



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

2020年9月2日

杉杉股份：收购LG偏光片资产，尽享面板大尺寸化盛宴

程远 行业分析师

执业编号：S1500519100002

联系电话：（010）83326755

邮箱：chengyuan1@cindasc.com

武浩 研究助理

联系电话：+86 10 83326711

邮箱：wuhao@cindasc.com

陈磊 研究助理

联系电话：+86 10 83326713

邮箱：chenleia@cindasc.com

核心观点

- **收购LG偏光片优质资产，盈利能力超群。**公司拟收购LG化学旗下偏光片资产切入偏光片领域，未来有望成为LCD大尺寸偏光片的行业龙头，随着面板国产应用大尺寸化，LG偏光片的市场地位将进一步提高，相关资产盈利能力也有望再次提升。
- **面板产能转移，尽享国产替代盛宴。**偏光片是LCD的核心材料，全球LCD产能在向中国集中，而我国LCD偏光片产能存在缺口，高端偏光片有望迎来量价齐升的光辉时刻。
- **传统锂电业务市场地位高，盈利有望恢复。**负极材料三大五小格局稳定，公司人造天然出货均居前三；已进入LG、CATL、国轩等供应体系，包头基地2019年底投产并配套石墨化产能，降本成效显著，将受益锂电龙头放量。公司在正极材料高电压钴酸锂市场优势明显，通过LG进入苹果配套体系；公司宁夏及长沙大基地具备高镍产能同时配套对应前驱体；公司拥有锂电优质客户资源，静待动力认证放量。公司电解液2019突破国内客户销量放量，受老旧产线等因素影响目前仍处亏损状态，相关不利因素未来有望逐步消除，带动电解液盈利改善。
- **盈利预测与投资评级：**
- 暂不考虑偏光片业务收购，我们预计公司2020-2022年营收分别为80.1、95.6和110.2亿元，归母净利润分别为3.7、4.7和5.8亿元，对应PE为49.9、39.2和31.6x，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**新冠疫情等导致全球新能源汽车产销不及预期，产品价格波动导致公司盈利不及预期，原材料价格波动风险，技术路线变化风险，重大资产购买不及预期

投资逻辑

- **LG偏光片资产充分受益于：**1、下游产能向大陆转移，大陆份额每年提升3个百分点；2、下游需求大尺寸化带来的行业增速5-8个百分点；3、大尺寸化带来的结构性紧缺，高端产品盈利远超同行。我们认为LG偏光片未来两年净利润复合增速高达36%，是全球最领先的偏光片资产。
- **锂电材料板块：**公司属于正负极行业龙头，拥有LG、宁德、国轩等优质下游客户，直接受益全球电动化进程。公司高电压钴酸锂产品已通过LG进入苹果产业链，高镍正极产能逐步释放；包头负极一体化产能投产，将显著降低公司生产成本，增强竞争实力。

与市场不同之处

- 市场通过A股偏光片公司分析认为，偏光片行业盈利较差，处于产业链中游受上下游挤压，我们认为，偏光片是一个龙头效应非常明显的行业，一线企业凭借技术优势有望获得远超行业平均水平的超额利润，行业壁垒极高，需要有不断的研发成果及客户持续开拓合作能力。
- 市场认为公司锂电材料业务产能利用率不高，竞争力不强。我们认为，公司在正极材料高电压钴酸锂、石墨负极等方面具备优质客户基础，同时布局高镍正极、硅碳负极等新兴产品，产能逐步释放，电解液客户拓展效果较为显著，随着公司结构调整优化，将受益全球电动化进程

目录

- ① 偏光片：黄金赛道之最优质资产
- ② 锂电材料龙头，组织架构逐步优化
- ③ 锂电优质产能及客户逐步放量
- ④ 盈利预测及估值
- ⑤ 风险因素

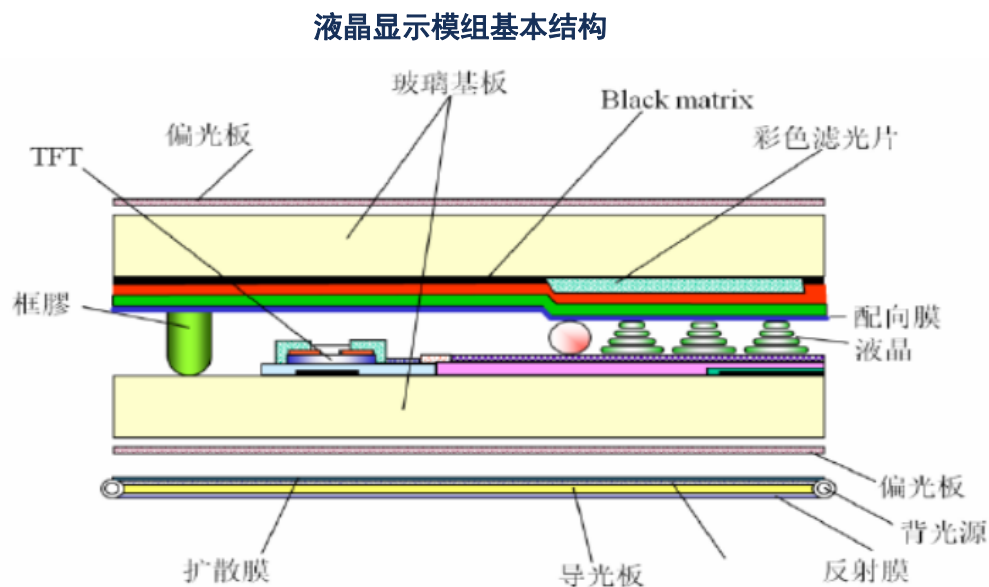
目录

1

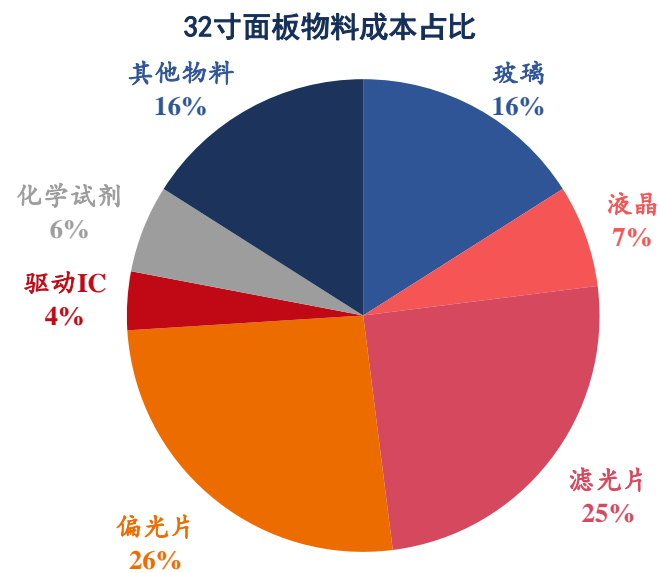
偏光片：黄金赛道之最优质资产

偏光片是液晶面板核心材料

- **偏光片是显示器件核心材料。**偏光片用于控制光束的偏振方向，是将聚乙烯醇（PVA）拉伸和三醋酸纤维素膜（TAC）经拉伸、复合、涂布等工艺制成的一种复合材料，液晶面板如果没有偏光片就无法显示。
- **偏光片占面板总成本10%左右。**液晶面板生产成本中，材料成本占比60-70%左右，其中偏光片占比约20%，偏光片按市场分类分为TFT-LCD和黑白两种，前者需要上下两张，后者仅需要一张；目前而言，TFT-LCD领域仍占据偏光片最主要需求，面积份额超过70%，未来黑白系列中的OLED的份额有望逐步提升。



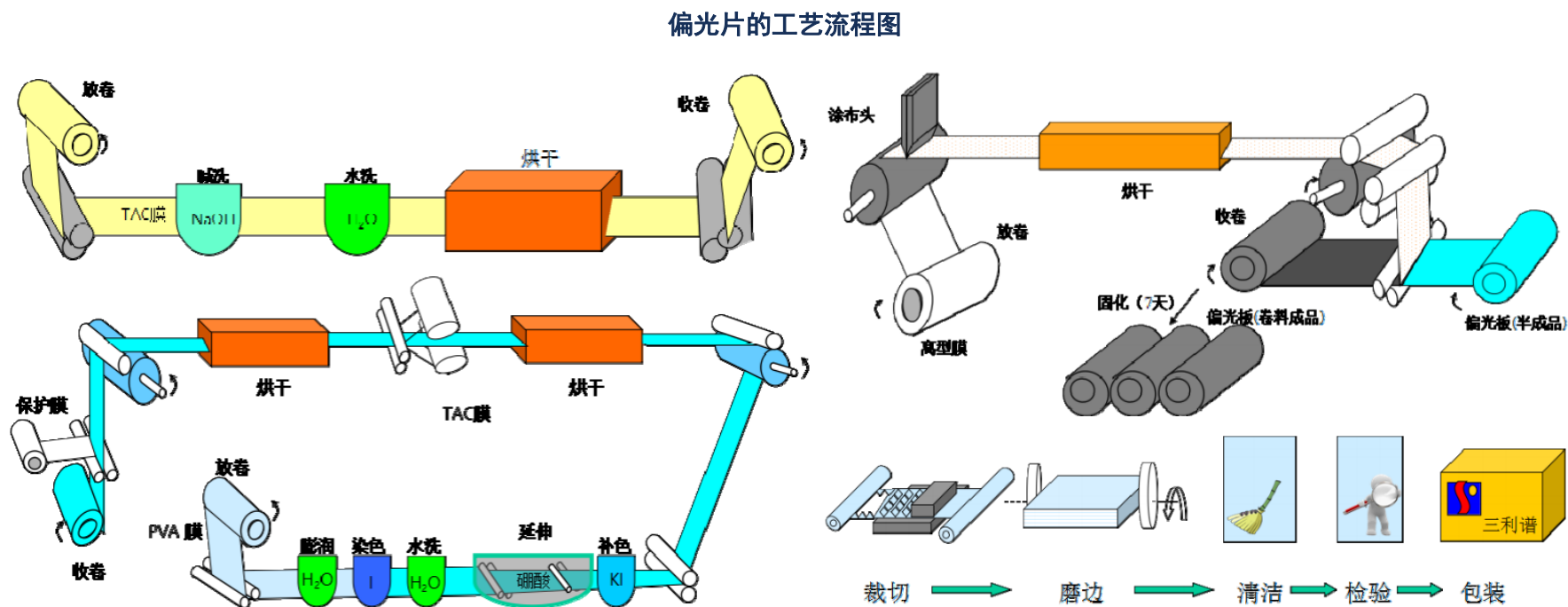
资料来源：三利谱招股说明书，信达证券研发中心



资料来源：IHS，信达证券研发中心

偏光片核心工艺：拉伸+涂布+裁剪

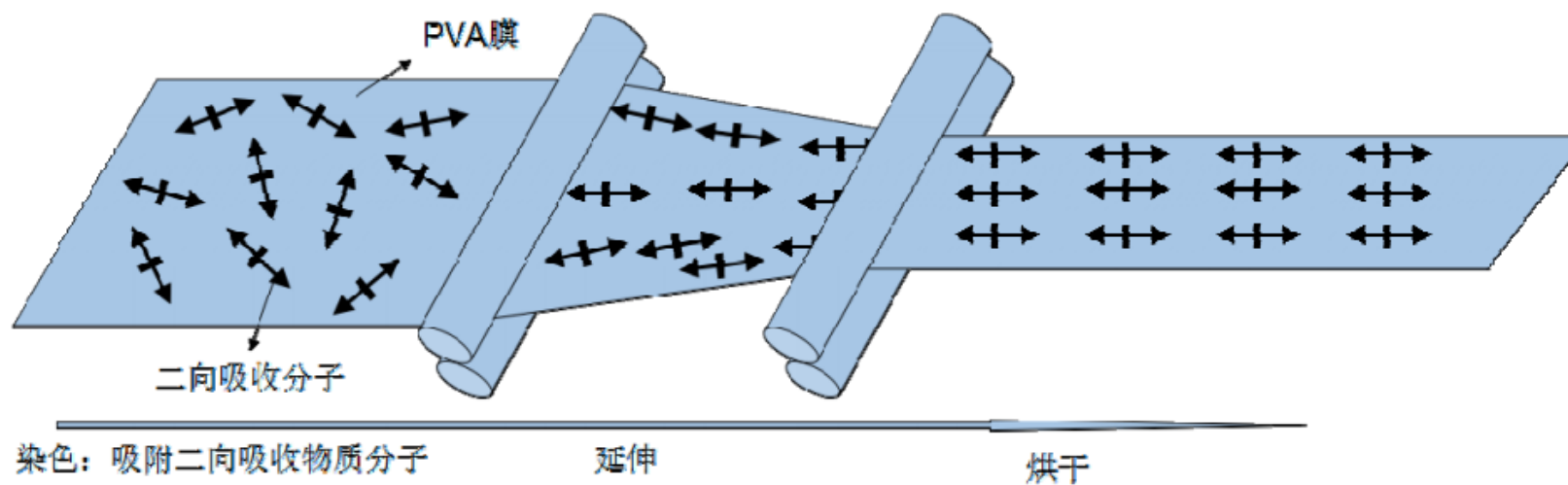
- 偏光片生产工艺分为前道和后道工序。偏光片的生产就是膜的贴合过程，分为前道和后道工艺；前道工艺主要将TAC膜清洗及PVA膜拉伸，并把TAC膜和PVA膜贴合起来，其中TAC膜影响偏光效果；后道工艺主要是裁切，分为RTS（卷材到片材）和RTP（卷材到板材）两种，RTS可以让低宽幅产品应用在高世代，但是需要裁剪后贴合；RTP直接贴合后裁剪，工艺简单，节省成本。



偏光片核心工艺：拉伸+涂布+裁剪

- 偏光片生产工艺的核心难点在于染色的均匀性、拉伸速度。染色的关键是如何选择染色槽中溶液的最佳配比，以达到使产生的偏光片在整个可见光波段均匀吸收特性的目的，同时影响染色效率的还有溶液的温度和PVA膜的拉伸比；设备和工艺条件共同决定了PVA膜的拉伸倍率，拉伸过程中的用力不均匀会出现厚度不均匀甚至裂纹，影响良品率，高拉伸倍率可以带来更高的材料利用率和更好的光学性能、外观性能，但膜厚度的相对误差难以控制且工艺更加复杂。
- 偏光片生产核心指标之直通率。直通率即为良率*裁切效率，偏光片的成本结构中，材料成本占比79~82%，人工成本占比2~4%，折旧占比11~12%，良率和裁切效率对盈利能力的影响很大，前端工艺保证良率、后端保证裁剪效率，宽幅产品的裁剪效率更高，更容易匹配大尺寸产品。

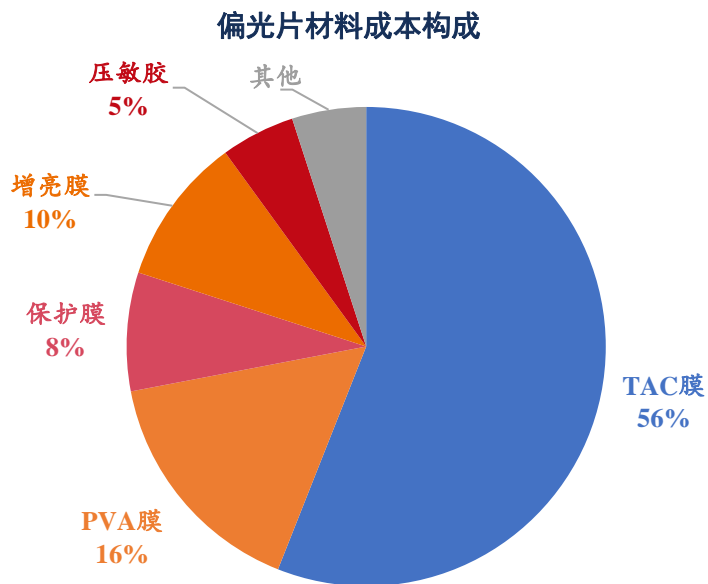
染色与拉伸过程详解



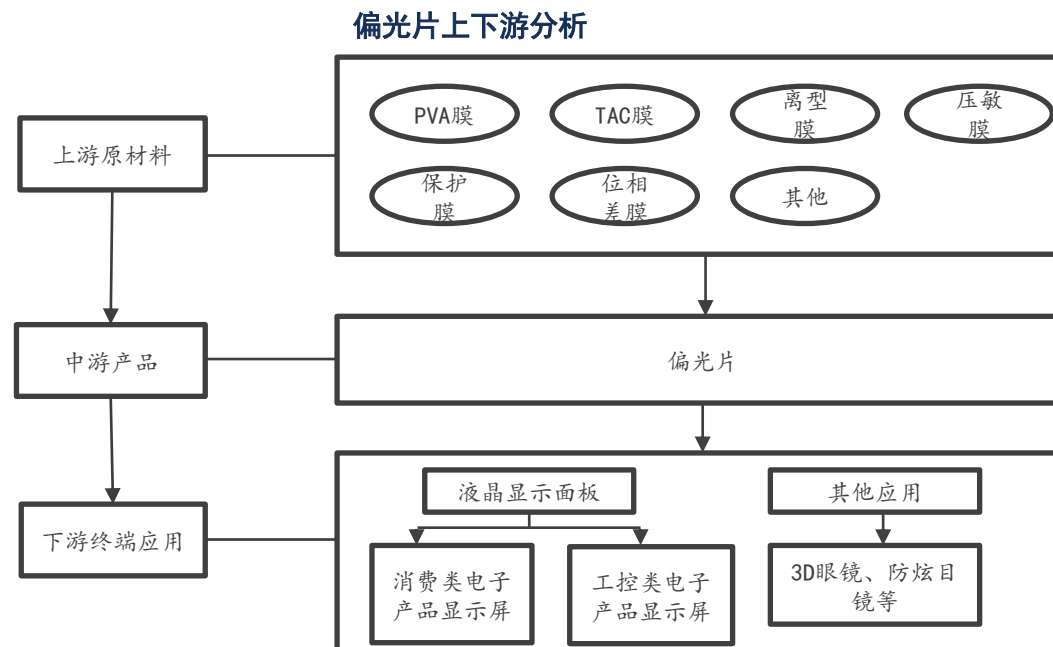
资料来源：三利谱招股说明书，信达证券研发中心

偏光片产业链分析

- 偏光片上游核心材料为TAC和PVA，均被日企垄断。偏光片成本中TAC膜占比56%、PVA膜占比16%，这两个重要材料均被日本企业垄断；PVA膜主要由日本的可乐丽与三菱化学生产，可乐丽占据全球市场80%以上的份额；TAC膜的主要生产厂商包括富士、柯尼卡美能达等日本企业，以及晓星、新光等韩国企业，其中日本企业市场份额超过80%，富士市场份额占比超过50%。
- 偏光片下游客户主要是面板厂。面板厂商主要有三星电子、LG电子、京东方等，2018年，中国面板产能实现全球市占率第一。



资料来源：三利谱公告，信达证券研发中心

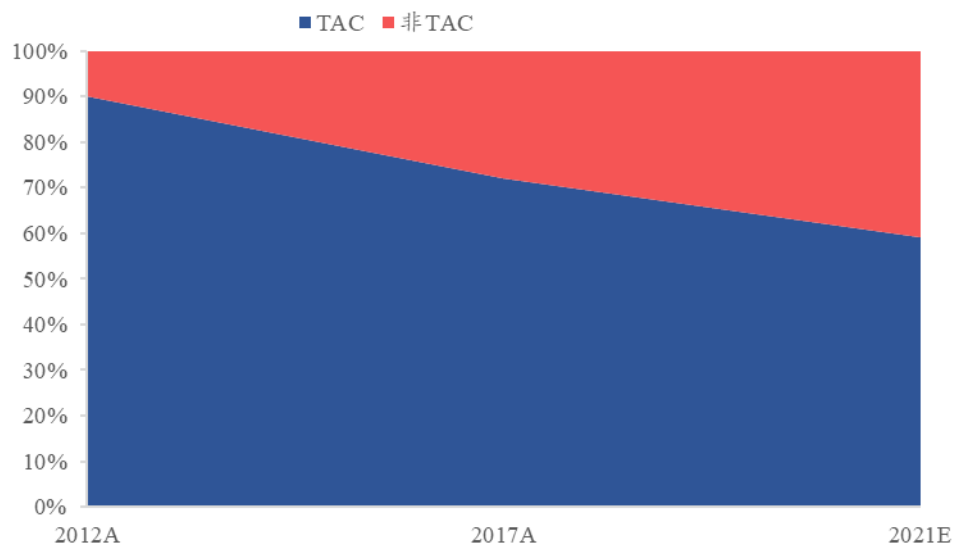


资料来源：信达证券研发中心

偏光片未来技术方向

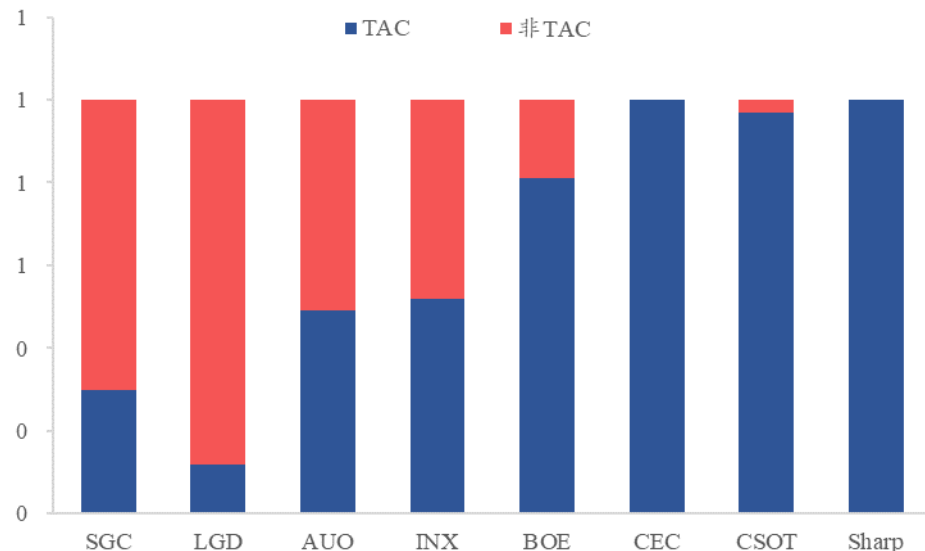
- **非TAC膜实现特定光学效果。**市场上偏光片生产使用量最大的原材料是TAC膜，为了实现特定的光学效果、降低成本、提升产品可靠性同时规避TAC膜上游垄断，非TAC膜的新型保护膜是未来重要的发展方向，目前市场已经量产的非TAC膜保护膜有PET、COP、PMMA等材料。
- **液晶涂布工艺匹配OLED。**随着OLED需求的提升，液晶涂布工艺将逐步取代传统的涂布复合工艺，日本日东、住友化学在液晶涂布工艺上具备先发优势。

非TAC膜占比逐年提升



资料来源：IHS，信达证券研发中心

各面板厂TAC与非TAC占比



资料来源：IHS，信达证券研发中心

偏光片行业壁垒极高

- 偏光片兼具电子器件和新材料（光学膜）属性。需要液晶物理、光电信息、高分子材料科学和化学等多学科交叉运用，以及长时期行业积累和高技术人才的汇聚。
- 偏光片生产线和运营资金投入量高，调试时间和下游准入认证时间长、又需要长期稳定的客户关系保持销售增长和盈利水平，使得偏光片行业总体壁垒极高。

偏光片行业壁垒分析

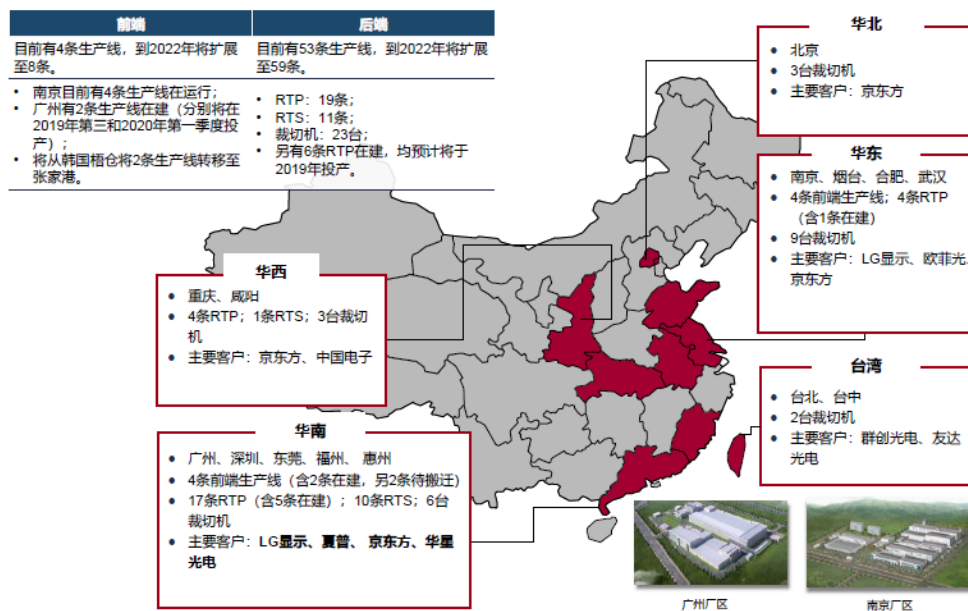
壁垒	内容
技术壁垒	使用各种薄膜制程且需要满足各项光学指标任何一个环节出现问题都会导致最终产品出现瑕疵，把各环节生产设备调整到最佳状态是保证生产线盈利的前提。生产线调试涉及众多专业的配合工艺技术的不断完善需要多年的技术、经验的积累。
资金壁垒	新增一条生产线需要1-2年时间，12亿元的资金量，投产后多项指标影响最终盈利，不同投资方投入产出比悬殊
认证壁垒	偏光片作为面板显示产品的关键原材料其质量好坏直接影响终端面板的显示性能和质量。为了保证产品质量液晶面板厂商通常需对偏光片生产企业进行严格的认证，为了维持产品品质的稳定性其在偏光片供应商认证通过后一般不会轻易更换。
高世代线壁垒	超宽幅产线去做小的尺寸效率比低宽幅的线做同样的尺寸，效率、利用率、直通率高，降维打击落后产线；低宽幅产线无法做出大尺寸产品；
成本优势	规模化、本土化、人工、运输距离等等导致的成本差距

资料来源：信达证券研发中心

偏光片产能集中在日韩企业

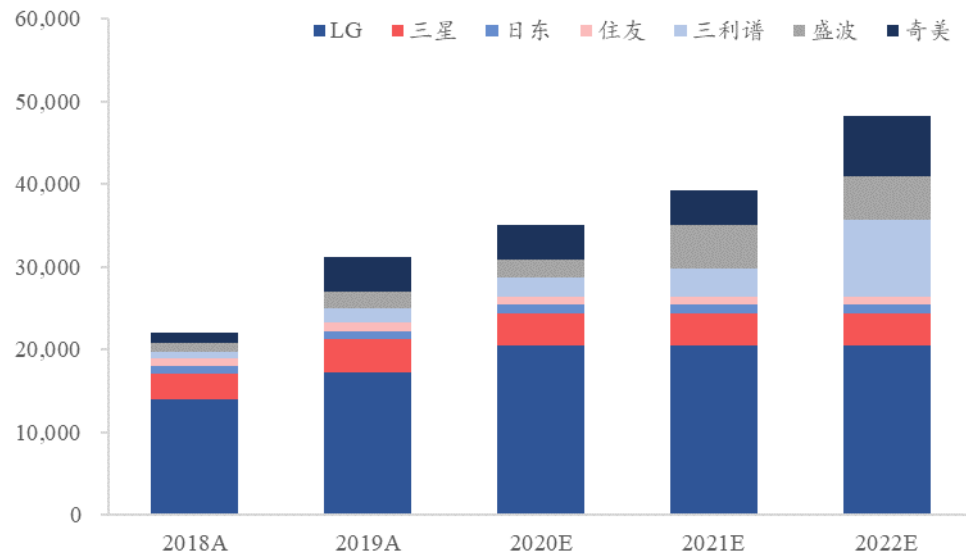
- 从国内偏光片产能来看，集中在LG、三星两家，LG绝对全球一梯队。韩国主要偏光片资产在LG，而且投入力度更大，大部分前端产能投放在中国，均是最先进产品，就近配套我国崛起的LCD产业链，最终由于本土放弃LCD业务而选择出售。
- 日本日东和住友极少在国内投放前端产能，投放的主要是少量1490mm产能和后端裁剪产能，考虑到国内LCD产业链崛起以后，日企开始配合国内的产业资本进行合资开发，其核心是降低自身的资本开支。

LG在国内产线投放统计



资料来源: 信达证券研发中心整理

国内偏光片产能统计

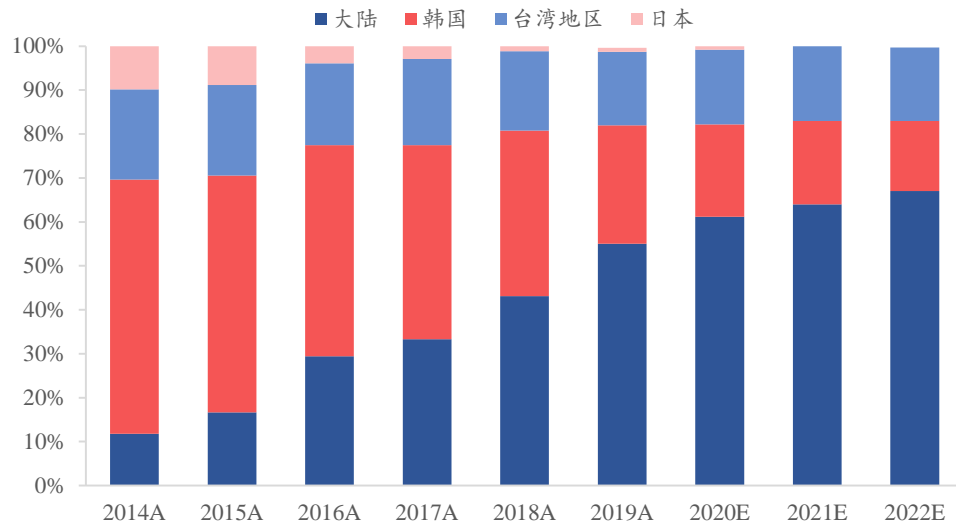


资料来源: 信达证券研发中心统计

面板产能转移加速偏光片国产化

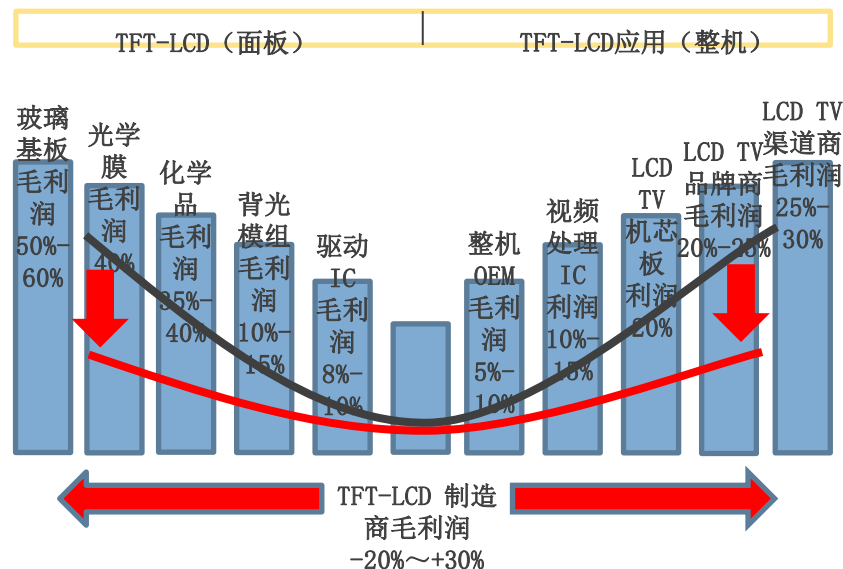
- 历史上，面板产能从美国发明到日本产业化，到韩国，再到中国台湾，目前逐渐向大陆转移，根据我们统计，外资厂商2019-2021年的产能退出共有近1千万片/年。偏光片作为LCD面板的核心材料，其供需也跟随面板产能迁徙而转移，我们预计外商投资也将逐步退出大陆市场。
- 偏光片属技术、资金密集行业，其盈利水平在LCD产业链中处于较高的位置，具备一定的技术壁垒，同时与下游客户绑定明显，因此偏光片国产化势在必行。

面板产能快速向大陆转移



资料来源：信达证券研发中心

LCD产业链构成微笑曲线



资料来源：三利谱招股说明书，信达证券研发中心

偏光片需求受益于下游面板增长

- 根据我们统计，2020年国内LCD偏光片需求为3.8亿平米，2021年国内LCD面板产能投产后需求为4.3亿平米，由于下游面板尺寸增长，我们预计21年之后需求增速为8%。

国内LCD偏光片需求统计

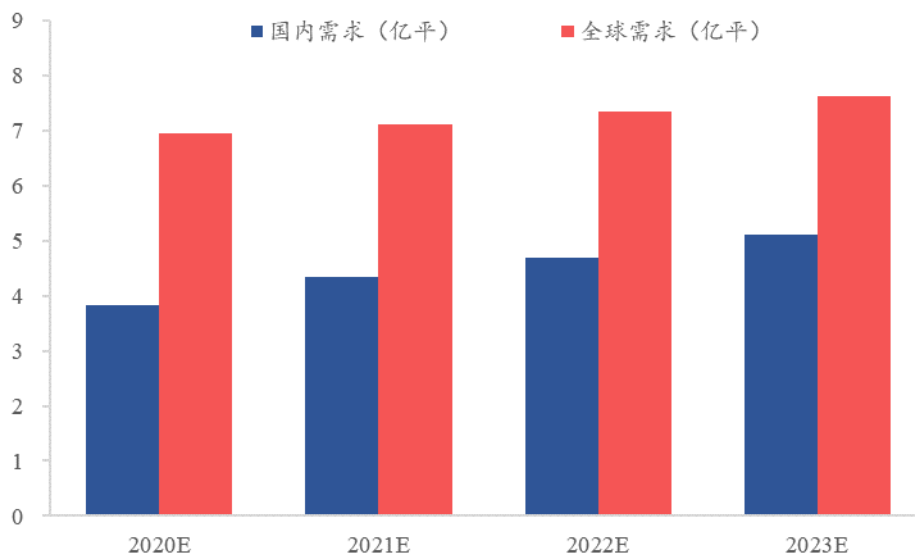
序号	厂商	地点	代数	年产能(万片)	年偏光片需求量(万平米)	序号	厂商	地点	代数	年产能(万片)	年偏光片需求量(万平米)
1	惠科	长沙	8.6	166	1845	19	京东方	重庆	8.5	180	2000
2	TCL华星	深圳	11	126	2500	20	LGD	广州	8.5	216	2400
3	惠科	绵阳	8.6	144	1600	21	京东方	合肥	8.5	126	1400
4	京东方	武汉	10.5	144	2900	22	三星	苏州	8.5	132	1500
5	夏普	广州	10.5	108	2100	23	夏普	成都	6	36	200
6	惠科	滁州	8.6	144	1600	24	天马	厦门	5.5	36	140
7	TCL华星	深圳	11	108	2200	25	TCL华星	深圳	8.5	192	2100
8	中国电子	成都	8.6	144	1600	26	中国电子	南京	6	108	600
9	中国电子	咸阳	8.6	144	1600	27	京东方	北京	8.5	168	1900
10	京东方	合肥	10.5	144	2900	28	京东方	合肥	6	108	600
11	京东方	福州	8.5	180	2000	29	京东方	成都	4.5	36	50
12	惠科	重庆	8.6	84	1000	30	天马	成都	4.5	36	50
13	TCL华星	武汉	6	54	300	31	天马	武汉	4.5	36	50
14	友达光电	昆山	6	36	200	32	深超光电	深圳	5.5	120	470
15	信利	惠州	4.5	36	50	33	中航光电	上海	5.5	120	470
16	天马	厦门	6	36	200	34	天马	上海	4.5	36	50
17	TCL华星	深圳	8.5	180	2000	35	龙腾光电	昆山	5.5	132	520
18	中国电子	南京	8.5	84	1000	36	京东方	北京	5	120	470

资料来源：信达证券研发中心

偏光片需求受益于下游面板增长

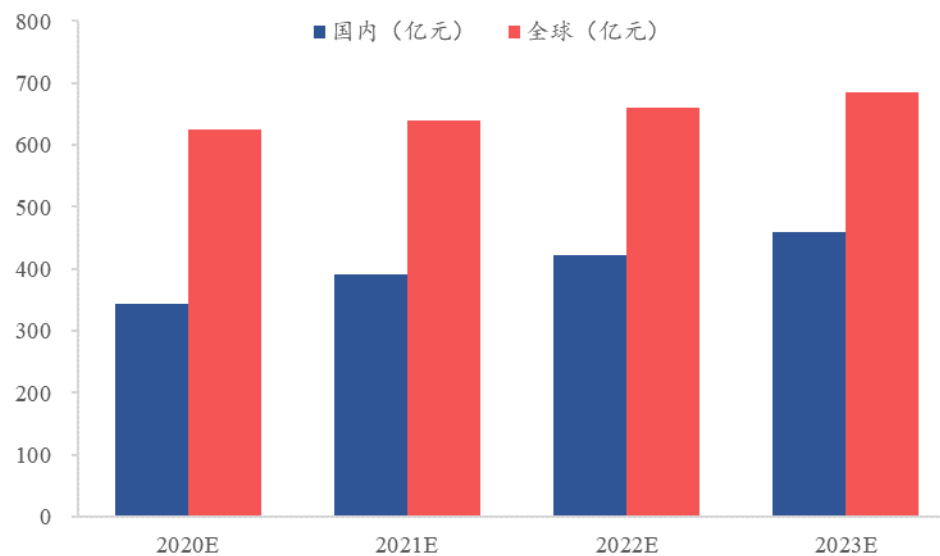
- **全球LCD偏光片市场规模达600亿元。**假设20年国内LCD产能占全球55%，21-23年占比分别为61%、64%、67%，全球偏光片需求近7亿平，全球LCD偏光片市场规模达600亿人民币，国内市场20年为344亿，23年为460亿左右。
- **未来偏光片行业增速主要看下游面板增速。**随着韩国LCD全面退出，即使国内不新增LCD产能，行业需求增长仍有来源于尺寸的增长，从历史经验来看，每年尺寸增加1-2寸，带来的面积增长在5-8%，我们预计未来下游行业增速在8%左右，偏光片行业增速也将维持在8%左右。

偏光片需求测算（亿平）



资料来源：信达证券研发中心

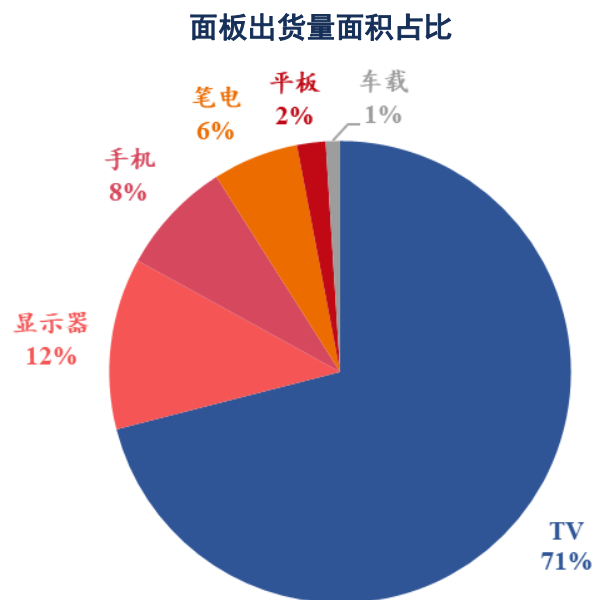
偏光片市场规模测算（亿元）



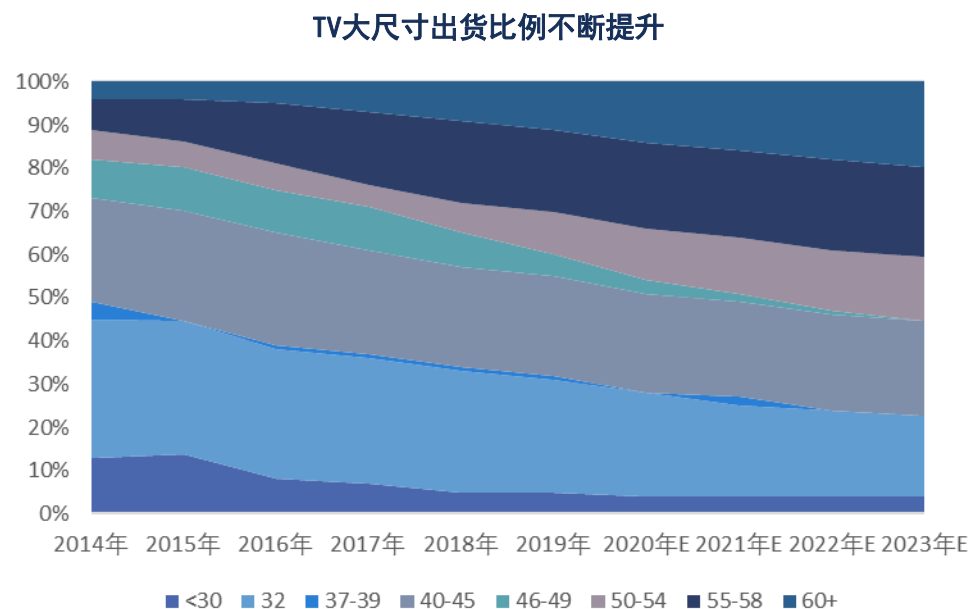
资料来源：信达证券研发中心

下游需求大尺寸化，带动偏光片超宽幅产品需求

- **TV主流尺寸持续增大。**LCD下游应用为显示器和电视，占总体LCD应用的80%以上。目前来看，32寸以上的应用主要是电视，9-32之间的尺寸主要是显示器，平板电脑等。根据IHS数据统计，14年Q1，电视机最为主流的尺寸在32英寸，占整个电视机市场的32%。到了19年Q3，电视机中32英寸占比降至26%；40-45英寸、55-58英寸及60英寸以上分别增至23%、19%、11%。可见TV面板需求增长的核心驱动力是电视机尺寸的增加。
- **超宽幅偏光片产品需求旺盛。**随着10.5代线量产，大尺寸需求终爆发，拉动超宽幅偏光片需求。



资料来源：信达证券研发中心



资料来源：信达证券研发中心

偏光片有效供给不足

- **23年之前偏光片供需紧平衡。**从目前国内的扩产和现有产能来看，国内的偏光片产能在2.8亿平左右，预计23年产能扩张到4.3亿平米。
- **大尺寸产品需求越来越旺盛。**屏幕的大尺寸化顺应消费升级的趋势，已成为LCD电视的主流发展方向。目前国内的超宽幅产品主要有7条，LG4条+三星+昆山奇美+坪山7号；目前国内即将释放的10.5代线主要有5条；因此，10.5代线基本可以消化掉4条以上的超宽幅产能，部分产能会选择1490的线做RTS匹配。
- **超宽幅产品充分受益于高溢价。**大尺寸产品供不应求，与小尺寸价差拉大，溢价带来的盈利弹性极大。

偏光片供给产能测算（单位：亿平）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
LG	1.5	1.6	1.4	1.6	2.1	2.1
三星	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
日东	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
住友	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
三利谱	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.6
盛波	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
奇美	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
合计	2.3	2.8	2.7	3.4	4.0	4.3

10.5代线产能统计（单位：万平）

LCD10.5代线		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
京东方	合肥B9	2800	2800	2800	2800	2800
	武汉B17			2800	2800	2800
华星光电	深圳t6		2800	2800	2800	2800
	深圳t7				2800	2800
富士康	广州			2800	2800	2800
合计		2800	5600	11200	14000	14000

资料来源：信达证券研发中心

资料来源：信达证券研发中心

全球偏光片市场格局

- **LG化学、日东电工、住友化学、三星SDI**四家占据**70%以上的份额**。根据AVC数据，2019年上述四家企业的全球市场份额占比接近78%，其中LG、住友两家份额占到近一半。
- **国内企业份额逐步提升**。2019年国内厂商中盛波光电市场份额最大，全球占比约4%；随着国内产能爬坡，未来国产厂商份额有望进一步提升。
- 随着大尺寸产品供需失衡加剧，我们预计大尺寸产品在出货量占比提升的基础上，价格也将与小尺寸产品拉开差距。

全球偏光片市场出货份额

公司	2016A	2017A	2018A	2019A
LG化学	25%	29%	27%	23%
住友化学	27%	22%	23%	22%
日东电工	23%	23%	21%	17%
三星SDI	8%	12%	15%	15%
诚美材	5%	5%	5%	8%
BQM	6%	6%	6%	6%
盛波光电	1%	2%	1%	4%
三立子	4%	2%	2%	1%
力特光电	1%	1%	1%	0%
其他	0%	0%	0%	2%

资料来源：AVC，信达证券研发中心

大尺寸偏光片全方位碾压

- 超幅宽偏光片产线的裁切利用率远高于普通产线。偏光片裁切需要根据市场需求进行套切，以58寸为例，上片的最佳选择是用1.5m产线生产，可以裁两片，下片可以选择2.3m或2.5m产线套切，2.5m将带出一片50寸，2.3m带出一片43寸，利用率均在98%以上。
- 不同直通率盈利差异巨大。超宽幅产线裁切利用率高，盈利能力远超其他产线。

2.5m产线套裁利用率分析

产线幅宽	58" 上片 (734mm)		58" 下片 (1283mm)	
	裁切方案	利用率 (%)	裁切方案	利用率 (%)
2500mm	58" (x3)	90%	58" (x1) +50" (x1)	98%
2330mm	58" (x3)	98%	58" (x1) +43" (x1)	99%
1980mm	58" (x2) +32" (x1)	98%	58" (x1)	66%
1540mm	58" (x2)	99%	58" (x1)	89%

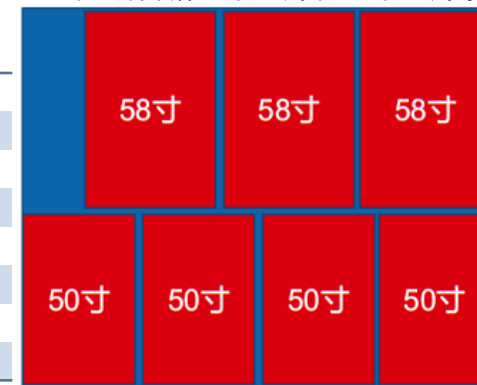
资料来源：信达证券研发中心

不同直通率下盈利比较 (单位：元/平米)

直通率	含损耗的成本	单价80元/平方时的单位利润	含损耗的成本	单价65元/平方时的单位利润
0.85	75.1	10.9	66.46	-1.46
0.88	72.54	13.46	64.19	0.81
0.9	70.92	15.08	62.76	2.24
0.92	69.38	16.62	61.4	3.6
0.93	68.64	17.36	60.74	4.26
0.95	67.19	18.81	59.46	5.54
1	63.83	22.17	56.49	8.51

资料来源：信达证券研发中心整理

2.5m产线套裁58寸下片和50寸下片示意图



资料来源：信达证券研发中心整理

LG偏光片资产全球领先

- LG偏光片于1997年成立，主要从事LCD偏光片的研发、生产与销售。



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

LG偏光片资产全球领先

- **LG偏光片资产是首家在国内同时投资前、后端加工生产线的外资公司。**LG偏光片业务与全球各主要面板厂商均具有长期稳定的供货关系，且在中国厂商客户中市场份额领先；高度重视技术研发，是行业创新的引领者，创造了市场前沿技术和众多专利。
- **LG超宽幅产线独占鳌头。**LG此前对超大宽幅生产线前瞻性研发投入，未来有望带来超额收益。LG的资产极具强竞争力，宽幅占比高，远胜于国内在A股上市的任何资产，可比的只有日本的日东，是市场上可以购买的最优质的偏光片资产。

LG偏光片经营概况

项目	2020Q1	2019	2018
收入/亿元	22	99	104
EBIT	4	15	9
EBITDA	5	20	15
毛利率(%)	19	17	11
产量/万平	2330	11400	12960
销量/万平	2479	10437	10184
产销率(%)	106	92	79

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

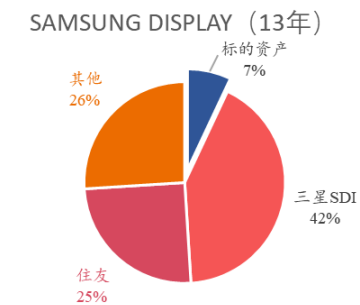
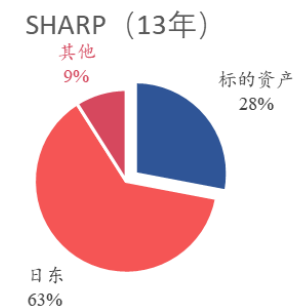
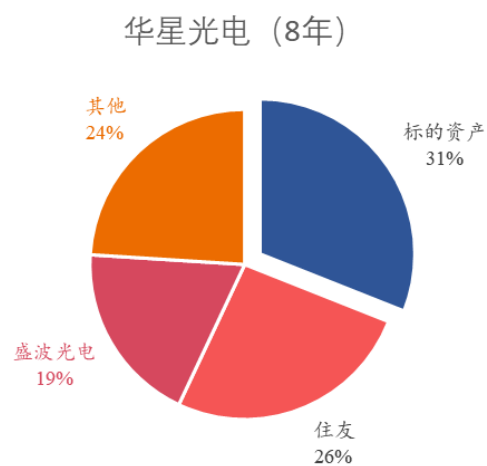
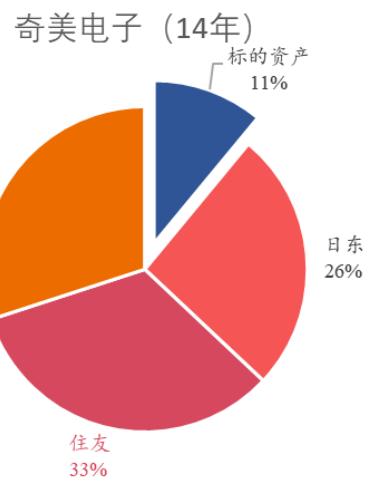
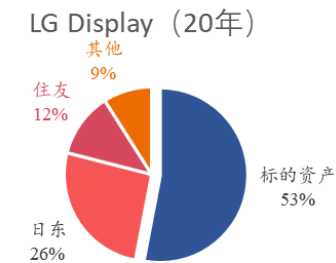
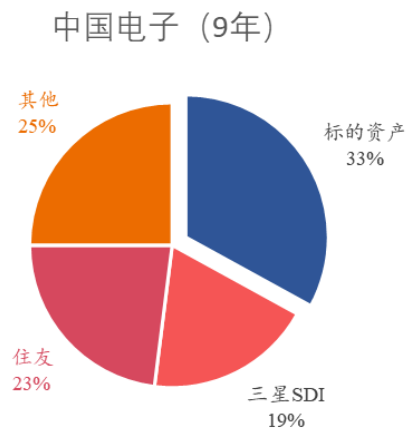
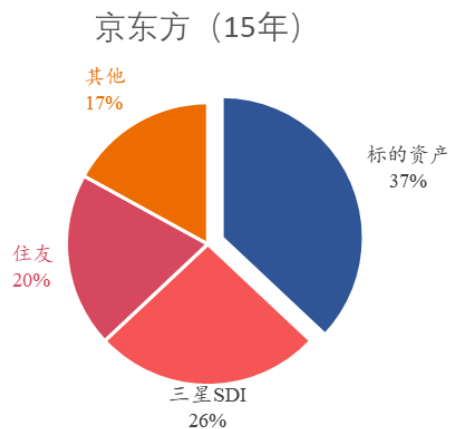
LG偏光片资产产能统计

序号	产线地点	产线名称	产线宽幅(mm)	满载情况产能(万平米/年)
1	南京	南京1号线	2,300	1,440
2	南京	南京2号线	1,490	1,440
3	南京	南京3号线	2,300	1,440
4	南京	南京4号线	1,490	1,320
5	广州	广州1号线	1,490	1,200
6	广州	广州2号线	2,600	1,440
7	韩国梧仓	梧仓1号线	2,300	960
8	韩国梧仓	梧仓2号线	2,300	960
合计				10,200

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

LG偏光片资产全球领先

- LG偏光片与全球各主要面板厂商均具有长期稳定的供货关系（括号内为合作年限）。

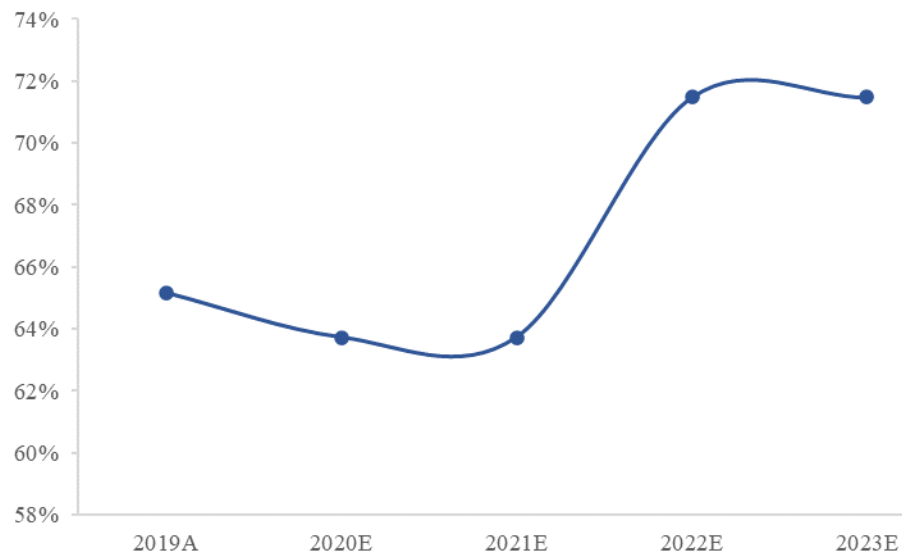


资料来源：信达证券研发中心整理

LG偏光片资产全球领先

- LG偏光片21年新增超宽幅产能0.5亿平，随着国内LCD10.5代线投放，超宽幅产品有望获得更高的定价，进而带动盈利水平提升。
- 我们预计标的资产20-22年净利润分别为10亿、13.2亿、18.6亿。

LG偏光片超宽幅产品占比



资料来源：信达证券研发中心

LG偏光片盈利预测

项目	2019A	2020E	2021E	2022E
销量 (亿平米)	1.05	1	1.20	1.55
产能 (亿平米)		1.6	1.6	2.07
直通率			88%	88%
开工率			85%	85%
营收 (亿元)	98.9	95	113.7	148.6
单价 (元/平)	94	95	95	96
净利率		12%	13%	14%
净利润 (亿元)		10	13.2	18.6

资料来源：信达证券研发中心

目录

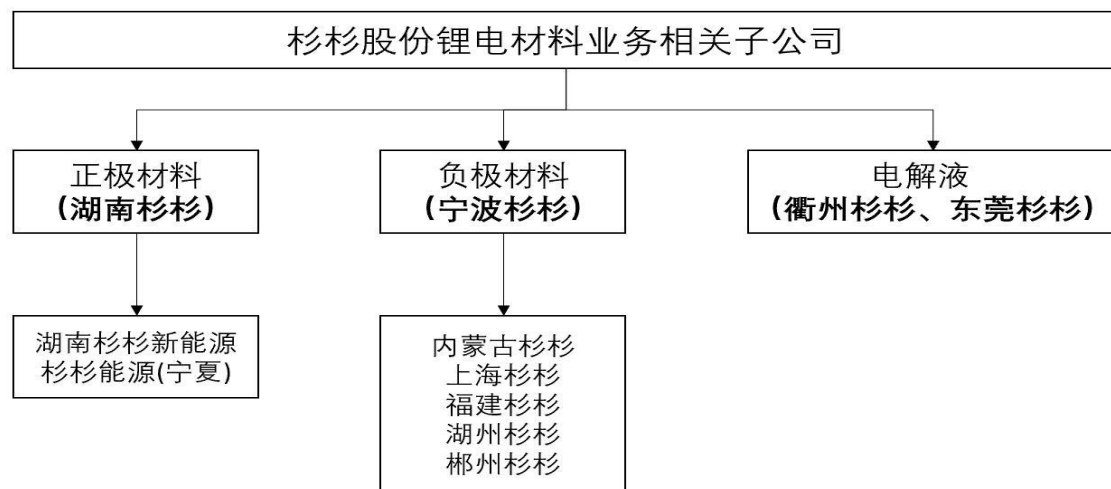
2

锂电材料龙头，组织架构逐步优化

公司锂电材料业务涵盖正极、负极、电解液产品

- 公司是国内唯一涵盖正极、负极、电解液三大材料的生产企业，截至2020年中，公司拥有正极产能6万吨，负极产能12万吨、电解液产能4万吨，在2019年锂电新能源产业链年度竞争力榜单中，三大业务子公司分列第一、第三和第四名，竞争优势明显
- 正极材料由湖南杉杉能源（835930.OC）开展，下设湖南杉杉新能源及杉杉能源（宁夏），对应湖南产能与宁夏产能
- 负极材料由宁波杉杉新材料开展，下设内蒙古杉杉、上海杉杉、福建杉杉、湖州杉杉与郴州杉杉，对应各地负极及石墨化产能
- 电解液业务涉及衢州杉杉和东莞杉杉两家子公司，对应两地电解液产能

公司锂电材料业务布局

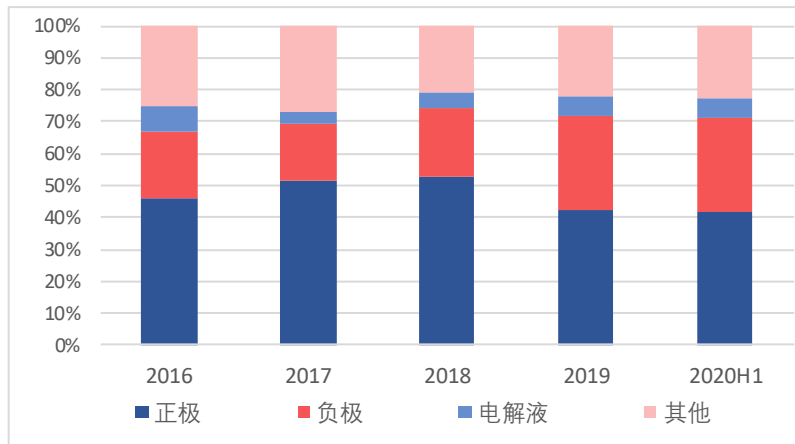


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

公司锂电材料业务涵盖正极、负极、电解液产品

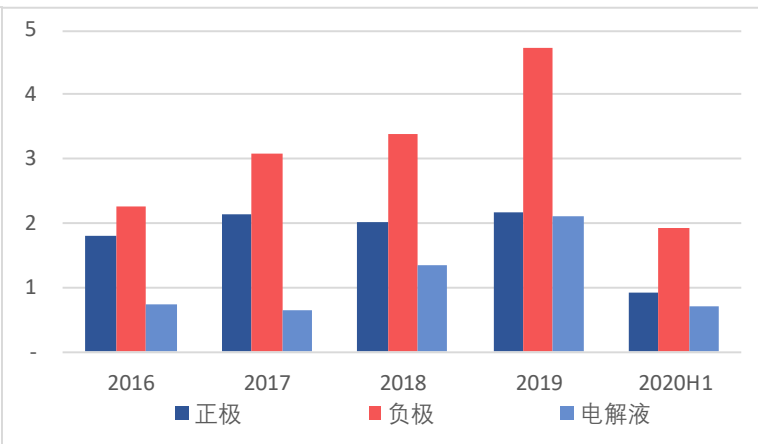
- 公司历年正极材料销量较为稳定，由于正极材料单价较高，因而在公司营收结构中占比较高，2019年由于产品价格下降，占营收的比例有所下滑
- 近年来随着负极产能释放，公司负极材料销量逐年增长，负极材料营收占比提升；电解液2019年公司加大对国轩、亿纬等优质客户开发力度，销量增长推动营收增长，收入占比提升
- 2020年上半年受新冠疫情影响，下游新能源车等需求不及预期，公司锂电材料销量同比有所下滑
- 此外，公司还拥有部分能源管理等新能源业务，及服装、非金融等非新能源业务，未来将通过架构优化、股权调整等方式逐步优化及剥离

公司营收结构



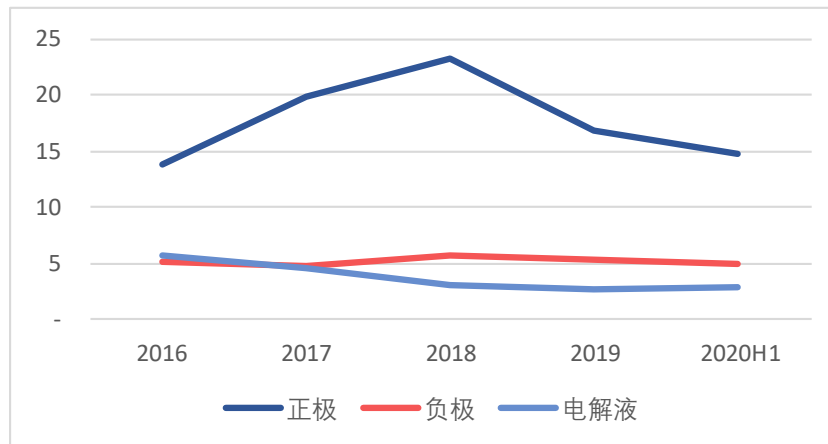
资料来源：公司公告、信达证券研发中心

公司历年各产品销量变化/万吨



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

公司历年各产品单价变化 (万元/吨)

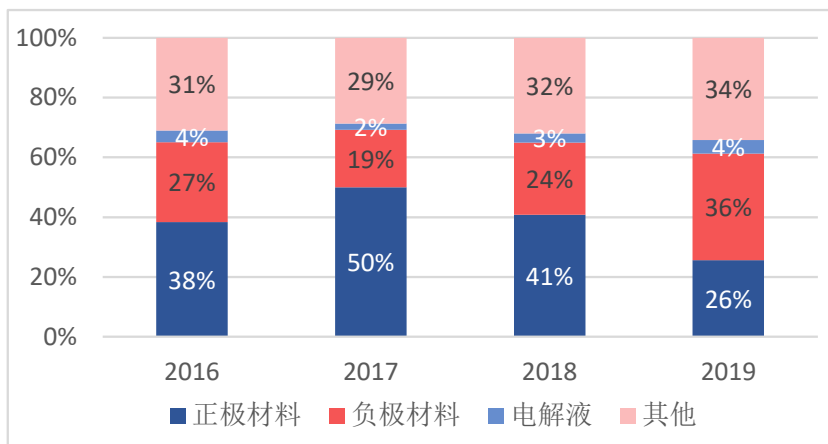


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

公司锂电材料业务涵盖正极、负极、电解液产品

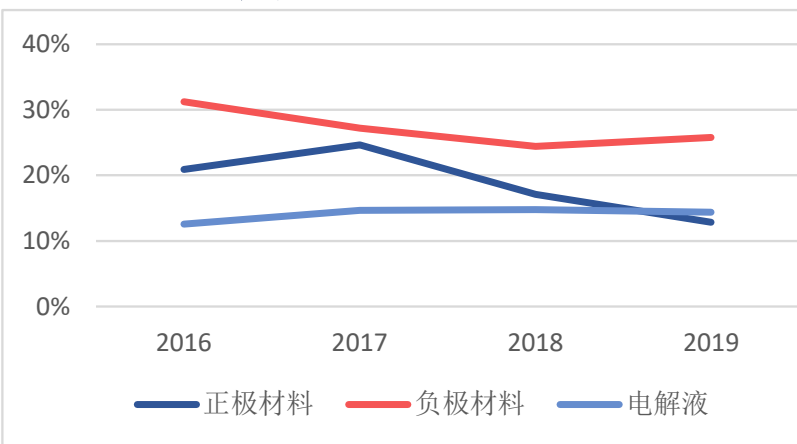
- 负极材料行业格局稳定，公司属一线龙头，盈利较为稳定。近年来受负极产品价格及原材料针状焦价格波动，公司毛利率有所下滑，但单吨净利水平较为稳定，毛利润占比逐年提升
- 公司在消费类正极钴酸锂市场市占率领先，但受到金属原材料价格下降导致正极产品降价、动力电池客户压价以及原材料库存影响，公司正极材料盈利能力有所下降
- 在销量增长背景下，电解液业务毛利率较为稳定，但受锂盐老装置及原材料库存影响，当前处于亏损状态
- 2020年上半年，受新冠疫情导致新能源车销量下滑，行业竞争加剧影响，公司主要锂电产品单吨净利有所下滑，未来随着需求回升及加强成本控制，盈利能力有望恢复

公司毛利润结构



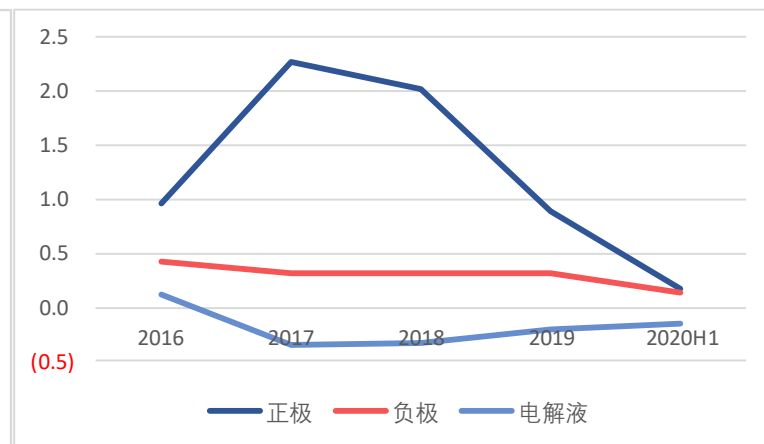
资料来源：公司公告、信达证券研发中心

公司各业务毛利率情况



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

公司单吨净利情况(万元/吨)

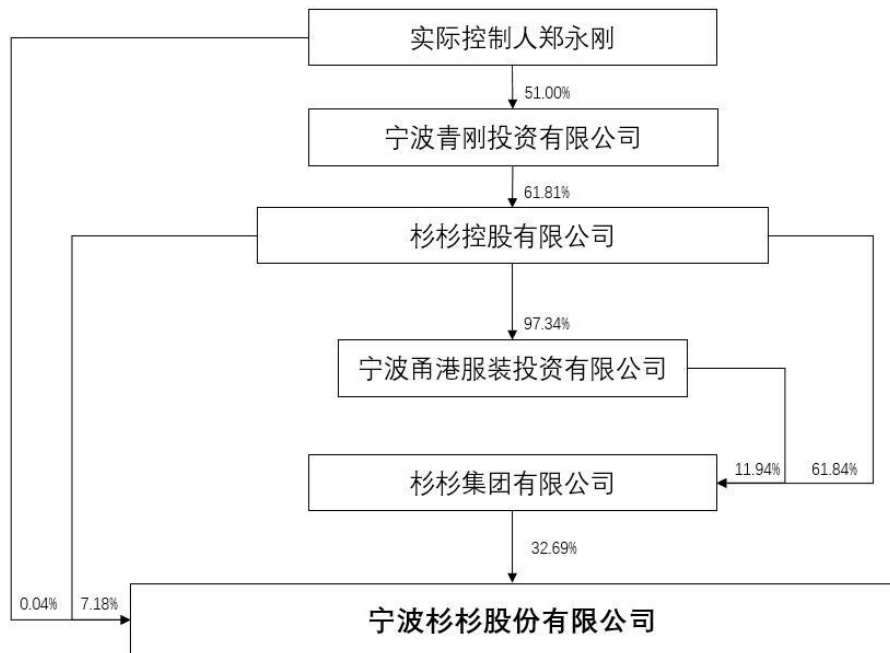


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

公司股权结构

- 杉杉集团直接持有公司32.69%股权，是公司第一大股东，公司实际控制人为郑永刚先生
- 2019年，公司向中、高层管理及相关技术人员共128人授予5940万份股票期权，绑定核心业务人员与上市公司利益。股票期权解锁条件为以2016-2018年公司整体平均营收及锂电业务合并营收为基数，2019-2021年复合增速均不低于10%和20%

公司股权结构（截至2020.06.30）



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

金融资产投资

- 公司金融类资产包括持有宁波银行、稠州银行及洛阳钼业股权
- 截至2020H1，公司持有宁波银行6462万股股份，持股比例为1.08%，公司近年来通过持股宁波银行，2018和2019年分别获得投资收益8.17和9.68亿元(2019年起计入归属股东盈余科目)，同时获得现金分红6701和3883万元，2020H1获得分红2851.55万元。
- 公司持有稠州银行2.47亿股，即7.06%股权，每年可得2472.6万元现金分红，2018-2020H1分别得长投收益1.05、1.23和0.6亿元
- 公司持有洛阳钼业4.71亿股，即2.18%股权，2018-2020H1年分别获得现金分红3581、5183、2026万元。

公司持有金融资产情况

宁波银行				
	期末持有股数/万股	持股比例	现金分红/万元	减持股份所得投资收益/亿元
2017	16,976	3.35%	5342.95	4.66
2018	11,845	2.27%	6,701.21	8.17
2019	7,335	1.30%	3,883.03	9.68 (会计变更计入归属股东累计盈余)
2020H1	6,462 (减持0.28, 认购0.19亿股)	1.08%	2,851.55	
稠州银行				
	期末持有股数/万股	持股比例	现金分红/万元	长投投资收益/亿元
2017	24,726	7.06%	2,472.6	1.03
2018	24,726	7.06%	2,472.6	1.05
2019	24,726	7.06%	2,472.6	1.23
2020H1	24,726	7.06%	2,472.6	0.60
洛阳钼业				
	期末持有股数/万股	持股比例	现金分红/万元	
2018	47,120	2.18%	3581.15	
2019	47,120	2.18%	5183.25	
2020H1	47,120	2.18%	2,026.18	

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

目录

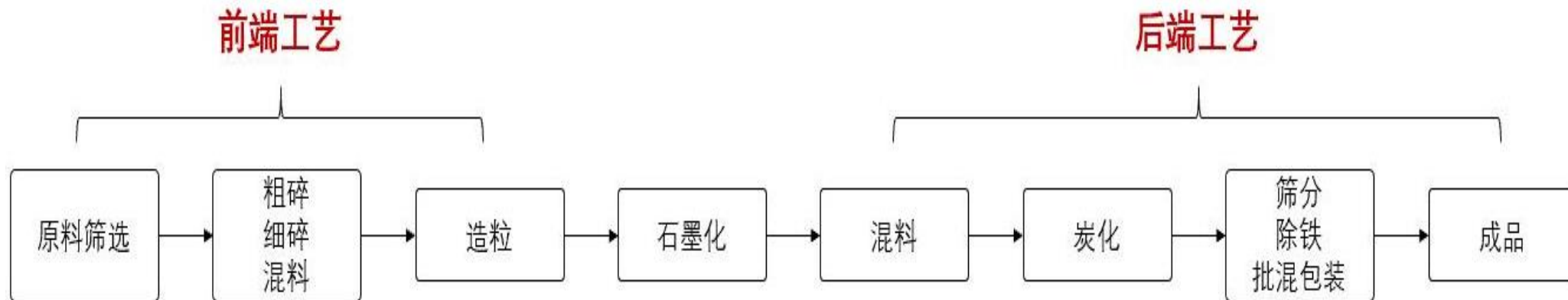
3

锂电优质产能及客户逐步放量

负极材料——技术差异决定产品性能及价格差异，公司技术处领先地位

- 人造石墨为焦炭类原料经高温石墨化处理后转化为石墨产品。人造石墨负极材料是将石油焦、针状焦、沥青焦等在一定温度下煅烧，再经粉碎、分级、高温石墨化制成，其高结晶度是通过高温石墨化形成的。
- 原料筛分、造粒、混料等环节技术差异带来负极材料产品质量及价格差异。
 - 原料筛分：需根据开发项目产品性能目标，调整针状焦、石油焦以及沥青焦的配比；以及原料焦炭结构（片状结构、纤维结构、镶嵌结构）
 - 造粒环节：改性将单颗粒粘接形成二次颗粒降低各向异性、提高倍率性、抑制电池极片膨胀率、增加寿命
：包覆技术降低产品比表面积，减少电解液的分解。
 - 混料环节：将一次颗粒、二次颗粒及碳化品进行混合配比，控制极片孔隙率，抑制材料膨胀，提高循环性能与充放电倍率
 - 此外，高端产品在石墨化环节温度控制等方面要求也更高

负极材料生产工艺

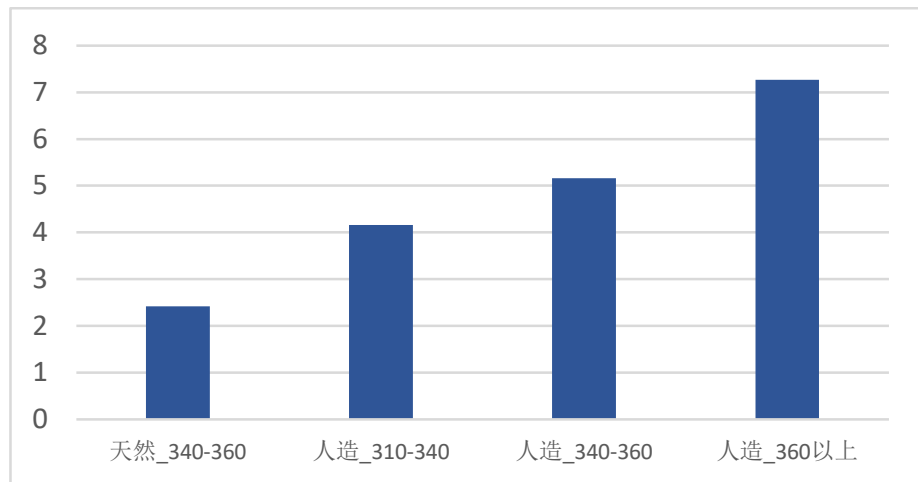


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

负极材料——技术差异决定产品性能及价格差异，公司技术处领先地位

- 以上制造过程中技术差异直接反映在负极材料容量等性能指标中，进而进一步反映在负极材料产品价格中
- 负极材料根据容量不同价格波动较大，根据翔丰华公告，其容量大于360mAh/g负极产品与310-340mAh/g产品价差在3.11万元/吨
- 公司自1999年即开始负极材料产业化，是国内第一家从事锂电池人造石墨负极材料业务的企业，拥有包括材料造粒、表面改性、球化、热处理等自主核心知识产权，处于行业领先地位，相关产品均已进入国内外核心锂电池企业供应链。

负极材料不同容量产品单价变化（万元/吨）

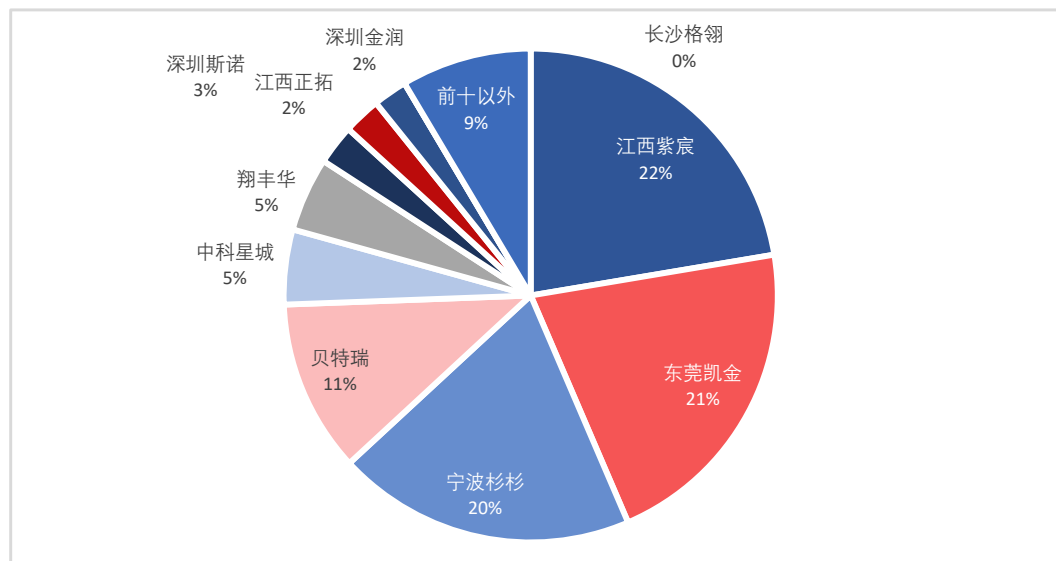


资料来源：翔丰华公告、信达证券研发中心

负极材料——市场竞争格局稳定，公司处一线龙头

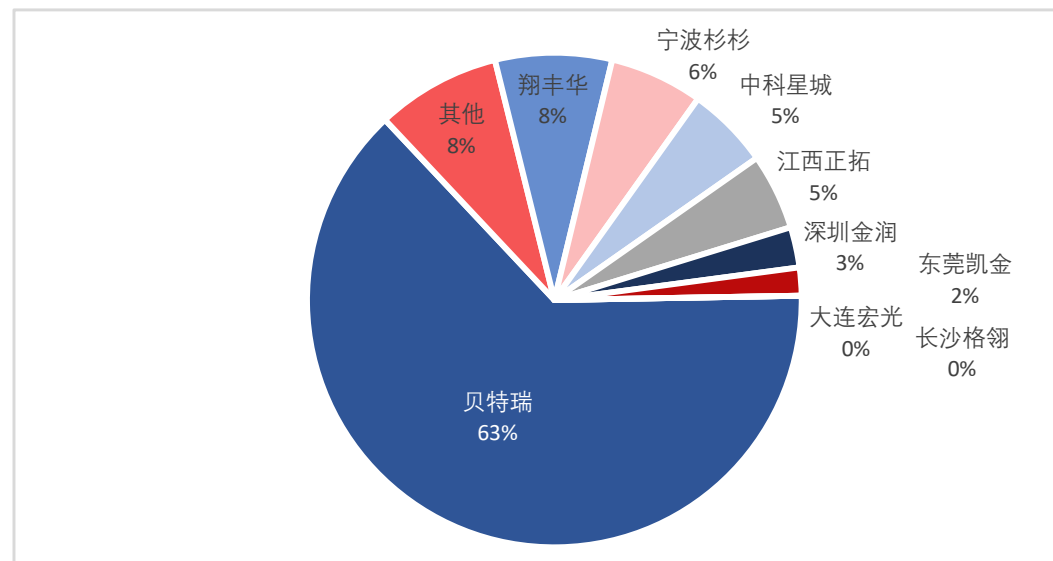
- 负极材料目前已形成“三大五小”竞争格局，宁波杉杉、江西紫宸、贝特瑞为一线龙头。三家企业中，贝特瑞在天然石墨市场优势明显，江西紫宸专注人造石墨市场，宁波杉杉兼具人造石墨与天然石墨产品
- 2019年宁波杉杉在人造石墨市场市占率20%，处于第三位，TOP3企业合计市占率在63%
- 2019年宁波杉杉在天然石墨市场市占率6%，处于第三位，贝特瑞在天然石墨市场优势明显，市占率达63%

2019年负极人造石墨市场竞争格局



资料来源：高工锂电、信达证券研发中心

2019年负极天然石墨市场竞争格局

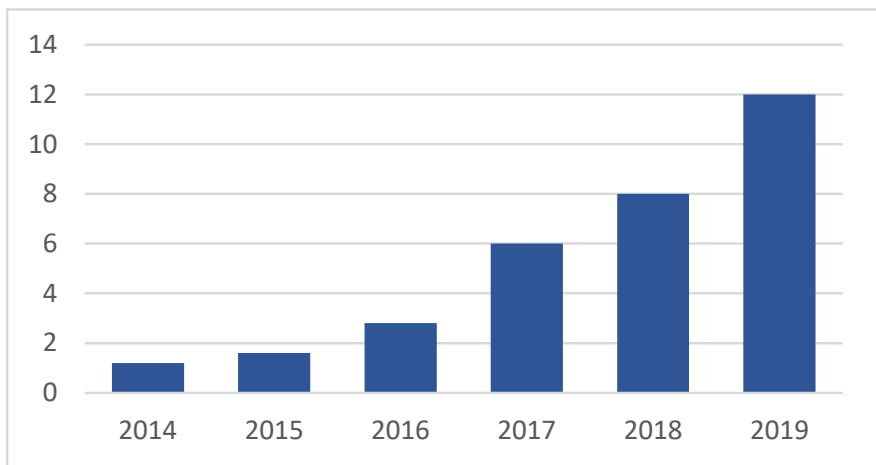


资料来源：高工锂电、信达证券研发中心

负极材料——公司产能持续释放推动销量增长

- 公司近年来持续扩大负极材料产能，从2016年的2.8万吨提升至2019年底的12万吨
- 公司负极材料在建产能包括包头10万吨负极一体化基地项目，其中一期4万吨于2019年8月投试产，2020年将逐步达到满产状态
- 得益产能释放，公司负极材料销量快速提升，2019年实现销量4.74万吨，同比增长40%，未来随着包头基地产能释放，销量有望进一步增长

公司负极材料产能变化/万吨



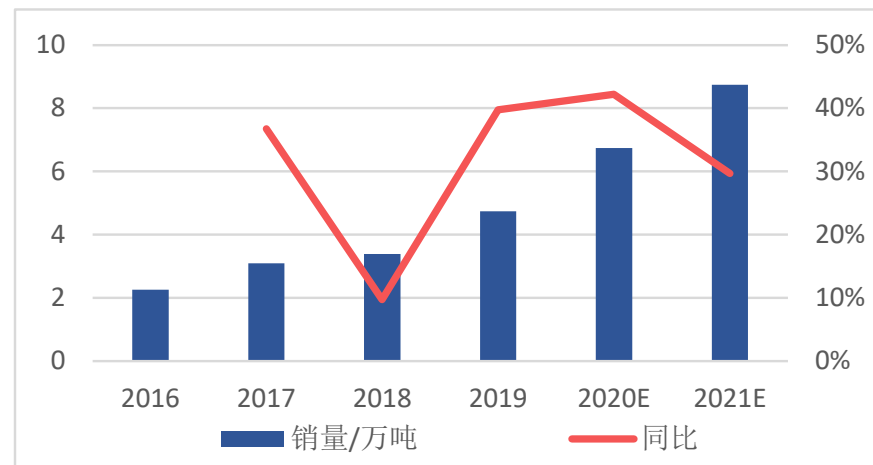
资料来源：公司公告、信达证券研发中心

公司负极材料产能分布

生产基地	产品类型	产能/万吨
内蒙古包头	负极材料	4
	石墨化	2.8
浙江宁波	负极材料	4
福建宁德	负极材料	2
浙江湖州	负极材料	1
上海	负极材料	1
湖南郴州	石墨化	1.4

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

公司负极材料销量变化/万吨

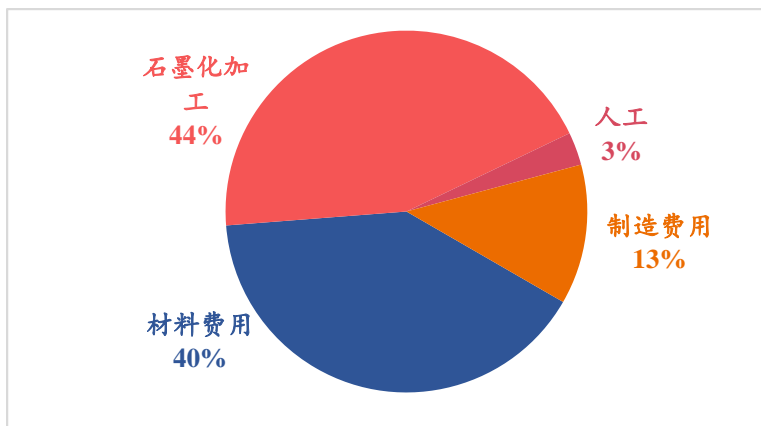


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

负极材料——一体化布局降低生产成本

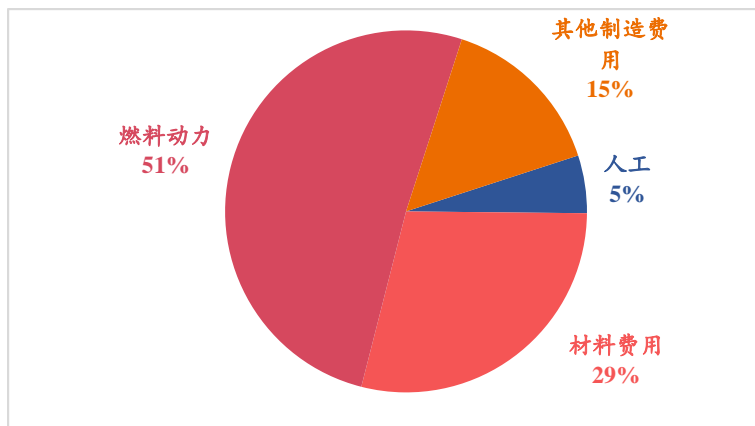
- 负极材料成本中，原材料成本及石墨化加工成本是主要成本，占比均在40%以上；石墨化加工成本中电费成本占比在一半以上
- 早期负极材料企业将石墨化外包，近年来受石墨电极需求向好导致石墨化产能紧张，负极企业在低电价区自建石墨化产能降本
- 东部地区电价在0.6元/KWh甚至更高，西部地区电价可降至0.25元/KWh甚至更低，我们测算两电价水平下石墨化加工成本分别为1.18和0.69万元/吨，降本效果显著
- 公司在低电价区包头10万吨一体化项目配套有石墨化产能，降本同时保证公司盈利能力

负极材料成本测算



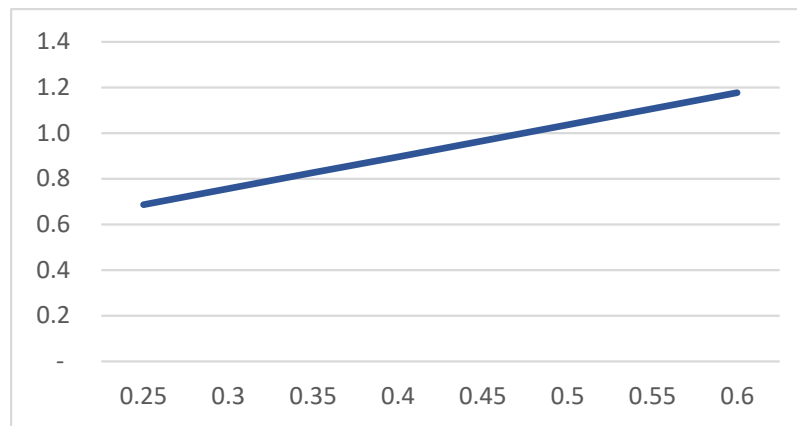
资料来源：公司公告、信达证券研发中心

石墨化加工成本测算



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

石墨化加工成本对电费敏感性分析



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

负极材料——布局硅碳负极新技术，已建成产线并实现小批量出货

- 石墨负极材料的性能逐渐趋于理论值，石墨的理论克容量为372mAh/g，目前行业领先产品可达360-365mAh/g，基本达到极限值
- 硅材料可提升理论克容量，但存在体积膨胀和电导率低的问题。硅材料的常温和高温理论克容量分别为3580和4200mAh/g，但硅材料存在体积膨胀问题（在锂离子电池充放电过程中，硅发生的体积变化很大，约320%），导致材料粉化、内阻增加，失去电接触，容量衰减较快，首次效率低，并且单硅材料对温度敏感，影响电池的循环性能。
- 将硅颗粒减小到纳米级并与其他材料复合包覆可解决体积膨胀和电导率低的问题。将硅的颗粒尺寸减小到纳米级可以释放由于体积变化过大而引起的结构应力，但减小到纳米级使硅容易发生团聚从而导致容量衰减，因此，将 Si 与基体材料进行复合得到硅基复合材料，利用基体材料一方面缓解硅的体积膨胀效应，同时提供导电性，同时充分发挥硅材料高容量特性
- 公司承担了科技部重点研发专项“新一代锂离子动力电池产业化技术开发”项目，目前已建成月产20吨硅氧产品产线，可配套年产千吨级硅碳复合负极生产线。

不同类型负极材料性能对比

性能指标	单位	天然石墨	人造石墨	合金系负极_硅	合金系负极_锡
比容量	mAh/g	340-370	310-360	800	600
循环寿命	次	1000	1500	200	200
首次效率	%	90%	93%	60%	60%
安全性能		较差	较好	差	差

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

正极材料——高电压钴酸锂优势明显

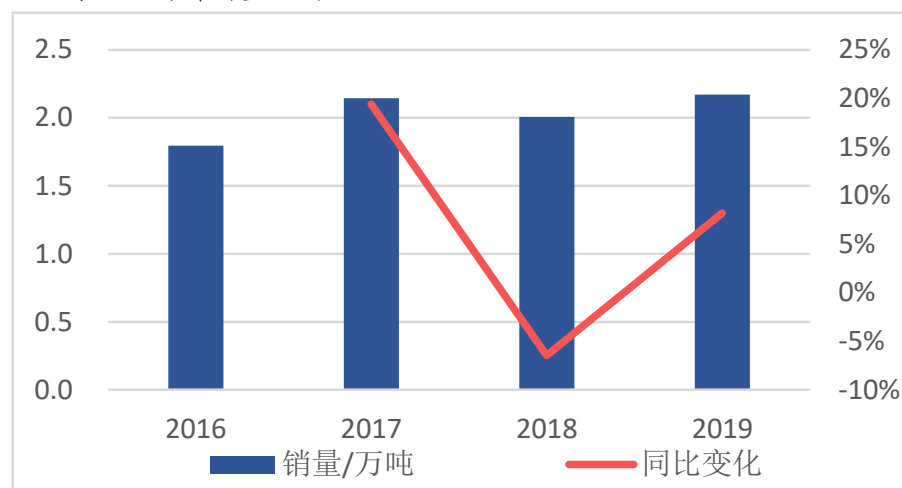
- 公司当前拥有正极材料产能6万吨，其中包括2.1万吨钴酸锂、长沙大基地及宁夏石嘴山合计1.7万吨高镍三元
- 公司近年来正极材料销量较为稳定，持续开拓行业龙头客户。2019年销售2.17万吨，同比增长8%。公司近年来主要调整客户结构，一方面减少甚至取消与高风险客户的业务合作，同时加大与已有龙头客户合作，持续开拓海外动力电池项目
- 公司高电压钴酸锂产品行业领先，主攻高电压、高压实方向。电压由4.4V提升至4.48V，容量从171mAh/g提升至180-185mAh/g，依托领先技术优势，公司持续扩大海外高电压钴酸锂市场份额，进入苹果等高端消费电子品牌供应体系。
- 公司绑定上游关键金属资源，降低原材料采购成本。公司2017年认购洛阳钼业2.18%股权，之后推动与洛阳钼业在钴、锂等金属资源项目开发的合作；公司持有澳大利亚锂矿运营企业Altura 19.41%股权，已就2019-21年锂辉石精矿供应达成合作意向；公司持股30%与紫金矿业、吉利集团合资建立福建常青新能源，保障正极材料前驱体的供应。

公司正极材料产能分布

产地	产能/万吨	产品
湖南麓谷	1.2	
湖南宁乡	2.6	钴酸锂+三元材料
宁夏石嘴山	1.2	0.5万吨前驱体+三元材料，0.7万吨高镍三元
湖南大长沙基地	1	高镍三元
合计	6	

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

公司正极材料销量及同比变化

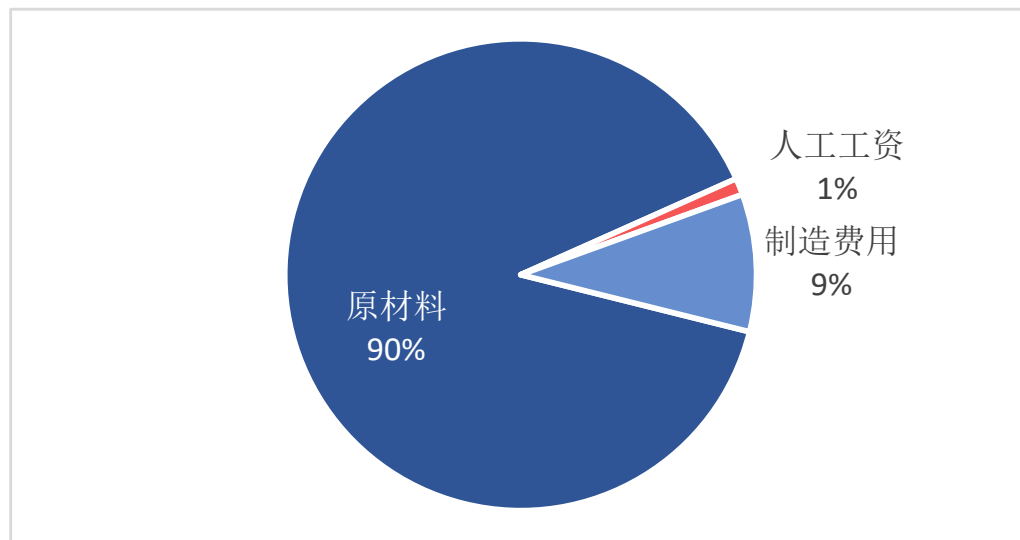


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

正极材料——成本加成定价模式，钴价上涨为正极材料价格提升支撑

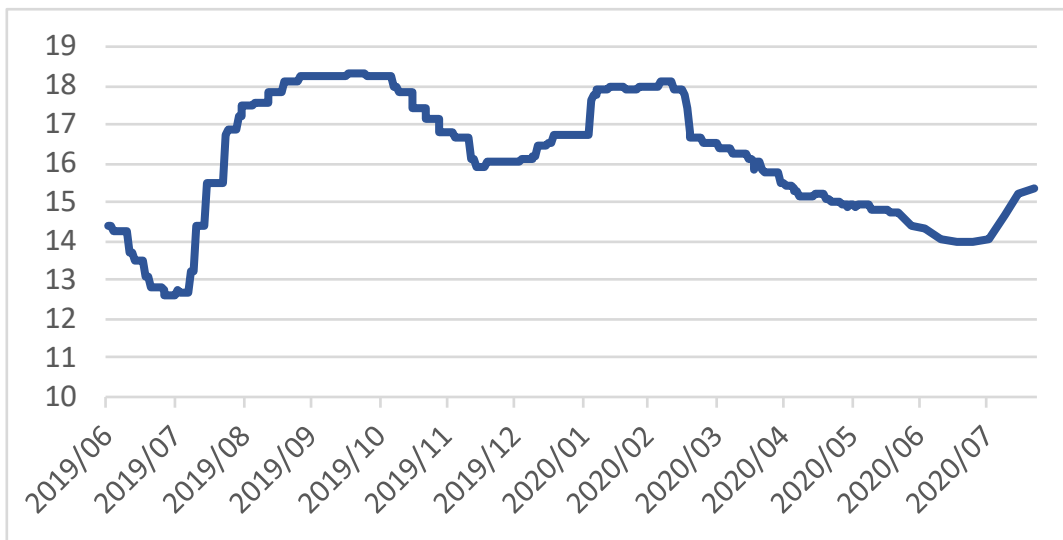
- 原材料成本占正极材料成本的90%左右。原材料主要包括生产正极材料前驱体的硫酸钴、硫酸镍、硫酸锰和生产正极材料的碳酸锂/氢氧化锂等。
- 正极材料采用成本加成定价模式，以钴金属价格为基准经公式计算而来。产品价格受金属钴以及钴盐价格波动影响。2019年钴价下行、叠加补贴退坡降本压力向上游传导，正极材料价格下滑。
- 受供给及运输影响，近期金属钴及钴盐价格持续攀升，支撑正极材料价格。受钴金属主要产地刚果（金）疫情扩散担忧、南非港运输受限、及国内钴收储等事件及情绪影响，钴金属价格及原料系数自6月以来持续上升，并进一步向下游传导，Q3以来三元材料价格已有3-5%涨幅。

公司2019年正极材料成本拆分



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

钴99.80%价格变化（美元/磅）

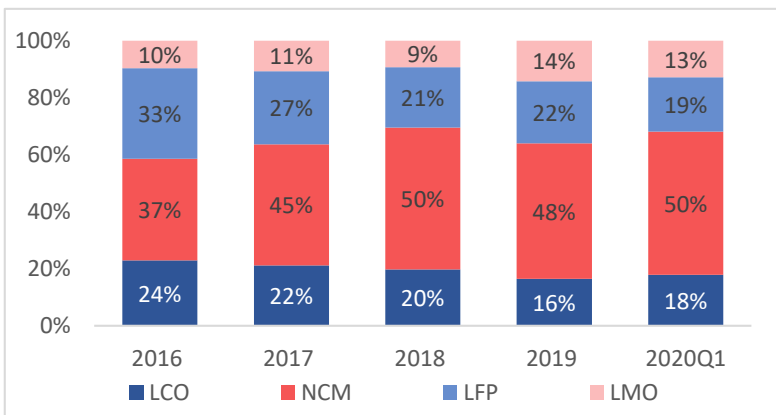


资料来源：百川资讯、信达证券研发中心

正极材料——三元正极材料为出货主流，公司在钴酸锂市场竞争优势明显

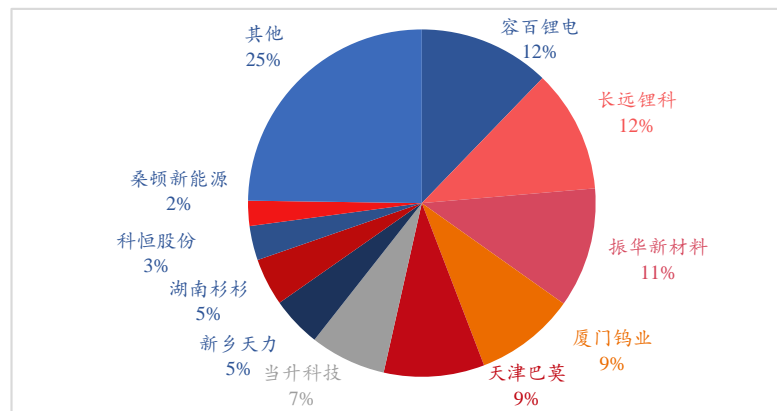
- 近年来三元正极材料仍为国内出货主流，2020Q1出货占比为50%。钴酸锂主要用于3C消费领域、磷酸铁锂主要用于新能源商用车及储能，出货占比均在20%左右
- 未来我们认为正极材料消费结构仍将相对稳定，三元材料仍为市场主流，部分高端车型将应用高镍三元产品，而注重性价比车型转向磷酸铁锂；钴酸锂正极受益3C消费的5G进程，销量有望增长
- 当前三元正极市场格局较为分散，TOP3企业容百科技、长远锂科和振华新材市占率均在10-12%，公司市占率约5%
- 钴酸锂市场相对较为集中，公司在钴酸锂市场竞争实力较强，2019年市占率为18%，排名第二，TOP3企业市占率为65%

历年各类型正极材料出货结构占比



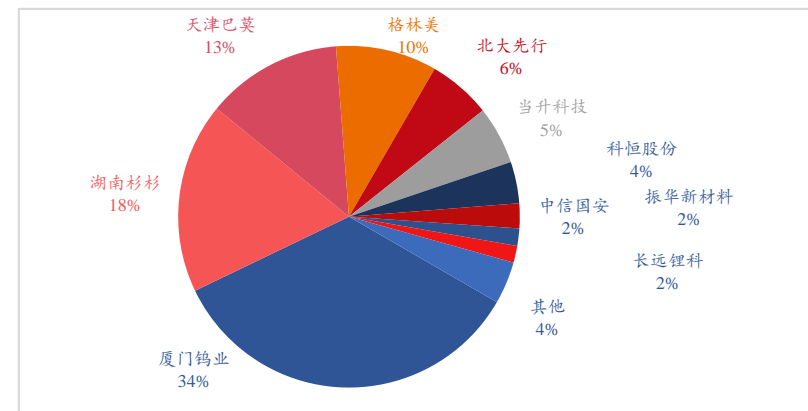
资料来源：高工锂电、信达证券研发中心

2019年三元正极材料市场格局



资料来源：高工锂电、信达证券研发中心

2019年钴酸锂市场格局

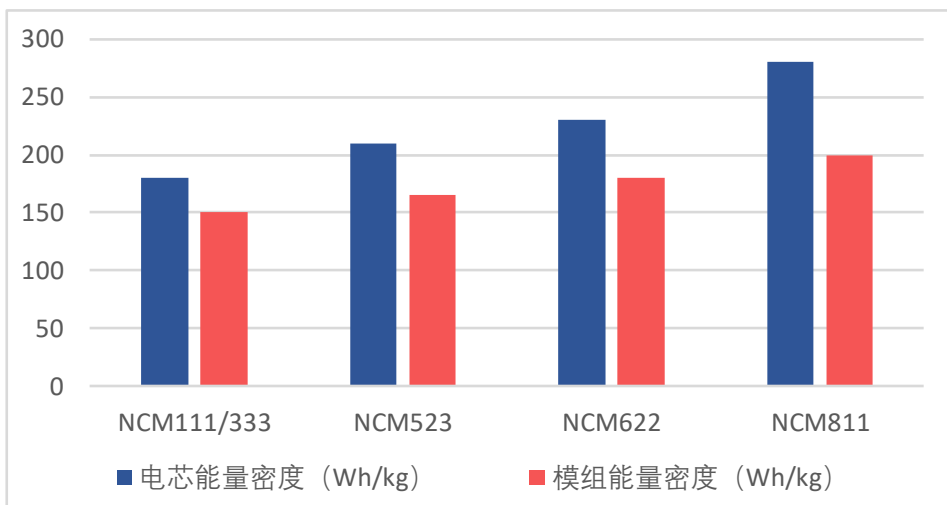


资料来源：高工锂电、信达证券研发中心

正极材料——高镍是未来高端化趋势，公司新产能具备811生产能力

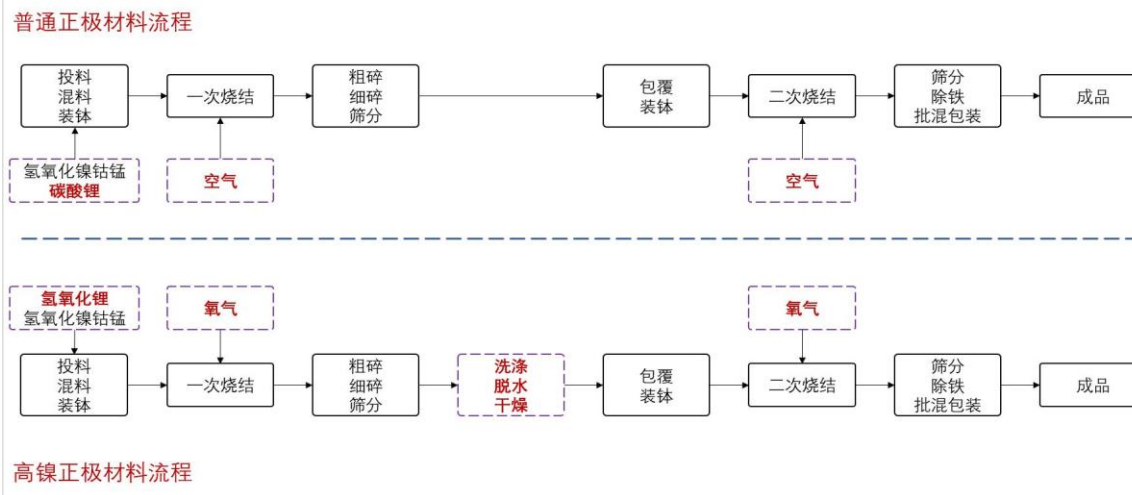
- **NCM811能量密度优势明显。**三元NCM811得益高的比容量水平，其电芯和电池模组能量密度分别可达280和200Wh/kg，相比622分别高约22%和11%，相比523分别可高约33%和21%。
- **高镍三元正极材料对生产环境、原材料、设备、工艺控制要求更高，导致技术壁垒更高。**高镍正极材料需要采用氢氧化锂为原料，成本高、对生产过程环保要求高；高镍材料需要在纯氧气氛中进行烧结，合成难度较大，产量较低；高镍材料表面残碱含量过高，需要在二次烧结前进行水洗和干燥；高镍材料生产环节对湿度控制要求苛刻，生产成本低。

不同类型三元正极材料能量密度对比



资料来源: Wind、信达证券研发中心

普通正极VS三元正极生产流程对比



资料来源: Wind、信达证券研发中心

目录

4 盈利预测及估值

盈利预测及估值

- 暂不考虑公司偏光片业务收购，我们预计公司原有传统业务2020-2022年营业收入为80.1、95.6和110.2亿元，同比增长-8%、19%和15%，归母净利润分别为3.7亿元、4.7亿元、5.8亿元，同比增长37%、27%和24%。
- 我们选择国内锂电材料企业当升科技、恩捷股份、璞泰来作为可比公司，可比公司2020-2021年Wind一致预期下平均市盈率为55.2和39.5x；杉杉股份2020-2021年盈利预测对应市盈率为49.9和39.2x，考虑到公司在锂电材料环节的市场地位，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 同时，我们预计公司拟收购LG偏光片资产2020-2022年净利润分别为10亿、13亿、19亿。若收购成功，2020-2022年分别将增厚公司业绩7亿、9.1亿、13.3亿，我们给予该部分30x估值，则分别将增厚公司市值210亿、273亿、399亿。

杉杉股份及可比公司估值情况

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE(倍)		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
当升科技	300073.SZ	37.83	165.2	-0.48	0.73	1.04	-79.0	51.8	36.5
璞泰来	603659.SH	99.04	431.0	1.50	1.81	2.54	66.0	54.7	39.1
恩捷股份	002812.SZ	78.21	629.9	1.06	1.33	1.82	73.8	59.0	42.9
行业平均							69.9	55.2	39.5
杉杉股份	600884.SH	11.29	183.8	0.17	0.23	0.29	68.1	49.9	39.2

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 收盘价采用2020.08.28收盘价

盈利预测及估值

利润表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8680	8012	9558	11016
%同比增速	-2%	-8%	19%	15%
营业成本	6839	6226	7459	8580
毛利	1840	1786	2100	2436
%营业收入	21%	22%	22%	22%
税金及附加	46	42	50	58
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	493	473	554	617
%营业收入	6%	6%	6%	6%
管理费用	489	473	545	617
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	412	347	411	474
%营业收入	5%	4%	4%	4%
财务费用	272	225	239	277
%营业收入	3%	3%	2%	3%
资产减值损失	-87	-47	-47	-47
信用减值损失	-82	-67	-72	-75
其他收益	195	180	215	248
投资收益	217	200	239	275
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
资产处置收益	1	28	24	23
营业利润	373	521	660	817
%营业收入	4%	7%	7%	7%
营业外收支	-19	-11	-11	-11
利润总额	353	510	648	806
%营业收入	4%	6%	7%	7%
所得税费用	-22	77	97	121
净利润	375	434	551	685
%营业收入	4%	5%	6%	6%
归属于母公司的净利润	270	369	468	583
%同比增速	-76%	37%	27%	24%
少数股东损益	105	65	83	103
EPS (元/股)	0.17	0.23	0.29	0.36

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	0.17	0.23	0.29	0.36
BVPS	7.26	7.80	8.09	8.44
PE	81.52	49.87	39.24	31.55
PEG	—	1.36	1.45	1.30
PB	1.86	1.45	1.40	1.34
EV/EBITDA	22.15	32.50	30.33	26.90
ROE	2%	3%	4%	4%
ROIC	2%	2%	2%	2%

资产负债表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2307	2076	1661	1495
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	3016	2685	3209	3739
存货	1289	1364	1430	1410
预付账款	404	370	418	499
其他流动资产	2829	2996	3125	3249
流动资产合计	9845	9491	9843	10392
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	2658	2658	2658	2658
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	4782	5502	6268	7179
无形资产	747	933	1141	1338
商誉	129	129	129	129
递延所得税资产	147	147	147	147
其他非流动资产	6707	6983	7315	7610
资产总计	25016	25843	27502	29454
短期借款	3547	3376	3822	4687
应付票据及应付账款	2626	2484	3008	3393
预收账款	59	86	98	102
应付职工薪酬	83	75	89	104
应交税费	174	209	264	271
其他流动负债	2089	2238	2294	2285
流动负债合计	8579	8468	9575	10842
长期借款	1603	1603	1603	1603
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	577	577	577	577
其他非流动负债	636	636	636	636
负债合计	11395	11284	12391	13658
归属于母公司的所有者权益	11823	12696	13165	13747
少数股东权益	1798	1863	1946	2048
股东权益	13620	14559	15110	15796
负债及股东权益	25016	25843	27502	29454

现金流量表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	886	914	704	634
投资	745	0	0	0
资本性支出	-1891	-1399	-1528	-1635
其他	114	189	238	278
投资活动现金流净额	-1033	-1210	-1290	-1357
债权融资	0	0	0	0
股权融资	2	505	0	0
银行贷款增加(减少)	8009	-171	447	865
筹资成本	-570	-269	-276	-309
其他	-7362	0	0	0
筹资活动现金流净额	79	65	171	556
现金净流量	-66	-231	-415	-166

风险因素

- 新冠疫情等导致全球新能源汽车产销不及预期
- 产品价格波动导致公司盈利不及预期
- 原材料价格波动风险
- 技术路线变化风险
- 重大资产购买不及预期

研究团队简介、机构销售联系人

- **武浩**，研究助理，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。
- **陈磊**，研究助理，吉林大学硕士，2018年7月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起6个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。