

电解液高歌正极蓄势， 穿透式布局打造锂电材料新航母

——天赐材料（002709）调研简报

2017年03月20日

强烈推荐/首次

天赐材料

调研简报

报告摘要：

公司是全球电解液龙头企业，2016年已经实现2万多吨电解液产能释放，未来6000吨LiPF₆液体和2000吨LiPF₆晶体投产会让电解液产能翻倍。公司2016年实现营收18.37亿元，同比增长94.25%，归母净利润3.95亿元，同比增长296.87%，基本每股收益1.23元，同比增长272.73%，业绩大增主要归因于电解液产业链上下游穿透式布局后实现量价齐升，其次个人护理品业务中产品竞争力提升和新业务开拓有小幅贡献。

- ◆ **上下游穿透式布局再现，LFP产品竞争力引期待。**公司过去在电解液产业链的上下游穿透式布局为公司实现了高收益，自产溶质LiPF₆对电解液的成本控制作用巨大，有效提升了市场竞争力。参股江苏容汇布局碳酸锂产业链，增资艾德布局正极，定增投产3万吨/年前驱体磷酸铁，近期迁建2.5万吨/年LFP回台州，在宜春具备1万吨/年LFP产能2017年已开始释放，从本质上看公司同样对LFP正极材料进行了上下游穿透式布局，这也是公司长处所在，所以未来公司LFP产品竞争力值得期待。
- ◆ **布局三元正极符合产业升级大势，客户价值重塑打开巨大正极市场空间。**3月出台的《2017新能源汽车推广应用推荐车型目录（第二批）》已经出现三元锂电客车入选，表明三元在客车应用上形成了实质性突破，同时三元锂电在整个目录中的乘用车和专用车两块也占据更大比例，表明三元锂电应用市场空间巨大。公司近期规划投产2.5万吨/年的三元正极，加上3.5万吨/年的LFP产能，合计达6万吨年产能。对比电解液4万多吨的产能，按照1:1.7估算，公司电解液产能完全释放后对应锂电企业客户的正极材料需求大于7万吨/年，超过公司目前规划的6万吨/年产能，所以与电解液客户对应的正极市场空间巨大，客户价值重塑及高质量产品的量产是未来业绩爆发的关键点。
- ◆ **公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司2016-2018年EPS分别为1.23/1.58/2.05元，对应PE分别为41/32/24倍，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。
- ◆ **风险提示：**产品价格加速下跌，产能释放不达预期

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	705.69	945.80	1,837.00	3,013.83	6,472.37
增长率(%)	18.39%	34.03%	94.25%	64.06%	114.76%
净利润(百万元)	63.94	99.44	395.11	532.61	797.04
增长率(%)	-24.47%	55.53%	297.34%	34.80%	49.65%
净资产收益率(%)	7.26%	8.42%	15.15%	17.02%	18.84%
每股收益(元)	0.52	0.82	1.23	1.58	2.05
PE	96.63	61.28	41.34	31.86	24.49
PB	7.14	5.52	6.26	5.42	4.61

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

联系人

王革

010-66554043

wangge@dxzq.net.cn

林劼

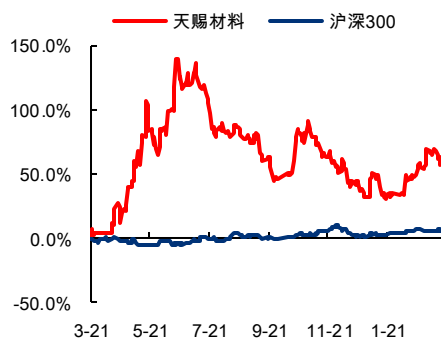
010-66554034

linjie_@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	50.25-80
总市值(亿元)	163.33
流通市值(亿元)	82.07
总股本/流通A股(万股)	32504/16332
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	7.82

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

1. “穿透式布局”再造正极增长点，锂电材料巨型航母启程	3
2. 锂电材料占比不断攀升，盈利大增后劲足	5
3. 新能源汽车行业门槛提高，复苏在即原材料市场空间大	6
4. 提升客户粘性重塑客户价值，正极和电解液协同效应势能大	8
5. 盈利预测及估值	9

表格目录

表 1:公司重大里程碑事件	3
表 2:公司电解液产品应用领域及产品细分	5
表 3: 公司盈利预测表	10

插图目录

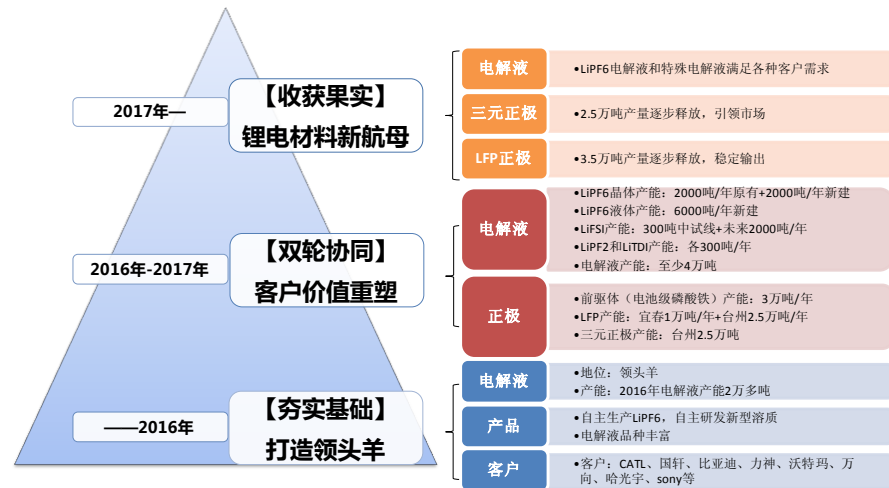
图 1: 客户价值重塑，正极穿透式布局展现长远规划，公司意在打造锂电材料新航母	3
图 2: 公司锂电材料销售网络	5
图 3: 公司 2015-2016 年营收快速增长	6
图 4: 公司 2015-2016 年归母净利润快速增长	6
图 5: 锂电材料产品营收占比不断提升	6
图 6: 公司 2016 年上半年锂电材料毛利率回升显著	6
图 7: 我国新能源汽车销量	7
图 8: 动力锂电需求测算	7
图 9: 动力锂电对应的电解液需求测算	7
图 10: 动力锂电对应的溶质需求测算	7
图 11: 动力锂电对应的正极需求测算	8

1. “穿透式布局”再造正极增长点, 锂电材料巨型航母启程

新能源汽车市场空间明确, 将有力拉动锂电上游材料需求。工信部已经牵头编制《汽车产业中长期发展规划》, 其中明确了到 2020 年, 新能源汽车年产量将达到 200 万辆, 到 2025 年, 新能源汽车销量占总销量的比例达到 20% 以上。以 2016 年 50.6 万辆的销量为基数, 如果 2020 年销量达到 200 万辆, 则 2017-2020 年复合增长率将超过 40%, 增速乐观, 将有力拉动新能源汽车的“心脏”动力锂电及上游原材料的需求。

公司整体发展战略清晰, 重塑客户价值, “穿透式布局”从电解液复制到正极。公司首先稳定电解液领头羊地位, 不断研发新型溶质、扩产溶质及电解液的产能, 参股江苏容汇布局上游碳酸锂, 增资艾德布局 LFP 和三元正极, 公司从上游碳酸锂到前驱体磷酸铁再到正极产品 LFP 形成了 LFP 的“穿透式布局”。当前公司在正极领域的步伐仍在加快, 3 月初与台州政府签订投资框架协议, 新建年产 2.5 万吨 LFP 和 2.5 万吨三元正极材料, 同时宜春具备年产 1 万吨 LFP 产能, 未来在电解液客户中的协同效应所打开的正极市场空间巨大, 重塑客户价值、实现高质量正极产品量产是公司未来强劲增长的关键。

图 1: 客户价值重塑, 正极穿透式布局展现长远规划, 公司意在打造锂电材料新航母



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 1: 公司重大里程碑事件

时间	事件
2002 年	组建一条 500 吨/年的中式生产线; 被认定为“广州市高新技术企业”
2003 年	建设 1000 吨/年的生产线, 于 2004 年 7 月投入使用
2004 年	承担广州市攻关项目“锂离子电池功能电解质的研究与开发”
2005 年	电解液产销量跃居国内前三强

	承担广东省“十五”科技重大专项“锂二次电池功能电解质的研究与开发”
2006年	承担广东省攻关项目“防爆型锂离子电池电解质的研究与开发” 电解质用溶剂的提纯工艺被鉴定为“国际先进”水平 实施企业股份制改造
2007年	“锂离子电池功能电解质的研究与开发”科研成果荣获广东省科技进步一等奖 承担广东省教育部产学研项目“动力型锂离子电池用高性能、安全型功能电解液的研发与应用”
2008年	“锂离子电池过充安全型功能电解液的研究与开发”被纳为国家火炬计划 被广东省科技厅等认定为“国家高新技术企业”和“广东省第二批创新型试点企业”
2009年	九江天赐工业园电解液项目动工，建成后电解液设计产能达6000吨/年 成为中国化学与物理电源行业协会会员单位 成功主办第28届全国化学与物理电源学术年会
2010年	成为上海世博会、广州亚运会锂电服务大巴电解液主要供应商
2011年	晶体六氟磷酸锂批量投产成功；九江基地正式供应
2012年	成功进入国际锂动力电源市场；在行业内率先通过TS16949标准认证
2013年	天赐晶体六氟磷酸锂批量销售和应用
2014年	2014年1月公司在深圳证券交易所中小板挂牌上市
2015年	成功并购东莞市凯欣电池材料有限公司，电解液业务规模提升 入股江苏容汇，切入碳酸锂产业链
2016年	增资江西艾德，切入锂电池正极材料领域
2017年	正极材料领域发力，规划在台州新建年产25000吨锂电三元正极材料，迁建年产25000吨磷酸铁锂产线

资料来源：公司官网，公司公告，东兴证券研究所

公司锂电材料的销售网络分为两大部分：（1）以广州为中心的大华南区域，覆盖省市包括：广东、香港、澳门、台湾、湖北等；（2）以南京为中心的大华东区域，覆盖省市包括：陕西、宁夏、甘肃、新疆、内蒙古等。

图 2: 公司锂电材料销售网络



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

表 2: 公司电解液产品应用领域及产品细分

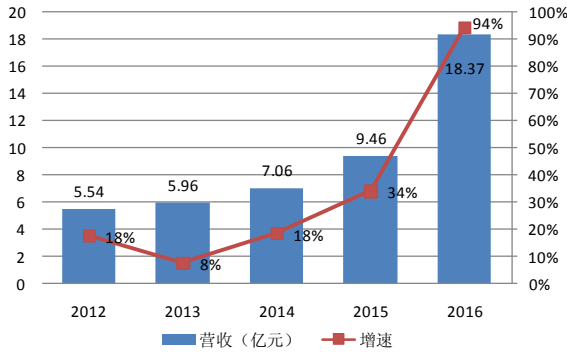
应用领域	产品种类细分
数据、电源设备、航模、玩具等	(1) 超容量电池用电解液 (2) 高倍率电池用电解液 (3) 圆柱电池用电解液 (4) 常规容量电池用普通电解液 (5) 常规容量电池用普通电解 (6) 低温电解液
电动工具电池用电解液	(1) 锰酸锂圆柱电池用电解液 (2) 磷酸铁锂圆柱电池用电解液 (3) 钴酸锂圆柱电池用电解液 (4) 三元圆柱电池用电解液
电动汽车、储能等	(1) 磷酸铁锂用电解液 (2) 锰酸锂用电解液 (3) 三元材料用电解液
新型电解液	(1) 聚合物电解液 (2) 超级电容器用电解液 (3) 超级电容电池用电解液

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

2. 锂电材料占比不断攀升, 盈利大增后劲足

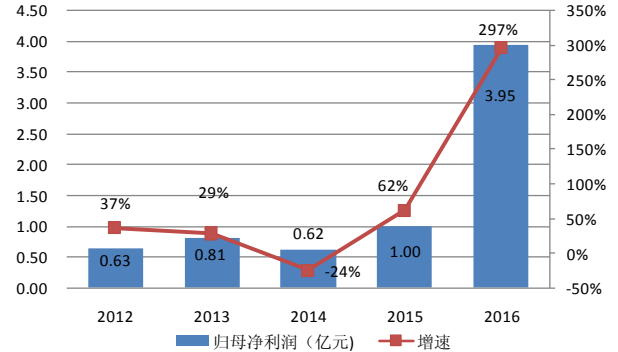
公司 2016 年业绩靓丽, 原材料深入布局凸显优势。公司发布 2016 年业绩快报, 报告期内公司实现营收 18.37 亿元, 同比增长 94.25%, 增长原因来自两大业务稳步发展, 电解液在 2016 年借助新能源汽车行业发展实现增长。个人护理品材料业务由于产品竞争力的提升, 实现了新业务的开拓而贡献了增长。归属上市公司股东净利润 3.95 亿元, 同比增长 296.87%, 增长的原因主要来自于在电解液上游材料的布局形成了很强的成本优势, 同时个人护理品的规模效应带来毛利的改善以及全资子公司东莞凯欣业绩未达标带来的业绩补偿。从 2015 年开始, 锂电材料占总营收比例大幅上升, 截止 2016 年上半年已经达到 66%, 2016 年全年和 2017 年随着溶质、电解液以及 LFP 和三元正极产能的逐步释放有望加速攀升, 公司增长后劲十足。

图 3：公司 2015-2016 年营收快速增长



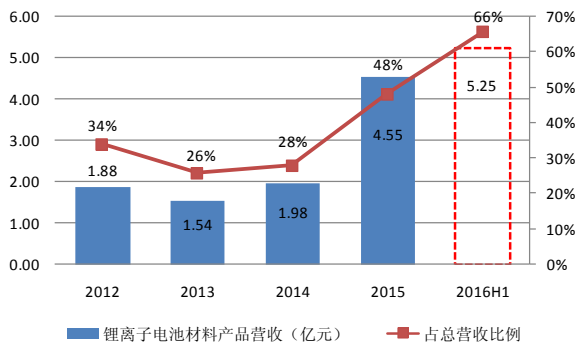
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：公司 2015-2016 年归母净利润快速增长



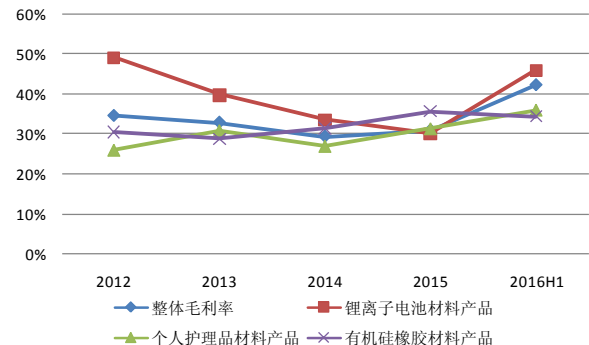
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5：锂电材料产品营收占比不断提升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6：公司 2016 年上半年锂电材料毛利率回升显著



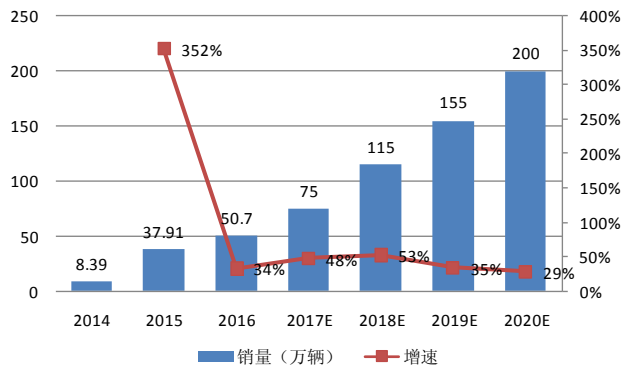
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 新能源汽车行业门槛提高，复苏在即原材料市场空间大

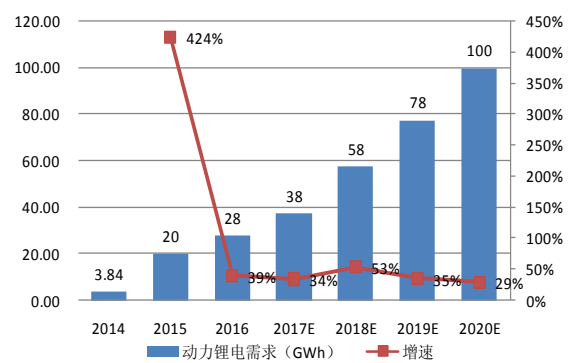
骗补肃清后补贴下调门槛提高，政策对能量密度和成本提出新要求。新能源汽车行业在 2015 年、2016 年实现了爆发式增长，虽然 2016 年骗补事件对行业造成了冲击，但政府肃清事件之后，行业已经重回健康良性发展轨道。2016 年 12 月 30 日，财政部、科技部、工信部和发改委联合发表关于调整新能源汽车推广应用财政补贴的通知，2017-2020 年，除燃料电池汽车外，其他新能源车型补贴标准都实行退坡，其中 2017-2018 年补贴标准在 2016 年基础上下降 20%，2019-2020 年补贴标准在 2016 年基础上下降 40%。2017 年政策及时出台，工信部在 1 月 23 日和 3 月 2 日分别发布了《2017 新能源汽车推广应用推荐车型目录》第一批和第二批，值得一提的是第二批目录中三元锂电客车入选实现了三元在客车应用上的实质性突破，同时三元锂电在目录中乘用车和专用车领域占据更大比例，也表明了三元趋势到来。同日工信部、

发改委、科技部、财政部四部委联合发布《关于促进汽车动力电池产业发展行动方案》，指出 2020 年动力电池的成本目标由 1.5 元/Wh 以下调整到 1 元/Wh 以下, 能量密度目标定为 260Wh/kg, 从成本和技术上都对锂电发展提出了更高的要求。

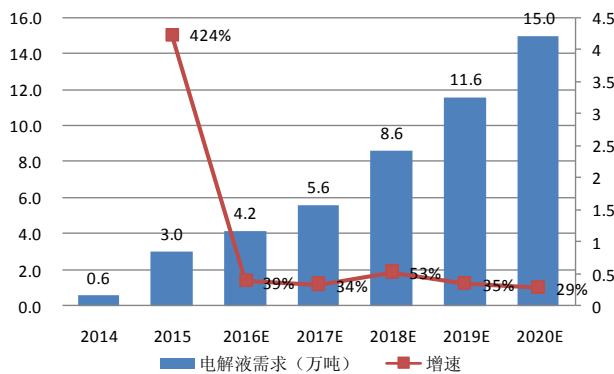
经测算, 2017-2020 年动力锂电电解液需求量分别为 5.6、8.6、11.6、15 万吨, 溶质的需求分别为 0.45、0.69、0.93、1.2 万吨。从价格上看, 电解液降价是大趋势, 2017 年一季度迫于补贴下调电解液已经开始降价。由于 2017 年-2018 年是行业产能集中释放的两年, 需要警惕的是行业出现过渡同质化竞争, 导致产品价格急速下跌拖累全行业利润水平。动力锂电正极材料 2017-2020 年需求分别为 9.4、14.4、19.4、25 万吨。三元材料价格在一季度大幅上涨, 从年初的 15 万/吨上涨到 20 万/吨, 主要原因在于钴金属价格上涨导致成本上升。磷酸铁锂则从年初 10 万元/吨下降到了 9 万元/吨。

图 7: 我国新能源汽车销量


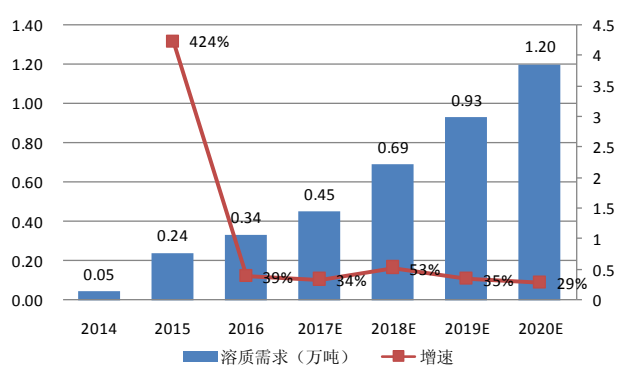
资料来源: 网络资料, 东兴证券研究所

图 8: 动力锂电需求测算


资料来源: 网络资料, 东兴证券研究所

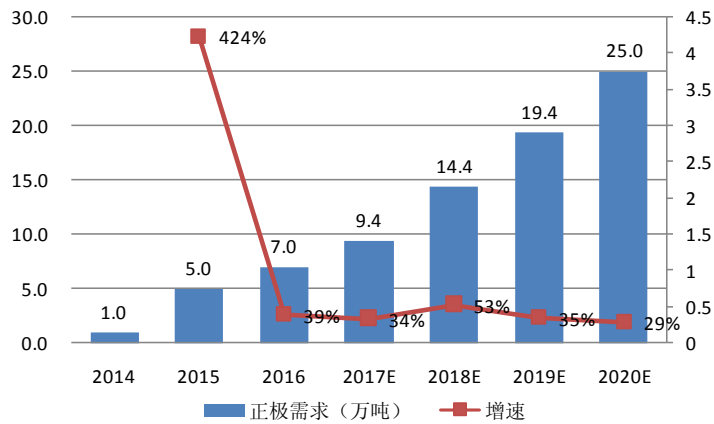
图 9: 动力锂电对应的电解液需求测算


资料来源: 网络资料, 东兴证券研究所

图 10: 动力锂电对应的溶质需求测算


资料来源: 网络资料, 东兴证券研究所

图 11：动力锂电对应的正极需求测算



资料来源：网络资料，东兴证券研究所

4. 提升客户粘性重塑客户价值，正极和电解液协同效应势能大

集中度提升将诞生寡头客户，电解液与正极材料双产品绑定式服务增加客户粘性。2016 年新能源乘用车销售量的 80% 靠 20 款车型贡献，对应的锂电企业只有 20 多家。前名 5 企业产量占全行业产量比例超过 60%。《汽车动力电池行业规范条件》征求意见稿将动力锂电单体企业年产能要求由提高至“不低于 8GWh”，目前动力锂电企业又加速扩产，强者更强的趋势凸显，行业集中度提升大势已到，最后将剩下几家巨头锂电企业瓜分市场。现阶段的优质龙头锂电企业将成为未来的大客户，客户超大产能会带来对上游材料的巨大需求，公司在满足客户电解液需求的同时，投产正极材料产品将面对更大的市场空间和机会，因为正极材料在锂电中的重量占比大约是电解液的 1.7 倍，而且 LFP 和三元正极价格分别在 10 万元/吨和 19 万元/吨水平，产品产值巨大。在动力锂电材料行业竞争趋于激烈的形式下，能为客户提供更高附加价值的服务是企业立足的根本。优质电解液和优质正极材料捆绑销售会加强客户对公司的依赖。我们认为客户粘性是重中之重，尤其是目前客户会成为未来锂电寡头，客户协同效应将为公司开辟了巨大的正极材料市场。

研发新型锂盐和电解液产品决定未来高度。公司 LiFSI 锂盐 300 吨/年的中试线项目已经投产为未来 2000 吨/年的产能释放打下基础。从锂电池能量密度不断提高同时三元锂电占比不断提升的趋势看，未来电解液在性能、安全上的要求会随之提高，那么公司积极布局 LiFSI、LiTDI、LiPF₂ 新型锂盐和不断研发新的电解液配比符合产业升级趋势，未来有望打开更多的市场空间。

公司在正极领域的开拓思路和电解液的发展思路类似，即穿透式布局。拒绝单一环节产品制造，布局上游原材，加强自主研发和自主生产，上下协同降低成本。公司在电解液领域积累的经验可能会加速正极业务的发展，有可能出现超预期的表现。公司本身除了具备很强的技术开发实力外，在规模上已经逐步启动大的规划，未来量产后规

模效应将降低生产成本提升竞争力。从生产来看，LiPF₆ 生产过程中产生的副产品硫酸可以用在前驱体磷酸铁的工艺中，这样又避免了额外的经济成本和环境成本。

5. 盈利预测及估值

公司 2017 年电解液产能将翻倍增长增厚盈利，同时宜春 LFP 产能 2017 年也将释放部分形成业绩贡献，2018 年三元和 LFP 各自 2.5 万吨的产能将陆续释放。传统业务每年保持稳定发展。我们预计公司 2016-2018 年 **EPS 分别为 1.23/1.58/2.05 元**，对应 **PE 分别为 41/32/24 倍**，首次覆盖，给予公司“**强烈推荐**”评级。

风险及提示：产品价格加速下跌，产能释放不达预期

表 3: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	523	782	2233	2973	4928	营业收入	706	946	1837	3014	6472
货币资金	148	222	1266	1393	1518	营业成本	498	652	1047	1838	4316
应收账款	185	266	503	826	1773	营业税金及附加	3	5	11	17	37
其他应收款	5	8	15	25	53	营业费用	45	60	117	192	388
预付款项	6	25	25	25	25	管理费用	91	122	237	389	835
存货	100	125	201	352	828	财务费用	0	3	-7	-13	-2
其他流动资产	40	22	22	22	22	资产减值损失	6.12	8.19	8.00	8.00	8.00
非流动资产合计	503	845	790	735	682	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	60	60	60	60	投资净收益	2.77	0.66	20.00	20.00	20.00
固定资产	395.88	480.38	481.73	434.08	386.44	营业利润	65	95	444	603	909
无形资产	26	71	64	58	52	营业外收入	9.32	26.35	18.61	18.61	18.61
其他非流动资产	10	5	5	5	5	营业外支出	1.38	6.18	6.00	6.00	6.00
资产总计	1026	1626	3023	3709	5610	利润总额	73	115	457	616	922
流动负债合计	173	424	400	660	1904	所得税	9	16	62	83	125
短期借款	2	20	0	0	429	净利润	64	99	395	533	797
应付账款	82	157	229	403	946	少数股东损益	2	0	0	20	130
预收款项	8	10	10	10	10	归属母公司净利润	62	100	395	513	667
一年内到期的非	4	7	7	7	7	EBITDA	132	223	492	644	961
非流动负债合计	6	11	7	7	7	BPS (元)	0.52	0.82	1.22	1.58	2.05
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	179	435	407	667	1911	成长能力					
少数股东权益	0	9	9	29	159	营业收入增长	18.39%	34.03%	94.23%	64.06%	114.76%
实收资本(或股	120	130	325	325	325	营业利润增长	-12.66%	45.98%	368.56%	35.79%	50.68%
资本公积	406	687	1564	1564	1564	归属于母公司净利润	296.87%	29.74%	296.87%	29.74%	30.13%
未分配利润	290	368	533	746	1024	获利能力					
归属母公司股东	847	1183	2607	3013	3540	毛利率(%)	29.45%	31.02%	43.00%	39.02%	33.32%
负债和所有者权	1026	1626	3023	3709	5610	净利率(%)	9.06%	10.51%	21.51%	17.67%	12.31%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)					
经营活动现金流	69	90	17	209	-178	偿债能力					
净利润	64	99	395	533	797	资产负债率(%)	17%	27%	13%	18%	34%
折旧摊销	66.91	124.87	0.00	47.64	47.64	流动比率	3.02	1.84	5.58	4.50	2.59
财务费用	0	3	-7	-13	-2	速动比率	2.44	1.55	5.08	3.97	2.15
应收账款减少	0	0	-237	-322	-948	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.77	0.71	0.79	0.90	1.39
投资活动现金流	-171	-296	12	12	12	应收账款周转率	4	4	5	5	5
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.28	7.90	9.50	9.53	9.60
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	3	1	20	20	20	每股收益(最新摊薄)	0.52	0.82	1.22	1.58	2.05
筹资活动现金流	173	274	1015	-94	291	每股净现金流(最新	0.59	0.52	3.21	0.39	0.38
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	7.03	9.10	8.02	9.27	10.89
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	22	10	195	0	0	P/E	96.63	61.28	41.34	31.86	24.49
资本公积增加	234	280	878	0	0	P/B	7.14	5.52	6.26	5.42	4.61
现金净增加额	71	68	1044	127	125	EV/EBITDA	44.84	28.40	30.61	23.19	15.86

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA持证人，2013年起就职于中金公司，2016年加入东兴证券。

联系人简介

王革

中科院电气工程硕士，4年光伏电池研发和产业化经验，1年公司管理经验，2016年加入东兴证券研究所，关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

林劼

清华大学工学硕士，电力设备与新能源行业研究员，2016年加入东兴证券，目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。