



汽车及汽车零部件行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：陈传红（执业 S1130522030001） 分析师：苏晨（执业 S1130522010001）

联系人：姚云峰

chenchuanhong@gjzq.com.cn

suchen@gjzq.com.cn

yaoyunfeng@gjzq.com.cn

电池投资时钟

—— 电池赛道景气度与产能、库存周期

投资逻辑

电池作为周期成长赛道，需求增速、产能和库存周期是产业链基本面的核心影响因素。今年以来，产能利用率和库存均触底。我们认为，影响电池产业链基本面兑现的核心因素，逐步从价过渡到量。

1) 从逻辑上看，23 年是库存周期的去库周期，电池出货量的增长弱于下游需求的增长，24 年看，电池出货量的增长应该强于下游需求的增长。

2) 由于宏观经济波动、渗透率基数较高和海外的不确定性，目前市场对 24 年电车、储能等销量增长的预期较为保守，我们预计，24 年全球锂电池销量将维持 20% 以上的增长。

产能利用率周期：电池产业链具有产能利用率周期属性，资本开支&需求决定产能利用率。结合朱格拉周期与电池赛道属性，固定资产增速小于行业增速是行业从触底走向复苏的标志，信贷增速、价格及盈利波动是交叉验证指标。我们从在建工程/固定资产计算，电池、电解液、铁锂正极、低端负极龙头增速小于或在 20% 左右，与 24 年需求增速一致。ROA 多环节接近历史底部，信贷放缓，意味着行业整体产能利用率的提升，从底部走向复苏的预期显著。

库存周期：电池产业链较长，具有库存周期属性，20-21 年补库周期，材料增速大于电池增速，22-23 年电池增速大于材料增速，目前行业及龙头公司库存系数均处于行业历史底部，库存周期取决于盈利及需求预期，随需求逐步复苏，库存中枢有望稳步提升。

展望：供需平衡表修正，产能利用率触底回升。23 年是库存周期的去库周期，电池出货量的增长弱于下游需求的增长；24 年看，电池出货量的增长应该强于下游需求的增长，而供给端增速需要得到修正。根据测算，我们预计 24Q1 为产能利用率底部，后续行业景气度随产能利用率提升而修复。

投资建议

电池板块从出清到复苏到繁荣，24-25 年有望陆续迎接龙头行情到全面行情。24 年，受益于 AI 加持消费类电池进入复苏周期，动力在低库存下全年增长平稳，储能因库存原因前低后高，全球锂电池需求预计保持在 20% 以上增速，供给端资本开支放缓，库存进入温和补库周期，行业产能利用率持续提升。推荐：宁德时代、天赐材料、恩捷股份、湖南裕能、科达利、尚太科技、璞泰来等。

风险提示：

电动车补贴政策不及预期、汽车与电动车产销量不及预期、上游原材料价格波动风险等。



内容目录

| | |
|--|----|
| 一、行业：电池赛道的库存与产能利用率周期 | 4 |
| 1.1 电池赛道作为制造业，具有成长&周期双重属性 | 4 |
| 1.2 库存周期：需求波动大，产业链长，库存周期影响较大 | 5 |
| 1.3 产能利用率周期：名义产能与实际产能有偏差，关注二三线资本开支、盈利差 | 6 |
| 二、市场演绎：不同阶段的电池投资时钟 | 10 |
| 三、展望：供需平衡表修正，产能利用率持续提升 | 13 |
| 四、投资建议 | 14 |
| 五、风险提示 | 15 |

图表目录

| | |
|------------------------------|----|
| 图表 1： 产能利用率周期 | 4 |
| 图表 2： 库存周期 | 4 |
| 图表 3： 宏观周期指标与电池赛道指标映射 | 5 |
| 图表 4： 电池产业链及库存周期 | 5 |
| 图表 5： 电池产业链库存系数（行业） | 5 |
| 图表 6： 电池产业链产量数据 | 6 |
| 图表 7： 电池赛道存货/营业成本（左材料，右电池） | 6 |
| 图表 8： 电池赛道存货/营业成本（左材料，右电池） | 6 |
| 图表 9： 宁德时代存货结构（左），存货/营业成本（右） | 7 |
| 图表 10： 动力电池产能与产能利用率 | 7 |
| 图表 11： 固定资产增速（亿元，右轴：增速差） | 8 |
| 图表 12： 电池赛道在建工程/固定资产 | 8 |
| 图表 13： 电解液赛道在建工程/固定资产 | 8 |
| 图表 14： 隔膜赛道在建工程/固定资产 | 8 |
| 图表 15： 铁锂正极赛道在建工程/固定资产 | 9 |
| 图表 16： 负极赛道在建工程/固定资产 | 9 |
| 图表 17： 电池环节平均现金比率 | 9 |
| 图表 18： 电池环节 ROA | 9 |
| 图表 19： 电解液环节 ROA | 9 |
| 图表 20： 隔膜环节 ROA | 10 |
| 图表 21： 负极环节 ROA | 10 |
| 图表 22： 三元环节 ROA | 10 |
| 图表 23： 铁锂环节 ROA | 10 |
| 图表 24： 电池细分环节潜在资本开支增速 | 10 |
| 图表 25： 电池投资时钟 | 11 |



| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 26: 底部时期股价涨幅复盘..... | 11 |
| 图表 27: 底部-繁荣阶段复盘..... | 12 |
| 图表 28: 繁荣后期-下行时期复盘..... | 12 |
| 图表 29: 繁荣后期-下行时期复盘..... | 13 |
| 图表 30: 电池环节预测 (左产能, 右产能利用率)..... | 13 |
| 图表 31: 隔膜环节预测 (左产能, 右产能利用率)..... | 13 |
| 图表 32: 电解液环节预测 (左产能, 右产能利用率)..... | 13 |
| 图表 33: 负极环节预测 (左产能, 右产能利用率)..... | 13 |
| 图表 34: 近期股价复盘..... | 14 |
| 图表 35: 锂电板块重点公司估值表 (23-25E)..... | 15 |



一、行业：电池赛道的库存与产能利用率周期

1.1 电池赛道作为制造业，具有成长&周期双重属性

电池赛道属于制造业，具有产能利用率周期属性。作为制造业经典的朱格拉周期，行业主要驱动因素是企业对设备投资的周期性需求。随着技术的进步和设备的老化，企业需要更新和替换设备，这导致了固定资产投资周期性变化。

图表1：产能利用率周期

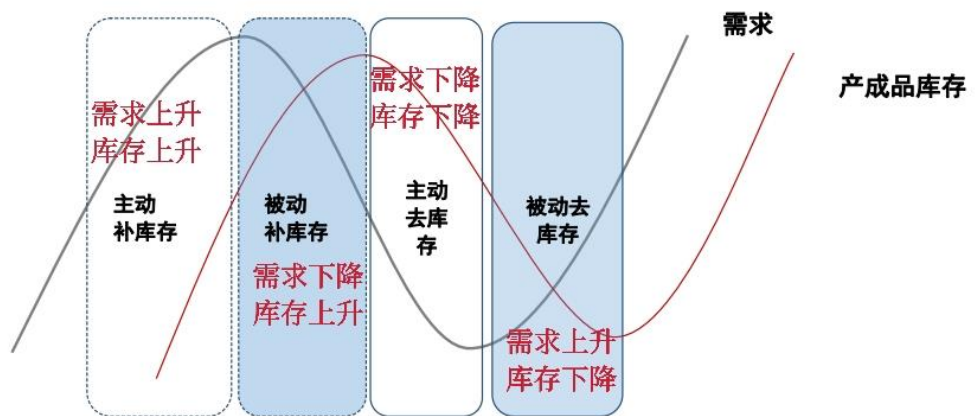


资料来源：国金证券研究所

电池赛道具有一定的生产周期，产业链长，具有库存周期属性。库存周期就是企业的库存变化情况，企业如果预期未来需求将增加，就会主动投资扩产，带动库存增加，如果预期未来需求减弱，则会降低产能，从而减少库存。不过，在实际业务中，由于工业企业是根据商品价格走势与盈利预期来调整产成品存货的，因此库存变动一般会滞后于价格与盈利预期的变化。

界定企业所处的库存周期阶段主要关注市场需求（对应企业营业收入）和企业生产（对应企业库存）的情况。当企业的存货和营业收入同步上行，一般表示企业生产经营好转，且对未来经营抱有良好的预期，对应的是主动补库存阶段；当企业存货上行而营收下行，则表示市场需求下滑，但企业的生产行为还没有及时调整，于是库存增加，对应被动补库存的阶段。

图表2：库存周期



资料来源：国金证券研究所

我们将电池赛道的行业指标映射到宏观经济指标如下：

宏观经济 VS 电池赛道：终端需求映射 GDP 增速，固定资产及在建工程增速映射固定资产投资总额增速，电池产业链各环节 ROA 价格变化映射 CPI、PPI、大宗商品等，信贷则以



资产负债率映射 M1、M2。存货/营业成本，考虑电池赛道盈利变化较大，映射存货/营业收入。

图表3: 宏观周期指标与电池赛道指标映射

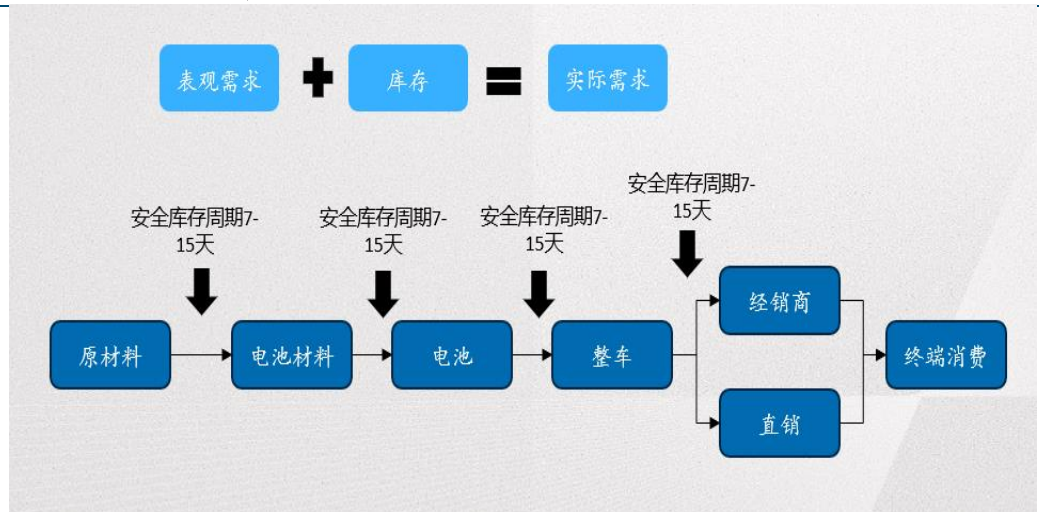
| 周期类型 | 信号 | 宏观分析指标 | 电池赛道分析指标 |
|--------------------|------|--------------|------------------|
| 产能利用率周期 (朱格拉周期) | 需求 | GDP 增速 | 终端需求 (动力、消费、储能) |
| | 资本开支 | 固定资产投资总额增速 | 固定资产增速, 在建工程增速 |
| | 价格变化 | CPI、PPI、大宗商品 | ROA |
| | 信贷 | M1、M2 同比 | 现金比率等 |
| 库存周期 (基钦周期) | 库存 | 存货/营业收入 | 存货/营业收入, 存货/营业成本 |

资料来源: 国金证券研究所

1.2 库存周期: 需求波动大, 产业链长, 库存周期影响较大

电池产业链较长, 各个环节在原材料采购到生产到备货均有库存的需求, 正常的安全库存会在 7-15 天, 景气度较高会提前备至 1-2 个月, 使得需求在整个库存周期放大或者缩小。

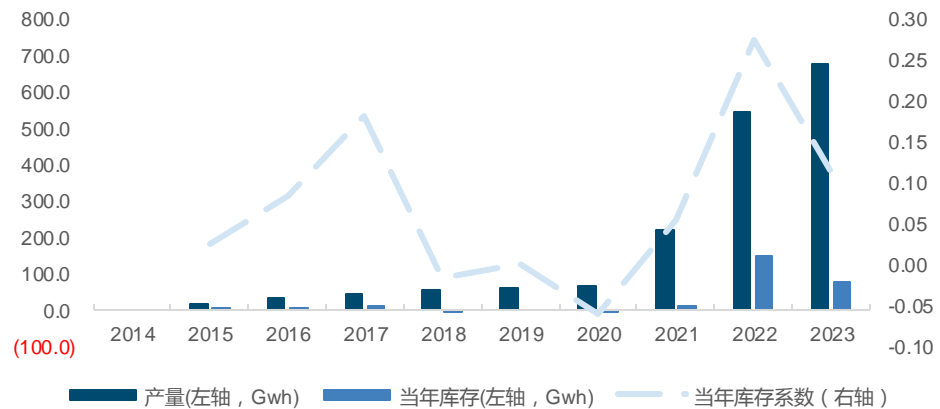
图表4: 电池产业链及库存周期



资料来源: 公司公告、国金证券研究所

从行业公开数据看, 电池-电池材料环节 21 年暴力补库, 材料增速大于电池增速, 2022-2023 年经历去库, 材料增速低于电池增速。

图表5: 电池产业链库存系数 (行业)



资料来源: GGII、国金证券研究所测算



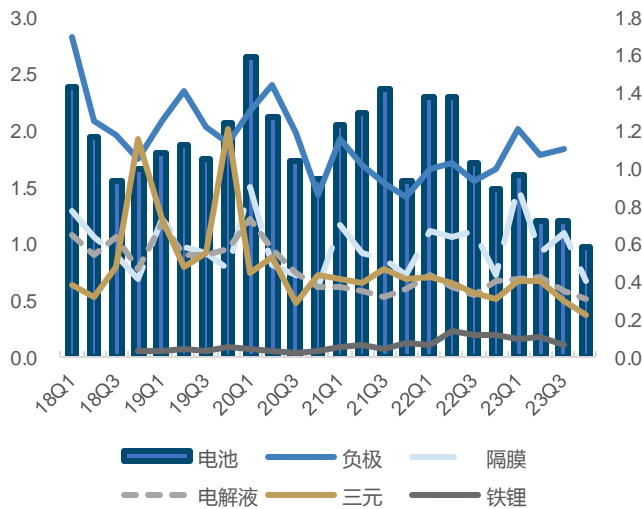
图表6: 电池产业链产量数据

| 产量 | 2021H1 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------|---------|---------|------|------|
| 电池 (Gwh) | 110 | 324 | 750 | 940 |
| 电解液(万吨) | 13 | 44 | 85 | 100 |
| 负极(万吨) | 35 | 81.6 | 140 | 165 |
| 正极(万吨) | 45 | 111.17 | 185 | 230 |
| 隔膜(亿平) | 34 | 79 | 130 | 150 |
| 同比增速 (%) | 2021H1 | 2021 | 2022 | 2023 |
| 电池 | 60% | 106% | 131% | 25% |
| 电解液 | 超过 130% | 超过 100% | 93% | 18% |
| 负极 | 超过 130% | 超过 100% | 72% | 18% |
| 正极 | 超过 130% | 超过 100% | 66% | 24% |
| 隔膜 | 超过 130% | 超过 100% | 65% | 15% |

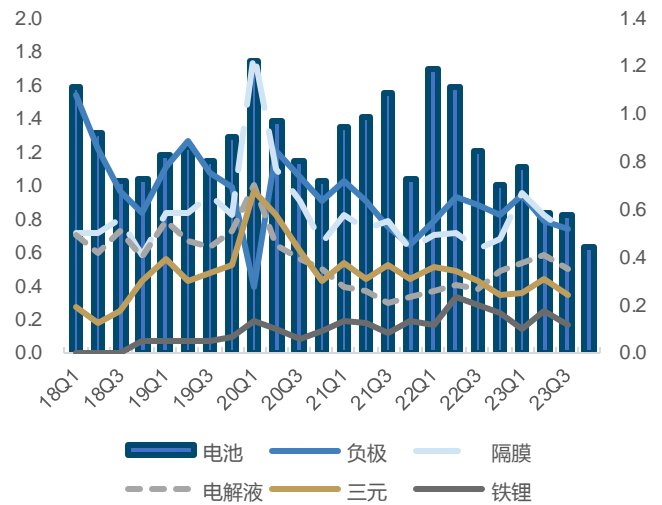
资料来源: 工信部、国金证券研究所

从公司财务指标看, 从 21Q4-22Q4 产业链进入去库周期, 目前电池赛道的存货/营业收入跌至 0.2, 较上轮周期更低。从宁德时代的存货细分指标看, 其中原材料占存货比例处于历史低位, 占存货比例为 9%, 存货/营业成本也处于历史低位。因此从电池、材料环节看, 到 23 年 Q3-Q4, 除负极偏高以外, 行业的库存周期接近历史底部。

图表7: 电池赛道存货/营业成本 (左材料, 右电池)



图表8: 电池赛道存货/营业成本 (左材料, 右电池)



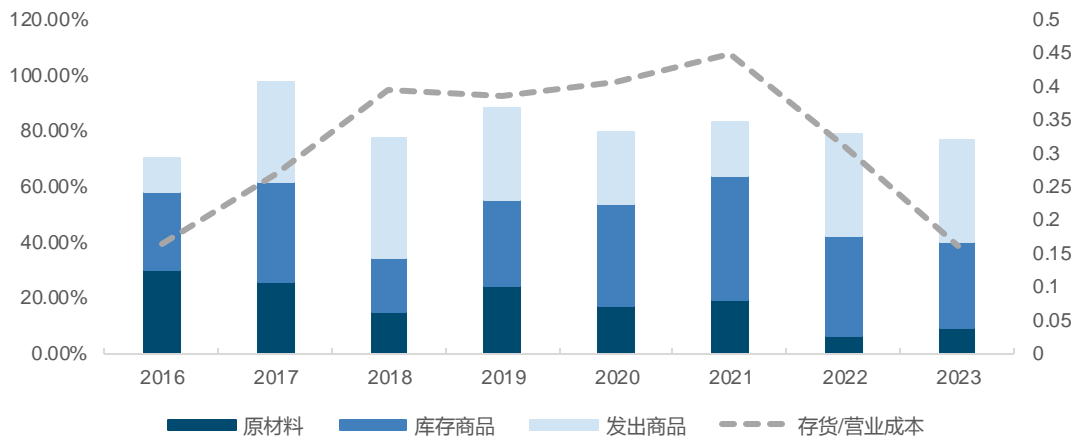
资料来源: Wind、国金证券研究所

资料来源: Wind、国金证券研究所测算

注: 电池包含: 宁德时代(龙头)、亿纬锂能、国轩高科、孚能科技、欣旺达、鹏辉能源, 负极包含: 贝特瑞、杉杉股份、翔丰华、中科电气、尚太科技, 电解液包含天赐材料(龙头)、多氟多、天际股份、永太科技、胜华新材, 隔膜包含: 恩捷股份(龙头)、星源材质, 三元包含: 当升科技(龙头)、容百科技, 铁锂包含: 湖南裕能(龙头)、德方纳米, 以下财务分析公司数据来源均相同。



图表9: 宁德时代存货结构 (左), 存货/营业成本 (右)



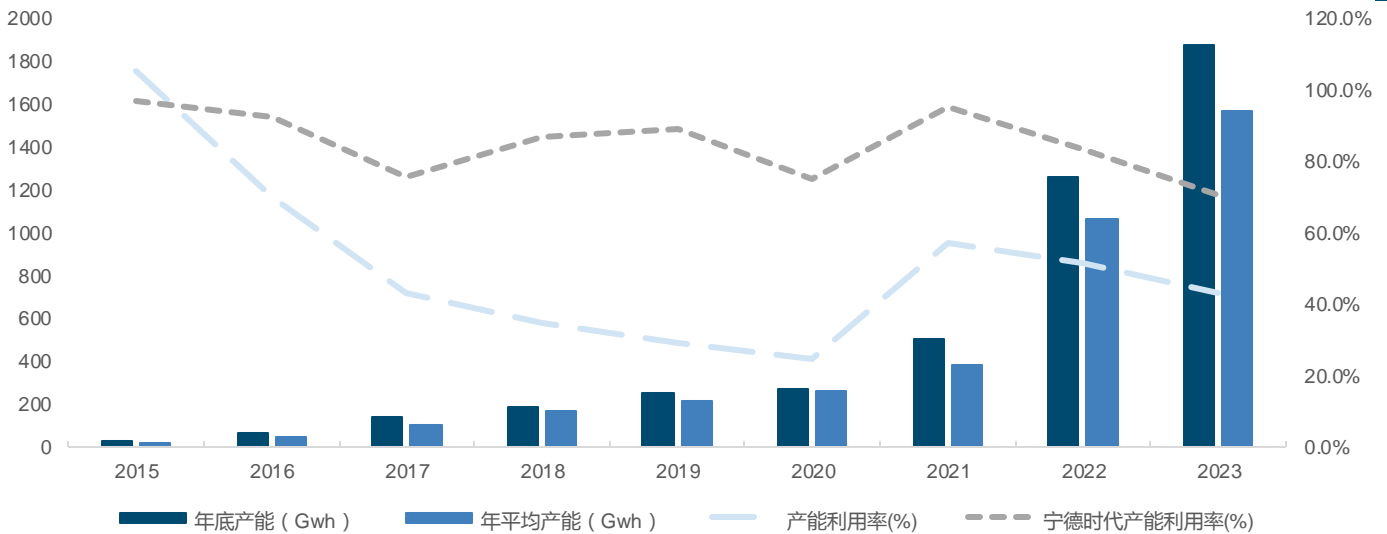
资料来源: 公司公告、国金证券研究所测算

1.3 产能利用率周期: 名义产能与实际产能有偏差, 关注二三线资本开支、盈利差

产能利用率周期: 2017-2020 年产能利用率触底, 行业出清, 2021 年需求爆发产能利用率提升, 2022 年-23 年需求维持高增, 但产能利用率有所下降。

名义产能持续过剩, 过去 8 年, 动力电池整体行业一直处于过剩, 但龙头产能利用率一直处于较高水平。从历史的名义产能看, 过去几年电池行业持续处于总量过剩的阶段, 龙头公司的产能利用率与宁德时代上轮周期产能利用率底部在 70%, 与 2023 年一致。

图表10: 动力电池产能与产能利用率



资料来源: GGII、鑫椴锂电、国金证券研究所测算, 库存及库存系数为当年累计计算

资本开支: 龙头与二三线存在资本开支节奏差异。

固定资产增速: 在行业底部、复苏时期, 龙头的固定资产增速高于二三线公司, 市占率提升, 但考虑下游供应链、竞争格局原因, 龙头产能增速存在天花板。对于二三线公司, 由于行业底部产能已过剩, 盈利水平较差, 二三线开工率较低, 在建工程无法转固。在行业复苏中期, 产品价格显著上涨, 行业整体盈利修复, 二三线开工率&盈利提升, 新增产能投放, 固定资产增速大于龙头公司, 行业开始走向过剩。

综上, 对于赛道景气度反转, 观测龙头的潜在资本开支/需求 (产能利用率向上反转)、二三线的资本开支 (产能利用率向下反转) 为主要指标。当龙头潜在产能增速接近与后续需求增速相匹配, 同时持续看到二三线在建工程累积, 行业触底。当二三线在建工程、产能开始加速投放, 高于行业增速, 行业拐点向下。

电池环节: 宁德时代与二三线电池厂在建工程/固定资产呈现交叉, 说明宁德时代逆势扩



张，而二三线因盈利等原因无法扩产，且宁德时代在建工程/固定资产增速与 24 年增速接近，预计行业产能利用率 24Q1 触底回升。

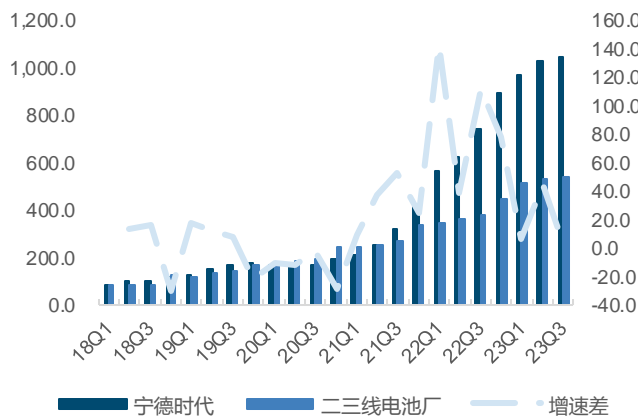
电解液环节：天赐材料与三线六氟厂在建工程/固定资产呈现交叉，说明天赐材料逆势扩张，而二三线因盈利等原因无法或推迟扩产，且天赐材料在建工程/固定资产增速略高于 24 年增速接近，预计行业产能利用率 24Q1 触底回升。

隔膜环节：恩捷股份与二线隔膜厂在建工程/固定资产未呈现交叉，在建工程/固定资产高于行业增速，存在潜在竞争加剧风险，但股价已预期。

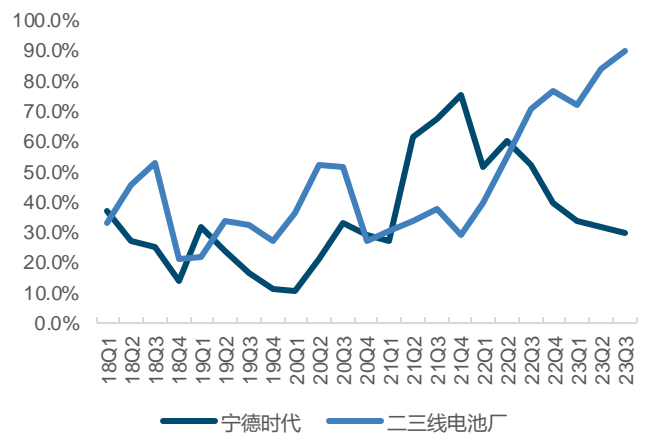
铁锂环节：湖南裕能在建工程/固定资产与行业增速匹配，而二三线因盈利等原因无法或推迟扩产，预计行业产能利用率 24Q1 触底回升。

负极环节：低端负极在建工程/固定资产低于行业增速，说明行业洗牌较为激烈，高端负极处于扩产中。

图表11: 固定资产增速 (亿元, 右轴: 增速差)



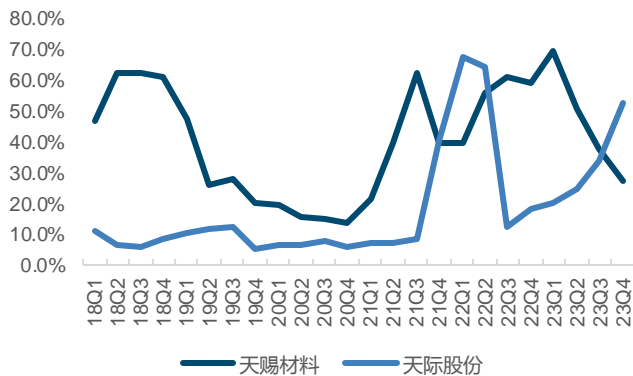
图表12: 电池赛道在建工程/固定资产



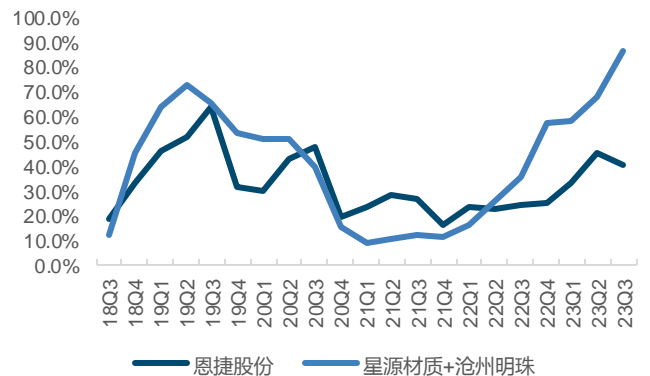
资料来源: Wind、国金证券研究所

Wind: 各公司公告、国金证券研究所测算

图表13: 电解液赛道在建工程/固定资产



图表14: 隔膜赛道在建工程/固定资产

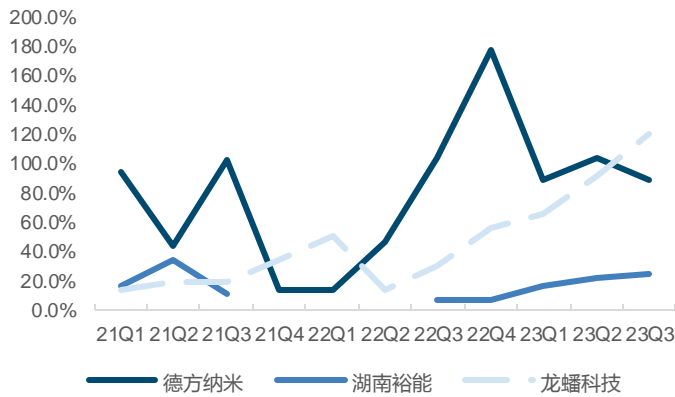


资料来源: Wind、国金证券研究所

资料来源: Wind、国金证券研究所测算

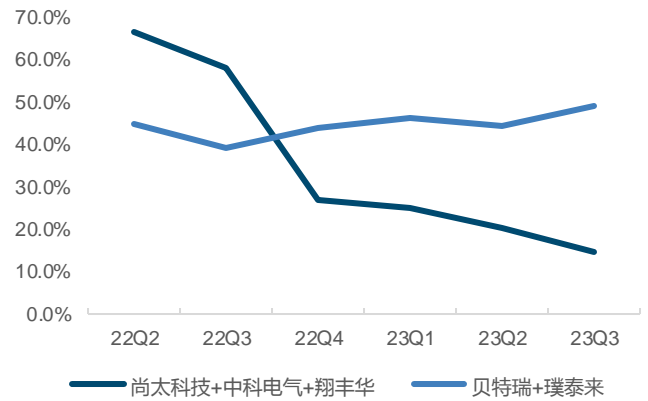


图表15: 铁锂正极赛道在建工程/固定资产



资料来源: Wind、国金证券研究所

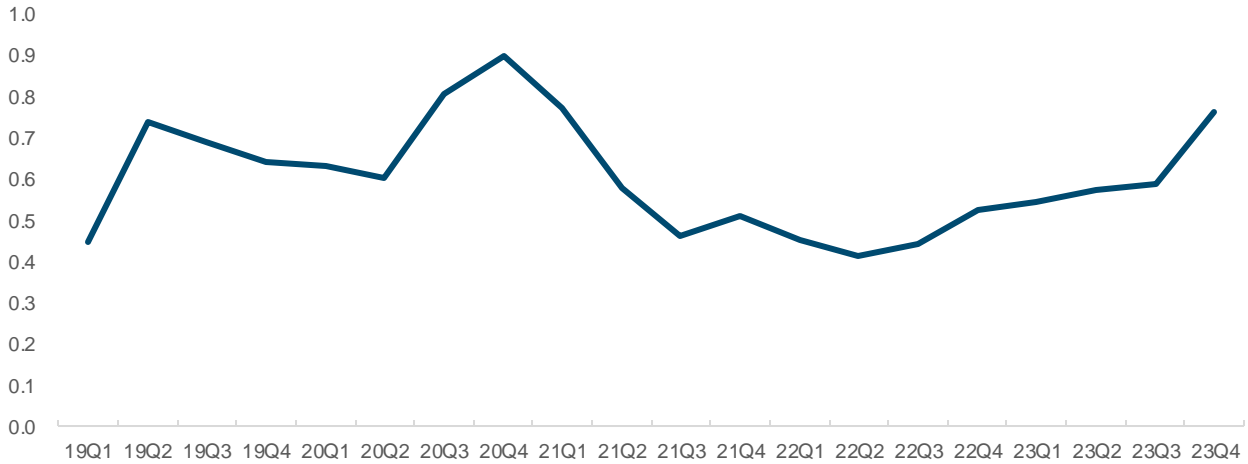
图表16: 负极赛道在建工程/固定资产



资料来源: Wind、国金证券研究所测算

从现金比率看, 电池融资倾向逐步减弱。由于电池赛道在 2018-2022 年陆续迎来了上市, 信贷角度关联度或较小, 但定性来看, 以现金比率衡量。电池赛道从 20Q4 开始信贷开始扩张, 22Q1 开始信贷开始逐步下降。

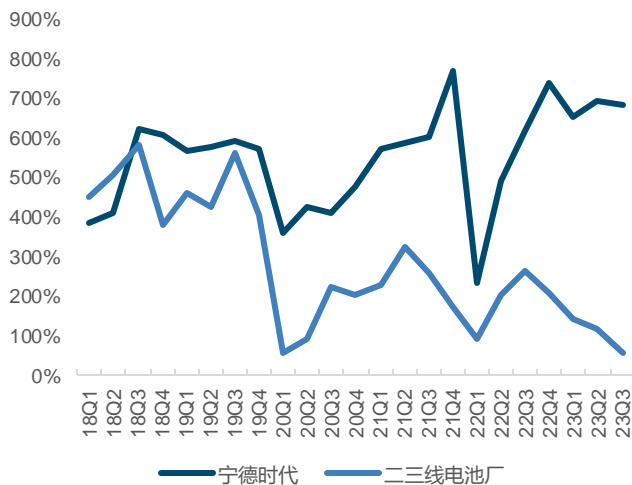
图表17: 电池环节平均现金比率



资料来源: Wind、国金证券研究所测算

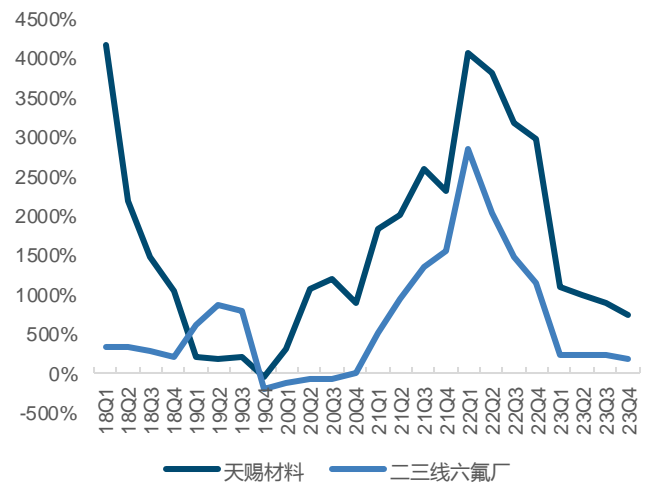
从价格角度, 我们主要以 ROA 水平 (年化) 来考量价格的波动, 二三线盈利水平可以进一步验证产能利用率&库存周期, 同时反映产业端的成本曲线演绎。

图表18: 电池环节 ROA



资料来源: Wind、国金证券研究所

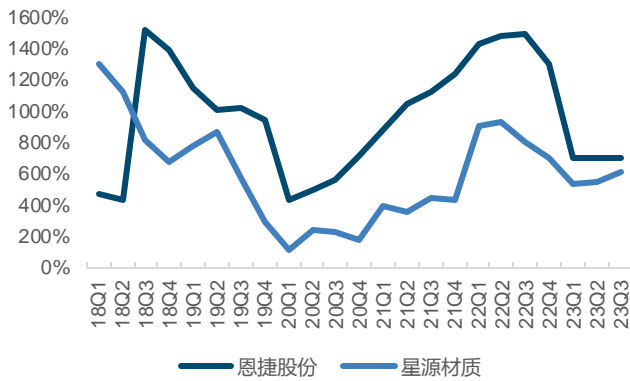
图表19: 电解液环节 ROA



资料来源: Wind、国金证券研究所测算

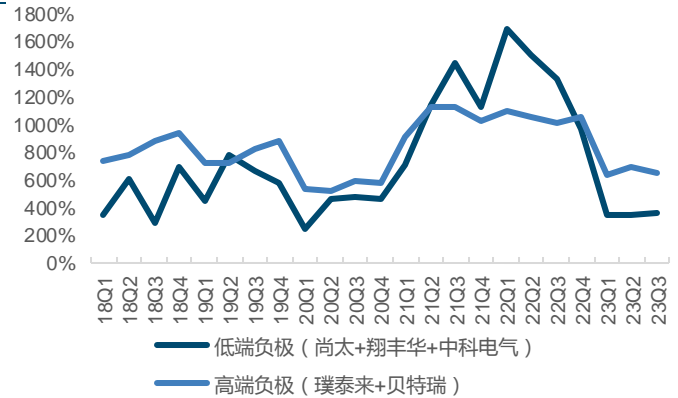


图表20: 隔膜环节 ROA



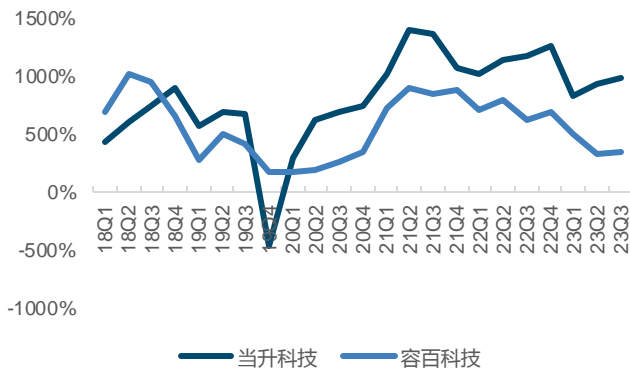
资料来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 负极环节 ROA



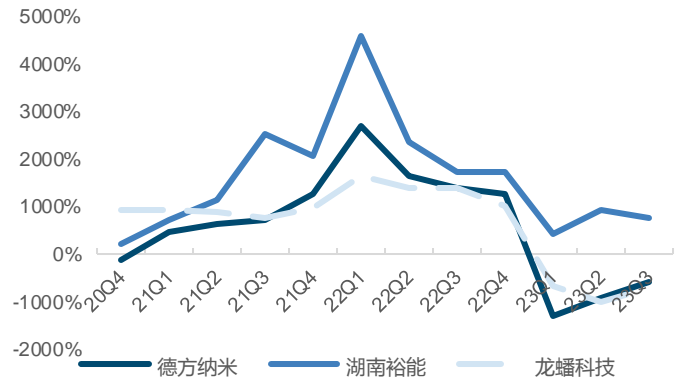
资料来源: Wind、国金证券研究所测算

图表22: 三元环节 ROA



资料来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 铁锂环节 ROA



资料来源: Wind、国金证券研究所测算

见底状况: 电池>电解液>铁锂正极≈低端负极>三元正极>高端负极≈隔膜

图表24: 电池细分环节潜在资本开支增速

| 龙头产能弹性 | 24E | 龙头公司 |
|--------|--------|-----------|
| 电池 | <21.7% | 宁德时代 |
| 电解液 | <21% | 天赐材料、多氟多 |
| 低端负极 | <22% | 尚太科技、中科电气 |
| 高端负极 | <40% | 璞泰来、贝特瑞 |
| 正极 | <25% | 湖南裕能 |
| 隔膜 | <35% | 恩捷股份 |

资料来源: Wind、国金证券研究所测算

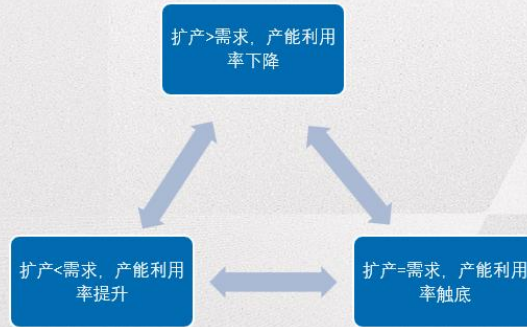
二、市场演绎: 不同阶段的电池投资时钟

在电池板块周期演绎过程中, 行业熊转牛阶段主要是板块触底反转, 迎接的是行业龙头行情。从复苏到全面繁荣会迎来二三线公司的补涨, 同时具备价格弹性的细分赛道表现更佳。在行业下行的阶段, 板块股价总体下行, 周期性、二三线品种则会出现超跌, 0-1 的新技术则存在阶段性的更好的表现。



图表25: 电池投资时钟

行情: 单位盈利下降, 龙头公司需要通过降价来出清过剩产能, 此时板块是熊市, 一般新技术表现较好。



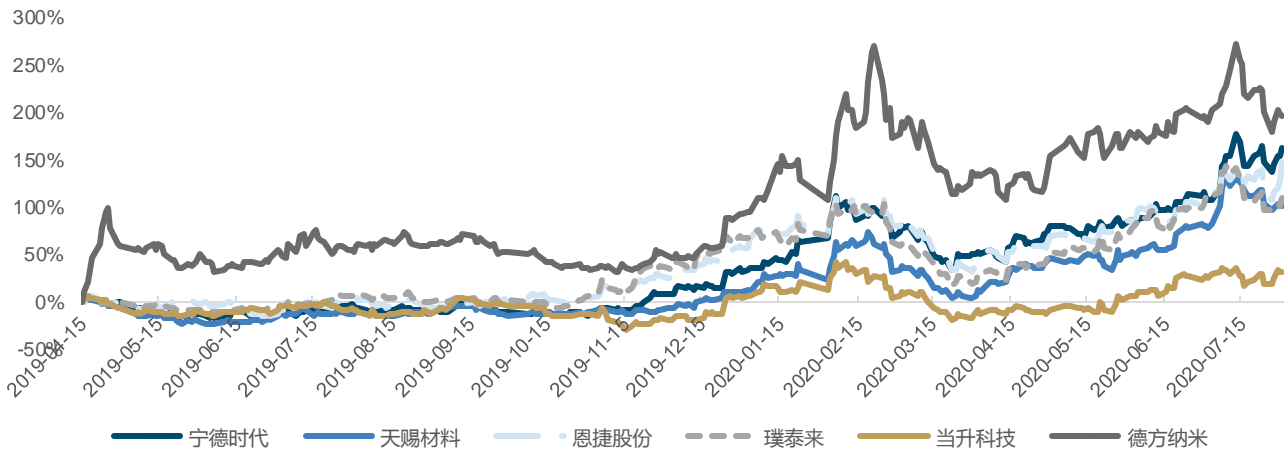
行情: 行业单位盈利上行, 此时二三线公司因为产能利用率增加, 股价弹性甚至比龙头更大。优选量价都有弹性的强周期性环节, 次选产能利用率边际提升最快的二三线标的。

行情: 单位盈利企稳, 有成本优势的龙头公司迎来反转, 非龙头公司因为产能利用率和价格因素, 处于盈亏平衡点或者亏损状态。此阶段, 低成本龙头公司将迎来估值修复的独立行情, 刚触底阶段是双击行情。

资料来源: 国金证券研究所

在行业底部→复苏阶段, 价格&盈利确定性表现较好, 如宁德时代、恩捷股份, 正极因为铁锂渗透率变化导致股价有所差异, 产品价格处于下行通道的天赐材料、天齐锂业跑输其他细分品种龙头。

图表26: 底部时期股价涨幅复盘

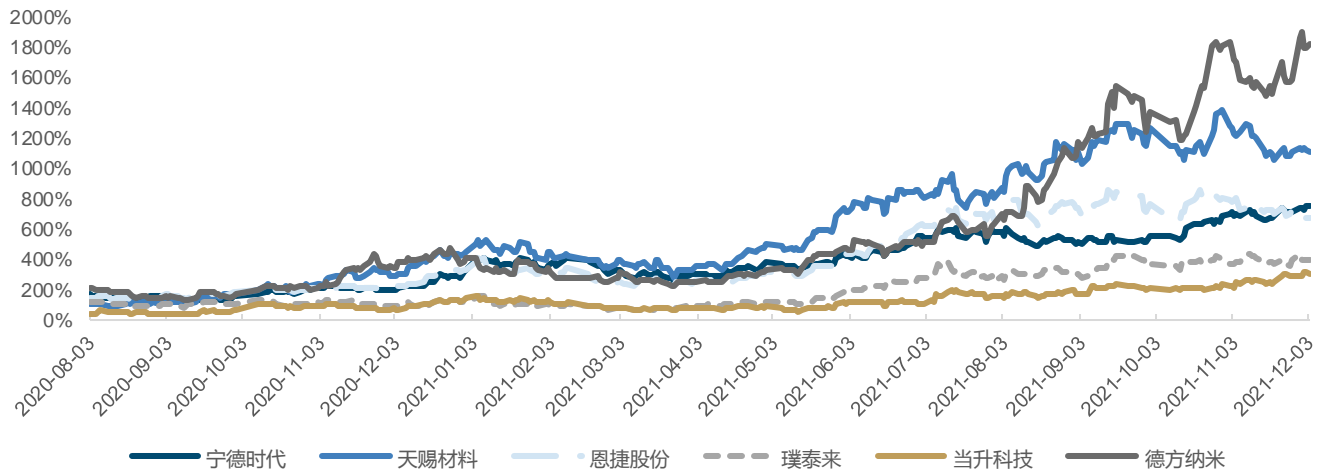


资料来源: Wind、国金证券研究所

复苏→繁荣阶段, 具备价格弹性的表现更佳, 如天赐材料、德方纳米, 其中德方还具备铁锂行业渗透率提升的β, 价格弹性品种展现出更强的股价爆发力。



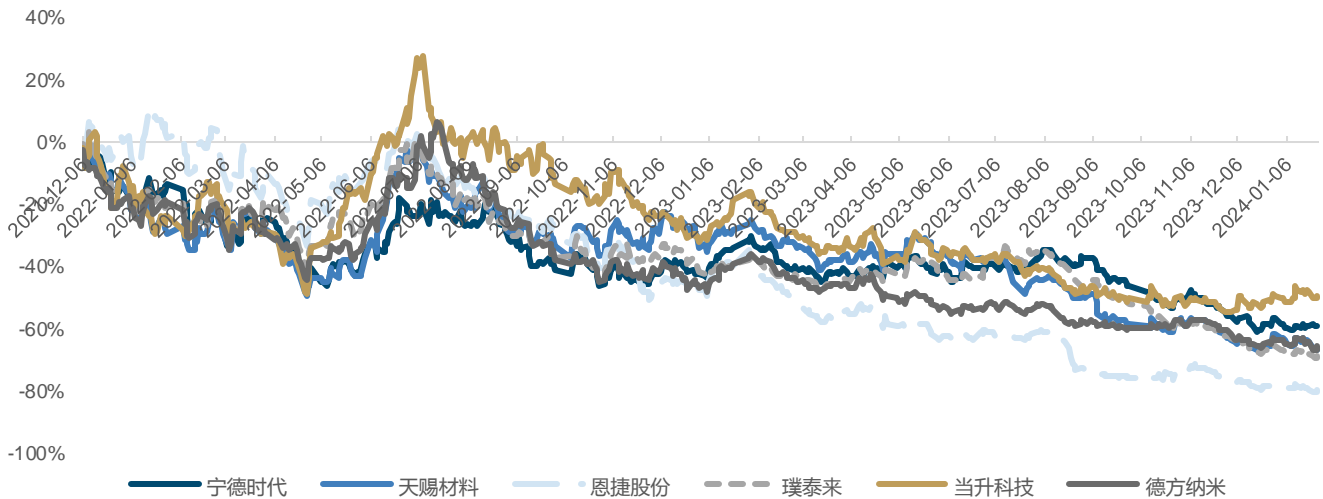
图表27: 底部-繁荣阶段复盘



资料来源: Wind、国金证券研究所

繁荣后期→下行周期, 市场整体下跌, 超额收益来源于业绩兑现度(当升科技、宁德时代当年业绩兑现度较高)以及新技术的阶段性演绎(传艺科技代表的钠电池、宝明科技代表复合铜箔、金龙羽代表的固态电池等), 而部分价格下跌的或竞争格局恶化的公司股价也出现了超跌。

图表28: 繁荣后期-下行时期复盘



资料来源: Wind、国金证券研究所



图表29: 繁荣后期-下行时期复盘

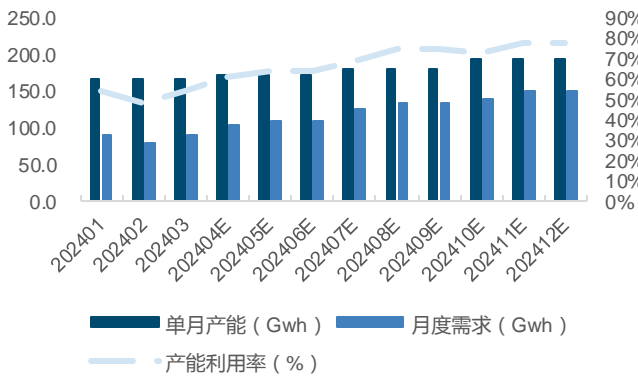


资料来源: Wind、国金证券研究所

三、展望：供需平衡表修正，产能利用率持续提升

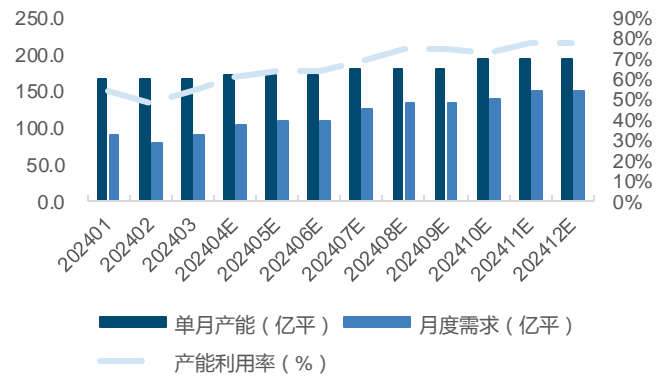
从逻辑上看，23 年是库存周期的去库周期，电池出货量的增长弱于下游需求的增长；24 年看，电池出货量的增长应该强于下游需求的增长，且需求呈前低后高状态，产能利用率持续提升。根据主赛道各材料环节竞争格局演绎预期、盈利企稳节奏等分析，依次推荐电池、隔膜、结构件、正极、电解液、负极。当行业产能利用率触底，行业龙头公司股价上涨，建议配置各环节低成本龙头公司，宁德时代、天赐材料、湖南裕能、尚太科技、恩捷股份等。

图表30: 电池环节预测 (左产能, 右产能利用率)



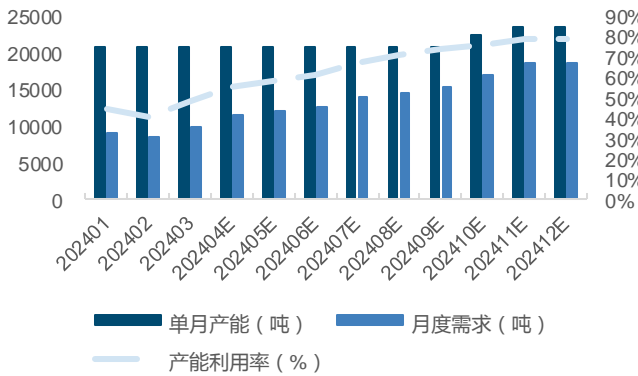
资料来源: 各公司公告、隆众资讯、国金证券研究所测算

图表31: 隔膜环节预测 (左产能, 右产能利用率)



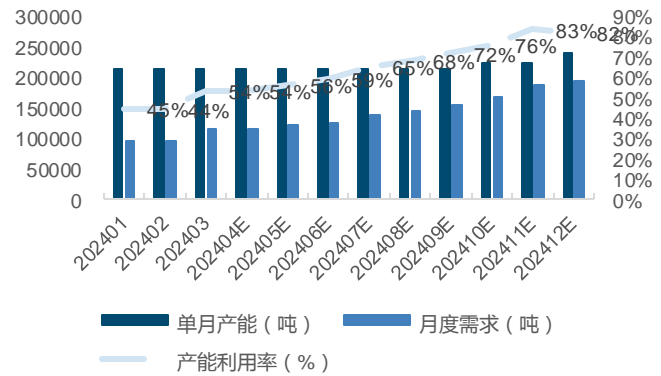
资料来源: 各公司公告、隆众资讯、国金证券研究所测算

图表32: 电解液环节预测 (左产能, 右产能利用率)



资料来源: 各公司公告、隆众资讯、国金证券研究所测算

图表33: 负极环节预测 (左产能, 右产能利用率)



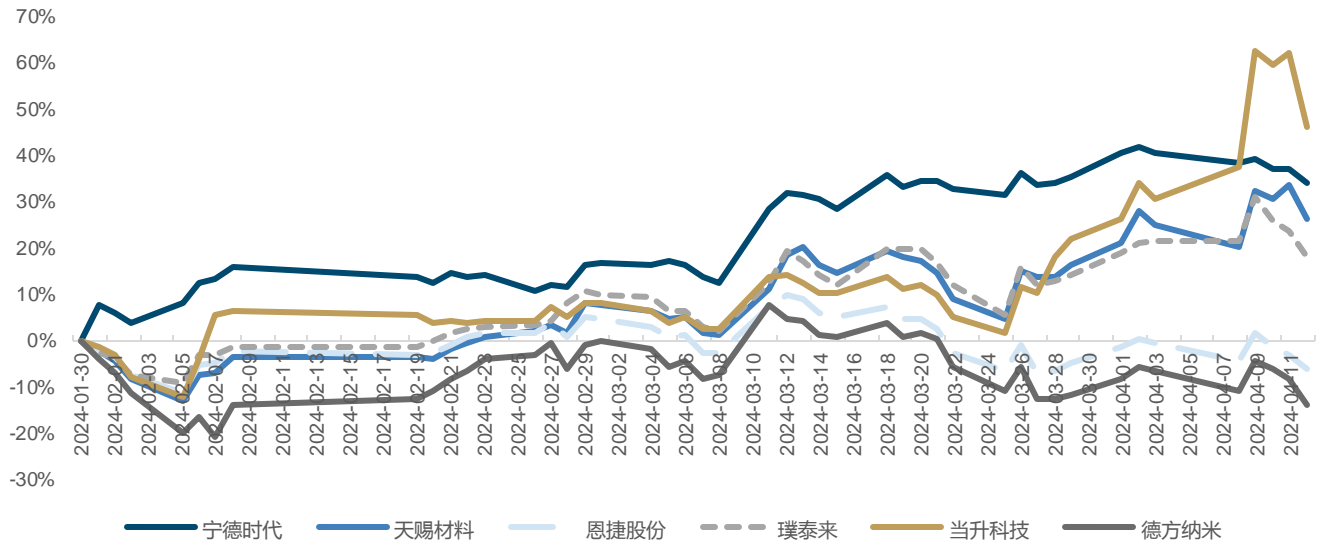
资料来源: 各公司公告、隆众资讯、国金证券研究所测算

板块演绎：站在新一轮复苏的起点，24 年-25 年或迎来从演绎龙头到板块的全面行情。



如上轮周期开始一致，2024 年板块反弹以来，市场仍先演绎业绩确定性（宁德时代），近期演绎涨价弹性（负极、电解液）。

图表34：近期股价复盘



资料来源：Wind、国金证券研究所

四、投资建议

电池作为周期成长赛道，需求增速、产能和库存周期是产业链基本面的核心影响因素。今年以来，产能利用率和库存均触底。我们认为，影响电池产业链基本面兑现的核心因素，逐步从价过渡到量。当前股价的核心矛盾，是市场对 24 年行业终端增速的担忧，目前市场对于电池出货量增长的预期，显著低于零部件和整车，估值也显著折价。

从逻辑上看，23 年是库存周期的去库周期，电池出货量的增长弱于下游需求的增长，24 年看，电池出货量的增长我们预计强于下游需求的增长，在供给端增速放缓，需求呈现前低后高的情况下，行业伴随产能利用率提升而逐步实现景气度修复。

投资建议：建议配置各环节低成本龙头公司，推荐：宁德时代、天赐材料、恩捷股份、湖南裕能、科达利、尚太科技、璞泰来等。


图表35：锂电板块重点公司估值表（23-25E）

| 细分环节 | 公司 | 股价 | 市值 | 业绩（百万元） | | | PE | | |
|--------|------|-------|----------|---------|-------|-------|-----|-----|-----|
| | | | | 23E | 24E | 25E | 23E | 24E | 25E |
| 隔膜 | 恩捷股份 | 41 | 400.5 | 2997 | 3404 | 4122 | 13 | 12 | 10 |
| 隔膜 | 星源材质 | 11.5 | 155 | 982 | 1294 | 1693 | 16 | 12 | 9 |
| 电池 | 宁德时代 | 188.4 | 8,287.40 | 44120 | 47000 | 54200 | 19 | 18 | 15 |
| 电池 | 亿纬锂能 | 36.7 | 750.6 | 4397 | 5959 | 7846 | 17 | 13 | 10 |
| 结构件 | 科达利 | 87.7 | 236.8 | 1416 | 1797 | 1895 | 17 | 13 | 13 |
| LFP 正极 | 湖南裕能 | 36.5 | 276.2 | 1892 | 1793 | 2633 | 15 | 15 | 10 |
| 三元正极 | 当升科技 | 47 | 238.1 | 1567 | 1866 | 1848 | 15 | 13 | 13 |
| 电解液 | 天赐材料 | 24.2 | 464.9 | 1522 | 2095 | 2698 | 31 | 22 | 17 |
| 负极 | 尚太科技 | 34.5 | 89.9 | 729 | 881 | 1200 | 12 | 10 | 7 |
| 芳纶隔膜 | 泰和新材 | 11.6 | 99.9 | 389 | 666 | 952 | 26 | 15 | 10 |
| 结构件 | 东山精密 | 13.8 | 235.1 | 2090 | 2666 | 3431 | 11 | 9 | 7 |
| 电池 | 珠海冠宇 | 12.5 | 139.7 | 972 | 1371 | 1542 | 14 | 10 | 9 |
| 电池 | 豪鹏科技 | 37.3 | 30.6 | 75 | 245 | 393 | 41 | 13 | 8 |
| 预镀镍 | 东方电热 | 4.9 | 72 | 655 | 533 | 656 | 11 | 14 | 11 |

资料来源：公司公告、国金证券研究所

注：股价取自 2024 年 4 月 12 日收盘价格，归母净利润预测来源于 Wind 一致预期

五、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。

原材料价格波动风险：上游碳酸锂等原材料涨价波动或带来电池及电池材料企业的利润波动。



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。

任何形式的复制、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
 电话：021-60753903
 传真：021-61038200
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
 邮编：201204
 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
 紫竹国际大厦 7 楼

北京
 电话：010-85950438
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100005
 地址：北京市东城区建内大街 26 号
 新闻大厦 8 层南侧

深圳
 电话：0755-83831378
 传真：0755-83830558
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
 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



【小程序】
 国金证券研究服务



【公众号】
 国金证券研究