

2016年01月18日

公司研究·证券研究报告

成飞集成 (002190.SZ)

深度分析

业绩反转变身锂电王牌，未来三年或持续翻番

投资要点

- ◆ **有别于市场的不同观点**：公司被市场大部分人视为军工股，而不是锂电股，处于锂电池标的的价值洼地，亟待价值重估，市场行情表现远远落后于锂电池指数与新能源汽车指数，**作为新能源汽车产业链的锂电池优质标的，有强烈的补涨需求。**
- ◆ **锂电池产业景气持续提升，2015年公司业绩反转**：2015年新能源汽车产销两旺，全年累计生产37.90万辆，同比增长4倍，完成2015年底保有量达50万辆的目标，与此同时锂离子动力电池需求大幅增长，行业景气度持续提升。公司自2011年开始涉足锂电池产业，随着国家大力推广使用新能源汽车，2015年锂电业务利润占比攀升至65.84%。公司前三季度实现营收9.75亿元，同比增115%，营业利润0.54亿元，归母净利润0.45亿元，同比增754%，实现业绩反转。
- ◆ **2016年底锂电产能扩至49亿瓦时，未来三年业绩或将持续翻番**：公司锂电池产能积极扩产以应对高速增长的市场需求，在中航锂电（洛阳）二期建成达产后，2015年底锂电产能已达9亿瓦时，同时2015年8月10日发布公告启动三期项目，设计产能为15亿瓦时，周期为12个月。10月12日发布公告称，拟与常州华科投资、金沙投资成立合资公司中航锂电（江苏）有限公司，建设120亿瓦时锂电产能。项目分三期建设，一期总投资31.91亿元，周期为14个月，预计建成后产能达25亿瓦时。二期三期设计产能95亿瓦时，将根据市场需要进行建设投产。至2016年底，公司锂电产能将达49亿瓦时，产能增长率高达444%，未来三年业绩或将持续翻番，如中航锂电（江苏）二期、三期建成投产，公司产能总计将达到144亿瓦时，届时将剑指行业龙头比亚迪，跻身锂电行业第一梯队。
- ◆ **终止重组不改军工体制改革大势，仍存在军工资产注入预期**：公司于2014年5月19日发布公告称，拟进行重大资产重组购买沈飞集团100%股权、成飞集团100%股权及洪都科技100%股权，但2014年12月13日发布公告称终止重大资产重组，原因是由于国防主管部门认为该方案实行后，将“消除特定领域竞争，形成行业垄断”。虽然此次军工资产注入失败，但军工体制改革仍是大势所趋，未来不排除再将成飞集团或者其他资产注入的可能性。
- ◆ **联手土耳其DMA开拓电机电控市场，有望成为新的利润增长点**：根据中航锂电官网及工商局信息，公司于2015年8月与土耳其DMA公司成立上海央迈动力技术有限公司（CADMA）开拓电机电控市场，合资公司结合了二者在锂离子动力电池和电动汽车驱动总控技术方面的优势，致力于电池、电机、电控技术开发，面向国内外的整车企业提供具有高技术含量的新能源汽车动力总成系统整体解决方案，未来有望成为新的利润增长点，完成“三电”（电池、电机、电控）系统的全面布局。
- ◆ **投资建议**：我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.25元、0.90元、2.36元，对应PE分别为157.1倍、43.9倍、16.7倍，继续给予“买入-A”评级，6个月目标价57元。
- ◆ **风险提示**：新能源汽车推广不达预期，产能释放不达预期，下游需求萎缩

汽车 | 汽车零部件 III

买入-A(维持)

投资评级

6个月目标价

57元

股价(2016-01-15)

31.47元

交易数据

总市值(百万元)

10,863.08

流通市值(百万元)

10,863.08

总股本(百万股)

345.19

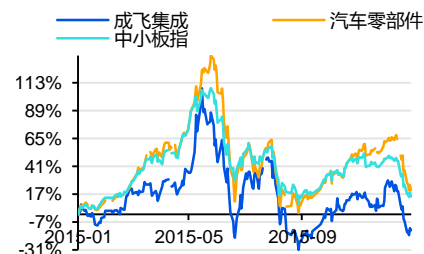
流通股本(百万股)

345.19

12个月价格区间

25.34/76.30元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%

1M

3M

12M

相对收益

0.88

-1.73

-13.34

绝对收益

-19.64

-15.72

1.02

分析师

谭志勇

SAC 执业证书编号：S0910515050002

tanzhiyong@huajinsc.cn

021-20655640

报告联系人

陈雁冰

chenyanbing@huajinsc.cn

021-20655676

相关报告

成飞集成：被遗忘的锂电王者——强势回归！

2015-12-08

财务数据与估值

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	778.9	918.7	1,714.3	3,720.9	12,273.9
同比增长(%)	14.3%	17.9%	86.6%	117.0%	229.9%
营业利润(百万元)	-2.4	-17.1	79.5	548.0	1,945.0
同比增长(%)	-110.4%	628.3%	-564.3%	589.5%	254.9%
净利润(百万元)	45.3	41.2	86.8	311.0	814.3
同比增长(%)	-16.7%	-9.1%	110.7%	258.2%	161.8%
每股收益(元)	0.13	0.12	0.25	0.90	2.36
PE	300.7	331.0	157.1	43.9	16.7
PB	8.5	8.4	8.2	7.5	6.1

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

内容目录

一、公司概况	5
1.1 公司简介	5
1.2 发展历程及股本结构	5
1.3 主营锂电池与汽车模具，磷酸铁锂+三元锂双管齐下	7
1.4 锂电业务毛利大增，2015 年业绩反转	8
二、所处行业及展望	10
2.1 锂电产业进入持续高景气期	10
2.1.1 新能源车 15 年产销两旺，产业迎来高增长	10
2.1.2 未来十年仍将高增长，锂电池需求强劲	11
2.1.3 国内锂电池供需关系分析与测算	13
2.2 汽车模具及数控加工等传统业务平稳发展	16
三、深耕锂电业务，开拓动力总成布局全产业链	16
3.1 核心看点：锂电产业，未来三年高增长几成定局	16
3.1.1 正本清源，纯正的锂电池优质标的	16
3.1.2 自筹 125 亿扩产，144 亿瓦时产能剑指比亚迪	19
3.1.3 锂电订单饱满，行业地位显著	19
3.1.4 品牌+技术兼备，广受国内外市场认可	21
3.2 新看点：机电电控产业，联手土耳其 DMA 开拓动力总成市场	22
3.3 传统产业稳步增长，努力开拓新客户	23
3.2.1 汽车模具	24
3.2.2 汽车零部件	25
3.2.3 航空航天数控加工	25
四、盈利预测及投资评级	26
4.1 核心假设	26
4.2 测算过程	27
4.3 核心结论	28
4.4 投资评级	28
五、风险提示	29

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司股权结构	6
图 3：2012-2015 年公司产品毛利率	8
图 4：2015 年新能源汽车月度销量	10
图 5：2011-2015 年新能源汽车产销量	11
图 6：2015 新能源汽车车型结构	11
图 7：全球锂电池市场占比	12
图 8：2014 年全球主要锂动力电池企业市场份额	13
图 9：2015 年新能源汽车车型结构	13
图 10：中国动力锂产能及产量	14
图 11：成飞集成 2012-2015 年收入构成	18
图 12：成飞集成 2012-2015 年利润构成	18

图 13：中航锂电与土耳其 DMA 成立合资公司.....	22
图 14：2000 年-2015 年 11 月汽车产量及增速	24
图 15：成飞集成汽车模具毛利.....	25
图 16：成飞集成汽车零部件毛利	25
图 17：成飞集成数控加工毛利.....	26
图 18：2015 年锂电池指数、新能源汽车指数走势	29
表 1：2015 年十大股东明细（2015 三季报）	7
表 2：公司主要产品	7
表 3：锂电池产品型号及性能.....	7
表 4：公司业绩（万元）	9
表 5：公司重要公告	9
表 6：主要电池厂商产能统计（GWh）	14
表 7：2015 年中国锂电池行业十大品牌（单位：GWh）	15
表 8：2012 年-2015 年公司财务情况.....	17
表 9：中航锂电产能一览表	19
表 10：电池电极材料统计	20
表 11：磷酸铁锂厂商统计	21
表 12：丰田卡罗拉与其他公司的电动汽车的对比表	23
表 13：中航锂电产能一览表	26
表 14：中航锂电 2015-2017 年产能情况一览表.....	27
表 15：2016 年与 2017 年业绩测算.....	27
表 16：2015-2017 年公司营收预测情况	28
表 17：公司 2015-2017 年的业绩测算结果.....	28

一、公司概况

1.1 公司简介

四川成飞集成科技股份有限公司，是于 2000 年由成都飞机工业集团(成飞集团)有限责任公司作为主发起人，联合成都航空仪表公司(现成都凯天电子股份有限公司)、吉利集团有限公司、南京航空航天大学、西北工业大学等四家单位，共同发起设立的股份有限公司。公司于 2007 年首次公开发行股票并在深交所上市(股票代码：002190)，成为国内汽车覆盖件模具行业的第一家上市公司。公司注册资本目前为 3.45 亿元，总资产逾 33 亿元，总占地面积近 50 万平方米，员工近 2500 人，其中母公司员工 540 余人，占地 4 万平方米，拥有国际先进的大型数控加工设备和检测调试设备 60 余台。**公司目前主营业务为锂电池与电机电控，电源及其配件产品，汽车模具及零部件的研发和制造，军品数控加工。**

锂电池与电机电控及电源系统方面，公司于 2011 年通过非公开发行股票融资 10.2 亿元，增资控股中航锂电(洛阳)有限公司并建设锂离子动力电池项目，实现公司产业转型升级和业务的多元化扩展。在新能源产业发展势如破竹的情况下，公司锂电订单激增，产能大幅扩张，2015 年年底子公司中航锂电的产能最大达 9 亿 Wh **实现扭亏为盈**。根据中航锂电官网及工商局信息，2015 年 8 月子公司中航锂电(洛阳)与土耳其 DMA 公司合资成立上海央迈动力技术有限公司(CADMA)，注册资金 1000 万元，持股比例 51%。合资公司结合了两家公司在锂离子动力电池和电动汽车驱动总控技术方面的优势，致力于电池、电机、电控技术开发，动力总成产品已经在丰田卡罗拉上得以使用。至此，公司完成了在三电(电池、电机、电控)领域的全面布局。

汽车模具及零部件与军品数控加工方面，公司是行业内公认的四大汽车覆盖件模具企业之一，且是国内出口汽车覆盖件模具的主要企业，其汽车模具产品已远销到海外市场，包括美国、英国、意大利等国家。公司利用融资平台，积极推进自身产业发展壮大。2009 年在安徽芜湖投资布点成立首家控股子公司——安徽成飞集成瑞鹄汽车模具有限公司，新增汽车零部件业务，实现产业链的纵向延伸。公司的对外数控加工业务主要与一航成飞产生交易，服务于军方的一航成飞歼十等飞机的数控加工，军品数控加工业务毛利和需求都比较平稳。

至 2015 年初，公司旗下有控股和参股公司 9 个，其中 100%控股子公司有中航锂电(北京)有限公司和四川集成天元模具制造有限公司，分别持有中航锂电(洛阳)有限公司、四川成飞集成汽车模具有限公司、安徽成飞集成瑞鹄汽车模具有限公司的股权为 58.83%、63.02%、58.83%。其余四家公司为联营公司，分别有不同比例的持股。

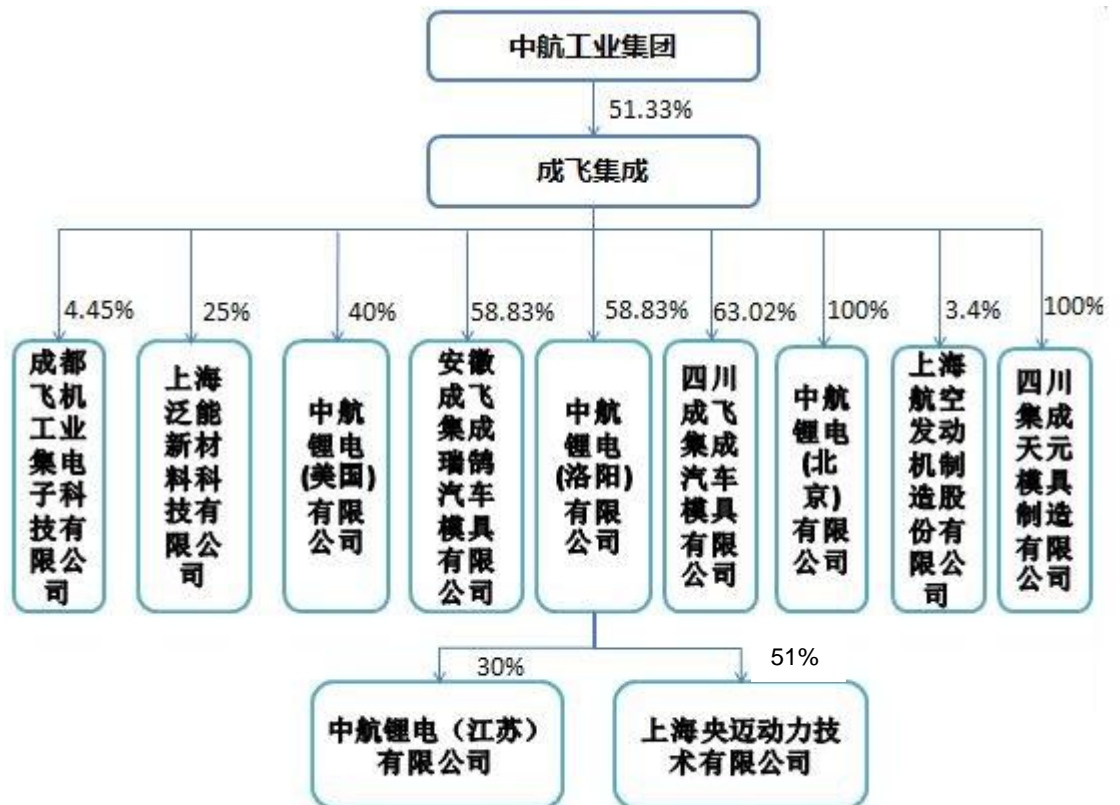
1.2 发展历程及股本结构

图 1：公司发展历程



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，华金证券研究所

主要股东及实际控制人

根据公司 2015 年三季报，公司现今实际控制人为中国航空工业集团公司，作为第一大股东其持股比例为 51.33%，而公司的前十大股东持股总占比为 59.82%。另外中国航空工业集团公司由国务院国有资产监督管理委员会 100%控股，截止到 2015 年中报，公司锂电业务占比超过六成，因此，公司是具有军工背景的锂电央企。

表 1：2015 年十大股东明细（2015 三季报）

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	中国航空工业集团公司	-	177,178,702	51.33
2	中央汇金投资有限责任公司	新进	7,344,700	2.13
3	中国建设银行股份有限公司-富国中证军工指数分级证券投资基金	减持	5,998,895	1.74
4	中国建设银行股份有限公司-鹏华中证国防指数分级证券投资基金	增持	4,536,952	1.31
5	成都凯天电子股份有限公司	-	3,290,080	0.95
6	招商证券股份有限公司-前海开源中航军工指数分级证券投资基金	新进	2,151,602	0.62
7	于喜林	新进	2,137,491	0.62
8	中国建设银行股份有限公司-华商未来主题混合型证券投资基金	新进	1,499,928	0.43
9	中国工商银行股份有限公司-华商新锐产业灵活配置混合型证券投资基金	减持	1,272,435	0.37
10	肖云茂	新进	1,107,874	0.32
	合 计	-	206,518,659	59.82

资料来源：Wind，华金证券研究所

1.3 主营锂电池与汽车模具，磷酸铁锂+三元锂双管齐下

公司的主营产品中，锂电池及汽车模具最为抢眼。公司是老牌锂电池生产制造商，凭借先进的技术，公司的磷酸铁锂电池产品质量及知名度上在行业内均名列前茅。

表 2：公司主要产品

业务分类	业务简介	主要内容
锂电池业务	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂作为正极材料的锂离子电池，公司制造的规格为 3.2V，目前对于磷酸铁锂电池在 120-130 瓦时/公斤。
	三元锂电池	三元聚合物锂电池是指正极材料使用镍钴锰酸锂（Li（NiCoMn）O ₂ ）三元正极材料的锂电池，三元复合正极材料前驱体产品，是以镍盐、钴盐、锰盐为原料，里面镍钴锰的比例可以根据实际需要调整。
汽车模具业务	外覆盖件模具	用于生产汽车外覆盖件。外覆盖件指车身外表面零件，具有大型、表面质量要求高等特点。如：车门外板、发动机盖、顶盖、后行李箱盖、侧围、翼子板。
	内覆盖件模具	用于生产汽车内覆盖件。内覆盖件指车身内表面零件，一般与外覆盖件接合，具有大型的特点。如：车门内板、发动机盖内板、行李箱盖内板、地板等。
	结构件模具	用于生产汽车结构件。结构件指车身内部除内覆盖件以外的其他零件，与内、外覆盖件相比形状偏中小，表面质量要求相对较低。如：A 柱加强板、油底壳等。
数控加工	航天航空数控加工	航天航空零部件的数控加工

资料来源：招股意向书，公司 2014 年年报，华金证券研究所

锂电池产品将成为未来公司重点推出的产品，根据市场需求公司分别有 20~400Ah 不同容量型号的单体锂电池和锂电池组，根据电池使用环境不同还分为铝壳、塑料壳、不锈钢壳和软包电池等类型，具体产品型号及产品特性如下：

表 3：锂电池产品型号及性能

产品型号	标称容量 (Ah)	标称电压 (V)	最大充电电流 (C)	充电上限电压 (V)	重量 (kg)	壳体材料
L148F20A	20	3.2	3	3.65	约 0.63	铝壳
CA40	40	3.2	1	3.65	约 1.45	塑料壳

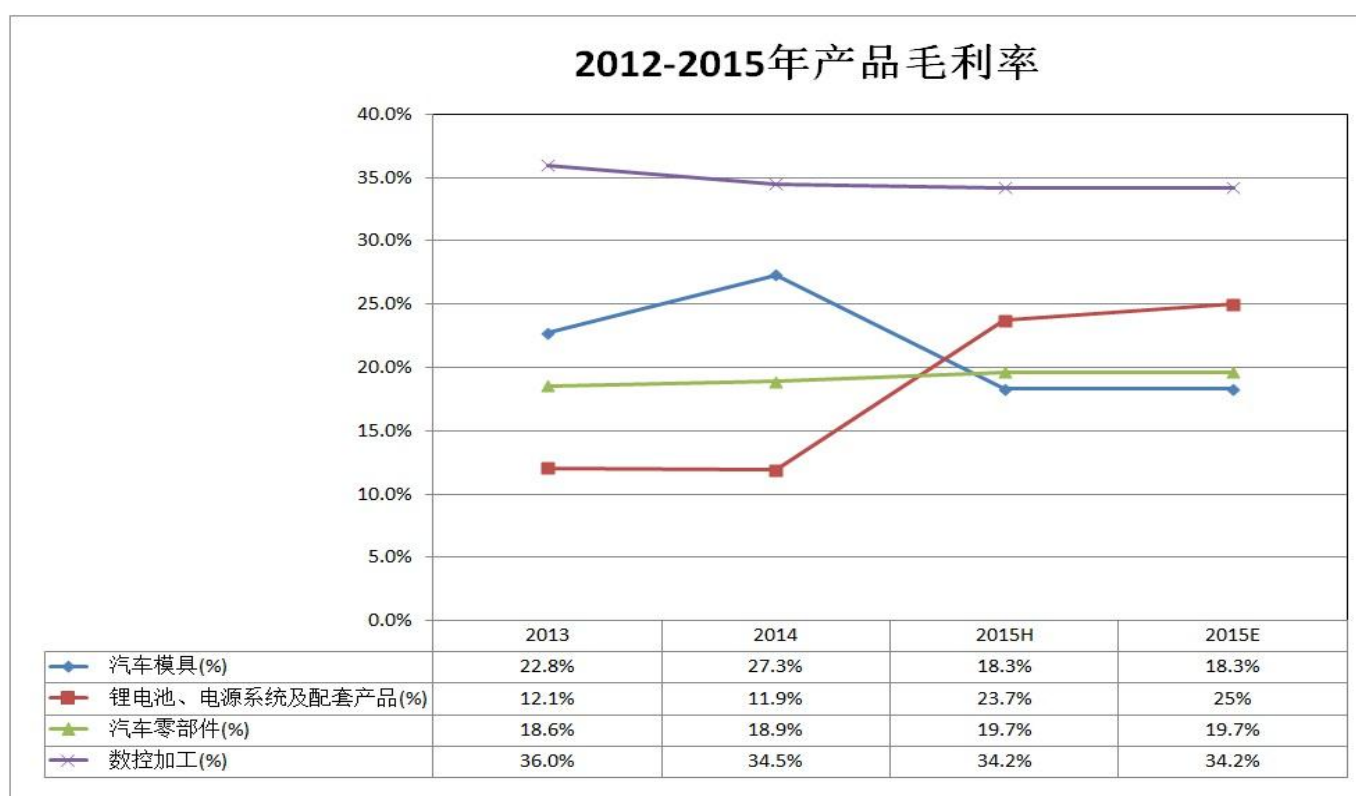
L135F72A	72	2.5~3.65	1	3.65	约 1.9	不锈钢壳
CA100	100	3.2	1	3.65	约 3.3	塑料壳
CA180FI	180	3.2	1	3.65	约 5.6	塑料壳
CA400	400	3.2	1	3.65	约 13.8	塑料壳
P161N22A	22	3.7	2	4.2	约 0.46	铝塑膜软包装

资料来源：公司网站，华金证券研究所

1.4 锂电业务毛利大增，2015 年业绩反转

根据 2015 年半年报 报告期内公司实现主营业务收入 62,842.35 万元 同比增长 136.42%，其中，锂电池、电源系统及配套产品收入 40,122.79 万元，同比增长 268.51%。锂电业务的增长原因是显而易见的：2015 年是中国新能源汽车行业里程碑式的一年，在这个大环境下，公司客户的相关车型销量也相应上升，公司订单也急剧增长；而锂电池产销量提升，公司得以加大批量生产规模，单位产品的固定成本摊销额降低，**锂电池与电源系统及配套产品的毛利率大幅增长**。2015 年中报显示，锂电池与电源系统及配套产品的毛利率上升至 23.72%，相比较于 2014 年中报的毛利率 8.41%，同比增长 15.31%，我们预计 2015 年度毛利率有望上升至 25%，相比较于 2014 年报的毛利率 11.89%，同比增长 13.11%。

图 3：2012-2015 年公司产品毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

2015 年，子公司中航锂电（洛阳）公司的锂电业务毛利率大幅增长，带动**成飞集成绩绩反转**，如下表所示，2015 年三季报披露公司前三季度实现营收 9.75 亿元，同比增 115%，归母净

利润 4455 万元，同比增 754%，营业利润 5411 万元，而 2014 年报为-1711.6 万元。同时，公司预计 2015 年度归母净利润变动区间 6717-8778 万元，同比增 63%-113%。

表 4：公司业绩（万元）

成飞集成	2013	2014	2015 三季报
营业收入	77888.4	91866.6	97537.2
毛利率	20.49%	20.32%	24.14%
营业利润	-235.0	-1711.6	5411.0
利润总额	5281.8	3495.9	7264.5
归属母公司净利润	4535.0	4120.6	4455.0
EPS	0.13	0.12	0.13

资料来源：Wind，华金证券研究所

2015 年三季报业绩增长原因：

1、锂电池、电源系统及配套产品收入 40,122.79 万元，同比增长 268.51%，主要是国家对新能源汽车一系列优惠、补贴政策相继出台，市场需求增加，销售收入额大幅度提升。

2、汽车零部件收入 8,502.00 万元，同比增长 169.92%，主要是客户的相关车型销量上升，导致订单增加。

表 5：公司重要公告

公告日期	公告标题	主要内容摘要
2015/10/27	关于子公司中航锂电（洛阳）有限公司与凯迈（洛阳）机电有限公司的关联交易公告	中航锂电（洛阳）有限公司对精益三厂金属壳锂电池生产线系统集成和物流自动化项目进行了公开招标，凯迈（洛阳）机电（实际控制人也为中航工业）中标，中航锂电与其签署了《中航锂电园区设备采购合同》，合同金额为 3109 万元。
2015/10/12	关于子公司中航锂电（洛阳）有限公司对外投资成立合资公司的公告	公司与华科投资、金沙投资共同投资设立中航锂电（江苏）有限公司，拟注册资本 400,000 万元，成立日期：2015 年 12 月 08 日，中航锂电出资合计 12 亿元，占注册资本的 30%。
2015/8/11	关于子公司中航锂电（洛阳）有限公司签订投资合作意向协议的公告	中航锂电拟与金坛政府合作在江苏省常州市金坛区华罗庚产业园共同投资建设“中航锂离子动力电池项目”，总投资预计 125 亿，第一期投资 25 亿元，建成后形成 20 亿瓦时的锂离子动力电池年生产能力。
2015/8/11	关于子公司中航锂电（洛阳）有限公司产业园三期建设投资项目的公告	项目总投资 14.5 亿元，建设年产 15 亿瓦时锂电池生产线，建设周期：12 个月。项目建设总投资约为 14.5 亿元（企业自筹）；预计可实现年销售收入 24 亿元。
2014/12/13	暨终止重大资产重组事项并复牌的公告	2014 年 12 月 15 日起公司复牌，收购标的公司为沈飞集团，成飞集团和洪都科技。自发表日起至少 3 个月内，不再筹划重大资产重组事项。 终止原因：国防科工局认为该事项实行后，将消除特定领域竞争，形成行业垄断。
2014/5/19	发行股份购买资产并募集配套资金预案	向中航工业、华融公司及洪都集团三家资产注入方定向发行股份，购买沈飞集团 100%股权、成飞集团 100%股权及洪都科技 100%股权，标的资产预估值为 158.47 亿元拟将主营转向防务飞机总装业务，同时拟向中航工业、华融公司、中航飞机、中航机电、中航投资、中航科工、中航电子、中航技、航晟投资及腾飞投资非公开发行股份募集资金 50 亿元人民币。
2014/2/12	关于未履行完毕承诺事项专项披露的公告	成飞集团及中航工业在公司首次申请公开发行股票时承诺，将不直接从事也不支持下属其他企业间接从事与成飞集成业务有竞争或可能构成竞争的业务或活动，近期证监会近日对此进行专项审查。

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、所处行业及展望

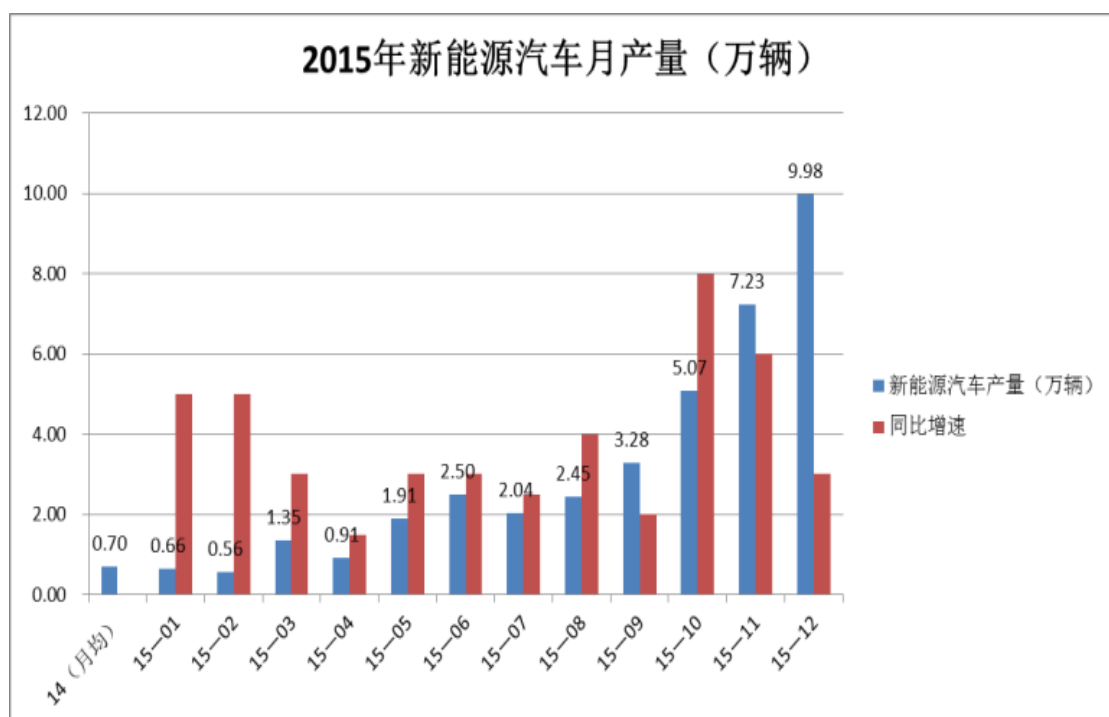
2.1 锂电产业进入持续高景气期

2.1.1 新能源车 15 年产销两旺，产业迎来高增长

2015 年以来，国内外节能与环保需求激增，政策持续出台助力新能源汽车“弯道超车”，《中国制造 2025》将推动节能与新能源汽车产业快速发展升级为国家战略，整个行业迎来高速增长期。无论是国家层面还是各地方政府，都在不断完善整个新能源汽车推广政策体系，鼓励购买新能源汽车。

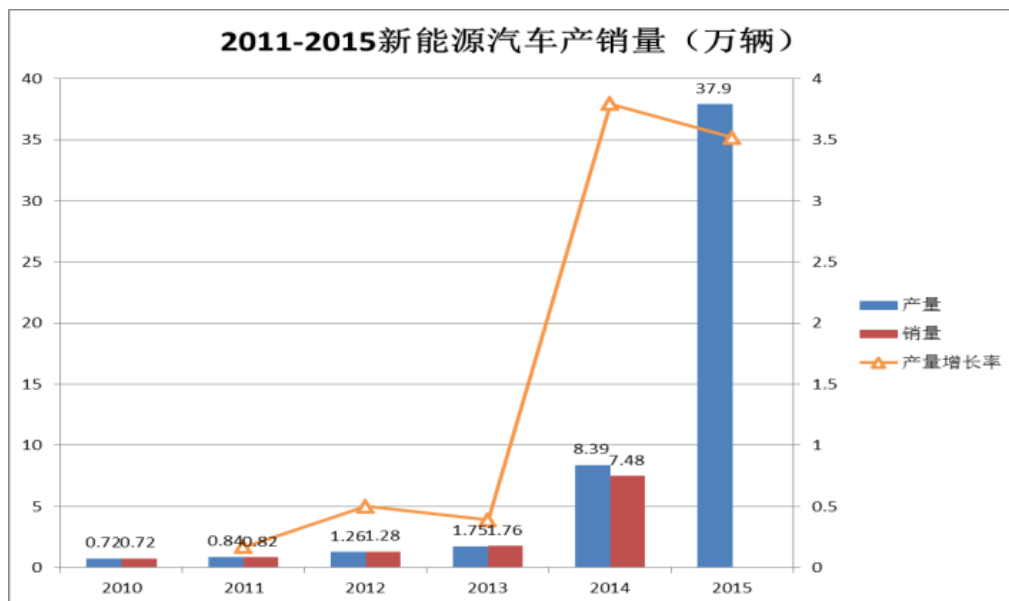
2016 年 1 月 11 日，工信部发布数据，根据工信部机动车整车出厂合格证统计，2015 年 12 月我国新能源汽车生产 9.98 万辆，同比增长 3 倍，环比增长 38.0%。2015 年 1-12 月全年，新能源汽车累计生产 37.90 万辆，同比增长 4 倍，至 2015 年底顺利完成 50 万辆保有量的目标。全年分车型来看，其中纯电动乘用车生产 14.28 万辆，同比增长 3 倍，插电式混合动力乘用车生产 6.36 万辆，同比增长 3 倍；纯电动商用车生产 14.79 万辆，同比增长 8 倍，插电式混合动力商用车生产 2.46 万辆，同比增长 79%。

图 4：2015 年新能源汽车月度销量



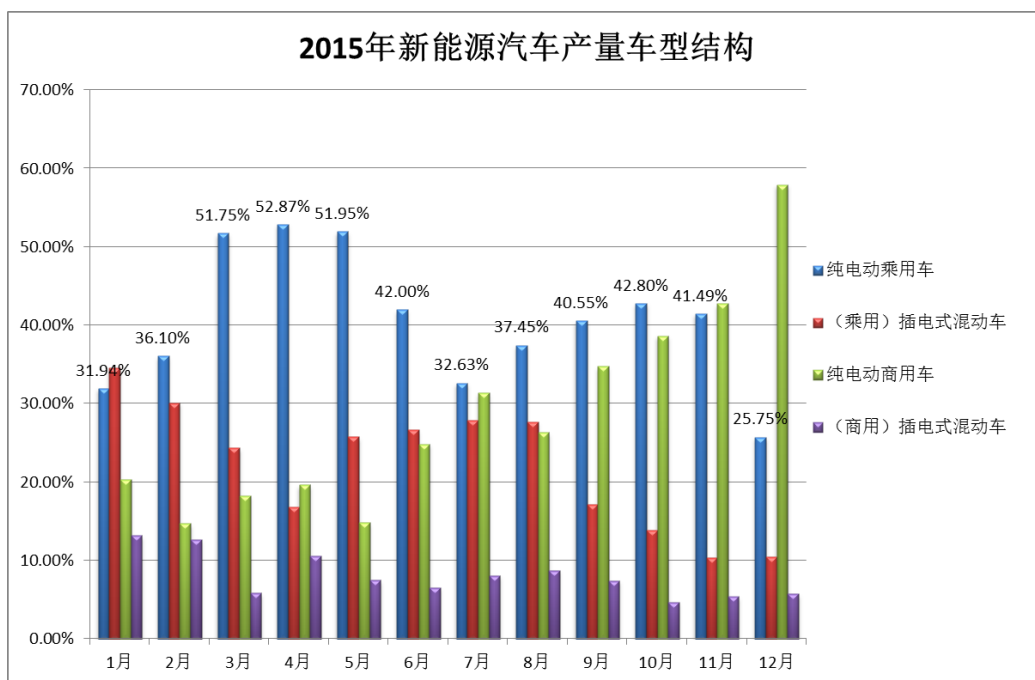
资料来源：工信部，华金证券研究所

图 5：2011-2015 年新能源汽车产销量



资料来源：工信部，华金证券研究所

图 6：2015 年新能源汽车车型结构



资料来源：工信部，华金证券研究所

2.1.2 未来十年仍将高增长，锂电池需求强劲

2015 年 11 月初，国家制造强国建设战略咨询委员会描绘了新能源汽车产业未来十年发展路线图的规划目标如下：

2020 年：

销量目标：中国新能源汽车年销量，达到汽车市场需求总量的 5% 以上。自主新能源汽车市场份额达到 70% 以上，年销量规模突破 100 万辆。

整体路线规划：初步建成以市场为导向、企业为主体、产学研用紧密结合的新能源汽车产业体系。

打响国际知名度，实现新能源客车实现规模化出口：国内大企业打造明星车型，实现整车平均故障间隔里程达到 2 万公里以提高竞争力，进入全球销量排名前十。

掌握核心技术：动力电池、驱动电机等关键系统技术达到国际先进水平，在国内市场占有率达到 80%。

2025 年：

销量目标：中国新能源汽车的年销量，达到汽车市场需求总量的 20%以上。自主新能源汽车市场份额达到 80%以上，国际先进车型年销量规模达 300 万辆。

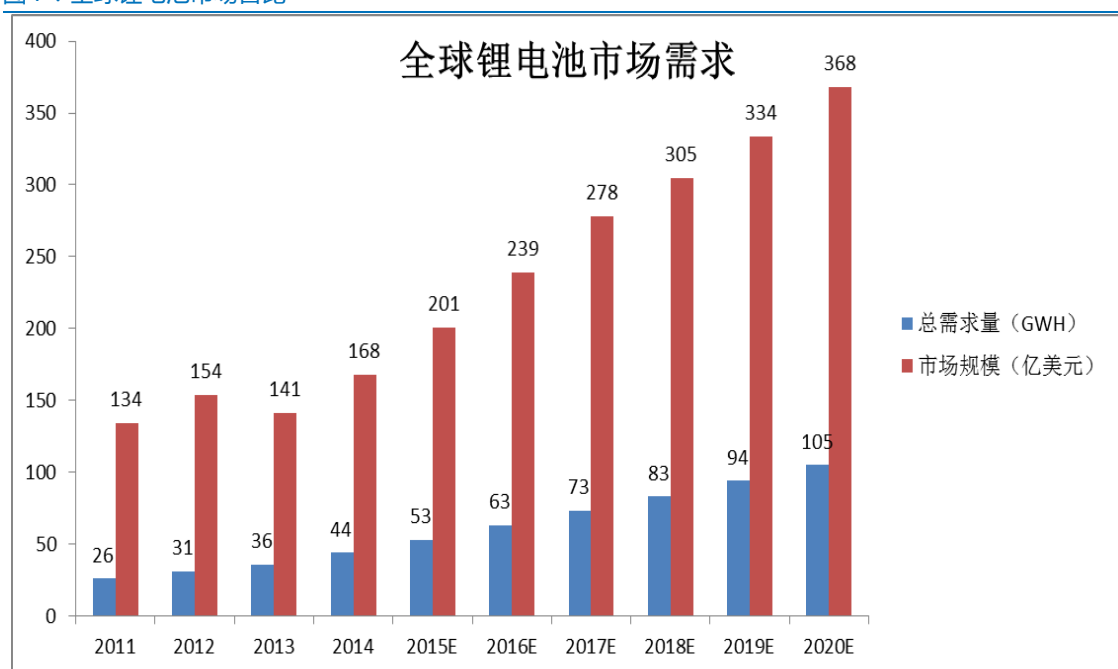
整体路线规划：形成自主可控完整的产业链。

稳固国外市场：产品技术水平与国际同步，拥有两家在全球销量进入前十的一流整车企业，海外销售占总销量的 10%。

2030 年：新能源汽车年销量规模超千万辆。

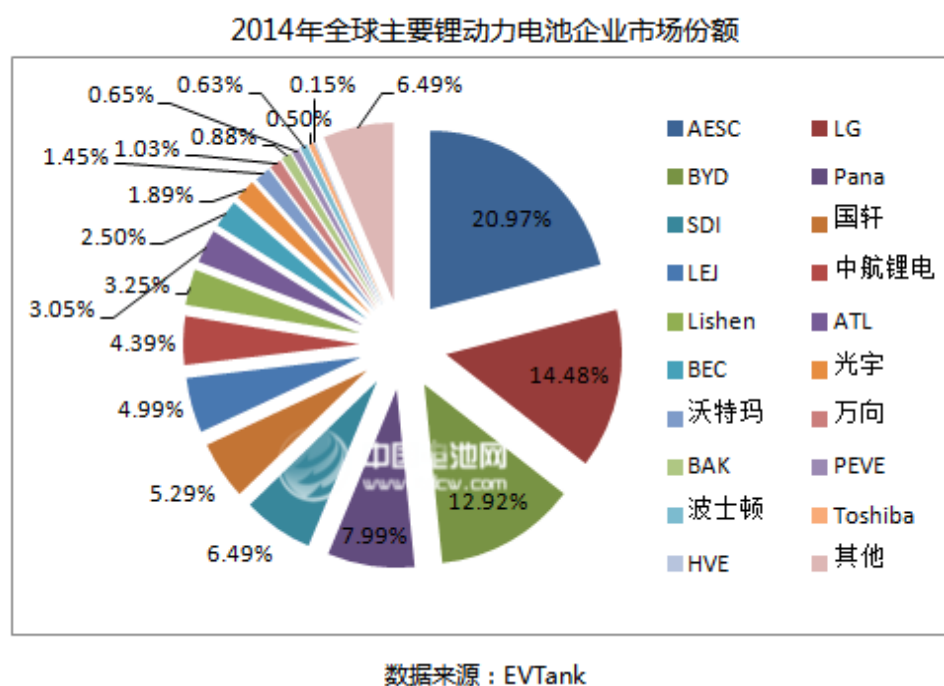
根据 IIT 统计的数据，锂电池的全球市场规模和需求在未来几年将依旧保持迅猛的增长势头 2016 年，17 年、18 年市场需求将分别达到 63GWH，73GWH，83GWH，到 2020 年预计达 105GWH；世界各国对“节能减排”这一绿色环保主题的不断重视和落实是催化这一变化的一大因素。而在锂电池市场中，由于新能源车等相关产品销量激增，动力锂所占比例正在不断增长，预测到 2020 年其全球占比将达 45%；除此之外，储能锂的应用领域也越来越广泛，预测 2020 年其全球占比将增至 27%。根据 IIT 数据，全球锂电池市场需求情况预测及主要动力电池市场份额如下：

图 7：全球锂电池市场占比



资料来源：IIT、华金证券研究所

图 8：2014 年全球主要锂动力电池企业市场份额

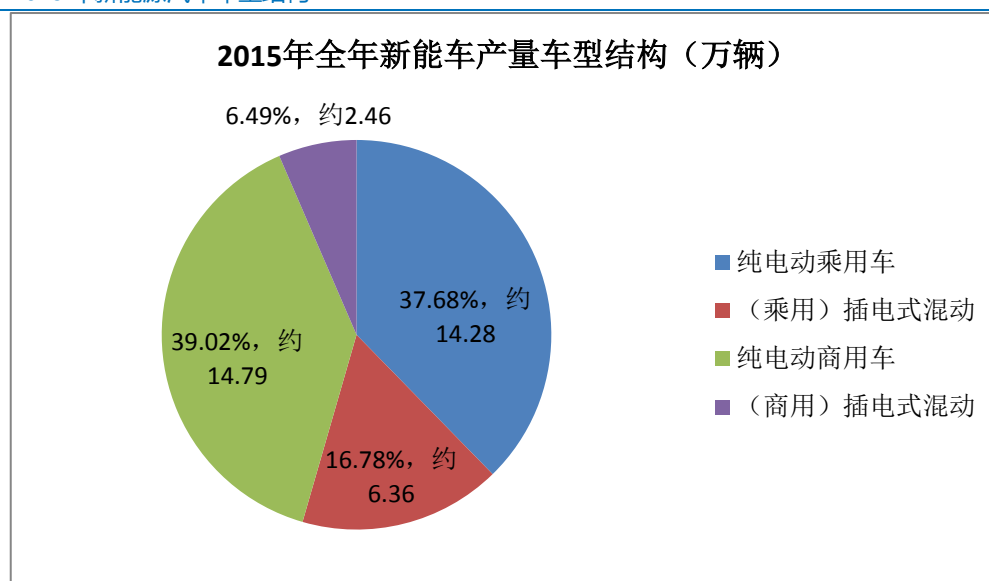


资料来源：EVTank，华金证券研究所

2.1.3 国内锂电池供需关系分析与测算

2015 年新能源汽车的产销量以势不可挡的方式增长，带动锂电池产销增长。根据工信部机动车整车出厂合格证统计，2015 年 1-12 月，新能源汽车累计生产 37.90 万辆，同比增长 4 倍，分车型来看，纯电动乘用车、插电式混合动力乘用车、纯电动商用车、插电式混合动力商用车分别生产 14.28 万辆、6.36 万辆、14.79 万辆、2.46 万辆，分别占比 37.68%、16.78%、39%、6.5%。我们按照各个车型所需电池的单体容量，估算出 2015 年动力锂电池的需求约 21.37GWH。

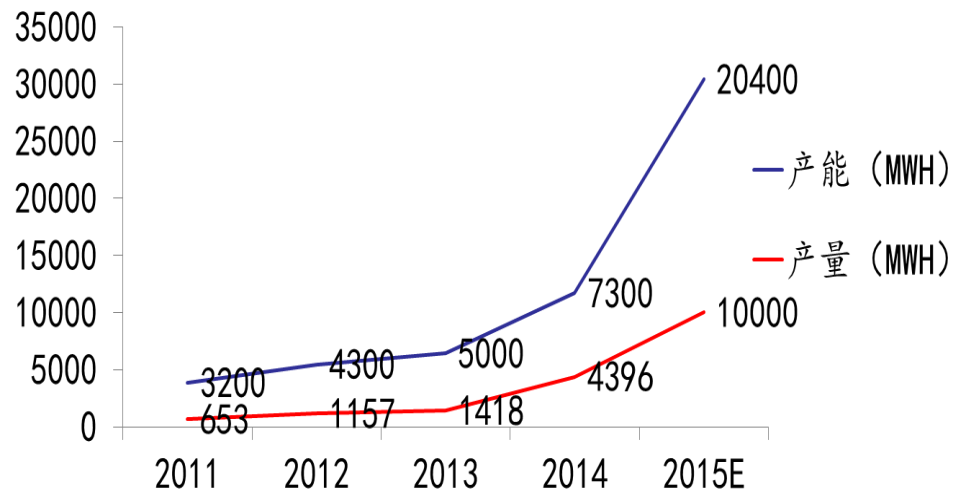
图 9：2015 年新能源汽车车型结构



资料来源：工信部，华金证券研究所

而根据 IIT 的测算，如下图，2015 年动力锂电池的产能约为 20.4GWH，实际产量却只有 10GWH，远远小于 2015 年动力锂电池的需求，供不应求的状态十分显著。

图 10：中国动力锂产能及产量



资料来源：IIT、华金证券研究所

2016 年 1 月 13 日，中国汽车工业协会秘书长助理许海东分析称，伴随 2016 年国务院禁止对新能源汽车实行限购政策，北上广深等限购城市或许能够拉动新能源汽车的销量；加之电动车充电国家新标准的完善和落实，2016 年预计新能源汽车将持续高速增长，预期销量或将超过 70 万辆。我们按照 2015 年的车型比例，结合各个车型所需电池的单体容量，估算出 2016 年动力锂电池的需求约 39.5GWH。

而我们统计了国内主要的电池厂商产能，截止到 2015 年底合计产能约 24.56GWH，加上部分 2016 年新增产量，预计 2016 年国内锂电池实际产量约 36.17GWH，仍将处于供不应求状态。

表 6：主要电池厂商产能统计 (GWh)

电池厂商	2015 年底产能	2016 年底产能	2016 年实际产量
比亚迪	6	10	8
中航锂电	0.9	4.9	1.23
国轩高科	2.4	4.2	3.36
力神	1.9	3.9	2.8
亿纬锂能	1.5	3	2
天能动力	1.5	3	2
大东南	-	2.6	1.3
LG 化学	2	2	2
多氟多	1	2	1.5
万向集团	1	2	1.5
CATL	1.88	2.38	2.38
宇量电池	0.2	1.2	0.5
金鹰股份	-	1.1	0.5
三星 SDI	1	1	1
山东威能	1	1	1
沃特玛	0.4	1	0.7

电池厂商	2015 年底产能	2016 年底产能	2016 年实际产量
波士顿	0.3	1	0.5
普莱德	0.2	0.9	0.4
比克	0.8	0.8	0.8
南都电源	0.8	0.8	0.8
猛狮科技	-	0.75	0.3
哈尔滨光宇	0.5	0.5	0.5
力帆股份	-	0.5	0.25
骆驼股份	-	0.5	0.25
天劲股份	0.12	0.35	0.2
雄韬股份	-	0.35	0.15
拓邦股份	0.2	0.3	0.25
总计	24.56	51.53	35.67

资料来源：公司公告，华金证券研究所

锂电池虽然市场很大，竞争也异常激烈，2015 年行业龙头比亚迪产能 6GWh 遥遥领先其他公司，这为它们占领市场取得了先机，在 2016 年后我们可以看到市场上仅有比亚迪、力神、国轩高科、亿纬锂能、天能动力和中航锂电的产能能够超越 3GWh，特别是在 2017-2018 年锂电产能增长速度大于需求时，市场趋于逐渐饱和时，将会出现大量的大企业并购小企业现象，优胜劣汰行业重新洗牌在所难免。

而为了避免在新一轮的行业洗牌中被淘汰，我们认为有效的扩大产能占据较大的市场份额是关键，中航锂电作为锂电生产第一梯队成员在经过市场检验后会有进一步的发展。如果公司在常州金坛的锂电池项目全部建成，在加上洛阳的锂电池项目全部投产总计产能将达 14.4GWh，届时将比肩行业龙头比亚迪。

表 7：2015 年中国锂电池行业十大品牌（单位：GWh）

排序	企业名称	上榜产能	动力电池销售收入	主要客户
1	比亚迪	主产品为磷酸铁锂，今年年底预计达 6GW，2016 年达 10GW	2015 年上半年约 30 亿元	仅比亚迪自用
2	宁德时代新能源 CATL	宁德和青海产能合计今年年底达 1.88GWH	2014 年达 8.6 亿，今年上半年约 9.5 亿元	北汽，华晨宝马，吉利，一汽，南车时代，厦门金龙，郑州宇通，中通客车等
3	国轩高科	主要为方形和圆柱形动力电池，有效产能约 2.8GWH	2015 年上半年约 7.5 亿元	南京金龙，江淮汽车，安凯客车，中联重科，上海申沃，东风汽车，河北御捷
4	万向 A123	产品包括磷酸铁锂和三元锂，有效产能 1GWH	2015 年上半年约 3.5 亿元	上汽集团，奇瑞汽车，广汽集团，南京金龙，厦门金龙，宇通客车，上海申沃等
5	光宇电源	0.5GWH	2015 年上半年约 3.5 亿元	北汽，广汽，五洲龙，重庆恒通
6	力神电池	产品包括磷酸铁锂（方形和圆柱）和三元锂（方形和圆柱），有效产能 2.8GWH	2015 年上半年约 5.7 亿元	江淮，吉利，一汽，东风汽车，南京金龙，厦门金龙，中通客车，天清源等
7	比克电池	三元材料和磷酸铁锂的圆柱形。目前有效产能达 0.8GWH	2015 年上半年约 0.5 亿元	奇瑞，一汽，北汽福田，江南汽车，安源客车，苏州金龙，东风裕隆
8	中航锂电	主要产品为磷酸铁锂，部分为三元锂。目前产能如果完全释放将达 0.9GWH	2015 年上半年约 4 亿元	东风汽车，河南少林，陆地方舟，南京金龙，四川野马，中通客车，重庆瑞驰等

排序	企业名称	上榜产能	动力电池销售收入	主要客户
9	天能动力	目前产能 1.5GWH	2015 年上半年净利约 2.7 亿元	北汽福田, 南车时代, 陆地方舟, 南京金龙, 厦门金龙, 中通客车, 重庆恒通
10	山东微能	磷酸铁锂和三元材料方形电芯为主。目前总产能为 1GWH	2015 年上半年约 2 亿元	南京金龙, 上海申沃, 中通客车, 众泰汽车

资料来源：中国电池网、华金证券研究所

2.2 汽车模具及数控加工等传统业务平稳发展

公司的传统业务——汽车模具、零部件和数控加工等业务，这几块业务和行业周期性、宏观经济形势以及新车型的推出密切相关。根据中国模具工业协会统计，设计制造一款全新车型所需汽车覆盖件模具价值 1 亿元，每款改款车型平均约 25% 的覆盖件模具需要更换，价值约 2500 万元。每款新车型都要经过多年的设计调试才能推出，模具的投资周期则要领先新车型推出周期半年至一年，因为新车型的推出速度与宏观经济形势密切相关，这也就造成了汽车模具、零配件等业务也受宏观经济和行业周期性波动影响。

我国最大的几家汽车模具企业包括：天汽模、一汽模、成飞集成、东风汽模、比亚迪汽模等，其中天汽模与成飞集成为独立模具企业，另外三家依附于汽车品牌，由于一汽模、东风汽模、比亚迪汽模产能有限，这三家的模具也需要向独立模具企业成飞集成和天汽模采购，这是独立汽模企业市场占有率逐渐提升的原因。

三、深耕锂电业务，开拓动力总成布局全产业链

3.1 核心看点：锂电产业，未来三年高增长几成定局

3.1.1 正本清源，纯正的锂电池优质标的

我们查阅了 Wind 里面成飞集成的行业属性发现，无论是申万一级行业还是中信一级行业，都将其归入国防军工板块，主要原因在于公司 2014 年 5 月 19 日发布公告称，拟进行重大资产重组采取发行股份购买资产的方式，由成飞集成向中航工业、华融公司及洪都集团三家资产注入方定向发行股份，购买沈飞集团 100% 股权、成飞集团 100% 股权及洪都科技 100% 股权。但是公司于 2014 年 12 月 13 日发布公告称终止重大资产重组，12 月 15 日复牌，并且 3 个月内不再筹划重大资产重组。从 13 年 12 月 24 日停牌至今近 1 年，重组终以失败告终。公司公告重组终止的原因是由于国防主管部门认为该方案实行后，将“消除特定领域竞争，形成行业垄断”。加上公司的第一大股东中航工业集团的军工背景，自然地就将其归入国防军工板块，认为是军工股。

但是我们坚定认为公司是新能源汽车产业链中非常纯正的锂电池标的，查看公司 2012-2015 年公司财务情况，如下表所示：

表 8：2012 年-2015 年公司财务情况

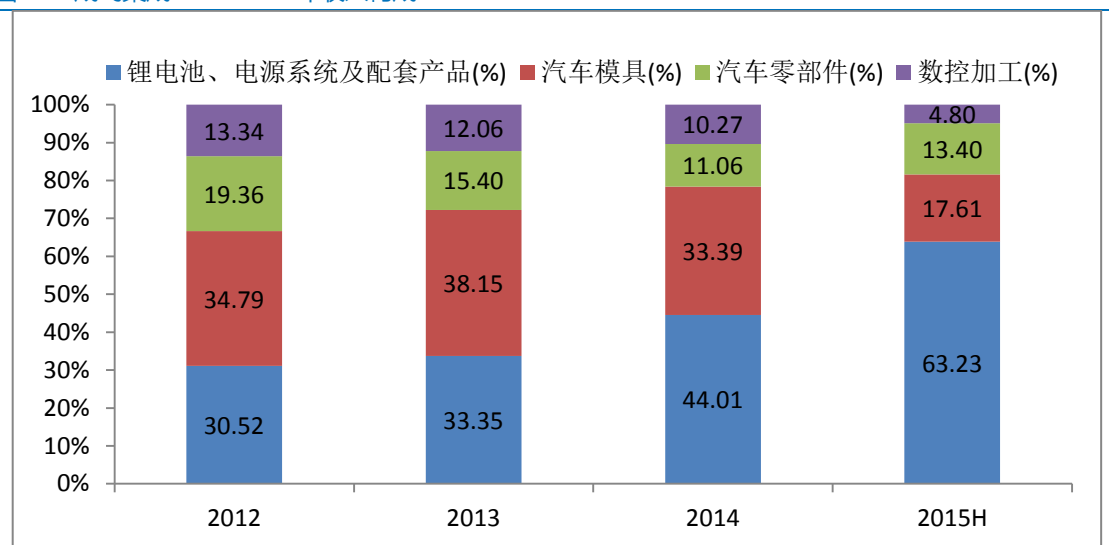
报告期	2015 中报	2014 年报	2013 年报	2012 年报
营业收入	628,423,541.67	906,948,611.70	770,794,023.21	667,671,129.39
锂电池、电源系统及配套产品	401,227,905.00	404,282,338.27	259,788,819.23	207,930,393.31
汽车模具	111,724,502.97	306,745,755.04	297,171,689.45	236,997,739.61
汽车零部件	85,020,016.76	101,577,111.02	119,937,768.69	131,873,774.69
数控加工	30,451,116.94	94,343,407.37	93,895,745.84	90,869,221.78
营业成本	485,684,594.80	723,376,477.73	615,808,209.81	491,976,632.06
锂电池、电源系统及配套产品	306,059,455.62	356,227,617.83	228,479,705.83	153,379,196.14
汽车模具	91,280,597.55	223,010,161.10	229,532,822.68	172,787,685.81
汽车零部件	68,301,266.86	82,357,559.88	97,689,748.20	106,028,262.38
数控加工	20,043,274.77	61,781,138.92	60,105,933.10	59,781,487.73
营业利润	142,738,946.87	183,572,133.97	154,985,813.40	175,694,497.33
锂电池、电源系统及配套产品	95,168,449.38	48,054,720.44	31,309,113.40	54,551,197.17
汽车模具	20,443,905.42	83,735,593.94	67,638,866.77	64,210,053.80
汽车零部件	16,718,749.90	19,219,551.14	22,248,020.49	25,845,512.31
数控加工	10,407,842.17	32,562,268.45	33,789,812.74	31,087,734.05
毛利率				
锂电池、电源系统及配套产品(%)	23.72	11.89	12.05	26.24
汽车模具(%)	18.30	27.30	22.76	27.09
汽车零部件(%)	19.66	18.92	18.55	19.60
数控加工(%)	34.18	34.51	35.99	34.21
收入构成				
锂电池、电源系统及配套产品(%)	63.23	44.01	33.35	30.52
汽车模具(%)	17.61	33.39	38.15	34.79
汽车零部件(%)	13.40	11.06	15.40	19.36
数控加工(%)	4.80	10.27	12.06	13.34
利润构成				
锂电池、电源系统及配套产品(%)	65.84	25.74	19.62	30.06
汽车模具(%)	14.14	44.85	42.39	35.39
汽车零部件(%)	11.57	10.29	13.94	14.24
数控加工(%)	7.20	17.44	21.17	17.13

资料来源：Wind，华金证券研究所

从上表可以看出，公司近三年来锂电池及其相关业务的营业收入增长最为明显：2012 年锂电池、电源系统及配套产品的收入约 2.08 亿，占总收入 30.52%，2013 年上升到 2.6 亿、33.35%，2014 年继续上升至 4.04 亿、44.01%，2015 年仅仅用了半年时间锂电池、电源系统及配套产品实现 4.01 亿营收，就几乎达到了 2014 年的全年营收额，**2015 年中报营收占比达 63.23%**。根据公司往年中期和年终业绩对比，我们可以发现，公司大量的收入确认都发生在下半年尤其是第

四季度，基本上呈现出中期确认的营收额仅占全年营收额的三分之一左右，也就是说 2015 年公司锂电及相关业务的营收额或将超过 12 亿。

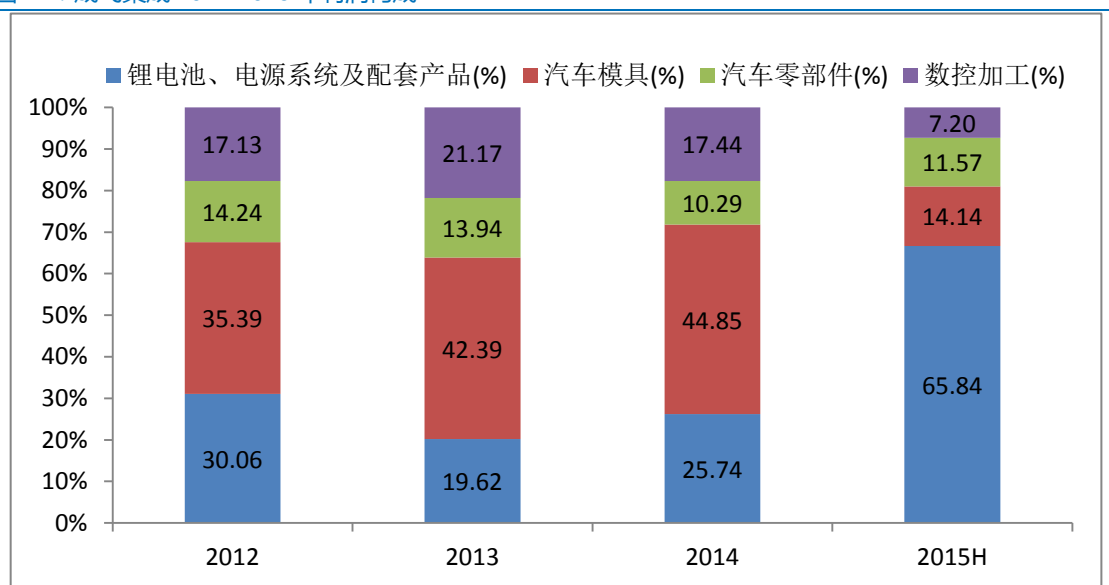
图 11：成飞集成 2012-2015 年收入构成



资料来源：Wind，华金证券研究所

如下图，在利润构成方面，锂电业务为公司贡献的**利润比例**也从 2012 年年报的 30.06% 上升到 2015 年中报的 65.84%。

图 12：成飞集成 2012-2015 年利润构成



资料来源：Wind，华金证券研究所

综上，从 2015 年中报数据来看，无论收入构成还是利润构成中，锂电业务占比都已经超过 60%，而且在 2014 年 12 月 13 日公司宣告军工资产注入失败后，虽然仍有军工资产注入的预期和可能性存在，但公司目前业务涉及到军品方面的，只有航空数控加工，2015 年中报只占营收 4.8%，占利润 7.2%，比例很小。同时，公司目前的发展战略，规划未来将重点发展锂电业务，保持其他传统业务平稳发展，可以预见锂电业务在公司营收和利润的占比仍将继续扩大，因此，**成飞集成是新能源汽车产业链中纯正的锂电池优质标的。**

3.1.2 自筹 125 亿扩产，144 亿瓦时产能剑指比亚迪

锂电池制造商的产能将决定未来企业的市场占有率，这是锂电企业未来能否生存并在行业并购重组重新洗牌的浪潮中脱颖而出的关键。中航锂电在锂电池制造领域耕耘已久，技术积累雄厚，客户资源广泛，在新能源汽车高速发展的浪潮中，公司积极扩产迎接锂电池需求急剧扩张带来的巨大市场空间。

(1) 中航锂电（洛阳）一期和二期产能：2010 年公司募资 10.2 亿增资中航锂电，建设产能 21.8 亿瓦时锂电池项目，周期为 38 个月。其中中航锂电（洛阳）一期现有锂电池产能为 5 亿瓦时，二期产能为 4 亿瓦时，到年底释放产能后，**最大能达到 9 亿瓦时**，这也是洛阳产业园产能完全释放的最大值。

(2) 中航锂电（洛阳）三期产能：2015 年 8 月 10 日公司发布公告称，中航锂电拟在其产业园生产区南侧规划三期建设投资项目，总投资达 14.5 亿元，建设**年产 15 亿瓦时**锂电池生产线，周期从 2015 年 12 月至 2016 年 12 月，为期 12 个月。

(3) 中航锂电（江苏）产能：2015 年 10 月 12 日公告称，公司拟与常州华科投资、金沙投资成立合资公司中航锂电（江苏）有限公司，注册资本 40 亿元，中航锂电占比 30%，计划总投资 125 亿元，建成后形成 120 亿瓦时的锂离子动力电池年生产能力。项目分三期建设，一期总投资 31.91 亿元，周期为 14 个月，根据我们的调研数据，**一期设计产能为 25 亿瓦时**，建设周期从 2015 年 12 月至 2016 年 12 月，为期 12 个月。二期三期设计产能 95 亿瓦时，会根据市场需要进行建设投产。如果中航锂电这两个扩产项目都能全部投产，**产能总计将达到 144 亿瓦时**，比肩行业龙头比亚迪，届时将跻身锂电行业第一梯队。

表 9：中航锂电产能一览表

项目名称	设计产能（亿 Wh）	设备来源	建设周期	投资额
洛阳一期	5	国产	2010-2014Q3	总共 17 亿元（三期 14.5 亿元）
洛阳二期	4	国产	2015Q4 投产	
洛阳三期	15	进口	2015.12~2016.12	
常州一期	25	-	2015.12~2016.12	125 亿（一期 31.9 亿）
常州二/三期	95	-	根据市场而定	

资料来源：公司公告，华金证券研究所

3.1.3 锂电订单饱满，行业地位显著

公司的锂电产业主要来自于子公司中航锂电（洛阳）有限公司，国家陆续出台了推动新能源汽车发展的优惠政策，为锂电池产业带来了前所未有的发展机遇，子公司中航锂电订单需求迅速增长，产品出现供不应求的状态，公司加快生产线建设，启动产业园三期项目，进一步扩大产能，同时寻求对外投资合作的机会，以适应不断增长的市场需求。在 2015 年 8 月 6 日，公司与拥有土耳其国内的最大的租赁公司成立了上海央迈合资公司，通过合资公司中航锂电的电池在丰田卡罗拉上得以使用。

子公司中航锂电的基本情况：

中航锂电现在在国内的锂电池行业中是领军企业之一，注册资本 8 亿元，拥有员工 1700 多人，其中博士 13 人，硕士 240 余人，本科近 300 人，专业从事锂离子动力电池、电池管理系统研发及生产的高科技新能源公司，是配套动力电池车款最多的厂商，全力打造“技术领先，质量可靠，用户满意”的全球锂电池金牌供应商。产业园位于河南省洛阳市国家高新技术开发区，占地 575 亩。公司致力于持续提高大容量锂电池的研发能力和制造水平，全力打造“技术领先，质量可靠，用户满意”的全球锂电池金牌供应商。公司集航空军工技术之精髓，成为国内领先的大容量、高倍率、长寿命锂离子动力电池专业制造公司，是行业标准的核心起草单位，承担了国家 863 重大专项“大容量磷酸铁锂动力电池及动力模块技术开发”、“高能量锂离子电池和模块技术开发”、“高安全性动力电池用功能隔膜的技术开发”、“长寿命锰酸锂系储能电池关键技术及示范”的重任。

公司的主要产品锂离子动力电池，单体容量覆盖了 20Ah 到 400Ah，主要应用领域包括：电动车辆、轨道交通、电力储能、移动通信、矿用装备、军事应用等。公司成立以来，先后申请各类专利 107 项；产品先后通过国家 863 项目动力电池测试中心测试；通过 GB/T19001-2008/ISO9001:2008，GJB9001B-2009，ISO/TS16949:2009 质量体系认证；通过 BG/T24001-2004 环境管理体系和 GB/T28001-2001 职业健康安全管理体系认证，获得武器装备科研生产单位保密资格认证、武器装备科研生产许可认证、安标国家矿用产品安全标志中心锂离子蓄电池备案证明及进入国际市场的 CE、UL 等认证。公司及产品在国内外市场和军品市场拥有较高的美誉度和影响力。

作为生产商，公司近年的一大变化就是其产品的生产种类趋于集中及单个订单量增大。在锂电池产业发展初期，产品需求多样化，中航锂电生产的电池种类、型号较多，经过这几年行业的发展，性能优异的锂电池脱颖而出，目前公司集中生产磷酸铁锂电池及部分三元锂电池，这个改变使得产品的试制逐渐减少，良品率逐步上升。而在订单方面，子公司凭借高性能产品及其知名度，一直受到多家厂商青睐；然而子公司客户关系变动较为频繁，过去单个订单的订单量较小，鉴于锂电池根据订单，定制化生产的特性，产品平摊成本也较高；而今年单个订单量的增大直接增大了批量生产规模，降低了平摊成本，提高了毛利率。

客户群分析

中航锂电主要客户来自客车生产商，如苏州金龙、南京金龙（磷酸铁锂电池主要用于以上两者的大巴车）、中通客车、宇通客车等；乘用车（三元材料电池）方面，如东风襄旅、重庆瑞驰、长安新能源等，同时与普天、一汽、北汽、川汽等集团均有合作，其中金龙和中通是公司的主要客户，公司的合资品牌客户占比较大。

我们统计了工信部发布的《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》共 73 批，2748 个车型，发现新能源汽车各个车型使用的电池种类情况如下：

表 10：电池电极材料统计

电池类型前五		复合类型前五	
种类	使用批次	种类	使用批次
磷酸铁锂	1060	磷酸铁锂/超级电容	103
锰酸锂	160	锂离子/超级电容	78
三元锂	273	三元锂/超级电容	9

铅酸电池	56	锰酸锂/超级电容	5
多元锂	62	磷酸铁锂+钛酸锂	4
锂离子	749	磷酸亚铁锂/超级电容	4

资料来源：工信部，中国汽车网，华金证券研究所

电池生产商的情况如下：

表 11：磷酸铁锂厂商统计

磷酸铁锂厂商统计			
序号	行标签	股票名称	计数项:厂商
1	合肥国轩高科	国轩高科	139
2	中航锂电	成飞集成	126
3	沃特玛电池	长园集团	89
4	宁德时代新能源		82
5	天津力神电池		60

资料来源：工信部，中国汽车网，华金证券研究所

可以看出，在工信部发布的推荐车型目录中，磷酸铁锂电池占各个车型使用的电池比例最大，而所有入选工信部目录的车型所选磷酸铁锂厂商中，**中航锂电排名第二，仅次于国轩高科**，公司在行业内锂电池制造经验丰富，行业地位显著，作为老牌锂电池制造商，毛利率和净利率均处于行业领先地位。

3.1.4 品牌+技术兼备，广受国内外市场认可

（1）突出的新技术开发和新产品研制能力

专利：中航锂电是国内第一家 100AH 以上大容量锂电池通过国家电池检测中心安全检测的厂家，累计获受理专利 281 项（其中发明 101 项），获授权专利 179 项。

研发平台：公司建成“大容量锂电池院士工作站”、“博士后工作站”、“河南省大容量锂电及模块工程技术研究中心”、“河南省级企业技术中心”等研发平台，组建了省级新能源及锂离子电池重点实验室。

（2）拥有较高的品牌知名度并在不断提升

市场认可度：中航锂电依托中航工业集团的优厚资源和品牌影响力，在军民品市场形成了综合竞争优势，市场占有率不断扩大，中航锂电是目前配套动力电池车款最多的厂商，在纯电动特种车公告数量中排名第一。在世博会、达沃斯论坛等有国际影响的活动中，中航锂电的产品都赢得用户的赞誉。

国外市场优势：2013 年锂电池的出口在全国同类企业中名列前茅。美国 and 欧洲都有出口，除了直接签订国外订单，2012 年成立的中航锂电（美国）子公司（位于加利福尼亚州），为公司海外市场的发展提供了坚实的后盾。

国家认可度：锂电池技术研发实力强，承担了国家 863 项目多项计划，锂电池标准制定者之一。公司承担了 6 项国家 863 计划研制项目，4 项央企电动车联盟关键共性技术；在工信部公

布的电动汽车锂离子动力电池七项标准中，有三项标准以公司为主起草。公司被确定为国家重点支持的八家锂离子动力电池企业之一。公司产品被评为国家级重点新产品。

在全球锂电池生产厂商中，基本上是中日韩三分天下的局势，日本，韩国稍强，中国以比亚迪为代表的企业正迎头赶上。

中航工业鼎力支持：成飞集团及中航工业在公司首次申请公开发行股票时承诺，将不直接从事也不支持下属其他企业间接从事与成飞集成业务有竞争或可能构成竞争的业务或活动。（关于未履行完毕承诺事项专项披露的公告 2014.2.12）这说明公司目前及以后将是中航旗下独家经营锂电业务的上市公司，中航工业的国企背景，将帮助公司与政府合作发展锂电项目。

3.2 新看点：电机电控产业，联手土耳其 DMA 开拓动力总成市场

根据中航锂电官网及工商局信息，中航锂电（CALB）于 2015 年 8 月与土耳其 DMA 公司合资成立了**上海央迈动力技术有限公司（CADMA）**，注册资金 1000 万元。合资公司结合了两家公司在锂离子动力电池和电动汽车驱动总控技术方面的优势，致力于电池、电机、电控技术开发，面向国内外的整车企业，提供具有高技术含量的新能源汽车动力总成系统整体解决方案，将在新能源汽车行业成为具有专业核心技术和快速持续发展能力的一流动力总成企业。

图 13：中航锂电与土耳其 DMA 成立合资公司



资料来源：公司网站，华金证券研究所

合资方 DMA 是一家由 Derindere 集团运营，在汽车行业处于领先地位并具有 42 年经验的集团公司。除了汽车行业，集团还经营舰队租赁和保险事业。集团拥有 22000 辆各种不同产品的车队，**拥有土耳其国内资本建立的最大的舰队租赁公司**。因此，在长期租赁业务方面成为了土耳其最值得信赖和最有经验的公司，名声卓著。同时，特别在电动汽车生产有关的项目上，公司长期处于领先的地位。自从 1998 年以来，集团公司在销售、售后服务、零部件、技术能力以及客户关心的多个领域均获得诸多奖项，并广受好评。

上海央迈动力的动力总成现在主要应用在丰田卡罗拉上。该款纯电动车型搭载的是 232 支中航锂电 CAM72 方形电池，电池能量 53kWh，380V 三项充电时间仅需 2 小时，通过 TUV 认证续航里程 417km，这款车作为土耳其伊斯坦布尔出租车已在运营，总行驶里程 170 万公里（截止 2014 年底），其电池性能完全通过了市场的考验。

表 12：丰田卡罗拉与其他公司的电动汽车的对比表

	电池厂商	电池类型	电池组能量	纯电续航里程	补贴后售价 (万元)	未补贴价格 (万元)	充电时间 (h)
丰田卡罗拉	中航锂电	磷酸铁锂	53KWh	417km	未上市	未上市	快充 2h
比亚迪 (秦)	比亚迪	磷酸铁锂	13KWh	70km	15.98-18.98	20.98-21.98	4-7h
比亚迪 (唐)	比亚迪	磷酸铁锂	18KWh	60km-80km	19.13-24.98	25.13-27.98	4.5-5.5h
比亚迪 e6	比亚迪	铁电池	57 KWh	300km	20.18-26.28	30.98-36.98	快充 0.3125h
腾势	比亚迪	磷酸锂铁	47.5 KWh	300km	26.1-29.1	36.9-39.9	1-7h
特斯拉 ModelS	松下	NCM	85KWh	420-528km	67.30-102.75	67.30-102.75	1h
北汽 EU260	韩国 SK	三元锂离子 电池组	41.4KWh	260-350km	14.69	25.49	0.5h 充 80%
北汽 EV200	韩国 SK	三元锂电池	30.4 KWh	245km	11.98-15.69	20.98-24.69	-
奇瑞 eQ	骆驼集团	三元锂电池	22.3 KWh	170-200km	6.99-7.48	15.99-16.48	8-10h 快充 0.5h
知豆 D2	波士顿电 池	三元锂	15.12 KWh	180km	6.88	15.88	8-10h
荣威 E50	上海汽车	磷酸铁锂	18 KWh	120km	14.49	23.49	6h、快充 0.625h

资料来源：节能环保网、公司官网、华金证券研究所

3.3 传统产业稳步增长，努力开拓新客户

除锂电池产业外，公司主营收入还来自于汽车模具、零部件和航天航空的数控加工等业务，在整体经济增速放缓的大背景下，汽车厂新车型推出速度趋缓，公司不断加大市场开发力度，基本完成 2015 年汽车模具新签订单目标，公司汽车模具及汽车零部件业务相对平稳。2015 年主要是技改投资年，年底用于生产线技改项目的主要设备到货，2016 年产能逐步释放。汽车模具、汽车零部件和数控零件业务在今后几年会比较平稳发展。公司积极推动数控零件加工生产线技改扩能项目的实施，大部分机床完成安装验收，开始试生产，为公司数控零件加工业务的增长奠定了良好基础。汽车模具、零部件的业务主要由安徽成飞集成瑞鹄汽车模具有限公司和四川集成天元模具制造有限公司承担。

安徽成飞集成瑞鹄汽车模具有限公司成立于 2009 年 7 月，由四川成飞集成科技股份有限公司和瑞鹄汽车模具有限公司共同投资兴建，投资总额 25000 万人民币，注册资本 15000 万人民币。公司座落于国家级芜湖经济技术开发区，占地面积 56000 平方米。是一家集汽车模具及车身零部件开发与制造为一体的综合性技术企业。公司拥有国际领先的模具制造设备和冲压、焊接专业生产线，以高档覆盖件汽车模具、大型冲压件、门盖总成件为主营业务，具备年产 3000 吨大型覆盖件模具的设计与制造能力。专注于汽车模具领域的发展，孜孜以求将给汽车行业提供优质的服务及产品。

四川集成天元模具制造有限公司（原四川天元模具制造有限公司）创建于 1993 年，是以汽车车身冲压模具制造及汽车零部件冲压与焊接制造为主业的股份制企业，地处成都市青羊区日月大道一段 867 号。公司目前是国内汽车车身冲压模具制造的重要、骨干企业之一。现有职工 210 名，其中工程技术人员 40 多名，以计算机工作站为工作平台，采用 UG NX、CATIA V5 等先进的工程设计软件进行设计，在模具设计制造过程中全面采用 CAD/CAM/CAE 技术。公司成立以

来长期为长安汽车、长安福特、长安铃木、奇瑞汽车、四川一汽丰田等国内多家主流汽车制造厂商进行模具和产品的配套服务，并且还向瑞士和意大利等国家出口模具。

公司的这几块业务是公司的起家时的老牌业务，具有稳定的市场占有率和品牌度。虽然整体经济增速放缓，汽车厂新车型推出速度趋缓，成飞集成不断加大市场开发力度，基本完成 2015 年汽车模具新签订单目标，公司汽车模具及汽车零部件业务相对平稳。公司积极推动汽车零部件和数控零件加工生产线技改扩能项目的实施，大部分机床完成安装验收，开始试生产，为公司汽车零部件和数控零件加工业务的发展奠定了良好基础。

这几块公司的传统业务，在不出现行业垄断性重组的情况下，我们预计将会平稳发展。由于公司的数控加工业务涉及比较敏感的军工歼击机业务，在 2014 年 12 月公司没能够完成行业内的垄断性并购，当然我们也不排除公司以其他形式与沈飞集团等合作的可能。

3.2.1 汽车模具

公司与天汽模、一汽模及东风汽模被行业内公认为四大汽车覆盖件模具生产企业，是目前国内企业中能够生产中高档汽车用内、外覆盖件模具的主流制造商，具有较高的行业地位。

汽车覆盖件模具是指覆盖发动机、底盘、构成驾驶室和车身的薄钢板异形体的表面零件和内部零件，根据用途不同可分为外覆盖件模具、内覆盖件模具和结构件模具。汽车覆盖件模具是车身制造技术中的重要组成部分，其设计和制造约占汽车开发周期的三分之二的的时间，是汽车换型的主要制约因素，且具有单件订制化生产的特点，结构复杂、技术标准高，属技术密集型和资金密集型产品，故汽车覆盖件模具是汽车制造中必需的重要工艺装备，其需求量主要受汽车新车型开发及改型换代周期的影响，因此汽车覆盖件模具制造业与我国汽车产业的发展密切相关。

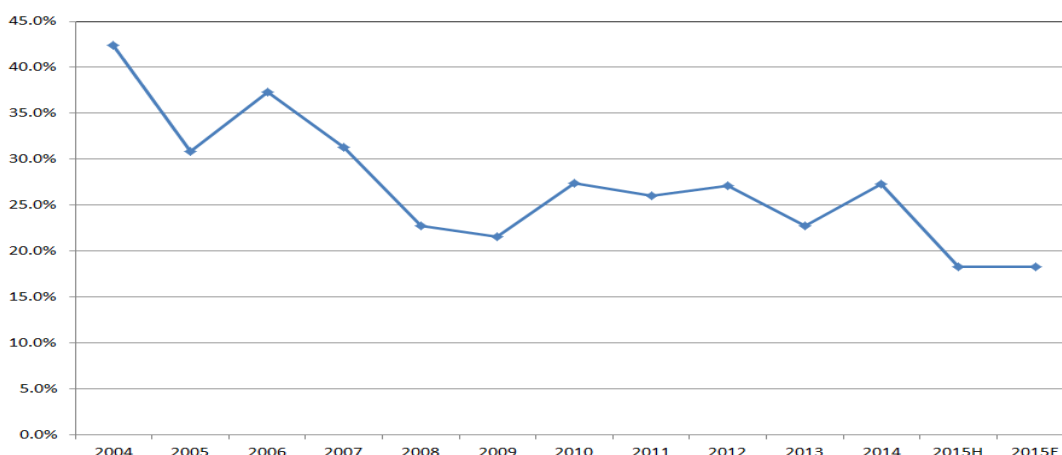
从历年汽车产量情况我们可以看到，我国汽车生产的快速增长期主要是从 2009 年开始，时至今日汽车产量增速已经放缓，2015 年 11 月同比增速已经低至 1.75%，但汽车生产量的基数较大，汽车模具的需求将保持一个稳定状态。

图 14：2000 年-2015 年 11 月汽车产量及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：成飞集成汽车模具毛利



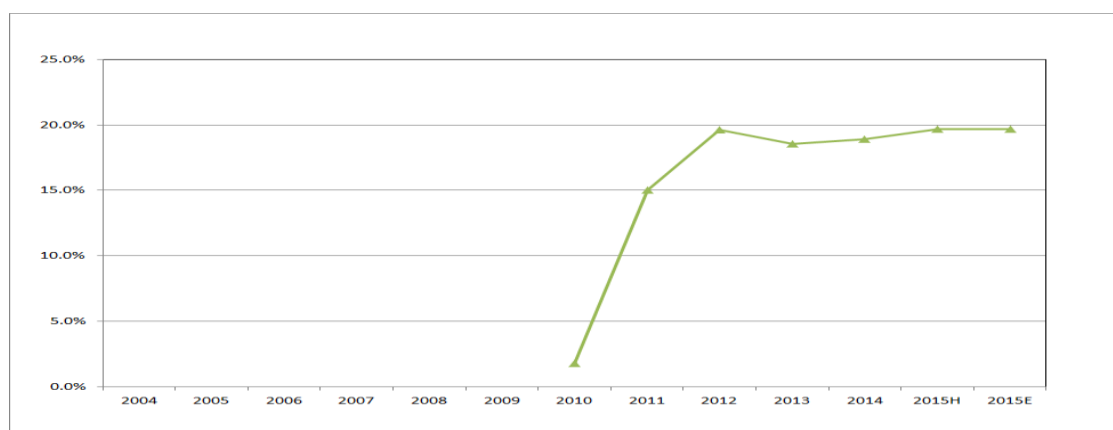
资料来源：Wind，华金证券研究所

2004 年至今，汽车模具产业的毛利呈现逐步下滑的趋势，近几年产业的毛利率在 25%左右波动，从 2015 年的中报可以看到，汽车模具产业的毛利首次跌破 20%至 18.3%，原因是国内汽车生产量增速放缓，汽车模具产业的发展随汽车生产的变化而变化，预计在今后一段时间内汽车生产不会有较大的增长，整个行业将保持稳定而缓慢的发展。

3.2.2 汽车零部件

汽车零部件的毛利增长趋势十分明显，但整体毛利并不是很高，最近几年平均毛利能够达到 18%。随着新能源汽车的快速发展，公司汽车零部件产业的毛利有望进一步提升。根据今年公司三季报，公司汽车零部件实现收入 8,502.00 万元，同比增长 169.92%，主要是客户的相关车型销量上升，导致订单增加。

图 16：成飞集成汽车零部件毛利



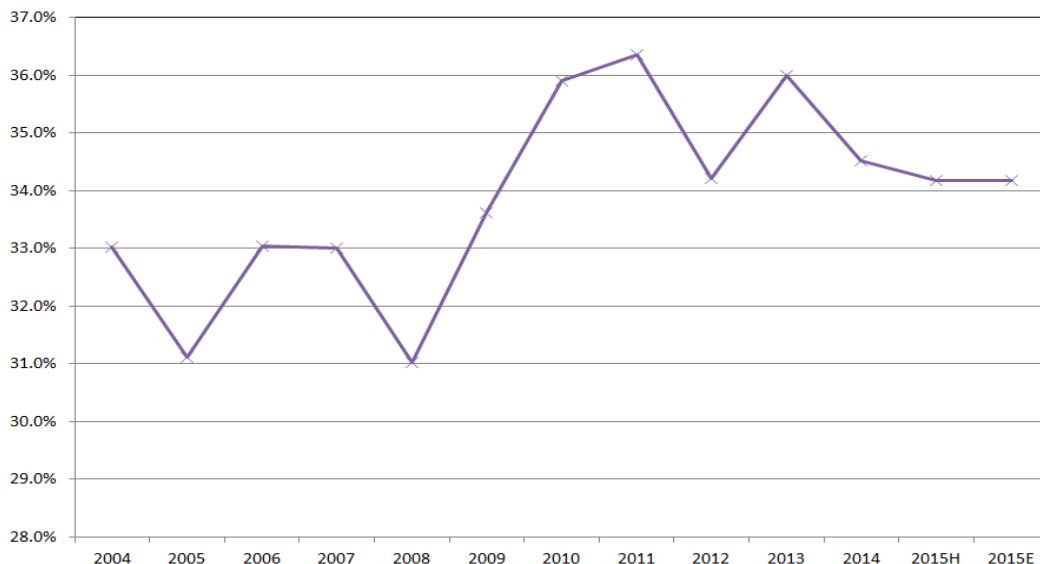
资料来源：Wind 华金证券研究所

3.2.3 航空航天数控加工

公司的对外数控加工业务主要与一航成飞产生交易,其收入主要来自于军方对一航成飞歼十等飞机需求所致。该部分产业一直保持着一个较高毛利率,2015 年中报该产业的毛利为 34.2% 是公司主要产业中毛利最高的一项,但由于加工产品特殊,市场空间有限,未来该产业预计是平稳发展。

该部分业务从历年的营业收入和营业利润相对固定,近三年营业收入在 9000~9500 万之间,营业利润在 3200 万左右,预计未来几年不会出现较大的变化。

图 17：成飞集成数控加工毛利



资料来源：Wind 华金证券研究所

四、盈利预测及投资评级

中航锂电是成飞集成的最大亮点,2015 年锂电业务订单高速增长,产品供不应求,基于公司锂电池产能的释放进度,我们对成飞集成 2016 年和 2017 年的业绩测算如下:

中航锂电的产能情况如下表所示:

表 13：中航锂电产能一览表

项目名称	设计产能 (亿 Wh)	设备来源	建设周期	投资额
洛阳一期	5	国产	2010-2014Q3	总共 17 亿元(三期 14.5 亿元)
洛阳二期	4	国产	2015Q4 投产	
洛阳三期	15	进口	2015.12~2016.12	
常州一期	25	-	2015.12~2016.12	125 亿 (一期)
常州二/三期	95	-	根据市场而定	31.9 亿)

资料来源：公司公告，华金证券研究所

4.1 核心假设

(1) 假设中航锂电(洛阳)三期 15 亿 Wh 产能与中航锂电(江苏)一期 25 亿 Wh,于 2016 年 12 月份投产,贡献 1 个月的产量。

(2) 假设 2016 年中航锂电销售的产品均为电池模块，单价为 2.6 元/wh，2017 年单价下降为 2.4 元/wh。

(3) 根据我们对行业的调研，目前国内主要锂电池厂商的净利率在 10%-20% 区间，公司在行业内锂电池制造经验丰富，作为老牌锂电池制造商，毛利率和净利率均处于行业领先地位，保守估计，我们假设 2016 年和 2017 年净利率以略微低于中位数的 14% 进行测算，并且对净利率区间为 12%-18% 进行敏感性分析（如下表）。

(4) 假设传统业务 2015-2017 年无增长，营收及归母净利润均按照 2014 年的 5.144 亿元及 0.67 亿元计算；假设 2016 年与 2017 年电机电控业务不贡献业绩。

4.2 测算过程

基于上述假设条件，我们推导出 2015-2017 年公司锂电产业的设计产能、预测总产量、归属于中航锂电（洛阳）的产量、归属于上市公司股东的产量，如下表所示：

表 14：中航锂电 2015-2017 年产能情况一览表

年份	设计产能	预测总产量	归属于中航锂电(洛阳)产量	归属于母公司产量
2015	9	6	6	3.53
2016	49	12.33	11.40	6.70
2017	49	49	37.75	22.21
2018 年及以后	144	144	-	-

资料来源：华金证券研究所

根据上表，我们结合锂电池行业净利率位于 12%-18% 的区间，对净利率做敏感性分析，测算出位于该区间的净利率情况下，2016 年与 2017 年公司营收和净利润如下：

表 15：2016 年与 2017 年业绩测算

年度	预测总产量（亿 Wh）	电池模块单价	锂电营收（亿元）	锂电净利率	归母产量（亿 Wh）	锂电归母营收（亿元）	锂电归母净利润（亿元）	传统业务归母净利润（亿元）	归母净利润总（亿元）	EPS
2016	12.33	2.60	32.07	12%	6.70	17.43	2.09	0.67	2.76	0.80
				13%			2.27	0.67	2.94	0.85
				14%			2.44	0.67	3.11	0.90
				15%			2.61	0.67	3.28	0.95
				16%			2.79	0.67	3.46	1.00
				17%			2.96	0.67	3.63	1.05
				18%			3.14	0.67	3.81	1.10
2017	49.00	2.40	117.60	12%	22.21	53.30	6.40	0.67	7.07	2.05
				13%			6.93	0.67	7.60	2.20
				14%			7.46	0.67	8.13	2.36
				15%			7.99	0.67	8.66	2.51
				16%			8.53	0.67	9.20	2.67
				17%			9.06	0.67	9.73	2.82
				18%			9.59	0.67	10.26	2.98

资料来源：华金证券研究所

因此根据上述 2016 年和 2017 年锂电业务营收 32.07 亿元和 117.60 亿元，结合 2015 年锂电业务预计营收约 12 亿元，我们假设测算出公司 2015-2017 年营收情况如下：

表 16：2015-2017 年公司营收预测情况

报告期	业务	2014	2015E	2016E	2017E
营收（亿元）	锂电池	4.04	12	32.07	117.60
	传统业务	5.14	5.14	5.14	5.14
	合计	9.19	17.14	37.21	122.74
	增长率		86.61%	117.05%	229.86%

资料来源：华金证券研究所

4.3 核心结论

根据上述假设条件与推导过程，我们得出公司 2015-2017 年的业绩测算结果如下表所示：

表 17：公司 2015-2017 年的业绩测算结果

报告期	2015E	2016E	2017E
营业收入	17.14	37.21	122.74
增长率	86.61%	117.05%	229.86%
归母净利润	0.75	3.11	8.13
EPS	0.22	0.90	2.36
PE	157.1	43.9	16.7

资料来源：华金证券研究所

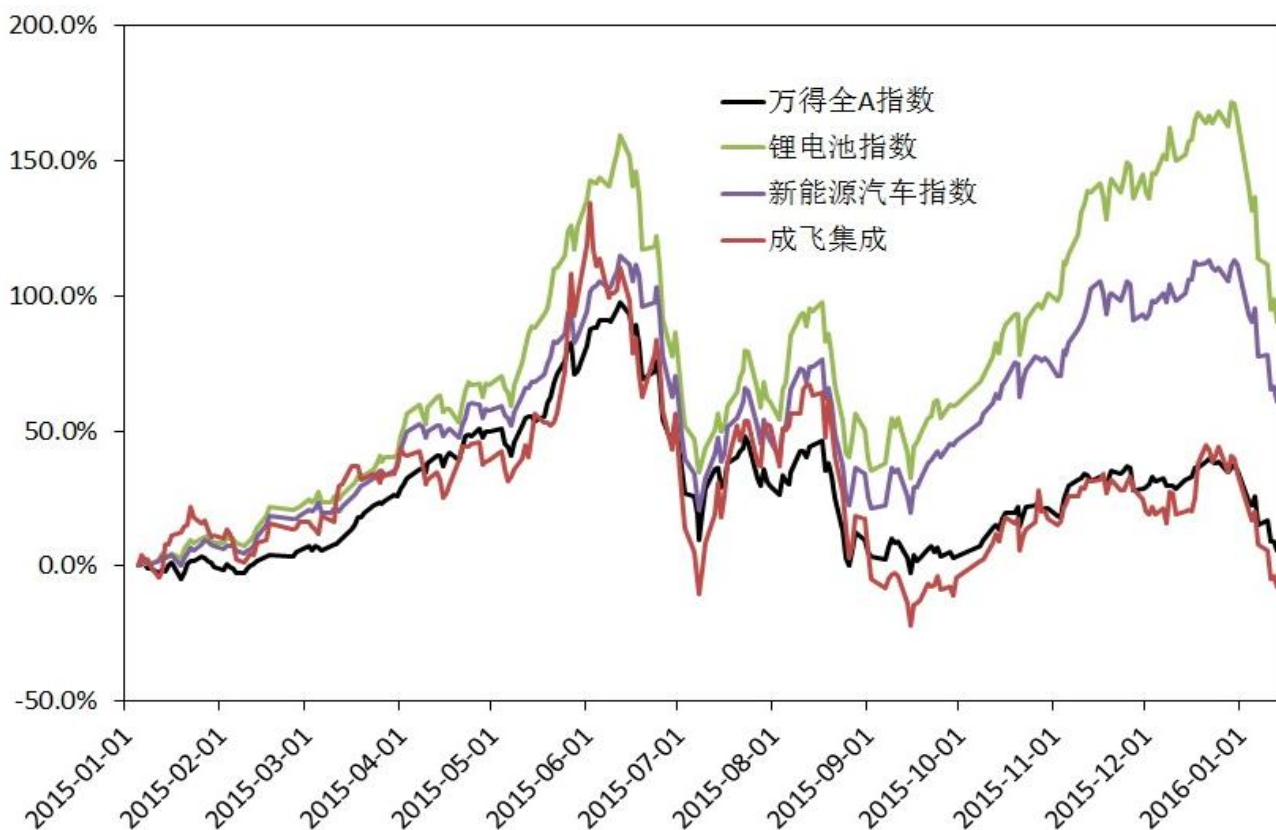
4.4 投资评级

基于以上分析，我们坚定看好公司未来的发展前景，业绩成长空间巨大，是目前新能源汽车产业链不可多得的优质标的，推荐理由如下：

- （1）在新能源汽车 2015 年迎来产销两旺的大背景下，公司锂电池业务高速发展，**自 2015 年实现业绩反转**；
- （2）公司 2015 年底锂电产能 9 亿 Wh，2016 年底将达 49 亿 Wh，2017 年以后如完全释放产能将达 144 亿 Wh，比肩龙头比亚迪，**未来三年业绩高增长几成定局**；
- （3）公司被市场大部分人视为军工股，而不是锂电股，**处于锂电池标的的价值洼地**，亟待价值重估，市场表现远远落后于锂电池指数与新能源汽车指数（如下图所示），仅仅与万得全 A 指数接近，**有强烈的补涨需求**；

从锂电池指数的走势来看，2015 年是锂电池行业快速发展的一年。截至 2015 年 12 月 31 日，锂电池指数较年初涨幅达 164.8%，最大涨幅出现在 2015 年 12 月 29 日为 171.5%，领先万得全 A 指数 129.4%。

图 18：2015 年锂电池指数、新能源汽车指数走势



资料来源：Wind，华金证券研究所

(4) 虽然公司于 2014 年 12 月 13 日宣布终止重大资产重组，成飞集团、沈飞集团和洪都科技的军工资产注入宣告失败，原因是由于国防主管部门认为该方案实行后，将“消除特定领域竞争，形成行业垄断”。但是我们认为，从长期来看这只是军工改革过程中的波折，并不会改变军工体制改革的大趋势，未来不排除再将成飞集团或者其他资产注入上市公司的可能性，因此，公司仍是国企改革的优质标的，存在军工资产注入的预期。

综上所述，我们预计 2015-2017 年公司实现营收分别为 17.14 亿元、37.21 亿元、122.74 亿元，EPS 分别为 0.25 元、0.90 元、2.36 元，对应 PE 分别为 157.1 倍、43.9 倍、16.7 倍，继续给予“买入-A”评级，6 个月目标价 57 元。

五、风险提示

- 1、新能源汽车推广不达标；
- 2、产能释放不达预期；
- 3、市场竞争加剧；
- 4、原材料价格出现大幅波动；
- 5、下游需求大幅萎缩。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	778.9	918.7	1,714.3	3,720.9	12,273.9
减:营业成本	619.3	732.0	1,268.6	2,604.6	8,591.8
营业税费	1.6	4.5	5.1	11.2	36.8
销售费用	40.0	45.5	80.6	111.6	368.2
管理费用	114.3	139.0	257.2	375.8	1,012.6
财务费用	3.8	4.6	15.3	62.9	311.2
资产减值损失	10.5	14.2	13.5	12.7	13.5
加:公允价值变动收益	0.2	-0.2	0.1	0.0	-0.0
投资和汇兑收益	8.2	4.2	5.4	5.9	5.2
营业利润	-2.4	-17.1	79.5	548.0	1,945.0
加:营业外净收支	55.2	52.1	48.2	51.8	50.7
利润总额	52.8	35.0	127.7	599.8	1,995.7
减:所得税	14.6	5.0	19.2	90.0	299.4
净利润	45.3	41.2	86.8	311.0	814.3

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	768.5	363.8	137.1	297.7	981.9
交易性金融资产	0.2	-	0.1	0.1	0.0
应收帐款	404.0	528.5	1,084.5	2,491.1	9,442.7
应收票据	64.6	147.8	183.1	548.9	1,992.0
预付帐款	32.9	39.8	148.3	173.6	889.3
存货	444.2	546.1	1,179.2	2,370.8	9,302.3
其他流动资产	31.8	144.1	59.0	78.3	93.8
可供出售金融资产	-	9.5	3.2	4.2	5.6
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	12.1	6.4	6.4	6.4	6.4
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,044.1	1,082.3	987.9	893.5	799.1
在建工程	93.7	195.9	195.9	195.9	195.9
无形资产	176.1	193.6	185.9	178.1	170.3
其他非流动资产	21.3	94.7	44.5	51.7	62.3
资产总额	3,093.5	3,352.4	4,215.0	7,290.3	23,941.6
短期债务	70.0	65.0	265.6	483.0	1,199.9
应付帐款	222.8	316.9	661.7	1,283.1	5,176.5
应付票据	72.0	142.1	182.3	464.3	1,817.0
其他流动负债	76.4	124.1	251.7	477.7	1,822.4
长期借款	140.0	170.0	298.5	1,653.4	9,708.3
其他非流动负债	188.7	195.3	164.4	182.8	180.8
负债总额	770.0	1,013.5	1,824.3	4,544.3	19,904.9
少数股东权益	721.3	710.4	732.1	931.0	1,813.1
股本	345.2	345.2	345.2	345.2	345.2
留存收益	1,255.2	1,279.2	1,313.4	1,469.8	1,878.4
股东权益	2,323.5	2,339.0	2,390.7	2,746.0	4,036.6

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	38.2	30.0	86.8	311.0	814.3
加:折旧和摊销	96.7	105.2	102.1	102.1	102.1
资产减值准备	10.5	14.2	-	-	-
公允价值变动损失	-0.2	0.2	0.1	0.0	-0.0
财务费用	11.5	13.8	15.3	62.9	311.2
投资损失	-8.2	-4.2	-5.4	-5.9	-5.2
少数股东损益	-7.2	-11.3	21.7	198.8	882.1
营运资金的变动	-6.3	-358.6	-715.9	-1,868.2	-9,478.9
经营活动产生现金流量	34.3	-39.3	-495.3	-1,199.2	-7,374.5
投资活动产生现金流量	-144.8	-371.1	11.6	4.9	3.8
融资活动产生现金流量	109.6	-3.2	257.0	1,354.9	8,054.9

财务指标

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
年增长率					
营业收入增长率	14.3%	17.9%	86.6%	117.0%	229.9%
营业利润增长率	-110.4	628.3%	-564.3	589.5%	254.9%
净利润增长率	-16.7%	-9.1%	110.7%	258.2%	161.8%
EBITDA 增长率	5.1%	3.2%	116.3%	262.1%	230.7%
EBIT 增长率	-88.2%	-951.6	-859.4	544.7%	269.3%
NOPLAT 增长率	-90.1%	-1109.6	-853.3	544.7%	269.3%
投资资本增长率	10.8%	20.8%	31.5%	63.5%	206.8%
净资产增长率	6.5%	0.7%	2.2%	14.9%	47.0%
盈利能力					
毛利率	20.5%	20.3%	26.0%	30.0%	30.0%
营业利润率	-0.3%	-1.9%	4.6%	14.7%	15.8%
净利润率	5.8%	4.5%	5.1%	8.4%	6.6%
EBITDA/营业收入	11.3%	9.9%	11.5%	19.2%	19.2%
EBIT/营业收入	0.2%	-1.4%	5.5%	16.4%	18.4%
偿债能力					
资产负债率	24.9%	30.2%	43.3%	62.3%	83.1%
负债权益比	33.1%	43.3%	76.3%	165.5%	493.1%
流动比率	3.96	2.73	2.05	2.20	2.27
速动比率	2.95	1.89	1.18	1.33	1.34
利息保障倍数	0.38	-2.69	6.20	9.71	7.25
营运能力					
固定资产周转天数	403	417	217	91	25
流动营业资本周转天数	251	280	250	242	240
流动资产周转天数	774	689	479	423	420
应收帐款周转天数	167	183	169	173	175
存货周转天数	197	194	181	172	171
总资产周转天数	1,370	1,263	795	557	458
投资资本周转天数	766	754	512	353	270
费用率					
销售费用率	5.1%	4.9%	4.7%	3.0%	3.0%
管理费用率	14.7%	15.1%	15.0%	10.1%	8.3%
财务费用率	0.5%	0.5%	0.9%	1.7%	2.5%
三费/营业收入	20.3%	20.6%	20.6%	14.8%	13.8%
投资回报率					
ROE	2.8%	2.5%	5.2%	17.1%	36.6%
ROA	1.2%	0.9%	2.6%	7.0%	7.1%
ROIC	0.1%	-0.6%	3.8%	18.7%	42.3%
分红指标					
DPS(元)	0.05	0.07	0.13	0.45	1.18
分红比率	38.1%	58.6%	53.4%	50.0%	50.0%
股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	1.1%	3.0%

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.13	0.12	0.25	0.90	2.36
BVPS(元)	4.64	4.72	4.80	5.26	6.44
PE(X)	300.7	331.0	157.1	43.9	16.7
PB(X)	8.5	8.4	8.2	7.5	6.1
P/FCF	-129.9	-46.0	-55.0	109.5	62.1
P/S	17.5	14.8	8.0	3.7	1.1
EV/EBITDA	156.3	155.1	74.9	22.9	10.7
CAGR(%)	137.3%	284.0%	28.1%	137.3%	284.0%
PEG	2.2	1.2	5.6	0.3	0.1
ROIC/WACC	0.0	-0.1	0.4	1.8	4.1

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

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

谭志勇声明，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

华金证券有限责任公司（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：

本报告仅供华金证券有限责任公司（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、篡改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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn