

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

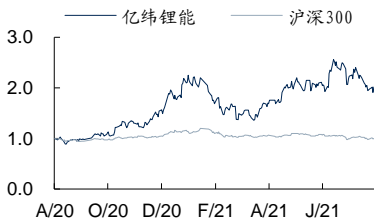
亿纬锂能(300014)
买入

2021 年中报点评

(调高评级)

2021 年 08 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	1,896/1,836
总市值/流通(百万元)	193,632/187,514
上证综指/深圳成指	3,522/14,437
12 个月最高/最低(元)	131.88/43.70

相关研究报告:

《亿纬锂能-300014-重大事件快评: 布局上游锂资源, 扩产与产业链布局齐头并进》——2021-07-11
 《亿纬锂能-300014-2020 年年报点评: 业绩符合预期, 动力蓄势待发》——2021-04-23
 《国信证券-亿纬锂能-300014-2020 年三季报点评: 毛利率提升明显, 业务有序发展》——2020-10-30
 《国信证券-亿纬锂能-300014-2020 年半年报点评: 消费动力齐发力, 电子烟开启黄金赛道》——2020-08-25
 《国信证券-亿纬锂能-300014-19 年年报点评: 业绩符合预期, 消费动力齐发力》——2020-04-20

证券分析师: 王蔚祺

 E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003

联系人: 万里明

E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
动力电池业绩亮眼, 加速扩产蓄势待发
● 21H1 盈利 14.95 亿元, 中报业绩符合预期

公司 21H1 实现营收 65.60 亿元, 同比+107%, 对应 Q2 营收 36.02 亿元, 环比+22%。21H1 实现归母净利润 14.95 亿元, 同比+311%; 对应 Q2 归母净利润 8.48 亿元, 环比+31%。21H1 公司毛利率为 25.30%, 同比-2.61pct; 净利率为 25.00%, 同比+13.09pct。21H1 公司动力和消费锂电池业务稳步增长, 本部贡献净利润近 6 亿元; 受益恩摩业绩高增, 公司 H1 投资净收益为 9.1 亿元。

● 动力软包电池放量, 圆柱电池国产替代加速

21H1 公司动力储能业务营收 38.90 亿元, 同比+186%; 消费电池营收 26.69 亿元, 同比+47%。**动力电池:** 公司软包三元客户戴姆勒、小鹏等需求旺盛, 亿纬集能产能爬坡贡献增量, 预计 21 年出货 7-8GWh。公司方形三元持续获宝马、捷豹路虎、东风柳汽订单, 荆门基地有望 21 年底建成贡献业绩。公司方形铁锂再获移动订单, 远期产能规划宏大。**消费电池:** 公司三元圆柱进入 TTI 供应链, 国产替代下供不应求价格上涨; TWS 需求向好, 携手三星等业务稳定增长; 锂原电池作为绝对龙头, 上半年营收增速达 32%, 毛利率维持高位为 41%。

● 动力储能电池产能持续加码, 布局供应链稳价保供

短期公司动力电池加速放量, 21 年 6 月公告 104.5GWh 扩产项目, 25 年规划布局动力+储能产能达 200GWh, 未来发展可期。公司广泛布局上游原材料, 与恩捷、贝特瑞、德方纳米、华友等材料龙头合作, 在原料价格持续上涨下加强供应链管理, 并保障公司产能扩张。

● 公司风险提示: 锂电池需求不达预期; 成本下降低于预期。
● 投资建议: 上调盈利预测, 上调至“买入”评级

基于公司软包三元出货高增、动力和消费电池产能建设进度增长超预期, 我们上调原有盈利预测。我们预计 21-23 年公司归母净利润为 33.6/53.3/78.7 亿元 (原有预测 31.3/45.1/61.2 亿元), 同比增长 103/59/46%, 对应 21-23 年 EPS 分别为 1.77/2.81/4.15 元, 当前股价对应 PE 为 58/36/25 倍, 上调至“买入”评级。

盈利预测和财务指标

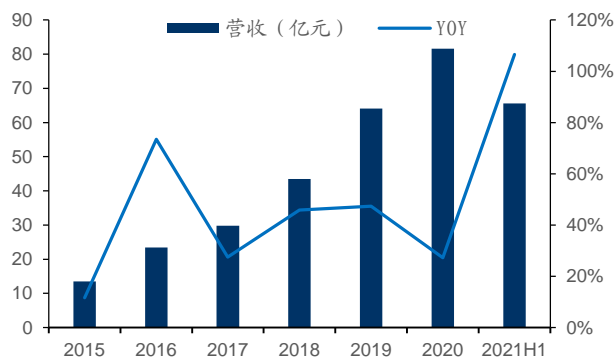
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,162	19,032	32,214	50,714
(+/-%)	27.3%	133.2%	69.3%	57.4%
净利润(百万元)	1652	3360	5332	7867
(+/-%)	8.5%	103.4%	58.7%	47.6%
摊薄每股收益(元)	0.87	1.77	2.81	4.15
EBIT Margin	14.1%	10.8%	11.6%	11.4%
净资产收益率(ROE)	11.5%	19.7%	25.0%	28.5%
市盈率(PE)	116.8	57.6	36.3	24.6
EV/EBITDA	120.9	76.4	47.3	34.0
市净率(PB)	13.4	11.3	9.1	7.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

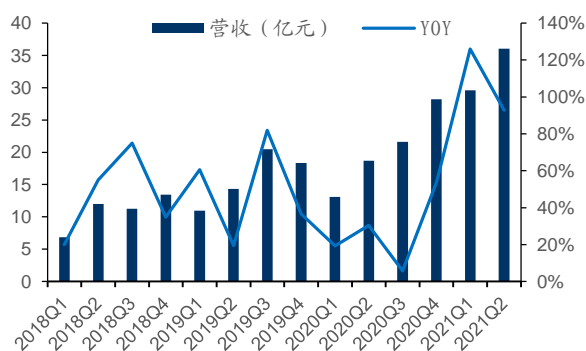
公司 21H1 实现营收 65.60 亿元，同比+107%，对应 Q2 营收 36.02 亿元，环比+22%。21H1 实现归母净利润 14.95 亿元，同比+311%；对应 Q2 归母净利润 8.48 亿元，环比+31%。21H1 公司毛利率为 25.30%，同比-2.61pct；净利率为 25.00%，同比+13.09pct。21H1 锂电原材料价格上涨持续，公司锂离子电池业务承压显著；受益思摩尔业绩高增，公司投资收益可观、助力净利提升。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



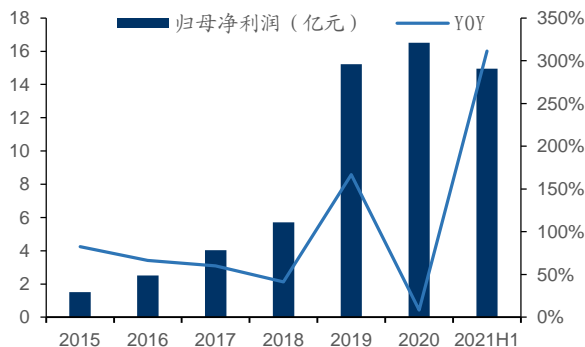
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



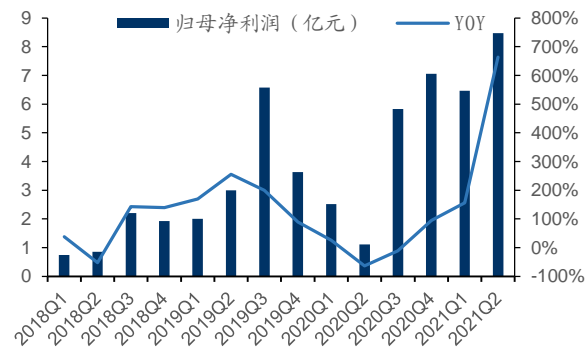
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

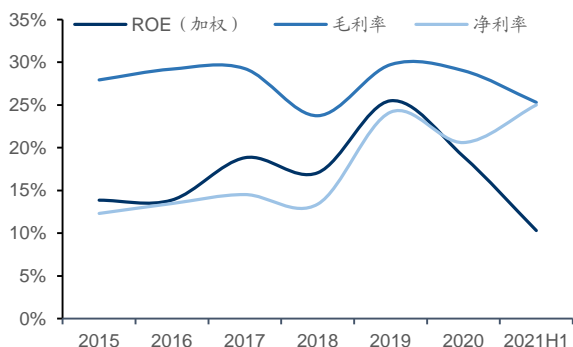
公司 21H1 费用率同比下降，经营性现金流略有减少。21H1 公司期间费用率为 13.47%，同比-4.29pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 1.91% (-1.66pct)/2.47% (-1.52pct)/8.41% (-0.25pct)/0.69% (-1.28pct)；费用率同比降低主要系销售费用中运输费调整到营业成本以及营收基数高所致。21Q2 费用率为 14.70%，环比+2.72pct，主要系研发投入环比增加 59%及利息支出增加所致。21H1 公司经营性现金流为 3.34 亿元，同比-35%，主要系前期所用支付贷款的汇票到期兑付所致；投资性现金净流量为-11.01 亿元，同比-571%，主要系扩产支付设备工程款所致。

原材料上涨下公司积极储备存货。21H1 公司存货达到 27.15 亿元，同比+58%；其中原材料/在产品/半成品分别为 7.57/3.94/10.13 亿元。公司积极通过锁单备货，平滑原材料波动对成本影响；同时储备成品保障下半年传统旺季供应。鉴于存货增加，公司增加计提资产减值损失至 0.12 亿元。同时，由于应收款项增加，公司 21H1 计提信用减值损失 0.91 亿元，同比+134%。

公司偿债能力、周转能力略有下降。公司 21H1 流动比率、速动比率、现金比

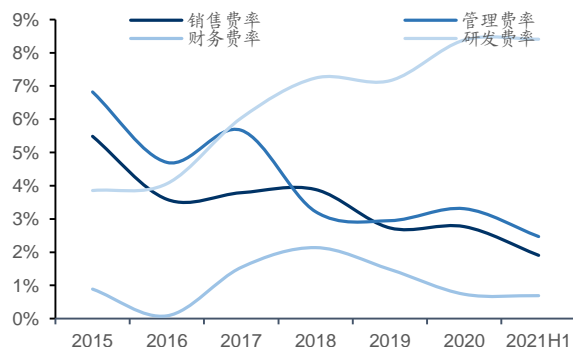
率分别为 1.25、0.99、0.50；应收账款周转率和存货周转率略降至 1.94、2.21。

图 5：公司毛利率、净利率和 ROE 变化



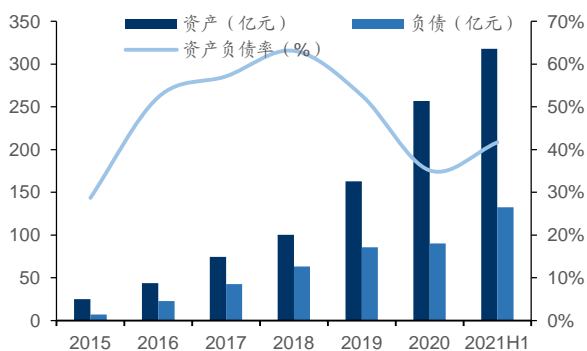
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司四费占比情况变化



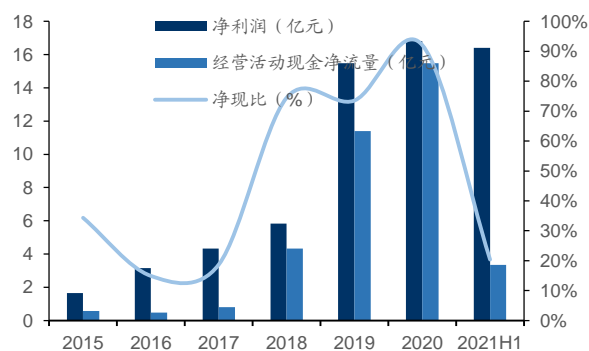
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：公司资产、负债和资产负债率情况



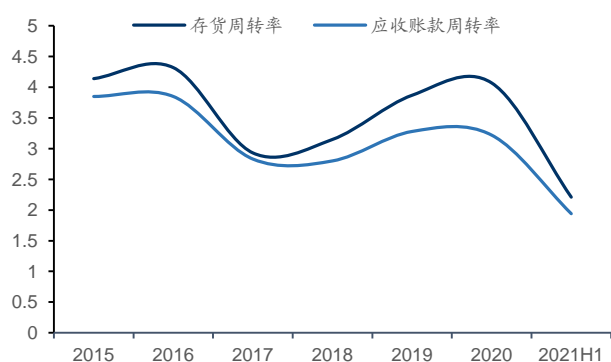
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：公司经营活动现金流情况



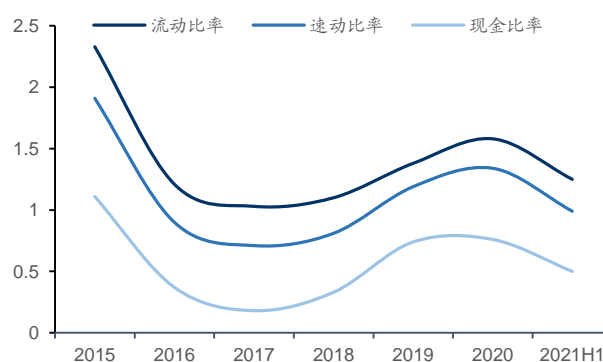
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：公司营运能力指标变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10：公司偿债能力指标变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

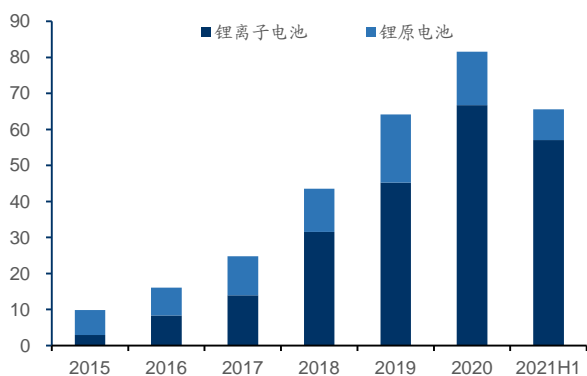
分部业务来看：21H1 锂离子电池业务营收 57.06 亿元，同比+126%；毛利率为 22.95%，较 20 年下降 3.18pct，主要系原材料价格持续上涨影响。21H1 公司锂离子电池产量 3.33 亿只，产能利用率达到 97.55%。

21H1 公司锂原电池业务营收 8.54 亿元，同比+32%；毛利率为 41.01%，较 20 年略降 0.88pct，盈利能力保持稳定。公司锂原电池 21H1 产量为 2.20 亿只，产能利用率达到 95.59%。

公司投资思摩尔国际收益可观。公司控股子公司亿纬集能 21H1 营收 28.48 亿元，净利率为 12.40%。公司持股的思摩尔国际 21H1 营收 71.76 亿元，同比+151%；调整后净利润 29.75 亿元，同比+152%。亿纬持有思摩尔国际约 32% 的股权，对应贡献投资收益超 9 亿元。

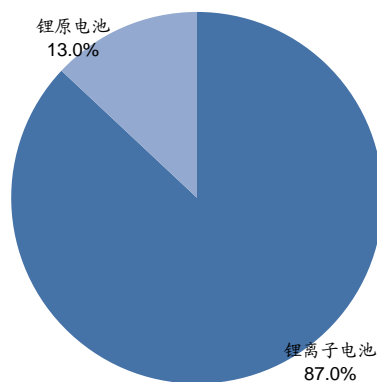
海外营收占比提升、毛利率下降。21H1 公司海外营收 36.05 亿元，同比+133%，占比提升至 55%左右。21H1 公司海外业务毛利率为 22.08%，同比-7.87pct，主要系运输费调至营业成本以及消费电池原材料价格上涨所致。

图 11：公司主营业务营收变化（亿元）



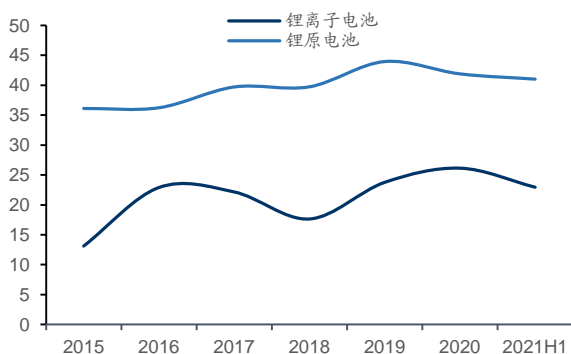
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：公司 21H1 各业务营收占比



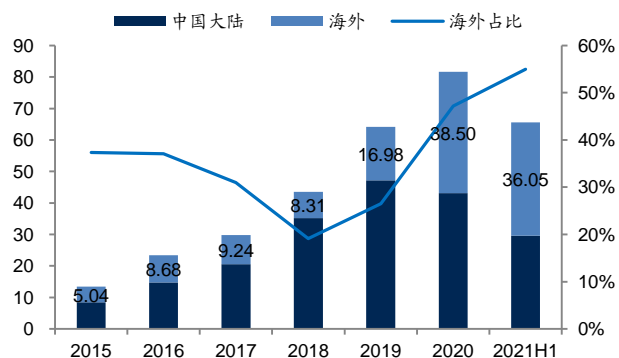
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13：公司主营产品毛利率变化（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14：公司海内外收入结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

■ 动力储能电池：软包三元高速放量，扩产加码再寻突破

动力电池业务：21H1 动力电池业务营收 38.90 亿元，同比+186%；对应动力电池出货在 4-4.5GWh 左右；主要系软包三元随新建产能释放出货增加所致。

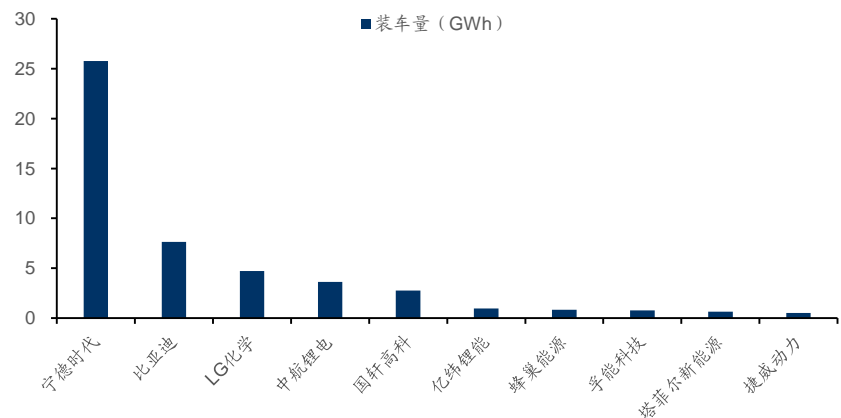
软包三元：公司下游客户戴姆勒、现代起亚等需求旺盛，小鹏、合众等造车新势力客户产销两旺持续贡献订单。亿纬集能二期 6GWh 项目产能 20Q4 投产后持续爬坡、新建 1GWh 产线陆续放量，产能持续扩张贡献业绩。预计 21 年底软包电池产能约为 10GWh，21 年出货量有望达到 7-8GWh。

方形三元：公司在 20 年底和 21 年 2 月接连获得德国宝马和捷豹路虎 48V 定点，并且 21 年 7 月获得东风柳汽 M6PHEV 项目定点，在手订单充裕。公司荆门方形三元基地建设持续推进，我们预计，方形三元产品有望 21 年底实现交付、22 年放量，为业绩贡献新增量。

方形铁锂：公司铁锂电池销量稳定增长，一方面是在商用车和公交车装机持续上量，另一方面是在 5G 通信、储能、二轮车和乘用车上持续扩展。公司与威马、小鹏等密切合作，有望实现公司铁锂电池在乘用车领域的突破。储能市场政策利好频出，公司产品、客户持续拓展。21 年，公司再次中标中国移动 2.95GWh 通讯储能项目 9.38% 的份额；LF280K 储能专用电芯获得通过 TL9540A 认证。同时，公司也通过参股沃太等方式积极切入电力储能领域。20 年公司方形铁锂产能为 6GWh，我们预计随着荆门储能和乘用车基地建设持续推进，21 年底公司产能有望提升至近 20GWh。

我们预计在产能持续爬坡和下游需求持续向好下，公司动力电池业务 21 年出货量有望达到 12-14GWh，收入有望突破百亿元。

图 15：21H1 国内动力电池装机量占比



资料来源:动力电池联盟，国信证券经济研究所整理

短期公司动力电池加速放量，25 年公司目标动力+储能电池产能 200GWh，已公布产能规划近 170GWh，发展可期。

21 年 6 月公司公告拟投建年产 104.5GWh 动力储能电池产业园，包括已建成产能 11GWh、在建产能 11GWh 和拟分期建设产能 82.5GWh；外加亿纬集能 10GWh、SKI 合资 27GWh、林洋合资 10GWh、惠州潼湖 20GWh，公司已公布的动力+储能电池产能规划超 170GWh。25 年公司目标布局动力+储能产能超 200GWh，供应链保障下产能持续扩张，公司发展可期。

表 1: 公司产能规划表 (GWh)

基地	规划产能	2,018	2,019	2,020	2,021	2,022	2,023	2,024	2,025
惠州潼湖铁锂: 乘用车	20					20	20	20	20
荆门一期: 方形三元	2	2	2	2	2	2	2	2	2
荆门中试: 方形三元	1.5				1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
荆门宝马配套: 方形三元	10.0				6.5	10.0	10.0	10.0	10.0
荆门扩建: 方形三元	4					2	4	4	4
荆门扩建: 乘用车三元	15					5	10	15	15
荆门铁锂一区: 商&储	2.5	1.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
荆门铁锂二区 1: 商&储	3.5			3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
荆门铁锂二区 2: 乘用车	8				8	8	8	8	8
荆门铁锂二区 Q9: 储能	3				3	3	3	3	3
荆门铁锂三区: 华为	3				3	3	3	3	3
荆门扩建: 商&储铁锂	15					5	10	15	15
荆门扩建: 圆柱铁锂	3					1	2	3	3
荆门扩建: 方形铁锂	3					1	2	3	3
荆门扩建	31					10	20	30	31
亿纬集能-软包三元	10			9	10	10	10	10	10
亿纬林洋-储能	10						5	10	10
盐城-SK 软包三元	27			10	10	27	27	27	27
动力&储能合计	172	3	4	27	50	115	144	171	172

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所预测与整理;

■ 消费电池: 锂原龙头增长稳定, 三元圆柱未来可期

消费电池业务: 21H1 公司消费电池营收 26.69 亿元, 同比+47%; 其中锂原电池营收 8.54 亿元, 其他消费电池营收 18.15 亿元。

表 2: 公司分部营收及毛利润测算 (亿元、%)

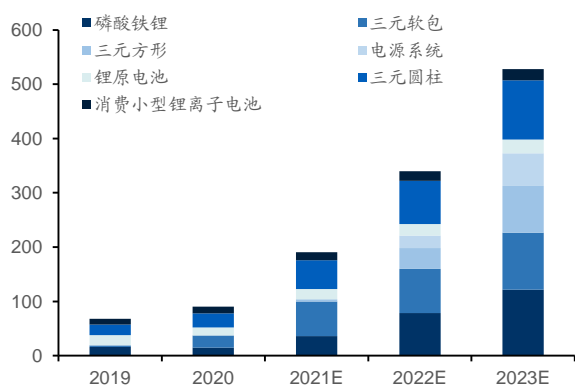
		2019	2020	2021E	2022E	2023E								
磷酸铁锂	营收	16.19	14.86	36.28	78.36	121.46	锂原电池	营收	18.92	14.91	18.64	21.44	25.30	
	YoY		-8%	144%	116%	55%		YoY		-21%	25%	15%	18%	
	毛利润	3.37	3.23	7.00	16.53	25.63		毛利润	8.31	6.25	7.83	9.00	10.12	
	毛利率	20.8%	21.7%	19.3%	21.1%	21.1%		毛利率	43.9%	41.9%	42.0%	42.0%	40.0%	
三元软包	营收	2.85	22.23	63.44	81.57	105.06	消费电池	营收	19.20	26.07	53.20	79.62	109.25	
	YoY		680%	185%	29%	29%		YoY		36%	104%	50%	37%	
	毛利润	0.36	4.53	13.42	17.25	23.12		三元圆柱	毛利润	4.42	6.26	13.83	19.90	26.22
	毛利率	12.6%	20.4%	21.1%	21.1%	22.0%		毛利率	23.0%	24.0%	26.0%	25.0%	24.0%	
动力电池	营收			4.24	38.15	86.08	消费小型锂电池	营收	11.00	12.10	14.52	17.42	20.91	
	YoY				800%	126%		YoY		10%	20%	20%	20%	
	毛利润			0.55	7.63	17.22		毛利润	2.75	3.146	3.92	4.88	5.85	
	毛利率			13.0%	20.0%	20.0%		毛利率	25.0%	26.0%	27.0%	28.0%	28.0%	
电源系统	营收				23.00	60.00	消费电池合计	营收	49.12	53.09	86.36	118.48	155.46	
	YoY					161%		YoY		8%	63%	37%	31%	
	毛利润				6.44	16.8		毛利润	15.48	15.65	25.58	33.79	42.19	
	毛利率				28.0%	28.0%		毛利率	31.5%	29.5%	29.6%	28.5%	27.1%	
动力储能合计	营收	20.09	38.88	103.96	198.08	312.59	合计	营收	64.12	81.62	190.32	322.14	507.14	
	YoY		94%	167%	91%	58%		YoY		27%	133%	69%	57%	
	毛利润	3.94	8.17	20.97	41.41	65.96		毛利润	19.05	23.68	46.55	81.64	124.96	
	毛利率	19.6%	21.0%	20.2%	20.9%	21.1%		毛利率	29.7%	29.0%	24.5%	25.3%	24.6%	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理与测算

公司三元圆柱电池持续推进国产替代，TWS 电池稳定增长。公司三元圆柱电池进入 TTI 供应链，随着 LG、村田的逐步退出，国产替代下供不应求。公司推出多种产品开拓应用场景，其中 18650 主要应用电动二轮车和电动工具，46800 电池未来有望突破新能源车市场。公司 20 年底相继在荆门、惠州扩建产能，我们预计 21 年公司三元圆柱出货量预计在 5 亿颗左右，同比有望翻倍。公司 TWS 电池下游需求持续向好，与三星、小米等客户紧密合作，业务稳定增长。TWS 电池现有产能 1 亿颗，公司规划产能在 2 亿颗左右。

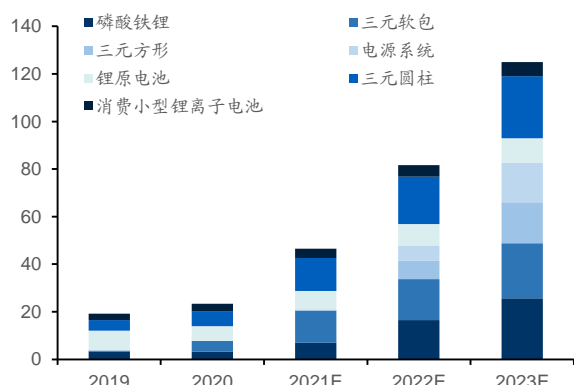
公司是锂原电池绝对龙头，营收、利润稳定增长；公司积极选择高毛利细分应用赛道不断扩展，助推毛利持续高位，并持续贡献优质现金流。我们预计公司伴随智能电表更换周期、以及 ETC 等细分领域发展，预计公司 21 年营收有望恢复到 19 年水平。

图 16: 公司主营收入结构 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理与测算

图 17: 公司毛利润结构 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理与测算

■ 供应链布局持续加码，稳价保供夯实扩产基石

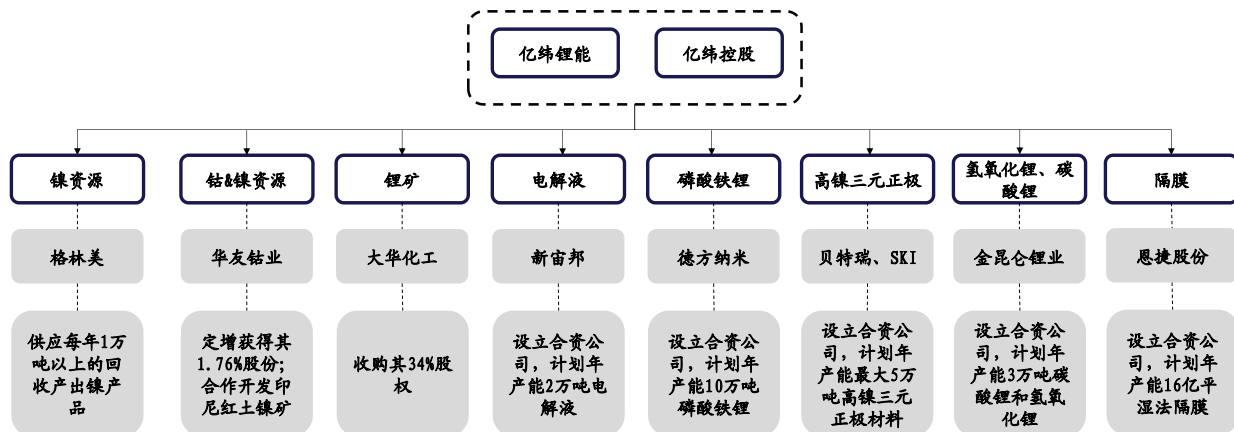
锂电池原材料价格持续上涨背景下，公司通过布局上游原材料企业的方式，加强供应链可控性、保障成本和供应稳定，有利支撑了公司 25 年动力+储能电池 200GWh 产能的扩产目标。

- ✓ 2018 年 3 月，公司与新宙邦设立合资公司（亿纬锂能持股 20%），建设年产 2 万吨锂离子电池电解液项目；
- ✓ 2021 年 2 月，公司与控股股东亿纬控股参与华友钴业定增，合计获得华友钴业 1.76% 股份，募投高冰镍项目；
- ✓ 2021 年 3 月，公司与德方纳米设立合资公司（亿纬锂能持股 40%），建设 10 万吨的磷酸铁锂产能；
- ✓ 2021 年 5 月，公司全资子公司与华友等签订印尼红土镍矿冶炼项目合资协议，加码镍资源建设；
- ✓ 2021 年 5 月，公司与贝特瑞、SKI 设立合资公司（亿纬持股 24%），建设最大年产能 5 万吨高镍三元正极材料项目；
- ✓ 2021 年 7 月，公司与控股股东亿纬控股共同收购盐湖企业大华化工 34% 的股权，布局盐湖锂资源；同日，公司拟收购大华化工旗下金属锂加工企业金昆仑锂业 28.13% 股权，并与其合资（亿纬持股 80%）建设年产 3 万吨碳酸锂和氢氧化锂项目；
- ✓ 2021 年 8 月，公司与恩捷股份设立合资公司（亿纬持股 55%），投资 52

亿元新建年产 16 亿平湿法隔膜基地。

- ✓ 2021 年 8 月，公司与格林美签署合作协议，公司将报废的含镍动力电池以及电池废料供应给格林美；而自 2024 年起的 10 年内，格林美承诺向公司供应每年 1 万吨以上的回收产出镍产品。

图 18: 公司上游产业链布局全景图



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 上调盈利预测, 上调至“买入”评级

基于公司软包三元出货高增、动力和消费电池产能建设进度增长超预期, 我们上调原有盈利预测。我们预计 21-23 年公司归母净利润为 33.6/53.3/78.7 亿元 (原有预测 31.3/45.1/61.2 亿元), 同比增长 103/59/46%, 对应 21-23 年 EPS 分别为 1.77/2.81/4.15 元, 当前股价对应 PE 为 58/36/25 倍, 上调至“买入”评级。

风险提示:

- (1) 国内外新能源汽车销量、政策不达预期;
- (2) 公司扩产进度不及预期;
- (3) 原材料价格大幅波动影响盈利的风险。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.08.27	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
300750	宁德时代	507.50	11,820	2.4	4.89	7.63	9.51	211.5	103.8	66.5	53.4	增持
300014	亿纬锂能	102.14	1,936	0.87	1.77	2.81	4.15	116.8	57.6	36.3	24.6	买入
002812	恩捷股份	279.00	2,490	1.26	2.74	4.87	6.77	221.4	101.8	57.3	41.2	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3804	7174	8964	15624	营业收入	8162	19032	32214	50714
应收款项	3604	7821	13239	20842	营业成本	5794	14377	24050	38219
存货净额	1714	3753	6341	10151	营业税金及附加	39	76	145	228
其他流动资产	1146	2284	3866	6086	销售费用	226	438	741	1166
流动资产合计	11342	22032	33410	53702	管理费用	270	2134	3584	5366
固定资产	7709	10719	15564	19077	财务费用	60	(25)	(61)	(146)
无形资产及其他	406	365	325	284	投资收益	837	1725	2243	2999
投资性房地产	1435	1435	1435	1435	资产减值及公允价值变动	26	20	20	20
长期股权投资	4810	5210	5410	5560	其他收入	(708)	41	41	41
资产总计	25700	39760	56143	80057	营业利润	1929	3818	6059	8940
短期借款及交易性金融负债	297	1000	1000	1000	营业外净收支	(11)	0	0	0
应付款项	5841	13886	23463	37560	利润总额	1918	3818	6059	8940
其他流动负债	1021	3246	5486	8709	所得税费用	237	458	727	1073
流动负债合计	7160	18131	29949	47269	少数股东损益	29	0	0	0
长期借款及应付债券	1105	1105	1105	1105	归属于母公司净利润	1652	3360	5332	7867
其他长期负债	765	1165	1465	1765					
长期负债合计	1870	2270	2570	2870	现金流量表 (百万元)				
负债合计	9029	20401	32518	50139	净利润	1652	3360	5332	7867
少数股东权益	2295	2295	2295	2295	资产减值准备	(153)	255	126	113
股东权益	14376	17064	21329	27623	折旧摊销	522	795	1090	1435
负债和股东权益总计	25700	39760	56143	80057	公允价值变动损失	(26)	(20)	(20)	(20)
					财务费用	60	(25)	(61)	(146)
					营运资本变动	(739)	3529	2655	4100
					其它	178	(255)	(126)	(113)
					经营活动现金流	1434	7665	9056	13383
					资本开支	(3063)	(4000)	(6000)	(5000)
					其它投资现金流	65	75	0	0
					投资活动现金流	(7080)	(4325)	(6200)	(5150)
					权益性融资	2476	0	0	0
					负债净变化	971	0	0	0
					支付股利、利息	(213)	(672)	(1066)	(1573)
					其它融资现金流	3360	703	0	0
					融资活动现金流	7352	31	(1066)	(1573)
					现金净变动	1706	3370	1790	6659
					货币资金的期初余额	2097	3804	7174	8964
					货币资金的期末余额	3804	7174	8964	15624
					企业自由现金流	(2274)	2127	1032	5618
					权益自由现金流	2057	2852	1085	5746

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032