



Research and
Development Center

新能源车三季报总结：景气度依旧，中游材料盈利分化，看好电池板块盈利

2022年11月15日

证券研究报告

行业专题研究

电力设备与新能源

投资评级 看好

上次评级 看好

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

张鹏 电力设备与新能源行业分析师

执业编号: S1500522020001

联系电话: 18373169614

邮箱: zhangpeng1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

新能源车三季报总结：景气度依旧，中游材料盈利分化，看好电池板块盈利

2022年11月15日

本期核心观点

- ◆ **新能源车维持高增速**: 国内方面, 新能源市场产销持续增长, 领军企业出现分化。2022年9月中国新能源汽车销量达70.75万辆, 同比增长97.92%, 环比增长6.21%, 10月乘联会统计新能源乘用车批发销量67.6万辆, 同比增长85.8%, 环比9月增长0.4%, 以2022年10月销量为例, 比亚迪、上汽等销量维持高增速, 特斯拉等销量环比有所下滑。国外方面, 欧洲市场增速较快, 2022Q3 欧盟纯电动汽车销量达25.94万辆, 同比增长22%, 纯电动渗透率达到11.9%, 环比提升1.9pct; 美国市场2022年1-9月渗透率为6.95%, 市场潜力较大。
- ◆ **电池缓解盈利能力修复**: 电池板块盈利能力提升, 分季度来看电池板块已经度过盈利最差的时刻, 龙头企业盈利明显修复, 二三线企业盈利分化, 2022Q3 宁德时代营业收入达973.69亿元, 同比232.5%, 环比51.4%, 归母净利润94.24亿元(占整个板块的76.6%), 同比188.4%, 环比41.2%。
- ◆ **中游材料环节盈利有所分化**: 1) 正极环节企业业绩和上游资源价格相关, 2022Q3 上游锂资源价格涨幅缩小, 正极企业利润增速有所放缓; 2) 电解液盈利有所下滑, 但龙头盈利能力依然稳健。电解液属于轻资产环节, 其扩产壁垒主要在于上游锂盐及添加剂等环节, 2021-2022Q1 行业进入新一轮的景气周期, 伴随新建产能陆续投产, 未来供需紧张缓解下过剩产能加速出清, 具备一体化优势的企业盈利能力或将进一步放大; 3) 隔膜方面, 头部企业盈利能力较为稳定, 2022Q3, 隔膜板块归母净利润14.26亿元, 同比+9.33% (Q2为+13.04%), 我们预估Q3 头部企业恩捷股份、星源材质出货量增长明显, 单平盈利恩捷股份达到0.96元; 4) 负极板块盈利能力有所承压, 2022Q3, 剔除杉杉股份, 负极板块收入为135.98亿元, 同比增加143.65%, 归母净利润为14.8亿元, 同比增长63.18%。短期来看, 负极企业盈利能力有所承压, 但未来石墨化比例提升有望降本增利提升盈利能力。5) 结构件方面, 整体来看盈利有所承压, 2022Q1-3, 结构件板块归母净利润7.28亿元, 同比+47.93%。分企业来看, 头部企业盈利能力相对稳定, 与二线企业盈利能力分化。
- ◆ **投资建议**: 首推亿纬锂能、宁德时代; 以及推荐天赐材料、星源材质、恩捷股份、德方纳米、天奈科技、超频三、比亚迪、中科电气、杉杉股份、中伟股份、当升科技、长远锂科、壹石通、孚能科技。
- ◆ **风险因素**: 全球新能源汽车产销不及预期; 原材料价格上涨; 技术路线变化; 公司现金流紧张; 新扩产能无法顺利释放等。

目录

一、新能源汽车市场维持增长态势	5
二、各版块三季报复盘	6
2.1 锂电板块业务一览.....	6
2.2 电池板块.....	7
2.3 正极材料板块.....	8
2.3.1 三元正极材料板块.....	9
2.3.2 磷酸铁锂正极材料板块.....	11
2.3 电解液板块.....	12
2.4 隔膜板块.....	14
2.5 负极板块.....	16
2.6 结构件板块.....	17
2.7 辅材板块.....	19
三、风险因素	21

图表目录

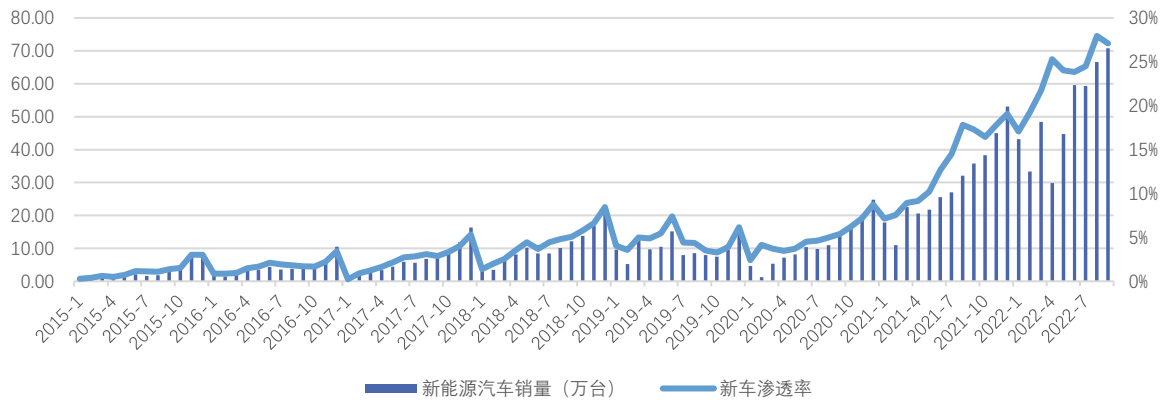
图表 1: 国内新能源汽车销量与新车渗透率.....	5
图表 2: 欧洲各国分季度纯电动汽车市场规模(千辆).....	5
图表 3: 2022Q1-Q3 锂电板块业绩.....	6
图表 4: 近几年电池板块营业收入情况.....	7
图表 5: 近几年电池板块归母净利润情况.....	7
图表 6: 逐季度电池板块毛利率和净利率情况.....	8
图表 7: 逐季度电池板块费用率情况.....	8
图表 8: 2022Q1-Q3 电池板块业绩(亿元).....	8
图表 9: 近几年正极材料板块营业收入情况.....	9
图表 10: 近几年正极材料板块归母净利润情况.....	9
图表 11: 逐季度正极材料板块毛利率和净利率情况.....	9
图表 12: 逐季度正极材料板块费用率情况.....	9
图表 13: 近几年三元正极材料板块营业收入情况.....	10
图表 14: 近几年三元正极材料板块归母净利润情况.....	10
图表 15: 逐季度三元正极材料板块毛利率和净利率情况.....	10
图表 16: 逐季度三元正极材料板块费用率情况.....	10
图表 17: 2022Q1-Q3 三元正极材料板块业绩(亿元).....	11
图表 18: 近几年磷酸铁锂正极材料板块营业收入情况.....	11
图表 19: 近几年磷酸铁锂正极材料板块归母净利润情况.....	11
图表 20: 逐季度磷酸铁锂正极材料板块毛利率和净利率情况.....	12
图表 21: 逐季度磷酸铁锂正极材料板块费用率情况.....	12
图表 22: 2022Q1-Q3 磷酸铁锂正极材料板块业绩.....	12
图表 23: 近几年电解液板块营业收入情况.....	13
图表 24: 近几年电解液板块归母净利润情况.....	13
图表 25: 逐季度电解液料板块毛利率和净利率情况.....	13
图表 26: 逐季度电解液料板块费用率情况.....	13
图表 27: 2022Q1-Q3 电解液板块业绩.....	14
图表 28: 隔膜营业收入情况变动(亿元).....	14
图表 29: 隔膜归母净利润情况变动(亿元).....	14
图表 30: 隔膜板块单季度营业收入变动(亿元).....	15
图表 31: 隔膜行业单季度归母净利润变动(亿元).....	15
图表 32: 隔膜板块单季度毛利率及净利率变动.....	15
图表 33: 隔膜板块单季度费用变化率.....	15
图表 34: 部分隔膜企业 2021 年及 2022Q1-3 业绩情况(亿元, %).....	16
图表 35: 负极行业营业收入情况变动(亿元).....	16
图表 36: 负极行业归母净利润情况变动(亿元).....	16
图表 37: 负极行业单季度归母净利润变动(亿元).....	16
图表 38: 负极行业单季度营收变动(亿元).....	16
图表 39: 负极行业单季度毛利率及净利率变动.....	17
图表 40: 负极行业单季度费用率变动.....	17
图表 41: 部分负极企业 2021 年及 2022Q1-3 业绩情况(亿元, %).....	17

图表 42: 结构件行业营业收入情况变动(亿元)	18
图表 43: 结构件行业归母净利润情况变动(亿元).....	18
图表 44: 结构件行业单季度归母净利润变动(亿元)	18
图表 45: 结构件行业单季度营收变动(亿元).....	18
图表 46: 结构件行业单季度毛利率及净利率变动(%).....	19
图表 47: 结构件行业单季度费用率变动(%).....	19
图表 48: 部分结构件企业 2021 年及 2022Q1-3 业绩情况(亿元)	19
图表 49: 天奈科技单季度营收(亿元)	20
图表 50: 天奈科技单季度归母净利润(亿元)	20
图表 51: 天奈科技单季度主要费用率.....	20
图表 52: 天奈科技毛利率和净利率	20
图表 53: 壹石通单季度营收(亿元)	21
图表 54: 壹石通单季度归母净利润(亿元)	21
图表 55: 壹石通单季度主要费用率	21
图表 56: 壹石通毛利率和归母净利率.....	21

一、新能源汽车市场维持增长态势

国内新能源市场产销持续增长，领军企业出现分化。2022年9月中国新能源汽车销量达70.75万辆，同比增长97.92%，环比增长6.21%，10月乘联会统计新能源乘用车批发销量67.6万辆，同比增长85.8%，环比9月增长0.4%。10月比亚迪、特斯拉、上汽通用五菱、广汽埃安、上汽批发量分别为21.8/7.2/5.2/3.0/2.7万辆，环比增长8.5%、-13.4%、-0.8%、0%、15.4%。

图表 1: 国内新能源汽车销量与新车渗透率

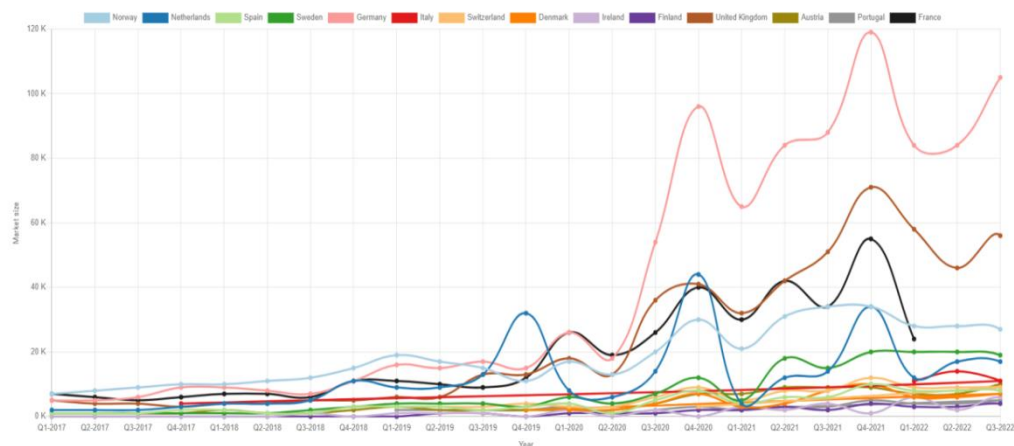


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

伴随半导体短缺等供应链制约因素缓解，2022Q3 欧洲新能源车市场销量实现增长。2022Q3 欧盟纯电动汽车销量达 25.94 万辆，同比增长 22%，纯电动渗透率达到 11.9%，环比提升 1.9pct，混动汽车渗透率达 22.6%，环比提升 1.4pct。德国、英国市场增长强劲，德国新能源车市场在经历 5 个月下滑后，8 月份开始实现同比增长，9 月环比增速达到 28%，延续高速增长态势。英国混动汽车占比逐渐降低，纯电汽车持续增长，在经历一系列结构调整后，9 月英国新能源车销量 5.04 万辆，重回增长态势。

美国市场渗透率基数低，增长潜力大。2022Q3 美国新能源汽车 (BEV+PHEV) 销量 22.4 万辆，同比上升 38.3%，环比下降 1.4%。9 月美国新能源汽车销量 7.8 万辆，同比增长 42.4%，环比增长 13.7%，2022 年 1-9 月美国新能源汽车销量已达 64.39 万辆，渗透率达 6.95%，我们预计全年销量接近 90 万辆。

图表 2: 欧洲各国分季度纯电动汽车市场规模 (千辆)



资料来源: EU-EVS, 信达证券研发中心

二、各版块三季报复盘

2.1 锂电板块业务一览

2022Q3 锂电行业总体业绩亮眼：1) 电池板块盈利能力提升，且电池龙头企业的一体化后续逐步贡献业绩，同时电池是具备 know-how 的高端制造业，市场格局相对稳固，看好未来发展；2) 中游材料企业盈利有所分化，正极、负极、电解液企业盈利有所承压，隔膜行业龙头企业盈利相对稳健，结构件龙头企业盈利能力依然强劲。

图表 3: 2022Q1-Q3 锂电板块业绩

分类	公司	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
		2021	yoy	2022Q1-3	yoy	2021	yoy	2022Q1-3	yoy
隔膜	恩捷股份	79.82	86.37%	92.80	73.81%	27.18	1.44	32.26	83.77%
	星源材质	18.61	92.48%	20.93	59.19%	2.83	1.33	5.88	176.89%
负极	杉杉股份	206.99	151.94%	158.41	25.72%	33.40	23.20	22.09	-20.37%
	璞泰来	89.96	70.36%	114.14	94.88%	17.49	1.62	22.73	84.68%
	中科电气	21.94	125.33%	37.45	223.90%	3.65	1.23	4.26	69.99%
	贝特瑞	104.91	135.67%	175.68	194.60%	14.41	1.91	13.58	24.52%
结构件	震裕科技	30.34	154.37%	40.11	107.33%	1.70	0.31	1.35	14.41%
	科达利	44.68	125.06%	59.70	99.86%	5.42	2.03	5.93	58.45%
涂覆材料	壹石通	4.23	119.85%	4.54	64.53%	1.08	1.40	1.17	80.01%
导电剂	天奈科技	13.20	179.68%	14.42	58.20%	2.96	1.76	3.28	60.94%
锂电池	宁德时代	1303.56	159.06%	2103.40	186.72%	159.31	1.85	175.92	126.95%
	蔚蓝锂芯	66.80	57.80%	51.45	8.37%	6.70	1.41	4.04	-20.08%
	亿纬锂能	169.00	107.06%	242.83	112.12%	29.06	0.76	26.66	20.30%
	孚能科技	35.00	212.60%	86.30	339.22%	-9.53	1.88	-2.78	-33.87%
	博力威	22.17	54.91%	17.20	14.74%	1.26	0.02	1.22	37.01%
	天能股份	387.16	10.30%	300.42	12.31%	13.69	-0.40	14.25	33.73%
	国轩高科	103.56	54.01%	144.26	152.00%	1.02	-0.32	1.50	121.40%
	鹏辉能源	56.93	56.30%	65.02	66.89%	1.82	2.43	4.43	170.19%
	欣旺达	373.59	25.82%	365.84	43.00%	9.16	0.14	6.88	2.72%
	珠海冠宇	103.40	48.47%	83.38	8.94%	9.46	0.16	0.85	-89.58%
	德赛电池	194.71	0.38%	155.12	22.90%	7.94	0.19	6.06	23.27%
正极材料	格林美	193.01	54.83%	213.74	65.80%	9.23	1.24	10.06	40.39%
	华友钴业	353.17	66.69%	487.12	113.69%	38.98	2.35	30.08	26.98%
	中伟股份	200.72	169.81%	222.86	60.64%	9.39	1.23	10.85	41.74%
	当升科技	82.58	159.41%	140.87	172.40%	10.91	1.83	14.78	103.18%
	容百科技	102.59	170.36%	192.80	208.41%	9.11	3.28	9.18	67.32%
	长远锂科	68.41	240.25%	126.96	179.87%	7.01	5.38	11.14	128.66%
	振华新材	55.15	432.07%	99.04	179.50%	4.13	-3.43	10.06	286.18%
	厦钨新能	155.66	94.82%	220.30	113.62%	5.55	1.22	8.59	115.28%
	天力锂能	16.63	33.76%	19.39	75.93%	0.85	0.49	1.58	290.34%
	伟明环保	41.85	34.00%	33.05	-1.91%	15.35	0.22	12.47	1.36%
	芳源环保	20.70	108.49%	18.85	23.14%	0.67	0.12	0.22	-69.64%
	帕瓦股份	8.58	48.17%	13.12	129.62%	0.83	1.04	1.04	79.18%
德方纳米	48.42	413.93%	144.16	519.79%	8.01	-29.19	18.28	628.20%	

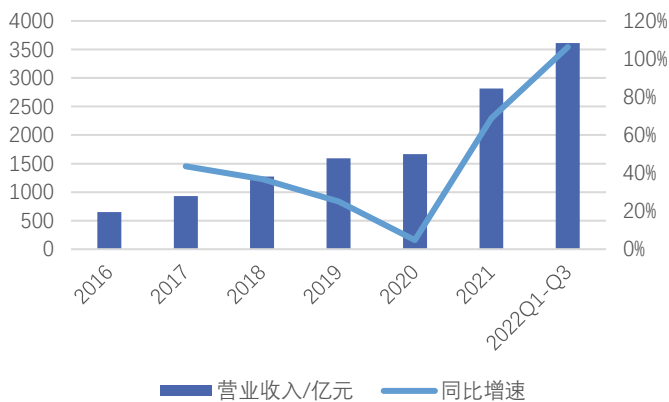
	富临精工	26.56	44.01%	47.24	177.52%	3.99	0.21	6.00	151.35%
	龙蟠科技	40.54	111.72%	99.39	329.27%	3.51	0.73	7.08	264.62%
	万润新能	22.29	223.84%	74.40	549.59%	3.53	-8.90	7.92	332.93%
	合纵科技	24.31	87.03%	21.29	25.88%	1.06	-1.14	1.05	46.68%
电解液	新宙邦	69.51	134.76%	73.29	63.99%	13.07	1.52	14.42	66.17%
	天赐材料	110.91	169.26%	164.29	148.06%	22.08	3.14	43.60	180.65%
	多氟多	77.99	85.29%	92.96	75.17%	12.60	24.91	17.29	134.53%
	瑞泰新材	52.03	186.66%	48.01	51.66%	6.02	1.34	6.62	76.03%
	华盛锂电	10.14	127.97%	7.03	1.68%	4.20	4.39	2.26	-15.32%
	天际股份	22.53	203.24%	24.00	66.66%	7.45	-70.11	5.43	21.55%
	永太科技	44.69	29.52%	48.81	49.15%	2.80	1.34	5.52	46.96%
	胜华新材	70.56	57.67%	67.99	34.51%	11.78	3.54	8.62	16.25%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 电池板块

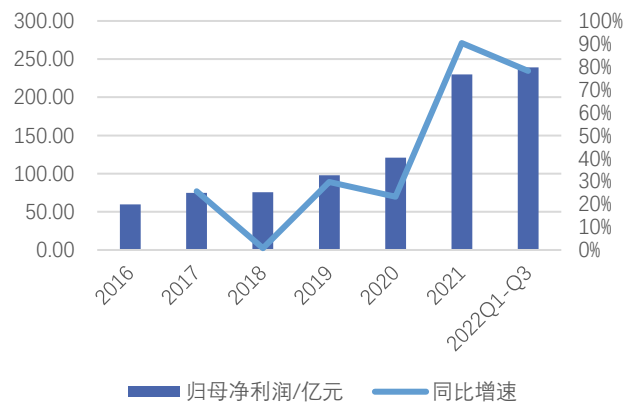
Q3 电池板块盈利稳定，整体处于利润恢复期，储能市场增长明显提速。2022 年 Q1-Q3 电池板块实现营业收入 3615.22 亿元，同比增长 106.3%，归母净利润 239.01 亿元，同比增长 78.2%。其中 2022 年 Q3 实现营业收入 1565.07 亿元，同比增长 127.1%，环比增长 38.4%，归母净利润 123.01 亿元，同比增长 149.2%，环比增长 40.7%。

图表 4: 近几年电池板块营业收入情况



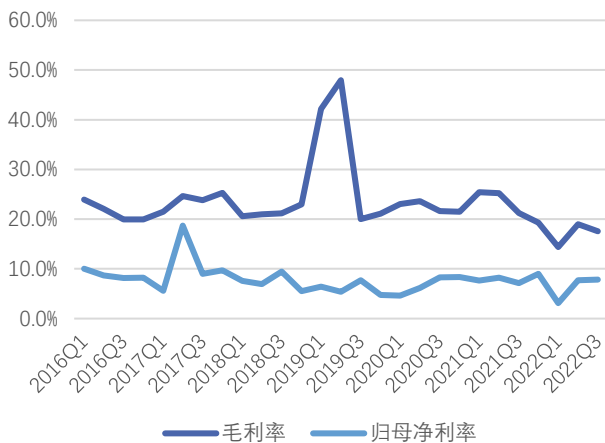
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 5: 近几年电池板块归母净利润情况

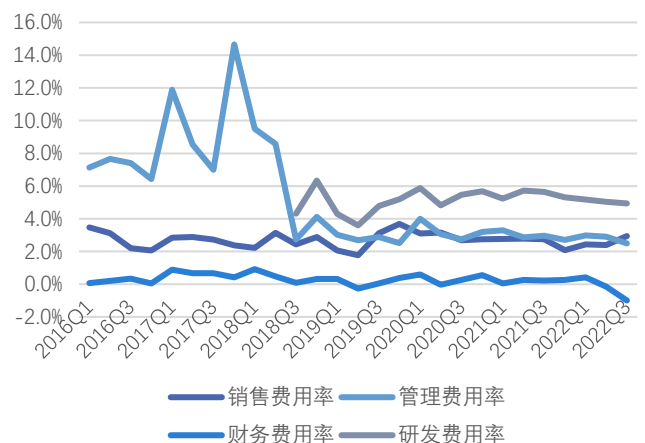


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分季度来看，电池已经度过盈利最差的时刻。2022Q3 电池板块毛利率为 17.5%，同比-4.1pct，环比-1.5pct，归母净利率为 7.9%，同比-0.4pct，环比+0.1pct，费用率合计 9.4%，同比-2.2pct，环比-0.8pct。其中销售费用率为 2.9%，同比+0.2pct，环比+0.5pct；管理费用率为 2.5%，同比-0.5pct，环比-0.4pct；研发费用率为 4.9%，同比-0.7pct，环比-0.1pct；财务费用率为-1.0%，同比-1.2pct，环比-0.8pct。

图表 6: 逐季度电池板块毛利率和净利率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 7: 逐季度电池板块费用率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从个股角度来看,龙头企业盈利能力获得明显修复,二三线厂商盈利能力分化。2022Q3 宁德时代营业收入达 973.69 亿元,同比 232.5%,环比增长 51.4%,归母净利润 94.24 亿元(占整个板块的 76.6%),同比 188.4%,环比增长 41.2%。毛利率达到 19.27%,环比-2.58pct,归母净利率 10.23%,环比-1.74pct。二季度以来公司价格调整机制逐步落地,盈利能力也在逐步恢复,三季度储能毛利率已恢复至两位数水平,新落地项目毛利率有所改善。展望未来伴随电池价格调整逐步落地、龙头企业的一体化产业链延伸,盈利有望继续增厚。

图表 8: 2022Q1-Q3 电池板块业绩 (亿元)

	营业收入					归母净利润				
	2021	YoY	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	YoY	2021	YoY	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	YoY
宁德时代	1303.6	159.1%	733.6	2103.4	186.7%	159.3	185.3%	77.5	175.9	127.0%
蔚蓝锂芯	66.8	57.8%	47.5	51.5	8.4%	6.7	141.1%	5.1	4.0	-20.1%
亿纬锂能	169.0	107.1%	114.5	242.8	112.1%	29.1	75.9%	22.2	26.7	20.3%
孚能科技	35.0	212.6%	19.6	86.3	339.2%	(9.5)	187.8%	(4.2)	(2.8)	-33.9%
博力威	22.2	54.9%	15.0	17.2	14.7%	1.3	1.9%	0.9	1.2	37.0%
天能股份	387.2	10.3%	267.5	300.4	12.3%	13.7	-39.9%	10.7	14.2	33.7%
国轩高科	103.6	54.0%	57.2	144.3	152.0%	1.0	-31.9%	0.7	1.5	121.4%
鹏辉能源	56.9	56.3%	39.0	65.0	66.9%	1.8	242.9%	1.6	4.4	170.2%
欣旺达	373.6	25.8%	255.8	365.8	43.0%	9.2	14.2%	6.7	6.9	2.7%
珠海冠宇	103.4	48.5%	76.5	83.4	8.9%	9.5	15.8%	8.1	0.8	-89.6%
德赛电池	194.7	0.4%	126.2	155.1	22.9%	7.9	18.5%	4.9	6.1	23.3%

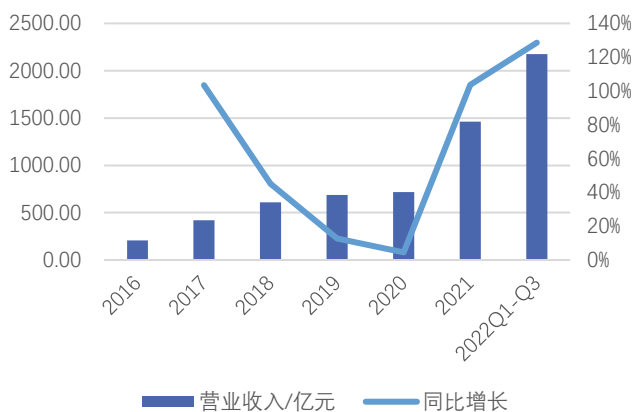
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.3 正极材料板块

由于正极材料企业业绩和上游资源价格正相关,2022Q3 上游锂资源价格涨幅缩小、镍钴价格下跌,正极企业收入、利润增速有所放缓。2022 年 Q1-Q3 正极材料板块实现营业收入 2174.58 亿元,同比增长 128.6%,归母净利润 160.37 亿元,同比增长 86.2%。其中 2022 年 Q3 实现营

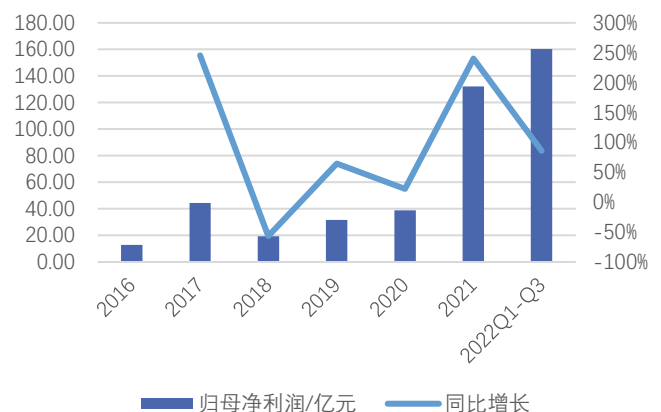
业收入 835.61 亿元，同比增长 127%，环比增长 12.7%，归母净利润 50.88 亿元，同比增长 68.02%，环比增长-8.34%。

图表 9：近几年正极材料板块营业收入情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

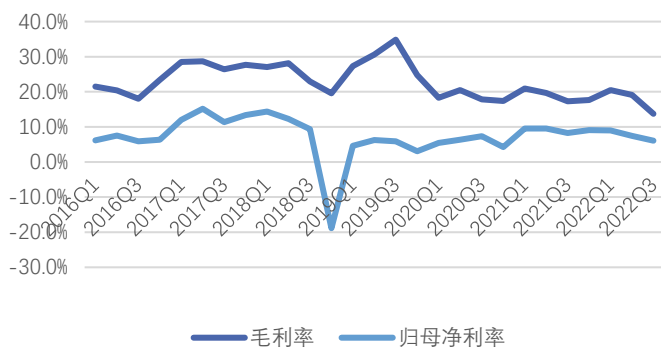
图表 10：近几年正极材料板块归母净利润情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

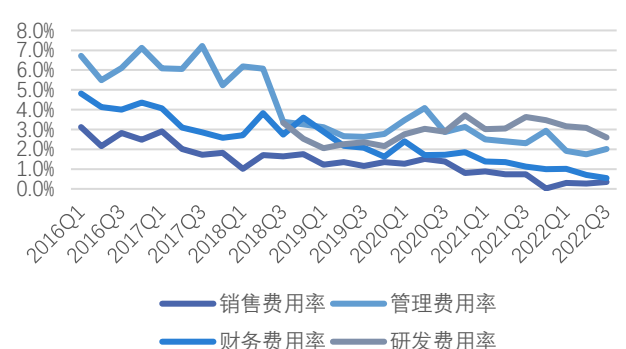
分季度来看，Q3 正极材料企业盈利能力环比下滑。2022Q3 正极材料板块毛利率为 13.7%，同比-4.1pct，环比-5.4pct，归母净利率为 6.1%，同比-1.3pct，环比-1.4pct，费用率合计 5.5%，同比-2.3pct，环比-0.3pct。其中销售费用率为 0.4%，同比-0.4pct，环比+0.1pct；管理费用率为 2.0%，同比-0.3pct，环比+0.3pct；研发费用率为 2.6%，同比-0.6pct，环比-0.2pct；财务费用率为 0.5%，同比-1.0pct，环比-0.5pct。

图表 11：逐季度正极材料板块毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

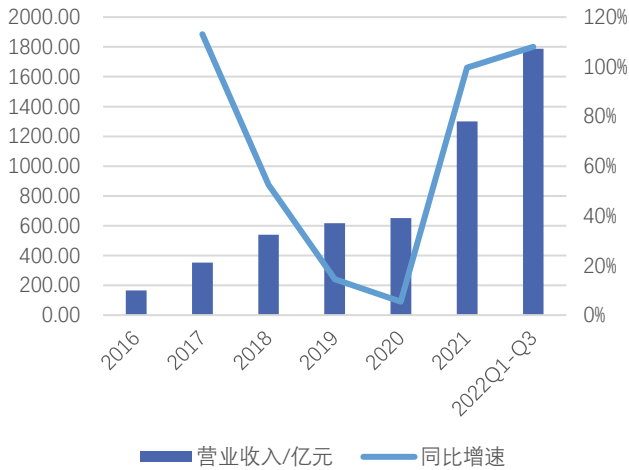
图表 12：逐季度正极材料板块费用率情况



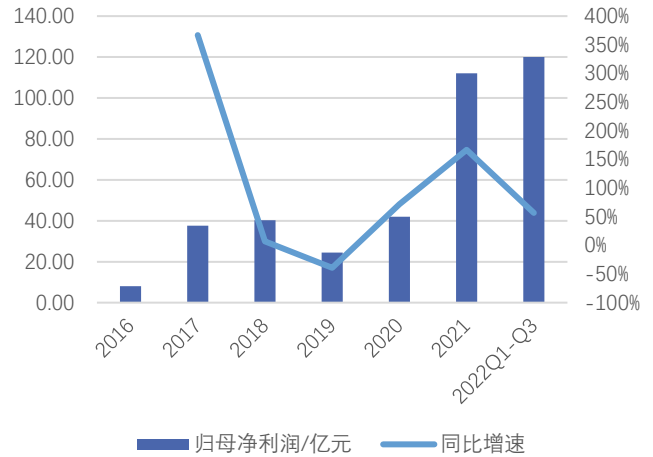
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.3.1 三元正极材料板块

电池技术迭代加快，三元正极材料技术迭代紧跟电池厂，呈现多元路线共存态势，各企业呈百花齐放态势。2022 年 Q1-Q3 三元正极材料板块实现营业收入 1788.1 亿元，同比增长 108.0%，归母净利润 120.04 亿元，同比增长 56.4%。其中 2022 年 Q3 实现营业收入 660.88 亿元，同比增长 99.5%，环比增长 5.3%，归母净利润 37.14 亿元，同比增长 36.3%，环比增长-15.6%。

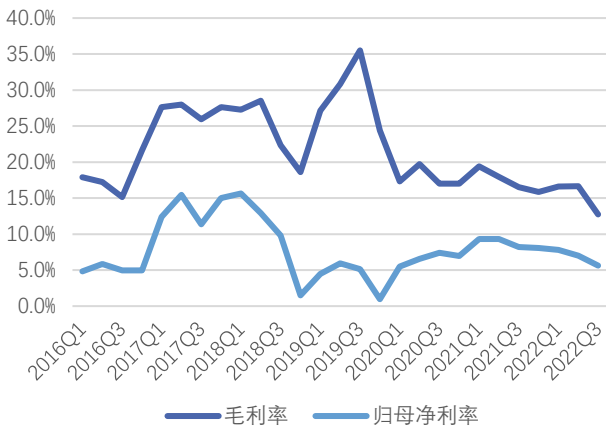
图表 13: 近几年三元正极材料板块营业收入情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

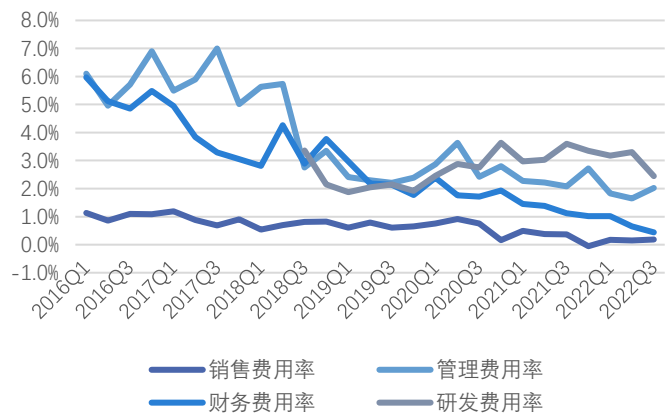
图表 14: 近几年三元正极材料板块归母净利润情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分季度来看,三元材料企业净利率有所下滑。2022Q3 三元正极材料板块毛利率为 12.7%, 同比-4.3pct, 环比-3.9pct, 归母净利率为 5.6%, 同比-1.8pct, 环比-1.4pct, 费用率合计 5.1%, 同比-2.1pct, 环比-0.7pct。其中销售费用率为 0.2%, 同比-0.2pct, 环比+0.0pct; 管理费用率为 2%, 同比-0.1pct, 环比+0.4pct; 研发费用率为 2.4%, 同比-0.7pct, 环比-0.2pct; 财务费用率为 0.4%, 同比-1.1pct, 环比-0.9pct。

图表 15: 逐季度三元正极材料板块毛利率和净利率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 16: 逐季度三元正极材料板块费用率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从个股角度来看,三元正极企业盈利能力出现明显分化。2022Q3 容百科技、当升科技、长远锂科、振华新材、厦钨新能归母净利润分别为 1.82 亿元、5.66 亿元、3.56 亿元、3.40 亿元、3.27 亿元, 同比-20%、+101.8%、+105.2%、+210.6%、+120.5%, 环比-58.9%、+7.7%、-21.6%、+5.1%、+0.3%, 毛利率达到 5.9%、17.5%、13.5%、11%、8.7%, 环比-6.4pct、-0.5pct、-5.1pct、-7.4pct、-0.2pct, 归母净利率 2.4%、11.4%、7%、7.6%、4.2%, 环比-4.6pct、+1.4pct、-3.7pct、-3.7pct、+0.3pct, 当升科技、振华新材在整个板块中表现较为良好。盈利能力的差异源自: 1) 原料采购与库存策略差异; 2) 产品结构差异; 3) 产能稼动率差异; 4) 下游客户结构差异, 欧洲需求不及预期。目前三元正极企业一体化仍以参股、战略合作为主, 未来技术

迭代能力与精细化的成本管控能力将是三元正极材料的核心竞争力。

图表 17: 2022Q1-Q3 三元正极材料板块业绩 (亿元)

	营业收入					归母净利润				
	2021	YoY	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	YoY	2021	YoY	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	YoY
格林美	193.0	54.8%	128.9	213.7	65.8%	9.2	123.8%	7.2	10.1	40.4%
华友钴业	353.2	66.7%	228.0	487.1	113.7%	39.0	234.6%	23.7	30.1	27.0%
中伟股份	200.7	169.8%	138.7	222.9	60.6%	9.4	123.5%	7.7	10.8	41.7%
当升科技	82.6	159.4%	51.7	140.9	172.4%	10.9	183.4%	7.3	14.8	103.2%
容百科技	102.6	170.4%	62.5	192.8	208.4%	9.1	327.6%	5.5	9.2	67.3%
长远锂科	68.4	240.2%	45.4	127.0	179.9%	7.0	538.2%	4.9	11.1	128.7%
振华新材	55.1	432.1%	35.4	99.0	179.5%	4.1	-343.3%	2.6	10.1	286.2%
厦钨新能	155.7	94.8%	103.1	220.3	113.6%	5.6	121.7%	4.0	8.6	115.3%
天力锂能	16.6	33.8%	11.0	19.4	75.9%	0.8	48.5%	0.4	1.6	290.3%
伟明环保	41.9	34.0%	33.7	33.1	-1.9%	15.4	22.1%	12.3	12.5	1.4%
芳源环保	20.7	108.5%	15.3	18.9	23.1%	0.7	12.5%	0.7	0.2	-69.6%
帕瓦股份	8.6	48.2%	5.7	13.1	129.6%	0.8	103.5%	0.6	1.0	79.2%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.3.2 磷酸铁锂正极材料板块

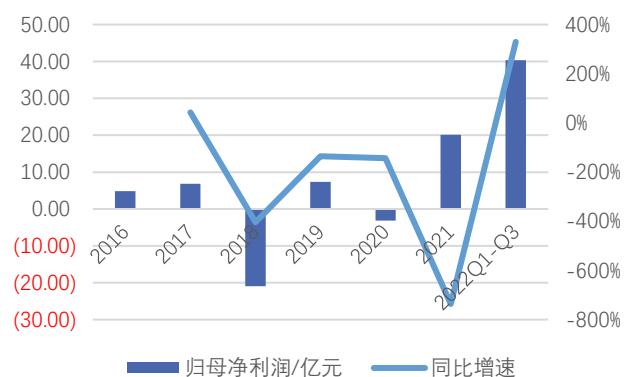
2022Q1-Q3 磷酸铁锂需求旺盛, 板块营收与净利润仍呈快速增长态势。2022 年 Q1-Q3 磷酸铁锂正极材料板块实现营业收入 386.47 亿元, 同比增长 321.0%, 归母净利润 40.33 亿元, 同比增长 329.7%。其中 2022 年 Q3 实现营业收入 174.73 亿元, 同比增长 373.62%, 环比增长 53.89%, 归母净利润 13.73 亿元, 同比增长 352.51%, 环比增长 19.4%。

图表 18: 近几年磷酸铁锂正极材料板块营业收入情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 19: 近几年磷酸铁锂正极材料板块归母净利润情况

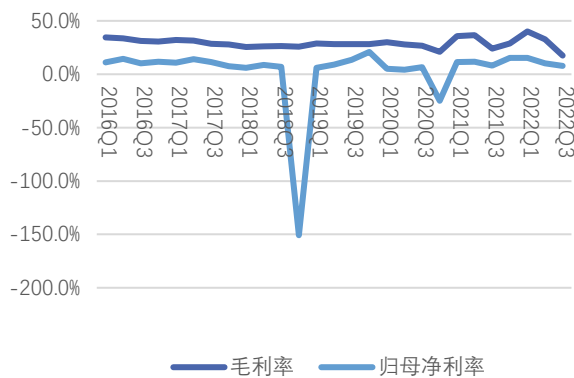


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分季度来看, 原材料价格趋于稳定, 2022Q3 铁锂企业盈利能力有所下降, 但行业远未到达产能过剩的阶段。2022Q3 磷酸铁锂正极材料板块毛利率为 17.5%, 同比-9.3pct, 环比-15.3pct, 归母净利率为 7.9%, 同比-1.2pct, 环比-2.3pct, 费用率合计 7.0%, 同比-6.3pct, 环比+1.0pct。其中销售费用率为 1%, 同比-3.0pct, 环比+0.1pct; 管理费用率为 2%, 同比-2.3pct, 环比+0.3pct; 研发费用率为 3.2%, 同比-0.8pct, 环比+1.3pct; 财务费用率为 0.9%, 同比-0.2pct,

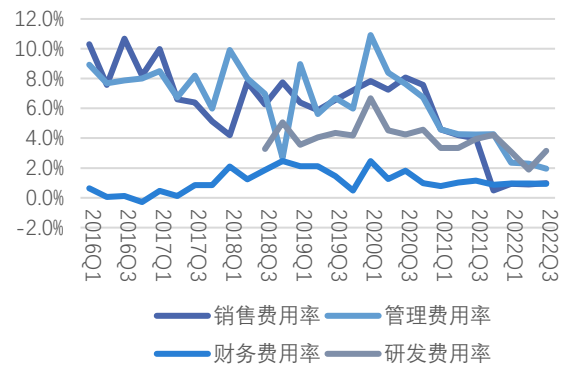
环比不变。

图表 20: 逐季度磷酸铁锂正极材料板块毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 21: 逐季度磷酸铁锂正极材料板块费用率情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从个股角度来看, 磷酸铁锂企业盈利能力环比有所下滑。2022Q3 德方纳米、龙蟠科技、富临精工归母净利润分别为 5.48 亿元、2.75 亿元、2.46 亿元, 同比增长+402.4%、+472.7%、+214.3%, 环比增长+5.7%、+24.8%、+72.1%, 毛利率达到 16.1%、19.4%、19.4%, 环比-6.1pct、+4.0pct、-1.2pct, 归母净利率 8.0%、7.0%、12.1%, 环比-4.4pct、+0.6pct、-1.6pct。伴随化工企业加入、原有企业扩产, 磷酸铁锂行业未来竞争或将进一步加剧, 具备一体化、成本管控优势的企业有望提升市场份额。

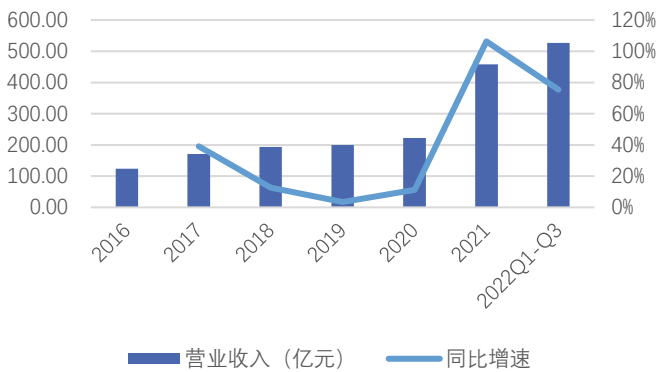
图表 22: 2022Q1-Q3 磷酸铁锂正极材料板块业绩

	营业收入					归母净利润				
	2021	YoY	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	YoY	2021	YoY	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	YoY
德方纳米	48.4	413.9%	23.3	144.2	519.8%	8.0	-2918.8%	2.5	18.3	628.2%
富临精工	26.6	44.0%	17.0	47.2	177.5%	4.0	20.9%	2.4	6.0	151.3%
龙蟠科技	40.5	111.7%	23.2	99.4	329.3%	3.5	73.0%	1.9	7.1	264.6%
万润新能	22.3	223.8%	11.5	74.4	549.6%	3.5	-890.4%	1.8	7.9	332.9%
合纵科技	24.3	87.0%	16.9	21.3	25.9%	1.1	-113.7%	0.7	1.1	46.7%

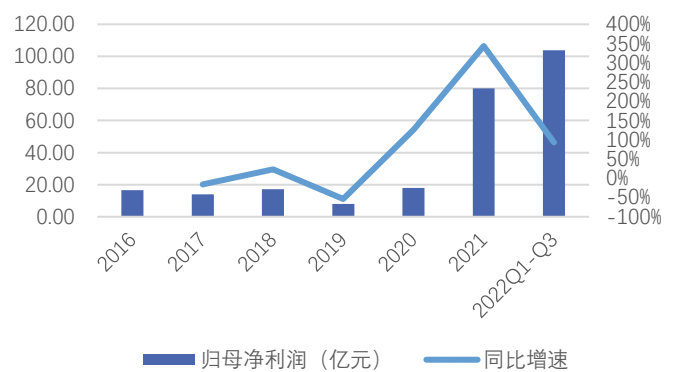
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.3 电解液板块

2022Q1-Q3 电解液企业收入、盈利增速放缓。2022 年 Q1-Q3 电解液板块实现营业收入 526.38 亿元, 同比增长 75.3%, 归母净利润 103.76 亿元, 同比增长 93.4%。其中 2022 年 Q3 实现营业收入 189.74 亿元, 同比增长 53.93%, 环比增长 16.56%, 归母净利润 27.16 亿元, 同比增长 2.36%, 环比减少 15.82%。

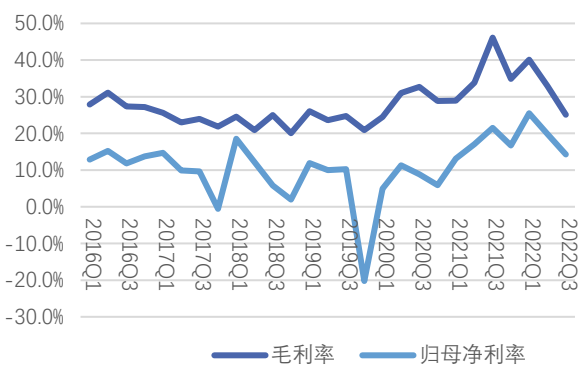
图表 23: 近几年电解液板块营业收入情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

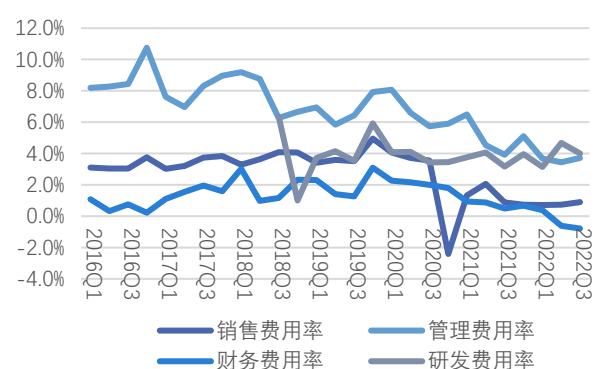
图表 24: 近几年电解液板块归母净利润情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分季度来看, 2022Q3 板块公司盈利能力环比下降。2022Q3 电解液板块毛利率为 25.1%, 同比-7.6pct, 环比-7.8pct, 归母净利率为 14.3%, 同比+5.4pct, 环比-5.5pct, 费用率合计 7.8%, 同比-0.6pct, 环比-0.4pct。其中销售费用率为 0.9%, 同比不变, 环比+0.2pct; 管理费用率为 3.7%, 同比-0.2pct, 环比+0.3pct; 研发费用率为 4.0%, 同比+0.8pct, 环比-0.7pct; 财务费用率为-0.8%, 同比-1.3pct, 环比-0.2pct。

图表 25: 逐季度电解液料板块毛利率和净利率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 26: 逐季度电解液料板块费用率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从个股角度来看, 整体盈利处于下行周期, 龙头盈利能力仍然稳健, 一体化优势凸显。2022Q3 天赐材料、新宙邦、多氟多归母净利润分别为 14.54 亿元、4.38 亿元、3.27 亿元, 同比+88.6%、+1.7%、-24%, 环比+3.3%、-11%、-51.3%, 毛利率达到 36.2%、30.2%、22.1%, 环比-5.9pct、-4.0pct、-11.0pct, 归母净利率 24%、18.8%、10%, 环比-3.0pct、-2.9pct、+7.4pct。天赐材料 Q3 吨净利 1.3 万元/吨, 盈利稳健主要来自一体化布局。天赐材料布局有液体六氟磷酸锂、LiFSI、VC、DTD、二氟磷酸锂、FSI、TMSF 等核心电解液原材料及添加剂, 六氟自供比率已超过 95%。电解液属于轻资产环节, 其扩产壁垒主要在于上游锂盐及添加剂等环节, 2021-2022Q1 行业进入新一轮的景气周期, 伴随新建产能陆续投产, 未来供需紧张缓解下过剩产能加速出清, 具备一体化优势的企业盈利能力或将进一步放大。

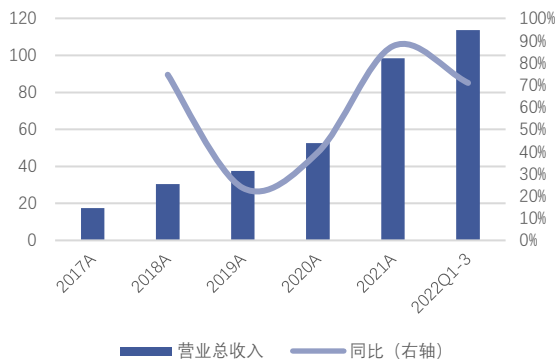
图表 27: 2022Q1-Q3 电解液板块业绩

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2021	YoY	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	YoY	2021	YoY	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	YoY
新宙邦	69.5	134.8%	44.7	73.3	64.0%	13.1	152.4%	8.7	14.4	66.2%
天赐材料	110.9	169.3%	66.2	164.3	148.1%	22.1	314.4%	15.5	43.6	180.7%
多氟多	78.0	85.3%	53.1	93.0	75.2%	12.6	2490.8%	7.4	17.3	134.5%
瑞泰新材	52.0	186.7%	31.7	48.0	51.7%	6.0	134.1%	3.8	6.6	76.0%
华盛锂电	10.1	128.0%	6.9	7.0	1.7%	4.2	438.8%	2.7	2.3	-15.3%
天际股份	22.5	203.2%	14.4	24.0	66.7%	7.5	-7011.3%	4.5	5.4	21.5%
永太科技	44.7	29.5%	32.7	48.8	49.1%	2.8	133.6%	3.8	5.5	47.0%
胜华新材	70.6	57.7%	50.5	68.0	34.5%	11.8	353.6%	7.4	8.6	16.2%

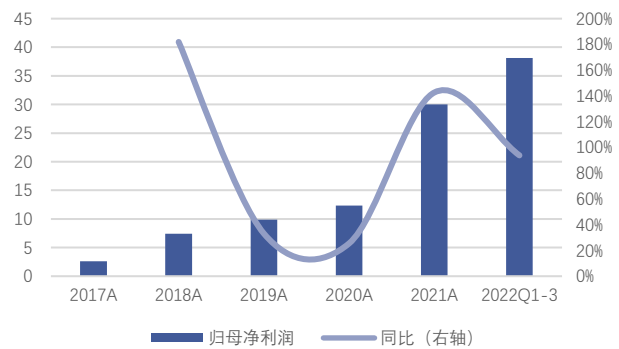
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.4 隔膜板块

隔膜企业营收和利润保持较高增速。2022Q1-3, 锂电行业景气度依旧, 带动隔膜行业收入和利润稳定增长, 隔膜板块实现营业收入 113.72 亿元, 同比+71%; 归母净利润 38.14 亿元, 同比+93%。

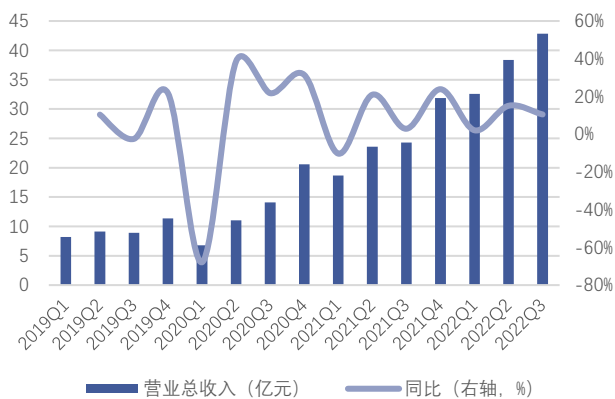
图表 28: 隔膜营业收入情况变动(亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

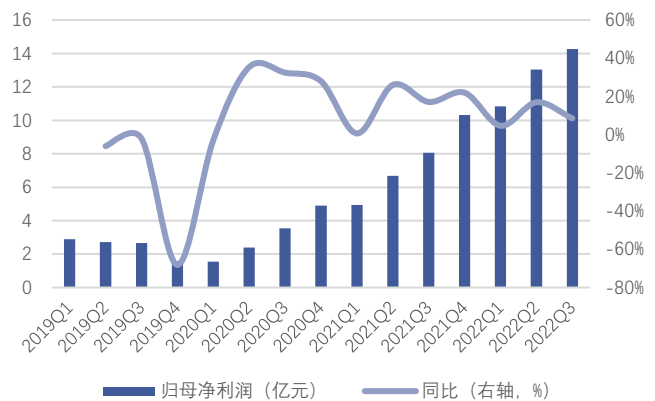
图表 29: 隔膜归母净利润情况变动(亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分季度来看, 隔膜行业收入和利润保持稳定增长趋势, 2022Q3, 隔膜板块营业收入 42.82 亿元, 同比+11.68% (Q2 为+17.72%); 归母净利润 14.26 亿元, 同比+9.33% (Q2 为+13.04%)。

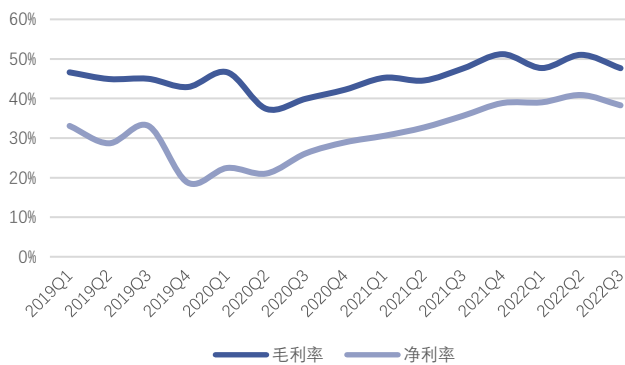
图表 30: 隔膜板块单季度营业收入变动 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

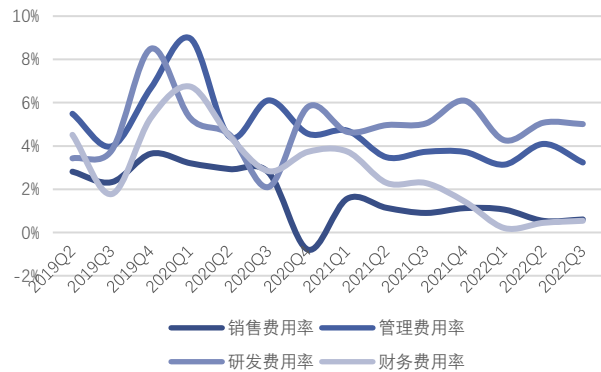
图表 31: 隔膜行业单季度归母净利润变动 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2022 年隔膜板块毛利率及净利率整体较为稳定, 但 Q3 稍有下滑。2022Q3 毛利率及净利率分别为 47.65%、38.26%; 费用率方面, 销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 0.60%、3.23%、5.01%、0.54%, 相比 2022Q2, 销售费率增长 0.06pct, 管理费率减少 0.86pct, 研发费率减少 0.07pct, 财务费率增加 0.09pct, 整体费率呈现下降趋势。

图表 32: 隔膜板块单季度毛利率及净利率变动


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 33: 隔膜板块单季度费用变化率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

个股方面, 恩捷股份、星源材质营收靠前, 各企业盈利增长迅猛。2022Q1-3 恩捷股份、星源材质实现营业收入分别为 79.82 亿元与 18.61 亿元, 分别同比+86%与+92%, 归母净利润同比+84%与+177%。我们预估恩捷股份 Q3 出货量 12.5 亿平, 环比提升 6%, 单平净利 0.96 元, 环比提升 3%。星源材质加速欧洲市场的开拓, 积极拓展海外客户, 2021 年来, 分别与 Northvolt、LG、Freyr 签订了隔膜供应合同, 订单总金额超过 80 亿元; 星源材质 GDR 发行受理, 为海外业务开展打下基石, 有利于补充公司融资渠道, 并且可以提升业务的国际化水平, 我们预估星源材质 Q2 出货量 3.6 亿平, 单平扣非净利 0.57 元/平, Q3 出货量 4.5 亿平, 单平扣非净利 0.47 元/平, 干法出货占比提升, 单平盈利能力有所下降, Q3 单平扣非净利下降 0.1 元/平。我们认为, 隔膜行业供需依然维持紧平衡, 看好未来头部企业盈利能力。

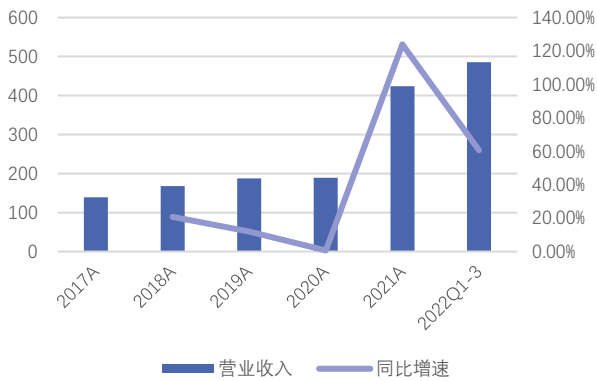
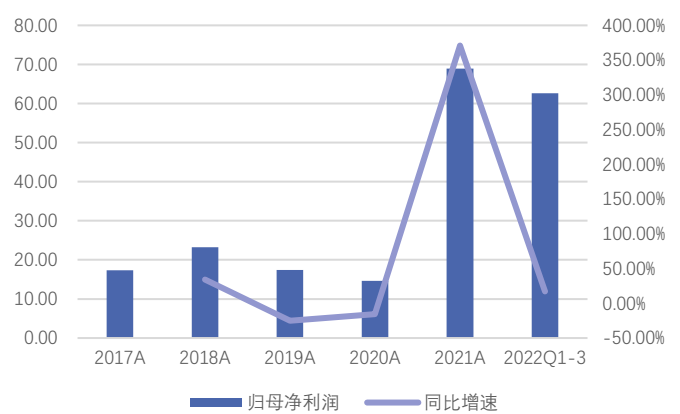
图表 34: 部分隔膜企业 2021 年及 2022Q1-3 业绩情况 (亿元, %)

公司	营业收入 (亿元, %)				归母净利润 (亿元, %)			
	2021	yoy	2022Q1-3	yoy	2021	yoy	2022Q1-3	yoy
恩捷股份	79.82	46%	92.8	42%	27.18	59%	32.26	46%
星源材质	18.61	47%	20.93	41%	2.83	57%	5.88	64%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.5 负极板块

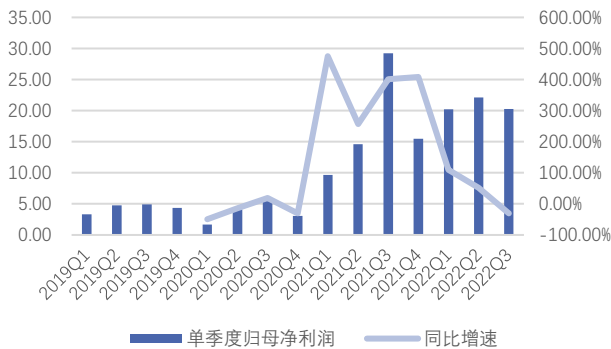
负极板块石墨化价格下行, 未来整体价格中枢有望下行。2022Q1-3, 负极板块实现营业收入 485.67 亿元, 同比+60.58%; 归母净利润 62.66 亿元, 同比+17.21%; 剔除杉杉股份, 则 2022 年 Q1-Q3 收入为 327.26 亿元, 同比增加 145.34%, 归母净利润为 40.57 亿元, 同比增加 25.71%。

图表 35: 负极行业营业收入情况变动(亿元)

图表 36: 负极行业归母净利润情况变动(亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2022Q3, 负极板块营业收入 186.67 亿元, 同比+65.52% (Q2 为+53.04%); 归母净利润 20.28 亿元, 同比-30.57% (2021 年杉杉股份出售股权, 拉高三季度归母净利润); 剔除杉杉股份, 负极板块收入为 135.98 亿元, 同比增加 143.65%, 归母净利润为 14.8 亿元, 同比增长 63.18%。

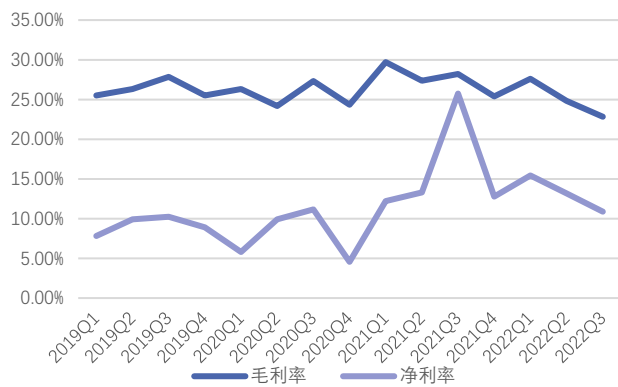
图表 37: 负极行业单季度归母净利润变动(亿元)

图表 38: 负极行业单季度营收变动(亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

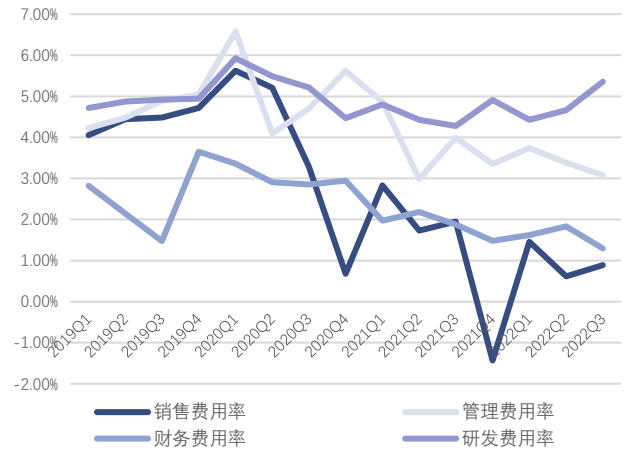
毛利率净利率继续走跌。毛利率及净利率方面，在经历 Q2 的下降之后，2022Q3 继续下降，分别降至 22.83%、10.86%；费用率方面，销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为 0.89%、3.08%、1.29%、5.36%。其中研发费用率近三年来变动趋于平稳，销售费用率，财务费用率和管理费用率近三年来总体呈下降趋势。

图表 39: 负极行业单季度毛利率及净利率变动



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 40: 负极行业单季度费用率变动



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

短期盈利能力有所承压，未来石墨化比例提升有望降本增利。分个股来看：1) 杉杉股份前三季度实现收入 158.41 亿元，同比增加 0.82%；实现归母净利润 22.09 亿元，同比下降 20.37%；实现扣非后归母净利润 19.63 亿元，同比上升 47.10%。公司短期业绩承压，Q3 实现收入 50.69 亿元，环比下降 12%；实现归母净利润 5.48 亿元，环比下降 36%；实现扣非后归母净利润 5.42 亿元，环比下降 33%。公司 2022 年 10 月募投云南一体化项目，将强化公司一体化产能规模优势，或将降低生产成本，提升盈利水平。2) 中科电气前三季度实现收入 37.45 亿元，同比增加 169.81%；归母净利润为 4.26 亿元，同比增加 69.99%；扣非后归母净利润为 4.64 亿元，同比增加 88.97%。公司 Q3 盈利环比上升明显。三季度实现收入 17.12 亿元，环比增加 45.76%；归母净利润为 1.63 亿元，环比增加 21.74%；扣非后归母净利润为 1.80 亿元，环比增加 25.67%。公司负极产能扩张，2022 年 10 月公告拟在兰州新区投资建设“年产 10 万吨锂电池负极材料一体化项目”，一体化程度布局持续加深。

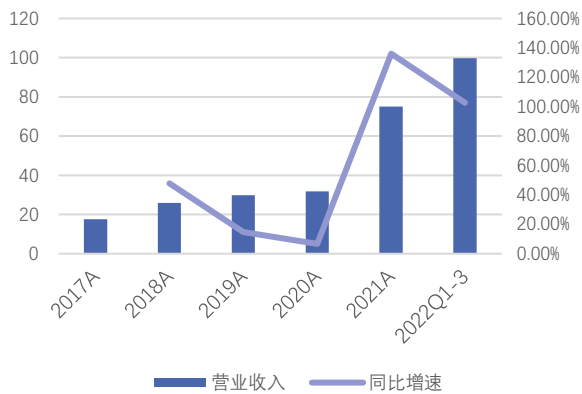
图表 41: 部分负极企业 2021 年及 2022Q1-3 业绩情况 (亿元, %)

公司	营业收入 (亿元, %)				归母净利润 (亿元, %)			
	2021	yoy	2022Q1-3	yoy	2021	yoy	2022Q1-3	yoy
杉杉股份	206.99	151.94%	158.41	0.82%	33.4	2320%	22.09	-20.37%
中科电气	21.94	125.33%	37.45	169.81%	3.65	123.1%	4.26	69.99%

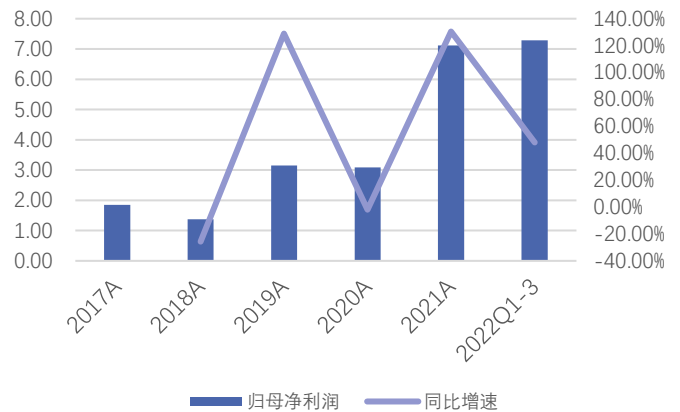
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.6 结构件板块

结构件企业盈利增速有所下滑。2022Q1-3，结构件板块实现营业收入 99.81 亿元，同比+102.8%；归母净利润 7.28 亿元，同比+47.93%。

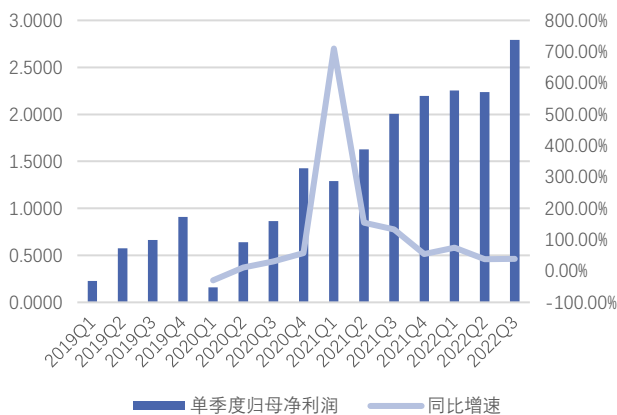
图表 42: 结构件行业营业收入情况变动(亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

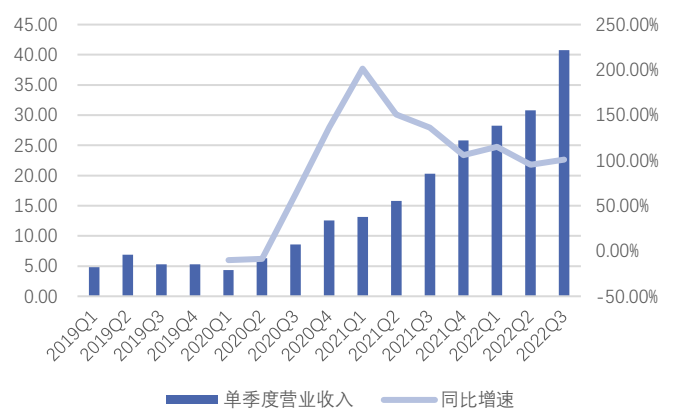
图表 43: 结构件行业归母净利润情况变动(亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分季度来看, 2022Q3, 结构件板块营业收入 40.78 亿元, 同比+100.80%; 归母净利润 2.79 亿元, 同比+39.17%。

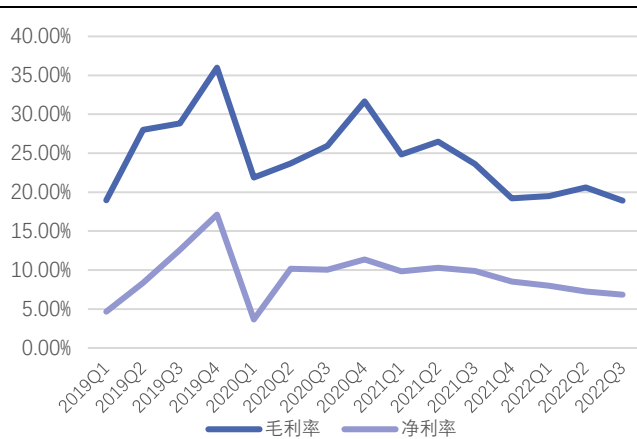
图表 44: 结构件行业单季度归母净利润变动(亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

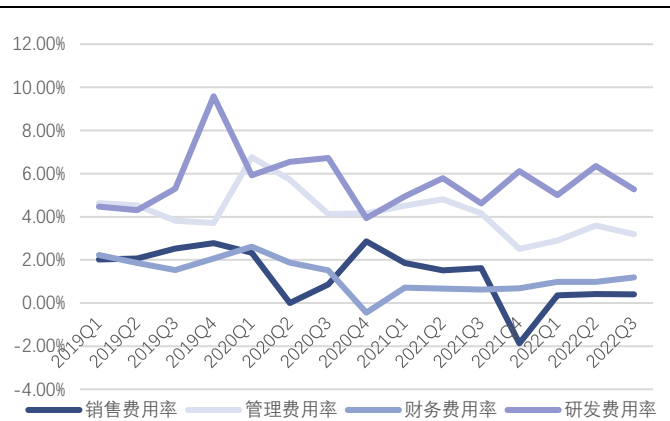
图表 45: 结构件行业单季度营收变动(亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

毛利率净利率承压。毛利率及净利率方面, 在经历 Q2 的下降之后, 2022Q3 继续下降, 分别降至 18.91%、6.85%; 费用率方面, 销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为 0.41%、3.19%、1.18%、5.27%, 整体费率为 10.06%, 相比 2022Q2 下降 1.3pct。

图表 46: 结构件行业单季度毛利率及净利率变动 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 47: 结构件行业单季度费用率变动 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分企业来看, 企业盈利能力有所分化, 科达利盈利能力保持稳定, 归母净利润增幅高于震裕科技增幅。

图表 48: 部分结构件企业 2021 年及 2022Q1-3 业绩情况 (亿元)

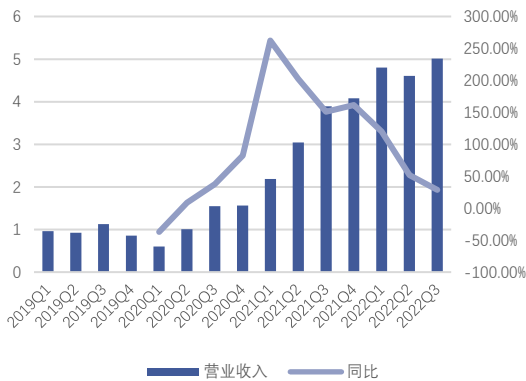
公司	营业收入 (亿元, %)				归母净利润 (亿元, %)			
	2021	yoy	2022Q1-3	yoy	2021	yoy	2022Q1-3	yoy
震裕科技	30.34	154%	40.11	107%	1.70	31%	1.35	14%
科达利	44.68	125%	59.70	100%	5.42	203%	5.93	58%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

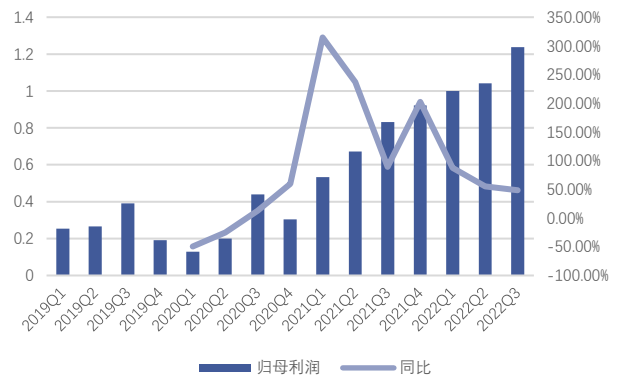
2.7 辅材板块

本文将辅材主要分为导电剂和涂覆材料。目前相应板块主要以龙头企业为主, 长期来看, 相关企业在行业内占据较强优势地位, 未来盈利确定性较高。

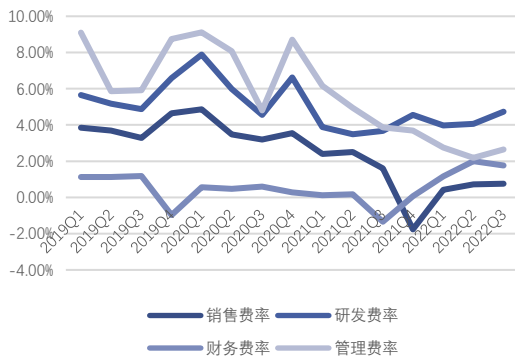
导电剂-天奈科技: 2022 年 Q3 实现营业收入 5.01 亿元, 同比上升 28.79%, 归母净利润 1.24 亿元, 同比上升 48.61%, 环比增长 19.2%。公司财务费率与销售费率与上季度基本持平, 研发费率略有上涨。毛利润 1.81 亿元, 同比上涨 36.18%。公司 Q3 的盈利环比有所提升。公司布局上游原料 NMP, 三代产品顺利量产, 四代产品量产中, 有望维持公司盈利能力。天奈科技进军正极领域, 并拟投资年产 20000 吨的单壁纳米导电浆料及 500 吨单壁纳米功能性材料项目, 强化了公司在碳纳米领域优势地位, 或将成为公司未来新的利润增长点。

图表 49: 天奈科技单季度营收 (亿元)


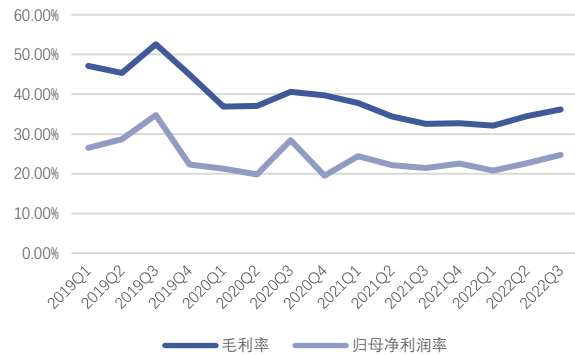
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 50: 天奈科技单季度归母净利润 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

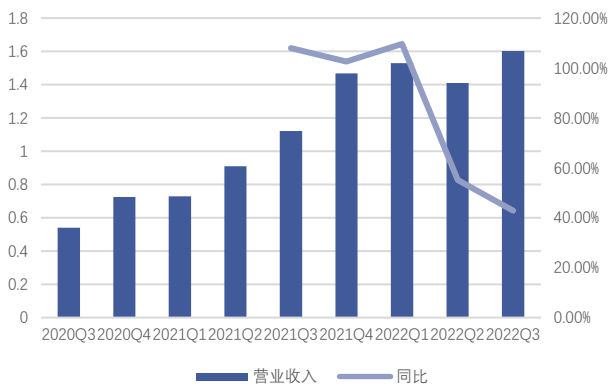
图表 51: 天奈科技单季度主要费用率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

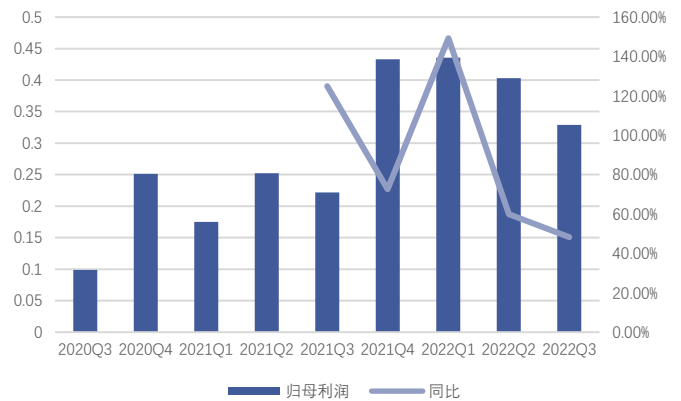
图表 52: 天奈科技毛利率和净利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

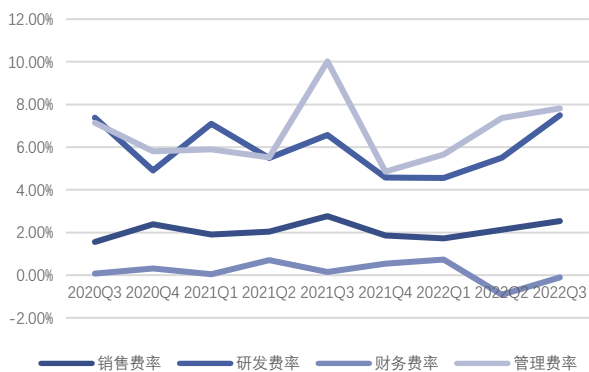
涂覆材料-壹石通: 2022年Q3实现营业收入1.60亿元,同比上升42.85%;归母净利润盈利0.33亿元,同比上升48.26%,环比降低17.5%。公司财务费率有所下降,其余费率均出现小幅上涨。公司Q3毛利润0.64亿元,较上季度有所上涨。公司Q3业绩短期承压。公司拟投入约4亿建设年产15000吨电子功能粉体材料建设项目以及2.6亿勃姆石建设项目,随着定向增发落地,公司产能项目的扩张,我们认为公司未来营收将进一步提升。同时壹石通拟投资研发降低勃姆石的涂层厚度这一举措有望巩固公司行业龙头地位。

图表 53: 壹石通单季度营收 (亿元)


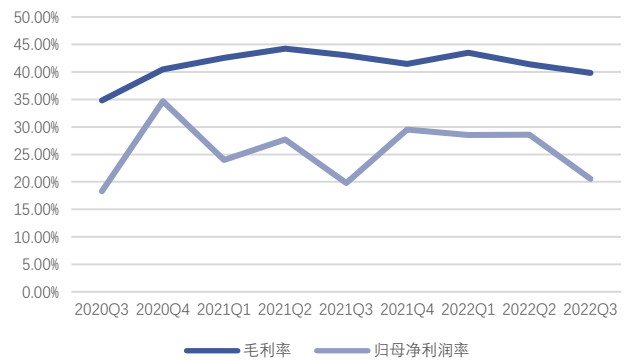
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 54: 壹石通单季度归母净利润 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 55: 壹石通单季度主要费用率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 56: 壹石通毛利率和归母净利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、风险因素

全球新能源汽车产销不及预期; 原材料价格上涨; 技术路线变化; 公司现金流紧张; 新扩产能无法顺利释放等。

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2年行业研究经验，2022年7月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

胡隽颖，新能源与电力设备行业研究助理，中国人民大学金融工程硕士，武汉大学金融工程学士，曾任兴业证券机械军工团队研究助理，2022年加入信达证券研发中心，负责风电设备行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

陈致洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，团队成员，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com

华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。