

天赐材料(002709)新股分析报告

# 卡波姆树脂与六氟磷酸锂是最大看点

## 投资要点

- **质地优越, 建议参与网上发行:** 公司拥有个人护理品材料、锂离子电池材料及有机硅材料三大主业, 其中个人护理品材料占收入和毛利的半壁江山, 跨国客户开拓顺利, 竞争优势明显。个人护理品中卡波姆树脂打破国外垄断, 产能居世界第二, 产品供不应求, 随着募投项目的逐步投产, 将成为业绩增长的亮点; 公司拥有锂离子电池核心原材料六氟磷酸锂的研发和生产能力, 是A股中唯一一家具备六氟磷酸锂——锂离子电池材料一体化生产的企业, 拥有成本竞争优势。同时, 随着六氟磷酸锂对外销售增加, 将带动业绩增长。我们预计公司2013-2015年的EPS分别为0.61元、0.66元、0.74元, 13.66元的发行价对应PE分别为22.31倍、20.79倍、18.35倍, 参考可比公司估值情况及公司未来的成长性, 我们认为给予公司2013年21—24倍的估值是合理的, 对应合理估值区间12.81—14.64元, 建议投资者参与申购。
- **大力开拓跨国公司客户, 奠定个人护理品材料稳定增长。** 中国个人护理品行业增长速度高于全球平均水平, 同时, 跨国个人护理品企业在中国拥有60%左右的市场份额, 且呈现逐步增加趋势。公司积极开拓跨国公司客户, 逐步进入国际市场认证体系, 已与宝洁、RITA、拜尔斯道夫(BDF)、高露洁等跨国公司建立了合作关系, 成为其材料供应商, 奠定个人护理品材料稳定增长。
- **锂离子电池材料市场空间巨大。** 传统消费领域手机、电脑、电动工具和自行车销量保持稳定增长, 特别是智能手机和平板电脑增长较快; 新能源汽车和储能设备是锂离子电池材料快速增长的新动力; 同时, 锂电池替代铅酸电池也是行业发展的趋势, 推动锂离子电池需求增长。
- **募投项目: 围绕锂电及日化扩建产能, 公司战略发展定位清晰。** 公司本次发行募集资金投资项目包括“6,000t/a 锂电池和动力电池材料项目”、“1,000t/a 锂离子电池电解质材料项目”、“3,000t/a 水性聚合物树脂材料项目”及研发中心建设, 项目全部围绕主营业务和发展战略展开, 用于扩大锂离子电池、锂离子电池电解质及卡波姆树脂等个人护理品材料的产能, 完善原材料供应, 增强研发实力。
- **风险提示:** 锂离子电池电解质及六氟磷酸锂价格下降风险; 技术竞争加剧风险。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	554.12	600.93	726.49	866.58
增长率	17.67%	8.45%	20.89%	19.28%
归属母公司净利润(百万元)	63.06	60.50	64.90	73.54
增长率	36.83%	-4.06%	7.27%	13.30%
每股收益EPS(元)	0.64	0.61	0.66	0.74
PE	21.40	22.31	20.79	18.35
PB	2.80	2.49	1.50	1.38

数据来源: 西南证券

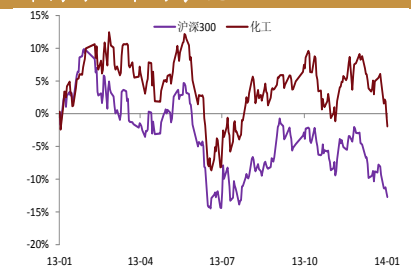
## 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 023-63786519  
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

研究助理: 李晓迪  
电话: 010-57631196  
邮箱: lxdi@swsc.com.cn

## 所属行业市场表现



数据来源: 西南证券

## 本次发行情况

发行前总股本(万股)	9880
本次发行(万股)	2162
发行后总股本(万股)	12042
2012年每股收益(摊薄后)(元)	0.61

## 主要指标(2012年)

每股净资产(元)	4.88
毛利率(%)	34.64
流动比率(倍)	1.96
速动比率(倍)	1.48
应收账款周转率(次)	3.36
资产负债率(合并报表)(%)	26.64
净资产收益率(加权平均)(%)	13.09

## 相关研究

## 目 录

<b>一、三大业务并行发展</b> .....	<b>1</b>
（一）公司概况.....	1
（二）公司业务结构.....	2
（三）公司股权结构.....	5
<b>二、行业竞争格局及公司地位</b> .....	<b>6</b>
（一）个人护理品竞争激烈，下游跨国公司市场份额逐步提升.....	6
（二）拥有核心技术的锂离子电解液生产商.....	7
（三）中端有机硅橡胶材料供应商.....	8
<b>三、行业需求状况</b> .....	<b>8</b>
（一）个人护理品材料稳定增长.....	9
（二）电子产品及新能源汽车带动锂离子电池材料的快速增长.....	11
<b>四、公司竞争优势</b> .....	<b>15</b>
（一）技术研发优势.....	15
（二）技术服务优势.....	15
（三）产品优势.....	16
（四）国际市场开拓优势.....	16
<b>五、募投项目情况</b> .....	<b>17</b>
<b>六、盈利预测与投资建议</b> .....	<b>17</b>
<b>七、风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 插图目录

图 1: 公司发展轨迹.....	1
图 2: 2008 年以来公司营业收入及增速.....	2
图 3: 2008 年以来公司净利润及增速.....	2
图 4: 2008 年以来公司毛利率和净利率.....	3
图 5: 2008 年以来公司三费率情况.....	3
图 6: 公司各项收入占比.....	3
图 7: 2010 年以来公司分产品收入状况.....	4
图 8: 2013 年中期公司分产品收入状况.....	4
图 9: 2010 年以来公司分产品毛利状况.....	4
图 10: 2013 年中期公司分产品毛利状况.....	4
图 11: 2010 年以来公司境内外收入状况(万元).....	5
图 12: 2013 年中期公司境内外收入状况.....	5
图 13: 公司发行上市前股权及组织结构.....	6
图 14: 2009 年个人护理品行业前十大企业市场份额(%).....	7
图 15: 内外资品牌的市场份额变化(%).....	7
图 16: 2007-2013 年全球个人护理品市场规模(亿美元).....	10
图 17: 2007 年-2013 年中国个人护理品市场规模(亿美元).....	10
图 18: 2007-2013 年全球个人护理品材料市场规模(亿美元).....	10
图 19: 2007 年-2013 年中国个人护理品材料市场规模(亿美元).....	10
图 22: 2010 年以来中国手机产量及累计同比.....	12
图 23: 2010 年以来中国笔记本电脑产量及累计同比.....	12

## 表格目录

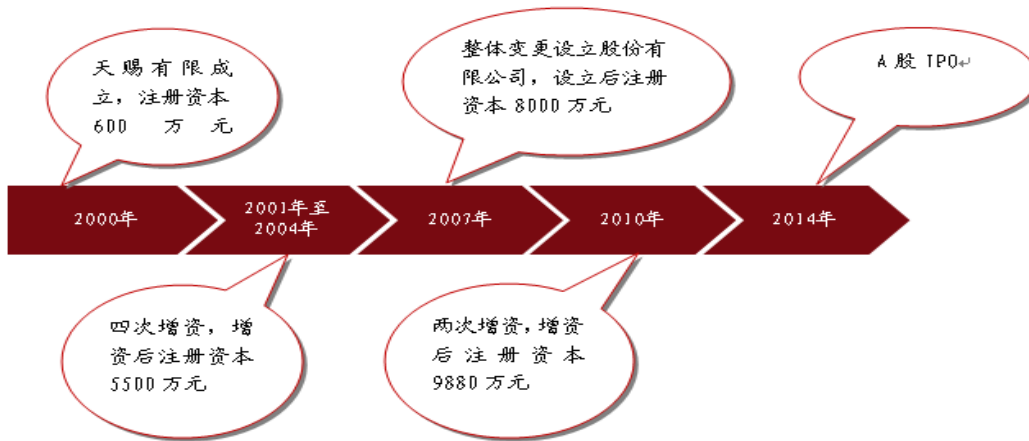
表 1: 公司产品、用途及主要客户 .....	1
表 2: 公司股权结构 .....	5
表 3: 公司子公司概况 .....	6
表 4: 个人护理品产品国内外主要竞争对手 .....	7
表 5: 公司锂离子电解液市场份额 .....	7
表 6: 国内锂离子电解液主要生产企业 .....	8
表 7: 六氟磷酸锂主要厂商及产能情况 .....	8
表 8: 个人护理品分类及功能 .....	9
表 9: 新能源汽车及锂离子电解液需求概况 .....	14
表 10: 公司研究成果所获荣誉 .....	15
表 11: 主要跨国公司客户销售情况（万元） .....	16
表 12: 公司募投项目情况 .....	17
表 13: 分项收入成本预测表 .....	17
表 14: 可比公司估值情况 .....	18
附录: 财务预测表（单位: 百万元） .....	20

## 一、三大业务并行发展

### （一）公司概况

公司成立于2000年，经过连续四次增资后，在2007年引进17位自然人股东，同年变更为股份有限公司，2014年A股首发。

图 1：公司发展轨迹



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司主营为精细化工新材料的研发、生产和销售，主要包括个人护理品材料、锂离子电池材料及有机硅橡胶材料三大业务板块。

经过多年发展，公司已具备提供个人护理品系列材料的研发及工艺能力，形成了表面活性剂、硅油、水溶性聚合物、阳离子调理剂等系列产品，每个系列包含多个种类和型号的产品，涵盖个人护理所需的多种功能。同时在锂离子电池材料领域，公司已突破了锂离子电池电解液核心材料—六氟磷酸锂的工艺壁垒，实现了六氟磷酸锂的规模化生产。

在个人护理品材料领域，公司在稳定发展国内市场的基础上，积极拓展跨国公司业务。报告期内公司已进入宝洁、RITA、拜尔斯道夫（BDF）、高露洁等跨国个人护理品企业全球采购体系。在锂离子电池材料领域，公司已成为新能源汽车企业万向电动汽车、合肥国轩等的电解液供应商。在有机硅橡胶材料领域，公司开拓了泉州伟邦、中山泰峰等客户。

表 1：公司产品、用途及主要客户

		典型产品	下游	主要客户
个人护理材料	表面活性剂	甜菜碱	人护理品行业	宝洁、广东拉芳、RITA、拜尔斯道夫(BDF)
		咪唑啉		
		氧化胺		
	硅油	透明硅油		
		乳化硅油		
	阳离子调理剂	纤维素		
水溶性聚合物	瓜尔胶			
		卡波姆树脂		

	典型产品	下游	主要客户
锂离子电池材料	锂离子电池电解液	锂离子电池行业	万向电动汽车、深圳沃特玛、合肥国轩
有机硅橡胶材料	液体硅橡胶系列产品	模具、电子电力产品行业	泉州伟邦、中山泰峰
	电力电缆用硅橡胶		

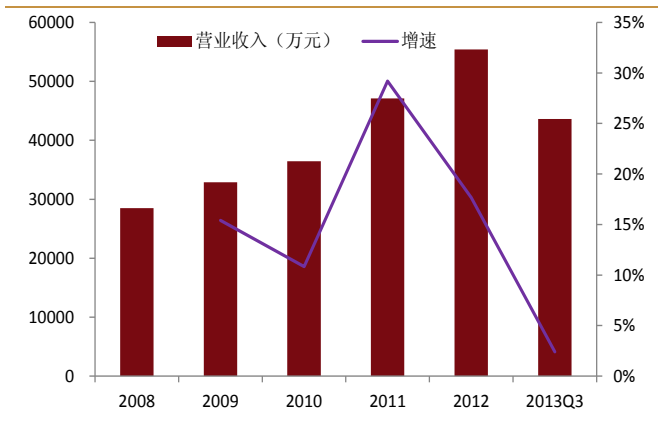
数据来源：招股说明书，西南证券整理

## （二）公司业务结构

### 1、收入及净利增速有所下降

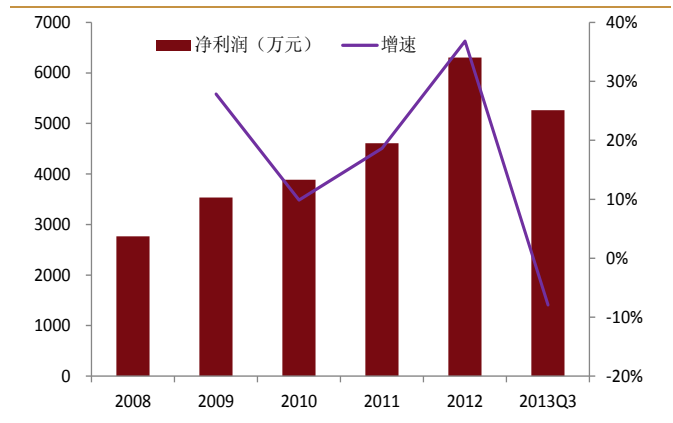
公司 2012 年收入达到 5.54 亿元，归属于母公司净利润为 6306.44 万元，2008-2012 年收入、净利润 CAGR 分别为 18.09%、22.88%，2013 年前三季度收入、净利分别为 4.36 亿元、5263.62 万元，同比增长 2.42%、-7.91%。自 2012 年开始，公司营业收入有所下滑，主要是六氟磷酸锂实现国产化，锂离子电池材料成本大幅下降，同时为了抢占市场份额，公司主动降低了锂离子电池材料的价格，造成营业收入增速自 2012 年开始有所下降。

图 2：2008 年以来公司营业收入及增速



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 3：2008 年以来公司净利润及增速

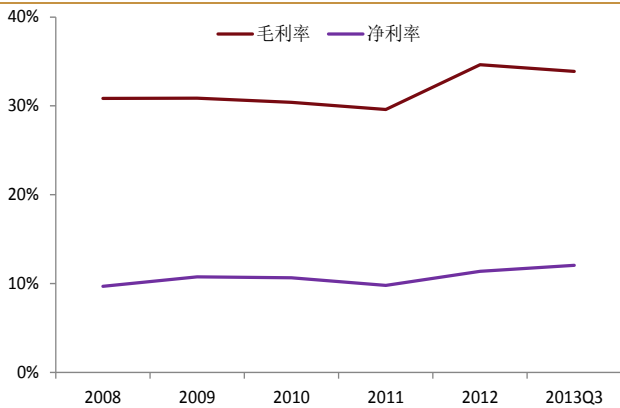


数据来源：招股说明书，西南证券整理

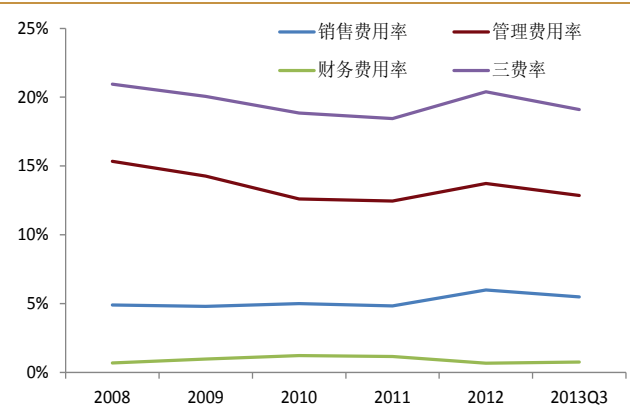
### 2、盈利能力逐步提升，三费率稳定

2008-2011 年，公司毛利率、净利率基本在 30% 左右、10% 左右，2012-2013 年随着六氟磷酸锂产量的增加，锂离子电池材料成本逐步下降，毛利率和净利率分别提升到 33%-34% 左右、11%-12% 左右。

公司三费率基本维持在 20% 左右，其中管理费用率占比较大，约占 12%-14%，销售费用率在 5% 左右，其他为财务费用率，预计随着公司上市，三费率会有所下降。

**图 4：2008 年以来公司毛利率和净利率**


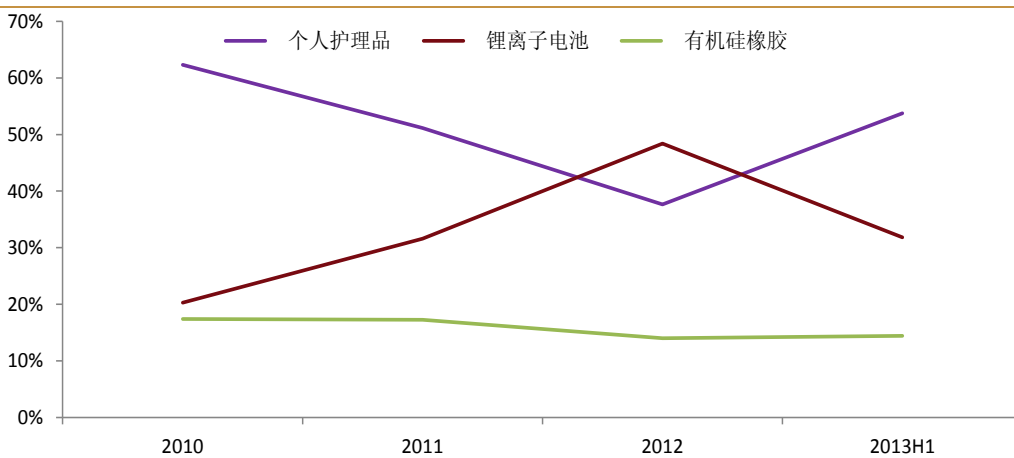
数据来源：招股说明书，西南证券整理

**图 5：2008 年以来公司三费率情况**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

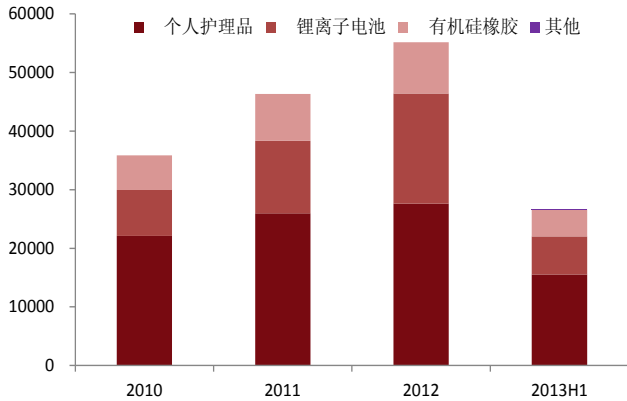
### 3、个人护理品和锂离子电池材料贡献收入毛利超过 80%

自 2010 年以来，有机硅材料在收入中占比基本维持在 15%-17% 的水平，而个人护理品与锂离子电池材料呈现有升有降的趋势，2011 年和 2012 年，锂离子电池材料需求旺盛，收入增速较快，占比从 2010 年的 17.97% 上升到 2012 年的 25.41%，个人护理品材料在收入中占比从 2010 年的 61.64% 下降到 2012 年的 50.12%。

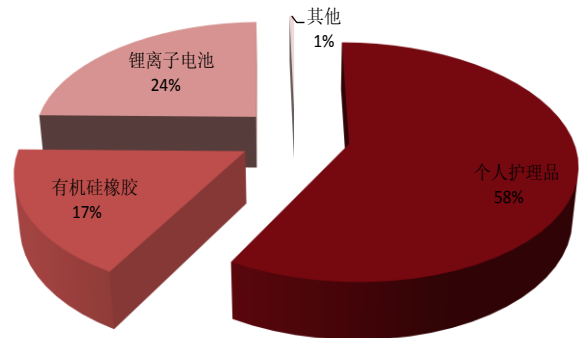
**图 6：公司各项收入占比**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2013 年中期，个人护理品材料、锂离子电池材料、有机硅橡胶材料分别贡献收入的 58.09%、19.60%、17.15%，其中个人护理品材料过半。

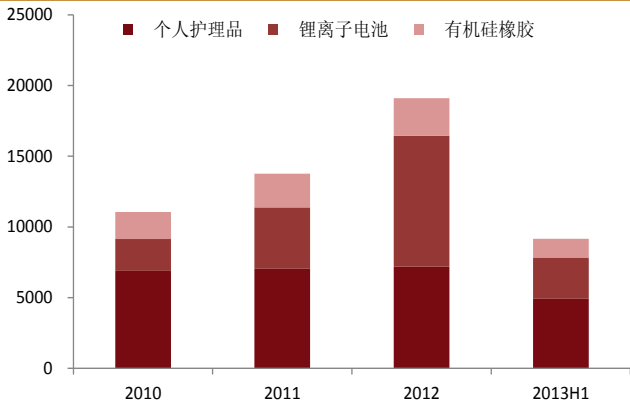
**图 7：2010 年以来公司分产品收入状况**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

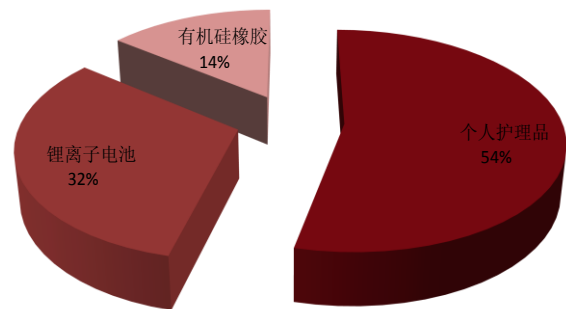
**图 8：2013 年中期公司分产品收入状况**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2011 年至 2012 年，随着公司六氟磷酸锂销量的增加，公司锂离子电池材料贡献毛利比例逐步提升，自 2010 年的 20.30% 提升到 2012 年的 48.38%；2013 年上半年由于锂离子电池材料价格的下降导致其毛利率贡献降至 31.83%，而个人护理品贡献 53.76% 的毛利。

**图 9：2010 年以来公司分产品毛利状况**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

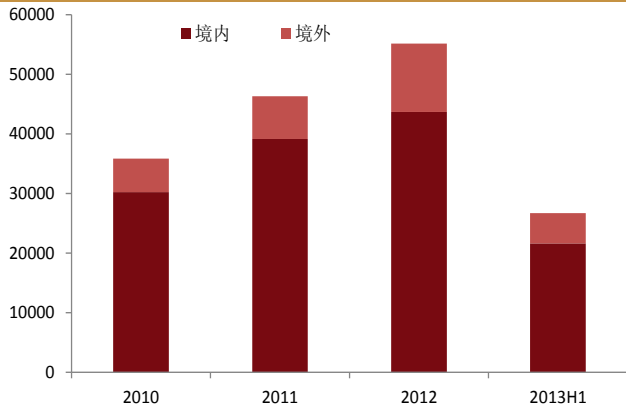
**图 10：2013 年中期公司分产品毛利状况**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

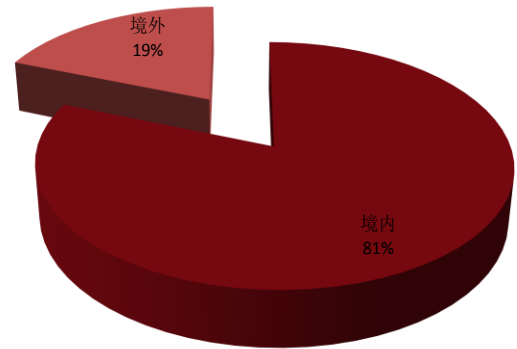
#### 4、境内贡献约 80% 的收入

公司主营收入主要来自境内，2010 年、2011 年、2012 年及 2013 年中期，境内收入占比分别为 84.30%、84.49%、79.20% 及 80.98%。同时，国内个人护理品生产企业集中于珠三角及长三角地区，珠三角贡献收入略超 50%，其中广东占比 10%-20%。



**图 11: 2010 年以来公司境内外收入状况 (万元)**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**图 12: 2013 年中期公司境内外收入状况**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

### (三) 公司股权结构

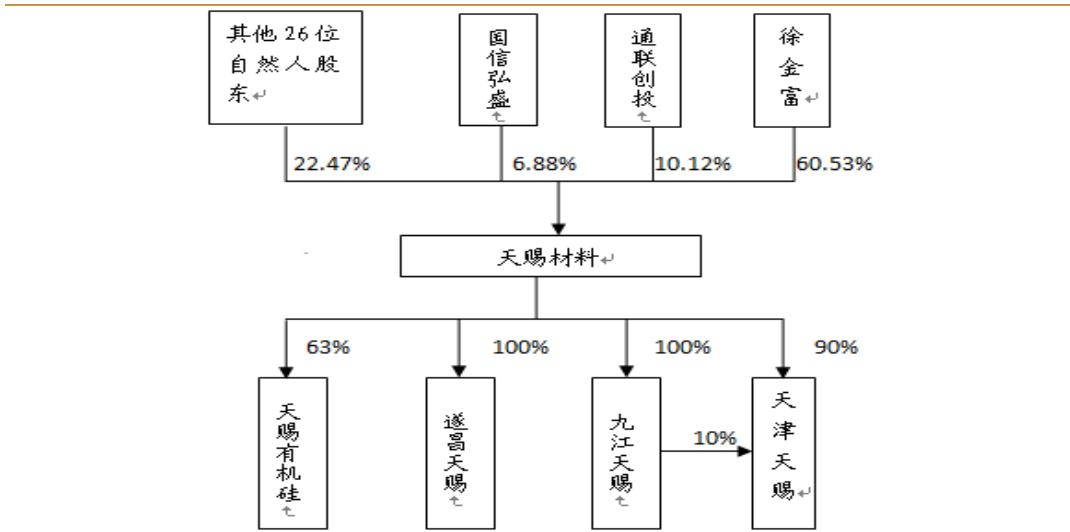
前 10 大股东合计持有 93.50% 的股份, 其中徐金富先生持有公司 5,980.03 万股, 占比 60.53%, 为公司控股股东、实际控制人, 现任公司董事长。

**表 2: 公司股权结构**

股东名称	持股数量(万股)	持股比例 (%)	股本性质
徐金富	5,980	60.53	个人股
通联创业投资股份有限公司	1,000	10.12	境内法人股
国信弘盛投资有限公司	680	6.88	国家股
林飞	323	3.27	个人股
李兴华	313	3.17	个人股
徐金林	308	3.12	个人股
吴镇南	278	2.81	个人股
林祥坚	145	1.47	个人股
蔡振云	110	1.12	个人股
侯毅	100	1.01	个人股
<b>合计</b>	<b>9,587</b>	<b>93.50</b>	—

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司拥有 3 家全资子公司——遂昌天赐、九江天赐及天津天赐; 1 家控股子公司——天赐有机硅。

**图 13: 公司发行上市前股权及组织结构**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**表 3: 公司子公司概况**

名称	股权结构	主营业务	财务数据
天赐有机硅	天赐材料 63%、伟盛贸易 37%	生产精细化工新材料	资产总额为 7,576.48 万元, 净资产为 3,669.16 万元, 2012 年度净利润为 961.16 万元
遂昌天赐	天赐材料 100%	生产精细化工新材料	资产总额为 1,101.71 万元, 净资产为 795.11 万元, 2012 年度净利润为 199.21 万元。
九江天赐	天赐材料 100%	生产精细化工新材料	资产总额为 27,346.52 万元, 净资产为 10,177.30 万元, 2012 年度净利润为 1060.66 万元。
天津天赐	天赐材料 90%、九江天赐 10%	精细化工材料贸易	—

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

## 二、行业竞争格局及公司地位

### (一) 个人护理品竞争激烈, 下游跨国公司市场份额逐步提升

中国的个人护理品材料市场竞争较为激烈, 行业集中度较低。国内个人护理品材料供应商有 1,000 多家, 主要客户为国内个人护理品企业; 目前已进入中国市场的国际个人护理品材料提供商主要针对跨国个人护理品企业等中高端市场, 占据着较大的市场份额。

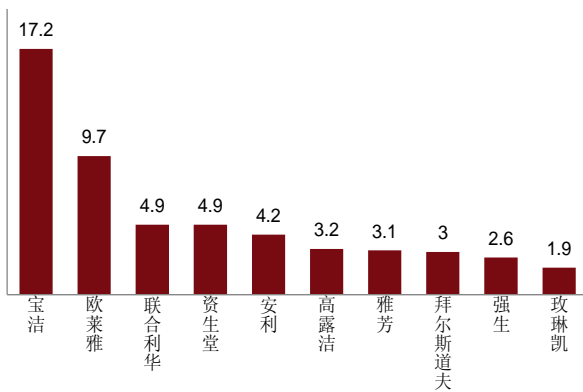
目前, 公司已经具备提供个人护理品系列材料的研发及工艺能力, 形成了表面活性剂、硅油、水溶性聚合物、阳离子调理剂等系列产品, 每个系列包含多个种类和型号的产品, 涵盖个人护理所需的多种功能; 公司是国内最大的卡波姆树脂产品、个人护理品用高粘度硅油系列产品生产企业之一。与国内企业相比, 公司在技术水平、研发能力与市场规模方面具有一定的竞争优势。

**表 4: 个人护理品产品国内外主要竞争对手**

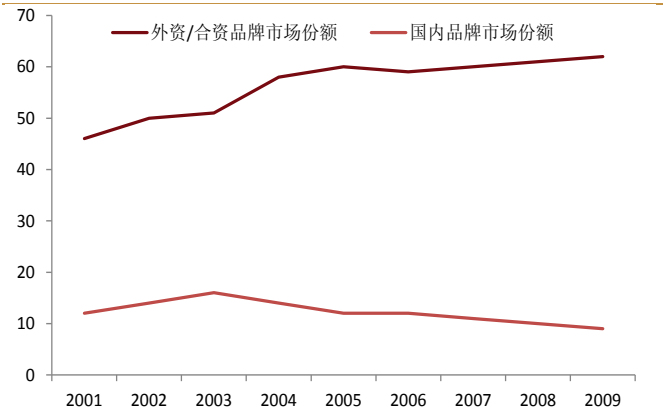
产品系列	国外主要竞争对手	国内主要竞争对手
表面活性剂	罗地亚	南京中狮、广州东雄
硅油	道康宁	
阳离子调理剂	爱美高	
水溶性聚合物	路博润	

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

国内个人护理品市场竞争激烈, 据不完全统计, 宝洁、联合利华、欧莱雅和资生堂等企业在中国的销售额超过 500 亿元, 占据中国市场的一半以上。2009 年个人护理品行业, 国内销售规模前十大企业均为外资或者合资企业, 合计占据市场份额达到 54.7%, 并且呈现上升趋势。

**图 14: 2009 年个人护理品行业前十大企业市场份额 (%)**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**图 15: 内外资品牌的市场份额变化 (%)**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

## (二) 拥有核心技术的锂离子电解液生产商

目前, 全球锂离子电池电解液的供应商主要集中在中国、日本、韩国。国产锂离子电池电解液自 2002 年进入市场逐步取代进口产品, 国内锂离子电池生产商电解液配套已基本实现国产化, 只有少部分使用进口电解液。

**表 5: 公司锂离子电解液市场份额**

锂离子电解液	2009	2010	2011	2012
销量 (吨)	525	953	1687	2596
全球锂离子电解液销量 (吨)	26000	30,000	43,720	83360
公司全球市场占有率	2.02%	3.18%	3.86%	3.11%

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

除公司外, 国内生产电解液的企业主要有国泰华荣、东莞杉杉、深圳新宙邦、天津金牛等。

**表 6: 国内锂离子电池电解液主要生产企业**

锂离子电池电解液生产企业	现有产能(吨)	新建产能
国泰华荣	10,000	—
深圳新宙邦	3,600	正在建设 5,000 吨锂离子电池电解液
天赐材料	3,200	正在建设 3,800 吨锂离子电池电解液
多氟多	0	200 吨六氟磷酸锂项目已于 2011 年建成投产, 正在建设 20,000 吨锂离子电池电解液

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

由于锂离子电池电解液的核心材料六氟磷酸锂的生产技术较长时间内集中在日本企业, 导致锂离子电池电解液的生产企业的核心竞争力体现为是否掌握六氟磷酸锂的生产技术。2011 年公司成功实现了六氟磷酸锂的自产, 降低了锂离子电池电解液的生产成本。除本公司外, 国内掌握六氟磷酸锂的生产技术的企业主要有多氟多、九九久。

**表 7: 六氟磷酸锂主要厂商及产能情况**

产商	现有产能	备注
日本森田化学	3,000 吨	全球最大的六氟磷酸锂供应商, 主要供应日本三菱和国泰华荣
日本关东电化	950 吨	主要供给日本宇部实业公司
SUTERAKEMIFA	800 吨	主要供给韩国 ECOPEO
蔚山化学	350 吨	—
多氟多	2,200 吨	—
九九久	700 吨	新建 1,300 吨
天赐材料	300 吨	2011 年 3 月建成投产, 正新建 700 吨

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

### （三）中端有机硅橡胶材料供应商

目前国内液体硅橡胶行业生产厂家众多, 但大部分集中在低端产品领域, 中端产品主要由外资企业、合资企业及行业内个别龙头企业生产, 高端产品大部分依赖进口。

公司有机硅橡胶材料位于行业中端, 主要竞争对手有回天胶业、硅宝科技、广州新展、广州白云、杭州之江等。

## 三、行业需求状况

公司的主要产品为个人护理品材料、锂离子电池材料及有机硅橡胶材料, 都属于精细化工业材料产品。其中, 个人护理品材料广泛应用于洗发水、沐浴露、洗面奶等个人护理品行业中。锂离子电池材料则主要应用于各类笔记本电脑电池、手机电池、新能源汽车电池行业中。有机硅橡胶材料则主要应用于电子、模具等下游行业中。

## （一）个人护理品材料稳定增长

### 1、个人护理品概况

个人护理品，是指以涂擦、喷洒或者其他类似的方法，散布于人体各个部位以达到清洁、消除不良气味、保养、美容和修饰目的的日用化学品。除了个人护理品外，日用化学品还包括家庭护理品，比如洗衣粉、洗衣液、清洁剂等。

个人护理品材料，是指个人护理品生产过程中要用到的、起某种特定功能的精细化学品材料。个人护理品材料种类繁多，按不同功能个人护理品材料可分为通用基质材料和功能性添加剂两大类。

表 8：个人护理品分类及功能

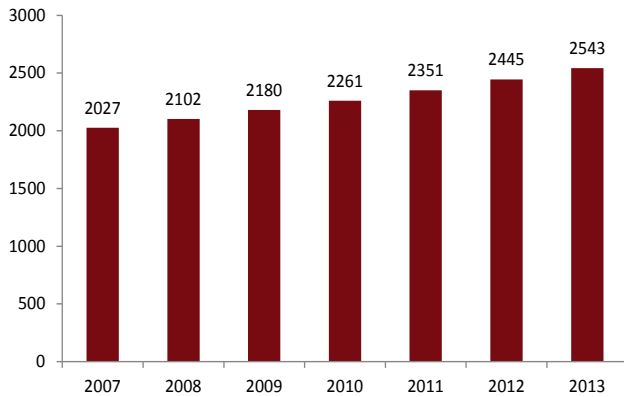
基本分类	原料分类	功能
通用基质材料	油质材料	护肤、润湿、柔软、定型、美发
	粉质材料	遮盖、滑爽、附着、吸收、延展
	胶质材料	粘结、增稠、成膜、乳化
	表面活性剂	降低表面张力、润湿、破乳、起泡、增溶、分散、洗涤、防腐
功能性添加剂	调理剂	调理
	增稠稳定剂	增稠、稳定
	防腐剂	防腐
	去屑剂	去屑
	保湿剂	保湿
	粘结剂	粘结
	抗氧化剂	抗氧化
	紫外线吸收剂	吸收紫外线
	抑汗剂	抑汗
祛臭剂	除臭	

数据来源：招股说明书，西南证券整理

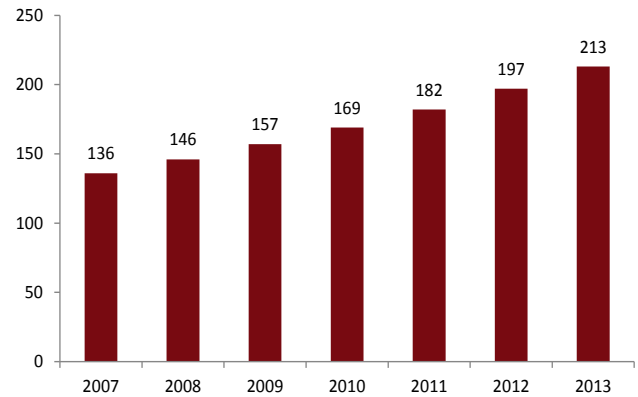
### 2、个人护理品及其材料市场空间巨大

2006 年全球个人护理品市场已达 1,955 亿美元，2002 至 2006 年复合增长率达 3.6%，其中美国、日本、中国是全球前三大市场，中国是增长速度最快的国家之一，预计 2010 年到 2013 年全球个人护理品的复合增长率达到 4%，2013 年全球个人护理品的市场规模将达到 2,543 亿美元。

中国个人护理品行业的增长速度高于全球平均水平，2004-2008 年复合增长率达 7.4%，预计 2010 年到 2013 年中国个人护理品的复合增长率将达到 8%，2013 年中国个人护理品的市场规模将达到 213 亿美元。

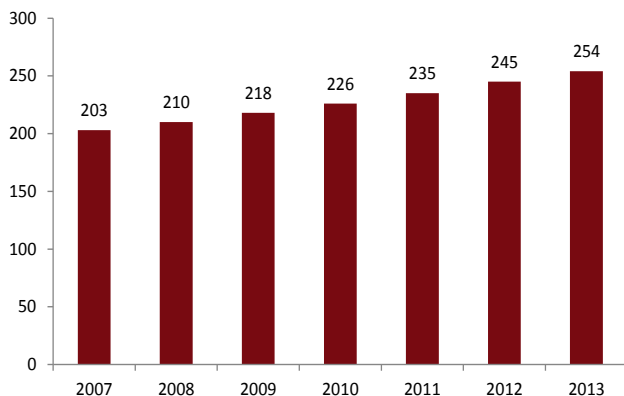
**图 16: 2007-2013 年全球个人护理品市场规模 (亿美元)**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

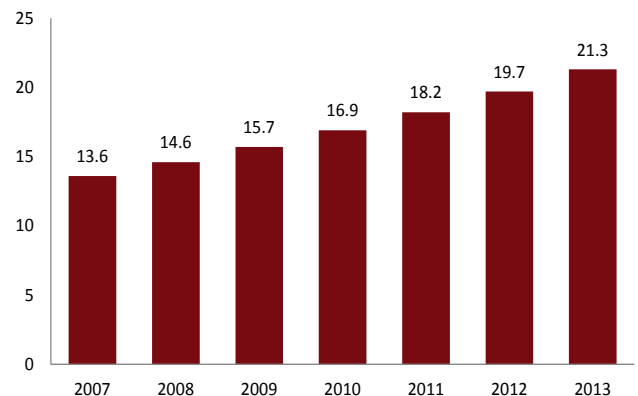
**图 17: 2007 年-2013 年中国个人护理品市场规模 (亿美元)**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

一般认为, 个人护理品材料与个人护理品的平均产值比为 1: 10。按照这一比例, 预计到 2013 年全球个人护理品材料的市场规模将达到 254 亿美元, 中国护理品材料的市场规模将达到 21.3 亿美元, 市场规模巨大。

**图 18: 2007-2013 年全球个人护理品材料市场规模 (亿美元)**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**图 19: 2007 年-2013 年中国个人护理品材料市场规模 (亿美元)**


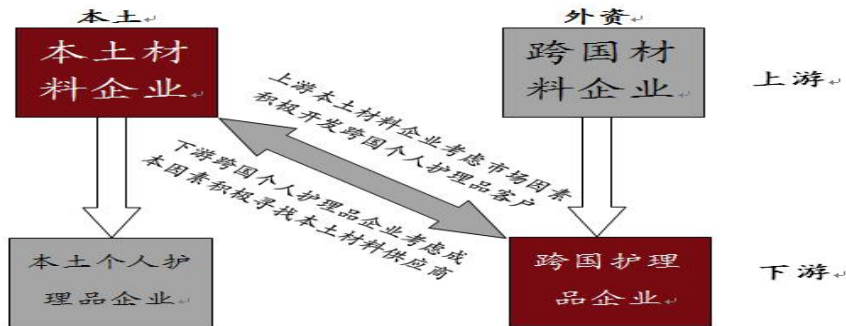
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

### 3、跨国企业增加中国本土原材料采购量

由于跨国个人护理品企业市场份额逐步扩大, 本土个人护理品企业市场空间受到国际品牌的挑战, 随着研发水平的提升, 一些优秀的个人护理品材料企业开始凭借稳定的产品质量进入跨国个人护理品企业的材料采购体系。

与此同时, 由于中国市场的迅速壮大以及生产成本等因素, 一些跨国个人护理品企业也逐步将原料采购从欧美企业转移到成本更有优势的中国本土材料提供商上来。

图 20：跨国企业逐步增加中国本土原材料采购量



数据来源：招股说明书，西南证券整理

## （二）电子产品及新能源汽车带动锂离子电池材料的快速增长

### 1、锂离子电池材料概述

锂离子电池具有能量密度高、循环寿命长、自放电率小、无记忆效应和绿色环保等突出优势，是目前最为理想的二次电池。锂离子电池被广泛应用于便携式电子产品领域，如笔记本电脑、手机及数码相机等。随着新能源产业的发展，锂离子电池由于特有的高比能、高比功率特性，逐步成为电动工具、电动自行车以及电动汽车的主要动力电池。此外，锂离子电池在能源储存领域也有重要应用。

锂离子电池主要由正极材料、负极材料、电解液、隔膜四大部分组成。电解液是锂离子电池的关键原材料之一，是锂离子电池的“血液”，在电池正负极之间起到传导输送能量的作用，是锂离子电池获得高电压、高比能等优点的保证，其成本约占锂离子电池生产成本的5%-10%左右。电解液一般由高纯度有机溶剂、电解质、添加剂等材料在一定条件下，按一定比例配制而成。常用的电解质主要有六氟磷酸锂、四氟硼酸锂等，从成本、安全性等多方面考虑，六氟磷酸锂是目前商业化使用最多的电解质。

六氟磷酸锂（LiPF<sub>6</sub>）是锂离子电池电解液的核心材料，俗称锂盐，是性能最好、使用量最多的电解质。六氟磷酸锂与有机溶剂（含添加剂）用量比例大约为 1:7，其成本约占整个电解液生产成本的 50%，是锂离子电池材料中附加值最高的部分之一。

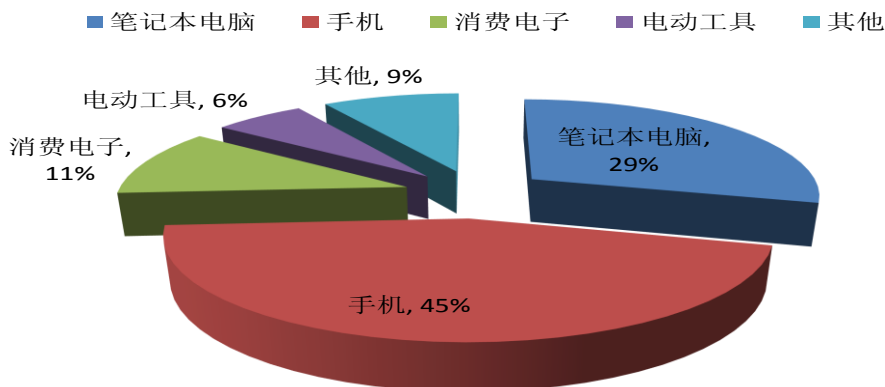
由于六氟磷酸锂的技术门槛高，在全球范围内具备规模化生产六氟磷酸锂能力的企业较少，之前核心技术主要掌握在日本企业手中。经过多年研发，公司已成功突破了六氟磷酸锂的工艺壁垒，成为国内少数具备六氟磷酸锂规模化生产能力的企业之一。

### 2、锂离子电池材料需求量快速增长

受益于以手机、笔记本电脑、数码产品等为代表的消费电子产品的旺盛需求，全球锂离子电池产业近几年来一直保持高速增长的态势。根据日本 IIT 的研究数据，2012 年全球锂离子电池的市场规模达到 1,200 亿元，到 2020 年全球锂电池市场规模达到 3,700 亿元。



图 21: 锂离子电池在各领域的消费占比



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

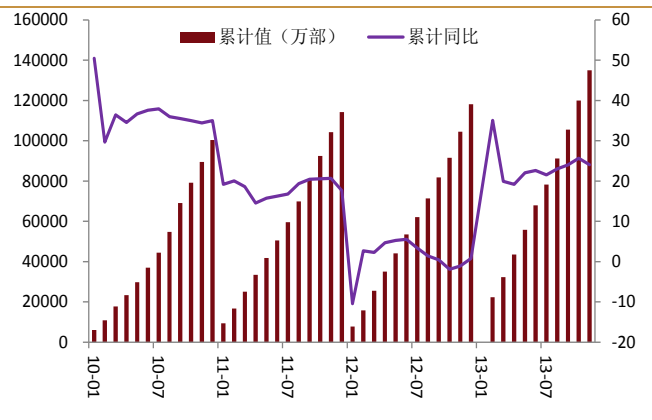
### (1) 传统消费领域及替代效应促进锂离子电池持续增长

#### 手机和电脑等消费电子推动锂离子电池需求增长

手机是锂离子电池的最大用户, 虽然近几年全球手机销售增速放缓, 但由于新兴市场特别是印度、非洲国家需求强劲, 全球仍将保持较快增速。我国手机产量 2013 年前 11 个月达到 13.5 亿部, 同比增长 24.05%, 手机的大量普及和应用继续拉动锂离子电池及电解液的快速增长。

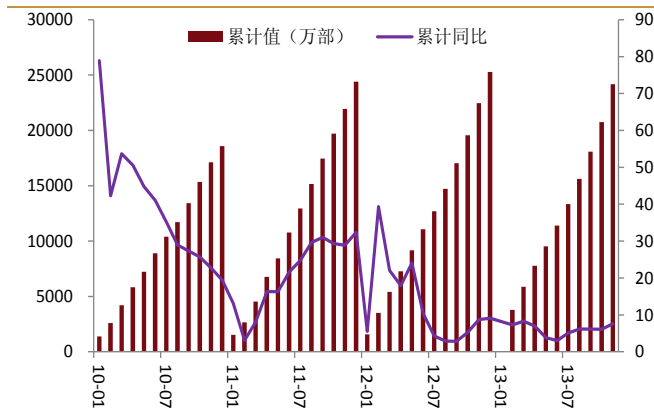
笔记本电脑是锂离子电池的第二大应用领域, 笔记本电脑因具有轻薄、便利、随处可用等优点对台式机有持续的取代效应, 2007 年全球笔记本电脑已占电脑市场 39%, 未来在渐趋完善的移动网络带动下仍将保持较快发展。我国笔记本电脑产量 2013 年前 11 个月达到 2.4 亿部, 同比增长 7.61%, 继续保持稳定增长。

图 22: 2010 年以来中国手机产量及累计同比



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 23: 2010 年以来中国笔记本电脑产量及累计同比



数据来源: WIND, 西南证券整理

近两年来, 功能型手机及笔记本电脑等传统产品增速有所放缓, 智能手机及平板电脑普及率提升较快。根据 Gartner 的预测, 2011 年全球智能出货量达到 4.67 亿部, 同比增长 58% 以上。预计 2012 年智能手机出货量将达到 6.32 亿部, 2015 年达到 11.05 亿部, 占手机比重由 2011 年的 26.20% 提升到 46.67% 以上。2012 年全球平板电脑出货量将突破一



亿，到 2015 年将达到 3.26 亿。智能手机与平板电脑的快速发展为锂离子电池及电解液带来市场机会。

### 电动工具和自行车替代效应明显

全球电动工具一年需要 7 亿多颗电池，其中只有略高于 10% 是用锂离子电池，镍镉电池仍为主要材质，但镍镉电池存在环境污染问题。搭配了锂离子电池的电动工具可以轻易突破过去 18V 的电压设计限制，在国际大厂商的推动下，锂离子电池的渗透率将不断上升。全球电动工具的需求以每年 5% 左右的速度增长，预计未来两三年内使用锂离子电池作为动力的电动工具将有望超过 50% 的增速，带动全球锂离子电池及电解液市场规模。

目前，电动自行车主要采用铅酸电池，锂离子电池由于造价问题，在电动自行车领域渗透率较低，只有 2% 左右。铅酸蓄电池较锂离子电池比能量较低、对环境污染大，为了使电动自行车具有一定的行驶里程，铅酸蓄电池要达到 15Kg。锂离子具有容量高，重量轻，体积小、绿色环保的优点。

随着锂离子电池的规模化发展，成本的下降将提升锂电在电动自行车领域的替代速度。按 2015 年我国 20% 的电动自行车使用锂电池来预计，电动自行车市场将带来 5990MWh 的锂电池需求量，市场容量约 130 亿元左右。

## （2）新能源汽车打开锂离子电池市场空间

随着汽车行业的发展，大量的汽车尾气的排放所引起的环境污染问题以及能源问题逐渐引起全社会的重视，中国的碳排放量近十年来正以高于全球平均水平的速度增长。2009 年，中国取代美国成为全球最大汽车产销国。汽车产业的迅速发展以及石油能源的日益枯竭使得必须转变原有的能源消费结构，更合理有效地利用能源，发展新能源汽车已成为未来汽车工业可持续发展的必然选择。

### 新能源汽车全球销售快速增长

目前全球多个国家和地区相继出台了新能源汽车支持政策，发展有资源优势和环境友好的替代燃料，调节交通能源结构、减少石油依赖，中短期开发应用混合动力汽车；长期发展纯电动汽车。

2012 年以来，全球新能源汽车迎来井喷行情，以特斯拉（TESLA）为代表的电动汽车成功地从公共交通领域转移到私人消费领域，充分证明了现有材料系统的极限应用已经可以提供让广大消费者满意的产品。2012 年新能源汽车销量较 2011 年增长一倍。

### 政策引领国内市场空间

国务院 2012 年 6 月发布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》中明确指出：到 2015 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量力争达到 50 万辆；到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。

新能源汽车对锂离子电池材料的消耗量相当于传统便携式数码产品的数千倍，由于电动汽车需要的是大功率动力电池，因此在实际使用过程中，往往使用上千个电芯串联成电池组以保证能量的供应，一辆电动车的锂离子电池容量是手机电池容量的一万倍。据测算，一辆电动汽车所需锂离子电池电解液 40-50 公斤，一辆电动大巴所需锂离子电池电解液 300-400

公斤, 75 万辆电动轿车对锂离子电池电解液的需求相当于 2010 年全球锂离子电池电解液的容量总和, 2020 年中国市场 500 万辆电动汽车粗略估计相当于锂离子电解液需求增长 6 倍。

据日本信息技术综合研究所 (IIT) 预测, 从 2010 年开始新能源汽车进入快速增长期, 镍氢电池汽车逐步被锂离子电池取代, 2013 年起采用锂离子动力电池的新能源汽车进入快速增长期, 镍氢电池汽车产量开始下降, 预计到 2019 年全球新能源汽车产量将达到 689 万辆, 按照平均一辆新能源汽车需消耗锂离子电池电解液 40 千克计算, 到 2019 年全球新能源汽车所需锂离子电池电解液约为 27.58 万吨, 复合增长率为 86%。

**表 9: 新能源汽车及锂离子电解液需求概况**

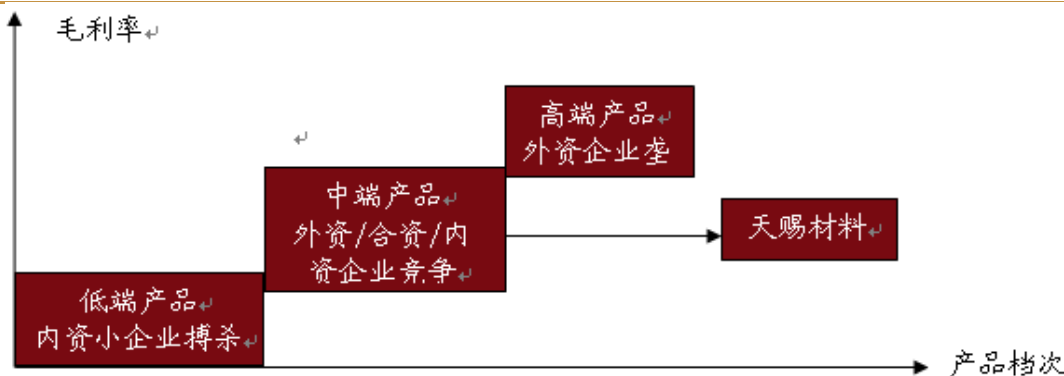
项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
锂电池 HEV	42	129	473	1,346	1,776
锂电池 PHEV	5	19	95	126	190
锂电池 BEV	16	120	391	635	877
锂电汽车合计	63	268	959	2,107	2,843
所需电解液预测 (吨)	2,520	10,720	38,360	84,280	113,720
镍氢电池汽车	1,026	1,376	1,449	916	666
项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
锂电池 HEV	2,279	2,744	3,139	3,584	3,919
锂电池 PHEV	300	460	615	795	965
锂电池 BEV	1,147	1,402	1,587	1,802	2,012
锂电汽车合计	3,726	4,606	5,341	6,181	6,896
所需电解液预测 (吨)	149,040	184,240	213,640	274,240	275,840
镍氢电池汽车	616	660	716	766	816

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

### 3、有机硅橡胶材料稳定增长, 市场空间巨大

有机硅橡胶是有机硅的深加工产品, 也是目前产量最大的深加工产品, 占到有机硅深加工产品的 60-70%, 有机硅橡胶用途广泛, 面临巨大市场空间。公司有机硅主要用于电子及模具行业, 属于有机硅高附加值领域。

**图 24: 有机硅橡胶材料竞争状况及公司产品定位**



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司有机硅橡胶材料业务稳定增长，2011年、2012年及2013年中期分别实现销售收入7,994.83万元、8,717.50万元及4,581.82万元，2011年及2012年分别较上年增长35.55%及9.04%。

## 四、公司竞争优势

### （一）技术研发优势

公司拥有省级“企业技术中心”及“广东省精细化工材料工程技术研究开发中心”，共拥有专利22项，其中发明专利18项，实用新型1项，外观专利3项。2008年，公司被认定为“高新技术企业”，2009年公司被广东省科学技术厅、广东省发改委等六家政府部门联合授予“广东省创新性企业”，被广东省知识产权局授予“广东省知识产权优势企业”。

公司承担了多项国家、省、市级课题，科研成果众多。“锂离子电池过充安全型功能电解液的开发与应用”项目被国家科学技术部列入“国家火炬计划项目”；“锂离子电池功能电解质的研究与产业化应用”项目获得广东省科学技术奖励一等奖。

**表 10：公司研究成果所获荣誉**

研发项目	所获荣誉
锂离子电池过充安全型功能电解液的开发与应用	国家火炬计划项目
高性能塑料合金用含硅聚合物的制备	科学技术成果鉴定证书
动力型超级电容器用功能电解液的开发与应用	科学技术成果鉴定证书
新型快速成型用模具硅橡胶的研究与应用	科学技术成果鉴定证书
锂离子电池过充安全型功能电解液的开发与应用	科学技术成果鉴定证书
锂二次电池功能电解质的研究与开发	科学技术成果鉴定证书
锂离子电池功能电解质的研究与产业化应用	广东省科学技术奖励一等奖

数据来源：招股说明书，西南证券整理

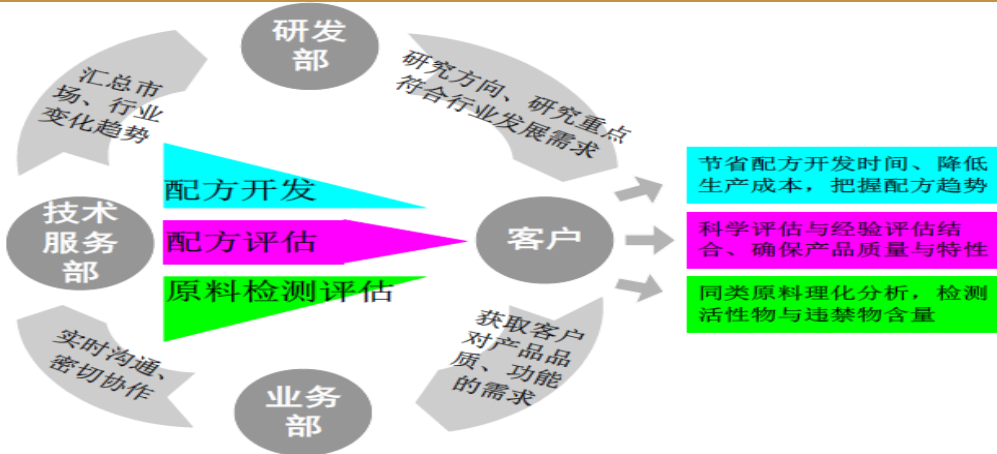
同时，公司建设有化工产品柔性中试平台，实现连接实验室制备与工业化生产的桥梁。公司通过柔性中试平台，实现多种化工操作单元于一体，灵活设计新产品中试过程，积累工艺经验，加速新产品工程放大进程，为规模化生产奠定基础。

### （二）技术服务优势

公司的产品为精细化工定制品，与下游客户产品之间的配伍性与复配稳定性是公司现有产品实现价值的前提条件，也是公司新产品进行市场拓展的基础。技术服务的水平决定了公司与下游客户之间合作的广度及深度。公司从为客户实现价值的角度出发，在日化材料业务部以及电池材料业务部下设技术服务部门，统筹负责公司产品的技术服务工作。

技术服务部门对外与销售人员进行业务团队，共同负责公司的业务拓展，展开公司产品的售前、售中以及售后服务。同时，对公司内部负责研发人员与市场人员的沟通协作，将客户对公司产品的品质需求、功能需求信息及时传达给研发部门，将其所了解的市场变化趋势，行业变化趋势汇总到研发部门，使得公司研发部门的研究方向与研究重点更切合市场变化的趋势，符合行业发展的需求。

图 25: 公司发行上市前股权及组织结构



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

### (三) 产品优势

公司是国内个人护理品材料行业龙头, 产品系列覆盖个人护理所需多种功能, 包括表面活性剂、水溶性聚合物、硅油、阳离子调理剂 4 大系列数百个品种。其中卡波姆、甜菜碱等产品供不应求, 公司产品已成功进入宝洁、联合利华、欧莱雅、拜尔斯多夫、RITA、高露洁、利洁时等主要跨国公司采购体系。卡波姆打破路博润长期垄断, 规模全球第二, 代表性产品甜菜碱、卡波姆、氨基酸型表面活性剂等销量快速增长, 市场份额迅速扩大。

公司通过购买美国 Dr. Novis Smith 专利, 获得了六氟磷酸锂生产制造技术在亚洲的技术专利权和所有权, 经过消化吸收、自行改进实现六氟磷酸锂弯道超车。A 股上市公司中, 多氟多与九九久有生产六氟磷酸锂的能力, 江苏国泰、杉杉股份、新宙邦生产电解液, 原材料六氟磷酸锂需要外购, 天赐是唯一一家六氟磷酸锂-电解液一体化上市公司, 原料自给竞争实力大幅提升, 凭借成本价格优势, 电解液销售规模及综合盈利能力大幅提升。

### (四) 国际市场开拓优势

由于外资品牌在下游个人护理品行业内市场份额逐步扩大, 本土企业市场空间受到跨国个人护理品企业的挤压, 增长乏力, 公司较早意识到国内市场格局的转变, 积极进行国际市场的开拓工作。自 2006 年开始, 公司逐步进入国际市场认证体系, 经过多年发展, 公司已经与宝洁、RITA、拜尔斯道夫 (BDF)、高露洁等跨国公司建立了合作关系, 成为其材料供应商。

表 11: 主要跨国公司客户销售情况 (万元)

跨国公司客户	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-6 月
RITA	1,675.48	1,575.66	1,070.69	788.11
宝洁	—	607.65	3,471.79	1,154.36
拜尔斯道夫	275.66	423.37	853.92	441.99
高露洁	318.37	352.69	492.58	169.95
亚什兰	25.86	240.58	1,076.83	1,834.61

跨国公司客户	2010年	2011年	2012年	2013年 1-6月
利洁时	—	31.26	229.06	251.91
安利	—	—	102.65	341.83

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

## 五、募投项目情况

公司公开发行股份用于三个生产性项目, 同时建设研发中心。

表 12: 公司募投项目情况

序号	项目名称	计划投资额	募集资金金额	投资金额占比	实施主体
1	6,000t/a 锂电池和动力电池材料项目 (二期)	10,964.00	10,964.00	41.34%	九江天赐
2	1,000t/a 锂离子电池电解质材料项目	7,477.14	7,477.14	28.19%	九江天赐
3	3,000t/a 水性聚合物树脂材料项目	4,932.52	4,932.52	18.60%	九江天赐
4	广州天赐高新材料股份有限公司研发中心项目	3,150.00	3,150.00	11.88%	公司
	合计	26,523.66	26,523.66	100.00%	—

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

## 六、盈利预测与投资建议

假设 1: 由于六氟磷酸锂产能大幅上升, 价格呈现下降趋势, 带动锂离子电解液价格的下降, 预计 2013-2015 年锂离子电解液销量分别为 3000 吨、4600 吨、5800 吨, 价格分别为 5.15 万元/吨, 4.50 万元/吨, 4.10 万元/吨, 对应毛利率分别为 39%、34%、31%。

假设 2: 有机硅橡胶保持稳定增长趋势, 预计 2013-2015 年销量分别为 4000 吨、4300 吨、4700 吨, 价格保持在 2.50 万元/吨, 毛利率均为 30%; 个人护理品材料与其他产品类别较多, 具体假设详见分项收入成本预测表。

表 13: 分项收入成本预测表

		2012	2013E	2014E	2015E
锂离子电解液	收入 (万元)	18788.00	15450.00	20700.00	23780.00
	成本 (万元)	9544.30	9424.50	13662.00	16408.20
	毛利率	49.20%	39.00%	34.00%	31.00%
	销量 (吨)	2596.00	3000.00	4600.00	5800.00
	价格 (万元/吨)	7.24	5.15	4.50	4.10
有机硅橡胶	收入 (万元)	8717.50	10025.13	11528.89	13258.23
	成本 (万元)	6046.46	7017.59	8070.23	9280.76
	毛利率	30.64%	30.00%	30.00%	30.00%
	销量 (吨)	3602.27	4000.00	4300.00	4700.00
	价格 (万元/吨)	2.42	2.50	2.50	2.50
硅油	收入 (万元)	7270.37	8000.00	8000.00	8000.00
	成本 (万元)	5160.51	5680.00	5680.00	5680.00
	毛利率	29.02%	29.00%	29.00%	29.00%

		2012	2013E	2014E	2015E
	销量 (吨)	3348.86	3555.56	3555.56	3555.56
	价格 (万元/吨)	2.17	2.25	2.25	2.25
水溶性聚合物	收入 (万元)	4099.86	9358.00	10880.00	15500.00
	成本 (万元)	2522.64	5146.90	6201.60	9145.00
	毛利率	38.47%	45.00%	43.00%	41.00%
	销量 (吨)	1067.67	2430.65	3200.00	5000.00
	价格 (万元/吨)	3.84	3.85	3.40	3.10
阳离子调理剂	收入 (万元)	3268.55	3100.00	3000.00	3000.00
	成本 (万元)	2355.64	2294.00	2220.00	2220.00
	毛利率	27.93%	26.00%	26.00%	26.00%
	销量 (吨)	896.72	1000.00	1000.00	1000.00
表面活性剂	收入 (万元)	10268.79	6960.00	7540.00	8120.00
	成本 (万元)	8115.42	4941.60	5353.40	5765.20
	毛利率	20.97%	29.00%	29.00%	29.00%
	销量 (吨)	16377.66	12000.00	13000.00	14000.00
	价格 (万元/吨)	0.63	0.58	0.58	0.58
其他	收入 (万元)	2999.39	7200.00	11000.00	15000.00
	成本 (万元)	2473.50	5760.00	8800.00	12000.00
	毛利率	17.53%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入 (万元)	55412.46	60093.13	72648.89	86658.23
	成本 (万元)	36218.48	40264.59	49987.23	60499.16
	毛利率	34.64%	33.00%	31.19%	30.19%

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

我们预计公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.61 元、0.66 元、0.74 元, 13.66 元的发行价对应 PE 分别为 22.31 倍、20.79 倍、18.35 倍, 参考可比公司估值情况及公司未来的成长性, 我们认为给予公司 2013 年 21—24 倍的估值是合理的, 对应合理估值区间 12.81—14.64 元, 建议投资者参与申购。

**表 14: 可比公司估值情况**

代码	公司	收盘价 (元) 2014/1/10	EPS (元)			PE (倍)		
			2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
300261	雅本化学	11.35	0.25	0.44	0.66	45.40	25.80	17.20
002453	天马精华	10.57	0.28	0.41	0.56	37.75	25.78	18.88
600884	杉杉股份	11.24	0.47	0.61	0.77	23.91	18.43	14.60
300037	新宙邦	18.98	0.72	0.88	1.16	26.36	21.57	16.36
002091	江苏国泰	10.86	0.58	0.71	0.88	18.72	15.30	12.34
300041	回天胶业	15.42	0.51	0.67	0.83	30.24	23.01	18.58
300019	硅宝科技	11.50	0.47	0.60	0.80	24.47	19.17	14.38



代码	公司	收盘价(元)	EPS(元)			PE(倍)		
		2014/1/10	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
		均值				29.55	21.29	16.05

数据来源: WIND, 西南证券整理

## 七、风险提示

### 锂离子电解液及六氟磷酸锂价格大幅下降风险

2013年,公司锂离子电池电解液的主要原料——六氟磷酸锂的国内产能有较大幅度的提升,随着六氟磷酸锂市场竞争加剧,锂离子电池电解液价格可能会发生持续地、较大幅度地下降,从而对公司收入及毛利率水平构成不利影响。

### 技术竞争加剧风险

公司水溶性聚合物产品——卡波姆树脂属于增稠剂新材料;公司锂离子电池电解质——六氟磷酸锂产品属于电化学材料,如果国内更多竞争对手实现技术突破并产业化生产出合格产品,将会加剧该等产品的竞争力度。

**附录：财务预测表 (单位：百万元)**

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	78.46	89.63	294.52	257.30	营业收入	554.12	600.93	726.49	866.58
应收和预付款项	180.16	195.44	200.60	222.54	减:营业成本	362.18	402.65	499.87	604.99
存货	83.64	117.68	132.26	170.24	营业税金及附加	3.51	3.81	4.61	5.50
其他流动资产	1.46	1.46	1.46	1.46	营业费用	33.21	36.02	43.54	51.94
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	76.08	82.50	99.74	118.97
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	3.71	0.76	-1.93	-6.21
固定资产和在建工程	303.13	358.75	425.56	504.27	资产减值损失	2.73	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	28.12	30.30	31.42	32.80	加:投资收益	0.18	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.36	0.18	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.03	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>675.33</b>	<b>793.43</b>	<b>1085.83</b>	<b>1188.61</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	10.00	90.00	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	<b>72.92</b>	<b>75.19</b>	<b>80.66</b>	<b>91.39</b>
应付和预收款项	125.48	99.66	118.13	143.22	加:其他非经营损益	5.68	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>78.60</b>	<b>75.19</b>	<b>80.66</b>	<b>91.39</b>
其他负债	44.45	44.45	44.45	44.45	减:所得税	11.98	11.28	12.10	13.71
<b>负债合计</b>	<b>179.93</b>	<b>234.12</b>	<b>162.58</b>	<b>187.68</b>	净利润	66.62	63.91	68.56	77.68
股本	98.80	98.80	120.42	120.42	减:少数股东损益	3.56	3.41	3.66	4.15
资本公积	172.77	172.77	446.52	446.52	归属母公司股东净利润	63.06	60.50	64.90	73.54
留存收益	210.26	270.76	335.66	409.20	<b>现金流量表</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
归属母公司股东权益	481.82	542.33	902.60	976.14	经营性现金净流量	126.17	19.78	102.16	81.22
少数股东权益	13.58	16.99	20.65	24.79	投资性现金净流量	-64.01	-87.84	-104.57	-124.65
<b>股东权益合计</b>	<b>495.40</b>	<b>559.31</b>	<b>923.25</b>	<b>1000.93</b>	筹资性现金净流量	-44.05	79.24	207.31	6.21
负债和股东权益合计	675.33	793.43	1085.83	1188.61	<b>现金流量净额</b>	<b>18.10</b>	<b>11.17</b>	<b>204.89</b>	<b>-37.22</b>

数据来源: 西南证券



## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：(023) 63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：(010) 57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn