

# 汽车及汽车零部件行业研究

行业周报

证券研究报告

汽车组

分析师：陈传红（执业 S1130522030001）  
chenchuanhong@gjzq.com.cn

分析师：江莹（执业 S1130523090005）  
jiangying2@gjzq.com.cn

分析师：苏晨（执业 S1130522010001）  
suchen@gjzq.com.cn

## 特斯拉发布 Q4 业绩，华为朋友圈持续扩容

### 本周行业重要变化：

- 1) 1月26日，氢氧化锂报价 8.30 万元/吨，碳酸锂报价 9.83 万元/吨，均较上周持平。
- 2) 整车：1月1-21日，乘用车批售 111 万，同/环比+42%/-13%。电车批售 36.2 万，同/环比+49%/-34%，渗透率 32.6%。

### 核心观点：

**特斯拉：发布 Q4 财报表现平稳。** 1) 业绩：公司 Q4 营收 251.7 亿美元，同/环比+3.5%/7.8%；毛利 44.4 亿美元，同/环比+3.5%/+7.8%，毛利率 17.6%，同比-6.1pct。

2) 汽车业务：Q4 营收 215.6 亿美元，同/环比+1.2%/+9.9%；毛利率 18.9%，环比+0.2pct。我们计算单车 ASP 4.45 万美元，同/环比-15.3%/-1.3%；单车利润 8390 美元，同/环比-38.4%/-0.5%。

3) 新技术：FSD 已推送公司员工，近日部分推送北美用户；4680 产能目前高于 Cybertruck，存在几周的成品库存。目前已运行一条产线，两条产线调试在做改进试验，第四条生产线正在调试，另外四条生产线将于 24Q3 安装；可能于 2025 年交付一些人形机器人。

**整车：赛力斯、长城发布业绩预告，东风岚图与华为合作。** 1) 赛力斯业绩表现符合预期，Q4 问界 M7 大火带动公司单季反转：23 年公司预计实现归母净利润-27~-21 亿元，同比+29.5%~+45.2%；2) 长城受制终端让利 23 年净利同比下滑，Q4 受益出海&品牌高端化实现暴涨，23 年预计实现归母净利润 70.1 亿元，同比-15.2%，扣非净利润 46.8 亿元，同比+4.6%；3) 1月22日，华为车 BU 官宣与东风岚图合作。双方将充分发挥各自领域优势，围绕用户需求共同打造智能出行体验，通过合作车型在多领域创新探索。华为新公司提供合作平台，市场需求下本次合作预料之中。长期看华为朋友圈扩容是必然，市场智能化将持续加速。

**龙头公司：科达利、恒帅股份业绩预期发布。** 1) 科达利：23 年公司归母净利润预计 10.8-12.8 亿元，同比+19.84%-42.04%；扣非归母净利 10.5-12.5 亿元，同比+24.16%-47.81%。业绩超预期。得益于内部降本、海外基地逐步转盈，23 年公司盈利能力维持坚挺，持续强烈推荐！2) 恒帅股份：23 年预计实现归母净利润 1.95-2.15 亿元，同比增长+34%~+48%，扣非净利润 1.8-2.0 亿元，同比增长+38%~+53%；业绩符合预期。公司产品成本优势明显，在终端价格战中加速提升市场份额。此外，受益于智能驾驶落地，公司 ADAS 传感器清洗产品顺利推进，同时谐波磁场电机产品落地在即，加速公司业绩增长，推荐。

**投资建议：持续推荐低成本&创新龙头和国产替代两大方向。** (1) 全球看，拥有强成本优势的龙头是宁德时代等；拥有行业创新引领能力的是特斯拉、华为和宁德时代。从空间和兑现度看，优先关注机器人、复合集流体这两个空间最大、重塑性最强的赛道。看好特斯拉引领板块“机器人含量”的提升，核心标的是跟特斯拉研发协同的供应商：三花智控和拓普集团等，除了核心赛道，边际上关注以塑代钢和冷锻工艺的估值重塑机会。另外，作为全球电车创新龙头，随着新车型和新产能落地，我们预计 1H24，特斯拉产业链有望迎来贝塔性爆发行情。复合集流体关注设备+制造环节布局较好的标的，我们认为 1H24 行业或迎来全面爆发。(2) 国产替代：这轮被错杀的方向。“降本和年降是国产替代的催化剂而不是风险”。从国产替代空间看，关注安全件（主动和被动）、座椅、执行器件等方向关注电池产业链方向的国产替代兑现可能性：高端炭黑、隔膜设备。

### 本周重要行业事件

特斯拉发布 23Q4 财报并召开业绩交流会，东风岚图与华为达成合作协议，长城汽车、赛力斯、科达利、恒帅股份、中国重汽、福田汽车等发布业绩预告，比亚迪乌兹别克斯坦工厂投产等。

### 子行业推荐组合

详见后页正文。

### 风险提示

电动车补贴政策不及预期；汽车与电动车销量不及预期。

## 内容目录

一、终端：销量、市场动态及新车型.....	3
1.1 海外：特斯拉、现代汽车业绩发布.....	3
1.2 国内：1月车市开门红效果突出；长城&赛力斯发布24年业绩预期.....	4
二、龙头企业及产业链.....	5
2.1 龙头公司事件点评.....	5
2.2 电池产业链价格.....	7
三、国产替代&出海.....	9
3.1 国车出海：比亚迪海外工厂布局加速，乌兹别克斯坦工厂投产.....	9
3.2 电池材料出海：恩捷股份推动匈牙利工厂客户验证工作.....	10
四、新技术.....	10
4.1 固态电池：恩捷股份成功研发半固态电解质复合膜，半固态项目开始商业化落地.....	10
4.2 大圆柱电池：特斯拉4680生产快于Cybertruck，稳步推进量产节奏.....	10
五、商用车.....	11
5.1 中国重汽：业绩超预期，重卡角逐海外市场.....	11
六、车+研究.....	11
6.1 机器人：特斯拉机器人有望2025年交付，略低于预期但不变长期巨大空间.....	11
6.2 机器人板块观点更新.....	11
6.3 储能：两充两放改一充一放，河南工商业储能盈利空间或被压缩.....	12
七、投资建议.....	12
八、风险提示.....	12

## 图表目录

图表 1：MB 钴报价（美元/磅）.....	7
图表 2：锂资源（万元/吨）.....	7
图表 3：三元材料价格（万元/吨）.....	7
图表 4：负极材料价格（万元/吨）.....	8
图表 5：负极石墨化价格（吨）.....	8
图表 6：六氟磷酸锂均价（万元/吨）.....	8
图表 7：三元电池电解液均价（万元/吨）.....	8
图表 8：国产中端 9um/湿法均价（元/平方米）.....	9
图表 9：方形动力电池价格（元/wh）.....	9

## 一、终端：销量、市场动态及新车型

### 1.1 海外：特斯拉、现代汽车业绩发布

#### 1.1.1 特斯拉 23Q4 财报点评：汽车业务表现稳健，24 年销量或将平稳

事件：1 月 25 日，特斯拉公布 23Q4 财报。公司 Q4 营收 251.7 亿美元，同/环比+3.5%/7.8%；毛利 44.4 亿美元，同/环比+3.5%/+7.8%，毛利率 17.6%，同比-6.1pct。净利 79.3 亿美元，系存有 59.3 亿一次性非现金税收优惠，去除后为 24.9 亿美元，同/环比-39.5%/+7.2%。

分业务拆分：

1、汽车业务：伴随 Model 3 新款销售+年底冲量，相对 Q3 明显好转；但 Q4 及 23 年降价导致同比走低。Q4 营收 215.6 亿美元，同/环比+1.2%/+9.9%；毛利 40.7 亿美元，同/环比-26.4%/+10.8%；毛利率 18.9%，环比+0.2pct。

Q4 全球交付 48.5 万辆，同/环比+20%/+11%，全年交付 180.9 万辆，完成 180 万辆交付目标；我们计算单车 ASP 4.45 万美元，同/环比-15.3%/-1.3%；单车成本 3.61 万美元，同/环比-7.2%/-1.6%；单车利润 8390 美元，同/环比-38.4%/-0.5%。

2、储能：受高利率、物流影响，Q4 储能装机 3.2GWh，环比-14.6%。全年储能装机 3.2GWh，同比+125%；Q4 储能业务收入 14.4 亿美元，同/环比+9.8%/-7.8%。毛利 3.1 亿美元，同/环比+97.5%/-17.6%，毛利率 21.8%，环比下降 2.6pct。

3、服务：Q4 服务业务收入 21.7 亿美元，同/环比+27.3%/+0%；毛利 0.6 亿美元，同/环比-38.5%/-54.3%，毛利率 2.7%，环比下降 3.3pct。

展望：

1) FSD：V12 已正式向员工推送，预计 H1 在美国推送；目前 FSD 已做入华准备，有望在 24 年落地，为特斯拉开启新增量；

2) 销量：公司并未给出全年销量，预计销量 210-220 万辆，同比增速降低但仍将稳健增长；

3) Cybertruck 及新车：目前产能低于 12.5 万辆/年，马斯克预计 25 年产能或将达 25 万辆每年，新平台车型仍将推进，预计为紧凑型 Model 2/Q；

投资建议：继续看好特斯拉创新周期，持续推荐特斯拉及供应链。

1、机器人：继续推荐三花智控/拓普集团，tier2 关注五洲新春等。

2、车：边际角度关注 truck 和改款 3 受益品种，推荐东山、新泉、岱美、银轮等。

#### 1.1.2 现代汽车：Q4 业绩发布，24 年预期电车销量进一步提升

事件：

1) 2023 年，公司实现净利润 12.27 万亿韩元，同比+54%；

2) 23Q4，公司实现净利润 2.2 万亿韩元，同/环比+54%/-33.3%。

点评：

1、2023 年净利润同比增加系销量增加、产品结构优化及汇率波动所致。2023 年，现代在全球售出 4,216,898 辆汽车，同比增长 7%。Q4 现代汽车全球销量 1,089,862 辆，得益于北美、欧洲和印度的需求强烈，韩国以外市场的销量增长了 5.3%，达到 891,304 辆；韩国国内对全新 SANTA FE SUV 以及其他 SUV 车型的需求增长，现代韩国销量增长 3.4%至 198,558 辆。电车方面，受 IONIQ 销量增长和优化的混合动力产品阵容的推动，全球电车销量同比增长 27.7%，达到 173,297 辆。Q4 环比下降系支付股息所致，现代将在 2023 年共支付每股普通股 11,400 韩元，其中包括第二季度和第三季度的中期股息 3,000 韩元，较 2022 年增加 63%。

2、24 年将持续扩大投资，预期电车销量进一步提升。2024 年，现代计划将投资总额扩大至 12.4 万亿韩元，其中资本支出 5.6 万亿韩元、研发 4.9 万亿韩元、战略投资 1.9 万亿韩元。电车方面，现代计划加强 IONIQ 的全球知名度，并进一步优化混合动力汽车阵容，扩大电动汽车的销量。公司还将优化销售和盈利能力，同时扩大其 SUV 系列和 Genesis 豪华品牌车型的市场份额。公司目标收入增长 4%-5%，总销量超过 424 万辆。

3、24 年风险加剧，不确定因素增加。由于新兴市场的宏观不确定性和实体经济的低迷，商业环境仍将风险重重。此外，由于全球公司之间的竞争加剧，现代预计汇率波动、销售相关成本增加。

## 1.2 国内：1月车市开门红效果突出；长城&赛力斯发布24年业绩预期

### 1.2.1 乘联会周度销量：1月1-21日乘用车批售111.0万电车36.2万

事件：

1) 乘用车：1月1-21日，乘用车市场零售122.7万辆，同/环比+46%/-4%，累计122.7万辆，同比+46%；批售111.0万辆，同/环比+42%/-13%，累计111.0万辆，同比+42%。

2) 新能源：1月1-21日，全国电车市场零售38万辆，同/环比+56%/-21%，累计38万辆，同比+56%；电车批售36.2万辆，同/环比+49%/-34%，累计36.2万辆，同比+49%。

点评：

1、开门红效果突出，环比下滑属正常。由于不同车企在12月的销售策略有所不同，一些车企在12月末进行了强力冲刺，而另一些则选择在1月实现销量的“开门红”，特别是第一周的销量表现较为强劲，推动了1月初的良好趋势。去年1月第一周的厂商销量较低，因为所有厂商都在2022年底进行了冲刺，导致2023年初的销售趋势整体不强。

然而，与2023年底和2024年的开门红选择有所不同，因此1月第一周整体表现仍然不错，第二周依然保持较好的趋势，而第三周的同比增长效果明显，尽管环比12月表现相对疲弱。今年1月份有22个工作日，比去年同期的18个工作日多了4天，有效产销时间相对较长，同时伴随国家四部委发布的稳定燃油车消费的政策，预期“开门红”效应在车市零售方面显著，1月整体的车市零售形势良好。

2、新车上市催动电车同比大幅增长。月初电车表现不佳系常规波动。目前，国内电动车市场主要受到新车供应的驱动，本月小鹏X9、零跑C10、银河E8等新车陆续开启正式销售或预售，市场供给充足的情况下电动车市场依然将保持一定的热度。

### 1.2.2 长城汽车：Q4业绩符合预期，预计Q1实现环比增长

事件：长城汽车发布业绩：

1) 23年，预计实现归母净利润70.1亿元，同比-15.2%，扣非净利润46.8亿元，同比+4.6%；

2) 23Q4，预计实现归母净利润20.1亿元，同/环比+1805.4%/-44.6%，扣非净利润8.7亿元，同/环比+538.6%/-71.4%。

点评：

1、Q4业绩符合预期。2023Q4归母净利润环比下滑主要系年终奖金计提和终端折扣力度加大所致，2023年全年归母净利润同比下滑主要受2022年汇率收益影响。2023Q4同比归母净利润增长主要系产品结构优化和出海所致：1) Q4坦克销量5.8万辆，同/环比+67.2%/+25.5%；2) 公司汽车出海持续推进，Q4出口10.4万辆，同/环比+69.8%/+18.9%。

2、预期24年公司盈利显著上行，突破主流市场。公司积极拓展海外布局，计划推出超过10款新车型，同时在中采取高端化和差异化策略，以确保在各个细分赛道上保持竞争优势。加速出海布局，建立KD产能。

3、车型布局结构优化：1) 新能源越野行业的市场潜力巨大，坦克500/400等车型保持高热度，而未来坦克300/700 PHEV等多款新车上市有望为公司带来显著的业绩增长；2) 公司在智能化方面的发展加强了魏牌产品的竞争力。即将推出的蓝山改款版将搭载激光雷达，并采用毫末智行方案，成为公司首款具备城市NOA功能的车型，这将增强公司在中大型SUV市场上的竞争力。

4、公司已经建立了全线海外新能源生产能力：1) 长城汽车拥有多个海外全工艺+KD工厂，其中2024年1月欧拉好猫在泰国罗勇全工艺新能源工程正式下线，标志着公司在全球新能源车型生产方面取得了实质性的进展。2) 公司的海外市场主要集中在东亚、拉美、东盟和欧盟地区，其中拉美地区将释放新能源产能。

### 1.2.3 赛力斯：净利大幅反转业绩符合预期，预期24年实现单季盈利

事件：赛力斯发布业绩：

1) 23年，预计实现归母净利润-27~-21亿元，同比+29.5%~+45.2%，扣非净利润-50~-46亿元，同比-7.0%~-16.3%；

2) 23Q4，预计实现归母净利润-4.1~1.9亿元，同/环比+64.7%~+116.4%/+56.8%~+120.0%，扣非净利润-19.9~-15.9亿元，同/环比-39.2%~-11.2%/-76.1%~-40.7%。

点评：

1、扣非净利润同、环比下降系高端化智能电动汽车核心技术和产品的研发投入较高所致，研发费用和人工成本增加，影响当期业绩。数据显示，AITO问界新品取得了显著的成功，助力赛力斯汽车下半年销售的增长。2023年12月，赛力斯汽车销量31,490辆，月度销量首次突破3万，同比+210.0%；全年累计销量106,703辆，同比+33.31%。其中，

问界全年销量 10.3 万辆，同比+33%。全年发布了 M5 智驾版、新 M7 和 M9 三款新车型（含改款），并且公司在手未交付的订单充足。

2、进入 2024 年 1 月，AITO 问界在新势力车企中以前三周 2.01 万辆的累计销量稳居第一，并保持稳健增长。同时，公司的交付能力稳步提升，自 1 月第 2 周以来，周度交付量一直稳定在 7,000 辆以上。

3、预期 24 年随着新款 AITO 问界新 M7、M9 车型上市，同时受益于智能化产业趋势，有望开启新一轮上量周期，或实现单季盈利。

#### 1.2.4 东风岚图加入 HI 模式，华为朋友圈扩容进行时

事件：1 月 22 日，华为车 BU 官宣与东风岚图合作。岚图汽车发布信息表示，东风岚图已与华为签署战略合作协议，双方将充分发挥各自领域优势，围绕用户需求共同打造智能出行体验，通过合作车型在多领域创新探索，加速智能化技术大规模商业化落地。

点评：

1、智能化是 24 年整车主线之一。车企技术高低差距提供合作需求，华为&长安合资公司成立为扩容提供平台，本次合作落地意料之中。我们认为，华为系“朋友圈”扩容是必然，后续存在与如一汽等车企合作的可能性。

车型+车企扩容持续扰动，建议关注华为系边际变化。Q1 问界 M9 开启交付，4 月北京车展将亮相与北汽合作新车，与江淮合作将在年内落地，24 年是华为系全面扩容之年，我们测算与其定位接近的 BBA23 年销量 195.2 万辆，华为强悍品牌力下高成长性、高爆发性确定。

2、合作折射 24 年市场智能化加速趋势，0-1 智能化硬件是最大增量。车企通过智驾车型推出/开城（Tier1）、发布智驾路线图（Tier2）、配备 L3 级硬件冗余（Tier3）以抢占消费者智驾认知。

关注智驾 0-1/1-N 零部件变化。在中高端车企普遍配备 L3 级智驾冗余的情形下，零部件应用速度将显著快于智驾落地进度，或将形成超预期演绎，关注激光雷达、传感器清洗等机会。

投资建议：智能车时代是“软件定义汽车”的时代，车的定义更倾向于“移动的智能终端”，24 年看，智能化是汽车行业成长性最为确定的赛道，建议关注相关技术 0-1 趋势及其供应链。现阶段，整车端持续推荐智能化领先的华为系（江淮、赛力斯、长安）及小鹏、理想等车企。

## 二、龙头企业及产业链

### 2.1 龙头公司事件点评

#### 2.1.1 特斯拉：特斯拉储能点评：Megapack 进入扩张期，盈利同比大幅扭亏，23 年装机/收入+121%/59%

事件：1 月 25 日，特斯拉公告 4Q23 财报，储能业务实现高增，23 年装机 14.7GWh，YoY+125%；高利率、需求季节性波动等影响，Q4 实现装机 3.2GWh，YoY/QoQ+30%/+14.6%。

1) 收入：4Q23 储能实现收入 14.4 亿美元，YoY/QoQ+9.8%/+7.8%；23 年实现收入 60.35 亿美元，YoY+54.4%。主要系 Megapack 销量强劲。

2) 盈利：4Q23/23A 储能实现毛利率 21.8%/20.4%，YoY 分别+9.7/11.2pct。4Q23/23A 储能实现净利 1.5/5.1 亿美元，YoY+207.8%/大幅扭亏。储能当前净利率预计为 8.4%，较 22 年-1.15%明显改善，单 Wh 利润预计为 0.032 美元/Wh，较 22 年-0.005 美元/Wh 扭亏转正。盈利扭亏主要系 Megapack 占比提升。

点评：

1、需求持续扩张，盈利大幅扭亏。公司目前储能业务处于扩张期，预计 24-25 年超过汽车收入增长。当前包括 Buffalo、Texas 户储工厂共计 30GWh 产能，Lathrop line1&2 大储共计规划 40GWh 产能（已投产 20GWh，预计 24 年底投产 line2 20GWh），此外上海规划 40GWh 大储产能；公司总规划储能产能超 100GWh，Megapack 等大储为扩产主力。2H22 以来，大储份额提升带动公司储能盈利显著扭亏，23 年实现 5.1 亿美元净利（净利率 8.4%），毛利率提升至 20.4%，伴随大储投产后占比提升预计持续增厚公司储能利润。

2、降本+降息双重利好，美国大储预计高增。23 年美国并网积压严重、变压器短缺等，导致装机不及预期，大量项目被延期。据 EIA，23 年 1-11 月美国大储已装机近 5.0GWh，预计 12 月份装机 2.3GWh；24、25 年，美国大储等待并网投运规模预计达 30、40GWh+。23 年，锂电池进入降价周期，美国大储碳酸锂价格传导略有滞后，1Q23 首度降价 24 年仍有下降空间；此外，美国加息周期接近尾声，24 年降息周期有望合力提升储能经济性。我们预计 24-25 年美国大储电池保持 50%+增长，当前占比特斯拉大储约 60%出货，有望充分受益。

投资建议：储能系特斯拉能源业务重要版图，Megapack 需求持续强劲进入扩张期，预计对国内供应链形成积极拉动，重点推荐电芯供应商宁德时代、LFP 材料供应商德方纳米、温控设备供应商三花智控等。

## 2.1.2 科达利：发布 23 年业绩预告，业绩超预期，23Q4 净利率预计维持 10% 以上，充分彰显盈利韧性

事件：1 月 26 日，公司发布 23 年业绩预告。23 年公司归母净利润预计 10.8-12.8 亿元，同比+19.84%-42.04%；扣非归母净利 10.5-12.5 亿元，同比+24.16%-47.81%。业绩超预期。

点评：

1、Q4 收入预计环比持平，由于税收返还、补贴等因素，预计 Q4 净利率环比提升。公司 Q4 归母净利润预计 2.85-4.85 亿元，中值 3.85 亿元，同比+25%，环比+35%，收入预计 28.5-29.5 元，环比持平，按 29 亿收入、业绩预告中值/最低值计算 Q4 利润率约 13.3%/9.8%（Q3 为 10.25%）。Q4 由于存在税收返还、政府补贴等，预计利润率高于 Q3。展望 24Q1，基于客户 C 公司 Q1 排产预计环比下滑，叠加产品降价，预计公司 Q1 收入、利润率将有所承压。

2、盈利水平高韧性，看好公司巩固龙头地位。得益于内部降本、海外基地逐步转盈，23 年公司盈利能力维持坚挺，而二三线结构件企业除金杨外基本处于盈亏平衡或亏损，行业产能利用率、盈利水平已处底部位置；24 年公司欧洲工厂收入贡献有望达 6-10 亿元，目前公司匈牙利工厂已转盈，德国、瑞典工厂有望 24 年大幅减亏，有望对 24 年利润率构成一定支撑。

投资建议：科达利为全球电芯结构件龙头，深度绑定国际头部电池厂，凭借领先的工艺水平、强大的客户粘性、规模降本能力，有望持续保持领先地位，盈利稳定性持续得到业绩验证。预计公司 23 年收入 105-108 亿元，利润 11-12 亿元，24 年收入 120 亿元左右，利润 11-12 亿元，持续重点推荐！

## 2.1.3 美国国防部被禁止采购 6 家中国企业生产的电池，商业采购不受影响，关注锂电企业出海进展

事件：据美国彭博社、新加坡《联合早报》1 月 20 日报道，美国国会已禁止五角大楼采购包括宁德时代、比亚迪在内的 6 家中国企业生产的电池。报道称，这项规定是去年 12 月 22 日通过的“2024 财年国防授权法案”的一部分，美国国防部将被禁止自 2027 年 10 月起从宁德时代、比亚迪和其他 4 家中国企业采购电池。

点评：

1、法案主要涉及美国防采购，商业采购不受影响。国防部禁止采购名单涉及的国内企业分别为宁德时代、比亚迪、远景能源、亿纬锂能、国轩高科、海辰储能。美国企业的商业采购将不受有关措施影响，如福特采用宁德时代授权的技术生产电池，该法案预计对上述企业影响较小。

2、近期宁德时代表态将在欧美进一步推广技术授权合作模式，电池企业在美拓展可期。目前 IRA 法案仍保留了国内企业通过技术授权、海外合资建厂的出海方案，宁德时代采用技术授权方案，亿纬锂能、国轩高科采用海外合资建厂方案，均在持续推进中，1 月 17 日宁德时代表态将在欧美进一步推广技术授权合作模式。美国电动化率接近 7%（23 年），目标 30 年突破 50%（约 700-800 万辆），国内电池企业在美有巨大渗透潜力。

投资建议：新车周期到来&产能限制解除，预计 24 年美国电动化持续；目前美国本土电池及组件制造能力仍较弱，隔膜、负极等环节预计对国内进口依赖高，国内企业仍有通过技术授权/海外合资建厂出海的可行性，关注宁德、恩捷、天赐、亿纬、国轩等企业进展。

## 2.1.4 恒帅股份：业绩符合预期，预计 Q4 实现环比增长

事件：公司发布业绩：

1) 23 年，预计实现归母净利润 1.95-2.15 亿元，同比增长+34%+48%，扣非净利润 1.8-2.0 亿元，同比增长+38%+53%；

2) 23Q4，预计实现归母净利润 0.45-0.65 亿元，环比增长-24%+10%，扣非净利润 0.39-0.59 亿元，环比增长-32%+4%。

业绩符合预期，预计处于业绩指引上限，Q4 计提年终奖等费用影响净利率。我们预计 23Q4，公司营收增速和终端销量增速基本一致，归母净利润偏指引上限，实现环比增长，毛利率环比基本持平，净利率受到年终奖等费用计提环比有所下滑，运费等由客户承担对公司无影响。

展望 2024 年，年降、运费对公司影响较小。公司作为 tier2，年降压力小，且产品价值量较小，非主机厂年降重点。此外，公司产品海运运费由客户承担，运费变化对公司影响较小。

谐波磁场电机夯实公司成本护城河，智驾加速 ADAS 传感器清洗落地。

1) 谐波磁场电机落地在即，夯实公司成本护城河。谐波磁场电机体积将缩小 50%，成本有望下降 30%-50%以上。公司已运用在物流领域中，正在推进汽车领域运用，有效提升成本竞争优势，在终端价格战中加速提升公司份额。

2) L3 级别的落地，将有效提升传感器数目，预计摄像头 8-16 颗，激光雷达 1-3 颗，催生传感器清洗产品需求。公司已具备气态、液态、气液混合技术，asp 500-1000 元，加速未来成长。

投资建议：公司产品成本优势明显，在终端价格战中加速提升市场份额。此外，受益于智能驾驶落地，公司 ADAS 传感器清洗产品顺利推进，同时谐波磁场电机产品落地在即，加速公司业绩增长，推荐。

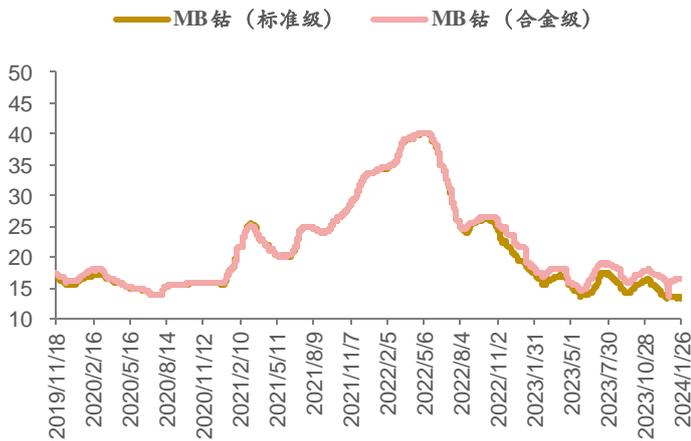
## 2.2 电池产业链价格

1) MB 钴价格: 1 月 26 日, MB 标准级钴报价 13.30 美元/磅, 较上周下降 1.12%; MB 合金级钴报价 16.50 美元/磅, 较上周下降 0.24%。本周钴价微幅下降, 总体平稳, 市场仍旧承压, 硬质合金、3C 与电动车行业需求有限, 原材料端无明显变化, 仍需观望。

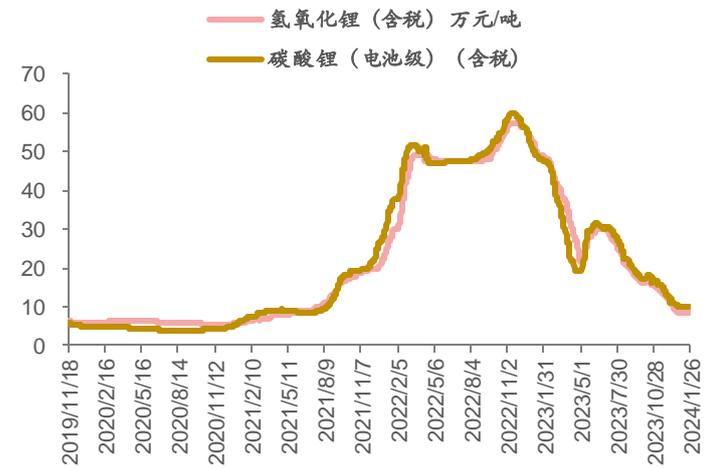
2) 锂盐周价格: 1 月 26 日, 氢氧化锂报价 8.30 万元/吨, 碳酸锂报价 9.83 万元/吨, 均较上周持平。锂价本周暂时维稳, 市场整体仍供过于求, 动力储能行业有望支撑锂价筑底, 但春节临近, 市场活跃度不高, 预期锂价仍会保持低位。

图表1: MB 钴报价 (美元/磅)

图表2: 锂资源 (万元/吨)



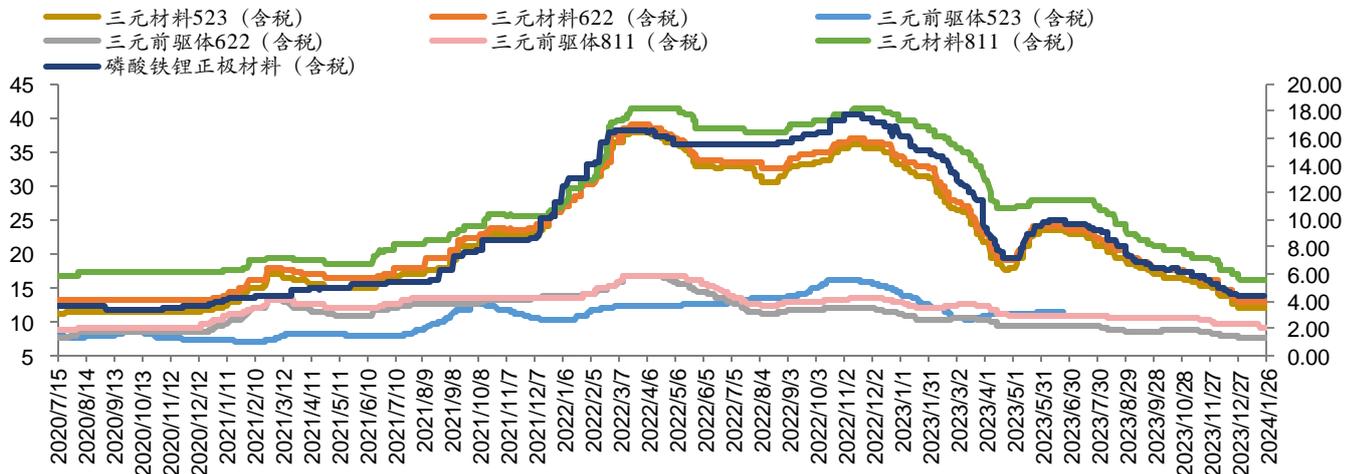
来源: MB 英国金属导报, 国金证券研究所



来源: 中华商务网, 国金证券研究所

3) 正极材料本周价格: 1 月 26 日, 三元正极 NCM523 均价 12.00 万元/吨, NCM622 均价 13.00 万元/吨, NCM811 均价 16.25 万元/吨; 磷酸铁锂正极报价为 4.20-4.50 万元/吨, 均较上周持平。三元市场最近表现超出预期, 各规模厂商开工率均有提高, 整体 1 月环比增幅将达到 5-10%。磷酸铁锂市场本周较低迷, 头部企业降产不明显, 中小企业产量下降 20%, 市场需求整体有下滑趋势, 预期价格将持续走低, 行业产量也持悲观态度,

图表3: 三元材料价格 (万元/吨)

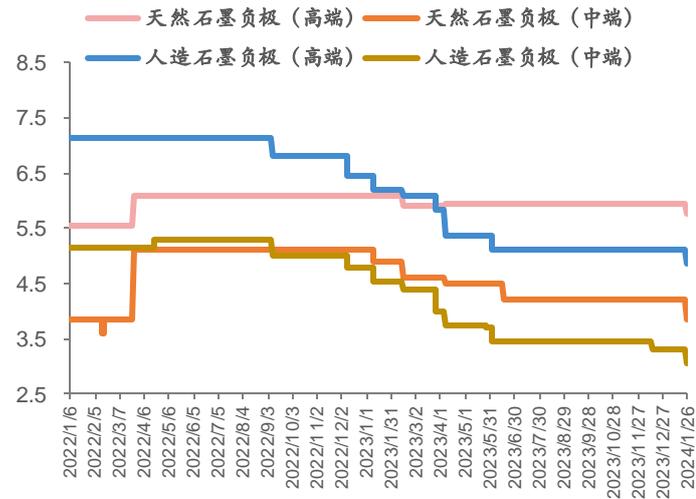


来源: 中国化学与物理电源行业协会, 中华商务网, 国金证券研究所

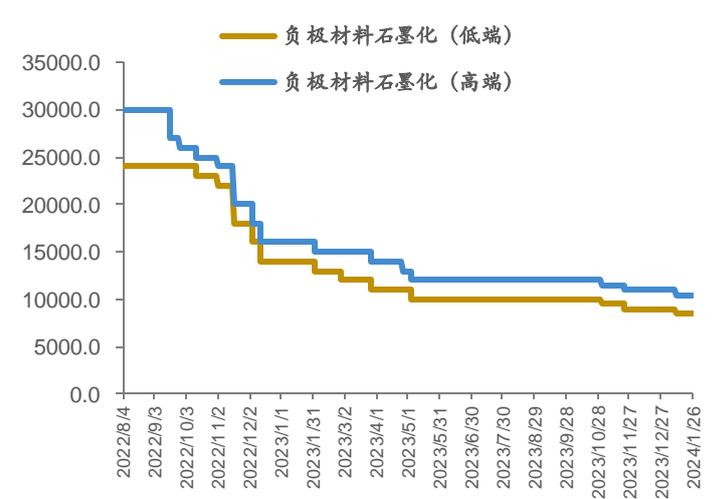
4) 负极材料本周价格: 1 月 26 日, 人造石墨负极 (中端) 2.3-3.8 元/吨, 较上周下降 7.58%; 人造石墨负极 (高端) 3.2-6.5 万元/吨, 较上周下降 4.90%; 天然石墨负极 (中端) 3.5-4.2 万元/吨, 较上周下降 8.33%; 天然石墨负极 (高端) 5.0-6.5 万元/吨, 较上周下降 3.36%。负极材料本周价格下降, 主要原因是受春节假期和下游降本增效需求, 负极厂商利润空间进一步压缩, 经营环境困难。

5) 负极石墨化本周价格: 1 月 26 日, 负极材料石墨化 (低端) 价格 0.85 万元/吨, 负极材料石墨化 (高端) 价格 1.05 万元/吨, 均较上周持平。石墨化本周无明显变化, 预计短期仍保持平稳运行。

图表4: 负极材料价格 (万元/吨)



图表5: 负极石墨化价格 (吨)

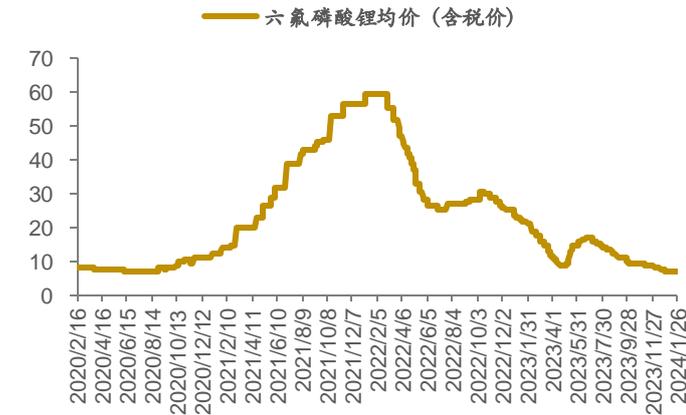


来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国金证券研究所

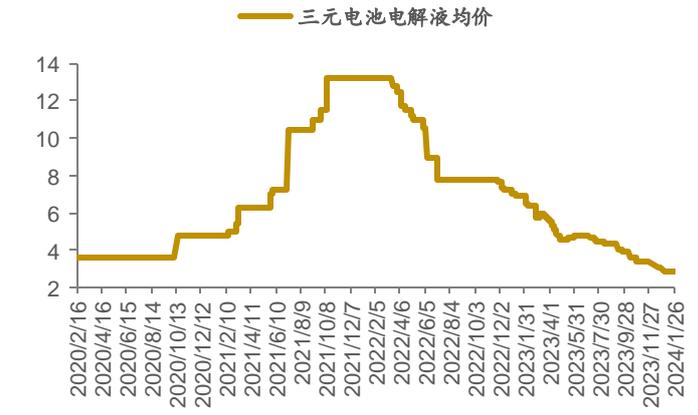
来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国金证券研究所

6) 6F (国产) 本周价格: 1月26日, 六氟磷酸锂(国产)价格为6.65万元/吨, 较上周持平; 电池级EMC/DMC/EC/DEC/PC价格分别是0.74/0.47/0.51/0.96/0.78万元/吨, 均较上周持平; 三元电池电解液(常规动力型)2.70-3.05万元/吨, 磷酸铁锂电池电解液报价1.65-2.05万元/吨, 均较上周持平。本周电解液市场价格平稳, 市场处于淡季, 预计春节结束前市场整体出货及开工率都将保持低位。六氟磷酸锂市场开工率微降, 价格处于历史地位, 预计节后将会回升。

图表6: 六氟磷酸锂均价 (万元/吨)



图表7: 三元电池电解液均价 (万元/吨)

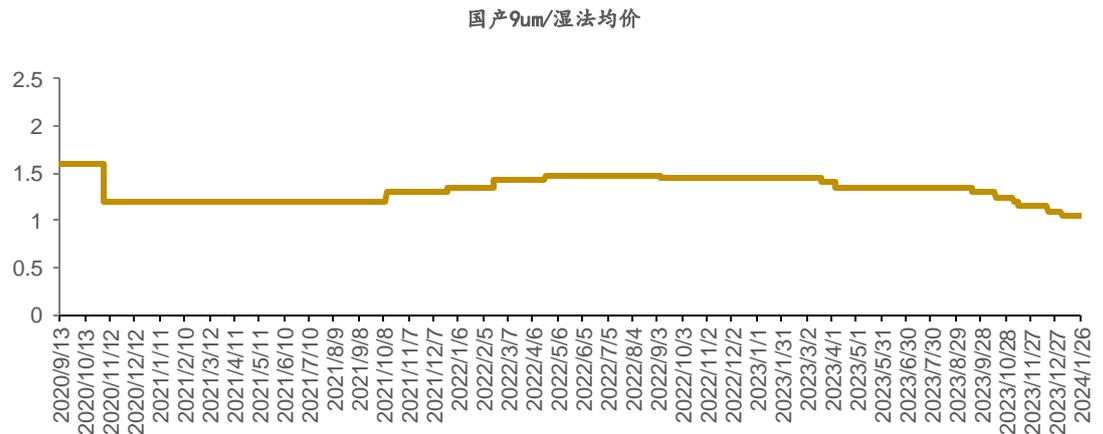


来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国金证券研究所

来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国金证券研究所

7) 隔膜本周价格: 1月26日, 国产中端16μm干法基膜价格0.45-0.55元/平米; 国产中端9μm湿法基膜0.90-1.20元/平米; 国产中端湿法涂覆膜9+3μm价格为1.15-1.50; 均较上周持平。隔膜市场1月份环比12月差别不大, 预期二月份受春节影响, 下游需求将降至全年最低, 预期下降幅度20%, 三月份随着节后复工, 需求将逐渐恢复。

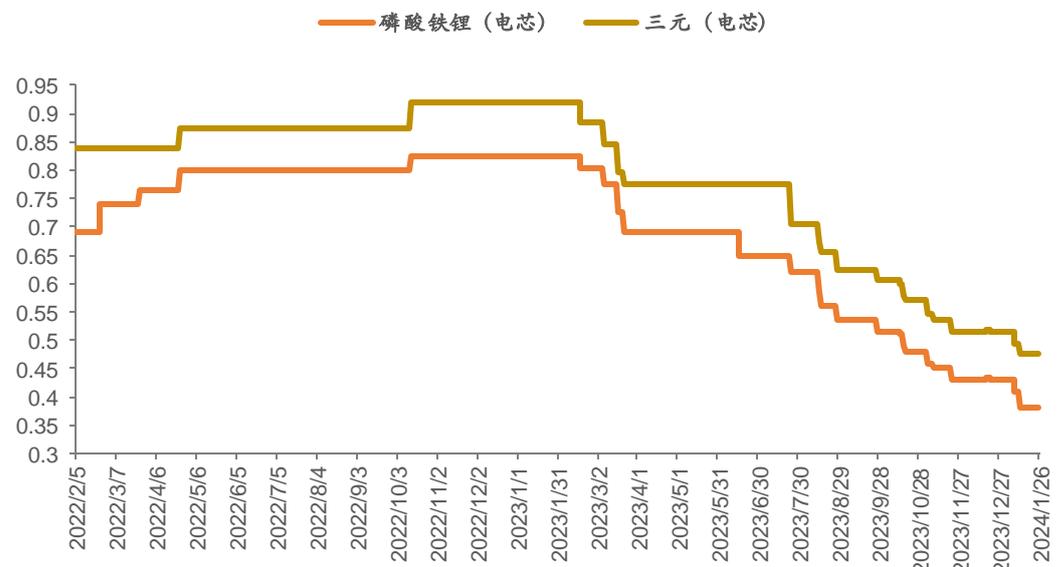
图表8: 国产中端 9um/湿法均价 (元/平米)



来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国金证券研究所

8) 本周电芯价格: 1月26日, 方形磷酸铁锂电芯报价为 0.33-0.43 元/wh, 方形三元电芯报价为 0.44-0.51 元/wh, 均较上周持平。

图表9: 方形动力电池价格 (元/wh)



来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国金证券研究所

### 三、国产替代&出海

#### 3.1 国车出海: 比亚迪海外工厂布局加速, 乌兹别克斯坦工厂投产

事件: 1月25日, 乌兹别克斯坦总统米尔济约耶夫到深圳比亚迪总部考察, 并与比亚迪总裁王传福一起, 连线举行比亚迪乌兹别克斯坦工厂生产启动仪式。比亚迪在乌兹别克斯坦工厂投产的第一辆汽车是宋 PLUS DM-i。与此同时, 王传福还向米尔济约耶夫交付了比亚迪在乌兹别克斯坦市场的第1万辆新能源汽车——一辆仰望 U8。

点评:

1、预期比亚迪乌兹别克斯坦的工厂产量将进一步提高, 助力乌兹别克斯坦市场占有率提高。比亚迪自从在2023年3月推出新能源汽车以来, 在乌兹别克斯坦已经成功建立了10家官方销售及服务中心。凭借卓越的产品品质和专业的本地化服务, 比亚迪迅速赢得了当地消费者的喜爱和好评, 成为乌兹别克斯坦最畅销的新能源汽车品牌。

2、海外工厂布局加速, 持续扩大全球产能。印尼经济统筹部部长宣布, 比亚迪将在印尼投资13亿美元兴建一家汽车工厂, 预计产能将达到15万辆。此外,《金融时报》在本月中旬报道称, 比亚迪正在巴西建设其在亚洲以外的第一家电动汽车工厂。比亚迪驻南美国家董事长亚历山大·巴尔迪透露, 已经与巴西锂生产商 Sigma Lithium 进行了关于供应协议、合资或收购的讨论, 旨在建立一体化的供应链。此外, 比亚迪还计划在匈牙利建立一家电动汽车工厂, 并正在与墨西哥建立工厂进行谈判。比亚迪正在全球范围内不断加强其生产力, 以适应全球市场的需求。

### 3.2 电池材料出海：恩捷股份推动匈牙利工厂客户验证工作

事件：1月25日，恩捷股份在投资者互动平台表示，匈牙利工厂正在推进客户验证工作；国际化与全球运营是公司的长期战略目标，目的是为了满足不同全球客户对锂电池隔膜产品供应稳定性和及时性的需求，进一步提升公司国际影响力。

点评：本土化供应是趋势，锂电出海加速。我们认为欧美虽接连出台对于保护、扶植本土产业链的政策，但在目前本土产业链薄弱的当下，引进、支持技术领先的中国企业建厂是相对高效、可行的发展路径，也为中国电池产业链企业出海带来新的机遇。当前国内电池厂中宁德时代已在德国、匈牙利、美国，国轩高科在德国、美国，亿纬锂能在匈牙利、马来西亚，中创新航在葡萄牙，远景动力在法国、英国、日本、美国、西班牙，蜂巢能源在德国，比亚迪在西班牙（可能），均有电池基地布局（含规划）。除电池厂外，电池中游材料企业同样加速出海。

## 四、新技术

### 4.1 固态电池：恩捷股份成功研发半固态电解质复合膜，半固态项目开始商业化落地

事件：近日，从恩捷股份研究院获悉，公司研发出一款适用于新能源汽车、3C、储能等领域电芯上的隔膜产品——半固态电解质复合膜。经过反复实验验证，该款产品相较于业内常规隔膜产品，在应用时，低温放电性能表现突出，尤其是-30℃的超低温环境下，还能使成品电芯放电容量保持率同比提10%以上。不仅如此，其电芯针刺测试通过率也高于常规隔膜，这在提高电池的安全性能上具有重要意义。此外，恩捷股份透露，公司半固态项目已开始商业化落地，与北京卫蓝新能源、溧阳天目先导成立的合资公司江苏三合电池材料科技有限公司正在积极投建，公司持续关注该领域的技术和市场发展。

点评：

1、固态电池优势在于安全性和高能量密度：1) 安全性：根本解决安全问题，完全消除电解液腐蚀和泄漏的安全隐患，且固体电解质为单离子导体，几乎不存在副反应，因此使用寿命更长；2) 高能量密度，理论可达300-450Wh/kg，我们预计到30年固态电池装机量达408GWh。

2、固态电池发展一步一阶：先半固后全固，逐级突破。固/液混合型电池率先投入市场，待应用于市场某一细分领域后，通过逐渐提升循环性能、安全性等性能后，可逐步拓展至新能源汽车、规模储能等大规模应用上。3、固态电池技术发展路径（液态电解质电池→混合固液电解质电池→全固态电池）：1) 能量密度有望突破500Wh/kg；2) 液体/凝胶类电解质所占比例逐步减少，全固态电池为最终形态；3) 隔膜逐步剥离；4) 正极材料变化不大，而负极、电解质材料变化较大。

### 4.2 大圆柱电池：特斯拉4680生产快于Cybertruck，稳步推进量产节奏

事件：特斯拉发布23Q4财报，4680产能目前高于Cybertruck，存在几周的成品库存。目前已运行一条产线，两条产线调试在做改进试验，第四条生产线正在调试，另外四条生产线将于24Q3安装。

点评：

1、4680系特斯拉战略拼图，量产节奏保持稳步推进。23年1月，特斯拉生产100万个4680电池；23年6月生产1000万个4680电池；23年10月宣布突破第2000万个4680电池，量产节奏整体稳步推进。4Q23特斯拉电池产线全面切换至二代4680电芯（能量密度+10%），以满足Cybertruck高带电量需求；按照24/25年10-15/20-25万辆&带130度电测算，对应需求为13-20/26-33GWh，预计24年将由特斯拉自产+松下（预计24Q2-Q3进入量产）共同覆盖。特斯拉未来还规划将4680应用于储能，包括Megapack、Powerwall等。

2、需求侧车企大圆柱接受度有所提升，供给侧预计24年更多企业迈入量产，产业拐点愈发接近。1) 需求：23Q4海外特斯拉4680电池上车Cybertruck，国内亦有车企实现大圆柱批量装车，蔚来、江淮已推出大圆柱电池，奇瑞计划于25年推出基于大圆柱新型电芯的产品。整体看，行业对大圆柱电池态度逐步从观望转向实际的上车应用，当前阶段需重点关注电池的实际上车效果（产品稳定性、安全性等），预计伴随产品可靠性逐步验证，基于大圆柱电池的高安全、高快充等优势，车企对大圆柱电池接受度有望进一步提升。2) 供给：24年特斯拉二代产品、LG、松下等有望进入量产，国内亿纬锂能23Q4进入量产，宁德时代、中创新航、国轩高科、欣旺达、蜂巢能源等均有技术储备。

3、46系电池对于供应链影响集中在材料、设备等。分应用领域看，储能用大圆柱影响集中在中段设备如极耳成型、集流盘焊接、极柱焊接设备等；动力用大圆柱影响集中在设备端（前述）及材料如高镍正极、结构件、硅基材料、导电剂、LiFSI以及粘结剂等。关注工艺&材料持续优化带来国内供应链机会。

投资建议：预计24-25年大圆柱电池进入规模放量阶段。重点推荐配套大客户有望率先实现46系电池放量企业亿纬锂能、宁德时代等；新型材料环节公司东山精密、东方电热等，建议关注泰和新材、金杨股份等；产线设备环节公司杭可科技、逸飞激光等。

## 五、商用车

### 5.1 中国重汽：业绩超预期，重卡角逐海外市场

事件：中国重汽发布业绩：

1) 23 年，预计实现归母净利润 10.05-11.12 亿元，同比增长 370%-420%，扣非净利润 9.97-10.90 亿元，同比增长 440%-490%；

2) 23Q4，预计实现归母净利润 3.50-4.57 亿元，同/环比增长 344.8%~419.6%/120.1%~187.4%，扣非净利润 3.58-4.51 亿元，同/环比增长 340.3%~402.7%/145.2%~208.9%。

点评：

1、23 年公司业绩超预期系报告期内物流重卡需求回升，特别是燃气重卡需求旺盛，同时叠加出口的强劲势头，重卡行业销量同比增速明显。2023 年中国重汽重卡销量 23.42 万辆，同比增长 47.47%，远超过整个行业 35.6%的增速；市场占有率达到 25.71%，位居行业首位。海外市场也同样呈现出强劲的增长势头：中国重汽重卡在 2023 年的海外市场销量突破 13 万辆，占据了行业近半数的出口销量。Q4 净利润大幅提升，主要系天然气重卡带来盈利提升、费用率在规模影响下得到优化所致。

2、24 年，预期海内外各利好因素仍将持续，公司将持续在重卡出口和天然气重卡市场领先行业。随着宏观经济总体向好和物流重卡需求的回升等因素的推动，加上持续强劲的出口表现，重卡行业的复苏态势将显著可见。公司积极抓住国际市场机遇，致力于提升在中东、拉美等高端市场的份额，将在欧美品牌主导的高端细分市场建立竞争优势。同时，加速重点产品的开发，有助于典型车型在动力性、经济性、风阻系数、整车疲劳寿命等各方面保持行业领先地位。围绕燃气车、大马力等细分市场，公司计划推动市场份额持续提升，加快产品的优化升级和结构调整，实施精准的营销策略，推动产销量不断增长，进一步提升盈利能力。

3、在海外市场方面，除了国产重卡在性价比上的优势外，品牌价值的提升也将带来持续的正面影响。特别是在东欧的重点市场、中南美地区以及“一带一路”沿线国家，预计国产重卡品牌将继续保持良好的发展态势。借助多年来积累的优势地位，中国重汽在全球的影响力也将逐步提升。

## 六、车+研究

### 6.1 机器人：特斯拉机器人有望 2025 年交付，略低于预期但不变长期巨大空间

事件：2024 年 1 月 25 日特斯拉召开 2023 全年业绩交流会议

此前市场预期 2024 年底开始小批量量产且实现 100 台/周，本次特斯拉会议表示：(1) 可能于 2025 年交付一些人形机器人，普通消费者可能需要更长时间才能购买，将每几个月向公众更新优化进展；(2) AI Day 可能 24 年举行，但低于此前的 2024 年初预期。

ELON 常给非常激进的工作时间表，并不断迫使团队完成，此次推迟机器人交付时间并非意料之外。由于 AI 控制上的运动协调性以及智能化程度难以解决，硬件上丝杠等短板环节 2-3 年内难以实现国内大批量低成本量产，一两年内人形机器人大批量量产可能性较低。

存在确定性需求，人形机器人成长空间广阔。对人形机器人的需求持续存在。需求端，由于劳动力减少（惰性+人口老龄化），人工成本持续提高，叠加国家安全因素，人形机器人具备持续增长的确切需求。供给端，生成式 AI 使具身智能具备落地可能性，产业链配套体系日渐完善，推动人形机器人打开增长空间。

### 6.2 机器人板块观点更新

1、最近机器人板块调整较多，ELON 在财报交流会上关于 2025 年逐步量产的说法是一方面，短期事件催化的空窗期和市场风格因素是另外一方面。这里要强调的是，机器人目前仍然是 0-1 阶段偏 0 位置的主题投资，参考 14 年前的电动车，波动较大是产业发展这个阶段的基本属性。

2、从机器人产业链节奏来看，后续主要催化是定点而非放量，定点的催化 2024 年还是存在的，机器人板块调整下来是中期很好的机会，从市场预期差和边际角度看，TIER2\TIER3 技术迭代仍然是定点阶段的主要边际方向。

3、前期我们推荐的新材料和新工艺方向（PEEK、冷锻等），我们仍然长期看好，短期主题的演绎受市场情绪和板块贝塔影响较大，跌下来仍然是需要长期跟踪兑现情况，持续跟踪和推荐。

4、投资建议：以 T 链为锚，持续推荐高壁垒和短板方向。持续看好三花智控、拓普集团、绿的谐波等供应链关系比较确定的标的，同时建议关注新材料 PEEK、冷锻工艺（低估值&基本面反转的新坐标）等。

### 6.3 储能：两充两放改一充一放，河南工商业储能盈利空间或被压缩

1、日前，河南省发改委发布《关于进一步完善分时电价机制有关事项的通知（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》）。《征求意见稿》显示，12月、1月、2月，高峰（含尖峰）时段16:00至24:00其中尖峰时段为12月和1月的17:00至18:00；低谷时段0:00至6:00，其他时段为平段。3~5月和9~11月，高峰时段16:00至24:00，低谷时段0:00至6:00和11:00至14:00，其他时段为平段。同时，全年高峰、平段、低谷浮动比例统一调整为1.69:1:0.46，尖峰浮动比例为高峰浮动比例的1.2倍。高峰、平段、低谷及尖峰电价由市场交易上网电价（代理购电平均上网电价）乘以峰谷浮动比例，再顺加上网环节线损费用、输配电价系统运行费用、政府性基金及附加构成。

按照此条件，河南省工商业储能的充放策略将由原先的两充两放调整至一冲一放，工商业储能盈利空间被大大压缩。在该种分时电价模式时，若在低谷充平段放，则实际电价差仅为 $(1-0.46) \times 0.6666 = 0.36$ 元/Wh，不及储能运行成本，无套利经济性可言，因此仍只能采取一充一放策略。若以现行河南工商业用电两部制电价中1-10kV平段电价0.6666元/kWh计算，则该充放电策略下的日综合价差为0.82元/kWh。

若以现行河南工商业用电两部制电价中1-10kV平段电价0.6666元/kWh计算，则该充放电策略下的日综合价差为1.08元/kWh。同时还需注意，由于该模式下尖峰时段为20-23点，与许多工商业用户的生产经营用电时段可能并不完全匹配，在实际运行中，可能存在尖峰电价时段并非企业实际用电时段，从而导致实际有效消纳电量不足、收益下降的问题。

2、据储能招投标数据整理，本周（1.21-1.27）共计招标/中标项目15/10个，其中招标4601MW/9471MWh，中标824MW/1680MWh。招标/中标容量中，锂电池占比100%/100%，平均储能时长招标/中标分别为2.1/2.04h。截至本周，本月共计招标/中标项目47/21个，其中招标7441MW/16636MWh，中标1785MW/3661MWh。

## 七、投资建议

持续推荐低成本&创新龙头和国产替代两大方向。

（1）全球看，拥有强成本优势的龙头是宁德时代等；拥有行业创新引领能力的是特斯拉、华为和宁德时代。从空间和兑现度看，优先关注机器人、复合集流体这两个空间最大、重塑性最强的赛道。看好特斯拉引领板块“机器人含量”的提升，核心标的是跟特斯拉研发协同的供应商：三花智控和拓普集团等，除了核心赛道，边际上关注以塑代钢和冷锻工艺的估值重塑机会。另外，作为全球电车创新龙头，随着新车型和新产能落地，我们预计1H24，特斯拉产业链有望迎来贝塔性爆发行情。复合集流体关注设备+制造环节布局较好的标的，我们认为1H24行业或迎来全面爆发。

（2）国产替代：这轮被错杀的方向。“降本和年降是国产替代的催化剂而不是风险”。从国产替代空间看，关注安全件（主动和被动）、座椅、执行器件等方向关注电池产业链方向的国产替代兑现可能性：高端炭黑、隔膜设备。

## 八、风险提示

电动车补贴政策不及预期：电动车补贴政策有提前退坡的可能性，补贴退坡的幅度存在不确定性，或者降低补贴幅度超出预期的风险。

汽车与电动车产销量不及预期：汽车与电动车产销量受到宏观经济环境、行业支持政策、消费者购买意愿等因素的影响，存在不确定性。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000
		地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806