

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

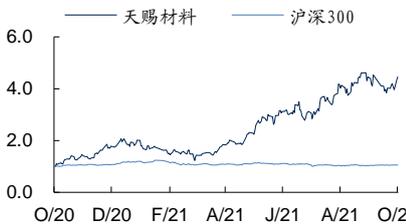
新能源

天赐材料(002709)
买入

2021年三季报点评

(维持评级)

2021年10月27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)	955/662
总市值/流通(百万元)	143,097/99,164
上证综指/深圳成指	3,598/14,553
12个月最高/最低(元)	159.59/52.30

相关研究报告:

《天赐材料-002709-2021年中报点评: 中报盈利靓丽, 一体化布局再加码》——2021-08-25
 《天赐材料-002709-重大事件快评: 六氟大举扩产, 巩固长期绝对龙头格局》——2021-06-20
 《天赐材料-002709-2021年一季报点评: Q1盈利超预期, 六氟全年紧平衡》——2021-04-21
 《天赐材料-002709-2020年年报点评: 电解液龙头, 量价齐升业绩可期》——2021-03-26

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

 电话: 010-88005329
 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
电解液量利齐升, 一体化布局再完善
● 21年前三季度盈利15.54亿元, 业绩位于预告中值

公司21Q1-Q3实现营收66.23亿元, 同比+146%; 对应Q3营收29.24亿元, 环比+37%。21Q1-Q3公司实现归母净利润15.54亿元, 同比+200%; 对应Q3归母净利润7.71亿元, 环比+56%。公司21Q1-Q3毛利率为38.96%, 同比-2.31pct; 21Q1-Q3净利率为24.75%, 同比+6.33pct; 对应Q3净利率为28.25%, 环比+3.86pct。三季度六氟和电解液价格依旧保持拉涨态势, 公司一体化布局实现量利双升。

● 电解液量利齐升涨势显著, 自供六氟夯实成本优势

21Q3电解液和六氟价格持续拉涨, 公司一体化布局充分受益。下游需求旺盛带动公司出货增加, 预计21Q3公司电解液出货3.6-3.8万吨, 环比持续上行。受益六氟自供产能满产, 预计公司电解液单吨净利在1.6-1.7万元, 环比明显提升。全年来看, 公司溧阳和宁德基地有望年底建成贡献业绩, 在建折固2万吨液态六氟有望四季度开始投产增厚利润, 我们预计21年公司电解液出货量有望达近14万吨。

● 扩产VC完善一体化布局, 股权激励彰显发展信心

公司VC等产能持续扩张, 9月公司公告新建4.1万吨VC项目, 完善原料布局。预计在浙江技改和扩产后, 23年初公司VC产能有望达到2.5万吨。10月公司再扩产30万吨电解液和10万吨铁锂电池回收项目, 不断夯实龙头优势地位。公司发布股权激励计划与员工共享发展红利, 明确解除限售业绩考核目标为22-24年公司净利润分别不低于38/48/58亿, 彰显企业高速增长信心。

● 风险提示: 锂电池需求不达预期; 成本下降低于预期影响盈利。
● 投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级

公司自供原料六氟享受电解液和六氟双环节利润, 完善VC布局加码一体化增厚利润, 股权激励方案彰显发展信心。我们持续看好公司成长性, 预计公司21-23年归母净利润为23.8/36.2/53.4亿元, 同比增长346%/52%/47%, 对应21-23年EPS分别为2.49/3.79/5.59元, 当前股价对应PE为65/43/29倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

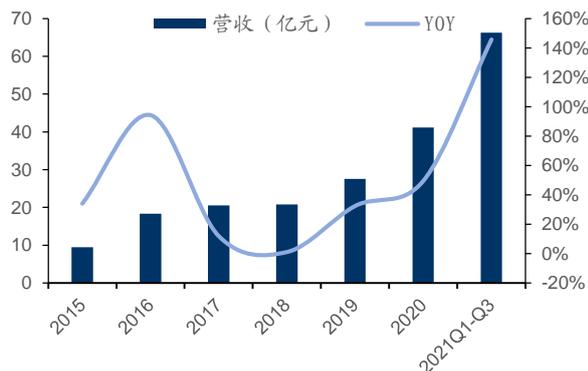
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,119.05	9,437.19	16,754.90	23,421.19
(+/-%)	49.53%	129.11%	77.54%	39.79%
净利润(百万元)	532.87	2376.28	3618.11	5335.48
(+/-%)	3165.21%	345.94%	52.26%	47.47%
摊薄每股收益(元)	0.98	2.49	3.79	5.59
EBIT Margin	26.56%	28.60%	24.78%	26.16%
净资产收益率(ROE)	15.74%	43.96%	42.66%	40.99%
市盈率(PE)	166.13	65.16	42.80	29.02
EV/EBITDA	66.04	52.07	35.12	24.56
市净率(PB)	26.15	28.65	18.26	11.90

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

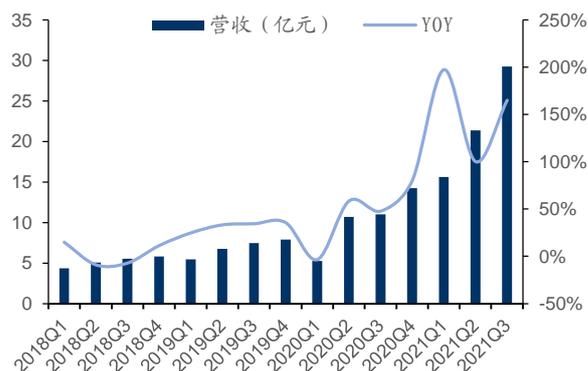
公司 21Q1-Q3 实现营收 66.23 亿元，同比+146%；对应 Q3 营收 29.24 亿元，环比+37%。21Q1-Q3 公司实现归母净利润 15.54 亿元，同比+200%；对应 Q3 归母净利润 7.71 亿元，环比+56%。公司 21Q1-Q3 毛利率为 38.96%，同比-2.31pct，对应 Q3 毛利率为 43.47%，环比+7.30pct。21Q1-Q3 公司净利率为 24.75%，同比+6.33pct；对应 Q3 净利率为 28.25%，环比+3.86pct。三季度六氟和电解液价格依旧保持拉涨态势，公司一体化布局实现量利双升。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



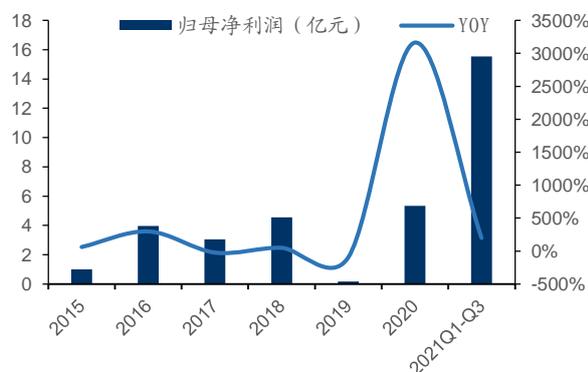
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



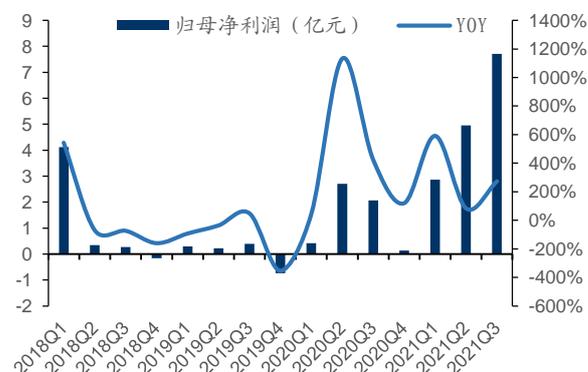
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、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、%）

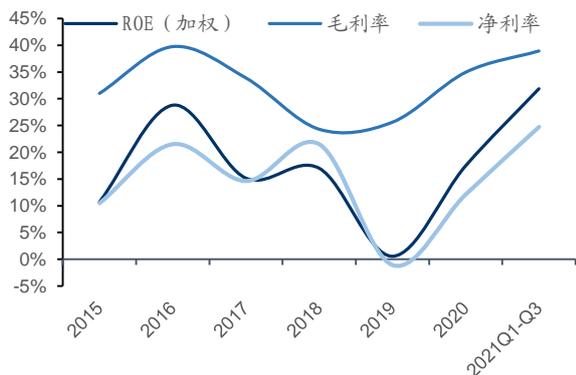


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 Q3 费用率环比下行。21Q1-Q3 公司期间费用率为 8.19%，同比-8.08pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 1.03%（-3.25pct）、3.43%（-2.35pct）、3.25%（-1.10pct）、0.48%（-1.39pct），销售费用率下降明显主要系运费调整至营业成本所致。21Q3 公司期间费用率为 7.07%，环比-0.79pct，主要系管理效率提升管理费用下降所致。21Q1-Q3 公司经营性现金净流量为 9.89 亿元，较 21H1 增加 2.7 亿元。21Q3 公司计提资产减值损失 1.36 亿元，计提信用减值损失 0.10 亿元。

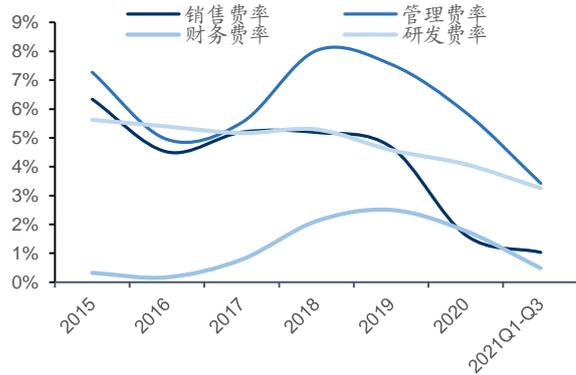
公司 Q3 偿债能力、资金周转能力较 21H1 有所改善。公司 21H1 流动比率、速动比率、现金比率分别为 1.87、1.67、0.51，整体呈上升态势；应收账款周转率和存货周转率为 3.31、6.35。

图 5: 公司毛利率、净利率和 ROE 变化



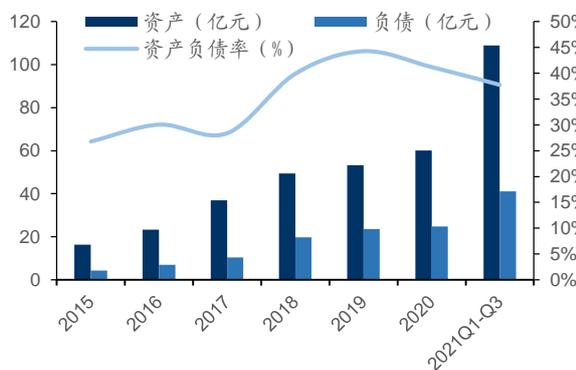
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司四费占比情况变化



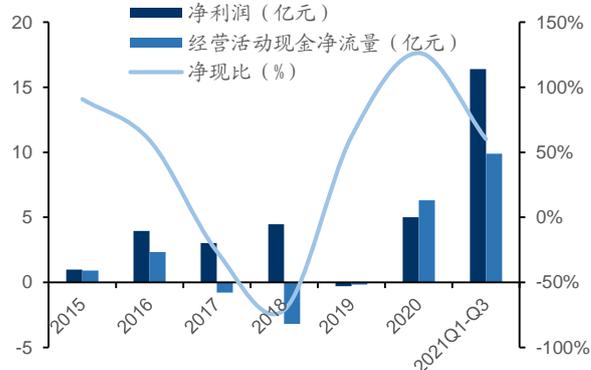
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

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



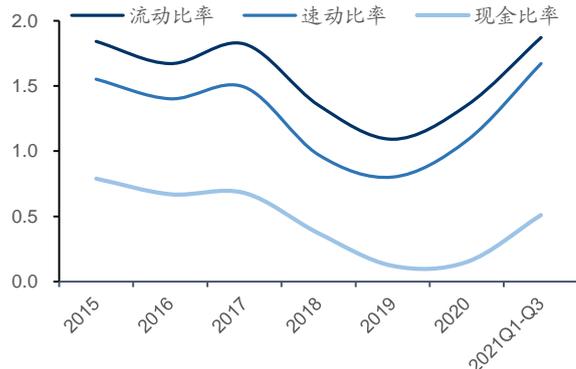
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

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

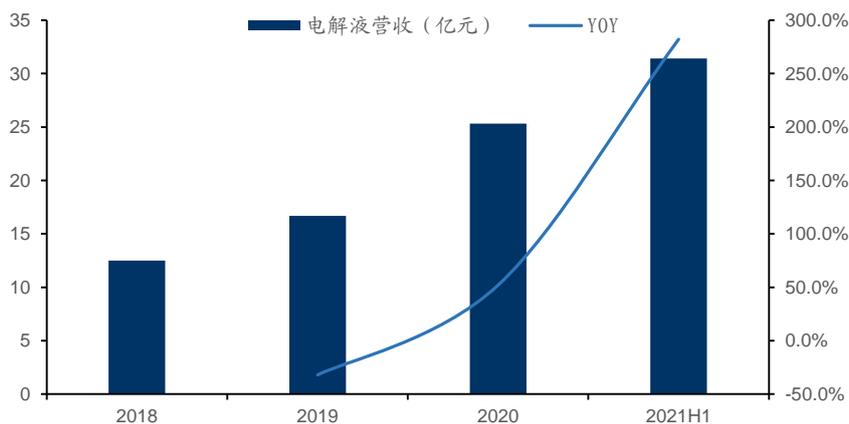
图 10: 公司偿债能力指标变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

三季度电解液&六氟价格持续拉涨，公司一体化布局夯实成本优势。21Q3 国内动力电池出货 39.5GWh，环比+35%，下游需求持续旺盛带动公司电解液出货增加。我们预计，21Q3 公司电解液出货量有望达到 3.6-3.8 万吨，出货量环比小幅上行。受益六氟磷酸锂自给产能满产，公司 Q3 电解液单吨净利在 1.6-1.7 万元，环比提升显著。公司溧阳和宁德基地有望在 21 年底持续落地贡献业绩增量；公司在建 2 万吨折固六氟产能有望年内投产增厚利润。公司凭借成本优势与 LG 能源等客户签订低价长协，迅速拓展市占率、增强业绩增长确定性。我们预计，公司 21 年电解液出货量有望达近 14 万吨。

图 11：公司电解液业务营收



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司公告再扩产电解液和 VC 产能：

- ✓ 21 年 9 月 28 日，公司公告拟设立全资子公司建设年产 4.1 万吨 VC 项目。项目一期总投资 9.35 亿元，规划产能 2 万吨，建设周期为 24 个月，预计达产后可实现年均营收 19.69 亿元，年均净利润 2.37 亿元。
- ✓ 21 年 10 月 26 日，公司公告拟设立全资子公司，在四川彭山投资 15.33 亿元，新建年产 30 万吨电解液和 10 万吨铁锂电池回收项目。项目建设周期为 18 个月，设计产能为电解液 30 万吨、工业级碳酸锂 6000 吨、电池级磷酸铁 2.5 万吨、铜粒 7600 吨、铝粒 3600 吨。项目达产后预计可实现年收入 86.91 亿元，年均净利润 5.42 亿元。

近期扩产主要集中在电解液及其配套环节上，主要是完善电解液一体化布局。

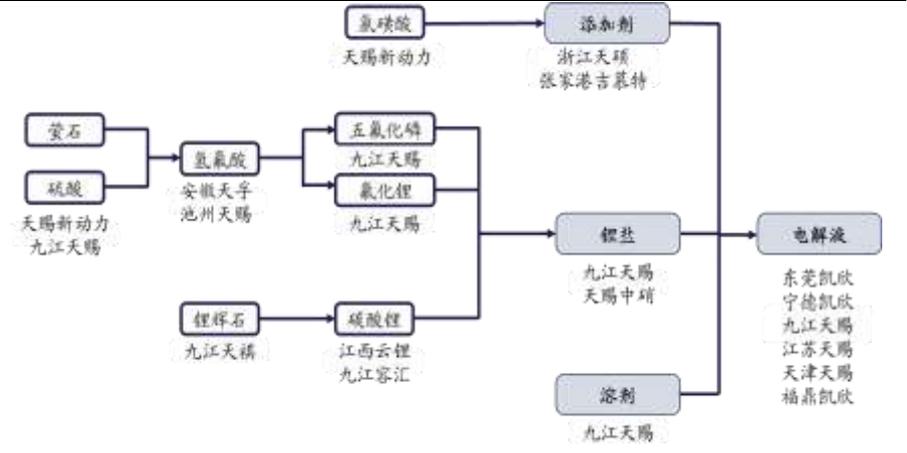
电解液：公司当前电解液已建成产能 15 万吨，另外新建南通基地设计产能 20 万吨，溧阳基地设计产能 20 万吨，福鼎基地规划 20 万吨产能，捷克基地规划 10 万吨产能，彭山基地规划 30 万吨产能外加九江基地扩建，公司电解液规划产能将达到近 120 万吨。

六氟：公司 2020 年底折固六氟产能 1.2 万吨，预计 21 年底产能将达到 3.2 万吨，技改升级后产能预计达到 4.5 万吨，再加上九江扩建的 20 万吨液态六氟，对应折固产能约 6.5 万吨左右，公司六氟计划建成产能超 15.5 万吨，预计产能在 23 年将全部投产，按照六氟和电解液 1:8 的配比，六氟产能与电解液产能规划基本匹配。

溶剂 VC：VC 是电解液关键添加剂，也是公司在原材料方面布局较弱的一环。公司在浙江天硕具有 1000 吨 VC 产能，预计明年技改至 5000 吨。此次一期扩产 2 万吨 VC 有望完善公司电解液一体化布局，预计 23 年初 VC 产能达到 2.5 万吨。

新型锂盐 LIFSI: 公司已有产能 2300 吨, 另有 4000 吨 21 年下半年投产, 8 月公告扩产 5 万吨 LIFSI 项目, 有望持续提升产品市场占有率。

图 12: 公司产业链布局



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 公司锂电主要产品产能布局规划

	2020 年底	2021 年底	2022 年底	备注
电解液	10	30	63	
九江基地	10	10	20	原产能 10 万吨, 扩建产能 15 万吨
宁德基地		10	20	福鼎凯欣 10 万吨产能规划, 2021 年 6 月参与土地竞拍, 预计 2022 年 4 月前完工并投产
溧阳一期		10	20	一期产能 10 万吨, 建设周期 12 个月
南通基地				建设周期 24 个月, 预计 23 年底建成投产, 设计产能 20 万吨
捷克			3	建设周期 18 个月, 一期 3 万吨产能建设, 总规划 10 万吨产能
四川彭山				建设周期 18 个月, 规划产能 30 万吨, 预计 23 年开始投产
六氟磷酸锂	1.2	3.2	9	
九江基地	1.2	3.2	4.5	2021 年九江基地年产 6 万吨产能 (折固 2 万吨), 2022 年技改后提升至 4.5 万吨
安徽东至			4.7	新建 15 万吨液态六氟, 对应近 4.7 万吨折固产能
九江基地				新建 20 万吨液态六氟, 对应近 6.5 万吨折固产能; 预计 23 年底建成投产
新型锂盐 (LiFSI)	0.23	0.63	1.03+6 (HFSI)	22 年上半年公司技改后产能预计突破 1 万吨
九江基地	0.23	0.63	1.03+6 (HFSI)	20 年底产能 2300 吨, 4000 吨产能 21 年下半年释放, 另有 6 万吨 HFSI 在建, HFSI 作为中间体对应 5.7 万吨 LiFSI 产能, 预计 LiFSI 在 23 年大规模投产
南通基地				新建 2 万吨 LiFSI, 预计 23 年底建成投产
九江基地扩建				新建 3 万吨 LiFSI, 预计 23 年底建成投产
正极原料磷酸铁	4	4	14	
九江基地	4	4	4	2019 年 9 月投产
宜昌基地			10	与个人股东合资公司控股 65%, 计划新建 10 万吨 22 年底投产
九江电池回收基地				设计产能 1.76 万吨磷酸铁, 预计 23 年初建成投产
四川彭山铁锂电池回收基地				设计产能 2.5 万吨磷酸铁, 预计 23 年初建成投产

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 公司电解液产业链上游原料布局规划

公告时间	项目规划
2016.06	碳酸锂及氢氧化锂等
2016.12	碳酸锂及氢氧化锂等
2017.09	碳酸锂、磷酸铁锂系列产品研发、生产和销售
2018.04	500 万吨锂辉石选矿项目（一期）
2019.01	5 万吨氟化氢、2.5 万吨电池级氢氟酸
2019.06	20 万吨高钴氢氧化镍（一期 A 段）
2019.06	40 万吨硫磺制酸项目
2020.1	1.6 万吨/年五氟化磷、4,000 吨/年氟化锂
2020.1	年产 40 万吨硫磺制酸项目
2020.1	年产 5 万吨氟化氢、年产 2.5 万吨电子级氢氟酸新建项目
2021.02	年产 2 万吨电解质基础材料及 5,800 吨新型锂电解质项目
2021.02	年产 15 万吨锂电材料项目
2021.02	年产 40 万吨硫磺制酸项目
2021.06	年产 6 万吨 HFSI 项目和三磷酸酯 2000 吨项目
2021.06	年产 15 万吨液态六氟项目和二氟磷酸锂 2000 吨项目
2021.08	年产 20 万吨液体六氟项目、7 万吨五氟化磷项目及 1.2 万吨氟化锂项目
2021.08	年产 2 万吨 LIFSI 项目、6000 吨硫酸乙烯酯
2021.08	年产 3 万吨 LIFSI、1 万吨二氟双草酸磷酸锂、0.5 万吨二氟磷酸锂、10 万吨二氯丙醇项目
2021.09	年产 4.1 万吨 VC 项目，其中一期规划 2 万吨 VC
2021.10	年产 6000 吨碳酸锂项目

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

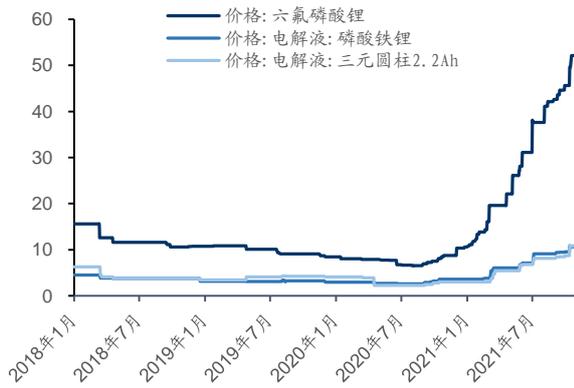
表 3: 公司正极及上游材料产能规划

公告时间	项目	内容	预算	时间	经营数据预测（年度）
2015 年 12 月	容汇锂业 20% 股权	硫酸铁锂	0.6 亿		
2016 年 1 月	增资江西艾德	硫酸铁锂	0.5 亿		
2016 年 4 月	九江天赐-30000 吨电池级磷酸铁项目	磷酸铁	2.08 亿	2019 年 9 月	营业收入 2.7 亿元，年均净利润 0.37 万元
2016 年 8 月	增资江西艾德	磷酸铁锂	0.5 亿		
2017 年 9 月	云锂材料 18.58% 股份	磷酸铁锂、碳酸锂	0.75 亿		2016 年营收 3249 万，净利 755 万
2018 年 1 月	台州锂电正极材料项目-25000 吨锂电三元正极材料	三元正极	4.84 亿		达产后营收 12.2 亿，净利 1.14 亿
2018 年 4 月	九江天祺-15 万吨三元锂电基础材料项目一期-5 万吨电池级硫酸镍	硫酸镍	1.89 亿	建设周期 12 个月	
2019 年 4 月	CZI 公司 6.02% 股份		0.03 亿澳元		
2019 年 6 月	九江天祺-15 万吨三元锂电基础材料项目一期-20 万吨高钴氢氧化镍（一期 A 段 5 万吨）	氢氧化镍	11.73 亿	建设周期 24 个月	达产后营收 22.66 亿，净利 1.85 亿
2021 年 6 月	宜昌基地-30 万吨磷酸铁（一期）10 万吨项目	磷酸铁	5.04 亿	建设周期 12 个月	达产后营收 9.41 亿，净利 1.24 亿
2021 年 8 月	九江天赐资源循环-废旧锂电池资源化循环利用项目	磷酸铁、高纯碳酸锂、镍钴锰硫酸盐	5.51 亿	建设周期 18 个月	达产后营收 19.79 亿，净利 2.37 亿
2021 年 10 月	四川彭山-铁锂电池回收项目	磷酸铁、碳酸锂、铜粒、铝粒	15.33 亿元	建设周期 18 个月	达产后营收 86.91 亿元，净利 5.42 亿元

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

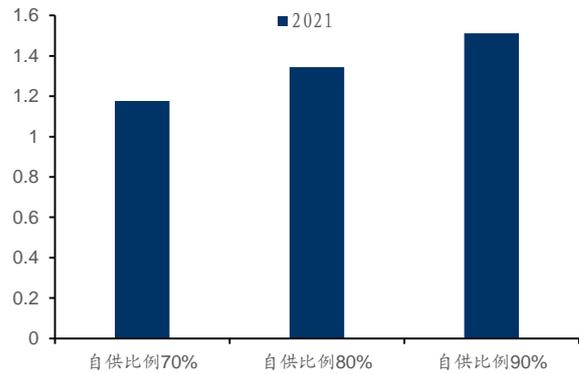
六氟价格持续拉涨，公司自产盈利弹性高。三季度国内六氟厂商产量持续高位，行业开工率维持在 80%-90%。原料端碳酸锂价格拉涨带动六氟成本上行，下游终端需求强劲对价格形成坚强支撑。截止 10 月底，六氟价格已达到 53 万元/吨，较 6 月底上涨 60%。公司 6 万吨液态六氟产能有望四季度逐渐爬坡，六氟大部分自给能够带来六氟和电解液环节双重利润。我们假设公 21 年 90% 六氟自给率，21 年电解液出货量为 14 万吨，六氟磷酸锂单耗为 0.12，预计六氟每涨价 1 万元/吨将为公司 21 年电解液终端销售贡献利润增量 1.5 亿元。

图 13: 六氟磷酸锂及电解液价格 (万元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司电解液利润对六氟自供比例的敏感性分析



资料来源: GGII、国信证券经济研究所预测与整理

公司发布股权激励方案，与员工共享发展红利。21年10月26日，公司发布股权激励方案，拟向616名激励对象授予841.5万份股票，占公司总股本的0.88%。其中股票期权激励235.1万股，限制性股票激励606.4万股。此次股权激励方案的解锁条件为22-24年净利润分别不低于38/48/58亿元。

表 4: 公司股权激励情况

公告时间	激励股票数	占当时总股本比重	激励人数	解锁条件
2015/8/11	253.0 万股	2.10%	45 人	以 14 年为业绩基数，15-17 年净利润较 14 年分别增长不低于 40%/124%/236%
2019/1/23	922.0 万股	2.72%	463 人	19-21 年净利润分别不低于 2.5/5.1/6.5 亿元
2021/10/27	841.5 万股	0.88%	616 人	22-24 年净利润分别不低于 38/48/58 亿元

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持原有盈利预测, 维持“买入”评级

公司作为电解液龙头企业, 自供原料六氟享受电解液和六氟双环节利润, 完善电解液原料布局加码一体化增厚利润, 股权激励方案彰显发展信心。我们持续看好公司短期业绩爆发和长期成长性, 预计公司 21-23 年归母净利润为 23.8/36.2/53.4 亿元, 同比增长 346%/52%/47%, 对应 21-23 年 EPS 分别为 2.49/3.79/5.59 元, 当前股价对应 PE 为 65/43/29 倍, 维持“买入”评级。

风险提示:

- (1) 全球锂电池需求不达预期的风险;
- (2) 六氟价格大幅波动影响公司盈利;
- (3) 公司扩产进度不及预期的风险。

表 5: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.10.27	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
002709	天赐材料	162.10	1,548	0.98	2.49	3.79	5.59	166.1	65.1	42.8	29.0	买入
300037	新宙邦	152.00	624	1.26	2.22	3.44	4.51	120.6	68.5	44.2	33.7	增持
603659	璞泰来	191.50	1,330	1.35	2.52	3.56	5.11	141.9	76.0	53.8	37.5	增持
300073	当升科技	85.99	390	0.85	2.14	2.43	3.15	101.2	40.2	35.4	27.3	买入

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	312	445	1541	3833	营业收入	4119	9437	16755	23421
应收款项	1364	2844	5049	7058	营业成本	2678	5867	10992	15055
存货净额	550	1076	2050	2821	营业税金及附加	38	71	126	176
其他流动资产	596	1416	2513	3513	销售费用	67	113	201	281
流动资产合计	2822	5781	11154	17226	管理费用	242	688	1284	1784
固定资产	2173	2675	3109	3453	财务费用	73	1	(4)	(46)
无形资产及其他	409	381	354	327	投资收益	(6)	(2)	(2)	(2)
投资性房地产	477	477	477	477	资产减值及公允价值变动	179	100	100	100
长期股权投资	131	123	115	107	其他收入	(560)	0	0	0
资产总计	6010	9437	15209	21589	营业利润	634	2796	4254	6270
短期借款及交易性金融负债	647	700	700	700	营业外净收支	(8)	(6)	(6)	(6)
应付款项	909	1845	3515	4837	利润总额	626	2790	4248	6264
其他流动负债	540	1086	2305	3108	所得税费用	126	558	850	1253
流动负债合计	2097	3631	6520	8645	少数股东损益	(32)	(144)	(220)	(324)
长期借款及应付债券	317	317	317	317	归属于母公司净利润	533	2376	3618	5335
其他长期负债	61	56	51	46					
长期负债合计	378	373	368	363	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2475	4004	6888	9008	净利润	533	2376	3618	5335
少数股东权益	150	27	(160)	(435)	资产减值准备	80	73	40	38
股东权益	3386	5406	8481	13016	折旧摊销	284	352	453	546
负债和股东权益总计	6010	9437	15209	21589	公允价值变动损失	(179)	(100)	(100)	(100)
					财务费用	73	1	(4)	(46)
					营运资本变动	(261)	(1276)	(1353)	(1622)
					其它	(108)	(196)	(227)	(313)
					经营活动现金流	349	1229	2431	3884
					资本开支	(514)	(800)	(800)	(800)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(507)	(792)	(792)	(792)
					权益性融资	2	0	0	0
					负债净变化	107	0	0	0
					支付股利、利息	(75)	(356)	(543)	(800)
					其它融资现金流	193	53	0	0
					融资活动现金流	260	(304)	(543)	(800)
					现金净变动	101	133	1096	2292
					货币资金的期初余额	210	312	445	1541
					货币资金的期末余额	312	445	1541	3833
					企业自由现金流	382	435	1621	3025
					权益自由现金流	682	487	1624	3062

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.98	2.49	3.79	5.59
每股红利	0.14	0.37	0.57	0.84
每股净资产	6.20	5.66	8.88	13.63
ROIC	22%	42%	48%	55%
ROE	16%	44%	43%	41%
毛利率	35%	38%	34%	36%
EBIT Margin	27%	29%	25%	26%
EBITDA Margin	33%	32%	27%	28%
收入增长	50%	129%	78%	40%
净利润增长率	3165%	346%	52%	47%
资产负债率	44%	43%	44%	40%
息率	0.1%	0.4%	0.6%	0.9%
P/E	166.1	65.2	42.8	29.0
P/B	26.1	28.6	18.3	11.9
EV/EBITDA	66.0	52.1	35.1	24.6

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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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