

## 天赐材料(002709)

# 个人护理材料承接采购转移，锂电池材料高速增长

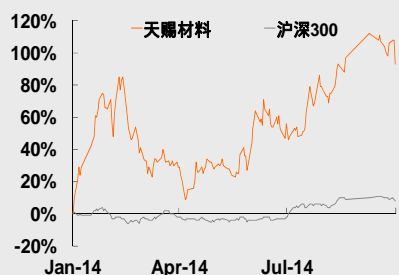
### 推荐(首次)

现价：35.96元

#### 主要数据

行业	平安基础化工
公司网址	www.tinci.com
大股东/持股	徐金富/44.68%
实际控制人/持股	徐金富/44.68%
总股本(百万股)	120
流通A股(百万股)	30
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	43.30
流通A股市值(亿元)	10.83
每股净资产(元)	6.95
资产负债率(%)	16.3

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**郗祝兵** 投资咨询资格编号S1060511110001  
0755-22621410  
yanzhubing290@pingan.com.cn

**陈建文** 投资咨询资格编号S1060210020001  
0755-22625476  
chenjianwen002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### ■ 公司为技术和领先服务的日化、锂电、有机硅龙头企业

依靠在精细化工领域多年积累的经验及技术,公司形成了个人护理品材料、锂离子电池材料及有机硅橡胶材料三大业务板块。公司注重技术创新和技术服务,建立了较完善的研发管理体系,并按产品线设立了专门研发队伍。2013年公司实现个人护理材料收入同比增长25.80%达到3.48亿元,有机硅橡胶同比增长4.96%达到0.92亿元,电池材料产品收入同比下降17.80%为1.54亿元。

#### ■ 承接采购转移,个人护理品材料打入跨国公司供应链

跨国企业原材料采购向中国转移,一些优秀的个人护理品材料企业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。公司与宝洁、拜尔斯道夫、高露洁、欧莱雅、亚什兰、利洁时、安利等跨国公司建立了合作关系,成为其个人护理品材料的供应商,市场份额还有较大提升空间。甜菜碱、卡波姆树脂是公司个人护理材料领域主要增长点。

#### ■ 锂电池需求高速增长,收购凯欣公司电解液销量将大幅提升

在消费电子、新能源汽车和储能三大下游领域的带动下,锂离子电池需求高速增长,预计2018年锂电池市场的需求将达到133.17GWh,届时对电解液和六氟磷酸锂的需求分别是40万吨和5万吨。公司是国内唯一一家实现同时生产六氟磷酸锂和电解液的电解液生产商,产业链的纵向一体化让公司竞争实力大幅提升,凭借价格优势,电解液收入规模有望实现飞跃。公司拟收购凯欣顺势进入ATL优质客户供应链中,产品销量能够大幅提升。

#### ■ 液体硅橡胶应用领域广泛,公司定位高附加值有机硅产品

液体硅橡胶应用领域广泛,产品性能较固体硅橡胶产品优越,市场前景较为广阔。公司有机硅橡胶业务定位中高端,主要瞄准利润率较高的模具、电力电缆和LED封装,现有有机硅橡胶产能6000吨/年,产品研发能力位居全国前列,公司芯片封装胶产品有望成为新的利润增长来源。

#### ■ 盈利预测与投资评级

公司个人护理品材料、有机硅橡胶业务稳定增长,锂离子电池材料业务高速增长。暂时不考虑增发后业绩贡献和股本摊薄,我们预测公司2014~2016年EPS分别为0.58元、0.86元、1.06元,10月24日收盘价对应公司2014~2016年动态PE分别为61.5倍、41.9倍、34.0倍,考虑到公司作为锂电池材料优质标的,业绩增长确定性高,我们首次给予公司“推荐”投资评级。

#### ■ 风险提示:(1)新能源汽车推广进度不达预期;(2)产品竞争加剧风险。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	554	596	611	791	990
YoY(%)	17.7	7.6	2.5	29.5	25.1
净利润(百万元)	63	81	70	103	127
YoY(%)	36.8	29.0	-13.4	46.9	23.2
毛利率(%)	34.6	33.0	29.8	30.7	30.9
净利率(%)	11.4	13.6	11.5	13.1	12.9
ROE(%)	13.1	14.8	7.1	9.7	11.1
EPS(摊薄/元)	0.52	0.68	0.58	0.86	1.06
P/E(倍)	68.7	53.2	61.5	41.9	34.0
P/B(倍)	9.0	7.9	4.4	4.1	3.8

## 正文目录

<b>一、公司为国内技术和领先服务的日化、锂电、有机硅龙头</b>	<b>5</b>
1.1 公司简介	5
1.2 股权结构	6
1.3 公司核心竞争优势	6
1.4 财务分析	7
<b>二、承接采购转移，个人护理品材料打入跨国公司供应链</b>	<b>9</b>
2.1 个人护理品材料市场空间广阔	9
2.2 个人护理品跨国企业原材料采购向中国转移	10
2.3 公司打入跨国公司供应链，市场份额还有较大提升空间	10
2.4 甜菜碱、卡波姆树脂是公司个人护理材料业务主要增长点	11
<b>三、锂电池需求爆发式增长，收购凯欣后公司电解液销量大幅提升</b>	<b>12</b>
3.1 电动汽车消费并驱动锂电池需求持续高速增长	12
3.2 锂电池电解液产能向国内转移，进入主流供应体系龙头企业销量有保障	17
3.3 电解液价格下滑趋势将在 2015 年缓和，龙头企业维持较好盈利水平	18
3.4 公司电解液纵向一体化带来成本优势	19
3.6 拟并购东莞凯欣切入 ATL 产业链，扩大电解液市场占有率	20
<b>四、液体硅橡胶应用领域广泛，公司专注开发高附加值</b>	<b>21</b>
4.1 液体硅胶应用领域广泛、市场前景广阔	21
4.2 公司有机硅定位中高端，专注开发高附加值产品	22
<b>五、盈利预测与投资建议</b>	<b>23</b>
<b>六、风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图表 1	公司主营业务为个人护理品材料、锂电池材料、有机硅材料.....	5
图表 2	公司主要产品基本情况.....	5
图表 3	公司股权结构图.....	6
图表 4	公司研发项目及所获荣誉.....	6
图表 5	公司技术服务部门工作流程及功能.....	7
图表 6	公司营业收入稳步增长.....	8
图表 7	公司归属于母公司所有者的净利润稳步增长.....	8
图表 8	公司主营业务收入构成情况.....	8
图表 9	公司毛利构成情况.....	8
图表 10	公司主要产品毛利率.....	9
图表 11	公司三项费率情况.....	9
图表 12	2007~2013 年全球个人护理品市场复合增长率为 3.85%.....	9
图表 13	2007~2013 年中国个人护理品市场复合增长率为 7.76%.....	9
图表 14	各企业在中国个人护理品的市场份额.....	10
图表 15	各企业在中国个人护理品的市场渗透率.....	10
图表 16	公司向跨国公司客户销售情况（万元）.....	10
图表 17	公司产品市场份额有较大提升空间.....	11
图表 18	卡波姆树脂市场稳定增长.....	11
图表 19	公司是全球第二大卡波姆树脂生产企业.....	11
图表 20	公司卡波姆树脂新增产能计划.....	12
图表 21	各类电池性能对比.....	12
图表 22	笔记本电脑出货量增速将放缓.....	13
图表 23	平板电脑出货量保持较高增长.....	13
图表 24	手机出货量保持平稳增长（亿台）.....	13
图表 25	2010~2016 年消费电子领域锂离子电池需求量预测（GWh）.....	13
图表 26	锂离子电池综合性能好.....	14
图表 27	电池占电动汽车成本 45%.....	14
图表 28	Tesla2013 年电动汽车的北美布局.....	14
图表 29	Tesla2015 年电动汽车的北美布局.....	14

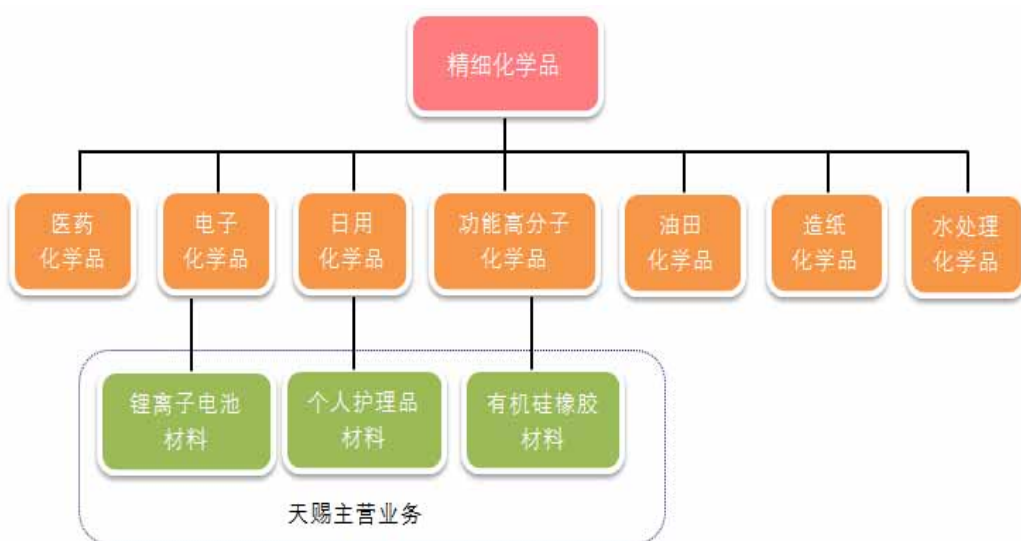
图表 30	世界各国新能源汽车发展目标 .....	15
图表 31	2013 年中国新能源汽车布局 .....	15
图表 32	2015 年中国新能源汽车布局 .....	15
图表 33	2012 全球电动汽车产量增长 84.84% .....	15
图表 34	电动汽车市场渗透率正不断提升 .....	15
图表 35	以锂离子电池作为储能设备具有巨大的优势 .....	16
图表 36	全球储能项目的技术基础组成（2010 年起，包括已完成的、在建的和计划新建的） .....	16
图表 37	锂电池在储能领域市场规模不断提升 .....	16
图表 38	2016 年储能用锂电池需求量将达到 8.45GWh .....	16
图表 39	三大下游领域锂电池市场需求预测 .....	17
图表 40	锂电池的工作原理：电解液是锂离子流动的介质 .....	17
图表 41	锂电池电芯材料成本构成 .....	17
图表 42	电解液是锂离子电池产业链重要的组成部分 .....	18
图表 43	电解液产能持续向中国转移 .....	18
图表 44	2014 年国内主要电解液厂商产能 .....	18
图表 45	我国电解液价格持续下降（万元/吨） .....	19
图表 46	国产化后六氟磷酸锂价格下降（万元/吨） .....	19
图表 47	不同六氟磷酸锂工艺路线对比 .....	19
图表 48	六氟磷酸锂成本比较 .....	20
图表 49	公司锂电材料营业收入 .....	20
图表 50	公司锂电材料毛利率保持较高水平 .....	20
图表 51	液体硅胶应用领域广泛 .....	21
图表 52	LED 户外显示屏有机硅胶需求高速增长 .....	22
图表 53	我国风电装机容量有机硅胶需求恢复增长 .....	22
图表 54	公司有机硅胶主要定位在中高端产品 .....	22
图表 55	公司有机硅产品收入构成 .....	22
图表 56	公司收入结构和毛利率预测 .....	23

# 一、公司为国内技术和服 务领先的日化、锂电、有机硅龙头

## 1.1 公司简介

公司主营业务为精细化工新材料的研发、生产和销售,依靠在精细化工领域多年积累的经验及技术,形成了个人护理品材料、锂离子电池材料及有机硅橡胶材料三大业务板块。精细化工产品的应用领域相当广泛,在某一行业内的市场一旦打开,将带来巨大的市场容量空间。精细化工产品,特别是新领域精细化工产品,由于下游企业对于配套精细化学品的质量和稳定性的关注度一般高于采购成本,这就意味着精细化工产品的生产环节技术含量较高,因而产品具有较高的利润水平。

图表1 公司主营业务为个人护理品材料、锂电池材料、有机硅材料



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表2 公司主要产品基本情况

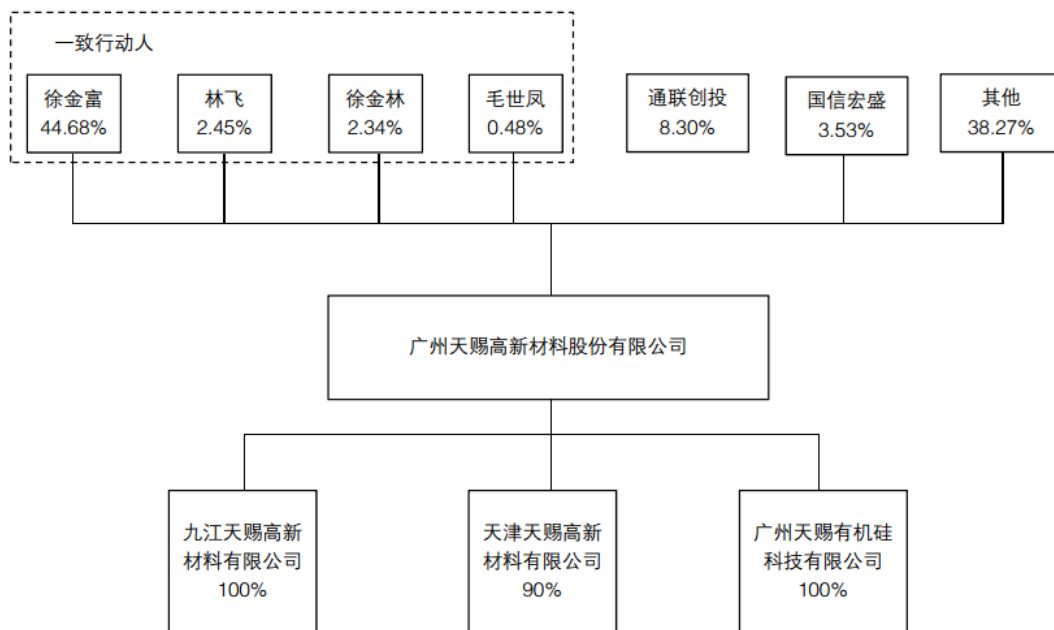
产品类别	产品系列	主要客户
个人护理品材料	阳离子调理剂系列	、广东拉芳
	水溶性聚合物系列	
	硅油系列	
	表面活性剂系列	
锂离子电池材料	动力锂离子电池功能电解液系列	万向电动汽车、深圳沃特、合肥国轩
	传统锂离子电池功能电解液系列	
有机硅橡胶材料	硅橡胶系列	泉州伟邦、中山泰峰

资料来源:公司公告、平安证券研究所

## 1.2 股权结构

公司实际控制人为徐金富，徐金富与林飞、徐金林为一致行动人，合计持有公司股份 90。公司拥有九江天赐、天赐有机硅，天津天赐。其中九江天赐主要生产阳离子以及电解液产品；天赐有机硅主要生产有机硅橡胶产品；天津天赐主要生产个人护理材料、锂离子电池材料。

图表3 公司股权结构图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 1.3 公司核心竞争优势

### ■ 研发和创新优势

基于“技术为立足之本”的战略导向，公司始终坚持围绕主业的自主创新研发路线，建立了较完善的研发管理体系，并按产品线设立了专门研发队伍。研发能力是精细化工企业核心竞争力的保证，公司进入精细化工领域时间较长，在精细化工产品的生产技术及工艺方面积累了丰富的经验，承担了多项国家、省、市级课题，科研成果众多。

图表4 公司研发项目及所获荣誉

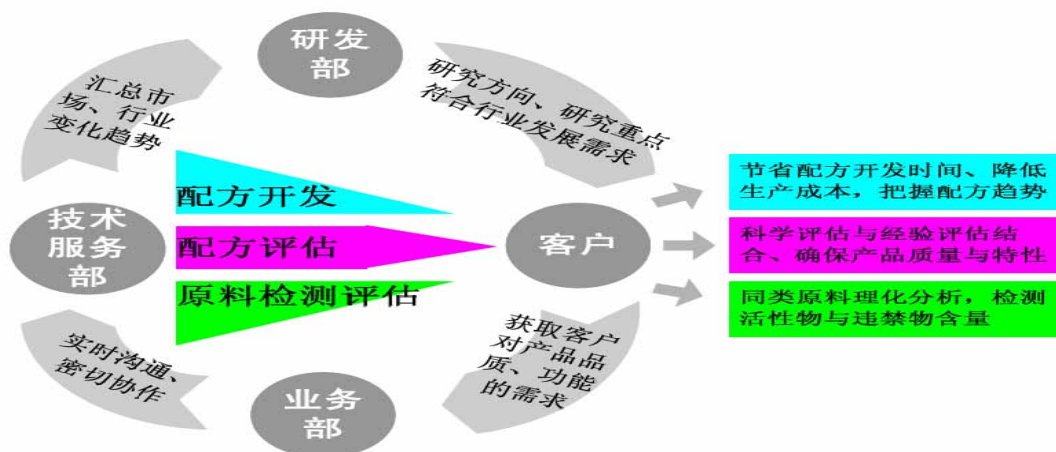
研发项目	所获荣誉
锂离子电池过充安全型功能电解液的开发与应用	国家火炬计划项目
高性能塑料合金用含硅聚合物的制备	科学技术成果鉴定证书
动力型超级电容器用功能电解液的开发与应用	科学技术成果鉴定证书
新型快速成型用模具硅橡胶的研究与应用	科学技术成果鉴定证书
锂离子电池过充安全型功能电解液的开发与应用	科学技术成果鉴定证书
锂离子电池功能电解质的研究与产业化应用	广东省科学技术奖励一等奖

资料来源：公司公告、平安证券研究所

### ■ 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。

图表5 公司技术服务部门工作流程及功能

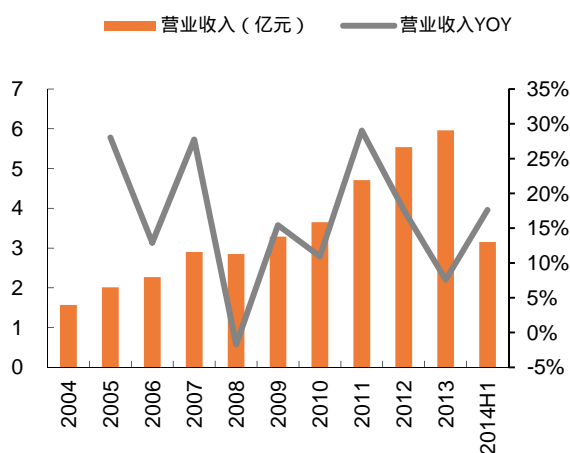


资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 1.4 财务分析

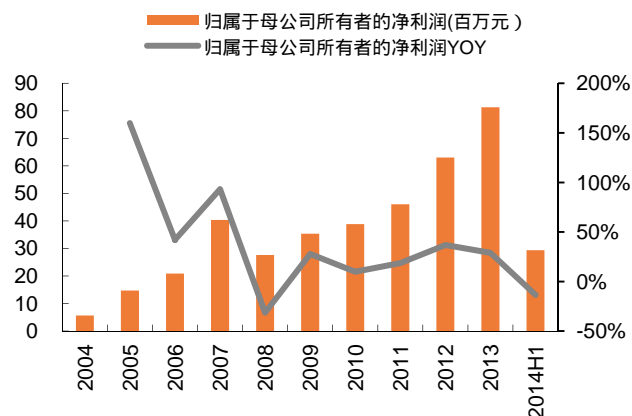
2004~2013 年公司营业收入年均复合增速为 15.98%，2013 年公司实现营业收入 5.96 亿元，同比增长 7.58%。2004~2013 年公司净利润复合增速为 34.46%，2013 年实现归属于母公司所有者的净利润 0.81 亿元，同比增长 28.96%。2013 年度个人护理材料收入 3.48 亿元，同比增长 25.80%；锂电材料产品同期收入 1.54 亿元，同比降低 17.80%；有机硅橡胶 0.92 亿元，同比增长 4.96%。2014 年上半年公司个人护理品材料和锂离子电池材料销售实现了同比增长，带动公司实现营业收入 3.15 亿元，同比增长 17.63%，受锂电池材料毛利率下滑的影响，公司实现归属于母公司净利润为 0.29 亿元，同比下降 13.48%。

图表6 公司营业收入稳步增长



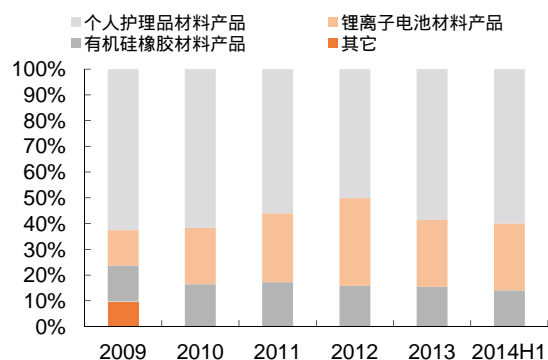
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表7 公司归属于母公司所有者的净利润稳步增长



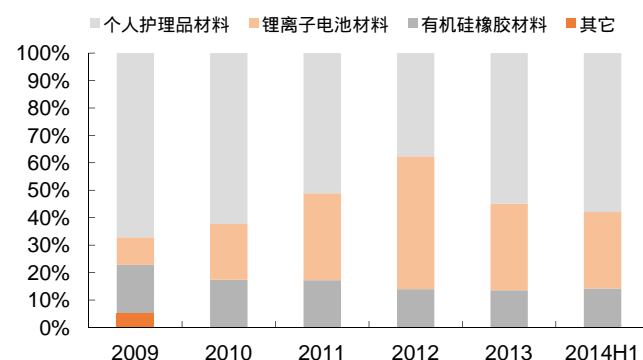
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表8 公司主营业务收入构成情况



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表9 公司毛利构成情况

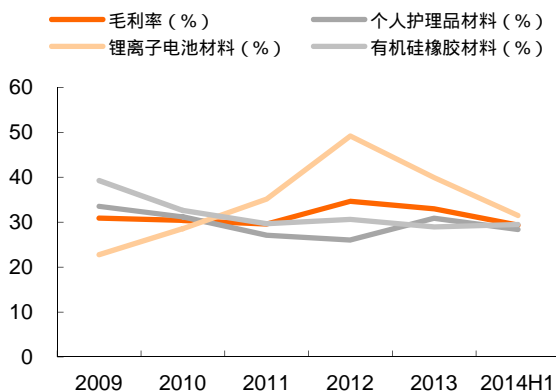


资料来源：Wind、平安证券研究所

2009~2013 年，公司毛利率基本稳定在 30%左右，2013~2014 年随着六氟磷酸锂国产化，锂离子电池材料成本下滑，公司为了抢占市场份额，主动降低了锂离子电池材料的价格，锂离子电池材料的毛利率有所下降，但仍处于行业较高水平。

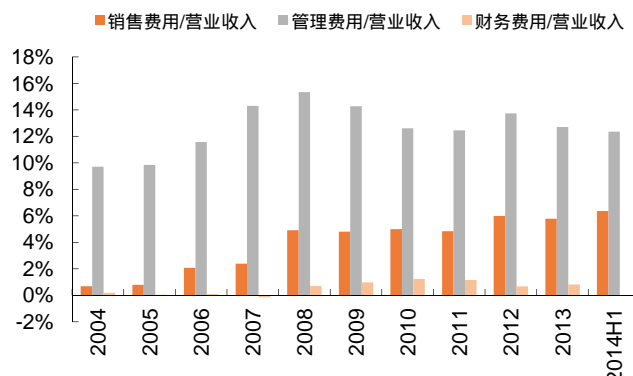


图表10公司主要产品毛利率



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表11公司三项费率情况



资料来源：Wind、平安证券研究所

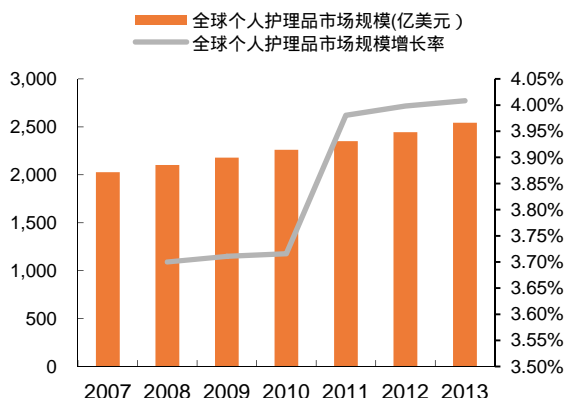
## 二、承接采购转移，个人护理品材料打入跨国公司供应链

### 2.1 个人护理品材料市场空间广阔

受益于下游个人护理品行业的稳定增长，个人护理品材料行业近几年也保持了较快的增长速度。尤其是随着生活水平的提高，消费结构不断升级，个人护理品对材料要求不断提高，这一变化趋势给个人护理品材料企业带来较大的市场空间。

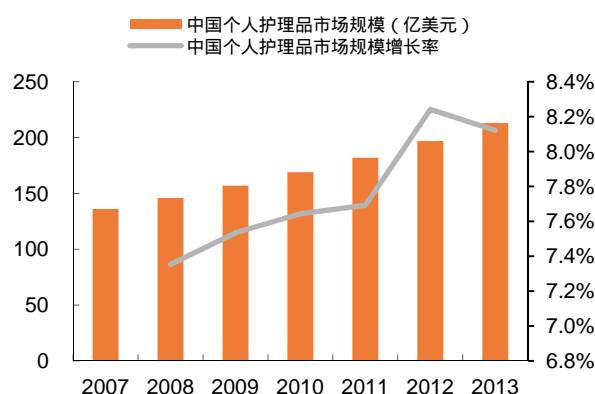
中国个人护理品行业的增速高于全球平均水平，2007~2013 年复合增长率达 7.76%，2013 年占全球市场份额的 8.38%。一般认为，个人护理品材料与个人护理品的平均产值比为 1：10，按照这一比例，2013 年全球个人护理品材料的市场规模约为 254 亿美元，中国个人护理品材料的市场规模约为 21 亿美元。

图表122007~2013年全球个人护理品市场复合增长率为3.85%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表132007~2013年中国个人护理品市场复合增长率为7.76%

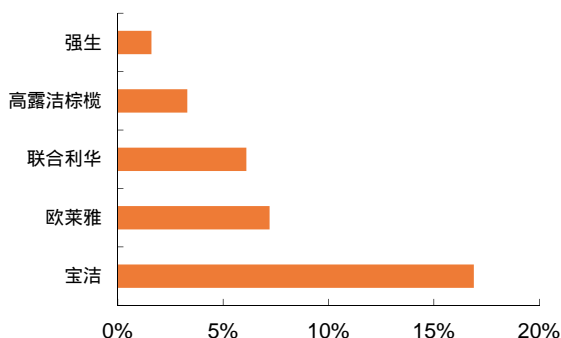


资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 2.2 个人护理品跨国企业原材料采购向中国转移

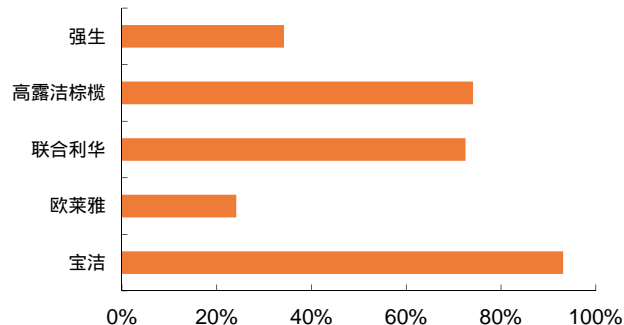
国内个人护理品市场企业竞争激烈，市场份额主要被跨国个人护理品企业如宝洁、联合利华、欧莱雅等企业占据。由于个人护理品跨国企业市场份额逐步扩大，本土个人护理品企业市场空间受到国际品牌的挑战，随着研发水平的提升，一些优秀的个人护理品材料企业凭借稳定的产品质量进入个人护理品跨国企业的材料采购体系。与此同时，由于中国市场的壮大以及生产成本等因素，一些个人护理品跨国企业也逐步将原材料采购从欧美企业转移到成本更有优势的中国本土材料供应商来。

图表14各企业在中国个人护理品的市场份额



资料来源：Kantar Worldpanel、平安证券研究所

图表15各企业在中国个人护理品的市场渗透率



资料来源：Kantar Worldpanel、平安证券研究所

## 2.3 公司打入跨国公司供应链，市场份额还有较大提升空间

公司是个人护理品行业内较早推进国际业务并积极接触跨国公司客户的企业之一，公司较早意识到国内市场格局的转变，2006年起便开始积极进行国际市场的开拓工作，从质量、品牌、渠道入手，经过多年的发展，已完全具备了跨国日化企业客户的严格要求，与宝洁、拜尔斯道夫（BDF）、高露洁、欧莱雅、亚什兰、利洁时、安利等跨国公司建立了合作关系，成为其个人护理品材料的供应商。

图表16公司向跨国公司客户销售情况（万元）

跨国公司客户	2010	2011	2012	2013年1-6月
RITA	1675.48	1575.66	1070.69	788.11
宝洁	-	607.66	3471.79	1154.36
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	25.68	240.58	1076.83	1834.61
利洁时	-	31.36	229.06	251.91
安利	-	-	102.65	341.83

资料来源：公司公告、平安证券研究所

跨国公司采购往往会从一个原料开始，在证明了供应商能够稳定地供应这个原料一定时期后（往往要1年以上），才会开始将更多的原料交给这个供应商去做，因此对于公司来说，跨国客户的业务还处在爆发初期，后续发展空间巨大。打入跨国公司产业链后，公司剩余产能无法满足跨国公司的采

购计划，各个人护理材料产品的产能利用率均处于较高状态，公司为此进行了产能的改扩建，改扩建后的产能利用率依然维持高位，公司的市场份额还有较大提升空间。

图表17公司产品市场份额有较大提升空间

产品	跨国企业需求量 (吨)	日化市场需求量 (吨)	其他领域需求量 (吨)	公司产能(吨)	市场份额 (%)
甜菜碱	95700	215700	600000		2.64
卡波姆树脂	4260	16960	12000		6.9
氨基酸表面活性剂	9700	18700	-		6.42

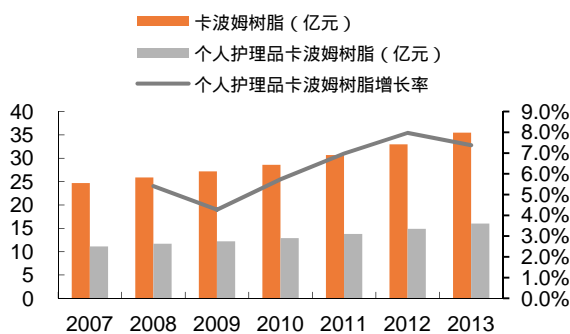
资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 2.4 甜菜碱、卡波姆树脂是公司个人护理材料业务主要增长点

甜菜碱是一种优秀的表面活性剂，广泛应用于食品医药、养殖饲料和日用化学品，原油和页岩气开采中也大量使用甜菜碱产品。随着应用领域拓展，甜菜碱需求量将扩大数倍，预计全球甜菜碱市场在 2019 年将达到 36.86 亿美元。从 2011 年下半年开始，宝洁开始规模化采购公司甜菜碱产品，公司新建的 5000 吨产能自建成以来一直保持较满的开工率。2013 年上半年公司甜菜碱产品销量达到 7653.57 吨，产销率为 94.21%，是该领域里国内最大的供应商。

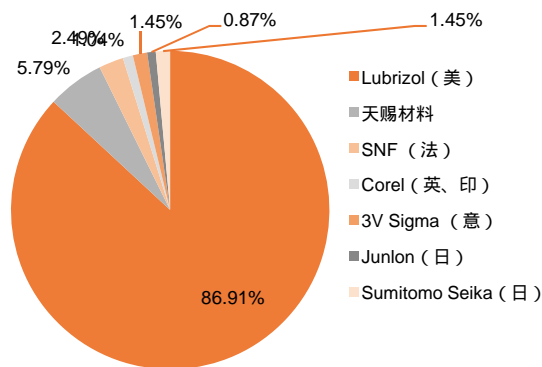
卡波姆树脂是丙烯酸或丙烯酸酯与季戊四醇等化学交联的聚合物，主要用于个人护理品中增稠剂，并在医药行业中用于软膏体、缓释剂、凝胶等。卡波姆作为一种优秀的凝胶基质，因其具有增稠、悬浮、流变等重要性能，在个人护理品中被作为美发产品的成膜剂和定型剂，洗发产品、牙膏及免洗消毒液的流变改性剂、增稠剂及稳定剂，美容护肤产品中的膏霜基质和保水剂等，用途十分广泛。2007~2013 年卡波姆树脂市场复合增长率约 6.23%，2013 年市场价值约 35.5 亿元。

图表18卡波姆树脂市场稳定增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表19公司是全球第二大卡波姆树脂生产企业



资料来源：公司公告、平安证券研究所

全球范围内，卡波姆树脂被少数精细化工企业所垄断，其中美国路博润占据全球卡波姆树脂的绝大多数市场份额。我国使用的卡波姆树脂基本上依赖进口产品，价格较高。国内对卡波姆树脂的开发研制还处于起步阶段，未见有大规模的工业化生产，虽然也有厂家形成小批量生产，但品种不多，质量与进口产品相比还有差距。卡波姆树脂市场是典型的卖方市场，下游议价能力很弱，附加值高，毛利率在 40% 以上。公司技术突破后成为全球第二大生产企业，主要向联合利华等跨国企业销售，公司 3000 吨/年卡波姆项目预计 2016 年全面达产，届时将为公司带来 7000~8000 万元/年的毛利。

图表20 公司卡波姆树脂新增产能计划

产能	2012	2013	2014E	2015E	2016E
原有产能	2000	2000	2000	2000	2000
3000 吨水溶性聚合物树脂材料项目新增产能	开工建设	开工建设	1200	2400	3000
合计	2000	2000	3200	4400	5000

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 三、锂电池需求爆发式增长，收购凯欣后公司电解液销量大幅提升

### 3.1 电动汽车消费井喷驱动锂电池需求持续高速增长

锂离子电池是现阶段实现商业化的性能最优的二次电池；具有高容量、大功率、无记忆性、无污染、长寿命等优点；可以被制作成各种规则的形状；适用于几乎所有的电子产品。

图表21 各类电池性能对比

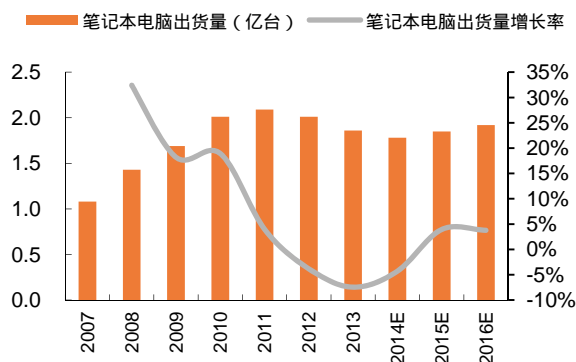
项目	超级电容器	铅酸蓄电池	镍镉电池	镍氢电池	锂离子电池	燃料电池
充电时间/小时	10 秒~几分钟	4~12	4~10	12~36	3~4	-
充放电次数	500000	400~600	400~500	>500	1000	>500
工作电流	极高	高	高	高	中	低
记忆效应	无	轻微	有	有	很轻微	轻微
自放电率(%·月 <sup>-1</sup> )	高	0.03	25%(中)	20%(中)	5~10%	低
质量能量密度(Wh·KG <sup>-1</sup> )	4~10	30	50	60~80	100~200	>200
功率密度(W·KG <sup>-1</sup> )	>1000	<1000	>1000	>1000	>1000	35~1000
安全性	优	一般	良	良	差	差
环境	零污染	有污染	基本无污染	基本无污染	基本无污染	零污染

资料来源：《机电元件》，平安证券研究所

#### ■ 传统需求消费电子领域稳定增长

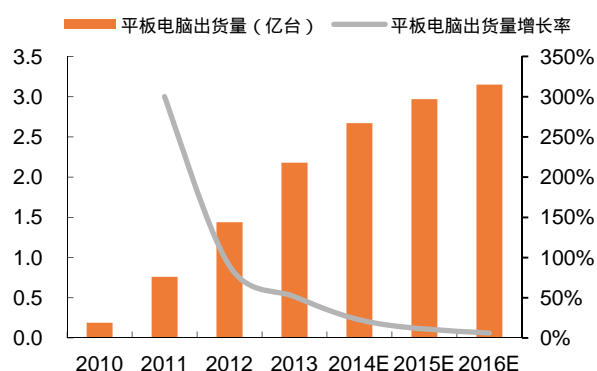
目前，锂电池在 3C 消费电子产品领域，如手机、笔记本电脑等产品中的应用最为广泛。2013 年锂电池消费电子领域市场规模为 143.51 亿美元，占锂电池下游应用领域的 72%。预计未来笔记本电脑出货量增速将会放缓，但平板电脑出货量将超过笔记本，并保持较快增长，智能手机仍会保持平稳的增长速度。消费电子市场的锂离子电池需求量今后几年的增长速度会维持在 15%左右。

图表22笔记本电脑出货量增速将放缓



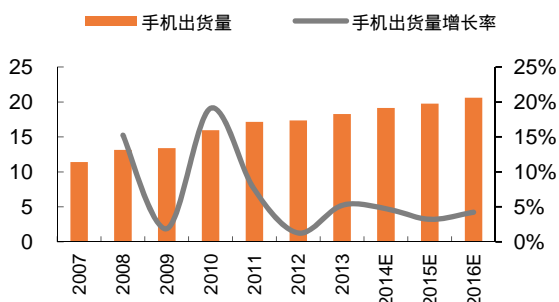
资料来源：Garter、平安证券研究所

图表23平板电脑出货量保持较高增长



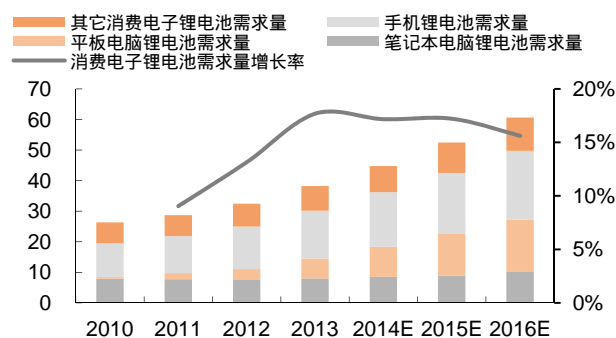
资料来源：Garter、平安证券研究所

图表24手机出货量保持平稳增长 (亿台)



资料来源：IDC、平安证券研究所

图表252010~2016年消费电子领域锂离子电池需求量预测 (GWh)



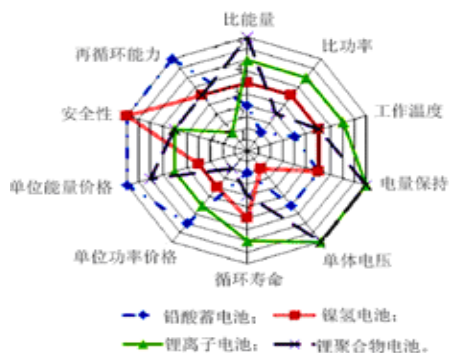
资料来源：Garter、IDC、平安证券研究所

■ 电动交通工具市场将迎来需求井喷

锂电池是电动汽车蓄能解决方案

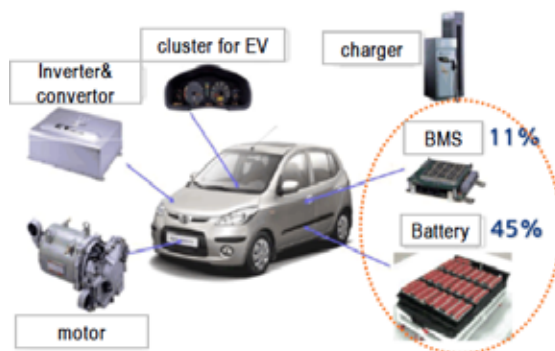
电池是电动汽车的心脏，占电动汽车成本约 45%。电动汽车对电池性能要求主要包括比能量、比功率、快速充电和深度放电性能、使用寿命、成本五个方面。从现有蓄能电池比较看，铅酸电池和镍氢电池技术较成熟，但由于比能量、功率、环境以及寿命局限，未来发展空间有限，是过渡型方案，因此，在电池选择上，电动汽车几年前考虑的是镍氢电池，现在用的都是锂电池。

图表26 锂离子电池综合性能好



资料来源：Pike Research、平安证券研究所

图表27 电池占电动汽车成本45%



资料来源：KATECH、Pike Research、平安证券研究所

**Tesla热潮+产业政策支持：电动汽车消费将迎井喷**

新能源汽车是指采用非石化能源形式如电力、天然气或者通过对现有系统改进起到节约能源效果的汽车，其中，电动汽车根据能量来源可分为纯电动汽车（EV）、油电混合动力车（HEV）和插电式混合动力汽车（PHEV）。

**1、Tesla引发新能源汽车革命**

Tesla model S为纯电动汽车，于2012年下半年开始销售，2013 年上半年新增销量1万余辆。与此同时Model S成为2014年一二月份北美大型豪华轿车（指7万美元以上的）销量冠军，力压奔驰S系，宝马7系，凌志 LS，奥迪A8 等。Tesla 引发的电动车革命拉动了全球电池产业的发展，Model S 汽车上市一年中，特斯拉就消耗了全球生产的所有“18650”锂电池。在Tesla 的带动下，2012年全球电动车的销量为181.7万辆，同比增长84.84%。Tesla 还将继续扩大电动汽车布局，在2014年推出了Model X，高级SUV。

图表28 Tesla2013年电动汽车的北美布局



资料来源：Pike Research、平安证券研究所

图表29 Tesla2015年电动汽车的北美布局



资料来源：Pike Research、平安证券研究所

**2、产业政策持续支持**

从长期来看，发展新能源汽车是解决大气污染、解决能源需求的必经之道。为此，世界各国都出台了相关产业政策，以支持新能源汽车的发展。政策内容包括明确新能源汽车推广目标、补贴标准、税收优惠、牌照政策、充电基础设施建设规划和补贴等多项优惠政策。

图表30世界各国新能源汽车发展目标

国家	新能源汽车发展目标
美国	2015年100万辆插电式混合动力、增程型电动车、纯电动车
日本	2020年200万辆电动车，2030年混合动力车年销量达到70%
法国	2020年前200万辆清洁能源汽车
中国	2015年50万辆插电式混合动力电动车和纯电动车，2020年500万辆插电式混合动力汽车和纯电动汽车
德国	2020年100万辆电动车，2030年500万辆电动车
英国	2015年24万辆电动车
韩国	2015年120万辆电动车，2020年小型电动车普及率10%

资料来源：Pike Research、平安证券研究所

图表31 2013年中国新能源汽车布局



资料来源：Pike Research、平安证券研究所

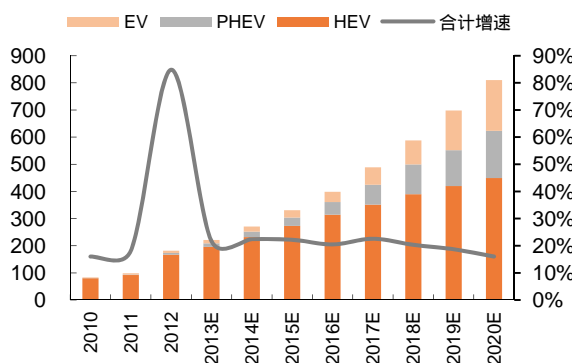
图表32 2015年中国新能源汽车布局



资料来源：Pike Research、平安证券研究所

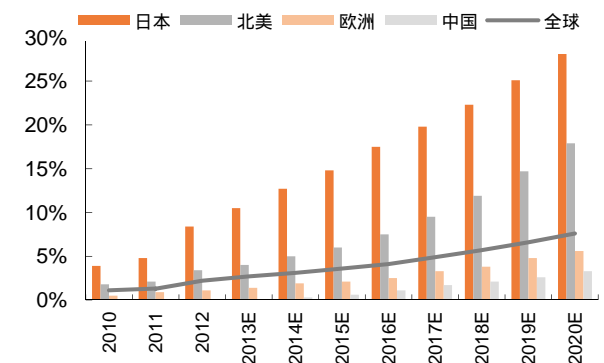
在各国产业政策的持续支持，产、学、研等社会各界的不断攻关下，新能源汽车将持续高速发展。2012年全球电动车的销量为181.7万辆，同比增长84.84%，预计2020年全球电动汽车的产量将达到810万辆，市场渗透率将达到7.6%。

图表33 2012全球电动汽车产量增长84.84%



资料来源：B3 Research、平安证券研究所

图表34 电动汽车市场渗透率正不断提升



资料来源：B3 Research、平安证券研究所

### ■ 储能领域发展空间巨大

锂电池在能源储备领域也有重要应用，以锂离子电池作为储能设备具有巨大的优势。目前，锂电池

在储能领域的应用主要集中在通信基站和电网储能。

**图表35以锂离子电池作为储能设备具有巨大的优势**

风电场和太阳能光伏电站的建设多在偏远地区，如沙漠等，建设电网成本巨大，储能电池的应用是最佳解决方案。

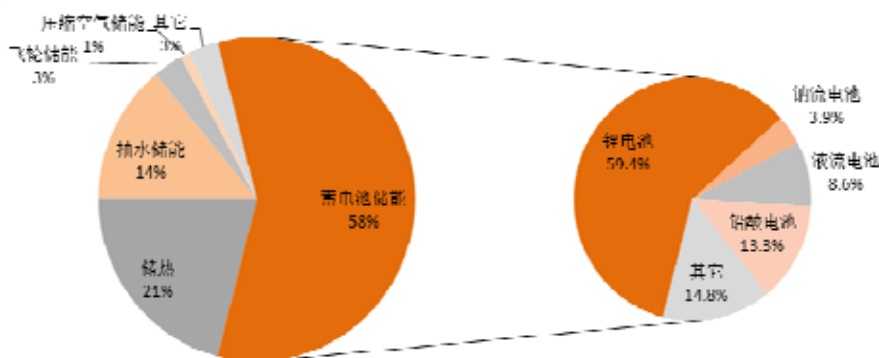
在广太阳能 LED 路灯和光伏建筑的推广中，并网问题无法解决众多的独立发电系统，采用锂电池能很好解决这一问题。

锂电池具有 90% 以上的充放电转化率，相比较抽水蓄能电池 80% 的转化效率，节能效果更佳，同时具有巨大的成本优势。

资料来源：Pike Research、平安证券研究所

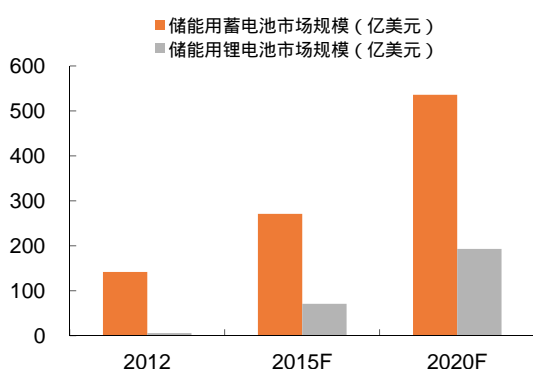
在新能源需求、电力需求和工业储能需求的带动下，储能用锂电池具有巨大的发展空间。根据美国能源部的统计，2010 年以来全球共有储能项目 219 个，以蓄电池储能为技术的项目共 128 个，其中锂电池占 59.4%。预计 2016 年储能用锂电池的需求将达到 8.45 GWh，在储能领域的市场渗透率将达到 14%。

**图表36全球储能项目的技术基础组成（2010年起，包括已完成的、在建的和计划新建的）**



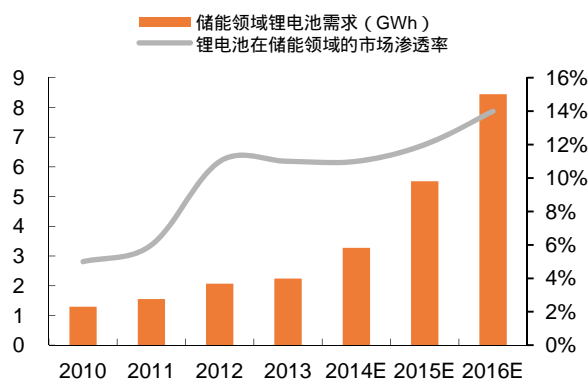
资料来源：US DOE、平安证券研究所

**图表37锂电池在储能领域市场规模不断提升**



资料来源：Samsung SDI、平安证券研究所

**图表382016年储能用锂电池需求量将达到8.45GWh**



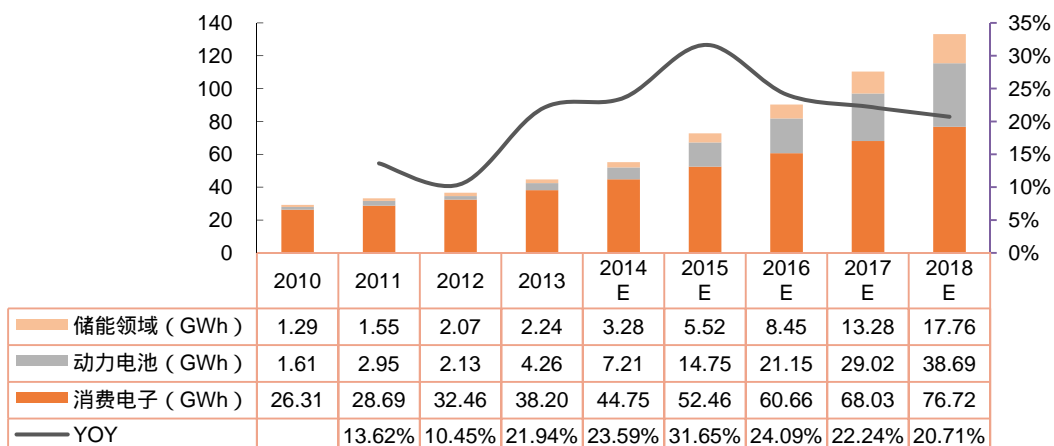
资料来源：SNE Research、PikeResearch、平安证券研究所

结合以上对三大锂电下游领域的分析，我们预计2018年锂电池市场的需求将达到133.17GWh，按照



每GWh容量的锂离子电池消耗3000吨电解液、375吨六氟磷酸锂的比例，届时对电解液和六氟磷酸锂的需求分别是40万吨和5万吨。

图表39三大下游领域锂电池市场需求预测



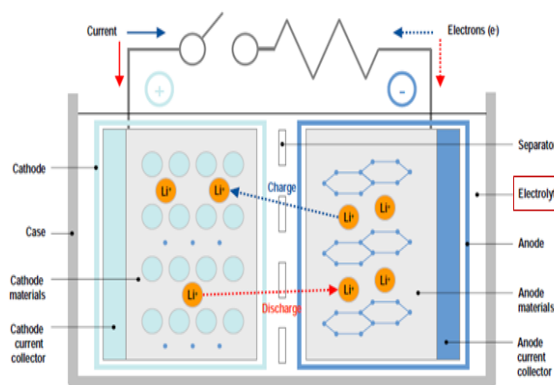
资料来源：SNE Research、平安证券研究所

### 3.2 锂电池电解液产能向国内转移，进入主流供应体系龙头企业销量有保障

#### ■ 电解液：锂离子电池的“血液”

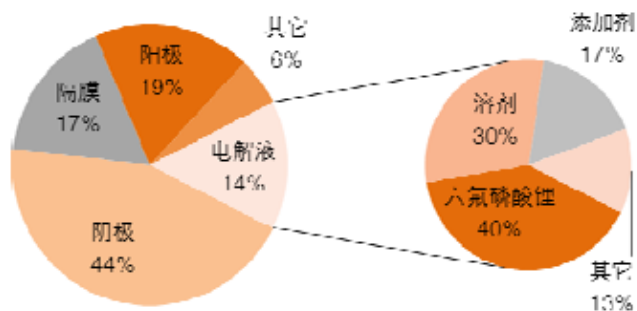
电解液号称锂电池的“血液”，由不含水的有机溶剂和锂盐电解质组成，是带动锂离子流动的载体，对锂电池的运行和安全性具有举足轻重的作用。锂离子电池锂盐电解质包括六氟磷酸锂（LiPF<sub>6</sub>）、六氟砷酸锂（LiAsF<sub>6</sub>）、四氟硼酸锂（LiBF<sub>4</sub>）、高氯酸锂（LiClO<sub>4</sub>）等，其中六氟磷酸锂在水和酸环境下较易分解，但相比其他电解质具有良好的离子导电性和电化学稳定性，是现有主导电解质，约占电解液成本的40%。作为锂离子电池的重要材料，锂电池电解液受益新能源汽车井喷需求迎爆发式增长。

图表40锂电池的工作原理：电解液是锂离子流动的介质



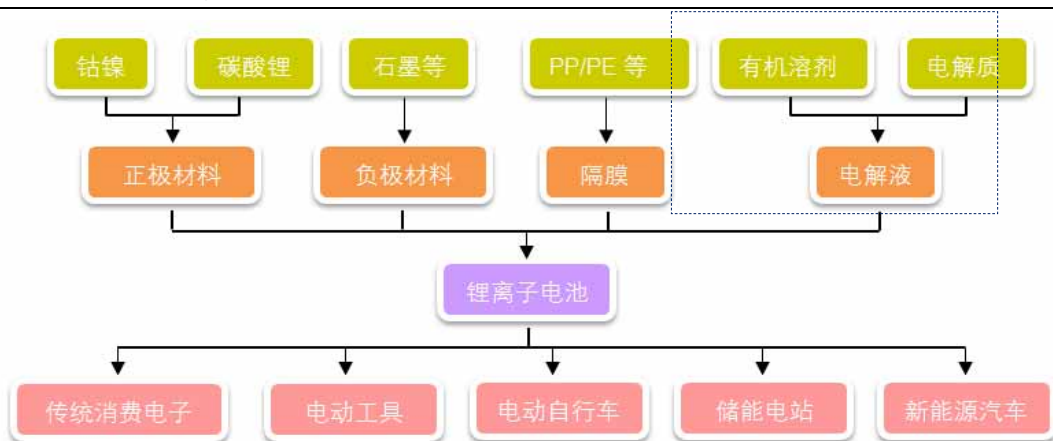
资料来源：B3 Research、平安证券研究所

图表41锂电池电芯材料成本构成



资料来源：B3 Research、平安证券研究所

图表42 电解液是锂离子电池产业链重要的组成部分

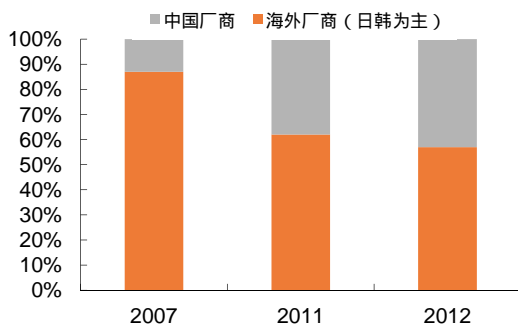


资料来源：B3 Research、平安证券研究所

■ 电解液产能持续向中国转移，进入主流供应体系龙头企业销量有保障

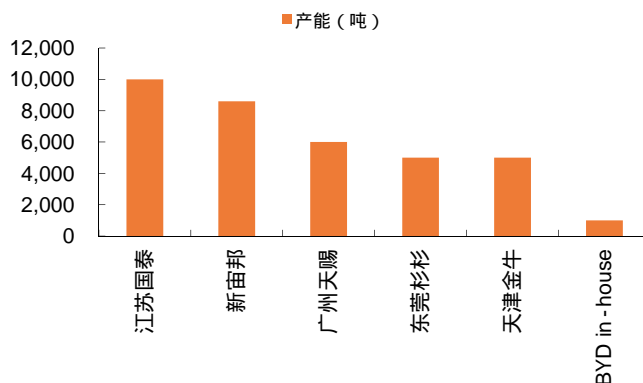
过去两年是电解液新增产能高峰期，2013年全球电解液主要厂商产能约9.5万吨。锂电池电解液在过去一直是日韩厂商的天下，但随着中国电解液厂商的成长，尤其是六氟磷酸锂的国产化，电解液产能持续向中国转移。

图表43 电解液产能持续向中国转移



资料来源：GBII、平安证券研究所

图表44 2014年国内主要电解液厂商产能



资料来源：Marklines、平安证券研究所

目前我国电解液产销量约为2~3万吨，而规划产能如果投产，将超过10万吨，处于过剩状态。实际上，电解液为非标产品，生产企业主要根据客户需求，配制不同配方产品，产能并不是竞争要素，服务的特性较为突出，因此只有具备较强配方研发能力的龙头企业才能进入主流供应体系，进入主流供应体系龙头企业销量有保障，预计未来规划中相当部分产能因缺乏客户或者竞争力并不能发挥作用。

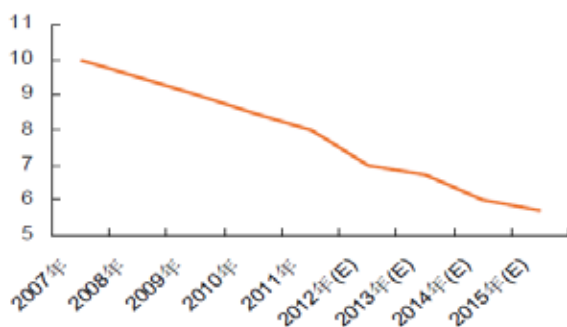
3.3 电解液价格下滑趋势将在 2015 年缓和，龙头企业维持较好盈利水平

随着中小厂商通过价格战抢占市场和原材料六氟磷酸锂价格的下降，我国电解液已由2007年10万元/吨水平下降为现在~6~7万元/吨，2013年电解液销售产值仅为16.17亿元，同比减少2.3%。电解液

价格的下降趋势有望在2015年有所缓和。首先，行业进入壁垒极高，需要较长时间的技术积累。整个生产过程涉及高温、无水无氧操作、高纯精制、强腐蚀，对设备和操作人员要求高、工艺难度大，需要5~10年的技术投入。其次，六氟磷酸锂产能扩张将在2015年放缓，六氟磷酸锂作为高附加值的氟化盐产品，更适合具有深厚氟化工底蕴并具有产业链优势的企业来开发生产，事实上，经过这波产品价格下跌，森田日本工厂已经停产。

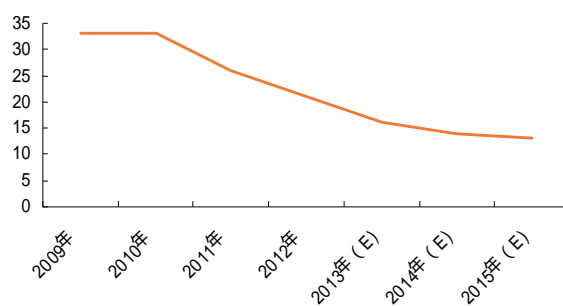
凭借电解液较高的服务属性，龙头公司毛利率受原材料价格变化影响不大。进入顶尖厂商的供应链意味着相对稳定的盈利能力，预计国内一线厂商的电解液产品价格3.5万元/吨（不含税）左右，毛利率有望稳定在25%，原材料六氟磷酸锂价格在8~9万元/吨（不含税）企稳。

图表45我国电解液价格持续下降（万元/吨）



资料来源：GBII、平安证券研究所

图表46国产化后六氟磷酸锂价格下降（万元/吨）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 3.4 公司电解液纵向一体化带来成本优势

公司在2007年通过购买美国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，在2011年成功实现六氟磷酸锂量产。公司工艺路线与目前市场主流工艺路线有所区别，使用多聚磷酸为原料，具有生产过程安全，产品纯度高，易于规模化放大等优点。

图表47不同六氟磷酸锂工艺路线对比

	工艺路线	优点	缺点	企业
氟气法	以纯氟气体和磷为原料反应得到五氟化磷	产品纯度高	安全性差，生产过程易爆炸	关东电化
氢氟酸法	五氯化磷和无水氟化氢为原料反应得到五氟化磷	生产过程安全	生产过程引入氯离子，除杂过程复杂，产生氯化氢尾气	森田、SUTERAKEMIFA、多氟多
多聚磷酸法	多聚磷酸、无水氢氟酸为原料反应得到五氟化磷	生产过程安全，产品纯度也很高，易于规模化放大	制备提取五氟化磷难度高	天赐材料

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表48六氟磷酸锂成本比较

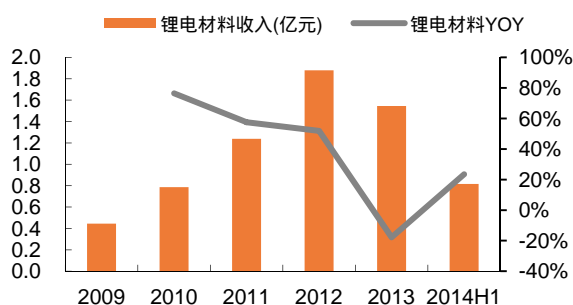
关东电化	森田	多氟多	天赐材料		
2200 吨	2600 吨	200 吨装置	1000 吨装置	300 吨装置	700 吨装置
在日本本土生产, 估计成本约 15 万	主要在中国生产, 估计成本约 12 万	10 万	8 万	10 万	8 万

资料来源：公司公告、平安证券研究所

近年来电解液行业出现分化，行业集中度提高。规模企业保持较快增长的同时，规模较小、成本较高的企业正逐步退出电解液行业。在激烈的竞争中，凭借成本价格优势，抢占市场份额是行业趋势。六氟磷酸锂约占电解液成本40%，掌握六氟磷酸锂自给就掌握了电解液成本优势。公司是国内唯一一家实现同时生产六氟磷酸锂和电解液的电解液生产商，产业链的纵向一体化让公司竞争实力大幅提升。

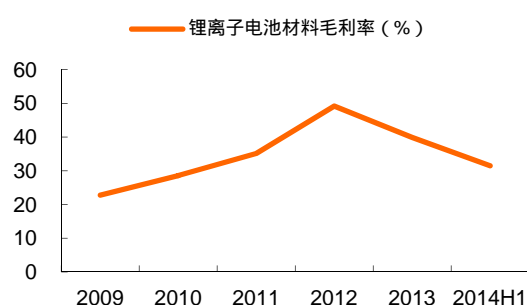
2009~2012年，公司锂电材料营业收入增速保持在50%以上。2013年，随着六氟磷酸锂国产化，锂离子电池材料成本下滑，公司为了抢占市场份额，主动降低了锂离子电池材料的价格，锂电材料营业收入同比下降17.8%，毛利率亦有所下降。但由于公司具有产业链纵向一体化的成本优势，锂电材料毛利率仍保持在30%以上水平。

图表49公司锂电材料营业收入



资料来源：GBII、平安证券研究所

图表50公司锂电材料毛利率保持较高水平



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2014年7月，公司6000t/a锂电池和动力电池材料二期项目投产，新增锂离子电池电解液产能3800吨/年，合计公司锂离子电池电解液产能达到7000吨/年，其中配套所需电解质六氟磷酸锂1000吨完全自产（原有300吨/年+新建700吨/年）。在产能扩张和成本优势的支撑下，公司电解液收入规模有望实现飞跃，与主流电池大厂的认证有望在近期取得突破。公司拟募集不超过2.65亿元用于收购东莞凯欣100%股权和建设6000吨/年液体六氟磷酸锂（折高纯晶体为2000吨/年），新增六氟磷酸锂产能进一步提升公司竞争优势。

### 3.6 拟并购东莞凯欣切入ATL产业链，扩大电解液市场占有率

公司拟通过非公开发行股票收购东莞凯欣100%股权，进行同行业产业资源整合。根据高工锂电产业研究所（GBII）的统计，2013年国内电解液市场产值排名情况，天赐材料位列第4名，东莞凯欣位列第8名。通过此次整合，天赐材料扩大了锂电池电解液产能，加速推动行业规模化集中，提高了公司的品牌影响力和市场占有率。

此外，东莞凯欣主要客户有东莞ATL、宁德ATL等公司，东莞ATL、宁德ATL是国际知名可充电锂离子电池生产商新能源科技有限公司（ATL）在国内的子公司。ATL致力于研发、生产和销售可充

电锂离子电池，是 Apple 数码产品锂电池的主力供应商，并与宝马合作开发车用动力锂电池。公司将与东莞凯欣与 ATL 的研发合作及战略合作基础上，继续发挥锂电池电解液及其核心原材料锂盐方面的研发和生产优势，希望未来 ATL 能成为公司和东莞凯欣的重要客户。

收购东莞凯欣能直接消化公司的六氟磷酸锂产能，公司通过本次整合增强了锂电池电解质用锂盐产品的市场竞争力，有利于持续增强公司的核心竞争力和抗风险能力。

## 四、液体硅橡胶应用领域广泛，公司专注开发高附加值

### 4.1 液体硅橡胶应用领域广泛、市场前景广阔

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%。有机硅橡胶按产品状态可分为固体硅橡胶和液体硅橡胶两大类。公司的主营产品主要为液体有机硅橡胶，主要应用在电子以及模具行业。

液体硅橡胶应用领域广泛，产品性能较固体硅橡胶产品优越，市场前景较为广阔。随着世界制造业向中国转移，液体硅橡胶的重要下游行业的需求日益旺盛，中国液体硅橡胶正迎来一个高速发展期，行业的景气将会因下游需求的旺盛得到较长时间的维持。

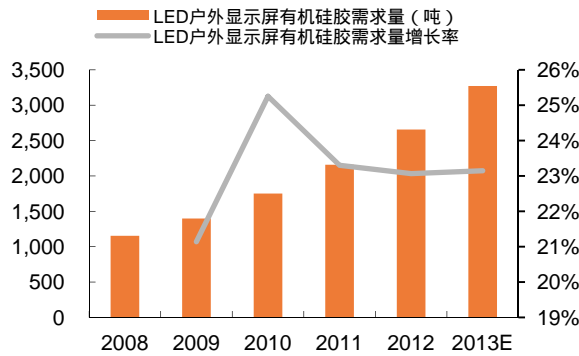
图表51 液体硅橡胶应用领域广泛

行业	利用的特性	主要应用范围
建筑	耐老化、易着色、粘接性	用作公路接缝的密封剂，高层建筑物嵌板、幕墙和内墙接缝的密封，厨房瓷砖周围空隙的填平和浴盆、水斗、便池周围的密封等
电子	介电性、耐候、粘接性、易用性	用作包封、灌注、粘接、浸渍和涂覆等材料
电力	电绝缘性、耐候、防潮	用于互感器、冷缩附件、绝缘子、避雷器的生产
航空 宇航	耐高低温、耐腐蚀、耐辐射	用于宇宙飞船窗口、真空泵系统和电子设备的密封，烧蚀涂层，耐油部位的密封
汽车	耐疲劳、粘接性	用作现场成形的密封垫圈，汽车挡风玻璃、门窗框架、反光灯、排气管及易受水淋设备的粘接密封
医疗	生理惰性	用作隐形眼镜、人工角膜、齿科印模、防噪音耳塞的材料
其他	粘接性、仿真性	用于制作古代文物复制品的模具，常规武器的密封

资料来源：公司公告、平安证券研究所

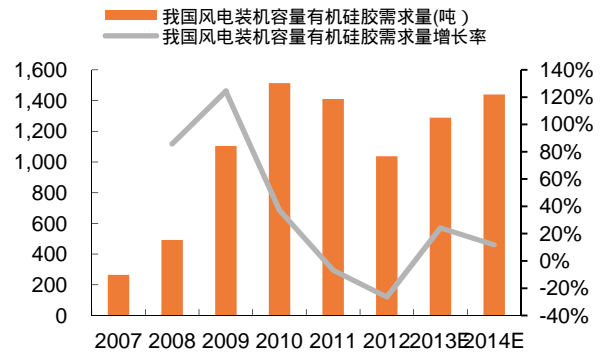
近年来中国的有机硅橡胶需求量的年均增长率一直保持在较高水平，已经成为世界上最主要的消费市场，尤其是电子电器、新能源等领域的发展，极大的拉动了有机硅的需求。

图表52 LED户外显示屏有机硅胶需求高速增长



资料来源：汉鼎咨询、平安证券研究所

图表53 我国风电装机容量有机硅胶需求恢复增长

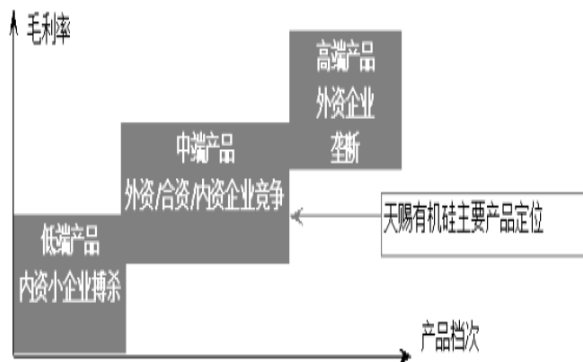


资料来源：公司公告、平安证券研究所

#### 4.2 公司有机硅定位中高端，专注开发高附加值产品

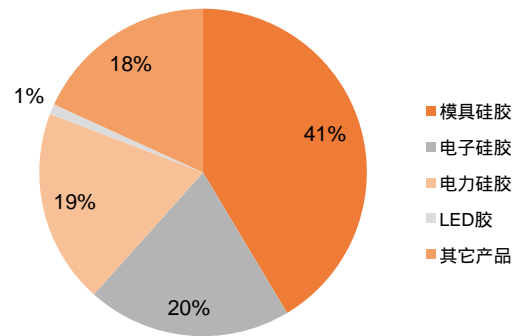
中国作为最具发展潜力、增长速度最快的有机硅市场，吸引了世界各主要有机硅生产商的直接投资。随着世界有机硅产能进一步向中国转移，国内市场的竞争将会加剧。与国际企业相比，国内企业在资本、技术及研发方面均存在差距，尤其是国内企业在开发销售高品质、高性能产品方面。公司有机硅橡胶业务定位中高端，主要瞄准利润率较高的模具、电力电缆和 LED 封装。未来随着下游需求的爆发，中高端有机硅橡胶企业产品将逐步替代进口成为有机硅橡胶产品主流。

图表54 公司有机硅胶主要定位在中高端产品



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表55 公司有机硅产品收入构成



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司有机硅部门现有有机硅橡胶产能 6000 吨，拥有前星火化工厂研究所所长，有机硅中心主任张利萍领导的技术团队，产品研发能力位居全国前列，现已成功开发出 LED 封装胶、互感器绝缘胶等高附加值产品，未来市场空间广阔。

有机硅胶在 LED 产业应用主要包括灌封胶和芯片封装胶，其中灌封胶广泛应用于 LED 户外显示屏、LED 灯（饰）、HID 疝灯等行业的灌封，起防水、防震、防尘的作用，技术门槛较低。芯片封装胶对透光、耐热等性能要求极高，技术难度大，主要掌握在道康宁、迈图国外企业手中，国内企业尚未实现规模生产，目前国内空间预计在 3-5 亿元，单价高达 13.8 万元/吨（模具硅胶价格为 2.4

万元/吨), 毛利率为 47%。公司芯片封装胶产品今年已小批量进入市场, 随着在客户中影响力和认知度提高, 未来有望成为重要利润增长点。

## 五、盈利预测与投资建议

公司个人护理品材料、有机硅橡胶业务稳定增长, 锂离子电池材料业务高速增长。锂离子电池电解液、卡波姆树脂、甜菜碱为 2015~2016 年净利润增长主要来源, 预计公司未来 3 年净利润年均增速为 20~30%左右。

**核心假设:**

- 1、六氟磷酸锂价格小幅下滑;
- 2、锂电池电解液价格小幅下滑;
- 3、公司三项费率保持稳定;
- 4、所得税率保持稳定;
- 5、公司各项业务收入、成本、毛利率情况预测见图表56。

基于上述假设, 在不考虑增发后业绩贡献和股本摊薄情况下, 我们预测公司 2014~2016 年 EPS 分别 0.58 元、0.86 元、1.06 元, 10 月 24 日收盘价对应于公司 2014~2016 年动态 PE 分别为 61.5 倍、41.9 倍、34.0 倍左右, 考虑到公司作为锂电池材料优质标的, 业绩增长确定性高, 我们首次给予公司“推荐”投资评级。

图表56公司收入结构和毛利率预测

产品	盈利假设	2013A	2014E	2015E	2016E
个人护理品	营业收入(万元)	34,777.36	36,742.94	43,801.34	51,426.36
	营业收入增速	25.83%	5.65%	19.21%	17.41%
	营业成本(万元)	24,038.26	26,026.25	30,660.94	35,700.94
	营业成本增速	17.57%	8.27%	17.81%	16.44%
	销售毛利率	30.88%	29.17%	30.00%	30.58%
锂电材料	营业收入(万元)	15,443.21	15,285.06	25,800.00	37,800.00
	营业收入增速	-17.80%	-1.02%	68.79%	46.51%
	营业成本(万元)	9,279.29	10,393.84	17,400.00	25,650.00
	营业成本增速	-2.77%	12.01%	67.41%	47.41%
	销售毛利率	39.91%	32.00%	32.56%	32.14%
有机硅橡胶	营业收入(万元)	9,149.53	8,804.00	9,250.00	9,487.50
	营业收入增速	4.96%	-3.78%	5.07%	2.57%
	营业成本(万元)	6,501.64	6,283.50	6,586.00	6,862.50
	营业成本增速	7.52%	-3.36%	4.81%	4.20%
	销售毛利率	28.94%	28.63%	28.80%	27.67%
其他	营业收入(万元)	235.83	250.00	275.00	300.00
	营业收入增速	-12.13%	6.01%	10.00%	9.09%
	营业成本(万元)	137.09	165.00	175.00	190.00
	营业成本增速	-24.86%	20.36%	6.06%	8.57%
	销售毛利率	41.87%	34.00%	36.36%	36.67%

合计	营业收入（万元）	59,605.93	61,082.00	79,126.34	99,013.86
	营业收入增速	7.57%	2.48%	29.54%	25.13%
	营业成本（万元）	39,956.28	42,868.59	54,821.94	68,403.44
	营业成本增速	10.32%	7.29%	27.88%	24.77%
	综合销售毛利率	32.97%	29.82%	30.72%	30.92%

资料来源：wind，平安证券研究所

## 六、风险提示

- （1）上游原材料价格大幅波动风险；
- （2）竞争激烈致电解质和电解液价格继续大幅下滑；
- （3）新能源汽车推广进度低于预期。



会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	362	844	994	1162
现金	77	547	616	692
应收账款	139	142	184	230
其他应收款	5	6	7	9
预付账款	11	12	15	19
存货	85	91	117	146
其他流动资产	45	46	55	65
非流动资产	434	401	366	330
长期投资	0	0	0	0
固定资产	324	313	294	270
无形资产	27	26	25	24
其他非流动资产	83	61	46	36
资产总计	796	1244	1360	1492
流动负债	224	232	268	309
短期借款	75	75	75	75
应付账款	88	95	121	151
其他流动负债	61	63	72	83
非流动负债	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	6	6	6	6
负债合计	230	238	274	315
少数股东权益	17	20	24	29
股本	99	120	120	120
资本公积	173	533	533	533
留存收益	277	332	408	494
归属母公司股东权益	548	986	1061	1147
负债和股东权益	796	1244	1360	1492

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	82	95	77	96
净利润	85	73	108	133
折旧摊销	31	33	35	36
财务费用	5	-8	-19	-22
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-39	-3	-49	-54
其他经营现金流	1	0	3	3
投资活动现金流	-92	-0	-0	-0
资本支出	97	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	5	-0	-0	-0
筹资活动现金流	26	375	-9	-19
短期借款	65	-0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	22	0	0
资本公积增加	0	361	0	0
其他筹资现金流	-39	-7	-9	-19
现金净增加额	17	470	68	77

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	596	611	791	990
营业成本	400	429	548	684
营业税金及附加	4	0	0	0
营业费用	34	35	46	57
管理费用	76	78	100	126
财务费用	5	-8	-19	-22
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	74	74	113	142
营业外收入	26	13	15	15
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	99	86	126	156
所得税	15	13	19	23
净利润	85	73	108	133
少数股东损益	3	3	4	5
归属母公司净利润	81	70	103	127
EBITDA	110	99	128	156
EPS (元)	0.68	0.58	0.86	1.06

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入 (%)	7.6	2.5	29.5	25.1
营业利润 (%)	2.0	-0.5	52.2	26.0
归属母公司股东权益 (%)	29.0	-13.4	46.9	23.2
获利能力				
毛利率 (%)	33.0	29.8	30.7	30.9
净利率 (%)	13.6	11.5	13.1	12.9
ROE (%)	14.8	7.1	9.7	11.1
ROIC (%)	12.0	10.5	14.6	18.2
偿债能力				
资产负债率 (%)	29.0	19.2	20.2	21.1
净负债比率 (%)	32.6	31.5	27.3	23.8
流动比率	1.6	3.6	3.7	3.8
速动比率	1.2	3.2	3.3	3.3
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	4.0	4.0	5.0	4.0
应付账款周转率	4.9	4.7	5.1	5.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.68	0.58	0.86	1.06
每股经营现金流	0.68	0.79	0.64	0.80
每股净资产	4.55	8.19	8.81	9.53
估值比率				
P/E	53.2	61.5	41.9	34.0
P/B	7.9	4.4	4.1	3.8
EV/EBITDA	40	44	34	28

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ± 10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ± 5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

**深圳**

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

**上海**

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

**北京**

北京市西城区金融大街 23 号平安  
大厦 6 楼 601 室  
邮编：100031