

投资评级

买入-A

首次评级

6个月目标价

40.00元

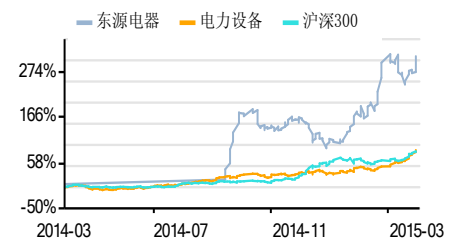
股价 (2015-04-03)

31.24元

交易数据

总市值 (百万元)	7,195.65
流通市值 (百万元)	6,337.93
总股本 (百万股)	253.37
流通股本 (百万股)	223.17
12个月价格区间	6.70/28.40元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-10.41	87.51	241.94
绝对收益	0.35	102.14	323.88

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
010-66581627

相关报告

动力锂电龙头终成正果

■新能源汽车大幕刚拉起,中国即将成为全球第一大市场:受环保压力和石油安全双动力驱动,全球主要国家纷纷出台政策扶持新能源汽车发展。14年美国市场销量全球第一,但中国增速最快,并有望在今年超越美国成为全球第一大市场。从行业生命周期来看,中国新能源汽车行业今后两年将迎来从幼稚期迈入成熟期的拐点,未来将有十年的快速增长。

■新能源汽车快速上量拉动动力锂电需求,冰火两重天局面有待破解:新能源汽车快速上量将拉动动力锂电池需求。预计到2020年电芯、Pack加BMS市场规模将达到1000亿,年复合增速在50%左右。但动力锂电呈现冰火两重天,集中度和行业壁垒有待加强。借鉴日韩大型企业的发展模式,锂电池厂商与整车厂商深度配套合作将成为大趋势。

■全面布局动力锂电池产业链,业内龙头地位短期难以撼动:国轩高科战略布局清晰,多重优势明显。公司拥有稳定的客户渠道,与国内多家整车制造厂商进行合作,依靠全流程产业链降低中间环节的成本,毛利率在同行企业中具有明显优势。随着行业技术、资金和产能壁垒的强化,国轩的龙头地位短期难以撼动。

■投资建议:买入-A投资评级,6个月目标价40.00元。我们预计公司2015年-2017年的EPS为0.6元、0.81元和0.99元,净利润增速分别为1275%、35%、23%,成长性突出;首次给予买入-A的投资评级,6个月目标价为40.00元,相当于2016年50倍的动态市盈率。

■风险提示:新能源汽车市场推广不达预期;公司产品出现严重质量问题

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	738.5	885.5	3,315.6	4,118.0	5,081.2
净利润	29.1	37.6	517.8	699.4	857.5
每股收益(元)	0.12	0.15	0.60	0.81	0.99
每股净资产(元)	1.84	1.95	1.88	2.69	3.68

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	246.9	191.2	47.3	35.0	28.6
市净率(倍)	15.4	14.5	15.1	10.6	7.7
净利润率	3.9%	4.3%	15.6%	17.0%	16.9%
净资产收益率	8.1%	9.0%	32.4%	30.5%	27.2%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	7.7%	8.1%	91.9%	27.9%	112.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

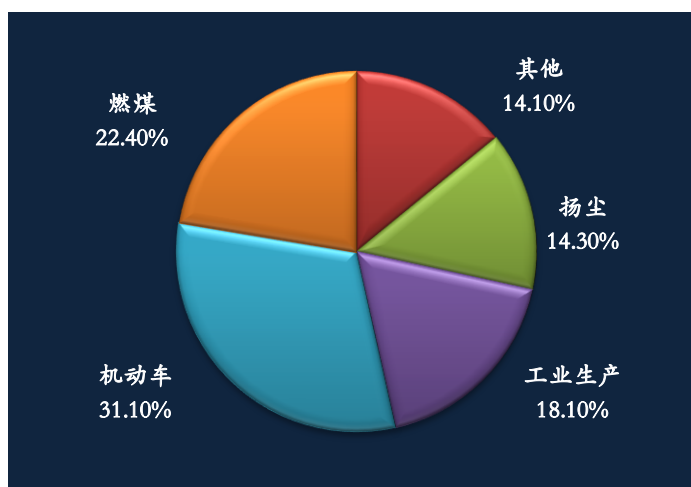
1. 新能源汽车大幕刚拉起，中国有望成为全球最大市场

1.1. 环境保护和石油安全双力驱动，全球政策红利纷纷释放。

最近几年，“雾霾”一词被提到的次数越来越高，这种重度污染的自然现象对人们的呼吸系统以及身体健康会产生强烈的危害，令人们“谈霾色变”。2015年2月28日柴静发布的纪录片《穹顶之下》更是在国内引起强烈反响，各大视频网站点击率总计破亿次。

根据北京市环保局公布的数据，2014年北京市的空气污染天数达到175天，占全年总天数的将近一半。从来源上看，北京市PM2.5的31%来源于机动车，而且汽车尾气容易与燃煤产生的废弃物发生化学反应，更加难以分解。

图 1：北京 PM2.5 来源



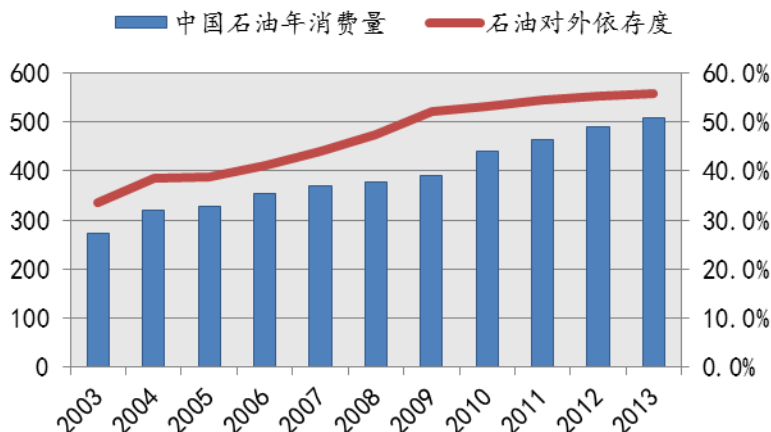
数据来源：公开资料，安信证券研究中心

全球发达国家新能源汽车发展快速

我国历来是石油消费大国，2013年石油消费量突破500万吨，但其中282万吨来自进口。从2003年到2013年，我国的石油对外依存度由33.5%增长到55.7%，预计2014年石油对外依存度将达到60%。作为国家重要资源的石油对外依存度却持续上升，势必将对我国的能源战略产生影响，甚至危及国家安全。

在整体石油消费中，汽车燃料最主要的消费之一。一方面随着经济的发展和工业化的完成，我国机动车产销量逐年上升，2014年的产销量达到创纪录的2372万辆；另一方面传统汽车保有量的持续增加将会加剧我国的能源消耗，机动车的使用与石油消费之间的矛盾将会越来越激化。新能源汽车的推广将成为解决这一问题的最好方案。习近平主席更是在上汽考察时提出“发展新能源汽车是我国从汽车大国走向汽车强国的必经之路”。

图 2：中国石油历年对外依存度



数据来源：Wind，安信证券研究中心

全球主要发达国家在推进新能源汽车产业化方面态度积极，通过制定产销目标及政策补贴推动市场的培育和发展。尤其是美国、法国、日本等传统汽车强国发展决心坚定、制定推广目标较为宏大。美国早在前总统小布什执政时期就提出了发展替代性能源和可再生能源。奥巴马政府更是制定了一系列严格的新能源政策。日本、英国以及欧盟政府也都采取不同的措施来支持新能源汽车的发展。

表 1：主要国家发展目标及扶持政策

国家	主要政策
美国	对制造新能源汽车及相关零部件的企业税收减免； 对生产新能源燃料的企业实行税收减免政策； 要求政府大量采购节能汽车； 个人和家庭购买新能源汽车给予税收减免； 新能源汽车以旧换新提供财政补贴；
日本	“新一代汽车”实行优惠税制； 颁布多项能源法律政策政策明确将日本对石油的依赖度有原来的 50%降低到 40%；
欧盟	制定统一政策促进可再生能源的利用； 新能源汽车税收减免等多项优惠政策；
英国	对个人购买新能源汽车实施补贴，单辆车的补贴度达到购买价格的四分之一； 政府投资建设充电站；

数据来源：公开资料，安信证券研究中心

中国新能源汽车红利释放。2014 年政府部门相继出台近十项相关政策和措施来推进新能源汽车的发展。根据财政部经济建设司司长在 2015 年电动汽车百人会上的发言，我们预计 2015 年-2020 年将会有更多新的财政支持政策出台，涉及：城市公交油价补贴改革，减少传统汽车补贴，创造新能源汽车发展的环境；鼓励社会资本投入充电设施，加快地方充电设施建设；可能针对锂电池的补贴政策。政策红利释放的力度明显增大。

表 2: 主要国家发展目标及扶持政策

时间	主体	事件	内容
2014/2/8	财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委	关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知	将纯电动乘用车、插电式混合动力(含增程式)乘用车、纯电动专用车、燃料电池汽车的补贴标准进行了调整, 2014 年在 2013 年标准基础上下降 5%, 2015 年在 2013 年标准基础上下降 10%, 从 2014 年 1 月 1 日起开始执行。
2014/5/28	国家电网	关于做好电动汽车充换电设施用电报装服务工作的意见	<ol style="list-style-type: none"> 1. 在小区许可情况下, 居民可在自有产权或使用权车位上自主选择安装充电桩。 2. 非居民客户可在公用机构、商业区等区域建设充换电设施。 3. 设备供应单位可由客户自主选择, 但接入工程需由用户投资。因接入引起的公共电网改造, 则由电网出资。 4. 国家出台统一充换电价格政策前, 居民客户执行居民生活电价, 其他客户执行原目录销售电价。政策出台后再为改动。
2014/7/10	国务院常务会议	免征新能源汽车车辆购置税(税率为 10%)	自 2014 年 9 月 1 日至 2017 年底, 对获得许可在中国境内销售(包括进口)的纯电动以及符合条件的插电式(含增程式)混合动力、燃料电池三类新能源汽车, 免征车辆购置税。
2014/7/13	国家机关事务管理局、财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委	政府机关及公共机构购买新能源汽车实施方案	<ol style="list-style-type: none"> 1. 公车采购计划: 至 2016 年, 中央国家机关以及纳入新能源汽车推广应用城市的政府机关和公共机构, 购买的新能源汽车占当年配备更新总量的比例不低于 30%, 以后逐年提高。除上述政府机关及公共机构外, 各省(区、市)其他政府机关及公共机构, 2014-2016 年购买的新能源汽车占当年配备更新总量的比例不低于 10%、20%、30%, 以后逐年提高。 2. 配套基础设施建设: 充电接口与新能源汽车数量比例不低于 1:1。 3. 采购价格扣除财政补贴后不得超过 18 万元。
2014/7/21	国务院办公厅	关于加快新能源汽车推广应用的指导意见	<ol style="list-style-type: none"> 1. 加快充电设施建设, 完善用电价格政策; 2. 积极引导企业创新商业模式, 积极鼓励投融资创新; 3. 推动公共服务领域率先推广应用, 扩大公共服务领域新能源汽车应用规模; 4. 进一步完善政策体系, 完善新能源汽车推广补贴政策, 给予新能源汽车税收优惠, 制定新能源汽车企业准入政策。
2014/7/30	发展改革委	关于电动汽车用电价格政策有关问题的通知	<ol style="list-style-type: none"> 1. 对经营性集中式充换电设施用电实行价格优惠, 执行大工业电价, 并且 2020 年前免收基本电费。居民家庭住宅、住宅小区等充电设施用电, 执行居民电价。电动汽车充换电设施用电执行峰谷分时电价政策。 2. 在充换电设施经营企业向用户收取的电费、充电服务费这两项收费中, 电费按照国家规定的电价政策执行, 充电服务费由地方按照“有倾斜、有优惠”原则实行政府指导价管理。 3. 无偿提供充换电服务经营场所和财政补贴降低充换电运营成本。 4. 电动汽车充换电设施配套电网改造成本纳入电网企业输配电价, 电网企业不得收取接网费用。 5. 明确了非电网企业充电服务经营合法性。

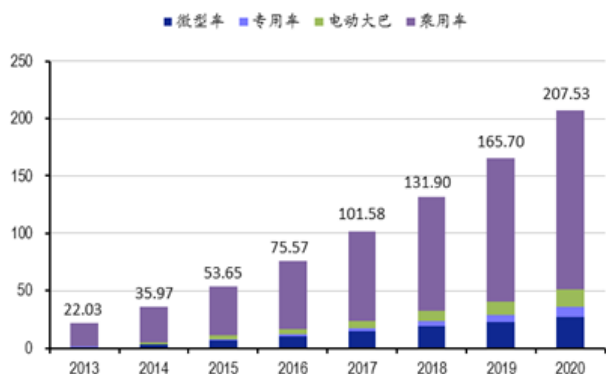
数据来源: 公开资料, 安信证券研究中心

1.2 美国销量领跑全球, 中国增速最快。

2014 年全球新能源汽车销量突破 35 万辆, 同比增长 56.78%。其中纯电动车增长 47%, 插电式混合动力车增长 43%。而伴随着销量上升的是新能源汽车型号的多样化, 2014 年全球市场有超过 100 种纯电动力和插入式混合动力的车型。其中日产聆风、特斯拉 Model S、宝马 i3 和雪弗兰沃蓝达的销量领先市场。我们预计 2020 年新能源汽车销量将超过 200 万辆, 是 2013 年 10 倍左右, 年均符合增长率为 37.8%。多种车型销售的百花齐放, 表明消费市场对接纳新能源汽车的接纳度有所提升。我们认为, 需求的逐步释放和强力政策支持, 支撑新能源汽车

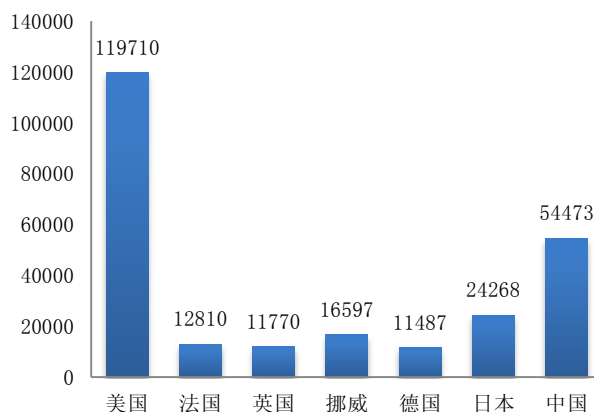
达到“双击”效果，推动其处于成长通道。

图 3：全球新能源汽车销量预测



数据来源：公开资料，安信证券研究中心

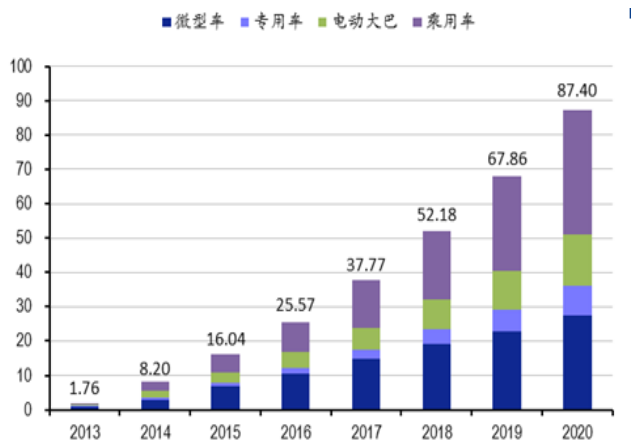
图 4：2015 年全球主要国家新能源汽车销量



数据来源：公开资料，安信证券研究中心

2014 年美国市场新能源汽车销量为 120730 辆，领先全球。中国市场紧随其后，含外资品牌在内的新能源汽车销量 87845 辆，较 2013 年增长 546%，增速远远领先其他国家。预计 2015 年我国新能源汽车销量将突破 20 万辆，有望超越美国成为全球第一大市场。到 2020 年，中国新能源汽车销量将突破 87 万辆，占到全球市场总额的 45%，年均复合增长率到达 74.7%。

图 5：中国新能源汽车销量预测



数据来源：公开资料，安信证券研究中心

表 3：全球主要国家新能源汽车销量涨幅

国家/地区	2013年	2014年	年增幅	附注
美国	99099	120730	21.83%	
欧盟	73983	101540	37.25%	
中国	13600	87845	545.92%	含进口外资品牌销量
日本	32374	33010	1.97%	
其他	6430	10397	61.70%	主要统计加拿大、澳大利亚、新西兰、韩国等国家
合计	225486	353522	56.78%	

数据来源：中国电池网，安信证券研究中心

1.3. 中国新能源汽车产业化加速爆发，商用带动乘用车战略确定

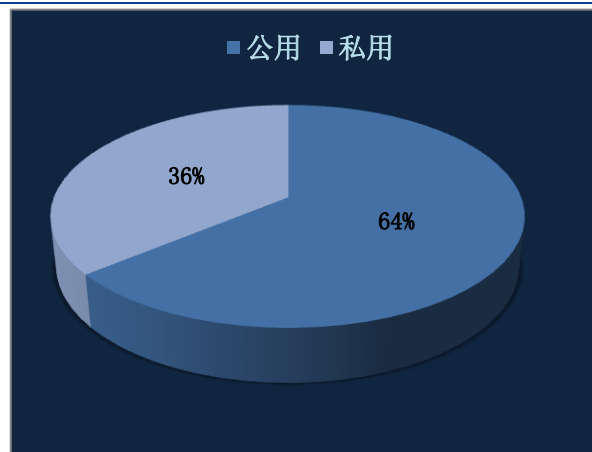
我国的新能源汽车市场在 2014 年的发展成效十分显著。截止 2014 年底，累计生产各类新能源汽车 11.9 万辆，其中 2014 年产量为 8.49 万辆。与美国等主要发达国家的发展路线不同，我国新能源汽车目前发展以商用车为主，由推广商用车带动充电基础设施建设，从而促进私家车的普及。14 年新增新能源客车近三万辆，市场占有率 5.6%，总量在全球遥遥领先。

图 6：2014 年中国新能源汽车分车型产量



数据来源：工信部，安信证券研究中心

图 7：2014 年中国新能源汽车公用私有比例



数据来源：工信部，安信证券研究中心

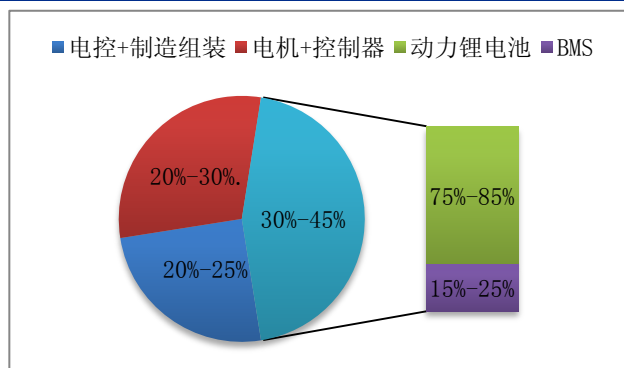
从行业生命周期来看，1%的市场渗透率是新能源汽车从幼稚期迈入成长期的重要标志。2014 年，美国新能源汽车销售 12 万辆，相比于 1680 万辆的汽车总销售数量，渗透率为 0.7%。而我国去年汽车总产销量达到 2372 万辆，新能源汽车仅占 0.35%，远没有达到 1%的标准。随着产量的不断扩大，预计我国新能源汽车行业将在 2015-2016 年迎来拐点，一旦进入成长期，并且随着充电设施完善、产品改善、商业模式逐步清晰，未来将迎来十年的快速增长。

2. 下游整车制造跨越式增长，动力锂电迎来发展良机

2.1 “四大电”直接受益，市场容量扩张迅速，电池尤为突出。

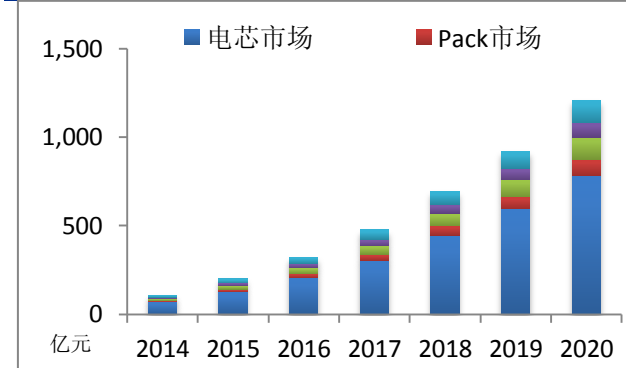
新能源汽车作为一个完整的产业链条，下游整车市场的发展将拉动电池、电机、电控和电空调等主要部件以及上游的原材料等相关产业整个生产链潜力十分巨大。从整车的成本来看，电芯、PACK、BMS、电机和电控占总成本的 70%-80%，预计到 2020 年，电芯、PACK、BMS 的市场容量总和将达到 1200 亿元，较 2014 年增长 10 倍以上，年均复合增长率 50%左右。其中电池组成本占比 50%以上，预计 2020 年电芯、Pack、BMS 的市场空间总和将达到 1000 亿元。

图 8：新能源汽车成本图



数据来源：公开资料，安信证券研究中心

图 9：新能源汽车产业市场容量



数据来源：公开资料，安信证券研究中心

2.2 全球动力锂电池冰火两重天，强者愈强。

二次电池的发展历程经过铅酸电池、镍镉电池、镍氢电池到现在的锂

离子电池。综合来看，前三种电池都有各自明显的缺陷。铅酸电池虽然发展最早，但电池本身寿命太短且不能快速充电因而不能作为新能源汽车动力电池。镍镉电池和镍氢电池的电池能量密度低于锂离子电池且具有些许记忆效应，因而不能做为主流的动力电池。综合能量密度、充电性能、安全性能和电池寿命等多个方面考虑，锂电池的性能最为突出，目前在新能源汽车的动力电池市场占据统治地位。

表 4：世界主流二次电池性能对比

	铅酸电池 Pb-acid	镍镉电池 Ni-Cd	镍氢电池 Ni-MH	锂电池 Li-ion
商品化	1890	1956	1990	1992
工作电压	2.0V	1.2V	1.2V	3.3- 3.7V
能量密度	100 Wh/L <30Wh/Kg	150 Wh/L 50Wh/Kg	250 Wh/L 60-80Wh/Kg	350-400 Wh/L 100-150Wh/Kg
循环寿命	300 次	1000 次	500 次	>1000 次
价格	<0.2 \$/Wh	0.5 \$/Wh	0.5-1 \$/Wh	0.3-1 \$/Wh
绿色产品	否	否	是	是
优点	1. 技术成熟 2. 价格低	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.能量密度高 4.循环寿命长
缺点	1.不适合快速充放电 2.能量密度低 (重量重/体积大) 3.寿命短	1.能量密度低 2.具记忆效应 3.环保问题(Cd)	1.具些许记忆效应 2.高温环境下性能差 3.充放电效率差	1.价格高 2.安全性

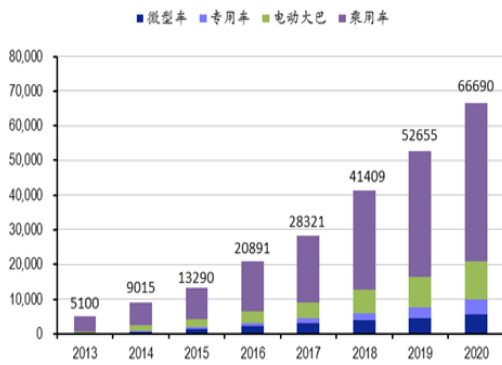
数据来源：公开资料，安信证券研究中心

新能源汽车需求高速增长，动力电池供不应求

据媒体报道,2014年全球市场共销售 35 万辆电动汽车,同比增长 56.8%。其中,电动乘用车 32 万辆,占比 91%;电动客车及电动专用车 3 万辆,占比 9%。预计 2020 年全球产销量达到 200 万辆。而中国产销量突破 87 万辆,占全球市场的 45%以上,将会成为全球最大和最重要市场。

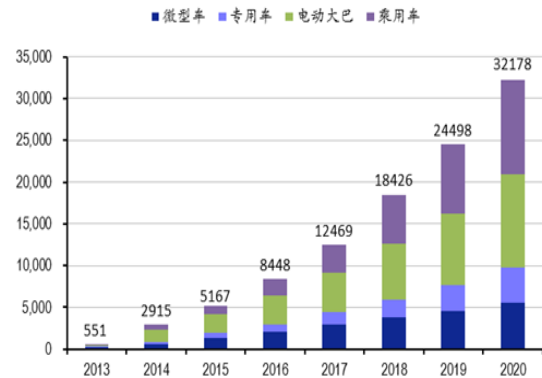
动力电池是新能源汽车最重要元件,也是价值量最高元件。新能源汽车的增长将直接带来动力电池需求的上升,预计到 2020 年全球用电量达到 66Gwh,而仅国内的新能源汽车用电量达到 32Gwh,约占全球一半份额。

图 10: 全球新能源汽车用电量预测



数据来源: 公开资料, 安信证券研究中心

图 11: 中国新能源汽车用电量预测



数据来源: 公开资料, 安信证券研究中心

我们对于国内动力电池厂家的产能和扩产计划进行统计, 发现到 2015 年全球动力电池总产能达到 34Gwh, 国内动力电池总产能达到 16.9Gwh, 高于 2015 年全球需求的 13.3Gwh 和 5.2Gwh, 国内和国际动力锂电产能呈现出明显的供过于求现象, 但从产业链调研了解到国内目前出货量靠前的厂家基本上都是满产, 所以可以判断目前动力电池存在的问题是 1) 门槛较高, 无效产能很多; 2) 实际产能没有标称产能高。动力电池在未来几年也一定会出现洗牌情况, 尤其是国际动力电池巨头进入中国市场之后, 未来也一定会出现强者恒强的市场局面, 所以国内的动力电池厂家从现在开始就要做好应对之策。

表 5: 全球动力锂电投产计划

企业	所属地区	产能规划	投产时间	生产基地
比亚迪	中国	1.6GWh	2014	惠州
		6.5GWh	2015	深圳
天津力神	中国	-	-	巴西
		4亿Ah	2014	天津
		5亿Ah	2015	苏州
		4亿Ah	2016	杭州
		10万辆电动汽车	-	青岛
合肥国轩	中国	-	-	武汉
		1亿Ah	2014	-
		2.4亿Ah	2015	合肥
多氟多	中国	0.7亿Ah	2014	焦作
		1.3亿Ah	2015	-
比克	中国	1.2亿Ah	2014	大连
环宇赛尔	中国	1亿Ah	2014	新乡
沃特玛	中国	1.25亿Ah	2014	深圳
ATL	中国	2.6亿块电池	2014	宁德
富士康	中国	投资20.9亿元	2016	安庆
恒宇科技	中国	8万支聚合物电芯	2016	东莞
		3.2GWh	2014	韩国忠清北道梧仓
LGC	韩国	6万辆电动汽车	2014	美国密歇根州霍兰
		10+万辆电动汽车	2016	南京
SDI	韩国	1080万块电池	2014	韩国
		4+万辆电动汽车	2016	西安
Panasonic	日本	6亿块电池	2014	日本大阪住之江、贝冢
AESC	日本	50万辆电动汽车	2020	美国
LEJ	日本	9万辆电动汽车	2014	日本神奈川县
		3万辆插电混动	2014	日本滋贺县草津市笠山
PEVE	日本	3.6万辆插电混动	2014	日本静冈县、宫城县、爱知县
		16.4万辆插电混动	2016	-

数据来源: 公开资料, 安信证券研究中心

表 6: 全球动力锂电池 2020 年产能规划

企业	目前产能	2015年产能	2016年产能	2020年产能
比亚迪	1600	8100	8100	8100
天津力神	1400	3150	4550	4550
合肥国轩	320	1088	1280	1280
多氟多	245	700	700	700
比克	420	420	420	420
环宇赛尔	320	320	320	320
沃特玛	400	400	400	400
ATL	1500	2579	2579	2579
国内其他	100	100	1500	1500
国内合计	6305	16857	19849	19849
LGC	4400	6400	6400	6400
SDI	2475	2475	3275	3275
Panasonic	1845	5580	5580	48080
AESC	2160	2160	2160	2160
LEJ	360	360	720	720
PEVE	158	158	880	880
国际其他	100	100	100	100
国际合计	11498	17233	19115	61615
全球合计	17803	34091	38964	81464

数据来源: 公开资料, 安信证券研究中心

2.3 国家防微杜渐, 动力锂电池行业进入壁垒提高。

动力锂电池领域具有较高的进入壁垒, 主要是因为新能源汽车对动力电池标准要求很高。必须要具备高能量密度, 高电池寿命, 高循环使用次数以及高安全性等多个方面。而性能的微小差别背后就是技术的雄厚积累。另一方面, 电池生产需要规模效应才能达到降低生产成本的目的, 因而对动力锂电池厂商的产能产量有很高的要求, 不能满足

资金和技术壁垒的企业会最终在行业竞争中败下阵来。

生产环节工艺复杂，技术壁垒难以跨越。动力锂电池组的技术壁垒体现在生产的各个环节。从单个电芯的生产到多个电芯的组装成电池包，再到电池管理系统，任何一个环节出现问题都会直接影响电池的性能。不仅如此，大小生产厂商的技术差别直接反映在订单上。技术不过关的企业几乎不可能拿到订单，外来企业更不可能在毫无技术储备的情况下参与行业竞争。

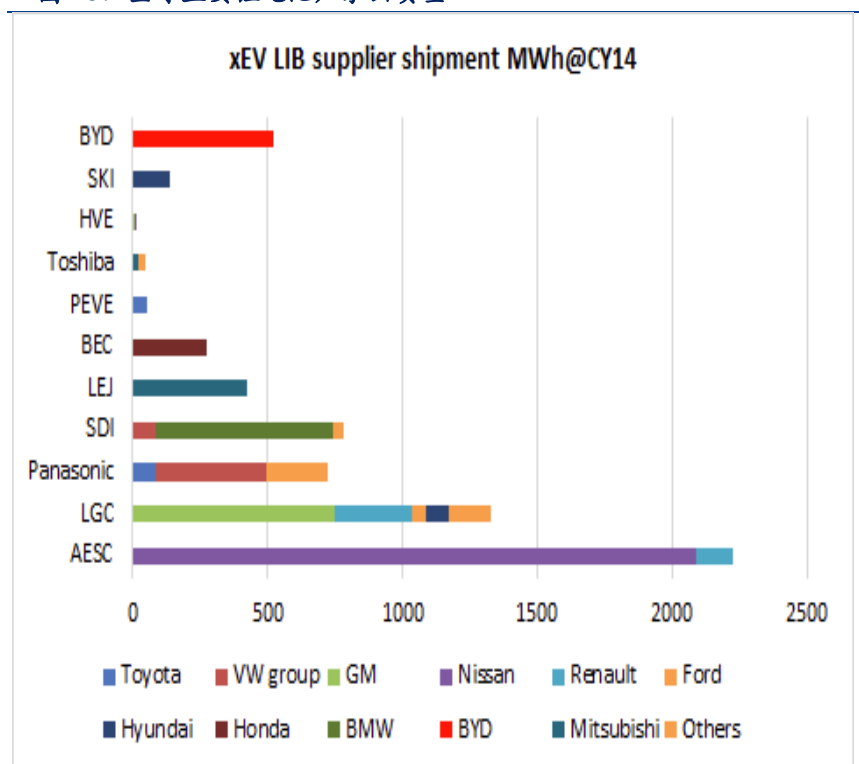
整车厂商严格标准造就渠道壁垒。除了国家对锂电池企业本身资质的要求以外，整车厂商对产品质量的标准尤其严格。不同的汽车厂商都有一整套完整的供应商认证管理系统。电池企业需要通过汽车厂商的质量认证方可参与到供应链中。一般认证时间需要至少1年，中小厂商很难快速的拿到电池订单。

电池生产是资金密集型产业。据统计数据显示，建设一条年产1亿安时的锂电池生产线，投资接近3亿元。即时自动化程度稍低的生产线也要至少1亿元。由于产能扩张具有持续性，中小企业很难承受这种资金的消耗，最终被迫退出竞争。产能建设的周期至少24个月，因而对外来企业的先期投资要求很高，具有天然的资金壁垒。

2.4 日韩动力锂电集中度高，布局相对合理，是国内未来发展方向。

动力锂电池行业天然的壁垒决定了该领域的产能集中程度会越来越高，市场竞争主要集中在大型企业之间，中小企业难以生存。全球范围来看，动力锂电池的市场竞争格局将会呈现中日韩“三足鼎立”的局面。日韩两国的动力锂电池行业发展较早，技术成熟，因而早期抢占市场份额较多。但中国企业正在迎头赶上。由于动力锂电池的原材料国内都可生产，中国动力锂电池产品在全球市场存在成本优势。从出货量来看，日本的AESC、松下和韩国的LG、三星处于市场龙头地位。

图 15：全球主要锂电池厂家出货量



数据来源：IIT，安信证券研究中心

政策推动动力锂电池行业转型，中小企业面临洗牌

锂离子动力蓄电池生产企业规范条件：年产能不低于2亿瓦时。2014年10月28日至11月28日，工信部就《汽车动力蓄电池行业规范条件》公开向社会征集意见。该规范旨在加强汽车动力蓄电池产品监管，防止低水平重复建设，促进动力蓄电池生产企业的技术进步和规模化发展。该规范明确了动力电池企业基本要求、生产条件要求、技术能力要求、产品要求、质量保证能力要求、销售和售后服务等条件。规范条件指出，锂离子动力蓄电池单体生产企业，年产能不低于2亿瓦时；金属氢化物镍动力蓄电池单体生产企业年产能不低于1千万瓦时；超级电容器单体生产企业年产能不低于5百万瓦时。系统生产企业年产能不低于10000套或2亿瓦时。生产多种类型动力蓄电池单体和系统的企业，其产能应同时满足上述要求。按照纯电动汽车平均电池容量30KWh（KWh即通常所说的一度电）或者插电式混合动力汽车平均电池容量10KWh来计算，2亿瓦时可以满足约6667台纯电动汽车或者20000台插电式混合动力汽车的电池用量。

国内锂离子动力电池企业现状：总体小散乱，多数产能不达标，仅9家企业达到2亿瓦时生死线。随着动力锂电市场的快速增长，目前我国动力锂电企业已从2008年的10家增长到2014年的数十家。根据相关统计数据，目前年产能高于2亿瓦时的锂离子动力蓄电池生产企业有比亚迪股份有限公司（1.6GWh）、合肥国轩高科动力能源股份公司（0.6GWh）、天津力神电池股份有限公司（0.5GWh）、ATL（0.48GWh）、比克电池（0.42GWh）、深圳市沃特玛电池有限公司（0.42GWh）、波士顿电池（0.40GWh）、中航锂电（洛阳）有限公司（0.384GWh）、哈尔滨光宇电源股份有限公司（0.288GWh）等。万向集团以0.192GWh的产能距离2亿瓦时的条件“一步之遥”。

国内锂电池市场格局分散，多数企业难达标。现有大多数的动力锂电企业尚未达到年产能2亿瓦时的条件。统计数据显示，2014年上半年，国内规模以上动力电池企业合计共生产动力电池约1085.14MWh。其中，比亚迪动力电池产能约为373MWh，占国内整体产量的34.4%；合肥国轩动力锂电池出货量约0.11GWh左右，约占国内整体产量的10.1%；天津力神动力锂电池出货量约79.7MWh左右，约占国内整体产量的7.3%。比亚迪、合肥国轩、天津力神这三家公司动力电池产量占国内整体产量的51.8%。这就意味着只有近一半的产量被其余数十家动力锂电企业瓜分，平均每家企业能分到的市场份额非常之小。

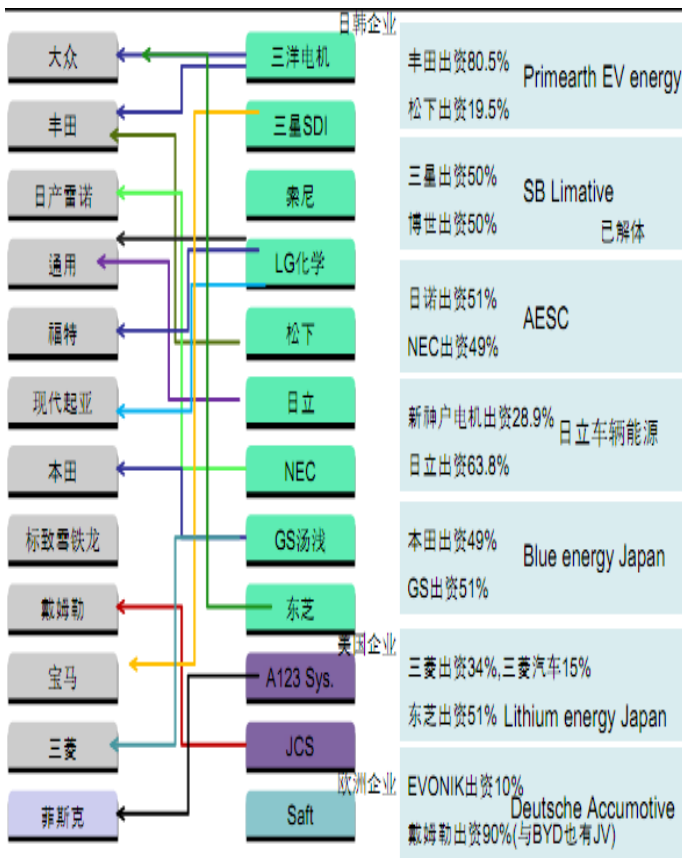
动力蓄电池企业应对之道：兼并重组，提升技术，扩大产能。目前动力电池行业仍处于发展初期，行业竞争格局非常不稳定，随着各家企业对客户资源的争夺，行业的竞争格局及企业市场份额将发生较大变化。国内原有动力电池主力企业如比亚迪、国轩高科等通过新建生产基地的方式来扩大产能；部分非动力电池企业通过与动力电池企业合作或设立合资公司的方式进军动力电池市场；另外，国际电池巨头如LG化学、三星等已加紧布局我国动力电池市场，必将为我国动力电池市场带来激烈竞争。2亿瓦时的产能要求将进一步促进锂离子动力电池行业内部调整，可以预见，动力电池行业将迎来新一轮整合潮。

2.3 锂电池厂商与车厂逐渐联盟

由于动力锂电池的供应直接影响下游整车制造厂商的生产能力，整车制造厂家纷纷选择与实力雄厚的动力锂电池厂商联手。这种商业合作关系一方面能够保证汽车企业得到稳定的动力锂电池供应，摆脱锂电池短缺对于产量的束缚；另一方面，借助双方的技术优势，能够加快研发性能更强的适合不同车型的动力电池。这种合作模式在国外已经

逐渐兴起，而国内市场除了比亚迪的动力锂电池由自身企业供应之外，国轩已实现与车厂合作，以订单为导向来加工生产，与安徽的江淮汽车、安凯汽车和南京金龙合作关系十分稳固。

图 13：全球动力锂电池厂商与车厂合作情况



数据来源：公开资料，安信证券研究中心

图 14：国内动力锂电池厂商与车厂合作情况

VMs	Battery System			Electric Motor System	
	Battery Cell	BMS	Battery Pack	Electric Motor	Motor Control Uni
BYD	BYD	BYD	BYD	BYD	BYD
Chery	Wanxiang EV	Wanxiang EV	Wanxiang EV	Shanghai Edrive, Ananda	Shanghai Edrive
Dongfeng	AESC, NEC, Wanxiang EV, Skyenergy	AESC, NEC, Wanxiang EV, Skyenergy	AESC, NEC, Wanxiang EV, Skyenergy	Nissan, Xiangfan Special Electrical Machinery	Nissan, Wanxiang EV
FAW	Wanxiang EV	Wanxiang EV	Wanxiang EV, Chunlian	Wanxiang EV	Wanxiang EV
SAIC	Shanghai Jiexin, A123Systems	Shanghai Jiexin, A123Systems	Shanghai Jiexin, A123Systems	Bosch, Shanghai Dajun	Bosch, Shanghai Dajun
Geely	A123 Systems	A123 Systems	A123 Systems, Positive	Lynx Motors, Shanghai Edrive, Jiangsu Weiteli	Lynx Motors, Shanghai Edrive

数据来源：公开资料，安信证券研究中心

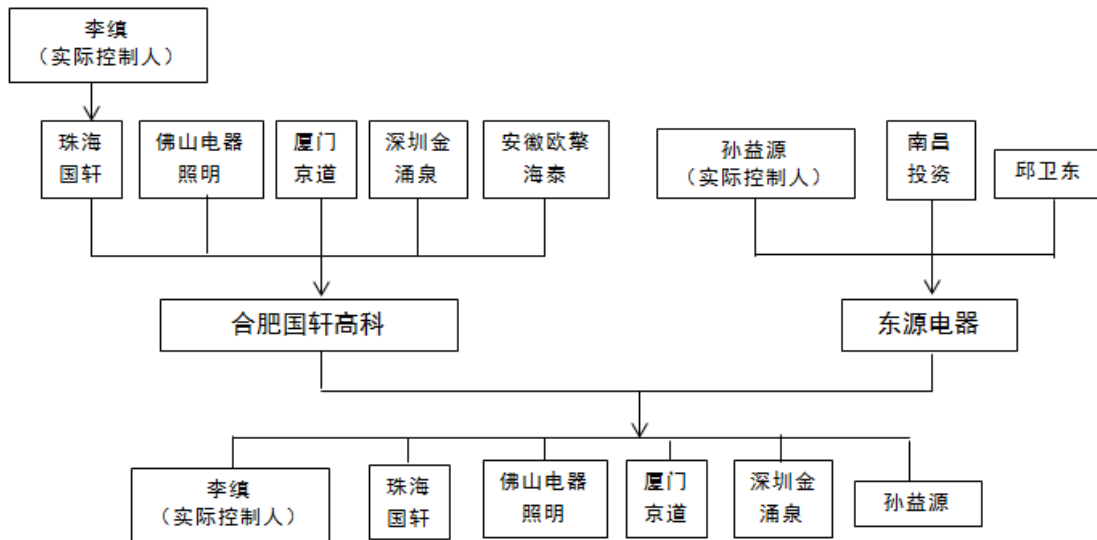
3.全面布局动力锂电池产业链，国轩业内龙头地位稳固

3.1 国轩高科借壳东源电器，转型成为纯正的动力锂电池企厂商。

根据东源电器去年九月份公布的公告，公司将以每股 6.84 元的价格发行 489,927,511 股股份购买珠海国轩贸易有限责任公司，佛山电器照明有限公司等 9 家企业以及李晨等 43 名自然人持有的合肥国轩高科动力能源有股份公司共计 100% 的股权。此外，东源电器将同样以 6.84 元的价格向李缜、王菊芬、吴永钢、陈林芳等四名自然人发行 1.2 亿股股份共募集配套资金 8.208 亿元，用于国轩高科产主营业务的发展。

交易完成后，东源电器集团股份有限公司的总股本将由 253,368,000 股变为 863,295,511 股。其中珠海国轩将直接持有上市公司 216,240,694 股股份，持股比例为 25.05%。珠海国轩将成为上市公司的控股股东。而持有珠海国轩 80.69% 出资额的李缜在定向募集中认购 100,000,000 股份，以合计 36.63% 的股份成为公司实际控制人。这也意味着国轩高科将借壳东源电器登陆二级市场，公司转型成为纯正的动力锂电池标的。

图 15: 交易前后公司主要股东变化



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

本次募股集资的 8.208 亿资金将用于投资建设年产 2.4 亿 AH 动力锂电池项目和动力锂电池及其材料研发中心。公司在 2014 年底产量达到 1.4 亿 AH, 完成产能建设 2.5 亿 AH。预计 2015 年底, 本次募股投资的 2.4 亿产能项目将会完成建设, 公司有望在 2015 年实现产能翻番, 更加巩固锂电池行业的龙头地位。

表 7: 募集资金投资项目

项目	投资额 (万元)	建设周期
年产 2.4 亿 AH 动力锂电池产业化项目	67,746.32	24 个月
动力锂电池及其材料研发中心项目	15,383.83	24 个月
合计	83,130.15	

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3.2 战略布局思路清晰, 国轩在行业内优势明显。

国轩高科是国内最早从事新能源汽车动力锂电池研发、生产和销售的企业之一。主要产品为锂离子动力电池组产品、锂离子单体电池 (电芯) 产品和磷酸铁锂正极材料产品。锂离子动力电池 (组) 主要应用领域包括: 1、纯电动和混合动力大巴车 (城市公交车、通勤车); 2、电动乘用车; 3、城市物流车; 4、各类特种车辆 (叉车、环卫车等), 并于国内多家汽车生产厂家建立了合作关系。此外, 国轩高科产品也应用于储能电站、通讯基站、风光互补、移动电源和电动自行车等领域。

图 16: 动力锂电池产业结构



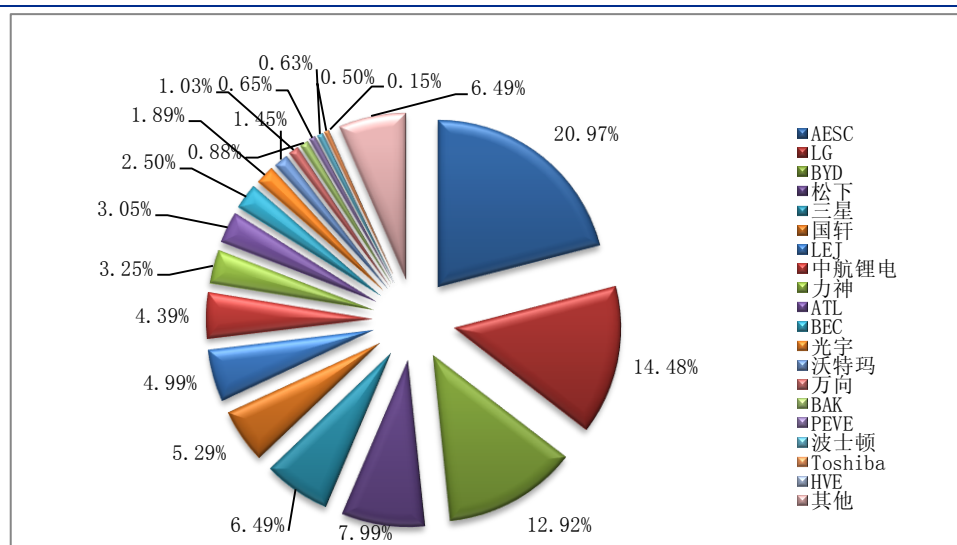
数据来源: 国轩高科, 安信证券研究中心

国轩高科坚持大客户直接销售模式, 与整车厂商合作关系稳固

国轩高科的销售模式以直接销售为主, 融资租赁为辅。公司直接与新能源汽车生产厂商合作, 共同开发适合不同车型的动力锂电池。同时国轩坚持立足省内, 拓展全国市场的策略, 与安徽省的江淮汽车股份有限公司轿车分公司和安凯汽车股份有限公司共同发展安徽省内市场。合肥市作为十二五规划中新能源汽车的推广城市, 新能源汽车推进速度, 尤其是电动大巴的市场占有率在全国名列前茅。此外公司还与南京金龙、苏州金龙、上海申沃等公司合作开发省外市场, 并从新能源商用车延伸至新能源乘用车, 与北汽、昌河等乘用车生产厂家也建立了合作关系。

借助稳定的客户渠道, 国轩去年的动力锂电池出货量在国内市场中仅次于比亚迪, 并在全球市场中占据 5.29%。2014 年, 全球动力锂电池出货量总计达到 10012.8Mwh, 比 2013 年增长 109.39%。其中 AESC, BYD 和 LG 锂电池出货量均超过 1Gwh, 成为全球前三大动力锂电池企业。在国内前三大厂家中, 比亚迪的动力锂电池专供自身生产, 而天津力神客户渠道零散, 国轩在国内动力锂电池市场上优势明显。

图 17: 全球主要厂家出货量



数据来源: EVTank, 安信证券研究中心

坚持正极材料自产自用, 减低中间环节成本造就价格优势。

传统的锂电池厂商的生产模式是从供应商采购正负极材料、电解液和隔膜等原材料并加工成单体电芯，并将 PACK 和 BMS 业务外包第三方。而随着电芯生产企业的增加，此模式的弊端开始显现。由于各厂商电芯生产规模的扩大和原材料价格的下降，单体电芯的利润率逐步降低，而外包 PACK 和 BMS 业务又产生较大的中间环节费用，使得锂电池厂商的净利率下降。从 2012 年来，国轩的磷酸铁锂自产自用，并建立起包括 PACK 和 BMS 组装的完整生产线，利用产业化的优势控制中间环节的成本，销售高附加值的完整电池组产品，因而价格优势十分明显，目前电池组收入占总营收的 99% 以上。2011 年到 2014 年国轩高科的毛利率从 50.59% 上升到 53.66%，而同时期同行业上市公司的毛利率平均值只有 18.7%、17.72% 和 17.88%。

表 8：同行业公司毛利率比较

公司名称	2013 年	2012 年	2011 年
亿纬锂能	28.70%	29.20%	30.79%
南都电源	15.07%	15.35%	18.54%
科力远	17.36%	10.94%	8.29%
德赛电池	14.53%	16.64%	20.65%
风帆股份	13.18%	14.69%	12.72%
圣阳股份	17.69%	17.34%	16.77%
欣旺达	14.70%	17.15%	20.04%
骆驼股份	21.83%	20.44%	21.79%
平均值	17.88%	17.72%	18.7%
国轩高科	53.66%	44.32%	50.59%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3. 行业资金和技术双门槛，龙头企业强者恒强

国家政策提高准入门槛，市场由分散走向集中。2014 年全国锂离子电池的规划产能远超市场需求，但实际产能缺出现供不应求的情况。这主要是由于中小企业盲目扩张，产能利用率极低。为了引导锂离子电池行业加快转型升级，淘汰无效产能，提高利用率。国家发改委于 12 月中旬发布了《锂离子电池行业规范条件（征求意见稿）》。为动力锂电池企业设置年产能 2 亿 Wh 和 1000 套的准入门槛。随着粗放型的中小产能的淘汰，动力锂电池企业的客户将会更加像比亚迪、国轩、力神、中航锂电等大型企业集中。大型厂商更有可能通过兼并收购或者扩展产能而创造出强者恒强的局面。

行业资金和技术壁垒高，国轩地位难以撼动。高产能和高质量的产品要求动力锂电池企业必须投放大量资金进行固定设施的建设以及核心技术的研发。锂离子电池对于生产工艺和生产技术的要求极高，不仅电池性能出色，安全方面更不容忽视。因而优质的锂电池企业的技

术积累十分雄厚，行业技术壁垒极高。国轩高科为国家重点高新技术企业、承担三项国家“863”重大课题单位、参与三项新能源汽车创新工程。先后通过 ISO9000 等“三标一体”认证和 TS16949 质量体系认证，。目前公司与中科院、中科大、合工大、新加坡国立大学、美国阿贡国家实验室等一大批高等学府、科研机构建立良好的合作关系，在电池材料、电芯设计工艺、电池成组技术和电池管理系统等领域开展研究工作。截止 2014 年 12 月，累计申请专利 440 项，其中发明专利 216 项；专利成果覆盖到正极材料的制备、电池的制备技术、电池的原辅材料设计、电池的成组技术、电池的筛选技术、电池的 PACK 技术、电池管理系统等电池制备到应用的全过程。国轩自主研发的磷酸锂铁电池能量密度由 100Wh/Kg 提高到 125Wh/kg, 性能提高 25%。目前公司正积极投入三元材料和下一代动力锂电池技术的研发，主要目标包括实现磷酸铁锂体系动力电池 14AH 的初步产业化，实现中巴车用 21.5AH 中等容量电池的产业化，以及 PACK 和 BMS 方面的技术推进。

表 9：公司重要研究项目

项目名称	所属阶段
1.5亿AH磷酸铁锂电池项目研究	应用研究
高性能钛酸锂材料研究	基础研究
锂离子电池全产业链工艺技术与正负极匹配技术研究	基础研究
高能量密度方形电池研发	应用研究
下一代动力锂离子电池关键技术研究	基础研究
纯电动轿车用车载圆柱动力电池研发及产品定型	应用研究
动力电池标准模块技术研究	应用研究
电池工艺改进研究	应用研究
新型动力电池成组技术研究	应用研究
新一代新能源与汽车核心电池技术攻关	应用研究

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3.4 传统业务增长稳定，协同效用不可忽视

江苏东源电器集团股份有限公司组建于 1995 年 10 月，目前公司注册资本 25336.8 万元。公司为华东区成套高低压开关设备生产基地，主营高压电器、高低压开关成套设备，电器数字化设备、配网智能化设备、风电电控设备、船舶电器、环保电器、铁路电器，绝缘材料，轻钢结构，系列化互感器、变压器、断路器等元器件的制造和销售。2014 年东源电器总营收为 885,506,247.43 元。

作为传统电力设备生产商的东源电器，技术积累十分雄厚，荣获国家两部首批定点高低压开关设备生产厂家、国家重点高新技术企业、国家火炬计划电子元器件产业基地骨干企业等称号。2006 年被国家人事厅批准成立博士后科研工作站，并先后与国内多所著名院校以及国外知名企业合作，研究开发出一系列具备国内领先的产品。由于传统业务毛利率的下降以及国家电力设备发展方向的改变，东源电器急需新

业务的切入点，而通过此次的国轩高科借壳交易，两家企业的协同效应将不可忽视。主要体现在以下两个方面：

- 东源电器在电气设备方面拥有的技术优势与国轩在新能源储能方面的技术优势互补，未来可配套发展智能化电网设备。
- 双方的供销渠道可实现共享，国轩高科需要外包的动力电池箱体以及电气配件可通过东源电器的渠道采购从而降低生产成本。东源电器 80% 的产品供给国家电网和江苏省电网，国轩高科的新能源储能设备未来也可通过此渠道销售。

4. 估值与盈利预测

我们的估值与盈利预测从东源电器传统业务和国轩高科动力锂电池业务两方面入手。传统业务方面，虽然整体行业处于低位，但东源电器的技术优势明显，依靠与国家电网和省网的合作，过去两年的营收增速分别为 24.45% 和 19.91%。由于市场需求的下降和电力设备智能化的改革，预计东源电器传统业务的增速将会较 2014 年有所下降。而作为动力锂电池行业龙头的国轩高科业绩持续看好，随着 2015 年新能源汽车产量的加快和公司完工产能的释放，公司业绩未来几年之内都将保持高速增长。

根据东源电器 3 月份披露的财报来看，国轩高科去年总营收超过 10 亿元人民币，同比增长 30%，实现净利润 2.55 亿元，达到承诺业绩。2011 年到 2014 年的净利润率分别为 19.11%、45.52%、27.94% 和 25.71%。根据我们对于国轩高科产能以及锂电市场的价格测算，2015 年-2016 年国轩高科锂电池出货量将分别到达 3.5 亿 Ah、5 亿 Ah 和 7 亿 Ah。对应总营收分别为 23.10 亿元、29.62 亿元和 37.51 亿元。合并报表后，我们预计公司 2015-2017 年的总营收分别约为 33 亿、41 亿和 50 亿元。按增发后的 8.63 亿股股份来算，2015-2017 年的 EPS 分别为 0.60 元、0.81 元和 0.99 元。据此我们首次给予公司“买入-A”评级，目标价 40 元。对应于 2016 年 50 倍 PE。

表 10：国轩高科业绩披露（2011-2014）

单位：万元	2011 年度	2012 年度	2013 年度	2014 年度
营业收入	19591.41	56096.45	77939.02	101434.01
同比 (%)		186%	39%	30%
利润总额	4442.34	15329.3	25574.22	29643.41
净利润	3743.61	25534.49	21779.45	25534.49
净利率	19.11%	45.52%	27.94%	25.17%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 11：国轩高科业绩预测（2015-2017）

	电池总产能 (亿 Ah)	单位 Wh 价格 (元)	电压	单位 Ah 价格 (元)	总收入 (亿元)
2014	1.6	2	3.3	6.6	10.56
2015E	3.5	2	3.3	6.6	23.1
2016E	5	1.8	3.3	5.94	29.7
2017E	7	1.6	3.3	5.28	36.96

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月03日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	738.5	885.5	3,315.6	4,118.0	5,081.2	成长性					
减:营业成本	519.5	646.3	2,402.5	2,982.5	3,678.7	营业收入增长率	24.4%	19.9%	274.4%	24.2%	23.4%
营业税费	4.1	4.5	5.3	6.6	8.1	营业利润增长率	23.8%	-19.9%	1,485.9	36.1%	23.0%
销售费用	61.7	64.2	82.9	123.5	152.4	净利润增长率	-21.1%	29.2%	1,275.6	35.1%	22.6%
管理费用	81.2	104.1	132.6	164.7	203.2	EBITDA 增长率	21.5%	0.3%	710.8%	21.4%	22.7%
财务费用	17.1	22.4	60.8	-12.0	-12.0	EBIT 增长率	21.2%	-6.9%	1,009.7	22.2%	23.4%
资产减值损失	5.8	4.7	6.6	5.7	5.6	NOPLAT 增长率	26.4%	-6.2%	1,061.8	22.2%	23.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-1.2	1.8	-0.8	投资资本增长率	-11.1%	2.8%	302.4%	-69.4%	281.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	3.9%	-1.2%	219.6%	43.8%	37.4%
营业利润	49.1	39.3	623.7	848.7	1,044.2	利润率					
加:营业外净收支	4.3	19.1	17.5	17.5	17.7	毛利率	29.7%	27.0%	27.5%	27.6%	27.6%
利润总额	53.4	58.5	641.2	866.2	1,062.0	营业利润率	6.6%	4.4%	18.8%	20.6%	20.6%
减:所得税	10.3	11.0	96.2	129.9	159.3	净利润率	3.9%	4.3%	15.6%	17.0%	16.9%
净利润	29.1	37.6	517.8	699.4	857.5	EBITDA/营业收入	11.8%	9.9%	21.4%	20.9%	20.8%
						EBIT/营业收入	9.0%	7.0%	20.6%	20.3%	20.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	161	156	41	31	23
						流动营业资本周转天数	124	80	127	111	107
						流动资产周转天数	366	330	317	366	350
						应收账款周转天数	201	179	200	193	191
						存货周转天数	80	67	79	76	74
						总资产周转天数	571	516	366	403	378
						投资资本周转天数	319	254	173	145	133
						投资回报率					
						ROE	8.1%	9.0%	32.4%	30.5%	27.2%
						ROA	3.4%	3.7%	10.0%	19.6%	13.0%
						ROIC	7.7%	8.1%	91.9%	27.9%	112.5%
						费用率					
						销售费用率	8.4%	7.3%	2.5%	3.0%	3.0%
						管理费用率	11.0%	11.8%	4.0%	4.0%	4.0%
						财务费用率	2.3%	2.5%	1.8%	-0.3%	-0.2%
						三费/营业收入	21.7%	21.5%	8.3%	6.7%	6.8%
						偿债能力					
						资产负债率	57.9%	58.7%	69.2%	35.7%	52.0%
						负债权益比	137.8%	142.3%	224.9%	55.5%	108.4%
						流动比率	1.19	1.11	1.64	2.52	1.84
						速动比率	0.93	0.90	1.22	2.19	1.38
						利息保障倍数	3.87	2.76	11.26	-69.72	-86.02
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	-	-	-	-
						分红比率	17.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	43.0	47.5	517.8	699.4	857.5	EPS(元)	0.12	0.15	0.60	0.81	0.99
加:折旧和摊销	21.3	26.2	25.6	25.6	25.6	BVPS(元)	1.84	1.95	1.88	2.69	3.68
资产减值准备	5.8	4.7	-	-	-	PE(X)	246.9	191.2	47.3	35.0	28.6
公允价值变动损失	-	-	-1.2	1.8	-0.8	PB(X)	15.4	14.5	15.1	10.6	7.7
财务费用	18.8	24.3	60.8	-12.0	-12.0	P/FCF	65.9	323.8	-45.4	17.9	-18.9
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	9.7	8.1	7.4	6.0	4.8
少数股东损益	13.9	9.8	27.3	36.8	45.1	EV/EBITDA	18.0	42.5	35.8	26.6	23.0
营运资金的变动	65.8	-43.3	-1,939.4	1,741.3	-2,217.6	CAGR(%)	157.7%	166.9%	129.5%	157.7%	166.9%
经营活动产生现金流量	141.0	57.2	-1,309.2	2,493.0	-1,302.1	PEG	1.6	1.1	0.4	0.2	0.2
投资活动产生现金流量	-64.8	-66.0	2.3	-3.6	1.6	ROIC/WACC	1.3	1.4	16.0	4.9	19.6
融资活动产生现金流量	11.9	-31.0	1,405.1	-1,086.0	49.8	REP	1.9	4.1	0.6	6.1	0.4

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

