

研究部

陈兵

bchen@cebm.com.cn

熊雪珍

xzxiang@cebm.com.cn

韩家宝

jbhan@cebm.com.cn

罗静茹

jrluo@cebm.com.cn

吴锐鹏

rpwu@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

报告摘要

- 塞尔维亚周四否决了欧洲最大的锂矿计划，并撤销了英澳矿业巨头力拓的锂矿勘探许可证，锂的未来供应或将面临更大的压力。
- 高工产研锂电研究所（GGII）调研数据显示，2021 年中国锂电隔膜出货量 78 亿平米，同比增长超 100%。GGII 预计 2022 年隔膜行业将呈现以下特点：1) 上半年，下游需求旺盛和新增产能投产需要时间，行业供求关系进一步加剧，干法、湿法隔膜价格将上升；2) 行业内新增产能以湿法隔膜为主，干法隔膜新增产能少于 5 亿平，湿法隔膜行业地位仍有望进一步提升；3) 干法隔膜主要以三层共挤干法膜，后续新增产能以三层共挤为主。
- **建议：**碳酸锂价格仍在上涨，考虑受年底很多生产厂家集中停产检修，产量缩减影响，叠加年底备货情绪饱满，三元材料以及磷酸铁锂等下游需求爆发，价格短期或仍持续高位，但考虑到新能源车产业链的扩产还在前期，未来全行业新增产能释放以及工艺改进带来的降本还未完全体现，且在下游高景气度、成本传导仍较通畅背景下，我们认为产业链各环节的盈利能力影响较有限。近期产业链上下游企业签订合作协议/采购协议动作频繁，在下游客户新能源车及动力电池出货持续放量、储能需求快速释放背景下，下游客户保供需求增长，也是未来中游电池材料环节高景气度持续的象征，继续关注竞争格局较好的中游环节，看好具备成本优势和性能优势的龙头公司：1) 锂电池厂商：成本有望向下游主机厂传导，盈利预期拐点初现；2) 锂电铜箔赛道：供给缺口确定性强，头部企业有望优先受益；3) 竞争格局和盈利水平较好的隔膜赛道：头部隔膜企业毛利率近三年保持在 40%以上，头部企业满产满销，刚性扩产周期下龙头优先受益需求市场的增长，随着海外电动化进程推进，企业海外客户结构占比提升有望进一步提升盈利；4) 正极&前驱体：产销增速可观，未来磷酸铁锂需求空间打开，三元正极高镍化趋势明确，龙头企业积极扩产，抢占高端前驱体市场份额；5) 电解液赛道：随着电解液的扩产，市场对其周期性有所担心，头部公司受益于长协订单，明年价格扰动的影响有所平抑，且通过加码新型锂盐业务进一步凸显成本和利润优势；6) 锂电设备：十四五高速成长期，动力电池开启第二次扩产潮，叠加海外需求快速增长，主要锂电池厂商加快在欧洲的布局，中国龙头锂电设备企业将获取新的需求增长点。

风险提示

新能源车产销不及预期、政策不及预期；订单新接或交付低于预期；技术更新的风险；市场竞争加剧风险；供应链短缺风险等。



目录

一、建议	4
二、产业链数据跟踪	4
(一) 新能源汽车销量数据跟踪：12月新能源车产销量保持高速增长	4
(二) 锂电池材料数据跟踪：锂盐价格持续上涨	5
三、公司公告与行业新闻	8
(一) 行业新闻	8
(二) 公司公告	9
四、近期重要报告	9
五、风险提示	11

图表目录

图表 1: 中国新能源汽车月度销量走势 (万辆)	4
图表 2: 中国新能源汽车月度产量走势 (万辆)	4
图表 3: 纯电动乘用车月度销量走势 (万辆)	5
图表 4: 插电式混动乘用车月度销量走势 (万辆)	5
图表 5: 本周钴精矿价格上涨 0.76%	5
图表 6: 碳酸锂价格继续上涨 7.45%	5
图表 7: 正极材料本周价格略涨	6
图表 8: 磷酸铁锂价格上涨 3.94%	6
图表 9: 三元正极周度产量较上周增长 4.25%	6
图表 10: 前驱体及正极材料周度库存略增	6
图表 11: 负极材料价格持平 (元/吨)	7
图表 12: 石墨化价格维持高位 (元/吨)	7
图表 13: 涂覆膜价格持平	7
图表 14: 隔膜周度产量继续增加 0.17%	7
图表 15: 六氟磷酸锂价格较上周上周 1.82% (元/吨)	8
图表 16: 电解液价格高位持平 (元/吨)	8

一、建议

碳酸锂价格仍在上涨，考虑受年底很多生产厂家集中停产检修，产量缩减影响，叠加年底备货情绪饱满，三元材料以及磷酸铁锂等下游需求爆发，价格短期或仍持续高位，但考虑到新能源车产业链的扩产还在前期，未来全行业新增产能释放以及工艺改进带来的降本还未完全体现，且在下游高景气度、成本传导仍较通畅背景下，我们认为产业链各环节的盈利能力影响较有限。近期产业链上下游企业签订合作协议/采购协议动作频繁，在下游客户新能源车及动力电池出货持续放量、储能需求快速释放背景下，下游客户保供需求增长，也是未来中游电池材料环节高景气度持续的象征，继续关注竞争格局较好的中游环节，看好具备成本优势和性能优势的龙头公司：1) 锂电池厂商：成本有望向下游主机厂传导，盈利预期拐点初现；2) 锂电铜箔赛道：供给缺口确定性强，头部企业有望优先受益；3) 竞争格局和盈利水平较好的隔膜赛道：头部隔膜企业毛利率近三年保持在40%以上，头部企业满产满销，刚性扩产周期下龙头优先受益需求市场的增长，随着海外电动化进程推进，企业海外客户结构占比提升有望进一步提升盈利；4) 正极&前驱体：产销增速可观，未来磷酸铁锂需求空间打开，三元正极高镍化趋势明确，龙头企业积极扩产，抢占高端前驱体市场份额；5) 电解液赛道：随着电解液的扩产，市场对其周期性有所担心，头部公司受益于长协订单，明年价格扰动的影响有所平抑，且通过加码新型锂盐业务进一步凸显成本和利润优势；6) 锂电设备：十四五高速成长期，动力电池开启第二次扩产潮，叠加海外需求快速增长，主要锂电池厂商加快在欧洲的布局，中国龙头锂电设备企业将获取新的需求增长点。

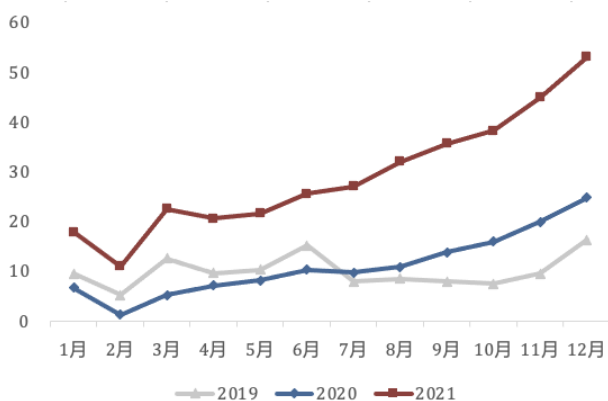
二、产业链数据跟踪

(一) 新能源汽车销量数据跟踪：12月新能源车产销量保持高速增长

1) 12月国内新能源汽车产量51.8万辆，同比增长120%、环比增长7%，截止2021年12月末，2021年度新能源车累计产量达到354.5万辆，累计同比增长160%。

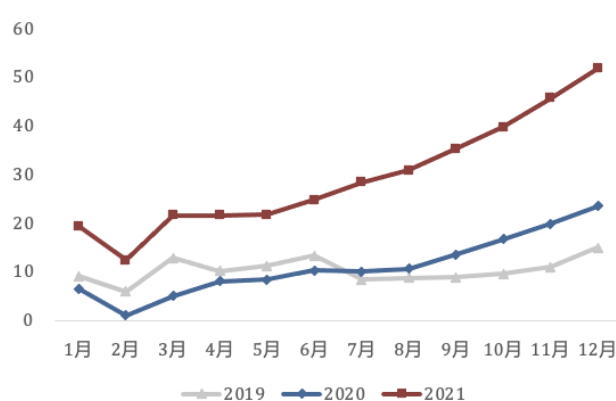
2) 12月国内新能源车销量53.1万辆，同比增长114%、环比增长11%，截止2021年12月末，2021年度新能源车累计销售量达到352.1万辆，累计同比增长158%。纯电动乘用车本月销量41.6万辆，同比增长121%、环比增长16%，2021年累计销售量达到273.4万辆，累计同比增长174%。插电式混动乘用车本月销量8.2万辆，同比增长122%、环比减少12%，2021年累计销量合计60万辆，累计同比增长143%。12月份新能源车数据显示，国内新能源汽车销量保持高速增长。

图表 1：中国新能源汽车月度销量走势（万辆）



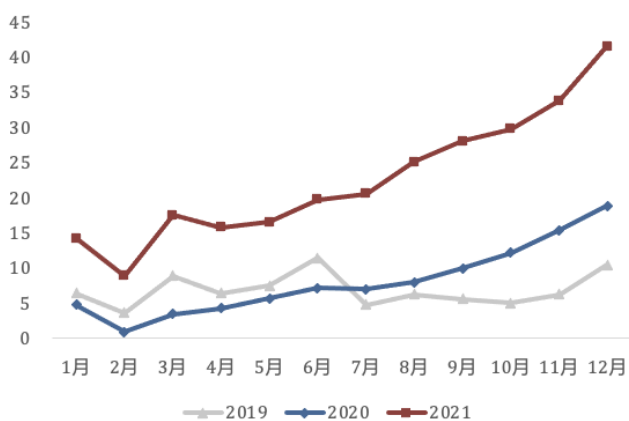
来源：中汽协，莫尼塔研究

图表 2：中国新能源汽车月度产量走势（万辆）



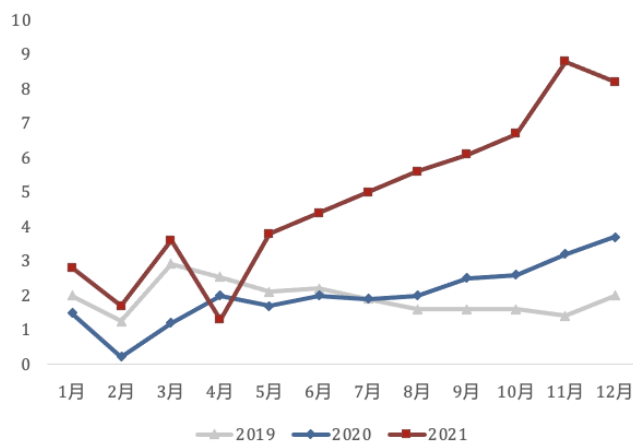
来源：中汽协，莫尼塔研究

图表 3：纯电动乘用车月度销量走势（万辆）



来源：中汽协，莫尼塔研究

图表 4：插电式混动乘用车月度销量走势（万辆）



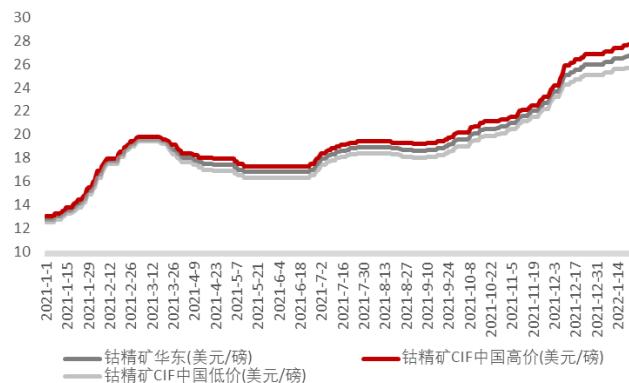
来源：中汽协，莫尼塔研究

（二）锂电池材料数据跟踪：锂盐价格持续上涨

1) 上游原材料价格本周有所上行：截至 1 月 23 日，钴精矿（华东）本周价格 26.7 美元/磅，较上周上涨 0.76%；锂盐方面，电池级氢氧化锂（>56.5%）均价为 29.24 万元/吨，较上周上涨 8.54%，电池级碳酸锂均价为 36.04 万元/吨，继续上涨 7.45%。

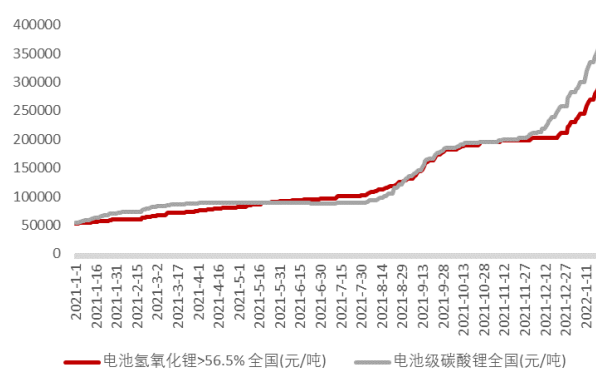
近期碳酸锂价格高位推涨，今年以来下游材料厂扩产快速，询单积极。上游锂矿资源又维持高价运行，成本面提振涨势。百川盈孚咨询提示当前部分生产厂家集中停产检修，使得产量缩减。预计短期碳酸锂价格仍然高位运行。

图表 5：本周钴精矿价格上涨 0.76%



来源：BAIINFO，莫尼塔研究

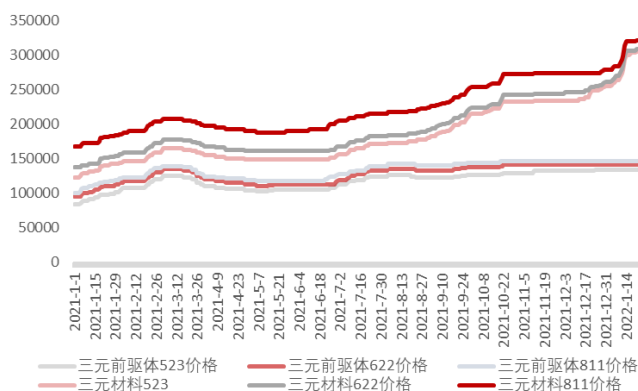
图表 6：碳酸锂价格继续上涨 7.45%



来源：BAIINFO，莫尼塔研究

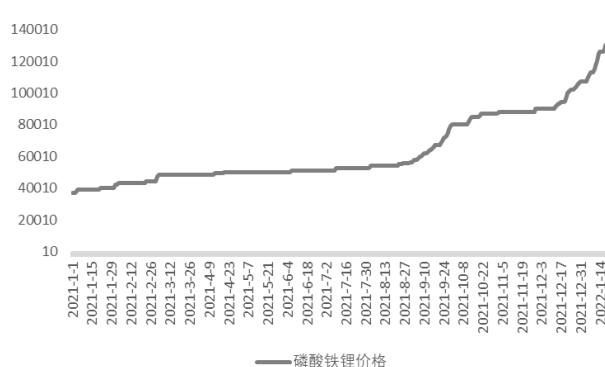
2) 三元前驱体及正极材料：前驱体价格平稳，正极材料本周价格略涨，主要考虑正极材料的原料供应依旧偏紧俏，成本压力增加，三元材料散单报价持续走高。三元 523 系正极材料较上周提价 0.99%，622 系正极材料提价 0.65%，811 系正极材料提价 0.63%；磷酸铁锂价格上涨 3.94%。周度产量方面，前驱体本周产量 13,950 吨，较上周继续略增 0.72%，三元正极、磷酸铁锂周度产量分别为 10,550 吨、14,450 吨，较上周增长 4.25%、0.91%。

图表 7：正极材料本周价格略涨



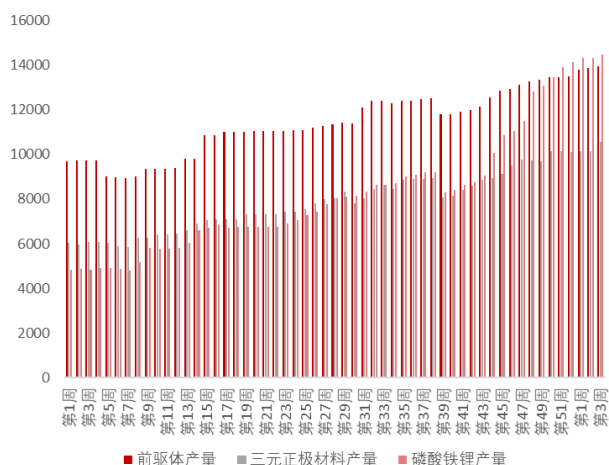
来源：BAIINFO, 莫尼塔研究

图表 8：磷酸铁锂价格上涨 3.94%



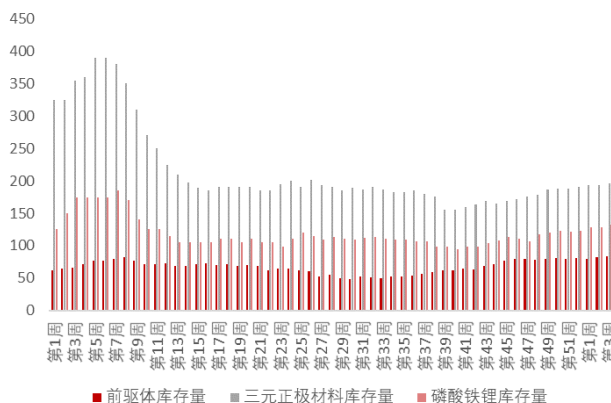
来源：BAIINFO, 莫尼塔研究

图表 9：三元正极周度产量较上周增长 4.25%



来源：BAIINFO, 莫尼塔研究

图表 10：前驱体及正极材料周度库存略增

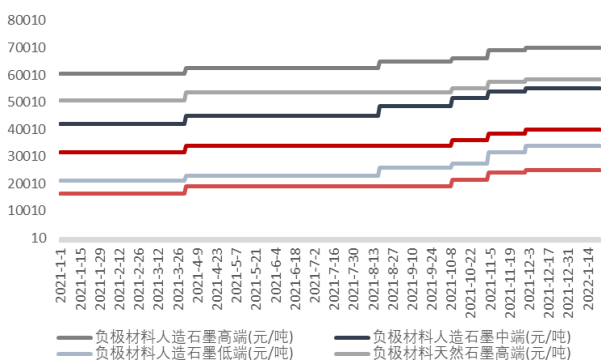


来源：BAIINFO, 莫尼塔研究

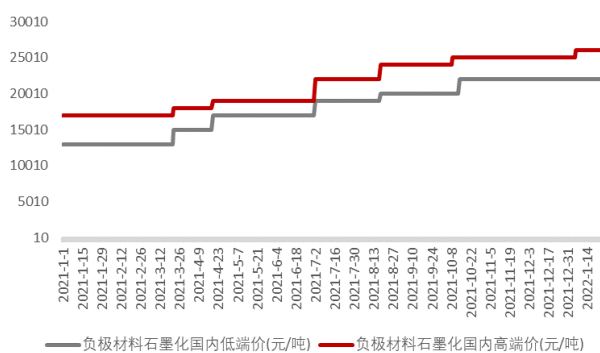
3) 负极材料本周较上周持平，石墨化价格维持高位：中端、高端石墨化价格本周维持在 22 万元/吨、26 万元/吨。负极石墨化产能持续供应紧张，且受秋冬环保限产的影响，成品货源紧张，考虑负极材料将以稳价运行为主。

铜箔价格较上周持平，截至 1 月 23 日，铜箔（8 μm）低端及高端市场价分别为 10.49 万元/吨、10.69 万元/吨，铜箔（6 μm）低端、高端价格分别为 11.49 万元/吨、11.69 万元/吨，较上周持平。

图表 11：负极材料价格持平（元/吨）



图表 12：石墨化价格维持高位（元/吨）



来源：BAIINFO，莫尼塔研究

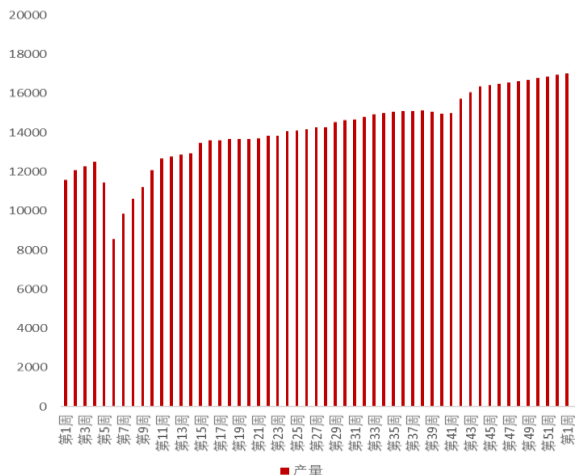
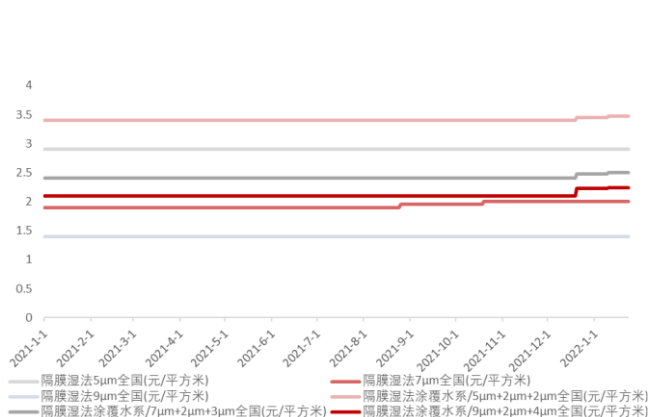
来源：BAIINFO，莫尼塔研究

4) 隔膜材料涂覆膜价格略持平：截至 1 月 23 日 5 μm、7 μm、9 μm 湿法隔膜价格保持在 2.9 元/平、2 元/平、1.4 元/平；涂覆膜价格（涂覆水系/5 μm+2 μm+2 μm）为 3.47 元/平，涂覆膜价格（涂覆水系/7 μm+2 μm+3 μm）为 2.5 元/平，涂覆膜价格（涂覆水系/9 μm+2 μm+4 μm）为 2.24 元/平。

隔膜周度产量 17,217 吨，较上周增长 0.17%。头部企业基本实现满产满销。隔膜厂商保持满负荷生产，随着下游头部电池厂与头部隔膜生产企业的“保供协议”频出，中高端隔膜供应紧缺氛围持续。

图表 13：涂覆膜价格持平

图表 14：隔膜周度产量继续增加 0.17%

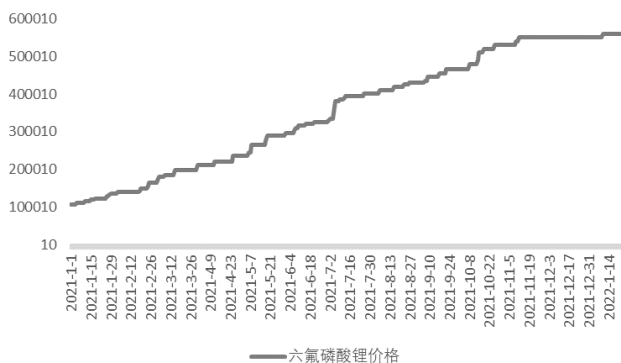


来源：BAIINFO，莫尼塔研究

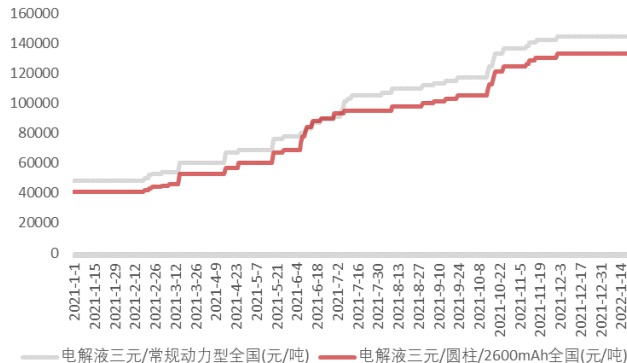
来源：BAIINFO，莫尼塔研究

5) 电解液价格本周价格较上周持平：六氟磷酸锂价格截至 1 月 23 日报价 56 万元/吨，电解液价格三元（三元）价格 14.45 万元/吨，电解液（三元、圆柱）价格 13.35 万元/吨，与上周持平。

图表 15：六氟磷酸锂价格较上周上周 1.82%（元/吨）



图表 16：电解液价格高位持平（元/吨）



来源：BAIINFO, 莫尼塔研究

来源：BAIINFO, 莫尼塔研究

三、公司公告与行业新闻

（一）行业新闻

【财联社：宁德时代召开 EVOGO 换电品牌发布会】宁德时代 1 月 18 日召开 EVOGO 换电品牌发布会，推出由换电块、快换站、APP 三大产品共同组成的组合换电整体解决方案，换电时间 1 分钟，一个标准换电站面积约等于三个停车位，适配全球 80%以上已经上市以及未来三年要上市的纯电平台车型，将在 10 个城市率先试点。

【财联社：塞尔维亚宣布全面停止力拓锂项目】塞尔维亚周四否决了欧洲最大的锂矿计划，并撤销了英澳矿业巨头力拓的锂矿勘探许可证。塞尔维亚总理表示，塞尔维亚已经全面停止了力拓集团的 Jadar 锂矿项目。所有(与锂项目有关)的决定和许可证都已被撤销。

【高工锂电：2021 年中国锂电隔膜出货量 78 亿平米，同比增长超 100%】高工产研锂电研究所 (GGII) 调研数据显示，2021 年中国锂电隔膜出货量 78 亿平米，同比增长超 100%。GGII 预计 2022 年隔膜行业将呈现以下特点：1) 上半年，下游需求旺盛和新增产能投产需要时间，行业供求关系进一步加剧，干法、湿法隔膜价格将上升；2) 行业内新增产能以湿法隔膜为主，干法隔膜新增产能少于 5 亿平，湿法隔膜行业地位仍有望进一步提升；3) 干法隔膜主要以三层共挤干法膜，后续新增产能以三层共挤为主；4) 湿法隔膜将由 9 μm 逐步向 7 μm、5 μm 厚度转变；5) 下游对隔膜性能要求提升，新型涂覆技术产业化有望加速。

【工信部：支持国内锂资源加速开发】近日工信部表示，将充分发挥节能与新能源汽车部际联席会议机制作用，制定支持新能源汽车加快发展的政策措施，保持政策体系有效衔接。同时，统筹提升关键资源保障能力，加强与青海、四川、江西等省市沟通协调，推动加快国内锂资源的开发。国内锂资源开发将得到政策层面的支持，为国内锂资源产能的加快释放提供了有利条件。

【高工锂电：三大龙头牵手加码三元前驱体】近日，吉利集团、巴斯夫杉杉、紫金矿业与福建省上杭县政府共同举行项目签约仪式，项目总投资 23 亿元，为三方共同投资，实施主体为三方合资公司常青新能源，计划于 2024 年投产，预计达产后年销售额达 56 亿元。据了解，常青新能源成立于 2018 年，主营废旧锂电池资源化利用和锂电三元前驱体的研发、生产、销售及进出口贸易等业务。按照规划，常青新能源计划五年总投资 65.89 亿元，建设 15 万吨/年废旧锂电池资源化利用和 10 万吨/年三元前驱体生产线，共分三期建设。

（二）公司公告

【长虹能源（836239.BJ）发布股票停牌公告】公司拟筹划重大资产重组事项，公司拟发行股份及支付现金购买公司控股子公司长虹三杰的少数股东方杨清欣先生、赵学东先生及众杰合伙合计持有的长虹三杰不超过 33.17%的股权，并向符合条件特定投资者发行股份募集配套资金。

【远东股份（600869.SH）公司发布 2021 年年报业绩预告的公告】公司预计 2021 年扭亏为盈，实现归母净利润 84.6-5.5 亿元；预计实现扣非归母净利润 2.8-3.4 亿元；

【德方纳米 300769.SZ 下属公司签署 15 万吨/年磷酸铁项目】公司拟与曲靖市沾益区人民政府签订《年产 2 万吨补锂剂项目框架合作协议》，公司拟在曲靖市沾益区建设“年产 2 万吨补锂剂项目”，项目总投资约人民币 20 亿元，拟由公司的控股子公司深圳市德方创域新能源科技有限公司在曲靖市沾益区注册成立的全资子公司实施。项目分两期建设，项目一期主要建设年产 5000 吨补锂剂生产线及相关基础配套设施等；项目二期主要建设年产 15000 吨补锂剂生产线及相关基础配套设施等。

四、近期重要报告

【莫尼塔先进制造团队|电池系列研究：电动工具锂电池，迎国产替代大机遇】

电动工具无绳化，锂电池国产替代正当时。无绳电动工具有使用方便、安全且噪音小等优势，截至 2020 年无绳化率 55.7%且将持续提升。电动工具市场前 7 家企业合计市场份额 55%-60%，其中史丹利百得和 TTI 市场份额分别 16.4%和 12.6%。电动工具无绳化带动锂电池需求快速增长，目前国产锂电池性能指标已基本接近日韩电池企业，在成本优势和产能释放下，2017 年以来天鹏电源、亿纬锂能装机量市占率逐渐提升，三星市场份额则从 2017 年的 42%降至 36%。

蔚蓝锂芯布局三大业务，聚焦锂电池发展。蔚蓝锂芯成立于 2002 年 9 月，公司横跨新能源锂电池、LED 芯片、金属物流配送三大领域。公司以金属配送业务起家，2011 年进军 LED 领域，开始双主业经营模式。2016 年 5 月公司收购了江苏天鹏电源有限公司，至此公司形成三大业务并行的经营格局。

1) 产品结构不断优化，客户渗透率逐渐提升；头部公司明年开始在高倍率、高容量产品上扩大产品比例，同时随着产线改造 21700 电池也将逐年放量，产品结构不断优化，高端产品比例提升，整体均价也将进一步上升；另外公司客户渗透率不断提升，形成更加稳固的客户壁垒；在客户结构上，公司明年将进一步提高国际大客户比例到七成，预计 2022 年公司在博世、百得、TTI 等电动工具公司的份额将大幅增加，客户渗透率不断提升；优质的客户比例在迭代效应、客户稳定性和认证时间上给公司形成稳固的客户壁垒。

2) 技术过硬成本低廉，产能扩张迅猛；公司技术储备过硬，在安全性、一致性和产品性能上达到国际客户要求，在很多同类电池产品上已与国际同行产品无异，同时受益于国内完善的产业链和相对低廉的人工成本，相比与海外企业更具价格优势；同时公司积极扩张产能，先后投资 12.56 亿、23.5 亿于张家港和淮安项目，预计二厂二期今年释放 2000 万颗产能，2021 年总产能 4.2 亿颗，预计淮安一期 2022 年可释放 1-1.5 亿颗产能，2022 年总产能 8.5 亿颗，2023 年总产能 18 亿颗；2023 年有望达到 30%的全球市场占有率，剑指全球电动工具电池龙头。

3) 电踏车和储能业务引领第二增长曲线；公司在规划布局高端储能业务，目标客户定位在用户侧和小商户，以海外赛道为主。目前在研发和技术上在做储备，未来进行工厂的建设和设备选型，以及市场渠道铺建等战略合作。电踏车市场前景广阔，近年来欧美电踏车市场增长迅速，公司积极布局电踏车电池业务，预计 2022 年开始，针对电踏车市场的 21700 产品也有望达到千万颗级别的出货量，2023 年起进一步放量。

【莫尼塔先进制造团队|锂电隔膜系列：穿越周期的高成长】

隔膜行业供给端行业集中度较高，国内头部企业扩产积极，有望优先占领需求增量市场：1) 2020 年国内湿法 CR3/CR5 进一步提升，当前已达到 74%/90%，上海恩捷 2021H1 计入苏州捷力、纽米科技后湿法市占率超过 50%；2) 国内头部企业恩捷锁定了 JSW 的大部分产能，其他头部企业也对海外优质设备商完成了深度合作。当前隔膜紧平衡态势下，国内头部隔膜企业积极扩产，有望优先占领需求增量市场；3) 海外企业扩产较为谨慎，国内隔膜企业扩产积极，国内外电池厂商需求放量，国内隔膜企业有望优先受益增量市场，合计 2021 年至 2023 年有效供给为 109.3 亿平/139.4 亿平/172.2 亿平，其中国内产能贡献分别为 75.7 亿平/101.3 亿平/128.7 亿平。

隔膜行业需求端：下游景气度高企，2023 年供给压力最大：1) 2025 年中国新能源车渗透率有望达到 30%，预计 2021 年和 2025 年仅来自中国动力电池市场的隔膜需求将分别达 28.6 亿平和 73.98 亿平，2021-2025 年动力锂电隔膜复合增速 27%；欧洲新能源渗透率持续提升，预计 2021 年和 2025 年来自欧洲动力电池市场的隔膜需求将分别达 23.2 亿平和 87.3 亿平，2021-2025 年动力锂电隔膜复合增速达到 39%；储能电池、消费电池等锂电隔膜复合增速达 11%；2) 测算结果看虽然供给能覆盖需求，但 2021 年后持续紧平衡状态，我们认为未来隔膜供给紧张态势持续，其中从需求端看 2023 年增速为电动化增速高点，供给紧张在 2023 年大概率最为明显；

龙头隔膜企业保持经营效率优势：恩捷持续高于同行企业 ROE 得益于公司经营管理、规模优势下的高净利率水平：1) 公司产线从设计端介入，投产周期短于行业平均，隔膜单亿平投资额 3 亿元左右，较同行业公司更低，单线产能 1 亿平以上，较同行业公司更高；2) 积累了丰富工艺经验，充分挖掘母卷产能；3) 公司当前单平成本约在 1.21 元，恩捷 2021 年产能放量，2021 年单平折旧费开始降低，考虑未来公司良率提升情况，公司单平净利有望继续提升；4) 公司当前涂覆膜产品占比 40%左右，预计未来占比提升至 50%；预计 2021 年底完成 10 条生产线，22-23 年陆续达 37、56 条生产线，对应有效产能 30 亿平、46 亿平，有望进一步打开业绩成长空间。

【莫尼塔先进制造团队|锂电铜箔：供给缺口扩大，龙头企业将量价齐升】

核心观点：锂电铜箔产品结构向轻薄化升级是大势所趋

1) 铜箔厚度降低有利于降低锂电池成本，并提升能量密度，国内锂电池企业正由 8 μ m 向 6 μ m 切换，领先电池企业已开始导入 4.5 μ m。

2) 2022 年锂电铜箔供给缺口将进一步扩大：判断 2021 年四季度至 2022 年，锂电铜箔加工费仍将延续上涨态势。从 2020 年三、四季度开始新能源车迎来景气周期，但锂电铜箔供给端供给缺口扩大，6 μ m 锂电铜箔市场价格从 2020 年 9 月的不到 10 万元/吨上涨至目前的 12 万元/吨以上。

3) 龙头锂电铜箔企业受益工艺水平、产能扩张及成本等竞争优势：锂电铜箔定价普遍采用“铜价+加工费”的成本加成模式。通常铜占铜箔原材料成本的 95%左右，占生产总成本的 73%左右，一般参考当月或上月平均铜价定价；铜箔销售价格的另一部分是加工费，取决于工艺要求、复杂程度以及供需状况。生产用电和制造费用对锂电铜箔企业盈利能力影响大。铜箔成本中除铜外，成本占比较高的有生产用电（8%）、制造费用（8%）和直接人工（3%），因此锂电铜箔企业产能往往布局在中西部等工业电价较低的地区，也是企业成本端竞争优势来源之一。锂电铜箔市场集中度较低，龙头企业有望进一步提升市场份额。截至 2020 年，我国锂电铜箔市场 CR5 也仅 51.7%，竞争格局仍较分散。但我们判断，龙头锂电铜箔企业在生产工艺技术、成本等方面的竞争优势，及产能扩张上的优势，市场份额将快速向龙头企业集中。

五、风险提示

新能源车产销不及预期、政策不及预期；订单新接或交付低于预期；技术更新的风险；市场竞争加剧风险；供应链短缺风险等

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。

本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

上海

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。邮编：200120

北京

地址：北京市西城区宣外大街28号富卓大厦A座307室。邮编：100052

纽约

Address: 110 Wall St., New York, NY 10005, United States

业务咨询: sales.list@cebm.com.cn