

**强于大市**

# 新能源汽车产业链提价系列报告之一

## 六氟磷酸锂：供需格局改善，涨价有望持续

受益于下游需求景气度提升，2020年下半年以来六氟磷酸锂价格低位反弹超60%。六氟磷酸锂需求短期强复苏、长期高增长，短期新增供给有限，供需格局持续改善；同时2021年供需季节错配明显，旺季或将供不应求，价格有望持续上涨。维持行业强于大市评级。

- **六氟磷酸锂价格低位反弹超60%，企业盈利能力有所修复：**六氟磷酸锂历史价格走势呈现较强的周期性。2020年上半年，疫情影响下游新能源汽车及消费电子需求，六氟磷酸锂价格低位震荡，2020年7月报价下跌到7万元/吨的历史低位，实际成交价跌至6.5-6.8万元/吨。2020年7月开始，新能源汽车销量逐月环比增长，动力电池及锂电池需求回暖，带动六氟磷酸锂需求增长，行业库存快速下降，产能利用率提升，出现季节性供不应求，带动价格低位反弹。截至2021年1月13日，六氟磷酸锂报价11.50万元/吨，相比历史低位涨幅高达64%。企业盈利能力有所修复，根据我们的测算，在当前价格下，固体六氟磷酸锂龙头企业毛利率约34%，液体六氟磷酸锂龙头企业毛利率约36%。
- **需求短期强复苏，长期高增长无忧：**2020年下半年，新能源汽车需求景气度逐月提升，12月国内新能源汽车销量24.80万辆，同比增长52%，环比增长24%；11月全球新能源乘用车销量41.40万辆，同比增长135%，环比增长21%，下游需求高增长带动六氟磷酸锂需求大幅增长。我们预计2020年、2025年全球六氟磷酸锂需求分别为3.96、16.02万吨，2020-2025需求年均复合增速为32%。需求短期强势复苏，长期高增长无忧。
- **供需格局明显改善，季节性错配导致旺季供不应求：**行业进入低速扩产期，内资产能2020年之后仅多氟多和天赐材料有扩产计划，外资产能2020-2021年保持稳定，预计2020-2021年全球六氟磷酸锂总产能分别为5.96、8.26万吨；2021年后基本没有新建产能的投产计划。由于2021年新增产能投产时间较晚、二线企业成本较高等原因，行业实际产能和名义产能存在较大差距，预计2021年行业实际有效产能6.58万吨，对应产能利用率约79%，同比提升约13个百分点。2021年全球六氟磷酸锂需求逐季环比增长，产能在2021年前三季度保持稳定；因此，预计供需将出现明显的季节性错配，产能利用率快速提升，第三季度名义产能利用率或将超过100%，价格有望持续上涨。

### 相关研究报告

《新能源汽车行业2021年度策略：全球景气向上，电动浪潮延续》2020.11.28

《六氟磷酸锂行业深度报告：供需格局边际改善，价格有望触底反弹》2020.09.15

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

电气设备

证券分析师：沈成  
(8621)20328319  
cheng.shen@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517030001

证券分析师：张咪  
(8610)66229231  
mi.zhang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300519090001

### 投资建议

- 六氟磷酸锂需求短期强复苏、长期高增长，短期新增供给有限，供需格局持续改善；同时2021年供需季节错配明显，旺季或将供不应求，价格有望持续上涨。推荐战略布局纵向一体化的电解液龙头天赐材料，建议关注六氟磷酸锂龙头标的多氟多、天际股份等。

### 风险提示

- 新冠疫情疫情影响超预期；新能源汽车产业政策不达预期；新能源汽车产品力不达预期；产业链需求不达预期；新建产能投产进度超预期；六氟磷酸锂价格上涨幅度不达预期。

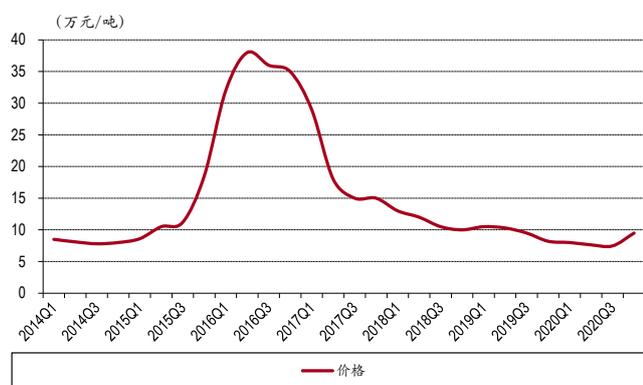
## 六氟磷酸锂价格低位反弹，盈利能力有所修复

### 六氟磷酸锂价格低位反弹

六氟磷酸锂价格走势呈现较强的周期性。2011年六氟磷酸锂实现国产化，打破了国外垄断，价格开始下跌，此后国内六氟磷酸锂厂商开始第一轮扩产，但是需求尚未大规模启动，供过于求导致价格长期低于10万元/吨；2015年国内新能源汽车销量同比增长3.4倍，带动六氟磷酸锂需求大增，叠加行业扩产周期长达1年以上，导致供需关系逆转，价格由2015年第三季度的10万元/吨上涨至2016年第二季度的38万元/吨，涨幅高达280%；高价刺激行业内厂商纷纷扩产，并吸引外部企业进入行业，与此同时，行业需求增速下滑，供给远大于需求，导致价格再次下行。到2017年第四季度，六氟磷酸锂价格跌至15万元/吨；进入2018年，价格下滑速度放缓，进入9.5-11万元/吨的区间；由于2019年新能源汽车销量和2018年持平，六氟磷酸锂的需求没有增长，而此前新投产产能过多，行业仍然供大于求，叠加主要原材料碳酸锂价格持续下跌，六氟磷酸锂价格仍处于阴跌的通道中，到2020年第二季度，六氟磷酸锂行业均价7.6万元/吨，接近历史最低水平，行业内企业大多处于亏损状态。

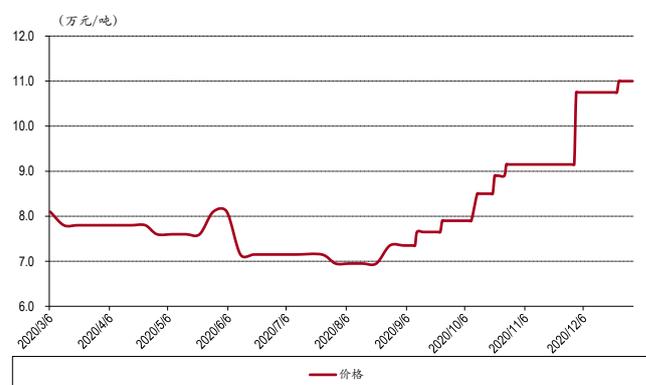
六氟磷酸锂价格低位反弹已超60%。2020年上半年，疫情影响下游新能源汽车及消费电子需求，六氟磷酸锂供需错配，价格低位震荡，2020年7月报价下跌到7万元/吨的历史低位，实际成交价更是跌至6.5-6.8万元/吨。2020年7月开始，新能源汽车销量逐月环比增长，动力电池及锂电池需求回暖，带动六氟磷酸锂需求增长，行业库存快速下降，产能利用率提升，出现季节性供不应求，带动价格低位反弹。截至2021年1月13日，六氟磷酸锂报价11.50万元/吨，相比历史低位涨幅高达64%。

图表 1. 2014Q1-2020Q4 六氟磷酸锂均价



资料来源：高工锂电，中银证券

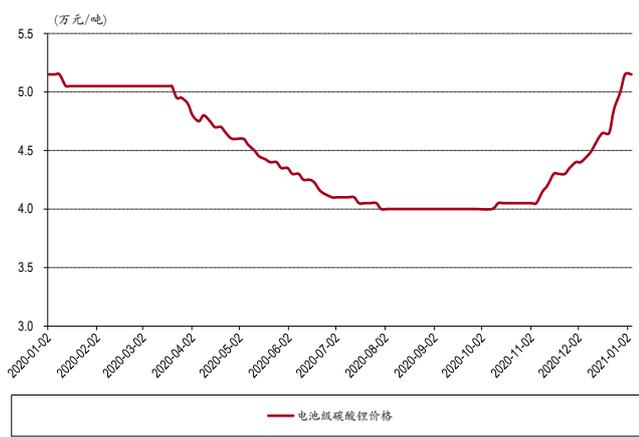
图表 2. 2020 年以来六氟磷酸锂价格走势



资料来源：万得，中银证券

主要原材料价格上涨，为六氟磷酸锂提供支撑。碳酸锂和无水氟化氢是制备氟化锂及六氟磷酸锂的主要原材料，制备1吨六氟磷酸锂需要0.26吨的碳酸锂和2.4吨的无水氟化氢，二者在六氟磷酸锂成本中占比分别为18%和30%，是六氟磷酸锂成本和价格变动的重要影响因素。2020年以来，电池级碳酸锂价格持续阴跌，到2020年10月跌至4万元/吨的历史低位，此后由于下游需求增长，价格触底反弹，截至2021年1月2日，电池级碳酸锂价格5.15万元/吨，涨幅28.75%；氢氟酸价格也从2020年11月的低点7,450元/吨触底反弹，截至2021年1月6日，报价9,250元/吨，涨幅24.16%，主要原材料价格上涨为六氟磷酸锂涨价提供支撑。

图表 3. 2020 年以来电池级碳酸锂价格走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 2020 年以来氢氟酸价格走势



资料来源: 万得, 中银证券

### 六氟磷酸锂企业盈利能力有所修复

**氟化氢溶剂法制备六氟磷酸锂成本与盈利估算。**氟化氢溶剂法是行业制备六氟磷酸锂的主流方法, 行业内主要企业如多氟多、新泰材料等均采用该方法。根据我们的估算, 受原材料价格上涨影响, 当前时点行业内采用氟化氢溶剂法制备六氟磷酸锂的先进产能的现金成本为 6.07 万元/吨, 总成本为 6.67 万元/吨, 在当前含税价格 11.50 万元/吨的条件下, 单吨毛利润水平为 3.51 万元, 对应毛利率为 34.46%, 行业龙头企业的盈利能力有所修复。

图表 5. 氟化氢溶剂法制备六氟磷酸锂成本估算

	单位标准耗材 (吨)	单价 (不含税) (元/吨)	成本 (万元/吨)
原材料	氟化锂	0.18	1.75
	五氯化磷	1.68	1.19
	无水氟化氢	2.4	2.02
	液氮	2.15	0.10
	合计		5.07
制造费用 (万元/吨)		1.3	
其中: 折旧 (万元/吨)		0.6	
直接人工 (万元/吨)		0.3	
现金成本 (万元/吨)		6.07	
成本合计 (万元/吨)		6.67	
价格 (不含税) (万元/吨)		10.18	
单吨毛利润 (万元/吨)		3.51	
毛利率 (%)		34.46	

资料来源: CBC 金属网, 万得, 天际股份公告, 延安必康公告, 鑫椏资讯, 中银证券

**有机溶剂法制备六氟磷酸锂成本与盈利估算。**有机溶剂法是行业内商业化应用较广的制备方法之一, 由于固定资产投资低、工艺步骤少, 成本有一定的优势, 行业龙头企业天赐材料采用该方法制备液体六氟磷酸锂。根据我们的估算, 当前时点有机溶剂法制备液体六氟磷酸锂的成本为 2.17 万元/吨, 折合固体六氟磷酸锂成本为 6.50 万元/吨, 在当前含税价格 11.50 万元/吨的条件下, 单吨毛利润为 3.68 万元, 对应毛利率为 36.15%, 相比氟化氢溶剂法有一定的优势, 盈利能力相对较强。

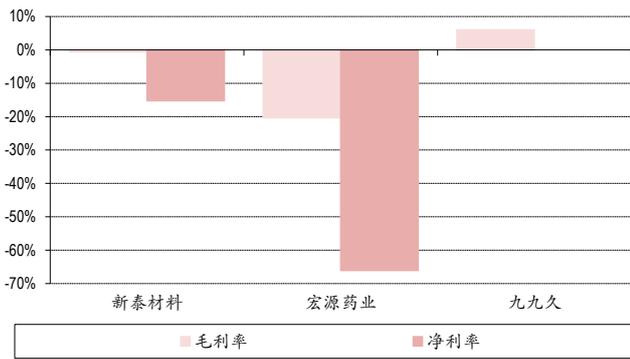
图表 6. 有机溶剂法制备六氟磷酸锂成本估算

	单位标准耗材 (吨)	单价 (不含税) (元/吨)	成本 (万元/吨)	
原材料	氟化锂	0.06	97,345	0.58
	五氟化磷	0.28	7,080	0.20
	DMC	0.33	12,389	0.41
	DEC	0.33	16,814	0.55
	合计		1.75	
制造费用 (万元/吨)		0.12		
其中: 折旧 (万元/吨)		0.08		
直接人工 (万元/吨)		0.30		
液体六氟磷酸锂成本合计 (万元/吨)		2.17		
折合固体六氟磷酸锂成本 (万元/吨)		6.50		
价格 (万元/吨)		10.18		
单吨毛利润 (万元/吨)		3.68		
毛利率 (%)		36.15		

资料来源: CBC 金属网, 万得, 九江天赐扩建 6000t/a 液体六氟磷酸锂项目环境影响报告书, 鑫椏资讯, 中银证券

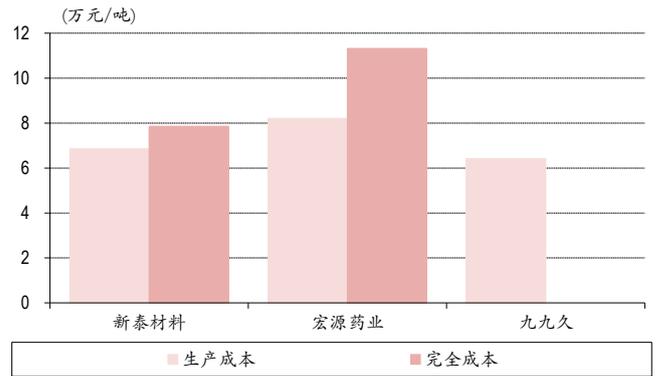
二线六氟磷酸锂企业成本相对较高。2020 年上半年, 主要六氟磷酸锂企业盈利能力处于低位, 其中仅九九久毛利率为正, 新泰材料、宏源药业毛利率和净利率均为负值, 预计行业普遍处于亏损状态。按照 2020 年上半年六氟磷酸锂均价 7.70 万元/吨计算, 新泰材料、宏源药业、九九久六氟磷酸锂的生产成本分别为 6.85、8.20、6.41 万元/吨, 其中新泰材料、宏源药业的完全成本分别为 7.85、11.32 万元/吨, 二线六氟磷酸锂企业成本相对较高。只有当六氟磷酸锂价格上涨到较高水平时, 二线企业的产能才会重启, 一定程度上限制了行业实际供给的增长。

图表 7. 2020H1 主要六氟磷酸锂企业毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 8. 2020H1 主要六氟磷酸锂企业生产成本与完全成本



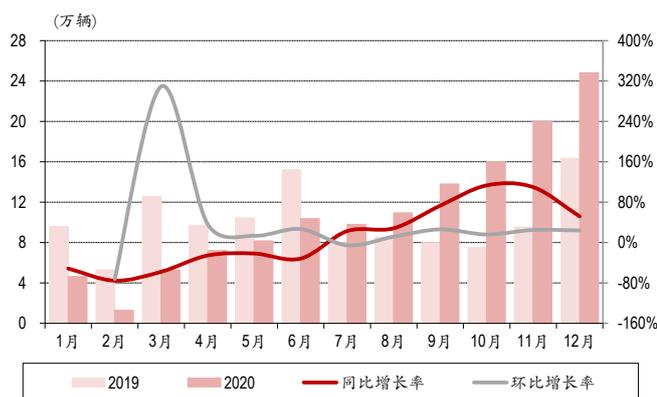
资料来源: 公司公告, 中银证券

## 行业需求高增长, 供需格局有望改善

### 需求: 短期需求强复苏, 长期高增长无忧

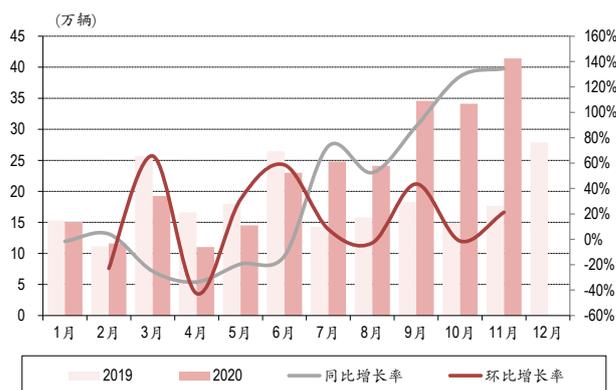
**2020 年下半年新能源汽车需求强复苏。**新冠疫情对于新能源汽车 2020 年上半年销量造成较大冲击。据中汽协数据, 国内市场 2020 年 1-6 月合计销量 36.80 万辆, 同比下降 41.40%; 2020 年 7 月新能源汽车销量 9.80 万辆, 同比增长 22.50%, 实现年内首次同比正增长, 环比略有下滑。从全球市场来看, 2020 年上半年全球新能源乘用车销量 94.44 万辆, 同比下降 16.58%; 2020 年 7 月销量 24.80 万辆, 同比增长 73.43%, 环比增长 7.87%; 此后销量呈现出环比逐月增长、同比降幅逐月收窄并大幅转正的趋势。2020 年 12 月, 国内新能源汽车销量 24.80 万辆, 同比增长 51.73%, 环比增长 24.00%; 11 月全球新能源乘用车销量 41.40 万辆, 同比增长 134.56%, 环比增长 21.30%, 下游需求高增长带动产业链需求大幅增长。

图表 9. 2019.01-2020.11 我国新能源汽车月度销量



资料来源：中汽协，中银证券

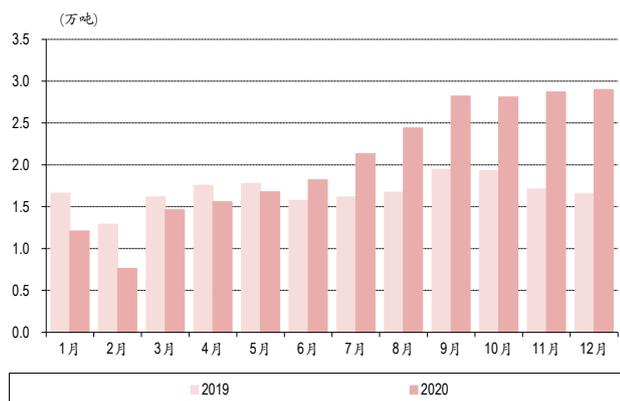
图表 10. 2019.01-2020.11 全球新能源乘用车销量



资料来源：EVSales，中汽协，中银证券

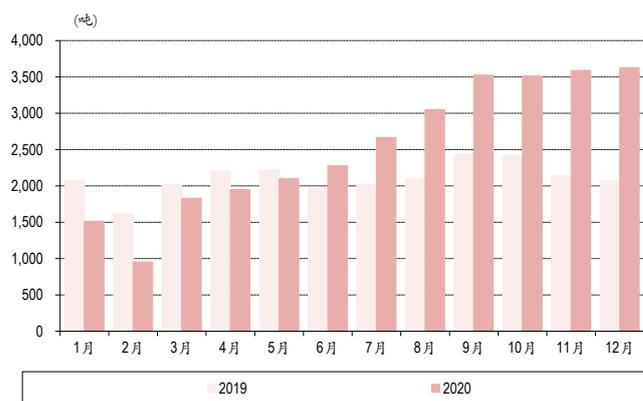
**电解液产量逐月增长，六氟需求景气度持续提升。**2020 年上半年受疫情影响，电解液市场景气度较低，自 2020 年 6 月开始随着下游新能源汽车需求的增长，电解液产量同比实现正增长。据鑫椽资讯统计，2020 年 8 月国内电解液市场产量 2.44 万吨，同比增长 46%，环比增长 14.60%，对应六氟磷酸锂单月需求约 3,000 吨；2020 年 9-12 月国内电解液单月产量维持在 2.80-2.90 万吨的水平，对应六氟磷酸锂单月需求 3,500-3,600 吨，需求景气度明显提升。据鑫椽资讯统计，截至 2020 年底，国内六氟磷酸锂名义产能约 5.4 万吨，但实际有效产能不足 5 万吨，目前国内实际月供应量在 3,500 吨左右，六氟磷酸锂供需紧平衡。

图表 11. 2019.01-2020.12 国内电解液月产量



资料来源：鑫椽资讯，中银证券

图表 12. 2019.01-2020.12 国内六氟磷酸锂月需求量



资料来源：鑫椽资讯，中银证券

**六氟磷酸锂行业库存大幅下降。**六氟磷酸锂性质不稳定，对于储存条件要求非常严格，长期保存会导致产品变质，因此具备库存量小、库存周期短的特点。2020 年上半年行业需求不景气，导致六氟磷酸锂行业有一定的库存；随着锂电市场的不断回暖，2020 年 6、7 月六氟磷酸锂和电解液厂家库存大幅下降，目前行业整体库存水平处于低位。

**需求短期强复苏，长期高增长无忧。**根据我们的测算，预计 2020 年全球新能源汽车销量合计 280 万辆，其中中国 130 万辆，美国 30 万辆，欧洲 120 万辆，对应动力电池需求 132GWh；预计 2020 年全球消费、储能、其他类锂电池需求量分别为 85、20、25GWh；预计 2020 年全球锂电池需求量合计 262GWh，对应电解液、六氟磷酸锂需求量分别为 28.79、3.96 万吨。长期来看，我们预计 2025 年全球新能源汽车销量分别为 1,410 万辆，对应动力电池需求分别 780GWh，加上消费、储能及其他领域用锂电池，预计 2025 年锂电池总需求为 1,059GWh，对应六氟磷酸锂需求量分别为 16.02 万吨，2020-2025 年均复合增速为 32.26%，需求长期高增长无忧。

图表 13. 2016-2025 年全球六氟磷酸锂需求量预测

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新能源汽车销量合计 (万辆)	76	120	201	216	280	400	539	739	1,014	1,410
全球动力电池需求量合计 (GWh)	38	67	93	105	132	192	254	390	549	780
全球 3C 电池需求量 (GWh)	40	69	81	90	85	90	95	100	105	110
全球储能电池需求量 (GWh)	0	6	10	11	20	27	36	49	66	90
全球其他领域用锂电池需求量 (GWh)	12	11	15	18	25	35	45	55	65	80
全球锂电池需求量合计 (GWh)	90	144	200	225	262	344	430	595	785	1,059
单 GWh 电池对应电解液用量 (吨)	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
电解液用量合计 (万吨)	9.90	15.79	22.00	24.75	28.79	37.82	47.32	65.40	86.35	116.52
单吨电解液对应六氟磷酸锂需求 (吨)	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
<b>六氟磷酸锂需求 (万吨)</b>	<b>1.36</b>	<b>2.17</b>	<b>3.03</b>	<b>3.40</b>	<b>3.96</b>	<b>5.20</b>	<b>6.51</b>	<b>8.99</b>	<b>11.87</b>	<b>16.02</b>
同比增长率 (%)		59.44	39.37	12.50	16.33	31.34	25.12	38.23	32.02	34.94

资料来源: 中汽协, EVSales, EVTank, 真锂研究, 鑫榜资讯, 高工锂电, 中银证券

### 供给: 行业新增供给有限, 产能利用率明显提升

**六氟磷酸锂进入低速扩产期。**根据我们的统计, 自 2016-2017 年行业投产高峰期之后, 行业新增产能投产速度明显放缓。内资产能扩产以龙头为主, 2020 年之后仅多氟多和天赐材料有扩产计划, 预计 2020-2021 年内资名义产能分别为 4.72、7.02 万吨, 外资产能 2020-2021 年稳定在 1.24 万吨, 2020-2021 年全球六氟磷酸锂总产能分别为 5.96、8.26 万吨; 2021 年后基本没有新建产能的投产计划, 供给侧行业产能保持相对稳定。

**名义产能和实际产能存在较大差别。**六氟磷酸锂行业名义产能和实际产能存在差别, 一是 2021 年龙头企业新增产能投产时间集中在下半年, 如天赐材料和多氟多分别新建 6 万吨液体和 5,000 吨固体六氟磷酸锂产能, 预计将于 2021 年三季度投产, 2021 年实际贡献产量有限; 二是由于六氟磷酸锂价格长期处于周期底部, 行业部分高成本产能关停, 六氟磷酸锂价格上涨之后, 产能从开启、爬坡到满产需要一定的时间。同时, 部分企业如杉杉股份 2020 年将六氟磷酸锂生产产线整体处置, 作价 780 万元出售给泗阳宏丰废旧物资回收有限公司; 滨化股份 2020 年上半年六氟磷酸锂产能利用率仅为 2.3%, 行业实际产能远小于名义产能。

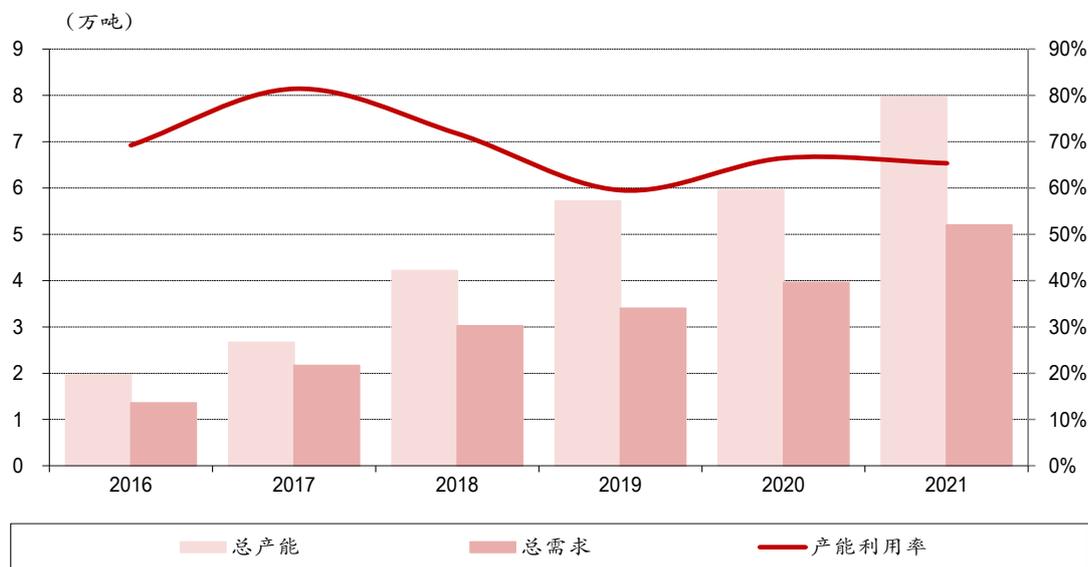
图表 14. 2016-2021 年全球六氟磷酸锂名义产能统计

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
天赐材料	2,000	4,000	6,000	12,000	12,000	32,000
多氟多	3,000	4,000	6,000	8,000	8,000	13,000
新泰材料	2,160	2,160	2,160	8,160	8,160	8,160
九九久	2,000	2,000	5,000	5,000	5,000	5,000
宏源药业	1,000	1,000	5,000	5,000	5,000	5,000
永太科技	0	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
石大胜华	0	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000
杉杉股份	0	0	2,000	2,000	2,000	0
滨化股份	0	0	0	1,000	1,000	1,000
天津金牛	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>内资产能合计</b>	<b>11,160</b>	<b>18,160</b>	<b>32,160</b>	<b>47,160</b>	<b>47,160</b>	<b>70,160</b>
森田化学	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
关东电化	3,000	3,000	3,000	3,000	5,400	5,400
韩国厚成	500	500	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>外资产能合计</b>	<b>8,500</b>	<b>8,500</b>	<b>10,000</b>	<b>10,000</b>	<b>12,400</b>	<b>12,400</b>
<b>总产能</b>	<b>19,660</b>	<b>26,660</b>	<b>42,160</b>	<b>57,160</b>	<b>59,560</b>	<b>82,560</b>

资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 高工锂电, 中银证券

产能利用率逐年提升，供需格局持续改善。按照名义产能计算，2020年六氟磷酸锂行业产能利用率66.47%，相比2019年提升了6.93个百分点。2021年由于天赐材料6万吨液体六氟（折合2万吨固体）产能投产，导致名义产能出现较大增长，产能利用率降低1.11个百分点至65.36%。但是由于行业新增产能投产时间均在2021年第三季度，实际贡献产量有限，预计2021年行业实际有效产能6.58万吨，对应产能利用率79.02%，同比提升12.55个百分点，产能利用率明显提升，供需格局不断改善，为六氟磷酸锂价格持续上涨提供支撑。

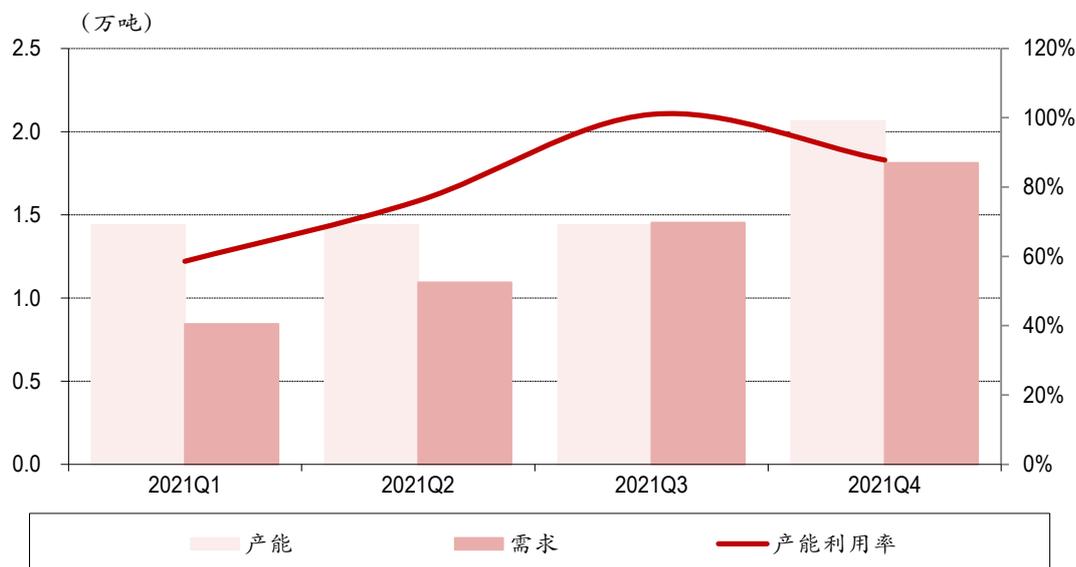
图表 15. 2016-2021 年全球六氟磷酸锂产能、需求量及产能利用率



资料来源：中汽协，EVSales，EVTank，真锂研究，鑫椏资讯，高工锂电，各公司公告，各公司官网，中银证券

供需季节性错配，旺季供不应求。根据我们的测算，2021年全球六氟磷酸锂需求逐季环比增长，产能在2021年前三季度保持稳定；因此，预计供需将出现明显的季节性错配，产能利用率快速提升，第三季度名义产能利用率或将超过100%，价格有望持续上涨。

图表 16. 2021 年全球六氟磷酸锂分季度产能、需求量及产能利用率



资料来源：中汽协，EVSales，EVTank，真锂研究，鑫椏资讯，高工锂电，各公司公告，各公司官网，中银证券

## 投资建议

2020年下半年，新能源汽车需求强复苏，带动六氟磷酸锂需求高速增长，出现季节性供不应求，六氟磷酸锂价格低位反弹超60%，截至2021年1月13日，最新报价11.5万元/吨。六氟磷酸锂行业需求高速增长，预计2020、2025年需求分别为3.96、16.02万吨，2020-2025年需求年均复合增速为32%；供给侧行业进入低速扩产期，新增供给有限，预计2021年行业实际有效产能6.58万吨，对应产能利用率79.02%，同比提升12.55个百分点。2021年需求季节性波动明显，供需出现明显的季节性错配，产能利用率快速提升，第三季度产能利用率超过100%，行业供不应求，价格有望持续上涨。推荐战略布局纵向一体化的电解液龙头天赐材料，建议关注六氟磷酸锂龙头标的多氟多、天际股份等。

## 风险提示

**新冠疫情影响超预期：**新冠疫情仍处于全球蔓延阶段，若新冠疫情影响超预期，可能造成全球系统性风险及行业需求不达预期风险。

**新能源汽车产业政策不达预期：**新能源汽车尚处于成长期，产业政策对于新能源汽车销量增长具有重要作用；目前国内和海外产业政策均呈现边际向好的趋势，有望带动销量增长；若产业政策不达预期，则可能影响新能源汽车销量和产业链需求。

**新能源汽车产品力不达预期：**有产品力的新能源汽车是带动真实需求增长的重要因素，若主流车企电动化进程不及预期，推出的新车型产品力不及预期，可能延缓真实需求的爆发。

**产业链需求不达预期：**若新冠疫情影响超预期、产业政策不达预期叠加主流车企电动化进程不达预期，则新能源汽车下游需求可能不达预期，从而导致产业链需求低于预期。

**六氟磷酸锂新产能投产进度超预期：**主要企业新增产能投产时间集中在2021年下半年，若新建产能投产进度超预期，则行业产能大幅增长，供需格局可能出现恶化。

**六氟磷酸锂价格上涨幅度低于预期：**若行业新增产能投产进度超预期，季节性错配缓解，行业供需格局转向宽松，六氟磷酸锂价格上涨幅度可能不达预期。

附录图表 16. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净
			(元)	(亿元)	2019A	2020E	2019A	2020E	资产 (元/股)
002709.SZ	天赐材料	增持	101.23	552.85	0.03	1.28	3374.33	79.09	6.03
002407.SZ	多氟多	未有评级	19.40	134.83	(0.61)	0.29	-	66.90	4.15
002759.SZ	天际股份	未有评级	21.59	86.82	0.08	-	1085.31	-	6.55

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日 1 月 14 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银证券股份有限公司的机构客户；2) 中银证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371