

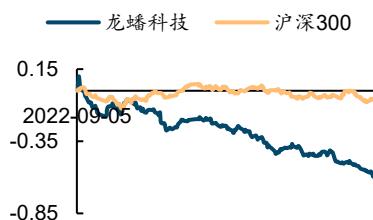
# 海外布局先发优势显著，开启盈利新篇章

**投资评级：增持（首次）**

报告日期：2023-09-13

收盘价（元）	12.76
近 12 个月最高/最低（元）	34.89/12.54
总股本（百万股）	565
流通股本（百万股）	565
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	72.10
流通市值（亿元）	72.10

## 公司价格与沪深 300 走势比较


**分析师：尹沿技**

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

**相关报告**

## 主要观点：

- 向上布局磷酸铁和碳酸锂，降本效应提升单吨净利

公司向上布局磷酸铁和碳酸锂，积极推进建产能建设。公司与新洋丰合资建设磷酸铁产能 5 万吨，规划自建产能 23 万吨，其中山东二期 5 万吨将于 23 年四季度投产，三期 8 万吨将于 24 年上半年投产，届时磷酸铁自供率有望提升至 90% 以上；与宁德时代合资建设碳酸锂产能 7 万吨，一期 4 万吨已于 23 年 8 月点火。公司在碳酸锂的差异化布局既可提高碳酸锂自供率，还可降低存货减值风险，单吨净利有望进一步提升。

- 先发布局海外产能，充分受益于海外磷酸铁锂渗透率提升

公司是国内首家赴海外建厂生产磷酸铁锂的企业，凭借先发优势抢占海外市场。印尼锂源磷酸铁锂项目总规划建设 12 万吨磷酸铁锂产能，其中一期 3 万吨产能已于 23 年一季度开工，预计年底实现投产。随着印尼产能陆续释放，公司海外营收占比将逐年提升，同时凭借海外较高的毛利率拉动修复公司整体毛利率水平。

- 产品矩阵持续丰富，铁锂 1 号有望成为拳头产品

公司持续拓宽产品矩阵，“铁锂 1 号”低温和快充性能优异，“再生 1 号”原料利用率高且加工成本低，“续航 1 号”循环性能优异，“锰锂 1 号”能够大幅度地提升电池能量密度。铁锂 1 号为公司拳头产品，可与传统磷酸铁锂、三元材料进行掺混用于提升电池快充性能，电池快充需求提升有望推动铁锂 1 号进一步放量，带动公司盈利能力提升。

- 投资建议

我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 130.95/216.11/323.20 亿元，归母净利润分别为 -1.23/10.08/16.46 亿元，24-25 年对应 PE 分别为 7/4 倍。考虑到公司海外磷酸铁锂产能放量在即，叠加磷酸铁自供率进一步提升，公司盈利能力稳中向好。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

- 风险提示

下游需求不及预期；公司产能释放速度不及预期；原材料价格波动风险。

- 重要财务指标

**单位:百万元**

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14072	13095	21611	32320
收入同比（%）	247.1%	-6.9%	65.0%	49.6%
归属母公司净利润	753	-123	1008	1646
净利润同比（%）	114.6%	-116.3%	920.2%	63.3%
毛利率（%）	17.6%	10.2%	18.7%	17.7%
ROE（%）	15.9%	-2.7%	17.9%	22.6%
每股收益（元）	1.42	-0.22	1.78	2.91
P/E	16.30	—	7.25	4.44
P/B	2.77	1.58	1.30	1.01
EV/EBITDA	10.16	24.57	5.72	4.61

资料来源：iFinD，华安证券研究所

## 正文目录

1 切入磷酸铁锂赛道，拳头产品持续发力 .....	4
2 磷酸铁锂业务持续扩张，海外需求迎来高增长 .....	8
2.1 动力和储能电池发展迅速，磷酸铁锂需求持续高增 .....	8
2.2 向上布局磷酸铁和碳酸锂，降本效应提升单吨净利 .....	11
2.3 先发布局海外产能，受益于海外磷酸铁锂渗透率提升 .....	13
2.4 产品矩阵持续丰富，铁锂1号有望成为拳头产品 .....	14
3 车用精细化化学品稳中向好，多元化助力碳中和 .....	16
3.1 润滑油、发动机冷却液：精细化竞争+新能源保障市场份额 .....	16
3.2 车用尿素：配套国六排放，稳固龙头地位 .....	18
4 公司盈利预测 .....	20
4.1 营收分析 .....	20
4.2 相对估值和投资建议 .....	21
风险提示： .....	22
财务报表与盈利预测 .....	23

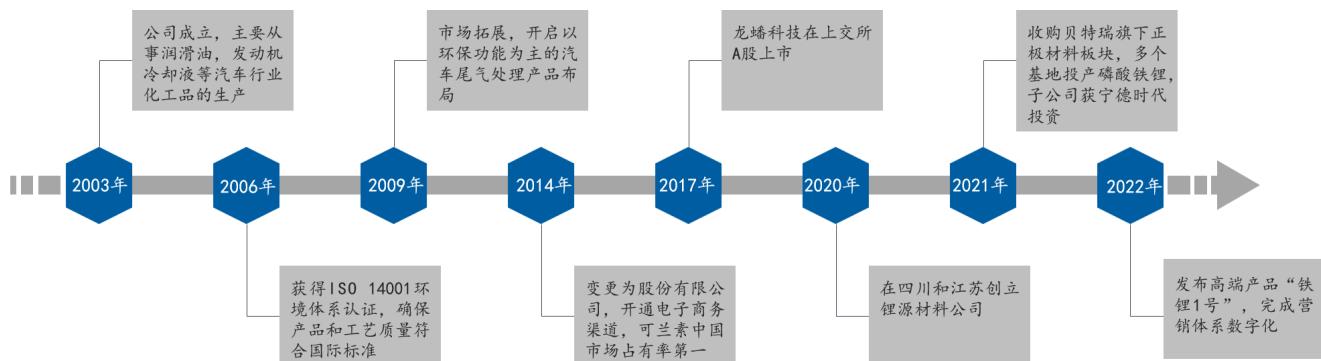
# 图表目录

图表 1 公司发展历程	4
图表 2 公司主要产品	4
图表 3 公司营业总收入及同比增长	5
图表 4 公司归母净利润及同比增长	5
图表 5 磷酸铁锂为公司第一大主营业务	6
图表 6 公司持续加大研发投入	6
图表 7 专利数量稳定增加	6
图表 8 各家公司期间费用率对比	7
图表 9 龙蟠科技研发费用增长较快	7
图表 10 公司股权架构图（2023年9月12日）	7
图表 11 磷酸铁锂上下游产业链	8
图表 12 我国新能源汽车销量近三年复合增速达 71.43%	9
图表 13 纯电动新能源汽车占比 72.58%	9
图表 14 储能电池的出货量	9
图表 15 储能电池的类型	9
图表 16 磷酸铁锂需求测算（万吨）	9
图表 17 磷酸铁锂占比不断提升	11
图表 18 优劣对比	11
图表 19 行业竞争格局	11
图表 20 主要厂商产量对比（万吨）	11
图表 21 常州锂源产能情况	12
图表 22 碳酸锂价格呈现较大波动	13
图表 23 全球动力电池出货量（GWh）	13
图表 24 公司国外主流厂商技术认证	14
图表 25 公司海外布局示意图	14
图表 26 锂源“1号家族”特色产品	15
图表 27 公司车用精细化学品产品体系	16
图表 28 车用润滑油产品具体情况	17
图表 29 可兰素发动机冷却液产品	17
图表 30 龙蟠 1 号润滑油	18
图表 31 2018-2021 年我国车用尿素产量及同比增长	19
图表 32 2018-2022 年公司车用尿素产销量及同比增长	19
图表 33 可兰素 PRO 产品	19
图表 34 公司分业务盈利情况	20
图表 35 可比公司估值	21

## 1 切入磷酸铁锂赛道，拳头产品持续发力

龙蟠科技是磷酸铁锂正极材料的主要供应商之一，立足汽车后市场不断拓展公司业务。公司主要从事磷酸铁锂和车用环保精细化学品的研发、生产和销售，主营产品涵盖磷酸铁锂材料、润滑油、发动机冷却液、柴油发动机尾气处理液、车用养护品等。2003年成立之初主要专注于润滑油、发动机冷却液等领域；2017年在上交所A股上市，产品广泛应用于汽车整体制造、汽车后市场、工程机械等领域；2021年与贝特瑞合资组建常州锂源新能源科技有限公司，通过收购贝特瑞旗下磷酸铁锂正极材料业务，正式切入电池正极材料赛道；2022年以来公司加速产能布局和研发投入，持续拓宽产品矩阵，现已成为全球主要的磷酸铁锂供应商之一。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

公司主营业务为磷酸铁锂正极材料业务和车用环保精细化学品业务。(1) 磷酸铁锂业务方面，公司于2021年完成对贝特瑞旗下磷酸铁锂正极材料业务的并购，与贝特瑞合资组建常州锂源，正式切入磷酸铁锂正极材料业务。近年来公司磷酸铁锂正极材料产能进一步扩张，产能规模得到提升，与主流锂电池制造商包括宁德时代、瑞浦兰钧、亿纬锂能、欣旺达等维持稳定的合作关系；(2) 传统车用环保精细化学品业务，公司不断进行产品研发和技术创新，建设起“龙蟠”与“可兰素”等自主品牌，大规模品牌推广，建立起以经销商渠道为脉络，集团渠道为市场基石的全国销售网络，提升市场份额。

图表 2 公司主要产品

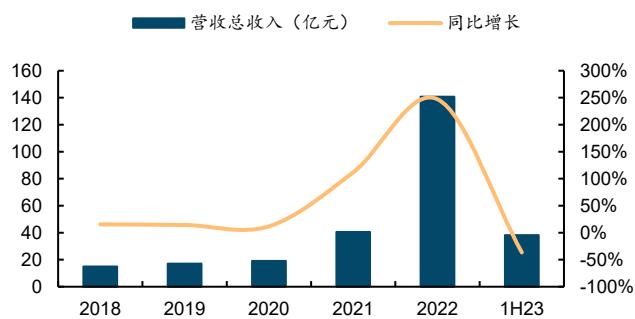
产品	所属行业	主要上游原材料	主要下游应用领域
磷酸铁锂	磷酸铁锂正极材料	磷酸锂、磷酸铁	电池领域
润滑油		基础油、添加剂	汽车领域、工业机械领域

柴油发动机尾气处理液	车用环保精细化学品	尿素	汽车领域
发动机冷却液		乙二醇	汽车领域
车用养护品		溶剂、添加剂	汽车领域

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**22 年公司业绩大幅提升，23 年上半年受下游需求增速放缓和产业链去库存影响，盈利能力短期承压。**公司 22 年营收 140.72 亿元，同比增长 247.15%，归母净利润 7.53 亿元，同比增长 114.61%。22 年受益于行业高景气磷酸铁锂需求爆发式增长，磷酸铁锂业务量价齐升。23 年上半年实现营业收入 38.14 亿元，较上年同期下滑 36.54%；实现归属于母公司所有者的净利润 -6.54 亿元。23 年上半年业绩亏损严重，主要系新能源汽车补贴政策退坡和碳酸锂价格大幅波动所致，行业受到下游需求增速放缓和产业链去库存影响，盈利能力短期承压。随着行业去库存接近尾声，行业需求逐步回暖，叠加海外磷酸铁锂低渗透率加速，盈利能力有望持续改善。

图表 3 公司营业总收入及同比增长



资料来源：iFinD，华安证券研究所

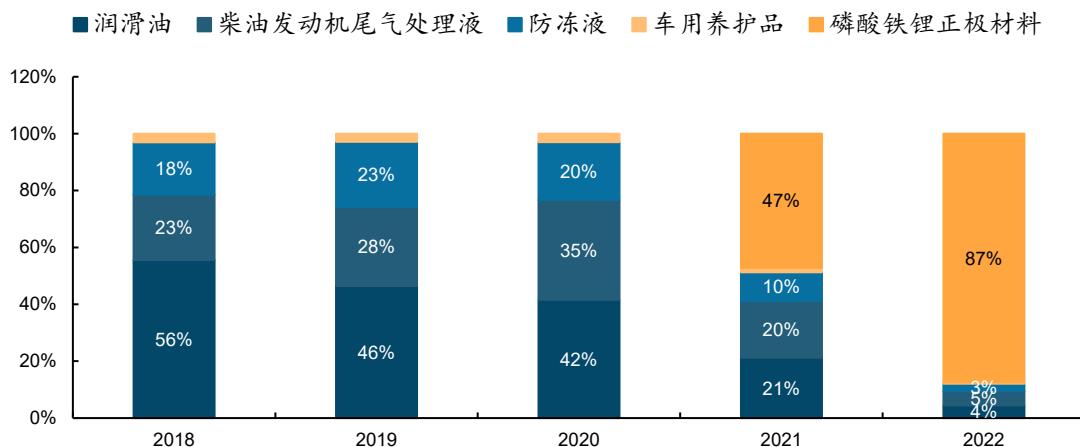
图表 4 公司归母净利润及同比增长



资料来源：iFinD，华安证券研究所

**磷酸铁锂业务为公司第一大主营业务，营收占比逐年提升。**公司于 21 年通过收购贝特瑞旗下磷酸铁锂业务正式切入电池正极材料赛道，近年来业务规模持续扩张，营收占比从 21 年的 47% 提升至 22 年的 87%。从产品来看，公司磷酸铁锂产品已经研发出 S 系列（高压实高容量，低温高容量，低成本长循环）、T 系列（球形磷酸铁锂）和 Z 系列（再生磷酸铁锂）共三个系列，包含 S19/S20/S23、S13、S25、P198-E、T2、T5、T1、Z1 以及 Z2 等品类。公司针对不同领域和应用场景，提供了具有不同性能参数和规格的磷酸铁锂正极材料解决方案。这些解决方案能够满足客户的不同需求，提高电池的安全性、能量密度、循环寿命、成本效益等指标。

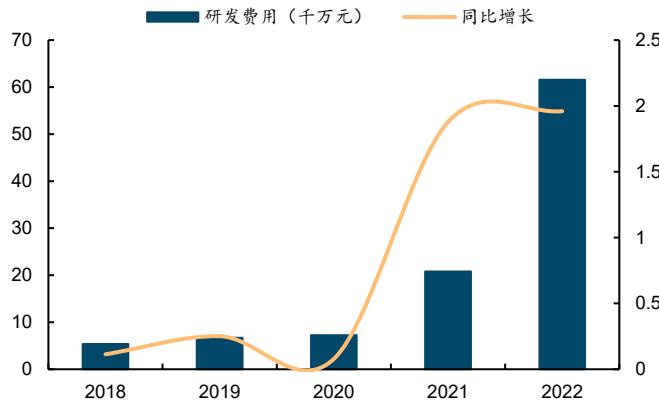
图表 5 磷酸铁锂为公司第一大主营业务



资料来源：公司公告，华安证券研究所

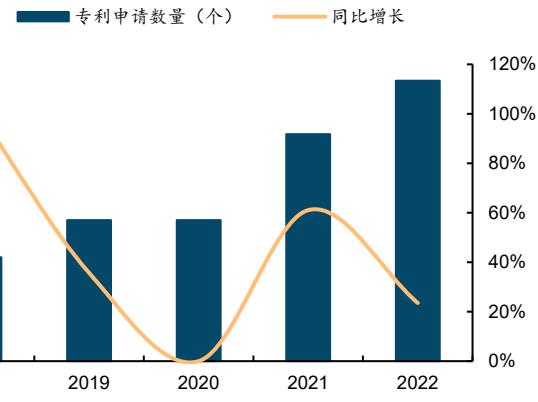
**持续加大研发投入，专利数量和研发投入处于行业领先水平。**公司深耕车用环保精细化学品领域，并不断拓宽磷酸铁锂正极材料产品布局。2022 年研发费用为 6.16 亿元，同比增长 196%，主要系磷酸铁锂正极材料研发投入增加所致。22 年专利数量稳定增加，累计专利申请数量为 189 个，专利数量和研发投入均处于行业领先水平。高强度的研发投入有利于进一步拓宽产品矩阵，体现出公司在磷酸铁锂正极材料领域具有较强的技术创新能力和市场竞争力。

图表 6 公司持续加大研发投入



资料来源：iFinD，华安证券研究所

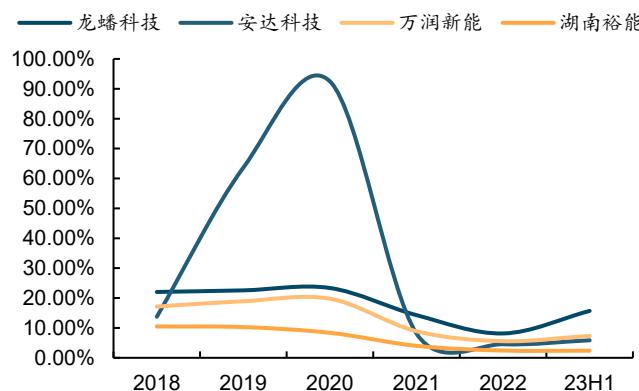
图表 7 专利数量稳定增加



资料来源：iFinD，华安证券研究所

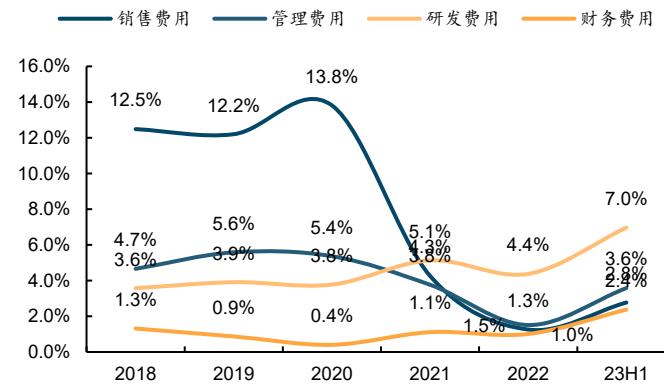
**公司积极推进产能布局，扩大规模优势改善费用率。**自 21 年公司切入磷酸铁锂行业，期间费用率增长明显，23 年上半年龙蟠科技的费用率为 15.69%，较同业公司安达科技、万润新能和湖南裕能公司费用率偏高；其中，上半年研发费用率为 7.0%，销售、管理、财务费用较 22 年同期均有所增长，主要系公司加快国内、国外及上游原料的产能布局。随着新建产能的陆续释放，公司规模优势逐步显现，费用率有望进一步改善。

图表 8 各家公司期间费用率对比



资料来源：iFinD，华安证券研究所

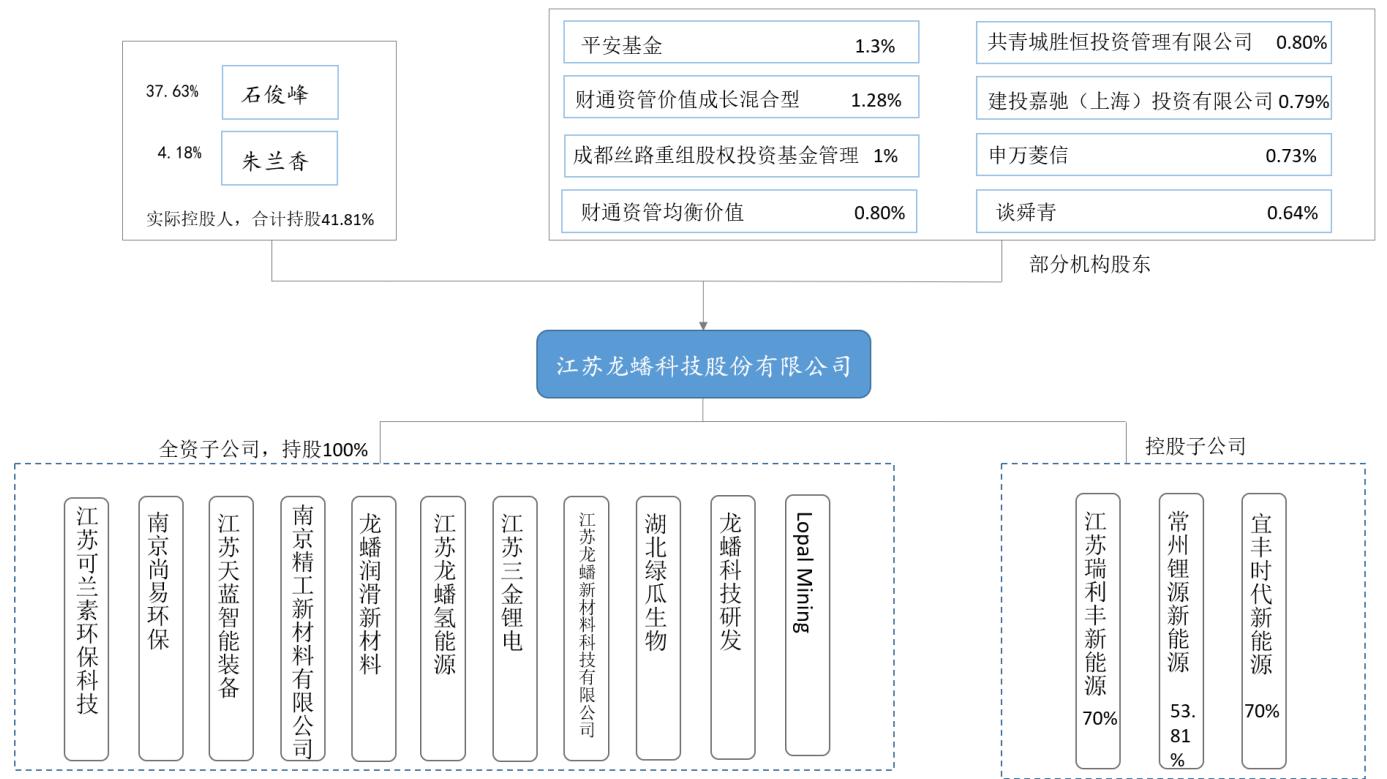
图表 9 龙蟠科技研发投入增长较快



资料来源：iFinD，华安证券研究所

**公司股权架构稳定，实控人拥有相关技术背景。**公司董事长石俊峰在车用环保精细化学品领域拥有 30 余年经验，多年的产品和技术开发工作，使得石俊峰具有扎实的研发技术基础、丰富的产品开发经验、突出的产品创新意识和能力，是公司技术带头人、产品创新团队的核心人员。石俊峰主持编著了《汽车润滑解码》、《润滑一点通》等润滑技术专著，曾参与起草中国汽车行业的首部“汽车合成制动液”产品行业标准、《车用尿素溶液技术规范》行业标准，并参与了多项车用环保精细化学品领域专利技术的研发。

图表 10 公司股权架构图（2023 年 9 月 12 日）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**筹备赴港上市，多元化增加融资渠道。**公司启动了境外发行 H 股并在香港联合交

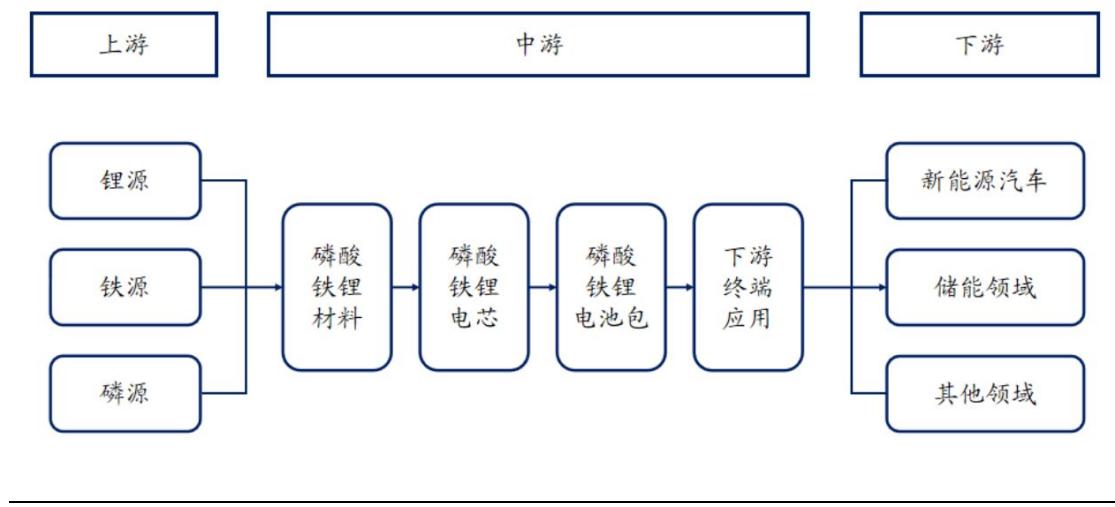
易所有限公司上市的筹备工作，充分利用资本市场，多渠道融资，缓解公司的资金压力，优化资产负债结构，为公司的产能扩张、业务发展提供充足的资金保障，助力公司高质量可持续发展。

## 2 磷酸铁锂业务持续扩张，海外需求迎来高增长

### 2.1 动力和储能电池发展迅速，磷酸铁锂需求持续高增

磷酸铁锂正极材料的上游主要为锂源、铁源、磷源等原材料，中游为电池制造，下游终端应用于新能源汽车、储能等领域。磷酸铁锂是动力和储能电池的主要正极材料，具有高安全性、高能量密度、长循环寿命、低成本等优点。磷酸铁锂产业链主要包括上游原料、中游电池制造和下游终端应用三个环节。随着新能源汽车、储能电站、家用储能等领域的快速发展，有望推动磷酸铁锂需求持续高增。

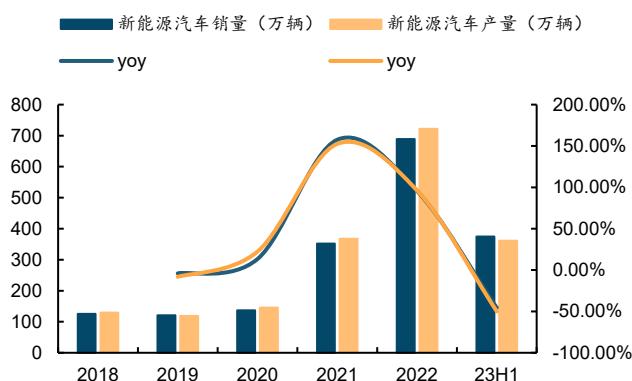
图表 11 磷酸铁锂上下游产业链



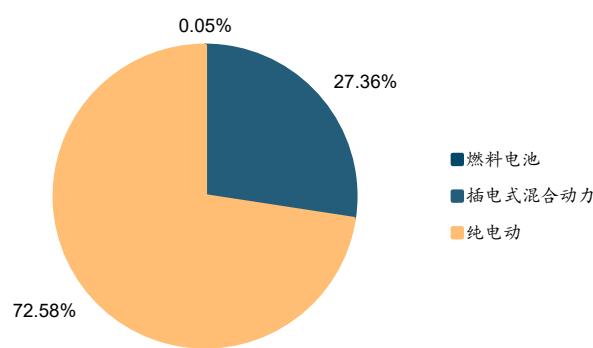
资料来源：湖南裕能招股书，华安证券研究所

新能源汽车行业蓬勃发展，带动动力电池需求不断提升。在各国政策的大力支持下，下游车企加大新能源业务发展力度，推动优质新能源车型投放、续航里程提升、智能驾驶体验优化和配套设施进一步完善，消费需求显著提升。2022年新能源汽车产量为688.7万辆，近三年复合增速达71.43%。截至2023年6月，纯电动新能源汽车占比72.58%，累计达271.90万辆，插电式混合动力占比27.36%，累计102.50万辆。

图表 12 我国新能源汽车销量近三年复合增速达 71.43% 图表 13 纯电动新能源汽车占比 72.58%



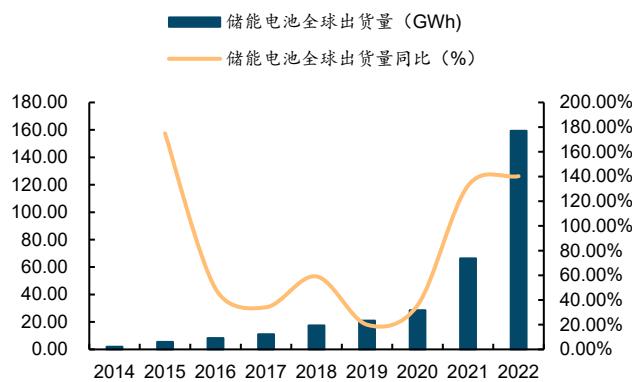
资料来源：iFinD，华安证券研究所



资料来源：iFinD，华安证券研究所

在储能电站和分布式储能需求快速增长的背景下，储能电池需求快速提升。2022 年全球储能电池出货量 153.90GWh，同比增长 140.27%；储能电池可以分成物理储能和电化学储能，其中，锂离子电池储能具有循环特性好、响应速度快的特点，是目前电化学储能中的主要形式，磷酸铁锂作为锂离子电池的主要正极材料应用空间较为广泛。

图表 14 储能电池的出货量



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 15 储能电池的类型



资料来源：湖南裕能招股书，华安证券研究所

全球磷酸铁锂需求保持高增，预计 25 年达 253 万吨。1) 动力电池方面，新能源汽车的销量保持较快增长，海外电池磷酸铁锂的渗透率提升空间较大，整体来看，动力电池的磷酸铁锂总需求量从 23 年 69 万吨增长至 25 年 142 万吨；2) 储能电池方面，25 年全球储能电池装机量预计约 554GWh，磷酸铁锂渗透率接近 87%，总需求量约 111 万吨。

图表 16 磷酸铁锂需求测算 (万吨)

单位：亿元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>1. 动力电池</b>						
全球新能源车销量 (万辆)	325	676	1045	1450	1900	2400
国内新能源车销量 (万辆)	137	352	689	900	1150	1400
海外新能源车销量 (万辆)	188	324	356	550	750	1000
全球动力电池装机量 (GWh)	137	297	518	754	1007	1344

国内动力电池装机量 (GWh)	64	154	295	405	529	700
海外动力电池装机量 (GWh)	73	142	223	349	478	644
磷酸铁锂渗透率 (%)	17%	25%	35%	40%	44%	46%
国内磷酸铁锂渗透率 (%)	36%	49%	59%	65%	68%	70%
海外磷酸铁锂渗透率 (%)	0%	0%	4%	10%	15%	20%
磷酸铁锂装机量 (Gwh)	23	75	184	302	443	618
国内动力电池装机量 (GWh)	23	75	175	263	360	490
海外动力电池装机量 (GWh)	0	0	9	35	72	129
单 Gwh 所需磷酸铁锂 (吨)	2400	2400	2300	2300	2300	2300
国内磷酸铁锂需求量 (万吨)	5	18	40	61	83	113
海外磷酸铁锂需求量 (万吨)	0	0	2	8	16	30
<b>磷酸铁锂总需求量 (万吨)</b>	<b>5</b>	<b>18</b>	<b>42</b>	<b>69</b>	<b>102</b>	<b>142</b>
<b>2. 储能电池</b>						
全球储能电池装机量 (Gwh)	49	79	122	206	322	554
国内储能电池装机量 (Gwh)	9	15	30	69	139	243
海外储能电池装机量 (Gwh)	40	64	92	137	183	311
磷酸铁锂渗透率 (%)	63%	77%	98%	95%	92%	87%
国内磷酸铁锂渗透率 (%)	100%	99%	98%	98%	93%	88%
海外磷酸铁锂渗透率 (%)	30%	30%	30%	50%	70%	80%
磷酸铁锂装机量 (Gwh)	31	61	119	195	296	482
国内储能电池装机量 (GWh)	9	15	29	67	129	214
海外储能电池装机量 (GWh)	12	19	27	68	128	248
单 Gwh 所需磷酸铁锂 (吨)	2400	2400	2300	2300	2300	2300
国内磷酸铁锂需求量 (万吨)	2	4	7	15	30	49
海外磷酸铁锂需求量 (万吨)	3	5	6	16	30	57
<b>磷酸铁锂总需求量 (万吨)</b>	<b>7</b>	<b>15</b>	<b>27</b>	<b>45</b>	<b>68</b>	<b>111</b>
<b>合计</b>	<b>13</b>	<b>33</b>	<b>70</b>	<b>114</b>	<b>170</b>	<b>253</b>

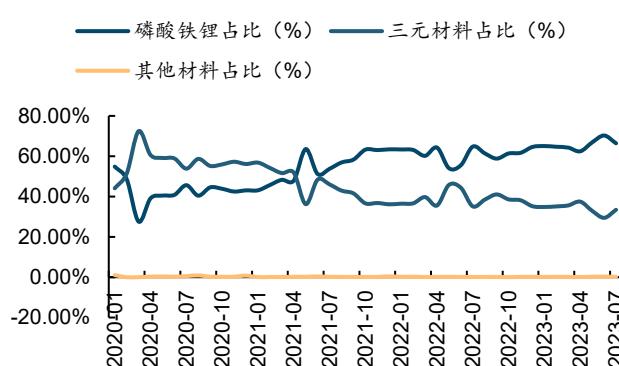
资料来源：iFinD，华安证券研究所测算

**动力电池正极材料以磷酸铁锂和三元材料为主，磷酸铁锂在安全和成本方面的重要性日益凸显。**(1) 从能量密度来看，三元材料的理论比容量比磷酸铁锂高 60%左右，但由于三元材料电池需要更复杂的电池管理系统来保证安全性和寿命，因此在制成电池模组后两种材料在能量密度方面的差距并不显著。目前磷酸铁锂电池系统的平均能量密度为 150Wh/kg，而三元电池系统的平均能量密度为 180Wh/kg。(2) 从安全性来看，磷酸铁锂的安全性能相对较好，其热失控温度在 250℃以上，而三元材料的热失控温度在 150℃左右。此外，磷酸铁锂在高温下不会释放氧气，而三元材料则会释放氧气，导致火灾的风险增加；(3) 从制造成本来看，磷酸铁锂的成本优势较大，其原料主要是锂、铁、磷，这些资源在我国都比较丰富，而三元材料的原料主要是钴、镍、锂，其中钴和镍的储量较少，价格较高。据测算，1KWh 磷酸铁锂电池成本比三元电池成本低 310 元，即容量为 60kWh 的磷酸铁锂电池要比三元电池低 1.86 万元。

磷酸铁锂电池的优势体现在安全性高、成本低，因此早期主要应用于新能源商用车领域，这些领域对电池的安全性和寿命要求较高，而对能量密度要求较低。三元电池的优势在于能量密度高，适合应用于对电池的续航里程和动力性能要求较高的新能源乘用车

车领域。随着磷酸铁锂技术进步和性能提升，叠加补贴退坡进一步凸显其成本优势，磷酸铁锂现已在新能源乘用车领域取得了较大规模的应用，尤其是在中低端市场。

图表 17 磷酸铁锂占比不断提升



资料来源：iFinD，华安证券研究所

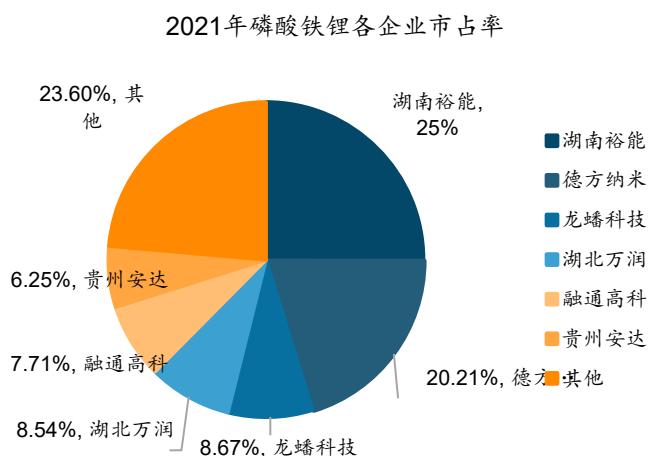
图表 18 优劣对比

项目	磷酸铁锂	三元材料	
		镍钴锰酸	镍钴铝酸锂
材料结构	橄榄石	层状氧化物	
理论比容量	较低	较高	较高
循环寿命	高	低	低
热稳定性	优秀	较好	较差
成本	较低	高	较高
原料资源	磷与铁资源丰富	钴、镍相对贫乏	

资料来源：湖南裕能招股书，华安证券研究所

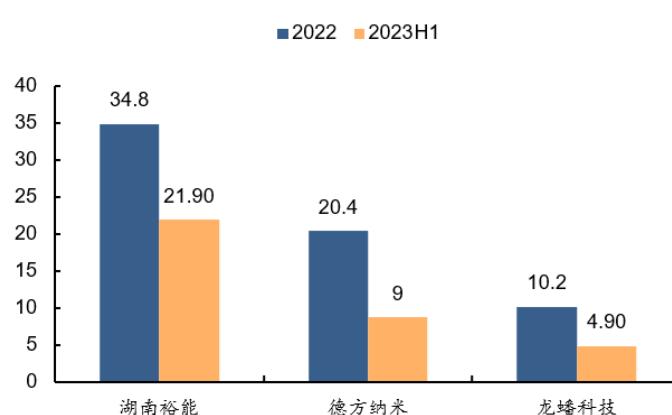
**磷酸铁锂市场集中度较高，各家厂商产能布局加速。**近年来，新能源汽车、通信基站、电力储能等多终端领域需求增加，带动磷酸铁锂材料市场需求快速上升。2022 年中国磷酸铁锂正极材料出货量 111 万吨，同比增长 132%。湖南裕能、德方纳米、龙蟠科技、湖北万润、融通高科、贵州安达等主要厂商市占率达到 76.4%，市场集中度较高。

图表 19 行业竞争格局



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 20 主要厂商产量对比 (万吨)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.2 向上布局磷酸铁和碳酸锂，降本效应提升单吨净利

**公司加快产能建设，国内外多点布局。**公司积极发挥上下游协同效应，形成以南京、常州、深圳为研发运营，天津、常州、四川、山东、湖北为生产基地的战略格局。待四川、山东、湖北工厂全部建成后，磷酸铁锂国内年产能可达约 40 万吨，磷酸铁年产能可达 28 万吨，上下游协同效应凸显。海外方面，公司在印度尼西亚投资设立全资子公司锂源(印尼)新能源科技有限公司，规划建设总产能 12 万吨磷酸铁锂项目，一期 3 万吨将于 2023 年年底投产。

常州锂源拥有江苏常州、天津、四川遂宁、山东鄄城、湖北襄阳五大生产基地。产能布局上，磷酸铁锂产能包括江苏纳米 4.5 万吨，天津纳米 1 万吨，四川锂源 15 万吨，山东锂源 10 万吨，湖北锂源 10 万吨，印尼锂源 12 万吨产能，合计约 52.5 万吨产能；磷酸铁产能包括山东锂源 18 万吨和湖北锂源 5 万吨，湖北丰锂 5 万吨，合计约 28 万吨产能。

图表 21 常州锂源产能情况

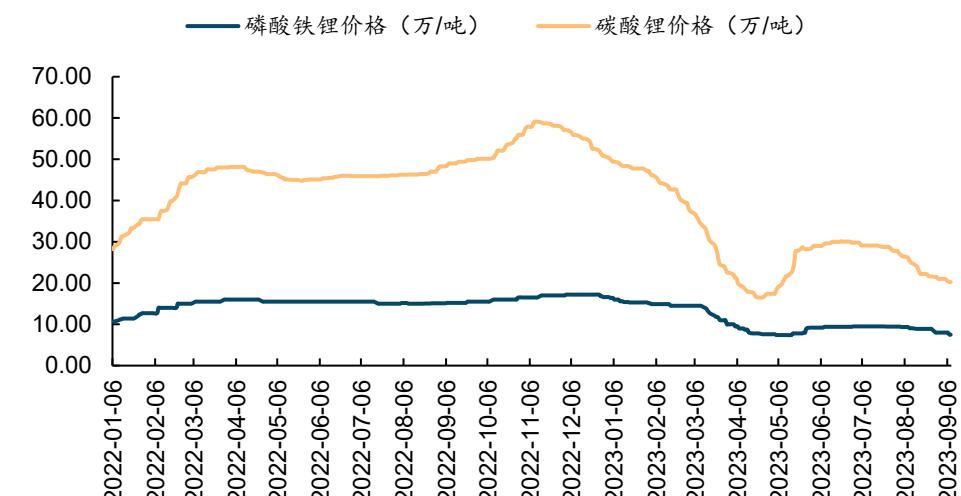
名称	持股比例	LFP 产能 (万吨)	状态	磷酸铁产能 (万吨)	状态
江苏贝特瑞纳米科技有限公司	100%	4.5	已投产	-	-
贝特瑞（天津）纳米材料制造有限公司	100%	1	已投产	-	-
四川锂源新材料有限公司	100%	15	已投产 8.5 万吨	-	-
山东锂源科技有限公司	100%	10	已投产 5 万吨	18	已投产 5 万吨
湖北丰锂新能源科技有限公司	40%	-	-	5	已投产
锂源（印尼）新能源科技有限公司	100%	12	已投产 3 万吨	-	-
湖北锂源新能源科技有限公司	100%	10	已投产 5 万吨	5	已投产
总计		52.5		28	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

磷酸铁为公司主要的原材料，自供率有望进一步提升。公司与新洋丰合资建设磷酸铁产能 5 万吨，规划自建产能 23 万吨，其中山东二期 5 万吨将于 23 年四季度投产，三期 8 万吨将于 24 年上半年投产，届时磷酸铁自供率有望提升至 90% 以上。随着新增产能的陆续释放，降本效应下磷酸铁锂单吨净利有望持续提升。

差异化布局碳酸锂，自供率提升同时降低减值风险。公司与宁德时代在江西宜春建立了碳酸锂合资工厂，总产能达到 7 万吨，其中一期 4 万吨产能已于 23 年 8 月点火。碳酸锂是磷酸铁锂正极材料的主要原材料，其价格波动对磷酸铁锂业务的盈利水平有重大影响。近一年以来，碳酸锂价格从 59.1 万/吨最低跌至 16.5 万/吨，行业进入去库存阶段，导致公司上半年亏损严重。因此，公司在碳酸锂方面的差异化布局不仅可以提高碳酸锂自供率，降低成本，还可以在碳酸锂价格大幅下跌的趋势下，降低存货减值风险。

图表 22 碳酸锂价格呈现较大波动



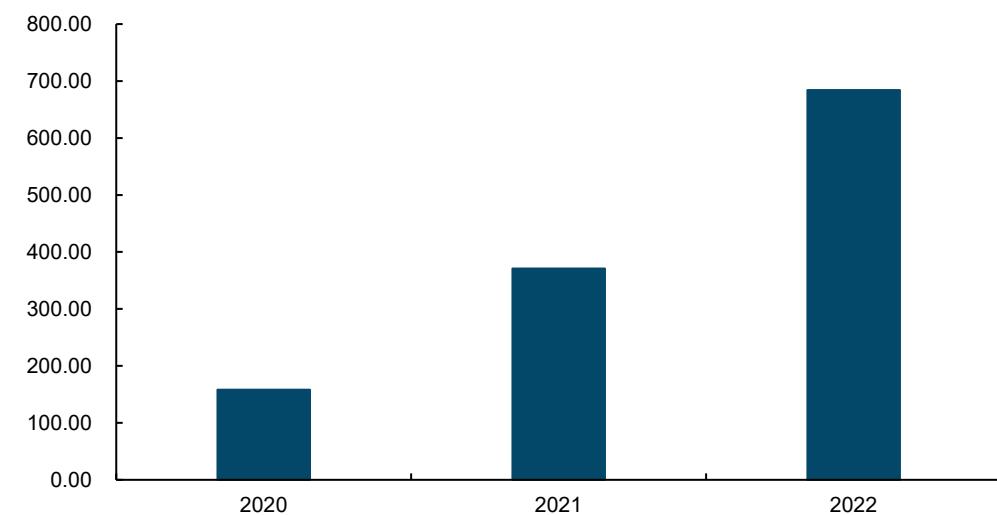
资料来源：iFinD，华安证券研究所

### 2.3 先发布布局海外产能，受益于海外磷酸铁锂渗透率提升

公司稳步推进全球化布局，成为国内首家赴海外建厂生产磷酸铁锂的企业，凭借先发优势抢占海外市场。2023年，公司设立了锂源（印尼）新能源有限公司，旗下的印尼锂源磷酸铁锂项目总规划建设12万吨磷酸铁锂产能，其中一期规划产能3万吨已于23年一季度开工，预计年底实现投产。

目前海外动力电池正极材料以三元为主，磷酸铁锂渗透率较低，企业出海势在必行。2022年全球动力电池出货量为684.20GWh，对正极材料需求量保持较高增长。目前海外正极材料以三元居多，磷酸铁锂份额较少，但从能量密度、安全性、制造成本等方面来看，磷酸铁锂的优势显著，未来海外成长空间可期。

图表 23 全球动力电池出货量 (GWh)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

受海外车企需求持续放量影响，国内磷酸铁锂产业正在加速出海。公司重视海外市场开发，不断推进日本、韩国、美国等十余家海外客户的拓展进度，已陆续进入了样品小试、中试、小批量订单、客户审厂及通过合格供应商认证等阶段。随着印度尼西亚工厂的建设，公司致力于成为国内地第一家在海外部署和扩大产能的磷酸铁锂正极材料制造商，优先抢占国际市场份额，巩固公司在全球磷酸铁锂正极材料行业的市场地位。

公司先发跟随车企配套建厂，深度绑定合作明确未来市场份额。目前公司持续开拓客户，已获韩国排名第一电池厂的海外订单，并与欧美头部新能源车企合作密切，我们估计公司海外布局领先同业公司至少 2-3 年。通过海外布局建厂，公司增强了快速反应能力，并且有助于减少运输成本。在此过程中与车企、电池厂商实现深度绑定合作，未来形成产能规模、签订份额保障协议后，后入者切入空间有限。

公司在海外获得过诸多主流厂商技术认证，口碑优异深受国际公司信赖，现有海外基地助力公司磷酸铁锂出海。2016 年来公司车用化学品布局四大洲，已成功覆盖亚洲、非洲、大洋洲、美洲多个国家和地区，在与海外公司合作方面拥有相关经验。公司获得了奔驰、宝马、保时捷、沃尔沃、大众、日产、雷诺、康明斯、曼、通用、伊顿等超过 30 个国际知名厂商技术认证。

图表 24 公司国外主流厂商技术认证



图表 25 公司海外布局示意图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：公司官网，华安证券研究所

磷酸铁锂海外业务可强势修复公司业绩，未来海外收入占比有望持续提升至 40%。海外业务利润率较高，根据公司 22 年年报，主营业务磷酸铁锂毛利率 16.5%、车用化学品毛利率 24.9%。凭借印尼一期 3 万吨磷酸铁锂投产，24 年后年产 12 万吨产能逐步实现，电池厂等公司的订单将实现增长，海外营收将逐年扩张，预计营收占比有望持续提升至 40%，同时凭借海外较高的毛利率拉动修复公司整体毛利率水平。

## 2.4 产品矩阵持续丰富，铁锂 1 号有望成为拳头产品

公司持续拓宽产品矩阵，针对不同领域和应用场景，提供多样化的 LFP 正极材料解决方案。锂源“1 号家族”特色产品中，“铁锂 1 号”具有更优异的低温性能，可以让电池在 -40 度条件下的放电容量保持率从接近于零提升到 57%；“再生 1 号”回收修复产品，具有原料利用率高以及加工成本低等优势；“续航 1 号”的循环性能更出色，可以满足客户对新能源汽车的续航要求；“锰锂 1 号”磷酸锰铁锂正极材料，可以大幅度地提升电池的能量密度。铁锂 1 号为公司拳头产品，可与传统磷酸铁锂、三元材料进行掺混用于提

升电池快充性能，目前产品已经小规模供货。未来电池快充需求提升有望推动铁锂 1 号进一步放量，带动公司盈利能力提升。

图表 26 锂源“1号家族”特色产品

产品	主要特点
铁锂 1 号	更优异的低温性能，可以让电池在 -40 度条件下的放电容量保持率从接近于零提升到 57%
续航 1 号	循环性能更出色，可以满足客户对新能源汽车的续航要求
再生 1 号	回收修复产品，具有原料利用率高以及加工成本低等优势
锰锂 1 号	大幅度地提升电池的能量密度

资料来源：公司公众号，华安证券研究所

### 3 车用精细化学品稳中向好，多元化助力碳中和

在磷酸铁锂正极材料外，公司的主营业务为车用精细化学品。作为汽车工业、化学工业以及环保行业的交叉融合行业，车用环保精细化学品通过化工技术实现生产制造，应用于汽车发动机、底盘、车身、车内装饰等各个系统，最终达到节能环保、减摩润滑、冷却清净、排放治理、养护清洗等目的。

公司车用精细化学品业务稳中向好，传统板块稳步推进。2022年公司车用精细化学品实现营收17.63亿元，同比下降16.8%，主要系国际原油价格大幅上涨，尿素粒子等大宗原料价格居高不下、运输行业受到冲击、行业市场需求下降等多重因素。但公司作为车用环保精细化学品领域的老牌企业，仍旧保持着一定的市场份额。同时，公司在山东、四川、湖北建设年产60万吨车用尿素项目，完善了传统板块的产业布局。

分产品来看，公司车用精细化学品产品逐渐多元化，自主品牌、一体化产品体系助力碳中和。目前公司车用环保精细化学品业务已建立了涵盖集润滑油、柴油发动机尾气处理液、发动机冷却液、车用养护品等于一体的产品体系，产品广泛应用于汽车整车制造、汽车后市场、工程机械等领域。公司树立了自主品牌，打造了多层次的品牌结构，“龙蟠”品牌的润滑油业务稳定发展，“可兰素”品牌的柴油发动机尾气处理液较早进入国内市场，市场份额处于领先地位。

图表 27 公司车用精细化学品产品体系

产品类别	细分产品
润滑油	有汽机油、柴机油、变速箱油、齿轮油、润滑脂、摩油、工程机械专用油、农用机械专用油等
柴油发动机尾气处理液	智蓝、省畅、洁劲、净芯、持畅、冰畅等系列，其中省畅PRO是为国六排放系统技术而升级的增强型车用尿素
发动机冷却液	C31 长效冷却液、C05 轿车发动机冷却液、C08 柴油发动机冷却液等
车用养护品	玻璃水、燃油添加剂、动力提升剂等

资料来源：公司公告，华安证券研究所

#### 3.1 润滑油、发动机冷却液：精细化竞争+新能源保障市场份额

新能源电动车的普及拉动高端润滑油产品需求，市场前景广阔。润滑油工业是石油和化工行业的重要组成部分，市场的发展受到国家宏观经济形势以及交通运输、机械设备等行业的发展影响。随着汽车工业的迅猛发展和车型更新速度越来越快以及汽车排放标准的日益提高、社会环保意识的逐渐增强，我国未来润滑油将朝着提高品质和性能、加强节能性和环保性的趋势发展。在车用润滑油需求方面，随着新能源电动车的推广与普及，针对新能源汽车的润滑油产品将会是快速增长的细分市场。

龙蟠润滑油是公司面向汽车后市场的主力汽车养护产品品牌，产品种类多、适用范围广。公司拥有汽油机油，柴油机油，防冻液等品类在内的400多种产品，并拥有API等国际主流机构认证，以及宝马，奔驰，保时捷，沃尔沃，曼(MAN)，康明斯等国际主流车企OEM认证，产品远销世界多个国家和地区。

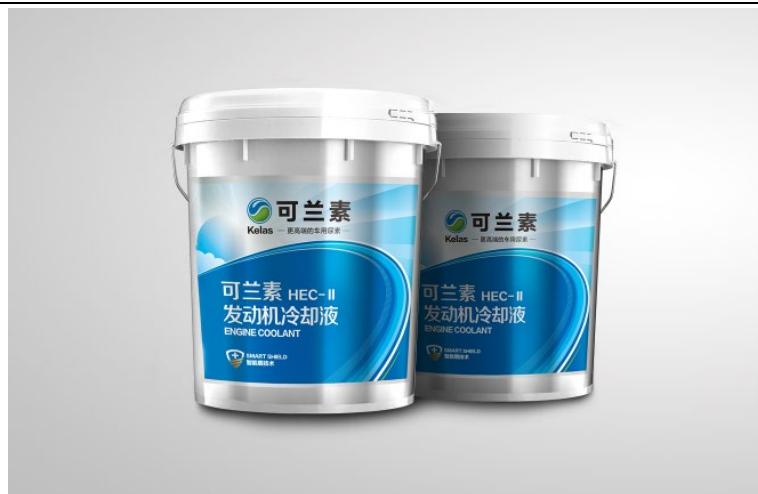
图表 28 车用润滑油产品具体情况

产品名称	粘度等级	技术规范	适用范围	包装规格
			适用于采用缸内直喷、涡轮增压、自动启停和混合动力等发动机技术并推荐使用 0W-20 粘度等级的车型，也适用于满足带有汽油机颗粒捕捉器(GPF) 装置的国 VI 排放技术发动机的各种车型	
龙蟠 1 号 先进全系 (全合成)	0W-20	API SP ACEA C5		4L/1L
	0W-30	API SP ACEA C3	适用于采用最新涡轮增压直喷技术及带有汽油机颗粒捕捉器(GPF) 装置的满足国 VI 排放标准的各种发动机，尤其适用于奔驰宝马、中迪、大众等欧系车	4L/1L
	0W-40	API SP ACEA C3	适用于采用涡轮增压、缸内直喷等新技术的各种发动机，尤其适用于奔驰、宝马、奥迪大众等欧系车型	4L/1L
龙蟠 1 号 先进全系 (全合成 C6)	OW-20	API SP ACEA C6	适用于采用涡轮增压、缸内直喷等新技术的各种发动机，尤其适用于奔驰、宝马、国迪、大众等高端车型	1L

资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司凭借技术优势，高品质发动机冷却液引领市场。发动机冷却液是内燃机循环冷却系统的冷却介质，主要是由防冻剂、缓蚀剂、消泡剂、着色剂、防霉剂等组成，是保证汽车发动机在正常温度范围内运转所必不可少的散热介质。公司的发动机冷却液，是由高品质乙二醇、高等级去离子水和先进添加剂及时所调制，拥有独特的“智能盾”技术，可提供优越的防腐蚀和防锈蚀性能，有效避免沉积物生成，防止结垢堵塞。

图表 29 可兰素发动机冷却液产品



资料来源：公司官网，华安证券研究所

目前润滑油及发动机冷却液市场形成跨国企业、国内大型石化企业、民营企业并存的竞争格局，行业竞争者众多，竞争较为激烈。跨国企业、国内大型石化企业进入时间较早，在资金、品牌和运营经验等方面具备一定的优势，是市场的主导力量，比如上世纪 80 年代末，壳牌、美孚等跨国企业进入高端润滑油市场，随后中石油、中石化分别推出了“昆仑”品牌、“长城”品牌的润滑油。之后数量众多的民营企业最初以代加工等方式进入市场，逐步在细分产品或区域市场参与竞争。经过数年发展，部分民营独立润滑油企业通过实施精细化、差异化竞争，树立了自主品牌，形成了产品研发创新能力，建立了销售网络，成为市场的主要竞争力量之一。

随着新能源电动车的推广与普及，针对新能源汽车的润滑油产品将会是快速增长的细分市场。在技术和产品方面，由于新能源汽车在结构、动力和机理上的差异，现有的燃油汽车润滑油产品往往难以满足需求，因此有必要开发适合新能源汽车特点的独家产品。公司高端系列产品“龙蟠 1 号”的发布，有望改变行业和消费者忽视国产高品质润滑油的现状，促进民族品牌的发展。

图表 30 龙蟠 1 号润滑油



资料来源：公司官网，华安证券研究所

新能源车用冷却液比传统内燃机的冷却具有更高的技术要求，电动车渗透率的提升推动冷却液市场发展。目前，液冷是新能源汽车散热的重要发展方向，具有安全性高、散热效果显著等特点。在新能源汽车相关技术不断突破、环保、限购等多重因素综合作用下，新能源汽车渗透率逐步提升，公司冷却液业务也将迎来更大的发展空间。

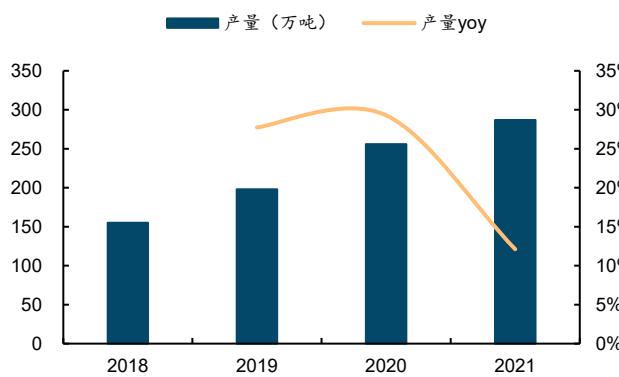
### 3.2 车用尿素：配套国六排放，稳固龙头地位

柴油发动机尾气处理液柴油机尾气处理液又名车用尿素，应用于柴油发动机中，它是一种使用在 SCR 技术中，用来减少柴油车尾气中的氮氧化物污染的液体。

我国车用尿素产量逐年上升，市场需求扩大，同期公司产销匹配市场需求，稳居民营龙头。2021 年我国车用尿素行业产量 287 万吨，同比增长 12.11%，同年公司车用尿素产量达 45.08 万吨，同比增长 15.51%。主要厂商为可兰素环保（公司）。

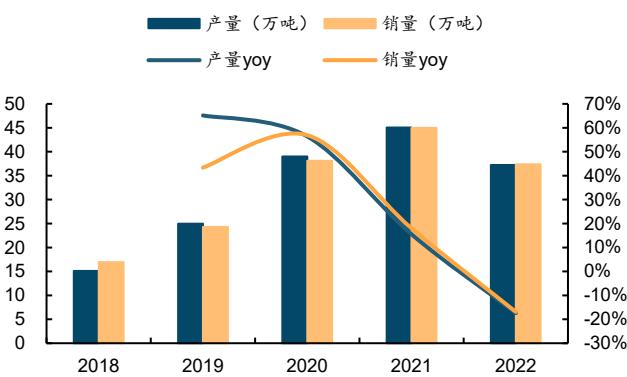
悦泰海龙(中石化)、昆仑之星(中石油)、美丰加蓝(四川美丰)、辽宁润迪等, 2021年公司市占率约为16%, 四川美丰市场占比9%, 公司稳居民营龙头。

图表 31 2018-2021 年我国车用尿素产量及同比增长



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 32 2018-2022 年公司车用尿素产销量及同比增长



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

可兰素是公司的高端车用尿素品牌, 拥有一系列产品认证。在车用尿素方面, 公司致力于“让天空更蓝, 让汽车更有劲”的使命, 通过科技创新、研发创新、产品创新致力于为全球生态环境改善与经济发展发挥积极作用。可兰素拥有欧洲 VDA、北美 DEF、中国 CGT 三大主流车用尿素产品认证, 制定车用 AdBlue 产品的可兰素企业标准并且得到省级技术监督部门认可, 与国内多所高校展开技术合作, 共同进行车用 AdBlue 产品深度研究, 为多个头部商用车制造厂商进行尿素产品配套。

可兰素 PRO 是国六专用车用尿素溶液, 由省畅产品升级而来, 可以延长国六 SCR 系统的维护周期, 降低 DPF 系统堵塞的趋势, 针对国六 SCR 系统的高喷射量和 DPF 系统后高压阻的特点而设计。

图表 33 可兰素 PRO 产品



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

国六新排放标准将要求更高品质的车用尿素，淘汰不合格的产品，公司有望凭借此扩大该市场份额，牢固高端市场。生态环境部发布的重型柴油车污染物国六排放标准，意味着排放法规的不断升级和环保监管措施的不断趋严，我国柴油发动机尾气处理液市场发展迅速。随着环保意识的加强，用户的消费习惯逐步养成，客户对高品质、大品牌产品更加青睐，品质优越的车用尿素生产商将得到市场认可，存在质量问题的车用尿素产品将逐步被市场所淘汰。

## 4 公司盈利预测

### 4.1 营收分析

**1) 营收分析：**公司营收增长以磷酸铁锂业务为主，受新能源汽车补贴政策退坡和碳酸锂价格大幅波动的影响，下游需求增速放缓，产业链处于去库存阶段，23年上半年公司盈利能力短期承压。23年上半年报营业收入 38.14 亿元，较上年同期下滑 36.54%；实现归属于母公司所有者的净利润-6.5 亿元。

随着行业去库存接近尾声，公司下半年出货量有望快速恢复，我们预计三四季度磷酸铁锂业务营收较一二季度将实现较高环比增长，预计 23 年实现营收 107.75 亿元。随着 24-25 年公司海外业务布局大幅放量，以及铁锂 1 号产品批量出货，24-25 年营收分别为 181.40/276.25 亿元。

**传统车用环保精细化学品方面**，公司涵盖集润滑油、柴油发动机尾气处理液、发动机冷却液、车用养护品等于一体的产品体系，产品广泛应用于汽车整体制造、汽车后市场、工程机械等领域，该部分业务保持稳定增长，23-25 年同比增长分别为 4.24%/5.81%/6.20%，实现营收分别为 18.38/19.44/20.65 亿元。

**2) 毛利率分析：**磷酸铁锂业务方面，受上游碳酸锂原材料价格的波动影响，2023年上半年公司计提存货减值损失 2.24 亿元，导致盈利短期承压；未来随着海外业务放量，公司毛利率有望改善，23-25 年毛利率分别为 10.18%/18.66%/17.69%。

**3) 我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 130.95/216.11/323.20 亿元，归母净利润分别为 -1.23/10.08/16.46 亿元。**

图表 34 公司分业务盈利情况

公司业务分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
磷酸铁锂正极材料	营业收入 (百万)	-	1,876.84	12,241.87	10,775.38	18,139.68	27,625.00
	YOY (%)	-	-	552.26%	-11.98%	68.34%	52.29%
	毛利率 (%)	-	24.35%	16.49%	-1.17%	15.00%	16.00%
碳酸锂加工	营业收入 (百万)	-	-	-	424.78	1486.73	2601.77
	YOY (%)	-	-	-	-	250.00%	75.00%
	毛利率 (%)	-	-	-	50.00%	49.00%	48.50%
车用环保精细化学品	营业收入 (百万)	1914.6	2176.67	1829.77	1,837.50	1,944.26	2,064.80
	YOY (%)	-	13.69%	-15.94%	4.24%	5.81%	6.20%
	毛利率 (%)	37.83%	29.84%	25.14%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	营业收入 (百万)	1914.6	4053.51	14071.64	13,095.06	21,610.67	32,319.57
	YOY (%)	-	111.72%	247.15%	-6.94%	65.03%	49.55%
	毛利率 (%)	37.83%	27.30%	17.61%	10.18%	18.66%	17.69%

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

## 4.2 相对估值和投资建议

根据中证分类，公司属于“电池部件及材料”四级分类，2023-2025年行业平均市盈率分别为20.35/12.72/10.07。我们预计2023-2025年公司营业收入分别为130.95/216.11/323.20亿元，归母净利润分别为-1.23/10.08/16.46亿元，24-25年对应PE分别为7/4倍。考虑公司海外业务将会进一步放量，自供率不断提升盈利改善，营收和归母净利润将大幅提升。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

图表 35 可比公司估值

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	PE				PB			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
	行业均值		163.38	61.13	20.35	12.72	10.07	3.10	2.04	1.73	1.48
603906.SH	龙蟠科技	12.94	73.12	16.30	—	7.25	4.44	2.77	1.58	1.30	1.01

资料来源：iFinD，华安证券研究所测算

注：股票价格为2023年9月13日

## 风险提示：

- (1) 下游需求不及预期：锂电池厂商建设需求不及预期，影响上游正极材料供应商出货量。
- (2) 公司产能释放速度不及预期：公司在国内外建设工厂的速度不及预期，不及目前规划的产能。
- (3) 原材料价格波动风险：上游主要原材料磷酸铁、碳酸锂等材料波动影响公司的盈利能力。
- (4) 行业产能过剩竞争加剧风险：各家厂商布局正极材料，有产能过剩加剧竞争的风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9270	10066	13400	18483	<b>营业收入</b>	14072	13095	21611	32320
现金	2030	2406	1539	1078	<b>营业成本</b>	11593	11762	17579	26603
应收账款	2121	2179	3565	5172	<b>营业税金及附加</b>	45	43	80	120
其他应收款	88	138	192	290	<b>销售费用</b>	177	217	368	551
预付账款	670	749	1144	1687	<b>管理费用</b>	212	308	565	847
存货	3007	3194	4830	7231	<b>财务费用</b>	142	197	366	453
其他流动资产	1353	1401	2129	3025	<b>资产减值损失</b>	-101	-279	-100	-100
<b>非流动资产</b>	5421	6740	8081	9282	<b>公允价值变动收益</b>	-1	-25	0	0
长期投资	120	169	223	276	<b>投资净收益</b>	-18	26	0	0
固定资产	2084	2587	3046	3406	<b>营业利润</b>	1158	-175	1603	2494
无形资产	332	391	449	509	<b>营业外收入</b>	4	4	0	0
其他非流动资产	2885	3593	4363	5091	<b>营业外支出</b>	1	3	0	0
<b>资产总计</b>	14691	16806	21481	27766	<b>利润总额</b>	1161	-174	1603	2494
<b>流动负债</b>	7092	9239	12502	16542	<b>所得税</b>	131	-33	240	299
短期借款	3442	4903	6551	8273	<b>净利润</b>	1030	-141	1362	2194
应付账款	1778	2118	3175	4679	<b>少数股东损益</b>	277	-18	354	549
其他流动负债	1871	2218	2776	3589	<b>归属母公司净利润</b>	753	-123	1008	1646
<b>非流动负债</b>	1989	2083	2133	2183	<b>EBITDA</b>	1656	504	2612	3728
长期借款	1241	1341	1391	1441	<b>EPS (元)</b>	1.42	-0.22	1.78	2.91
其他非流动负债	748	741	741	741					
<b>负债合计</b>	9081	11322	14634	18725					
少数股东权益	887	869	1223	1772					
股本	565	565	565	565					
资本公积	2585	2598	2598	2598					
留存收益	1572	1452	2460	4106					
归属母公司股东权	4723	4615	5623	7269					
<b>负债和股东权益</b>	14691	16806	21481	27766					
<b>现金流量表</b>				单位:百万元	<b>主要财务比率</b>				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-3249	519	-166	240	<b>成长能力</b>				
净利润	1030	-141	1362	2194	<b>营业收入</b>	247.1%	-6.9%	65.0%	49.6%
折旧摊销	323	481	643	781	<b>营业利润</b>	128.7%	-115.1%	1015.4%	55.6%
财务费用	150	221	395	471	<b>归属于母公司净利</b>	114.6%	-116.3%	920.2%	63.3%
投资损失	-34	-26	0	0	<b>盈利能力</b>				
营运资金变动	-4833	-157	-2746	-3387	<b>毛利率 (%)</b>	17.6%	10.2%	18.7%	17.7%
其他经营现金流	5979	158	4288	5761	<b>净利率 (%)</b>	5.4%	-0.9%	4.7%	5.1%
<b>投资活动现金流</b>	-1146	-1627	-2004	-2003	<b>ROE (%)</b>	15.9%	-2.7%	17.9%	22.6%
资本支出	-1116	-1706	-1880	-1900	<b>ROIC (%)</b>	10.4%	0.1%	10.4%	13.0%
长期投资	-40	-69	-74	-73	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	10	148	-50	-30	<b>资产负债率 (%)</b>	61.8%	67.4%	68.1%	67.4%
<b>筹资活动现金流</b>	5090	1482	1303	1301	<b>净负债比率 (%)</b>	161.9%	206.4%	213.8%	207.1%
短期借款	2471	1460	1648	1723	<b>流动比率</b>	1.31	1.09	1.07	1.12
长期借款	514	100	50	50	<b>速动比率</b>	0.75	0.63	0.56	0.55
普通股增加	83	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	2010	13	0	0	<b>总资产周转率</b>	1.35	0.83	1.13	1.31
其他筹资现金流	13	-91	-395	-471	<b>应收账款周转率</b>	9.45	6.09	7.52	7.40
<b>现金净增加额</b>	696	376	-867	-462	<b>应付账款周转率</b>	9.37	6.04	6.64	6.77
					<b>每股指标(元)</b>				
					<b>每股收益</b>	1.42	-0.22	1.78	2.91
					<b>每股经营现金流薄</b>	-5.75	0.92	-0.29	0.42
					<b>每股净资产</b>	8.36	8.17	9.95	12.86
					<b>估值比率</b>				
					<b>P/E</b>	16.30	—	7.25	4.44
					<b>P/B</b>	2.77	1.58	1.30	1.01
					<b>EV/EBITDA</b>	10.16	24.57	5.72	4.61

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监；华安证券研究所所长，TMT 首席分析师；新财富最佳分析师。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。  
本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，  
A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）  
为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。