

赣锋锂业（002460.SZ）——半年报点评

二季度业绩环比有所改善，锂资源布局进入收获期

优于大市

核心观点

公司发布半年报：上半年实现营收 95.89 亿元，同比-47.16%；实现归母净利润-7.60 亿元，同比-113%；实现扣非归母净利润-1.60 亿元，同比-103.90%。公司上半年净利润转亏主要是因为锂盐价格同比明显下降，其中国产电池级碳酸锂上半年均价约 10.36 万元/吨，Q1/Q2 均价分别约 10.15/10.54 万元/吨，国产电池级氢氧化锂上半年均价约 9.37 万元/吨，Q1/Q2 均价分别约 8.95/9.75 万元/吨。

财务数据方面：①截止至 2024 年上半年，公司资产负债率为 46.32%，相比于 2023 年末上升 3.37 个百分点；在手货币资金约 83.55 亿元，同比-24.83%；在手存货约 81.21 亿元，同比-28.50%；②今年上半年，公司确认投资收益约 3.82 亿元，同比-37.95%，投资收益主要是来自于公司所参股的 Marion 矿山和五矿一里坪盐湖等项目。

上游锂资源情况：公司锂资源继续实现突破：①Mt Marion 90 万吨/年锂辉石精矿产能目前在逐步释放的过程中；②Caucharí 年产 4 万吨碳酸锂项目已于 2023 年上半年完成项目建设，目前产出已爬坡至设计产能的 70%左右，计划在 2024 年完成 2-2.5 万吨碳酸锂产品的生产；③Mariana 计划 2024 年底前试生产；④公司增持 Mali Lithium 公司至 60%的股权，旗下 Goulamina 锂辉石项目一期规划年产 50.6 万吨锂辉石精矿产能项目建设正在进行中，预计将于今年内产出首批锂辉石产品；⑤PPG 项目在前准备过程中；⑥松树岗项目探转采手续已完成；⑦蒙金矿业加不斯锂钽矿项目目前已完成一期 60 万吨/年采选工程的建设并开始调试。

中游锂盐深加工：截至目前公司已在国内形成约合 15 万吨 LCE 以上的锂盐产品生产能力，再加上阿根廷 Caucharí 锂盐湖 4 万吨 LCE 产能，总产能达到将近 20 万吨 LCE。

下游锂电池业务：公司目前已在 新余、东莞、宁波、苏州、惠州、重庆等地设立锂电池研发及生产基地。我们预计公司今年年底锂电池业务将形成年产约 20Gwh 的有效产能。

风险提示：项目建设进度不达预期，锂盐产品产销量不达预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2024-2026 年营收分别为 195.47/238.00/302.86（原预测 271.70/338.31/405.04）亿元，同比增速分别为-40.7%/21.8%/27.3%；归母净利润分别为 2.70/19.17/28.64（原预测 44.36/58.82/69.20），同比增速分别为-94.6%/611.3%/49.4%；摊薄 EPS 分别为 0.13/0.95/1.42 元，当前股价对应 PE 为 205/29/19X。考虑到公司是全球最优质的锂业公司，目前已构建闭环锂生态系统，在全球范围内有众多优质锂资源布局，成长性非常值得期待，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	41,823	32,972	19,547	23,800	30,286
(+/-%)	274.7%	-21.2%	-40.7%	21.8%	27.3%
净利润(百万元)	20,504	4,947	270	1,917	2,864
(+/-%)	292.2%	-75.9%	-94.6%	611.3%	49.4%
每股收益(元)	10.17	2.45	0.13	0.95	1.42
EBIT Margin	43.7%	6.3%	4.3%	8.8%	11.4%
净资产收益率 (ROE)	46.6%	10.5%	0.6%	3.9%	5.7%
市盈率 (PE)	2.7	11.1	204.5	28.8	19.3
EV/EBITDA	4.6	32.2	23.8	15.5	12.0
市净率 (PB)	1.25	1.17	1.17	1.14	1.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

有色金属·能源金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	27.33 元
总市值/流通市值	55129/44064 百万元
52 周最高价/最低价	49.65/25.34 元
近 3 个月日均成交额	483.16 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

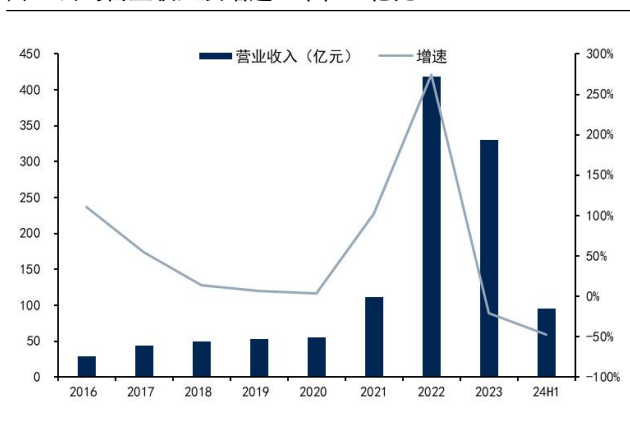
相关研究报告

- 《赣锋锂业（002460.SZ）年报点评：锂产业链布局持续突破，锂资源项目将逐步放量》——2024-04-06
- 《赣锋锂业（002460.SZ）三季报点评：三季度锂盐产品利润承压，未来有望逐步修复》——2023-11-01
- 《赣锋锂业（002460.SZ）半年报点评：锂资源继续实现突破，锂电池业务表现亮眼》——2023-08-31
- 《赣锋锂业（002460.SZ）-2022 年兑现高盈利增长，全产业链布局有望提速》——2023-04-02
- 《赣锋锂业（002460.SZ）-三季度锂盐产品量价齐升，一体化布局持续取得突破》——2022-10-31

◆ 24H1 实现归母净利润-7.60 亿元

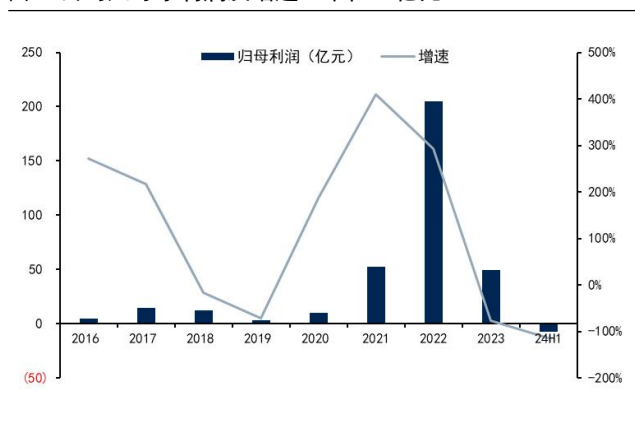
公司发布半年报：上半年实现营收 95.89 亿元，同比-47.16%；实现归母净利润 -7.60 亿元，同比-113%；实现扣非归母净利润-1.60 亿元，同比-103.90%；实现经营活动产生的现金流量净额 3.94 亿元，同比+246.50%。24Q1/Q2 分别实现营收 50.58/45.31 亿元，Q2 环比-10.42%；24Q1/Q2 分别实现归母净利润-4.39/-3.21 亿元，Q2 环比+26.75%；24Q1/Q2 分别实现扣非归母净利润-2.54/0.94 亿元，Q2 环比+136.90%。公司上半年净利润转亏主要是因为锂盐价格同比明显下降，其中国产电池级碳酸锂上半年均价约 10.36 万元/吨，Q1/Q2 均价分别约 10.15/10.54 万元/吨，国产电池级氢氧化锂上半年均价约 9.37 万元/吨，Q1/Q2 均价分别约 8.95/9.75 万元/吨。另外，上半年归母净利润和扣非利润差异较大，主要是来自于公司所持 Pilbara 股价下跌所造成的公允价值变动损失。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

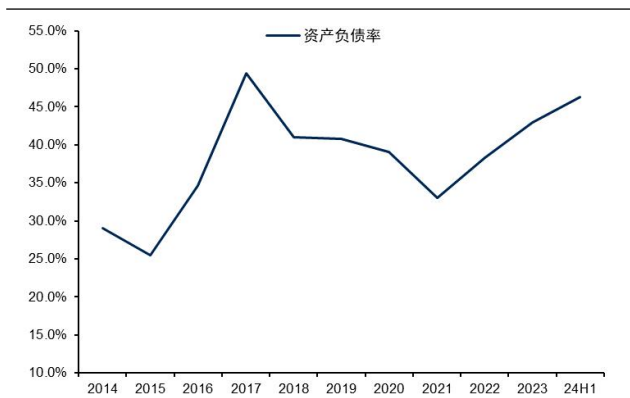
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

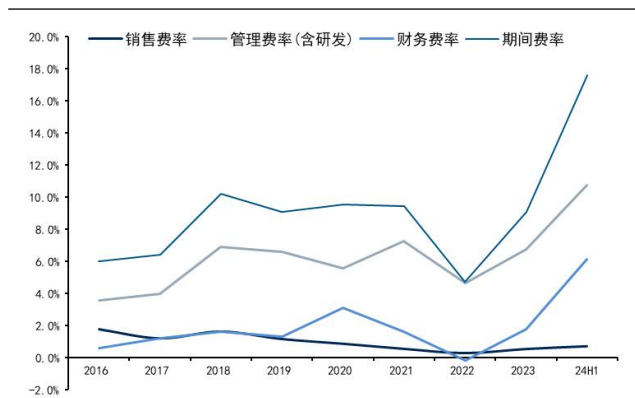
财务数据方面：①截止至 2024 年上半年，公司资产负债率为 46.32%，相比于 2023 年末上升 3.37 个百分点；在手货币资金约 83.55 亿元，同比-24.83%；在手存货约 81.21 亿元，同比-28.50%；②期间费用方面，今年上半年，公司销售费用约 6839 万元，同比+38.20%；管理费用约 5.71 亿元，同比+52.06%；研发费用约 4.59 元，同比-33.13%；财务费用约 5.89 亿元，同比+164.33%；③今年上半年，公司确认投资收益约 3.82 亿元，同比-37.95%，投资收益主要是来自于公司所参股的 Marion 矿山和五矿一里坪盐湖等项目。

图3：公司资产负债率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 闭环锂生态系统，一体化布局持续取得突破

上游锂资源情况：公司在锂资源端继续实现突破：①澳大利亚 Mt Marion 锂辉石项目 90 万吨/年锂辉石精矿产能扩产建设工作已基本完成，目前产能在逐步释放的过程中；②阿根廷 Caucharí 锂盐湖一期年产 4 万吨碳酸锂项目已于 2023 年上半年完成项目建设，并在 2023 年完成了约合 6000 吨 LCE 的产品生产，项目产能爬坡进展顺利，目前产出已爬坡至设计产能的 70%左右，计划在 2024 年完成 2-2.5 万吨碳酸锂产品的生产；③阿根廷 Mariana 锂盐湖项目于 2022 年 6 月开工，2022 年底开始灌注卤水进盐田，目前盐田、盐井、化工厂、光伏及其他基础设施建设都在顺利推进，并计划在 2024 年底前试生产；④公司增持 Mali Lithium 公司至 60%的股权，旗下 Goulamina 锂辉石项目一期规划年产 50.6 万吨锂辉石精矿产能项目建设正在进行中，目前浮选产线建设正在进行收尾工作，破碎产线已经完成并且启动，开始破碎矿石预备，预计将于今年内产出首批锂辉石产品；⑤阿根廷 PPG 锂盐湖项目的建设还在前期准备过程当中；⑥江西横峰松树岗项目正在建设中，目前该项目的探转采手续已完成并获得采矿许可证；⑦内蒙古蒙金矿业加不斯锂钽矿项目目前已完成一期 60 万吨/年采选工程的建设并开始调试，预计该项目于 2024 年持续产出锂云母精矿。

锂盐深加工业务：公司拟不断扩张锂盐深加工产能以满足锂需求的不断增长，以巩固锂产品行业的领先地位。截至目前公司已在国内形成约合 15 万吨 LCE 以上的锂盐产品生产能力，再加上阿根廷 Caucharí 锂盐湖 4 万吨 LCE 产能，总产能将达到将近 20 万吨 LCE。由于锂行业市场需求波动，公司将继续把稳健经营和风险控制放在首位，在确保风险可控以及有足够客户需求的情况下，进行锂化工板块产能扩建，有效进行库存管理。另外公司近期公告：公司与 Pilbara 签署《合作协议》，双方拟各出资 50%开展锂化工厂项目的可行性研究。从长期发展规划来看，公司计划 2025 年之前形成总计年产 30 万吨 LCE 锂盐供应能力，2030 年之前形成总计年产不低于 60 万吨 LCE 锂盐供应能力。

表1：公司正在筹划及建设中的锂化工产品项目

序号	项目名称	地点	产能规划
1	年产 5 万吨氢氧化锂项目	江西丰城	一期年产能 2.5 万吨氢氧化锂，已建成；二期规划年产能 2.5 万吨氢氧化锂
2	年产 7000 吨金属锂及锂材项目	江西宜春 青海海西州	分期投资建设年产能 7000 吨金属锂及锂材项目，新建金属锂熔盐电解、金属锂低温真空蒸馏提纯、锂系列合金、固态锂电池负极材料等产线
3	年产 5 万吨电池级基础锂盐项目	四川达州	分期投资建设锂辉石提锂年产能 5 万吨电池级基础锂盐项目
4	年产 2.5 万吨碳酸锂项目	江西上饶	投资建设年产能 2.5 万吨碳酸锂项目
5	年产 2 万吨碳酸锂项目	内蒙古镶黄旗	投资建设年产能 2 万吨碳酸锂项目
6	年产 5 万吨磷酸二氢锂项目	江西新余	投资建设年产能 5 万吨磷酸二氢锂项目

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

下游锂电池业务：公司目前已在江西新余、广东东莞、浙江宁波、江苏苏州、广东惠州、重庆等地设立锂电池研发及生产基地。2023 年，重庆固态电池生产基地一期封顶，固态电池 Pack 实现交付；交付大型储能项目逾百个，总应用规模超过 11000MWh，大型储能业务方面先后参与了国家多个首批大型光伏储能项目，先后承接了大型能源央企的单体超过 500MWh 储能项目及多个大型储能项目，成功打开海外储能业务，成功发货 20 余个集装箱储能设备；惠州、新余两处消费电池生产基地自动化程度覆盖率高达 97%以上，产量可达 185 万支每天。我们预计公司今年年底锂电池业务将形成年产约 20Gwh 的有效产能。另外公司积极参与全球前沿固态电池领域的技术研发并取得一系列技术成果，公司所开发的高比能电池能量密度达到 420Wh/kg，循环寿命超过 700 次，并开发出能量密度达到 500Wh/kg 的样品，可通过 200°C 热箱与针刺等严苛的安全测试。

表2: 公司控股子公司赣锋锂电正在筹划及建设中的锂电池项目

建设单位	项目名称	地点	产能规划
赣锋锂电	年产 6GWh 新型锂电池生产项目 (三期)	江西新余	建设新型锂电池装配、电芯、模组自动化产线, 及仓储、配电动力、环保设施等公用设施和生活配套设施, 项目达成后将形成年产 6GWh 新型电池生产能力。
重庆赣锋	年产 20GWh 新型锂电池研发及生产基地项目	重庆两江新区	项目将原年产 10GWh 新型锂电池科技产业园及先进电池研究院项目建设规模提高到年产 20GWh, 建设锂电池生产线、厂房、技术研究院及其他配套设施, 项目产品包括第二代固态锂电池、磷酸铁锂电池等, 主要应用于新能源汽车动力电池、水下和空间作业设备电源等领域。
东莞赣锋	年产 10GWh 新型电池及储能总部项目	广东省东莞市麻涌镇	磷酸铁锂、半固态电芯、轻型动力电池、户外便携储能电源、户用储能、工商业储能系统等研发基地及生产线。
赣锋锂电	年产 10GWh 电池生产项目 (一期)	勐勒川乳业开发区	一期建设年产 10GWh 电池生产项目, 包括建设生产车间、pack 车间、系统集成车间、锂电池分析检测中心、锂电池模组及安全测试中心、锂电池研发中心及其他配套附属工业设施。
赣锋锂电	新能源锂电池电生产研发基地项目	襄阳东津新区高端装备产业园	一期建设年产 5GWh 新能源锂电池电芯+Pack 封装生产基地。
赣锋锂电	年产 5GWh 储能 PACK 电池生产基地 (一期)	南昌市新建经开区	一期建设年产 5GWh 储能 PACK 电池产线及其他配套附属工业设施。

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

锂电池回收业务: 公司目前已在江西新余、赣州、四川达州等地建成多处拆解及再生基地, 退役锂离子电池及金属废料综合回收处理能力达到 20 万吨, 其中锂综合回收率在 90%以上, 镍钴金属回收率在 95%以上, 成为中国磷酸铁锂电池及废料回收能力最大, 电池综合处理能力行业前三的电池回收行业头部企业之一。公司通过扩充锂电池回收业务产能及在回收及再利用退役电池方面的专长继续向下游拓展业务, 目前规划年产 2 万吨碳酸锂及年产 8 万吨磷酸铁项目正在建设中, 预计 2024 年下半年建成并逐步投产。在公司更长期的产能规划中, 未来公司锂电池回收提锂产能占公司的总提锂产能比例将达到 30%。

◆ 盈利预测

考虑到近期锂价进一步调整, 所以下修了公司的盈利预测。我们的盈利预测基于以下假设条件:

行业方面:

2024-2026 年国产电池级碳酸锂均价分别为 9.2、8.5、9.0 万元/吨(含税);

2024-2026 年国产电池级氢氧化锂均价分别为 8.7、8.5、9.0 万元/吨(含税);

2024-2026 年锂精矿(6%品位)进口均价分别为 1040、950、950 美元/吨。

公司方面:

2024-2026 年公司锂化合物销量分别为 13.62、17.62、21.62 万吨;

2024-2026 年公司锂电池业务营收规模分别为 57、74、96 亿元;

2024-2026 年公司投资净收益分别为 7.42、7.48、7.75 亿元;

2024-2026 年公司期间费用保持相对稳定。

表3: 公司产品价格和产量假设

	单位	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
锂精矿(6%品位)均价	美元/吨	613.78	428.15	967.92	4,190.36	3,717.94	1,039.75	950.00	950.00
国产电池级碳酸锂均价	万元/吨	6.84	4.40	12.18	47.53	25.58	9.18	8.50	9.00
国产电池级氢氧化锂均价	万元/吨	7.26	5.03	11.25	45.74	25.78	8.68	8.50	9.00
公司锂化合物销量	万吨	—	—	—	—	—	13.62	17.62	21.62
锂系列产品营收	百万元	4,160.91	3,862.36	8,323.21	34,580.70	24,465.03	13,167.50	15,580.46	19,741.10
锂系列产品成本	百万元	3,030.46	2,958.62	4,347.63	15,177.54	21,400.06	10,618.57	11,939.25	14,306.81
锂系列产品毛利	百万元	1,130.45	903.74	3,975.58	19,403.16	3,064.97	2,548.93	3,641.22	5,434.29
毛利率		27.17%	23.40%	47.76%	56.11%	12.53%	19.36%	23.37%	27.53%
锂电池产品营收	百万元	602.87	1,268.05	2,022.43	6,478.33	7,707.86	5,707.22	7,419.39	9,645.20
锂电池产品成本	百万元	519.71	1,073.22	1,780.19	5,322.17	6,323.63	5,139.88	6,677.45	8,680.68
锂电池产品毛利	百万元	83.17	194.83	242.24	1,156.15	1,384.23	567.34	741.94	964.52
毛利率		13.79%	15.36%	11.98%	17.85%	17.96%	9.94%	10.00%	10.00%
总营业收入	百万元	5,341.72	5,523.99	11,162.21	41,822.51	32,971.68	19,546.76	23,799.85	30,286.30
总营业成本	百万元	4,086.21	4,343.05	6,718.57	21,120.46	28,396.87	16,383.38	19,336.69	23,797.49
总营业毛利	百万元	1,255.51	1,180.94	4,443.65	20,702.05	4,574.81	3,163.38	4,463.16	6,488.81
综合毛利率		23.50%	21.38%	39.81%	49.50%	13.87%	16.18%	18.75%	21.42%
投资净收益	百万元	162.17	28.86	92.87	3,996.74	3,314.77	742.35	748.15	774.70
归母净利润	百万元	358.06	1,024.66	5,228.40	20,503.57	4,946.81	269.54	1,917.31	2,863.82
EPS		0.28	0.76	3.64	10.17	2.45	0.13	0.95	1.42

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“优于大市”评级。由于锂价波动较大, 我们进一步下修了锂价预期, 所以也进一步下修了公司的盈利预测。预计公司 2024-2026 年营收分别为 195.47/238.00/302.86(原预测 271.70/338.31/405.04) 亿元, 同比增速分别为 -40.7%/21.8%/27.3%; 归母净利润分别为 2.70/19.17/28.64(原预测 44.36/58.82/69.20), 同比增速分别为 -94.6%/611.3%/49.4%; 摊薄 EPS 分别为 0.13/0.95/1.42 元, 当前股价对应 PE 为 205/29/19X。考虑到公司是全球最优质的锂业公司, 目前已构建闭环锂生态系统, 在全球范围内有众多优质锂资源布局, 成长性非常值得期待, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	9914	9482	4424	2592	1432	营业收入	41823	32972	19547	23800	30286
应收款项	8107	5048	2945	3586	4564	营业成本	21120	28397	16383	19337	23797
存货净额	10111	8264	4001	4635	5766	营业税金及附加	373	82	85	95	121
其他流动资产	3618	4708	1955	2380	3029	销售费用	117	177	139	143	182
流动资产合计	31966	28184	14007	13876	15473	管理费用	933	982	1881	1908	2233
固定资产	14374	23586	24531	26650	28494	研发费用	1007	1251	936	952	1211
无形资产及其他	14300	17957	17239	16520	15802	财务费用	(83)	581	1201	1190	1514
投资性房地产	8329	8377	8377	8377	8377	投资收益	3997	3315	742	748	775
长期股权投资	10192	13594	14594	15594	16594	资产减值及公允价值变动	469	2215	(812)	0	0
资产总计	79160	91698	78748	81017	84740	其他收入	(1065)	(3063)	310	266	7
短期借款及交易性金融负债	3631	9605	1000	1000	1000	营业利润	22763	5218	97	2141	3221
应付款项	9988	8932	4801	5562	6920	营业外净收支	16	40	1	0	0
其他流动负债	5037	1734	1591	1825	2274	利润总额	22779	5259	97	2141	3221
流动负债合计	18655	20271	7392	8387	10194	所得税费用	2318	683	198	321	483
长期借款及应付债券	9137	15616	15616	15616	15616	少数股东损益	(43)	(372)	(371)	(97)	(126)
其他长期负债	2502	3494	3494	3494	3494	归属于母公司净利润	20504	4947	270	1917	2864
长期负债合计	11639	19111	19111	19111	19111	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	30294	39382	26503	27498	29305	净利润	20504	4947	270	1917	2864
少数股东权益	4823	5282	5022	4954	4866	资产减值准备	146	1593	1378	367	284
股东权益	44043	47034	47223	48565	50570	折旧摊销	489	851	2583	3233	3590
负债和股东权益总计	79160	91698	78748	81017	84740	公允价值变动损失	(469)	(2215)	812	0	0
						财务费用	(83)	581	1201	1190	1514
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(4581)	1996	6222	(338)	(666)
每股收益	10.17	2.45	0.13	0.95	1.42	其它	(188)	(1773)	(1637)	(435)	(373)
每股红利	0.34	1.26	0.04	0.29	0.43	经营活动现金流	15901	5399	9627	4744	5699
每股净资产	21.84	23.32	23.41	24.08	25.07	资本开支	0	(13838)	(5000)	(5000)	(5000)
ROIC	42%	2%	1%	1%	3%	其它投资现金流	65	(467)	0	0	0
ROE	47%	11%	1%	4%	6%	投资活动现金流	(6039)	(17707)	(6000)	(6000)	(6000)
毛利率	49%	14%	16%	19%	21%	权益性融资	256	440	0	0	0
EBIT Margin	44%	6%	4%	9%	11%	负债净变化	5498	6479	0	0	0
EBITDA Margin	45%	9%	18%	22%	23%	支付股利、利息	(680)	(2548)	(81)	(575)	(859)
收入增长	275%	-21%	-41%	22%	27%	其它融资现金流	(16173)	3573	(8605)	0	0
净利润增长率	292%	-76%	-95%	611%	49%	融资活动现金流	(6280)	11877	(8686)	(575)	(859)
资产负债率	44%	49%	40%	40%	40%	现金净变动	3582	(432)	(5059)	(1832)	(1160)
股息率	1.2%	4.6%	0.1%	1.0%	1.6%	货币资金的期初余额	6332	9914	9482	4424	2592
P/E	2.7	11.1	204.5	28.8	19.3	货币资金的期末余额	9914	9482	4424	2592	1432
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	企业自由现金流	5691	(9180)	2934	(335)	865
EV/EBITDA	4.6	32.2	23.8	15.5	12.0	权益自由现金流	1487	872	(4745)	(1002)	166

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032