

国轩高科 (002074): 业绩维持高增, 出海进程领跑行业

2023年5月8日

强烈推荐/维持

国轩高科 公司报告

公司业绩公告: 22年实现营收230.52亿元, 同比+123%; 归母净利润3.12亿元, 同比+206%; 23Q1实现营收71.77亿元, 同比+83%; 归母净利润0.76亿元, 同比+135%。

盈利能力持续回升: 此前预告归母净利润2.2~3.2亿, 处于预告区间高位, 符合我们此前预期。22年毛利率17.8%, 同比-0.8pct; 净利率1.4%, 同比+0.4pct。22Q4/23Q1单季度毛利率23.9%/18.9%, 同比+5.0pct/+4.5pct, 主要系: 1) 产业链一体化布局成效; 2) 22Q4产能释放摊薄作用; 3) 23Q1产品价格下调幅度小于原材料端价格变动。

动力储能业务双丰收: 22年动力/储能电池实现营收184.82/35.08亿, 同比+116%/+186%, 电池出货28.5GWh, 同比+90%, 动力/储能分别出货23GWh/5.5GWh。电池单位利润0.14元/MWh, 同比+12%。全年自产碳酸锂6000吨, 自供率35%, 规模效应叠加一体化布局优势推动单位盈利能力增长。

市场份额稳固, 客户拓展成果丰硕: 22年国内装机13.33GWh, 同比+66.2%, 市占率4.52%, LFP装机市占率持续领先行业第二梯队。配套奇瑞2.36GWh, 超越上汽通用五菱成为第一大客户。连续保持五菱宏光mini主供地位, 为吉利累计供货超3万套, 23全年预计供货超12万套。成功进入雷诺-日产-三菱联盟供应体系, 供货易捷特纳米BOX, 易捷特22年出口6.4万辆排名国内第三, 公司有望通过供应易捷特进一步打开海外市场。公司持续加深与大众集团合作, 成为首家标准电芯定点企业, 一期标准电芯产能预计23Q3投产。

海外业务拓展提速, 全球布局行业领先: 22年海外业务营收29.8亿, 同比+465%, 同比+0.7pct。海外订单交付量持续提升, 预计23年将为Tata/Vinfast/Rivian供货6GWh/2GWh/3GWh。公司加速海外布局, 德国工厂顺利达产, 美国与东南亚等产能建设稳步推进, 23年预计海外产能达15~20GWh, 实现行业领先对欧洲、美国及东南亚三大市场同时覆盖。

盈利预测及投资评级: 22年公司实现业绩高速增长, 规模效应与一体化布局对盈利贡献初步显现, 公司盈利迎来拐点; 国内市场份额稳固, 海外业务拓展成果显著, 全球产能布局行业领先。我们看好公司全球市占率长期提升, 与大众合作不断深挖公司成长潜力。预计公司23~25年归母净利润16.18/24.38/30.78亿, 对应PE30.0/19.9/15.8倍, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 终端需求增长不及预期、与大众合作进度/大众销量不及预期、产能建设不及预期、成本/盈利改善不及预期、行业竞争加剧超预期。

财务指标预测

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,356	23,052	41,950	58,937	68,219
增长率(%)	54.0%	122.6%	82.0%	40.5%	15.7%
归母净利润(百万元)	102	312	1,618	2,438	3,078
增长率(%)	-31.9%	205.8%	419.2%	50.7%	26.3%
每股收益(元)	0.06	0.18	0.91	1.37	1.73
PE	480.1	157.0	30.0	19.9	15.8
PS	4.7	2.1	1.2	0.8	0.7

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所预测, 股价为2023/5/5日收盘价

公司简介:

公司系国内最早从事新能源汽车动力锂离子电池自主研发、生产和销售的企业之一, 拥有自主核心知识产权, 主营业务为动力锂电池和输配电设备两大业务板块, 主要产品为正极材料、动力锂电池电芯、动力锂电池组、电池管理系统及储能型电池组、输配电产品等。公司生产的动力锂电池产销量多年排名国内前列。

未来3-6个月重大事项提示:

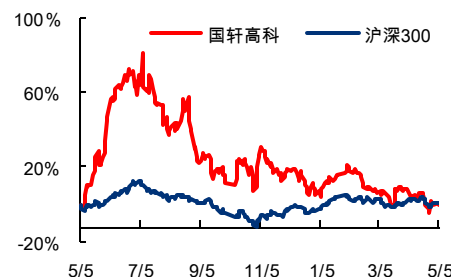
无

资料来源: 公司公告

交易数据

52周股价区间(元)	49.69-26.26
总市值(亿元)	485.63
流通市值(亿元)	338.12
总股本/流通A股(万股)	177,887/123,853
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	2.52

52周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110001

研究助理: 吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480123010003

目 录

1. 2022年/2023年一季度业绩亮眼	3
1.1 公司业绩：营收维持高速增长，盈利能力回升显著	3
1.2 动力与储能业务双丰收，规模效应与一体化布局推动产品盈利增长	3
2. 深化客户合作稳固国内份额，出海节奏提速抢占行业先机	4
2.1 市场份额稳固，客户拓展成果丰硕	4
2.1.1 动力电池业务	4
2.1.2 储能电池业务	5
2.2 海外业务拓展驶入快车道，全球布局行业领先	5
2.3 研发投入维持高位，电池技术持续突破	6
3. 盈利预测与投资建议	6
4. 风险提示	6
相关报告汇总	8

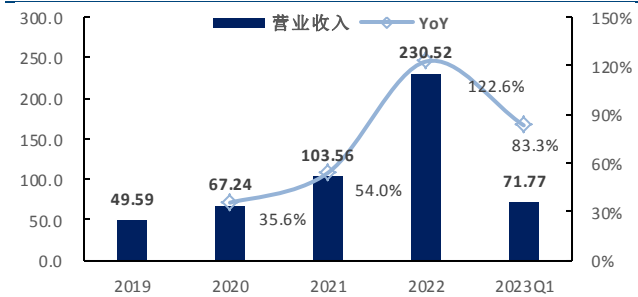
1. 2022 年/2023 年一季度业绩亮眼

1.1 公司业绩：营收维持高速增长，盈利能力持续回升

公司发布 2022 年年报与 2023 年一季报。22 年公司实现营收 230.52 亿元，同比+123%；归母净利润 3.12 亿元，同比+206%；扣非后亏损 5.15 亿元。公司 22 年全年毛利率 17.8%，同比-0.8pct；净利率 1.4%，同比+0.4pct。此前公司业绩预告 22 年归母净利润 2.2~3.2 亿元，处于预告区间高位，符合我们此前预期。23Q1 公司实现营收 71.77 亿元，同比+83%；归母净利润 0.76 亿元，同比+135%；扣非后亏损 0.11 亿元。

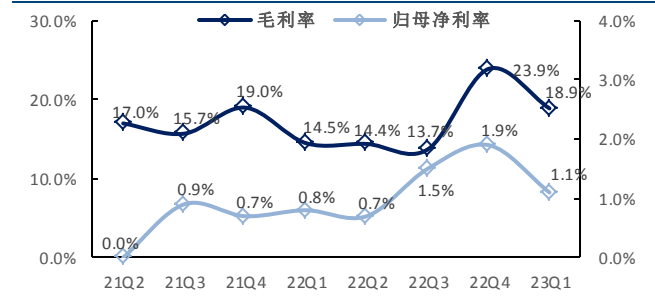
公司 22Q4/23Q1 单季度毛利率为 23.9%/18.9%，同比+5.0pct/+4.5pct，连续两季度毛利率改善主要系：**1) 公司正负极电池材料自建产能陆续投产，产业链一体化布局成效；2) 公司 22Q4 产能快速释放带来的规模效应对费用的摊薄作用；3) 23Q1 碳酸锂价格快速下行，公司产品价格下调幅度小于原材料端价格变动。**

图1：公司营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图2：公司单季度毛利率与归母净利率变化趋势



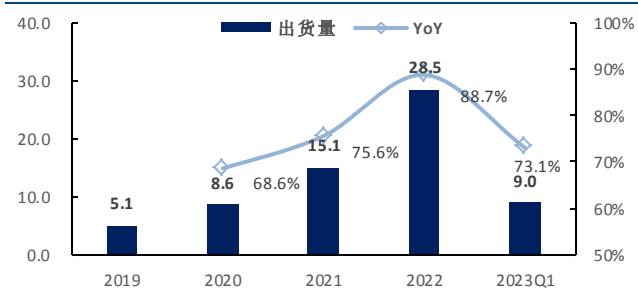
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.2 动力与储能业务双丰收，规模效应与一体化布局推动产品盈利增长

分业务来看，22 年公司动力电池系统业务实现营收 184.82 亿元，同比+116%，储能电池系统业务实现营收 35.08 亿元，同比+186%，输配电与其他业务实现营收 10.62，同比+80%。动力与储能电池营收增速大幅提升，主要得益于公司 22H2 南京/宜春/桐城/柳州等多地产能陆续投产使得公司供货能力进一步提升，22 年公司锂电池出货量 28.5GWh，同比+90%，其中动力电池出货量 23GWh，储能电池出货量 5.5GWh。23Q1 公司出货量 9GWh。

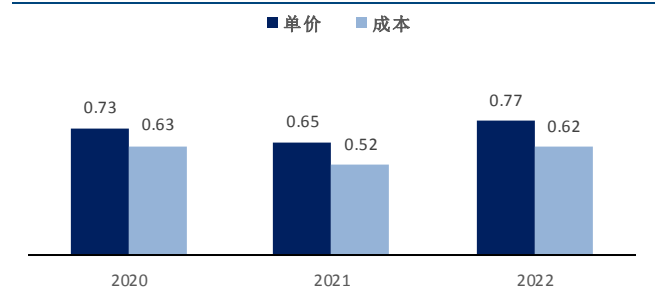
22 年公司电池系统销售均价 0.77 元/Wh，同比+18%；单位利润 0.14 元/Wh，同比+12%。公司全年自产碳酸锂 6000 吨，覆盖公司约 35% 电池产量，同时庐江正极、乌海负极等电池材料产能顺利达产，公司产能释放带来的规模效应叠加产业链一体化布局优势，推动公司电池单位盈利能力增长。

图3：公司电池出货量（GWh）及同比增速



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图4：公司电池单位销售均价与成本情况（元/Wh）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司产能将保持加速释放趋势, 我们预计公司 23 年产能有望提升至 180GWh (包含建成+投产), 出货量达 58.2GWh, 同比+103%。同时随着宜丰国轩一期 2.5 万吨/年碳酸锂产能建成投产, 23 年公司有望产出碳酸锂超 2 万吨, 预计覆盖超 60% 电池生产需求, 原材料自供率显著提升。此外公司合肥庐江/肥东等原材料端以及电池回收业务布局持续落地完善, 公司有望在保障原材料供应稳定的同时实现进一步的降本增效。

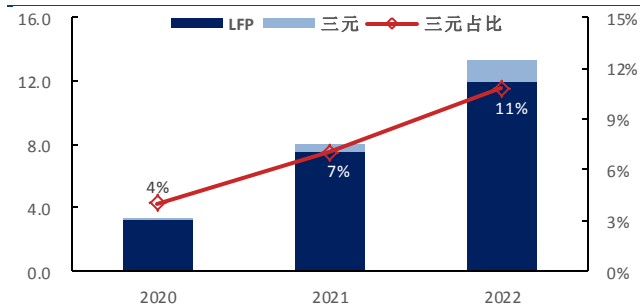
2. 深化客户合作稳固国内份额, 出海节奏提速抢占行业先机

2.1 市场份额稳固, 客户拓展成果丰硕

2.1.1 动力电池业务

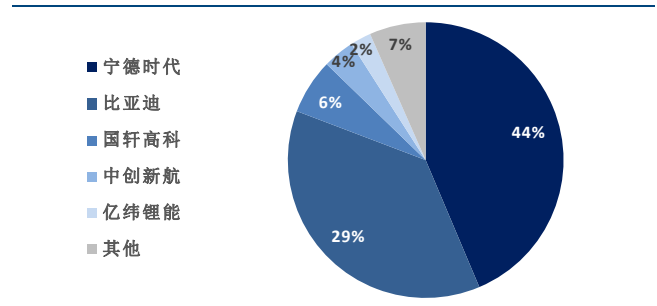
22 年公司国内装机量 13.33GWh, 同比+66.2%, 市占率 4.52%, 其中 LFP 装机量 11.89GWh, 占比 89%, 市占率 6.47%, 三元装机量 1.43GWh, 占比 11%, 市占率 1.30%。公司铁锂份额持续领先行业第二梯队, 三元装机量占比稳固提升。

图5: 公司国内装机规模 (GWh) 及三元电池装机比例



资料来源: CABIA、Marklines、东兴证券研究所

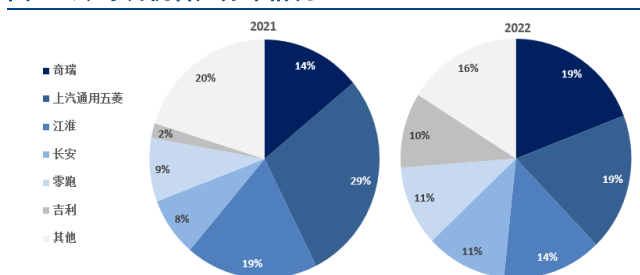
图6: 2022 年中国 LFP 电池装机市占率



资料来源: CABIA、东兴证券研究所

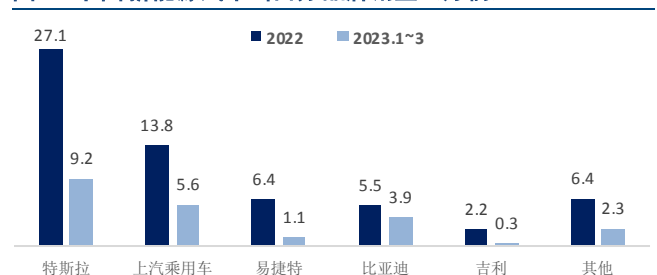
分客户看, 公司 22 年为奇瑞配套装机 2.36GWh, 超越上汽通用五菱成为公司第一大客户, 二者与江淮共占公司全年装机量 51%, 公司还配套长安、零跑、吉利等乘用车客户以及安凯客车、瑞驰、上汽大通等商用车客户。公司持续加深客户合作, 连续保持五菱宏光 mini 主供应商地位, 为吉利汽车累计供货超 3 万套, 预计 23 全年将供货超 12 万套, 此外公司还将为奇瑞阿根廷年产 10 万辆电动车产能配套动力电池系统。同时公司加速拓展新客户, 新增定点海外客户超 15 家, 并成功进入雷诺-日产-三菱联盟供应商体系, 供货易捷特纳米 BOX, 易捷特 22 年新能源车出口 6.4 万辆, 排名国内第三, 剔除特斯拉中国出口后占比近 20%, 公司有望通过供应易捷特进一步打开海外市场, 动力电池出口与海外装机量有望快速提升。

图7: 公司装机客户分布情况



资料来源: GGII、东兴证券研究所

图8: 中国新能源汽车出口分品牌销量 (万辆)



资料来源: 乘联会、东兴证券研究所

与大众集团合作持续加深, 22 年公司成为首家标准电芯定点的动力电池企业, 配套建设一期标准电芯产能预计将于 23Q3 投产。根据公司年报, 目前公司协助大众开发的 LFP 标准电芯已导入产线, 预计将于年底

批量供货大众最新 MEB 平台产品。大众集团 22 年全球电动车销量 57.2 万辆, 占集团销量 6.9%, 计划到 23/25 年提升至 11%/20%, 公司有望持续受益于大众全球电动化战略提速下的合作共赢。

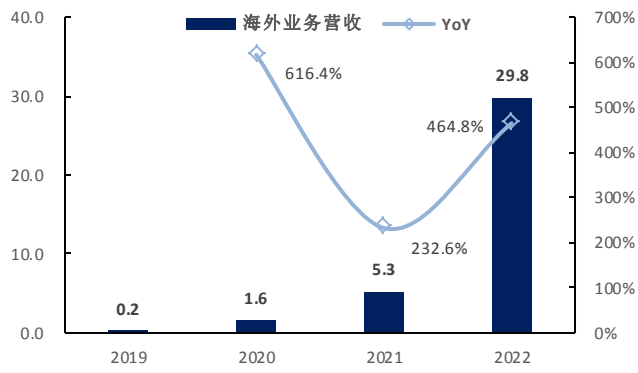
2.1.2 储能电池业务

储能电池方面, 22 年公司重点布局发电侧、电网侧、用户侧、备电侧四大储能领域, 基于覆盖家用/商用/电网级储能的三大产品平台, 与华为、国家电网、中国铁塔、皖能集团、中电投等国内战略客户深化合作, 同时积极开拓海外市场, 与美国 Nextera 与 Moxion 以及日本 Edison 等海外企业达成战略合作。根据 GGII 数据, 公司 2022 年储能电池出货量中国排名第 6。

2.2 海外业务拓展驶入快车道, 全球布局行业领先

22 年公司海外业务实现营收 29.8 亿元, 同比+465%, 占总营收比例 13%, 同比+7.8pct。据 SNE 数据, 公司 22 年全球动力与储能电池出货量 23GWh, 同比+156%, 市占率 2.8%, 同比+0.7pct, 全球排名第 8。

图9: 公司海外业务营收 (亿元) 及同比增速



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表1: 全球锂电池出货量排名情况

(GWh)	2021		2022		
	出货量	市占率	出货量	市占率	市占率变化
宁德时代	132	30.3%	323	39.8%	+9.5pct
LGES	85	19.5%	101	12.4%	-7.1pct
比亚迪	37	8.5%	98	12.1%	+3.6pct
松下	47	10.8%	49	6.0%	-4.8pct
SDI	27	6.2%	45	5.5%	-0.7pct
SK-ON	24	5.5%	44	5.4%	-0.1pct
中创新航	10	2.3%	24	3.0%	+0.7pct
国轩高科	9	2.1%	23	2.8%	+0.7pct
亿纬锂能	5	1.1%	18	2.2%	+1.1pct
欣旺达	3	0.7%	11	1.4%	+0.7pct
其他	57	13.1%	76	9.4%	-3.7pct
全球总计	436	100.0%	812	100.0%	-

资料来源: SNE Research、东兴证券研究所

公司海外订单交付量持续提升, 22 年累计为 Tata 供货近 2GWh, 23Q1 为 Vinfast/Rivian 分别供货近 2000 套, 预计 23 年将为 Tata/Vinfast/Rivian 分别供货约 6GWh/2GWh/3GWh。

公司加速扩大海外生产基地布局, 22 年德国哥廷根工厂 5GWh 顺利达产, 美国、越南及泰国等生产基地建设稳步推进, 公司海外产能总规划超过 100GWh, 23 年有望达到 15~20GWh, 实现行业领先的海外产能规模以及对欧洲、美国及东南亚三大主要新能源汽车市场的同时覆盖, 看好公司全球市占率长期提升。

表2: 公司海外产能布局情况

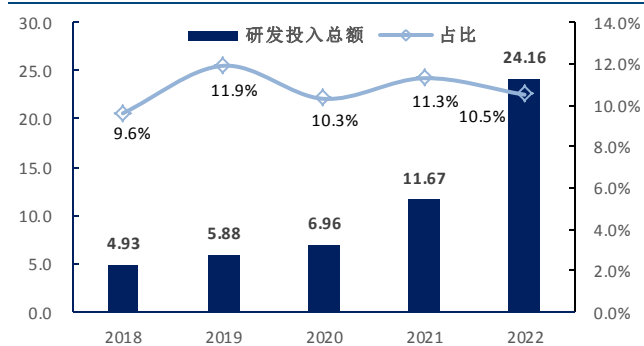
地区	生产基地	持股	产能类型	产能 (GWh)			供应客户
				总规划	22A	23E*	
欧洲	德国哥廷根	独资	LFP 动力&储能	20	5	10	欧洲 客车与储能客户
	斯洛伐克	-	LFP 动力&储能	40	-	-	
北美	美国密歇根	-	LFP 动力	20	-	-	Rivian
东南亚	越南河静	51%	LFP 动力	10	-	5	Vinfast
	泰国	49%	LFP 动力	10	-	5	Nuovo
合计				100	5	20	

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所, *含预估值

2.3 研发投入维持高位, 电池技术持续突破

公司持续保持高水平研发投入, 22 年研发投入总额 24.16 亿元, 占营收比例 10.5%, 连续四年保持 10% 以上。公司各项电池技术持续突破, LFP/三元电芯能量密度分别达到 230Wh/kg、302Wh/kg 的行业领先水平, 300Ah 储能电池循环寿命超万次, 均已实现量产; 单体能量密度 360Wh/kg 三元半固态电池已实现配套装车, 新一代 400Wh/kg 半固态电池已完成 B 样阶段; PACK 成组技术方面, 公司 JTM 技术成组效率超 90%, 已于 22 年底实现产业化落地。此外公司还储备有 46 系列大圆柱电池、LMFP 电池等前沿技术。

图10: 公司研发总收入(亿元)及占营收比例



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表3: 电池技术研发情况

技术类别		技术现状
LFP	动力电芯	能量密度 230Wh/kg
	储能电芯	300Ah 储能电池循环寿命超万次
三元	高镍三元电芯	能量密度 302Wh/kg
	半固态电池	单体 360Wh/kg 电池已配套装车, 新一代 400Wh/kg 电池已完成 B 样阶段
	46 系大圆柱电池	能量密度 310Wh/kg, 可实现常温下 18 分钟快充至 80%
LMFP	-	已于 2014/2016 年分别获得产品证书, 目前已完成 C 样阶段
钠电池	-	在 B 样阶段, 能量密度 120~130Wh/kg
电池成组	JTM 技术	成组效率超 90%, 22Q3 进入量产阶段

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

22 年公司实现营收与利润的高速增长, 产能释放的规模效应与一体化布局对盈利的贡献已初步显现, 公司有望迎来盈利拐点; 公司国内市场份额稳固, 海外业务拓展成果显著, 收入实现大幅提升, 全球产能布局行业领先。展望未来, 全球电动车与储能市场有望保持高速增长, 我们看好公司全球市占率长期提升, 与大众集团合作的持续推进也将不断深挖公司的成长潜力。预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 16.18/24.38/30.78 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 30.0/19.9/15.8 倍, 维持“强烈推荐”评级。

4. 风险提示

电动车/储能等终端需求增长不及预期、公司与大众合作进度/大众销量不及预期、公司产能建设不及预期、公司成本/盈利改善不及预期、行业竞争加剧超预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	25,280	37,487	52,821	59,995	68,764	营业收入	10,356	23,052	41,950	58,937	68,219
货币资金	11,385	14,122	13,322	5,894	6,822	营业成本	8,429	18,950	34,135	48,038	55,288
应收票据及账款	8,032	9,468	17,230	24,207	28,020	营业税金及附加	75	161	294	413	478
其他应收款	265	286	520	731	846	销售费用	330	471	713	943	1,092
预付款项	230	517	942	1,323	1,531	管理费用	569	1,311	2,020	1,950	1,910
存货	4,488	7,584	13,662	19,226	22,127	财务费用	335	323	896	964	1,053
其他流动资产	881	5,509	7,145	8,615	9,418	研发费用	644	1,793	2,936	4,126	4,775
非流动资产合计	18,333	35,141	45,267	61,336	67,507	资产减值损失	-541	-861	-755	-1,061	-1,228
长期股权投资	1,033	1,086	1,374	1,663	1,951	公允价值变动收益	0	-140	0	0	0
固定资产	8,771	11,838	18,305	28,844	37,105	投资净收益	15	217	869	869	869
无形资产	1,895	2,903	2,908	2,909	2,904	加: 其他收益	593	939	837	541	336
其他非流动资产	6,633	19,314	22,680	27,920	25,546	营业利润	39	199	1,906	2,852	3,600
资产总计	43,613	72,627	98,088	121,331	136,271	营业外收入	17	73	4	0	0
流动负债合计	18,282	34,369	60,564	82,490	98,995	营业外支出	8	13	17	0	0
短期借款	5,480	10,821	13,534	16,457	23,029	利润总额	48	259	1,892	2,852	3,600
应付票据及账款	10,235	17,331	36,333	51,132	58,848	所得税	-29	-107	189	285	360
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	77	366	1,703	2,567	3,240
其他流动负债	2,567	6,218	10,697	14,901	17,119	少数股东损益	-25	54	85	128	162
非流动负债合计	5,957	13,761	11,323	10,074	5,268	归属母公司净利润	102	312	1,618	2,438	3,078
长期借款	4,883	11,247	8,810	7,561	2,754	主要财务比率					
其他非流动负债	1,074	2,513	2,513	2,513	2,513		2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	24,239	48,130	71,887	92,564	104,263	成长能力					
数股东权益	597	986	1,071	1,199	1,361	营业收入增长	54%	123%	82%	40%	16%
实收资本 (或股本)	1,665	1,779	1,779	1,779	1,779	营业利润增长	-77%	407%	859%	50%	26%
资本公积	13,194	18,191	18,191	18,191	18,191	归属于母公司净利润增长	-32%	206%	419%	51%	26%
未分配利润	3,919	3,542	5,160	7,598	10,677	获利能力					
归属母公司股东权益合计	18,778	23,512	25,130	27,568	30,647	毛利率 (%)	18.6%	17.8%	18.6%	18.5%	19.0%
负债和所有者权益	43,613	72,627	98,088	121,331	136,271	净利率 (%)	0.7%	1.6%	4.1%	4.4%	4.8%
现金流量表						ROA (%)	0.5%	0.2%	0.4%	1.6%	2.0%
						ROE (%)	0.5%	1.3%	6.4%	8.8%	10.0%
经营活动现金流	1,058	801	10,659	9,422	8,756	偿债能力					
净利润	77	366	1,703	2,567	3,240	资产负债率 (%)	56%	66%	73%	76%	77%
折旧摊销	810	1,093	1,412	2,220	3,118	流动比率	1.38	1.09	0.87	0.73	0.69
财务费用	381	496	896	964	1,053	速动比率	1.08	0.80	0.57	0.42	0.40
营运资金变动	185	-1,662	7,348	4,399	2,093	营运能力					
其他经营现金流	-395	509	-699	-728	-748	总资产周转率	0.24	0.32	0.43	0.49	0.50
投资活动现金流	-4,185	-17,525	-10,839	-17,561	-8,540	应收账款周转率	1.32	2.46	2.46	2.46	2.46
资本支出	-4,659	-11,970	-11,250	-18,000	-9,000	应付账款周转率	1.56	1.60	1.58	1.58	1.58
投资收益	15	217	869	869	869	每股指标 (元)					
其他投资现金流	459	-5,772	-458	-429	-409	每股收益 (最新摊薄)	0.06	0.18	0.91	1.37	1.73
筹资活动现金流	10,132	18,304	-620	710	712	每股净现金流 (最新摊薄)	0.85	2.66	-1.34	-4.97	0.16
短期借款增加	2,229	5,340	2,714	2,923	6,572	每股净资产 (最新摊薄)	10.56	13.22	14.13	15.50	17.23
长期借款增加	1,300	6,364	-2,437	-1,249	-4,806	估值比率					
普通股增加	384	114	0	0	0	P/E	476.6	155.9	30.0	19.9	15.8
资本公积增加	6,963	4,997	0	0	0	P/S	4.7	2.1	1.2	0.8	0.7
现金净增加额	7,002	1,803	-800	-7,429	928	P/EG	-14.93	0.76	0.26	0.17	0.14

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所预测

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	国轩高科（002074）：乘大众电动转型之势，国际化战略展翅鸿图	2023-03-07
行业普通报告	电力设备与新能源：欧盟发布《净零工业法案》落地尚需时日，出口短期影响有限	2023-04-06
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：节后硅料价格反弹接近尾声，光伏产业链酝酿跌价情绪	2023-03-03
行业深度报告	光伏辅材行业深度报告之接线盒：产品迭代持续进行，快速成长的高景气赛道	2023-03-02
行业深度报告	2023 年度光伏行业展望报告：拥硅为王时代渐行渐远，N 型技术大放异彩	2022-11-22
行业深度报告	光伏胶膜报告：行业盈利能力修复可期，二线企业加剧竞争谋突围	2022-08-22
行业深度报告	电力设备与新能源行业报告：光伏供应链涨价持续，8 月组件产出进一步分化	2022-08-08
行业深度报告	海缆行业：空间广阔、格局稳固，龙头企业率先受益	2022-07-14
行业普通报告	宁德时代发布第三代 CTP 麒麟电池——电力设备与新能源行业月报（2022 年 7 月）	2022-07-08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，5年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备新能源等研究领域，从业期间获得2017年水晶球公募榜入围，2020年wind金牌分析师第5。

研究助理简介

吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士，3年投资研究经验，2022年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备新能源等研究领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

- 强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;
- 推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;
- 回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

- 看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;
- 看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526