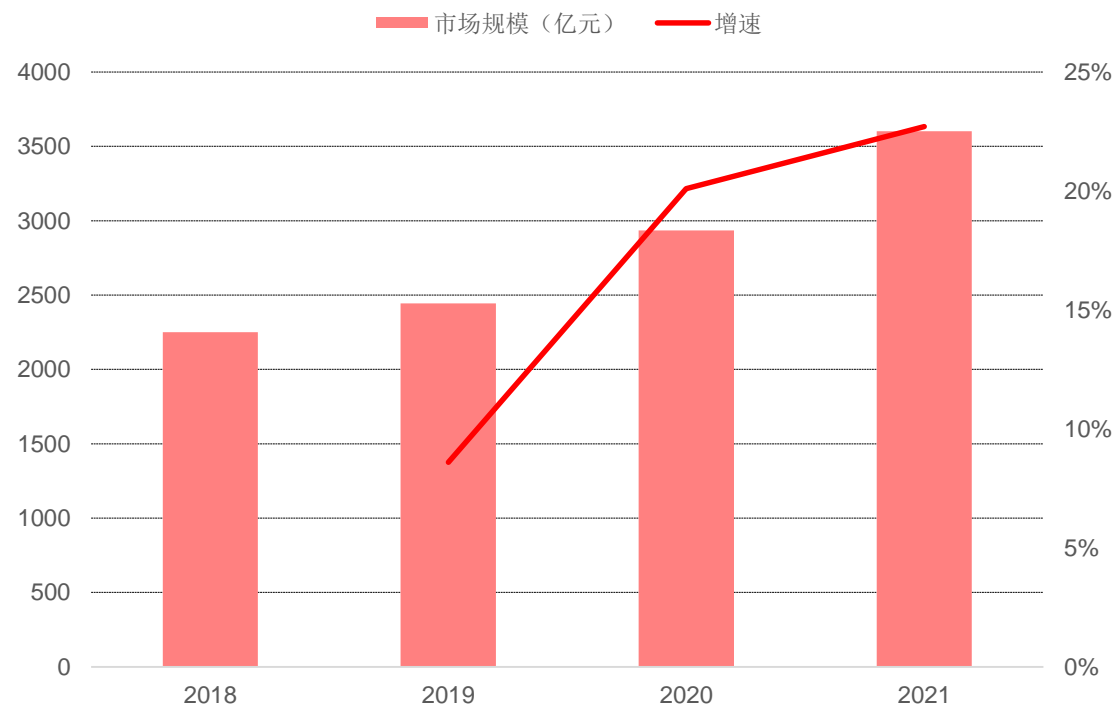
06 盈利预测及风险提示

改性塑料行业整体增速

图表：2015-2021年中国改性塑料产量及增速



图表：2018-2021年中国改性塑料市场规模及增速



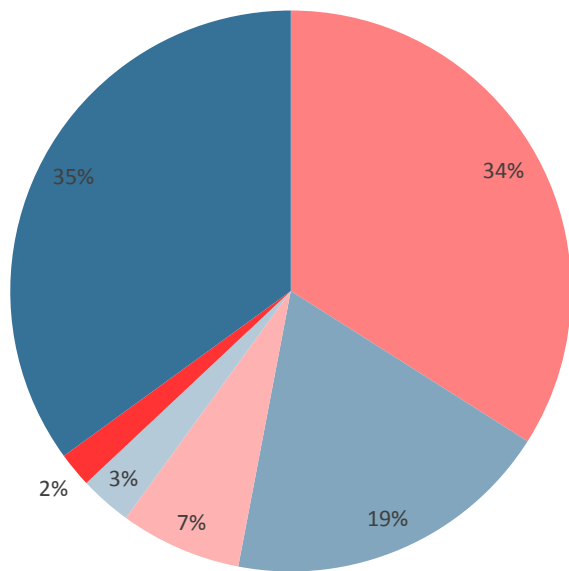
■ **改性塑料产量及市场规模逐年递增。**得益于原材料国产化进程加快及下游需求的持续增长，我国改性塑料产量也随之持续增长。如图所示，我国改性塑料产量保持稳定增长，2021年我国改性塑料产量达2193万吨，同比增长6.2%；2021年我国改性塑料市场规模达3602亿元，同比增长22.7%。

数据来源：Wind，智研咨询，中信建投

改性塑料行业供需结构

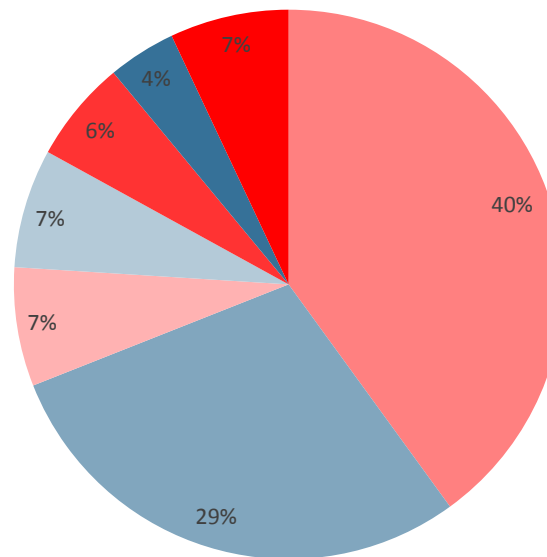
图表：中国改性塑料行业下游需求分布情况

■ 家电 ■ 汽车 ■ 办公设备 ■ 电动工具 ■ 电线电缆 ■ 其他



图表：中国改性塑料行业产品结构分布情况

■ PP ■ ABS ■ PS ■ PC ■ PA ■ PBT ■ 其他



■ 家电和汽车行业是改性塑料最主要的下游产业，二者合计占比超50%。家电产品在使用过程中面临易磨损、易腐蚀、易老化等一系列问题，因此改性塑料就是极佳的选择。在汽车领域，改性塑料可以应用在许多汽车零部件上，另外增加改性塑料在汽车中的用量可以降低汽车重量，控制成本，从而达到节能的效果。目前我国改性塑料产品主要以改性PP和改性ABS为主，二者产量合计占据了改性塑料市场近70%的市场。

数据来源：智研咨询，中信建投

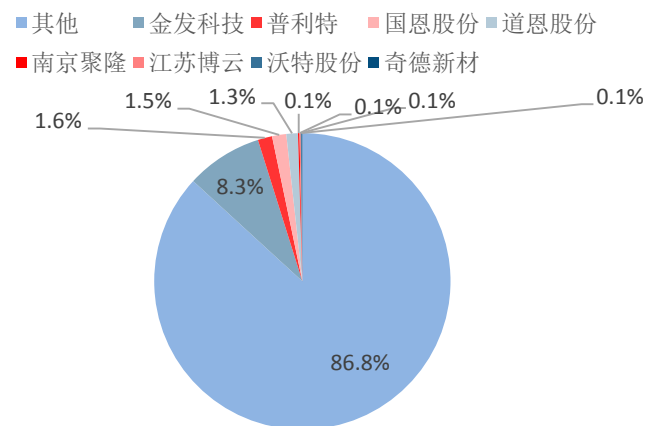
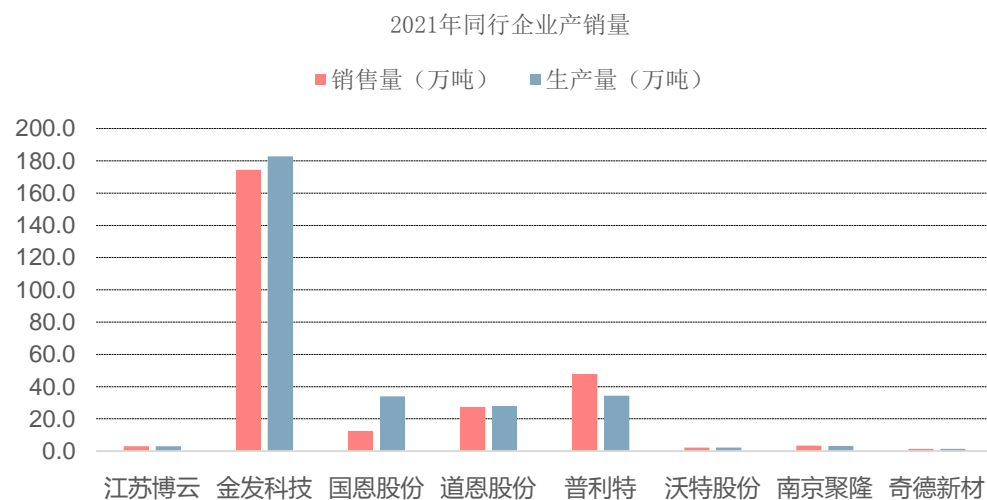
改性塑料行业竞争格局

图表：同行业主要公司介绍

公司名称	主要销售领域
金发科技	汽车、家电、现代农业、轨道交通、航空航天、高端装备、新能源、通讯、电子电气和建筑装饰等行业，是中国改性塑料行业的龙头。
普利特	汽车行业等领域
国恩股份	汽车、家电等领域
道恩股份	车用轻量化材料、军工用特种材料、医疗耗材新材料、消费新材料领域
沃特股份	电子、家电、办公设备、通讯、汽车、水处理、电气、航空、军工等领域
南京聚隆	汽车、高铁及轨道交通、电子电器等领域
江苏博云	电动工具、汽车、家电、电子电气及办公家具等领域

图表：江苏博云聚焦高端领域，销量比不上龙头但发展空间较大

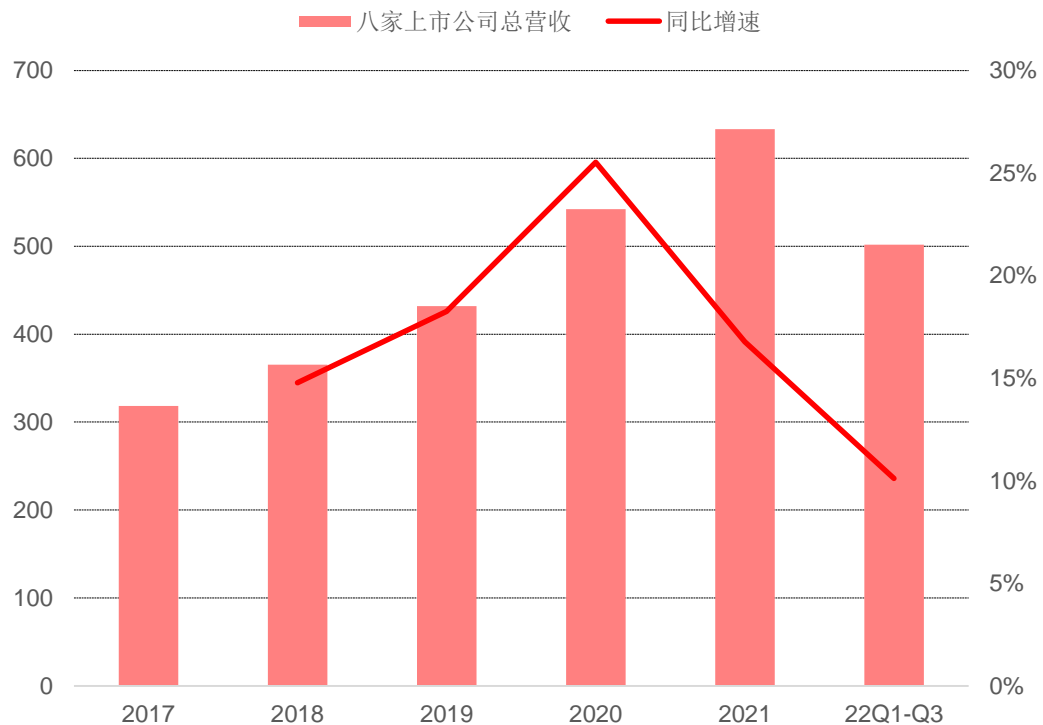
图表：2021年改性塑料行业市场格局分布情况



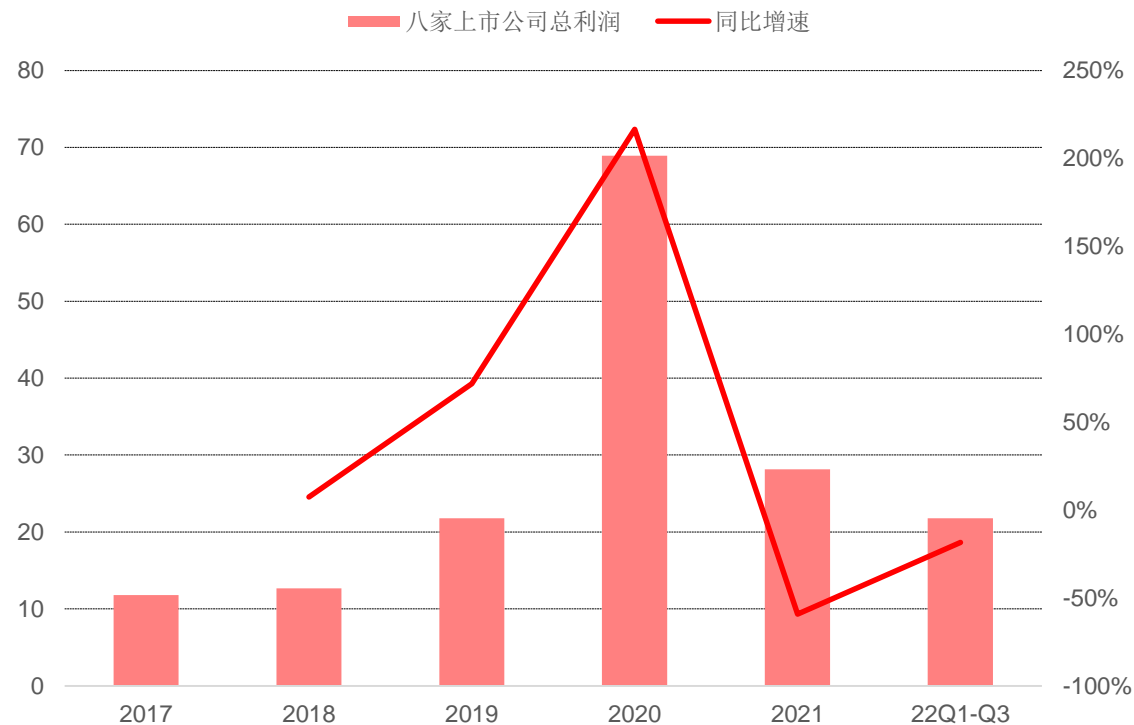
数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投

改性塑料八家上市公司营收和利润增速

图表：八家上市公司总营收情况



图表：八家上市公司总利润情况

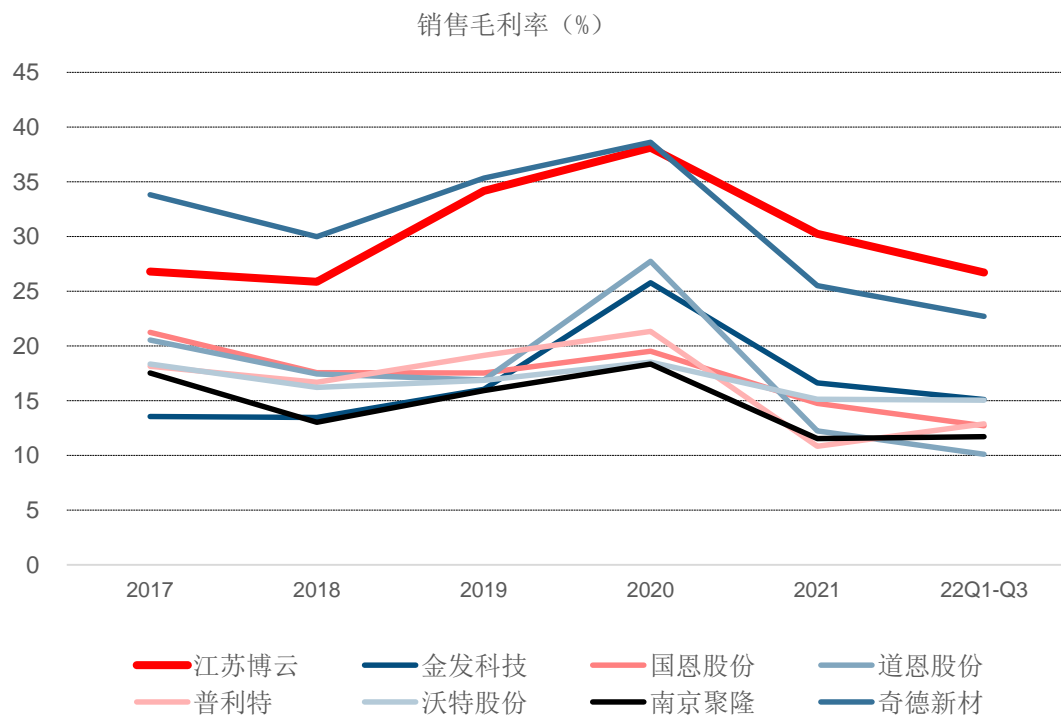


■ 改性塑料行业上市公司的总营收于2017至2022年第三季度期间持续增长；2021年因大宗原材料大涨利润下滑。

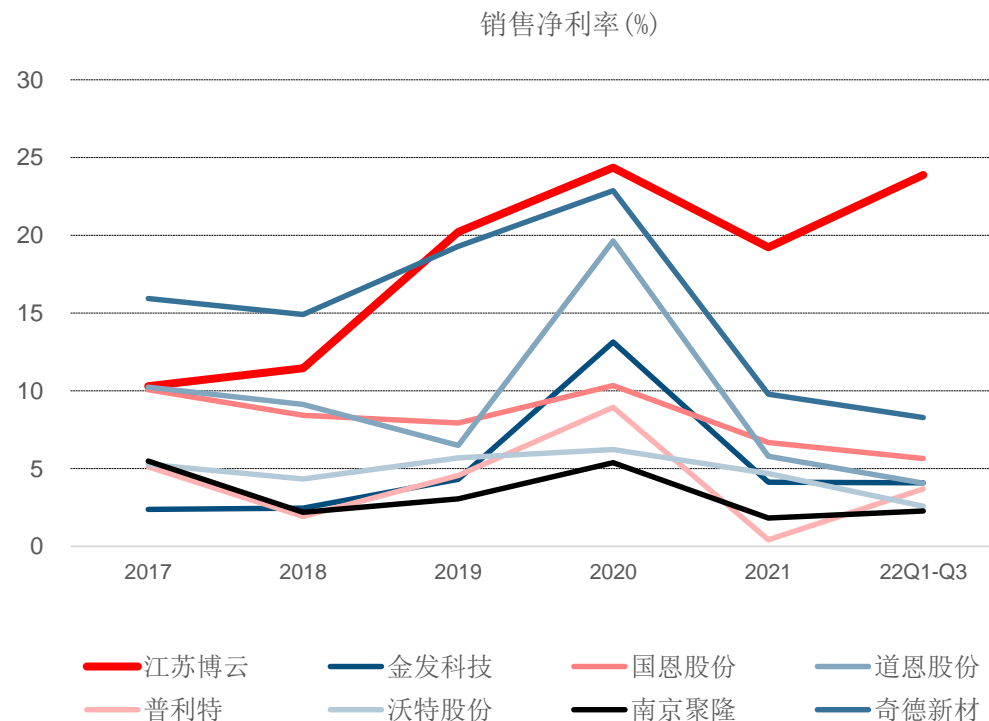
资料来源：Wind、中信建投

同业对比：公司盈利能力显著优于行业平均水平

图表：销售毛利率对比



图表：销售净利率对比

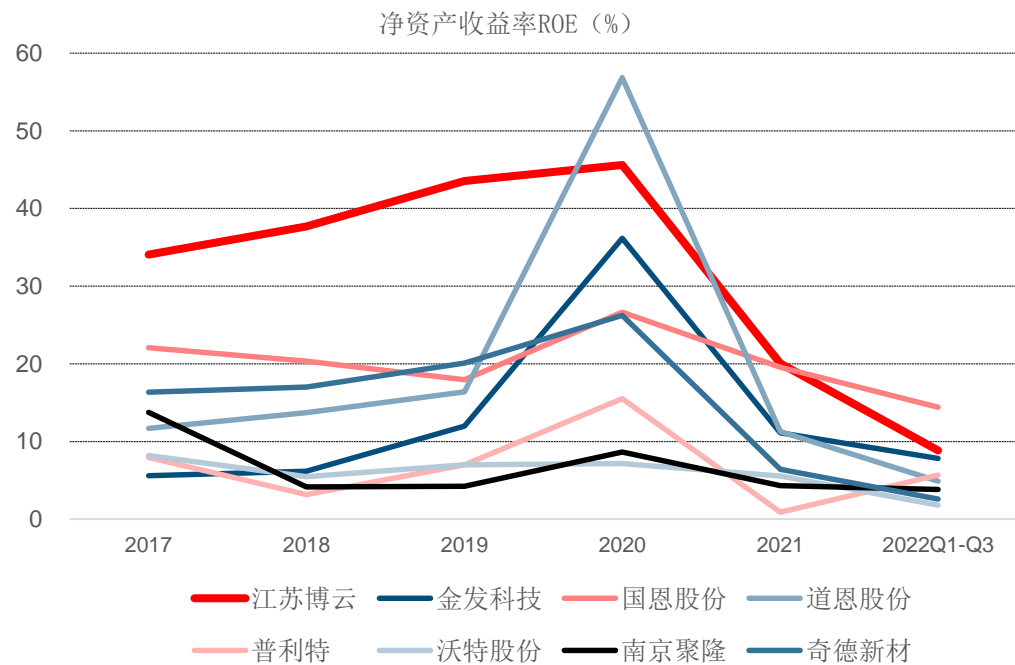


■ 在2017年至2022年前三季度期间，江苏博云销售毛利率和销售净利率均处于行业领先地位，销售毛利率平均为30.33%，超出行业均值10.24个百分点，销售净利率平均为18.25%，超出行业均值9.72个百分点，盈利能力强。

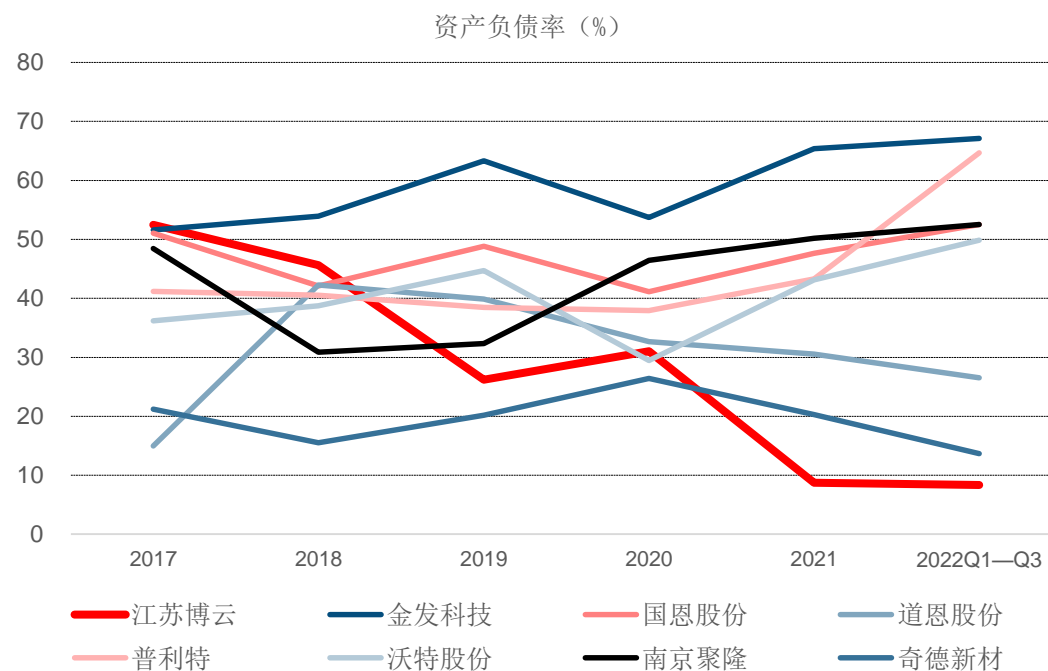
数据来源：Wind，中信建投

同业对比：公司为轻资产模式，资产收益率优于同行平均

图表：净资产收益率对比



图表：资产负债率对比



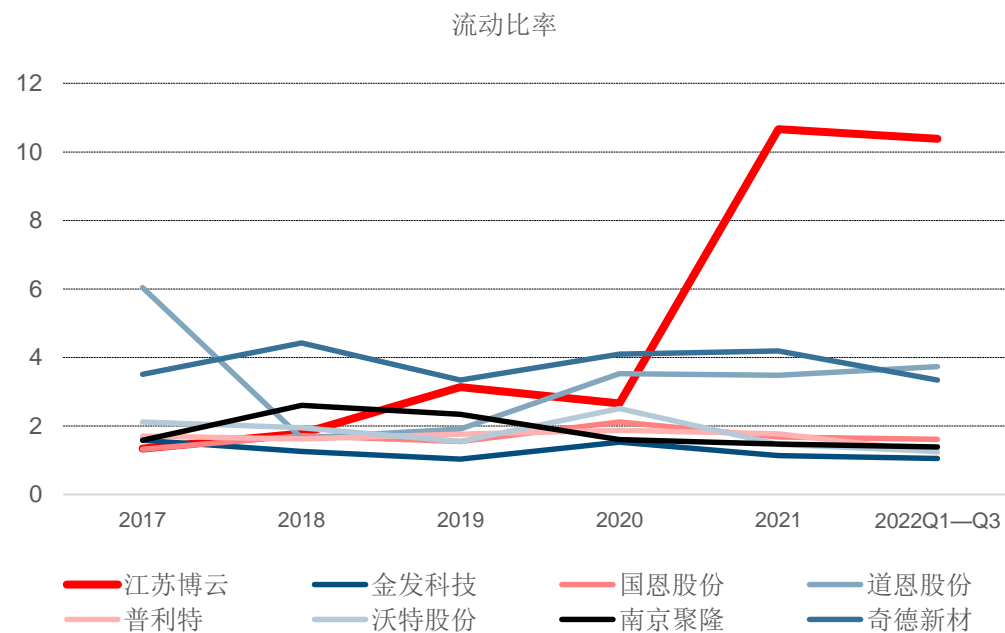
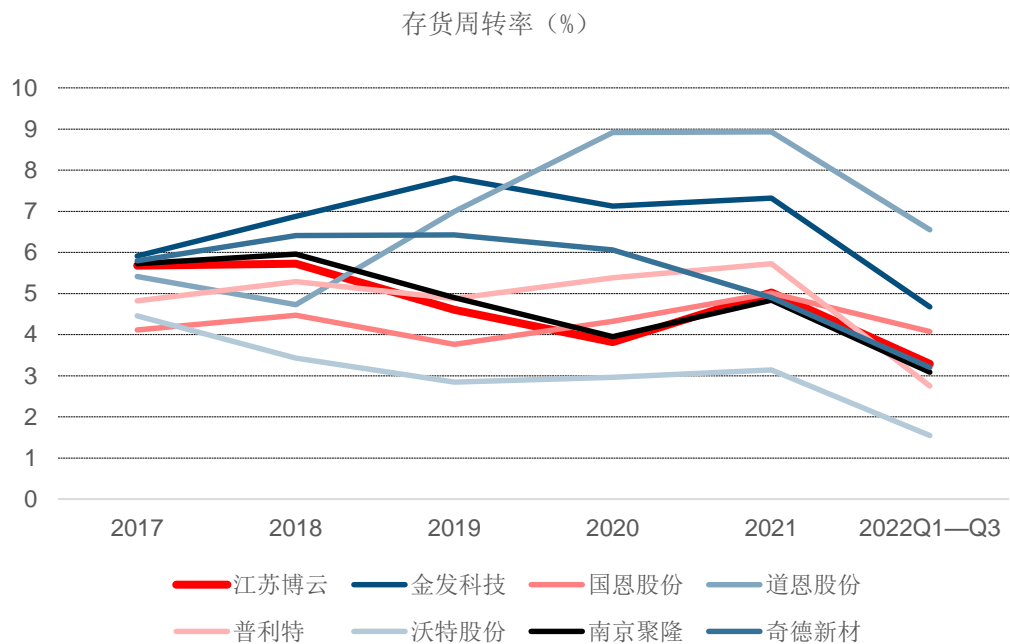
■在2017年至2022年前三季度期间，江苏博云净资产收益率相比竞争对手处于较高水平，平均ROE为31.63%，超出行业均值16.89个百分点，盈利能力强；资产负债率持续下降，从2021年起低于其他公司，2021年资产负债率仅为8.73%，同期行业平均负债率为38.65%。

数据来源：Wind，中信建投

同业对比：公司存货周转率为行业平均，账面现金充裕

图表：存货周转率对比

图表：流动比例对比



■ 江苏博云存货周转率处于行业平均水平，流动比例从2021年起高于10（IPO募集资金到账），领先其他公司

数据来源：Wind，中信建投

目录

01 公司概况：高成长的高端改性PA6/66龙头

02 行业格局：公司盈利能力显著高于同行

03 产品及壁垒：成功替代外资份额

04 下游市场及客户：聚焦电动工具龙头及汽车精细零部件

05 原材料国产替代：改性PA66发展空间广阔

06 盈利预测及风险提示

公司现有及在建产能

图表：募投项目进度（2022年中报）

序号	项目名称	规划总投资额	拟使用本次募集资金 (1)	截至期末累计投入金额 (2)	截至期末投资进度 (3) = (2) / (1)	建设期	项目达到预定可使用状态日期	项目备案情况	项目环评情况
1	改性塑料扩产及塑料制品成型新建项目	32,611.85	31,000.00	5659.72	18.26%	36个月	2023年6月30日	张行审投备【2020】42号	苏行审环评【2020】10154号
2	研发测试中心及实验室建设项目	15,097.62	15,000.00	2160.84	14.41%	36个月	2023年6月30日	张行审投备【2020】43号	苏行审环诺【2020】10018号
	合计	47,709.47	46,000.00	5191.61		-		-	-

图表：公司改性塑料总产能及扩能情况








主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	建设进度
改性塑料	3万吨/年	102.32%	6万吨/年	共计8条线，目前4条线进度（募投项目）较快，预计2023年完工投产。

- 公司目前有10条生产线，总名义产能3万吨，其中6条产能较高的主要生产线，共用生产高性能改性尼龙、高性能改性聚酯和工程化聚烯烃；3条产能较低的生产线专门用于生产色母粒和功能性母粒（因基本是小订单且清理程序较为复杂）；1条生产线用于研发。
- 规划新产能6万吨，其中3万吨预计2023年投产。

资料来源：江苏博云招股说明书、2022年中报、投资者互动平台、中信建投

公司主要产品种类

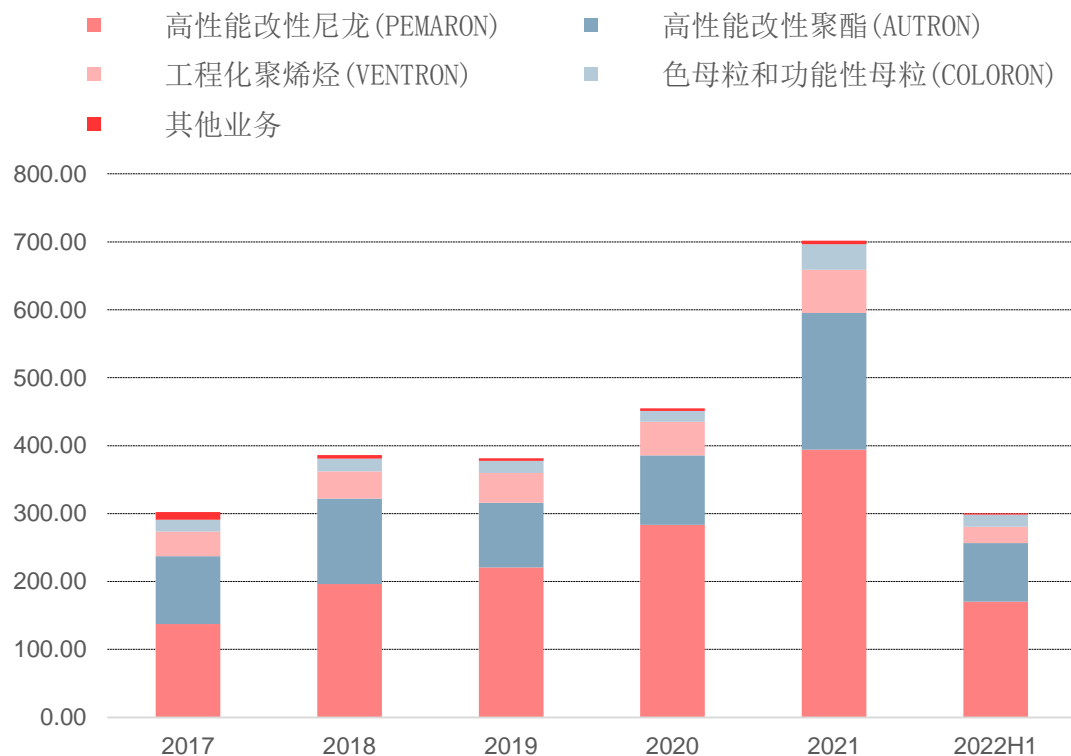
图表：公司产品种类

该系列主要产品示例	产品特性	下游应用情况	产品图例
高性能改性尼龙 (PEMARON)	PEMARO N260	公司的高性能改性尼龙系列包括阻燃、增强、增韧、合金、导热、导电等产品，具有卓越的机械强度、良好的加工性、广泛应用于众多领域	 
	PEMARO N660		
高性能改性聚酯 (AUTRON)	AUTRON 600	公司高性能改性聚酯塑料产品包含无卤阻燃、增强、合金、耐水解、透明材料等，具有优良的强度和韧性，耐热性能、尺寸稳定性和耐化学性能较好，电绝缘性能优异	 
	ALT1RON 504		
工程化聚烯烃 (VENTRON)	VENTRON560	公司的改性聚烯烃类产品包括增强、填充、增韧、无卤阻燃、耐刮擦、耐热等产品，具有优异的低温韧性。	 
	VENTRON520		
色母粒和功能性母粒 (COLORON)	该系列主要包括色母粒和功能性母粒。公司在颜色领域长期研发和投资，积累了丰富的专业知识和资源，为客户提供专业的配色解决方案。		

■公司产品主要分为四大类，其中高性能改性尼龙（PEMARON）系列主要包含改性PA6、改性PA66等，高性能改性聚酯（AUTRON）系列主要包含改性PC/PBT、改性PC/ABS、改性PBT等、工程化聚烯烃（VENTRON）系列主要包含改性PP等，色母粒及功能性母粒（COLORON）系列主要为各类色母粒和功能性母粒。

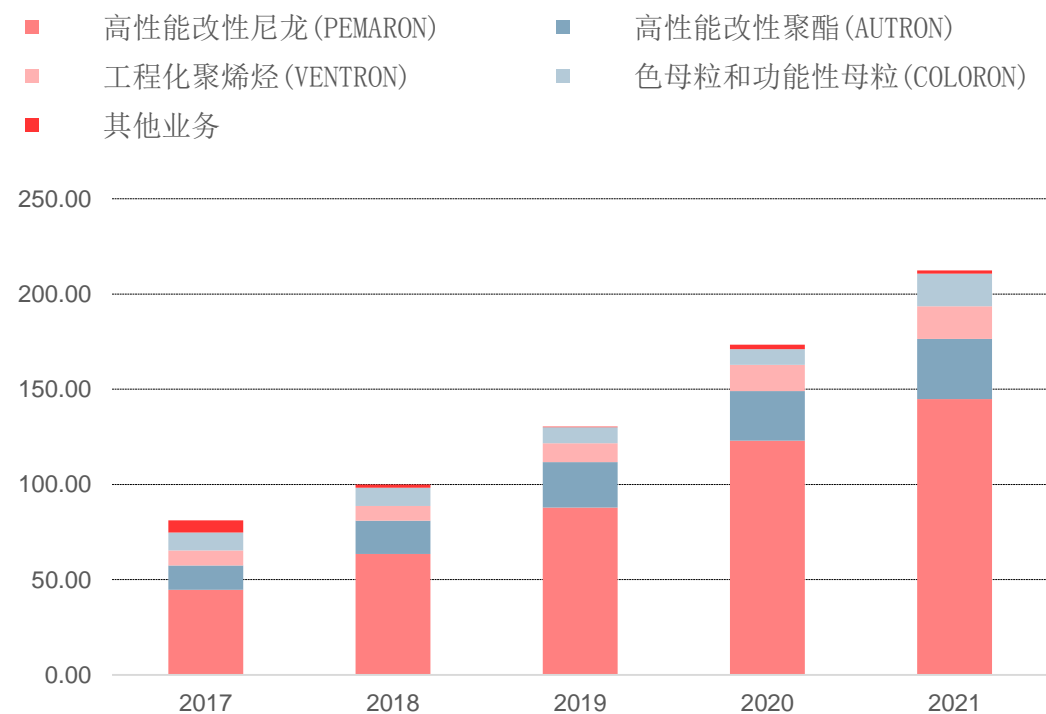
公司主要产品营收和毛利

图表：公司主要产品的营收（百万元）



资料来源：江苏博云招股说明书，中信建投

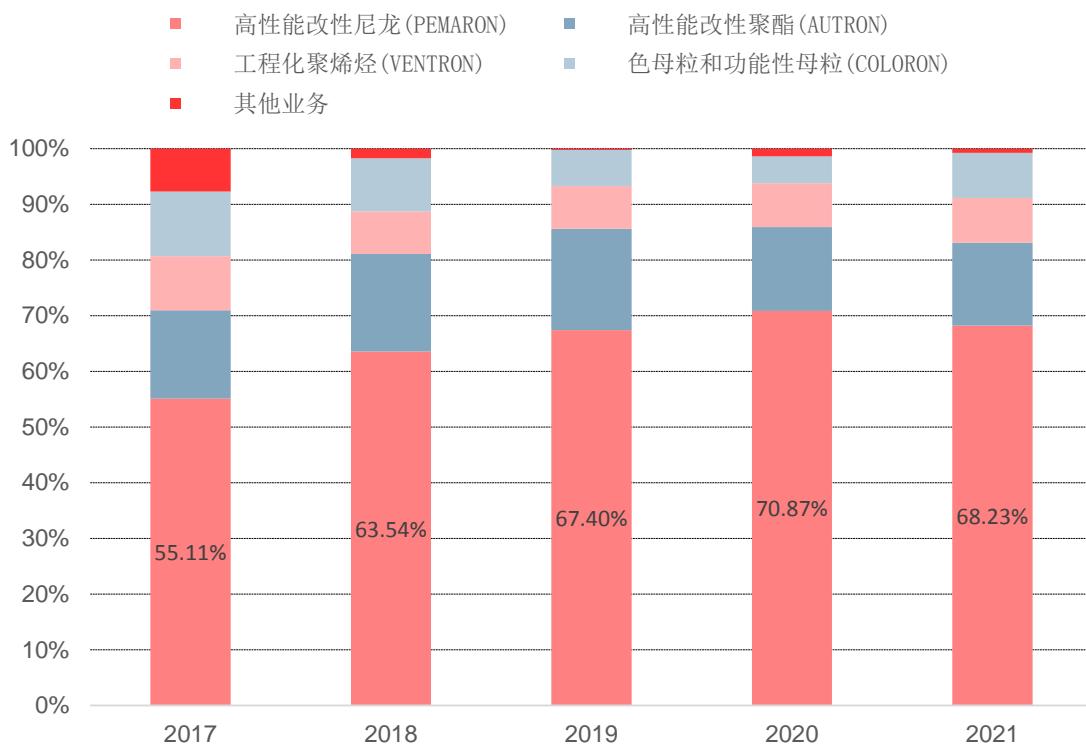
图表：公司主要产品的毛利（百万元）



资料来源：江苏博云招股说明书，中信建投

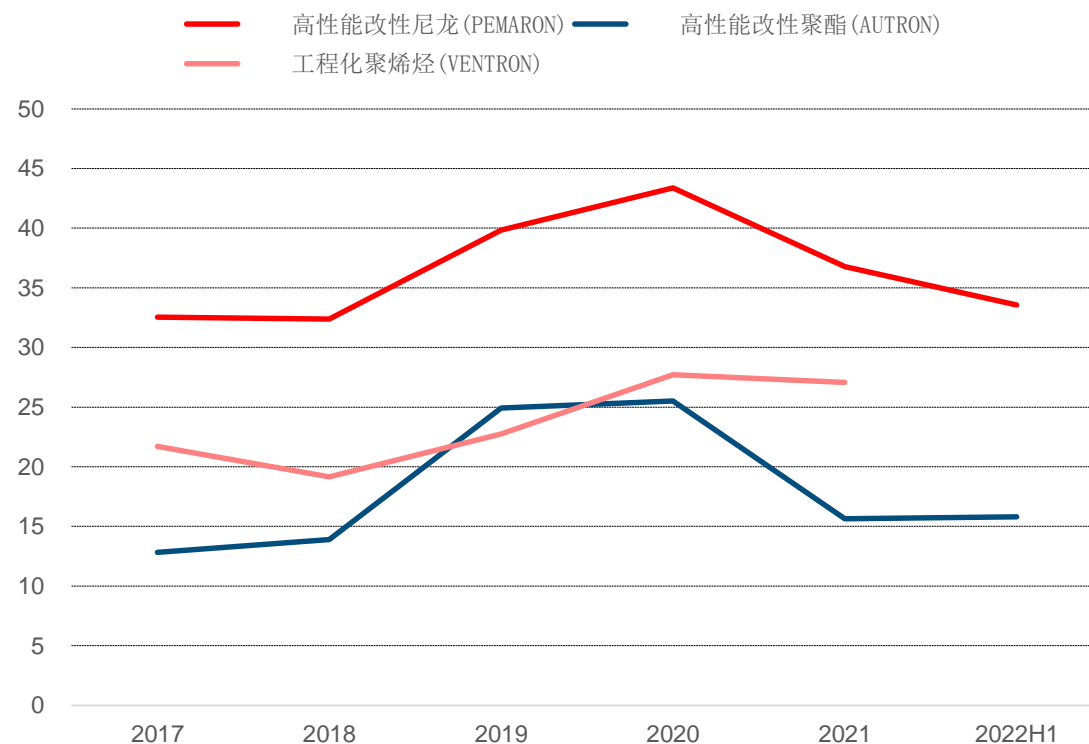
公司毛利结构和主要产品毛利率

图表：公司主要产品的毛利占比



资料来源：江苏博云招股说明书，中信建投

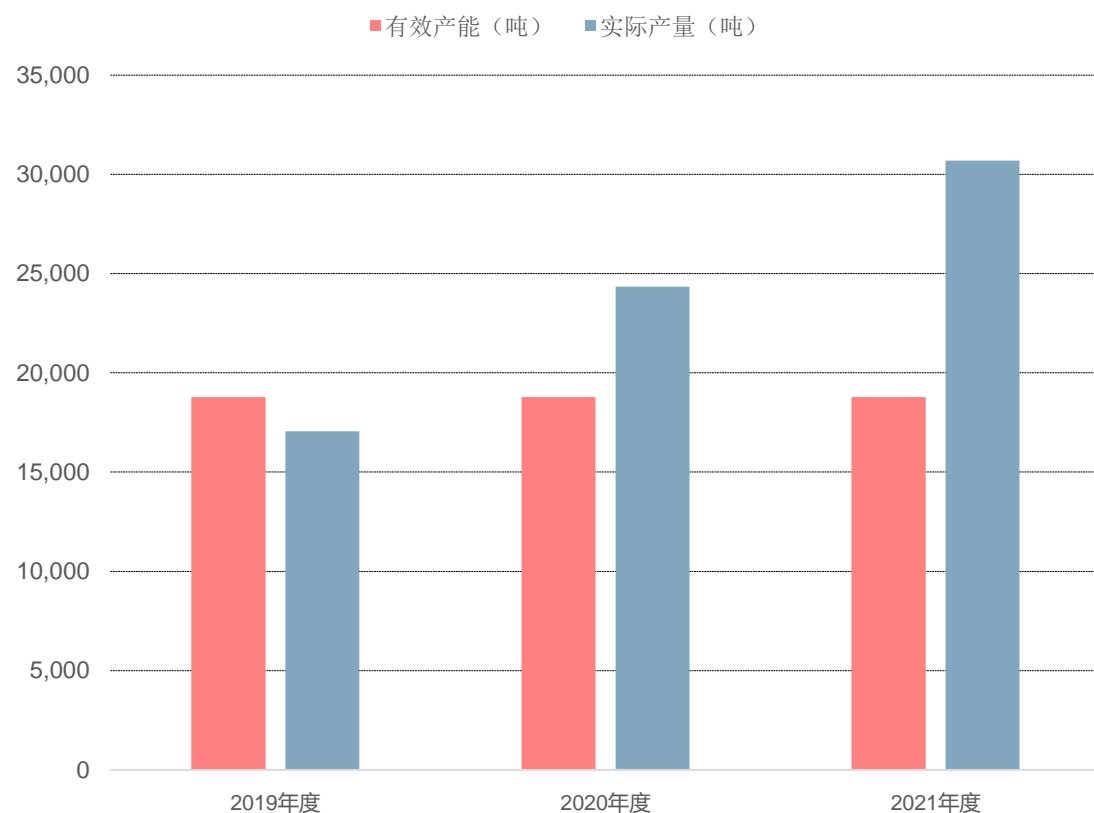
图表：公司主要产品的毛利率



资料来源：江苏博云招股说明书，中信建投

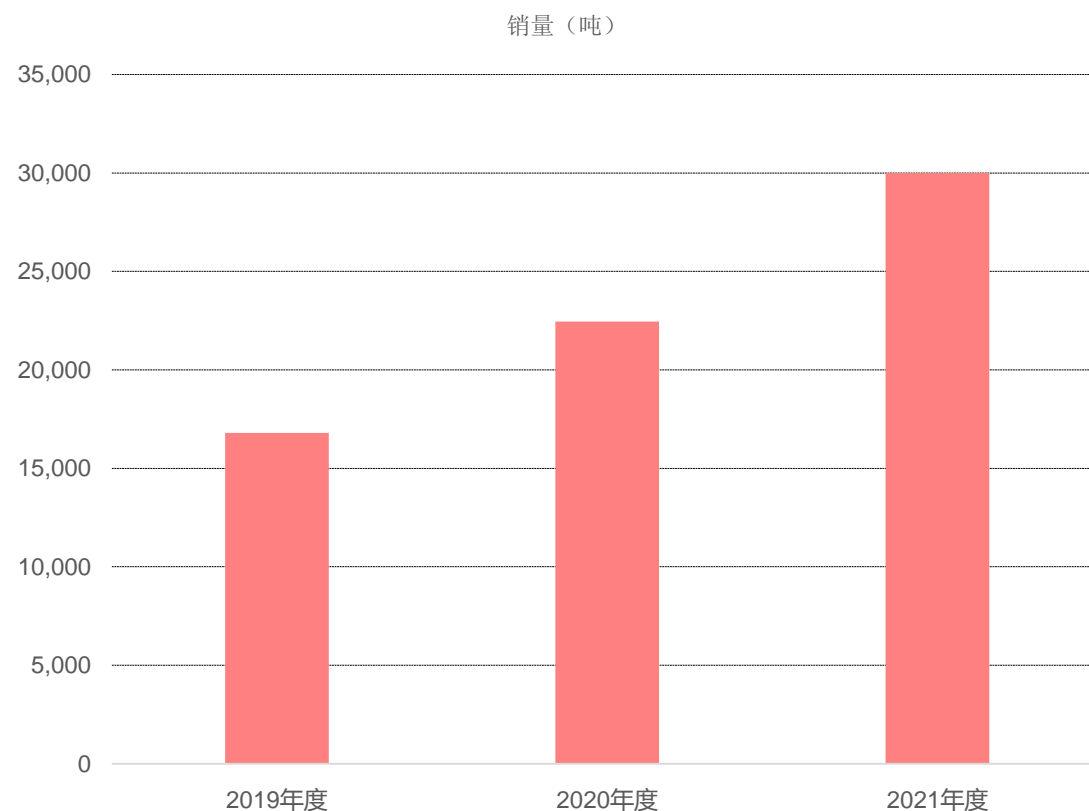
公司总产销量

图表：公司2019-2021年有效产能（吨）和实际产量（吨）



江苏博云招股说明书、中信建投

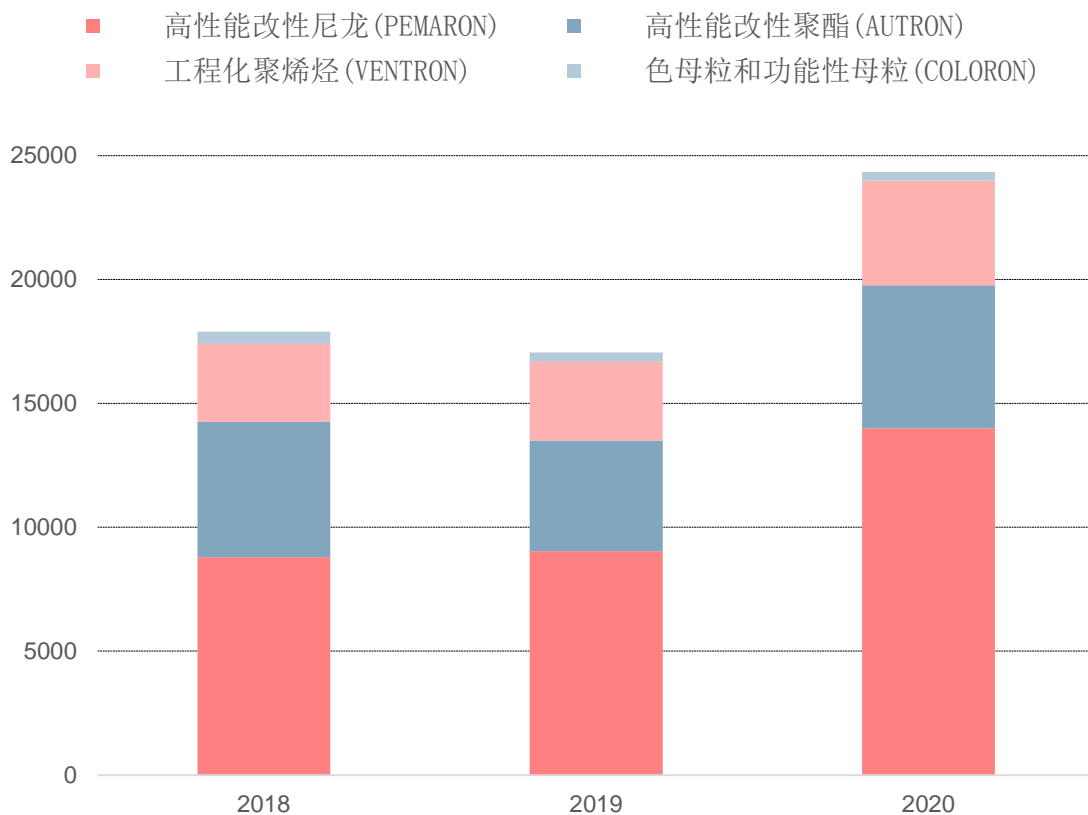
图表：公司2019-2021年销量（吨）



江苏博云招股说明书、中信建投

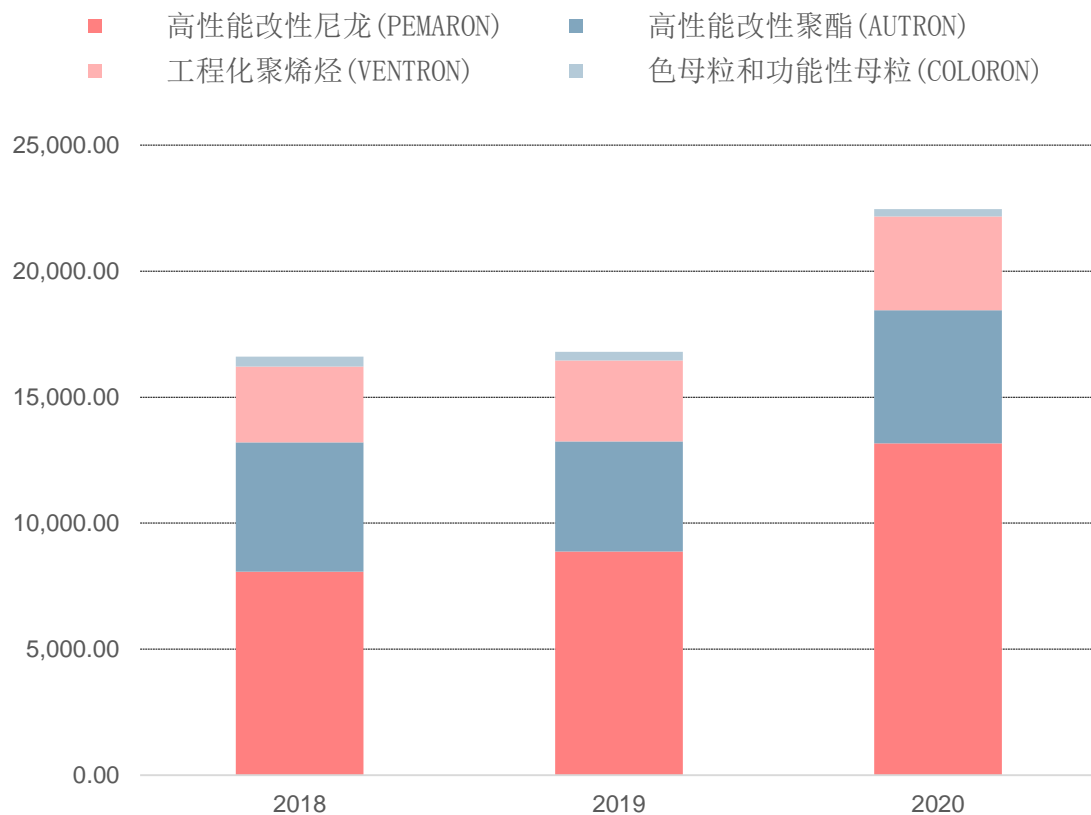
公司分产品产销量

公司分产品产量（吨）



江苏博云招股说明书、中信建投

公司2017-2021年销量（吨）



江苏博云招股说明书、中信建投

公司实现进口替代的改性塑料产品种类丰富

图表：公司实现进口替代的改性塑料产品

公司产品 牌号	核心技术	替代进口牌号	常规性能		特殊性能技术水平	代表性产品									
			公司产品性能指标	进口产品性能指标											
Pemaron2 60G6HIY L21	耐高温耐候染色尼龙的制备技术	巴斯夫 Ultramid B3ZG6	拉伸强度：150MPa；断裂伸长率：4.5%；冲击强度：21KJ/m2	拉伸强度：150MPa；断裂伸长率：3.6%；冲击强度：20KJ/m2	尚温颜色稳定，无荧光，具有更高的耐UV紫外光和耐气候性，耐1000小时UV 老化性能保持率》70%，达到国际水平	电动工具及户外电动设备外壳等									
Pemaron2 60G6HIY L22			拉伸强度：110MPa；断裂伸长率：4.5%；冲击强度：14KJ/m2	拉伸强度：110MPa；断裂伸长率：4.0%；冲击强度：15KJ/m2											
Pemaron2 60G3HIY L28	高性能尼龙复合材料制备技术	巴斯夫 Ultramid B3ZG3	拉伸强度：110MPa；断裂伸长率：4.5%；冲击强度：14KJ/m2	拉伸强度：110MPa；断裂伸长率：4.0%；冲击强度：15KJ/m2	尚温颜色稳定，无荧光，具有更高的耐UV紫外光和耐气候性，耐1000小时UV 老化性能保持率》70%，达到国际水平	电动工具及户外电动设备外壳等									
Pemaron2 60G6HI9 1BK	高性能尼龙复合材料制备技术	巴斯夫 Ultramid B3ZG6B K30564	拉伸强度：155MPa；断裂伸长率：3.8%；冲击强度：19KJ/m2	拉伸强度：150MPa；断裂伸长率：3.2%；冲击强度：15KJ/m2	-	电动工具及户外电动设备外壳等									
Pemaron2 60G3UIB K93	高性能尼龙复合材料制备技术	巴斯夫 Ultramid B3ZG3B K30564	拉伸强度：105MPa；断裂伸长率：4.2%；冲击强度：22KJ/m2	拉伸强度：100MPa；断裂伸长率：3.2%；冲击强度：12KJ/m2	-	电动工具及户外电动设备外壳等									
Pemaron6 60G33L BK91	高性能尼龙复合材料制备技术	杜邦 ZYTEL 70G33L BK031	拉伸强度：190MPa；断裂伸长率：3.3%；冲击强度：12KJ/m2	拉伸强度：200MPa；断裂伸长率：3.0%；冲击强度：13KJ/m2	-	电动工具及户外电动设备外壳等									
Pemaron2 60G6019	高性能尼龙复合材料制备技术	朗盛 Durethan BG30X 000000	拉伸强度：150MPa；断裂伸长率：3.5%；冲击强度：12KJ/m2	拉伸强度：125MPa；断裂伸长率：4.0%；冲击强度：10KJ/m2	尺寸稳定性高	车用连接器壳体、保险丝盖&壳体等									
Autron50 4RE32	阻燃 PC/ABS 合金制备技术	沙特基础工业公司 C2950	拉伸强度：59MPa；断裂伸长率：50.00%；冲击强度：53KJ/m2	拉伸强度：55MPa；断裂伸长率：50.00%；冲击强度：50KJ/m2	阻燃等级V0,无卤	电动工具及电池盒外壳等									
Autron50 4BK93			拉伸强度：55MPa；断裂伸长率：135.00；冲击强度：54KJ/m2	拉伸强度：53MPa；断裂伸长率：120.00；冲击强度：55KJ/m2											
Autron50 4GY79	高性能 PC/PBT 合金制备技术	沙特基础工业 5220U	透光率：89-91%	透光率：89-91%	耐化学性，材料透明度高，材料跌落测试好	水机水箱等									
Autron50 4YL21							阻燃等级：V2；熔指：14g/10min	阻燃等级：V2；熔指：8g/10min	达到食品级标准，阻燃	园林工具、家用电器等					
Autron60 0HIBK92											拉伸强度：142MPa；弯曲强度：210MPa；冲击强度：9.5KJ/m2	拉伸强度：125MPa；弯曲强度：200MPa；冲击强度：小于10.00KJ/m2	-	吸尘器联接转轴等	
Autron60 0HIYL21															拉伸强度：136MPa；断裂伸长率：2.8%；冲击强度：10.8KJ/m2
Autron60 0HI RE34	拉伸强度：22MPa；冲击强度：160J/m	拉伸强度：24MPa；冲击强度：150J/m-	-	车用连接器 插片等											
Autron90 004					拉伸强度：94MPa；断裂伸长率：4.0%；冲击强度：10.00KJ/m2	拉伸强度：95MPa；断裂伸长率：3.3%；冲击强度：11.00KJ/m2	在高温高湿条件，机械性能的保持率较好	高压连接器 等							
Ventron5 06BK92									拉伸强度：135MPa；断裂伸长率：3.1%；冲击强度：11.2KJ/m2	拉伸强度：125MPa；断裂伸长率：2.9%；冲击强度：10.00KJ/m2	在高温高湿条件，机械性能的保持率较好	车用电子连接器等（客户验证阶段）			
Pemaron6 60G302/3 03													巴斯夫 Ultradur B4300G 6LT BK1509	拉伸强度：136MPa；断裂伸长率：2.8%；冲击强度：10.8KJ/m2	拉伸强度：140MPa；断裂伸长率：2.5%；冲击强度：9.6KJ/m2
PBT5030 /Autron8 60G691	普利万 PP6120 B16-2	拉伸强度：22MPa；冲击强度：160J/m	拉伸强度：24MPa；冲击强度：150J/m-	-											
Ventron5 20T402					杜邦 HR5315 HFS BK591	拉伸强度：94MPa；断裂伸长率：4.0%；冲击强度：10.00KJ/m2	拉伸强度：95MPa；断裂伸长率：3.3%；冲击强度：11.00KJ/m2	在高温高湿条件，机械性能的保持率较好							
Autron86 0G3HR									朗盛 B3233H R 000000	拉伸强度：135MPa；断裂伸长率：3.1%；冲击强度：11.2KJ/m2	拉伸强度：125MPa；断裂伸长率：2.9%；冲击强度：10.00KJ/m2	在高温高湿条件，机械性能的保持率较好			
Autron86 0G6HR															

公司创新型改性塑料产品体现研发实力

图表：公司创新型改性塑料产品

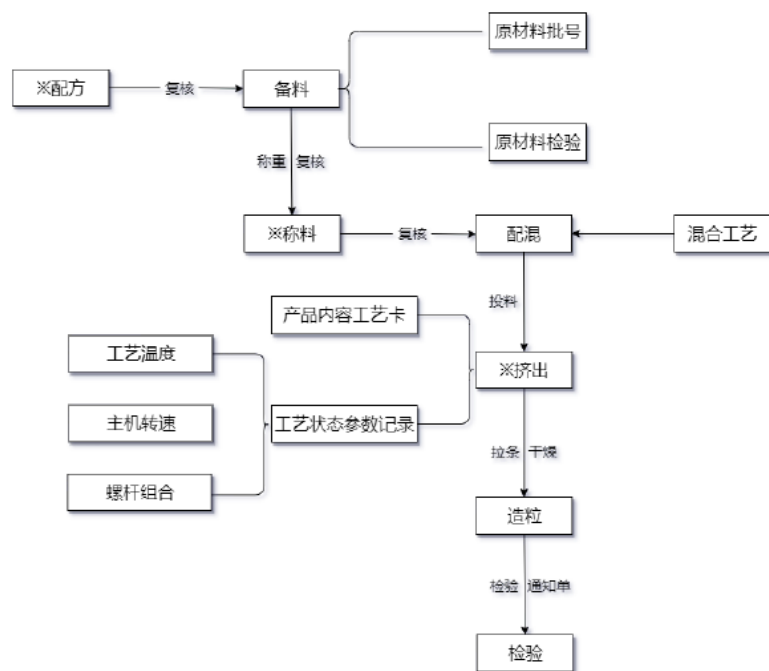
博云牌号	核心技术	性能优势	应用领域	代表性产品
Pemaron260 G6HIRE313	耐高温耐候染色尼龙的制备技术	超高抗冲，材料具有大红颜色，无荧光，高温颜色稳定，且需耐UV紫外光和耐候性。耐1000小时UV老化性能保持率70%。	电动工具	电动工具外壳等
Pemaron260 G894	高性能尼龙复合材料制备技术	玻纤增强芳香族聚酰胺，要求制品表面无浮纤，高光泽度，食品级且耐磨、耐高温、高强度。尺寸稳定性高、吸水率低。	家用电器	原汁机挤压仓
Pemaron660 G702	高性能尼龙复合材料制备技术	玻纤增强芳香族聚酰胺，超低吸水率，高的尺寸稳定性和平整度，耐高温。	电子通讯辅件	精密声光系统
Pemaron260 G8UINC02	高性能尼龙复合材料制备技术	高强度，高韧性，超高的低温韧性，兼具高温刚性和低温韧性	汽车零部件	安全气囊爆炸盒
Pemaron260 G6BK915	高性能尼龙复合材料制备技术	热稳定，良好的强度和刚性，尺寸稳定性好	汽车零部件	电气盒防水盖
Pemaron265 G6BK91	无析出无卤阻燃尼龙制备技术	无卤阻燃，0.8mmV0级，无析出。CTI达到600V。	汽车零部件	电动汽车充电基座
Pemaron260 G10GY73	高玻纤增强尼龙制备技术	高玻纤增强尼龙，高刚性，高模量，好的表面，实现以塑代钢	办公家居	办公桌椅的结构件
Pemaron300 HSLBK91	尼龙6纳米复合材料	快速成型，拉伸强度达到尼龙66水平	汽车零部件	线束紧固件
Autron860G 4HRNC01	耐水解PBT制备技术	耐水解材料，长时间在高温高湿条件下老化，机械性能保持率高。	家用电器	高压锅出气阀门
Autron760G 7HIBK91	快速成型PET材料的开发	尺寸稳定性好，不翘曲，韧性好	电动工具	电动工具齿轮盒

资料来源：江苏博云招股说明书、中信建投

■公司高度重视技术创新与研发工作，经过近些年的不断发展，已形成高效运转的研发体系。公司凭借上述自主研发的新技术，公司产品实现了量产和销售，实现了产品创新和对进口改性塑料材料的替代。

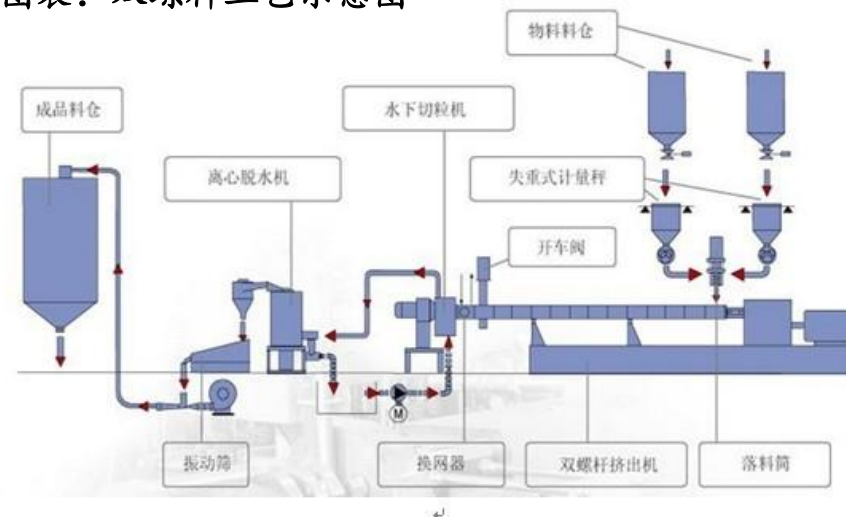
公司工艺和技术门槛

图表：主要产品的工艺流程图

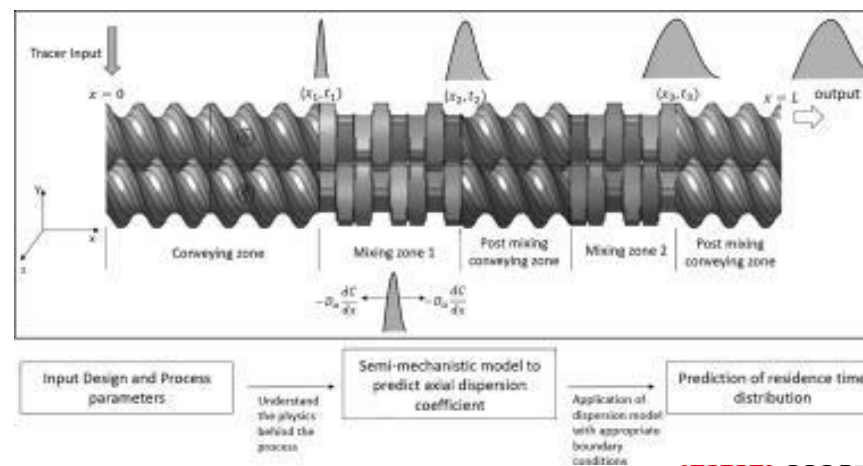


注：上图中星号标示的为核心生产步骤。

图表：双螺杆工艺示意图



图表：双螺杆内部构造示意图



传统PC/ABS合金材料因阻燃性能差，限制了其在电子产品领域的应用。公司阻燃PC/ABS合金制备技术深入研究了PC、ABS、增韧剂、阻燃剂等多组份存在下的相态控制，精选了PC、ABS、增韧剂的种类和比例，以及双螺杆造粒挤出的工艺参数，确保了材料的阻燃性、耐化学、耐应力开裂和低温韧性，解决了注塑制件低温下跌落失效以及在使用过程中可能出现的由于接触溶剂或在应力状态下出现的螺丝孔开裂的现象；同时，通过颜料配方的精细调整，确保了材料的耐UV紫外和长期热老化性能。

资料来源：江苏博云招股说明书

资料来源：棉亚机械制造有限公司官网、Powder Technology

公司不断加大研发投入，布局多个新产品

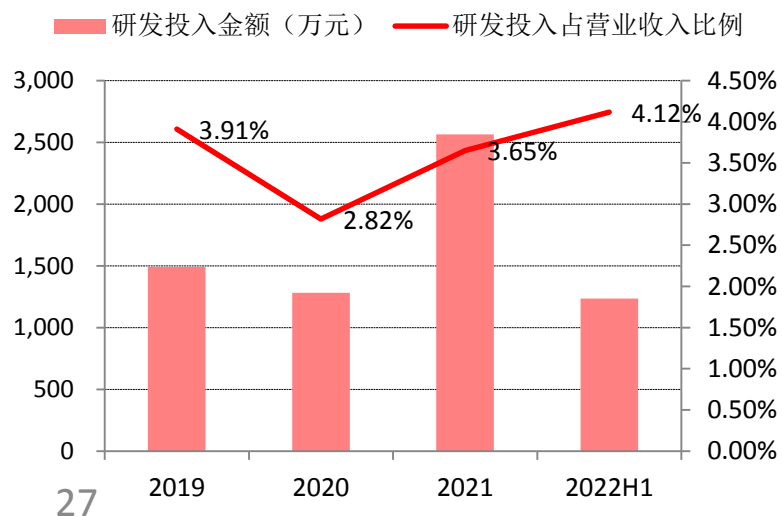
图表：公司在研产品

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
高GWIT溴系阻燃玻纤增强PBT的开发	开发出满足无人看管电 器要求的阻燃PBT材料	批量供货	UL 94 阻燃等级:V-0, GWIT: >775r	公司阻燃材料研发能力的提高,增加在家电,电子电气 等方面应用的销售份额。
超切尼龙材料的开发	国产化替代	客户试样	拉伸强度: 55MPa. 拉伸断裂生产率: 50%, 拉伸模量: 2000MPa. 简支梁缺口冲击强度: 80kJ/m ²	公司在增韧材料方向研发能力的提高,替代进口原料,提高公司销售额。
用于饮用水接触改性聚苯醚合金产品的研制	水接触工程塑料的国产化替代	实验室研发	拉伸模量: ≥7000MPa 断裂伸长率: ≥2.5% 室温缺口冲击强度: ≥7kJ/cm	丰富公司的产品线,开拓新的应用市场。
功能性透明塑料的开发	新材料的开发,更高的耐化学性和力学性能	客户试样	透光率: 2mm 90%、雾度: 2mm 1.5%、良好的耐化学性	巩固公司产品在市场上的地位,拓展产品的应用范围。

图表：公司研发投入金额及占营业收入比例

图表：公司研发人员情况

图表：公司研发测试中心建设情况



	2020	2021
研发人员数量 (人)	38	55
研发人员数量占比	23%	27.63%
研发人员学历		
本科	12	19
硕士	9	17
博士	1	2
大专及以下	16	17

地址	江苏扬子江国际冶金工业园
投资额	1.5亿元
建设进度	截至2022年中报披露时,已完成14.41%
投入构成规划	设备支出7433万元,建安工程费用4403万元,工程建设其他费用662万元,预备费999万元,其他费用1600万元
已投入	2161万元(2022中报)
在建工程余额	1296万元(2022中报)
预计完工时间	2023年6月30日

资料来源：江苏博云招股说明书及2021年报、2022年中报、中信建投

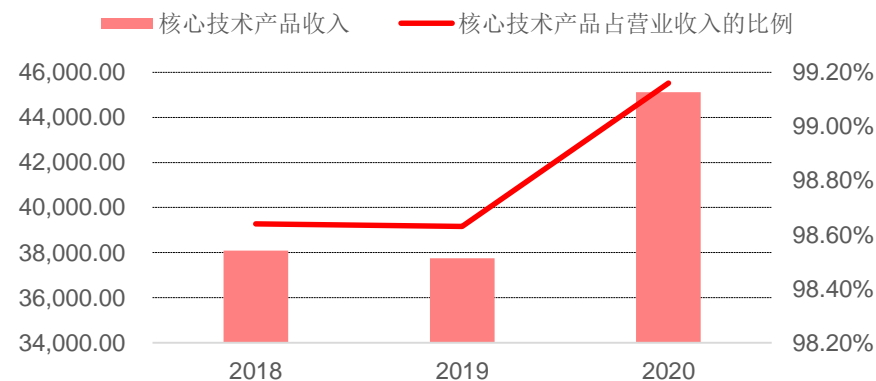


公司代表性专利和核心技术人员

序号	专利名称	专利号	授权日	期限
1	一种光源感变色母粒及其制备工艺	ZL 2012 1 0319373. 6	2015年1月21日	20年
2	一种木质纤维复介板材及其制备工艺	ZL 2012 1 0319942. 7	2015年7月15日	20年
3	双螺杆挤出机用螺杆	ZL 2012 1 0202637. X	2015年8月12日	20年
4	一种空心微珠增强尼龙板材及其制备工艺	ZL 2012 1 0319903. 7	2015年9月23日	20年
5	一种喂料机	ZL 2014 1 0303880. X	2016年6月8日	20年
6	一种套筒式肠衣薄膜的制备方法	ZL 2014 1 0303979. X	2017年1月11日	20年
7	一种双螺杆挤出机	ZL 2014 1 0304017. 6	2017年1月25日	20年
8	一种简易灼热丝试验仪	ZL 2014 1 0307362. 5	2017年9月1日	20年
9	一种通过纤维增强的复合材料	ZL 2015 1 0469444. 4	2018年7月27日	20年
10	一种尼龙66复合材料和制备方法及应用	ZL 2016 1 1158398. 7	2019年01月08日	20年
11	一种具有低熔点易于成型的尼龙 6符合材料及制备方法	ZL 2016 1 1158338. 5	2019年4月9日	20年
12	一种尼龙66复合材料及制备方法	ZL 2016 1 1209874. 3	2019年8月6日	20年
13	一种能够降低吸水率的共聚碳酸酯	ZL 2017 1 1125956. 4	2020年2月4日	20年
14	一种免喷除尼龙材料	ZL 2017 1 1125945. 6	2020年12月15日	20年

主要产品	生产技术所处的阶段	核心技术人员情况	产品研发优势
颜色鲜艳的增韧增强尼龙材料	成熟量产	刘艳国, 赵佰金, 冯兵	对颜色耐候性和材料增韧机理的研究, 确保客户产品作长期使用过程中的颜色稳定性和功能保持.
无卤阻燃的PC和ABS合金材料	成熟量产	刘艳国, 赵佰金, 冯兵	对阻燃机理的研究, 保证材料的高抗冲、阴燃性能和优良加工性
用于智能家居的高透明合金材料	成熟量产	刘艳国, 赵佰金, 冯兵	对材料透明性, 冲击性能, 刚度耐化学、耐候性和卫生性的广泛研究, 使上述性能达到平衡。
力学性能优秀并能成型岛光衣面的增强尼龙材料	成熟量产	刘艳国, 赵佰金, 冯兵	对材料浮纤机理和控制的研究, 保证材料在注塑时具有良好的表现。
颜色鲜艳的PC 和聚酯合金材料	成熟量产	刘艳国, 赵佰金, 冯兵	深入研究材料制备和制件成型过程中的酯交换机理和影响因素, 从而保证产品性能的稳定性和加工的稳定性的。

图表：核心技术产品收入占营业收入比例



截至2022年中报, 公司共获得国家发明专利20项, 正在申请的发明专利20项。

资料来源: 江苏博云招股说明书及年报、中信建投



公司与多个高校开展产学研合作

图表：与国内著名高校的研发合作

序号	合作对象	研发项目	金额（万元）	合作内容	合作协议有效期
1	天津大学	高性能PA6基复合材料的研究与开发	50	系统研究PA6结晶行为，指导 PA6高性能复合材料的开发和应用	2018年11月12日 -2019年11月12日
2	南京工业大学	PET成核剂的开发	25	PET成核剂的优化改进技术途径。	2018年3月20日 -2019年3月20日
3	南京工业大学	导热PBT复合物的开发	22	实现 PBT导热功能。	2018年3月20日 -2019年3月20日
4	南京工业大学 张家港产业学院	钛酸盐纳米片-尼龙纳米复合材料的制备和应用研究	60	(1) 采用插层制备钛酸盐纳米片；(2) 采用原位聚合法和熔融挤出法制备钛酸盐纳米片-尼龙纳米复合材料，测试其力学性能。	2018年12月1日 -2021年12月1日
5	杭州师范大学	尼龙6基纳米复合材料的开发	40	(1) 选取零维、一维和二维纳米填料，包括但不限于蒙脱土，进行不同的化学改性；(2) 研究不同的加工参数和原料特性对改性纳米填料在 PA6中分散和剥层效果的影响和对复合材料性能的影响。	2018年11月28日 -2019年11月28日
6	东华大学	尼龙熔融挤出加工过程中的酰胺交换研究	15	研究酰胺交换的反应机制	2020年12月1日 -2021年11月30日

目录

01 公司概况：高成长的高端改性PA6/66龙头

02 行业格局：公司盈利能力显著高于同行

03 产品及壁垒：成功替代外资份额

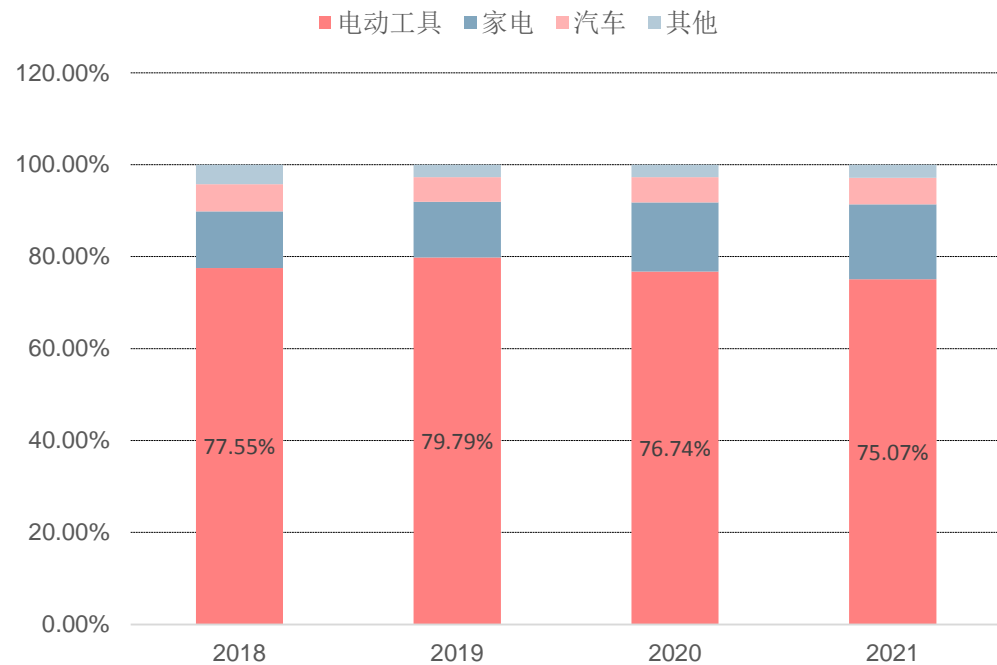
04 下游市场及客户：聚焦电动工具龙头及汽车精细零部件

05 原材料国产替代：改性PA66发展空间广阔

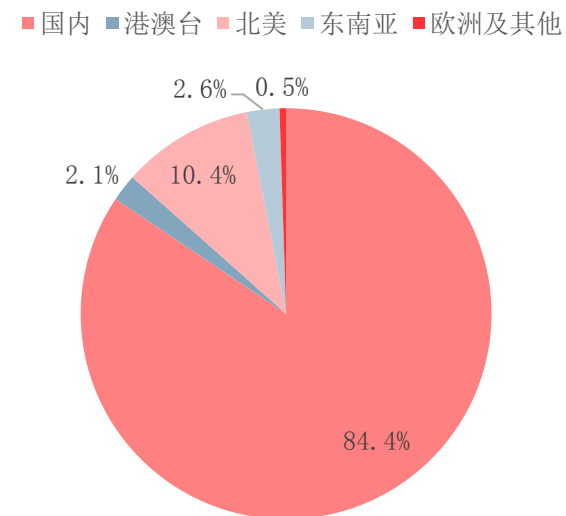
06 盈利预测及风险提示

公司下游终端结构

图表：下游行业收入占比（2018-2021）



图表：2021年销售区域占比

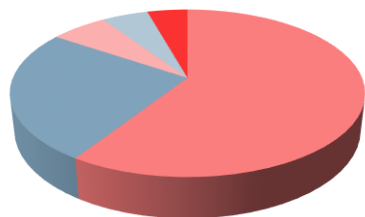


资料来源：江苏博云招股说明书、年报、中信建投

下游市场及客户：客户优质，市场拓展能力强

图表：2020年公司前五大客户销售收入占比

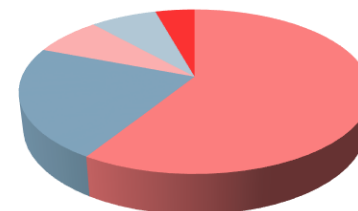
■ 史丹利百得 ■ 江苏乾涌 ■ 安波福 ■ 东莞誉诚 ■ 苏州诚河



江苏博云招股说明书、wind、中信建投

图表：2021年公司披露的前五大客户销售收入占比

■ 客户A ■ 客户B ■ 客户C ■ 客户D ■ 客户E



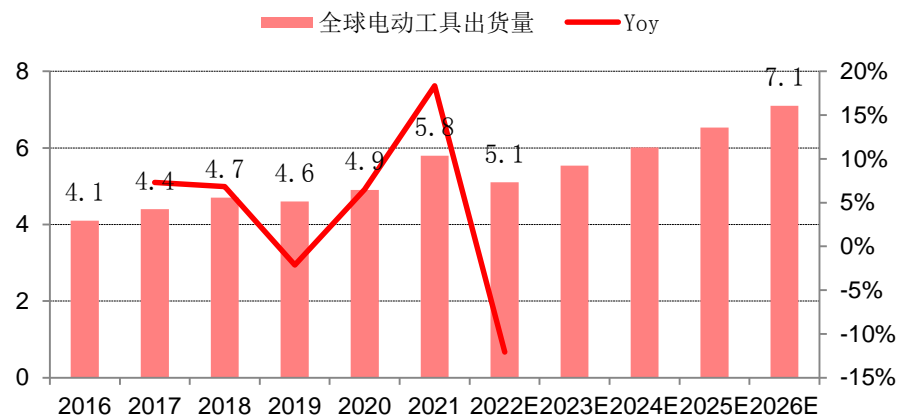
江苏博云2021年报、wind、中信建投

序号	客户名称	销售产品类别	行业地位	合作开始时间	合作状态
1	史丹利百得 (Stanley Black&Decker)	高性能改性尼龙、高性能改性聚酯、工程化聚 烯烃、色母粒及功能性母粒	全球最大电动工具商	2011	10年以上
2	安波福 (APTIV)	高性能改性尼龙、高性能改性聚酯、工程化聚 烯烃、色母粒及功能性母粒	全球最大汽车电子制造商	2010	10年以上
3	飞利浦 (PHILIPS)	高性能改性尼龙、工程化聚烯烃、色母粒及功 能性母粒	全球家电头部制造商	2006	10年以上
4	科沃斯	高性能改性尼龙、高性能改性聚酯	国内一线机器人制造商	2015	5年以上
5	莱克电气	高性能改性尼龙、高性能改性聚酯、工程化聚 烯烃、色母粒及功能性母粒	国内一线小家电制造商	2012	10年以上
6	苏泊尔	高性能改性聚酯、工程 化聚烯烃、色母粒及功 能性母粒	国内一线炊具制造商	2009	10年以上
7	必胜 (BISSELL)	高性能改性尼龙、色母粒及功能性母粒	北美吸尘器第一品牌	2012	10年以上
8	长城汽车	高性能改性聚酯、工程化聚烯烃	国内一线汽车制造商	2016	5年以上
9	英特曼	色母粒及功能性母粒	北欧电工第一品牌	2008	10年以上
10	创科集团 (TTI)	高性能改性尼龙、高性能改性聚酯色母粒及功 能性母粒	全球头部电动工具商	2015	5年以上
11	奥托立夫 (Autoliv)	高性能改性尼龙	全球最大汽车安全系统制造商	2020	1年以上

资料来源：江苏博云招股说明书、年报、中信建投

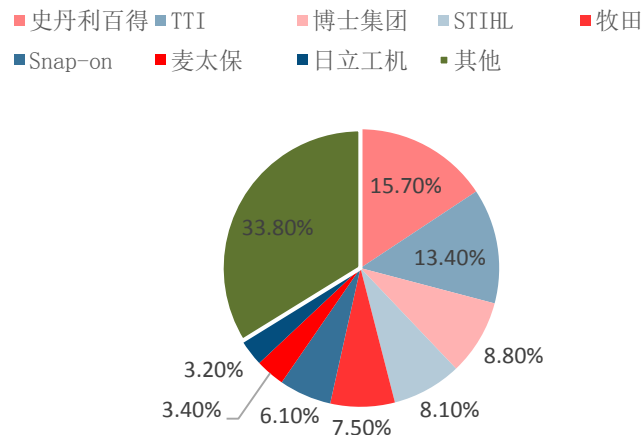
全球电动工具市场概况

图表：2016-2026E全球电动工具出货量（亿台）



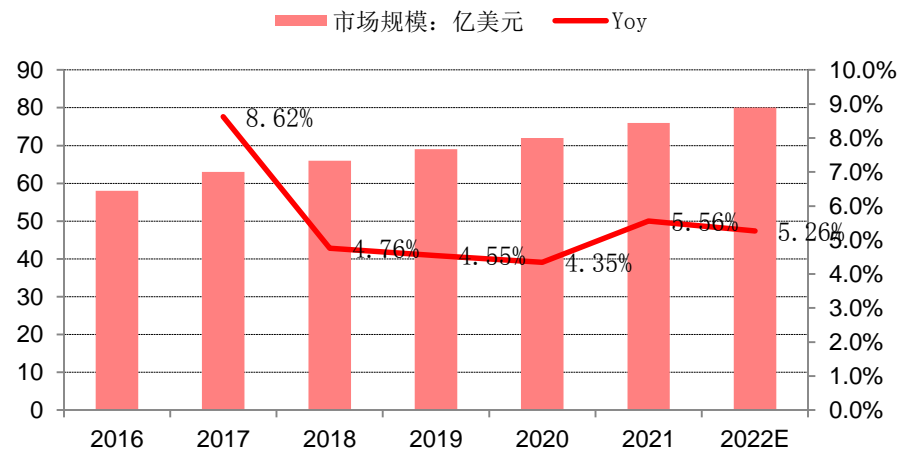
资料来源：EVTank、中商产业研究院

图表：2022年全球电动工具主要企业市场占比



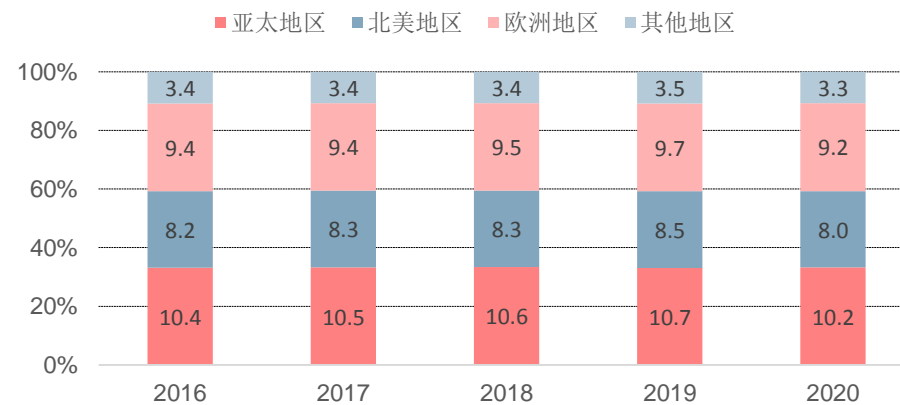
33
资料来源：EVTank、中商产业研究院

图表：全球电动工具市场规模



资料来源：EVTank、中商产业研究院

图表：2016-2020年全球电动工具市场规模按地区划分（亿美元）



资料来源：华经产业研究院

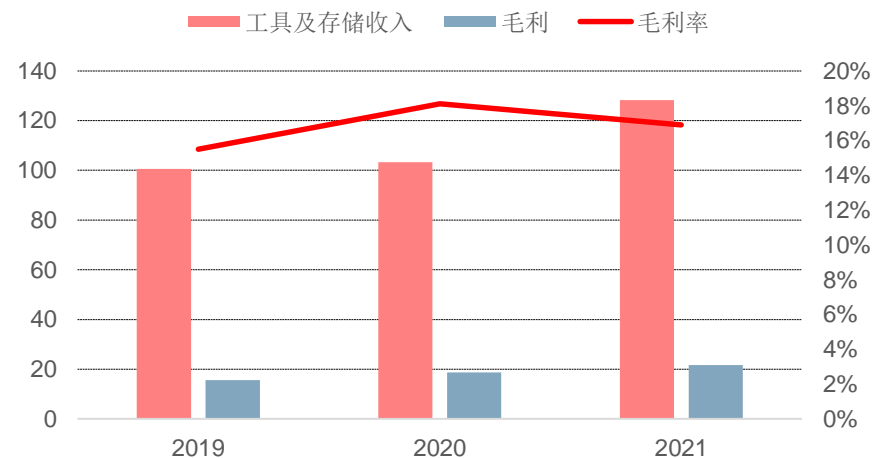
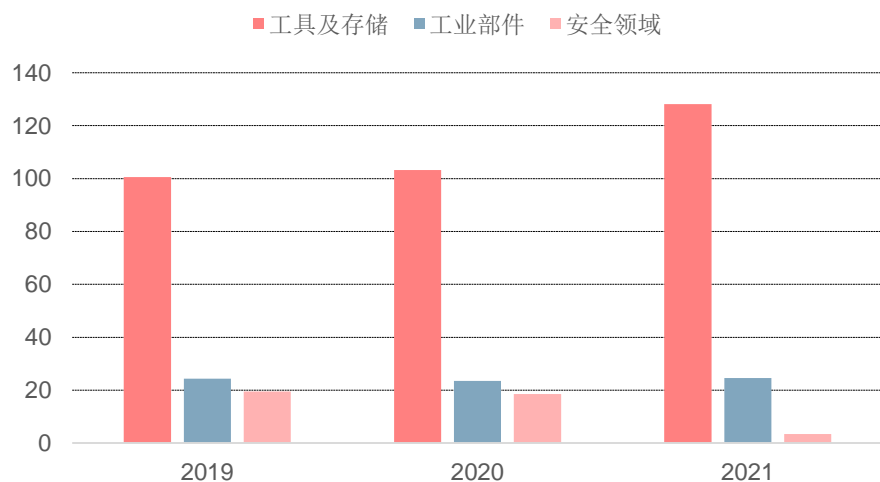
重点客户介绍：史丹利百得

- 史丹利百得 (Stanley Black & Decker, Inc.) 是美国的一家五金公司，为财富美国500强之一，它由斯坦利公司 (The Stanley Works) 和百得公司 (Black & Decker) 在2010年3月12日合并而成。
- 目前，史丹利百得主要聚焦三大核心业务方向：工具及存储业务、工业部件业务、安全领域解决方案。



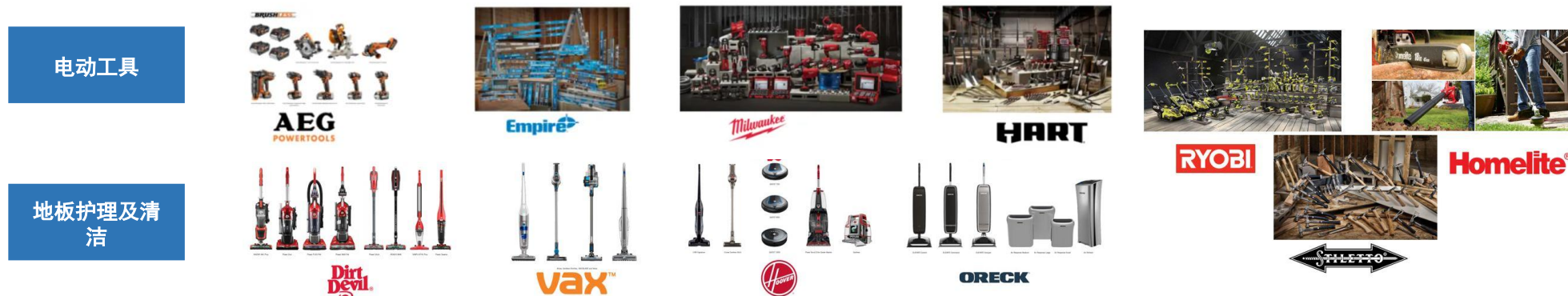
图表：史丹利百得三大业务收入情况 (亿美元)

图表：史丹利百得工具及存储毛利、毛利率 (亿美元)



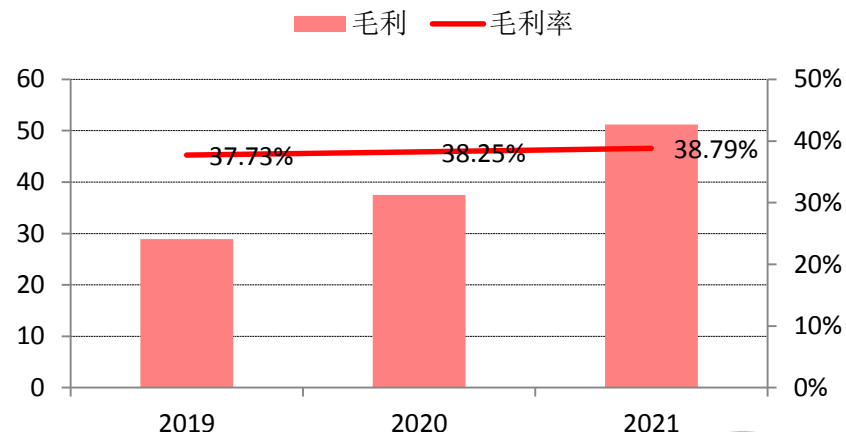
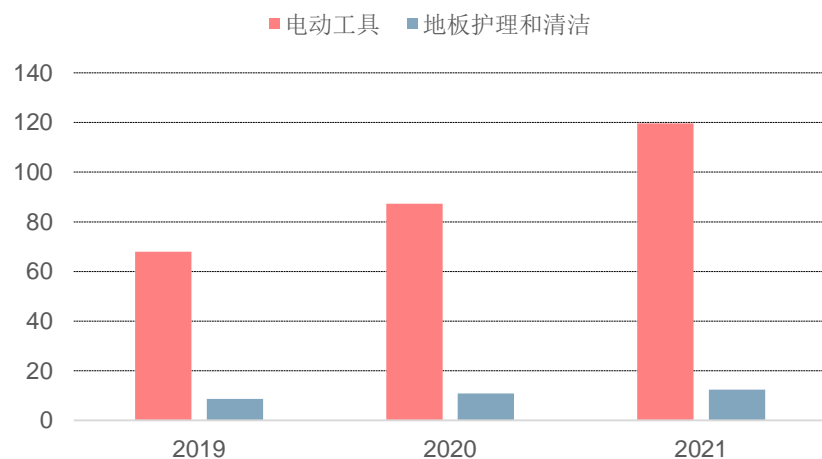
重点客户介绍：TTI

- TTI, Inc. 是一家电子元件分销商，产品包括电容器、电阻器、连接器、开关、继电器、电路保护、电磁学、分立半导体、传感器、RF 模块和天线。该公司由保罗·安德鲁斯 (Paul Andrews) 于 1971 年创立。TTI 的主营业务包括电动工具、地板护理及清洁业务。
- 公司向TTI供应高性能 PC/PBT塑料合金。公司产品具有耐化学性、易于成型、韧性高、尺寸稳定性好、长期热老化性能高等特点，已成功批量应用于创科集团 (TTI) 的专业电动工具。



图表：TTI两大业务收入情况（亿美元）

图表：TTI毛利（亿美元）、毛利率（%）



电动工具材料市场：海外竞争对手

巴斯夫Ultramid® PA6

巴斯夫 BASF Ultramid® PA6 (Polyamide 6)

主要特性

- 优异的机械强度、低温冲击性
- 滑动摩擦性、低蠕变性、良好的弹性
- 优异的耐化学性、耐油性、电气特性
- 热稳定性、耐老化性、尺寸稳定性

建议成型条件：

干燥温度：80°C 2-4hrs

射出温度：240-290°C

模具温度：60-95°C



杜邦PA6塑胶原料

Zytel®PA的特性包括：

- 出色的绝缘/抗电阻性
- 经过测试的耐热、耐湿和耐化学性能
- 强度和刚性适合取代金属零件
- 尺度稳定性
- 易于加工、良好的模塑性



帝斯曼Akulon® PA6

与金属相比，Akulon® PA6由于能够实现部件和功能集成、更易于组装和工具寿命更长，因此能够实现更为轻量化、更具成本效益的解决方案；Akulon® PA6拥有优于PA66 的焊接强度和表面状况，能够实现可靠的解决方案

- Akulon® UltraFlow PA6 比标准 PA6 的铸造成型更快，可实现更薄的壁设计。

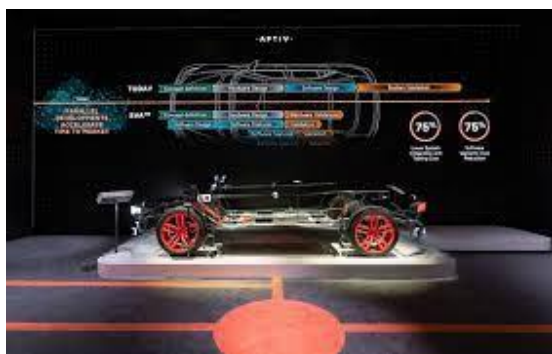


重点客户介绍：汽车零部件

安波福

- 安波福公司原名为德尔福汽车有限公司，2017年12月正式完成对其动力总成系统事业部拆分后改名为安波福公司，聚焦于加速推动主动安全、自动驾驶、提升驾乘体验和互联服务等领域。
- 目前，公司无析出无卤阻燃尼龙已批量供应安波福新能源汽车电源管理系统部件。
- 同时，公司已成为安波福色母粒产品在国内的主要供应商之一，成为其在该细分领域内主要的合作伙伴。

图表：安波福新一代汽车电子架构、头部ADAS产品



奥托立夫

- 瑞典奥托立夫公司(AUTOLIV)是在瑞典设立的一家国际跨国公司，成立于1956年，主要产品为汽车电子安全系统，座椅安全带系统以及电子控制单元，汽车方向盘系统等。奥托立夫是全世界最大的“汽车乘员保护系统”生产商。
- 2020年初公司开始小批量供应给奥托立夫（直接客户为其上游加工厂商）的安全气囊爆炸盒材料（单个安全气囊平均用量约400克左右）。目前公司已经进入奥托立夫的供应链体系，开始小规模向奥托立夫供货，主要供应高性能改性尼龙。

图表：奥托立夫安全保护气囊



目录

01 公司概况：高成长的高端改性PA6/66龙头

02 行业格局：公司盈利能力显著高于同行

03 产品及壁垒：成功替代外资份额

04 下游市场及客户：聚焦电动工具龙头及汽车精细零部件

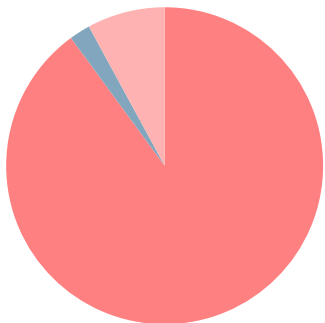
05 原材料国产替代：改性PA66发展空间广阔

06 盈利预测及风险提示

公司主要产品成本结构

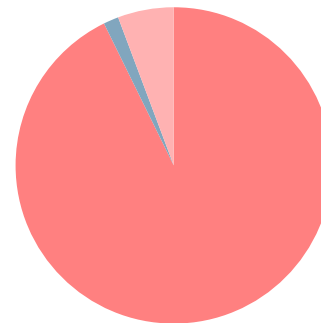
图表：高性能改性尼龙 (PEMARON) 成本结构

■ 直接材料 ■ 直接人工 ■ 制造费用、运输
费及其他费用



图表：高性能改性聚酯 (AUTRON) 成本结构

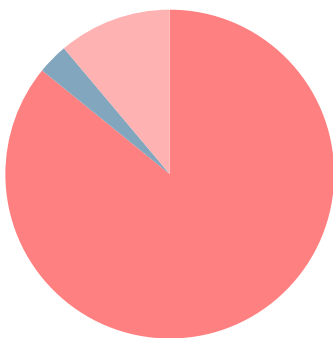
■ 直接材料 ■ 直接人工 ■ 制造费用、运输
费及其他费用



图表：工程化聚烯烃 (VENTRON) 成本结构

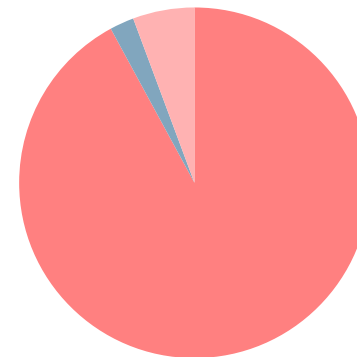
图表标题

■ 直接材料 ■ 直接人工 ■ 制造费用、运输
费及其他费用



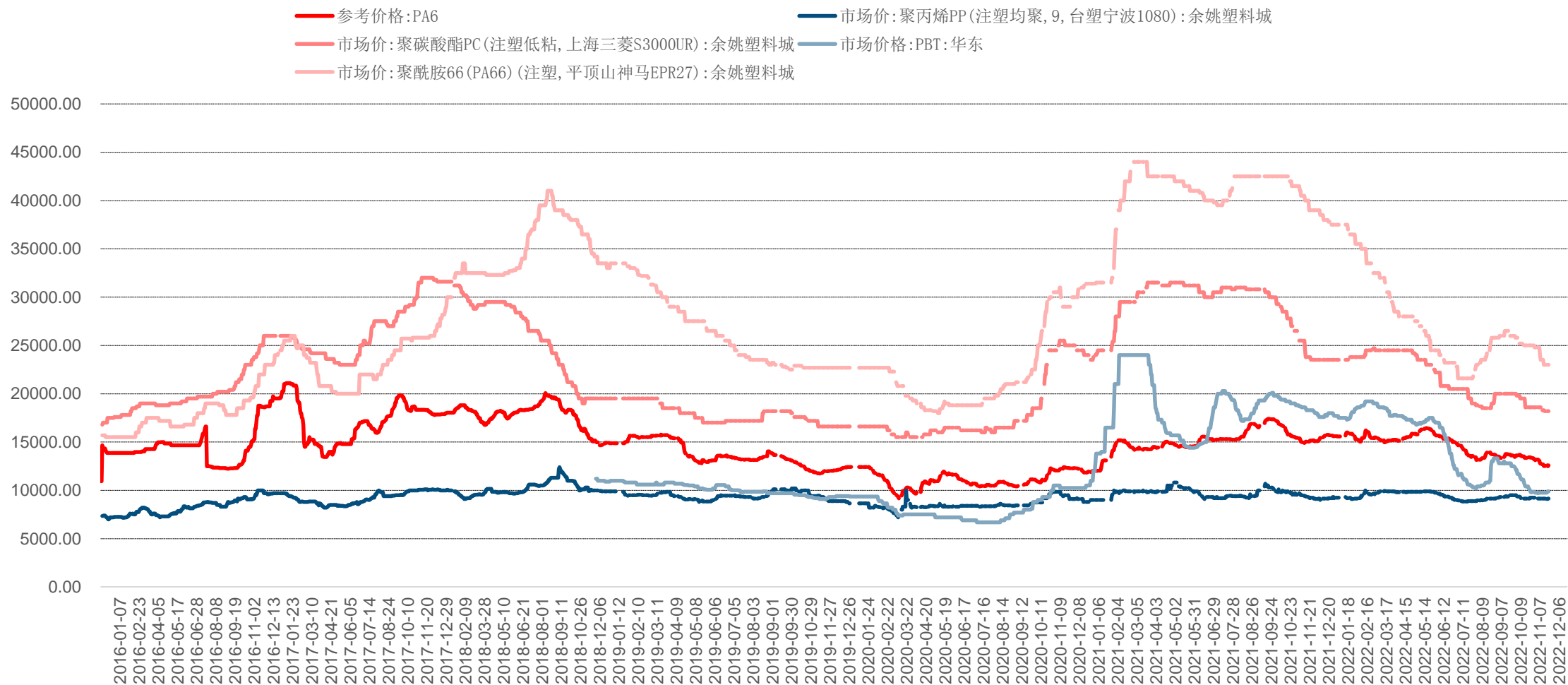
图表：色母粒和功能性母粒 (COLORON) 成本结构

■ 直接材料 ■ 直接人工 ■ 制造费用、运输
费及其他费用



公司主业原材料价格走势

图表：2016至今主要原材料价格走势



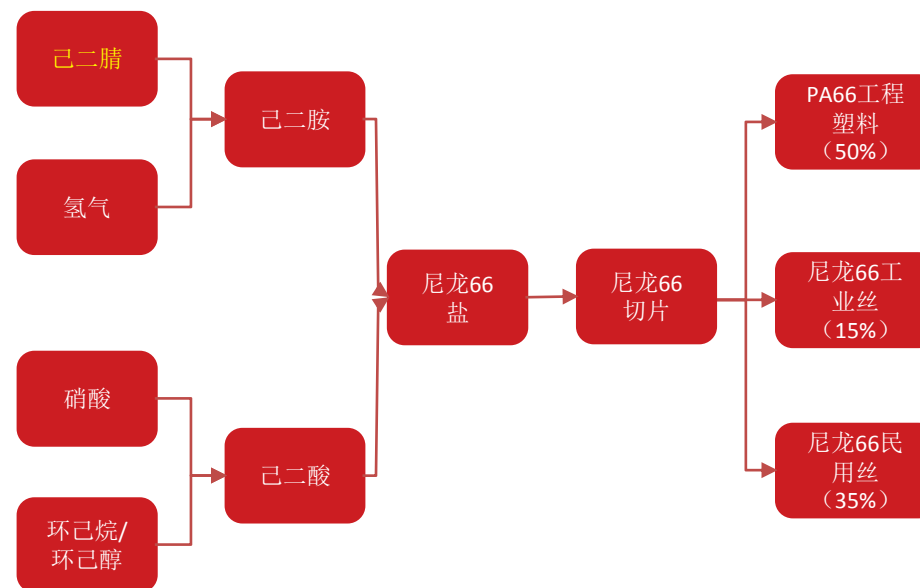
资料来源: Wind, 中信建投

国内己二腈扩能规划

图表：2022-2024年国内己二腈扩能规划

公司	生产工艺	2020	2021	2022	2023	2024	待定
华峰集团	己二酸法	5	5	10	10		
英威达	丁二烯法			40			
天辰齐翔（中国化学）	丁二烯法			20			30
七彩化学	与丁二腈共线生产						2
安徽曙光	丁二烯法						10
神马股份	丁二烯法				5		15
湖北三宁化工	-				10		
河南峡光高分子	己二酸法				5		
阳煤集团	丁二烯法						0.1
荣盛石化	-						25
辽阳石化	-						5
四川玖源	-						10
南京诚志清洁能源	煤基己二腈						0.3
山西润恒化工	-				1		9
河北富海润泽化工	-						30
福建永荣	-					30	
新增产能合计	-	5	5	70	31	30	97
产能合计	-	5	10	80	111	141	97

图表：尼龙66产业链图



资料来源：卓创资讯，百川盈孚，隆众资讯，中信建投

国内尼龙66扩能规划

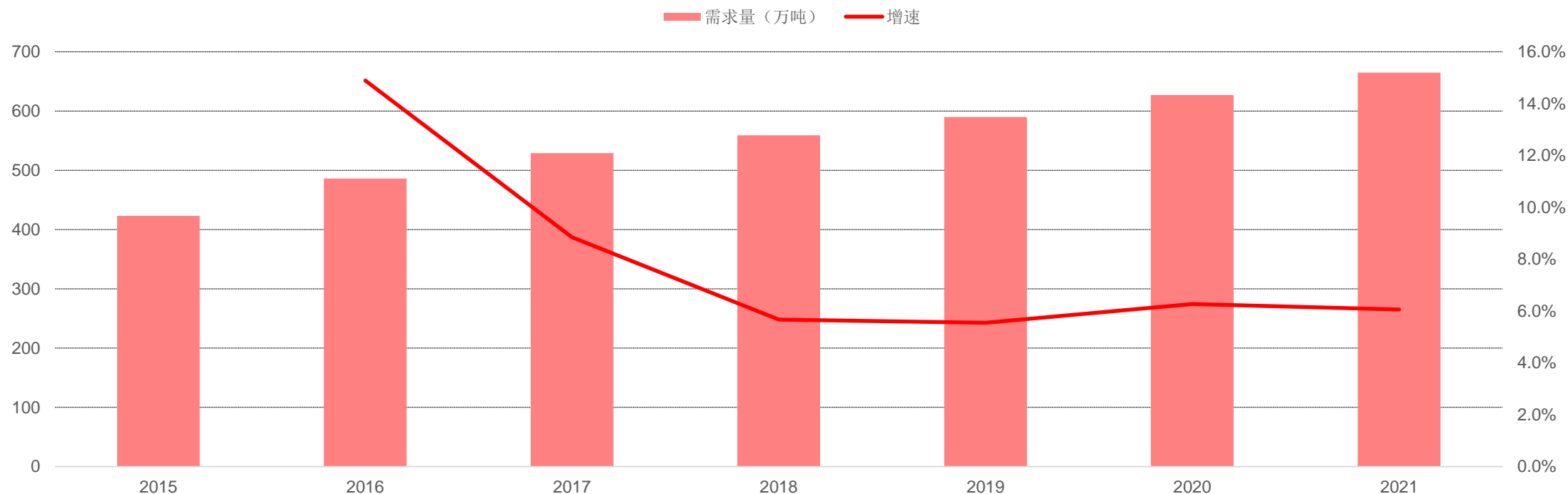
图表： 2022-2025年国内尼龙66扩能规划

公司	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	待定
上海英威达	20				24		
平煤神马	21			6			15
华峰集团	8	9	6	15			
辽阳兴家化工	4						
江苏华洋	4						
优纤科技	2						
辽宁银珠化纺	2						
宁夏瑞泰科技			4				
浙江新力新材			2				
中化国际			4	4			
隆华新材				16		32	60
中国化学天辰齐翔				20			80
聚合顺					8		
华鲁恒升					8		
浙石化（荣盛石化）						50	
安徽曙光							20
唐山旭阳					30		
郓城旭阳							60
山西恒力新材料				12			
福建永荣				20	40		
福建古雷石化							40
四川玖源							80
中维化纤					2	6	
河南峡光							20
湖北三宁					20		
烟台华润化学							16
上海洁达							4
萧山帝凯							3
安徽昊源						40	
新增合计	60	9	16	93	132	128	398
总产能	60	69	85	178	310	438	836

资料来源：卓创资讯，百川盈孚，隆众资讯，中信建投

工程塑料行业规模及增速

图表：2015-2021年中国工程塑料行业需求量及增速



■从国内工程塑料需求量来看，在2015至2021年期间，我国工程塑料需求量持续增加且保持较高的增速。2021年我们工程塑料的需求量约为665万吨，同比增长6.1%。依照目前趋势，未来我国工程塑料市场需求量有望持续增长，工程塑料市场规模也将继续扩大。

资料来源：智研咨询，中信建投

PA6与PA66性能对比

图表：PA6与PA66性能对比

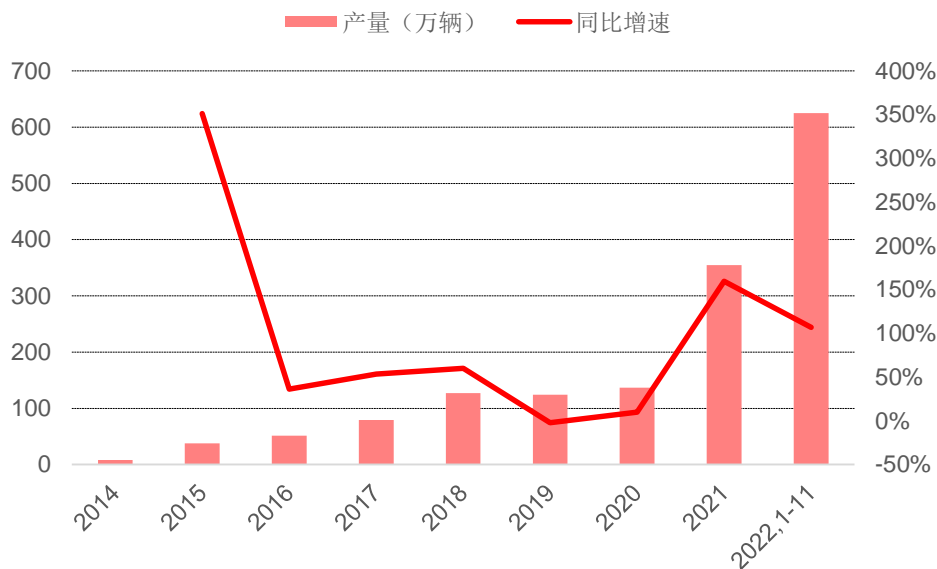
	单位	PA6	PA66
密度	g/cm ³	1.14	1.14
熔点	°C	220	260
成型收缩率	%	0.6-1.6	0.8-1.5
抗拉强度	MPa	74	80
伸长率	%	200	60
缺口冲击强度	J/m	56	40
弯曲强度	MPa	125	130
热变形温度	1.82MPa 下 (°C)	65	75
吸水率	23°C水中24h (%)	1.8	1.3
体积电阻	Ω · cm	1013	1014
介电损耗	-	0.03	0.03

■工程塑料在其在机械性能、耐热性、耐久性、耐腐蚀性等方面的要求比通用塑料更高。相较于 PA6，PA66 无论从抗拉强度、热变温度、吸水率还是从柔软性及耐磨性等方面都具有显著优势。

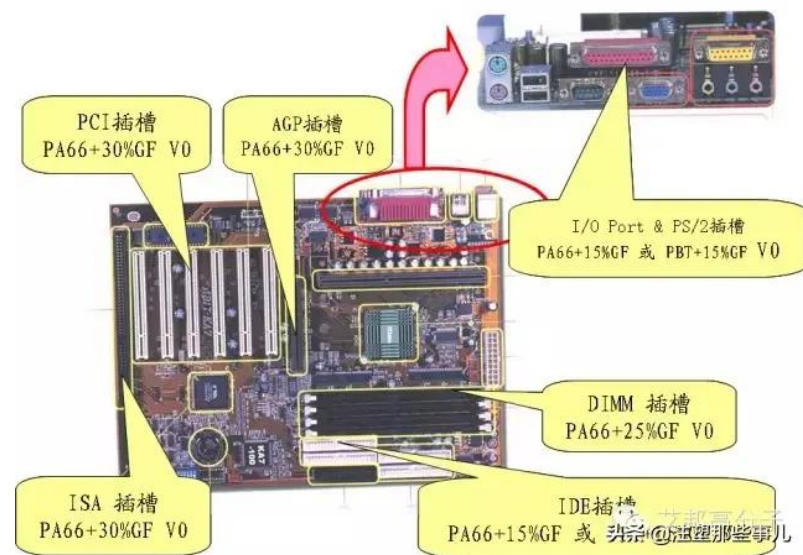
资料来源：尼龙12的性能及开发应用_汪多仁，中信建投

PA工程塑料在新能源车应用前景广阔

图表：中国新能源汽车产量



图表：改性尼龙在汽车电子系统的应用



■轻量、舒适开始逐步成为汽车工业发展的一个主要方向，当前“以塑代钢”，即采用塑料材料替代金属材料，已成为实现汽车轻量化的理想方案。对于新能源汽车而言，PA工程塑料在电动汽车断路器、锂电池框架和壳体、高压电缆导管、充电插头和插座、发动机控制单元、传感器、冷却阀和连接器等多个领域均具有应用。在我国快速推进实现“双碳”目标的背景下，新能源汽车行业发展迅速，2022年1月至11月产销量分别为625.3和606.7万辆，同比增长一倍以上，未来有望维持高增长态势，因此给上游PA工程塑料生产企业带来巨大盈利空间。此外，对于燃油车而言，通过减轻车身重量，汽车轻量化能够有效降低油耗，从而实现节能减排、提高燃油效率的目的。资料来源：中汽协、中信建投

目录

01 公司概况：高成长的高端改性PA6/66龙头

02 行业格局：公司盈利能力显著高于同行

03 产品及壁垒：成功替代外资份额

04 下游市场及客户：聚焦电动工具龙头及汽车精细零部件

05 原材料国产替代：改性PA66发展空间广阔

06 盈利预测及风险提示

盈利预测：营收和毛利结构

	单位	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
高性能改性尼龙(PEMARON)									
收入	百万元	137	196	221	283	394	307	491	786
成本	百万元	93	133	133	160	249	204	309	472
毛利	百万元	45	64	88	123	145	103	182	314
毛利率	%	33	32	40	43	37	34	37	40
业务收入比例	%	45	51	58	62	56	57	60	61
高性能改性聚酯(AUTRON)									
收入	百万元	100	126	95	102	201	155	232	372
成本	百万元	87	109	72	76	170	130	195	312
毛利	百万元	13	18	24	26	32	24	37	60
毛利率	%	13	14	25	26	16	16	16	16
业务收入比例	%	33	33	25	22	29	29	28	29
工程化聚烯烃(VENTRON)									
收入	百万元	36	40	44	49	63	43	52	62
成本	百万元	28	32	34	36	46	32	38	45
毛利	百万元	8	8	10	14	17	12	14	17
毛利率	%	22	19	23	28	27	27	27	27
业务收入比例	%	12	10	11	11	9	8	6	5
色母粒和功能性母粒(COLORON)									
收入	百万元	17	19	18	16	38	32	41	54
成本	百万元	8	9	9	8	20	19	25	32
毛利	百万元	9	10	9	8	17	13	17	22
毛利率	%	54	51	48	52	46	40	40	40
业务收入比例	%	6	5	5	4	5	6	5	4
其他业务									
收入	百万元	11	5	4	4	5	5	5	5
成本	百万元	5	4	4	1	4	4	4	4
毛利	百万元	6	2	0	2	2	2	2	2
毛利率	%	56	33	7	64	31	31	31	31
业务收入比例	%	4	1	1	1	1	1	1	0

资料来源: Wind, 中信建投

盈利预测：估值和目标价

■ 预计公司2022-2024年归母净利润分别为1.22、1.57、2.58亿元，EPS分别为1.23、1.58、2.61元。考虑到公司毛利率和净利率显著高于同行，且未来潜在成长性显著，按照2023年25倍PE估值，目标价39.25元，维持“买入”评级。

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	455	702	542	822	1,279
增长率(%)	19.3	54.2	-22.7	51.6	55.6
净利润(百万元)	111	135	122	157	258
增长率(%)	43.6	21.7	-9.5	28.4	64.8
毛利率(%)	38.1	30.3	28.3	30.5	32.4
净利率(%)	24.4	19.2	22.5	19.1	20.2
ROE(%)	40.3	12.6	10.8	12.4	17.3
EPS(摊薄/元)	2.54	2.32	1.23	1.58	2.61
P/E(倍)	9.9	10.9	20.5	15.9	9.7
P/B(倍)	4.01	1.37	2.20	1.97	1.67

资料来源：Wind，中信建投

风险提示

- 产能投放速度及消化进度不及预期；
- 海外宏观经济增速持续下滑（公司第一大客户史丹利百得为全球电动工具领域龙头企业，其产品销量与海外经济存在一定相关性。因此随着国内外宏观经济的周期性波动，下游行业对于公司产品的需求和价格接受能力可能出现下降的情形，对公司未来业务发展和经营业绩带来不利影响）；
- 原材料成本超预期上升（公司主要原材料包括聚酰胺、聚丙烯注塑粒子、注塑用聚碳酸酯、PBT等，受到上游大宗石化产品价格的影响较大，而公司和下游客户的议价周期偏长，若原材料短期超预期暴涨将使得公司毛利率承压）；
- 主业敏感性测试：假设23年高性能改性尼龙业务毛利率预期从37%降低2%至35%，则整体净利润增速将从28%降至18%。

分析师介绍

邓胜 能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文10余篇。6年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020年连续三年万得金牌分析师第一名。

研究助理

林伟昊 复旦大学化学学士、金融硕士，覆盖原油煤炭、聚氨酯、氯碱和部分新材料行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B
座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk