

## 证券研究报告·公司简评报告

# 信德新材：快充趋势下弹性最大品种，看好23年量利齐升

分析师：卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440521100005

分析师：邓胜

dengsheng@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440518030004

研究助理：陶爱普

taoaipu@csc.com.cn

分析师：朱玥

zhuyue@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440521100008

研究助理：刘溢

liuyi@csc.com.cn

2022年11月19日

# 投资要点

■ **核心逻辑**：快充趋势最受益赛道龙头，持续紧缺+30%增速+格局优秀的行业龙头24倍PE底部夯实，**当前边际变化主要为**①公司募投项目一体化产线一期产能1.5万吨Q4投产，Q4业绩贡献启动；②新产线为一体化产能，**工艺优化后单吨盈利有望增厚0.6K-0.7K（增幅超10%）**；③**乙烯焦油价格趋稳**，预计公司单位盈利有望开始修复。一体化产能投放+原料上涨趋缓是明显积极变化，攻守兼备当前是价值起点。

■ **行业端：细分黄金赛道，增速快，格局好** 1) **增速快**：负极包覆材料受益快充和硅基应用趋势，预计至2030年年均复合增速约30%；2) **格局好**：头部一骑绝尘，市占接近40%，年底产能接近第二名4倍，格局恶化预期弱。

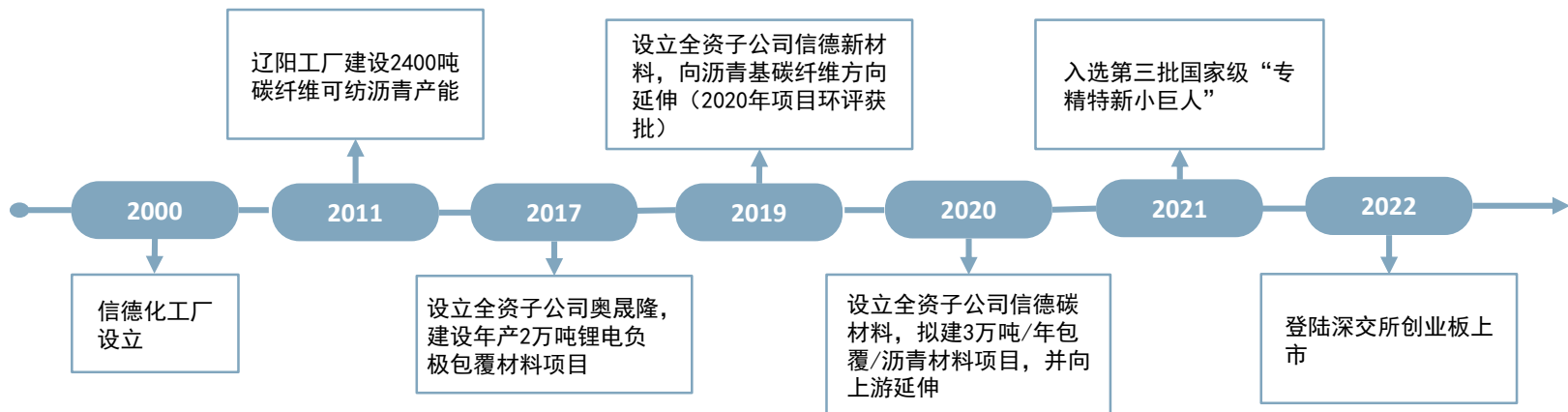
■ **公司端：行业龙头，量高增，利可期** 1) **行业龙头**：2020年市场占有率约39%，新产能投放后预计接近50%，技术、规模将持续领跑；2) **单位利润持续优化**：一体化新产能单吨盈利有望增厚0.6K-0.7K（增幅超10%），后续工艺优化仍有提升空间；3) **客户全覆盖**：公司依托规模化供应一致性好的产品覆盖负极龙头企业，部分公司供应比例超50%。

■ **估值低位，量利变化积极**：1) **估值低**：赛道30%增速叠加锂电中游几乎最优格局的龙头，当前PE24x下行空间有限；2) **业绩高增起点**：公司一体化产线一期产能1.5万吨预计11月达产，量利增厚开启；3) **原料急涨趋缓**：截止11月17日，原材料乙烯焦油接近0.6万元/吨，综合考虑供给修复、原油价格和乙烯焦性价比判断，高位急涨可能性不大，成本端有望趋稳。

■ **业绩预测**：预计2022-2024年净利润分别为1.78、3.18和4.19亿元，对应PE 43、24和18倍，维持“买入”评级。

# 公司概况：起源于2000年，入选专精特新




图表：辽宁信德起源于2000年，入选专精特新



■ **锂电池负极包覆材料行业龙头企业。**信德新材主要从事负极包覆材料产品的研发、生产与销售，并积极向下游沥青基碳纤维生产领域拓展。2020年市场占有率约39%，市场份额国内第一。

# 公司概况：主要业务为负极包覆材料，副产裂解萘硫酚和橡胶增塑剂等

图表：辽宁信德主要业务为负极包覆材料，副产裂解萘硫酚和橡胶增塑剂等

主要业务	应用领域	产品性能	产品图片
负极包覆材料	锂电池负极材料	提高电池首充可逆容量、循环稳定性、 电池倍率性能	
	沥青基碳纤维	保温隔热、可提高复合材料的整体性能	
橡胶增塑剂（副产品）	橡胶制品	提高橡胶可塑性、流动性和耐寒性， 降低橡胶硬度	
裂解萘馏分（副产品）	燃料油、制萘、炭黑	-	

■ 核心业务用于锂电负极的碳包覆材料；生产过程中的副产品可用于橡胶增塑剂，优化橡胶性能；裂解萘硫酚为主要原材料古马隆树脂生产中国的副产物，用于燃料油等领域。

## 行业端：需求受益快充趋势+硅基负极，到2030年CAGR=31%

- 预计2025年全球负极包覆材料需求达**29万吨，47亿元**；2030年达89万吨，143亿元，年均复合增速31%。
- 结构上看，全球负极产能接近90%在中国，**预计未来负极包覆材料需求90%在中国**。

图表：全球负极包覆材料市场需求测算

中性假设	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2030E
全球锂电出货量 (GWh)	562.4	784.6	985.5	1237.7	1554.6	4871.3
负极材料单位用量 (吨/GWh)	1250	1230	1210	1180	1150	1150
备货比例	1.26	1.26	1.26	1.26	1.26	1.26
全球负极产量 (万吨)	88.6	121.6	150.2	184.0	225.3	705.9
人造石墨占比	84%	85%	86%	87%	87%	85%
包覆产品比例	60%	70%	80%	90%	95%	95%
单位包覆用量	10%	11%	11%	12%	12%	13%
人造石墨包覆材料 (万吨)	4.5	7.6	11.4	16.6	22.3	74.1
天然石墨占比	14%	12%	10%	8%	7%	5%
包覆产品比例	50%	60%	70%	75%	80%	80%
单位包覆用量	8%	9%	9%	10%	10%	11%
天然石墨包覆材料 (万吨)	0.5	0.7	0.9	1.0	1.3	3.1
硅基负极占比	2%	3%	4%	5%	6%	10%
硅氧占比	90%	90%	80%	70%	60%	10%
包覆比例	30%	30%	30%	30%	30%	30%
硅基负极包覆材料 (万吨)	0.5	1.0	1.4	1.9	2.4	2.1
全球包覆材料需求 (万吨)	6.1	10.5	15.5	22.0	29.3	89.1
全球包覆材料需求 (亿元)	9.8	16.8	24.7	35.1	46.8	142.6

数据来源：EV Tank，中信建投，注：表内假设和数据为产业链反馈，不形成任何形式的投资建议

## 行业端：保守测算下2025年需求21万吨，供需关系仍良好

- 负极包覆需求对产业变化和演绎有要求，除了电池需求总量的增速外，**最主要的是石墨负极的包覆产品比例和硅基负极的渗透率**；
- 测算2025年**保守石墨70%包覆比例、保守3%硅基渗透率**下需求为21万吨，供给实际产能约22万吨左右，供需关系仍良好。

图表：包覆比例和硅基渗透率是关键，保守需求24万吨（万吨）

		2025年石墨负极包覆产品比例（包覆量假设10%）				
		60%	70%	80%	90%	100%
硅基负 极渗透 率 (30% 包覆比 例)	3%	18.5	<b>21.2</b>	23.9	26.6	29.3
	5%	19.7	22.3	25.0	27.6	30.2
	7%	20.9	23.4	26.0	28.6	31.2
	9%	22.0	24.6	27.1	29.6	32.2
	11%	23.2	25.7	28.2	30.7	33.1
	13%	24.4	26.8	29.2	31.7	34.1
	15%	25.6	28.0	30.3	32.7	35.1

## 行业端：供需持续紧张，供给增量有限，公司领先第二名两倍

■ 预计到2022年底负极包覆材料全球产能约16万吨，国内约10万吨，公司年底产能4万吨，全球领先，且领先第二名较大身位；

■ 整体看未来受制于原材料、技术和客户壁垒，且考虑价值量较低，新产能规划意愿和难度较大，格局持续向好，公司有望持续领先。

■ 公司2021年负极包覆材料销售1.62万吨，市占率达到35.9%，后续国内市占有望向50%靠拢。

图表：22年国内年底产能合计10万吨，实际释放8-9万吨

单位	公司	2021年	2022年E	2023年E	2024年E	2025年E
万吨	信德新材	2.5	4.0	7.0	7.0	9.0
万吨	德国吕特格	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
万吨	新疆中碳	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
万吨	大连明强	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
万吨	辽宁奥亿达	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
万吨	辽宁润兴	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
万吨	辽宁鸿宇	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
万吨	宝泰隆	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
万吨	乌海宝化万辰	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
万吨	济宁碳素	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
万吨	大连中天			2.5	2.5	5.0
万吨	锦州荣宇		0.5	0.5	0.5	0.5
万吨	郴州裕泰		0.5	0.5	0.5	0.5
万吨	<b>国内产能合计</b>	<b>7.4</b>	<b>9.9</b>	<b>15.4</b>	<b>15.4</b>	<b>19.9</b>
万吨	日本化学					
万吨	日本碳旭					
万吨	日本日立					
万吨	<b>海外产能合计</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>
万吨	<b>全球产能合计</b>	<b>13.4</b>	<b>15.9</b>	<b>21.4</b>	<b>21.4</b>	<b>25.9</b>

数据来源：各公司公告，中信建投，注：表内数据为产业链反馈，部分数据非公司披露，不形成任何形式的投资建议

## 公司端：包覆材料现有2.5万吨产能，在建3万吨，一期即将达产

图表：公司项目/产能情况

公司名称	主要产品	产能	备注
信德化工	碳纤维可纺沥青	2400吨	工厂位于辽阳，已于2019年底关停
奥晟隆	锂电池负极包覆材料和碳纤维可纺沥青	25000吨	新工厂位于大连市长兴岛
信德碳材料	锂电池负极包覆材料	30000吨	为本次募投项目“年产3万吨碳材料项目”的主要实施主体
信德新材料	沥青基碳纤维	筹划阶段	生产研发沥青基碳纤维

- 奥晟隆新厂2.5万吨负极包覆材料产能于2020年全部投产并替代老厂产能。
- 募投3万吨负极包覆项目与沥青级碳纤维项目均于2020年取得环评批复，根据公司披露，**一体化产线一期产能1.5万吨，预计10月底11月初投产，爬坡阶段时长顺利的话10-15天，产能投放加速带动份额和业绩提升。**

# 公司端：一体化产能从工艺上增厚利润0.6K-0.7K，规模化亦有体现

图表：工艺迭代、产线调整有利于降本增效，当前位于第二步

3古马隆树脂=1包覆材料+2橡胶增塑剂			基于2021年数据测算包覆材料成本			5乙烯焦=1包覆材料+4轻组分		
项目	成本(元/吨)		项目	成本(元/吨)		项目	成本(元/吨)	
古马隆树脂	9,113.3		乙烯焦	14,184.2		乙烯焦	14,184.2	
电力	291.7		电力	291.7		电力	291.7	
天然气	150.7		天然气	150.7		天然气	150.7	
人工成本	271.6		人工成本	271.6		人工成本	271.6	
运费	581.7		运费	581.7		运费	581.7	
制造费用	954.2		制造费用	954.2		制造费用	954.2	
财务费用	219.9		财务费用	219.9		财务费用	219.9	
销售费用	44.0		销售费用	44.0		销售费用	44.0	
<b>完全成本合计(不抵扣)</b>	<b>11,627.2</b>		<b>完全成本合计(不抵扣)</b>	<b>16,698.1</b>		<b>完全成本合计(不抵扣)</b>	<b>16,698.1</b>	
抵扣副产成本			抵扣副产成本			抵扣副产成本		
裂解萘馏分	0.0		裂解萘馏分	5,487.4		裂解萘馏分	10,974.8	
橡胶增塑剂	2,922.8		橡胶增塑剂	2,922.8		橡胶增塑剂	0.0	
抵扣成本合计	2,922.8		抵扣成本合计	8,410.2		抵扣成本合计	10,974.8	
<b>完全成本合计(抵扣副产)</b>	<b>8,704.4</b>		<b>完全成本合计(抵扣副产)</b>	<b>8,287.9</b>		<b>完全成本合计(抵扣副产)</b>	<b>5,723.3</b>	

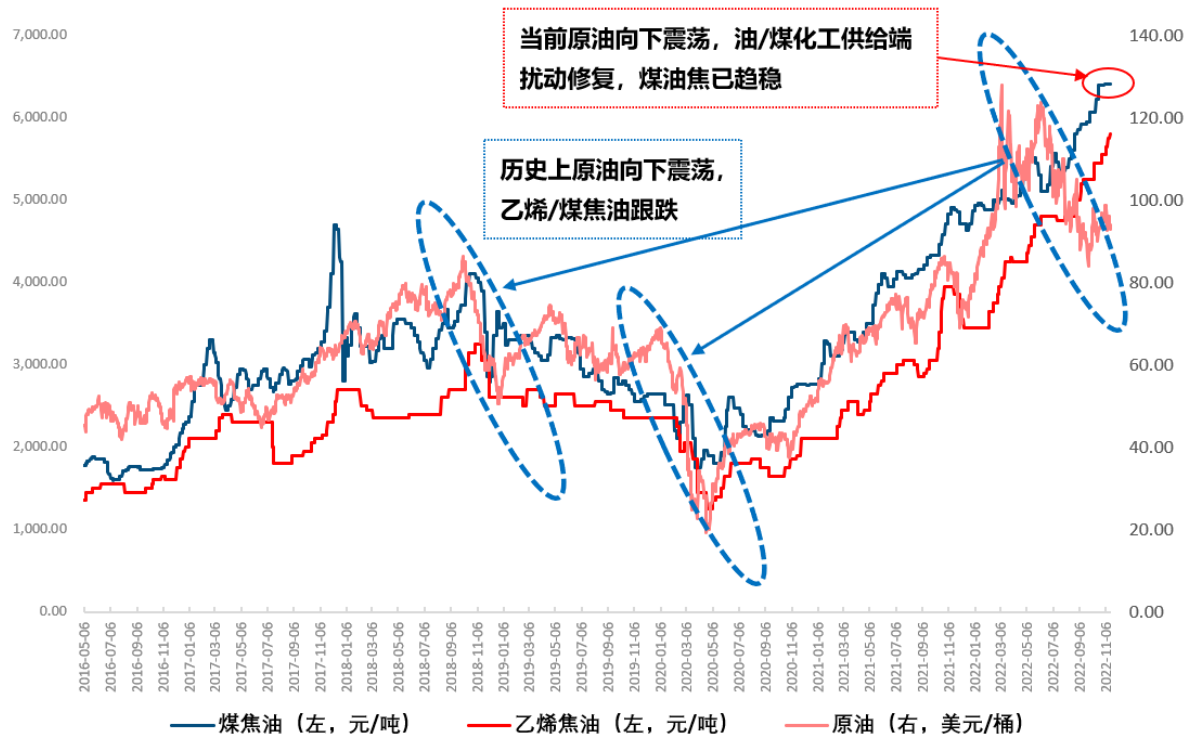
## 工艺趋势：通过调节副产实现增利

3古马隆树脂=1包覆材料+2橡胶增塑剂			基于当前数据测算包覆材料成本			5乙烯焦=1包覆材料+4轻组分		
项目	成本(元/吨)		项目	成本(元/吨)		项目	成本(元/吨)	
古马隆树脂	16,346.7		乙烯焦	25,442.5		乙烯焦	25,442.5	
电力	291.7		电力	291.7		电力	291.7	
天然气	150.7		天然气	150.7		天然气	150.7	
人工成本	271.6		人工成本	271.6		人工成本	271.6	
运费	581.7		运费	581.7		运费	581.7	
制造费用	954.2		制造费用	954.2		制造费用	954.2	
财务费用	219.9		财务费用	219.9		财务费用	219.9	
销售费用	44.0		销售费用	44.0		销售费用	44.0	
<b>完全成本合计(不抵扣)</b>	<b>18,860.6</b>		<b>完全成本合计(不抵扣)</b>	<b>27,956.4</b>		<b>完全成本合计(不抵扣)</b>	<b>27,956.4</b>	
抵扣副产成本			抵扣副产成本			抵扣副产成本		
裂解萘馏分	0.0		裂解萘馏分	9,841.0		裂解萘馏分	19,682.1	
橡胶增塑剂	4,779.2		橡胶增塑剂	4,779.2		橡胶增塑剂	0.0	
抵扣成本合计	4,779.2		抵扣成本合计	14,620.2		抵扣成本合计	19,682.1	
<b>完全成本合计(抵扣副产)</b>	<b>14,081.4</b>		<b>完全成本合计(抵扣副产)</b>	<b>13,336.2</b>		<b>完全成本合计(抵扣副产)</b>	<b>8,274.3</b>	

数据来源：公司公告，中信建投，注：表内数据为产业链反馈，部分假设和数据非公司披露，不形成任何形式的投资建议

# 公司端：原料价格急涨趋缓，乙烯焦油急涨动力不足，成本压制预期边际向好

图表：当前原油价格向下震荡，供给端扰动修复，煤焦油涨势趋缓，乙烯焦油急涨动力不足



数据来源：公司公告，中信建投，注：表内数据为产业链反馈，部分假设和数据非公司披露，不形成任何形式的投资建议

## 盈利预测：业务拆分

单位：亿元		2021	2022E	2023E	2024E
负极包覆材料	收入	3.3	5.3	8.4	10.7
	销量/万吨	2.3	3.0	5.4	6.9
	毛利率	46%	39%	41%	43%
	毛利	1.5	2.0	3.4	4.6
橡胶增塑剂	收入	1.0	1.2	1.8	2.3
	销量/万吨	3.5	4.3	6.7	8.5
	毛利率	44%	37%	39%	41%
	毛利	0.4	0.4	0.7	0.9
裂解萘馏分	收入	0.7	2.6	4.1	5.2
	销量/万吨	2.0	7.8	12.1	15.3
	毛利率	8%	7%	7%	7%
	毛利	0.1	0.2	0.3	0.4
沥青基碳纤维	收入		0.1	0.5	0.6
	销量/吨		75	300	420
	毛利率		30%	30%	30%
	毛利		0.03	0.14	0.19

## 盈利预测

- 考虑到未来几年负极产能快速扩张带来的需求高增，以及原油价格逐步回归带来的盈利修复，预计2022-2024年净利润分别为1.78、3.18和4.19亿元，对应PE 43、24和18倍，维持“买入”评级。

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	272	492	939	1,473	1,873
增长率(%)	18.1	80.9	90.9	56.9	27.1
净利润(百万元)	86	138	178	318	419
增长率(%)	18.6	59.9	36.8	69.6	28.2
毛利率(%)	53.3	40.6	30.1	31.6	33.0
净利率(%)	31.7	28.0	20.1	21.7	21.9
ROE(%)	24.7	28.3	6.2	9.5	10.9
EPS(摊薄/元)	1.69	2.70	2.77	4.70	6.02

# 盈利预测

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	206	285	2715	2911	3480	<b>营业收入</b>	272	492	957	1473	1873
现金	14	20	2070	2191	2488	营业成本	127	292	686	1008	1242
应收票据及应收账款合计	122	121	352	375	549	营业税金及附加	3	4	11	15	19
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	1	1	1	2	2
预付账款	2	13	15	28	27	管理费用	24	27	25	47	60
存货	20	73	145	175	220	研发费用	11	23	40	61	77
其他流动资产	48	58	132	141	196	财务费用	2	5	-2	-13	5
<b>非流动资产</b>	218	375	566	694	597	资产减值损失	0	0	0	-1	-0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	126	120	236	335	372	其他收益	2	2	2	2	2
无形资产	76	73	85	94	105	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	16	181	245	265	120	<b>营业利润</b>	103	142	203	364	480
<b>资产总计</b>	424	660	3281	3604	4077	营业外收入	0	18	5	6	7
<b>流动负债</b>	31	116	129	137	161	营业外支出	1	0	1	1	1
短期借款	0	15	15	15	15	<b>利润总额</b>	102	160	207	369	487
应付票据及应付账款合计	10	27	61	69	92	所得税	16	22	29	52	68
其他流动负债	20	74	53	53	54	<b>净利润</b>	86	138	178	318	419
<b>非流动负债</b>	44	56	55	52	39	少数股东损益	0	0	-0	-0	0
长期借款	21	31	30	27	13	<b>归属母公司净利润</b>	86	138	178	318	419
其他非流动负债	23	25	25	25	25	EBITDA	112	174	204	355	475
<b>负债合计</b>	74	173	184	190	199	EPS (元)	1.69	2.70	2.61	4.67	6.16
少数股东权益	0	0	-0	-0	0						
股本	51	51	68	68	68	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	225	225	2568	2568	2568	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
留存收益	74	212	389	707	1126	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	350	487	3096	3415	3878	营业收入(%)	18.1	80.9	94.6	53.9	27.1
<b>负债和股东权益</b>	424	660	3281	3604	4077	营业利润(%)	20.2	38.1	42.6	79.9	31.8
						归属于母公司净利润(%)	18.6	59.9	29.1	78.9	31.7
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	53.3	40.6	28.3	31.6	33.7
						净利率(%)	31.7	28.0	18.6	21.6	22.3
						ROE(%)	24.7	28.3	5.9	9.5	11.1
						ROIC(%)	24.3	26.6	16.4	24.0	29.5
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	17.5	26.2	5.6	5.3	4.9
						净负债比率(%)	1.8	11.4	-66.7	-64.0	-65.1
						流动比率	6.7	2.4	21.1	21.2	21.7
						速动比率	6.0	1.8	19.9	19.9	20.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.9	0.5	0.4	0.5
						应收账款周转率	3.5	5.2	5.2	5.2	5.2
						应付账款周转率	10.5	26.6	26.6	26.6	26.6
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.69	2.70	2.61	4.67	6.16
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	1.99	-1.23	3.84	3.68
						每股净资产(最新摊薄)	6.85	9.55	44.50	49.17	55.33
						<b>估值比率</b>					
						P/E	65.7	41.1	42.5	23.7	18.0
						P/B	16.2	11.6	2.5	2.3	2.0
						EV/EBITDA	67.3	43.6	27.1	15.2	10.7

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	62	97	-83	261	250
净利润	86	138	178	318	419
折旧摊销	10	13	16	25	32
财务费用	2	5	-2	-13	5
投资损失	0	-0	-0	-0	-0
经营性应收项目的减少	-45	-48	-233	-37	-172
经营性应付项目的增加	-0	46	35	7	23
其他经营现金流	9	-11	-42	-31	-33
<b>投资活动现金流</b>	-97	-141	-207	-152	65
资本支出	97	141	191	128	-97
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-16	-25	-32
<b>筹资活动现金流</b>	40	48	2341	11	-18
短期借款	0	15	0	0	0
长期借款	21	10	-1	-3	-14
普通股增加	39	0	17	0	0
资本公积增加	178	0	2344	0	0
其他筹资现金流	-197	23	-20	14	-5
<b>现金净增加额</b>	5	3	2051	120	297

## 风险提示

---

- 1) 下游新能源汽车产销不及预期：销量端可能受到疫情反复、需求疲软影响而不及预期；产量端可能受到上游原材料价格大幅波动、限电、疫情反复等影响不及预期，进而影响公司相关业务出货量及盈利能力。
- 2) 原材料价格上涨超预期：2021年以来原材料价格持续上涨，同时原材料价格阶段性出现大幅波动性，价格高位及不稳定性对于终端需求有一定影响，与此同时对于公司短期业绩有扰动。
- 3) 公司重点项目推进不及预期：公司作为新能源赛道参与者，重点项目的推进是支撑营收和利润的关键，也是公司成长性的反映，重点项目推进不及预期将影响当期和远期业绩。

## 分析师介绍

**卢昊：**中信建投证券化工行业首席，能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备5年化工实业和5年行业研究经验。

**邓胜：**能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

**朱玥：**中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，2016-2021 年任兴业证券电新团队首席分析师，2011-2015 年任《财经》新能源行业高级记者。专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，获 2020 年新财富评选第四名，金麒麟第三名，水晶球评选第三名。

## 研究助理

**陶爱普：**约翰霍普金斯大学经济学硕士，主要覆盖磷化工、新材料领域。

**刘溢：**上海交通大学硕士，覆盖新能源汽车产业链。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B  
座12层  
电话：(8610) 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
浦东新区浦东南路528号南塔2106  
室  
电话：(8621) 6882-1612  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区益田路6003号荣超商务中心  
B座22层  
电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csc.hk

