

分区域来看，海外产能布局持续推进

2024H1 国内营收 51.77 亿元，同比-33.2%，毛利率 18.6%，同比-12.3pct；国外营收 2.73 亿元，同比+13.6%，毛利率 24.0%，同比+6.5pct。公司持续扩大海外产能布局，德国 OEM 工厂顺利投产，今年以来先后推动美国德克萨斯年产 20 万吨电解液项目及摩洛哥锂电池材料一体化项目的建设。

投资建议：预计公司 24/25/26 年实现归母 6.7/14.0/19.8 亿元，对应当前股价 PE 为 38.9/18.7/13.7，鉴于公司当前电解液盈利处于历史低位，公司龙头地位稳固，维持“增持”评级。

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22,316.94	15,404.64	12,888.02	19,121.18	23,905.38
YoY(%)	101.22	-30.97	-16.34	48.36	25.02
归母净利润(百万元)	5,714.44	1,890.62	674.62	1,402.73	1,980.10
YoY(%)	158.77	-66.92	-64.32	107.93	41.16
毛利率(%)	37.97	25.92	18.68	20.17	20.96
净利率(%)	25.61	12.27	5.23	7.34	8.28
ROE(%)	45.55	14.16	4.88	9.47	12.23
EPS(摊薄/元)	2.98	0.99	0.35	0.73	1.03
P/E(倍)	4.60	13.89	38.94	18.73	13.27
P/B(倍)	2.13	2.00	1.93	1.80	1.64

资料来源：iFinD，中信建投证券

目录

事件	1
点评	1
一、电池材料价格下行影响业绩，日化产品拓展新客户	1
分产品来看：电池材料业务承压，日化产品扩展新客户	2
分地区来看：海外产能布局持续推进	3
二、公司期间费用稳健，存货周转能力稳步提升	4
投资评价和建议	6
风险分析	7
报表预测	8

事件

公司发布 2024 年中报：2024H1 实现营收 54.50 亿元，同比-31.8%；归母净利润 2.38 亿元，同比-81.6%；扣非归母净利润 1.86 亿元，同比-85.4%；其中 2024Q2 实现营收 29.87 亿元，同比-18.7%，环比+21.3%；归母净利润 1.23 亿元，同比-79.3%，环比+7.6%；扣非归母净利润 0.86 亿元，同比-85.4%，环比-15.1%。

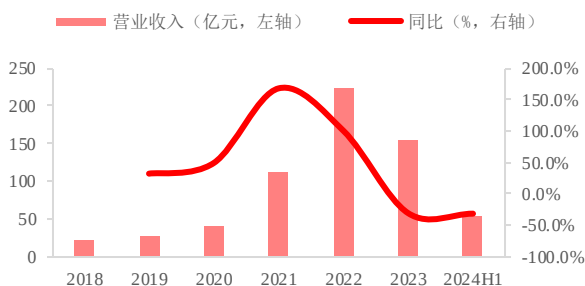
点评

一、电池材料价格下行影响业绩，日化产品拓展新客户

公司 2024H1 实现营收 54.50 亿元，同比-31.8%；归母净利润 2.38 亿元，同比-81.6%；扣非归母净利润 1.86 亿元，同比-85.4%，吻合业绩预告中 2023H1 归母净利润 2.35 亿元、扣非净利润 1.90 亿元的中值预期。

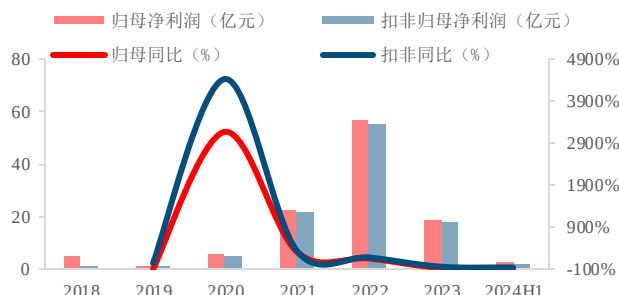
分季度来看，2024Q2 实现营收 29.87 亿元，同比-18.7%，环比+21.3%；归母净利润 1.23 亿元，同比-79.3%，环比+7.6%；扣非归母净利润 0.86 亿元，同比-85.4%，环比-15.1%。

图表1： 2024H1 营业收入 54.50 亿元，同比-31.8%



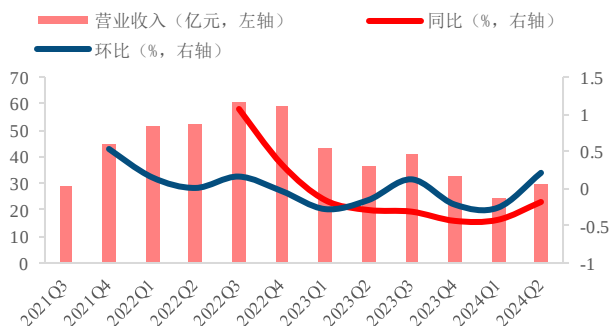
数据来源：公司公告，中信建投

图表2： 2024H1 归母/扣非后 2.38/1.86 亿元



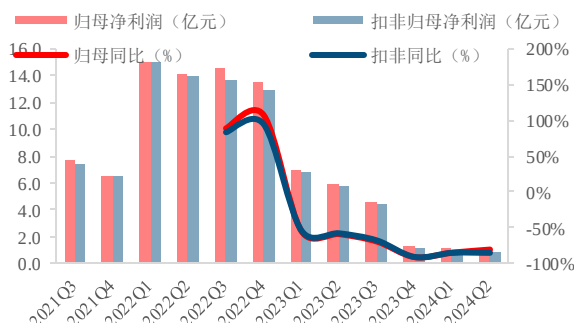
数据来源：公司公告，中信建投

图表3： 2024Q2 营收 29.87 亿元，环比+21.3%



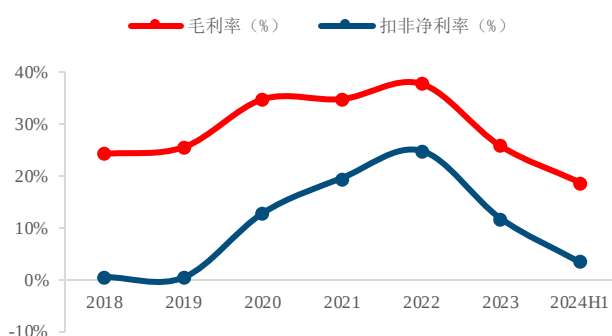
数据来源：公司公告，中信建投

图表4： 2024Q2 归母/扣非 1.23/0.86 亿元

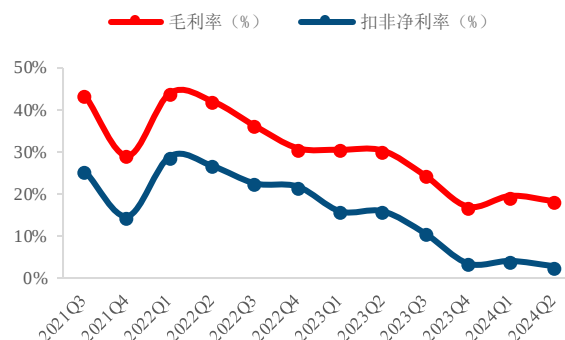


数据来源：公司公告，中信建投

2024H1 公司毛利率 18.8%，同比-11.6pct；扣非净利率 3.4%，同比-12.5pct。分季度来看，2024Q1/Q2 公司毛利率 19.5%/18.3%，同比-11.0/-12.0pct，环比+2.6/-1.3pct；扣非净利率 4.1%/2.9%，同比-11.8/-13.1pct，环比+0.6/-1.2pct，盈利能力下滑主要系公司电解液产品价格下降叠加正极材料业务亏损承压。

图表5： 2024H1 毛利率/扣非归母净利率 18.8%/3.4%


数据来源：公司公告，中信建投

图表6： 2024Q2 毛利率/扣非归母净利率环比-1.3/-1.2pct


数据来源：公司公告，中信建投

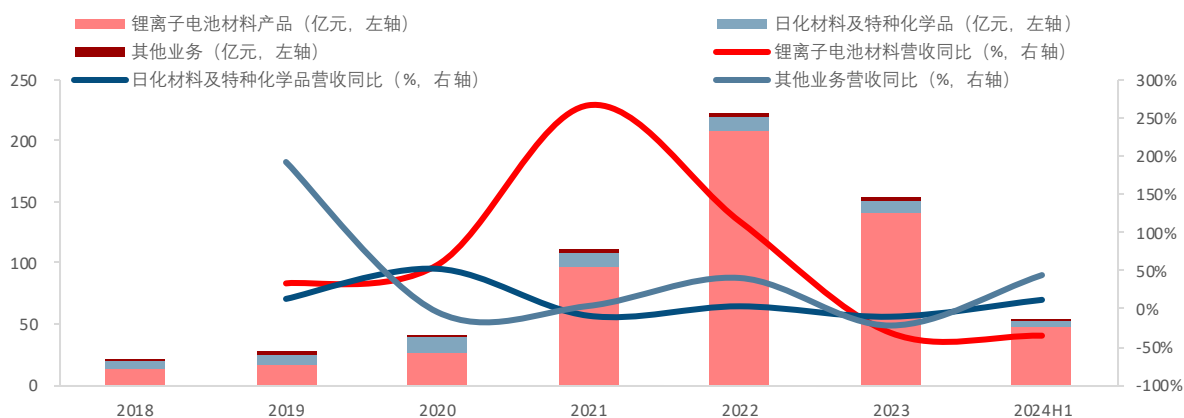
分产品来看：电池材料业务承压，日化产品扩展新客户

锂离子电池材料业务：2024H1 营收 47.32 亿元，同比-35.9%，营收占比 86.8%，较 2023 上半年-5.5pct；毛利率 17.1%，同比-12.9 pct，主要系电池材料产品价格下行。

- 1) 电解液：**公司上半年电解液出货超 20 万吨，同比增长 18%，但电解液产品价格持续下行，24H1 末六氟磷酸锂市场价格较去年同期下降约 62%，较年初下降约 12%；公司凭借一体化布局，24H1 六氟磷酸锂及 LiFSI 自供比例超 97%，电解液产品市占率及盈利水平仍保持行业领先地位。
- 2) 磷酸铁：**24H1 磷酸铁产品销量同比增长 67%，主要系头部客户上量及产品稳定性提升；营收同比增长 21%，主要系产品价格影响，供给降本表现优异但产品竞争激烈导致价格下行，正极业务盈利能力仍然承压。

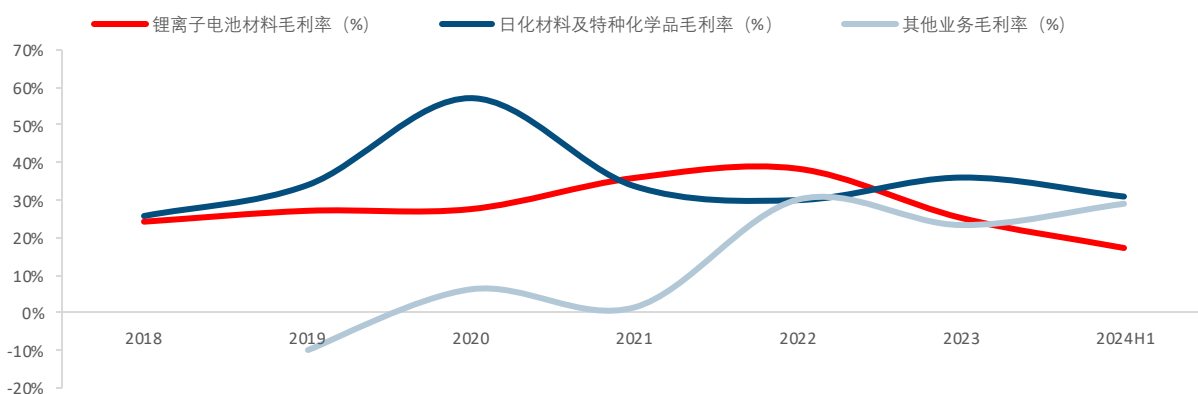
日化材料及特种化学品业务：2024H1 营收 5.44 亿元，同比+11.4%，营收占比 10.0%，较 2023H1 同比+3.8pct，新型氨基酸甲牛产品完成前两大客户的导入上量；日化产品毛利率 30.8%，同比-5.3pct。

图表7： 2024H1 锂电池材料业务营收 47.32 亿元，同比-35.9%；日化产品营收 5.44 亿元，同比+11.4%



资料来源：公司公告，中信建投

图表8： 2024H1 锂离子电池材料业务毛利率 17.1%；日化材料及特种化学品业务毛利率 30.8%



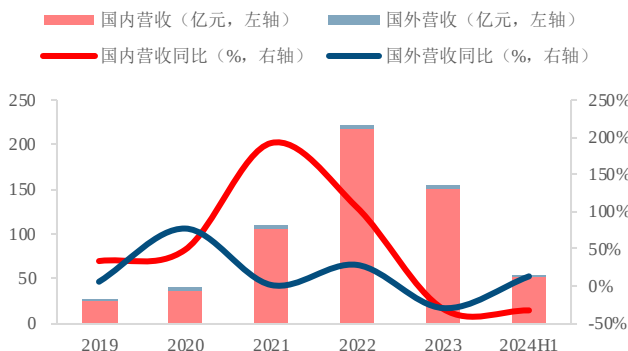
资料来源：公司公告，中信建投

分地区来看：海外产能布局持续推进

2024H1 国内营收 51.77 亿元，同比-33.2%，毛利率 18.6%，同比-12.3pct；国外营收 2.73 亿元，同比+13.6%，毛利率 24.0%，同比+6.5pct。

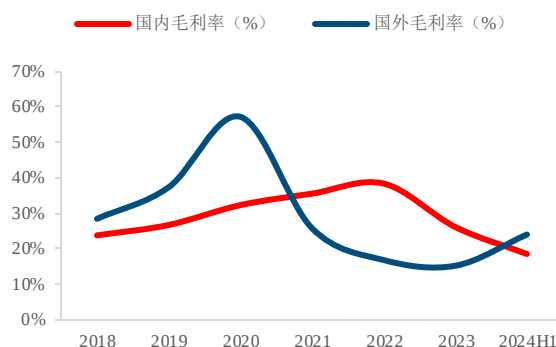
公司持续扩大海外工作团队规模并推进海外项目建设工作，德国 OEM 工厂顺利投产，今年以来先后推动美国德克萨斯年产 20 万吨电解液项目及摩洛哥锂电池材料一体化项目的建设，持续扩大海外产能布局。

图表9： 2024H1 国外营收 2.73 亿元，占比 5.0%



数据来源：公司公告，中信建投

图表10： 2024H1 国内/国外毛利率 18.6%/24.0%



数据来源：公司公告，中信建投

二、公司期间费用稳健，存货周转能力稳步提升

费用：公司 2024H1 期间费用合计 7.48 亿元，同比-5.0%，期间费用率 13.7%，同比+3.9pct，主要系营收下降带动费用率提升；销售费用 0.31 亿元，同比-20.4%，对应费用率 0.6%，同比-0.1pct，主要系销售收入减少及公司加强费用管控导致相关费用减少；财务费用 0.95 亿元，同比+72.7%，对应费用率 1.7%，同比+1.1pct，主要系借款导致利息支出增加，同时存款利率下降导致利息收入减少。

图表11： 2024H1 期间费用率 13.7%，同比+3.9pct，其中销售费用/财务费用 0.31/0.95 亿元

	单位	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024H1
营业收入	亿元	29.24	44.68	51.49	52.14	60.65	58.88	43.14	36.73	41.38	32.81	24.63	29.87	54.50
营业成本	亿元	16.53	31.68	28.81	30.21	38.72	40.69	29.97	25.59	31.31	27.24	19.82	24.41	44.23
毛利率	%	43.5%	29.1%	44.0%	42.1%	36.2%	30.9%	30.5%	30.3%	24.3%	17.0%	19.5%	18.3%	18.8%
销售费用	亿元	0.20	0.08	0.32	0.33	0.43	0.00	0.18	0.39	0.28	0.17	0.12	0.19	0.31
管理费用	亿元	0.86	1.28	1.36	1.22	1.78	1.12	1.91	1.60	1.71	1.19	1.84	1.32	3.16
研发费用	亿元	0.96	1.63	1.74	2.62	3.03	1.54	1.38	1.87	1.86	1.35	1.37	1.69	3.06
财务费用	亿元	0.06	0.07	0.07	-0.05	-0.14	0.34	0.37	0.18	0.46	0.48	0.43	0.52	0.95
期间费用	亿元	2.07	3.05	3.50	4.12	5.10	3.00	3.84	4.03	4.30	3.19	3.76	3.72	7.48
期间费用率	%	7.1%	6.8%	6.8%	7.9%	8.4%	5.1%	8.9%	11.0%	10.4%	9.7%	15.3%	12.5%	13.7%
销售费用率	亿元	0.7%	0.2%	0.6%	0.6%	0.7%	0.0%	0.4%	1.1%	0.7%	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%
管理费用率	亿元	2.9%	2.9%	2.6%	2.3%	2.9%	1.9%	4.4%	4.3%	4.1%	3.6%	7.5%	4.4%	5.8%
研发费用率	亿元	3.3%	3.6%	3.4%	5.0%	5.0%	2.6%	3.2%	5.1%	4.5%	4.1%	5.6%	5.7%	5.6%
财务费用率	亿元	0.2%	0.2%	0.1%	-0.1%	-0.2%	0.6%	0.9%	0.5%	1.1%	1.5%	1.8%	1.7%	1.7%
营业利润	亿元	8.93	7.95	18.70	17.40	17.48	15.15	8.92	6.93	5.72	1.86	1.29	1.94	3.23
营业利润率	%	30.5%	17.8%	36.3%	33.4%	28.8%	25.7%	20.7%	18.9%	13.8%	5.7%	5.2%	6.5%	5.9%
归母净利润	亿元	7.71	6.55	14.98	14.08	14.54	13.54	6.95	5.94	4.63	1.39	1.14	1.23	2.38
归母净利率	%	26.4%	14.7%	29.1%	27.0%	24.0%	23.0%	16.1%	16.2%	11.2%	4.2%	4.6%	4.1%	4.4%
扣非净利润	亿元	7.44	6.59	14.95	13.92	13.68	12.85	6.86	5.85	4.39	1.14	1.01	0.86	1.86
扣非净利率	%	25.5%	14.7%	29.0%	26.7%	22.6%	21.8%	15.9%	15.9%	10.6%	3.5%	4.1%	2.9%	3.4%

资料来源：公司公告，中信建投

现金流：2024H1 经营性现金净流入 3.64 亿元，收现比 47.5%、净现比 152.7%，其中 Q2 经营活动产生的现金流量净额 3.42 亿元，同比-8.08 亿元，环比+3.20 亿元，同比下滑主要系单价下行下销售回款减少。

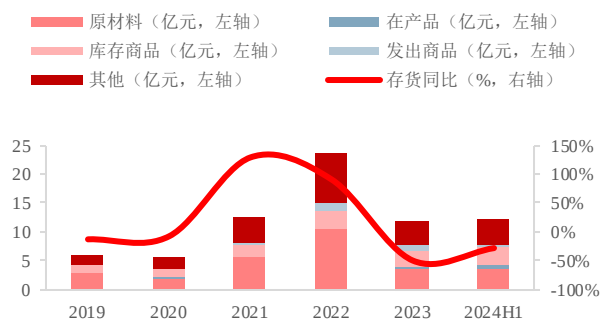
图表12： 2024H1 经营性现金净流入 3.64 亿元，其中 23Q2 现金净流入 3.42 亿元

	单位	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024H1
销售商品、提供劳务收到的现金	亿元	10.52	26.63	24.38	34.75	23.76	42.90	12.38	27.77	19.75	18.23	13.48	12.42	25.90
收到的税费返还	亿元	0.10	-0.03	0.00	1.33	0.38	0.30	1.19	0.29	0.91	0.18	0.00	0.15	0.15
收到其他与经营活动有关的现金	亿元	0.54	-0.42	0.25	0.54	0.24	0.95	0.67	0.46	0.60	0.53	0.58	0.72	1.30
经营活动现金流入小计	亿元	11.16	26.19	24.64	36.61	24.38	44.16	14.23	28.51	21.26	18.95	14.06	13.29	27.35
购买商品、接受劳务支付的现金	亿元	5.28	9.89	9.37	8.99	18.31	16.92	9.96	7.58	7.90	4.18	7.74	5.17	12.91
支付给职工以及为职工支付的现金	亿元	1.11	1.19	1.92	1.29	1.54	2.19	1.94	2.31	1.96	2.41	2.74	2.18	4.92
支付的各项税费	亿元	1.63	2.57	6.23	5.52	3.97	4.24	5.77	4.40	2.34	2.16	2.23	1.08	3.31
支付其他与经营活动有关的现金	亿元	0.44	1.97	1.44	2.21	1.40	2.59	1.45	2.72	1.49	1.62	1.13	1.44	2.56
经营活动现金流出小计	亿元	8.45	15.61	18.96	18.02	25.22	25.94	19.13	17.01	13.69	10.38	13.84	9.86	23.70
经营活动产生的现金流量净额	亿元	2.70	10.58	5.67	18.59	-0.84	18.21	-4.90	11.51	7.56	8.57	0.22	3.42	3.64
营业收入	亿元	29.24	44.68	51.49	52.14	60.65	58.88	43.14	36.73	41.38	32.81	24.63	29.87	54.50
收现比	%	36.0%	59.6%	47.4%	66.6%	39.2%	72.9%	28.7%	75.6%	47.7%	55.6%	54.7%	41.6%	47.5%
持续经营净利润	亿元	8.26	6.68	15.29	14.47	14.78	13.90	7.00	5.31	4.78	1.33	1.14	1.25	2.387
净现比	%	32.7%	158.3%	37.1%	128.4%	-5.7%	131.1%	-70.0%	216.5%	158.1%	645.7%	19.3%	273.8%	152.7%

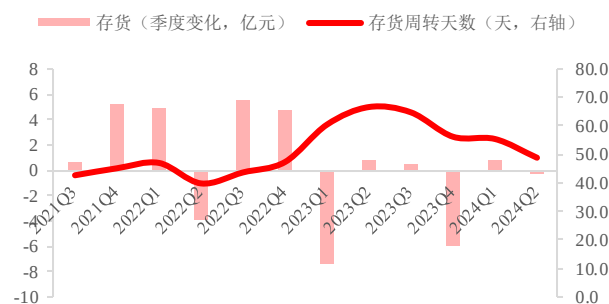
资料来源：公司公告，中信建投

存货：2024 上半年末存货 12.18 亿元，同比-29.1%，其中原材料与库存商品合计占比 56.6%，对应周转天数 48.63 天，同比-17.64 天，环比-6.51 天，在售价下行时公司存货周转能力增强。

图表13： 2024H1 原材料和库存商品合计占比 56.6%



图表14： 2024Q2 存货 12.18 亿元，对应周转 48.63 天

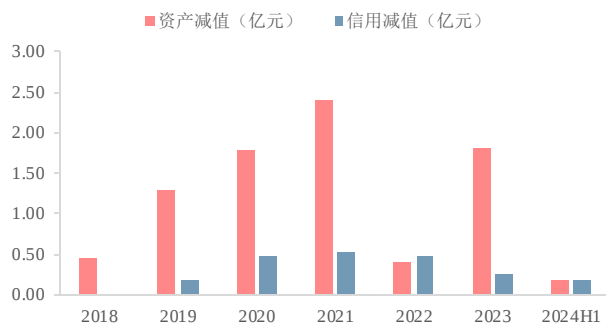


数据来源：公司公告，中信建投

数据来源：公司公告，中信建投

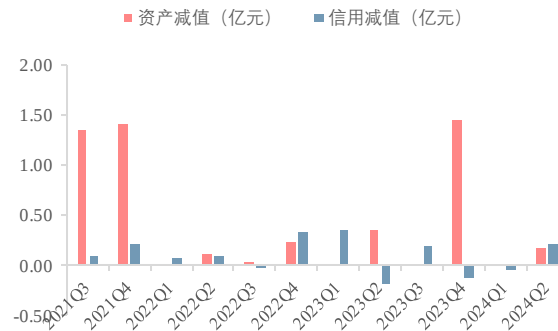
减值损失：2024H1 共计提资产减值损失 0.18 亿元，同比-0.17 亿元，主要系存货跌价造成减值承压；信用减值损失 0.17 亿元，同比基本持平。其中 2023Q2 计提资产减值损失 0.18 亿元，环比+0.18 亿元，信用减值损失 0.21 亿元，环比+0.25 亿元。

图表 15: 2024H1 计提资产/信用减值损失 0.18/0.17 亿元



数据来源: 公司公告, 中信建投

图表 16: 2024Q2 计提资产/信用减值损失 0.18/0.21 亿元



数据来源: 公司公告, 中信建投

投资评价和建议

预计公司 24/25/26 年实现归母 6.7/14.0/19.8 亿元, 对应当前股价 PE 为 38.9/18.7/13.7, 鉴于公司当前电解液盈利处于历史低位, 公司龙头地位稳固, 维持“增持”评级。

风险分析

- 1) 下游新能源汽车产销不及预期：销量端可能受到需求疲软、关税或补贴政策变化等影响而不及预期；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。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	15,179.43	9,936.21	9,191.05	13,270.66	16,140.40
现金	4,663.82	2,290.20	2,577.60	3,824.24	4,781.08
应收票据及应收账款合	7,127.22	5,402.61	4,384.40	6,309.72	7,651.79
其他应收款	22.63	18.07	15.12	22.43	28.05
预付账款	342.74	344.48	288.21	427.60	534.58
存货	2,373.84	1,171.85	1,520.92	2,086.84	2,395.37
其他流动资产	649.18	708.99	404.79	599.83	749.54
非流动资产	10,351.50	14,040.66	13,819.08	13,434.34	12,836.47
长期投资	189.51	401.34	407.81	417.30	424.47
固定资产	4,381.38	7,429.95	6,798.01	6,215.01	5,663.96
无形资产	823.78	1,214.83	1,137.36	1,159.89	1,132.42
其他非流动资产	4,956.83	4,994.54	5,475.90	5,642.15	5,615.62
资产总计	25,530.93	23,976.87	23,010.13	26,705.01	28,976.87
流动负债	8,528.15	5,944.30	5,424.29	9,019.53	10,768.72
短期借款	797.56	1,248.53	891.12	2,133.71	1,861.67
应付票据及应付账款合	4,720.52	3,420.95	3,298.80	5,044.79	6,557.07
其他流动负债	3,010.06	1,274.82	1,234.37	1,841.03	2,349.97
非流动负债	4,165.07	4,452.91	3,551.61	2,619.56	1,653.80
长期借款	3,964.87	4,227.43	3,314.86	2,370.97	1,392.78
其他非流动负债	200.20	225.48	236.75	248.59	261.02
负债合计	12,693.21	10,397.21	8,975.90	11,639.09	12,422.52
少数股东权益	291.75	225.11	207.45	257.23	359.60
股本	1,926.66	1,924.16	1,924.16	1,924.16	1,924.16
资本公积	1,944.23	1,818.45	1,818.45	1,818.45	1,818.45
留存收益	8,675.08	9,611.93	10,084.17	11,066.08	12,452.15
归属母公司股东权益	12,545.97	13,354.54	13,826.78	14,808.69	16,194.76
负债和股东权益	25,530.93	23,976.87	23,010.13	26,705.01	28,976.87

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,163.86	2,274.22	3,044.17	2,574.74	3,906.30
净利润	5,844.04	1,842.22	656.96	1,452.51	2,082.47
折旧摊销	511.76	726.67	1,308.17	1,438.24	1,585.27
财务费用	21.50	149.12	217.15	189.63	161.23
投资损失	-139.55	-37.59	-50.00	-55.00	-60.50
营运资金变动	-2,394.06	-696.46	869.97	-480.33	108.33
其他经营现金流	320.17	290.26	41.93	29.70	29.51
投资活动现金流	-5,106.62	-3,892.52	-1,067.24	-1,016.36	-943.98
资本支出	3,553.61	3,077.21	818.73	808.16	807.57
长期投资	-1,474.14	-798.06	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-7,186.09	-6,171.67	-1,885.97	-1,824.52	-1,751.55
筹资活动现金流	3,450.85	-787.06	-1,689.52	-311.75	-2,005.49
短期借款	353.18	450.97	-357.41	1,242.58	-272.03
长期借款	3,653.90	262.56	-912.57	-943.89	-978.19
其他筹资现金流	-556.22	-1,500.59	-419.53	-610.44	-755.26
现金净增加额	2,519.18	-2,401.52	287.41	1,246.63	956.84

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22,316.94	15,404.64	12,888.02	19,121.18	23,905.38
营业成本	13,843.39	11,411.60	10,480.12	15,263.84	18,894.76
营业税金及附加	157.84	101.47	83.77	133.85	167.34
销售费用	108.57	100.94	103.10	122.79	150.44
管理费用	547.46	640.09	618.62	778.63	953.98
研发费用	893.92	645.54	670.18	785.26	962.10
财务费用	21.50	149.12	217.15	189.63	161.23
资产减值损失	-40.14	-181.91	-50.00	-80.00	-80.00
信用减值损失	-48.33	-25.24	-30.00	-40.00	-40.00
其他收益	71.31	147.47	150.00	80.00	80.00
公允价值变动收益	0.00	1.07	0.00	0.00	0.00
投资净收益	139.55	37.59	50.00	55.00	60.50
资产处置收益	5.04	8.32	0.00	0.00	0.00
营业利润	6,871.67	2,343.18	835.07	1,862.19	2,636.03
营业外收入	7.07	7.08	3.13	0.00	0.00
营业外支出	7.24	25.93	4.95	0.00	0.00
利润总额	6,871.50	2,324.34	833.25	1,862.19	2,636.03
所得税	1,027.46	482.11	176.29	409.68	553.57
净利润	5,844.04	1,842.22	656.96	1,452.51	2,082.47
少数股东损益	129.60	-48.40	-17.66	49.78	102.37
归属母公司净利润	5,714.44	1,890.62	674.62	1,402.73	1,980.10
EBITDA	7,404.76	3,200.12	2,358.56	3,490.05	4,382.54
EPS (元)	2.98	0.99	0.35	0.73	1.03

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	101.22	-30.97	-16.34	48.36	25.02
营业利润(%)	157.15	-65.90	-64.36	123.00	41.56
归属于母公司净利润	158.77	-66.92	-64.32	107.93	41.16
获利能力					
毛利率(%)	37.97	25.92	18.68	20.17	20.96
净利率(%)	25.61	12.27	5.23	7.34	8.28
ROE(%)	45.55	14.16	4.88	9.47	12.23
ROIC(%)	74.89	11.50	4.46	9.01	11.59
偿债能力					
资产负债率(%)	49.72	43.36	39.01	43.58	42.87
净负债比率(%)	0.77	23.46	11.60	4.52	-9.22
流动比率	1.78	1.67	1.69	1.47	1.50
速动比率	1.39	1.30	1.29	1.13	1.16
营运能力					
总资产周转率	0.87	0.64	0.56	0.72	0.82
应收账款周转率	3.13	2.85	2.94	3.03	3.12
应付账款周转率	2.96	3.50	3.33	3.17	3.02
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.98	0.99	0.35	0.73	1.03
每股经营现金流(最新)	2.17	1.19	1.59	1.34	2.04
每股净资产(最新摊薄)	6.43	6.85	7.10	7.61	8.33
估值比率					
P/E	4.60	13.89	38.94	18.73	13.27
P/B	2.13	2.00	1.93	1.80	1.64
EV/EBITDA	12.03	16.72	12.80	8.75	6.70

分析师介绍

许琳

中信建投证券新能源汽车锂电与材料行业首席分析师，7年主机厂供应链管理+2年新能源车研究经验，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖新能源汽车、电池研究。

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告中所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
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 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@csci.hk