



Research and
Development Center

新能源车总结：盈利分化，景气依旧

2023年5月10日

证券研究报告

行业专题研究

电力设备与新能源

投资评级 看好

上次评级 看好

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

张鹏 电力设备与新能源行业分析师

执业编号: S1500522020001

联系电话: 18373169614

邮箱: zhangpeng1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

新能源车总结：盈利分化，景气依旧

2023年5月10日

本期核心观点

- ◆ **2022年度和2023年一季度新能源车板块业绩情况:** 2022年新能源汽车产业链收入10631亿元,同比增长96%,归母净利润899亿元,同比增长59%。2023年一季度新能源汽车产业链收入2599亿元,同比增长33%,环比减少22%,归母净利润168亿元,同比减少2.2%,环比减少36%。
- ◆ **新能源车需求维持高增速:** 2023年1-3月,新能源汽车产销分别完成165万辆和158.6万辆,同比分别增长27.7%和26.2%,渗透率达到30.9%。其中,2022年3月国内新能源车销售量为65万辆,渗透率为32.4%,相比1-2月有所恢复,我们认为Q2整体新能源车销售有望回暖。
- ◆ **中游材料环节盈利有所分化:** 1) **电池板块:** 2022年电池板块利润有所承压,2023Q1龙头企业盈利能力凸显。未来随着储能业务的比例提升和一体化的逐步兑现,盈利有望提升。2) **正极:** 正极材料企业业绩和上游资源价格正相关,2022年上游锂资源价格涨幅缩小、镍钴价格下跌,正极企业收入、利润增速有所放缓,2023Q1锂价快速下跌,受存货减值拖累,正极企业利润出现大幅下降,企业盈利能力出现明显分化; 3) **电解液:** 电解液盈利有所下滑,2023Q1板块公司盈利能力持续下降,上游原材料利润压缩空间有限,我们认为电解液行业利润已接近底部,龙头优势明显,盈利能力恢复稳健; 4) **隔膜:** 22年受益于新能源景气度整体高增,23Q1有所承压,2023Q1隔膜板块实现营业收入32.3亿元,同比-0.7%;归母净利润8.3亿元,同比-23.2%,我们认为隔膜行业壁垒依然较高,Q2有望随着行业景气度改善,整体盈利能力有望恢复; 5) **负极:** 负极企业盈利能力有所承压,随着石墨化价格下调和整体竞争加剧,23年价格有下降压力。6) **结构件:** 2023Q1整体来看结构件盈利有所承压,但科达利依然保持较强盈利能力,未来有望随着新能源车市场回暖保持较高增速。
- ◆ **投资建议:** 推荐宁德时代、亿纬锂能、天赐材料、星源材质、恩捷股份、德方纳米、天奈科技、超频三、比亚迪、中科电气、杉杉股份、中伟股份、当升科技、长远锂科、壹石通、孚能科技。
- ◆ **风险因素:** 全球新能源汽车产销不及预期; 原材料价格上涨; 技术路线变化; 公司现金流紧张; 新扩产能无法顺利释放等。

一、新能源汽车市场温和修复.....	5
二、各板块 2022 年报和 2023 一季报复盘.....	6
2.1 锂电板块业：盈利分化，电池和结构件相对稳定.....	6
2.2 电池板块：盈利稳定，后续有望逐步恢复.....	7
2.3 正极材料板块：碳酸锂减值拖累业绩.....	9
2.3.1 三元正极材料板块.....	10
2.3.2 磷酸铁锂正极材料板块.....	11
2.3 电解液板块：盈利进入底部区间.....	13
2.4 隔膜板块：未来盈利有望维持.....	14
2.5 负极板块：产品价格下滑，石墨化价格进入底部区间.....	16
2.6 结构件板块：利润率相对稳定.....	17
2.7 辅材板块：利润率有所承压.....	19
三、风险因素.....	22

图表目录

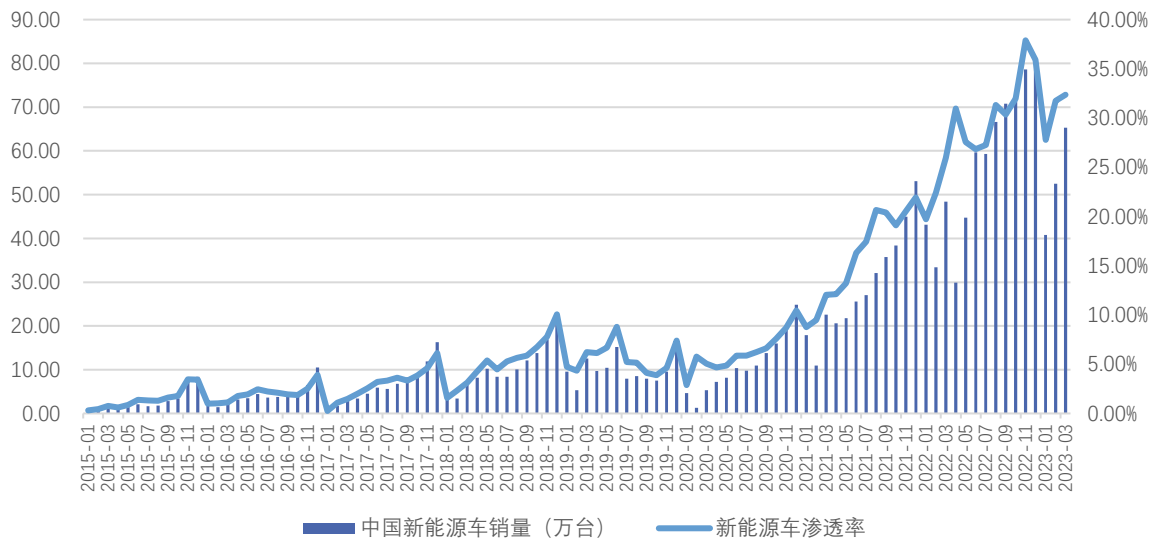
图表 1：国内新能源汽车销量与渗透率.....	5
图表 2：欧洲各国分季度纯电动汽车市场规模（千辆）.....	5
图表 3：2022 年与 2023Q1 锂电板块业绩.....	6
图表 4：近几年电池板块营业收入情况.....	7
图表 5：近几年电池板块归母净利润情况.....	7
图表 6：近几年电池板块毛利率与归母净利率（左轴：毛利率，右轴：归母净利率）.....	8
图表 7：近几年电池板块费用率情况.....	8
图表 8：2022-2023Q1 电池板块业绩（亿元）.....	8
图表 9：近几年正极材料板块营业收入情况.....	9
图表 10：近几年正极材料板块归母净利润情况.....	9
图表 11：逐季度正极材料毛利率和净利率（左轴：毛利率，右轴：归母净利率）.....	9
图表 12：逐季度正极材料板块费用率情况.....	9
图表 13：近几年三元正极材料板块营业收入情况.....	10
图表 14：近几年三元正极材料板块归母净利润情况.....	10
图表 15：逐季度三元正极材料毛利率和净利率（左轴：毛利率，右轴：归母净利率）.....	10
图表 16：逐季度三元正极材料板块费用率情况.....	10
图表 17：2022 年与 2023Q1 三元正极材料板块业绩（亿元）.....	11
图表 18：近几年磷酸铁锂正极材料板块营业收入情况.....	11
图表 19：近几年磷酸铁锂正极材料板块归母净利润情况.....	11
图表 20：逐季度磷酸铁锂正极盈利能力（左轴：毛利率，右轴：归母净利率）.....	12
图表 21：逐季度磷酸铁锂正极材料板块费用率情况.....	12
图表 22：2022 年与 2023Q1 磷酸铁锂正极材料板块业绩.....	12
图表 23：近几年电解液板块营业收入情况.....	13
图表 24：近几年电解液板块归母净利润情况.....	13
图表 25：逐季度电解液料板块毛利率和净利率情况.....	13
图表 26：逐季度电解液料板块费用率情况.....	13
图表 27：2022 年与 2023Q1 电解液板块业绩.....	14
图表 28：隔膜营业收入情况变动(亿元).....	14
图表 29：隔膜归母净利润情况变动(亿元).....	14
图表 30：隔膜板块单季度营业收入变动（亿元）.....	15
图表 31：隔膜行业单季度归母净利润变动（亿元）.....	15
图表 32：隔膜板块单季度毛利率及净利率均值.....	15
图表 33：隔膜板块单季度费用率.....	15
图表 34：部分隔膜企业 2021 年及 2022Q1-3 业绩情况（亿元，%）.....	16
图表 35：负极行业营业收入情况变动(亿元).....	16
图表 36：负极行业归母净利润情况变动(亿元).....	16
图表 37：负极行业单季度营收变动(亿元).....	16
图表 38：负极行业单季度归母净利润变动(亿元).....	16
图表 39：负极行业单季度毛利率及净利率均值.....	17
图表 40：负极行业单季度费用率变动.....	17
图表 41：部分负极企业 2021 年及 2022Q1-3 业绩情况（亿元，%）.....	17
图表 42：结构件行业营业收入情况变动(亿元).....	18
图表 43：结构件行业归母净利润情况变动(亿元).....	18
图表 44：结构件行业单季度收入变动(亿元).....	18

图表 45: 结构件行业单季度营收变动(亿元)	18
图表 46: 结构件行业单季度毛利率及净利率变动 (%).....	19
图表 47: 结构件行业单季度费用率变动 (%).....	19
图表 48: 部分结构件企业 2021 年及 2022Q1-3 业绩情况 (亿元)	19
图表 49: 天奈科技营收 (亿元)	20
图表 50: 天奈科技归母净利润 (亿元)	20
图表 51: 天奈科技单季度主要费用率	20
图表 52: 天奈科技毛利率和净利率	20
图表 53: 壹石通营收 (亿元)	20
图表 54: 壹石通归母净利润 (亿元)	20
图表 55: 壹石通单季度主要费用率	21
图表 56: 壹石通毛利率和归母净利率	21
图表 57: 信德新材营收 (亿元)	21
图表 58: 信德新材归母净利润 (亿元)	21
图表 59: 信德新材单季度主要费用率	22
图表 60: 信德新材毛利率和归母净利率	22

一、新能源汽车市场温和修复

23 年国内新能源车渗透率持续攀升。2023 年 1-3 月，新能源汽车产销分别完成 165 万辆和 158.6 万辆，同比分别增长 27.7% 和 26.2%，渗透率达到 30.9%。其中，2022 年 3 月国内新能源车销售量为 65 万辆，渗透率为 32.4%，相比 1-2 月有所恢复，我们认为 Q2 整体新能源车销售有望回暖。

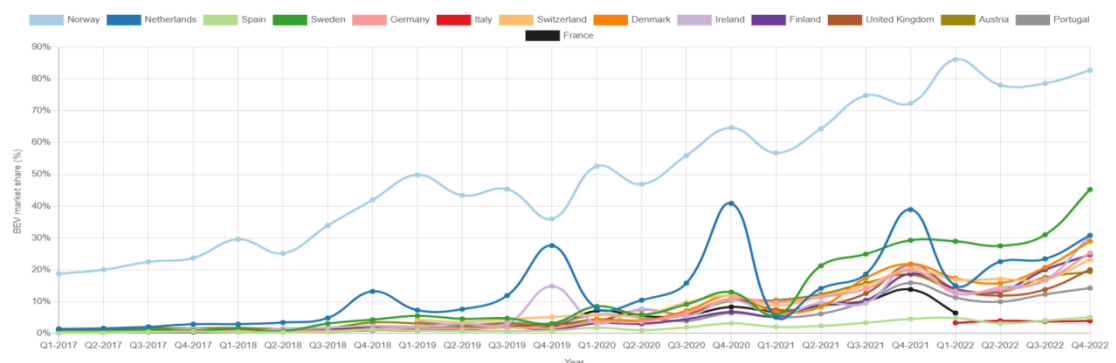
图表 1: 国内新能源汽车销量与渗透率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

伴随半导体短缺等供应链制约因素缓解，2022 欧洲新能源车市场销量实现增长；美国市场渗透率基数低，增长潜力大。2022 年欧洲汽车市场低迷，但电动汽车销量超过 110 万辆，较 2021 年增长 28%，占全年新车销售总量的 12.1%，较 2021 年提升 3 个百分点。2022 年美国新能源车销量为 92 万辆，同比增长 72%；其中纯电汽车为 81 万辆，渗透率为 5.8%，相比 2021 年提升 2.6pct。

图表 2: 欧洲各国分季度纯电动汽车市场规模 (千辆)



资料来源: EU-EVS, 信达证券研发中心

二、各板块 2022 年报和 2023 一季报复盘

2.1 锂电板块业：盈利分化，电池和结构件相对稳定

2022 年新能源汽车产业链收入 10631 亿元，同比增长 96%，归母净利润 899 亿元，同比增长 59%。2023 年一季度新能源汽车产业链收入 2599 亿元，同比增长 33%，环比减少 22%，归母净利润 168 亿元，同比减少 2.2%，环比减少 36%。2022 年锂电材料表现整体较为亮眼，23Q1 受行业影响有所承压：1) 电池板块龙头宁德时代表现较好，我们认为 2023 年 Q1 或为电池板块盈利低点，未来随着储能业务的比例提升和一体化的逐步兑现，盈利有望提升。2) 中游材料企业盈利分化，正极、负极、电解液、隔膜企业盈利有所承压，结构件龙头企业盈利能力相对较好。

图表 3: 2022 年与 2023Q1 锂电板块业绩

分类	公司	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
		2022	yoy	2023Q1	yoy	2022	yoy	2023Q1	yoy
隔膜	恩捷股份	125.91	57.73%	25.68	-0.92%	40.00	47.20%	6.49	-29.10%
	星源材质	28.80	54.81%	6.65	0.04%	7.19	154.25%	1.83	9.16%
负极	杉杉股份	217.02	4.84%	44.49	-11.53%	26.91	-19.42%	5.73	-29.05%
	璞泰来	154.64	71.90%	36.99	18.16%	31.04	77.53%	7.02	10.26%
	中科电气	52.57	139.61%	10.41	21.33%	3.64	-0.35%	-1.35	-204.96%
结构件	贝特瑞	256.79	144.76%	67.65	65.86%	23.09	60.27%	2.93	-35.02%
	科达利	86.54	93.70%	23.26	48.52%	9.01	66.39%	2.42	42.77%
涂覆材料	震裕科技	57.52	89.59%	10.70	-14.90%	1.04	-39.11%	0.16	-71.88%
负极包覆材料	壹石通	6.03	42.65%	1.06	-30.36%	1.47	35.75%	0.13	-70.85%
导电剂	信德新材	9.04	83.69%	1.57	5.60%	1.49	8.21%	0.28	1.48%
锂电池	天奈科技	18.42	39.51%	2.79	-41.99%	4.24	43.37%	0.40	-60.25%
	宁德时代	3285.94	152.07%	890.38	82.91%	307.29	92.89%	98.22	557.97%
	蔚蓝锂芯	62.85	-5.92%	9.74	-47.08%	3.78	-43.54%	-0.13	-106.27%
	亿纬锂能	363.04	114.82%	111.86	66.11%	35.09	20.76%	11.40	118.68%
	孚能科技	115.88	231.08%	37.35	144.20%	-9.27	-2.70%	-3.52	44.02%
	博力威	23.01	3.79%	4.92	-9.77%	1.10	-12.40%	-0.05	-121.31%
	天能股份	418.82	8.18%	107.52	26.22%	19.08	39.35%	6.18	40.98%
	国轩高科	230.52	122.59%	71.77	83.26%	3.12	205.80%	0.76	134.78%
	鹏辉能源	90.67	59.26%	24.95	50.14%	6.28	244.45%	1.82	101.46%
	欣旺达	521.62	39.63%	104.78	-1.34%	10.64	16.17%	-1.65	-273.54%
	珠海冠宇	109.74	6.14%	23.77	-20.89%	0.91	-90.38%	-1.40	-374.67%
德赛电池	217.49	11.70%	42.88	-12.53%	8.66	9.13%	0.74	-52.31%	
正极材料	格林美	293.92	52.28%	61.29	-12.03%	12.96	40.36%	1.72	-48.01%
	华友钴业	630.34	78.48%	191.10	44.64%	39.10	0.32%	10.24	-15.10%
	中伟股份	303.44	51.17%	79.03	24.88%	15.44	64.39%	3.41	33.84%
	当升科技	212.64	157.50%	46.92	22.12%	22.59	107.02%	4.31	11.26%
	容百科技	301.23	193.62%	83.68	61.91%	13.53	48.54%	3.11	6.29%
	长远锂科	179.75	162.75%	19.34	-42.99%	14.89	112.59%	0.01	-99.69%
	振华新材	139.36	152.69%	20.06	-22.21%	12.72	208.36%	0.71	-79.37%

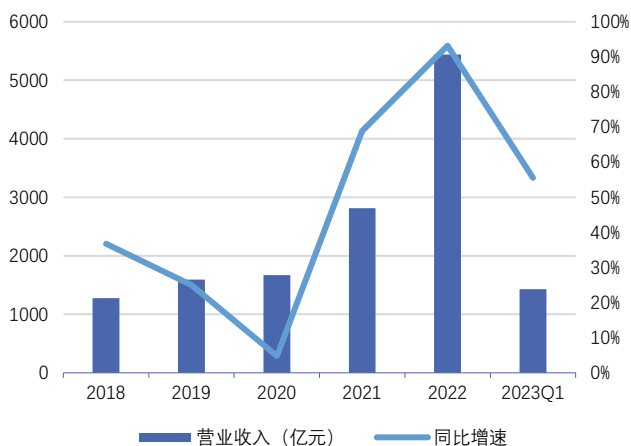
	厦钨新能	287.51	84.71%	35.86	-39.31%	11.21	101.77%	1.16	-44.14%
	天力锂能	26.68	60.47%	5.80	-14.63%	1.32	56.16%	0.00	-99.15%
	伟明环保	44.46	6.23%	13.31	28.34%	16.53	7.67%	5.03	9.58%
	芳源环保	29.35	41.83%	8.03	98.46%	0.05	-92.83%	0.01	-147.01%
	帕瓦股份	16.56	93.06%	2.46	-40.63%	1.46	74.81%	0.06	-86.43%
	德方纳米	225.57	365.87%	49.45	46.56%	23.80	197.30%	-7.17	-194.17%
	湖南裕能	427.90	505.44%	131.76	115.81%	30.07	153.96%	2.81	-72.00%
	富临精工	73.47	176.57%	7.25	-56.18%	6.45	61.67%	-5.22	-347.31%
	龙蟠科技	140.72	247.15%	20.84	-18.55%	7.53	114.61%	-2.23	-204.56%
	万润新能	123.51	454.03%	30.98	101.68%	9.59	171.90%	-0.34	-114.50%
	合纵科技	29.62	21.86%	5.01	-28.21%	0.07	-93.19%	-0.14	-115.57%
电解液	新宙邦	96.61	38.98%	16.47	-39.27%	17.58	34.57%	2.46	-52.01%
	天赐材料	223.17	101.22%	43.14	-16.22%	57.14	158.77%	6.95	-53.62%
	多氟多	123.58	58.47%	24.72	-6.86%	19.48	54.64%	1.10	-85.02%
	瑞泰新材	61.35	17.91%	11.22	-44.11%	7.77	28.98%	1.30	-54.70%
	华盛锂电	8.62	-14.97%	1.13	-67.82%	2.61	-37.97%	0.11	-92.81%
	天际股份	32.75	45.37%	4.44	-55.68%	5.26	-29.36%	0.10	-97.56%
	永太科技	63.36	41.79%	10.06	-42.10%	5.54	97.63%	0.25	-93.51%
	胜华新材	83.16	17.86%	14.61	-17.50%	8.91	-24.43%	0.08	-98.22%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 电池板块：盈利稳定，后续有望逐步恢复

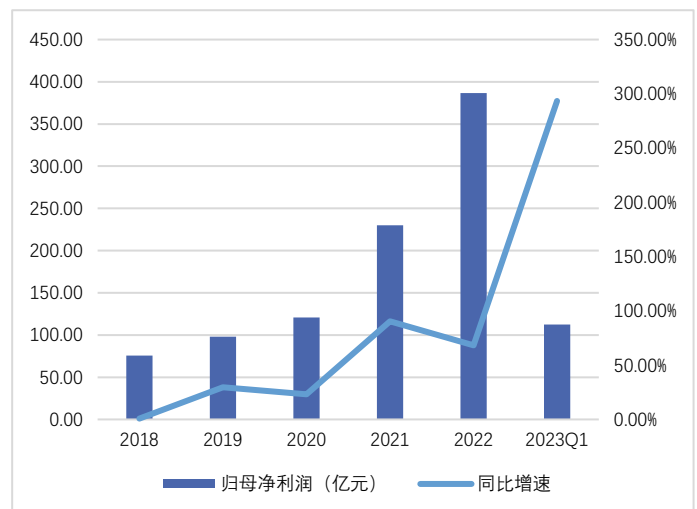
总体来看，2022 年电池板块利润有所承压；2023 年 Q1 行业格局稳定，受减值等影响，部分企业盈利有所分化。2022 年电池板块实现营业收入 5439.59 亿元，同比增长 93.18%，归母净利润 386.69 亿元，同比增长 68.2%。此外，2023 年 Q1 实现营业收入 1429.92 亿元，同比增长 55.51%，归母净利润 112.37 亿元，同比增长 293.40%。

图表 4：近几年电池板块营业收入情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 5：近几年电池板块归母净利润情况

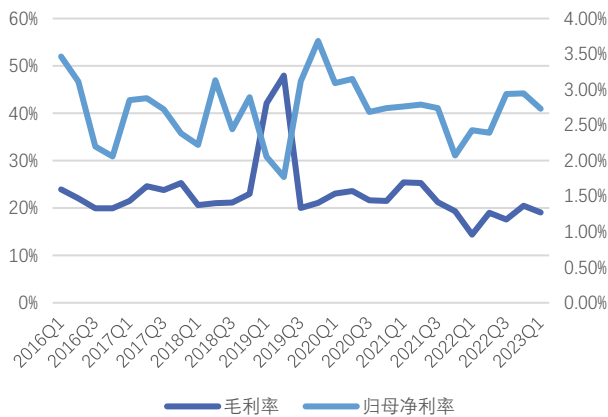


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分季度看，我们认为 2023 年 Q1 或为电池板块盈利低点。2023Q1 电池板块毛利率为 19.03%，同比+4.64pct，归母净利率为 2.7%，同比+0.30pct。

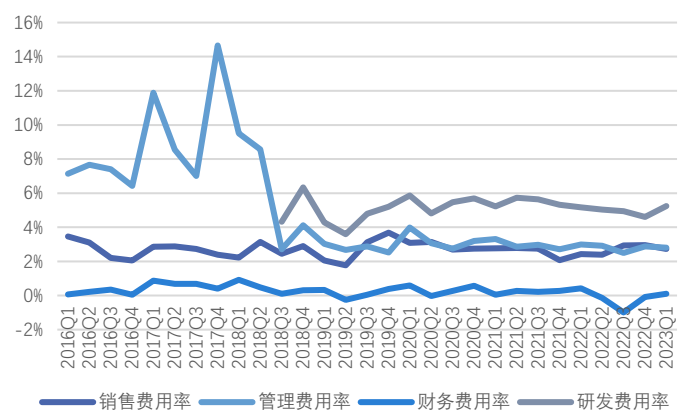
从个股角度来看，龙头企业盈利能力凸显，二三线厂商盈利能力分化。龙头宁德时代的业绩扎实，2023Q1 宁德时代营业收入达 890.38 亿元，同比增长 82.91%，归母净利润 98.22 亿元，同比增长 557.97%。毛利率达到 21.27%，同比+6.78pct，净利率 11.32%，同比+7.26pct。2022 年公司盈利能力优异，公司业绩的增长主要依赖于下游动力电池系统和储能电池系统两块业务的高速增长。储能电池逐步成为产业链公司的重要支撑业务，占比逐步增大。从盈利上看，未来电池环节的盈利有望在一体化产业链下有所增厚。

图表 6: 近几年电池板块毛利率与归母净利率 (左轴: 毛利率, 右轴: 归母净利率)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 7: 近几年电池板块费用率情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 8: 2022-2023Q1 电池板块业绩 (亿元)

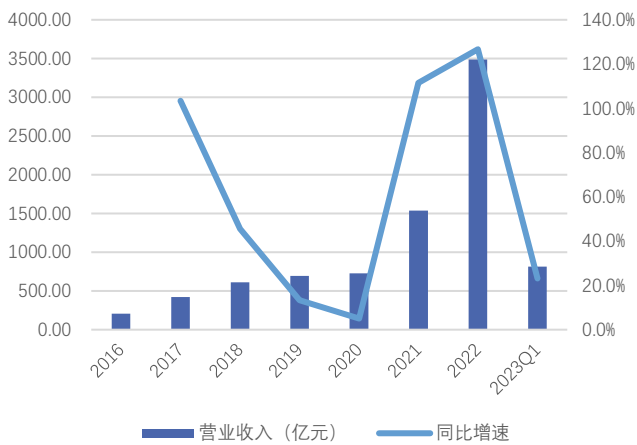
	营业收入					归母净利润				
	2022	YoY	2022Q1	2023Q1	YoY	2022	YoY	2022Q1	2023Q1	YoY
宁德时代	3285.9	152.1%	486.8	890.4	82.91%	307.3	92.9%	14.9	98.2	558.0%
蔚蓝锂芯	62.9	-5.92%	18.4	9.7	-47.1%	3.8	-43.5%	2.0	-0.1	-106.2%
亿纬锂能	363.0	114.8%	67.3	111.9	66.1%	35.1	20.8%	67.3	11.4	118.7%
孚能科技	115.9	231.1%	15.3	37.3	144.2%	-9.3	-2.7%	-2.4	-3.5	-44.0%
博力威	23.0	3.8%	5.5	4.9	-9.8%	1.1	-12.4%	0.3	-0.1	-121.3%
天能股份	418.8	8.2%	85.2	107.5	26.2%	19.1	39.4%	4.4	6.2	41.0%
国轩高科	230.5	122.6%	39.2	71.8	83.3%	3.1	206.2%	0.3	0.8	134.8%
鹏辉能源	90.7	59.3%	16.6	25.0	50.1%	6.3	244.5%	0.9	1.8	101.5%
欣旺达	521.6	39.6%	106.2	104.8	-1.34%	10.6	16.2%	0.9	-1.6	-273.5%
珠海冠宇	109.7	6.1%	30.0	23.8	-20.9%	0.9	-90.4%	0.5	-1.4	-374.7%
德赛电池	217.5	11.7%	49.0	42.9	-12.5%	8.5	9.13%	1.5	0.7	-52.3%

资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

2.3 正极材料板块：碳酸锂减值拖累业绩

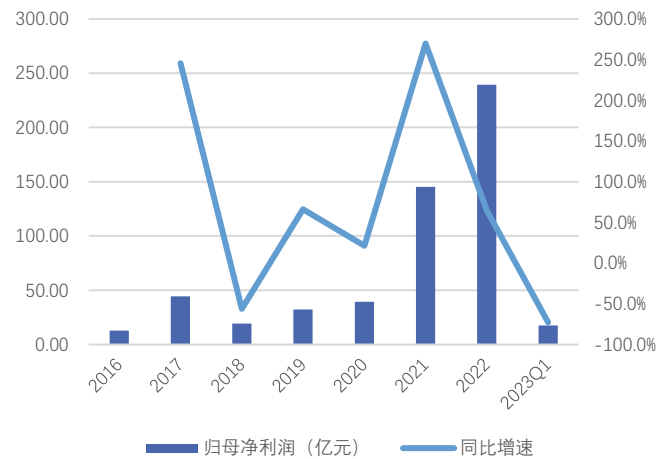
由于正极材料企业业绩和上游资源价格正相关，2022 年上游锂资源价格涨幅缩小、镍钴价格下跌，正极企业收入、利润增速有所放缓，2023Q1 锂价快速下跌，受存货减值拖累，正极企业利润出现大幅下降。2022 年正极材料板块实现营业收入 3486.04 亿元，同比增长 126.7%，归母净利润 239.31 亿元，同比增长 64.9%。2023 年 Q1 实现营业收入 812.17 亿元，同比增长 23.1%，归母净利润 17.49 亿元，同比减少 72.7%。

图表 9：近几年正极材料板块营业收入情况



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图表 10：近几年正极材料板块归母净利润情况



资料来源：iFind，信达证券研发中心

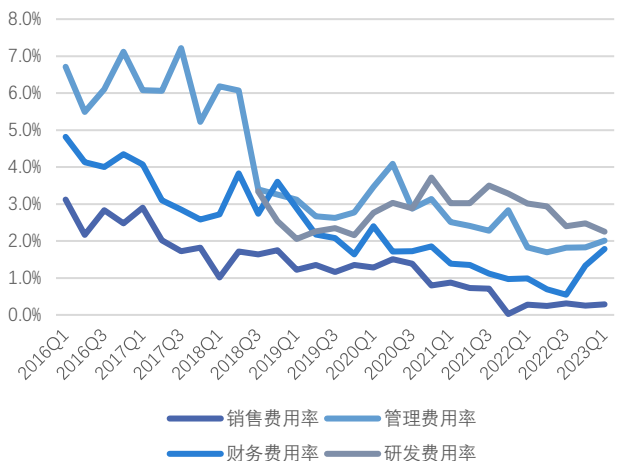
分季度来看，2022Q4 与 2023Q1 正极材料企业盈利能力持续下滑。2023Q1 正极材料板块毛利率为 11.1%，同比-9.2pct，归母净利率为 2.2%，同比-7.6pct，费用率合计 6.3%，同比+0.2pct。其中销售费用率为 0.3%，同比持平；管理费用率为 2.0%，同比+0.2pct；研发费用率为 2.3%，同比-0.8pct；财务费用率为 1.8%，同比+0.8pct。

图表 11：逐季度正极材料毛利率和净利率（左轴：毛利率，右轴：归母净利率）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图表 12：逐季度正极材料板块费用率情况

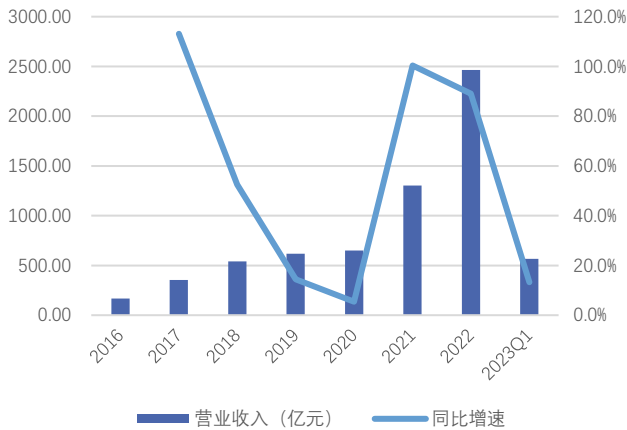


资料来源：iFind，信达证券研发中心

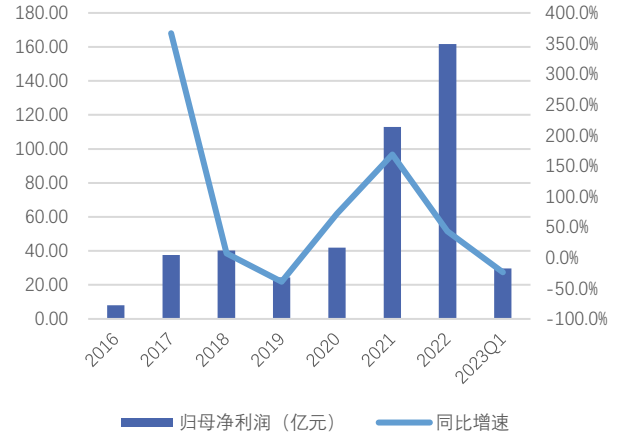
2.3.1 三元正极材料板块

电池技术迭代加快，三元正极材料技术迭代紧跟电池厂，呈现多元路线共存态势，各企业呈百花齐放态势。2022年三元正极材料板块实现营业收入2465.25亿元，同比增长89.1%，归母净利润161.80亿元，同比增长43.3%。2023年Q1实现营业收入566.88亿元，同比增长13.2%，归母净利润29.78亿元，同比减少23.6%。

图表 13：近几年三元正极材料板块营业收入情况



图表 14：近几年三元正极材料板块归母净利润情况



资料来源：iFind，信达证券研发中心

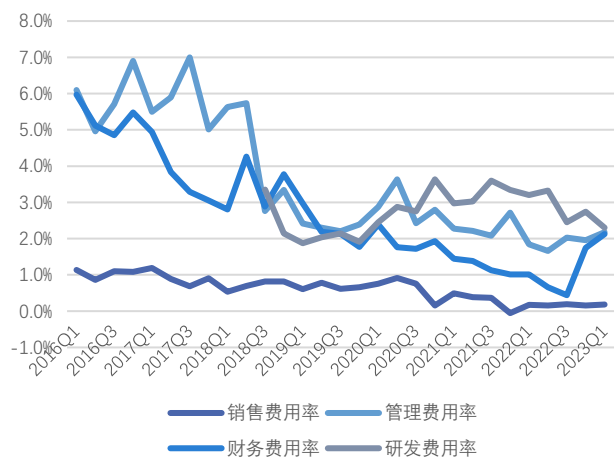
资料来源：iFind，信达证券研发中心

分季度来看，2022Q4三元材料企业净利率有所回升，2023Q1出现下滑。2023Q1三元正极材料板块毛利率为13.3%，同比-2.6pct，归母净利率为5.3%，同比-2.5pct，费用率合计6.8%，同比+0.6pct。其中销售费用率为0.2%，同比持平；管理费用率为2.2%，同比+0.3pct；研发费用率为2.3%，同比-0.9pct；财务费用率为2.1%，同比+1.1pct。

图表 15：逐季度三元正极材料毛利率和净利率（左轴：毛利率，右轴：归母净利率）



图表 16：逐季度三元正极材料板块费用率情况



资料来源：iFind，信达证券研发中心

资料来源：iFind，信达证券研发中心

从个股角度来看，三元正极企业盈利能力出现明显分化。2023Q1容百科技、当升科技、长远锂科、振华新材、厦钨新能归母净利润分别为3.11亿元、4.31亿元、0.01亿元、0.71亿元、

1.16 亿元，同比+6.3%、+11.3%、-99.7%、-79.4%、-46.17%，环比-28.5%、-44.8%、-99.8%、-73.5%、-55.8%。毛利率达到 8.7%、16.4%、13.5%、3.6%、10.0%，环比+0.9pct、-0.4pct、-6.8pct、持平、-0.8pct，归母净利率 3.7%、9.2%、0.1%、3.5%、3.2%，环比-0.3pct、-1.7pct、-7.1pct、-3.1pct、-0.7pct，当升科技、容百科技在整个板块中表现较为良好。盈利能力的差异源自：1) 原料采购与库存管理差异；2) 产能稼动率差异；3) 下游客户结构差异，海外需求旺盛。目前三元正极企业一体化仍以参股、战略合作为主，我们认为未来技术迭代能力与精细化的成本管控能力将是三元正极材料的核心竞争力。

图表 17: 2022 年与 2023Q1 三元正极材料板块业绩 (亿元)

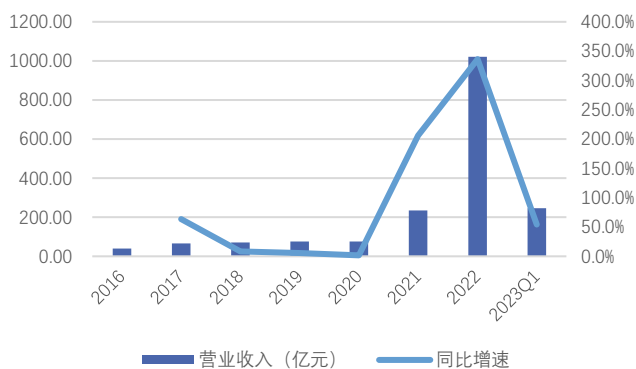
	营业收入				归母净利润			
	2022	YoY	2023Q1	YoY	2022	YoY	2023Q1	YoY
格林美	293.92	52.28%	61.29	-12.03%	12.96	40.36%	1.72	-48.01%
华友钴业	630.34	78.48%	191.10	44.64%	39.10	0.32%	10.24	-15.10%
中伟股份	303.44	51.17%	79.03	24.88%	15.44	64.39%	3.41	33.84%
当升科技	212.64	157.50%	46.92	22.12%	22.59	107.02%	4.31	11.26%
容百科技	301.23	193.62%	83.68	61.91%	13.53	48.54%	3.11	6.29%
长远锂科	179.75	162.75%	19.34	-42.99%	14.89	112.59%	0.01	-99.69%
振华新材	139.36	152.69%	20.06	-22.21%	12.72	208.36%	0.71	-79.37%
厦钨新能	287.51	80.55%	35.86	-40.67%	11.21	93.66%	1.16	-46.17%
天力锂能	26.68	60.47%	5.80	-14.63%	1.32	56.16%	0.00	-99.15%
伟明环保	44.46	3.66%	13.31	28.34%	16.53	3.01%	5.03	9.58%
芳源环保	29.35	41.83%	8.03	98.46%	0.05	-92.83%	0.01	-147.01%
帕瓦股份	16.56	91.21%	2.46	-40.63%	1.46	74.52%	0.06	-86.43%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2.3.2 磷酸铁锂正极材料板块

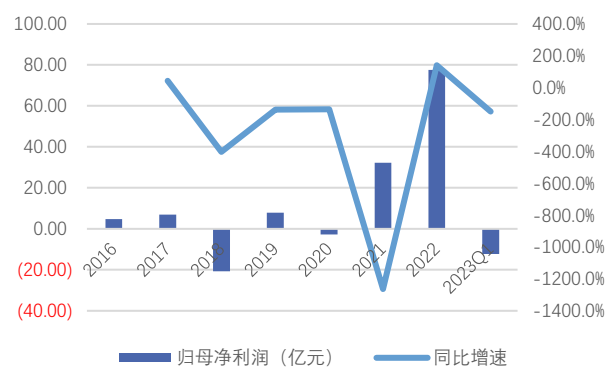
磷酸铁锂需求旺盛，2022 年板块营收与净利润呈快速增长态势。2022 年磷酸铁锂正极材料板块实现营业收入 1020.79 亿元，同比增长 336.4%，归母净利润 77.51 亿元，同比增长 140.9%。2023 年 Q1 实现营业收入 245.29 亿元，同比增长 54.0%，归母净利润-12.29 亿元，同比减少 148.9%。

图表 18: 近几年磷酸铁锂正极材料板块营业收入情况



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

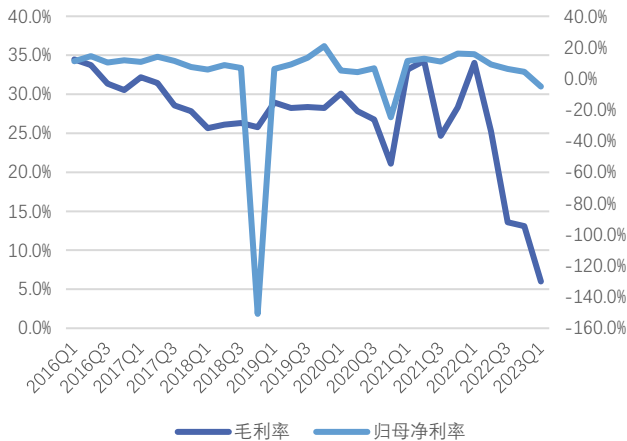
图表 19: 近几年磷酸铁锂正极材料板块归母净利润情况



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

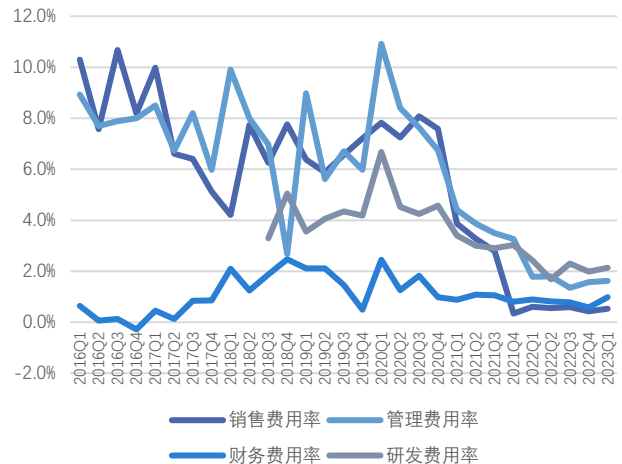
分季度来看，碳酸锂价格快速下跌、叠加新增释放，2023Q1 铁锂企业盈利能力下降，因磷酸铁锂材料市场集中度高，企业生产规模较大，减值影响高于三元材料企业。2023Q1 磷酸铁锂正极材料板块毛利率为 6.0%，同比-28.0pct，归母净利率为-5.0%，同比-20.8pct，费用率合计 5.3%，同比-0.4pct。其中销售费用率为 0.5%，同比-0.1pct；管理费用率为 1.6%，同比-0.2pct；研发费用率为 2.1%，同比-0.3pct；财务费用率为 1.0%，同比+0.1pct。

图表 20: 逐季度磷酸铁锂正极盈利能力 (左轴: 毛利率, 右轴: 归母净利率)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图表 21: 逐季度磷酸铁锂正极材料板块费用率情况



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

从个股角度来看，2023Q1 磷酸铁锂企业盈利能力环比均出现下滑。作为磷酸铁锂材料龙头企业、背靠大客户，湖南裕能表现稳健。2023Q1 德方纳米、湖南裕能、万润新能、龙蟠科技、富临精工归母净利润分别为-7.17 亿元、2.81 亿元、-0.34 亿元、-2.23 亿元、-5.22 亿元，同比增长-194.2%、-72.0%、-114.5%、-204.6%、-347.3%，环比增长-229.8%、-68.4%、-120.3%、-597.8%、-1249.8%，毛利率达到 0.01%、5.27%、12.07%、7.16%、20.63%，环比-16.2pct、-5.1pct、-3.0pct、-5.0pct、+3.2pct，归母净利率-14.51%、2.13%、-1.09%、-10.69%、-72.01%，环比-21.3pct、-3.3pct、-4.5pct、-11.8pct、-73.7pct。伴随行业竞争激烈，部分化工企业（如明冠新材）已出售磷酸铁锂材料业务，产能逐步开始出清，与客户深入绑定、具备成本管控优势的企业有望提升市场份额。

图表 22: 2022 年与 2023Q1 磷酸铁锂正极材料板块业绩

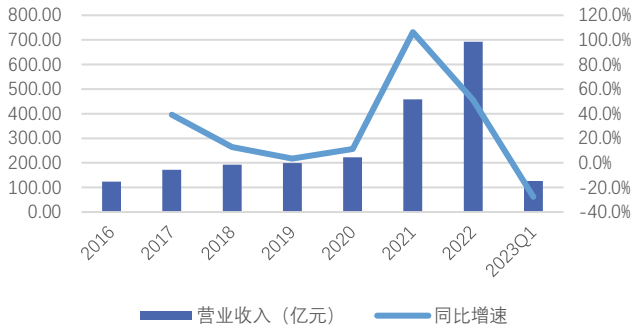
	营业收入				归母净利润			
	2022	YoY	2023Q1	YoY	2022	YoY	2023Q1	YoY
德方纳米	19.56	391.21%	5.46	259.37%	23.80	188.36%	-7.17	-194.17%
湖南裕能	20.56	491.21%	6.46	359.37%	30.07	153.96%	2.81	-72.00%
富临精工	20.56	491.21%	6.46	359.37%	6.45	61.67%	-5.22	-347.31%
龙蟠科技	21.56	591.21%	7.46	459.37%	7.53	114.61%	-2.23	-204.56%
万润新能	22.56	691.21%	8.46	559.37%	9.59	171.90%	-0.34	-114.50%
合纵科技	23.56	791.21%	9.46	659.37%	0.07	-93.19%	-0.14	-115.57%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2.3 电解液板块：盈利进入底部区间

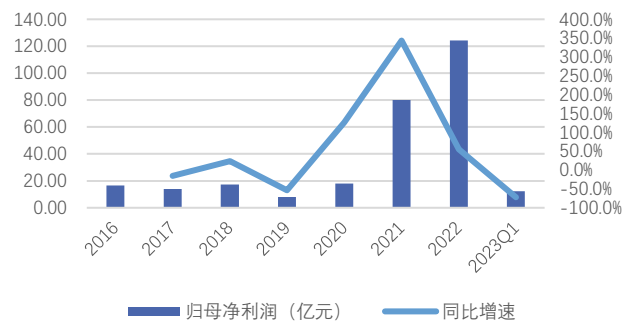
2022 年电解液企业收入、盈利高速增长，2023Q1 盈利大幅下滑。2022 年电解液板块实现营业收入 692.60 亿元，同比增长 51.1%，归母净利润 124.29 亿元，同比增加 55.3%。2023 年 Q1 实现营业收入 125.79 亿元，同比减少 27.6%，归母净利润 12.35 亿元，同比减少 72.1%。

图表 23：近几年电解液板块营业收入情况



资料来源：iFind，信达证券研发中心

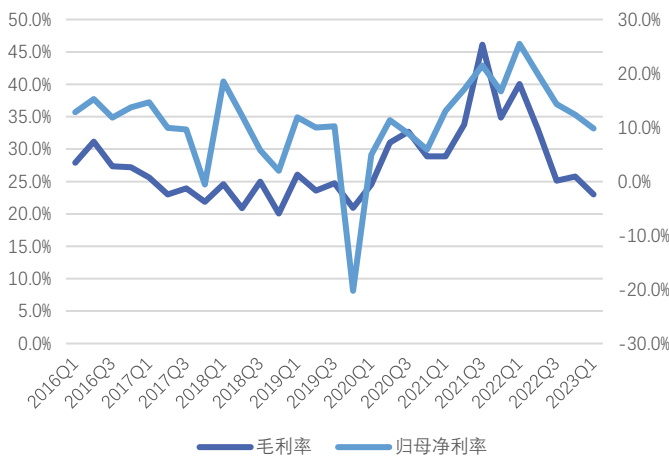
图表 24：近几年电解液板块归母净利润情况



资料来源：iFind，信达证券研发中心

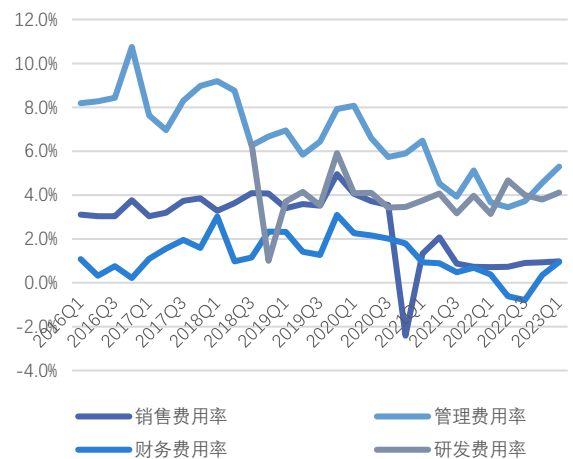
分季度来看，2023Q1 板块公司盈利能力持续下降。2023Q1 电解液板块毛利率为 23.0%，同比-17.0pct，归母净利率为 9.8%，同比-15.7pct，费用率合计 11.3%，同比-3.4pct。其中销售费用率为 1.0%，同比+0.3pct；管理费用率为 5.3%，同比+1.6pct；研发费用率为 4.1%，同比+1.0pct；财务费用率为 0.9%，同比+0.6pct。

图表 25：逐季度电解液料板块毛利率和净利率情况



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图表 26：逐季度电解液料板块费用率情况



资料来源：iFind，信达证券研发中心

从个股角度来看，电解液盈利已经接近底部，龙头盈利能力仍然稳健，一体化优势凸显。2023Q1 天赐材料、新宙邦、多氟多归母净利润分别为 6.95 亿元、2.46 亿元、1.10 亿元，同比-53.6%、-52.0%、-85.0%，环比-48.7%、-22.3%、-49.9%，毛利率达到 30.5%、31.5%、15.9%，环比-0.4pct、+1.6pct、-10.3pct，归母净利率 16.1%、14.5%、29.3%，环比-6.9pct、+1.4pct、-11.0pct。我们预计天赐材料 2023Q1 电解液出货 8 万吨，同比大幅增长，吨净利约 0.7 万元/吨左右，环比出现下滑，部分源自碳酸锂库存减值（体现在毛利部分），出货与盈利均稳健，龙头优势明显。电解液属于轻资产环节，其扩产壁垒主要在于上游锂盐及添加剂等环节，电解

液上游原材料利润压缩空间较小，伴随后续锂电产业链排产恢复、过剩产能出清，电解液盈利有望迎来修复。

图表 27: 2022 年与 2023Q1 电解液板块业绩

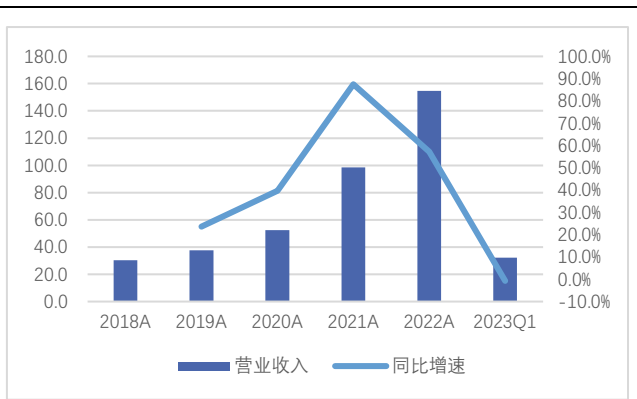
	营业收入				归母净利润			
	2022	YoY	2023Q1	YoY	2022	YoY	2023Q1	YoY
新宙邦	29.56	1391.21%	15.46	1259.37%	17.58	34.57%	2.46	-52.01%
天赐材料	30.56	1491.21%	16.46	1359.37%	57.14	158.77%	6.95	-53.62%
多氟多	31.56	1591.21%	17.46	1459.37%	19.48	54.64%	1.10	-85.02%
瑞泰新材	32.56	1691.21%	18.46	1559.37%	7.77	28.98%	1.30	-54.70%
华盛锂电	33.56	1791.21%	19.46	1659.37%	2.61	-37.97%	0.11	-92.81%
天际股份	34.56	1891.21%	20.46	1759.37%	5.26	-29.36%	0.10	-97.56%
永太科技	35.56	1991.21%	21.46	1859.37%	5.54	97.63%	0.25	-93.51%
胜华新材	36.56	2091.21%	22.46	1959.37%	8.91	-24.43%	0.08	-98.22%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2.4 隔膜板块: 未来盈利有望维持

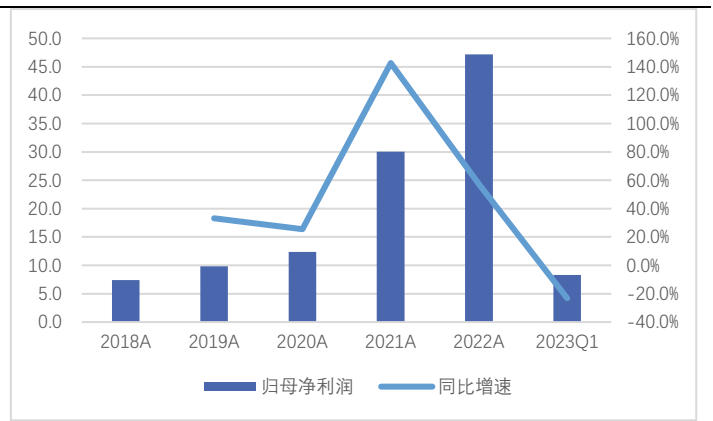
23Q1 隔膜企业营收和利润有所承压。2022 年锂电行业景气度依旧，带动隔膜行业收入和利润稳定增长，隔膜板块实现营业收入 154.7 亿元，同比+57%；归母净利润 47.2 亿元，同比+57%；2023Q1 隔膜板块实现营业收入 32.3 亿元，同比-0.7%；归母净利润 8.3 亿元，同比-23.2%

图表 28: 隔膜营业收入情况变动(亿元)

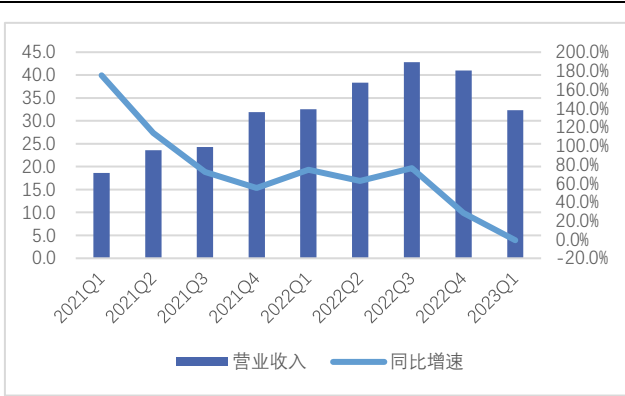


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

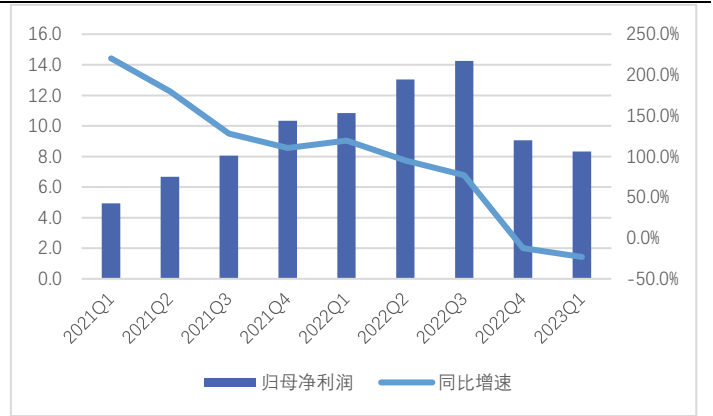
图表 29: 隔膜归母净利润情况变动(亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

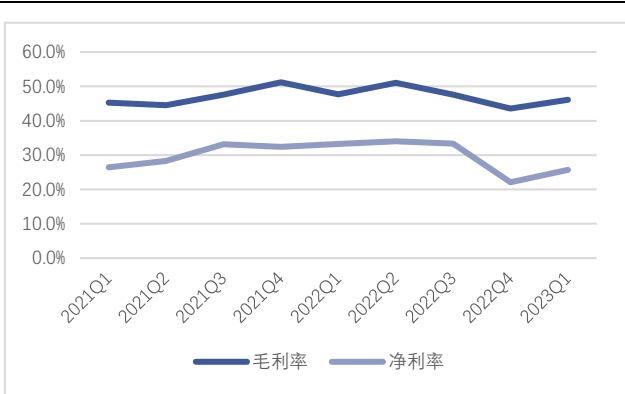
图表 30: 隔膜板块单季度营业收入变动 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

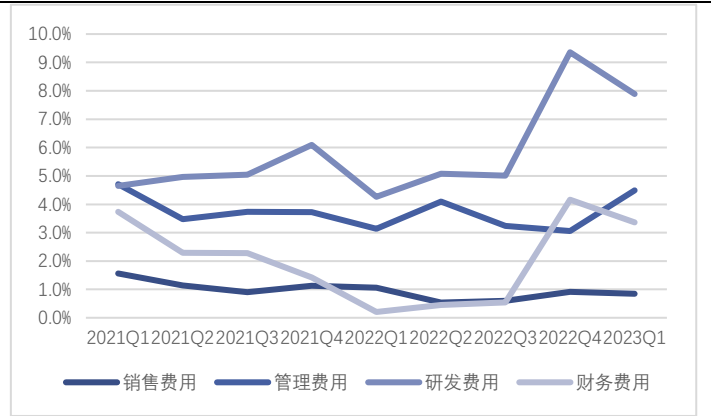
图表 31: 隔膜行业单季度归母净利润变动 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2022Q4 毛利率、净利率有所下降, 2023Q1 有所回暖。2023Q1 毛利率及净利率分别为 46.1%、25.7%; 费用率方面, 销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 0.8%、4.5%、7.9%、3.4%, 相比 2022Q4, 销售费率减少 0.1pct, 管理费率增加 1.4pct, 研发费率减少 1.5pct, 财务费率减少 0.8pct, 整体费率有所下降。

图表 32: 隔膜板块单季度毛利率及净利率均值


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 33: 隔膜板块单季度费用变化率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

备注: 恩捷股份和星源材质合并为隔膜板块的毛利率和净利率

个股方面, 2022 年恩捷股份、星源材质实现营业收入分别为 125.9 亿元与 28.8 亿元, 分别同比+58%与+55%, 归母净利同比+47%与+154%。星源材质加速海外市场的开拓、积极扩大产能规模, 公司预计建设年产 32 亿 m²湿法隔膜、16 亿 m²干法隔膜及 34 亿 m²涂覆隔膜。项目建设周期自取得每期宗地之日起, 6 个月内开工建设、30 个月内竣工、36 个月内投产; 恩捷股份方面, 我们预估公司 Q1 出货量为 10 亿平, 环比下降约 17%, 单平盈利约为 0.65 元/平方米, 环比略微下降, 我们认为随着下游新能源车景气度回升和电池排产的上升, 恩捷股份整体产线利用率有望回升, 考虑到天然气等能源成本上升的影响逐渐减弱和公司涂覆比例的上升, 未来单平盈利有望恢复至 0.8 元/平方米以上水平。从总体来看, 我们认为隔膜行业壁垒较深, 随着行业供给的增加, 未来价格压力相对较小, 盈利能力有望维持较高水平。

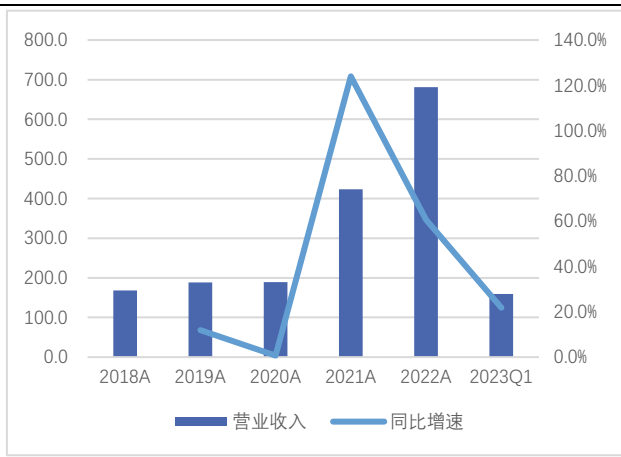
图表 34: 部分隔膜企业 2021 年及 2022Q1-3 业绩情况 (亿元, %)

公司	营业收入 (亿元, %)				归母净利润 (亿元, %)			
	2022	yoy	2023Q1	yoy	2022	yoy	2023Q1	yoy
恩捷股份	125.9	58%	25.7	-1%	40.0	47%	6.5	-29%
星源材质	28.8	55%	6.6	0%	7.2	154%	1.8	9%

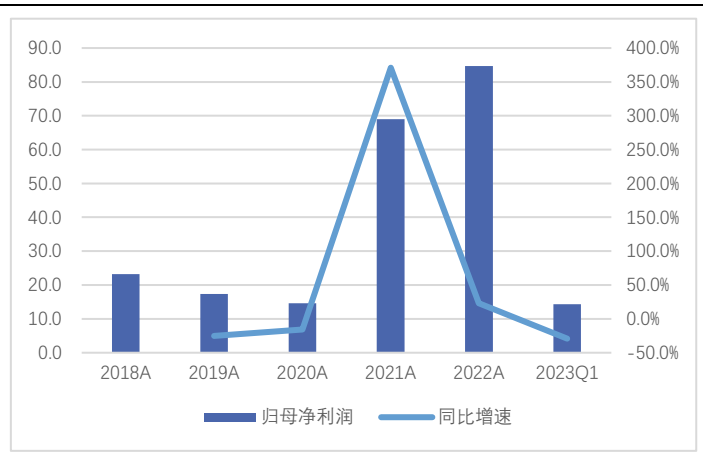
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.5 负极板块: 产品价格下滑, 石墨化价格进入底部区间

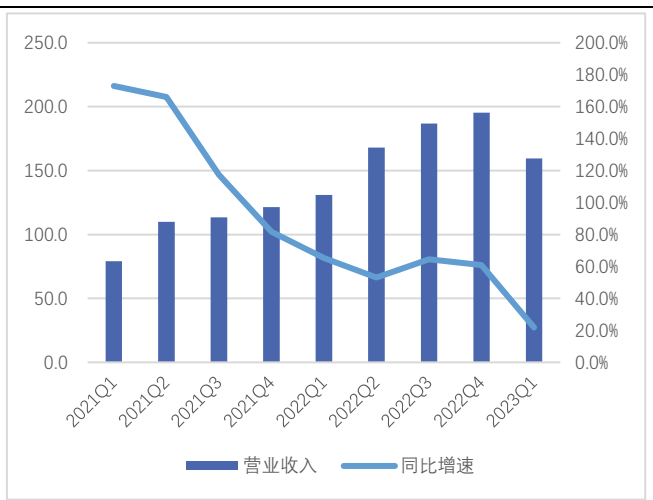
负极板块竞争较为激烈, 23Q1 利润有所下滑。2022 年, 负极板块实现营业收入 681 亿元, 同比+60.7%; 归母净利润 84.7 亿元, 同比+22.8%; 2023Q1, 负极板块实现营业收入 159.5 亿元, 同比+21.8%; 归母净利润 14.3 亿元, 同比-29.2%。

图表 35: 负极行业营业收入情况变动(亿元)


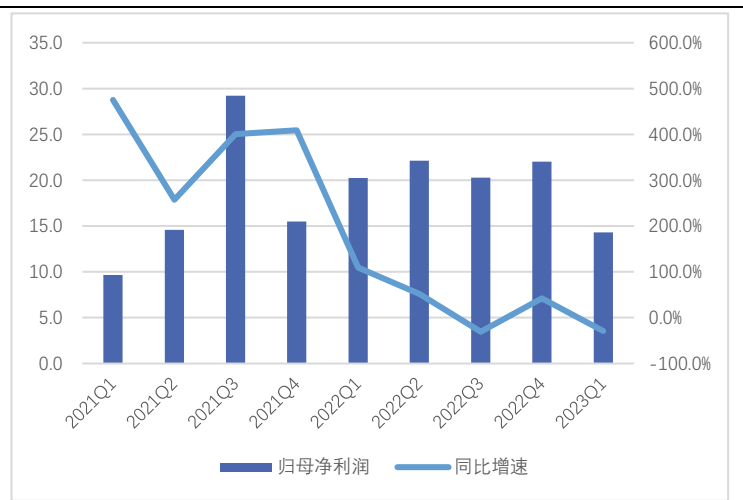
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 36: 负极行业归母净利润情况变动(亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

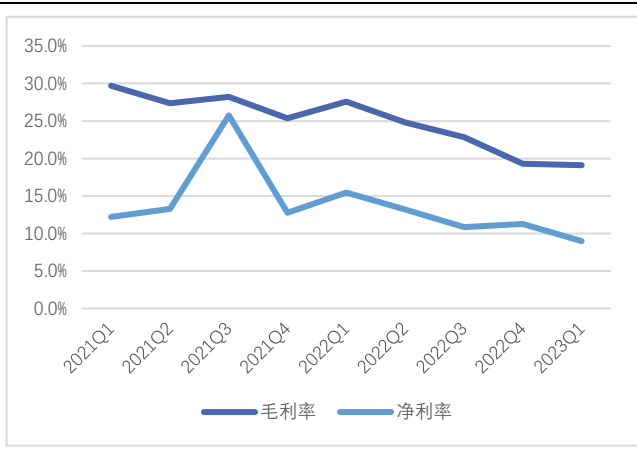
图表 37: 负极行业单季度营收变动(亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

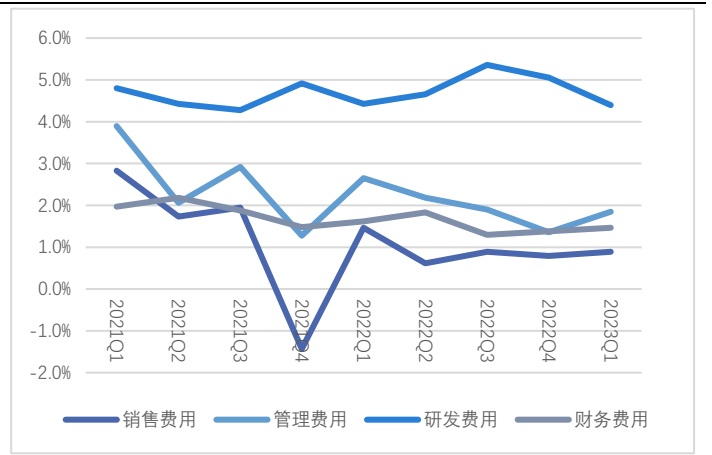
图表 38: 负极行业单季度归母净利润变动(亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

毛利率净利率继续走跌。毛利率及净利率方面, 2023Q1 继续下降, 分别降至 19.1%、9.0%; 费用率方面, 销售费用率、管理费用率、研发和财务费用率分别为 0.9%、1.8%、4.4%、1.5%。

图表 39: 负极行业单季度毛利率及净利率均值


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 40: 负极行业单季度费用率变动


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

备注: 中科电气、杉杉股份、璞泰来和特锐德合并为负极板块的毛利率和净利率

短期盈利能力有所承压, 23 年产品价格或将随着石墨化价格下降+竞争激烈下滑。分个股来看:

- 1) 杉杉股份 2022 年度实现收入 217 亿元, 同比增加 5%, 实现归母净利润 26.9 亿元, 同比下降 19%; 23Q1 实现收入 44.5 亿元, 同比下降 12%, 实现归母净利润 5.7 亿元, 同比下降 29%。
- 2) 中科电气 2022 年度实现收入 52.6 亿元, 同比增加 140%, ; 实现归母净利润 3.6 亿元; 23Q1 实现收入 10.4 亿元, 同比增长 21%, 实现归母净利润-1.4 亿元, 同比转亏。

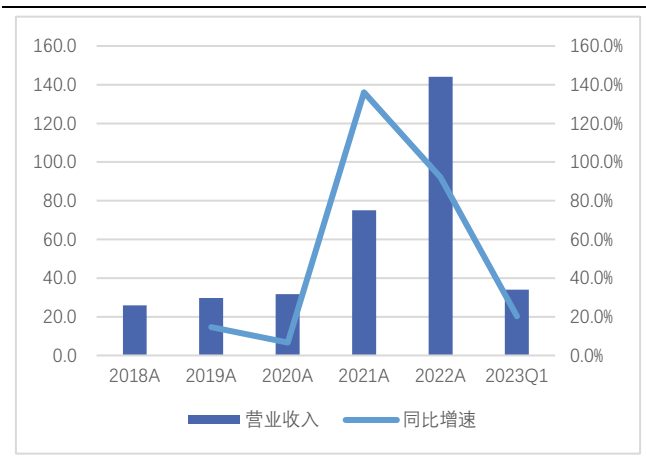
图表 41: 部分负极企业 2021 年及 2022Q1-3 业绩情况 (亿元, %)

公司	营业收入 (亿元, %)				归母净利 (亿元, %)			
	2022	yoy	2023Q1	yoy	2022	yoy	2023Q1	yoy
杉杉股份	217.0	5%	44.5	-12%	26.9	-19%	5.7	-29%
中科电气	52.6	140%	10.4	21%	3.6	0%	(1.4)	-205%

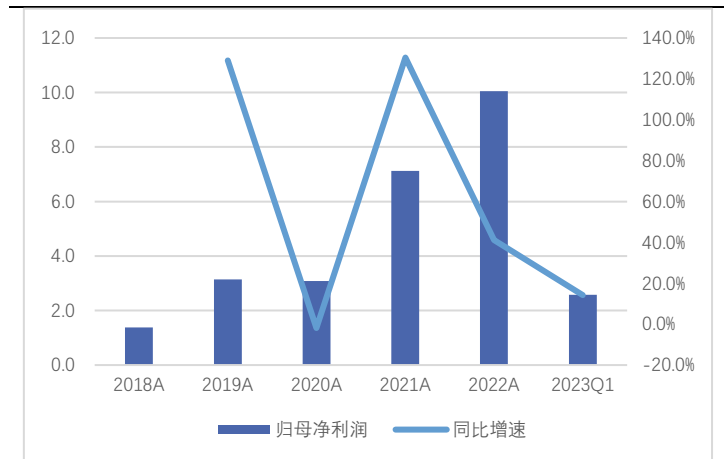
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.6 结构件板块: 利润率相对稳定

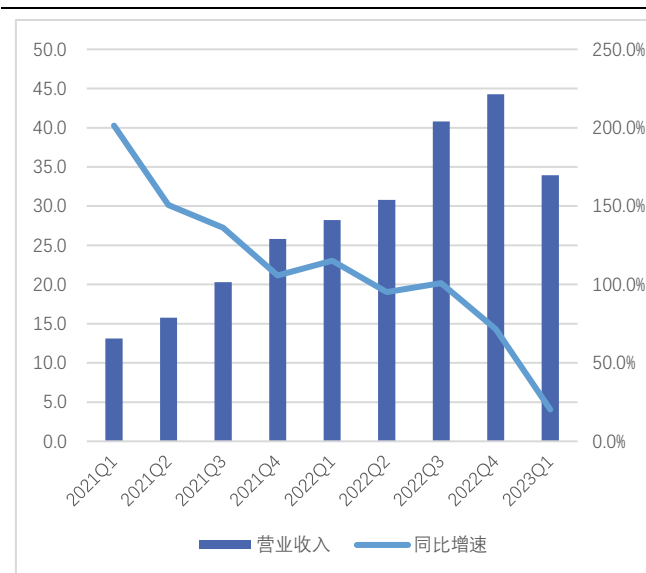
23Q1 结构件企业盈利增速有所下滑。2022 年, 结构件板块实现营业收入 144.1 亿元, 同比+92%; 归母净利润 10 亿元, 同比+41.2%; 2023Q1, 结构件板块实现营业收入 34 亿元, 同比+20.3%; 归母净利润 2.6 亿元, 同比+14.2%;

图表 42: 结构件行业营业收入情况变动(亿元)


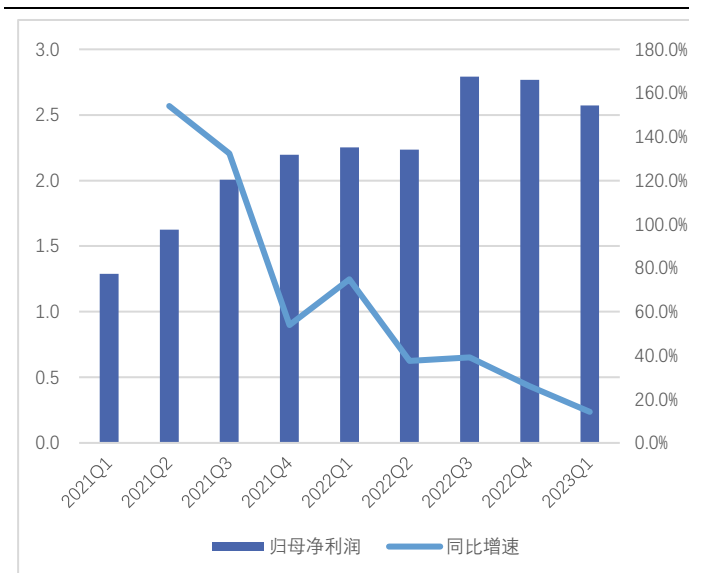
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 43: 结构件行业归母净利润情况变动(亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 44: 结构件行业单季度收入变动(亿元)


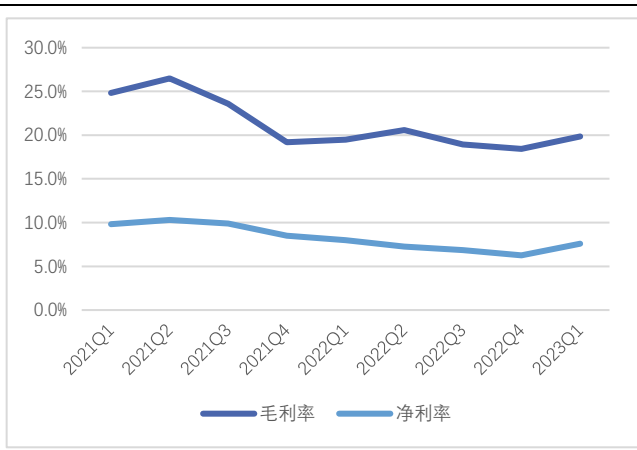
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 45: 结构件行业单季度营收变动(亿元)


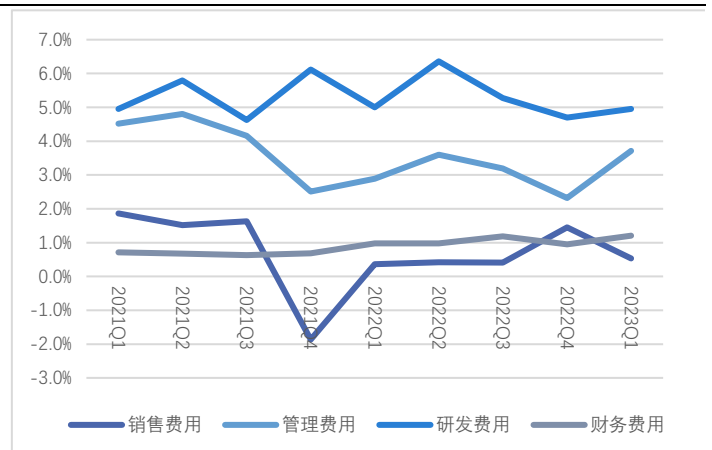
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

备注: 科达利和震裕科技合并为结构件板块的毛利率和净利率

毛利率净利率相对稳定, 23Q1 净利率有所上扬。毛利率及净利率方面, 2023Q1 为 19.8%、7.6%, 相比 2022Q4 上升 1.4/1.3pct; 费用率方面, 销售费用率、管理费用率、研发和财务费用率相对稳定, 23Q1 分别为 0.5%、3.7%、5.0%、1.2%, 相比 2022Q4 分别上升-0.9、1.4、0.3、0.3pct。

图表 46: 结构件行业单季度毛利率及净利率变动 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 47: 结构件行业单季度费用率变动 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分企业来看, 企业盈利能力有所分化, 科达利盈利能力相对较好, 归母净利润增幅高于震裕科技增幅。我们预计未来结构件环节盈利依旧稳定, 利润率主要受产能利用率影响。

图表 48: 部分结构件企业 2021 年及 2022Q1-3 业绩情况 (亿元)

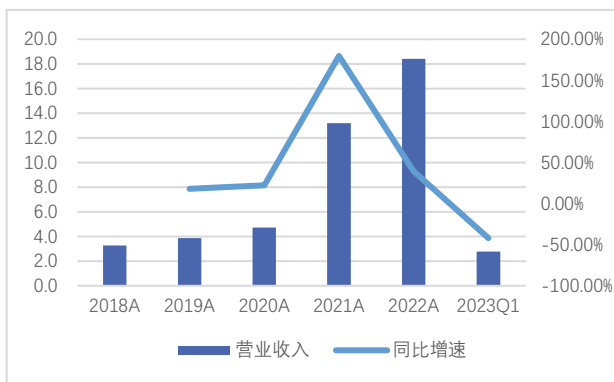
公司	营业收入 (亿元, %)				归母净利润 (亿元, %)			
	2021	yoy	2022Q1-3	yoy	2021	yoy	2022Q1-3	yoy
震裕科技	30.34	154%	40.11	107%	1.70	31%	1.35	14%
科达利	44.68	125%	59.70	100%	5.42	203%	5.93	58%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

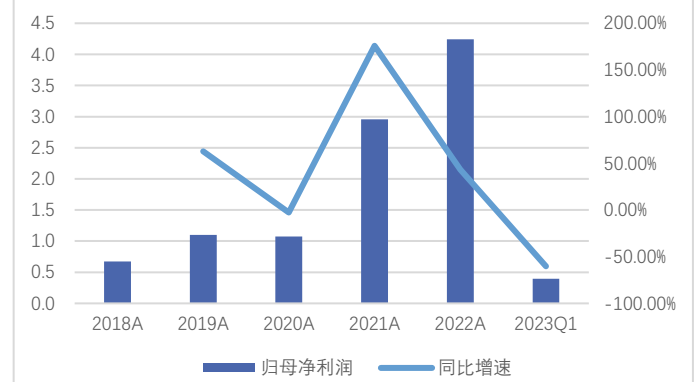
2.7 辅材板块: 利润率有所承压

本文将辅材主要分为导电剂、涂覆材料和负极包覆材料。目前相应板块主要以龙头企业为主。考虑到行业竞争情况和景气度情况, 辅材领域利润有所承压, 高盈利环节面临降价的压力。

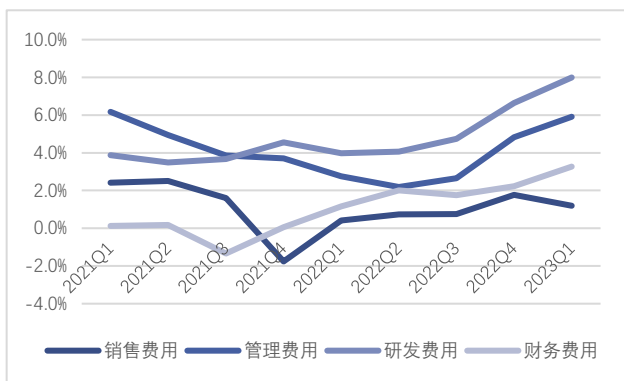
导电剂-天奈科技: 由于碳纳米管领域竞争加剧, 公司整体业绩有所承压。2022 年实现收入 18.4 亿元, 同比增长 39.51%; 实现归母净利润 4.24 亿元, 同比增长 43.57%; 实现归母扣非净利润 3.95 亿元, 同比增长 50.25%。2023Q1 实现收入 2.79 亿, 同比下降 41.99%, 实现归母净利润 0.4 亿元, 同比下降 60.25%, 扣非后归母净利润 0.32 亿元, 同比下降 66.06%。龙头地位稳固, 聚焦特色细分领域并持续发力。据高工产研锂电研究所 (GGII) 统计分析, 2022 年中国碳纳米管导电浆料市场总规模达 11.7 万吨, 其中前 4 大企业市场份额占比 74.7%, 其中天奈科技市场占有率排第一, 市场份额为 40.3%。

图表 49: 天奈科技营收 (亿元)


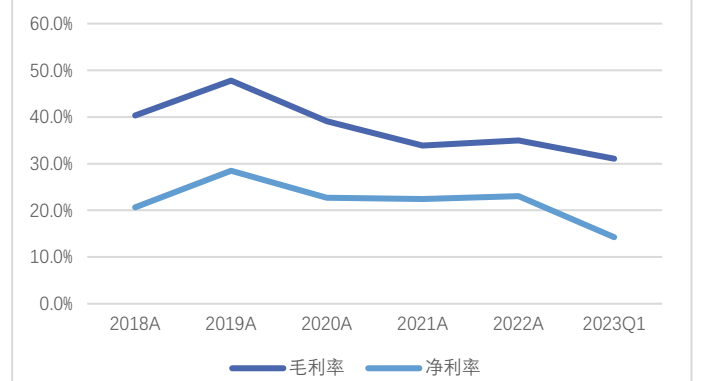
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 50: 天奈科技归母净利润 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

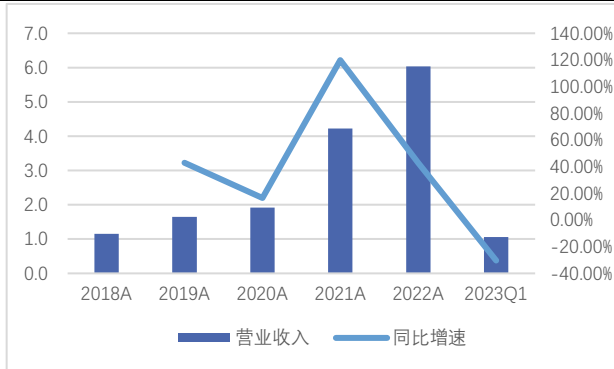
图表 51: 天奈科技单季度主要费用率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

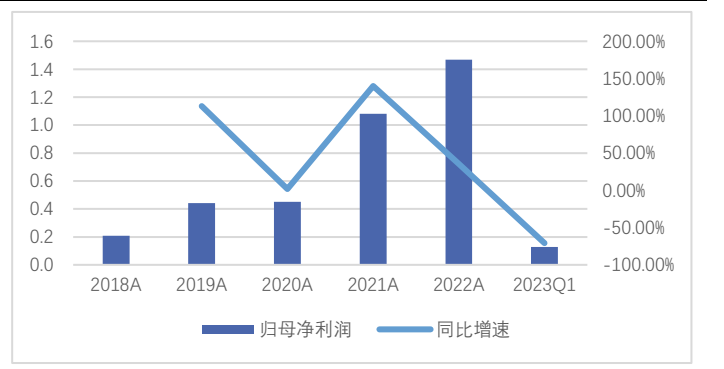
图表 52: 天奈科技毛利率和净利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

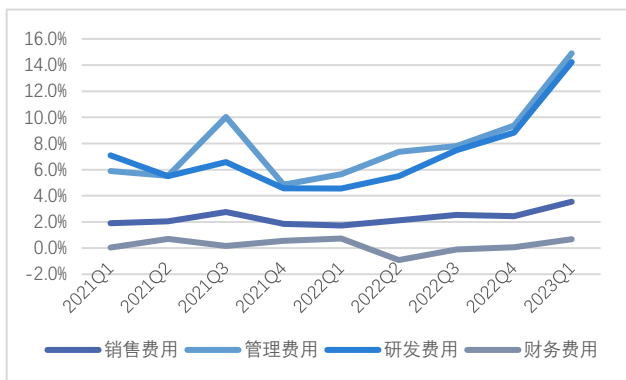
涂覆材料-壹石通: 2022 年实现营业收入 6 亿元, 同比上升 42.7%; 归母净利润盈利 1.5 亿元, 同比上升 35.8%; 23Q1 实现营业收入 1.1 亿元, 同比下降 30.4%, 实现归母净利润 0.1 亿元, 同比下降 70.8%。由于股权激励等因素, 公司费率有所上升, 叠加产品价格下降等因素, 公司 23Q1 净利率有所下降, 为 11.9%。

图表 53: 壹石通营收 (亿元)


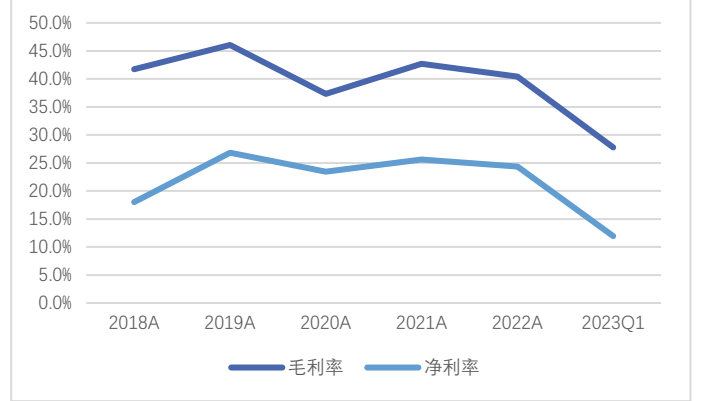
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 54: 壹石通归母净利润 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

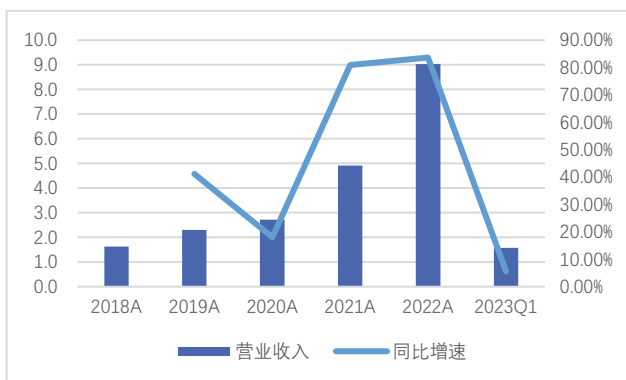
图表 55: 壹石通单季度主要费用率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

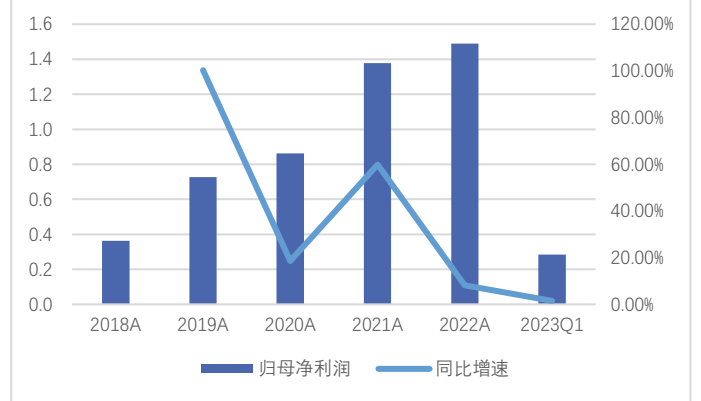
图表 56: 壹石通毛利率和归母净利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

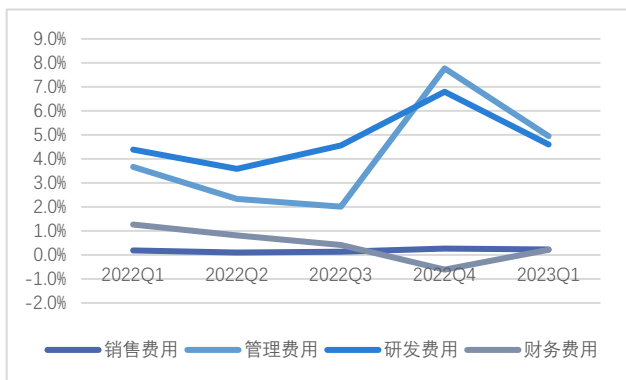
负极包覆材料-信德新材: 在负极行业竞争激烈增加, 价格下降的背景下, 公司 23Q1 整体业绩有所承压。公司 2022 年实现收入 9.04 亿元, 同比增长 83.69%, 实现归母净利润 1.49 亿元, 同比上升 8.21%, 实现扣非后归母净利润 1.37 亿元, 同比上升 13.55%。2023Q1 实现收入 1.57 亿元, 同比增长 5.60%, 实现归母净利润 0.28 亿元, 同比上升 1.48%, 实现扣非后归母净利润 0.18 亿元, 同比下降 34.85%。我们认为公司一体化进程持续, 随着产能布局和一体化程度加快, 整体盈利能力有望回升。

图表 57: 信德新材营收 (亿元)


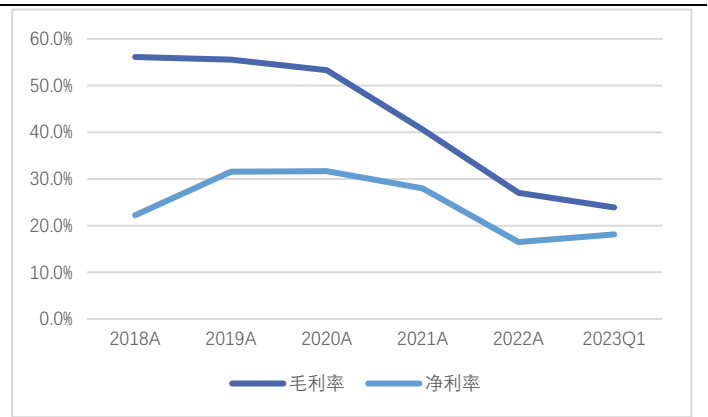
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 58: 信德新材归母净利润 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 59: 信德新材单季度主要费用率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 60: 信德新材毛利率和归母净利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、风险因素

全球新能源汽车产销不及预期; 原材料价格上涨; 技术路线变化; 公司现金流紧张; 新扩产能无法顺利释放等。

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，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。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2年行业研究经验，2022年7月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

陈玫洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，团队成员，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com

华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

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。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

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。