

普利特 (002324)

证券研究报告

2022年11月09日

藏器待时，迎储能大时代

为什么当前时间点关注普利特？1)海四达并表，储能进入加速发展和收获期，通信储能斩获中移动、中铁塔和印度 Exicom 等客户；家储进入大秦、沃太供应链；而大储则等待更多产能释放。2)传统业务安全边际已现，盈利见底+下游客户从传统车转向电动车，且有望跟着一级客户提升在电动车的市占率；3) LCP 业务则贡献了未来增长的期权。

收购海四达，家储、大储打开成长空间

通信储能：国内客户为中国移动、中国联通、中国铁塔等，海外为印度 Exicom。公司多次在大型通信运营商招标取得较高份额。通信储能规模大，费用率或低于家储、大储等，海四达整体净利率 2022H1 达 6.1%，铅改锂招标价格提升、规模效应+管理、运营能力提升，净利率有望不断改善。

家储&大储：家储方面，公司与优质客户紧密合作。1) 大秦：签订海外家庭储能项目，采购内容为约 78MWh 方形磷酸铁锂模组。2) 沃太：2022 年 1-6 月，海四达第五大客户为沃太能源，收入 5170 万，营收占比 4.5%。大储等待更多产能释放，2023Q4 6GWh 储能投产，用于家储和大储。

传统业务：从传统车切入新能源汽车，新赛道量价齐升

传统业务包括汽车材料板块、LCP 材料板块，其中超过 80%营收为汽车业务。看点在于：

1) 公司汽车业务以前主要在传统车，近几年主要开拓新能源汽车客户，增速较快。此外，新能源车价值量高于传统车（更需要轻量化，需要改性塑料），利润率也更高，因此传统业务部分也有望快速增长。

2) 利润率提升。上游原材料为石化产品，成本端随石油价格下降成本压力缓解。Q3 传统业务盈利有较大变化。对比金发科技、国恩股份，22Q3 净利率分别为 4%、4%，普利特 22Q3 净利率 5.9%，扣除海四达后传统业务净利率约 5%，高于同行。

LCP 材料：应用于高端通信材料，未来成长期权。产品主要为 LCP 树脂材料、LCP 薄膜材料和 LCP 纤维材料，可应用于高频高速高通量通讯、电子、航空航天等领域。公司紧抓 5G、AI 等新市场，未来有望向更多领域延展。

盈利预测与估值

我们预计普利特 2022-2024 年营收 64.2、125.1、172.6 亿元，同比增长 32%、95%、38%；归母净利 3.1、8、11.6 亿元，同比增长 1203%、160%、44%。由于储能、新能源汽车行业属性不同，因此采取分部估值。1) 海四达：我们预计 2022-2024 年并表利润 0.88、4.3、7 亿元。考虑海四达 2022-2024 年并表归母净利，以及同类型公司估值水平，给予 2023 年 PE 35X，对应市值 150.5 亿元。2) 传统业务：我们预计 2022-2024 年贡献净利 1.9、3.5、4.4 亿元，给予 2023 年 PE 25X，对应市值 87.5 亿元。

综合看，我们认为普利特合理市值 238 亿元，对应 2023 年 PE 30X，对应股价 23.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、原材料价格大幅上涨、扩产进度不及预期、新客户开拓不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,447.54	4,870.78	6,416.67	12,507.51	17,256.31
增长率(%)	23.54	9.52	31.74	94.92	37.97
EBITDA(百万元)	913.38	511.05	627.61	1,313.35	1,794.92
归属母公司净利润(百万元)	395.71	23.75	309.54	804.57	1,160.89
增长率(%)	139.99	(94.00)	1,203.45	159.92	44.29
EPS(元/股)	0.39	0.02	0.31	0.79	1.14
市盈率(P/E)	45.10	751.53	57.66	22.18	15.37
市净率(P/B)	6.61	6.85	6.05	4.93	3.91
市销率(P/S)	4.01	3.66	2.78	1.43	1.03
EV/EBITDA	16.41	29.48	30.80	17.76	11.92

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/塑料
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	17.6 元
目标价格	23.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,014.06
流通 A 股股本(百万股)	670.58
A 股总市值(百万元)	17,847.50
流通 A 股市值(百万元)	11,802.15
每股净资产(元)	2.72
资产负债率(%)	64.68
一年内最高/最低(元)	21.20/8.91

作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
唐婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 引言	4
2. 收购海四达，家储、大储打开成长空间	4
2.1. 电动工具：进入一线电动工具企业，产品品类丰富	4
2.2. 通信储能：客户集中度高但规模量大，利润率有望不断提升	6
2.3. 绑定优质客户，进入家储、大储领域	7
3. 传统业务：从传统车切入新能源汽车，新赛道量价齐升	8
3.1. 改性塑料行业延展性强、集中度低，市占率提升有较大空间	8
3.2. 从传统车到新能源汽车，改性塑料量利齐升	10
3.3. 2022Q3 出现盈利拐点，普利特盈利能力强于同类企业	11
3.4. LCP 材料：电子新材料，未来成长期权	12
4. 盈利预测与估值	12
4.1. 盈利预测：预计 2022-2024 年营收 64.2、125.1、172.6 亿元，同增 32%、95%、38%；归母净利 3.1、8、11.6 亿元，同增 1203%、160%、44%	13
4.2. 给予海四达部分 2023 年 PE 35X，传统业务部分 2023 年 PE 25X，给予“买入”评级	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1：海四达发展历史	4
图 2：海四达分产品毛利率（%）	7
图 3：海四达毛利率、净利率（%）	7
图 4：海四达家用储能 EB35	7
图 5：海四达工商业储能	7
图 6：沃太能源 2020 年家储全球第五名	8
图 7：沃太德国家储市场 2020 年市占率 4%	8
图 8：2011-2020 年中国改性塑料产量及增速（万吨，%）	9
图 9：2011-2018 年全球塑料改性化率（%）	9
图 10：改性塑料行业公司下游对比（亿元，%）	11
图 11：改性塑料上下游产业链	11
表 1：海四达业绩拆分	5
表 2：海四达主要客户销售收入及占比（万元，%）	5
表 3：海四达电动工具产品	6
表 4：中国铁塔 2022-2023 年备电磷酸铁锂电池集采（2022/7/15）	6
表 5：海四达重大合同	7

表 6: 海四达电池扩产计划 (GWh)	8
表 7: 不同领域塑料、改性塑料应用	9
表 8: 2021 年改性塑料公司收入、产销量、市占率情况 (亿元、%、万吨)	10
表 9: 车用改性塑料应用范围	10
表 10: 改性塑料企业毛利率、净利率对比 (%)	12
表 11: 普利特 LCP 材料、特征特性、典型应用	12
表 12: 普利特业绩拆分 (亿元)	14
表 13: 同类企业估值对比 (PE, 2022/11/9, Wind 一致预期)	15

1. 引言

为什么当前时间点关注普利特？1) 海四达并表，储能进入加速发展和收获期，通信储能斩获中移动、中铁塔和印度 Exicom 等客户；家储进入大秦、沃太供应链；而大储则等待更多产能释放。2) 传统业务安全边际已现，盈利见底+下游客户从传统车转向电动车，且有望跟着一级客户提升在电动车的市占率；3) LCP 业务则贡献了未来增长的期权。

随着海四达通信储能中标、海外家储业务拿到重大合同订单、普利特传统业务营收及利润在三季度出现拐点，公司正慢慢证明自身的实力。

2. 收购海四达，家储、大储打开成长空间

2.1. 电动工具：进入一线电动工具企业，产品品类丰富

收购海四达，快速切入成长性高的储能电池赛道。普利特在 2022 年 4 月非公开发行股票募集资金不超过 22 亿元用于收购海四达 79.8%股权、年产 12Gwh 方形锂离子电池一期项目（6Gwh）、年产 2Gwh 高比能高安全动力锂电池及电源系统二期项目。通过此次重组，上市公司将新增锂离子电池业务，快速切入储能、小动力锂电池等优质赛道。

图 1：海四达发展历史



资料来源：海四达官网、天风证券研究所

从海四达营收结构看，主要产品分为磷酸铁锂电池和三元圆柱电池。2022 年上半年，海四达营业收入 11.4 亿元，其中磷酸铁锂电池营业收入 3.02 亿元，占比 27%；三元圆柱电池营收 8 亿元，营收占比 71%。2022 年上半年三元圆柱电池为公司最主要营收来源，销量为 0.75GWh，单价约 1.07 元/wh，毛利率为 19.4%，主要应用领域为电动工具；磷酸铁锂电池销量 0.4GWh，单价 0.76 元/wh，毛利率为 8%，主要下游为通信储能。

表 1: 海四达业绩拆分

	单位	2020	2021	2022H1	
磷酸铁锂	产能	GWh	1.19	1.19	
	销量	GWh	0.37	0.76	0.40
	单价	元/wh	0.72	0.72	0.76
	营业收入	亿元	2.67	5.43	3.02
	毛利率	%	7.8%	-0.8%	8.0%
三元圆柱	产能	GWh	0.69	1	
	销量	GWh	0.45	1.2	0.75
	单价	元/wh	1.01	1.03	1.07
	营业收入	亿元	4.5	12.2	8.0
	毛利率	%	24.3%	22.7%	19.4%
其他	营业收入	亿元	0.93	0.73	0.33
	毛利率	%	41%	32%	4%
合计	总营业收入	亿元	8.11	18.34	11.39
	毛利率	%	20.8%	16.1%	15.8%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

三元圆柱电池主要用于电动工具、家用电器等，海四达客户结构优异。电动工具领域，海四达与国内外知名电动工具厂商建立合作关系，国内客户有：南京泉峰、TTI、浙江明磊、有维科技、宝时得等，海外客户方面，生产线通过了史丹利百得、博世的严格审核。家用电器领域，海四达客户有美的、科沃斯等。目前海四达前五大客户多数为电动工具客户，2022 年 1-6 月，前五大客户分别为 TTI、南京泉峰、浙江明磊、有维科技、沃太能源，营收分别为 2.3、1.5、0.95、0.75、0.52 亿元，占比分别为 19.6%、12.6%、8.2%、6.5%、4.5%，前五家共计营收占比 51.4%。与 2021 年相比，2022 上半年 TTI、南京泉峰、浙江明磊在收入占比提升，2021 年 TTI 收入金额为 1.4 亿元，2022 年上半年已实现 2.3 亿元收入。

表 2: 海四达主要客户销售收入及占比 (万元, %)

期间	客户名称	金额 (万元)	占比 (%)
2022 年 1-6 月	TTI	22,674	19.6%
	南京泉峰	14,568	12.6%
	浙江明磊	9,499	8.2%
	有维科技	7,484	6.5%
	沃太能源	5,170	4.5%
	合计	59,395	51.4%
2021 年	南京泉峰	20,603	11.1%
	Exicom	18,671	10.1%
	有维科技	17,329	9.4%
	TTI	14,201	7.7%
	浙江明磊	11,898	6.4%
	合计	82,703	44.6%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

产品品类多样，有 4Ah 大容量储备。公司三元圆柱产品用于电动工具、园林工具等，海四达产品系列齐全，从官网列出产品型号看，标称电压覆盖 10.8V-18V，标称容量覆盖 1.5Ah-4Ah，最大持续放电电流 10C。海四达 2021 年电动工具出货 1.2GWh，全球市占率约 7%，位列第六，国内企业中排名仅次于江苏天鹏、亿纬锂能、长虹三杰。2021 年，电动工具 1.5ah、2ah 产品比例逐步下降，2.5ah、3ah、4ah 产品比例逐步提升，海四达具备大容量 4.0ah 产品生产能力，有望随产品结构升级保持竞争力。

表 3：海四达电动工具产品

型号	标称电压	标称容量	标准充电倍率	最大持续放电电流
3ISR18650-1.5Ah	10.8V	1.5Ah	0.2C	10C
4ISR18650-1.5Ah	14.4V	1.5Ah	0.2C	10C
5ISR18650-2.0Ah	18V	2.0Ah	0.2C	10C
5ISR18650-2-4.0Ah	18V	4.0Ah	0.2C	10C

资料来源：海四达官网、天风证券研究所

2.2. 通信储能：客户集中度高但规模量大，利润率有望不断提升

磷酸铁锂电池下游主要在通信储能，下游客户为大型通信运营商。海四达主要客户为中国移动、中国联通、中国铁塔等，印度 Exicom 也为公司重要客户。公司多次在大型通信运营商招标取得较高份额。

- ✓ **中国铁塔**：在 2022 年 7 月发布的中国铁塔 2022-2023 年备电磷酸铁锂电池集采中，需求规模共 4GWh，电池组中标金额 35.2 亿元，其中海四达中标 720MWh，中标份额 18%，电池组报价 0.84 元/Wh。
- ✓ **中国移动**：2021 年 7 月中国移动发布 2021-2022 年通信用磷酸铁锂电池产品集中采购候选人名单，需求量 2.95GWh，其中海四达中标 184MWh，单价 0.74 元/Wh。
- ✓ **印度 Exicom**：Exicom 于 1994 年成立于印度，主要业务围绕电信、储能、充电设施等。海四达主要为其提供磷酸铁锂电池，用于通信基站储能。2021 年 Exicom 为公司第二大客户，营收 1.87 亿元，营收占比 10.1%。

表 4：中国铁塔 2022-2023 年备电磷酸铁锂电池集采（2022/7/15）

公司名称	电池组报价（元/Wh）	中标份额（%）	中标规模（MWh）	电池组中标金额（万元）
双登集团	0.89	22%	880	78320
海四达电源	0.84	18%	720	60480
中天科技	0.97	15%	600	58200
拓邦股份	0.88	13%	520	45760
光宇电源	0.86	11%	440	37840
智泰新能源	0.86	9%	360	30960
南都电源	0.85	7%	280	23800
圣阳电源	0.85	5%	200	17000
科信通信	0.9			
鹏辉能源	0.95			
博磊新能源	0.93			
合计		100%	4000	352360

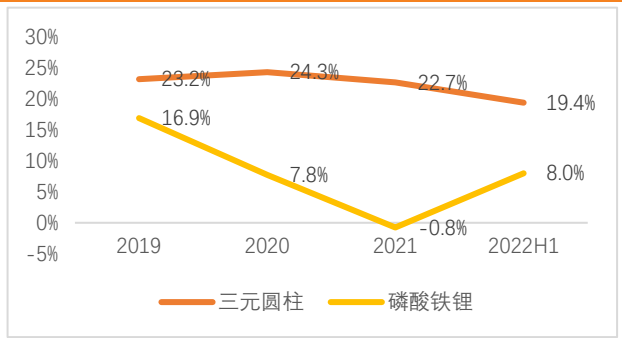
资料来源：北极星储能网、天风证券研究所

通信下游客户集中度高，但规模大、提升运营效率，利润率有望不断提升。通信储能下游客户以大型通信运营商为主，客户集中度高，电池供应商议价能力相对较低。但从实际招标价格来看，中标价格并没有逐年下降，且利润率有提升空间。

- ✓ **通信储能中标价**：2020 年 5 月，海四达中标中国移动 2020 年通信用磷酸铁锂采购项目（1.95GWh），中标价 0.68 元/Wh；2021 年 7 月，海四达中标中国移动 2021-2022 年通信用磷酸铁锂电池项目（2.95GWh），中标价 0.74 元/Wh；2022 年 7 月，海四达中标中国铁塔 2022-2023 年备电磷酸铁锂项目（4GWh），中标价 0.84 元/Wh。
- ✓ **利润率**：海四达 2022 年以前磷酸铁锂电池主要用于通信储能，磷酸铁锂电池 2019、2020、2021、2022H1 毛利率分别为 16.9%、7.8%、-0.76%、8%。2021 年毛利率为负，主要系受疫情影响，2020 年对 Exicom 部分产品未发货，2021 年初恢复供货，出于防止库存积压、维护客户关系等因素，售价有所降低，且受到材料价格大幅上涨的影响。虽然通信储能（磷酸铁锂电池）毛利率低于三元圆柱，但单个客户规模量大，

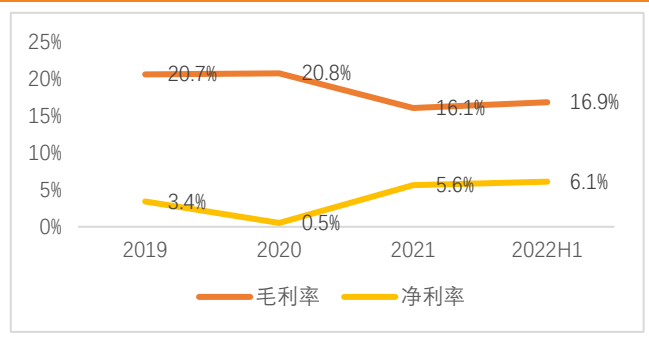
我们预计费用率或低于家储、大储等下游。海四达整体净利率 2022H1 达 6.1%，后续规模效应+管理、运营能力提升，净利率有望不断改善。

图 2：海四达分产品毛利率（%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：海四达毛利率、净利率（%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3. 绑定优质客户，进入家储、大储领域

目前海四达官网储能产品主要为家用储能、工商业储能。以家用储能 EB35 为例，标称容量 3.5kwh，额定电压 51.2V，净重 65kg，设计寿命大于 15 年。产品 EB 70、EB140 分别将单个模块扩展成 2 个、4 个，标称容量分别为 7kwh、14kwh，满足更大容量家储产品。工商业储能产品电池模块为 M48100，单个电压 51.2V，额定容量 100Ah，设计循环寿命 1 万次。电池模块可组合为不同产品，如 HBS750，额定电压 768V，标称容量 76.8kwh；HBS 1500，标称容量 153.6kwh。

图 4：海四达家用储能 EB35



资料来源：海四达官网、天风证券研究所

图 5：海四达工商业储能



资料来源：海四达官网、天风证券研究所

海四达与优质储能系统客户紧密合作，并拿下重要长单。公司重要客户有大秦、沃太能源等。1) 大秦：今年 9 月公告储能业务重大合同，签订海外家庭储能项目，采购内容为约 78MWh 方形磷酸铁锂模组，该项目计划 2022 年 9 月-12 月执行完毕。2) 沃太：2022 年 1-6 月，海四达第五大客户为沃太能源，收入 5170 万，营收占比 4.5%。大秦、沃太之外，其他客户公司也在做验证。

表 5：海四达重大合同

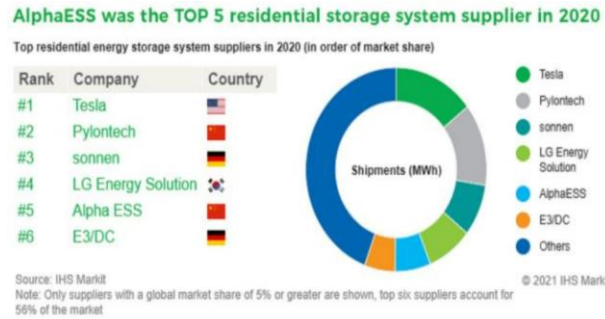
公告日期	项目	采购内容	项目时间
2022.9.6	中国铁塔 2022-2023 年备用磷酸铁锂电池集中招标	0.72GWh 磷酸铁锂电池组	2022 年 8 月-2023 年 8 月
2022.9.6	大秦新能源（泰州）海外家庭储能项目	78MWh 方形磷酸铁锂模组	2022 年 9 月-12 月

资料来源：公司公告、天风证券研究所

产品结构变化，利润率有望改善。家庭储能终端市场主要在欧洲、美国、澳大利亚等地区。

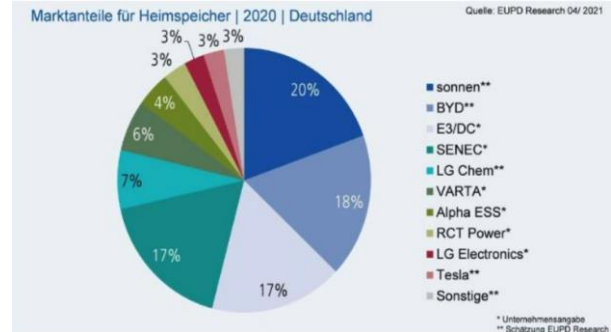
沃太在全球家储市场已有一定知名度，根据 IHS Markit，2020 年全球家庭储能出货量约 4.5GWh，沃太占全球约 15% 市场份额，排名第五。即使在品牌要求较高的德国，2020 年沃太在德国家储市场占 4% 市场份额，排名第七。随着海外家庭储能占比提升，且海四达客户品牌力较强，海四达自身的家储电池利润率也有望改善。

图 6：沃太能源 2020 年家储全球第五名



资料来源：沃太能源官网、天风证券研究所

图 7：沃太德国家储市场 2020 年市占率 4%



资料来源：沃太能源官网、天风证券研究所

产能迅速扩张，抓住家储、大储机遇。从产能规划看，公司扩产速度较快。三元圆柱电池方面，2022 年 8 月有 2GWh 产能，公司预计 2022 年底新增 1GWh。方形磷酸铁锂储能扩产进度远远快于三元圆柱，公司现有方形磷酸铁锂 1.3GWh，此外公司在 2022 年 4 月公告拟定增 22 亿元用于收购海四达 79.8% 股权、年产 12GWh 方形锂离子电池一期项目（年产 6GWh）、年产 2GWh 高比能高安全动力锂电池及电源系统二期项目。其中 6GWh 方形锂电预计在 2023 年四季度投产，主要用于家用储能、工商业储能、集装箱储能。到 2023 年末，公司预计有 7.3GWh 方形铁锂产能，抓住储能行业风口。

表 6：海四达电池扩产计划 (GWh)

	2021	2022E	2023E	备注
三元圆柱	2	3	3	1GWh 预计 2022 年底投产
方形磷酸铁锂	1.3	1.3	7.3	
现有方形铁锂	1.3	1.3	1.3	主要用于通信储能
定增 6GWh 铁锂			6	预计 2023Q4 投产，主要用于户用储能、工商业储能、集装箱储能
锂电池合计	3.3	4.3	10.3	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 传统业务：从传统车切入新能源汽车，新赛道量价齐升

3.1. 改性塑料行业延展性强、集中度低，市占率提升有较大空间

改性塑料在塑料基础上加工改性，整体性能优于塑料。塑料有质量轻、强度高、绝缘、耐磨等优势，但存在耐热性差、热膨胀系数大、耐低温等缺点，因此一些对材料性能要求高的使用场景中，需要对塑料进行改性处理。塑料改性指在通用塑料、工程塑料、特种塑料的基础上，添加合适的助剂、填料或其它成分，经过填充、增韧等手段加工改性，改性塑料在阻燃性、强度、抗冲击性、耐老化等方面性能优于塑料。

改性塑料下游延展性强，应用于家电、汽车、电子等领域。在汽车、电子电气、通讯等使用场景复杂、改性要求较高的领域，多数常规塑料无法直接用于制造产品，改性塑料得到广泛应用：

- ✓ **家电：**各类家电结构件、功能件、有特殊外观/功能要求的部件，以及与人体、食品或发热期间接触的部件中，对材料机械性能、阻燃、无毒无味等特性要求高。例如洗衣

机滚筒、电视机壳体、厨房电器内外组件等。

- ✓ **汽车**：汽车外饰件需长期在日晒雨淋等条件下使用，内饰件对气味要求严苛，动力总成部件工作环境温度高，因此对材料耐热、耐候、机械性能、低散发等特性要求严格。例如汽车保险杠、门板、发动机功能件等需要用改性塑料。
- ✓ **电子电气**：材料通常需长期与电子器件或各类化学品等接触，要求材料具备良好的阻燃、耐热、耐化学品和尺寸稳定性。改性塑料用于电控盒、连接器、电机线圈骨架等。

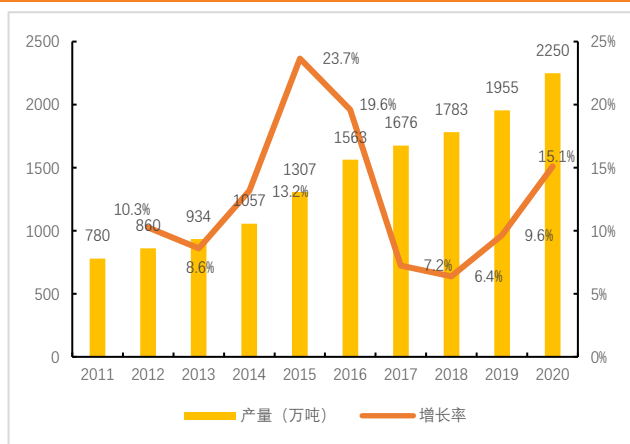
表 7：不同领域塑料、改性塑料应用

下游领域	塑料应用情况	改性塑料应用情况
家电	在非结构类常规外观件和使用条件要求较低的电器等部件或产品中应用多。	在各类家电结构件、功能件、有特殊外观或功能要求的部件以及与人体、食品或发热器件接触的部件中，对 材料机械性能、阻燃、无毒无味等特性要求高 。
汽车	汽车材料使用环境苛刻、要求较高，常规塑料很难满足使用要求，故很少使用。	汽车外饰件需长期在日晒雨淋等条件下使用，内饰件对气味要求严苛，动力总成部件工作环境温度高，因此对 材料耐热、耐候、机械性能、低散发等特性要求严格 ，因此主要使用改性塑料。
电子电气	电子电气领域通常对材料有耐热、阻燃以及电性能方面的特殊要求，常规塑料无法满足，很少直接应用。	材料通常需长期与电子器件或各类化学品等接触，要求材料具备良好的阻燃、耐热、耐化学品和尺寸稳定性。
产品包装	大部分普通包装材料，常规塑料能满足使用要求，例如编织袋、一次性塑料袋、泡沫塑料包装等。	改性塑料主要用于对包装材料有 特殊抗静电或抗菌要求 的下游产品，例如 IC 芯片托盘、药品和医疗器械包装等。
家具建材	在使用场景和性能要求较为简单的常规管材和板材中大量应用。	改性塑料主要应用于卫浴、箱包、户外建材等领域 对材料外观、耐寒、耐候性能有特殊的要求 的产品，

资料来源：会通股份招股说明书、天风证券研究所

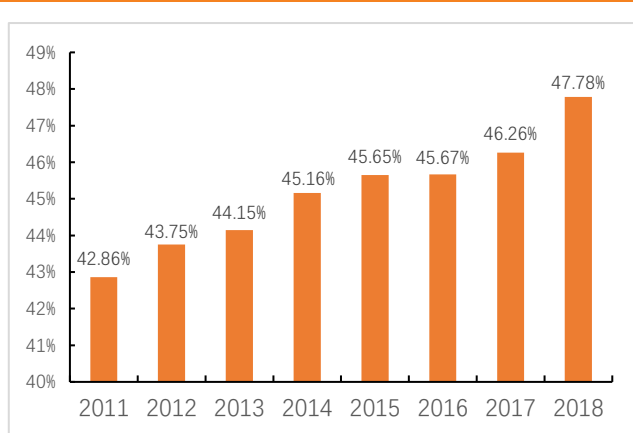
塑料改性化率提升，改性塑料有望保持双位数增长。我国改性塑料发展始于 20 世纪 90 年代，伴随“以塑代钢”、“以塑代木”推进，改性设备及技术成熟，工业体系完善，改性塑料产量保持较快增速。2011-2020 年，中国改性塑料产量从 780 万吨提升到 2250 万吨，年均复合增速 12%。虽然塑料下游应用领域广泛，整体行业难以有较快增速，但全球塑料改性化率在不断提升，从 2011 年为 42.9%提升至 2018 年 47.8%，因此改性塑料行业增速快于塑料行业增速。随着改性塑料在新领域加速渗透（如新能源汽车），改性塑料行业产销量有望保持双位数增长。

图 8：2011-2020 年中国改性塑料产量及增速（万吨，%）



资料来源：国家统计局、前瞻产业研究院、天风证券研究所

图 9：2011-2018 年全球塑料改性化率（%）



资料来源：智研咨询、会通股份招股说明书、天风证券研究所

改性塑料行业集中度较低，普利特提升空间较大。海外改性塑料企业主要有巴斯夫、陶氏、沙特基础工业公司。巴斯夫是德国一家大型化工企业，全球超过 360 个工厂或生产基地，在汽车用改性塑料领域有较强的竞争力，2019 年全球市占率约 12.3%。国内改性塑料企

业有金发科技、会通股份等，2021 年国内改性塑料产量 2193 万吨，金发、国恩、会通、道恩、南京聚龙、普利特改性塑料产量分别为 183、34、40、28、12、34 万吨，市占率分别为 8.33%、1.55%、1.84%、1.27%、0.57%、1.57%。集中度较低，普利特市占率提升有较大空间。

表 8：2021 年改性塑料公司收入、产销量、市占率情况（亿元、%、万吨）

公司名称	改性塑料相关业务收入（亿元）	市占率（%，产量）	改性塑料产量（万吨）	改性塑料销售量（万吨）
金发科技	253.28	8.33%	182.78	174.53
国恩股份	47.63	1.55%	33.97	34.41
会通股份	49.01	1.84%	40.35	39.10
道恩股份	42.61	1.27%	27.93	27.42
南京聚隆	16.59	0.57%	12.46	12.50
普利特	48.71	1.57%	34.34	34.05

资料来源：各公司公告、天风证券研究所

3.2. 从传统车到新能源汽车，改性塑料量利齐升

改性塑料密度低、强度高，在汽车内饰、外饰、动力总成等各方面广泛应用。改性塑料具有轻质、节能、环保等特点。1kg 塑料可以替代 2-3kg 钢或更重的材料，而汽车自重每下降 10%，油耗可以降低 6%-8%。因此增加塑料使用量可降低整车成本、重量，并达到节能效果。改性塑料可用于汽车内饰、外饰、电子电气、动力总工程等多种零部件中。

改性塑料为汽车轻量化提供较大空间，中国乘用车改性塑料使用率低于欧美国家平均水平。在现代汽车主要材料构成中，钢材占比 55%~60%，为轻量化材料替代提供较大空间。当前改性塑料使用量最高的是德系车，使用率达 25%，单车用量 340~410 千克。欧美国家平均使用率达 19%，单车用量 250~310 千克。我国乘用车的改性塑料使用率只有 13%，用量约为 160 千克，远远低于欧美国家，仍有很大的提升空间。

表 9：车用改性塑料应用范围

应用范围	零部件
内饰	仪表板、副仪表板、门护板、立柱护板、门槛压板、座椅护板等
外饰	保险杠、散热器格栅、前风挡版、防擦条、后视镜、挡泥板等
电子电气	大灯、尾灯、空调壳体、组合仪表、开关面板、保险丝盒、接插件等
动力总成	空滤壳体、谐振腔、燃油管、膨胀箱、齿轮罩盖、进气歧管、皮带张紧器、活性炭罐、进气管、气门室罩等

资料来源：会通股份招股说明书、天风证券研究所

改性塑料密度较低，有助于新能源汽车轻量化，提高动力性能。从传统车到新能源汽车，新能源汽车需要增加电池、电机和电控系统，相比传统车增重 5%-25%之间。基于行业内新能源车型数据，整车重量减少 10%，动力性可提高 6%左右。因此我们认为相比传统车，新能源汽车对改性塑料的应用更为迫切，且单车使用改性塑料数量预计超过传统车，整车 ASP 提高，且质量要求更高。

客户为国内外一线车企，突破重点客户后份额有望不断提升。公司为国内外多家汽车制造商提供服务，包括宝马、奔驰、大众、通用、福特、克莱斯勒、长城、吉利、比亚迪、长安、奇瑞等，公司突破重点客户后份额有望不断提升。与改性塑料其它公司相比，普利特更聚焦汽车领域，2019-2021 年汽车占营收比例达到 85.6%、82%、84.6%，而其它企业南京聚龙营收占比在 50-60%，会通股份营收占比在 20-25%。

图 10：改性塑料行业公司下游对比（亿元，%）

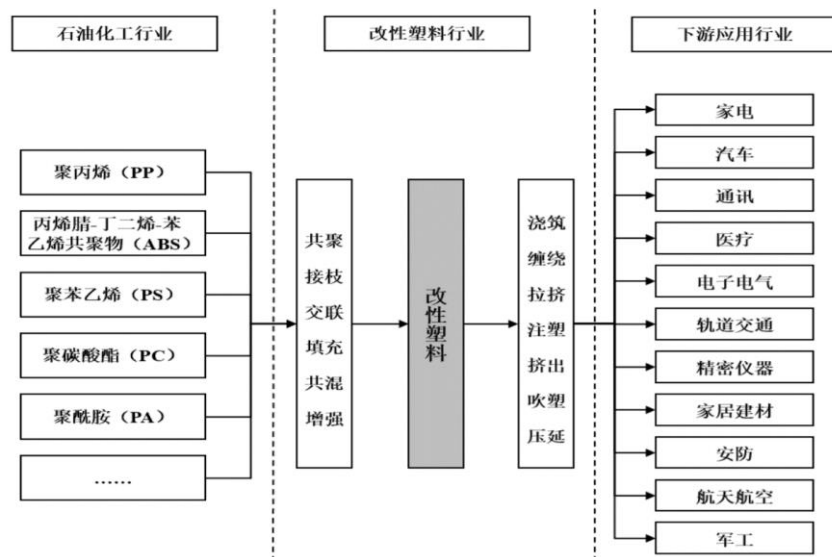
公司名称	应用领域	2019		2020		2021	
		金额	营收占比	金额	营收占比	金额	营收占比
普利特	汽车领域	30.81	85.59%	36.46	81.97%	41.21	84.60%
南京聚隆	汽车零部件	5.53	58.03%	6.37	55.95%	9.43	56.83%
会通股份	汽车	8.79	22.20%	8.51	21.17%	10.61	22.82%
国恩股份	改性材料（家电、汽车、消费电子、物联网硬件等）+复合材料（充电桩、汽车、畜牧机械、智慧灯杆、建筑等）	37.54	74%	41.24	57%	64.51	66%
道恩股份	改性塑料类（汽车、家电、医疗、通讯、消费电子、畜牧行业等）	19.86	72.59%	35.78	80.90%	32.04	75.20%
金发科技	改性塑料（汽车、家电、电子电气、新能源、玩具、环保、其他等）	174.29	60.03%	204.08	58.92%	253.28	63.93%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.3. 2022Q3 出现盈利拐点，普利特盈利能力强于同类企业

上游大宗产品价格波动大，下游定制化导致改性塑料盈利波动较大。改性塑料上游为石油化工行业，上游原材料为 PP、ABS 等石油基树脂和助剂，属于大宗商品，有着成熟的交易机制和价格体系。而下游主要为汽车、家电等，由于不同客户、不同场景塑料需求不同，产品偏定制化，价格缺乏统一交易的市场。因此采购端价格波动传导到下游有一定滞后，因此短时间内造成改性塑料毛利率波动较大。

图 11：改性塑料上下游产业链



资料来源：会通股份招股书、天风证券研究所

三季度出现盈利拐点，预计产品结构调整提升利润率。从毛利率、净利率水平看，2019-2021 年普利特相对其它改性塑料同行企业没有明显优势。以 2021 年毛利率为例，普利特为 10.8%，金发科技、国恩股份、会通股份分别为 16.6%、14.8%、9.4%。今年三季度，普利特毛利率 16.4%，金发、国恩、会通毛利率分别为 14.7%、9.5%、10.2%；普利特净利率为 5.9%，金发、国恩、会通净利率分别为 4%、4%、0.9%。扣除海四达后传统业务净利率约 5%，仍高于同行，我们认为原因系产品结构变化，新能源汽车产品占比提升使得整体利润率相对改性塑料其他同行优势更加明显。

表 10：改性塑料企业毛利率、净利率对比（%）

	上市公司	2019	2020	2021	2022Q1	2022Q2	2022Q3
毛利率	金发科技	16.0%	25.8%	16.6%	16.9%	15.4%	14.7%
	国恩股份	17.6%	19.5%	14.8%	11.7%	16.8%	9.5%
	会通股份	14.5%	16.8%	9.4%	11.5%	8.2%	10.2%
	道恩股份	16.9%	27.8%	12.2%	9.2%	9.2%	9.4%
	南京聚隆	15.9%	18.4%	11.6%	12.0%	10.1%	13.1%
	普利特	19.1%	21.3%	10.8%	11.5%	12.5%	16.4%
净利率	金发科技	4.3%	13.2%	4.1%	4.5%	3.8%	4.0%
	国恩股份	7.9%	10.3%	6.7%	4.9%	8.3%	4.0%
	会通股份	3.1%	4.4%	1.1%	2.4%	0.0%	0.9%
	道恩股份	6.5%	19.7%	5.8%	4.6%	4.3%	3.2%
	南京聚隆	3.1%	5.4%	1.8%	3.4%	1.6%	1.8%
	普利特	4.6%	9.0%	0.4%	1.9%	2.1%	5.9%

资料来源：Wind、天风证券研究所

3.4. LCP 材料：电子新材料，未来成长期权

LCP 为公司的电子新材料产品。产品主要为 LCP 树脂材料、LCP 薄膜材料和 LCP 纤维材料，可广泛应用于高频高速高通量通讯、电子、军工、航空航天等领域。国内市场来看主要竞争对手是金发科技、沃特股份；国际市场主要竞争对手有塞拉尼斯、日本宝理、住友化学、日本村田、日本可乐丽等。

改性塑料上下游一体化拉通，提升利润率水平。普利特充分掌握从 LCP 树脂合成到 LCP 改性、LCP 薄膜和 LCP 纤维的生产制造全流程，并覆盖到相关产品，如挠性覆铜板（FCCL）、印制电路板（PCB）、柔性电路板（FPC）等产业链的应用。向上下游延申使得公司利润率进一步提升。

应用于高端通信材料，未来成长期权。公司高度重视电子新材料行业，尤其在 5G 通信技术背景下高端通信材料的发展机遇，布局 LCP 材料全产业链以及特种聚合物。LCP 主要用于 5G 高频高速通信材料、电子连接器、以及其他特殊结构件等。公司 LCP 产品可分为 LCP 纤维、LCP 薄膜、LCP 材料，LCP 纤维具有高比强度、耐高低温特性，可用于线缆；LCP 薄膜具有低介电常数、低介电损耗特性，可应用于 5G 天线、耳机震膜；LCP 材料耐气候性、耐辐射性良好，具有优异的阻燃性，可用于各种高速连接器。公司紧抓 5G、AI 等新市场，未来有望向更多领域延展。

表 11：普利特 LCP 材料、特征特性、典型应用

材料种类	产品牌号	特征特性	典型应用
LCP 纤维	LCP 纤维	高比强度、耐高低温	线缆
LCP 薄膜	LCP 薄膜	低介电常数、低介电损耗	5G 天线、耳机震膜
	KG300-130	基本级	通用连接器/高速高频连接器/电池座/输入输出连接器
LCP 材料	KG300-Q01	低翘曲	通用连接器/高速高频连接器/SIM 卡座
	KG300-Q02	高流动、低翘曲	内存插槽 / 输入输出连接器

资料来源：普利特官网、天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测: 预计 2022-2024 年营收 64.2、125.1、172.6 亿元, 同增 32%、95%、38%; 归母净利 3.1、8、11.6 亿元, 同增 1203%、160%、44%

普利特业务主要分为海四达 (三元小圆柱、磷酸铁锂电池)、传统业务 (汽车、LCP)。其中海四达在 2022 年 9 月开始并表。我们将公司业绩拆分如下:

海四达:

1) **三元小圆柱**: 我们预计 2022-2024 年出货 2、3、3GWh, 对应数量 2.4、3.6、3.6 亿颗。假设 2022-2024 年单颗收入分别为 8.7、7.8、7 元/颗, 2023、2024 年同降 10%、10%。三元小圆柱主要下游为电动工具, 若下游需求不景气价格可能出现下降。预计 2022-2024 年营收 18.5、24.9、22.5 亿元。

2) **磷酸铁锂**: 分为通信储能、家储&大储。

✓ 其中通信储能: 我们预计 2022-2024 年出货 0.8、1.5、2.5GWh; 单价分别为 0.76、0.91、0.82 元/wh, 同增 6%、20%、-10%, 2023 年主要考虑中国铁塔中标价格 0.84 元/wh, 高于 2020-2021 年移动中标价格, 且碳酸锂价格或进一步推升电池价格, 后续中标价有望提升, 而 2024 年价格或因碳酸锂价格下降回落; 预计 2022-2024 年营收分别为 6.1、13.7、20.5 亿元。

✓ 其中家储&大储: 我们预计 2022-2024 年出货 0.2、2、5.5GWh; 单价分别为 0.85、1.02、0.92 元/wh, 2023 年增长 20%, 2024 年减少 10%, 2023 年单价提升主要考虑碳酸锂涨价且储能电池较为紧缺, 因此我们预计 2023 年均价有较大幅度提升, 2024 年供需情况或缓解电池价格下降。预计 2022-2024 年营收分别为 1.7、20.4、50.5 亿元。

考虑公司还有部分软包等其他业务, 我们预计海四达 2022-2024 年营收 27.3、60.1、94.6 亿元; 净利率 8%、8.3%、8.5%, 净利润 2.2、5、8 亿元。考虑股权比例, 我们预计 2022-2024 年海四达并表利润 0.88、4.3、7 亿元。

传统业务: 主要分为汽车业务、LCP 材料。

1) **汽车业务**: 我们预计 2022-2024 年营收分别为 52.9、63.5、76.2 亿元, 净利率分别为 3.2%、4.9%、5.1%, 净利润分别为 1.7、3.1、3.9 亿元。净利率逐年提升, 原因为新能源车业务占比预计提升, 盈利能力更好, 且规模效应带来整体利润率不断提升。

2) **LCP**: 我们预计 2022-2024 年营收分别为 1.25、1.5、1.8 亿元, 净利率分别为 16%、28%、28%, 净利润分别为 0.2、0.4、0.5 亿元。LCP 业务我们预计有较高净利率, 对比巴斯夫材料板块 (包括异氰酸酯、聚酰胺和无机基础产品, 以及塑料和塑料加工产品), 2021 年税息折旧及摊销前利润率达到 21%, 普利特向上游布局且成本控制能力出色, 随着产品品类高端化我们预计 LCP 材料有望取得较高利润率。

考虑海四达及传统业务部分, 我们预计普利特 2022-2024 年营业收入分别为 64.2、125.1、172.6 亿元, 同增 32%、95%、38%。归母净利 3.1、8、11.6 亿元, 同增 1203%、160%、44%。

表 12：普利特业绩拆分（亿元）

		单位	2021	2022E	2023E	2024E		
三元小圆柱	出货量	GWh	1.2	2	3	3		
		亿颗		2.4	3.6	3.6		
	单颗收入	元, 含税		8.7	7.8	7.0		
	YOY				-10%	-10%		
	营收	亿元	12.2	18.5	24.9	22.5		
	磷酸铁锂	出货量		0.76	1	3.5	8	
		营收		5.4	7.8	34.1	71.0	
	海四达	出货量	GWh	0.76	0.8	1.5	2.5	
		其中通信储能	单价	元/wh	0.72	0.76	0.91	0.82
			YOY		6%	20%	-10%	
营业收入		亿元	5.4	6.08	13.7	20.5		
其中家储、大储		出货量	GWh		0.2	2.0	5.5	
		单价	元/wh		0.85	1.02	0.92	
		YOY				20%	-10%	
营业收入		亿元		1.7	20.4	50.5		
其他领域		营业收入	亿元		1.0	1.1	1.1	
		YOY				5%	5%	
	营收合计	亿元	18.3	27.3	60.1	94.6		
	净利率	亿元	5.6%	8%	8.3%	8.5%		
	海四达利润	亿元	1.02	2.2	5.0	8.0		
	权益比例	%		79.8%	87%	87%		
	并表利润	亿元		0.88	4.3	7.0		
传统业务	营业收入	亿元		52.9	63.5	76.2		
	YOY	%			20%	20%		
	净利率	%		3.2%	4.9%	5.1%		
	利润	亿元		1.7	3.1	3.9		
	LCP	营业收入	亿元		1.25	1.5	1.8	
		YOY	%			20%	20%	
净利率		%		16%	28%	28%		
	利润	亿元		0.2	0.4	0.5		
	普利特营业收入	亿元	48.7	64.2	125.1	172.6		
	YOY			32%	95%	38%		
	普利特扣非利润	亿元	-0.39	2.8	7.8	11.3		
	非经	亿元	0.63	0.3	0.1	0.2		
	普利特归母净利	亿元	0.24	3.1	8.0	11.6		
	YOY			1203%	160%	44%		

资料来源：Wind、天风证券研究所

4.2. 给予海四达部分 2023 年 PE 35X，传统业务部分 2023 年 PE 25X，给予“买入”评级

海四达储能业务为公司最大看点，公司在行业快速增长时期快速扩产，绑定优质客户，从通信储能进入家储、大储领域，实现快速增长。传统业务主要为汽车业务，公司不断开拓新能源汽车客户，增速明显。由于储能、新能源汽车行业属性不同，因此我们采取分部估值。

- ✓ 海四达：我们预计 2022-2024 年营收 27.3、60.1、94.6 亿元，净利润 2.2、5、8 亿元，并表利润 0.88、4.3、7 亿元。由于海四达大部分利润来自储能，因此对标储能企业派能科技、鹏辉能源、德业股份，2023 年 PE 分别为 22、28、43X，考虑海四达 2022-2024 年并表归母净利，以及同类型公司估值水平，给予 2023 年 PE 35X，对应市值 150.5 亿元。

- ✓ 传统业务：汽车业务参考新能源车汽零企业拓普集团、三花智控，2023 年 PE 分别为 33、29X，由于拓普、三花为细分领域龙头，享有一定估值溢价，因此给予普利特传统业务 2023 年 PE 25X，对应市值 87.5 亿元。

综合看，我们认为普利特合理市值 238 亿元，对应 2023 年 PE 30X，对应股价 23.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：同类企业估值对比（PE，2022/11/9，Wind 一致预期）

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
储能	派能科技	146	96	50	22	16
	鹏辉能源	207	112	49	28	20
	德业股份		81	73	43	29
新能源车汽零	拓普集团	65	57	47	33	24
	三花智控	61	54	37	29	23

资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 风险提示

行业竞争加剧：进入储能电池领域的企业越来越多，可能出现产品同质化现象，加剧行业竞争。

原材料价格大幅上涨：若电芯价格进一步提升，材料成本大幅提高，如不能向下游顺利传导，对公司产品盈利造成影响。

扩产进度不及预期：公司目前磷酸铁锂产能较小，需要以扩产来支撑业绩增长。若扩产进度不及预期，产能不能如期释放，会影响公司业绩。

新客户开拓不及预期：公司下游客户相对分散，若新客户开拓不顺利，影响公司产品规模及业绩增长。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	285.58	386.84	513.33	1,000.60	1,380.50
应收票据及应收账款	1,537.47	1,713.30	2,920.96	6,807.10	6,135.13
预付账款	94.73	137.37	156.55	528.86	490.23
存货	678.18	839.94	1,070.54	2,813.46	2,673.95
其他	445.57	364.53	352.48	451.78	541.75
流动资产合计	3,041.53	3,441.98	5,013.86	11,601.81	11,221.56
长期股权投资	13.23	9.85	9.85	9.85	9.85
固定资产	870.25	749.67	665.15	580.62	496.10
在建工程	33.50	49.63	49.63	49.63	49.63
无形资产	163.73	126.10	119.97	113.84	107.71
其他	287.26	240.06	236.63	234.83	236.95
非流动资产合计	1,367.96	1,175.31	1,081.23	988.77	900.24
资产总计	4,409.49	4,617.29	6,095.08	12,590.58	12,121.80
短期借款	976.04	1,273.30	1,881.40	5,519.04	4,945.04
应付票据及应付账款	422.24	503.79	671.89	1,727.05	1,800.57
其他	179.56	119.23	381.52	675.09	747.20
流动负债合计	1,577.85	1,896.32	2,934.81	7,921.18	7,492.80
长期借款	3.08	0.00	148.21	987.05	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	41.01	50.36	44.78	45.38	46.84
非流动负债合计	44.10	50.36	193.00	1,032.43	46.84
负债合计	1,672.13	1,999.82	3,127.80	8,953.61	7,539.64
少数股东权益	39.08	13.68	15.08	18.52	23.30
股本	845.05	1,014.06	1,014.06	1,014.06	1,014.06
资本公积	179.50	190.32	190.32	190.32	190.32
留存收益	1,650.19	1,462.63	1,741.22	2,425.10	3,377.03
其他	23.53	(63.23)	6.60	(11.03)	(22.55)
股东权益合计	2,737.36	2,617.47	2,967.28	3,636.97	4,582.16
负债和股东权益总计	4,409.49	4,617.29	6,095.08	12,590.58	12,121.80

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	398.11	21.00	309.54	804.57	1,160.89
折旧摊销	96.56	99.11	90.65	90.65	90.65
财务费用	40.03	39.99	53.96	143.38	190.66
投资损失	(9.82)	(14.51)	(15.00)	(17.00)	(17.00)
营运资金变动	(398.01)	(290.02)	(1,171.79)	(4,749.55)	905.12
其它	286.73	7.94	(99.94)	4.04	5.83
经营活动现金流	413.60	(136.48)	(832.58)	(3,723.90)	2,336.15
资本支出	139.27	(122.55)	5.58	(0.60)	(1.46)
长期投资	(0.31)	(3.37)	0.00	0.00	0.00
其他	(372.23)	203.72	212.42	17.60	18.46
投资活动现金流	(233.27)	77.80	218.00	17.00	17.00
债权融资	(54.57)	257.80	702.36	4,333.09	(1,751.71)
股权融资	80.24	42.66	38.71	(138.92)	(221.53)
其他	(138.70)	(149.53)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(113.02)	150.93	741.07	4,194.17	(1,973.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	67.30	92.25	126.49	487.27	379.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,447.54	4,870.78	6,416.67	12,507.51	17,256.31
营业成本	3,498.52	4,342.89	5,290.54	10,281.18	14,110.49
营业税金及附加	20.74	19.93	26.50	50.03	86.28
销售费用	47.77	43.55	57.75	112.57	172.56
管理费用	145.74	128.82	160.42	312.69	431.41
研发费用	212.84	248.54	308.00	600.36	828.30
财务费用	41.85	36.38	53.96	143.38	190.66
资产/信用减值损失	(81.80)	(87.55)	(75.00)	(82.00)	(90.00)
公允价值变动收益	1.03	(1.09)	(101.50)	0.00	0.00
投资净收益	9.82	14.51	15.00	17.00	17.00
其他	93.10	90.37	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	457.94	34.41	358.00	942.31	1,363.61
营业外收入	8.85	7.43	8.00	9.00	9.00
营业外支出	1.99	6.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	464.81	34.93	366.00	951.31	1,372.61
所得税	66.70	13.93	54.90	142.70	205.89
净利润	398.11	21.00	311.10	808.61	1,166.72
少数股东损益	2.40	(2.74)	1.56	4.04	5.83
归属于母公司净利润	395.71	23.75	309.54	804.57	1,160.89
每股收益(元)	0.39	0.02	0.31	0.79	1.14

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	23.54%	9.52%	31.74%	94.92%	37.97%
营业利润	151.98%	-92.49%	940.43%	163.21%	44.71%
归属于母公司净利润	139.99%	-94.00%	1203.45%	159.92%	44.29%
获利能力					
毛利率	21.34%	10.84%	17.55%	17.80%	18.23%
净利率	8.90%	0.49%	4.82%	6.43%	6.73%
ROE	14.67%	0.91%	10.49%	22.24%	25.46%
ROIC	13.68%	1.26%	10.44%	20.80%	14.52%
偿债能力					
资产负债率	37.92%	43.31%	51.32%	71.11%	62.20%
净负债率	25.34%	33.87%	51.10%	151.38%	77.79%
流动比率	1.87	1.77	1.71	1.46	1.50
速动比率	1.45	1.33	1.34	1.11	1.14
营运能力					
应收账款周转率	2.88	3.00	2.77	2.57	2.67
存货周转率	6.84	6.42	6.72	6.44	6.29
总资产周转率	1.07	1.08	1.20	1.34	1.40
每股指标(元)					
每股收益	0.39	0.02	0.31	0.79	1.14
每股经营现金流	0.41	-0.13	-0.82	-3.67	2.30
每股净资产	2.66	2.57	2.91	3.57	4.50
估值比率					
市盈率	45.10	751.53	57.66	22.18	15.37
市净率	6.61	6.85	6.05	4.93	3.91
EV/EBITDA	16.41	29.48	30.80	17.76	11.92
EV/EBIT	18.34	36.51	36.00	19.08	12.55

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com