

2022年03月24日

锂电材料先行者，聚焦负极+偏光片重启航
买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	8,216	21,844	24,524	30,280
同比 (%)	-5%	166%	12%	23%
归母净利润 (百万元)	138	3,027	3,270	4,273
同比 (%)	-49%	2094%	8%	31%
每股收益 (元/股)	0.06	1.41	1.53	1.99
P/E (倍)	462.83	19.66	18.20	13.93

投资要点

- **国内锂电材料先行者，近年聚焦负极+偏光片重新启航，重回高增长。**公司成立于1992年，以服装业务起家，1996年于A股上市，1999年进入锂电池材料行业，先后涉足负极、正极、电解液等多类业务，后又开展新能源、投融资等多元化经营。受多元化业务的拖累，公司2018-2020年营收陷入停滞，净利润大幅下滑。2020年以来，公司逐步剥离非核心业务，同时收购LG化学的LCD偏光片业务，专注锂电负极+偏光片两大增长极，业绩显著改善。根据公司业绩预告，2021年归母净利润中值为32.45亿元，同比大增2252%。2022年1-2月公司营收32.14亿元，同增44%；归母净利润5.66亿元，同增313%，业绩增长亮眼。
- **负极：市占率排名行业前三，产能扩张+一体化降本下利润高增可期。**公司2020-2021年负极产量市占率为16%/15%，位居行业第二，仅次于贝特瑞，是国内负极领先企业。2020H2起负极季度出货保持40%以上同比增速，我们预计2021年出货量9-10万吨，同比增65%；2022年有望达到16-18万吨。公司2021年负极有效产能14万吨，随着包头二期和眉山一期相继建成，我们预计2022-2023年有效产能可升至20/32万吨。限电政策下公司积极布局石墨化产能，2022年石墨化产能预计达9.4万吨，自供比例达65%，有效发挥一体化降本优势。我们预计公司2021年负极单吨净利润可达0.6万元，2022年升至0.6-0.8万元。
- **偏光片：收购LG偏光片业务，跃升为全球偏光片龙头。**公司2021年2月收购LG化学偏光片业务70%股权，并约定2021-2023年分批次收购剩余股份。LG化学2020年全球偏光片产量市占率为25%，排名全球第一，拥有1000余项已申请/注册的偏光片专利，和京东方、LG显示、夏普等全球头部LCD厂商合作紧密。在LG已有产能基础上，公司拟在张家港和绵阳两地建设4条新产线，以提升产能规模，维持领先优势。偏光片业务收购后运转较为良好，2021年全球市占率24%，排名第一；2021H1贡献营收46.53亿元，归母净利润5.14亿元，我们预计21年全年贡献10-11亿元归母净利润，22年有望贡献15-16亿元归母净利润，同比增40%+。
- **其他业务：近年专注主业，陆续实现剥离。**1) 锂电材料方面，公司2021年将正极业务多数股权转让给巴斯夫，2022年出售正极材料子公司全部股权，退出正极市场，且计划剥离电解液业务。2) 新能源方面，公司已完成储能业务运维子公司的股权处置工作，并计划剥离光伏业务；3) 服装及投融资方面，公司2020年转让服装业务子公司杉杉品牌的多数股权，2021年8月出售投融资子公司富银融资的剩余股权。多元业务的剥离有利于公司专注负极+偏光片主业，改善现金流状况。
- **盈利预测与投资评级：**2022年公司正极业务不再并表，业绩增长主要来自负极及偏光片业务，我们预计公司2021-2023年营收为218.44/245.24/302.8亿元，同增166%/12%/23%；归母净利润为30.27/32.70/42.73亿元，同增2094%/10%/30%。对应PE分别为19.7/18.2/13.9倍，给予2022年30倍PE，对应目标价47元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期、原材料价格涨幅超预期、价格下行风险、偏光片产能投产不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.77
一年最低/最高价	12.72/44.30
市净率(倍)	3.27
流通A股市值(百万元)	45945.94

基础数据

每股净资产(元)	9.17
资产负债率(%)	56.64
总股本(百万股)	2142.92
流通A股(百万股)	1654.52

内容目录

1. 公司概况：锂电材料先行者，近年拓展偏光片业务	3
2. 负极业务：产量市占率保持行业前三，产能和一体化持续加码	5
3. 偏光片业务：收购 LG 偏光片资产，贡献稳定盈利	11
4. 正极业务：2021 年转让多数股权，实现退出	14
5. 其他业务：近年重视程度下降，逐步实现剥离	15
5.1. 电解液业务	15
5.2. 光伏及储能业务	15
5.3. 新能源汽车及充电桩运营业务	16
5.4. 服装与投资业务	16
6. 盈利预测与投资评级	16
7. 风险提示	17

图表目录

图表 1：公司营收（亿元）及同比增速变化	3
图表 2：公司归母净利润（亿元）及同比增速变化	3
图表 3：公司历史营收结构	4
图表 4：公司历史销售毛利率、销售净利率和 ROE（%）	4
图表 5：各类负极材料性能对比	5
图表 6：全球负极需求测算	6
图表 7：2020-2021 年负极厂商产量市占率变化	7
图表 8：各主流负极厂商产品性能对比	7
图表 9：部分主流负极厂商产能对比（单位：万吨）	8
图表 10：公司负极季度出货量（吨）	8
图表 11：部分主流负极厂商石墨化产能及自供比例对比（单位：万吨）	9
图表 12：公司负极业务营收（亿元）及同比增速	9
图表 13：公司负极业务毛利润（亿元）及同比增速	9
图表 14：公司负极单吨售价（万元）、净利润（万元）及净利率变化	10
图表 15：公司和璞泰来负极成本构成比较	10
图表 16：国内外负极厂商硅基负极布局	11
图表 17：国内市场偏光片供需情况（单位：亿平）	12
图表 18：全球偏光片厂商产量市占率变化	12
图表 19：2019 年 LG 化学偏光片客户结构	13
图表 20：公司偏光片产能布局一览	13
图表 21：公司偏光片业务营收（亿元）及同比增速	14
图表 22：公司偏光片业务归母净利润（亿元）及同比增速	14

1. 公司概况：锂电材料先行者，近年拓展偏光片业务

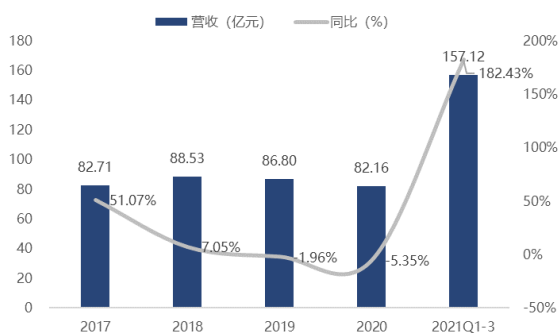
宁波杉杉股份有限公司于1992年成立，1996年在A股上市。目前是国内领先的新能源材料企业及偏光片制造企业。公司于1999年成立子公司上海杉杉，进入锂电池负极市场；2003年成立子公司杉杉能源，进入锂电池正极市场；2005年成立子公司东莞杉杉，进入电解液市场，2008年成为全球综合实力前列的锂电材料综合供应商。2020年起公司经营思路发生转变，对正极、光伏储能、服装等非核心业务采用出售股权的方式实现业务剥离，同时收购现金流较好的LG化学偏光片业务，专注锂电负极+偏光片两大主业。

公司实控人为董事长郑永刚先生，截止2021年12月31日，其通过间接方式合计持有公司9.7%股权。公司控股股东为杉杉集团有限公司及杉杉控股有限公司，分别持有公司34.42%及5.46%的股份。

业绩上，公司此前受多元业务经营、以及电动车行业波动影响，阶段性营收增长缓慢、利润下滑，2021年开始显著改善。2018-2020年公司营收同比增速为7.05%/-1.96%/-5.35%，归母净利润同比增速为24.46%/-75.81%/-48.85%。2021年LG化学偏光片业务并表，且负极业务量利双升，公司营收和归母净利润均录得大幅增长。2021Q1-Q3公司营收为157.12亿元，同比增长182.43%，归母净利润为27.74亿元，同比增899.29%；扣除正极业务转让股权收益等非经常性损益后的净利润为13.3亿元，同比增1837.72%。此外根据公司业绩预告，2021年归母净利润中值为32.45亿元，同比大增2252%。

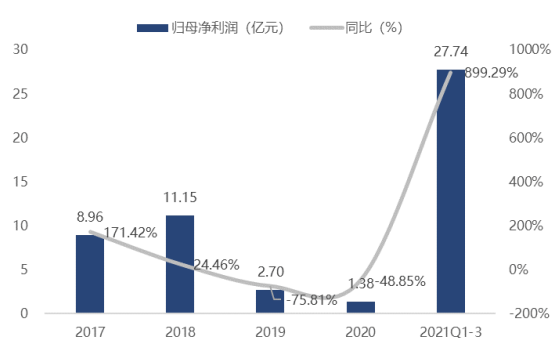
2022年1-2月公司主业延续高增长态势。2022年1-2月公司营收约32.14亿元，同比增长约44%；归母净利润约5.66亿元，同比增长约313%，业绩增长亮眼。我们测算偏光片贡献净利润2.3亿元；负极净利润约1.0亿元；正极投资收益约1.0亿元；电解液净利润约0.4亿元；出售子公司永杉锂业全部股权实现投资收益1亿+元。

图表 1：公司营收（亿元）及同比增速变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2：公司归母净利润（亿元）及同比增速变化

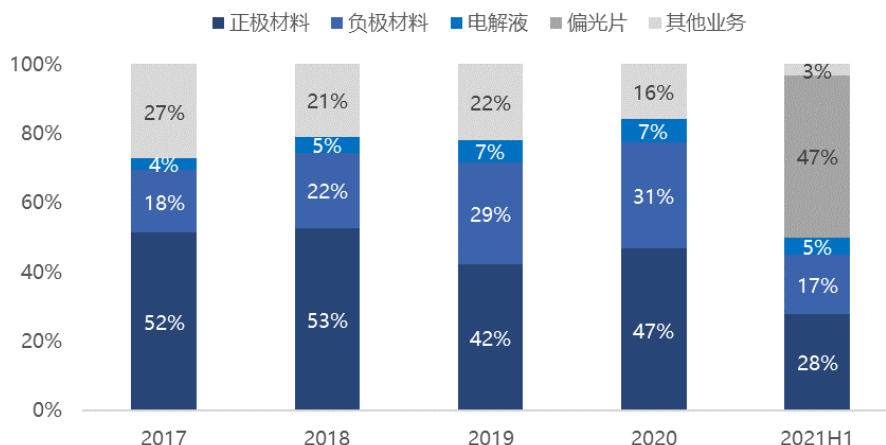


数据来源：Wind，东吴证券研究所

营收结构上，公司负极业务占比逐渐提升，偏光片贡献最大收入。2017-2020年公

司负极业务营收占比从 18% 提升至 31%，占比提升显著，显示负极产能扩张取得成效。2021 年 H1 偏光片业务并表后，其营收占比达 47%，成为公司最大的单一业务。正极虽然仍在营收构成中占据较大比重，但由于公司已出售杉杉能源多数股权，其未来营收将转化为投资收益，不再并表。

图表 3：公司历史营收结构



数据来源：Wind、东吴证券研究所

盈利能力上，公司 2020 年前盈利能力下滑较大，2021 年明显改善。公司 2018-2020 年销售毛利率分别为 22.10%/21.20%/18.42%，销售净利率分别为 14.09%/4.32%/2.50%，锂电材料业务的盈利能力下降严重。由于偏光片业务的利润率总体高于锂电材料，收购偏光片业务后，公司 2021H1 销售毛利率回升至 25.31%，销售净利率回升至 18.84%（扣非后净利率为 8.49%）。公司销售净利率的波动也带动公司 ROE 呈现前低后高的 V 字形走势。

图表 4：公司历史销售毛利率、销售净利率和 ROE (%)



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 负极业务：产量市占率保持行业前三，产能和一体化持续加码

人造石墨为目前主流，硅碳负极是未来发展方向。负极材料可分为碳系负极、钛酸锂和硅基负极三大类。碳系负极得益于性价比较高，综合性能较好，占据目前负极市场主流份额。天然石墨相比，人造石墨虽然比容量略低，但循环寿命优势突出(2000v.s.1000以内)；倍率性能高，体积膨胀小(石墨晶粒较小，石墨化程度稍低，结晶取向度偏小)；高温和低温性能较好，目前已成为主流出货产品。除碳系负极外，硅基负极(硅碳负极)由于比容量更高(>500mAh/g vs 300-500mAh/g)，可帮助电池实现更高的能量密度，被视作未来的负极发展方向。但硅碳负极目前价格较贵，且需解决充放电过程中膨胀开裂问题，应用相对有限。

图表 5：各类负极材料性能对比

系列	类型	比容量 (mAh/g)	首次效率	循环寿命	安全性	快充特性	性价比
碳系 负极	天然石墨	340-370	90%	500-1000	一般	一般	极高
	人造石墨	310-360	93%	部分可超过 2000	一般	一般	极高
	中间相炭微 球	300-340	94%	1000	一般	一般	一般
	石墨烯	400-600	30%	10	一般	差	低
非碳 负极	钛酸锂	165-170	99%	30000	最高	最好	低
	硅基	800	60%	200	差	差	低
	锡基	600	60%	200	差	差	低

数据来源：凯金能源招股书、东吴证券研究所整理

电动化大势所趋，推动负极材料需求高增。目前国内、海外新能源汽车渗透率均快速提升，推动动力电池装机大增；碳中和背景下绿电装机高速增长，推动配套储能设施发展；消费电子受物联网、智能家居拉动，出货有望保持稳健增速，为全球负极材料需求创造广阔市场。我们预计 2022 年全球负极材料需求为 62.1 万吨，同比增 54%，其中国内需求 38.3 万吨（考虑损耗），海外需求 29.9 万吨。远期来看，我们预计 2025 年全球负极需求可达 161.3 万吨，2022-2025 三年复合增速达 37.5%。

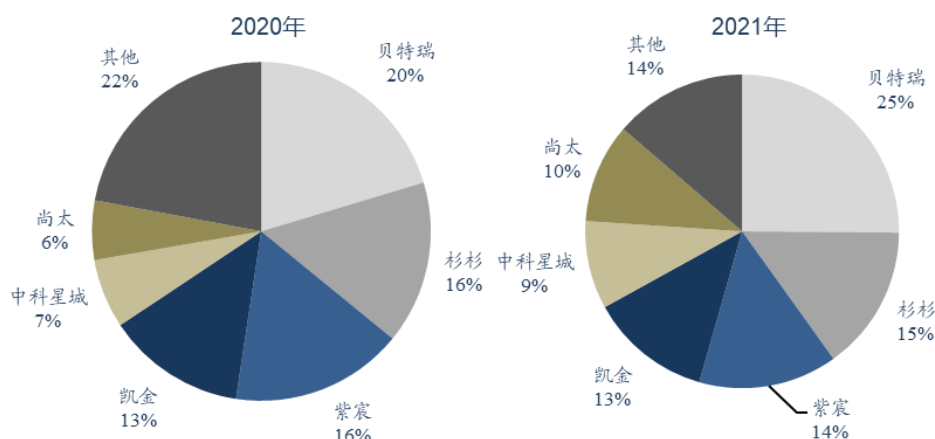
图表 6：全球负极需求测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
1.国内锂电池需求 (分电池类型)							
国内动力-三元电池 (gwh)	41.5	41.4	74.6	101.2	148.9	198.5	268.6
国内动力-铁锂电池 (gwh)	21.0	23.3	72.2	139.5	173.3	226.7	301.7
国内消费-三元电池 (gwh)	16.5	24.4	32.1	38.6	44.4	51.0	58.5
国内消费-三元电池比例	35%	40%	42%	44%	46%	48%	50%
国内消费-钴酸锂电池 (gwh)	28.2	33.0	36.7	36.9	36.7	36.1	35.1
国内消费-锰酸锂 (gwh)	2.4	3.7	7.6	12.3	15.5	19.1	23.4
国内消费-锰酸锂电池比例	5%	6%	10%	14%	16%	18%	20%
国内储能-铁锂电池 (gwh)	5.0	13.0	26.0	39.0	58.5	81.9	114.7
2.海外锂电池需求 (分电池类型)							
海外动力-三元电池 (gwh)	46.3	69.1	117.7	185.4	252.7	364.2	531.6
海外动力-铁锂 (gwh)	0.0	0.0	8.9	25.3	93.5	171.4	273.9
海外动力-铁锂电池比例	0%	0%	7%	12%	27%	32%	34%
海外消费-三元电池 (gwh)	12.3	16.5	20.0	23.2	26.8	30.9	35.6
海外消费-三元电池比例	30%	35%	37%	39%	41%	43%	45%
海外消费-钴酸锂电池 (gwh)	28.7	30.6	34.1	36.3	38.6	41.0	43.5
海外储能-铁锂 (gwh)	1.8	3.0	13.5	48.6	85.1	131.2	168.6
海外储能-铁锂电池比例	15%	20%	50%	60%	70%	72%	74%
海外储能-三元电池 (gwh)	10.2	12.0	13.5	32.4	36.5	51.0	59.2
不同电池对应负极需求比例							
1gwh电池对应人造石墨需求 (万吨)	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
1gwh电池对应天然石墨需求 (万吨)	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
1gwh电池对应硅碳负极需求 (万吨)	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.07	0.07
天然石墨容量 (mah/g)	347	350	354	357	361	361	361
人造石墨容量 (mah/g)	343	347	350	354	354	354	354
硅碳容量 (mah/g)	425	425	427	429	431	433	435
国内负极材料需求测算 (分类型)							
国内人造石墨需求 (万吨)	8.4	10.1	17.9	24.1	29.0	35.9	45.2
国内天然需求 (万吨)	2.0	2.0	2.5	2.6	2.6	3.2	4.0
国内硅碳负极需求 (万吨)	0.3	0.6	2.0	5.5	9.4	13.3	18.9
国内负极需求合计 (万吨)	10.7	12.7	22.4	32.2	41.0	52.4	68.1
国内负极需求合计 (万吨, 考虑损耗)	12.7	15.2	26.7	38.3	48.8	62.4	81.0
海外负极材料需求测算 (分类型)							
海外人造石墨需求 (万吨)	4.2	5.4	8.2	14.9	23.1	35.3	50.7
海外天然石墨需求 (万吨)	2.9	3.1	3.6	5.1	6.2	8.4	10.2
海外硅碳负极需求 (万吨)	1.8	3.0	6.0	9.8	15.6	22.7	32.3
海外负极需求合计 (万吨)	8.9	11.5	17.8	29.9	44.9	66.4	93.3
7.全球负极材料需求测算 (分类型)							
全球人造石墨需求 (万吨)	12.6	15.5	26.1	39.0	52.1	71.1	95.9
全球天然石墨需求 (万吨)	4.9	5.1	6.1	7.7	8.8	11.6	14.2
全球硅碳负极需求 (万吨)	2.0	3.6	8.0	15.4	25.1	36.1	51.2
合计: 全球负极材料需求合计 (万吨)	19.6	24.3	40.2	62.1	85.9	118.8	161.3
-增速	19%	24%	66%	54%	38%	38%	36%

数据来源：高工锂电，东吴证券研究所测算

竞争格局保持稳定，公司保持行业前三地位，且在人造石墨领域排名前二。由于负极产品分层明显，企业可根据自身特色和技术实力定位不同层级客户，近年来负极行业竞争格局基本稳定，呈现“四大三小”态势。“四大”为贝特瑞、杉杉、紫宸（璞泰来子公司）、凯金；“三小”为中科电气、翔丰华、尚太科技。2021年公司负极产量市占率为15%，相较2020年略降1pct，仅次于贝特瑞，维持行业龙二地位。

图表 7：2020-2021 年负极厂商产量市占率变化



数据来源：鑫椽资讯、东吴证券研究所

公司主流产品为人造石墨，定位为中端动力。人造石墨可根据性能和价格分为高端和中低端产品。和高端产品相比，中低端产品的放电容量、放电效率有所欠缺，价格相对较低，但中低端产品只需使用较便宜的石油焦，故原料成本较便宜，毛利率和高端负极差距不大。

图表 8：各主流负极厂商产品性能对比

指标	单位	江西紫宸			上海杉杉		贝特瑞
		G1	G9	G49	FSN-1	P15	S360-L1
粒径	μm	20.9	20.5	13.2	15.3	15.4	17.39
灰份	%	0.02	0.02	-	0.01	0.01	-
振实密度	g/cm ³	0.88	0.8	1.11	1.1	1.13	≥0.85
比表面积	m ² /g	1.5	1.75	1.85	1.4	1.4	
放电容量	mAh/g	358.5	360.7	-	342.3	352.7	350.7
放电效率	%	93	93.8	-	92.9	93.5	94.6
价格	万/吨	7-8	8-9		约3	6-8	7-8

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产能扩张较激进，22 年底有效产能达 20 万吨。公司截止 2021 年底设有宁波（4 万吨）、包头（4 万吨）、宁德（5 万吨）、湖州（4 万吨）四大负极生产基地，2021 年负极合计产能 17 万吨，有效产能 14 万吨，行业中仅次于贝特瑞，排名第二。在已有产能基础上，公司已启动包头二期（6 万吨）和四川眉山（20 万吨）负极项目建设工作，其中包头二期项目部分产线已开始试产，我们预计 2022Q1 建设完成；眉山基地共分两期建设，我们预计一期、二期分别于 2023Q1 和 2024Q1 达产。2022 年负极有效产能我们预计达 20 万吨，2023 年升至 32 万吨。

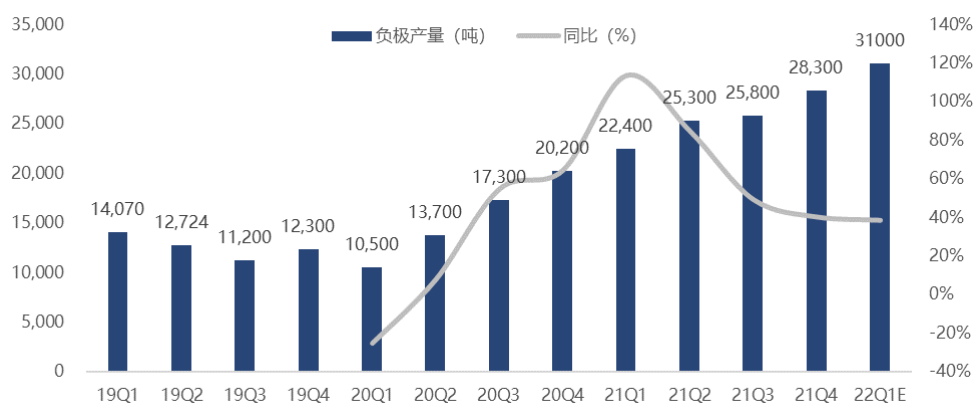
图表 9：部分主流负极厂商产能对比（单位：万吨）

企业名称	技术路线	基地	2019年底	2020年底	2021年底	2022年底	2020年有效产能	2021有效产能	2022有效产能	2023有效产能
璞泰来	人造石墨	江西	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
		溧阳	4.0	6.0	7.0	7.0	5.0	6.0	7.0	7.0
		内蒙			5.0	5.0	0.0	1.0	5.0	5.0
		宜宾 (20w)				10.0			0.0	10.0
		合计	7.0	9.0	15.0	25.0	8.0	10.0	15.0	25.0
杉杉股份	人造石墨	宁波	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
		包头一期	2.0	4.0	4.0	4.0	2.0	4.0	4.0	4.0
		包头二期 (6w)				6.0			4.0	6.0
		宁德			5.0	5.0		2.0	4.0	4.0
		湖州	2.0	4.0	4.0	4.0	2.0	4.0	4.0	4.0
		四川眉山 (20w)								10.0
		合计	8.0	12.0	17.0	23.0	8.0	14.0	20.0	32.0
贝特瑞	人造石墨	天津	1.0	1.0	1.0	5.0	1.0	1.0	3.0	3.0
		四川 (10w)				5.0			5.0	10.0
		山东 (8w)				4.0			4.0	8.0
		宁夏 (10w)				2.0			1.0	10.0
		常州	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
	天然石墨	惠州	2.0	2.0	6.0	6.0	0.0	6.0	6.0	6.0
		深圳	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
		常州	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	硅碳负极	惠州		2.0	2.0	2.0	0.0	1.0	2.0	2.0
		深圳	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	合计	9.3	13.3	17.3	32.3	9.0	16.0	29.0	47.0	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2020Q3 起负极出货量增长较快，2022 年出货量有望达 16-18 万吨。公司 2019-2020Q2 负极的季度出货量在 1 万吨-1.5 万吨之间波动，增长乏力。2020Q3 起，公司由于产能放量，出货量从 2020Q3 的 1.7 万吨增长至 2021Q4 的 2.8 万吨，2020H2 以来季度同比增速保持在 40%以上，增长显著。我们预计 2021 年负极出货量 9-10 万吨，同比增长 65%；2022 年 1 月公司负极季度出货量为 1.1 万吨，2-3 月单月排产 1 万吨+，2022Q1 我们预计出货 3.1 万吨+。全年来看，受益于包头二期基地 2022Q1 投产，2022Q2 爬坡完成，我们预计 2022 年公司出货量可达 16-18 万吨。

图表 10：公司负极季度出货量（吨）



数据来源：鑫椏资讯，东吴证券研究所整理

石墨化自供比例提升，助益公司降本。石墨化是人造石墨生产的关键环节，在负极生产成本中占比为 30-60%。由于能耗较大，负极厂商过去一般将石墨化工序委托给碳素厂进行（即外协）。但外协需支付一定加工费，近年来石墨化受限电政策影响，行业供不应求涨价趋势显现。2022 年 1 月高端石墨化加工费已达到 2.6 万元/吨，相对于底

部时期的 1.7 万元/吨，石墨化的涨价幅度约 1 万元/吨，涨幅 53%。负极厂商出于降成本和保障出货的考量，近年来开始自行建设石墨化基地，实现负极生产一体化。公司 2021 年底已有湖南郴州基地 4.2 万吨石墨化产能，此外包头二期项目配套石墨化产能 5.2 万吨，四川眉山一期项目配套石墨化产能 10 万吨拟分别于 2022Q1 和 2023Q1 投产。我们测算公司 2022 年石墨化产能达 9.4 万吨，自供比例可达 65%，降本效益进一步体现。

率先采用厢式炉工艺，节能降本效应较强。公司是行业中率先采用厢式炉工艺进行石墨化的企业。根据璞泰来定增回复函，相较传统坩埚炉，厢式炉的有效容积为前者 2 倍，而总耗电量仅增加 10%，单位产品耗电量可降低 40%-50%左右。公司在湖南郴州、内蒙包头的石墨化项目均采用厢式炉工艺，有利于公司发挥规模优势，提高一体化带来的降本效果。

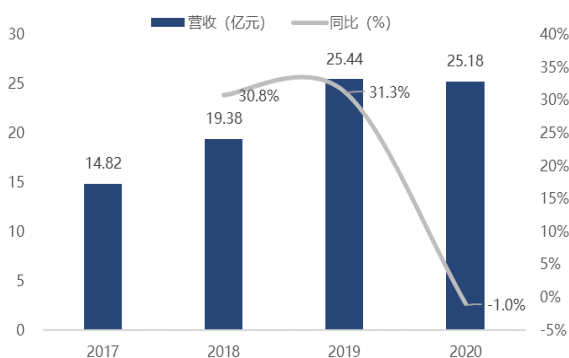
图表 11：部分主流负极厂商石墨化产能及自供比例对比（单位：万吨）

公司	石墨化投产进度	2021年年底石墨化产能	2022年年底石墨化产能E	2022年负极出货E	2022年自供比例E
璞泰来	2021年年底山东兴丰1.5万吨+内蒙兴丰5万吨，内蒙兴丰二期5万吨我们预计2022年年初投产	6.5	11.5	16.0	70%
中科电气	2021年底贵州自有2万吨+四川参股1.5万吨，公司新增贵州4.5万吨产能2022年建成，参股1.5万吨	3.5	8.0	12.0	65%
杉杉股份	2021年石墨化产能4.2万吨，内蒙二期5.2万吨石墨化产能我们预计2022年Q1投产	4.2	9.4	18.0	65%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

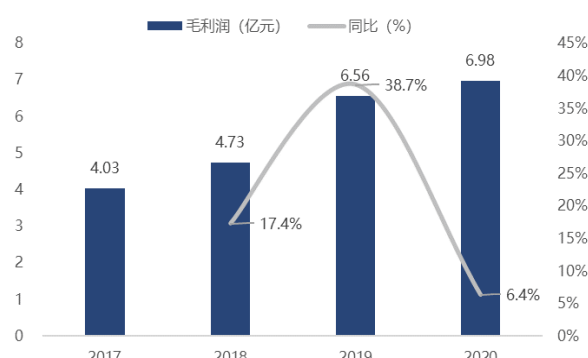
2018-2020 年营收利润增长缓慢，2021 年有望迎来拐点。公司 2018-2020 年负极业务营收同比增速分别为 30.8%/31.3%/-1.0%，毛利润同比增速为 17.4%/38.7%/6.4%，营收同比下滑，毛利润增长缓慢。但鉴于公司 2020H2 起产能逐步放量，负极出货保持较高增速，我们认为公司 2021 全年及 2022 年的负极营收和利润将有显著增长，迎来业绩拐点。

图表 12：公司负极业务营收（亿元）及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

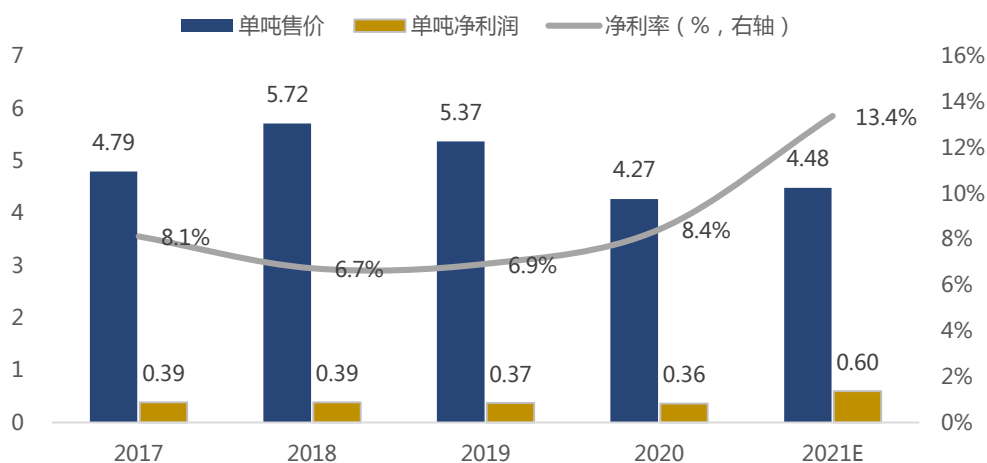
图表 13：公司负极业务毛利润（亿元）及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020 年以来单吨盈利能力显著提高，2021 年我们预测达 0.6 万元/吨。2021 年以前公司单吨净利润在 0.35-0.4 万元间浮动，从绝对数字上看并无显著增长。2021 年石墨化紧张带动负极涨价，叠加公司降本效应进一步释放，我们预测 2021 年公司负极单吨净利润可达 0.6 万元，实现大幅增长。2022 年石墨化供需继续偏紧，公司石墨化自供比例提升，我们认为单吨净利润可升至 0.6-0.8 万元，仍有上涨空间。

图表 14: 公司负极单吨售价 (万元)、净利润 (万元) 及净利率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 15: 公司和璞泰来负极成本构成比较

杉杉股份 2018 年负极成本构成					杉杉股份 2019 年负极成本构成					杉杉股份 2020 年负极成本构成				
成本(百万元)	占比	单吨成本(万元)	同比变化		成本(百万元)	占比	单吨成本(万元)	同比变化		成本(百万元)	占比	单吨成本(万元)	同比变化	
直接材料	730	50%	2.15	48%	直接材料	811	43%	1.61	-25%	直接材料	698	37%	1.13	-30%
加工费	-	-	-	-	加工费	-	-	-	-	加工费	-	-	-	-
直接人工	47	3%	0.14	-9%	直接人工	73	4%	0.15	5%	直接人工	121	6%	0.20	34%
制造费用	687	47%	2.02	7%	制造费用	1,003	53%	1.99	-1%	制造费用	1,001	53%	1.62	-19%
总计	1,465	100%	4.31	24%	总计	1,888	100%	3.75	-13%	总计	1,820	96%	2.95	-21%

璞泰来 2018 年负极成本构成					璞泰来 2019 年负极成本构成					璞泰来 2020 年负极成本构成				
成本(百万元)	占比	单吨成本(万元)	同比变化		成本(百万元)	占比	单吨成本(万元)	同比变化		成本(百万元)	占比	单吨成本(万元)	同比变化	
直接材料	536	41%	1.83	53%	直接材料	948	42%	2.07	13%	直接材料	989	44%	1.51	-27%
加工费	671	51%	2.29	2%	加工费	1,107	50%	2.42	6%	加工费	1,280	57%	1.96	-19%
直接人工	25	2%	0.09	15%	直接人工	36	2%	0.08	-8%	直接人工	45	2%	0.07	-12%
制造费用	78	6%	0.27	4%	制造费用	141	6%	0.31	16%	制造费用	185	8%	0.28	-9%
总计	1,310	100%	4.47	18%	总计	2,233	100%	4.88	9%	总计	2,500	112%	3.82	-22%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

布局硅基负极，打开未来盈利空间。硅基负极作为新一代负极材料，其放电容量显著高于传统石墨负极(>500mAh/g vs 300-500mAh/g)，可帮助电池实现更高的能量密度。目前特斯拉 4680 大圆柱电池已率先采用硅基负极，国内宁德时代、亿纬锂能也在积极推进 4680 电池产线布局，随着 4680 电池渗透率的逐步提升，硅基负极的需求空间将逐渐扩大。公司的硅基负极产品放电容量在 740-900mAh/g 之间，首次库伦效率大于 80%，性能在国内外同类产品较为优越。目前公司已具备配套年产千吨级硅碳负极产线能力，我们预计 2022-2023 年硅碳负极将开始逐步量产。

图表 16: 国内外负极厂商硅基负极布局

硅碳材料企业	国家	产能	主要产品	容量(mAh/g)	首次库伦效率	客户
Nexeon	英国	----	NSP-1	400-450	----	----
OneD Material	英国	年产超过100吨	SiNANOde	500-1600	----	SDI
韩国GS	韩国	----	GSEMC-450	450	87.0%	----
			GSEMC-650	650	88.0%	----
日立化成	日本	----	----	>550	----	松下
日本信越	日本	----	C-SiO	1544	80.0%	SDI
Enevate	美国	自产硅碳用于700-800Wh/L能量密度电池, 循环寿命与石墨电池相当	----	----	----	自用、LG
贝特瑞	中国	有硅碳及硅氧负极材料规划产能各3000吨/年	BSO-650	650	>90%	三星、松下
			S1000	1000	>90%	
上海杉杉	中国	可配套年产千吨级硅碳复合负极生产线	Si-C-S-1	907	81.3%	
			Si-C-S-2	749	86.7%	CATL
国轩高科	中国	2018年投产5000吨/年硅碳负极材料项目	----	803.3	89.2%	----
正拓能源	中国	2019年实现2000吨/年产能	ZT-SC-600	600	>80%	----
天津力神	中国	少量投产能力	----	754.8	89.9%	----
湖南星城	中国	少量投产能力	GCM-450	450	90.2%	----
			GCM-600	600	88.7%	----
璞泰来	中国	少量试产能力	----	600	84.0%	----
			----	950	84.0%	----

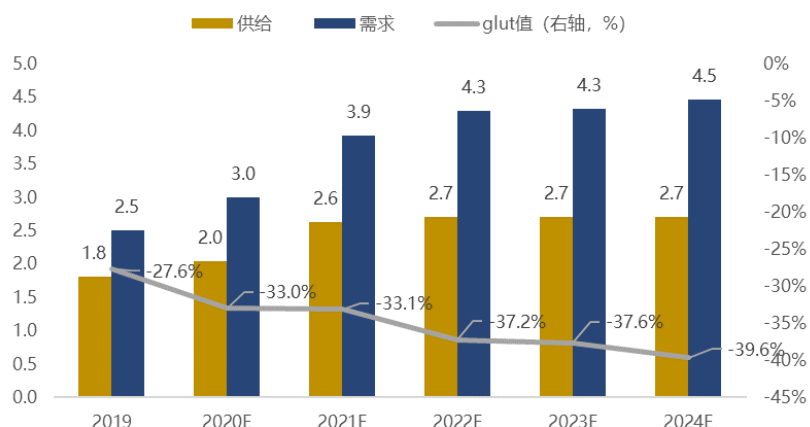
数据来源: 高工锂电, CNCET, 东吴证券研究所整理

3. 偏光片业务: 收购 LG 偏光片资产, 贡献稳定盈利

偏光片是液晶显示器的关键部件之一, 市场规模庞大。偏光片是 LCD 液晶面板的重要组成部分, 主要功能是控制光线的通过与否, 提高液晶面板的透光率和视角范围, 偏光片在液晶面板成本结构中占比 10% 左右, 对液晶面板的显示效果具有重要作用。随着液晶电视、智能手机、电脑等终端市场, 以及穿戴式产品、智能家居等新型性消费电子产品的发展, 偏光片的出货面积和市场规模稳步提升。根据 AVC 的相关数据, 2019 年全球偏光片出货面积达 5.4 亿平方米, 市场销售规模达 97 亿美元。2020 年, 公司收购全球偏光片龙头 LG 化学的偏光片业务, 并于 2021 年完成主要资产的交割, 切入该市场。

国内液晶面板行业发展迅速, 偏光片供不应求。近年来, 随着京东方等面板企业崛起, 国内面板产能逐年提高。根据公司公告, 2019 年国内已有 36 条投产及规划在建的 LCD 产线, 根据产能测算的偏光片年需求量约为 4.26 亿平方米。由于国内偏光片厂商产能有限, 外资在国内市场建厂放量较慢, 国内偏光片行业呈现显著的供不应求态势。根据 Omida 的预测, 国内 2021 年偏光片产能仅为 2.6 亿平方米, 而同期偏光片需求则为 3.9 亿平方米, 供需缺口超 30%。随着国内 LCD 面板产线陆续投产, 我们预计未来国内偏光片市场需求缺口将持续加剧。

图表 17: 国内市场偏光片供需情况 (单位: 亿平)



数据来源: Omda, 东吴证券研究所 (注: glut 值 = (供给-需求) / 需求)

公司通过收购 LG 偏光片业务, 成为全球偏光片龙头。由于偏光片对液晶面板显示效果影响大, 其质量要求较高, 技术属性较强, 使得行业具备较高的进入壁垒。根据 AVC 数据, 2019 年全球偏光片市场 CR5 为 86%, 主要份额掌握在 LG 化学、住友化学、日东电工、三星 SDI 等日韩厂商手中。根据公司公告, LG 化学 2019 年全球产量市占率为 23%, 2020 年产量市占率为 25%, 自 2013 年以来持续位列榜首。公司在收购 LG 化学全部偏光片业务后, 继承 LG 的原有产能与客户订单, 跃升为全球偏光片龙头企业。2021 年公司偏光片全球产量市占率为 24%, 排名全球第一。

图表 18: 全球偏光片厂商产量市占率变化

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

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

公司收购的 LG 偏光片业务具备显著竞争力, 资产优质。作为全球偏光片龙头, LG 化学在产能、研发、客户等领域优势显著。1) 产能方面, LG 化学截止 2019 年拥有 4 条 2300 毫米偏光片生产线及 1 条 2600 毫米偏光片产线, 超宽幅产线的产能在行业中处于领先地位, 且 LG 化学在国内多个城市设有后端生产设施, 偏光片产线具备显著的一体化优势; 2) 研发方面, LG 化学截止 2019 年已在中、日、韩、美等国家拥有 1079 项已申请/注册的偏光片专利, 护城河较宽, 竞争对手短时间无法逾越专利壁垒; 3) 客户方

面，LG 化学和京东方、LG Display、夏普等全球头部 LCD 厂商合作紧密，与 LG Display 合作时间长达 20 年，与京东方合作长达 15 年，和大客户形成深入绑定。

图表 19: 2019 年 LG 化学偏光片客户结构

客户	销量占比
LG Display	36.30%
京东方	30.60%
CSOT	9.20%
夏普	7.40%
CEC	5.40%
Innolux	4.40%
Samsung Display	4.30%
HKC	2.40%

数据来源: Omdia, 东吴证券研究所

公司在 LG 偏光片业务基础上加大投入，巩固产能及出货量优势。2021 上半年公司已有 8 条产线，产能达 1.3 亿平方米，在全球位居前列。在 LG 化学已有产能的基础上，公司拟在张家港和绵阳两地建设 4 条新产线，以提升产能规模，扩大市占率。2022 年初产能已提升至 1.5 亿平方米。出货量方面，2021 年公司偏光片出货量为 1.1 亿平方米，我们预计今年可实现 10-15% 的出货增长。

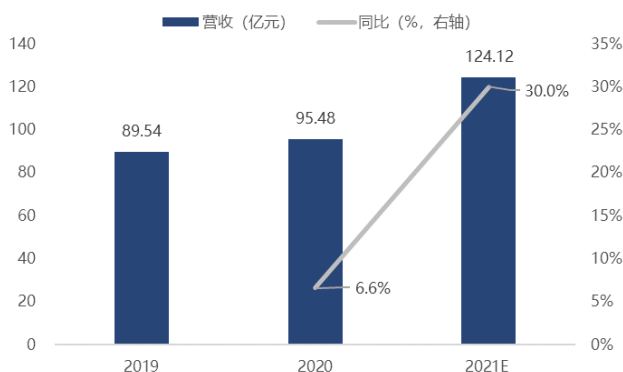
图表 20: 公司偏光片产能布局一览

序号	产线地点	产线名称	产线宽幅 (mm)	产线状态
1	南京	南京 1 号线	2,250	投产
2	南京	南京 2 号线	1,490	投产
3	南京	南京 3 号线	2,250	投产
4	南京	南京 4 号线	1,490	投产
5	广州	广州 1 号线	1,490	投产
6	广州	广州 2 号线	2,600	投产
7	韩国梧仓	梧仓 1 号线	2,250	搬迁中, 拟搬迁至国内
8	韩国梧仓	梧仓 2 号线	2,250	搬迁中, 拟搬迁至国内
9	张家港		1,490	设计阶段
10	张家港		1,490	设计阶段
11	绵阳		1,490	设计阶段
12	绵阳		2,250	设计阶段

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

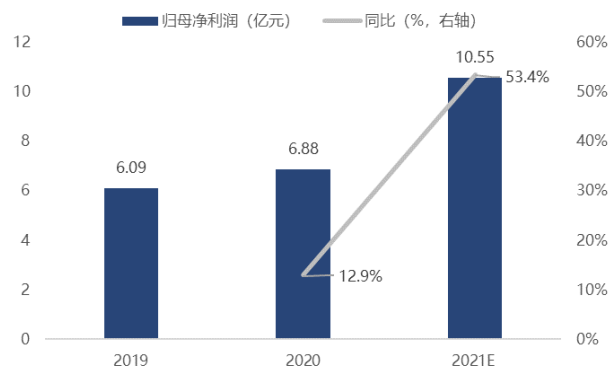
偏光片业务体量较大, 收购后运转良好, 为公司贡献稳定利润增量。根据公司公告, 2019-2020 年 LG 化学偏光片业务营收为 89.54/95.48 亿元, 2020 年同比增 6.6%; 归母净利润为 6.09/6.88 亿元, 2020 年同比增 12.9%。截止 2021 上半年, 公司偏光片业务营收 46.53 亿元, 归母净利润 5.14 亿元。我们测算 2021 全年营收 124 亿元, 同增 30% 左右; 归母净利润 10-11 亿元左右, 同增 53% 左右。2022 年我们预计偏光片营收可达 155 亿元, 归母净利润 16 亿元, 继续为公司贡献稳定业绩增量。

图表 21: 公司偏光片业务营收 (亿元) 及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (2019-2020 年营收为 LG 化学偏光片业务数据)

图表 22: 公司偏光片业务归母净利润 (亿元) 及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (2019-2020 年归母净利润为 LG 化学偏光片业务数据)

4. 正极业务: 2021 年转让多数股权, 实现退出

正极材料可分为磷酸铁锂、三元 (NCM 和 NCA) 和钴酸锂、锰酸锂多种技术路线, 是锂电池必不可少的主材。钴酸锂的比容量不高, 安全性较差, 适合 3C 数码电池等小型电池; 铁锂能量密度低, 但安全性突出; 三元材料性能可调控, 比容量高, 主要用于动力电池。

受益于锂电装机需求, 正极市场将保持高增。根据我们的测算, 2022 年全球正极需求总量为 133.5 万吨, 其中磷酸铁锂需求 57.9 万吨, 三元需求 63.2 万吨, 钴酸锂需求 12.3 万吨。远期来看, 2025 年全球正极材料需求我们预计达 350.7 万吨, 其中磷酸铁锂需求 190.2 万吨, 三元材料需求 148.0 万吨, 钴酸锂需求 12.5 万吨。三元正极方面, 在电池能量密度提高的大趋势下, 高镍三元/NCA 正极的渗透率将逐步提升。我们预计 2022 年三元 811/NCA 正极需求 26.8 万吨, 2025 年需求为 190.2 万吨。

公司正极产品以钴酸锂和三元为主, 钴酸锂销量市占率排名靠前, 三元或提供显著增量。钴酸锂方面, 公司在 3C 消费电子产品领域的市占率长期领先, 截止 2021 上半年, 新一代产品 4.48V 高电压钴酸锂通过国内重点客户中试样品和产线认证, 推进批量测试; 4.5V 高电压钴酸锂已进入全球消费类优质客户的送样评价阶段。公司和国内外优秀的锂电池企业以及终端产品制造商进行技术合作, 持续深化钴酸锂产品的技术领先优势。三元正极材料方面, 公司 2018-2021 年的国内三元正极材料市占率分别为 8.4%/6.6%/8.3%/4.2%, 市占率有所下滑, 跌至第二梯队。但公司近年在高镍三元及 NCA 产品研发上取得较大突破: 高镍单晶三元材料已完成车间试产, 并以较好的高温循环及 DCR 性能, 进入车厂 B 轮送样; 高镍 NCA 应用独创包覆技术, 已批量供应主流客户; 高镍多晶产品获得客户吨级订单, 产品进入车厂 C 样测试, 有望在 2022 年实现批量稳

定供货。

公司出于提升盈利及专注核心业务考量，2021年起剥离正极及原材料业务。2018-2020年公司正极业务毛利率为17.13%/12.84%/12.38%，毛利率相较负极（25%左右）显著较低。因此近年公司出于提高盈利能力和专注核心业务的考量，将正极业务进行剥离。2021年5月公司将杉杉能源19.6%的股权转让给巴斯夫，同时巴斯夫向杉杉能源其他小股东购买31.4%的股权，从而持有杉杉能源51%的多数股权，实现控制权转移。2022年1月公司公告转让子公司永杉锂业100%股权，剥离正极原材料业务。未来公司的正极业务收入将转化为投资收益。

5. 其他业务：近年重视程度下降，逐步实现剥离

5.1. 电解液业务

公司电解液经营主体为东莞杉杉，扩张缓慢。公司2005年成立子公司东莞杉杉，进入电解液市场。但近年来公司电解液产能扩张较为缓慢，2019-2021年产量市占率分别为10.1%/8.4%/3.5%，下降显著。公司截至2021年末共有电解液产能4万吨，六氟磷酸锂产能4000吨，相较天赐材料、新宙邦等电解液龙头企业已被拉开显著差距。

受益于六氟涨价，2021H1实现扭亏为盈。2021上半年六氟磷酸锂价格显著上涨，公司由于自备部分六氟产能，电解液营收和利润均大幅提升，营收2.82亿元，同比增长39.62%；净利润4965.5万元，同比增加6321.08万元，实现扭亏为盈。由于六氟磷酸锂价格2021下半年继续高增，我们预计2021全年公司电解液业务营收和利润将实现显著增长。

出于聚焦主业考量，不排除公司后续剥离电解液业务。我们认为公司电解液业务扩张缓慢，公司出于聚焦核心业务的考量，不排除后续逐步出售电解液业务多数股权事宜。

5.2. 光伏及储能业务

公司于2016年起经营光伏及储能业务，营收占比较小，近年拟通过签订框架协议，出售股权等方式逐步实现剥离。

光伏业务：2016年进入，后续有望剥离。2016年公司为增强能源管理服务竞争力，打造光伏+储能的增长模式，收购宁波尤利卡太阳能有限公司，进入光伏组件及光伏电站市场。受光伏“去补贴”进程和上游原料涨价的影响，2018—2020年及2021年前三季度，尤利卡分别实现营收7.05亿元、5.77亿元、6.87亿元和4.29亿元，净利润分别为6784.04万元、1767.5万元、157.58万元和-1293.71万元，营收、净利润显著下滑。我们预计公司后续有望通过转让股权等方式，实现光伏业务剥离。

储能业务：2017年开始经营，2021年实现剥离。公司2017年启动“清洁能源计划”，进入储能市场，在江苏、北京等地工业园区布局储能电站，主做工商业削峰填谷。2017-

2019 年营收均为 300 万元，在总营收中占比仅为 4%；毛利润为 29.16 万元/71.58 万元/-88.17 万元，2019 年转为亏损。2020 年以来公司不再单独披露储能业务情况，并将光伏、储能等划为“非核心业务”，采取停止新增投入、收缩业务规模、精简人员和控制费用等措施。2021 年公司在投资者互动平台上表示，已完成储能业务运维子公司的股权处置工作。

5.3. 新能源汽车及充电桩运营业务

2017 年起开始经营，近年考虑剥离。公司于 2017 年起通过下属子公司云杉智慧经营电动客车及充电桩运营业务，2017-2019 年两项业务合计营收分别为 5.45 亿元/1.13 亿元/1.22 亿元，毛利润分别为 0.39/-30.04/-0.08 亿元。2020 年受疫情影响，充电桩需求大幅下滑，充电桩业务亏损 0.92 亿元，并计提 0.49 亿元的资产减值损失。2021 年 9 月公司称已和意向公司洽谈充电桩业务收购事宜。

5.4. 服装与投资业务

服装业务：公司早年主业，2020 年出售多数股权。公司早年以服装业务起家，发展重心转向锂电材料后，公司将服装业务整合至子公司杉杉品牌，于 2018 年在港交所上市，但公司仍持有杉杉品牌多数股权。2018-2019 年，杉杉品牌营收分别为 7.74/7.79 亿元，占公司营收比重 9%左右，毛利润为 3.50/3.36 亿元。2020 年 2 月，公司宣布转让杉杉品牌 48.1%股权，持股比例降至 19.37%，实现服装业务的剥离。

投资业务：2012 年开始经营，2021 年实现剥离。公司于 2012 年进入融资租赁业务，成立子公司富银融资，于 2017 年在港交所上市。2017-2019 年，投资业务营收分别为 1.00/1.35/1.38 亿元，毛利润分别为 0.77/1.08/1.12 亿元。2021 年 8 月公司在投资者互动平台上表示，已出售富银融资的剩余股权。

6. 盈利预测与投资评级

负极业务：考虑到公司 2021 年起负极出货量实现大幅增长，单吨利润显著提升，我们预测负极业务 2021-2023 年营收为 40/74/100 亿元，归母净利润为 5/9/14 亿元。考虑到公司负极业务处于行业第一梯队，规模优势明显，我们给予负极业务 2022 年 45 倍 PE 估值。

偏光片业务：公司偏光片业务运转良好，营收利润稳健增长，我们预测偏光片业务 2021-2023 年营收为 124/155/186 亿元，归母净利润为 11/16/19 亿元。考虑到公司产能规模大，偏光片产量市占率排名全球第一，相较国内竞争对手具备显著领先优势，应当给予一定估值溢价，我们给予 2022 年偏光片业务 30 倍 PE 估值。

其他业务：公司近年出于专注核心业务考量，陆续剥离正极、服装、投资等业务。我们预计公司除负极、偏光片之外的其他业务将以少数股权形式贡献投资收益，不再并表。我们预测 2021-2023 年归母净利润为 15/8/10 亿元，给予 2022 年 12 倍 PE。

综上所述,我们预计公司 2021-2023 年营收为 218/245/303 亿元,同增 166%/12%/23%;归母净利润为 30/33/43 亿元,同增 2094%/8%/31%。对应 PE 分别为 19.7/18.2/13.9 倍,给予 2022 年 30 倍 PE,对应目标价 47 元,给予“买入”评级。

7. 风险提示

新能源车销量不及预期:若电动车销量受到电池价格波动、供应链短缺、疫情反复等不利因素影响而下滑,公司负极材料需求将受到抑制,冲击公司营收和利润。

原材料价格涨幅超预期:2021 年起针状焦、石油焦等负极原材料价格呈上涨趋势,若涨价幅度超预期,将一定程度上压缩公司盈利。

价格下行风险:近年来国内负极制造商增资扩产力度较大,可能带来行业竞争加剧,供过于求,负极价格下降,对公司业绩产生不利影响。

偏光片产线建设不及预期:偏光片是公司主要业务之一,若公司偏光片项目投产进度滞后于预期,将对业绩产生较大的负面影响。

杉杉股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,709	19,914	21,438	25,823	营业收入	8,216	21,844	24,524	30,280
现金	3,083	3,277	3,679	4,542	减:营业成本	6,703	17,503	18,327	22,686
应收账款	3,377	9,001	9,998	12,212	营业税金及附加	49	153	172	212
存货	1,622	4,374	4,576	5,680	营业费用	302	437	490	606
其他流动资产	2,029	2,287	2,184	2,238	管理费用	78	919	884	1,001
非流动资产	13,832	15,484	16,048	16,617	财务费用	279	497	303	250
固定资产	5,823	7,213	7,527	7,754	加:投资净收益	389	2,700	700	840
无形资产	841	1,609	1,864	2,212	营业利润	309	4,360	4,423	5,563
其他非流动资产	4,417	3,912	3,906	3,900	加:营业外净收支	-46	5	-10	-10
资产总计	24,541	35,398	37,486	42,440	利润总额	263	4,365	4,413	5,553
流动负债	6,850	12,565	12,094	13,704	减:所得税费用	58	1,179	971	1,055
短期借款	2,919	3,762	2,791	2,212	少数股东损益	67	159	172	225
应付账款	1,619	4,227	4,427	5,479	归属母公司净利润	138	3,027	3,270	4,273
其他流动负债	2,312	4,576	4,877	6,013	EBIT	588	4,858	4,726	5,813
非流动负债	3,783	3,853	3,853	3,853	EBITDA	1,162	5,557	5,562	6,744
长期借款	2,673	2,673	2,673	2,673					
其他非流动负债	1,110	1,179	1,179	1,179	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	10,633	16,418	15,947	17,556	每股收益(元)	0.06	1.41	1.53	1.99
少数股东权益	1,499	1,659	1,831	2,056	每股净资产(元)	7.62	8.08	9.20	10.65
归属母公司股东权益	12,408	17,321	19,708	22,828	发行在外股份(百万股)	2142.92	2142.92	2142.92	2142.92
负债和股东权益	24,541	35,398	37,486	42,440	ROIC(%)	3%	14%	14%	16%
					ROE(%)	1%	17%	17%	19%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	18%	20%	25%	25%
经营活动现金流	1,548	900	4,637	6,569	销售净利率(%)	2%	15%	14%	15%
投资活动现金流	-2,259	-3,294	-2,083	-1,428	资产负债率(%)	43%	46%	43%	41%
筹资活动现金流	2,293	1,911	933	-765	收入增长率(%)	-5%	166%	12%	23%
现金净增加额	1,582	-483	3,487	4,376	净利润增长率(%)	-49%	2094%	8%	31%
折旧和摊销	556	601	830	1,130	P/E	462.83	19.66	18.20	13.93
资本开支	2,025	5,000	4,300	4,200	P/B	4.92	3.53	3.10	2.68
营运资本变动	45	-1,402	732	-6	EV/EBITDA	58.65	12.27	12.26	10.11

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

