



下游需求持续向好，进口替代蓄势待发

——争光股份（301092.SZ）首次覆盖报告

核心观点

深耕离子交换和吸附树脂领域，产品获下游广泛认证。深耕离子交换和吸附树脂行业多年，公司拥有400多个离子交换树脂品种和10个大孔吸附剂品种，已成为国内领先的规模化生产企业之一。2021年末公司主要产品离子交换与吸附树脂设计产能为19750吨。公司是国内同行业中首个获得国内核电领域准入资格的企业，产品被列入中核集团合格供应商名录。此外，公司也获得中粮集团、中国石化、中广核集团等国内大型企业认证。2022年前三季度公司实现归母净利润1.52亿元，同比增长115.20%。

下游需求稳步增长，行业景气有望上行。离子交换和吸附树脂被广泛应用于工业水、食品及饮用水、核工业、生物医药、电子、环保、湿法冶金等领域。近年来，下游需求稳步扩张，带动离子交换和吸附树脂需求上行。2010-2020年我国工业用水总量保持在1000亿立方米以上；2010-2021年我国核电发电量年均复合增长率为16.8%；2019-2021年我国集成电路产业销售额年均复合增长率达17.6%；2015-2020年我国城镇污水处理、农村污水处理市场规模年均复合增长率分别为5.27%、15.69%。此外，以钨矿为例，我国白钨矿占比69%，品位较低，有望带动离子交换与吸附树脂需求上行。

积极布局高端产品领域，进口替代空间大。我国离子交换树脂产能以低端为主，高端产品主要依赖进口。2021年我国离子交换树脂进口单价为16228.57美元/吨，出口单价为2351.12美元/吨，高端市场进口替代空间广阔。目前公司已在高端工业水处理、食品、核工业等领域实现部分进口替代。此外，公司研发应用于盐湖提锂树脂合成技术已进入中试阶段，小试样品已达到国内同类产品技术标准要求，积极进军新能源领域。

稳步推进在建拟建项目，有望打开业绩增长空间。目前公司在建拟建项目丰富，包括年处理15000吨食品级树脂生产线项目、年产2300吨大孔吸附树脂技术改造项目和年产54880吨功能性高分子新材料项目。此外，公司正在逐步推进研发中心以及研究院建设，进一步提高公司研发实力，从而为公司带来可持续的经济效益。未来，随着上述在建拟建项目的陆续投产，有望打开公司业绩增长新空间。

投资建议

公司在建项目稳步推进，结合行业周期景气上行，我们预期2022/2023/2024年公司的归母净利润分别为1.75/1.54/1.96亿元，对应EPS分别为1.32/1.16/1.47元。以2022年12月29日收盘价27.33元为基准，对应PE分别为20.77/23.66/18.60倍。剔除2022年公司因塘栖厂房拆迁收益及政府补助等获得的非经常性损益，对应的2022/2023/2024年公司归母净利润分别为1.01/1.54/1.96亿元。结合行业景气度，看好公司的发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

产能建设不及预期、原材料价格异常波动、国内疫情反复等。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	451.34	620.71	668.06	828.07
增长率(%)	-8.71	37.52	7.63	23.95
归母净利润	73.67	175.43	154.02	195.91
增长率(%)	-42.18	138.11	-12.20	27.19
EPS(元/股)	0.70	1.32	1.16	1.47
市盈率(P/E)	55.44	20.77	23.66	18.60
市净率(P/B)	3.35	2.10	1.93	1.75

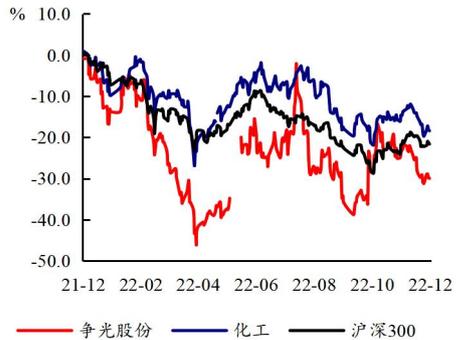
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 股价为2022年12月29日收盘价27.33元

评级 推荐(首次覆盖)

报告作者

作者姓名 郑倩怡
资格证书 S1710521010002
电子邮箱 zhengqy@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	133.33
流通A股/B股(百万股)	133.33/0.00
资产负债率(%)	6.56
每股净资产(元)	12.61
市净率(倍)	2.17
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	39.16/21.10

相关研究

正文目录

1. 公司：聚焦离子交换树脂，业绩增长潜力大	4
1.1. 深耕离子交换树脂领域，产品获下游广泛认证	4
1.2. 股权结构集中，激励彰显信心	5
1.3. 业绩有所回暖，盈利能力有望增强	6
2. 行业：行业集中度高，下游需求稳步增长	9
2.1. 离子交换和吸附树脂：吸附分离、应用广泛	9
2.2. 供给：行业集中度较高，高端进口替代空间大	11
2.3. 需求：下游持续向好，带动需求增长	12
2.3.1. 工业用水处理：下游稳步扩张，驱动需求上行	12
2.3.2. 核工业：产能利用率高，需求稳步增长	13
2.3.3. 集成电路：集成电路行业快速发展，贡献需求新增量	14
2.3.4. 污水处理：政策逐渐趋严，规模稳步增长	15
2.3.5. 湿法冶金：钨矿品位降低，有望带动需求上行	16
3. 优势：产品升级+扩产，有望打开增长空间	18
3.1. 稳步推进在建项目，扩大公司产能	18
3.2. 产品技术储备丰富、拓展新能源领域	19
3.3. 布局高端市场，实施进口替代	21
4. 盈利预测	22
5. 风险提示	23

图表目录

图表 1. 公司发展历程	4
图表 2. 公司主营产品应用情况	5
图表 3. 公司股权结构	6
图表 4. 2017 年至 2022 年前三季度公司营业收入	7
图表 5. 2017 年至 2022 年前三季度公司归母净利润	7
图表 6. 2021 年离子交换与吸附树脂业务营业收入占比为 98.45%	7
图表 7. 2021 年离子交换与吸附树脂业务毛利润占比为 96.62%	7
图表 8. 2021 年公司在食品及饮用水、工业水处理行业营业收入占比合计达 72.3%	8
图表 9. 2021 年公司在食品及饮用水、工业水处理行业毛利润占比合计达 66.9%	8
图表 10. 2017 年至 2022 年前三季度公司毛利率、净利率情况	8
图表 11. 2019 年以来公司期间费用率逐年下降	9
图表 12. 2017-2022 年前三季度年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率情况	9
图表 13. 离子交换和吸附树脂分类及下游应用领域	10
图表 14. 离子交换树脂内部结构图	10
图表 15. 离子交换和吸附树脂产业格局	11
图表 16. 2015-2021 年我国离子交换树脂进、出口量	12
图表 17. 2015-2021 年我国离子交换树脂进、出口单价	12
图表 18. 2010-2020 年我国工业用水总量	13
图表 19. 2010-2021 年我国发电机装机容量	13
图表 20. 2021 年中国发电量构成情况	13
图表 21. 2021 年中国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数	13
图表 22. 2010 年-2022 年上半年中国核电发电量	14
图表 23. 2017-2021 年全球半导体市场规模	15
图表 24. 2017-2021 年中国集成电路产业销售额增长情况	15
图表 25. 2015-2020 年我国城镇污水处理市场规模	15

图表 26. 2015-2020 年我国农村污水处理市场规模	15
图表 27. 湿法冶金制备流程	16
图表 28. 2021 年全球钨储量分布情况	17
图表 29. 2021 年全球钨产量分布情况	17
图表 30. 2021 年我国钨矿类型分布情况	17
图表 31. 公司在建拟建项目情况	18
图表 32. 公司在建拟建项目情况	19
图表 33. 2017 年-2022 年前三季度公司研发投入情况	20
图表 34. 公司主要研发投入情况	21
图表 35. 公司产品进口替代情况	22
图表 36. 公司主营业务收入预测 (亿元)	23

1. 公司：聚焦离子交换树脂，业绩增长潜力大

1.1. 深耕离子交换树脂领域，产品获下游广泛认证

深耕离子交换与吸附树脂行业三十多年。公司成立于1996年，并于2021年上市。公司于2006年成立宁波争光树脂有限公司，并以该控股生产基地为项目实施主体，相继于2011年、2015年、2017年建立“年产25000立方阴阳离子交换树脂项目”、“年产3000吨丙烯酸阴树脂技术改造项目”、“年处理3000吨食品级树脂技术改造项目”。2021年宁波争光营业收入占公司合并营业收入的98.38%。根据公司公告，2021年末公司主要产品离子交换与吸附树脂设计产能为19750吨。

图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

离子交换树脂和大孔吸附剂为公司主要产品，下游应用广泛。公司离子交换树脂包括苯乙烯系、丙烯酸系两大系列，共有弱酸、弱碱、强酸、强碱、两性、螯合和惰性七大类型共400多个品种；大孔吸附剂包括非极性吸附剂、中等极性吸附剂和极性吸附剂三大类型共10个品种。产品广泛应用于电子、电力、核能、医药、食品、饮料、化工等多个行业，其中电力、石化行业离子交换吸附应用较为成熟，需求稳定，而食品及饮用水、核工业、生物医药、湿法冶金等新兴领域市场空间潜力大，此外离子交换树脂定期补充和周期性更换也为行业发展带来更多可能。

图表 2. 公司主营产品应用情况

分类	用途
工业水处理	普通工业水处理领域：用于硬水软化和纯水制备； 高端工业水处理领域：用于中大型发电厂凝结水精处理及发电机组内冷水处理等
食品及饮用水	用于饮用水及糖、酒、乳品、油脂、果汁、饮料的除盐、脱色、分离、提纯、去味、催化等方面
核工业	用于核电站核能发电机组反应堆一回路和二回路的给水和水处理系统、放射性元素的分离提纯等
电子	用于半导体器件及大规模集成电路行业超纯水处理等
生物医药	用于西药原料药、中药及植物有效成分的提取等
环保	用于高浓度、难降解有机物和重金属污染的工业废水处理
湿法冶金	用于贵金属、稀有金属及稀土金属的分离提取

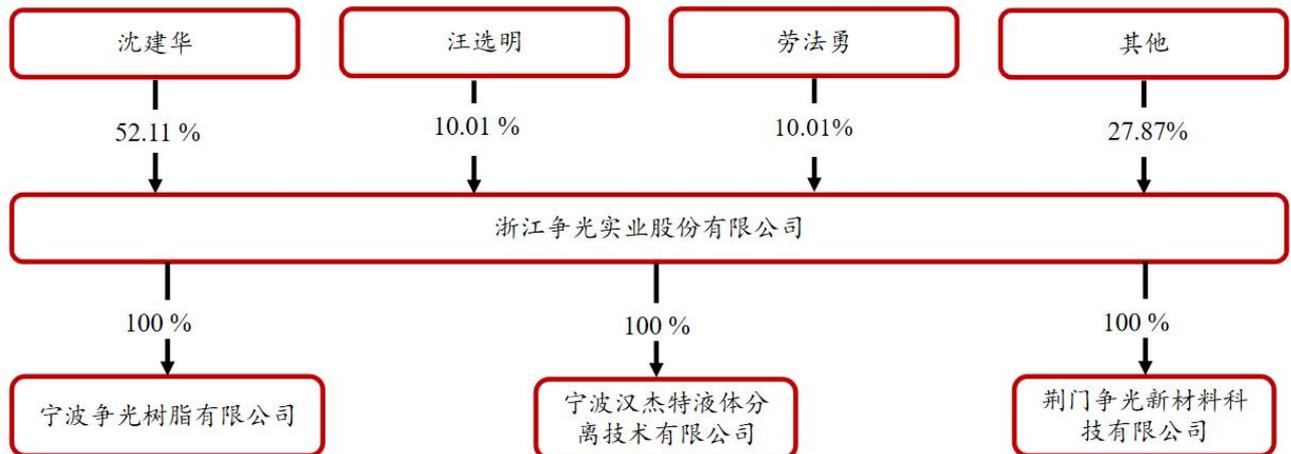
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

目前公司已成为国内领先的规模化生产离子交换与吸附树脂产品的企业。公司凭借其完善的化工基础设施和丰富的生产工艺流程控制经验，成为国内领先的规模化生产离子交换与吸附树脂产品的企业，主持或参与制定的离子交换树脂国家标准 13 项，行业标准 3 项。在客户认证方面，公司是国内同行业中第一家获得国内核电领域准入资格的企业，产品经中核集团评审列入其合格供应商名录中，同时也被中粮集团、中国石化、中广核集团等国内大型企业认证。除国内市场外，公司产品还销往德国、瑞士、俄罗斯等多个国家地区。

1.2. 股权结构集中，激励彰显信心

公司第一大股东及实际控制人为沈建华。公司股权结构集中，第一大控股股东为沈建华，持股比例为 52.11%。汪选明和劳法勇持股比例均为 10.01%，为公司第二大股东，其余股东持股比例均不超过 1%。沈建华直接持有公司 52.11% 股权，为公司实际控制人。

图表 3. 公司股权结构



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，注：截止日期为 2022 年 11 月

公司全资子公司业务布局清晰明确。目前公司旗下总共有 3 家全资子公司和 1 家参股公司。3 家全资子公司分别为宁波争光树脂有限公司、宁波汉杰特液体分离技术有限公司、荆门争光新材料科技有限公司，其中宁波争光树脂有限公司主要从事离子交换与吸附树脂的研发、生产和销售；宁波汉杰特液体分离技术有限公司为“年处理 15000 吨食品级树脂生产线及智能化仓库技术改造项目”实施主体；荆门争光新材料科技有限公司则为公司“年产 54880 吨功能性高分子新材料项目”实施主体，目前该项目正稳步有序推进中。

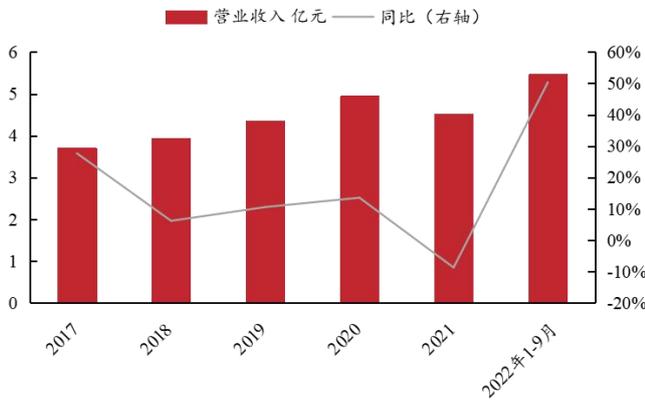
推动股权激励，调动员工积极性。为了充分调动员工积极性和创造性、吸引并留住核心骨干，2022 年 4 月以来，公司相继召开董事会、监事会及 2021 年年度股东大会，审议通过了《关于公司<2022 年限制性股票激励计划（草案）>及其摘要的议案》。同年 7 月 7 日，公司召开第五届董事会第十九次会议与第五届监事会第十五次会议，审议通过了《关于调整公司 2022 年限制性股票激励计划限制性股票授予价格的议案》、《关于向激励对象授予限制性股票的议案》，同意向符合授予条件的 72 名激励对象首次授予 120.75 万股第二类限制性股票。股权激励计划的实施有利于稳定核心团队，对公司未来一段时间内的经营管理起到积极作用。

1.3. 业绩有所回暖，盈利能力有望增强

2021 年宁波生产基地临时停工停产对公司业绩影响较大，2022 年前三季度业绩有所回暖。2017-2018 年，公司业绩逐年增长，其中营业收入年均复合增长率为 26.92%，归母净利润年均复合增长率为 53.67%。2021 年受新冠疫情影响，公司宁波生产基地于 2021 年 12 月 10 日起停产 10 天，致使公司产量减少，叠加后续货物运输受阻，导致公司订单发货推迟，对公

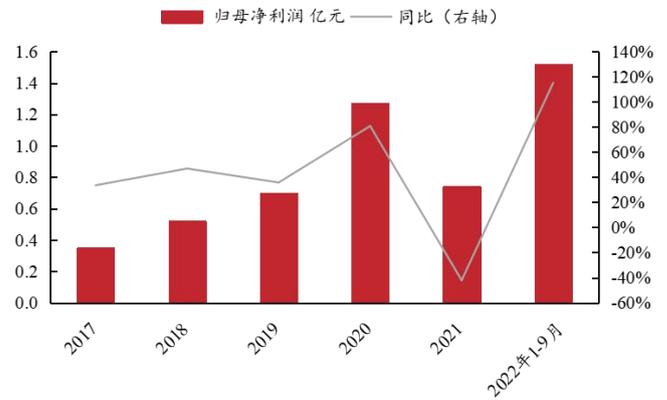
司经营业绩影响较大。2021年公司实现营业收入4.51亿元，同比下降8.71%；实现归母净利润0.74亿元，同比下降42.18%。2022年前三季度公司业绩有所回暖。2022年前三季度公司实现营业收入5.46亿元，同比增长50.31%；实现归母净利润1.52亿元，同比增长115.20%。

图表 4. 2017 年至 2022 年前三季度公司营业收入



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

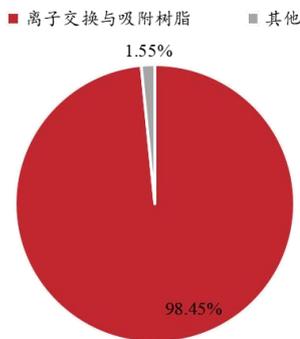
图表 5. 2017 年至 2022 年前三季度公司归母净利润



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

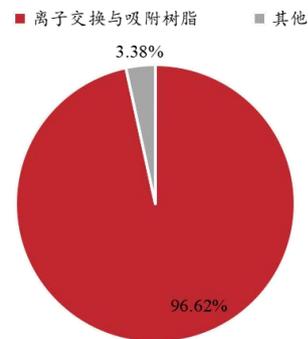
离子交换与吸附树脂产品贡献了公司主要营业收入和毛利润。营业收入方面，2021年公司离子交换与吸附树脂营业收入占总营业收入的比例为98.45%，为公司主要收入来源。毛利润方面，2021年公司离子交换与吸附树脂毛利润占总毛利润的比例为96.62%，贡献公司主要毛利润。

图表 6. 2021 年离子交换与吸附树脂业务营业收入占比为 98.45%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

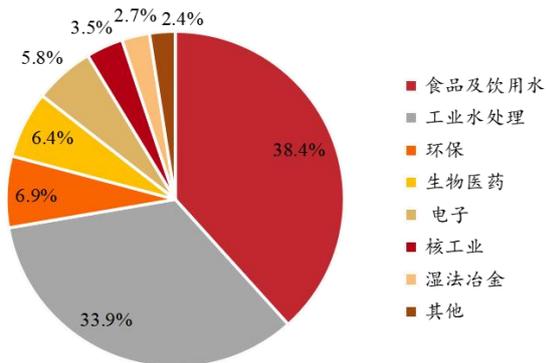
图表 7. 2021 年离子交换与吸附树脂业务毛利润占比为 96.62%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

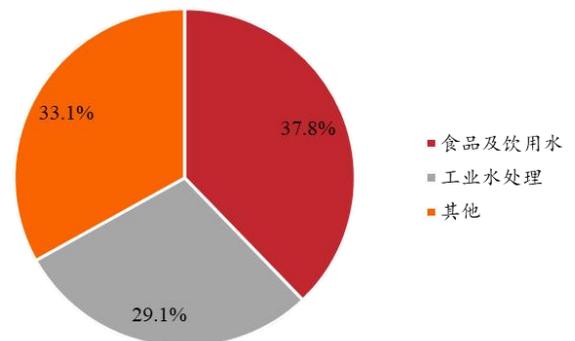
离子交换与吸附树脂产品在食品及饮用水、工业水处理行业营业收入及毛利润占比高。营业收入方面，2021年公司食品及饮用水、工业水处理、环保、生物化学、电子、核工业、湿法冶金行业营业收入占总营业收入比例分别为38.4%、33.9%、6.9%、6.4%、5.8%、3.5%、2.7%，其中食品及饮用水和工业水处理营业收入占比合计为72.3%，为公司营业收入主要来源。毛利润方面，2021年公司食品及饮用水、工业水处理、其他行业毛利润占总毛利润比例分别为37.8%、29.1%、33.1%，其中食品及饮用水和工业水处理毛利润占比合计达66.9%，贡献了公司主要毛利润。

图表 8. 2021 年公司在食品及饮用水、工业水处理行业营业收入占比合计达 72.3%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

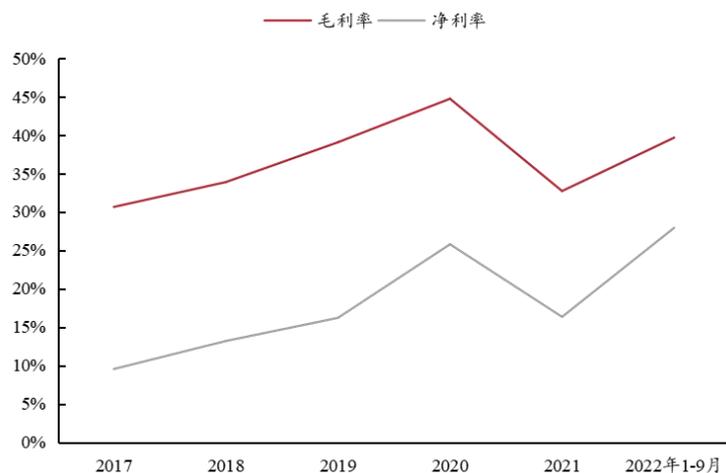
图表 9. 2021 年公司在食品及饮用水、工业水处理行业毛利润占比合计达 66.9%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2021 年宁波基地停工停产及原材料上涨对公司毛利率、净利率影响较大。2017-2020 年，公司毛利率从 30.63% 上升至 44.72%，净利率从 9.53% 上升至 25.77%。2021 年受基础化工原料价格上涨以及疫情致使宁波生产基地临时停工停产影响，公司盈利能力有所下降，其中毛利率为 32.7%，同比下降 12.02pct；净利率为 16.32%，同比下降 9.45pct。2022 年前三季度公司盈利能力有所提升，2022 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 39.65%、27.91%，分别同比提升 2.46pct、8.42pct。2021 年公司离子交换与吸附树脂毛利率为 32.13%。

图表 10. 2017 年至 2022 年前三季度公司毛利率、净利率情况

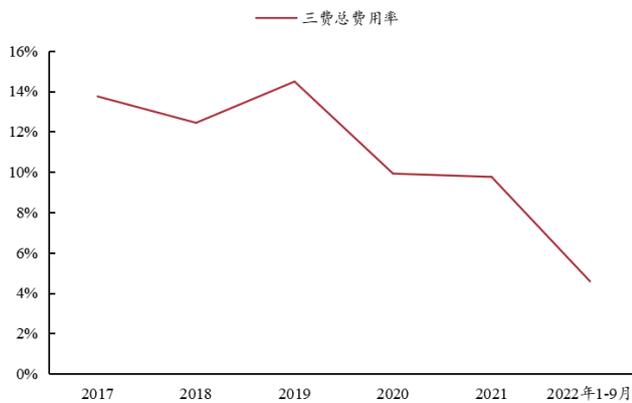


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2019 年以来三费总费用率持续下降。2019-2021 年，公司三费总费率从 13.75% 下降至 9.76%，下降 3.99pct。2022 年前三季度，公司三费总费用率为 4.58%。分别来看，2021 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.32%、4.66%、-0.22%，其中由于 2021 年公司首发上市费用增加，致使管理费用率同比上升 1.22pct，销售费用率、财务费用率分别同比下降

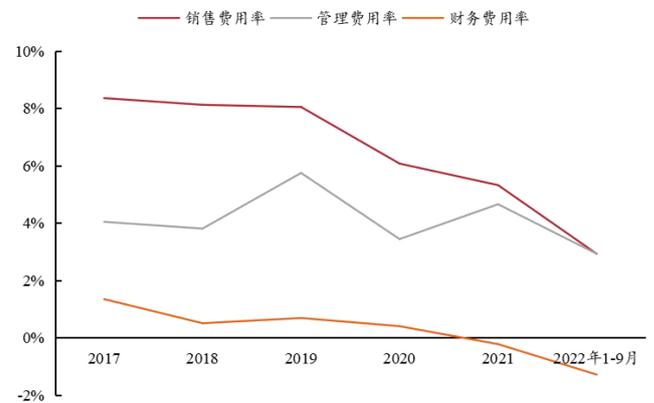
0.75pct、0.63pct。

图表 11. 2019 年以来公司期间费用率逐年下降



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 12. 2017-2022 年前三季度年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率情况



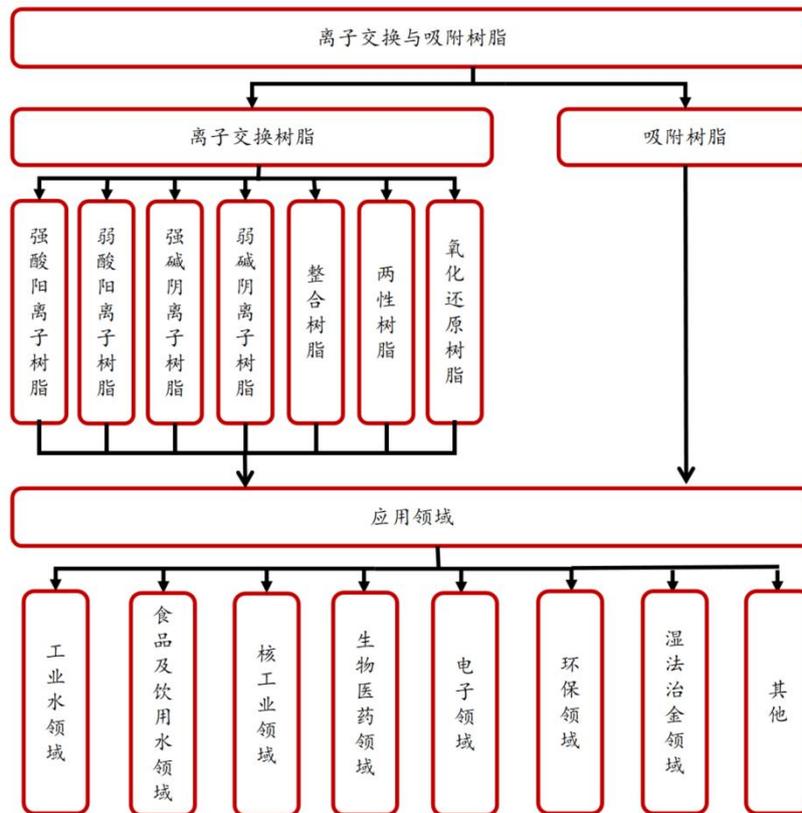
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2. 行业：行业集中度高，下游需求稳步增长

2.1. 离子交换和吸附树脂：吸附分离、应用广泛

离子交换与吸附树脂被广泛应用于现代工业领域。离子交换与吸附树脂是具有吸附分离功能的高分子材料。按照提取分离方法的不同，离子交换与吸附树脂可划分为离子交换树脂和吸附树脂。离子交换与吸附树脂主要通过离子交换或吸附的作用对溶液组分进行分离纯化，被广泛应用于固-液分离体系的生产过程，具体涵盖领域包括工业水、食品及饮用水、核工业、生物医药、电子、环保、湿法冶金等。

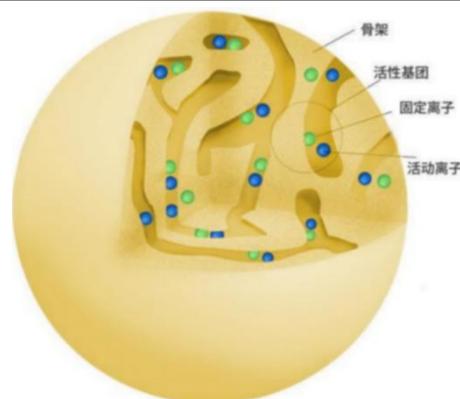
图表 13. 离子交换和吸附树脂分类及下游应用领域



资料来源：争光股份招股说明书，东亚前海证券研究所

离子交换树脂通过可交换离子实现分离、提纯的作用。离子交换树脂由单体、交联剂、活性基团组成。离子交换树脂单体是指能聚合成高分子化合物的低分子有机物，如苯乙烯、丙烯酸等。单体通过交联聚合成不溶性的三维空间网状骨架，支撑整个化合物，其化学性质稳定；活性基团由可交换离子和固定离子组成，附着于高分子骨架。离子交换树脂通过与溶液接触交换溶液中的可交换离子实现分离和纯化作用，进而达到浓缩、分离、提纯和净化的目的。

图表 14. 离子交换树脂内部结构图



资料来源：争光股份招股说明书，东亚前海证券研究所

吸附树脂主要通过范德华引力实现分离、纯化、除杂、浓缩等目的。

吸附树脂是不含活性基团的高分子吸附剂，一般为大孔型树脂，其孔径可达 100nm 和 1000nm 以上，具有高交联的三维空间结构，化学稳定性较好、比表面积较大。吸附树脂的吸附作用主要依靠它和被吸附分子之间的范德华引力，其吸附过程为物理吸附。范德华引力是指分子之间或者原子之间非定向的、无饱和性的、较弱的相互作用力。此外，由于吸附树脂具有一定的孔径，其树脂具有一定的分子筛作用。

2.2. 供给：行业集中度较高，高端进口替代空间大

全球吸附分离材料行业集中度较高。目前全球吸附分离材料生产企业主要划分为 3 个梯队，其中第一梯队的生产企业以美国陶氏化学、德国朗盛、英国漂莱特、日本三菱化学为代表；第二梯队的生产企业以蓝晓科技、争光股份、江苏苏青、淄博东大为代表；第三梯队的生产企业以区域性中小企业为主，主要分布在中国和印度。根据 2021 年争光股份招股说明书数据，国外产能约占全球总产能的 53%，其中美国陶氏化学、德国朗盛、英国漂莱特、日本三菱化学、住友化学等跨国企业产能合计占全球总产能的 46%；国内企业合计产能约占全球总产能的 47%。

图表 15. 离子交换和吸附树脂产业格局

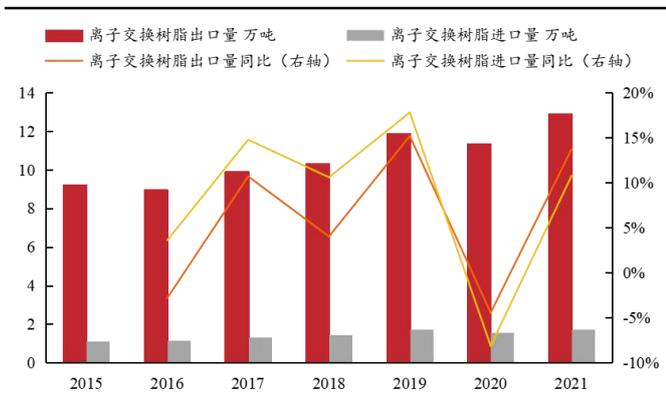
第一梯队	<p>美国陶氏化学 德国朗盛 英国漂莱特 日本三菱化学</p> 	<p>技术研发实力雄厚，工艺先进，生产规模较大，市场占有率较高，价格远高于国产树脂价格</p>
第二梯队	<p>蓝晓科技 争光股份 江苏苏青 淄博东大</p> 	<p>研发实力强，工艺成熟，生产规模较大，产品种类齐全，具有较强的供货能力，竞争优势明显</p>
第三梯队	<p>企业数量较多，主要分布在中国及印度</p>	<p>生产规模较小，产品种类较单一，产品应用领域集中在工业水处理领域</p>

资料来源：争光股份招股说明书，各公司官网，东亚前海证券研究所

我国离子交换树脂出口以低端为主，进口以高端为主。第一梯队跨国企业凭借完整产品线、技术领先、研发能力强等优势，占据大部分高端市场份额。2021 年我国离子交换树脂进口量为 1.75 万吨，同比增长 10.76%；进口单价为 16228.57 美元/吨，同比增长 40.1%。2021 年我国离子交换树脂出口量为 12.93 万吨，同比增长 13.72%；出口单价为 2351.12 美元/吨，远低于离子交换树脂进口单价。可见目前国内离子交换树脂产能以低端为主，

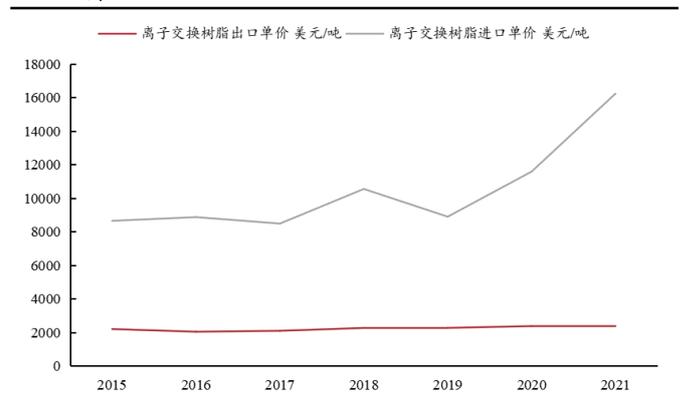
高端产品主要依赖进口。

图表 16. 2015-2021 年我国离子交换树脂进、出口量



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 17. 2015-2021 年我国离子交换树脂进、出口单价



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

2.3. 需求：下游持续向好，带动需求增长

2.3.1. 工业用水处理：下游稳步扩张，驱动需求上行

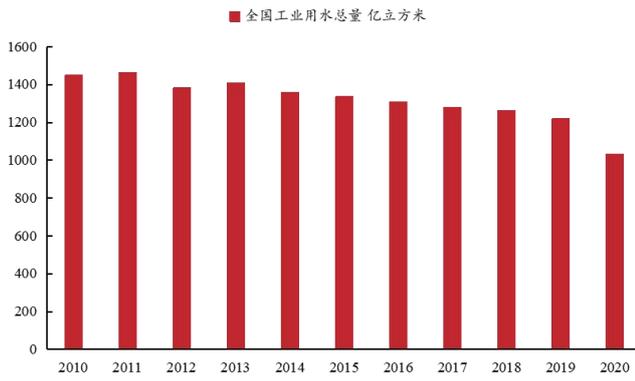
离子交换与吸附树脂下游主要应用于工业水处理领域：

在普通工业水处理领域，根据争光股份招股说明书，2021 年普通工业水处理领域占离子交换与吸附树脂总需求量的 70%。离子交换树脂带有特殊功能基团，可用于除去水中的杂质离子，包括 Ca^{2+} 、 Mg^{2+} 、 K^+ 、 Na^+ 、 Cl^- 、 SO_4^{2-} 、 PO_4^{3-} 等。其中氢型阳离子交换树脂可通过交换去除杂质中的阳离子释放 H^+ ，阴离子交换树脂可通过交换去除杂质中的阴离子释放出 OH^- ， OH^- 和 H^+ 结合生成水。

在高端工业水处理领域，离子交换树脂主要用于电力行业的凝结水处理，主要是为了去除整个水、汽系统在启动、运行和停运过程中产生的机械杂质以及补给水和凝气器管带入的溶解盐类，从而确保给水的高纯度。此外，大中型发电机组中的内冷水也需要通过装有阴、阳离子交换树脂的混合离子交换器来去除内冷水中的杂质离子，确保发电机组设备安全经济运行。

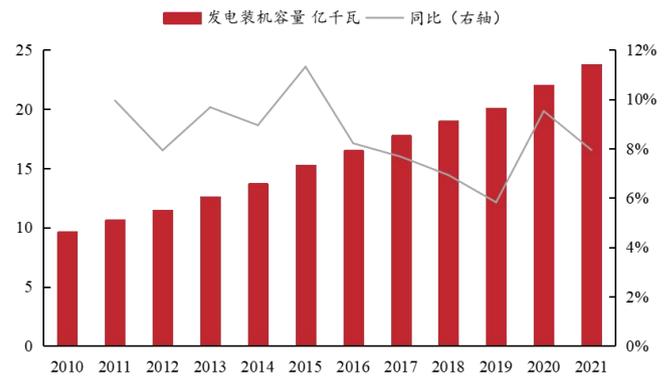
发电装机容量稳步增长，带动离子交换与吸附树脂需求上行。2010-2020 年，我国工业用水总量保持在 1000 亿立方米以上，其中电力行业采用工业水处理最多。离子交换与吸附树脂技术是电厂补给水处理和凝结水精处理的关键技术之一，发电装机容量稳步增长有望带动离子交换与吸附树脂需求上行。2010-2021 年，我国发电装机容量从 9.66 亿千瓦增长至 23.77 亿千瓦，年均复合增长率为 8.53%。

图表 18. 2010-2020 年我国工业用水总量



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 19. 2010-2021 年我国发电机装机容量



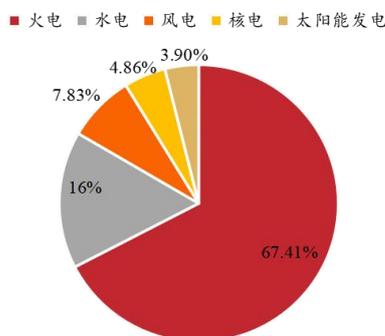
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

2.3.2. 核工业：产能利用率高，需求稳步增长

核级离子交换树脂主要用于核电站核反应堆一回路和二回路的给水和水处理系统。第一回路为核岛系统用水，应用于核电站一回路水处理系统的核级离子交换树脂需要具备较高的再生转型率、较低的杂质含量、良好的抗辐照分解能力，以及其能在较高温度下和较高运行流速下工作。第二回路为常规岛系统用水。核级超纯水可以降低一回路向二回路传热的热阻，提高蒸汽产量，同时降低二回路的污垢沉积，因此向二回路提供核级超纯水能够使其稳定运行以及提供品质合格的蒸汽。

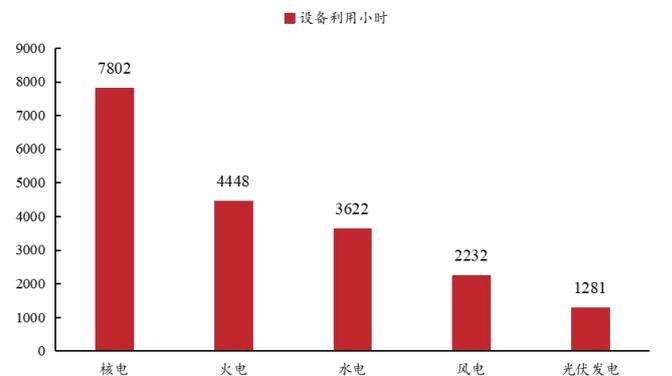
目前核电是我国产能利用率较高的能源品种之一。相较于火电、水电等能源品种，核电具有环保、稳定、自主可控性高等优势。2021 年我国核电发电量占总发电量的 4.86%。2021 年在我国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数中，核电发电设备利用小时数为 7802 小时，远高于其他发电设备利用小时数。

图表 20. 2021 年中国发电量构成情况



资料来源：国际能源网，东亚前海证券研究所

图表 21. 2021 年中国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数

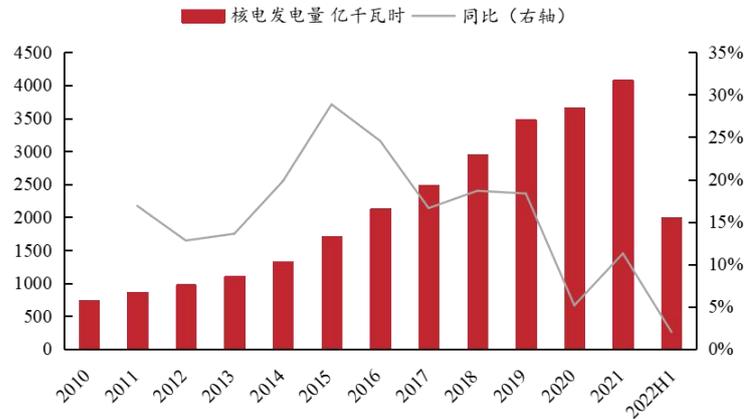


资料来源：国际能源网，东亚前海证券研究所

近年来，我国核电发电量稳步增长，驱动核级离子交换树脂需求上行。2010-2021 年，我国核电发电量从 738.8 亿千瓦时增长至 4075.2 亿千瓦时，

年均复合增长率为 16.8%。2022 年上半年，我国核电发电量为 1989.9 亿千瓦时，同比增长 2%。核电产业稳步增长有望带动核级离子交换树脂需求上行。目前，中国核级高端产品市场大部分由美国陶氏化学等国际巨头垄断，未来随着核电产业的发展，我国核级离子交换树脂进口替代空间广阔。

图表 22. 2010 年-2022 年上半年中国核电发电量



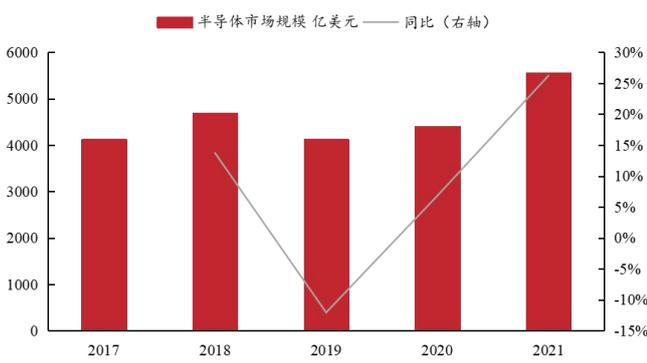
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

2.3.3. 集成电路：集成电路行业快速发展，贡献需求新增量

超纯水被广泛应用于电子元器件的生产过程。超纯水中除了水分子外，几乎没有其他的杂质、病毒、细菌和有机物质。根据争光股份招股说明书，我国电子工业部将电子级水质技术划分为 I-V 级。超纯水生产过程中的 EDI 装置或 CDI 装置使用离子交换树脂可获得电阻率为 18MΩ/cm 的 I 级电子级超纯水。电子元器件生产过程中的清洗用水、溶液、浆料均需要使用超纯水。此外，集成电路生产工艺中的刻蚀和清洗均需要使用超纯水，根据争光股份招股说明书，生产一片集成块需要消耗 3-5 升超纯水，平均 6 英寸晶片需要消耗约 1.2 吨超纯水。

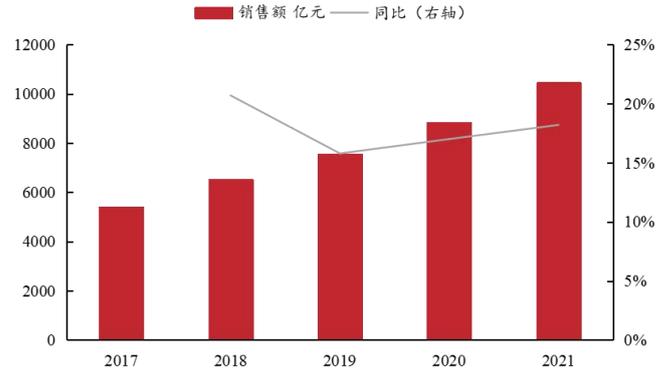
半导体行业高速发展，带动集成电路需求提升。2019 年以来，全球半导体市场规模快速扩张，2019-2021 年年均复合增长率达 16.1%。其中，2021 年全球半导体市场规模达 5559 亿美元，同比增长 26.2%。半导体市场规模的扩大带动中国集成电路产业销售额稳步增长，从 2019 年的 7562.3 亿元上升至 2021 年的 10458.3 亿元，年均复合增长率达 17.6%。集成电路需求大幅上涨有望带动超纯水需求上涨，进而带动离子交换树脂需求上升。

图表 23. 2017-2021 年全球半导体市场规模



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 24. 2017-2021 年中国集成电路产业销售额增长情况



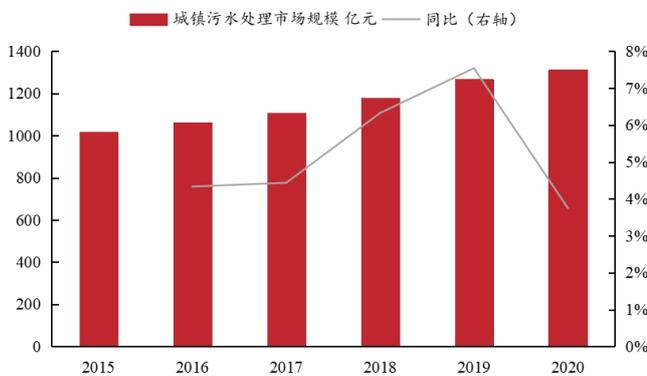
资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

2.3.4. 污水处理：政策逐渐趋严，规模稳步增长

离子交换与吸附树脂在化工、冶金等行业污水处理中的作用日益突出。在“双碳”背景下，环保政策逐渐趋严。近年来我国出台多项污水处理相关政策，加强水资源保障与水环境治理。在对废水的处理中，离子交换与吸附树脂技术具有效率高、强度好、使用方便、抗污染能力强、选择性吸附、解吸液纯度较高等特点，被广泛应用于重金属废水处理和有机废水处理。目前离子交换与吸附树脂技术已成为处理水量大、浓度低的废水的最佳方法之一。

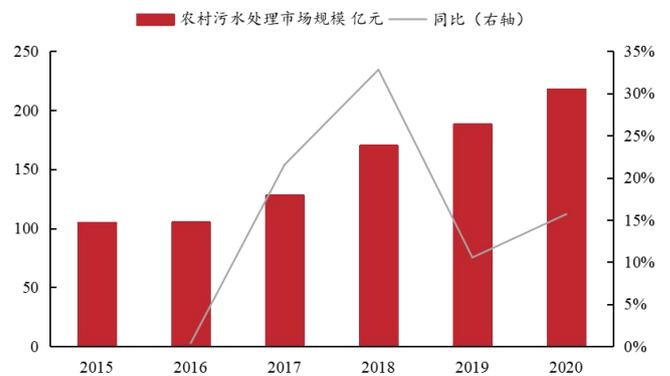
国内污水处理市场规模稳步增长。城镇污水处理方面，2015-2020 年我国城镇污水处理市场规模从 1015.6 亿元上升至 1312.8 亿元，年均复合增长率为 5.27%。农村污水处理方面，2015-2020 年我国农村污水处理市场规模从 105.4 亿元上升至 218.4 亿元，年均复合增长率为 15.69%。未来随着环保政策日趋严格，我国污水处理行业有望稳步增长，进一步促进离子交换与吸附树脂行业保持良好的发展趋势。

图表 25. 2015-2020 年我国城镇污水处理市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 26. 2015-2020 年我国农村污水处理市场规模

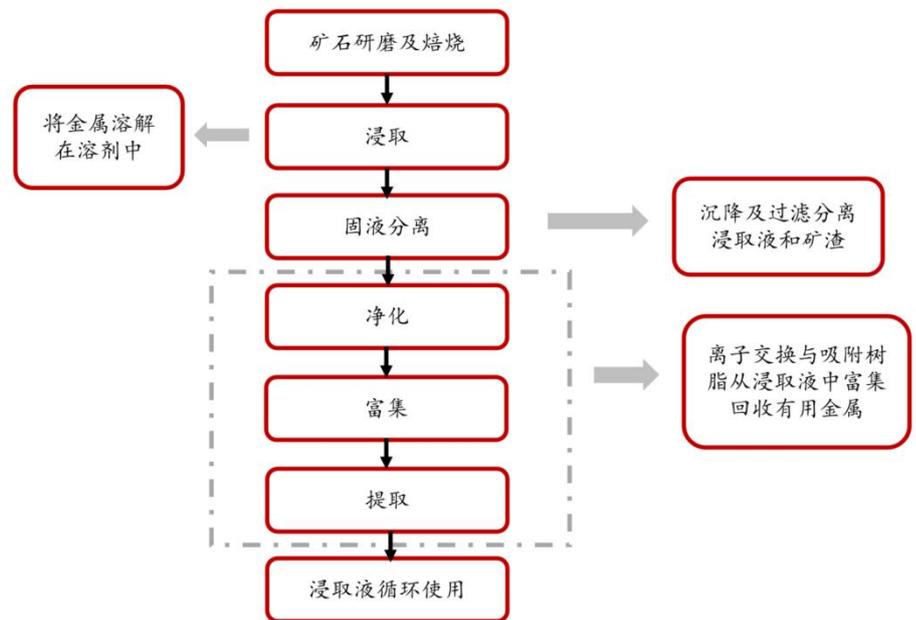


资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

2.3.5. 湿法冶金：钨矿品位降低，有望带动需求上行

离子交换与吸附树脂技术是湿法冶金技术中最佳选择之一。湿法冶金是指在酸性介质或碱性介质的水溶液中将金属矿物原料进行化学处理、有机溶剂萃取、分离杂质、提取金属及其化合物的过程。离子交换与吸附树脂技术能够通过材料设计实现混合金属离子溶液中的选择性吸附，从稀溶液中分离并富集金属离子，更适用于提取低品位矿物浸液中的目标金属。此外，离子交换与吸附树脂技术具有金属回收率高、成本低、操作简单、设备自动化程度高、污染小等特点，目前主要应用于提取分离贵金属、稀有金属和稀土金属。

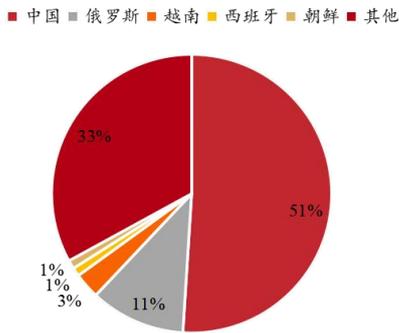
图表 27. 湿法冶金制备流程



资料来源：争光股份招股说明书，东亚前海证券研究所

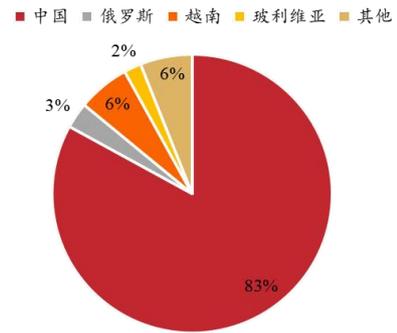
以钨为例，我国钨资源丰富，是最主要的钨生产国。根据美国地质调查局数据（USGS），2021年全球钨资源储量约为370万吨，其中中国钨资源储量占比达51%，是全球钨资源最丰富的国家。2021年全球钨矿石产量约为7.9万吨，其中国内钨矿山产量约为6.6万吨，占比达83%，为全球最主要钨生产国。

图表 28. 2021 年全球钨储量分布情况



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

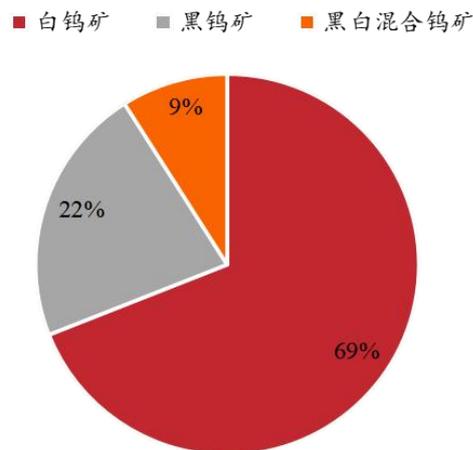
图表 29. 2021 年全球钨产量分布情况



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

我国钨矿以白钨矿为主，品位较低。2021 年我国白钨矿、黑钨矿、黑白混合钨矿占比分别为 69%、22%和 9%，其中白钨矿占比最大。相较于黑钨矿，白钨矿中富矿少，品位较低。此外，黑白混合钨矿一般与其他矿物共伴生，其成分复杂致使难选难冶。

图表 30. 2021 年我国钨矿类型分布情况



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

我国钨矿品位逐年降低，有望带动离子交换与吸附树脂需求上行。经过多年的开采，我国高品位优质黑钨矿储量较低，白钨精矿品位也逐年下降。目前国内钨工业可持续发展的战略选择是处理低品位高杂钨矿。离子交换与吸附树脂凭借其优异的分离选择性、较高的浓缩富集能力、简单的操作方式在钨矿冶炼中发挥越来越重要的作用。

3. 优势：产品升级+扩产，有望打开增长空间

3.1. 稳步推进在建项目，扩大公司产能

公司全面推进在建拟建项目，扩大公司产能。目前公司在建拟建产品项目包括年处理 15000 吨食品级树脂生产线项目、年产 2300 吨大孔吸附树脂技术改造项目 and 年产 54880 吨功能性高分子新材料项目：

食品级树脂生产线项目预计于 2023 年第二季度开始进行调试生产。年处理 15000 吨食品级树脂生产线项目总投资金额为 13600 万元，投产后预计实现年均净利润 3173.58 万元。截至 2022 年 11 月 9 日，该项目车间土建已完成，正在进行设备安装，并预计于 2023 年第二季度开始进行调试生产。

大孔吸附树脂技术改造项目预计于 2022 年 12 月投产。年产 2300 吨大孔吸附树脂技术改造项目总投资金额为 5229 万元，投产后预计实现年均净利润 1773.76 万元。截至 2022 年 11 月 9 日，该项目已完成主体建设，并预计于 2022 年 12 月投产。

高分子新材料项目预计于 2025 年 6 月完工。年产 54880 吨功能性高分子新材料项目以荆门争光新材料科技有限公司为实施主体，计划总投资额为 10 亿元，建设期至 2025 年 6 月。目前全资子公司荆门争光新材料科技有限公司已完成工商注册登记手续、土地竞拍手续、总图设计等工作，预计于 2022 年年底开工建设。随着上述项目陆续建成投产，公司产能规模有望进一步扩大，贡献公司业绩新增量。

图表 31. 公司在建拟建项目情况

项目内容	项目总投资金额 (亿元)	预计完工时间	项目进展情况 (截至 2022 年 11 月 9 日)	预计年均净利润 (万元)
年处理 15000 吨食品级树脂生产线及智能化仓库技术改造项目	1.36	2023 年第二季度开始进行调试生产	车间土建已完成，正在进行设备安装	3,173.58
年产 2300 吨大孔吸附树脂技术改造项目	0.52	2022 年 12 月	已完成主体建设	1,773.76
年产 54880 吨功能性高分子新材料项目	10	2025 年 6 月	全资子公司荆门争光新材料科技有限公司已完成工商注册登记手续、土地竞拍手续、总图设计等工作	-

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究

此外，公司在建拟建项目还包括厂区自动化升级改造项、宁波争光树脂有限公司离子交换树脂技术研发中心建设项目和争光总部经济及功能性高分子新材料研究院项目：

厂区自动化升级改造项目预计 2023 年 11 月完工。公司厂区自动化升级改造项目总投资金额为 4634 万元，2021 年项目完工进度为 10%，预计 2023 年 11 月 30 日完工。改造完成后厂区自动化程度将大幅提高，有利于降低人力成本，提高生产效率，同时可以优化产品质量，提高良品率。

离子交换树脂技术研发中心建设项目预计于 2023 年 11 月完工。宁波争光树脂有限公司离子交换树脂技术研发中心建设项目总投资金额为 4229 万元，2021 年项目完工进度为 1%，预计 2023 年 11 月 30 日完工。

争光总部经济及功能性高分子新材料研究院项目建设期为自实际开工建设之日起 24 个月内。争光总部经济及功能性高分子新材料研究院项目总投资额为 1.47 亿元，项目建设期为自实际开工建设之日起 24 个月内，公司拟与杭州余杭经济技术开发区管理委员会签署《招商协议书》，在协议书中公司承诺项目达产后，每亩均产值不低于 1000 万元，年缴纳税收不低于 105 万元/亩。上述项目建成后，有利于扩大公司研发实力，增强其竞争优势，为公司带来可持续的经济效益。

图表 32. 公司在建拟建项目情况

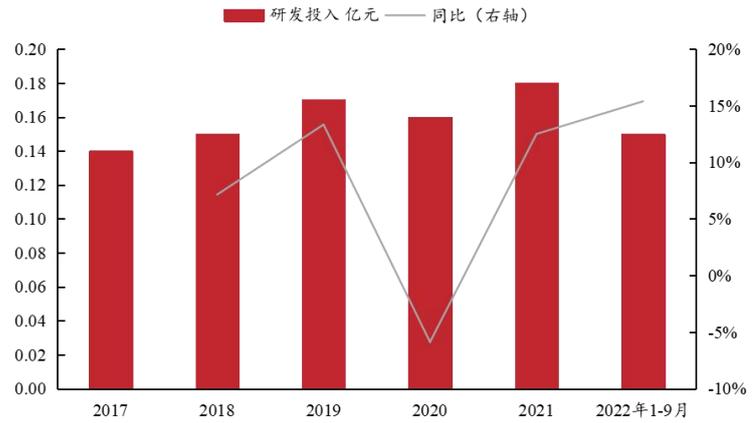
项目内容	项目总投资金额 (亿元)	预计完工时间	项目进展情况
厂区自动化升级改造项目	0.46	2023-11-30	2021 年末完工进度 10%
宁波争光树脂有限公司离子交换树脂技术研发中心建设项目	0.42	2023-11-30	2021 年末完工进度 1%
争光总部经济及功能性高分子新材料研究院项目	1.47	建设期自实际开工建设之日起 24 个月内竣工	争光总部经济及功能性高分子新材料研究院项目尚未开工

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究

3.2. 产品技术储备丰富、拓展新能源领域

研发投入持续加大，研发成果显著。2017-2021 年，公司研发投入逐年增长，年均复合增长率为 6.48%。2021 年公司研发投入金额为 0.18 亿元，同比增长 12.5%。2022 年前三季度公司研发投入为 0.15 亿元，同比增长 15.38%。公司研发成果显著，截至 2021 年末，公司共拥有 17 项专利，包括 13 项发明专利和 4 项实用新型专利。其中，公司主要专利产品离子交换与吸附树脂已实现产业化，可实现多品种批量供货，此自主研发的产品使公司成为行业引领者之一。

图表 33. 2017 年-2022 年前三季度公司研发投入情况



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

研发项目丰富，切入新能源领域。目前公司研发项目储备丰富，截至2021年末，公司主要研发项目累计8项，其中已完成的研发项目合计5项，该5项研发项目有利于进一步提高公司产品性能。公司积极开拓新能源市场，目前正在研发应用于盐湖提锂树脂合成技术，主要是为了开发锂提取吸附材料，开拓新能源市场。目前该项目已进入中试阶段，锂提取吸附材料的小试样品已达到国内同类产品技术标准要求。此外，根据公司公告，目前公司已在碳酸锂制备的分离和纯化阶段积累众多技术和产品，未来有望进一步拓展新能源应用领域。

图表 34. 公司主要研发投入情况

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
种子法 JLD 大孔阴阳树脂的研发	研发高强度、均粒大孔阴阳树脂	已完成	达到公司产品技术标准要求	提高产品性能，增强市场竞争力
除氧树脂的研发	研发载钨除氧树脂	已完成	达到国际同类产品技术标准要求	以国代进的标杆产品
全叔胺基团阴树脂的研发	研发全叔胺基团阴树脂	已完成	达到国际同类产品技术标准要求	进一步提升客户粘性和市场份额
高强度大孔弱碱阴树脂的研发	研发高强度大孔弱碱阴树脂	已完成	达到国内先进水平技术标准要求	提高产品性能，增强市场竞争力
固定化酶载体系列树脂的研发	研发固定化酶载体系列树脂	已完成	达到国内先进水平技术标准要求	拓展公司在医药行业的市场份额
尿激酶系列提取专用树脂的研发	研发提取尿激酶系列的专用树脂	小试	达到公司产品技术标准要求	拓展公司在医药行业的市场份额
应用于盐湖提锂树脂合成技术的研发	锂提取吸附材料	小试	达到国内同类产品技术标准要求	开拓公司在新能源领域的市场份额
一种性能优越的除氟树脂的开发	与传统的除氟树脂比较，具有吸附容量高，选择性强的特点	小试	达到国际同类产品技术标准要求	极大的拓展公司在饮用水、食品行业的应用空间

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究

积极布局新型锂吸附材料领域，拓展下游应用领域。目前公司已开始组织研发团队开发新型锂吸附材料，项目进展顺利。未来公司将力争尽快提供相关的吸附产品。此外，公司将同步研发推广应用于太阳能多晶硅领域中的纯化和催化树脂，目前各项基础工作均在开展过程中。未来随着公司不断开发拓展产品种类，拓宽下游应用领域，有望打开公司第二成长曲线。

3.3. 布局高端市场，实施进口替代

公司积极研发生产高端离子交换和吸附树脂，拓宽应用领域。目前公司掌握的中高端离子交换与吸附树脂技术包括核级树脂、大规模集成电路树脂、凝结水树脂、均粒树脂、粉末树脂以及食品级树脂等。核工业、电子、生物医药等新兴应用领域对离子交换与吸附树脂材料性能、应用工艺提出了更高要求，如高端工业水处理领域要求凝结水精处理树脂的机械强度更高、交换速度更快等，为行业提供了新的竞争空间。公司紧抓机遇，在高端领域积极布局，并在多个高端应用领域逐步实现部分进口替代。

在高端工业水处理领域，公司 ZGC650、ZGA550 等产品能够替代美国陶氏化学同类产品，用于火电厂和核电站凝结水精处理系统的高流速混床，具有高交换容量、耐温性能好、抗氧化性强等特点。公司在高端工业水处理领域的“火电超临界发电机组中压系统凝结水精处理用混床树脂”被科

技部认定为国家级火炬计划项目，加速了进口替代进程。

在食品领域，公司 ZGSPC106Ca 产品能够部分替代美国陶氏化学产品，实现果葡糖液中果糖和葡萄糖分离，具有粒度均匀、钙型率高等特点；公司 SD300 系列大孔吸附树脂产品能够部分替代美国陶氏化学及英国漂莱特同类产品，可用于糖、糖醇类料液脱除异味，具有交换容量大、机械强度高、抗污染能力强等特性。

在核工业领域，公司 ZGCNR50、ZGANR140 等产品能够部分替代美国陶氏化学及英国漂莱特产品，用于去除核工业用水中包含放射性元素在内的阳离子或阴离子，具有动力学性能优良、抗渗透强度极佳等特点。此外，公司是国内同行业中第一家获得国内核电领域准入资格的企业，并经中核集团评审列入中核集团总部合格供应商名录。

图表 35. 公司产品进口替代情况

产品	替代产品	应用领域
ZGC650、ZGC650G、ZGA550、ZGA550G 等	美国陶氏化学同类产品	火电、核电、超临界、超超临界等大型发电机组
ZGSPC106Ca 色谱分离树脂	美国陶氏化学产品	果葡糖分离
ZGCNR50Li、ZGCNR80、ZGANR140、ZGCNR170 等	美国陶氏化学及英国漂莱特产品	核工业系列树脂
SD300 系列大孔吸附树脂	美国陶氏化学及英国漂莱特同类产品	食品行业脱除异味

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究

4. 盈利预测

随着公司在建项目的稳步推进，我们做以如下假设：未来公司的业绩增量主要来源于食品级树脂生产线、大孔吸附树脂和功能性高分子新材料，其中大孔吸附树脂和食品级树脂或将于 2023 年陆续释放增量。同时我们以项目预计年均净利润为依据。

结合行业周期景气上行，我们预期 2022/2023/2024 年公司的营业收入分别为 6.21/6.68/8.28 亿元，归母净利润分别为 1.75/1.54/1.96 亿元，对应 EPS 分别为 1.32/1.16/1.47 元，以 2022 年 12 月 29 日收盘价 27.33 元为基准，对应 PE 分别为 20.77/23.66/18.60 倍。此外，公司 2022 年前三季度获得塘栖厂区拆迁收入约 1.24 亿元以及非经常性损益金额约 0.74 亿元，剔除上述收入及非经常性损益金额，对应的 2022/2023/2024 年公司的营业收入分别为 4.97/6.68/8.28 亿元，归母净利润分别为 1.01/1.54/1.96 亿元。结合行业景气度，看好公司的发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 36. 公司主营业务收入预测 (亿元)

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
食品及饮用水					
收入	1.71	1.60	1.76	2.96	3.76
YOY	5%	-6%	10%	68%	27%
收入占比	34.49%	35.49%	28.38%	44.29%	45.40%
工业水处理					
收入	1.51	1.53	1.61	1.69	1.69
YOY	-12.4%	1.6%	5.0%	5.0%	0.0%
收入占比	30.55%	34.00%	25.96%	25.32%	20.43%
其他行业					
收入	1.13	1.30	1.49	1.96	2.76
YOY	19.2%	15.6%	13.94%	31.67%	40.89%
收入占比	22.81%	28.89%	23.94%	29.29%	33.29%
其他业务					
收入	0.60	0.07	1.35	0.07	0.07
YOY	898.67%	-87.82%	1744.22%	-94.58%	0.00%
收入占比	12.14%	1.62%	21.72%	1.09%	0.88%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

5. 风险提示

产能建设不及预期、原材料价格异常波动、国内疫情反复等。

1、产能建设不及预期：目前公司在建及拟建项目丰富，宏观政策、天气等因素将对项目推进产生不确定性的影响，或将导致公司产能建设不及预期。

2、原材料价格异常波动：公司原材料成本占营业成本的比例较高，受国内外市场供需情况影响，或将导致公司原材料价格大幅波动，进而对公司的生产经营产生影响。

3、国内疫情反复：疫情反复致使经济状况不确定性较大，可能会对行业上下游产生影响，进而影响到公司的生产经营情况。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	451.34	620.71	668.06	828.07
%同比增速	-8.71%	37.52%	7.63%	23.95%
营业成本	303.75	377.27	428.89	530.23
毛利	147.59	243.44	239.18	297.84
%营业收入	32.70%	39.22%	35.80%	35.97%
税金及附加	4.53	3.99	4.25	5.00
%营业收入	1.00%	0.64%	0.64%	0.60%
销售费用	23.63	26.67	26.89	30.63
%营业收入	5.23%	4.30%	4.03%	3.70%
管理费用	20.66	22.28	26.19	30.51
%营业收入	4.58%	3.59%	3.92%	3.68%
研发费用	17.67	21.08	22.69	26.34
%营业收入	3.91%	3.40%	3.40%	3.18%
财务费用	-1.20	-11.66	-14.22	-15.27
%营业收入	-0.27%	-1.88%	-2.13%	-1.84%
资产减值损失	-2.46	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.27	0.00	0.00	0.00
其他收益	1.67	2.30	2.98	3.38
投资收益	1.59	20.61	2.35	2.91
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
营业利润	83.37	203.97	178.69	226.90
%营业收入	18.47%	32.86%	26.75%	27.40%
营业外收支	0.98	0.73	0.75	0.78
利润总额	84.35	204.70	179.43	227.68
%营业收入	18.69%	32.98%	26.86%	27.50%
所得税费用	10.68	29.27	25.41	31.78
净利润	73.67	175.43	154.02	195.91
%营业收入	16.32%	28.26%	23.06%	23.66%
归属于母公司的净利润	73.67	175.43	154.02	195.91
%同比增速	-42.18%	138.11%	-12.20%	27.19%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	0.70	1.32	1.16	1.47

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.70	1.32	1.16	1.47
BVPS	11.58	13.02	14.18	15.65
PE	55.44	20.77	23.66	18.60
PEG	—	0.15	—	0.68
PB	3.35	2.10	1.93	1.75
EV/EBITDA	44.48	14.32	14.70	10.50
ROE	4.77%	10.10%	8.15%	9.39%
ROIC	4.51%	8.38%	7.28%	8.53%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	818.78	989.30	1059.43	1304.60
交易性金融资产	430.92	430.92	430.92	430.92
应收账款及应收票据	74.31	122.93	147.27	159.12
存货	112.99	117.56	168.36	137.99
预付账款	2.85	2.93	3.47	4.35
其他流动资产	51.16	80.93	71.15	104.70
流动资产合计	1491.01	1744.57	1880.62	2141.69
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	108.18	118.76	123.28	126.35
无形资产	9.47	9.46	9.45	9.44
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	3.20	3.20	3.20	3.20
其他非流动资产	32.75	21.40	17.44	16.36
资产总计	1644.62	1897.40	2033.98	2297.03
短期借款	19.27	19.27	19.27	19.27
应付票据及应付账款	46.06	82.95	63.33	117.07
预收账款	1.39	3.47	2.93	3.78
应付职工薪酬	18.18	23.02	26.03	32.17
应交税费	2.75	11.15	10.75	12.46
其他流动负债	11.80	20.35	20.46	25.16
流动负债合计	99.44	160.21	142.76	209.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.01	0.01	0.01	0.01
其他非流动负债	0.89	0.89	0.89	0.89
负债合计	100.34	161.10	143.66	210.80
归属于母公司的所有者权益	1544.28	1736.30	1890.32	2086.23
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益	1544.28	1736.30	1890.32	2086.23
负债及股东权益	1644.62	1897.40	2033.98	2297.03

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	50.33	167.93	79.28	258.70
投资	-420.00	0.00	0.00	0.00
资本性支出	-19.13	-13.59	-14.94	-17.33
其他	-22.03	20.64	2.42	3.02
投资活动现金流净额	-461.16	7.06	-12.52	-14.31
债权融资	-8.50	0.00	0.00	0.00
股权融资	1123.61	16.59	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	19.56	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-0.30	-0.62	-0.62	-0.62
其他	-25.96	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	1108.41	15.97	-0.62	-0.62
现金净流量	696.10	190.95	66.14	243.76

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑倩怡，东亚前海证券研究所轻工组组长。华威大学金融数学硕士。2019年加入东亚前海证券。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>