



2018年04月03日

买入(维持评级)

当前价: 46.02 元
 目标价: 60.00 元

汽车及零部件行业研究组

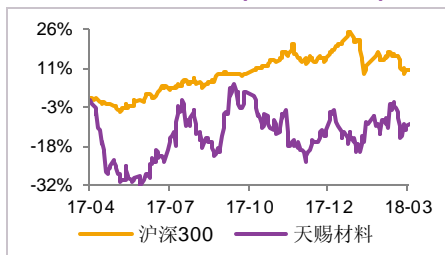
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
 邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 徐昊

电话: 010-66235635
 邮箱: xuhao@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	18.37	20.57	32.28	48.70
(+/-)	94%	12%	57%	51%
归母净利润	3.96	3.14	8.17	9.79
(+/-)	298%	-23%	161%	20%
EPS(元)	1.23	0.92	2.40	2.88
P/E	34	50	19	16

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《【联讯汽车点评】天赐材料: 电解液龙头地位稳固, 新能源汽车放量利好公司今年业绩增长》2017-06-23

《【联讯汽车中报点评】天赐材料: 公司业绩符合预期, 新能源汽车回暖将带动上游需求增长》2017-08-23

《【联讯汽车季报点评】天赐材料: 公司三季报业绩同比下滑, 六氟价格有望触底反弹》2017-10-26

天赐材料(002709.SZ)

【联讯汽车深度研究】天赐材料: 扩产计划打破市场格局, 高整合度改变行业趋势

投资要点

✧ 三点核心驱动因素推动推动公司业绩持续增长

公司是国内电解液行业龙头, 我们认为三大核心驱动因素推动天赐材料未来业绩增长: (1) 公司整合电解液上游原材料, 核心原材料六氟磷酸锂实现自给, 并且打造公司自有的产业链闭环, 有效降低了生产成本, 使得公司毛利水平相对稳定; (2) 公司在成本端的优势驱动公司积极布局产能扩建, 抢占市场份额, 确立公司在行业内的龙头地位及规模优势。(3) 公司下游客户几乎包含国内主要动力电池制造企业, 包括 CATL, ATL, 比亚迪和万向等, 国内新能源汽车行业快速增长趋势确定性强, 下游需求旺盛将推动六氟价格在 2017 年的大跌之后逐渐企稳。

✧ 积极布局循环产业链, 持续扩产颠覆行业格局

公司在掌握六氟磷酸锂工艺之后积极开发出更具成本优势的液体六氟磷酸锂, 并持续整合电解液及正极材料上游原材料, 严格控制成本, 形成明显优于行业平均水平的毛利水平。此外, 公司坚定看好新能源汽车产业链, 积极投资新建电解液产能以及配套的液体六氟产能, 并积极布局新型锂盐 FSI 的产能扩建, 公司行业龙头地位稳固, 我们认为未来行业竞争将更加激烈, 充分整合的一体化产业链将成为新的行业趋势。

✧ 个护业务现金流良好, 业绩增长稳定

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。下游客户涵盖了国外主流快消企业。2017 年该业务占总营收的 32.48%, 毛利率继续维持了 25% 左右的平稳增长, 现金流表现良好, 我们预计 2018 年利润将进一步回升。公司以跨国公司在中国的子公司为突破口, 积极寻求进入其全球采购体系, 跨国公司客户对供应商的选择需要满足严格认证条件, 与跨国公司的合作不仅在一定程度上标志着公司产品质量和技术水平赢得了国际市场的认可, 也为公司进一步开拓市场创造了有利条件。

✧ 盈利预测和估值

我们预计公司 2017, 2018, 2019 年营业收入分别为 20.57 亿元, 32.28 亿元, 48.70 亿元, 归母净利润为 3.14 亿元, 8.17 亿元, 9.79 亿元, EPS 分别为 0.92 元、2.40 元、2.88 元, 当前公司股价 46.02 元, 对应 2017 年、2018 年和 2019 年的 PE 为 50 倍、19 倍、16 倍, 本着审慎的原则, 参考行业内可比公司的估值情况, 我们给予公司 25 倍 PE, 目标价为 60.00 元, 维持“买入”评级。

✧ 风险提示

原材料价格波动, 下游新能源汽车销量不及预期, 宏观经济波动。



投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2017, 2018, 2019 年营业收入分别为 20.57 亿元, 32.28 亿元, 48.70 亿元, 归母净利润为 3.14 亿元, 8.17 亿元, 9.79 亿元, EPS 分别为 0.92 元、2.40 元、2.88 元, 当前公司股价 46.02 元, 对应 2017 年、2018 年和 2019 年的 PE 为 50 倍、19 倍、16 倍, 本着审慎的原则, 参考行业内可比公司的估值情况, 我们给予公司 25 倍 PE, 目标价为 60.00 元, 维持“买入”评级。

关键假设点

- 1、未来三年销售费用营收占比 6%, 管理费用 13%, 财务费用 1%。
- 2、电解液上游关键原材料六氟磷酸锂价值逐步企稳。
- 3、国内动力电池出货量将超过 60GWh。
- 4、新能源汽车产量未来三年每年增长在 40%以上, 到 2020 年国内产量超过 230 万辆。
- 5、个护产品毛利率保持稳定, 未来业绩同比增长超过 20%。

有别于大众的认识

- 1、市场普遍认为电解液产能过剩将导致价格持续下行, 我们认为, 电解液总产能处于过剩状态, 但是低端产能供给远大于需求, 行业竞争两极分化。公司在制备工艺和研发水平在国内具有领先地位, 重点布局高边际产品, 通过扩大规模和技术优势稳固行业龙头地位。
- 2、市场普遍认为上游价格变动影响公司盈利能力, 我们认为公司逐步形成自身产业链闭环, 上下游整合度很高, 属于自己的电解液业务壁垒初步形成。
- 3、市场普遍认为公司重点布局锂离子电池材料业务, 我们认为, 公司个护业务盈利能力稳定, 现金流很好, 毛利水平相对稳定, 是公司业绩增长的重要组成部分。

股价表现的催化剂

- 1、下游需求出现超预期增长, 及出现新能源汽车政策面驱动因素。
- 2、公司下游主要动力电池厂商切入国际客户, 获得大额订单。
- 3、六氟磷酸锂价格触底反弹。
- 4、公司正极材料业务出货量超预期。
- 5、公司国际客户拓展顺利。

核心风险提示

- 1、原材料价格波动。
- 2、下游新能源汽车销量不及预期。
- 3、宏观经济波动。



目 录

一、下游销量高速增长驱动上游需求持续走强	5
1、新能源汽车销量快速增长确定性强	6
2、动力电池出货量增长快，有望切入国际客户供应链体系.....	7
3、政策面推动行业快速发展	8
二、国内电池材料发展迅速，公司掌握行业核心技术.....	9
1、 电解液技术发展路径.....	10
2、 电池材料行业产能及需求.....	11
三、细分行业龙头地位稳固，持续扩产颠覆行业格局.....	14
1、继续整合上下游，提升公司盈利能力.....	14
2、扩产 20 万吨电解液，将颠覆行业现有格局.....	16
3、电解液上游整合充分，毛利水平稳定.....	17
4、积极布局正极材料，打造闭环产业链.....	18
四、个护产品盈利能力稳定，增长无忧.....	19
1、个护产品平稳增长，毛利水平相对稳定	20
2、有机硅材料应用于新能源车.....	21
五、盈利预测及投资建议.....	21
六、风险提示	23

图表目录

图表 1： 公司各主营项目构成（单位：万元）	5
图表 2： 公司销售毛利率和销售净利率（单位：%）	5
图表 3： 公司营业收入及其同比（单位：百万元）	5
图表 4： 公司归母净利润及其同比（单位：百万元）	5
图表 5： 各主营项目毛利率水平（单位：%）	6
图表 6： 公司近五年研发费用支出.....	6
图表 7： 2017 年新能源汽车月度销量及其同比.....	6
图表 8： 2017 年新能源汽车累计销量及其同比.....	6
图表 9： 2017 年新能源销量情况.....	7
图表 10： 2017 年全球动力电池企业销量排行.....	7
图表 11： 2017 年国内动力电池企业装机量（单位：Gwh）	8
图表 12： 2017 年新能源政策表.....	8
图表 13： 电解液是锂离子电池的“血液”	10
图表 14： 锂电电解液的材料成本构成情况	10
图表 15： 锂电池电解液构成.....	10
图表 16： 锂离子电池电解液生产工艺流程图.....	11
图表 17： 锂离子电池电解液生产工艺流程图.....	11
图表 18： 2017 年 1 月与 12 月的材料价格对比	11



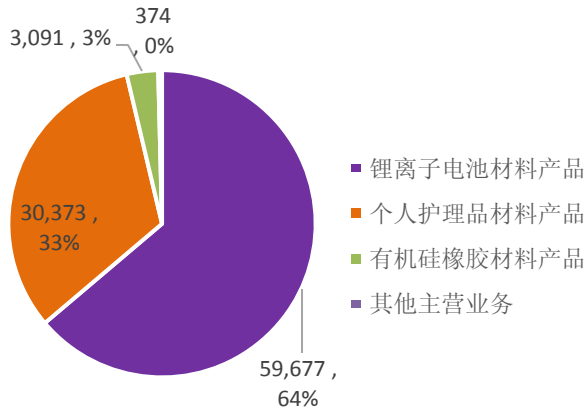
图表 19: 2011-2016 中国和全球电解液产量 (单位: 万吨)	12
图表 20: 国内前十大电解液企业产能 (单位: 吨)	12
图表 21: 2011-2017 国内锂动力电池出货量 (单位: Gwh)	13
图表 22: 2017 年国内锂动力电池消费结构.....	13
图表 23: 2018-2022 中国新能源产量预测 (单位: 万台)	13
图表 24: 2018-2022 中国新能源汽车动力电池需求量 (单位: Gwh)	14
图表 25: 公司下属子公司一览.....	15
图表 26: 公司产品制备路线	16
图表 27: 公司近期投资建设规划	16
图表 28: 2011-2016 六氟磷酸锂价格走势 (单位: 万元/吨)	17
图表 29: 公司六氟磷酸锂投产时间.....	18
图表 30: 磷酸铁锂电池与其他电池的参数对比.....	18
图表 31: 新能源推广目录中三元锂电池和磷酸铁锂电池的比较.....	19
图表 32: 磷酸铁锂和三元锂电池的参数对比.....	19
图表 33: 公司主要下游客户宝洁、拜尔斯道夫、联合利华、高露洁、欧莱雅.....	20
图表 34: 个护业务营业收入及其毛利率 (单位: 百万元)	20
图表 35: 有机硅材料业务营业收入及其毛利率 (单位: 百万元)	21
图表 36: 可比公司盈利预测表.....	21
附录: 公司财务预测表 (单位: 百万元)	24



一、下游销量高速增长驱动上游需求持续走强

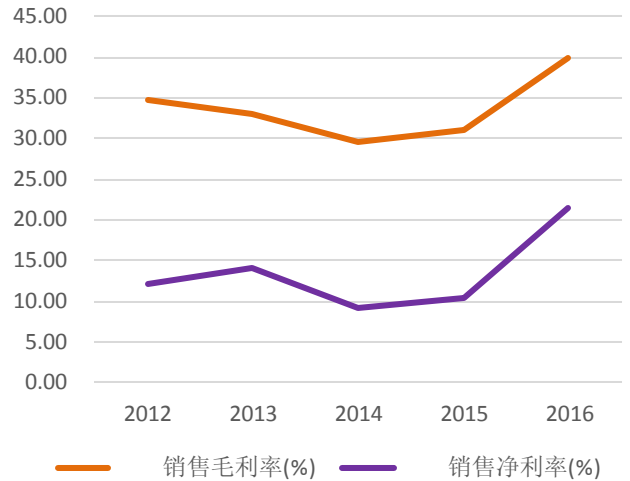
广州天赐高新材料股份有限公司，前身为广州市天赐高新材料科技有限公司，成立于1995年，于2007年11月完成股份制改造，注册资金9880万元，公司主营业务为精细化工新材料的研发、生产和销售，属于精细化工行业。个人护理品材料、锂离子电池材料、有机硅橡胶材料三块业务构成了公司的主要营收，其中，锂离子电池材料产品营收占比超60%。

图表1：公司各主营项目构成（单位：万元）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

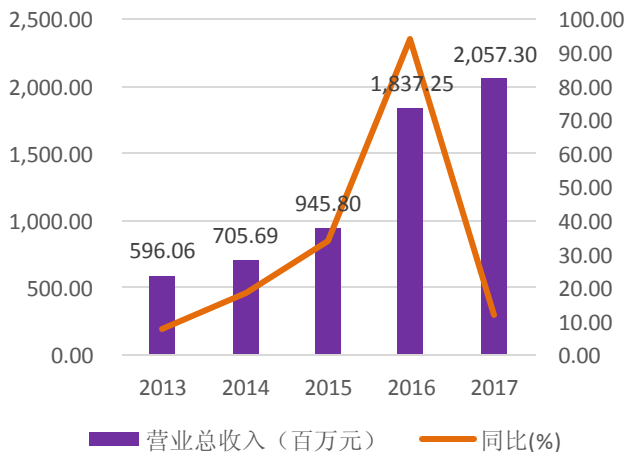
图表2：公司销售毛利率和销售净利率（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

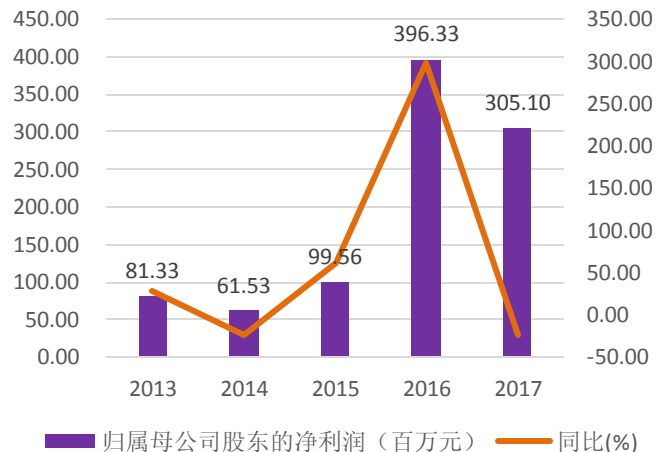
据2017年业绩快报显示，公司2017年累计收入20.57亿元，同比增长12.0%；公司收入保持高速增长主要原因为锂离子电池电解液业务、日化材料及特种化学品业务销量增加导致销售收入增长，以及新增正极材料业务，实现销售收入正向增长。营业利润3.59亿元，同比减少21.3%，归母净利润3.05亿元，同比降低23.0%，利润下降的主要原因为：1）2017年日化材料及特种化学品业务上游主要原材料采购价格持续高位，导致毛利率下降；2）受市场供求关系的影响，锂离子电池电解液销售价格下降，导致毛利率下降。

图表3：公司营业收入及其同比（单位：百万元）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表4：公司归母净利润及其同比（单位：百万元）



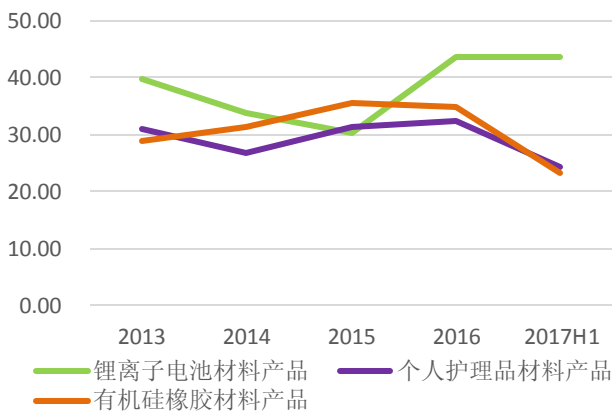
资料来源：Wind 资讯，联讯证券



公司的近五年销售净利率和销售毛利率呈上升趋势，公司的盈利能力向好，主要由于以下两点原因：**(1) 公司整合电解液上游原材料**，核心原材料六氟磷酸锂实现自给，有效降低了生产成本，提高公司在市场上的议价能力，电解液毛利率也实现了较大幅度的提升，而国内大部分企业均采用外购，成本相对较高；**(2) 公司下游客户几乎包含国内主要动力电池制造企业**，国内新能源汽车行业继续保持了快速发展，**下游需求拉动**将推动六氟价格在 2017 年的大跌之后逐渐企稳，随着积分制的落实，未来仍然具有相当大的成长空间。公司的三大主营项目中，锂离子电池材料业务的毛利率保持稳定在 40%以上，个人护理品材料和有机硅橡胶材料的毛利率均有一定下滑。

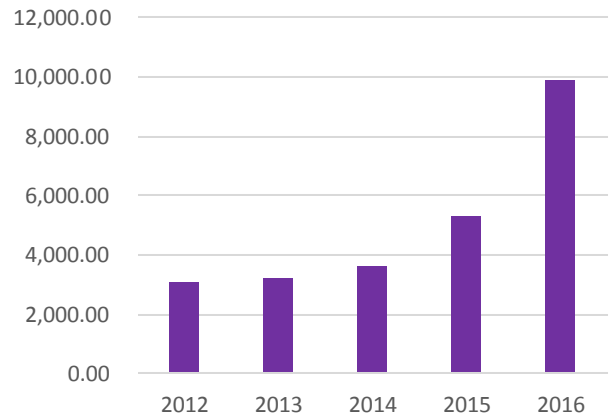
公司研发实力深厚，近五年来，公司的研发费用持续攀升，2016 年的研发费用支出是 2012 年的 3 倍，公司注重产品研发投入，经过多年的研究已掌握了电解液关键原材料六氟磷酸锂的生产工艺，并在此基础上开发了液态六氟磷酸锂和 LiFSI 等新型锂盐，电解液阻燃剂等关键技术。公司立志以高品质的产品积极拓展市场，为客户提供优质的技术服务和解决方案，以技术领先创造客户价值。

图表5： 各主营产品毛利率水平（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表6： 公司近五年研发费用支出



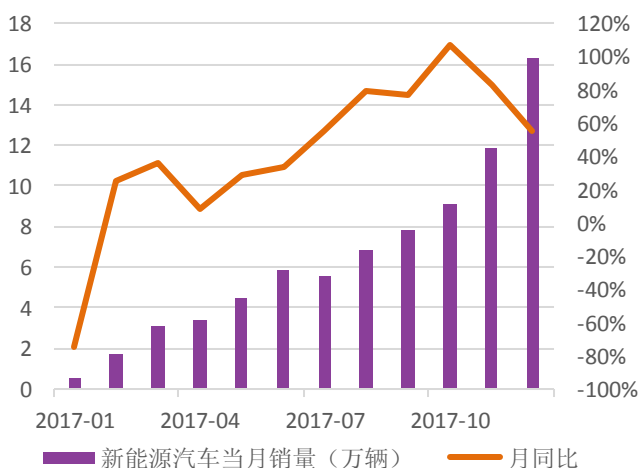
资料来源：Wind 资讯，联讯证券

1、新能源汽车销量快速增长确定性强

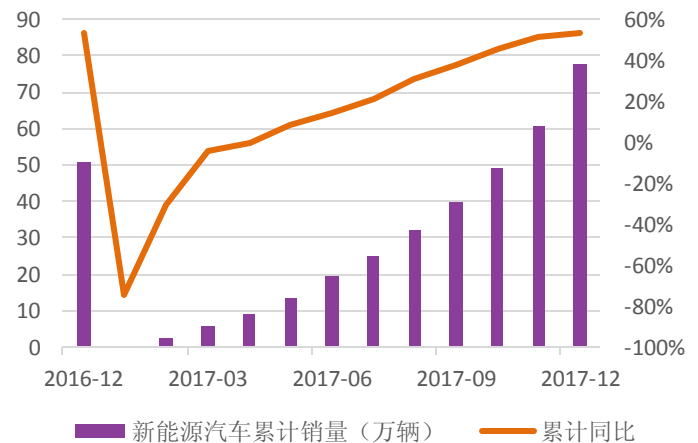
2017 年国内新能源汽车发展势头持续强劲，产销分别达到 79.4 万辆和 77.7 万辆，同比分别增长 53.8%和 53.3%，其中，纯电动年销量 65.2 万辆，插电式混动年销量 12.5 万辆。

2017 年新能源汽车市场占比较上年提高了 0.9 个百分点，市场份额增至 2.7%。

图表7： 2017 年新能源汽车月度销量及其同比



图表8： 2017 年新能源汽车累计销量及其同比





资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

新能源汽车销量近几年来都保持着 50%左右的较高销量增速, 尤其是纯电动乘用车在 2017 年增速更是达到 82%的增速。

图表9: 2017 年新能源销量情况

	产量 (万辆)	同比增长 (%)	销量 (万辆)	同比增长 (%)
新能源汽车	79.5	53.8	77.7	53.3
新能源乘用车	59.3	71.9	57.8	72
纯电动车型	47.8	81.7	46.8	82.1
插电式混合动力车型	11.4	40.3	11.1	39.4
新能源商用车	20.2	17.4	19.8	16.3
纯电动车型	18.8	22.2	18.4	21.5
插电式混合动力车型	1.4	-24.9	1.4	-26.6

资料来源: 中汽协, 联讯证券

2、动力电池出货量增长快, 有望切入国际客户供应链体系

2017 年中国动力电池出货量 44.5GW, 同比增长 44.5%。2017 年中国动力电池产值 725 亿元, 同比增长 12%。宁德时代、比亚迪、沃特玛稳居国内出货量前三。宁德时代动力电池产能达到 17.09Gwh, 产量 12.91Gwh, 销量 11.85Gwh, 产能利用率达到 75.54%, 产销率 91.79%, 产量和产能稳居行业第一。

图表10: 2017 年全球动力电池企业销量排行

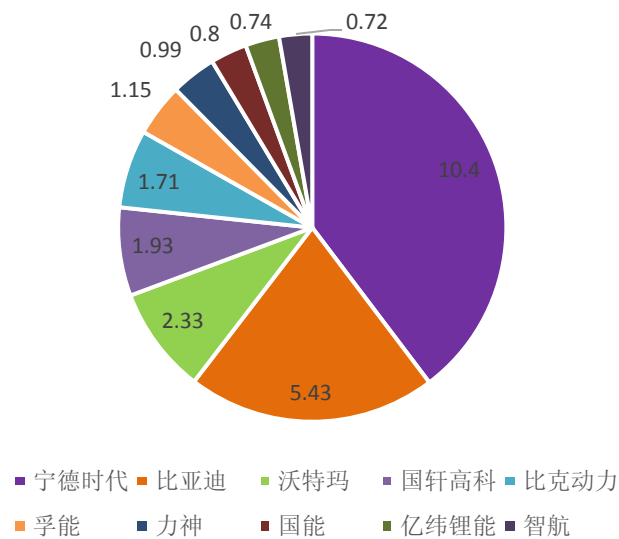
排名	企业	国家	销量 (Gwh)
1	宁德时代	中国	12
2	松下电器	日本	10
3	比亚迪	中国	7.2
4	沃特玛	中国	5.5
5	LG 化学	韩国	4.5
6	国轩高科	中国	3.2
7	三星 SDI	韩国	2.8
8	北京国能	中国	1.9
9	比克	中国	1.6
10	孚能科技	中国	1.3

资料来源: CATL 公告, 联讯证券

2017 年全国动力电池装机量 36 GWh, 由此可见, 整体库存量约占总产量的 18.7%。在下图国内动力电池装机量上, 宁德时代独占近 3 成市场, 比亚迪紧随其后。装机量前 10 的动力电池企业合计约为 26.22Wh, 占整体的 72.3%。仅宁德时代和比亚迪就占有动力电池市场 44%的份额, 无论是通过上市还是拆分, 实力雄厚的巨头将进一步通过扩大规模和技术优势来增强竞争力。



图表11: 2017年国内动力电池企业装机量(单位: Gwh)



资料来源: 公开资料, 联讯证券

新能源汽车快速拉动电池的需求, 揭开了动力电池全产业链快速扩张的帷幕, 根据主流电池厂的规划, 宁德时代 2020 年将扩能至 50GWh, 比亚迪 2018 年扩能至 26GWh, 天津力神 2020 年扩能至 20GWh, 亿纬锂能 2017 年扩能至 9GWh, 远东福斯特 2018 年扩能至 22GWh, 沃特玛 2017 年扩能至 20GWh。短期内, 动力锂电池整体产能过剩, 低端产能供应远大于需求, 行业竞争激烈, 高端产能出现不足或者空白的局面, 2018 年动力电池企业将加速优胜劣汰。

3、政策面推动行业快速发展

从 2017 年 6 月起, 国家出台一系列新能源汽车政策推动新能源汽车的发展, 包括每月的新能源汽车推广目录, 2017 年 9 月推出的双积分管理办法, 2018 年 2 月推出的调整补贴政策补贴等。

图表12: 2017年新能源政策表

发布时间	政策事件	内容摘要
2017年7月	第六批新能源汽车推广目录出台	目录共有 201 款车型, 其中纯电动乘用车 18 款, 插电式混合动力乘用车 4 款, 纯电动客车 91 款, 混合动力客车(包括插混) 31 款, 专用车 57 款。
2017年7月	第七批新能源汽车推广目录出台	目录共包括 88 户企业的 282 个车型, 其中纯电动产品共 83 户企业 249 个型号、插电式混合动力产品共 14 户企业 33 个型号、燃料电池产品共 0 户企业 0 个型号。
2017年9月	第八批新能源汽车推广目录出台	目录共计 273 款新能源车型。其中新能源乘用车共 30 款, 占比 11.0%, 纯电动车型 29 款, 混合动力车型 1 款; 新能源客车共 136 款, 占比 49.8%, 纯电动车型 113 款, 插电式与非插电式混合动力车型 20 款, 燃料电池车型 3 款; 纯电动专用车 107 款, 占比 39.2%。
	《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》	油耗积分考核将于 2018 年 4 月开始, 新能源积分考核于 2019 年开始, 并于 2020 年结算。



	第九批新能源汽车推广目录出台	目录共包括 95 户企业的 251 个车型,其中纯电动产品共 91 户企业 235 个型号、插电式混合动力产品共 11 户企业 13 个型号、燃料电池产品共 3 户企业 3 个型号。2017 年以来,工信部已累计发布 9 批推荐车型目录,共包括 199 户企业的 2789 个车型。
2017 年 11 月	第十批新能源汽车推广目录出台	目录共包括 85 户企业的 159 个车型,其中纯电动产品共 155 个型号、插电式混合动力产品共 3 户企业 3 个型号、燃料电池产品共 1 户企业 1 个型号。2017 年以来,我部已累计发布 10 批推荐车型目录,共包括 209 户企业的 2948 个车型。
	第十一批新能源汽车推广目录出台	目录共包括 79 户企业的 165 个车型,其中纯电动产品共 77 户企业 152 个型号、插电式混合动力产品共 4 户企业 7 个型号、燃料电池产品共 4 户企业 6 个型号。2017 年以来,工信部已累计发布 11 批推荐车型目录,共包括 217 户企业的 3113 个车型。
2017 年 12 月	第十二批新能源汽车推广目录出台	目录共包括 49 户企业的 120 个新能源车型。其中,纯电动产品共 44 户企业 106 个型号、插电式混合动力产品共 7 户企业 12 个型号、燃料电池产品共 2 户企业 2 个型号。据统计,2017 年以来工信部已累计发布 12 批推荐车型目录,共包括 224 户企业的 3233 个车型。
2018 年 2 月	2018 年首批新能源汽车推广目录出台	目录共包括 59 户企业的 118 个车型,其中新能源乘用车 34 款,新能源专用车 29 款,新能源商用车 55 款。其中纯电动产品共 53 户企业 106 个型号、插电式混合动力产品共 7 户企业 9 个型号、燃料电池产品共 3 户企业 3 个型号。
	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	从 2018 年 2 月 12 日起实施,2018 年 2 月 12 日至 2018 年 6 月 11 日为过渡期,过渡期期间上牌的新能源乘用车、新能源客车按照通知对应标准的 0.7 倍补贴,新能源货车和专用车按 0.4 倍补贴,燃料电池汽车补贴标准不变。
2018 年 3 月	2018 年第二批新能源汽车推广目录出台	目录共包括 51 款新能源汽车。其中包括 7 款纯电动轿车,3 款插电式混动轿车,25 款纯电动客车,2 款插电式混动客车,13 款纯电动专用车,1 款燃料电池专用车。

资料来源:公开资料,联讯证券

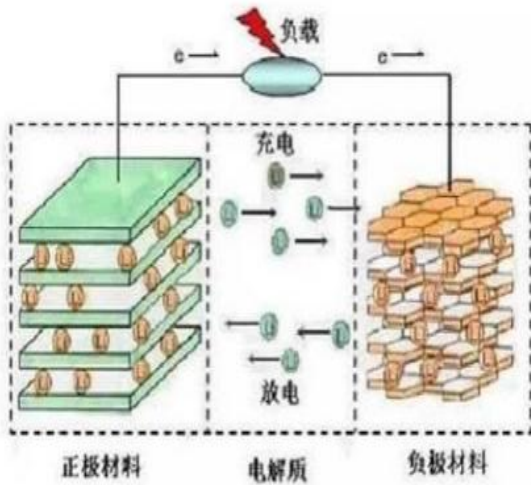
燃油积分将于 2018 年 4 月开始考核,新能源汽车积分将于 2019 年开始考核,并与 2020 年结算,从政策面确定了新能源汽车的发展方向,并将结果补贴政策继续推动国内新能源汽车的继续快速发展。我们认为在 2020 年之前新能源汽车将继续保持每年 40%以上的同比增长,并在 2020 年销量超过 200 万辆。

二、国内电池材料发展迅速,公司掌握行业核心技术

电解液是锂离子电池的“血液”,是电池正负极之间用以传导离子的导电通道,对电池的比容量、工作温度范围、循环效率和安全性能等起着至关重要的作用。就电池成本而言,1kwh 需要电解液 1.5kg,电解液约占电池成本的 15%。

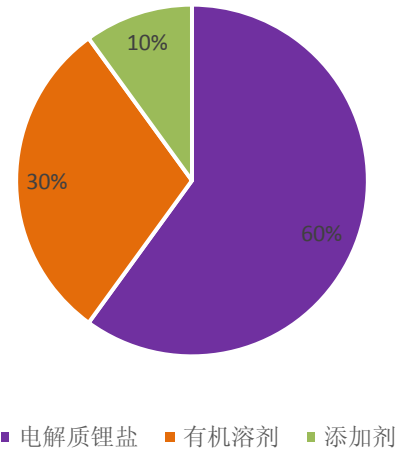


图表13: 电解液是锂离子电池的“血液”



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表14: 锂电电解液的材料成本构成情况



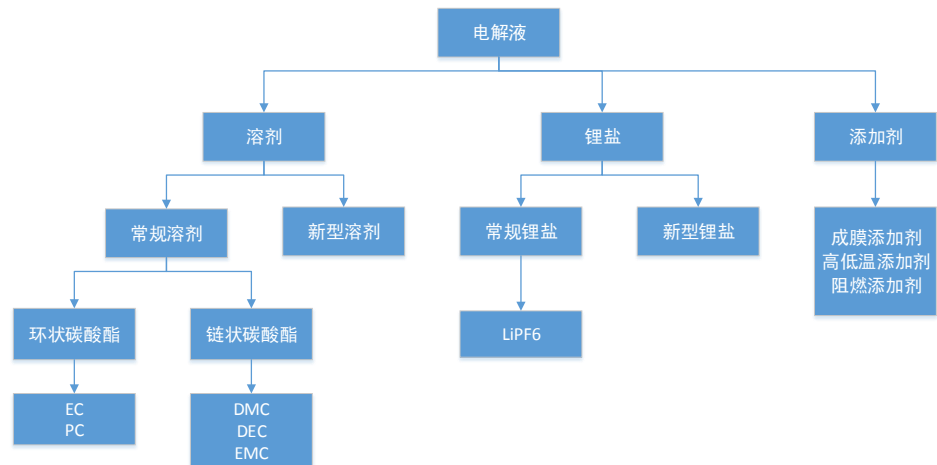
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

1、电解液技术发展路径

电解液由溶质、溶剂和添加剂三部分构成。其中，溶质目前以六氟磷酸锂为主，电解质锂盐的成本占到 60%左右，是影响电解液价格最主要的因素。有机溶剂是电解液质量占比最大的一部分，常见溶剂包括碳酸乙烯酯、碳酸二乙酯、碳酸二甲酯、碳酸甲乙酯等。添加剂种类繁多，主要作用为提高电池的导电率、安全性、防止过充过放等。

电解液的制备需要一定的技术和门槛，电解液固定成本小，核心竞争力在于配方，一般情况是先确定正极和负极，然后根据正负极的成分和情况配置相关的电解液，有利于优化电池性能，因此电解液配方显得尤为重要。

图表15: 锂电池电解液构成



资料来源: 网络资料, 联讯证券

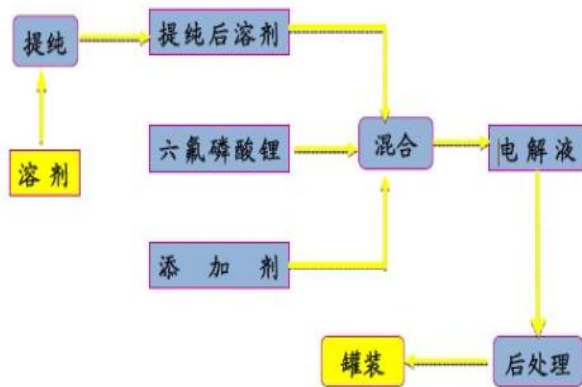
六氟磷酸锂是一种白色的结晶粉末，易吸潮，溶于无水氟化氢和一些碳酸酯类的溶剂。在具体生产中，工艺要求高，需要高纯度高、低水分的环境，由于产品本身极易吸潮分解，因此生产难度极大，对原料及设备要求苛刻，属于高技术壁垒产品。

2011 年以前，以关东电化、SUTERAKEMIFA、森田化学为代表的日本企业垄断了六氟磷酸锂的核心技术，价格居高不下，但从 2011 年开始，以天赐材料为代表的国内公司成功



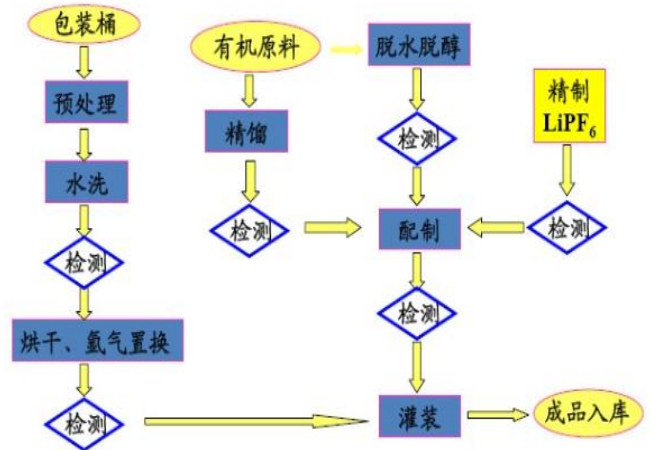
实现六氟磷酸锂技术突破，并带动电解液价格走低、产能快速向国内转移。2015 年全球电解液产量 11.08 万吨，国内产量 6.87 万吨，占比已由 2011 年的 43.1% 迅速攀升至 62%，国内电解液的增速明显高于全球，近两年更有扩大趋势。天赐材料研发出的具体工艺流程是：1) 锂离子电池电解质生产：在氮气保护的环境下，使用磷酸，加入氢氟酸进行反应，反应略带压力，生成水白色液体六氟磷酸乳液；2) 在加有六氟磷酸溶液的反应釜中，慢慢加入发烟硫酸，在氮气保护下进行反应，反应后生成气体五氟化磷；3) 在氟化锂溶剂分散液中通入五氟化磷，进行反应，反应中生成六氟磷酸锂。国内同行业企业里均不能做到六氟磷酸锂内部供给，且生产工艺壁垒高，新兴企业无法短时间内进入，所以在未来的一段时间内，除非上游原材料碳酸锂跌价，否则价格会逐渐企稳。

图表16： 锂离子电池电解液生产工艺流程图



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表17： 锂离子电池电解液生产工艺流程图



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

2、 电池材料行业产能及需求

2017 年中国动力电池四大关键材料（正负极材料、隔膜、电解液）产值 610 亿元，同比增长 62%，其中，正极材料产值占比最大。从下表可知，受到六氟磷酸锂价格大幅下跌的影响，2017 年电解液产值占比下滑。

图表18： 2017 年 1 月与 12 月的材料价格对比

	每 KWh 电池含量	2017 年 1 月		2017 年 12 月	
		单价	每 KWh 成本 (元)	单价	每 KWh 成本 (元)
正极材料 (LFP)	2.4kg	100 元/kg	240	90 元/kg	216
正极材料 (NCM523)	1.79kg	140 元/kg	250.6	210 元/kg	375.9
负极材料 (中端)	0.78kg	44 元/kg	42.9	62 元/kg	48.36
隔膜 (湿法)	1.65 平方米	4.5 元/平方米	74.25	3.7 元/平方米	61.05
电解液	1.2kg	80 元/kg	96	50 元/kg	60

资料来源：网络资料，联讯证券

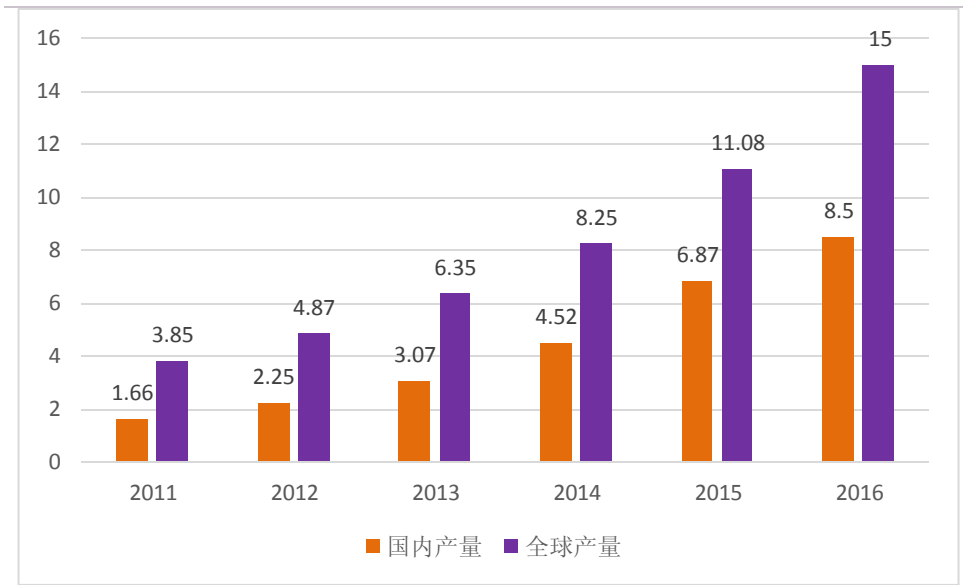
从产量来看，2017 年国内锂电池电解液产量超过 10 万吨，同比增长超过 13%，主要增长驱动力来自于两方面：1) 国内动力电池产量约 45GWh，同比增长达 44%，带动动力型电解液产量上升；2) 电解液行业龙头企业对日韩的出口量保持稳定增长。从产值来看，2017 年国内电解液产值超过 50 亿元，同比小幅下降，企业毛利下滑，主要原因是：1)



2017 年随着终端降成本压力增加，上游化工添加剂原料价格上涨、产品价格下滑，挤压电解液企业盈利能力；2) 高能量密度电池的发展趋势下，电解液企业研发和固定资产的投入加大；3) 随着环保监管持续深入，高危化学品制剂生产企业在环保方面投入不断增加。我们认为，通过一轮价格上的大幅下跌之后，行业盈利能力不如从前，新进入企业数量将锐减，新增供给减少，加之技术革新以及行业趋势变化产生的新格局增加中小型企业成本，一波产能出清之后将利好拥有规模，技术和成本优势的龙头企业。

2016 年，全球锂电池电解液产量约 15.0 万吨，同比增长 35.5%，产能主要集中在中国、韩国、日本等地。其中，中国产量在 8.8 万吨左右，全球占比超过 60.0%，同比增长 28.7%；实现产值 58.6 亿元，同比增长 86.3%，主要因为：1) 电解液价格上涨；2) 附加值较高的功能性电解液占比上升。

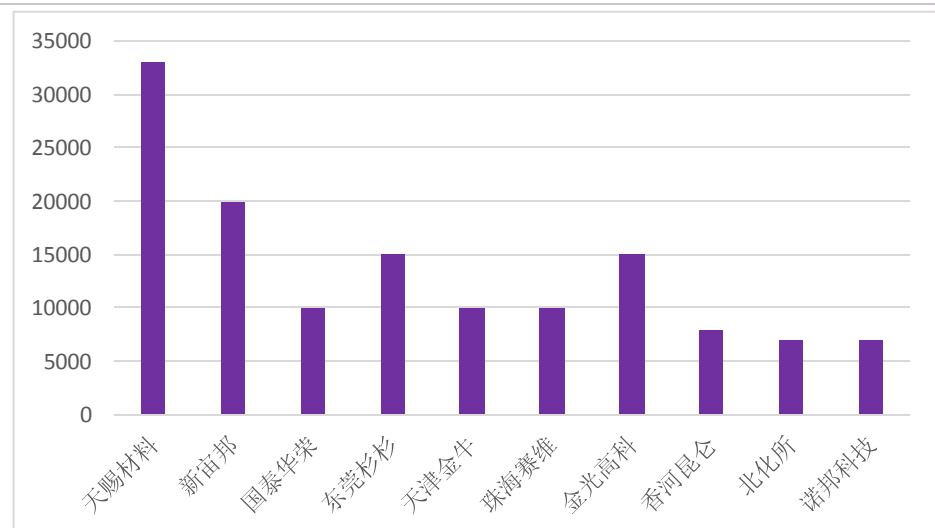
图表 19: 2011-2016 中国和全球电解液产量 (单位: 万吨)



资料来源: 网络资料, 联讯证券

从竞争格局来看，2017 年天赐材料、深圳新宙邦、国泰占据国内前三位置，天赐材料的产能稳居行业龙头地位。2017 年，天赐通过收购凯欣，成功进入 CATL 和 ATL 供应链，产销量得到大幅增长，并布局六氟磷酸锂上游原材料氢氟酸获得一定的成本优势，使得电解液毛利率超过 40%，有效提升产业链长度；新宙邦和国泰华荣在动力领域、数码领域和出口市场的多重驱动下，稳居前三。

图表 20: 国内前十大电解液企业产能 (单位: 吨)



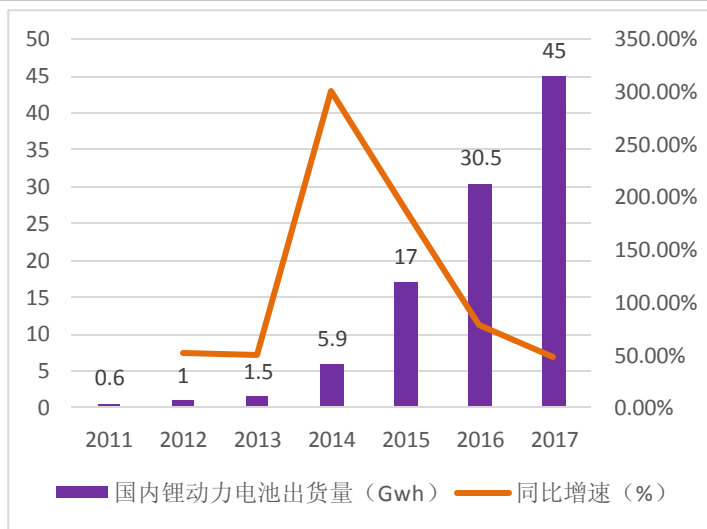


资料来源：网络资料，联讯证券

未来三年，中国动力电池市场将处于高速发展期，且随着国家补贴政策与能量密度挂钩，三元动力电池占有率将逐渐上升，三元体系及高电压体系电解液的比例将逐渐增多。另外新型体系材料逐渐批量应用，对新功能的电解液需求保持增长，如搭配硅碳负极的电解液、高镍三元电解液、5V 高电压电解液、适用于快充的电解液等。预计未来低端重复的电解液产能将被淘汰，掌握核心添加剂技术、布局上游核心原材料资源且拥有优质客户的企业将获得长足发展。

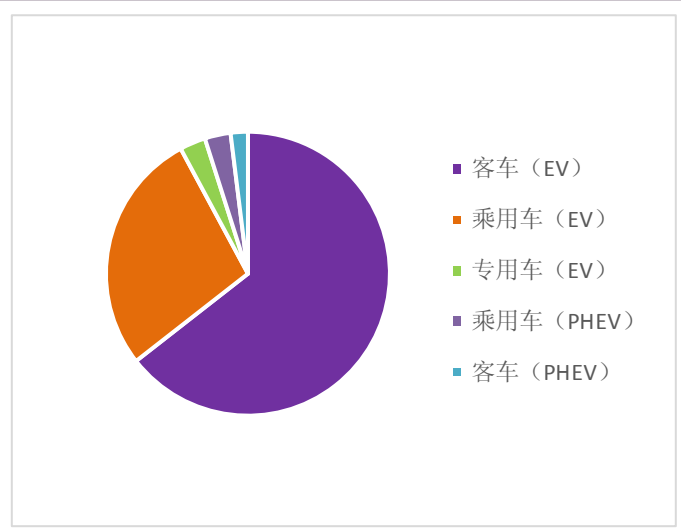
2017 年国内锂动力电池出货量约 45Gwh 其中纯电动客车占比超过 50%，纯电动乘用车消耗电池占比超过 25%，纯动车客车是 2016 年锂动力电池的最大消耗领域。乘用车潜在市场空间相比客车更大，未来有望成为动力电池出货量的主驱动因素。

图表21: 2011-2017 国内锂动力电池出货量(单位: Gwh)



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

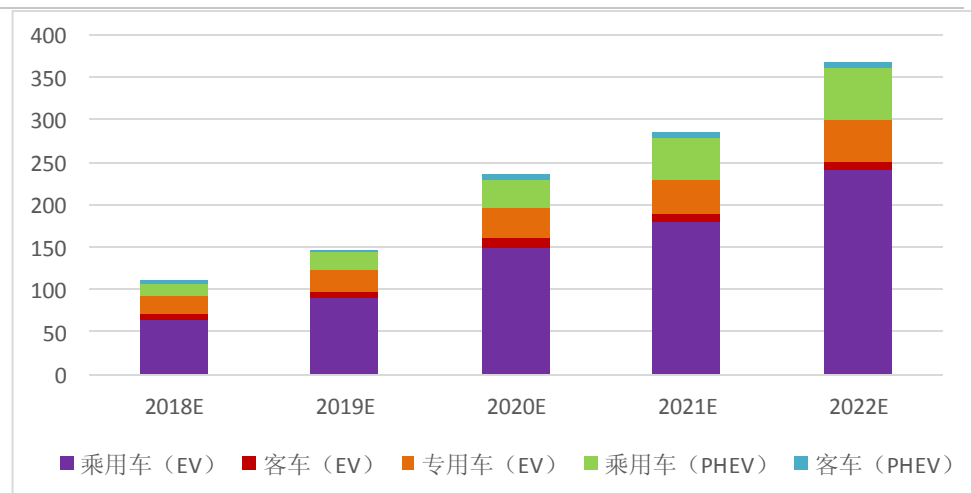
图表22: 2017 年国内锂动力电池消费结构



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

2017 年新能源产销分别达到 79.4 万辆和 77.7 万辆，我们预测，2018 年中国新能源汽车的产量仍保持高增速，将达到 110 万辆左右；到 2020 年新能源补贴政策逐步退出，各大企业需要用技术去参与竞争，预测当年的新能源汽车产业量将超过 200 万辆；2020 年后，补贴政策彻底退出，双积分政策贯彻落实，行业进入准市场化全面发展阶段，预测中国新能源汽车的产量将进一步达到 350 万辆。从整个中国新能源汽车产业结构来看，纯电动乘用车仍是新能源产品的主要驱动力。

图表23: 2018-2022 中国新能源产量预测 (单位: 万台)

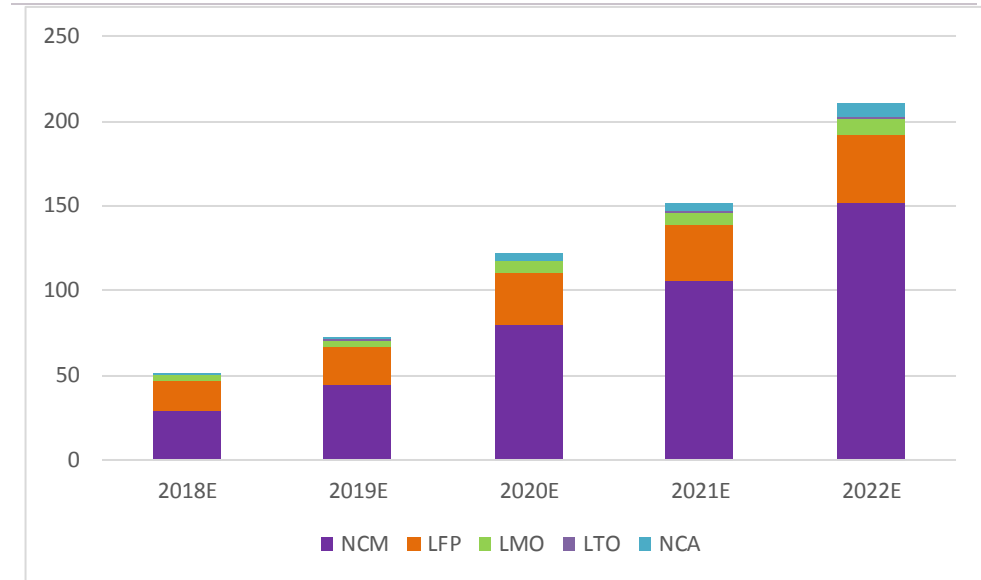




资料来源：网络资料，联讯证券

通过对新能源未来五年产量的预测，中国新能源汽车对动力电池的需求量也按照这个趋势，预测 2018 年动力电池需求量将达到 50Gwh 左右，叠加电动乘用车进一步扩大产量和国家对高能量密度的扶持，三元动力电池出货量将超过磷酸铁锂电池。

图表 24： 2018-2022 中国新能源汽车动力电池需求量（单位：Gwh）



资料来源：网络资料，联讯证券

三、细分行业龙头地位稳固，持续扩产颠覆行业格局

1、继续整合上下游，提升公司盈利能力

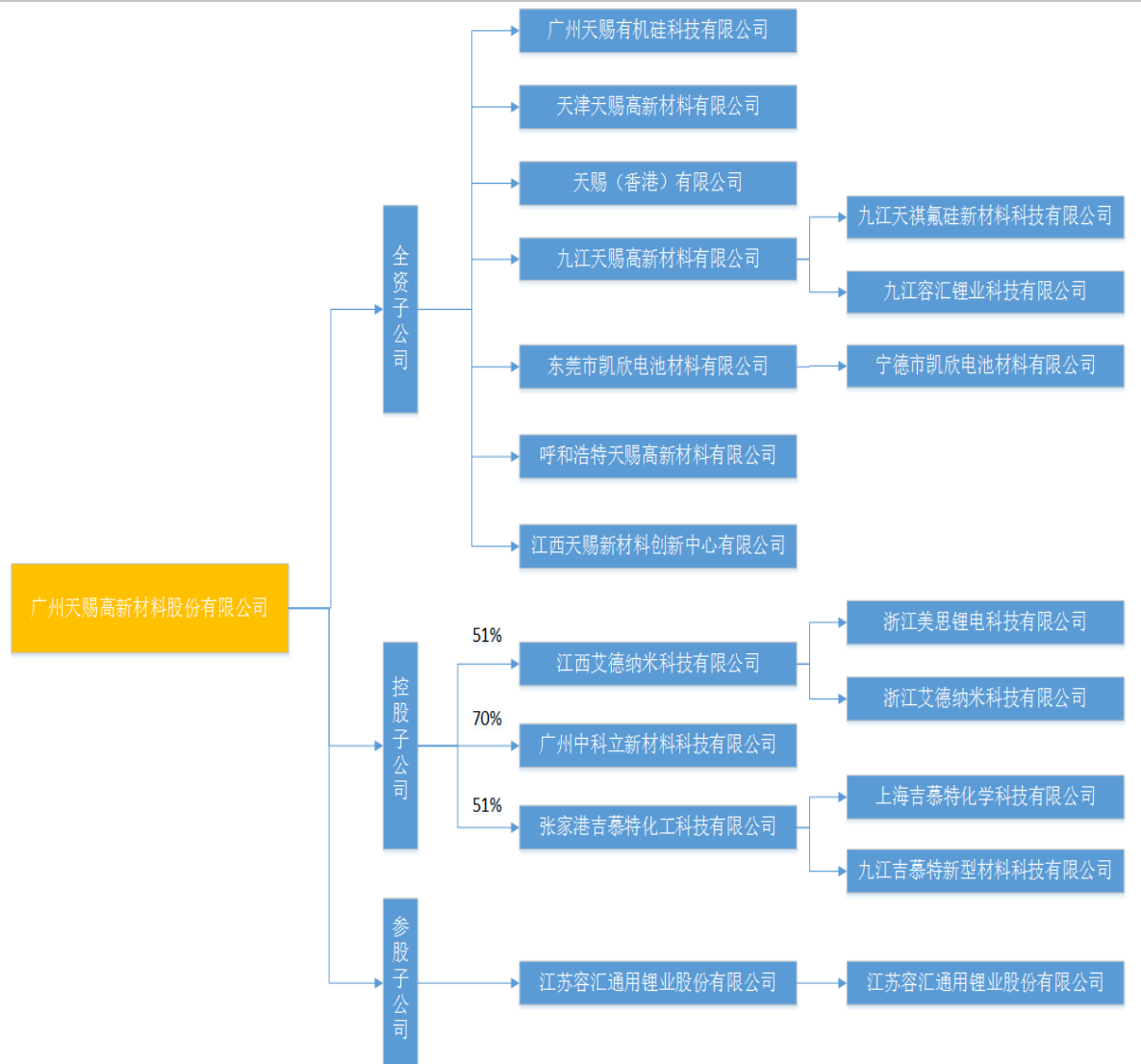
2018 年初公司通过自有资金再次增资江西艾德，目前共持有江西艾德 70%的股份，主要目的是增强对控股子公司的掌控力，以及补充子公司建设及运营资金需求。江西艾德拥有锂电池正极及前驱体的关键技术，拥有 1 万吨磷酸铁及 2.5 万吨磷酸铁锂正极材料的产能，2017 年公司出资 5 千万，设立艾德纳米，将江西艾德 2.5 万吨磷酸铁锂的产线迁建至台州，并与台州市政府签订合作协议，新建 2.5 万吨三元正极材料的产能。

2014 年 1 月，公司计划募集资金 1.1 亿元建设 6000t/a 锂电池和动力电池材料（二期），0.75 亿元投资锂离子电池电解质材料，0.49 亿元用于建设 3000t/a 树脂材料项目，以及 0.32 亿元用于建设研发中心。2014 年 9 月，公司非公开募集资金 2.65 亿元，用于收购东莞凯欣 100%的股份，并建设 6000t/a 的液体六氟磷酸锂项目。2015 年 8 月使用自有资金 1750 万元，增资中科立新，拥有其 70%的股份。2018 年公司在转让了容汇锂业 5000 万股之后，转让价款为 4.5 亿元，目前公司仍持有 2000 万股，合计 4.89%，江苏容汇锂业拥有 1 万吨磷酸锂和 1 万吨磷酸铁锂的正极材料产能，且碳酸锂项目稳步推进。2015 年公司对张家港吉慕特增资 1000 万元之后，拥有公司约 51%的股份，主要提供电解液的添加剂。

通过对电解液上游原材料的整合，公司在六氟的生产成本上相对行业更具优势，公司的锂离子电池材料业务从 2012 年开始明显高于行业水平，2016 年高于行业平均水平超过 10 个百分点。2017 年，六氟价格下跌超过 60%，截止 2017 年中报，公司电解液毛利率仍稳定在 40%以上，盈利能力凸显公司细分行业龙头地位。



图表25: 公司下属子公司一览

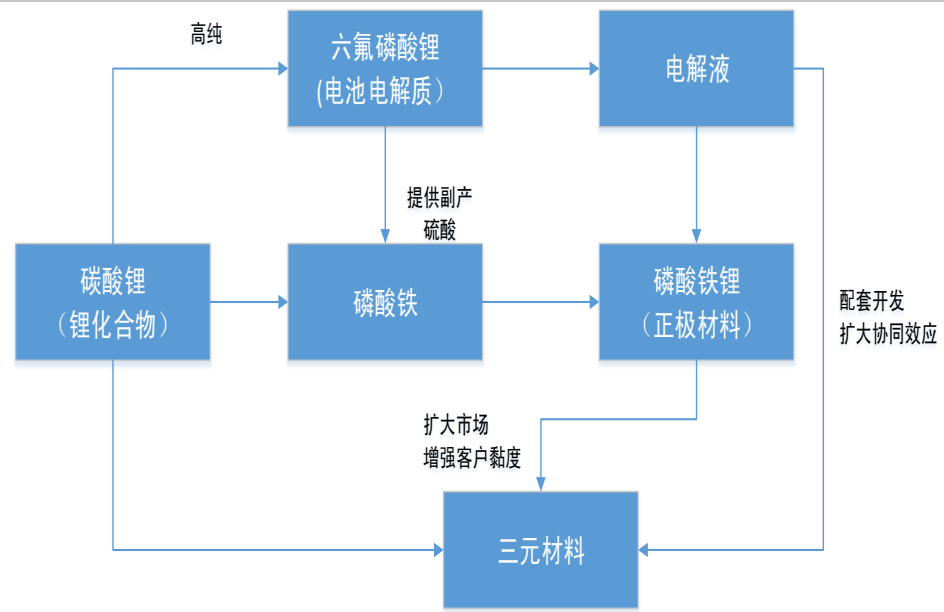


资料来源: 公司公告, 联讯证券

公司的六氟磷酸锂制备的技术路线是通过五氯化磷和无水氢氟酸再加如氟化锂得来的, 且制备氟化锂的关键原材料是碳酸锂, 因此碳酸锂是制备六氟磷酸锂的关键原材料, 超过六氟磷酸锂成本占比的 30%。公司通过参股的方式锁定上游原材料价格优势来获得高于行业平均水平的盈利能力, 且采用成本相对较低的磷酸作为原材料, 提升毛利水平, 副产品硫酸可在制备磷酸铁锂时再利用, 省去处理费与部分原材料成本。综合考虑公司制备六氟磷酸锂的成本低于行业平均水平近 20%, 研发出的新型液体六氟磷酸锂可使成本再降低超过 10%, 公司成本优势显著, 龙头地位稳固。



图表26： 公司产品制备路线



资料来源：联讯证券

2、扩产 20 万吨电解液，将颠覆行业现有格局

2017 年 11 月，公司发布公告宣布在安徽广德设立安徽天赐，扩建 20 万吨电解液产能，分两期投产，一期总投资 1.64 亿元，建设周期为 12 个月，产能 10 万吨，预计一期项目达产之后将贡献 35.9 亿元营收，净利润将超过 1.3 亿元。近日，九江天赐与中央硝子共同设立中外合资公司，计划分两期投产 6 万吨液体六氟磷酸锂的产能。预计第一期将投产 3 万吨（晶体 6 千吨），预计可以满足大部分在广德投产的电解液产能，从而实现新设产能的上下游整合。

2018 年 3 月，九江天赐宣布将使用自筹资金建设 30 万吨硫磺制酸项目，可将九江天赐已有装置产生的需要环保处理的尾气予以消耗，降低尾气处理成本；同时，硫磺制酸项目所配套建设的余热回收系统，其副产蒸汽同时可以实现发电输出，能够满足公司生产蒸汽使用需求及生产用电需求，起到显著的循环减排效果。此外，项目还可以更好地满足公司六氟磷酸锂、磷酸铁等项目未来对硫酸的需求，为公司锂离子电池材料的生产提供充足的原材料支持。

图表27： 公司近期投资建设规划

产能规模	投产时间	项目周期	投资实施主体	项目地点
年产 30 万吨硫磺制酸项目	2018 年 1 月	12 个月	九江天赐	江西省九江市湖口县金砂湾工业园
年产 5 万吨氟化氢、年产 2.5 万吨电子级氢氟酸改扩建项目	2018 年 1 月	12 个月	安徽天孚	安徽东至经济开发区
年产 25000 吨磷酸铁锂正极材料项目	2018 年 1 月	12 个月	浙江艾德	浙江台州湾循环经济产业集聚区
年产 20 万吨电解液项目	2017 年 11 月	一期 12 个月	安徽天赐	安徽省宣城市广德县广信精细化工园区



资料来源：公司公告，联讯证券

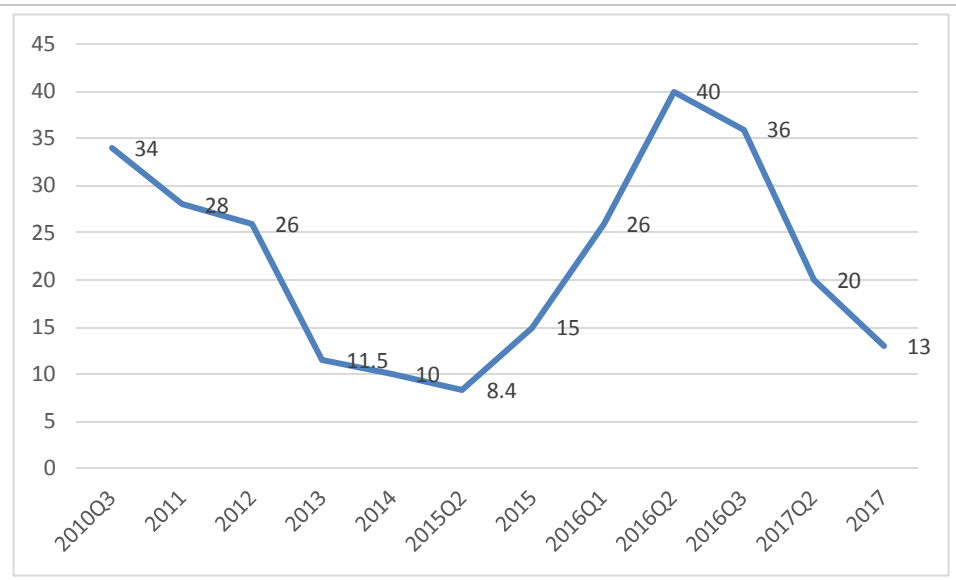
根据我们的测算，1GWh 的动力电池大约需要 0.21 万吨电解液，2017 年国内电解液的总出货量超过 10 万吨，公司占据市场份额约 30%。广德一期的十万吨产能预计将于 2018 年底投产，电解液细分市场将进入充分竞争时代，公司大规模投产成本优势明显的液体六氟磷酸锂配套新投产的电解液产能，显著的成本优势将打爆现有行业格局。

3、电解液上游整合充分，毛利水平稳定

2017 年公司电解液出货量近 3 万吨，同比增长近 50%，四季度出货量预计 8 千-9 千吨，环比三季度略有下滑。受六氟价格大幅下跌影响，公司锂离子电池材料业务营收并增长幅度不及出货量增幅，2017 年电解液产品价格整体处在低位，公司全年出货均价在 4 万元左右。其中，配套三元正极材料的电解液在 4 万+/吨，配套磷酸铁锂正极材料的电解液在 3 万+/吨，导致价格下滑总体原因为：2017 年之前六氟磷酸锂丰厚的利润吸引众多资金涌入致使其大幅扩产，2017 年，随着产能逐渐释放，六氟磷酸锂从 2017 年初最高的接近 40 万元/吨一路下滑至 2017 年底的 13 万元/吨，导致电解液价格不断下跌，电解液的价格从 7.5~8.5 万/吨下降至 3.5~5.5 万/吨。2018 年，由于市场平均毛利下滑，行业内新增产能较少，且下游需求持续走强，我们预计六氟磷酸锂和电解液价格将企稳。

目前，公司生产的六氟基本可以覆盖公司现有电解液产能，成本相对外购六氟的企业更具优势，目前公司六氟成本大约在 8 万左右。此外，公司液体六氟产能将在一季度末扩产，液体六氟磷酸锂较固体六氟磷酸锂更具备成本优势，有利于提高公司盈利水平，我们预计 2018 年公司电解液出货量将超过 4.5 万吨，增长 50%。

图表 28： 2011-2016 六氟磷酸锂价格走势（单位：万元/吨）



资料来源：网络资料，联讯证券

目前公司六氟磷酸锂产能 10000 吨，其中包括 4000 吨固体和 6000 吨液体，液体六氟磷酸锂是含量 30% 的溶液，比同样吨位的固体相比成本更具优势，6000 吨液体折合成固体约 2000 吨，折算成固体一共是 6000 吨，大约能够配套近 5 万吨的电解液产能。



图表29： 公司六氟磷酸锂投产时间

产能规模	投产时间	目前运营状况
300t/a 晶体六氟磷酸锂产能	2011 年	已投产使用
700t/a 晶体六氟磷酸锂产能	2013 年	已投产使用
1000t/a 晶体六氟磷酸锂产能	2013 年	已投产使用
6000t/a 液体六氟磷酸锂产能	2015 年	已投产使用
2000t/a 晶体六氟磷酸锂产能	2017 年	已投产使用

资料来源：网络资料，联讯证券

此外公司还研发了新型锂盐 LiFSI，目前公司即将投产每年 300 吨的产能，未来还将扩产每年 2000 吨，但是目前这款锂盐的价格在百万级别，将主要针对高端应用市场，这款锂盐的主要优势在与高低温性能好电导高以及抑制膨胀的性能良好。公司电解液的核心原材料六氟磷酸锂实现内部供给，降低了生产成本，提高公司在市场上的议价能力。

4、积极布局正极材料，打造闭环产业链

2005 年 7 月国内开始开发大容量磷酸铁锂电池，其特点是放电容量大，价格低廉，无毒性，不造成环境污染。其安全性能与循环寿命是其它材料所无法相比的，这些也正是动力电池最重要的技术指标。

图表30： 磷酸铁锂电池与其他电池的参数对比

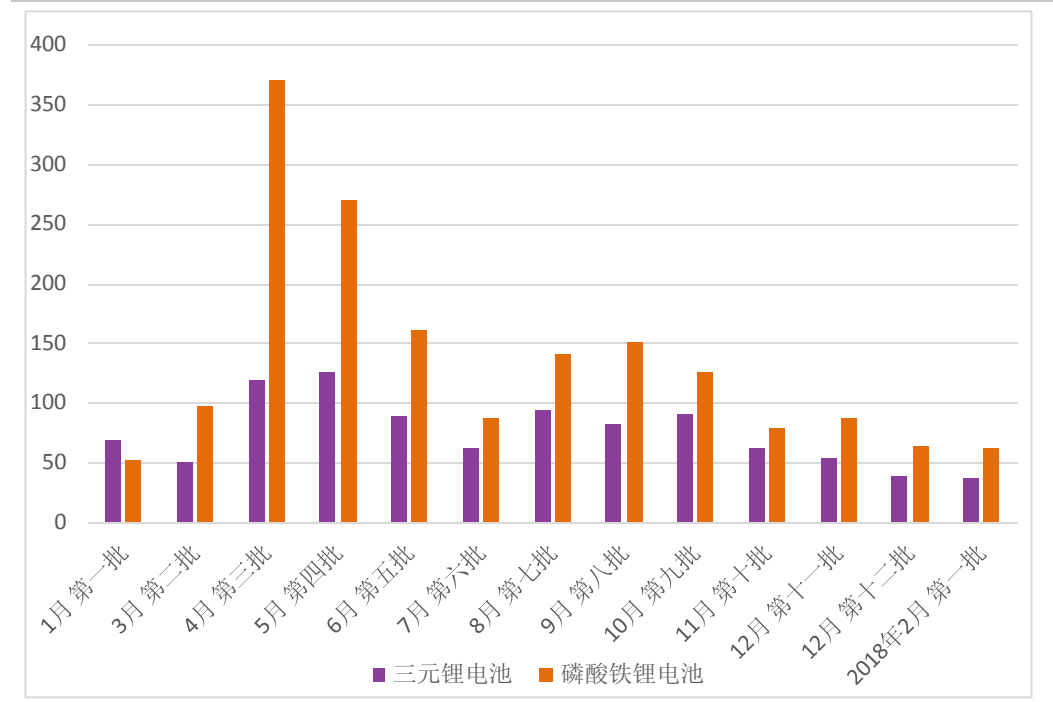
电池成分	磷酸铁锂电池	锂钴电池	锂锰电池	锂钴镍电池
	C-LiFeP04	LiCo02	LiMn204	Li(NiCo)02
安全性及环保要求	安全性最佳且符合环保要求	稳定性极差，非常不安全	尚可接受	稳定性极差，非常不安全
循环次数	最佳	尚可接受	不能接受	尚可接受
能量密度	可接受	佳	可接受	最佳
长期使用成本	最经济	高	可接受	高
温度耐受性	极佳（-40℃~70℃仍可正常使用）	高于 55℃或低于-20℃则衰退	高于 50℃则迅速衰退	高于 55℃或低于-20℃则衰退

资料来源：网络资料，联讯证券

此外，三元正极近年来发展迅速，在工信部推出的新能源推荐目录中，配备三元锂电池和磷酸铁锂电池的车型占了绝大部分。三元材料是镍钴锰酸锂 $\text{Li}(\text{NiCoMn})\text{O}_2$ ，三元复合正极材料前驱体产品，是以镍盐、钴盐、锰盐为原料。



图表31： 新能源推广目录中三元锂电池和磷酸铁锂电池的比较



资料来源：网络资料，联讯证券

磷酸铁锂电池和三元锂电池二者主要的特性是能量密度与安全性的差异，能量密度关系到动力电池的续航能力，安全性也是动力锂电池最重要的指标之一。从**能量密度**来看，磷酸铁锂电池的能量密度较三元锂电池相差很多，磷酸铁锂电池单体能量密度通常在 90-120Wh/kg 之间，而三元锂电池单体能量密度可以达到 200Wh/kg 左右，可见三元锂电池的能量密度优势较为明确，这也是近年内国内大量上线三元锂电池产线的原因所在。从**安全性**来讲，三元锂电池正极材料的分解温度在 200℃左右，磷酸铁锂电池正极材料的分解温度在 700℃左右。从**温度适应性**来讲，三元低温性能更佳，磷酸铁锂注重耐高温性能，两者相差不大。从**充放电效率**来看，三元锂电池在充电效率方面较磷酸铁锂电池有着非常大的优势。三元和磷酸铁锂凭借各自的优势，是目前是市场上两种主流电池材料。

图表32： 磷酸铁锂和三元锂电池的参数对比

正极材料	磷酸铁锂	三元材料
能量密度	90-120Wh/kg	200Wh/kg
安全性	好	较差
温度适应性	性能更好	较好
充放电效率	很好	低

资料来源：网络资料，联讯证券

四、个护产品盈利能力稳定，增长无忧

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。公司个人护理品功能材料的下游客户主要包括宝洁，拜尔斯道夫，联合利华，高露洁和欧莱雅。公司生产的日化材料及特种化学品主要有表面活性剂、硅油、水溶性聚合物、阳离子调理剂等系列产品，其中，日化材料广泛应用于洗发水、沐浴露、洗衣液等个人护理



和家居护理领域，特种化学品主要用于石油开采、造纸、农药铺展剂、3D 打印等工业领域。

图表 33: 公司主要下游客户宝洁、拜尔斯道夫、联合利华、高露洁、欧莱雅

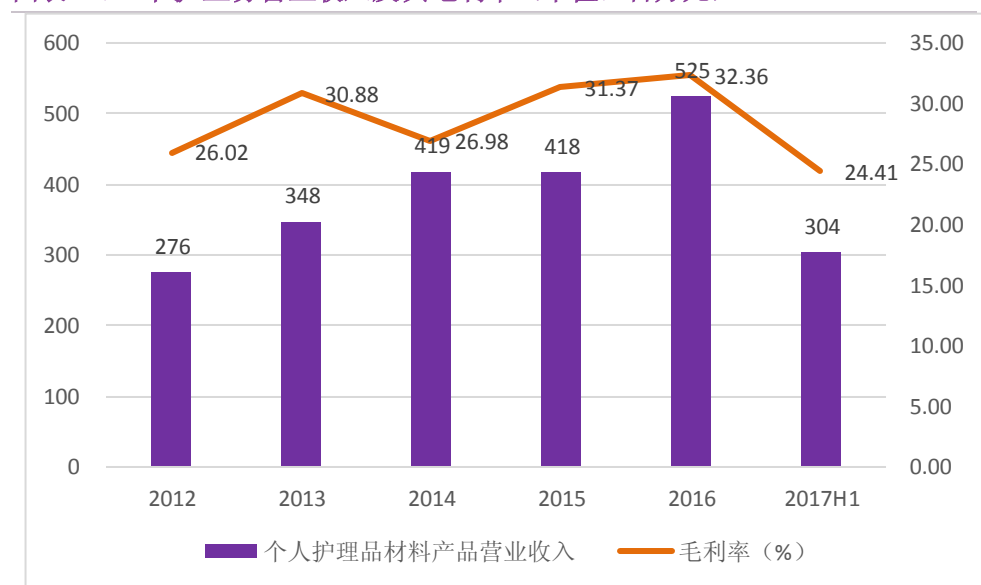


资料来源: 网络资料, 联讯证券

1、个护产品平稳增长，毛利水平相对稳定

据 2017 年半年报披露，2017 上半年日化材料及特种化学品营收 3.04 亿元，占总营收的 32.48%，毛利率 24.41%，继续维持了 20%左右的平稳增长，由于原材料涨价，前三季度毛利率下降，但四季度已经有回升，且公司产品结构升级，预计全年个护毛利率回升至 28%左右，我们预计 2018 年利润将进一步回升。公司日化材料及特种化学品业务产品市场竞争力不断增强，并在农药铺展剂、3D 打印等新业务领域得到一定拓展，总体销售规模实现了稳步增长，毛利率受益于规模效应的提升也实现增长。此外，公司日化材料业务的现金流表现良好，下游收款时间在 2 个月之内。预计 2017 年全年公司个护材料的营业总收入达到 7-8 亿元。

图表 34: 个护业务营业收入及其毛利率（单位：百万元）



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

在个护材料产品方面，公司从 2006 年起就积极推进与国际接轨的质量保障和 EHS 体系



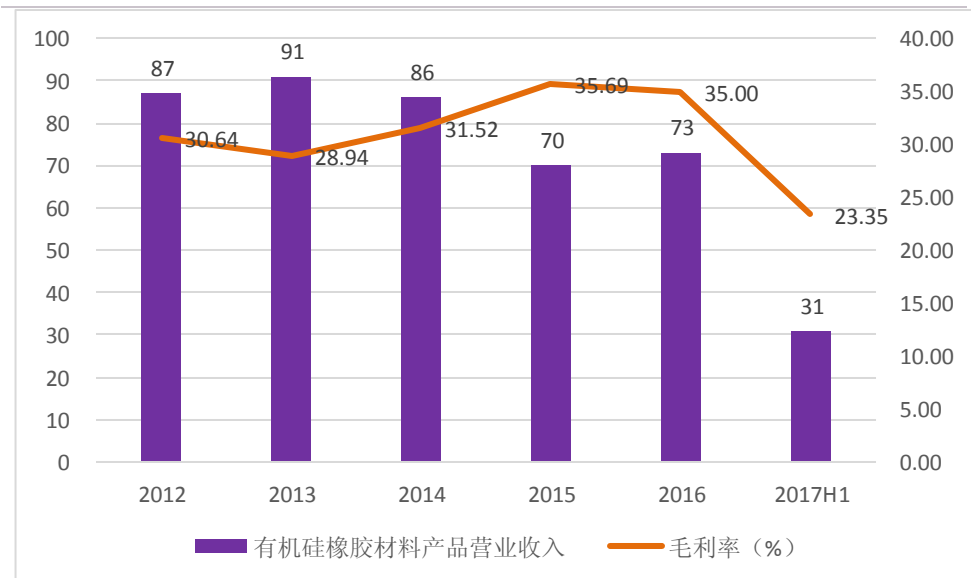
的建立和提升，连续多年通过积极拓展国际市场和在全球大型日化材料和电池展会上充分展示自己的实力和形象，获得了较好的传播效果和知名度，国际业务快速成长。同时，公司以跨国公司在中国的子公司为突破口，积极寻求进入其全球采购体系。经过多年发展，公司已经与宝洁、联合利华、欧莱雅、拜尔斯道夫、高露洁、索尼等跨国公司建立了合作关系。由于跨国公司客户对供应商的选择需要满足严格认证条件，并历经长达数年的考察，与跨国公司的合作不仅在一定程度上标志着公司产品质量和技术水平赢得了国际市场的认可，也为公司进一步开拓市场创造了有利条件。

2、有机硅材料应用于新能源车

公司生产的有机硅橡胶材料主要有液体硅橡胶。液体硅橡胶物理性能及电性能优良，广泛应用于模具、电器、电子、电力、汽车、医疗、日化等领域。

据 2017 半年报中显示，有机硅橡胶材料实现营收 3090 万元，占到总营收的 3.3%，毛利率 23.35%。2017 年国内有机硅橡胶行业竞争加剧显著，公司逐步调整客户结构和产品结构，聚焦于高毛利产品的市场开发，加大研发投入，提升生产效率，强化品质保障，销售规模同比预计基本持平。

图表35：有机硅材料业务营业收入及其毛利率（单位：百万元）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

五、盈利预测及投资建议

图表36：可比公司盈利预测表

股票代码	公司	股价 (元)	EPS-2017	EPS-2018E	EPS-2019E	PE-2017	PE-2018E	PE-2019E
300073	当升科技	27.82	0.53	0.72	0.68	52	39	41
600884	杉杉股份	19.68	0.57	0.85	1.07	34	23	18
002407	多氟多	17.42	0.49	0.71	0.85	36	25	20
300037	新宙邦	22.09	0.73	0.90	1.10	30	24	20
603659	璞泰来	39.68	0.93	1.62	2.15	43	25	18
002812	创新股份	122.50	0.83	0.74	4.97	148	165	25

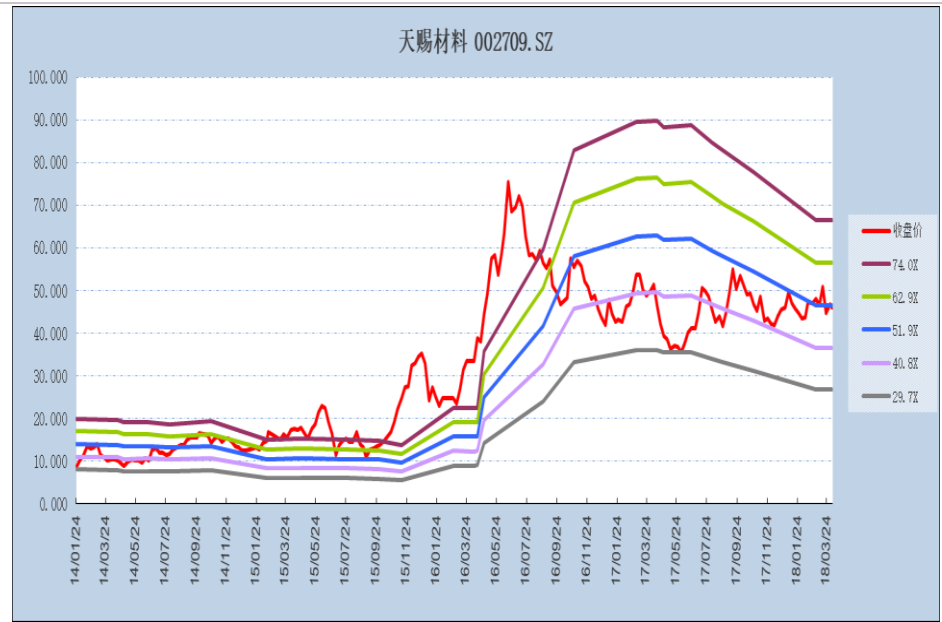


300568	星源材质	34.05	0.57	0.73	1.76	59	46	19
平均值						58	49	23
002709	天赐材料	47.18	0.92	1.78	2.36	51	27	20

资料来源：网络资料，联讯证券

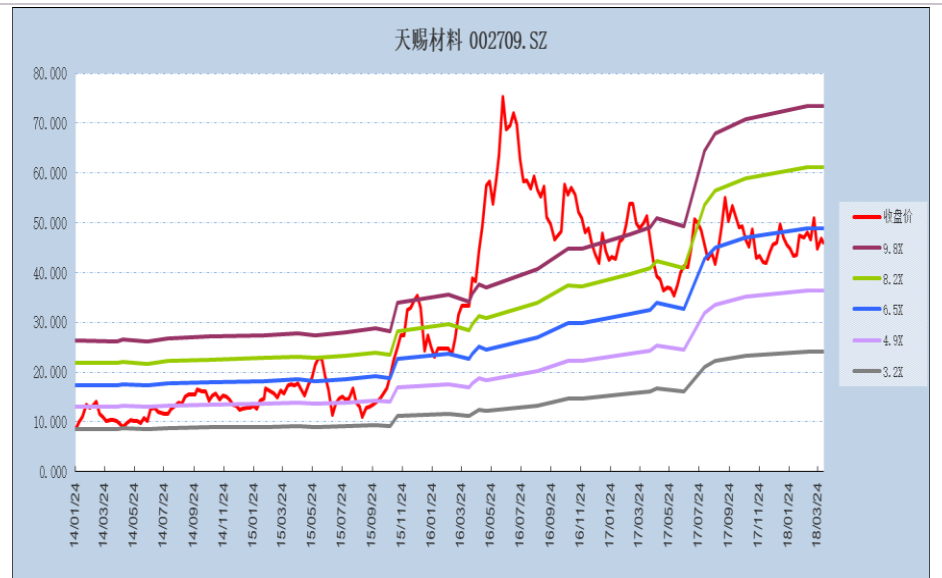
我们预计公司 2017, 2018, 2019 年营业收入分别为 20.57 亿元, 32.28 亿元, 48.70 亿元, 归母净利润为 3.14 亿元, 8.17 亿元, 9.79 亿元, EPS 分别为 0.92 元、2.40 元、2.88 元, 当前公司股价 46.02 元, 对应 2017 年、2018 年和 2019 年的 PE 为 50 倍、19 倍、16 倍, 本着审慎的原则, 参考行业内可比公司的估值情况, 我们给予公司 25 倍 PE, 目标价为 60.00 元, 维持“买入”评级。

图表37: PE-BAND



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表38: PB-BAND



资料来源：Wind 资讯，联讯证券



六、风险提示

- 1、原材料价格波动。
- 2、下游新能源汽车销量不及预期。
- 3、宏观经济波动。



附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,156	2,196	3,294	3,985	经营活动现金流	234	93	206	218
现金	198	-86	178	210	净利润	395	306	812	976
应收账款	443	487	526	568	折旧摊销	75	90	100	109
其它应收款	7	9	10	12	财务费用	3	4	5	7
预付账款	23	33	36	40	投资损失	-30	-71	-63	-66
存货	187	206	226	249	营运资金变动	106	895	930	-62
其他	298	1,547	2,316	2,906	其它	-316	-1,131	-1,578	-746
非流动资产	1,180	1,333	1,400	1,442	投资活动现金流	-252	-315	-420	-378
长期投资	241	205	225	259	资本支出	164	197	236	260
固定资产	529	582	641	705	长期投资	241	205	225	259
无形资产	85	98	108	118	其他	-657	-717	-881	-896
其他	324	448	426	359	筹资活动现金流	-3	-62	478	191
资产总计	2,335	3,529	4,693	5,427	短期借款	90	99	109	120
流动负债	693	838	1,006	1,760	长期借款	0	0	0	0
短期借款	90	99	109	120	其他	-93	-161	369	71
应付账款	287	258	297	327	现金净增加额	-22	-284	264	32
其他	316	481	600	1,313					
非流动负债	9	70	75	80	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	9	70	75	80	营业收入	94%	12%	57%	51%
负债合计	701	908	1,081	1,839	营业利润	382%	-18%	40%	104%
少数股东权益	7	7	9	10	归属母公司净利润	298%	-21%	161%	20%
归属母公司股东权益	1,628	2,614	3,604	3,578	获利能力				
负债和股东权益	2,335	3,529	4,693	5,427	毛利率	40%	37%	37%	37%
					净利率	22%	15%	25%	20%
					ROE	28%	14%	26%	27%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC				
营业收入	1,837	2,057	3,228	4,870	偿债能力				
营业成本	1,107	1,294	2,047	3,056	资产负债率	30%	26%	23%	34%
营业税金及附加	16	14	23	34	净负债比率				
营业费用	83	123	194	205	流动比率	167%	262%	328%	226%
管理费用	190	247	420	487	速动比率	140%	237%	305%	212%
财务费用	3	4	5	7	营运能力				
资产减值损失	38	40	41	38	总资产周转率	0.93	0.70	0.79	0.96
公允价值变动收益	26	-31	-35	-37	应收账款周转率	5.18	4.42	6.37	8.90
投资净收益	30	71	448	66	应付账款周转率	4.99	4.75	7.38	9.81
营业利润	457	375	526	1,072	每股指标(元)				
营业外收入	13	14	5	25	每股收益	1.23	0.92	2.40	2.88
营业外支出	5	6	7	9	每股经营现金	0.72	0.27	0.60	0.64
利润总额	464	383	909	1,088	每股净资产	5.03	7.71	10.63	10.55
所得税	69	76	97	112	估值比率				
净利润	395	306	812	976	P/E	34.28	49.90	19.15	15.98
少数股东损益	-1	-4	-5	-3	P/B	8.39	5.97	4.33	4.36
归属母公司净利润	396	314	817	979	EV/EBITDA	28.61	35.79	26.47	14.62
EBITDA	497	465	625	1,182					
EPS（元）	1.23	0.92	2.40	2.88					

资料来源：公司财务报告、联讯证券



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 买入：相对大盘涨幅大于 10%；
- 增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
- 持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
- 减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
- 中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com