



Research and
Development Center

首次覆盖：通信、动力、储能全面布局的铅酸电池龙头

—— 南都电源（300068.sz）深度报告

2013年4月16日

范海波 CFA 行业分析师
刘强 研究助理

证券研究报告

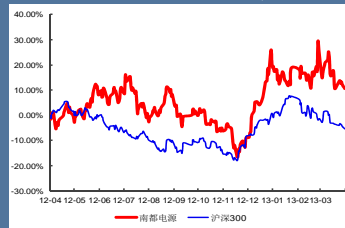
公司研究——首次覆盖

南都电源 (300068.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

南都电源相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2013-4-15)

收盘价 (元)	13.54
52 周内股价波动区间 (元)	10.22-15.82
最近一月涨跌幅 (%)	-12.65
总股本 (亿股)	3.00
流通 A 股比例 (%)	49.48
总市值 (亿元)	40.57

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心
邮编：100031

范海波 CFA, 行业分析师
执业编号: S1500510120021
联系电话: +86 10 63081252
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

研究助理: 刘强
联系电话: +86 10 63081251
邮箱: liuqiang1@cindasc.com

首次覆盖：通信、动力、储能全面布局的铅酸电池龙头

深度报告

2013 年 4 月 16 日 目标价：15.50 元

本期内容提要：

- ◆ **公司是全面布局的铅酸电池龙头。**公司铅酸电池包括通信、动力、储能等产品。目前通信、动力产品是主要收入来源；由于市占率提高、收购等因素，2012 年公司净利润增长为 76.85%。
- ◆ **通信后备电源市场占有率提高，13 年看 4G 建设，长期看海外。**12 年公司国内市场占有率在 20% 左右，同比提高约 5 个点；国内 4G 建设有望在 13 年启动，预计通信电池订单增长在 20% 以上；海外市场规模是国内 10 倍左右，公司海外市场占有率国内同行中排名第一，未来拓展空间大。
- ◆ **动力电池带来收入增量。**2011 年，公司通过收购南都华宇、长兴南都、南都国舰迅速切入动力电池领域，此领域市场空间在 300-450 亿，业绩在 2013 年将进一步释放。
- ◆ **储能产品仍处发展初期，公司产品具有较大优势。**公司在储能产品技术储备、产品开发以及示范运行上走在国内同行前列；未来分布式光伏等储能市场的逐步打开将为公司带来较大成长空间。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 13 年、14 年、15 年 EPS 分别为 0.56、0.76、1.02 元，考虑到公司铅酸电池领域的龙头地位以及业务向动力、储能市场拓展而表现的良好成长性，我们给予公司 2013 年 26~29 倍市盈率，目标价 15.50 元，首次覆盖给予公司“增持”评级
- ◆ **股价催化剂：**通信电池大额中标；动力电池产品提价；储能产品市场打开；行业整顿力度加大。
- ◆ **风险因素：**1、通信领域投资低于预期；2、动力电池毛利率维持较低水平。

公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	1,684.26	3,104.41	4,054.42	4,995.38	5,928.50
增长率 YoY %	15.91%	84.32%	30.60%	23.21%	18.68%
净利润(百万元)	71.30	126.09	167.08	226.20	306.45
增长率 YoY%	-12.66%	76.85%	32.51%	35.39%	35.48%
毛利率%	18.54%	15.35%	15.66%	16.39%	17.40%
净资产收益率 ROE%	2.76%	4.74%	5.97%	7.55%	9.39%
每股收益 EPS(元)	0.24	0.42	0.56	0.76	1.02
市场一致预期 EPS(元)			0.59	0.75	0.96
市盈率 P/E(倍)	57	32	24	18	13
市净率 P/B(倍)	1.56	1.49	1.41	1.30	1.19

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2013 年 4 月 15 日收盘价

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

目录

投资聚焦	1
全面布局的铅酸电池龙头	2
通信电池龙头，收购布局动力	2
收购后公司业绩、产能快速增长	4
民营企业机制灵活	5
行业环保整治导致市场向龙头企业集中	6
铅酸电池目前难以被替代	6
整治利好行业龙头	7
通信电池：市场份额上升	8
电信行业投资维持较高水平，13 年看 4G 建设	8
公司市场份额提升利好长期成长	9
海外市场持续开拓，空间巨大	10
动力电池：带来业绩增量	11
通过收购切入动力电池领域	11
动力电池的增量带来公司业绩快速增长	12
铅酸动力电池仍具有较大空间	13
储能电池：未来成长的动力	13
储能市场空间巨大，但尚未打开	13
公司良好的储能业务基础为未来发展提供动力	14
公司财务情况有望好转	15
盈利预测与投资评级	19
主要假设与经营预测	19
估值与投资评级	20
风险因素	21

图目录

图 1：公司营业收入结构（2012 年年报）	2
图 2：公司营业利润结构（2012 年年报）	2
图 3：公司产品包括通信、动力、储能电源	2
图 4：通过收购，动力产品收入占比迅速增长	3
图 5：公司通过收购完成全面布局	3
图 6：收购后公司业绩呈现加速增长	4
图 7：公司股权结构	5
图 8：行业整顿导致 2011 年铅酸电池产量大幅下滑	8
图 9：2012 年铅酸电池产量增速较快	8
图 10：电信行业投资将维持较高水平	9
图 11：市场份额提升带来公司通信产品收入增速加快	10
图 11：公司海外市场目前布局情况	10
图 12：公司海外收入增速加快	11
图 13：动力电池产品为公司业绩带来增量	12
图 14：龙头厂商的扩产导致动力电池盈利能力短期下降	13
图 15：储能产品收入、毛利率呈双升趋势	15
图 16：公司储能产品图	15
图 17：公司盈利能力处于历史低点	16
图 18：阀控密封铅酸电池成本结构	17
图 19：槽盖原材料 ABS 价格走势	17
图 20：钢铁价格走势	17
图 21：极柱原材料铜的价格走势	17
图 22：公司三项费用率得到较好控制	18
图 23：公司现金流状况大幅好转	19

表目录

表 1：公司研发能力强，具有良好的技术储备	4
表 2：公司五大生产基地情况	5
表 3：铅酸电池具有价格低、安全性高等优势	6
表 4：国家规范铅酸电池行业的主要政策	7
表 5：公司通信电池的主要客户	8
表 6：不同储能方式经济性对比	14
表 7：A 股可比上市公司盈利能力情况	16
表 8：与其他公司相比，公司 12 年费用率较低	18
表 9：公司研发费用较高	18
表 10：公司各项业务收入和毛利率预测	19
表 11：A 股可比上市公司估值	20

投资聚焦

主要内容

公司是通信、动力、储能全面布局的铅酸电池龙头。公司积极进取，通信产品市场占有率得到较大的提高，并通过收购迅速切入动力电池市场；同时，公司始终重视研发，为通信、储能领域储备了优秀的产品，未来具有较大的业绩增长空间。

投资逻辑

1、行业整顿带来市场集中度提升，公司通信产品市场占有率提升是有力印证。随着铅酸电池整顿的持续开展，资源、市场份额有望向优势企业集中，利好南都电源这样的铅酸电池龙头企业，公司通信产品 12 年市场占有率上升 5 个百分点左右。此外，未来随着整顿后竞争格局的稳定，产品盈利能力有望上升。

2、动力电池具有较大的市场空间。我们认为，目前铅酸动力电池市场在 300-450 亿，需求以替换为主。而南都电源动力电池的收入不到 15 亿，未来随着公司产能的陆续投放以及产业模式的调整，业绩具有较大的提升空间。同时，动力电池厂家具有较强的议价能力，现金流较好，可以改善公司的财务状况。

3、储能产品为公司估值提供支撑。储能产品对新能源与微网的发展具有较大的意义，其发展具有较大的市场空间；铅酸电池是目前储能电池中的较优选择。公司为储能的发展做了充足的储备，主推的产品是铅炭电池，思路主要是“铅酸为主，锂电为辅”。目前储能产品收入占比仍然较低，具有较大的想象空间。

有别于大众的认识

我们认为铅酸电池产品在电动自行车、慢速电动车、储能方面具有较大的市场空间，公司在这些方面做了大量的储备，符合行业发展的趋势，未来具有较大的发展空间。

关键假设、盈利预测及投资评级

我们预计公司 13 年、14 年、15 年 EPS 分别为 0.56、0.76、1.02 元，对应 2013 年 4 月 15 日收盘价（13.54 元）的 PE 分别为 24、18、13 倍。考虑到公司铅酸电池领域的龙头地位、雄厚的技术积累以及业务向动力、储能市场拓展而表现的良好成长性，我们给予公司 2013 年 26~29 倍市盈率，对应合理估值区间为 14.56~16.24 元，以合理估值区间均值设目标价 15.50 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

股价催化剂

通信电池大额中标；动力电池产品提价；储能产品市场打开；铅酸电池行业整顿力度加大。

主要风险

1、通信领域投资低于预期；2、动力电池毛利率维持较低水平；3、铅酸电池行业整治低于预期。

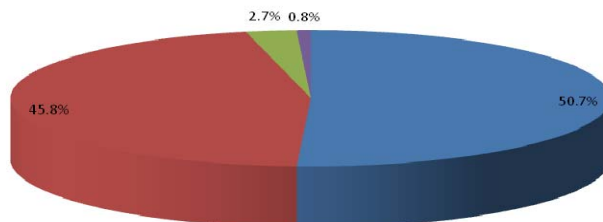
全面布局的铅酸电池龙头

通信电池龙头，收购布局动力

公司成立于1994年，是国内铅酸电池的龙头企业，销售的铅酸电池包括通信、动力、储能等产品。目前，通信产品、动力产品是公司的主要收入来源，其中通信产品国内市场占有率稳居前三位。2012年，通信产品、动力产品的营业收入占比分别达到50.7%、45.8%，营业利润占比分别为57.0%、37.8%。

图1：公司营业收入结构（2012年年报）

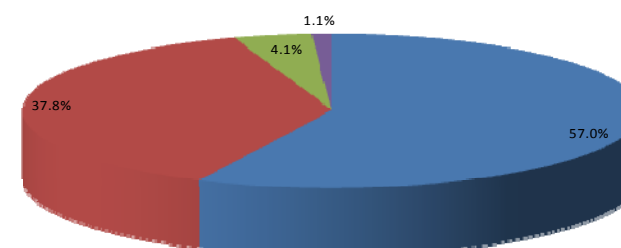
■ 通信产品 ■ 动力产品 ■ 储能产品 ■ 其他



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图2：公司营业利润结构（2012年年报）

■ 通信产品 ■ 动力产品 ■ 储能产品 ■ 其他



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

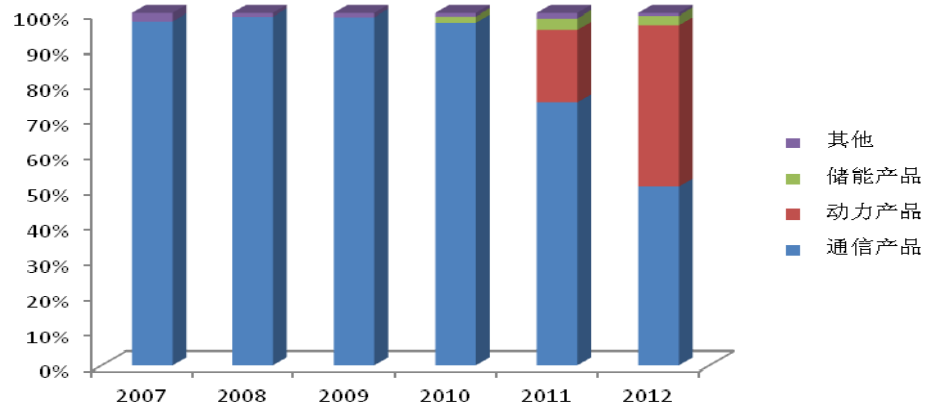
图3：公司产品包括通信、动力、储能电源



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

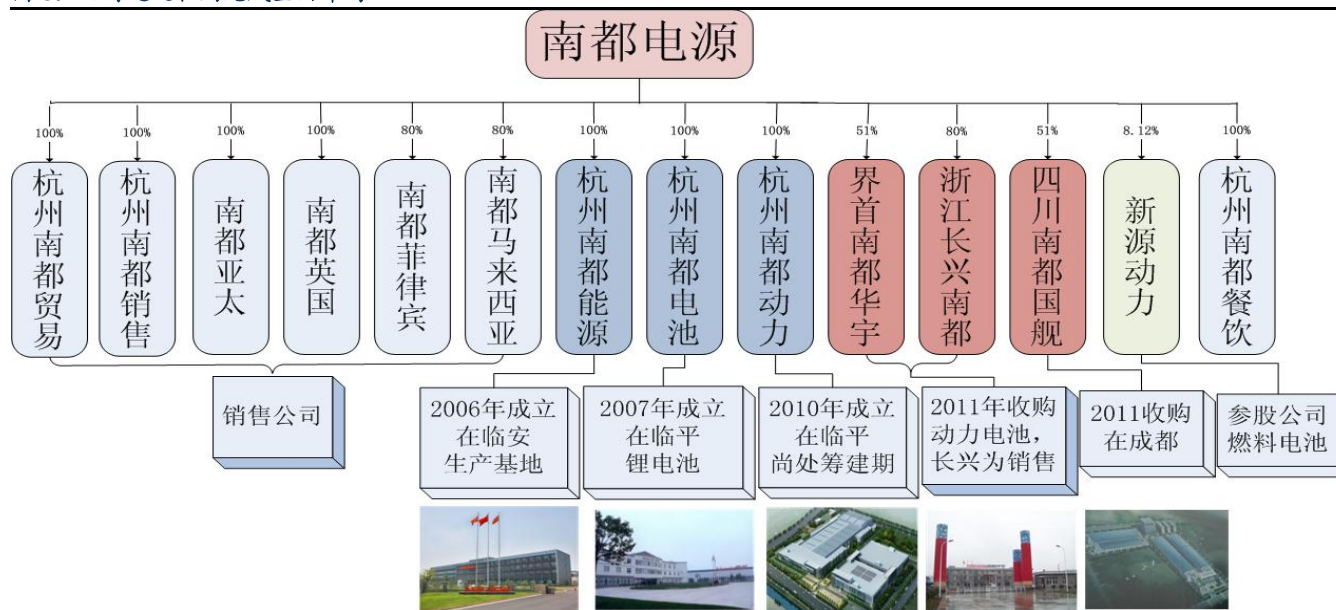
公司原有业务主要为铅酸电池通信产品，2011年通过收购迅速切入动力产品市场。

图 4: 通过收购, 动力产品收入占比迅速增长



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 5: 公司通过收购完成全面布局



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司研发能力较强。公司拥有 200 多人研发团队，现任首席科学家为原国际电工标准化机构 IEC/ENTC21 主席。公司在高温电池、铅炭电池、锂离子电池等方面做了大量的技术储备，其中高温电池可以在 35 度环境下工作 12 年，目前已在国内大部分省份已实现批量应用或试用，国外市场也逐步打开，具有较好的发展前景，2012 年贡献收入达 1077 万；铅炭电池的循环性能相比普通铅酸电池有了很大的提高，产品已经逐渐在储能领域打开空间。这些储备为公司未来成长带来了机会。

表 1: 公司研发能力强, 具有良好的技术储备

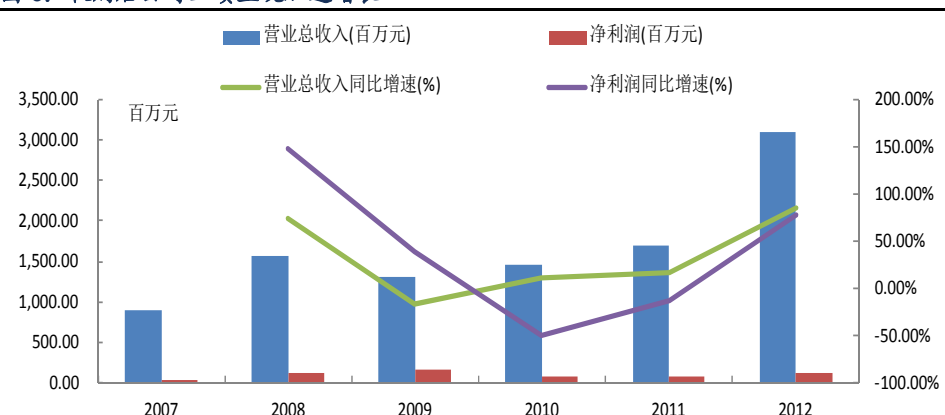
产品	主要用途
高温电池	通信备用电源
铅炭电池	储能
锂电池	新能源汽车

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

收购后公司业绩、产能快速增长

公司铅酸电池产品具有较强的竞争优势，收购动力产品相关公司后业绩呈现快速增长。从 2007 年到 2012 年，其收入从 9.03 亿元增长到 31.04 亿元，年均复合增长率为 28.00%；净利润从 0.47 亿元增长到 2011 年的 1.26 亿元，年均复合增长率为 21.75%。收购动力产品相关公司后，2012 年公司营业收入、净利润实现快速增长，收入、净利润同比增速分别为 84.32%、76.85%。2012 年业绩快速增长的主要原因是公司收购动力产品相关公司带来的业绩增量。

图 6: 收购后公司业绩呈现加速增长



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

通过收购，公司产能迅速增大，目前已经形成五大生产基地。2014 年全部达产后，铅酸电池产能有望达到 1320 万 kVAh，锂电池产能有望达到 1640 万 MWh。

表 2: 公司五大生产基地情况

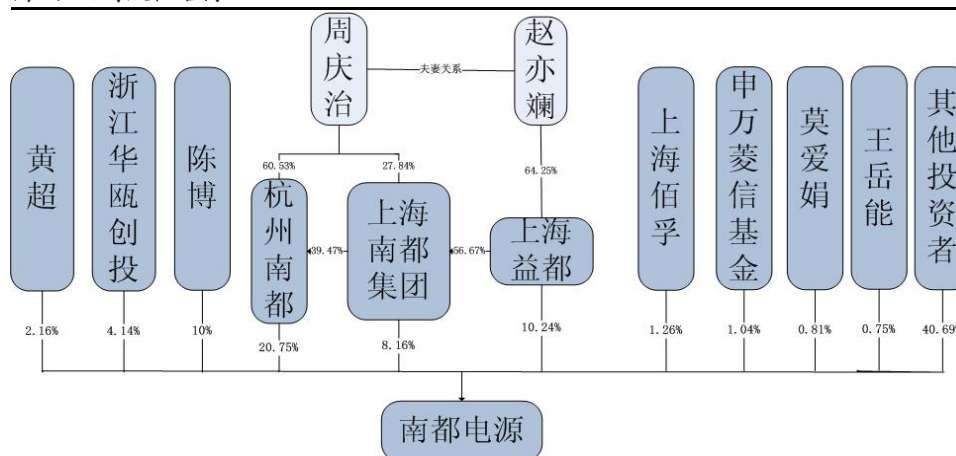
公司名称	地区	产品类型	产能	投产时间	2012 年净利润 (万元)
杭州南都能源	临安	通信及储能电池的主要生产基地	350 万 kVAh	2011 年下半年	1593.82
杭州南都电池	临平	锂电池, 应用于通信领域	120MWh	2012 年底达产	659.06
杭州南都动力	临平	动力及储能为主	锂电池: 1200MWh, 产值为 30 亿; 铅酸高能阀控蓄电池: 300 万 kVAh, 产值为 20 亿	尚处于建设期内, 2014 年底投产, 预计 2013 年 10 月一期投产。	-323.55
南都华宇	安徽界首	电动自行车电池、小型通信电源	450 万 kVAh (约 6 万只/天)	2011 年底达产	7333.89
南都国舰	四川成都	铅酸+锂电	铅酸蓄电池: 220 万 kVAh; 锂电池: 320 MWh。	2012 年 9 月试生产, 产能已达到设计规模	-1287.87

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

民营企业机制灵活

公司为民营企业, 经营比较灵活。公司控股股东为杭州南都电源有限公司, 实际控制人为周庆治先生。周庆治先生通过其控制的杭州南都电源有限公司、上海南都集团有限公司和上海益都实业投资有限公司等三家企业共持有公司的 39.15% 的股份。

图 7: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

注: 2012 年年报数据

需要提示的是：公司上市首发原股东限售股票的解禁日期在今年 4 月 22 日，解禁股票占总股本比例达到 42.99%，对二级市场具有一定的压力。

行业环保整治导致市场向龙头企业集中

铅酸电池目前难以被替代

铅酸电池主要应用于应急或备用电池、汽车起动、电动自行车、低速电动车和储能等领域。

由于以下两个方面的原因，我们预计未来十年内铅酸电池很难被锂电池替代：首先，与锂离子电池、氢镍等二次电源相比，铅酸电池具有技术成熟、价格低、安全性高、再生利用率高、温带宽等优点；其次，铅酸电池自身也在发展，当前使用最广泛的是阀控式密封铅酸蓄电池和胶体密封铅酸蓄电池，性能和环保等方面得到了进一步提升。

表 3：铅酸电池具有价格低、安全性高等优势

项目	铅酸电池	镍镉电池	镍氢电池	锂电池
商品化时间	1890 年	1956 年	1990 年	1992 年
工作电压	2.0V	1.2V	1.2V	3.3 ~ 3.7V
每月自放电率	4 ~ 5%	20 ~ 30%	30 ~ 35%	<5%
记忆效应	无	有	有	无
价格	<0.2\$/Wh	0.5\$/Wh	0.5 ~ 1\$/Wh	0.3 ~ 1\$/Wh
工作温度范围	-20 ~ 60℃	20 ~ 60℃	20 ~ 60℃	-20 ~ 60℃
优点	1、技术成熟； 2、价格低 3、安全性高 4、可回收	1、可快速充电； 2、价格便宜； 3、循环寿命长	1、可快速充电； 2、高功率放电； 3、能量密度稍高； 4、循环寿命长	1、可快速充电； 2、高功率放电； 3、能量密度稍高； 4、循环寿命长
缺点	1、能量密度低； 2、寿命短	1、记忆效应； 2、能量密度低； 3、环保问题（Cd）	1、具些许记忆效应； 2、高温下性能差； 3、充放电效率差	1、价格高； 2、安全性

资料来源：信达证券研发中心

举例来说明：比如在起动用途上，由于铅酸电池具有较高的启动倍率、较佳的冷启动能力，目前很难被其他电池取代；在电动自行车领域，一辆电动自行车配备的铅酸电池约 400-500 元，而配备的锂电池约 800-900 元，而且铅酸电池安全性较高、可以回收（铅酸电池回收价格约为原价的 1/4），所以，对普通大众，铅酸电池的电动自行车具有较大的吸引力。

整治利好行业龙头

由于近年来血铅事件不断出现，2011年4月份开始，国家下达了一些列政策对铅酸电池行业进行整顿，手段非常严厉。

表 4: 国家规范铅酸电池行业的主要政策

时间	政策	内容
2010年11月	《电池行业重金属污染综合预防方案（征求意见稿）》	到2015年，我国电池行业汞、镉耗用总量分别削减80%和70%，铅蓄电池单位功率耗铅量减少10%；规范完善废旧铅蓄电池回收再生利用体系；30%以上规模企业的清洁生产达到国内先进水平。
2011年4月	《关于2011年深入开展整治违法排污企业保障群众健康环保专项行动的通知》	要求各地将铅蓄电池企业的整治作为2011年环保专项行动的第一要务。
2011年5月	《关于加强铅蓄电池及再生铅行业污染防治工作的通知》	严格环境准入，新建涉铅的建设项目必须有明确的铅污染物排放总量来源；确保污染物稳定达标排放；建立重金属污染责任终身追究制。
2011年11月	《“十二五”产业技术创新规划》	重点开发新型结构（卷绕式、管式等）密封铅酸蓄电池等动力电池设计制造技术，新型大容量密封铅酸蓄电池设计制造技术。
2012年1月	《工业转型升级规划（2011—2015年）》	大力发展新型结构铅蓄电池等动力电池；逐步降低电池行业铅、汞、镉的耗用量，淘汰普通开口式铅蓄电池。
2012年5月	《铅蓄电池行业准入条件》	明确准入条件：产能方面：新建、改扩产能为50万千伏安时，现有电池产能为20万千伏安时，现有单一厂区商品极板产能为100万千伏安时的硬性指标；技术方面：鼓励新型铅蓄电池，淘汰落后产能。
2012年11月	《铅酸蓄电池生产及再生污染防治技术政策》（征求意见稿）	铅酸蓄电池生产及再生行业应加大产业结构调整和产品优化升级力度，合理规划产业布局，进一步提高产业集中度和规模化水平，加快淘汰低水平落后产能，实行产能等量或减量置换，控制铅酸蓄电池生产及再生企业总量。
2012年11月	铅蓄电池行业准入公告管理暂行办法	为顺利实施《铅蓄电池行业准入条件》，开展铅蓄电池行业准入公告管理工作，在企业申请条件、申请及公告程序、监督管理等方面做具体规定。
2013年3月	关于促进铅酸蓄电池和再生铅产业规范发展的意见	加快产业结构调整升级，加大落后产能淘汰力度，严格行业准入和生产许可管理以及强化项目审批管理等要求。到2015年，废铅酸蓄电池的回收和综合利用率达到90%以上，铅循环再生比重超过50%，推动形成全国铅资源循环利用体系。
2013年3月	2013年工业节能与绿色发展专项行动实施方案	选择涉铅行业，通过开展2013年绿色发展专项行动，在绿色发展方面取得突破，探索绿色发展的模式和实现途径，提出了涉铅行业绿色发展的计划和进度要求。

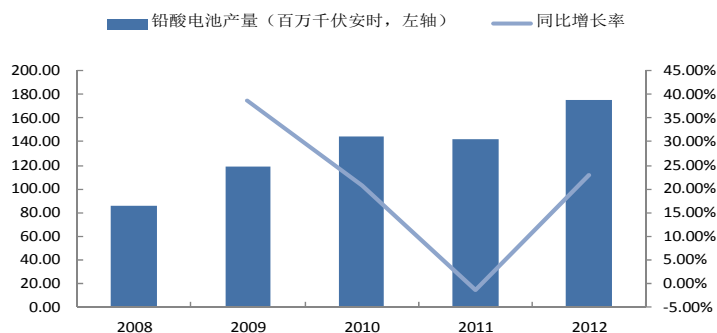
资料来源：信达证券研发中心

由于整顿的影响，2011年铅酸电池的产量出现了负增长。2012年整顿后合格企业陆续复产，加上2011年的基数较低，导致

2012 年铅酸电池呈现高增长。

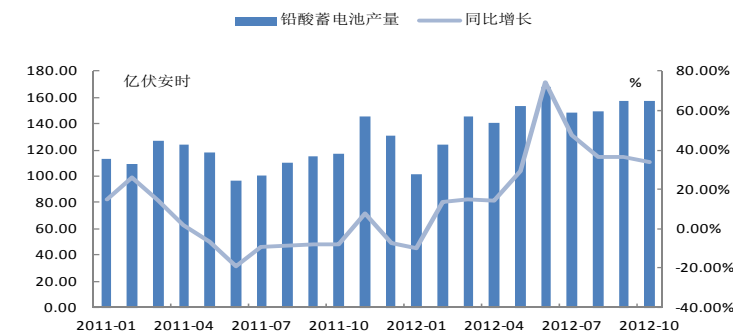
随着整顿的持续开展，资源、市场份额有望向优势企业集中，利好南都电源这样的铅酸电池龙头企业。但随着天能等大厂新产能的释放，产品盈利能力已经出现回落，未来随着整顿后竞争格局的稳定，产品盈利能力有望回升。

图 8: 行业整顿导致 2011 年铅酸电池产量大幅下滑



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 9: 2012 年铅酸电池产量增速较快



资料来源: wind, 信达证券研发中心

通信电池：市场份额上升

电信行业投资维持较高水平，13 年看 4G 建设

公司通信产品的收入主要来自电信行业的投资，主要客户主要包括电信运营商、电信设备集成商、电源系统集成商等三类。

表 5: 公司通信电池的主要客户

客户类型	主要客户
电信运营商	中国移动、中国电信、中国联通、沃达丰、美国 Sprint Nextel、美国 T-Mobile、新加坡电信等
电信设备集成商	爱立信、诺西公司、阿尔卡特-朗讯、华为技术、摩托罗拉等
电源系统集成商	艾默生、Eltek ASA、Saft Groupe S.A.、Delta Electronics 等

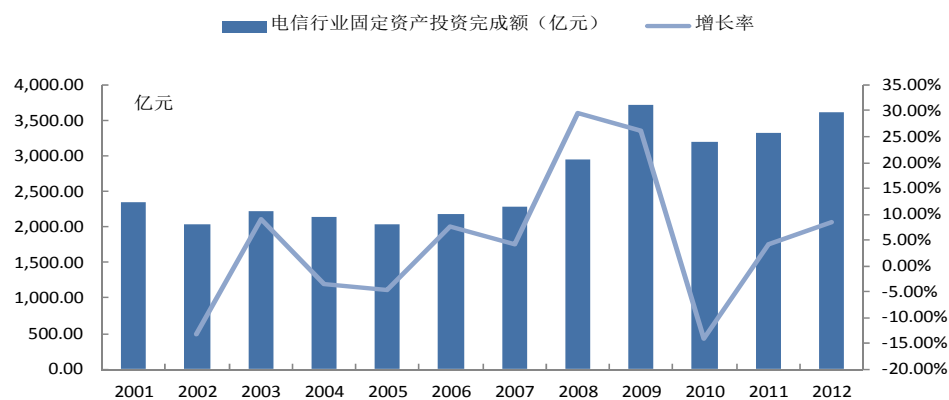
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

目前年度电信固定资产投资规模较大，2012 年，电信行业投资达到 3,613.80 亿，同比增长为 8.48%；由于 3G、4G 建设的逐步建设和完善，我们预计“十二五”期间未来两年电信投资将维持 3500 亿以上的较高规模。

4G 建设有望在 2013 年大规模启动，这将充分拉动通信后备电池的需求。中移动曾明确宣布，计划 2013-2014 年建设 4G 基站数量分别为 20 万、13 万个，其中 2013 年将是 4G 建设的最高峰。同时，由于电信投资前几年的积累，加上通信电池一般

使用期限为 5 年，巨大的更换需求在一定程度上也能保证通信电池的稳定需求。我们预计 2013 年中移动、中联通通信电池的订单增长在 20% 以上。

图 10: 电信行业投资将维持较高水平



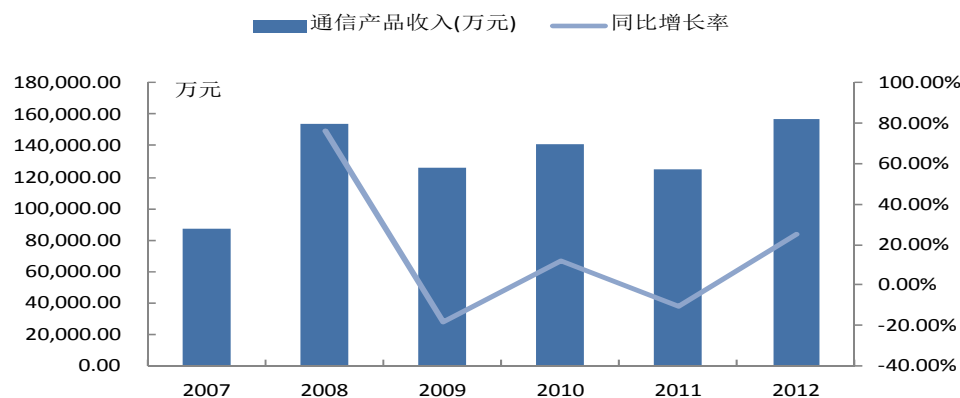
资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司市场份额提升利好长期成长

受益于铅酸电池行业整顿，公司国内市场占有率提高，我们预计 2012 年在 20% 左右，比 2011 年提高约 5 个百分点。目前通信领域存在资质壁垒，进入运营商的采购名单需要较长的认证过程，竞争主要集中在南都、哈尔滨光宇、江苏双登等几家公司之间。我们认为，公司市场占有率的提高也与运营商对产品质量的关注有关；公司作为通信电池龙头，其产品有着过硬的质量保证，市占率有望进一步提高。市场份额的上升带来公司业绩的提升，2012 年，公司通信产品收入为 15.72 亿，同比增长 39.65%。同时，由于市场份额的提升，未来公司将充分受益于 4G 建设。

2013 年，公司通信产品盈利能力有望提升。2012 年，中国电信招标价格上调 10%，截止目前，中移动、中联通招标还在进行，预计产品盈利能力会有所回升，这主要是因为中移动招标模式的变化，其更注重供应商的综合实力，价格分已经由 60% 降到 50% 左右。我们认为 2013 年通信产品需求提升，而供给方面提升不大，价格或有进一步提升的空间。

图 11: 市场份额提升带来公司通信产品收入增速加快

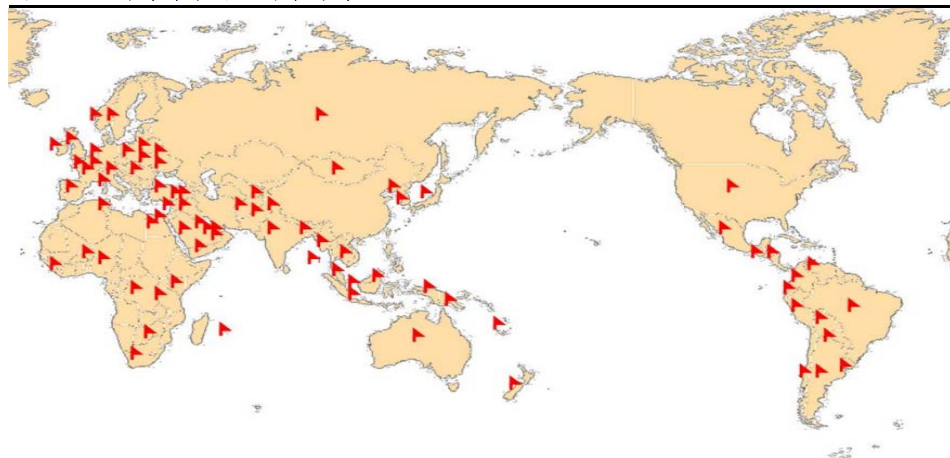


资料来源: wind, 信达证券研发中心

海外市场持续开拓，空间巨大

公司在通信电池的海外拓展中，始终走在国内电池厂商的前列。2009 年受金融危机的影响，海外收入规模出现下滑，但 2010 年海外收入马上得到了 40.25% 的增速反弹。目前，由于发展中国家通信产业的高投资、发达国家的需求主要在替换市场，公司未来海外发展的重点在发展中国家，公司先后在巴基斯坦、非洲、亚太等地区获得重要订单，并成功进入墨西哥、玻利维亚、土耳其等新市场；公司新产品高温电池在国外已实现较大规模销售，同时孟加拉、印度、越南、土耳其、南非等国建立多个高温电池试验站，为后续销售奠定了良好基础。

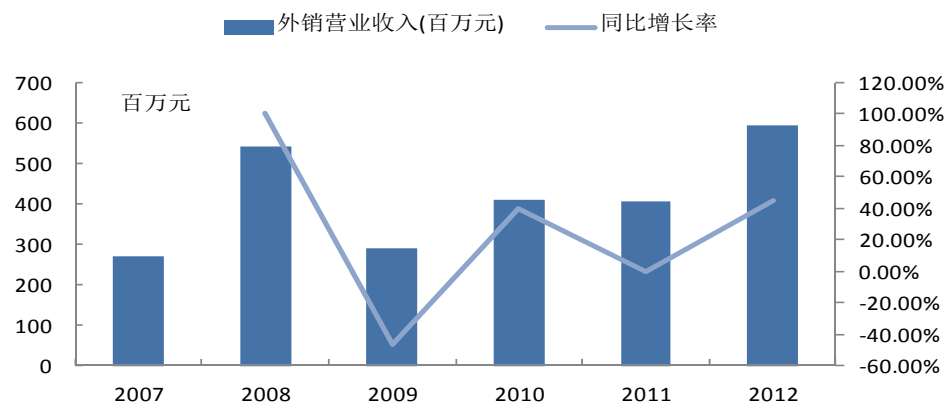
图 12: 公司海外市场目前布局情况



资料来源: 公司资料, 信达证券研发中心

目前，在国内同行中公司通信电池产品海外市场占有率排名第一，但占有率仍不到 2%，未来拓展空间较大。从细分统计看，目前公司以自有品牌已成功进入 100 多个国家和地区，国内同行中市场覆盖率排名第一；在高端工业电池领域年出口额超过 1 亿美元，国内同行中排名第一，远高于国内其他竞争对手；高端客户中有 50 余家是世界 500 强企业，国内同行中排名第一。从收入情况看，公司海外业绩增长较快；2012 年公司海外收入规模达到 5.93 亿，同比增长达到 45.44%，已经超过 2008 年的高位。我们估计，海外市场的规模约为国内市场的 10 倍，而公司海外市场占有率不到 2%；随着公司市场拓展的深入，公司海外收入规模有望在 2012 年的基础上进一步提升。

图 13: 公司海外收入增速加快



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

动力电池：带来业绩增量

通过收购切入动力电池领域

利用行业整顿的机会和公司上市不久带来的雄厚资金实力，公司通过收购南都华宇、长兴南都、南都国舰迅速切入动力电池领域。目前，公司现有动力电池领域业务包括：低速电动车用动力电池、电动自行车用动力电池、新能源车用动力电池及铁路机车用蓄电池。

2011 年 9 月，公司使用超募资金 19380 万元收购南都华宇 51% 的股权，使南都华宇成为公司控股子公司。南都华宇成立于 2008 年 10 月，位于安徽省界首市田营工业园（国家首批“城市矿产”示范基地和专业化的铅回收及利用基地，是全国最大的铅资源循环经济工业园），目前，南都华宇拥有年产 1440 万套极板及 800 万只电池的产能；经过 2011-2012 年持续的建设和技术改造，目前南都华宇的年产能可以达到 450 万 kWh（约 6 万只/天）；由于目前动力电池市场竞争较激烈，公司动力电

池直接销售占比较小，多余的极板出售给天能，干电池出售给超威。

2011年9月，公司使用超募资金4896万元收购长兴南都80%的股权。长兴南都成立于2006年4月，作为电动自行车电池销售公司，其拥有分布全国的销售渠道和网络。

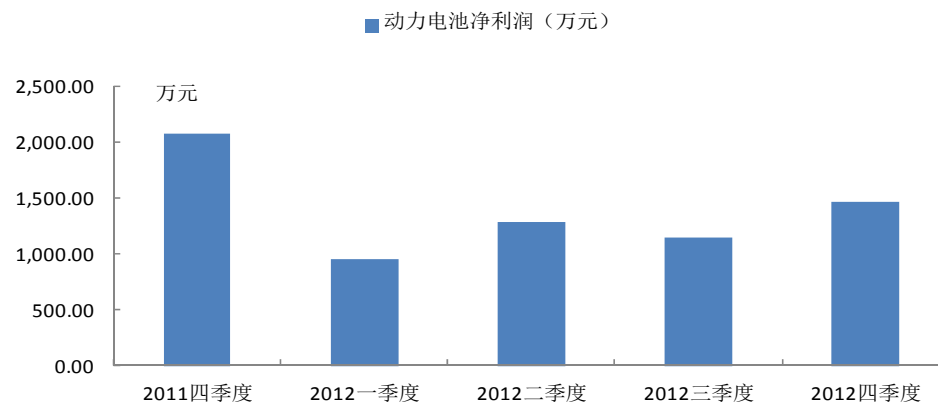
2011年12月，公司通过增资和股权收购的方式持有南都国舰51%的股权，南都国舰主要业务为电池极板、动力电池和储能电池的生产、销售，南都国舰已于2012年9月份开始试生产，2012年年底铅酸蓄电池、锂电池产能分别达到220万kVAh、320MWh。

动力电池的增量带来公司业绩快速增长

2012年南都华宇与长兴南都合计实现营业收入19.88亿元，其中，南都华宇实现归属于上市公司股东的净利润3740.28万元，长兴南都实现归属于上市公司股东的净利润1096.12万元，两家公司对公司的业绩贡献合计为4836.40万元。南都国舰已开始试生产，2012年对公司的业绩影响是-656.81万元，我们预计南都国舰2013年将贡献正的业绩，为公司业绩带来新的增量。

同时，在动力电池方面，公司大力拓展自行车之外的低速电动车领域。目前已向二十多家低速电动车厂商进行了送样和测试，通过了山东时风等多家厂商的测试并开始批量供货。

图 14: 动力电池产品为公司业绩带来增量



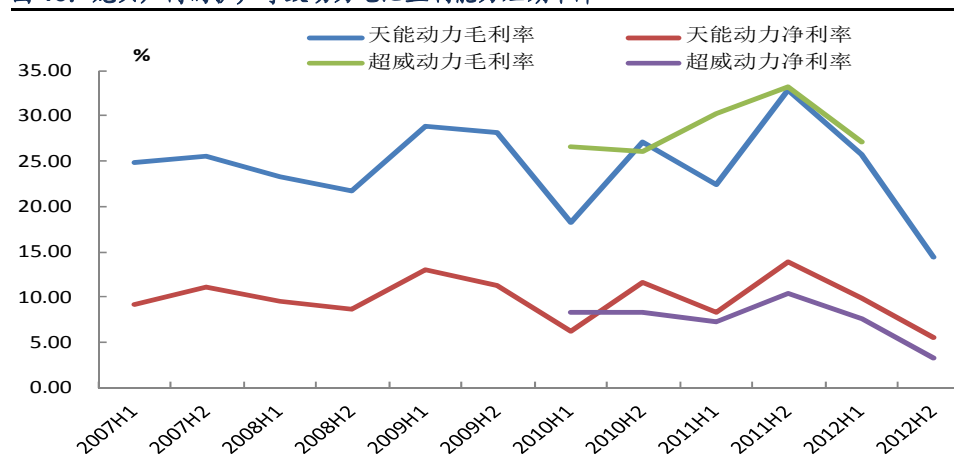
资料来源: wind, 信达证券研发中心

铅酸动力电池仍具有较大空间

目前铅酸动力电池市场在 300-450 亿，需求包括替换和新增两个方面，目前以替换为主。2012 年南都电源动力电池的收入还不到 15 亿，具有较大的提升空间。根据中国自行车协会的数据，目前电动自行车保有量约为 1.5 亿万辆，其中 95% 以上使用的是铅酸电池，其动力电池约 2-3 年换一次，每套电池约 500 元，初步估计铅酸动力电池替换市场约有 200-300 亿的空间。目前电动自行车的每年产量约 2000 万辆，初步估计铅酸动力电池新增需求约有 100-150 亿的空间。

同时，相对下游比较分散的需求（分散的电动自行车厂商和个人消费者），铅酸动力电池厂家比较集中，这就使得动力电池厂家具有较强的议价能力。但是由于目前阶段龙头厂商都在不停的扩产，产品毛利率在下降，盈利水平处于低谷；从铅酸动力自行车电池龙头企业天能动力、超威动力的盈利水平来看，目前都处于上市以来的最低位。我们预计随着国家环保整治力度的加强以及产能战、价格战的逐步缓解，2013 年产品毛利率有望逐步企稳回升。

图 15: 龙头厂商的扩产导致动力电池盈利能力短期下降



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

储能电池：未来成长的动力

储能市场空间巨大，但尚未打开

储能市场具有较大的市场空间。储能电池具有平抑峰谷差、降低主干网扩容投入、稳定新能源接入、提高电网安全性、提高黑启动安全性等功能，对新能源与微网的发展具有较大的意义。目前国家新能源和微网行业仍处于成长期，未来发展空间较

大。2012年9月，国家能源局印发的《太阳能发电发展“十二五”规划》中提出，到2015年底我国太阳能发电装机容量达到21GW以上，这意味着未来3年中国光伏发电装机容量有望扩大6倍以上，相关部门鼓励太阳能等新能源快速发展为储能电池在相关领域的大规模应用提供了良好的市场基础。

铅酸电池是目前储能电池中的较优选择。从成本角度看，与锂电池、钒液流电池等其他化学储能方式相比，铅酸电池具有较好的经济性。从产品性能看，铅酸电池技术成熟、安全性高、适用温度范围大；锂电池在大电池组应用上存在一致性等问题，在大型动力电池单体方面存在安全性问题。铅酸电池的新产品铅炭电池进一步提升了电池的性能，循环次数得到大幅提升，这样也降低了单位次数使用成本，所以我们认为，铅酸电池产品在储能领域具有相对较好的应用前景。

表 6: 不同储能方式经济性对比

电池名称	循环次数	电池价格(元/KW)	总固定资产投资(元/KW)	寿命期内投资(元/KW)	收益/投资	经济性
普通铅酸电池	800	1000	4000	6040	1.24	高
改性铅酸电池	1500	1000	4000	-	约 1.6	高
高能超级电池	2500	1300	4300	-	约 2.0	很高
钠硫电池	2500	4200	7200	10375	0.72	低
锂电池	2000	4000	7000	10104	0.74	低
钒液流电池	13000	4200	7200	10375	0.72	低
抽水蓄能	-	-	3500	5983	2.51	高
压缩空气	30000	-	4000	6000	1.25	高
超导	100000	-	5100	8000	0.93	低

资料来源：中国电科院新能源研究所，信达证券研发中心

从储能行业的发展阶段看，目前尚处于发展初期。相关储能产品仍在试验和试用阶段，比如张北风光储能示范项目等，所以我们认为，储能市场需求目前尚未打开，行业大规模发展的时机还需等待；预计微网储能有望提前铺开，但能连接电网的新能源储能仍需接受经济性的考验。

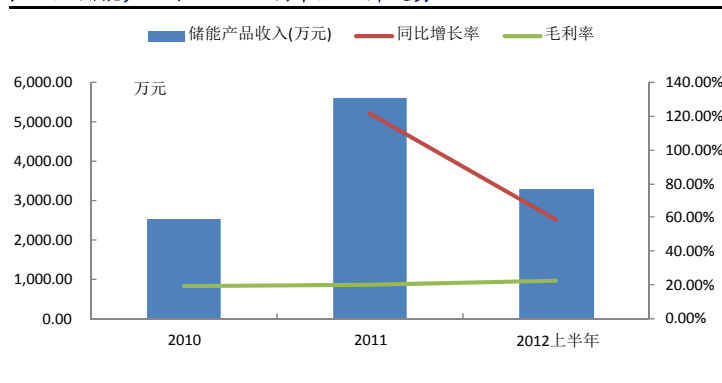
公司良好的储能业务基础为未来发展提供动力

公司在储能产品技术储备、产品开发以及示范运行上走在国内同行前列。公司为储能的发展做了充足的储备，主推的产品是铅炭电池，思路主要是“铅酸为主，锂电为辅”。公司研发的“REX-C 铅炭储能电池”于2012年11月26日通过了浙江省经济和信息化委员会组织的省级工业新产品成果鉴定。截止目前，公司已经参与或中标国内外多个新能源储能系统的方案设计与建设，比如非洲太阳能混合发电系统、内蒙古风光储能电站、浙江东福山岛风光柴发电及海水淡化系统、以使用铅炭电池

为主的 国家新能源示范城市吐鲁番示范区微电网试点工程储能电站项目等等。其中吐鲁番示范区微电网试点工程储能电站项目是国内第一个新能源示范城市兆瓦级储能项目，所使用的储能电池全部为公司新产品铅炭电池，具备较强的示范意义。

在储能领域，公司持续开展与国内外电网公司及其他储能用户的合作，加速推进铅炭电池在储能领域的应用。2012年，储能产品销售收入达到 8402.11 万元，较上年同期增长 50.11%，但目前收入占比仍然较低。

图 16: 储能产品收入、毛利率呈双升趋势



资料来源：公司公告,信达证券研发中心

图 17: 公司储能产品图

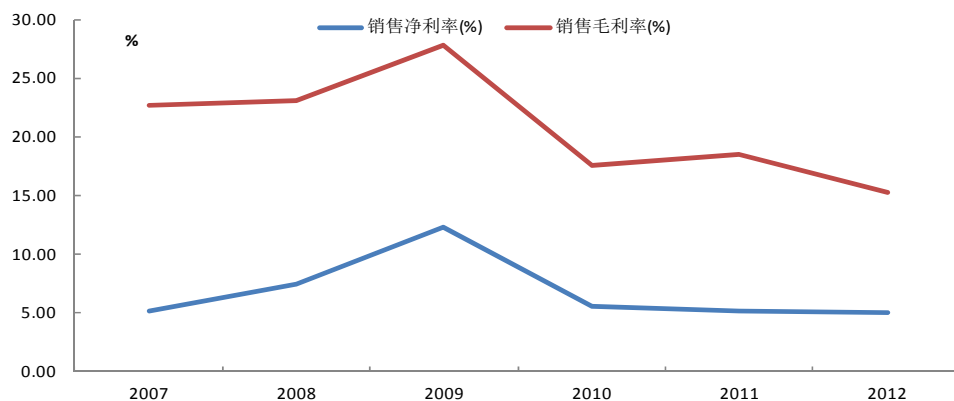


资料来源：公司资料,信达证券研发中心

公司财务情况有望好转

目前，公司毛利率、净利率情况处于历史低位。2010 年以来的盈利能力较差与市场需求较差、竞争激烈和原材料价格的上涨有关。未来随着行业的持续整治、经济的企稳回升以及原材料价格的回落，加上通信 4G 建设启动以及动力电池产品盈利能力的回升，公司产品盈利能力有望得到好转。

图 18: 公司盈利能力处于历史低点



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

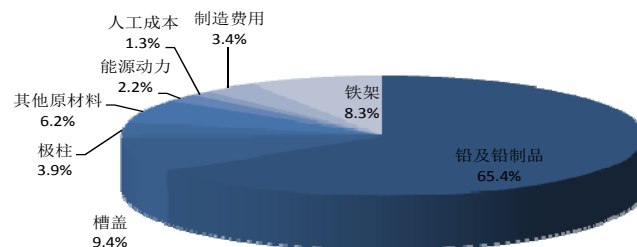
表 7: A 股可比上市公司盈利能力情况

证券代码	证券简称	毛利率 (%)	毛利率 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	净利率 (%)	净利率 (%)
		2009 年	2010 年	2011 年	2009 年	2010 年	2011 年
601311.SH	骆驼股份	19.01	19.27	21.79	9.26	9.90	10.41
600482.SH	风帆股份	14.82	14.13	12.72	1.66	1.50	1.67
002684.SZ	猛狮科技	25.15	28.92	27.09	11.79	11.16	10.34
002580.SZ	圣阳股份	24.79	20.80	16.77	6.72	6.13	5.07
300068.SZ	南都电源	27.87	17.63	18.54	12.33	5.62	5.14

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

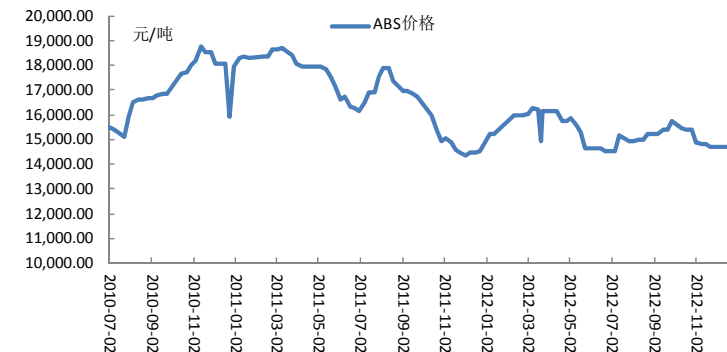
公司产品主要成本是铅及铅制品。目前公司已经利用铅价联动机制规避铅价波动对公司盈利的影响, 根据协议, 如一段时间内的铅价波动超过基准铅价一定幅度, 则产品销售价格同向上升或下降一定的金额。对非铅原材料, 目前没有与产品售价建立联动机制; 与 2010、2011 年的情况相比, 目前铅酸电池其他原材料铜、钢铁、ABS (一种塑料) 的价格处于低位, 这有利于提高公司的盈利能力。

图 19: 阀控密封铅酸电池成本结构



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 20: 槽盖原材料 ABS 价格走势



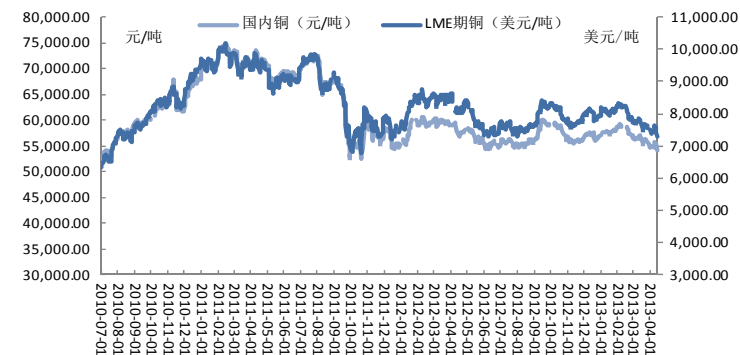
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 21: 钢铁价格走势



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

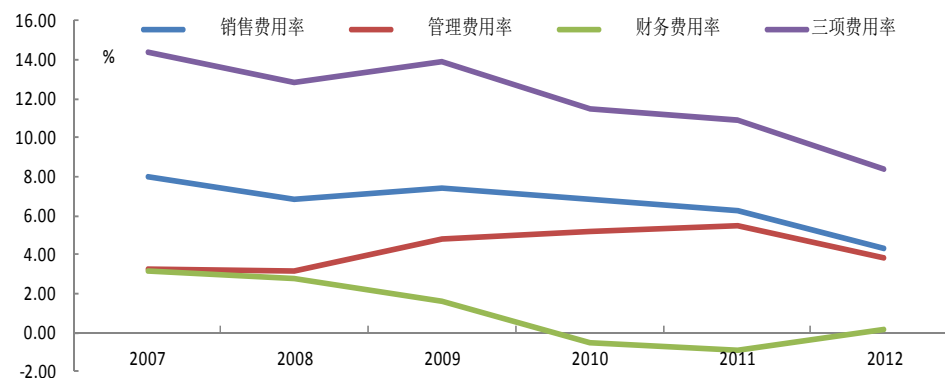
图 22: 极柱原材料铜的价格走势



资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司费用率控制较好, 近几年三项费用率呈现下降趋势。与 A 股其他类似公司相比, 公司费用仍处于较低水平。但是, 公司坚持研发投入, 在铅酸电池上市公司中, 属于研发投入较大的公司。这样有利于公司的长期成长。

图 23: 公司三项费用率得到较好控制



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 8: 与其他公司相比, 公司 12 年费用率较低

证券代码	证券简称	销售费用率 (2011 年, %)	管理费用率 (2011 年, %)	财务费用率 (2011 年, %)	三项费用率 (2011 年, %)
601311.SH	骆驼股份	4.69	3.23	0.49	8.42
600482.SH	风帆股份	4.04	3.89	2.07	10.00
002684.SZ	猛狮科技	4.62	9.97	1.92	16.51
002580.SZ	圣阳股份	6.40	4.11	0.88	11.40
300068.SZ	南都电源	4.98	3.78	0.03	8.79
平均		4.95	5.00	1.08	11.02

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 9: 公司研发费用较高

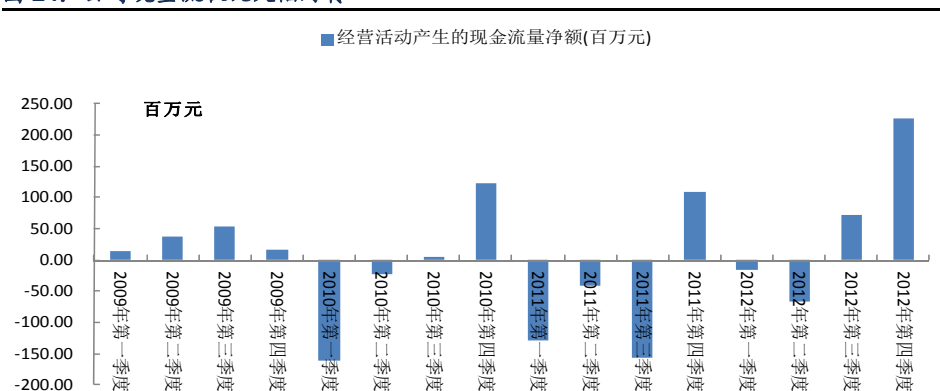
证券代码	证券简称	研发费用与收入之比 (2009 年)	研发费用与收入之比 (2010 年)	研发费用与收入之比 (2011 年)
601311.SH	骆驼股份	3.25%	3.06%	0.19%
600482.SH	风帆股份	0.52%	0.47%	0.27%
002684.SZ	猛狮科技	3.17%	3.30%	3.37%
002580.SZ	圣阳股份	1.40%	1.38%	3.51%

300068.SZ 南都电源 4.00% 4.06% 3.53%

资料来源：公司公告,信达证券研发中心

公司经营现金流状况自 2010 年以来持续为负，这与公司的下游是中国移动等大客户有关，但如果持续下去会引致公司的财务问题。随着公司业务的拓展以及动力产品收入的增长，2012 年现金流状况已经得到改善。未来随着动力电池、储能产品收入占比的增大，由于这些业务的现金流较通信产品好，公司的财务状况有望进一步改善。

图 24：公司现金流状况大幅好转



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测与投资评级

主要假设与经营预测

公司电池产品目前已经初步完成通信、动力、储能全面布局，近两年动力电池给公司盈利带来较大的增量，2013 年 4G 建设有望带来通信产品收入的超预期，同时，储能产品为公司未来成长增添了动力。所以我们认为公司 2013、2014、2015 年的收入会有较高的增速。我们预计公司 2013、2014、2015 年业务收入增速分别为 30.60%、23.21%、18.68%。

表 10：公司各项业务收入和毛利率预测

(单位：万元)		2011	2012	2013E	2014E	2015E
通信产品	营业收入	125,364.26	157,219.36	198,096.39	237,715.67	273,373.02
	营业收入 YOY	-10.86%	25.41%	26.00%	20.00%	15.00%

	毛利率	18.18%	17.25%	17.20%	17.20%	17.20%
动力产品	营业收入	34,319.96	141,884.39	191,543.93	239,429.91	287,315.89
	营业收入 YOY		313.42%	35.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	19.96%	12.68%	13.50%	15.00%	17.00%
储能产品	营业收入	5,597.23	8,402.11	12,603.17	18,904.75	28,357.12
	营业收入 YOY	121.89%	50.11%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	20.38%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
其他（包括在主营业务中）	营业收入	2,507.46	2,346.33	2,580.96	2,839.06	3,122.97
	营业收入 YOY	76.71%	-6.43%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	12.79%	21.58%	21.00%	21.00%	21.00%
其他业务	其他业务收入	636.93	588.41	617.83	648.73	681.16
	其他业务收入 YOY	-13.97%	-7.62%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	17.92%	17.70%	17.50%	17.50%	17.50%
合计	营业收入	168,425.84	310,440.60	405,442.28	499,538.11	592,850.16
	营业收入 YOY	15.91%	84.32%	30.60%	23.21%	18.68%
	毛利率	18.54%	15.35%	15.66%	16.39%	17.40%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

估值与投资评级

我们预计公司 13 年、14 年、15 年 EPS 分别为 0.56、0.76、1.02 元，对应 2013 年 4 月 15 日收盘价（13.54 元）的 PE 分别为 24、18、13 倍。

我们选择上市公司中与公司业务相近的骆驼股份、风帆股份、猛狮科技、圣阳股份等企业进行对比分析，以上企业对应 2013 年的平均市盈率是 26.95 倍。考虑到公司铅酸电池领域的龙头地位、雄厚的技术积累以及业务向动力、储能市场拓展而表现的良好成长性（我们预计公司 2013 年、2014 年净利润增速分别为 32.51%、35.39%），我们给予公司 2013 年 26~29 倍市盈率，对应合理估值区间为 14.56~16.24 元，以合理估值区间均值设目标价 15.50 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

表 11：A 股可比上市公司估值

证券代码	证券简称	股价（元）	市值		PE（倍）			EPS（元）			PB（倍）	PS（倍）
			（亿元）	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E			
601311.SH	骆驼股份	11.01	93.79	19.49	17.44	13.71	0.57	0.63	0.80	3.04	2.36	
600482.SH	风帆股份	8.03	37.02	47.57	36.77	30.61	0.17	0.22	0.26	2.93	0.78	
002684.SZ	猛狮科技	31.19	16.55	39.66	33.91	29.26	0.90	0.92	1.07	3.09	3.42	

002580.SZ	圣阳股份	12.36	13.51	25.58	19.70	14.47	0.49	0.63	0.85	1.69	1.13
平均	—	—	—	26.95	22.01	—	—	—	—	2.69	1.92
300068.SZ	南都电源	13.54	40.57	32.17	24.28	17.93	0.42	0.56	0.76	1.56	2.41

资料来源: wind,信达证券研发中心 注: 股价、市值以 2013 年 4 月 15 日收盘价为基准, PB、PS 以 12 年年报为基准, 南都电源 PE、EPS 为信达预测值, 其余为 wind 一致预期

风险因素

- 1、通信领域投资低于预期;
- 2、动力电池毛利率维持较低水平;
- 3、铅酸电池行业整治低于预期;
- 4、储能市场发展低于预期;
- 5、技术变化风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	2,275.15	2,556.78	2,781.12	3,041.85	3,076.23
货币资金	983.20	1,009.91	784.61	605.69	210.55
应收票据	13.26	62.27	81.32	100.20	118.91
应收帐款	792.72	862.36	1,126.26	1,387.64	1,646.85
预付账款	69.31	40.50	52.70	64.37	75.46
存货	375.01	512.71	667.19	814.92	955.41
其他	41.65	69.04	69.04	69.04	69.04
非流动资产	966.37	1,349.46	1,495.66	1,658.32	1,835.24
长期投资	5.00	10.85	10.85	10.85	10.85
固定资产	499.93	713.86	781.64	839.23	814.03
无形资产	157.84	157.41	150.24	143.08	135.91
其他	303.60	467.33	552.93	665.16	874.45
资产总计	3,241.52	3,906.24	4,276.78	4,700.17	4,911.47
流动负债	576.21	860.38	1,021.06	1,160.33	986.70
短期借款	217.20	345.00	345.00	345.00	345.00
应付账款	161.25	208.71	271.60	331.74	388.93
其他	197.76	306.67	404.46	483.60	252.77
非流动负债	0.55	152.77	152.77	152.77	152.77
长期借款	0.00	112.70	112.70	112.70	112.70
其他	0.55	40.07	40.07	40.07	40.07
负债合计	576.76	1,013.15	1,173.83	1,313.10	1,139.47
少数股东权益	59.22	176.71	219.49	277.42	355.90
归属母公司股东权益	2,605.55	2,716.37	2,883.45	3,109.65	3,416.10
负债和股东权益	3241.52	3906.24	4276.78	4700.17	4911.47

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,684.26	3,104.41	4,054.42	4,995.38	5,928.50
同比	15.91%	84.32%	30.60%	23.21%	18.68%
归属母公司净利润	71.30	126.09	167.08	226.20	306.45
同比	-12.66%	76.85%	32.51%	35.39%	35.48%
毛利率	18.54%	15.35%	15.66%	16.39%	17.40%
ROE	2.76%	4.74%	5.97%	7.55%	9.39%
每股收益(元)	0.24	0.42	0.56	0.76	1.02
P/E	57	32	24	18	13
P/B	1.56	1.49	1.41	1.30	1.19
EV/EBITDA	30.45	16.25	11.52	9.06	7.10

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,684.26	3,104.41	4,054.42	4,995.38	5,928.50
营业成本	1,372.03	2,627.86	3,419.62	4,176.79	4,896.89
营业税金及附加	4.34	7.74	10.11	12.45	14.78
营业费用	104.81	134.09	175.13	215.77	256.08
管理费用	92.88	120.31	157.13	193.59	229.76
财务费用	-14.84	4.87	10.59	15.75	19.97
资产减值损失	15.01	7.88	15.26	19.23	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.60	1.96	0.00	0.00	0.00
营业利润	112.62	203.62	266.58	361.79	491.03
营业外收入	7.47	5.84	6.61	6.61	6.61
营业外支出	3.08	6.00	4.14	4.14	4.14
利润总额	117.00	203.47	269.05	364.26	493.50
所得税	30.42	45.09	59.19	80.14	108.57
净利润	86.58	158.38	209.86	284.13	384.93
少数股东损益	15.28	32.29	42.78	57.93	78.48
归属母公司净利润	71.30	126.09	167.08	226.20	306.45
EBITDA	139.46	277.72	391.92	498.45	635.89
EPS (摊薄)	0.24	0.42	0.56	0.76	1.02

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-219.22	215.17	40.85	114.13	-79.80
净利润	86.58	158.38	209.86	284.13	384.93
折旧摊销	37.85	66.30	94.42	105.73	113.93
财务费用	-15.39	7.96	28.45	28.45	28.45
投资损失	-2.60	-1.96	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-336.70	-21.73	-304.22	-319.62	-623.15
其它	11.04	6.23	12.34	15.43	16.04
投资活动现金流	-385.65	-440.09	-237.70	-264.60	-286.89
资本支出	-254.85	-387.98	-237.70	-264.60	-286.89
长期投资	-123.46	-100.82	0.00	0.00	0.00
其他	-7.35	48.71	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	28.66	162.61	-28.45	-28.45	-28.45
吸收投资	0.00	13.38	0.00	0.00	0.00
借款	39.78	240.50	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	34.36	57.11	28.45	28.45	28.45
现金净增加额	-580.79	-61.65	-225.30	-178.92	-395.14

电力设备与新能源小组简介

范海波，CFA，有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

刘强，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6 年电源行业工作经验。2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事电力设备与新能源研究。能够准确把握行业整体状况，客观地从实业和资本市场角度发掘投资机会。

电力设备行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
国电南瑞	600406.SH	荣信股份	002123.SZ	汇川技术	300124.SZ	东方电气	600875.SH
龙源技术	300105.SZ	平高电气	600312.SH	新联电子	002546.SZ	北京科锐	002350.SZ
中能电气	300062.SZ	许继电气	000400.SZ	广电电气	601616.SH	英威腾	002334.SZ
中利科技	002309.SZ	四方股份	601126.SH				

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。