

证券研究报告—动态报告

新三板

电池制造

长虹能源(836239)

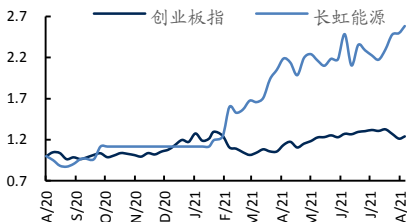
买入

2021 年半年报

(维持评级)

2021 年 08 月 27 日

近一年该股与创业板指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	81.28/30.82
总市值/流通(百万元)	6,421/2,435
上证综指/深圳成指	3,502/14,415
12 个月最高/最低(元)	83.50/26.71

《长虹能源(836239)2021 年一季报点评: 产能倍增谋大局, 业绩井喷始端倪》——21-05-07

《长虹能源(836239.OC)2020 年报点评: 锂电&碱电齐发力, 应需扩产潜力足》——2021-04-14

《长虹能源(836239.OC)精选层首发快评系列(三十七): “碱电+锂电”双核心主业, 扩产升级把握行业机遇》——2021-02-23

证券分析师: 彭若恒

电话: 0755-81981027  
E-MAIL: pengruoheng@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520060002

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

高增速符合预期, 圆柱锂电大有可为

● Q2 收入增长 63.6%, 业绩增长 83.0%, 延续靓丽表现

21 年上半年营收 14.0 亿元, +81.4%; 业绩/扣非 1.27/1.23 亿元, +98.3/95.2%, 其中 Q2 收入 7.5 亿, +63.6%, 业绩/扣非 0.75/0.72 亿元, +83.0/108.0%。

● 上半年快速增收主要系锂电新产线投产、产销两旺; 碱电稳健增长

分产品, (1) 锂离子圆柱电池成为最主要业务, 主营占比达 55.8%, H1 收入 7.74 亿元, +232.9%, 主要系 1) 1 月投产新产线并于 3 月达产, 产线由 2 条增至 3 条; 2) 下游需求大幅增长, 上半年持续产能饱和、产销两旺, 去年同期由于年初疫情, 产能利用率/产销率分别为 89.7%/82.1%; 3) 预计单价有所提高, 一方面受原材料涨价影响一定程度提价, 此外近年主要销售型号向价格稍高的大容量方向发展。(2) 碱性锌锰电池保持稳健增长, H1 收入 5.88 亿元, +20.2%, 主要系公司持续升级工艺技术, 提高生产效率, 同时去年以来海外部分厂商受疫情影响开工不足, 国内出口订单增加, 预计价格也随原材料上涨略有提升。

● 盈利能力持续增强, 主要系产品结构升级, 业务规模快速扩大

H1 综合毛利率 25.57%, +0.73pct., 主要系毛利率较高的锂电池品类占比提升较多, 尽管锂电毛利率本身受上游涨价影响降 5.07pct. 至 26.32%, 碱电毛利率则升 1.44pct. 至 23.93%, 主要系精细化管理到位, 而生产效率提升。期间费率 9.65%, -1.86pct., 其中销售/管理/研发/财务费率同比分别 -1.55/-0.81/+0.79/-0.30pc, 研发投入加大包括新购买设备、强化新产品开发等; 存货/应收周转天数皆 68 天, 分别降 19/1 天, 经营净现金流/营收为 8.9%, +5.7pct.。此外负债率上升较快, 主要系收购少数股权、扩大规模等因素, 财务风险目前来看不大。

● 电动工具锂电预计 500 亿市场, 凭出众技术产品, 国产替代正当时

公司精于电动工具用高倍率圆柱锂电, 技术优势突出, 可对标国际主流竞品, 同时资本实力较强扩产迅速, 国产替代关键窗口期下有望获取较大市场份额。

● 风险提示: 原料价格上涨过快, 客户及产能推进不及预期, 贸易环境变化

● 投资建议: 产能倍增持续落实, 实力强劲订单充裕, 维持“买入”

锂电产能年底或增至年初 3.5 倍, 高景气下订单充裕, 大客户拓展推进顺利, 未来仍有扩张空间, 而碱电保持稳健发展, 近两年收入业绩整体快速增长确定性高, 预计 21-23 年 EPS3.1/6.2/8.0 元, 对应 PE25/13/10 倍, 维持“买入”。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,417	1,952	3,207	4,671	5,668
(+/-%)	32.3%	37.8%	64.3%	45.6%	21.3%
净利润(百万元)	105	162	255	502	654
(+/-%)	69.3%	54.6%	57.2%	97.0%	30.4%
摊薄每股收益(元)	1.51	2.34	3.13	6.17	8.05
EBIT Margin	11.0%	13.3%	13.8%	18.9%	20.4%
净资产收益率(ROE)	19.2%	26.4%	24.0%	34.9%	33.9%
市盈率(PE)	52.3	33.8	25.2	12.8	9.8
EV/EBITDA	35.0	23.7	15.2	8.8	7.1
市净率(PB)	11.75	10.48	6.05	4.47	3.33

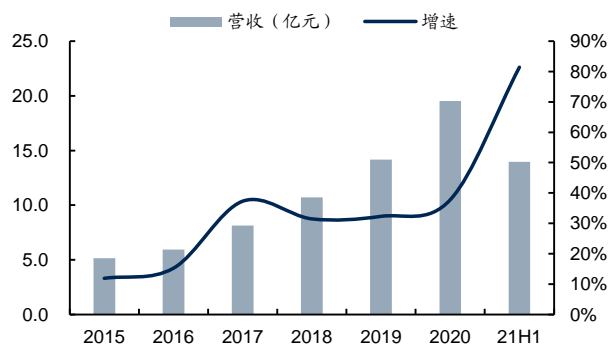
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按期末总股本计算

### Q2 收入增长 63.6%，业绩增长 83.0%，延续靓丽表现

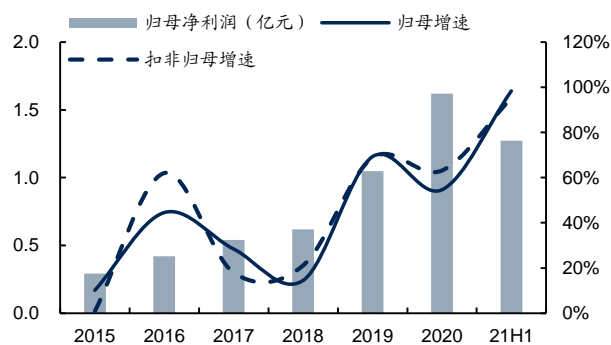
21 年上半年总体营收 14.0 亿元，同比+81.4%；归母净利润/扣非业绩分别为 1.27/1.23 亿元，同比+98.3%/95.2%，其中 Q2 实现收入 7.5 亿，同比+63.6%，归母净利润/扣非业绩 0.75/0.72 亿元，同比+83.0%/108.0%。

图 1：长虹能源营收及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：长虹能源归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 上半年快速增收主要系锂电新产线投产、产销两旺，同时碱电增长稳健

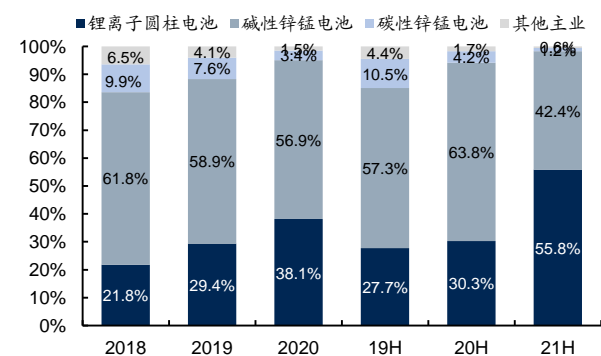
分产品看：

(1) 锂离子圆柱电池成为最主要业务，主营占比达 55.8%，上半年实现收入 7.74 亿元，同比增长 232.9%，主要系 1) 1 月投产 1 条新 18650 产线并于 3 月达产，产线由 2 条增至 3 条；2) 由于下游需求大幅增长，公司上半年持续产能饱和、产销两旺，去年同期由于年初疫情，未达到满产满销水平，产能利用率/产销率分别为 89.7%/82.1%；3) 预计单价有所提高，一方面受原材料涨价影响，订单一定程度提价，此外近年主要销售型号向更大容量方向发展也带来一定的价格提升。

(2) 碱性锌锰电池保持稳健增长，上半年实现收入 5.88 亿元，同比增长 20.2%，一方面公司持续升级工艺技术，提高产线生产效率，另一方面海外受疫情影响部分厂商开工不足，国内企业订单需求旺盛，此外预计产品价格也随原材料上涨略有提升。

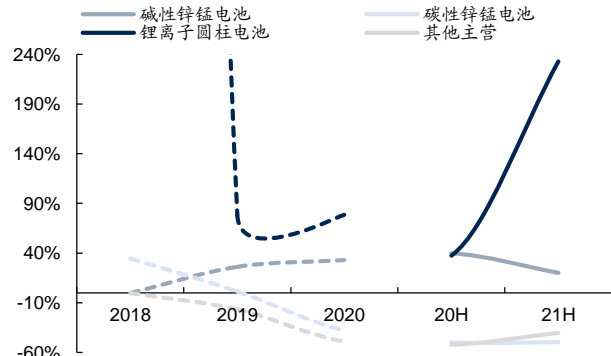
(3) 其他非核心产品业务收入 3460 万，同比减少 27.7%，其中碳性锌锰电池主要通过外采为老客户配套，上半年收入 1616 万，下降 49.7%，此外产品包括排插、充电宝、扣式电池、废料销售等。

图 3：长虹能源分产品服务主营收入占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
注：公司于 2018 年 4 月并购锂电业务

图 4：长虹能源分产品服务主营收入增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
注：锂电 2018 增速为 4467%，4 月并表锂电业务，此前仅少量外采配套

电动工具锂电预计 500 亿市场，公司技术产品出众，国产替代正当时

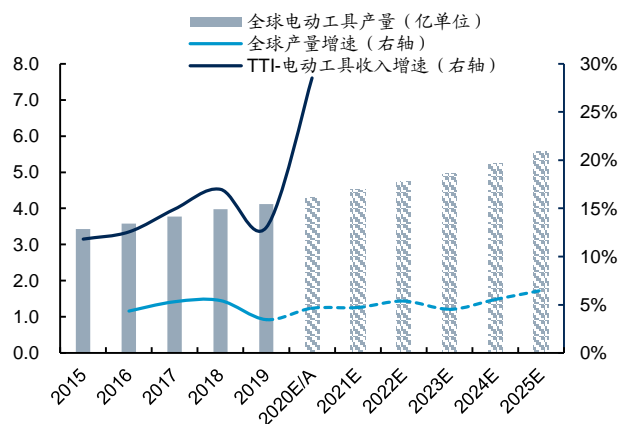
随锂电池应用技术的成熟和成本的下降，使用锂电池的充电式电动工具在大功率、便捷性、安全性等方面的优势逐步凸显，在创科实业（TTI）等跨国龙头公司的引领下，近年来逐步替代镍镉和有绳产品，成为大势所趋。目前无绳电动工具占比已达 64%，其中锂电类占比超 85%。

图 5：创科实业（TTI）无绳电动工具核心技术



资料来源：TTI 年报、国信证券经济研究所整理

图 6：全球电动工具产量、增速及龙头 TTI 相关业务增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
注：2020 年 TTI 电动工具业务收入增速为实际值，全球产量为预测值

根据资料，到 2025 年预计全球电动工具产量将超过 5.5 亿单位，按照以下标准假设，我们可以得出届时相关锂电池电芯市场将达到 495 亿规模。假设如下：

- (1) 锂电电动工具渗透率达 90%
- (2) 电池包与电动工具产量相当（虽然单个电池包可以对应多种电动工具，但是寿命仅为数月至 2 年，远少于电动工具本身 4 至 7 年）
- (3) 电池包平均含 8 只电芯；
- (4) 每只电芯平均 10 元

不同渗透率下 2021-2025 年电动工具锂电池电芯市场规模预测情况如下：

表 1：不同渗透率下各年电动工具锂电池电芯市场规模测算（亿元）

时间	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
电动工具产量假设 (亿单位)	4.5	4.75	4.97	5.24	5.58
渗透率假设 (如下)	— 电动工具锂电池电芯市场规模 —				
60%	270	285	298	314	335
65%	293	309	323	341	363
70%	315	333	348	367	391
80%	360	380	398	419	446
90%	405	428	447	472	502

资料来源：国信证券经济研究所整理

而在 90% 渗透率情况下，我们也测算了不同电芯单价（8-12 元）和数量（9-13 个）所对应市场规模情况，较大概率在 440-660 亿之间。

表 2: 2025 年不同电芯单价和数量假设下电动工具锂电池电芯市场规模测算 (亿元)

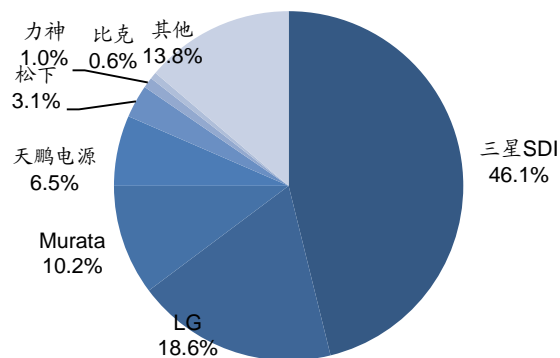
电芯单价\电芯数量 (元/个)	8	9	10	11	12
9	362	407	<u>452</u>	497	542
10	402	452	<u>502</u>	552	603
11	<u>442</u>	<u>497</u>	<u>552</u>	<u>608</u>	<u>663</u>
12	482	542	<u>603</u>	663	723
13	522	588	<u>653</u>	718	783

资料来源: 国信证券经济研究所整理

在电池的性能和质量方面, 电动工具用要求较高, 如在电性能上需要有较高的倍率性, 能大电流放电, 以少量的电芯满足高功率要求, 或者在严寒条件下持续放电, 而在稳定性和安全性上需要能应对恶劣的工作环境, 如抗高强度的震动抖动, 保证手持施工者的人生安全, 因此技术要求实际远高于动力电池。

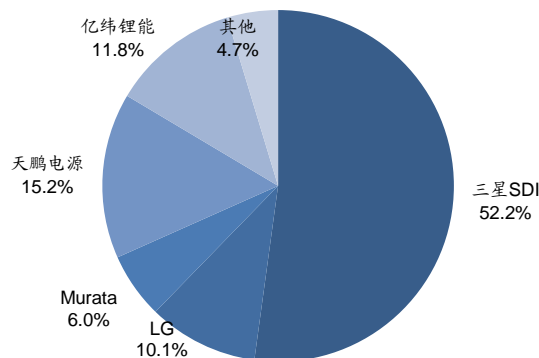
从行业格局来看, 过去如三星、LG 和村田等几家国际知名电池厂占据了绝大部分份额。但近年来国产替代势头越发强劲, 一方面系国内电池企业生产技术能力不断提升, 在产品的性能方面基本已经达到国际厂商水平, 性价比优势开始凸显, 另一方面国际厂商已将战略重点和资源投向押注动力电池, 而在电动工具锂电领域产能不再增加, 下游电动工具厂商都在供应持续偏紧的情况下加快了对中国本土优质电池厂商的转移。

图 7: 2017 全球电动工具锂电池装机份额



资料来源: 真锂研究、国信证券经济研究所整理

图 8: 2020 全球电动工具锂电池装机份额



资料来源: 真锂研究、国信证券经济研究所整理

公司方面, 负责锂电业务的长虹三杰创始团队本身有着的极为深厚的行业背景, 技术实力过硬, 其产品的一些关键性能也远高于行业水平, 达到国内领先, 如 30A 以上的大电流放电, 超低温放电能力等。而在三杰公司并入长虹体系后, 领先技术获得雄厚的资本实力加持, 在年内产能就有望扩大 3 倍以上, 成为细分赛道龙头的有力竞争者。同时公司当前也在积极推进与百得、TTI 等国际一线客户的合作, 部分验厂工作取得良好进展, 国内重点客户方面也持续突破。

表 3: 公司锂电池产品技术水平和行业标准对比

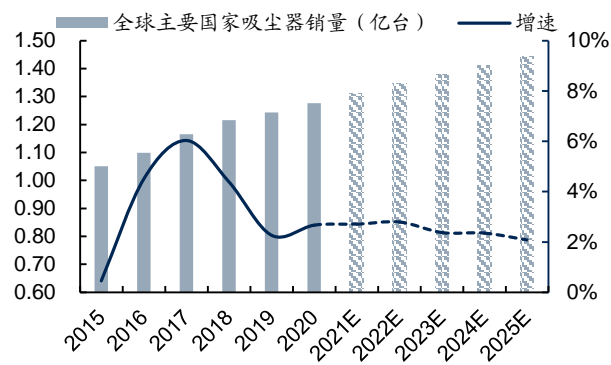
公司电池型号	对比关键性能项目	国标	行业水平	长虹三杰
INR18650-20H	最大充电电流	≥1C	1C-2C	7C
	最大持续放电电流	≥10C	10C	15C(30A)
	循环性能	6A 充电 30A 放电循环 200 次, 容量保持率 ≥70%	6A 充电 30A 放电循环 30-100 次, 容量保持率 <60%	6A 充电 30A 放电循环 300 次, 容量保持率 >70%
INR18650-22H	最大持续放电电流	≥5C(11A)	5C-8C	13.6C(30A)
	循环性能	2C 充电 10C 放电循环 300 次, 容量保持率 ≥60%	2C 充电 10C 放电循环 50-100 次, 容量保持率 <60%	2C 充电 10C 放电循环 300 次, 容量保持率 >80%
	60℃ 高温储存 7 天(满电态)	容量保持率 ≥85% 容量恢复率 ≥95%	容量保持率 ≥85%-90% 容量恢复率 ≥95%-98%	容量保持率 >92% 容量恢复率 >98%
INR21700-40S	最大持续放电电流	>30A	10A-35A	40A
	-20℃ 低温放电性能	0.2C 放电至 2.50V 的容量 > 2750mAh	0.2C 放电至 2.50V 的容量在 2800mAh-3000mAh	0.2C 放电至 2.50V 的容量在 3500mAh-3600mAh
	60℃ 高温储存 7 天(满电态)	容量保持率 ≥85% 容量恢复率 ≥95%	容量保持率 ≥85%-90% 容量恢复率 ≥93%-96%	容量保持率 >91% 容量恢复率 >98%

资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

### 圆柱锂电可延伸领域广, 家用清洁电器为代表

用于电动工具的圆柱锂电也有较广的应用延伸性, 实际上“无绳化”概念也已在诸多领域发生, 其中家用清洁电器是最典型的代表之一。以吸尘器为例, 无绳吸尘器已经开始普遍流行, 并博得时下年轻人为主的新兴消费群体青睐, 最早由戴森等国外品牌引领, 到如今莱克电气、小米等都在大力推广, 而在电池的使用上基本也都选用具备标准化优势的圆柱电芯。根据资料, 到 2025 年全球主要国家吸尘器销量可达 1.44 亿台, 也带来了 10 亿颗以上的潜在市场空间。此外, 如扫地机器人、洗地机等新兴清洁电器品类的爆发, 也有望在提供增量市场的同事加速无绳化清洁产品渗透率的提升。

图 9: 全球主要国家吸尘器销量情况



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 10: 小米无线吸尘器



资料来源: 天猫, 国信证券经济研究所整理

图 11: 智能洗地机在 618 期间销量爆发



资料来源:苏宁易购、国信证券经济研究所整理

图 12: 莱克电器洗地机

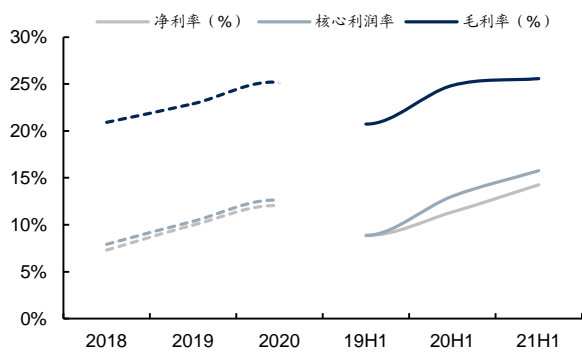


资料来源:天猫、国信证券经济研究所整理

盈利能力持续增强，主要系产品结构升级，业务规模持续扩大

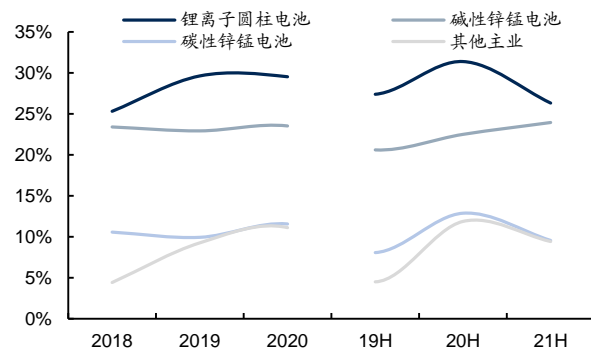
2021H1 综合毛利率为 25.57%，同比提升 0.73pct.，主要系毛利率较高的锂电池品类占比提升较多，即使锂电毛利率本身受上游涨价影响下降 5.07pct.至 26.32%也带动了毛利率的上升，此外碱电毛利率上升 1.44pct.至 23.93%，在上游涨价下逆势提升，主要系公司精细化管理到位，而生产效率提升带来规模效应。

图 13: 长虹能源毛利率、净利率及核心利润率变化



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
核心利润率: 毛利率-四项费用率-营业税金及附加/营收

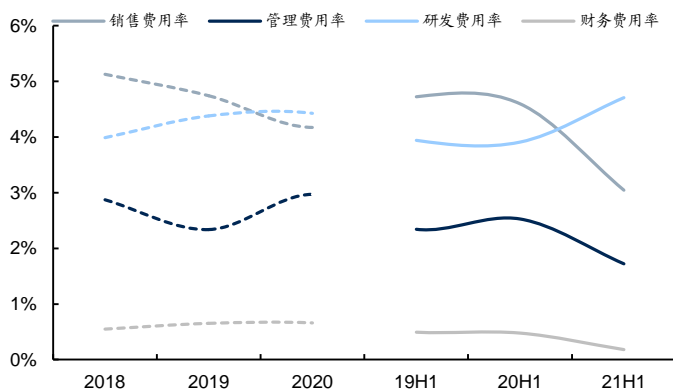
图 14: 长虹能源主要产品业务毛利率



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

期间费率 9.65%，同比降 1.86pct，随收入规模快速提升降幅明显，其中销售费率下降 1.55pct 至 3.04%，管理费率下降 0.81pct 至 1.72%，但研发费率上升 0.79pct 至 4.70%，主要系加大研发投入，包括新购买设备、强化新产品开发。财务费用率则下降 0.30pct；存货/应收周转天数分别为 62/71 天，经营净现金流/营收为-0.8%，同比+16.3pct。

图 15: 长虹能源四项期间费用率

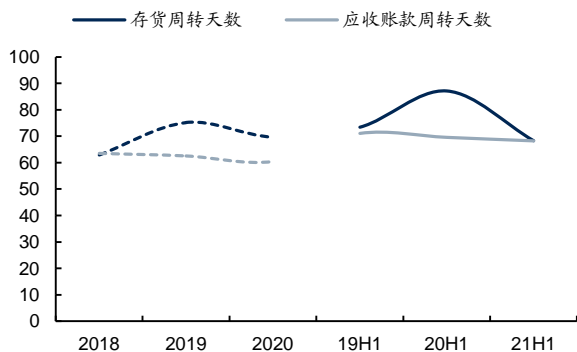


资料来源: : 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**运营能力实现增强, 现金流情况总体良好**

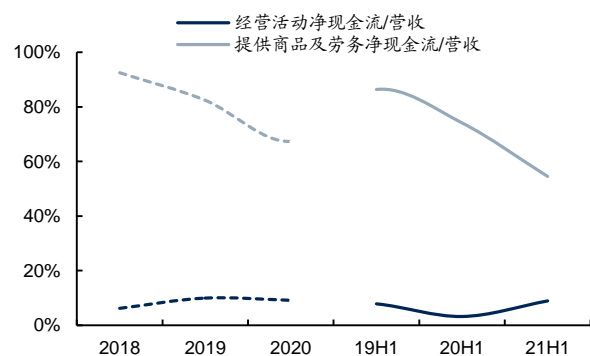
上半年存货/应收周转天数皆为 68 天, 同比分别下降 19/1 天, 运营能力有所增强, 经营净现金流/营收为 8.9%, 同比上升 5.7pct., 现金情况总体良好。

图 16: 长虹能源运营能力情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
注: 半年报为年化值

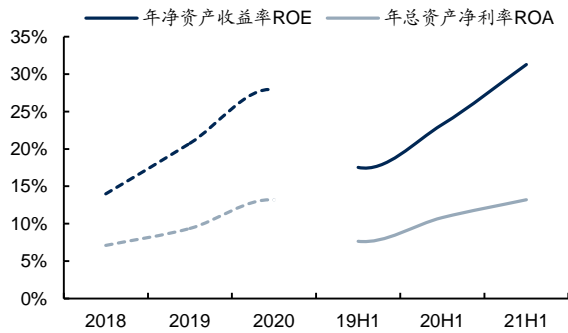
图 17: 长虹能源经营现金流情况



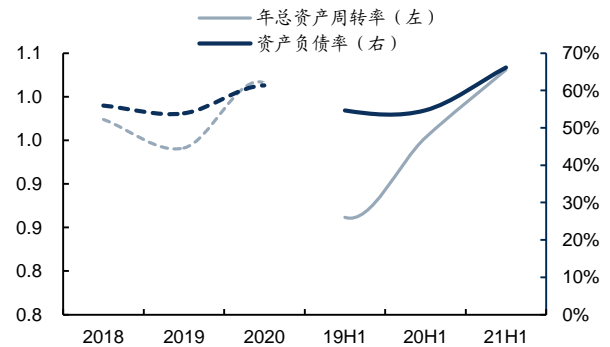
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**归母 ROE 提升, 主要系业务结构变化较快, 负债率升高较快但预计风险可控**

上半年归母 ROE (年化) 达到 31.29%, 同比提升 8.03pct., 一方面系业务结构变化较大, 使得销售净利率提升, 同时 ROA 也从 0.96 提升至 1.16, 另一方面公司资产负债率也从 55% 上升至 66%。负债率上升较快, 一方面系主要业务规模扩大较快, 运营资金和产能建设增加较大量的资金投入需求, 另一方面 1.74 亿收购三杰部分少数股权也带来了较大资金需求。不过公司未来经营利润有望大幅增加, 同时大股东长虹集团资本实力雄厚, 负债率短期升高目前来看不会带来实质性财务风险。

**图 18: 长虹能源归母 ROE 及 ROA**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图 19: 长虹能源经营资产负债率及总资产周转率**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议: 产能倍增持续落实, 实力强劲订单充裕, 维持“买入”评级**

公司精于电动工具用高倍率圆柱锂电池, 技术优势突出。对标国际主流竞品, 同时资本实力较强扩产迅速, 国产替代关键窗口期下有望获更大市场份额。公司锂电产能年底或增至年初 3.5 倍, 高景气下订单充裕, 大客户拓展推进顺利, 未来仍有扩张空间, 而碱电保持稳健发展, 近两年收入业绩整体快速增长确定性高, 预计 21-23 年 EPS3.1/6.2/8.0 元, 对应 PE25/13/10 倍, 维持“买入”。

**表 4: 可比上市公司估值对比**

代码	简称	股价	EPS				PE				PB 21E	PEG 20-23E	总市值 (亿元)
			2020	21E	22E	23E	2020	21E	22E	23E			
836239	长虹能源	79.00	2.34	3.13	6.17	8.05	39.7	25.2	12.8	9.8	6.0	0.43	64
同业上市公司													
002245	蔚蓝锂芯	24.41	0.28	0.63	0.87	1.19	91.0	38.9	28.0	20.5	7.6	0.61	253
300014	亿纬锂能	96.39	0.87	1.72	2.47	3.37	110.2	56.0	39.1	28.6	10.4	0.99	1,820
300438	鹏辉能源	32.14	0.13	0.80	1.08	1.43	257.3	40.1	29.8	22.4	5.0	0.32	137
605378	野马电池	33.01	1.18				37.2						44
	均值						123.9	45.0	32.3	23.9	7.7	0.6	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

注: 股价截止至 2021 年 08 月 26 日; 可比公司盈利预测采用万得一致预期, 每股收益采用当期末总股本

**风险提示: 原料价格上涨过快, 客户及产能推进不及预期, 贸易环境变化**

**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	209	512	603	1120	营业收入	1952	3207	4671	5668
应收款项	680	1142	1664	2019	营业成本	1461	2421	3377	4050
存货净额	302	508	712	856	营业税金及附加	7	11	16	20
其他流动资产	50	32	47	57	销售费用	81	96	111	116
<b>流动资产合计</b>	<b>1248</b>	<b>2202</b>	<b>3035</b>	<b>4063</b>	管理费用	144	236	287	323
固定资产	764	1150	1354	1437	财务费用	13	15	10	(0)
无形资产及其他	49	46	43	40	投资收益	5	6	7	8
投资性房地产	160	160	160	160	资产减值及公允价值变动	3	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	27	27	27	27	其他收入	12	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>2248</b>	<b>3584</b>	<b>4618</b>	<b>5726</b>	营业利润	266	443	886	1176
短期借款及交易性金融负债	306	400	200	100	营业外净收支	(4)	(1)	(1)	(1)
应付款项	850	1460	2046	2460	<b>利润总额</b>	<b>263</b>	<b>442</b>	<b>885</b>	<b>1175</b>
其他流动负债	145	238	327	390	所得税费用	27	57	124	176
<b>流动负债合计</b>	<b>1300</b>	<b>2098</b>	<b>2573</b>	<b>2950</b>	少数股东损益	73	130	260	345
长期借款及应付债券	19	19	19	19	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>162</b>	<b>255</b>	<b>502</b>	<b>654</b>
其他长期负债	59	59	59	59					
<b>长期负债合计</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	<b>78</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1379</b>	<b>2176</b>	<b>2651</b>	<b>3028</b>					
少数股东权益	256	347	529	770					
股东权益	613	1061	1438	1928					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2248</b>	<b>3584</b>	<b>4618</b>	<b>5726</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>162</b>	<b>255</b>	<b>502</b>	<b>654</b>
资产减值准备	(6)	(2)	(1)	(1)
折旧摊销	71	123	154	174
公允价值变动损失	(3)	1	1	1
财务费用	13	15	10	(0)
营运资本变动	(34)	51	(65)	(33)
其它	18	93	183	242
<b>经营活动现金流</b>	<b>207</b>	<b>521</b>	<b>773</b>	<b>1038</b>
资本开支	(222)	(505)	(355)	(255)
其它投资现金流	(5)	(2)	(2)	(2)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(231)</b>	<b>(507)</b>	<b>(357)</b>	<b>(257)</b>
权益性融资	20	258	0	0
负债净变化	19	0	0	0
支付股利、利息	(136)	(64)	(125)	(164)
其它融资现金流	293	94	(200)	(100)
<b>融资活动现金流</b>	<b>81</b>	<b>289</b>	<b>(325)</b>	<b>(264)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>57</b>	<b>303</b>	<b>91</b>	<b>517</b>
货币资金的期初余额	152	209	512	603
货币资金的期末余额	209	512	603	1120
企业自由现金流	46	55	491	871
权益自由现金流	359	136	282	772

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	2.34	3.13	6.17	8.05
每股红利	1.96	0.78	1.54	2.01
每股净资产	8.84	13.06	17.69	23.72
ROIC	23%	27%	43%	50%
ROE	26%	24%	35%	34%
毛利率	25%	25%	28%	29%
EBIT Margin	13%	14%	19%	20%
EBITDA Margin	17%	18%	22%	24%
收入增长	38%	64%	46%	21%
净利润增长率	55%	57%	97%	30%
资产负债率	73%	70%	69%	66%
息率	2.5%	1.2%	2.3%	3.0%
P/E	33.8	25.2	12.8	9.8
P/B	10.48	6.05	4.47	3.33
EV/EBITDA	23.7	15.2	8.8	7.1

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