

TWS 耳机电池快速增长，消费动力等领域有望多点开花



核心观点

- 受益新型消费电池需求旺盛，季度盈利环/同比均明显改善，锂电大趋势下未来有望多点开花。ETC、TWS 耳机电池需求旺盛，带动公司盈利向好，前三季度收入增长 40.94%，扣非后净利润增长 18.28%。其中 Q3 单季度营收同/环比分别增长 29.73%/22.91%，净利润 1.34 亿元，同/环比增长 17.52%/46.65%。随着消费市场产品更新换代速度加快、无绳化趋势下锂电池加速渗透、公司锂电池多场景、全方案配套（圆柱/方型/软包&一次/LFP/三元）的优势不断体现，在众多应用领域实现全面开花：
- TWS（蓝牙耳机）快速渗透，公司扣式电池已进入相关产业链，高利润率提升盈利能力。三季度整体毛利率提升至 27.62%，净利率 13.72%，ROE 水平在去年四季度见底后也逐渐恢复，Q3ROE 恢复至历史平均水平。公司稳定供应哈曼 TWS 和蓝牙音箱电池，预计 19 年出货量 1000 万只。新型电池进入疯米 AI 无线蓝牙耳机供应链，同时在谈国内客户。
- 动力电池成为上汽通用五菱主供，盈利逐渐趋于稳定。第一大客户上汽通用五菱主供地位稳固，前三季度供货量约 0.54Gwh，全年有望突破 0.8GWh。上通五明年计划推出多款纯电动乘用车，公司继续作为主供提供电池配套。
- 储能市场有望打开成长新空间。5G 技术大规模商用将带动基站储能 180GWh 锂电替代需求，公司磷酸铁锂电池成本优势明显，目前已经与铁塔签订供货协议，供应方型铁锂电芯，同时大力拓展欧洲储能客户。公司有望受益储能市场爆发，实现储能装机量稳步增长。

财务预测与投资建议

- 受补贴退坡影响，动力电池业务低于预期，我们修正 19-21 年盈利预测，调整后营业收入分别为 37.46/51.61/64.33 亿元（原预测 37.48/51.16 亿元），归母净利润分别为 3.51/4.83/6.11 亿元（原预测 4.30/5.71 亿元），对应 eps 分别为 1.25/1.72/2.17 元（原预测 1.53/2.03 元），参照调整后可比公司 2020 年平均估值 18 倍 PE，调整目标价至 30.96 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 动力电池装机量不及预期；价格下滑风险，补贴政策变动风险

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,098	2,569	3,746	5,161	6,433
同比增长(%)	65.1%	22.4%	45.8%	37.8%	24.7%
营业利润(百万元)	289	314	414	571	723
同比增长(%)	94.4%	8.7%	31.9%	37.9%	26.7%
归属母公司净利润(百万元)	251	265	351	483	611
同比增长(%)	81.1%	5.3%	32.6%	37.5%	26.5%
每股收益(元)	0.89	0.94	1.25	1.72	2.17
毛利率(%)	25.0%	23.2%	25.1%	25.4%	25.4%
净利率(%)	12.0%	10.3%	9.4%	9.4%	9.5%
净资产收益率(%)	17.0%	12.5%	14.5%	16.9%	18.0%
市盈率	25.1	23.8	17.9	13.0	10.3
市净率	3.1	2.8	2.4	2.0	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年11月08日)	22.4元
目标价格	30.96元
52周最高价/最低价	26.29/14.32元
总股本/流通A股(万股)	28,115/21,224
A股市值(百万元)	6,298
国家/地区	中国
行业	新能源汽车产业链
报告发布日期	2019年11月11日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	22	34.29	52.69	41.68
相对表现	-21.48	-30.76	-44.41	-18.02
沪深300	0.52	3.53	8.28	23.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 卢日鑫
021-63325888-6118
lurixin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515100003

证券分析师 李梦强
021-63325888-4034
limengqiang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517100003

证券分析师 彭海涛
021-63325888-5098
penghaitao@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519010001

联系人 顾高臣
021-63325888-6119
gugaochen@orientsec.com.cn

相关报告

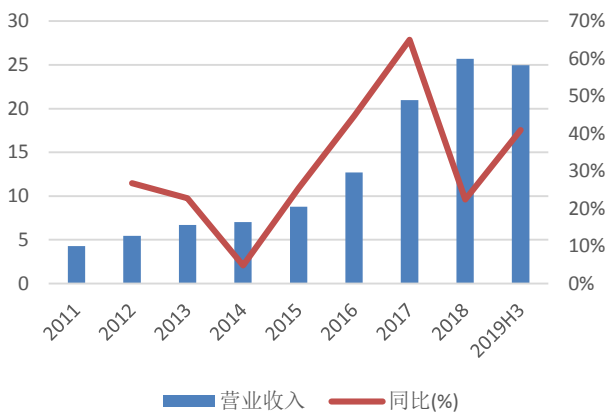
Q1 业绩预告符合预期，静待 Q2 放量： 2019-04-10
鹏辉能源：小而美、低估值、高增速的锂电 2019-03-27
全能型企业：

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

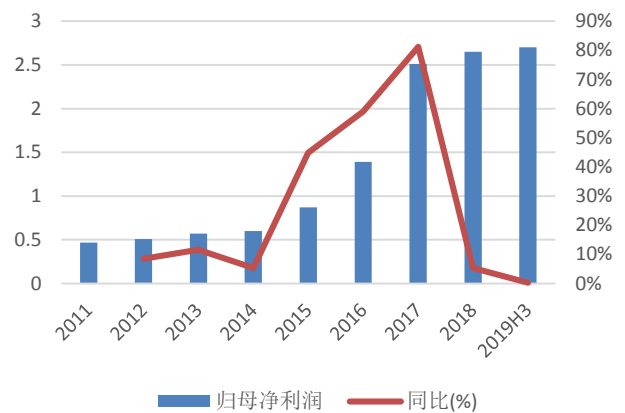
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

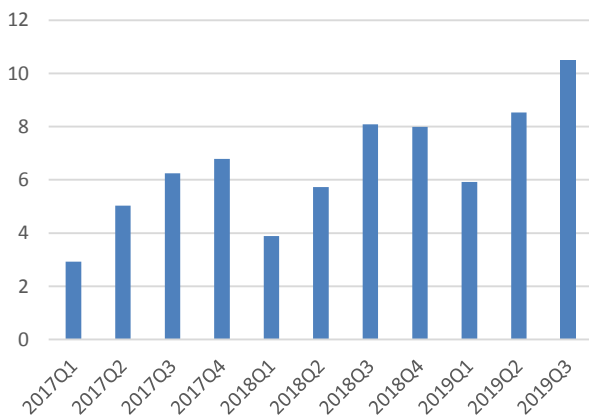
TWS 耳机电池和 ETC 电池提升盈利能力，三季度业绩超预期。公司前三季度实现营业收入 24.95 亿元，同比增长 40.94%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比增长 0.27%；扣非后净利润 2.56 亿元同比增长 18.28%。从季度数据来看，公司营业收入和盈利持续改善，2019 年第三季度实现营业收入 10.49 亿元，同比增长 29.73%，环比增长 22.91%；实现归母净利润 1.34 亿元，同比增长 18%，环比增长 47%。，受益于 TWS 耳机电池和 ETC 电池出货量增长，2019 年以来单季度营收和净利润稳步提升。

图 1：2011-2019 年前三季度营业收入情况（单位：亿元）


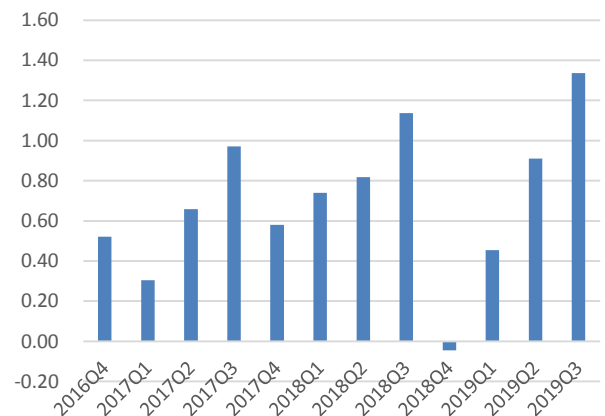
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：2011-2019 年前三季度归母净利润（单位：亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：单季度营业收入趋势好转（单位：亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：单季度盈利规模持续扩大（单位：亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

公司持续深耕消费数码领域，锂电大趋势下未来有望多点开花。随着消费市场产品更新换代速度加快、无绳化趋势下锂电池加速渗透、公司锂电池多场景、全方案配套（圆柱/方型/软包&一次/LFP/三元）的优势不断体现，在众多应用领域全面开花：（1）传统消费领域：在蓝牙音箱和 TWS 耳机领域保持领先；（2）ETC：开发金溢科技、万集科技等客户，下半年以来订单有所放量；（3）

轻型动力：主要客户有超威、小牛电动、HelloBike、五羊本田等，2019年以来实现快速增长；（4）储能：与天合光能开展合作，客户包括日本鸿基、爱立信、Discover、TATA等，提前布局行业风口。

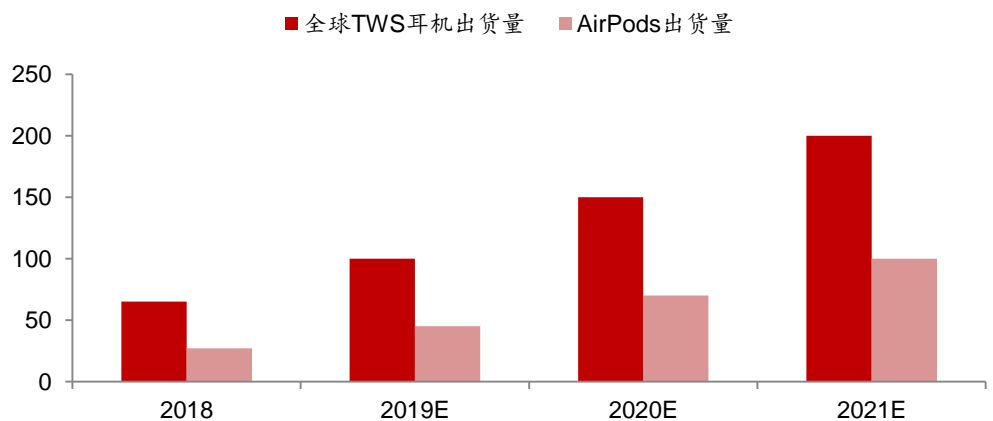
表 1：2019 年公司各业务分季度收入及预测（单位：亿元）

	2018 年	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4E	2019 年 E
总营业收入	25.68	5.82	8.64	10.49	11.30	36.95
消费数码	10.79	2.04	4.98	4.93	5.70	17.65
汽车动力	6.93	0.99	1.75	2.41	2.60	7.75
储能	4.11	0.93	1.40	1.57	1.80	5.70
其他动力	3.85	1.40	0.98	1.57	1.90	5.85
占比						
消费数码	42%	35%	58%	47%	49%	48%
汽车动力	27%	17%	20%	23%	21%	21%
储能	16%	16%	16%	15%	15%	15%
其他动力	15%	24%	11%	15%	15%	16%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

TWS（蓝牙耳机）快速渗透，公司扣式电池已进入相关产业链，高利润率提升盈利能力。随着蓝牙技术、芯片方案等核心技术升级，以及 AI 和传感器技术的成熟，TWS 无线耳机在今年实现大规模增长，IDC 预测耳机会是增长最快的可穿戴设备。2019 年上半年 TWS 耳机出货量达到 4430 万台，全年有望实现 1 亿台。预计 2020-2021 年分别实现 1.5 亿台和 2 亿台。TWS 耳机爆发式增长带动相关电池需求放量。其中扣式电池和豆式电池用于耳机内部，容量在 60-120mAh 之间；普通锂电池用于充电盒，容量在 850-1500mAh 之间。IDC 预测蓝牙耳机消费电池市场空间在 200 亿以上。

图 5：全球 TWS 耳机出货量预测（单位：百万套）



数据来源：36 氪，东方证券研究所

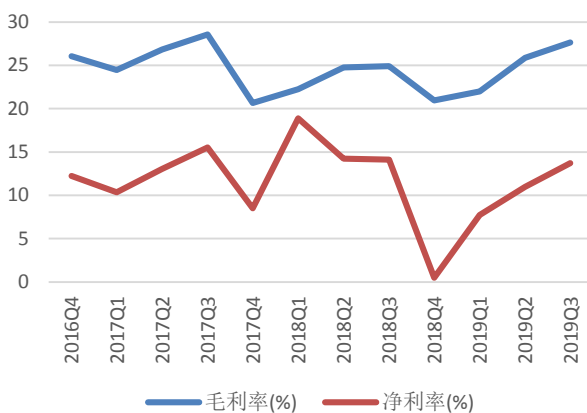
目前 TWS 耳机电池供应商集中度较高，主要供应商有德国瓦尔塔，鹏辉能源，重庆紫建电子等。公司是小型消费锂电池知名供应商，在 TWS 电池领域仅次于 VDL，位列市场品牌影响力榜第二。鹏辉能源最新研发和生产的用于 TWS 耳机的可充电纽扣电池具有快充电、长循环寿命、高安全可靠结构以及使用温度范围大等特点。其中型号有：ICR1254、ICR1454、ICR1654、ICR9440、ICR1054、ICR1440 等多款不同规格的产品。目前已经切入哈曼/JBL 蓝牙耳机供应链，在手订单约 1000 万只，贡献收入在 1.5 亿左右，毛利率约 50%。此外，公司成功进入新兴互联网耳机品牌疯米供应链，同时在和国内多家互联网公司接触，未来在蓝牙耳机电池领域有望保持领先优势。受益于 TWS 电池和 ETC 电池高毛利率水平，公司三季度盈利能力大幅提升，单季度实现净利润 1.34 亿元，毛利率高达 27.62%，净利率达到 13.72%，ROE 水平 Q3 已经达到历史平均水平。

图 6：主要蓝牙耳机电芯供应商



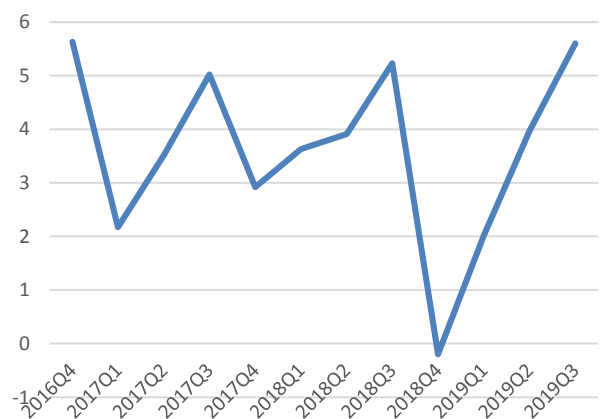
数据来源：我爱音频网，东方证券研究所

图 7：2019 年以来单季度毛利率和净利率提升明显（单位：%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

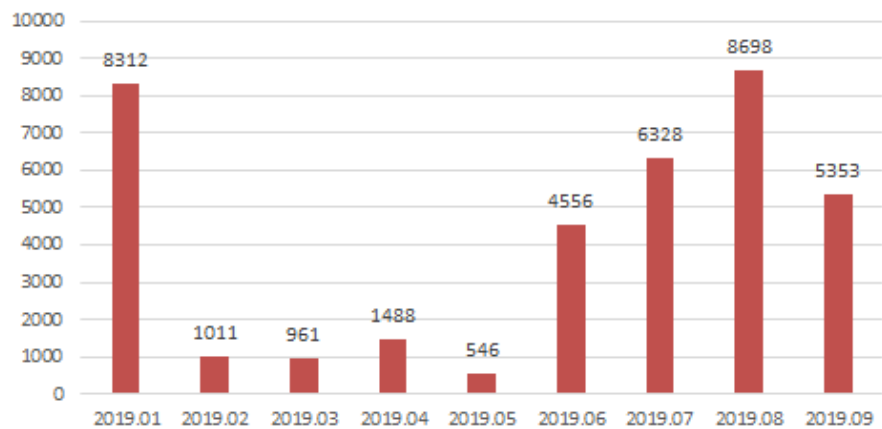
图 8：2019 年以来单季度 ROE 水平提升明显（单位：%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

动力电池成为上汽通用五菱主供，盈利逐渐趋于稳定。三季度河南驻马店新产线开始投产，产能问题得到缓解。公司动力电池方面第一大客户仍是上汽通用五菱，前三季度供货量约 0.54GWh，全年有望突破 0.8GWh。上通五明年计划推出多款电动车，鹏辉能源全部参与研发并将提供磷酸铁锂电池配套，作为主供应商，公司预计将获得 60%的配套份额，保障动力业务营收稳定增长。受补贴退坡影响，动力电池价格持续下滑，公司通过将 pack 线建到柳州上通五基地调控成本，维持合理的盈利水平。

图 9：上通五宝骏 E100/200 月度销量（单位：辆）



数据来源：乘联会，东方证券研究所

储能市场有望打开成长新空间。5G 技术大规模商用将带动基站储能巨大需求，同时备用电源由铁锂替代成铅酸逐渐成为行业共识。目前，全国有接近 500 万个基站，每个基站备用电源容量为 24KWh，假设全部替换成锂电池，总需求 120GWh；从铅酸到锂电池，大约需要 5 年的替代周期，则对应每年锂电池需求 24GWh。全球范围内有超过 800 万个基站，对应锂电池替代需求总量达到 192GWh，年度需求 38.4GWh。目前储能场景的应用朝向多元化发展，除上述较为迫切的通信基站外，家庭式储能，分布式储能，商超备电，工业备电等领域可应用空间巨大。根据高工锂电统计，2018 年我国储能锂电池（不包含通信电源、数据中心、UPS 等用锂电池）出货量同比增长 113.3%，出货量为 3.2GWh，规模为 40.8 亿元，预计 2019 年市场规模超过 52 亿元。一旦铁锂电池成本降至铅酸附近，替代需求会大幅释放。

鹏辉能源在储能领域坚定研发方形磷酸铁锂电池方案，在降成本方面走在市场前列。目前公司已经与铁塔签订供货协议，由广州和河南基地同时供应方型铁锂电芯，预计 2019 年出货量在 0.5GWh。另外，公司大力拓展欧洲储能市场，已经和来自瑞士、瑞典、德国等国家的客户进行了商谈，在梯次利用电池无法满足市场需求的情况下，采购全新电芯是确定性事件，公司有望受益储能市场爆发，实现储能装机量稳步增长。

公司深耕锂电池领域，经营业绩表现稳定，2019 年受动力电池出货量不达预期影响，修正全年盈利预测至 3.51 亿元（原预测值 4.3 亿元）。同时下调 2020 年动力电池出货量预测值，而消费电池（TWS 和 ETC 电池）和储能电池有望继续超预期，预计实现净利润 4.83 亿元（原预测值 5.71 亿

元，主要受动力预期大幅下调影响)。追加 2021 年盈利预测为 6.11 亿元。调整后 2019-2021 年 eps 分别为 1.25/1.72/2.17 元，可比公司 2020 年平均估值 18 倍，对应目标价 30.96 元，维持“买入”评级。

表 2：盈利预测调整对照表（单位：百万元）

	调整前			调整后		
	2018E	2019E	2020E	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,586	3,748	5,116	3745.93	5160.75	6433.24
同比增长	23.20%	44.90%	36.50%	45.83%	37.77%	24.66%
营业利润	363	513	680	414.12	570.88	723.23
同比增长	25.80%	41.10%	32.70%	31.89%	37.85%	26.69%
归母净利润	305	430	571	351.10	482.86	610.91
同比增长	21.40%	41.00%	32.60%	32.59%	37.53%	26.52%
每股收益（元）	1.09	1.53	2.03	1.25	1.72	2.17
毛利率	24.40%	24.20%	24.00%	25.09%	25.40%	25.40%
净利率	11.80%	11.50%	11.20%	9.37%	9.36%	9.50%
净资产收益率	14.00%	16.80%	18.70%	14.53%	16.94%	17.98%
市盈率（倍）	23.4	16.6	12.5	17.94	13.04	10.31
市净率（倍）	3	2.6	2.1	2.41	2.04	1.70

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 3：关键假设调整（单位：GWh）：

	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
动力电池装机量	2.45	4.33	6.01	0.83	1.54	2.41
变动幅度				-66.12%	-64.43%	-59.90%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 4：业务分类预测表调整

	调整前			调整后		
	2018E	2019E	2020E	2019E	2020E	2021E
一次铁锂电池						
销售收入（百万元）	60.22	72.76	84.30	39.25	39.79	40.29
增长率	28.69%	20.83%	15.86%	1.50%	1.38%	1.25%
毛利率	25.33%	24.14%	22.14%	24.14%	22.14%	20.37%
一次锂锰电池						
销售收入（百万元）	68.51	69.13	71.89	55.05	57.80	60.69
增长率	11.72%	0.90%	4.00%	5.00%	5.00%	5.00%

毛利率	20.90%	21.54%	23.08%	25.81%	25.81%	25.81%
镍氢电池						
销售收入(百万元)	75.30	75.30	75.30	109.17	125.55	144.38
增长率	-12.30%	0.00%	0.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
锂电池						
销售收入(百万元)	2333.32	3481.79	4836.00	3493.91	4889.05	6139.32
增长率	25.93%	49.22%	38.89%	49.70%	39.93%	25.57%
毛利率	24.31%	24.10%	24.00%	25.00%	25.37%	25.39%
其他业务						
销售收入(百万元)	48.56	48.56	48.56	48.56	48.56	48.56
增长率	-5.86%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	32.04%	32.04%	32.04%	32.04%	32.04%	32.04%
合计	2585.91	3747.54	5116.05	3745.93	5160.75	6433.24
增长率	23.23%	44.92%	36.52%	45.84%	37.77%	24.66%
综合毛利率	24.41%	24.17%	24.05%	25.09%	25.40%	25.40%

数据来源：东方证券研究所

表 5：可比公司估值情况（调整后）

公司	最新价格(元)	每股收益(元)					市盈率			
		2019/11/8	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
宁德时代	75.62	1.53	2.04	2.49	3.01	49.31	37.15	30.38	25.15	
欣旺达	15.15	0.45	0.55	0.79	1.08	33.43	27.39	19.21	14.02	
亿纬锂能	39.06	0.59	1.59	1.92	2.38	66.33	24.63	20.39	16.38	
国轩高科	12.76	0.51	0.62	0.78	0.90	24.99	20.43	16.42	14.12	
德赛电池	38.66	1.94	2.26	2.73	3.14	19.96	17.13	14.16	12.31	
澳洋顺昌	3.67	0.23	0.27	0.29	0.36	15.96	13.59	12.59	10.14	
最大值						66.33	37.15	30.38	25.15	
最小值						15.96	13.59	12.59	10.14	
平均数						35.00	23.39	18.86	15.35	
调整后平均						31.92	22.39	17.54	14.21	

数据来源：Wind，东方证券研究所

盈利预测核心假设

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
一次：锂铁电池					
销售收入(百万元)	46.8	38.7	39.2	39.8	40.3

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

增长率	25.0%	-17.4%	1.5%	1.4%	1.3%
毛利率	26.1%	25.3%	24.1%	22.1%	20.4%
一次：锂锰电池					
销售收入（百万元）	61.3	52.4	55.0	57.8	60.7
增长率	49.4%	-14.5%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	26.6%	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%
镍氢电池					
销售收入（百万元）	85.9	94.9	109.2	125.5	144.4
增长率	-22.1%	10.6%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	24.6%	24.6%	25.0%	25.0%	25.0%
二次锂电池					
销售收入（百万元）	1,852.9	2,333.9	3,493.9	4,889.0	6,139.3
增长率	77.8%	26.0%	49.7%	39.9%	25.6%
毛利率	24.2%	22.9%	25.0%	25.4%	25.4%
其他业务					
销售收入（百万元）	51.6	48.6	48.6	48.6	48.6
增长率	27.2%	-5.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	51.5%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
合计	2,098.5	2,568.5	3,745.9	5,160.7	6,433.2
增长率	65.1%	22.4%	45.8%	37.8%	24.7%
综合毛利率	25.0%	23.2%	25.1%	25.4%	25.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

风险提示

受补贴大幅下滑影响，新能源汽车销量可能不达预期，对应动力电池装机量不及预期；

车企降价压力有向上游传导的可能，电池价格下滑风险；

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	679	450	656	904	1,127	营业收入	2,098	2,569	3,746	5,161	6,433
应收票据及应收账款	1,352	1,591	2,492	3,434	4,280	营业成本	1,574	1,972	2,806	3,850	4,799
预付账款	17	14	21	28	35	营业税金及附加	13	17	24	33	41
存货	559	910	1,092	1,547	2,004	营业费用	61	88	136	188	234
其他	58	129	147	169	189	管理费用及研发费用	143	174	281	387	482
流动资产合计	2,665	3,095	4,408	6,082	7,635	财务费用	23	7	53	101	132
长期股权投资	47	61	61	61	61	资产减值损失	34	82	62	72	66
固定资产	695	1,217	1,719	2,383	2,786	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	112	258	397	198	134	投资净收益	17	20	13	17	17
无形资产	37	38	37	36	35	其他	20	63	18	23	28
其他	120	373	110	108	107	营业利润	289	314	414	571	723
非流动资产合计	1,010	1,948	2,325	2,788	3,124	营业外收入	1	2	6	6	6
资产总计	3,675	5,043	6,733	8,870	10,759	营业外支出	1	1	3	3	3
短期借款	166	408	1,306	1,989	2,379	利润总额	289	315	418	574	727
应付票据及应付账款	1,330	1,907	2,399	3,292	4,103	所得税	39	42	56	77	97
其他	76	145	198	263	320	净利润	251	273	362	498	630
流动负债合计	1,572	2,459	3,903	5,543	6,802	少数股东损益	(1)	8	11	15	19
长期借款	52	71	71	71	71	归属于母公司净利润	251	265	351	483	611
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.89	0.94	1.25	1.72	2.17
其他	36	148	0	0	0						
非流动负债合计	88	220	71	71	71						
负债合计	1,659	2,679	3,975	5,614	6,873						
少数股东权益	3	139	150	165	183	主要财务比率					
股本	281	281	281	281	281						
资本公积	1,063	1,038	1,088	1,088	1,088	成长能力					
留存收益	668	905	1,239	1,722	2,333	营业收入	65.1%	22.4%	45.8%	37.8%	24.7%
其他	1	0	0	0	0	营业利润	94.4%	8.7%	31.9%	37.9%	26.7%
股东权益合计	2,016	2,363	2,758	3,256	3,886	归属于母公司净利润	81.1%	5.3%	32.6%	37.5%	26.5%
负债和股东权益总计	3,675	5,043	6,733	8,870	10,759	获利能力					
						毛利率	25.0%	23.2%	25.1%	25.4%	25.4%
						净利率	12.0%	10.3%	9.4%	9.4%	9.5%
						ROE	17.0%	12.5%	14.5%	16.9%	18.0%
						ROIC	16.1%	10.9%	11.6%	12.3%	12.7%
						偿债能力					
						资产负债率	45.2%	53.1%	59.0%	63.3%	63.9%
						净负债率	0.0%	1.3%	26.2%	35.5%	34.1%
						流动比率	1.70	1.26	1.13	1.10	1.12
						速动比率	1.33	0.88	0.84	0.81	0.82
						营运能力					
						应收账款周转率	2.2	1.8	1.8	1.7	1.6
						存货周转率	3.4	2.6	2.7	2.8	2.6
						总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7
						每股指标(元)					
						每股收益	0.89	0.94	1.25	1.72	2.17
						每股经营现金流	-0.03	0.45	0.34	1.15	2.02
						每股净资产	7.16	7.91	9.28	11.00	13.17
						估值比率					
						市盈率	25.1	23.8	17.9	13.0	10.3
						市净率	3.1	2.8	2.4	2.0	1.7
						EV/EBITDA	17.9	14.2	10.8	7.4	5.8
						EV/EBIT	21.1	20.5	14.1	9.8	7.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

