

综合电池方案提供商，积极拓展战略客户

——鹏辉能源(300438.SZ)首次覆盖报告

首次覆盖报告

开文明(分析师)

孟可(联系人)

021-68865582

证书编号: S0280118090006

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号: S0280517100002

● 低估值电池方案综合提供商，首次覆盖给予“推荐”评级

我们预计公司 2018 年-2020 年净利润分别为 3.06、4.01 和 4.92 亿元，对应 EPS 分别为 1.09、1.43 和 1.75 元。当前股价对应 2018 年-2020 年 PE 分别为 23.2、17.7 和 14.5 倍。考虑公司动力电池业务切入下游大客户开始放量，成本费用管控优秀，目前估值水平较低，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 提供电池全面解决方案，财务表现稳健良好：

公司成立于 2001 年，是中国最大的、品种最齐全的电池生产厂家，提供包括锂离子电池、镍氢电池及一次电池在内的全套解决方案。公司深耕锂离子电池生产技术近二十年，已成为行业里产品线最丰富的供应商。根据公司 2018 年业绩快报，公司营业总收入为 25.86 元，同比增长 23.23%，归属于上市公司股东的净利润为 3.05 亿元，同比增长 21.33%，财务表现稳健良好。

● 动力电池积极扩产，不断切入下游优质客户：

2015 年公司切入动力电池领域，加大了该领域的投资，把广东珠海和河南驻马店两个生产基地重点布局为以生产电动汽车动力电池为主的工厂。2018 年，公司凭借领先的技术以及高性价比的产品，进入东风汽车、上汽通用五菱的配套体系。其中，上汽通用五菱 2019 年 1 月单月新能源汽车销量已超过 8000 辆。常州鹏辉厂房计划在 2019 年 9 月底初步建成，四季度陆续进行设备安装调试，争取在 2019 年底形成 2GWh 产能，2020 年投入批量生产。此外，根据公司公告，上汽和东风合计意向性订单需求达到 21 亿元。

● 消费板块稳健增长，积极布局储能业务：

消费类锂电池市场整体进入平稳阶段，公司和国际知名品牌厂商长期合作，供货量比例持续增长。此外公司在众多应用领域市场份额持续增长，在蓝牙音箱等行业的市场份额中处于国内前列。而公司的储能产品主要集中在移动基站、太阳能照明灯具、家用储能产品、光伏储能项目等领域，同时正在海内外积极布局、持续开拓兆瓦级储能项目。

● **风险提示：**若动力业务扩产不及预期；下游客户销量不及预期；新能源汽车补贴下滑带来的降价压力；原材料价格波动风险。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,271	2,098	2,586	4,121	5,554
增长率(%)	44.7	65.1	23.2	59.4	34.8
净利润(百万元)	139	251	306	401	492
增长率(%)	59.0	81.1	21.8	30.9	22.8
毛利率(%)	24.6	25.0	23.7	22.0	21.2
净利率(%)	10.9	12.0	11.8	9.7	8.9
ROE(%)	14.4	12.4	13.6	15.3	16.0
EPS(摊薄/元)	0.49	0.89	1.09	1.43	1.75
P/E(倍)	51.3	28.3	23.2	17.7	14.5
P/B(倍)	7.5	3.5	3.1	2.7	2.3

推荐(首次评级)

市场数据

时间 2019.03.11

收盘价(元):	25.3
一年最低/最高(元):	14.1/26.93
总股本(亿股):	2.81
总市值(亿元):	71.13
流通股本(亿股):	2.13
流通市值(亿元):	53.96
近 3 月换手率:	119.2%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	25.53	16.07	3.6
绝对	38.16	31.03	-6.7

相关报告

目 录

1、 电池综合解决方案提供商，财务表现稳健良好.....	4
1.1、 深耕电池行业二十载，提供全套产品方案.....	4
1.2、 股权结构集中，控制权稳定保障公司发展.....	5
1.3、 收入增速保持较快增长，成本管控水平优良.....	7
2、 消费市场业务稳健发展，储能培育未来增长.....	10
2.1、 消费市场需求稳定，贯彻大客户战略.....	10
2.2、 储能市场方兴未艾，推动公司中长期成长.....	11
3、 动力电池积极扩产，成功绑定下游客户.....	14
3.1、 新能源汽车赛道前景广阔，后补贴时代到来.....	14
3.2、 与上汽通用五菱合作，动力业务新增长极显现.....	17
4、 估值假设与预测.....	20
4.1、 假设条件.....	20
4.2、 估值预测.....	20
5、 风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

图表目录

图 1： 电芯类产品示意图.....	5
图 2： 消费数码类产品示意图.....	5
图 3： 储能类产品示意图.....	5
图 4： 动力电池系统类产品示意图.....	5
图 5： 公司收入及增速.....	7
图 6： 公司归母净利润及增速.....	7
图 7： 公司产品产销及库存情况.....	8
图 8： 公司收入构成.....	8
图 9： 公司锂离子电池毛利率变动.....	8
图 10： 公司盈利能力变动情况.....	9
图 11： 公司期间费用率情况（%）.....	9
图 12： 公司偿债能力情况.....	9
图 13： 公司现金回款情况.....	9
图 14： 公司与行业内主流电池商期间费率对比（%）.....	9
图 15： 国内手机产量累计同比（%）.....	10
图 16： 全球 PC 出货量变动（%）.....	10
图 17： 公司消费类电池客户.....	10
图 18： 储能技术的广泛应用.....	11
图 19： 储能在电力传递价值链的作用示意图.....	12
图 20： 并网储能市场发展预测.....	13
图 21： 公司储能产品矩阵.....	13
图 22： 我国动力电池季度出货量.....	14
图 23： 2015-2040 年新能源汽车销量及渗透率发展趋势.....	15
图 24： 我国新能源汽车销量预测.....	15
图 25： 双积分管理规则.....	16
图 26： 双积分未达标处罚措施.....	16

图 27: 公司锂离子电池单价与成本情况.....	17
图 28: 各类锂电池单价走势 (元/Wh)	17
图 29: 上汽通用五菱集团新能源汽车销量走势	18
图 30: 宝骏 E100 和元 EV 销量走势对比	18
表 1: 公司发展历程.....	4
表 2: 2018 三季度末公司前十大股东明细	6
表 3: 公司旗下子公司情况.....	6
表 4: 公司重大资本筹划事件.....	6
表 5: 股权激励业绩门槛目标.....	7
表 6: 国际知名机构对储能市场的观点	12
表 7: 中国储能技术市场规模预测	13
表 8: 2017-2018 年新能源乘用车补贴方案对比.....	15
表 9: 动力锂电池主要性能对比.....	16
表 10: 重要客户战略协议内容.....	17
表 11: 公司 2018 年动力电池配套企业情况	17
表 12: 公司产能布局情况.....	19
表 13: 拟可转债发行募投资金用途.....	19
表 14: 盈利关键假设 (百万元)	20

1、电池综合解决方案提供商，财务表现稳健良好

1.1、深耕电池行业二十载，提供全套产品方案

公司成立于 2001 年，是中国最大的、品种最齐全的电池生产厂家，专注电池行业接近 20 年。公司核心经营团队系从事技术研究出身，比较重视新技术的应用、新材料的应用，以市场为导向不断开发新产品。公司拥有较强的技术研发能力、高效的品质管控能力、生产技术与规模优势。公司通过近二十年对电芯材料体系的深入理解，持续技术创新和改造，导入新材料、新工艺、新设备，开发新产品，不断强化公司的市场竞争力。

表1：公司发展历程

年份	大事
2001	广州市鹏辉电池有限公司成立
2002	公司经全国博士后管委会批准成立了博士后科研工作站
2003	成立珠海市鹏辉电池有限公司
2004	公司率先成功开发了 Li-FeS ₂ 电池，填补了国内产业空白
2006	“锂聚合物电池及其制造方法”项目在 2006 年第十六届全国发明展览会上荣获金奖
2007	公司获科技部批准认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”
2009	公司加入国家电源行业标准起草工作组，参与起草《磷酸亚铁锂蓄电池模块通用要求》、《锰酸锂蓄电池模块通用要求》等行业标准
2010	公司被定为广东省战略性新兴产业骨干企业
2013	成立控股子公司珠海冠力电池有限公司，经省经信委认定为广东省战略性新兴产业骨干企业
2014	河南鹏辉能源科技有限公司投产，荣获“高新技术企业”认定，荣获国家“武器装备质量管理体系认证”
2015	公司成功登陆深圳创业板（股票代码：300438），鹏辉能源收购日本唯一锌空电池厂商 NEXCELL，经省经信委认定为广东省战略性新兴产业骨干企业
2016	与长沙远洋共同投资设立湖南鹏辉能源科技有限公司
2017	公司投资新能源汽车共享平台叮咚网络
2018	与东风汽车与上汽通用五菱签署战略合作协议

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司产品以锂离子电池产品为主，锂离子主要产品按照正极材料分为钴酸锂系列产品、磷酸铁锂系列产品、三元材料和多元复合锂材料系列产品，按照产品形态分为圆柱、方型、软包系列产品。产品主要用途包括新能源汽车、轻型交通工具、平板电脑、蓝牙音响、可穿戴产品、银行口令卡、电力储能、通信储能、分布式储能和电动工具等领域。公司的经营模式为直接销售给下游生产厂家。此外，公司还有锂铁、锂锰的一次锂电池业务和镍氢电池业务。

公司产品广泛应用于消费电子类产品、新能源汽车及储能等领域，消费电子类产品应用领域广泛，客户较为分散，基本集中在消费电池产品生产集聚的广东地区；公司的新能源汽车客户在逐步开发中，目前较为集中，但单个客户的销售规模和体量较大，新能源汽车业务客户主要包括东风汽车、上汽通用五菱等，均为行业内的知名汽车整车厂商，经营规模大，客户质量较好。公司的毛利率水平在上述主要应用领域客户的支撑下，整体较稳定。

图1：电芯类产品示意图

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

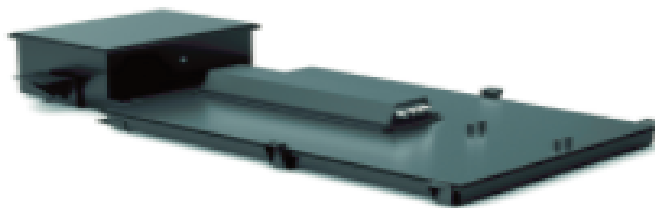
图2：消费数码类产品示意图

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司在服务方面有更好的优势，能够好贴合车厂的发展战略。公司能够提供方形铝壳、圆柱、软包各型号电池，多元化产品技术路线能够满足客户的多元化需求，这也是我们的竞争优势之一。公司与车企同步发展合作，并不捆绑某一车型，这有利于公司产品的长期规划和发展的可持续性。

图3：储能类产品示意图

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图4：动力电池系统类产品示意图

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

根据 2019 年 3 月 1 日公司公告的调研记录，目前公司正极材料主要供应商有当升科技、中信国安、宁波容百等，负极材料有贝特瑞、上海杉杉等，电解液供应商主要有天赐材料、新宙邦等，隔膜供应商主要有星源材质、恩捷股份等。

为紧贴市场发展趋势，满足客户多样化需求，公司建立了较全面的动力电池材料体系，能量密度逐年提升，量产磷酸铁锂动力电池单体电芯能量密度目前为 170Wh/Kg，计划 2019 年达到 180Wh/Kg，2020 年达到 200Wh/Kg；量产三元材料动力电池单体电芯能量密度目前为 230Wh/Kg，计划 2019 年达到 260-280Wh/Kg，2020 年达到 300Wh/Kg。

1.2、股权结构集中，控制权稳定保障公司发展

自上市以来，公司的股权结构保持稳定，夏信德直接持股比例占到 31.94%，为公司实际控制人。夏仁德先生系夏信德先生的哥哥、广州铭驰企业管理咨询有限公司系夏信德先生控制的企业。股东薛其祥先生与股东卫明珍女士是夫妻关系。广州鹏辉能源科技股份有限公司回购专用证券账户系公司计划用于股权激励的股份回购专用账户。

表2: 2018 三季度末公司前十大股东明细

股东名称	持股比例
夏信德	31.94%
夏仁德	6.57%
李克文	4.93%
广州铭驰企业管理咨询有限公司	3.61%
鹏华资产-浦发银行-华润深国投信托-浦盈 2 号集合资金信托计划	2%
卫明珍	1.55%
第一创业证券-国信证券-共盈大岩量化定增集合资产管理计划	1.34%
薛其祥	1.33%
何忠	0.98%
广州鹏辉能源科技股份有限公司回购专用证券账户	0.65%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

公司的核心高管夏新德先生具有丰富的电池行业从业经验, 曾在 1988 年至 1994 年 9 月期间, 在广州 555 电池研究所工作, 担任副所长。1994 年 9 月至 2001 年 1 月期间, 在广州市伟力电源有限公司工作, 担任经理。

截止 2018 年半年报, 公司并表子公司 8 家, 其中珠海鹏辉、河南鹏辉电源为主要生产基地主体。

表3: 公司旗下子公司情况

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例	被参控公司注册资本	投资额	营业收入	净利润	主营业务	是否合并报表
1	珠海鹏辉能源有限公司	子公司	100.00	0.60	0.75	4.43	0.59	生产 销售	是
2	河南省鹏辉电源有限公司	子公司	100.00	0.50	0.50	2.70	0.20	研发, 销售	是
3	广州耐时电池科技有限公司	子公司	90.00		0.04			研发 销售	是
4	鹏辉新能源有限公司	子公司	100.00		0.01			销售	是
5	珠海市冠力电池有限公司	子公司	60.00		0.04			生产, 销售	是
6	Great Power Nexcell 株式会社	子公司	51.22		0.08			生产, 销售	是
7	鹏辉能源常州动力锂电有限公司	子公司	100.00		0.50			生产, 销售	是
8	广州鑫盛创赢股权投资管理有限公司	子公司	100.00					投资	是

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

公司于 2015 年在 A 股上市, 2017 年完成第一次定向增发。此外, 公司 2018 年 12 月 29 日收到中国证券监督管理委员会出具的《中国证监会行政许可申请受理单》(受理序号: 182262), 中国证监会依法对公司提交的《创业板上市公司发行可转换为股票的公司债券核准》行政许可申请材料进行了审查, 认为该申请材料齐全, 决定对该行政许可申请予以受理。公司此次拟公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过 89,000 万元 (含 89,000 万元), 扣除发行费用后, 将用于常州锂离子电池及系统智能工厂 (一期) 建设项目、新型高性能锂离子电池的研发设备购置项目和补充流动资金。

表4: 公司重大资本筹划事件

年份	事件
2015 年 4 月	公开发行募资总额 3.12 亿元，每股价格 14.87 元，用于绿色高性能锂离子二次电池扩建项目,绿色高性能一次锂电池扩建项目,研发中心建设项目。2018 年二次电池项目应实现达产后年均效益的 100%即 4,568.10 万元，该项目 2018 年 1-9 月实现效益 3,706.70 万元，已实现效益比例为 81.14%，预计该项目 2018 年能实现承诺效益。因公司本次募集资金净额为 27,819.00 万元，少于公司原计划募集资金金额，本次发行实际募集资金不能满足拟投资项目的资金需求，按照轻重缓急的顺序公司将本次募集资金全部用于绿色高性能锂离子二次电池扩建项目，建设期为 12 个月。
2017 年 3 月	定向增发募资 8.87 亿元，每股价格 30.42 元，用于年产 4.71 亿安时新能源锂离子动力电池建设项目和补充流动资金。部分产线已于 2018 年 6 月 30 日投产，其他产线正在开展安装、调试工作。
2018 年 12 月	可转债发行受中国证监会受理

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2018 年 12 月，公司公告拟使用自有资金以集中竞价回购部分公司股份，回购总金额不低于人民币 5,000 万元（含）且不超过人民币 10,000 万元（含），回购股份价格不超过人民币 25 元/股。若按最高回购价 25 元/股、最高回购金额 10,000 万元计算，本次回购股份约占公司总股本的 1.42%。拟回购的股份将用于股权激励计划，或转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。

公司于 2019 年 1 月 29 日召开的第三届董事会第十六次会议审议通过了《关于向激励对象首次授予限制性股票的议案》，董事会认为《广州鹏辉能源科技股份有限公司第一期限制性股票激励计划暨“鹏辉能源精英创享计划”（草案）》规定的首次授予条件已经成就，同意确定 2019 年 1 月 29 日为授予日，向 70 名激励对象授予 104.64 万股限制性股票。

表5：股权激励业绩门槛目标

解除限售期安排	业绩考核指标	业绩门槛指标	业绩挑战指标
首次授予及预留授予的 2019 年净利润较 2018 年	增长率	不低于 20%	不低于 30%
第一次解除限售期			
首次授予及预留授予的 2020 年净利润较 2019 年	增长率	不低于 20%	不低于 30%
第二次解除限售期			
首次授予及预留授予的 2021 年净利润较 2020 年	增长率	不低于 20%	不低于 30%
第三次解除限售期			

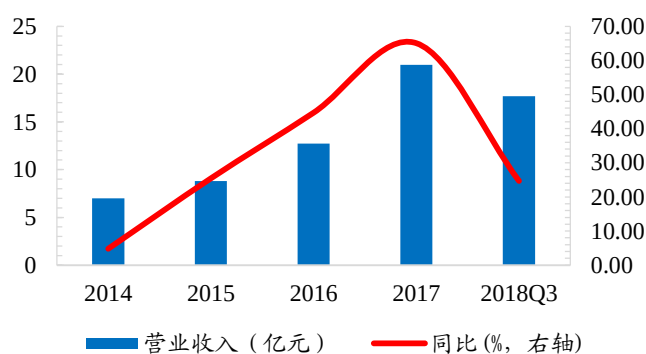
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.3、收入增速保持较快增长，成本管控水平优良

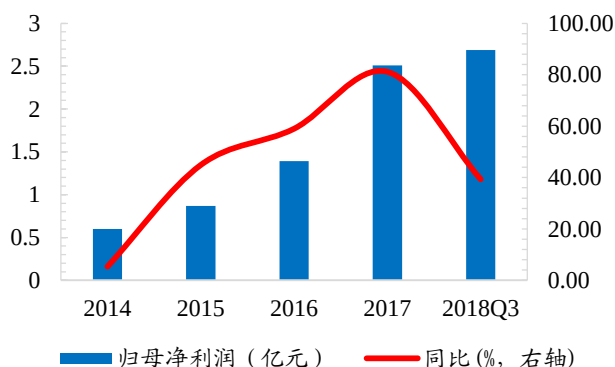
公司 2018 年 Q3，营业收入 17.70 亿元，同比增长 24.68%，归母净利润 2.69 亿元，同比增长 39.32%。根据公司 2018 年业绩快报，公司轻型动力电池业务快速增长，汽车动力电池业务业绩平稳。得益于公司长期的技术积淀以及不懈的市场开拓，消费数码类电池市场和储能电池业务销售订单也在持续增长。公司总营业收入和利润规模平稳增长，取得了良好的业绩。2018 年，公司营业总收入为 25.86 元，同期增长 23.23%，营业利润 3.63 亿元，同比增长 25.80%，归属于上市公司股东的净利润为 3.05 亿元，同比增 21.33%。

图5：公司收入及增速

图6：公司归母净利润及增速



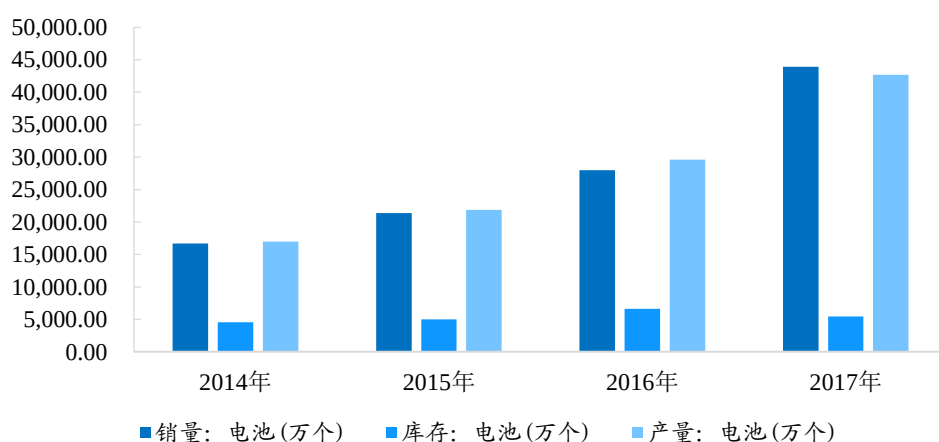
资料来源: Wind, 新时代证券研究所



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

公司的产销率保持在接近 100% 的水平, 产品销路畅销。

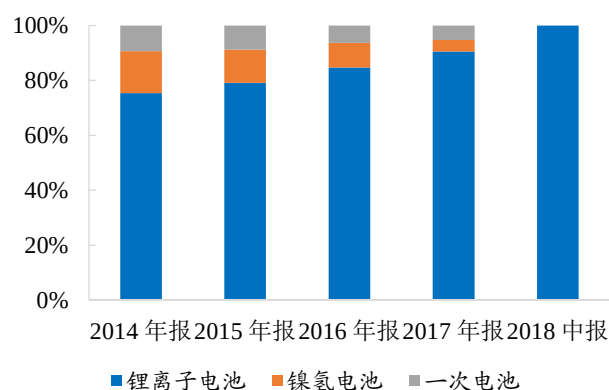
图7: 公司产品产销及库存情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

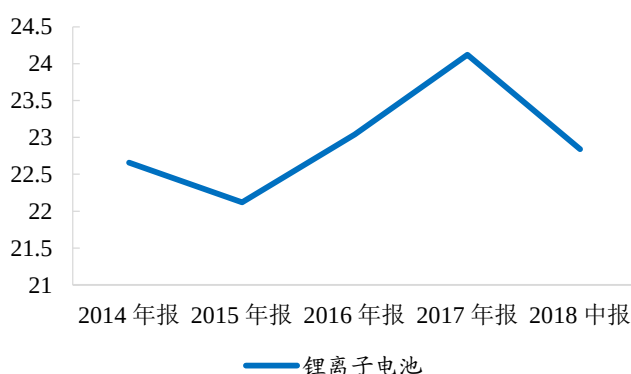
从收入结构来看, 锂离子电池业务占据最大的份额。从毛利率来看, 锂离子电池的毛利率一直保持稳定。

图8: 公司收入构成



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图9: 公司锂离子电池毛利率变动



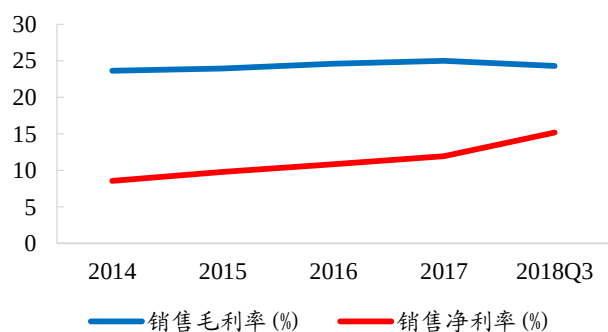
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

公司的毛利率水平一直稳定在 25% 左右, 净利率水平受益于费用管控水平的不断提升而有所提升。值得注意的是, 根据公司公告, 常州金坛项目带来的新增资

产未来摊销及折旧情况及对公司业绩的影响为 6,313.98 万元,这将在未来一段时间影响公司的整体毛利率水平。

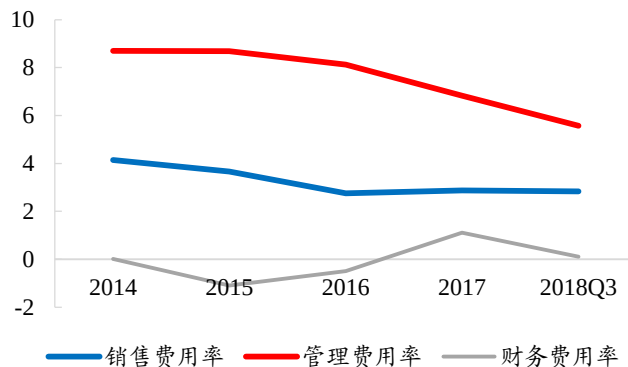
2018 年三季度销售净利率水平达到了 15.19%。此外,公司的费用管控能力良好,上市以来三费费率不断下降,2018 年三季度期间费率合计仅为 8.52%。

图10: 公司盈利能力变动情况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

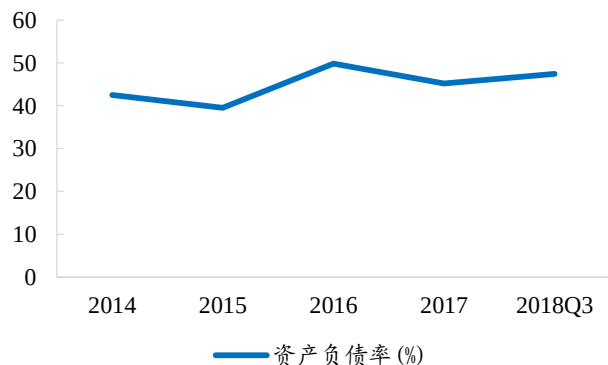
图11: 公司期间费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

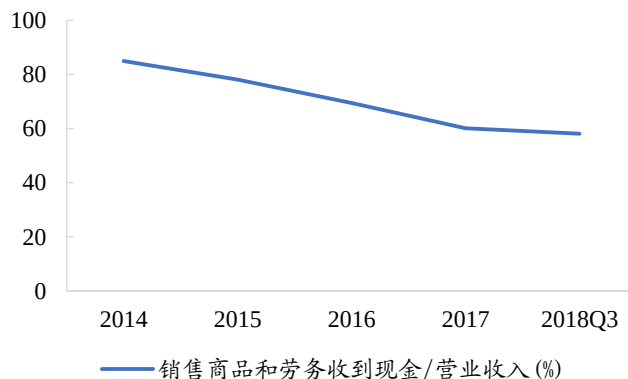
公司的资产负债率水平一直保持在 50%以下的水平,财务状况健康。从销售商品和劳务收到现金/营业收入比值来看,公司的现金回款质量在降低。根据公司调研记录,公司有因为补贴情况而导致应收账款延期情况,公司为改善现金流压力,缩小应收账款规模,公司对动力电池客户做严格的风险评估,重点开发信用好的客户,降低公司资金风险。

图12: 公司偿债能力情况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

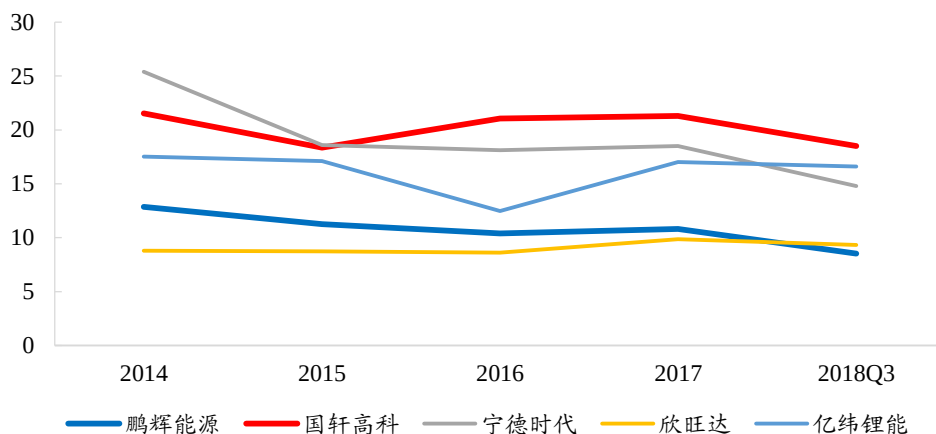
图13: 公司现金回款情况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

值得注意的是,与同行相比公司的期间费率管控水平领先,较低的期间费率水平使得公司可以在补贴退坡及无补贴时代拥有更多的承压能力。

图14: 公司与行业内主流电池商期间费率对比 (%)



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

根据公司公告，公司积极开拓市场，销售收入持续增长，同时加强内部管理，严格控制成本费用。整体而言，考虑到公司的产品结构和管理能力，我们认为公司的毛利率和各项费率都将保持在稳定的水平。

2、消费市场业务稳健发展，储能培育未来增长

2.1、消费市场需求稳定，贯彻大客户战略

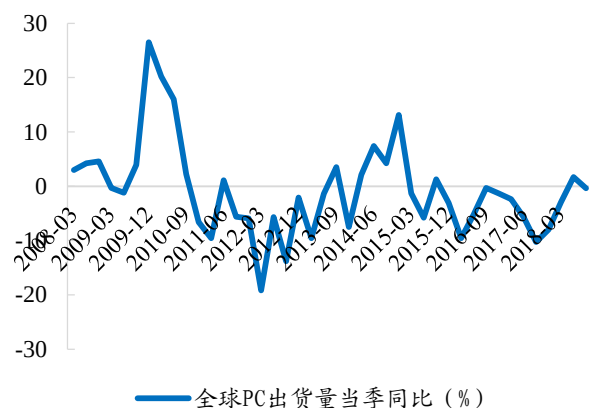
消费类市场变化快，电子产品更新换代速度加快，对锂离子电池的能量密度、大电流工作性能要求高，行业整体处于稳定发展阶段。

图15：国内手机产量累计同比（%）



资料来源：工信部，新时代证券研究所

图16：全球PC出货量变动（%）



资料来源：Gartner，新时代证券研究所

根据公司2017年年报，公司消费数码类电池销售收入增长63.91%，其中移动电源、蓝牙音箱、蓝牙耳机、平板电脑等产品用电池销售收入都有较大幅度的增长。一方面，公司和国际知名品牌厂商长期合作，供货量比例持续增长；另一方面，众多应用领域市场份额持续增长，在蓝牙音箱等行业的市场份额中处于国内前列。

图17：公司消费类电池客户







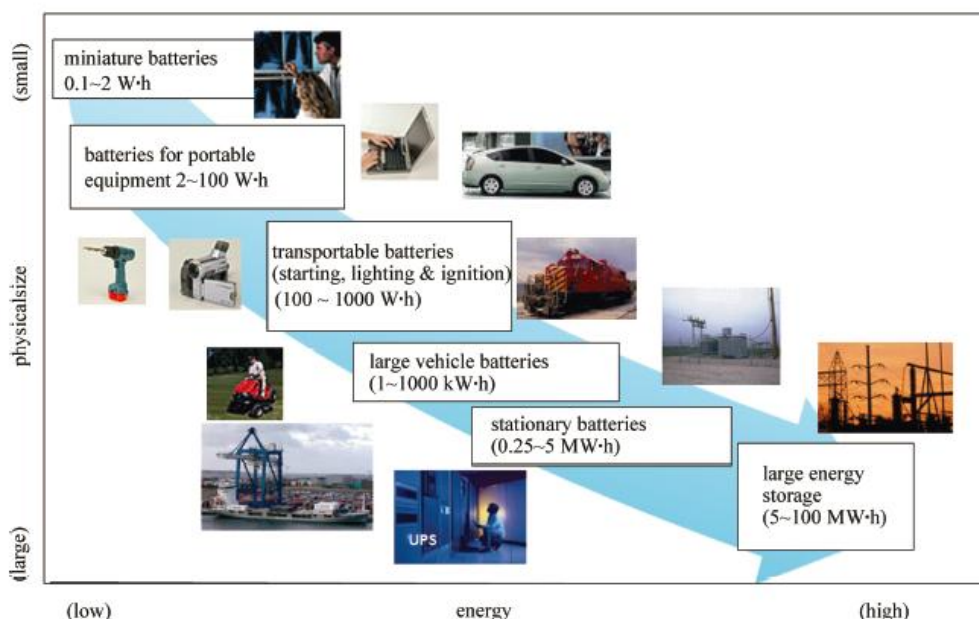

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

2.2、储能市场方兴未艾，推动公司中长期成长

整体而言，通讯基站储能、分布式微网储能市场和兆瓦级储能市场处于发展初期，随着技术方案逐步成熟，产品性价比逐步提升，将迎来快速发展阶段。

从广义上讲，储能即能量存储，是指通过一种介质或者设备，把一种能量形式用同一种或者转换成另一种能量形式存储起来，基于未来应用需要以特定能量形式释放出来的循环过程，包括基础燃料的存储、二次燃料的存储、电力储能和储热等。从狭义上讲，储能是指针对电能的存储（电力储能），利用化学或者物理的方法将产生的能量存储起来并在需要时释放的一系列技术和措施。

图18： 储能技术的广泛应用



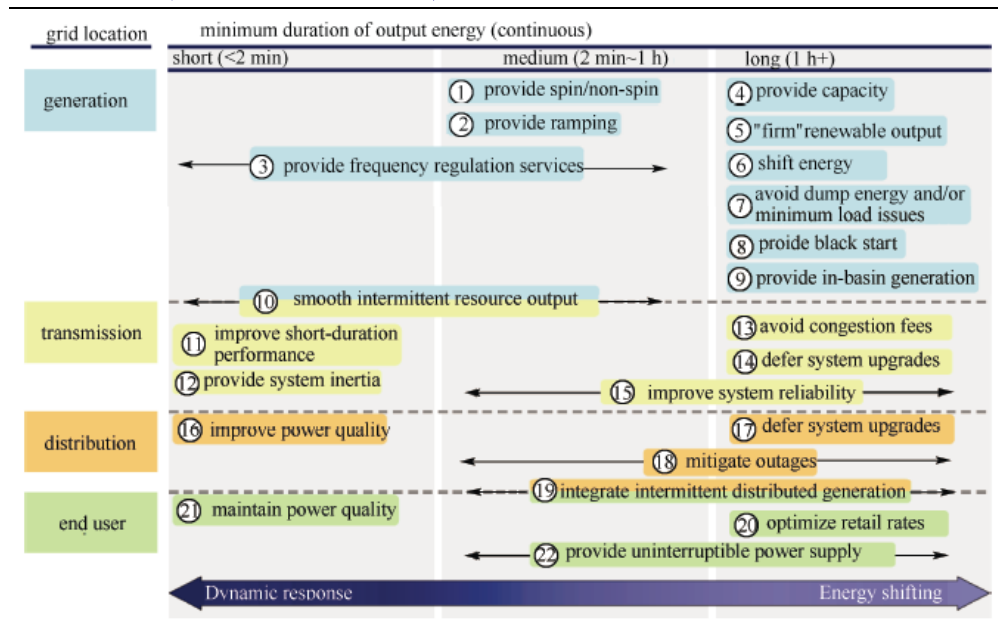
资料来源：《当前储能市场和储能经济性分析》，新时代证券研究所

储能是智能电网、可再生能源高占比的能源系统以及能源互联网的重要组成部分和关键性支撑技术。一、储能能够为电网运行提供调峰、调频、备用、黑启动、需求响应支撑等多种服务，是提升传统电力系统灵活性、经济性和安全性的重要手

段。二、储能能够显著提高风、光等可再生能源的消纳水平，支撑分布式电力及微网，是推动主体能源由化石能源向可再生能源更替的关键技术。三、储能能够促进能源生产消费开放共享和灵活交易、实现多能协同，是构建能源互联网，推动电力体制改革和促进能源新业态发展的核心基础。

储能在整个电力价值链上起到至关重要的作用。它的作用涉及发（generation）、传输（transmission）、分配（distribution）乃至终端用户（end user），包括居民用电以及工业和商业用电。在发电端，储能系统可以用于快速响应的调频服务及可再生能源如风能、太阳能对于终端用户的持续供电，有效地规避其间断性、不确定性等缺点；在传输端，储能系统可以有效地提高传输系统的可靠性；在分配端，储能系统可以提高电能的质量；在终端用户端，储能系统可以优化使用电价，并且保持电能的高质量。

图19： 储能在电力传递价值链的作用示意图



资料来源：《Moving energy storage from concept to reality》，新时代证券研究所

根据 Bloomberg NEF 报告，2016-2030 年间将有 1030 亿美元投资于储能技术和产业规模的扩大。全球各家研究机构对储能未来 5-10 年的发展态势均表示了乐观态度。

表6： 国际知名机构对储能市场的观点

机构	观点
国际可再生能源署	Reference 和 Doubling 场景下对 2030 年高比例可再生能源所需储能规模进行了预测，将从 4.67TWh 增至 2030 年的 6.62-7.82TWh 和 11.89-15.72TWh
彭博新能源财经	到 2024 年，全球储能系统的安装容量将达到 45GW/85GWh，使用电化学储能技术、规模在兆瓦级别的储能项目将大量投运。到 2030 年有 25% 新增项目在美国，70% 新增项目部署在新兴市场。
Lux Research	全球固定式储能市场最大驱动力来自于新兴市场，其中中国和印度将表现强劲
Navigant Research	可再生能源、电网级辅助服务、用户侧的装机规模在 2024 年达到 12.7、20.8 和 12.1GW。

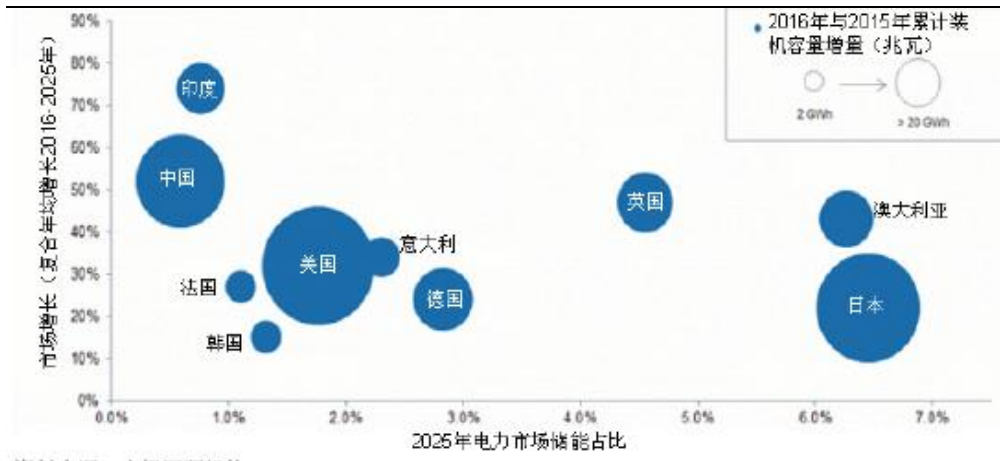
资料来源：CNESA，新时代证券研究所

按照 CNESA 的预测，根据国家十三五水电规划，到 2020 年底，抽水蓄能累计装机达到 40GW，较 2015 年增加 16.97GW。2016 年，中国实现了熔融盐储热零突破，到 2020 年底有望达到 1.8GW。压缩空气储能 2017 年截至累计装机量达到 11.5MW，2020 年底预测将达到 210MW。综合来看，2018-2020 年，其他类储能技术市场规模增速将保持在高速增长。

表7： 中国储能技术市场规模预测

2016-2020 年累计装机	2016	2017	2018E	2019E	2020E
储能技术（不含抽蓄、压储和储热）装机量（MW）	268.90	389.80	774.80	1394.64	2022.20
年增长率（%）	63.9%	45%	98.8%	80%	45%

资料来源：CNESA 预测，新时代证券研究所

图20： 并网储能市场发展预测

资料来源：IHS 预测，新时代证券研究所

国际可再生能源机构（IRENA）预测，至 2030 年全球电化学储能的装机规模达到 250GWh，未来 13 年年均复合增长率将高达 40.9%。

此外，在基站储能方面，锂离子电池相对于其他储能重量更轻，体积更小，能大幅减少运营商的站点部署成本，是未来通信基站储能的首选。根据赛迪顾问预计，到 2026 年，我国预计建成 475 万个中低频段的宏站和 950 万个高频段的小站，合计数量是目前 4G 基站的 4 倍之多。根据中国储能网研究报告，电信行业预计未来十年将安装 113.5GWh 分布式发电和储能容量，为储能锂离子电池带来巨大的增量需求。

储能市场对电池性价比以及安全性能等方面提出了比其他市场更高的要求。公司的电池产品能够顺应市场趋势，更好地满足这些要求。根据 2017 年公司年报，储能电池业务销售收入增长 44.76%，公司在储能领域的布局取得成效，销售收入增幅较大，主要集中在移动基站、太阳能照明灯具、家用储能产品、光伏储能项目等领域。公司正在海内外积极布局、持续开拓兆瓦级储能项目。

图21： 公司储能产品矩阵



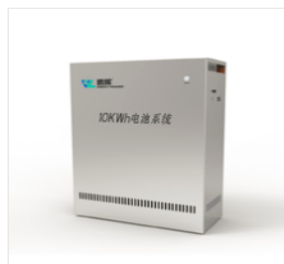
便携式储能箱



通信基站



家用光伏并网储能系统-3KWH



家用光伏并网储能系统-10KWH



分布式微网储能

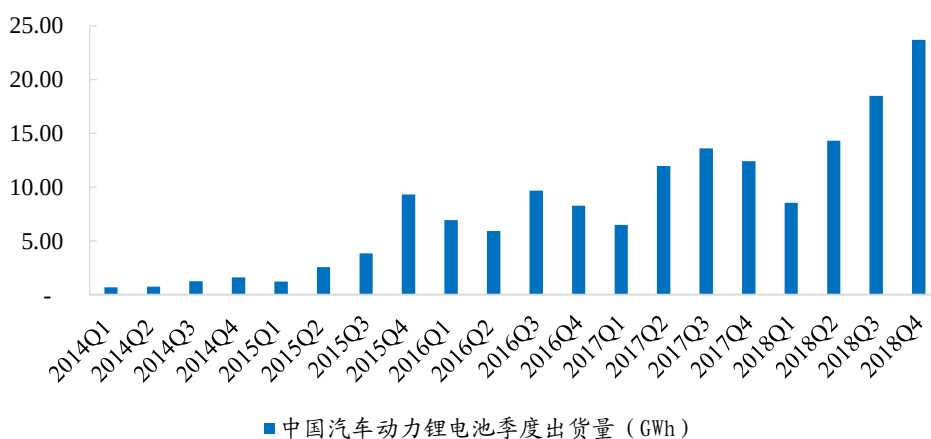
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

3、动力电池积极扩产，成功绑定下游客户

3.1、新能源汽车赛道前景广阔，后补贴时代到来

根据 GGII 数据，2018 年中国动力电池出货量为 65GWh，同比增长 46%，出货量继续保持高速增长态势，主要受下游新能源汽车产量增长带动，2018 年中国新能源汽车产量 122 万辆，同比增长 50.5%。新能源汽车产业作为朝阳产业，该赛道前景十分广阔。

图22： 我国动力电池季度出货量

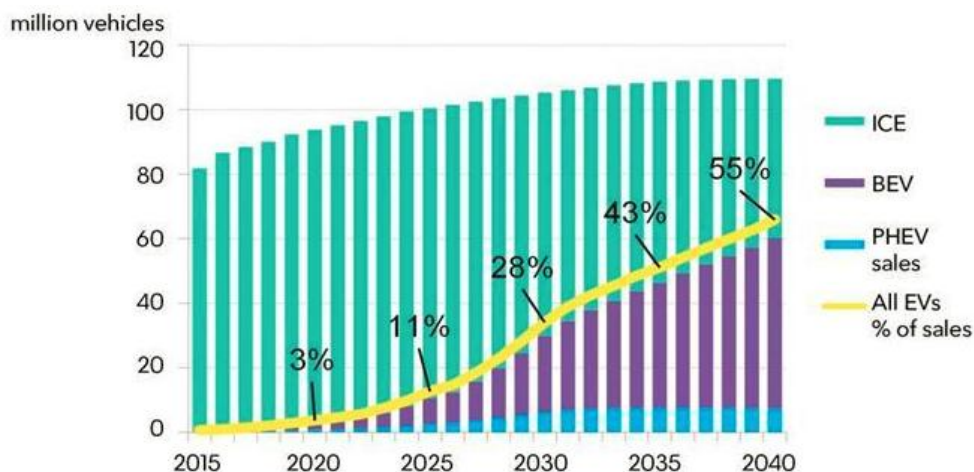


资料来源：GGII，新时代证券研究所

新能源汽车发展空间巨大，随着新能源汽车性能提升以及痛点的改善，新能源汽车带来的冲击越来越大，渗透率随之提升。根据 BNEF 预测，到 2025 年全球新能源汽车的销量将达到 1100 万辆，渗透率达到 11%，同年燃油汽车销量将达到拐

点,步入下行趋势;到2030年全球销量将继续攀升至3000万辆,渗透率达到28%;到2040年全球销量有望达到6000万辆,渗透率提升至55%。长期看,全球新能源汽车市场空间有望成长到10万亿元量级。

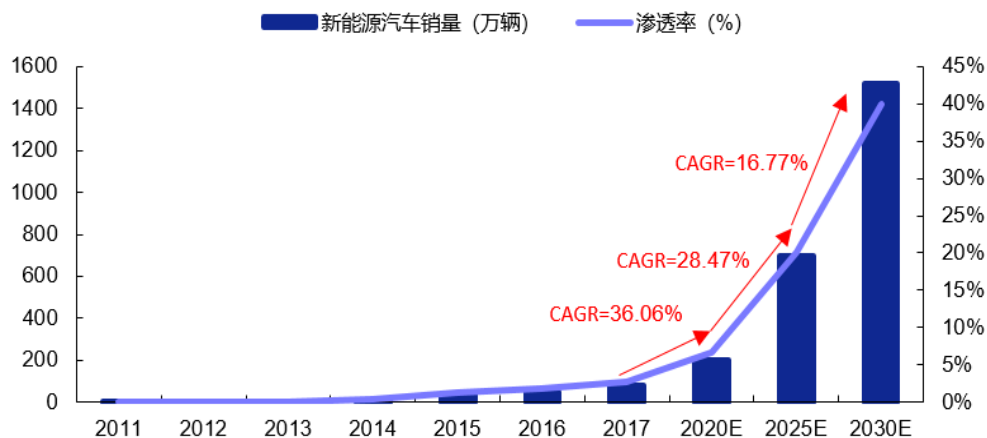
图23: 2015-2040年新能源汽车销量及渗透率发展趋势



资料来源: BNEF 预测、新时代证券研究所

到2020年,汽车产销规模将达到3000万辆,其中新能源汽车年产量将达到200万辆;到2025年,汽车产销规模将达到3500万辆,其中新能源汽车年占比20%以上;到2030年,汽车产销规模将达到3800万辆,其中新能源汽车占比40%以上。相对于我国传统汽车每年接近3000万辆的销售市场,新能源汽车销量渗透率不到3%,行业处于高速增长的初期阶段。

图24: 我国新能源汽车销量预测



资料来源: 中汽协、节能与新能源汽车技术路线图预测、汽车产业中长期发展规划预测、新时代证券研究所

2019-2020年新能源汽车补贴将逐渐退坡,我们预计2019年系统能量密度在160Wh/kg的车型将成为主流,400公里以上续航里程车型占比将明显提升。

表8: 2017-2018年新能源乘用车补贴方案对比

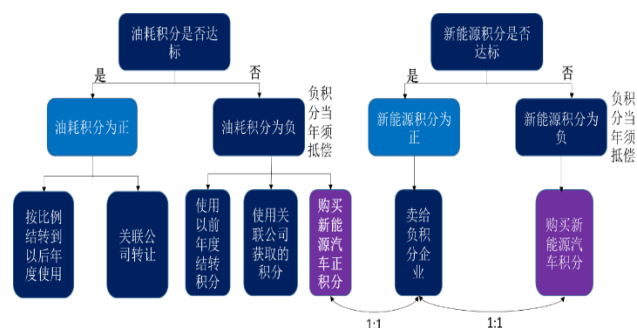
考核参数	分档标准	2017	2018
		补贴金额(万元)	补贴金额(万元)
续航里程	$100 \leq R < 150$	2	0
	$150 \leq R < 200$	3.6	1.5
	$200 \leq R < 250$	3.6	2.4

	250 ≤ R < 300	4.4	3.4
	300 ≤ R < 400	4.4	4.5
	400 ≤ R < 500	4.4	5
	R ≥ 500	4.4	5
技术要求	分档标准	补贴系数	补贴系数
技术要求-30 分钟最高车速 (km/h)	≥ 100	1	1
	E < 90	0	0
	90 ≤ E < 105	1	0
	105 ≤ E < 120	1	0.6
技术要求一能量密度 (Wh/kg)	120 ≤ E < 140	1.1	1
	140 ≤ E < 160	1.1	1.1
	160 ≤ E < 180	1.1	1.2
	E ≥ 180	1.1	1.2
	0 % ≤ Q < 5%	1	0.5
车辆能耗调整系数	5 % ≤ Q < 10%	1	1
(百公里电耗优于政策的比例)	10 % ≤ Q < 25%	1	1
	25 % ≤ Q < 40%	1	1.1
	Q ≥ 40%	1	1.1

资料来源：财政部、工信部、科技部、发改委、新时代证券研究所

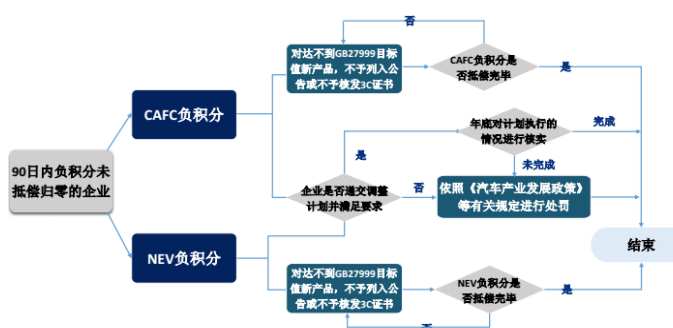
双积分政策开启市场化导入阶段以及后补贴时代，2019 年与 2020 年国家对企业新能源汽车积分比例要求分别为 10% 和 12%。

图25： 双积分管理规则



资料来源：工信部、新时代证券研究所

图26： 双积分未达标处罚措施



资料来源：工信部、新时代证券研究所

双积分政策会加速新能源汽车发展,上下游有望受益。基于中汽协预估,2018、2019、2020 年乘用车市场整体积分需求分别约为 84 万分、389 万分和 541 万分。假设 2018-2020 年国内传统燃油车销量复合增速 4%、单车积分 3.5 估算,新能源乘用车需求量分别为 24 万辆、111 万辆和 155 万辆。进入 2019 年后,受积分需求刺激,新能源汽车行业有望迎来一波高潮。

在新能源汽车补贴后时代,电池企业将不仅仅着眼于能量密度的提升,要提高质量,做出高安全、长寿命的产品,提供高质量的产能。因此,具有更好的成本优势和安全性电池厂商有望受益于此。

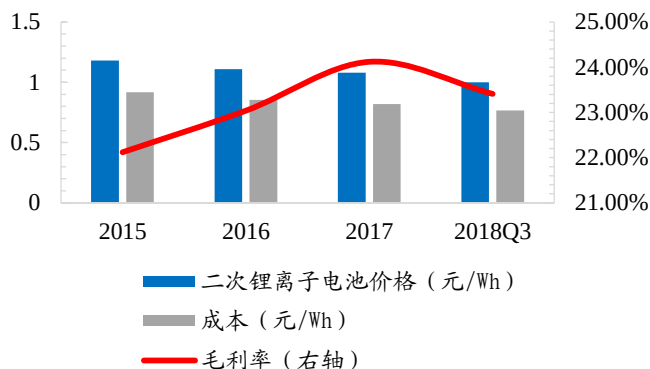
表9： 动力锂电池主要性能对比

锂离子动力电池	安全性	循环寿命	低温性能	高温性能	能量密度	成本
锰酸锂电池	++	++	+	++	+	+++

锂离子动力电池	安全性	循环寿命	低温性能	高温性能	能量密度	成本
磷酸铁锂电池	+++	+++	++	+++	++	++
三元电池	++	++	+++	++	+++	+

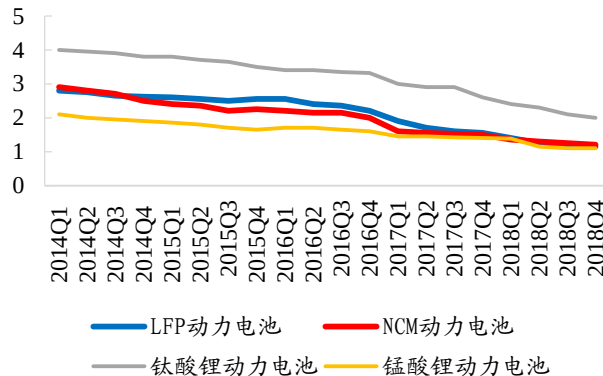
资料来源：北极星储能网、新时代证券研究所

图27： 公司锂离子电池单价与成本情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图28： 各类锂电池单价走势（元/Wh）



资料来源：GGII，新时代证券研究所

从需求端来看，主机厂也在积极寻找能够提供更高性价比和更好服务的B角供应商。鹏辉能源与车厂的合作更趋向于更积极的去寻找在电池的全生命周期内未来如何降低成本，而不单只是压缩原材料成本和生产制造成本。

3.2、与上汽通用五菱合作，动力业务新增长极显现

2015年公司切入动力电池领域，加大了该领域的投资，把广东珠海和河南驻马店两个生产基地重点布局为以生产电动汽车动力电池为主的工厂。2015年报告期末，珠海工厂新增生产线已经批量生产，河南厂第一条生产线已开始试产，已与多家汽车工厂开展合作。

2016年正式进入九龙汽车和众泰汽车的配套体系。2018年，公司凭借领先的技术以及高性价比的产品，进入东风汽车、上汽通用五菱的配套体系。

表10： 重要客户战略合作协议内容

车企	内容
上汽通用五菱	旨在全面实现长期合作，双方将深度探讨并合作研发标准化、平台化动力电池系统，共享资源平台，加速正向开发；鹏辉能源将向上汽通用五菱多车型平台提供适配的动力电池系统，实现可持续的共同发展。
东风汽车	旨在全面实现的长期合作，在乘用车、物流车、商用车等领域进行深度沟通探讨并研发适配的新能源汽车动力电池系统，共享资源平台，加速正向开发，实现可持续的共同发展

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司凭借产品质量、研发驱动的成本控制能力及稳健的经营策略，在乘用车、商用车及客车领域，已积累了一批优质客户，包括上汽通用五菱、东风股份、知豆、众泰汽车、九龙客车等。新能源汽车行业迎来高速发展，受政策影响明显可能会存在起伏，不同的技术路线将在竞争中发展。公司在多个主流技术路线（如圆柱、方形、软包）均有技术储备及稳定出货，有一定的抗周期风险能力。

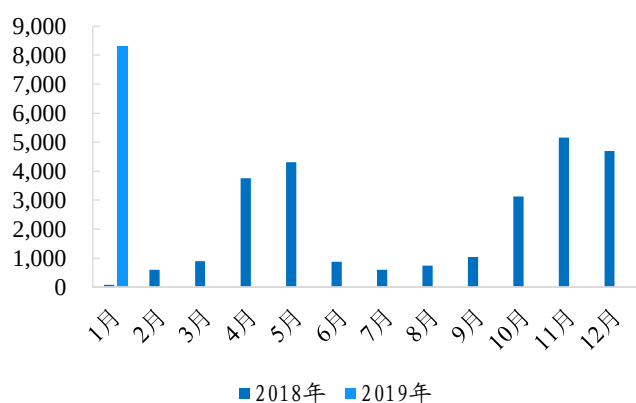
表11： 公司 2018 年动力电池配套企业情况

电池企业	配套车企	电池装机量 (台)	电池装机总电量 (KWh)	单台装机电量 (KWh)
鹏辉能源	东风汽车	13,633	451,944	33.15
鹏辉能源	江南汽车	3,157	80,451	25.48
鹏辉能源	吉利汽车	1,127	30,023	26.64
鹏辉能源	陕西通家	555	22,343	40.26
鹏辉能源	五菱汽车	306	13,219	43.20
鹏辉能源	三环专用车	72	8,024	111.44
鹏辉能源	海马汽车	140	6,090	43.50
鹏辉能源	兰州知豆	165	4,396	26.64
鹏辉能源	桂林客车	42	1,814	43.20
鹏辉能源	九龙汽车	20	1,695	84.76
鹏辉能源	贵航云马汽车	1	92	92.16
鹏辉能源	梅花汽车	1	76	76.00
鹏辉能源	龙马环卫	1	59	59.35
总计		19,220	620,227	32.27

资料来源：GGII，新时代证券研究所

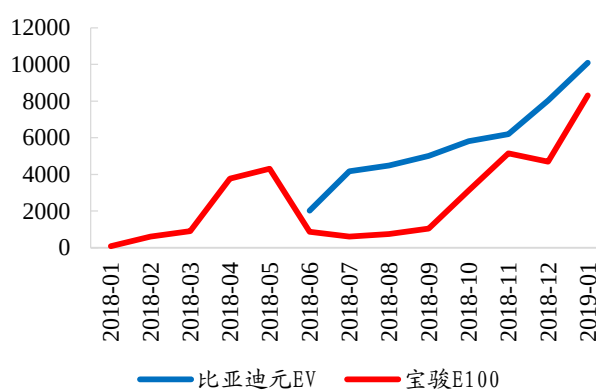
根据 2018 年公司动力电池配套车企数据，主要客户来自于东风汽车，配套乘用车车型为俊风 ER30，为 A0 级车型，带电量 31.9KWh，能量密度为 143.18Wh/kg，NEDC 续航为 255km。此外，公司在乘用车方面还供货给知豆 D2 和众泰云 100，能量密度分别为 150Wh/kg 和 105.94Wh/kg。我们认为，伴随着上汽通用五菱供应链的切入，公司的动力业务将显著改善和受益，2018 年上汽通用五菱的供应商包括宁德时代、比克、卡耐新能源和力神等。目前公司产品主要配套的是 E100 和 E200 车型，正极材料是多元复合锂材料。

图29： 上汽通用五菱集团新能源汽车销量走势



资料来源：GGII，新时代证券研究所

图30： 宝骏 E100 和元 EV 销量走势对比



资料来源：GGII，新时代证券研究所

公司拥有广州、珠海和河南三个现代化的生产基地。珠海市鹏辉电池有限公司为公司的全资子公司，其生产厂区也是公司的一个主要生产基地，主要生产消费电子类电池、汽车动力电池。截止 2018 年底，公司拥有动力电池产能 2.3GWh，其中方形 1.7GWh，软包 0.6GWh，主要分布于河南、珠海两个生产基地。

2017年11月，公司与金坛金城科技产业园管理委员会签署合作协议，就公司在常州市金坛金城科技产业园内投资建设“鹏辉能源锂离子动力电池及系统项目”进行合作。该项目计划固定资产投资58亿元（人民币）以上，具体实施10Gwh锂离子动力电池项目和5Gwh锂离子动力电池PACK项目。

项目分两期建设。其中，第一期固定资产投资26亿元以上，于2018年3月31日前开工建设，建成后可形成4Gwh锂离子动力电池和3Gwh锂离子动力电池PACK的年生产能力；第二期固定资产投资32亿元以上，于2020年3月31日前开工建设，建成后可形成6Gwh锂离子动力电池和2Gwh锂离子动力电池PACK的年生产能力。本项目规划工业用地650亩左右（以实际出让的土地面积为准），位于金科园内，四至范围为：东至中兴北路、南至良常路、西至规划绿化地块、北至东村东路，容积率不低于1.0，建筑密度不低于0.45。

常州鹏辉厂房计划在2019年9月底初步建成，四季度陆续进行设备安装调试，争取在2019年底形成2Gwh产能，2020年投入批量生产。

公司本次募投项目建设有圆柱形和方形铝壳锂离子电池生产线，正极制备材料工艺有三元材料、磷酸铁锂等，根据终端市场的需求进行生产，符合公司的经营政策和行业技术发展趋势。

表12： 公司产能布局情况

基地	产能布局及未来规划
常州	正在推进 2GWh，2020 年批量生产
广州	职能中心和 3C 为主
珠海	3C 为主，动力为辅
河南	动力为主，3C 为主

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司拟公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过89,000万元（含89,000万元），扣除发行费用后，将用于鹏辉能源锂离子电池及系统智能工厂（一期）建设项目、高性能锂离子电池的研发设备购置项目和补充流动资金。在本次公开发行可转债的募集资金到位之前，公司将根据项目需要以自筹资金等方式进行先期投入，并在募集资金到位之后，依据相关法律法规的要求和程序对先期投入资金予以置换。

本项目达产第一年达产率为50%，第二年达产率为100%，全部达产后项目可实现营业收入16亿元和净利润1.43亿元。

表13： 拟可转债发行募投资金用途

项目	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）
常州锂离子电池及系统智能工厂（一期）建设项目	100,00.00	64,000.00
新型高性能锂离子电池的研发设备购置项目	5,649.19	5,000.00
补充流动资金	20,000.00	20,000.00
合计	125,649.14	89,000.00

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

截止2018年9月30日，公司已有的二次锂电池产能为2.78GWh，对应9.2亿元固定资产原值，单位GWh固定资产原值为3.3亿元，而本次常州一期项目对应的单位GWh固定资产原值为3.85亿元。

根据公司可转债发行预案反馈，截至 2019 年 2 月 15 日，公司及主要生产子公司珠海鹏辉、河南鹏辉未出货订单金额（不含税）为 86,359.40 万元。

东风汽车新能源车 2018 年销售 5.1 万辆，同比增长 223%，2019 年东风汽车计划投放新能源车型 21 款，预计 2019 年东风新能源车销量将继续保持高速增长。公司与其签署战略合作框架后，预计将满足其约 **2 万套** 电池的需求量，总体意向性需求金额约 6 亿元。上汽新能源汽车生产需求预计在 14 万套以上，公司与其签署战略合作框架后，预计将满足其 **6 万套** 电池的需求量，总体意向性需求金额约 15 亿元。因此，上汽和东风合计需求在 21 亿元。

4、估值假设与预测

4.1、假设条件

结合公司下游业务的类型、行业需求增速以及公司动力业务的订单情况，我们认为公司整体的毛利率水平将保持相对稳定，收入将保持快速发展，并且对于公司业务情况进行以下假设：

表14： 盈利关键假设（百万元）

项目	2017	2018E	2019E	2020E
镍氢电池收入	85.86	81.57	84.02	86.54
增长率	-22.05%	-5.00%	3.00%	3.00%
毛利率	/	24.00%	24.00%	24.00%
锂离子电池收入	1852.93	2336.00	3857.00	5274.00
增长率	77.80%	26.07%	65.11%	36.74%
毛利率	24.12%	23.82%	21.90%	21.15%
一次电池收入	108.12	109.20	112.47	115.85
毛利率	37.77%	1.00%	3.00%	3.00%
增长率	/	24%	24%	24%
电子产品收入	1.22	1.30	1.39	1.49
增长率	-76.97%	7.00%	7.00%	7.00%
毛利率	/	24%	24%	24%
其他收入	50.36	57.92	66.61	76.60
增长率	42.82%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	/	24%	24%	24%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所预测

4.2、估值预测

我们预计公司 2018 年-2020 年净利润分别为 3.06、4.01 和 4.92 亿元，对应 EPS 分别为 1.09、1.43 和 1.75 元。当前股价对应 2018 年-2020 年 PE 分别为 23.2、17.7 和 14.5 倍。考虑公司动力电池业务逐渐切入下游大客户，成本费用管控能力优秀，目前估值水平较低，首次覆盖给予“推荐”评级。

5、风险提示

动力业务扩产不及预期；下游客户销量不及预期；新能源汽车补贴下滑带来的降价压力；原材料价格波动风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1201	2665	2844	4532	4304
现金	126	679	1034	289	389
应收账款	679	1166	1108	2516	2368
其他应收款	12	26	21	54	47
预付账款	6	17	12	35	28
存货	336	559	563	1266	1222
其他流动资产	41	218	106	372	250
非流动资产	701	1010	1303	1848	2321
长期投资	2	47	198	214	230
固定资产	531	695	842	1328	1755
无形资产	37	37	35	33	32
其他非流动资产	131	231	229	273	304
资产总计	1902	3675	4148	6379	6625
流动负债	865	1572	1762	3599	3366
短期借款	120	166	465	560	552
应付账款	461	798	779	1793	1706
其他流动负债	284	607	518	1246	1108
非流动负债	83	88	84	95	97
长期借款	56	52	48	59	62
其他非流动负债	26	36	36	36	36
负债合计	948	1659	1846	3694	3463
少数股东权益	3	3	11	21	34
股本	252	281	281	281	281
资本公积	254	1090	1090	1090	1090
留存收益	444	668	947	1312	1760
归属母公司股东权益	951	2013	2291	2664	3128
负债和股东权益	1902	3675	4148	6379	6625

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	4	-7	430	-168	788
净利润	137	251	314	411	505
折旧摊销	39	65	66	95	140
财务费用	-6	23	12	40	64
投资损失	-1	-17	-18	-18	-18
营运资金变动	-196	-351	56	-697	97
其他经营现金流	31	22	0	0	0
投资活动现金流	-191	-293	-341	-621	-595
资本支出	288	271	142	528	457
长期投资	93	-16	-151	-16	-16
其他投资现金流	190	-38	-350	-109	-154
筹资活动现金流	138	755	-199	-51	-84
短期借款	115	46	-166	0	0
长期借款	36	-4	-4	11	2
普通股增加	168	29	0	0	0
资本公积增加	-168	836	0	0	0
其他筹资现金流	-13	-152	-28	-62	-87
现金净增加额	-48	453	-110	-841	108

利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1271	2098	2586	4121	5554
营业成本	959	1574	1972	3216	4375
营业税金及附加	9	13	15	25	33
营业费用	35	61	67	107	144
管理费用	103	143	142	227	305
财务费用	-6	23	12	40	64
资产减值损失	24	34	31	49	67
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	17	18	18	18
营业利润	149	289	364	475	584
营业外收入	13	1	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	160	289	364	476	585
所得税	22	39	50	65	80
净利润	137	251	314	411	505
少数股东损益	-1	-1	8	10	13
归属母公司净利润	139	251	306	401	492
EBITDA	204	345	421	578	744
EPS(元)	0.49	0.89	1.09	1.43	1.75

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	44.7	65.1	23.2	59.4	34.8
营业利润(%)	56.9	94.4	26.0	30.6	22.9
归属于母公司净利润(%)	59.0	81.1	21.8	30.9	22.8
获利能力					
毛利率(%)	24.6	25.0	23.7	22.0	21.2
净利率(%)	10.9	12.0	11.8	9.7	8.9
ROE(%)	14.4	12.4	13.6	15.3	16.0
ROIC(%)	12.3	10.7	10.8	12.5	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	49.8	45.2	44.5	57.9	52.3
净负债比率(%)	5.4	-22.9	-22.1	13.0	7.8
流动比率	1.4	1.7	1.6	1.3	1.3
速动比率	1.0	1.3	1.3	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.89	1.09	1.43	1.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.24	1.53	-0.60	2.80
每股净资产(最新摊薄)	3.38	7.16	8.15	9.47	11.13
估值比率					
P/E	51.3	28.3	23.2	17.7	14.5
P/B	7.5	3.5	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	35.2	19.4	15.8	13.0	10.0

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>