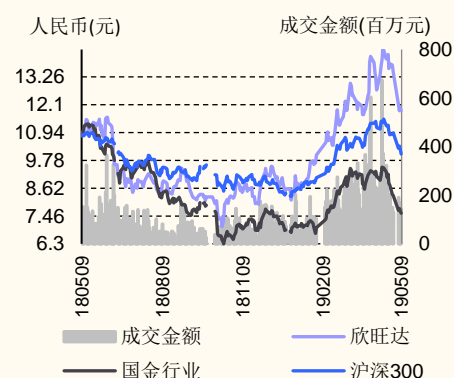


市场价格 (人民币): 11.84 元

消费龙头掘金动力市场

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,397.23
总市值 (百万元)	18,325.34
年内股价最高最低 (元)	14.40/7.01
沪深 300 指数	3599.70



公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.421	0.453	0.704	1.087	1.520
每股净资产 (元)	2.25	3.46	4.07	5.01	6.39
每股经营性现金流 (元)	-0.12	0.71	1.53	1.48	2.10
市盈率 (倍)	23.19	18.96	16.81	10.89	7.79
净利润增长率 (%)	20.86%	28.99%	55.39%	54.38%	39.81%
净资产收益率 (%)	18.71%	13.09%	17.29%	21.71%	23.79%
总股本 (百万股)	1,291.91	1,547.84	1,547.75	1,547.75	1,547.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **业务看似庞杂, 实则同枝同源。** 公司业务涉及手机电池模组、笔电电池模组、智能硬件、精密结构件、汽车及动力电池类, 看似庞杂无序, 实则动力电池模组有序延伸, 同枝同源。
- **手机电池模组持续高增, 笔电空间更大。** 消费电子市场总体趋稳, 甚至呈下滑趋势, 但续航、快充等性能需求提升电池模组单体价值, 维系行业增长。公司手机、笔电模组通过提升市占率和打入国际大客户, 提升单件价格实现营收增长, 2015 年至 2017 年, 公司电池模组市占率由手机 (12.6%)、笔电 (1.5%) 提升至手机 (20%)、笔电 (4.8%); 模组单套价格由手机 (28 元)、笔电 (47 元) 提升至手机 (35 元)、笔电 (70 元) (锂、钴原材料涨价也为模组单套价格上涨原因之一)。笔电与手机模组结构、设计原理类似, 但是公司手机模组全球市占率为 20% 以上, 而笔电仅为 5% 左右, 随着新普、顺达等笔电模组巨头衰落, 公司笔电模组增长空间大。
- **电芯自供率提升助力数码模组利润率同步增长。** 电芯占数码模组成本 50% 以上, 具备高技术壁垒, 净利润通常维持 10% 左右, 而公司净利率仅 3.5%。未来电芯自供比例提升为模组利润率提升、维稳的主要动力。
- **智能硬件绑定高增客户, 共享千亿市场。** 智能硬件具备千亿级市场规模, 公司深度绑定高增客户小米共享千亿市场规模。
- **二线动力企业争议有望消除, 留下巨大市场空间。** 宁德时代和比亚迪动力电池市占率高达 60%, 市场一度担忧二线电池企业或难以突围。随公司雷诺日产、吉利、东风等重磅订单落地, 侧面印证二线企业对动力市场必不可少, 疑虑正渐渐消除, 带来万亿市场空间。动力电池有望成为公司高增主因。

投资建议

- 我们预测公司 2019-2021 年营收分别为 286.85 亿元、387.36 亿元和 486.48 亿元, 归母净利润分别为 10.90 亿元、16.83 亿元和 23.53 亿元, 归母净利润同比增速分别为 55%、54%、40%, EPS 分别为 0.70 元、1.09 元和 1.52 元, 对应 PE 分别为 16.81、10.89、7.79 倍。考虑公司笔电、智能硬件和动力电池仍有较大增长空间, 给予公司 2019 年 25 倍估值, 对应股价为 17.61 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 大客户订单波动, 消费电子和动力电池突围不及预期, 新能源车增速不及预期, 上游产品价格上涨超预期, 解禁带来股价阶段性波动。

柴明

联系人
chaiming@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

1、主业庞杂，但同枝同源，协同增长	5
1.1 公司发展历程	5
1.2 始于消费电子电池模组，逐步向电芯、智能硬件等领域渗透	5
1.3 多点驱动，营收三年复合增速 46%.....	6
1.4 研发投入持续增加，转型动力电池利润、利率双升	7
2、手机电池持续高增，更大空间在笔电和智能硬件	9
2.1 消费电子市场下滑有望企稳.....	10
2.2 续航需求推动模组价值量提升	10
2.3 布局上游电芯业务，提升利润率	13
2.4 笔电电池：把握技术路径变更，抢占新份额	14
2.5 智能硬件：绑定高增客户，共享千亿市场.....	15
3、动力和储能：业绩和盈利能力新拐点.....	17
3.1 新能源车高速增长趋势不改.....	17
3.2 动力电池：疑虑逐步消除，留下海量想象空间	18
3.3 储能：积极筹备，抢滩新蓝海.....	19
4、盈利预测	20
5、风险提示	21

图表目录

图表 1：欣旺达发展历程	5
图表 2：公司消费电子电池类产品.....	6
图表 3：公司精密结构件产品	6
图表 4：智能硬件产品	6
图表 5：公司动力电池产品.....	6
图表 6：欣旺达历年营收及增速	6
图表 7：欣旺达历年归母净利润及增速	6
图表 8：欣旺达主营业务收入构成（百万元）	7
图表 9：欣旺达主营业务占比.....	7
图表 10：公司研发费用与动力电池企业对比（百万元）	7
图表 11：公司研发占营收比例与动力电池企业对比	7
图表 12：公司研发费用与消费电子企业对比（百万元）	8
图表 13：公司研发占营收比例与消费电子企业对比	8
图表 14：公司历年三费支出（百万元）	8
图表 15：公司历年费率走势（管理费用不含研发费）	8
图表 16：公司盈利能力趋稳.....	9
图表 17：公司分业务盈利能力分析.....	9
图表 18：扣非归母净利润攀升至消费电子首位（百万）	9

图表 19: 公司扣非归母净利率攀升至消费电子电池首位.....	9
图表 20: 动力电池企业历年扣非归母净利润对比.....	9
图表 21: 动力电池企业历年扣非归母净利率对比.....	9
图表 22: 全球智能手机历年销量.....	10
图表 23: 全球笔电销量下滑后逐步趋稳.....	10
图表 24: 全球平板市场下滑趋势未改.....	10
图表 25: 三星 note7 手机电池爆炸始末.....	11
图表 26: 华为 Mate X 折叠机.....	11
图表 27: 三星 Galaxy Fold 折叠机.....	11
图表 28: 夏新 N809 双电芯 2530mAh (2012 年).....	12
图表 29: 金立 M5 双电芯 6020mAh (2015 年).....	12
图表 30: iPhone 7 单电芯 2900mAh 体积较大.....	12
图表 31: iPhone X 双电芯 2716mAh 体积显著减小.....	12
图表 32: 不同手机容量/体积比.....	12
图表 33: 快充技术发展路径趋于统一, 助力快充快速推广.....	13
图表 34: 3000mAh 手机电池不同技术充电时间.....	13
图表 35: 电芯占数码类模组成本一半以上.....	14
图表 36: 东莞锂威净利润及同比增速.....	14
图表 37: 公司收购锂威过程及锂威产能、客户开发进展.....	14
图表 38: 公司笔电业务营收及同比增速.....	15
图表 39: 公司笔电业务与新普、顺达公司营收增速对比.....	15
图表 40: 公司手机模组市占率逐年攀升.....	15
图表 41: 笔电模组市占率明显低于手机市场.....	15
图表 42: 智能硬件分类.....	16
图表 43: 智能硬件市场结构及预测.....	16
图表 44: 智能硬件市场规模及预测.....	16
图表 45: 小米 IoT 与生活消费业务维持高增.....	17
图表 46: 小米 IoT 与生活消费业务占比逐年提升.....	17
图表 47: 中国动力电池需求预测.....	17
图表 48: 欧美地区动力电池需求预测.....	17
图表 49: 公司动力电池业务有序增长.....	18
图表 50: 动力电池 CR2 市占率逐步提升.....	18
图表 51: 欣旺达动力电芯及 PACK 装机量.....	19
图表 52: 欣旺达动力电芯及 PACK 市占率.....	19
图表 53: 国内储能锂电历年市值及预测 (亿元).....	19
图表 54: 储能锂电装机 (GWh) 及同比增速.....	19
图表 55: 公司营收拆分及预测.....	20
图表 56: 欣旺达 2019 年 4 月 15 日解禁股东明细.....	21
图表 57: 新能源汽车销量及预测.....	21

图表 58: 碳酸锂价格曾出现剧烈波动	22
图表 59: 硫酸钴价格曾出现剧烈波动	22

1、主业庞杂，但同枝同源，协同增长

1.1 公司发展历程

公司成立于1997年，起家业务为电池OEM、ODM，内伸外延，形成消费电子电池、智能硬件、精密结构件、汽车及动力电池、储能系统及综合能源、实验室检测等多项业务体系，并先后获评“世界能源500强”、“中国电子信息企业百强”、“中国电池百强企业”、“中国民营制造业500强”等荣誉。

图表 1：欣旺达发展历程

年份	公司动态跟踪
1997年	公司成立，主营业务电池OEM、ODM；
2000年	先后与康佳、飞利浦、NEC、海尔展开合作；
2003年	营收突破1亿； 进入联想、ATL供应链； 通过ISO9000认证；
2008年	开始布局动力电池模组业务； 进入三星、中兴、OPPO等供应链；
2010年	进入亚马逊等国际品牌供应链；
2011年	营收突破10亿； 进入华为、小米供应链； 创业板上市；
2012年	成立自动化事业部； 进入国际高端3C数码供应链；
2014年	成立欣旺达电动汽车电池有限公司； 收购东莞锂威，布局上游电芯；
2017年	成立欣旺达动力电芯子公司；
2018年	动力电芯正式投产。

来源：公司官网、国金证券研究所

1.2 始于消费电子电池模组，逐步向电芯、智能硬件等领域渗透

公司涉及业务种类众多，但都起源自消费电子电池模组业务。

- **消费电子电池类**：公司早期消费电子电池业务主要为模组设计制造，涉及手机、平板及笔记本、无人机、移动电源、电动自行车等不同消费电子领域，其中，手机和笔记本电池模组为本块营收主要贡献力量。2014年，公司通过收购东莞锂威，正式向上游电芯领域渗透。
- **精密结构件**：公司精密结构件为消费电子电池横向延伸业务，主要为塑料模具类产品，包括手机平板类外壳胶件、无线电子产品类外壳胶件、智能玩具类外壳胶件、家具电器类外壳胶件等。
- **智能硬件**：智能硬件同样为消费电子电池横向延伸业务，公司具备国内一流的光学实验室、专业检测设备及专用无尘组装车间，为智能硬件业务提供良好支撑，该板块涉及产品主要包括VR穿戴设备、VR一体机、无人机、电子笔、智能音箱、翻译机、平衡车、故事机、智能家居等。
- **汽车及动力电池**：动力电池PACK设计和制造与消费电子电池模组属同类业务。公司凭借在消费电子模组的积累，2008年开始布局动力电池PACK业务，2017年向上再行一步，进入动力电芯市场。
- **实验室检测**：检测为锂电池下游业务，由子公司普瑞赛思完成。

图表 2：公司消费电子电池类产品



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 3：公司精密结构件产品



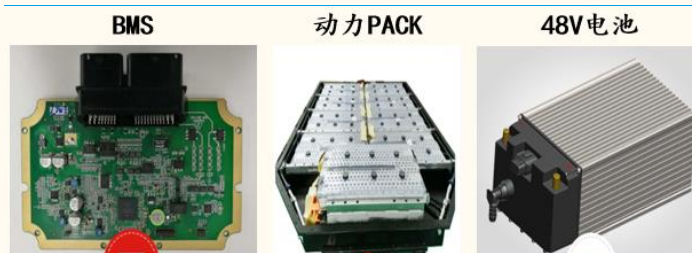
来源：公司官网、国金证券研究所

图表 4：智能硬件产品



来源：公开资料、国金证券研究所

图表 5：公司动力电池产品



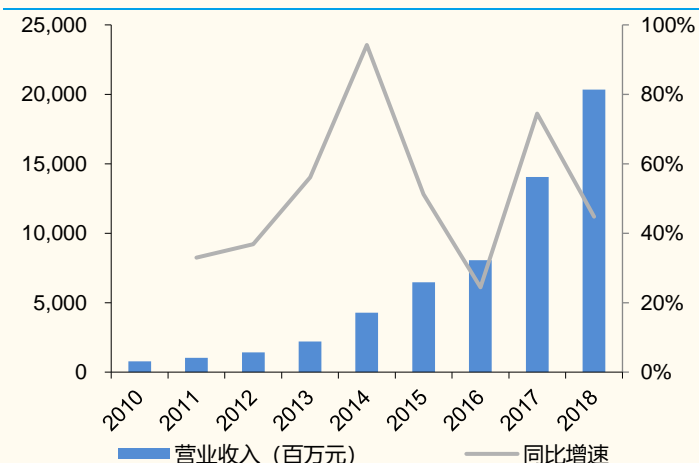
来源：公司官网、国金证券研究所

1.3 多点驱动，营收三年复合增速 46%

■ 营收 3 年复合增速 46%

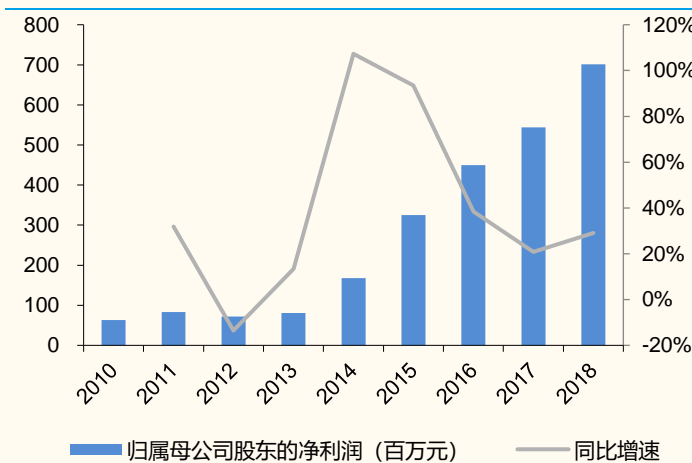
2018 年公司实现营收 203.38 亿元，同比增长 45%，近 3 年和近 5 年年均增速分别为 46%和 56%；实现归母净利润 7.01 亿元，同比增长 29%，近 3 年和近 5 年年均增速分别为 29%和 54%。

图表 6：欣旺达历年营收及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：欣旺达历年归母净利润及增速



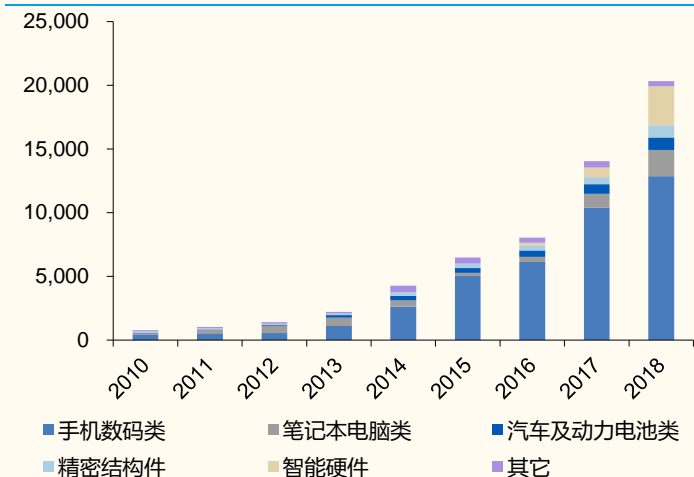
来源：公司公告、国金证券研究所

■ 手机电池为业绩主要支撑点，动力、笔电等多业务共同加速公司未来增长

手机电池业务 2018 年实现营收 128.64 亿元，同比增长 23.77%，近 3 年复合增速 36.86%，占公司营收维持在 60%以上，为公司业绩主要支撑点。

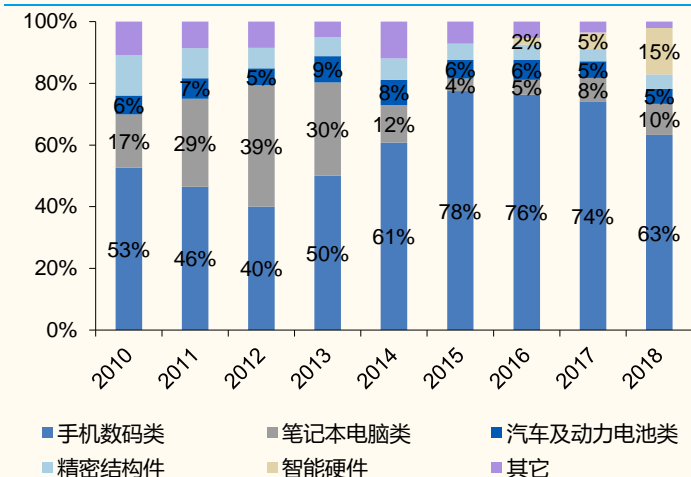
手机电池业务 2018 年占主营业务收入比例下降主要是笔记本电池业务复苏和新生智能硬件业务增速较快。笔记本电池和智能硬件 2018 年分别实现营收 20.60 亿元、30.62 亿元，同比增长 89.75%、307.63%，笔记本电池近 3 年和智能硬件近 2 年复合增速分别为 99.79%、311.94%。

图表 8：欣旺达主营业务收入构成（百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 9：欣旺达主营业务占比



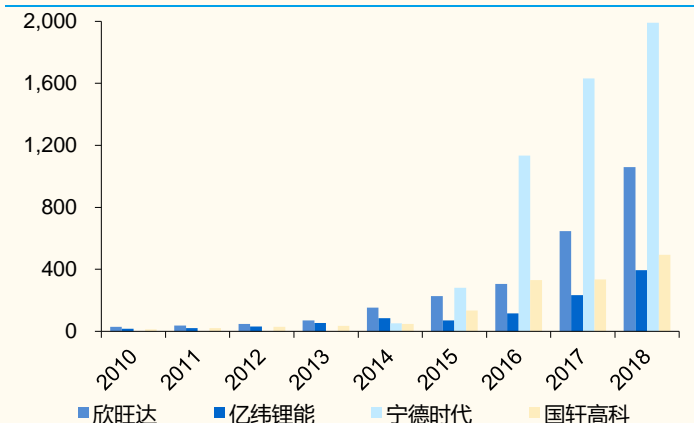
来源：公司公告、国金证券研究所

1.4 研发投入持续增加，转型动力电池利润、利率双升

■ 研发费率攀升，其余基本趋稳

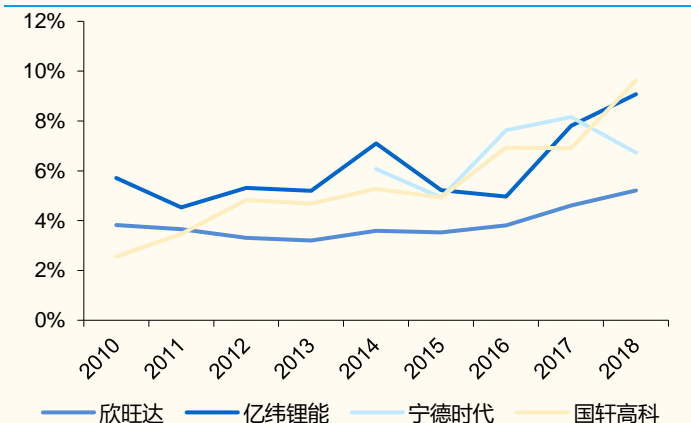
公司重视新业务开发，研发逐年攀升。2018 年研发费用为 10.60 亿元，占营收比例为 5.21%，同比上年增加了 0.6pct。与新兴动力或储能大型电池企业相比，虽然公司研发费用占营收比例不高，但研发费用绝对值仅次于宁德时代，位居高位；与传统消费电子电池企业相比，公司研发费用绝对值及占营收比例均处高位。公司管理费用、销售费用和财务费用占营收比例趋稳，2018 年合计为 4.98%，同比上年减少了 0.28pct。2018 年四费占营收合计 10.19%，同比上年增加了 0.33pct。

图表 10：公司研发费用与动力电池企业对比（百万元）



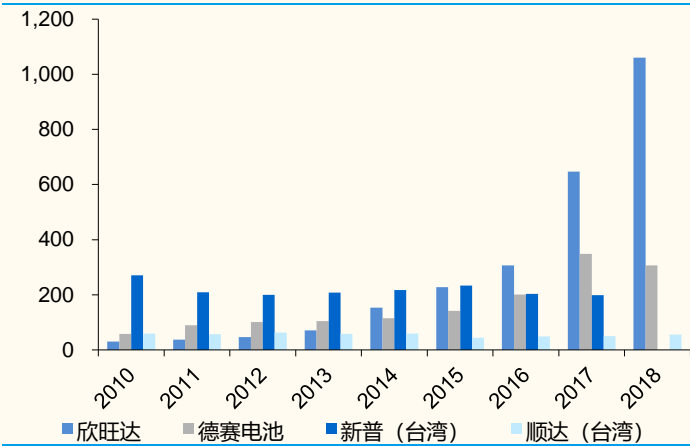
来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：公司研发占营收比例与动力电池企业对比



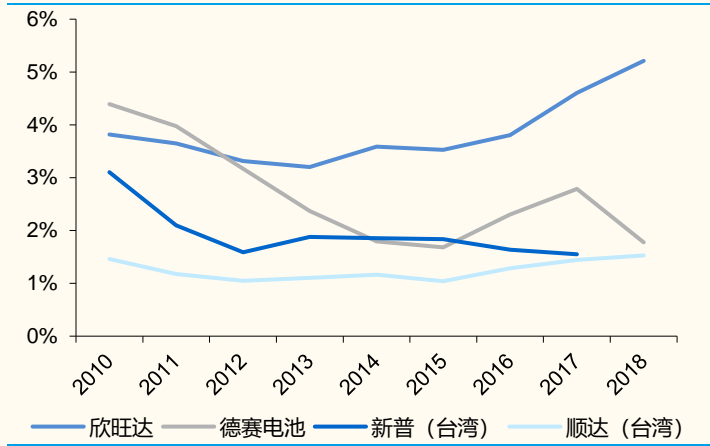
来源：Wind、国金证券研究所

图表 12: 公司研发费用与消费电池企业对比 (百万元)



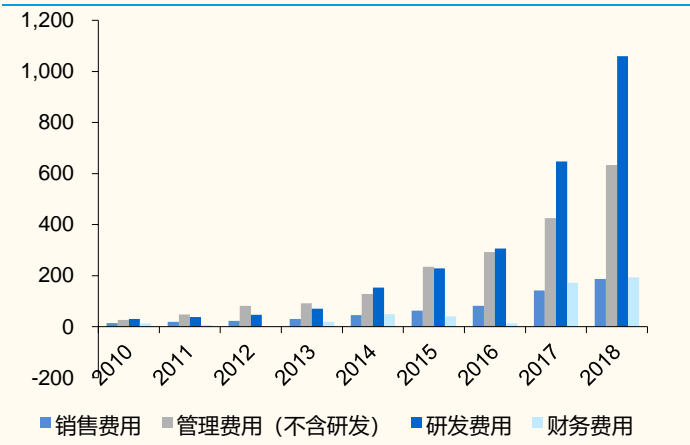
来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 公司研发占营收比例与消费电池企业对比



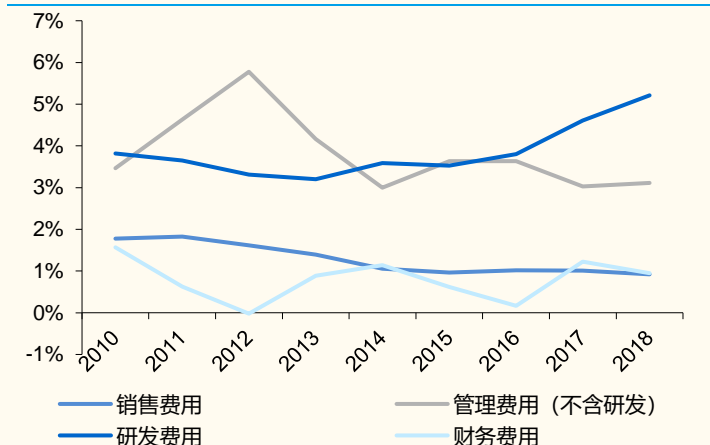
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 公司历年三费支出 (百万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 15: 公司历年费率走势 (管理费用不含研发费)



来源: 公司公告、国金证券研究所

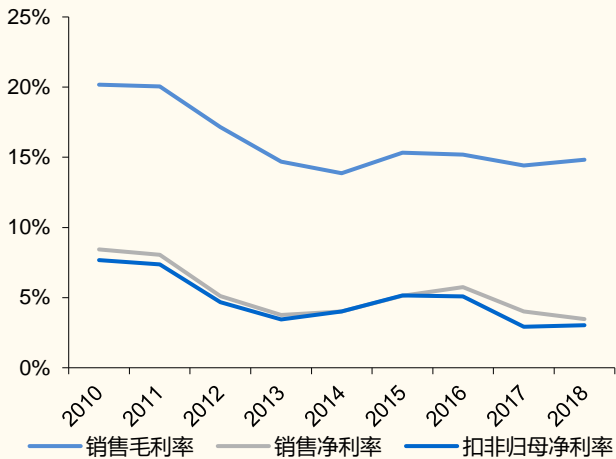
■ 产品盈利能力趋稳, 动力电池净利润和净利率优于消费电子

公司利润率有小幅波动, 但整体相对稳定。分业务看:

- 手机数码类产品盈利能力缓慢上升, 2018 年毛利率 15.4%, 同比增加 2.1pct, 增加主因为自供电芯比例提升;
- 动力电池业务由于向上游电芯产品渗透, 2018 年处新增产能爬坡和良品率提升阶段, 毛利率为 13.4%, 同比减少了 8.87pct;
- 其他业务毛利率有小幅波动但基本稳定, 2018 年笔记本电脑类和智能硬件小幅上涨 0.6-1.33pct, 精密结构件略微下滑 1.31pct。

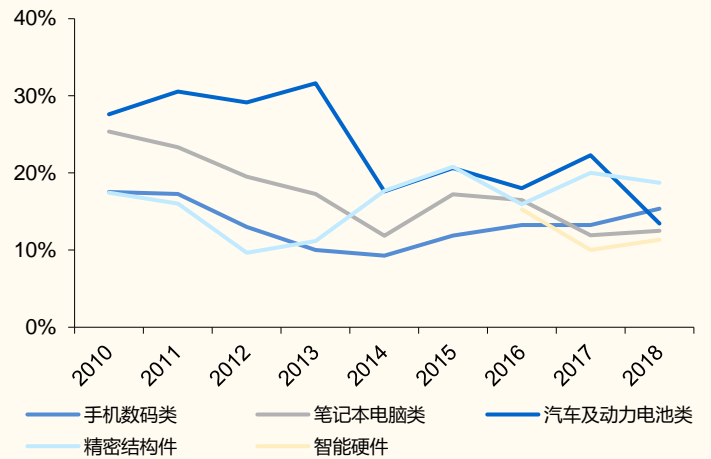
同样, 不论从扣非归母净利润规模还是扣非归母净利率来看, 公司优于消费电子电池企业, 落后于动力电池企业。因此, 公司净利润规模和净利率有望跟随动力电池占比提升而提升。

图表 16: 公司盈利能力趋稳



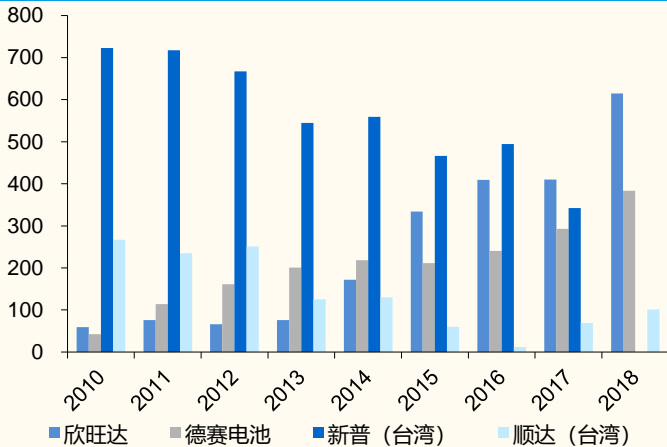
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 17: 公司分业务盈利能力分析



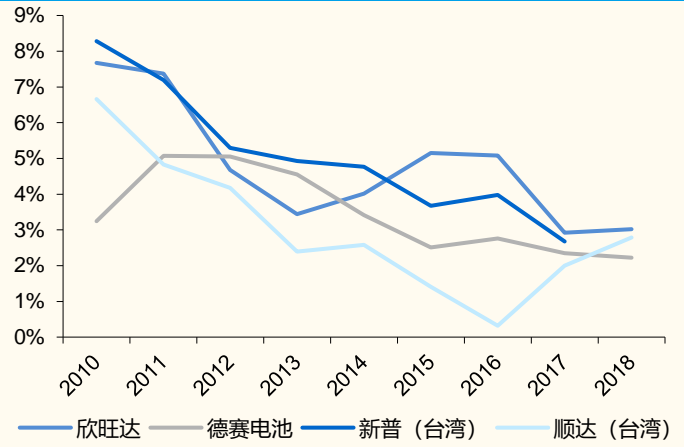
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 18: 扣非归母净利润攀升至消费电子首位 (百万)



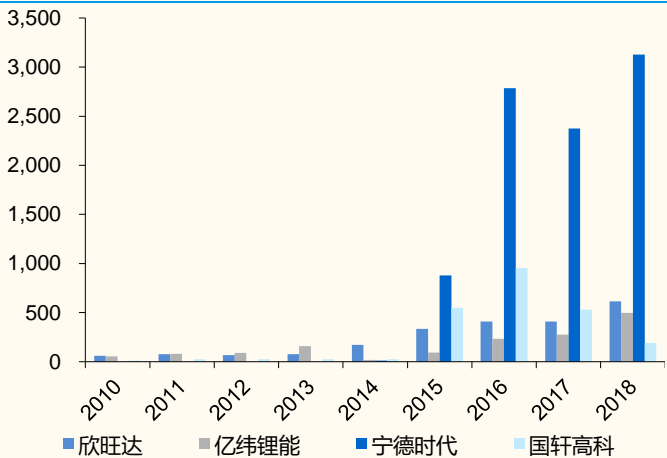
来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 公司扣非归母净利率攀升至消费电子电池首位



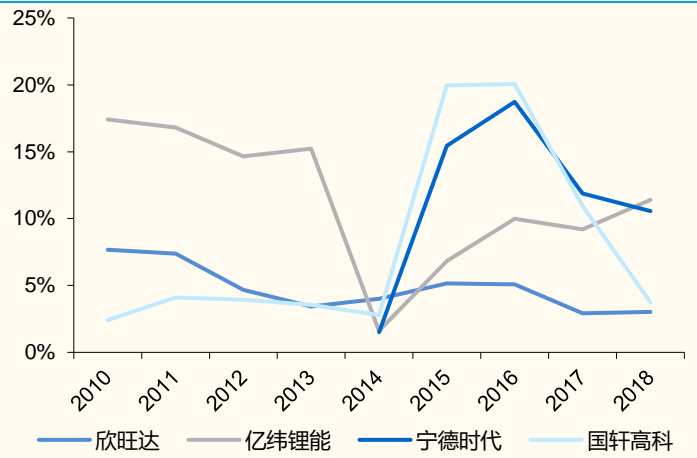
来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 动力电池企业历年扣非归母净利润对比



来源: Wind、国金证券研究所

图表 21: 动力电池企业历年扣非归母净利率对比



来源: Wind、国金证券研究所

2、手机电池持续高增，更大空间在笔电和智能硬件

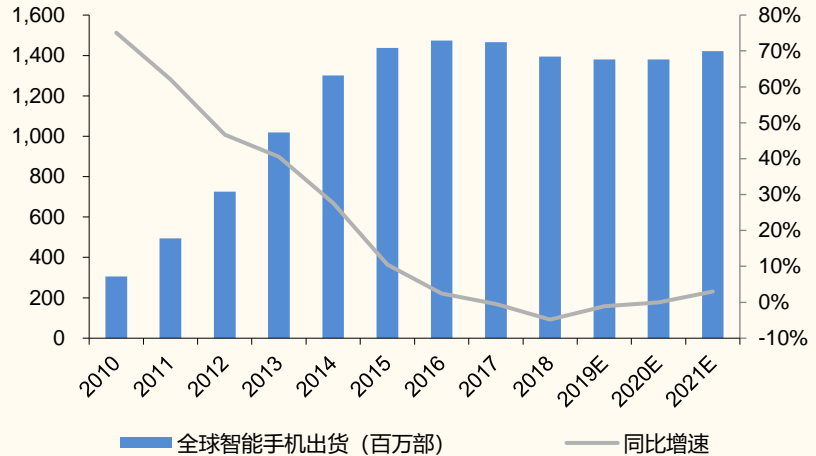
2.1 消费电子市场下滑有望企稳

手机、笔电销量或将趋稳，平板市场持续低迷。续航、快充等性能需求推动数码电池增速高于手机、笔电等下游业务。

■ 智能手机销量有望趋稳

目前，全球智能手机市场趋于饱和，2018 年实现出货 14 亿部，同比下滑近 5%；根据 IDC 预测，2019 年智能手机将延续下滑趋势，预计下滑约 1.1%；2020 年受益于 5G 和折叠手机换机潮影响，手机销量有望趋稳。

图表 22：全球智能手机历年销量

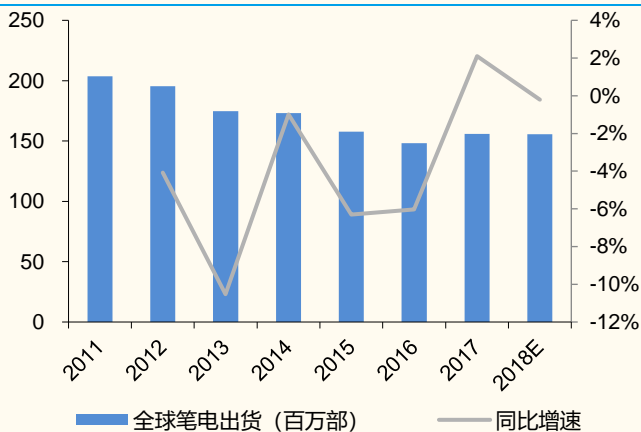


来源：Wind、IDC、国金证券研究所

■ 平板市场延续下滑趋势，笔电市场趋稳

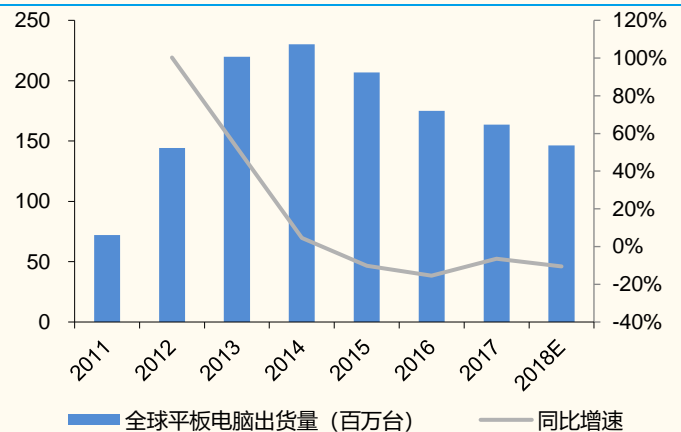
智能手机兴起，笔电和平板受到持续挤压，市场表现低迷，尤其是平板电脑，近年下滑速度明显。笔电全球 2017 年出货 1.56 亿台，历史五年内首次恢复正增长，根据 TrendForce 报道，2018 年全球笔记本电脑出货量与 2017 年基本持平。

图表 23：全球笔电销量下滑后逐步趋稳



来源：Wind、国金证券研究所

图表 24：全球平板市场下滑趋势未改



来源：Wind、国金证券研究所

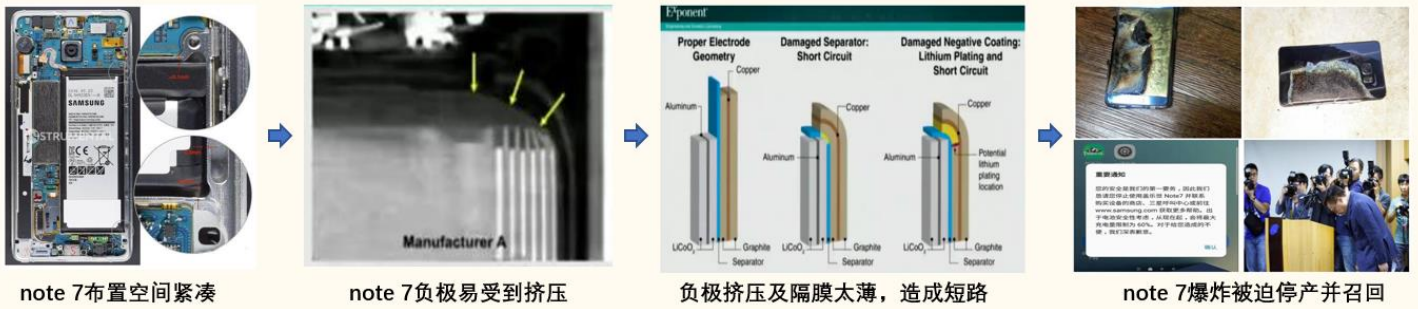
2.2 续航需求推动模组价值量提升

■ 续航时间一直为手机电池瓶颈

为提升续航时间，三星 note7 将手机内部空间设计过于紧凑，手机使用过程中结构件受应力变形会反复挤压到电芯，最终隔膜破损，电池短路，note7 在发布一个多月内，在全球范围内发生 30 多起爆炸、起火事件，被迫停产召

回。三星 note7 只是一例案件，电池续航时间过短一直困扰着各大手机厂和消费者。

图表 25：三星 note7 手机电池爆炸始末



来源：公开资料、国金证券研究所

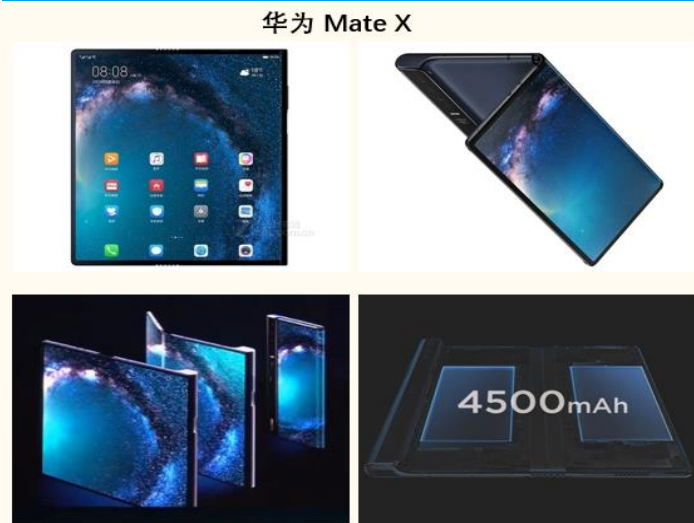
续航时间短有两大解决方案：1) 改善手机快充性能；2) 提升单个手机带电量。其中，提升单个手机带电量可以通过提升电芯体积密度和增加电芯体积两条途径解决，提升电芯体积密度需要材料层面的技术进步，进步缓慢；而提升电芯体积相对简单，但是由于手机内部寸土寸金，或无法提供一个规整空间，双电芯方案应用而生。

■ 双电芯提升空间利用率，手机折叠技术有望锁定本路径

针对下游手机客户来说，双电芯设计可更加充分利用手机内部空间，进而提升单机带电量；同时，如果折叠屏为下一代手机主流产品，双电芯方案也将成为必然选择。针对手机电池厂来说，双电芯方案意味着更为复杂的模组设计以及更高的带电量，两种结果都会提升手机电池的价值量。

- 2012 年量产夏新 N809 双电芯方案巧妙利用手机内部空间，在提高配置性能的前提下，将电池电量/手机体积比在夏新 N820 的基础上提升 0.2pct；
- 2015 年，金立 M5 通过双电芯方案，将手机带电量提升至 6020mAh；
- iPhone X 双电芯方案与 iPhone 7 Plus 比，尽管电量有所降低，但手机内部空间利用更加充分，电池电量/手机体积比提升 0.9pct，为支撑手机高性能的硬件预留舒适空间。

图表 26：华为 Mate X 折叠机



来源：ZOL、国金证券研究所

图表 27：三星 Galaxy Fold 折叠机



来源：ZOL、国金证券研究所

图表 28: 夏新 N809 双电芯 2530mAh (2012 年)



来源: 公开资料、国金证券研究所

图表 29: 金立 M5 双电芯 6020mAh (2015 年)



来源: ZOL、国金证券研究所

图表 30: iPhone 7 单电芯 2900mAh 体积较大



来源: ZOL、国金证券研究所

图表 31: iPhone X 双电芯 2716mAh 体积显著减小



来源: ZOL、国金证券研究所

图表 32: 不同手机容量/体积比

手机型号	电池容量(mAh)	电压 (V)	手机尺寸 (mm)	手机体积 (cm ³)	容量/体积
夏新 N820	2050	3.7	131*67*10.5	92.16	8.2%
夏新 N809	2530	3.7	129*69*12.5	111.26	8.4%
金立 M5	6020	3.83	152*76*8.5	98.19	23.5%
iPhone 7 Plus	2900	3.82	158.2*77.9*7.3	89.96	12.3%
iPhone X	2716	3.81	143.6*70.9*7.7	78.40	13.2%

来源: ZOL、国金证券研究所

■ 技术路径趋于统一, 加速快充应用推广

随智能手机兴起, 电池容量逐步突破 2000mAh 大关, 早期 5V/1A 即 5W 充电技术已无法满足要求, 快充需求随之兴起。业内快充技术主要有三种方案:

- 电压不变, 提升电流 (低压高电流);
- 电流不变, 提升电压 (高压低电流);

- 同步提升电流和电压（高压高电流）。

Micro USB 为智能手机标配，其接口和数据线都无法安全承载超过 2.5A 以上的电流，所以早期快充方案以高压低电流为主，但电池充电窗口通常在 2.4-4.3V 之间，充电器输入电压越高，转换效率越低，损失功率产热会影响手机的安全和稳定性。随着 USB Type-C 接口标准的出现（可承载 3-5A 电流），低压高电流可完美解决以上问题，快充路线趋于统一，推广随之加快。

手机快充对电池的倍率性能和模组技术都有更高的要求，快充电池价值量较普通电池最高可溢价 30%，因此快充比例提升亦为驱动公司营收增加的原因之一。

图表 33：快充技术发展路径趋于统一，助力快充快速推广

厂家	快充技术进展路径
高通	<p>2013 年，提出快充概念，Quick Charge 1.0（简称 QC1.0）诞生，QC1.0 通过提高输入电流提升充电效率，突破 USB-IF 关于 USB Battery Charge 1.2 协议 1.5A 电流上限，支持 5V/2A 即最大 10W 充电，原为 5V/1A 即 5W 充电；（低压高电流方案）</p> <p>2013 年，高通在 QC1.0 基础上提出 QC2.0 概念，技术路径向高压低电流转变。QC2.0 通过 USB 端口的 D+和 D-两个信号实现通讯和调压，新增对 9V、12V 和 20V（用于平板电脑，非常罕见）电压的支持，最大支持 9V/2A 和 12V/1.5A 即 18W 的充电功率；（转向高压低电流方案）</p> <p>2015 年，QC3.0 方案改变输入电压非 A 即 B 设计，允许输入电压在 3.6V 到 12V 之间以 200mV 进行微调，降低电压转换过程中的功率损耗；（高压低电流方案）；</p> <p>2016 年，QC4.0 发布，支持 5V/5.6A 和 9V/3A 输出，电压支持以 20mV 为单位进行微调。（转向低压高电流方案）</p>
联发科	<p>在高通提出 QC 快充技术不久，推出了自家的 Pump Express（下文简称 PE）和 Pump Express Plus（PEP，对应 QC2.0）快充技术，与 QC 的最大差异在于改用 VBUS 上的电流脉冲来进行通讯和调压；</p> <p>2015 年，PE2.0 方案改变输入电压非 A 即 B 设计，允许输入电压在 3.6V 到 12V 之间以 500mA 进行微调，降低电压转换过程中的功率损耗；（高压低电流方案）；</p> <p>2016 年，PE3.0 发布，支持的电压范围在 3V 到 6V 之间，同样能以 20mV 为单位进行微调，而输出电流最高可达 5A，最高充电功率可达 30W。（转向低压高电流方案）</p>
华为	<p>2013 年，引入“快充”概念，同样支持 5V/2A 输入，3.5h 内可将 4050mAh 电池充满；（低压高电流方案）</p> <p>华为开发出 Fast Charger Protocol（FCP）方案；（转向高压低电流方案）</p> <p>2016 年底，华为推出荣耀 Magic，采用“HUAWEI Magic Power”的快充技术，可以实现最大 5V/8A 即 40W 的充电功率，将电流提升至新高度。（低压高电流方案）</p> <p>华为开发出 SuperCharge 超级快充（5V/4.5A，成功应用于 Mate 10）。（转向低压高电流方案）</p>
OPPO	<p>2014 年，推出“VOOC 闪充”方案，支持 5V/4.5A 即 22W 充电，30min 可将电池从 0 冲至 75%，成就“充电 5 分钟，通话 2 小时”经典案例。（低压高电流方案）</p>

来源：cfan、国金证券研究所整理

图表 34：3000mAh 手机电池不同技术充电时间

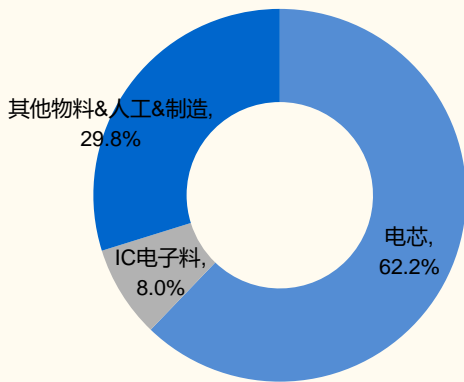
不同充电技术	充满 90%需要时间 (min)	充满 100%需要时间 (min)
5V/2A	100	110
QC3.0(9V/2A)	60	80
VOOC(5V/4V)	50	75
Magic Power(5V/8A)	30	50

来源：cfan、国金证券研究所整理

2.3 布局上游电芯业务，提升利润率

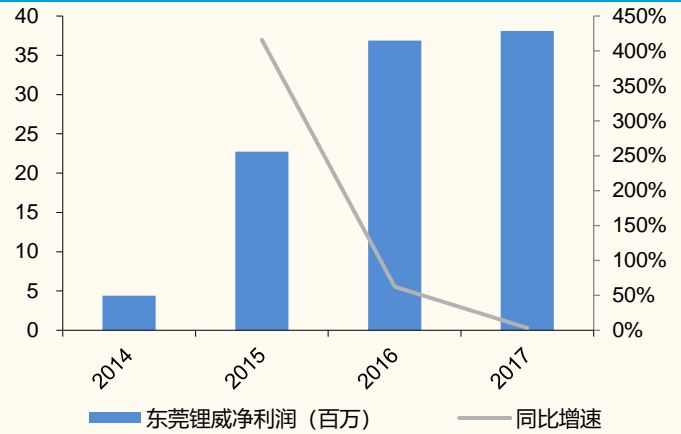
公司 2014-2017 年净利率为 4.0%、5.1%、5.7%、4.0%，子公司东莞锂威 2014-2017 年净利率为 23.2%、8.8%、9.8%、5.6%，尽管因为对母公司让利，锂威净利率有所下滑，但仍然高于上市公司，这是因为电芯技术壁垒相对较高，因此盈利能力优于模组环节。此外，电芯占手机、笔电等消费类模组成本 50%以上，单位产品净利润大于模组环节，因此渗透至上游电芯环节对提升利润和利润率都有帮助。公司 2014 年通过收购实现消费电子电芯业务布局，目前自供电芯已经进入部分国内大客户。未来自供电芯比例持续提升将成为驱动公司数码电池业务盈利能力提升的关键因素之一。

图表 35：电芯占数码类模组成本一半以上



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 36：东莞锂威净利润及同比增速



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 37：公司收购锂威过程及锂威产能、客户开发进展

年份	动态描述
2011 年	东莞锂威成立；
2014 年	公司正式收购收购东莞锂威 51% 股权，达到控股地位。收购前东莞锂威具备电芯产能 10 万只/天，属于联想手机、Acer 等供应链成员；
2015 年	东莞锂威进入联想笔记本、大疆无人机、Google 供应链体系；
2016 年	东莞锂威进入手机客户小米\魅族\传音\HTC\奇酷供应链； 惠州锂威挂牌成立；
2017 年	惠州一期、二期达产，新增产能 30 万只/天；
2018 年	锂威进入 Moto/vivo/华为等高端客户供应链； 产能达 60 万只/天，并规划 2019 年实现产能 75 万只/天； 欣旺达全资收购锂威。

来源：公司官网、国金证券研究所

2.4 笔电电池：把握技术路径变更，抢占新份额

18650 圆柱型电芯型号单一，生产工艺成熟，成本相对容易控制，在消费电子领域内具有多年应用历史。随着消费者对更轻薄超级本需求的增长，笔记本电池逐步由圆柱 18650 切换为锂聚合物电芯。台湾新普、顺达在圆柱电芯模组具有多年积累，技术优势明显，而公司依托在手机业务方面积累，在锂聚合物模组上具备一定优势，将受益于该技术路线的切换。

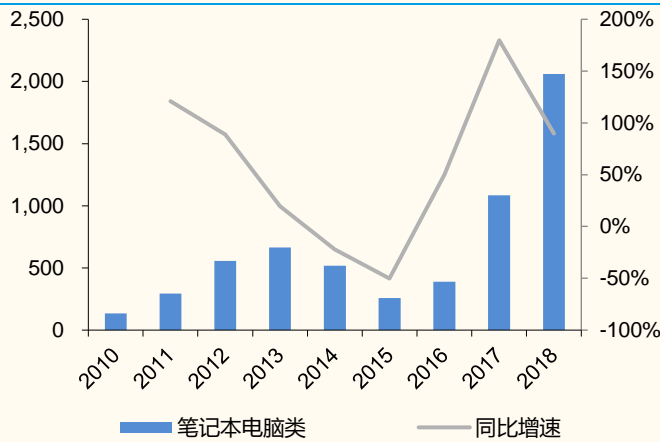
■ 同业对比，公司笔电模组增长迅猛

近 3 年公司和笔电模组营收复合增速分别为 46.48%、99.79%，新普、顺达近 3 年公司营收复合增速分别为 3.46%和-5.38%，大幅低于公司笔电业务增速；

■ 公司内部对比，低市占率笔电模组仍有很大增长空间

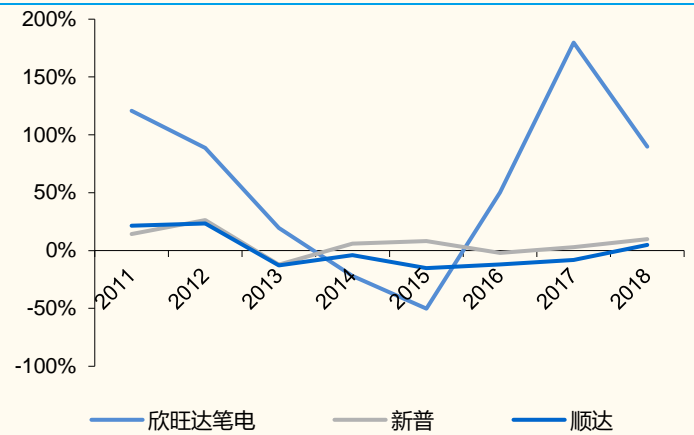
2018 年全球手机模组出货约 14 亿套，营收约为 500 亿元；笔电模组出货约为 3 亿套，尽管销量低于手机模组，但是单套笔电模组价值为手机模组的 2-3 倍，市场空间同样不容小觑。笔电电芯由圆柱切换为聚合物后，与手机模组几无区别，而公司 2017 年手机和笔电模组的市占率分别为 20%、5%，因此我们认为公司笔电模组业务仍有很大增长空间。

图表 38：公司笔电业务营收及同比增速



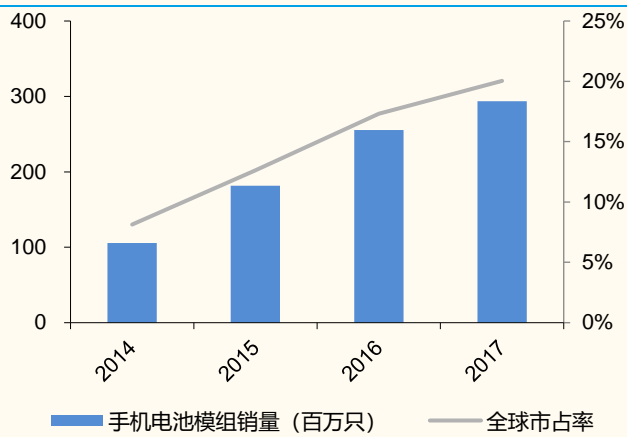
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 39：公司笔电业务与新普、顺达公司营收增速对比



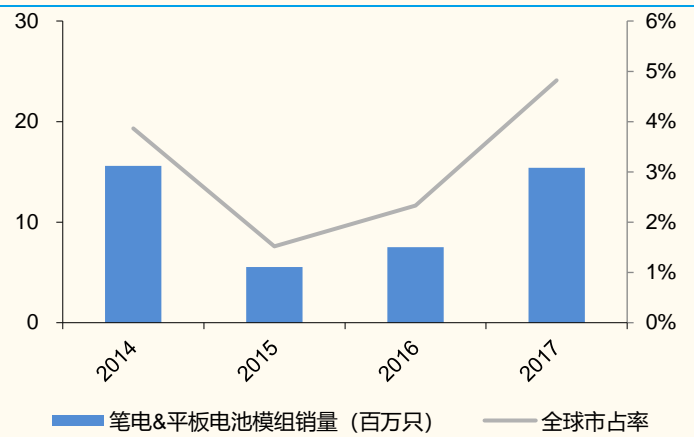
来源：Wind、国金证券研究所

图表 40：公司手机模组市占率逐年攀升



来源：公司公告、Wind、国金证券研究所

图表 41：笔电模组市占率明显低于手机市场



来源：公司公告、Wind、国金证券研究所

2.5 智能硬件：绑定高增客户，共享千亿市场

■ 智能硬件具备千亿级市场规模，且维持高速增长

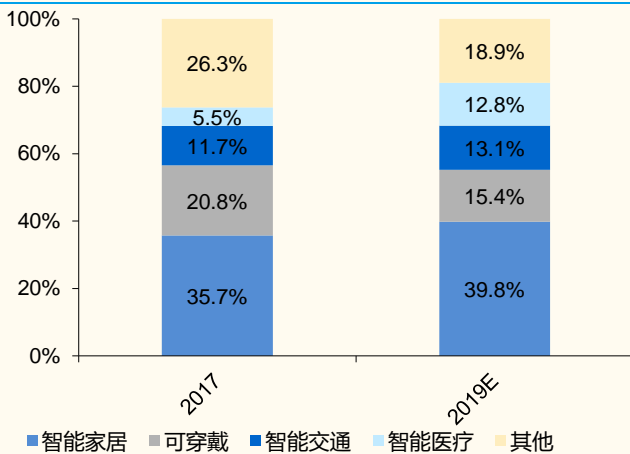
智能硬件是指通过将硬件和软件结合对传统设备进行智能化改造而得出的产品，根据应用领域不同分为可穿戴设备、智能家居、智能医疗、智能交通等。2014 年为行业爆发元年，至 2017 年具有约 730 亿市场规模。根据前瞻产业研究院预测，2017-2023 年行业年复合增速约为 16.5%。其中，2017 年智能家居和可穿戴设备市占率较高，分别为 36%、21%，未来智能家居、智能交通、智能医疗硬件市占率会进一步提升。

图表 42：智能硬件分类



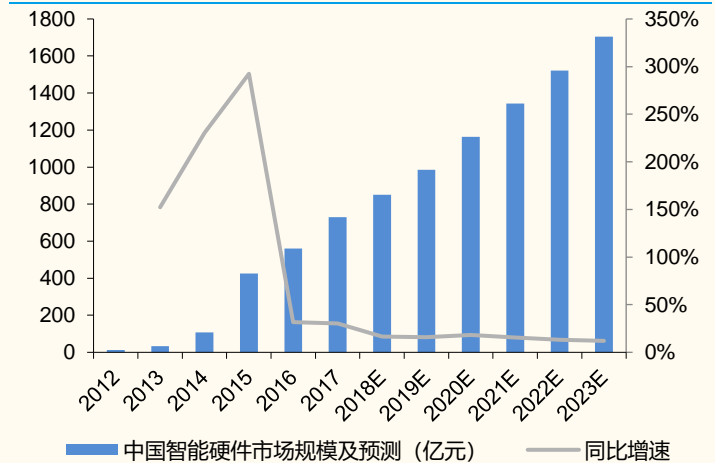
来源：前瞻产业研究院、国金证券研究所

图表 43：智能硬件市场结构及预测



来源：前瞻产业研究院、国金证券研究所

图表 44：智能硬件市场规模及预测

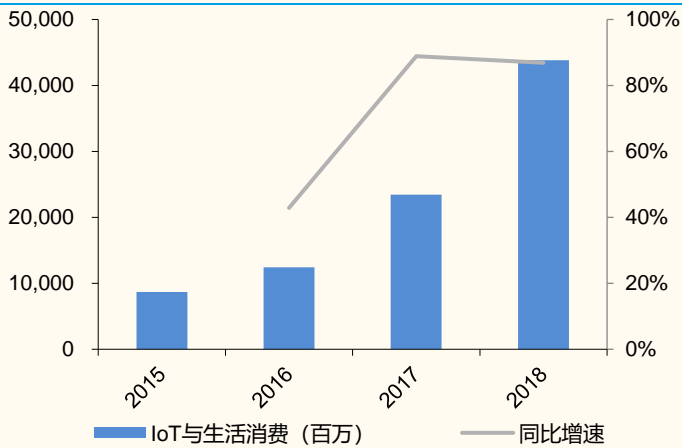


来源：前瞻产业研究院、国金证券研究所

■ 消费类锂电池衍生业务，绑定大客户共同成长

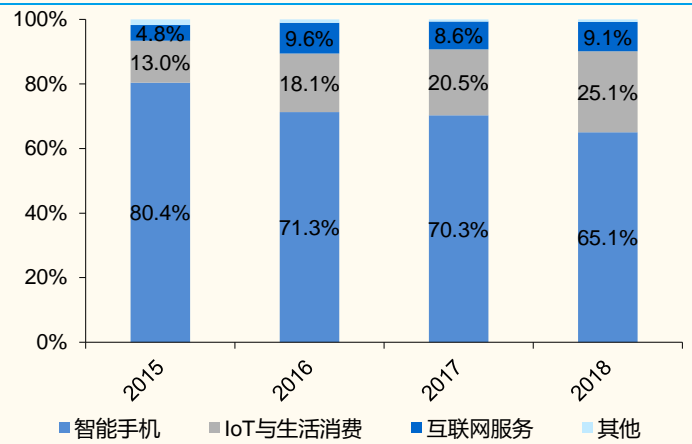
公司智能硬件为消费类锂电池横向延伸产品，可满足客户一站式采购需求，增强客户粘性，主要产品包括扫地机器人、电子笔、智能出行、个人护理和智能音箱等，主要客户为小米等公司。小米具有全球最大智能硬件 IoT 平台，且 IoT 与生活消费占比逐年提升。2018 年，小米智能穿戴设备出货量为 2330 万台，同比增长 44.6%，全球市场占有率为 13.5%。公司智能硬件业务有望跟随下游客户共享千亿智能硬件市场。

图表 45：小米 IoT 与生活消费业务维持高增



来源：小米公告、国金证券研究所

图表 46：小米 IoT 与生活消费业务占比逐年提升



来源：小米公告、国金证券研究所

3、动力和储能：业绩和盈利能力新拐点

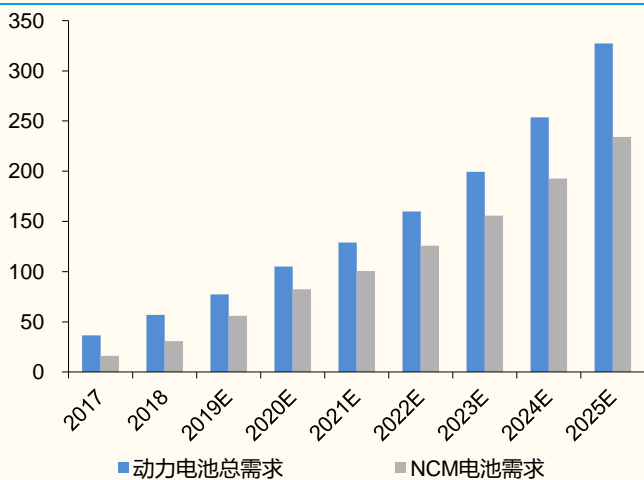
3.1 新能源车高速增长趋势不改

■ 新能源汽车持续高速增长

2018 年，中国新能源汽车产销分别 127 万辆和 125.6 万辆，同比分别增长 59.9%、61.7%，对应动力电池装机 56.98GWh，同比增长 56%，其中乘用车、商用车分别生产 107 万辆、20.1 万辆，同比增长 80.5%、-0.4%。尽管新能源汽车对补贴仍有很强依赖性，而且补贴会持续退坡，但是考虑到新能源汽车产业链仍有很大的降本空间，可缓冲有序退补的冲击。经测算，2021 年在没有补贴的背景下，传统汽车和续航 400km 新能源汽车行驶 1.5 万 km/年的年均使用成本分别为 2.35 万、2.36 万，行驶 2 万 km/年的年均使用成本分别为 2.61 万、2.40 万。由此可见，退补后新能源汽车的经济性已与传统汽车相当，在某些特定的使用情景下经济性甚至会更优。因此，我们认为新能源汽车可以维持高速增长的趋势。

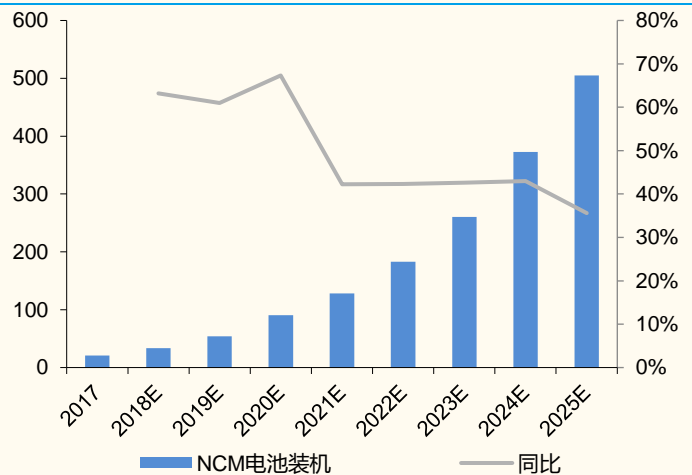
根据中国汽车工程协会和国际各大车企规划 2025 年新能源汽车的侵占率为 15%-25%，经测算 2025 年中国、欧美地区动力电池需求分别为 327GWh 和 505GWh，年均增速分别为 28%和 47%。

图表 47：中国动力电池需求预测



来源：中国汽车工程协会、GGII、国金证券研究所

图表 48：欧美地区动力电池需求预测



来源：搜狐网、GGII、国金证券研究所

3.2 动力电池：疑虑逐步消除，留下海量想象空间

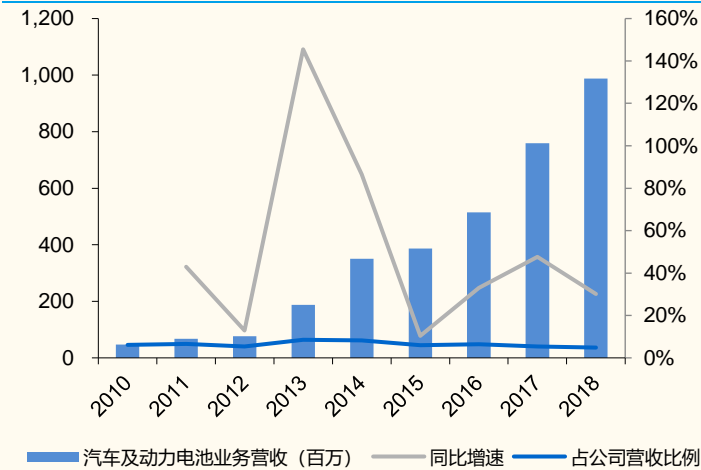
■ 业务外延至动力电池

公司依靠消费电子模组先发优势，在 2008 年开始开拓动力电池 PACK 业务，并取得稳定发展。2017 年，公司把握时机，新增 6GWh 动力 PACK 和 4GWh 动力电芯产能规划。截止 2018 年底，项目一期 2GWh 电芯和 3GWh PACK 顺利投产，公司 PACK 和电芯能量密度分别达 162Wh/kg、215Wh/kg，处于行业领先水平。2019 年，公司动力电池新增产能规划 30GWh，保证未来供应充足。

■ 海外订单落地，市场对后入动力电池厂的顾虑有望消除

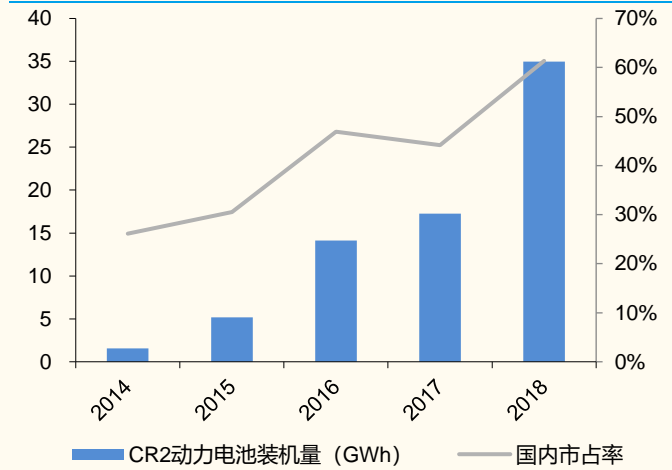
动力电池市场空间大，前景广阔，但技术壁垒高，龙头宁德时代和比亚迪市占率持续提升，部分投资者或担忧公司作为后入者难以突破入围。2019 年 4 月，公司获雷诺-日产 115.7 万台新能源车定点通知，海外客户对产品品质要求高，具有严格的质控体系，公司通过其认证且是技术壁垒更高的混合动力，可充分证明动力电池技术、质量达到领先水平。自主品牌方面，公司动力电芯通过 PACK 业务顺利切入量产车型东风风行 S50EV，截止 2019 年 3 月份，累计装机 1800 余台。随着海外和自主品牌订单陆续落地，市场对公司动力电池业务的顾虑有望逐步消除。目前，公司动力电池营收主要由 PACK 业务贡献，电芯产能有限且刚刚投放，市占率仍维持低位。但随 2019 年大客户订单开始交付以及后续更多规划产能陆续投产，动力电池业务总体有望维持较高增速，或将成为公司增长主动力。

图表 49：公司动力电池业务有序增长



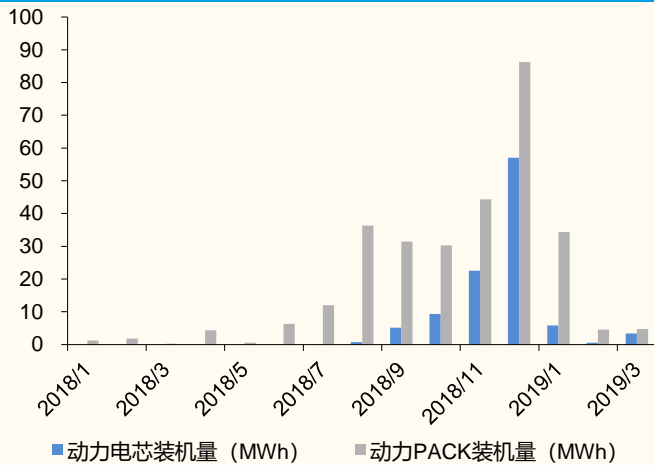
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 50：动力电池 CR2 市占率逐步提升



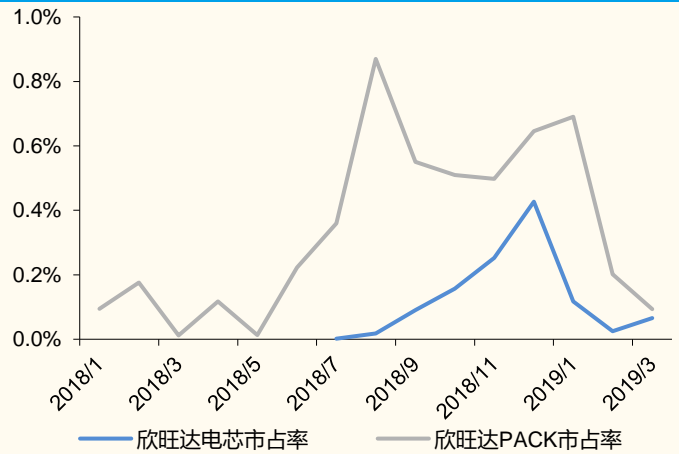
来源：锂电网、中国商情网、GGII、国金证券研究所

图表 51：欣旺达动力电芯及 PACK 装机量



来源：GGII、国金证券研究所

图表 52：欣旺达动力电芯及 PACK 市占率



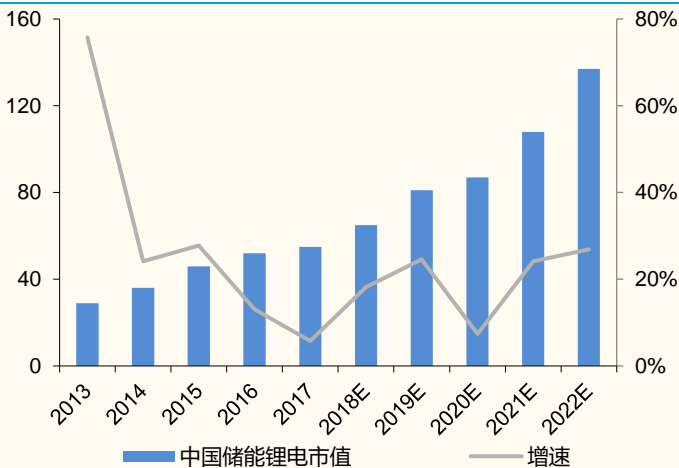
来源：GGII、国金证券研究所

3.3 储能：积极筹备，抢滩新蓝海

■ 储能处起步阶段，未来市场空间巨大

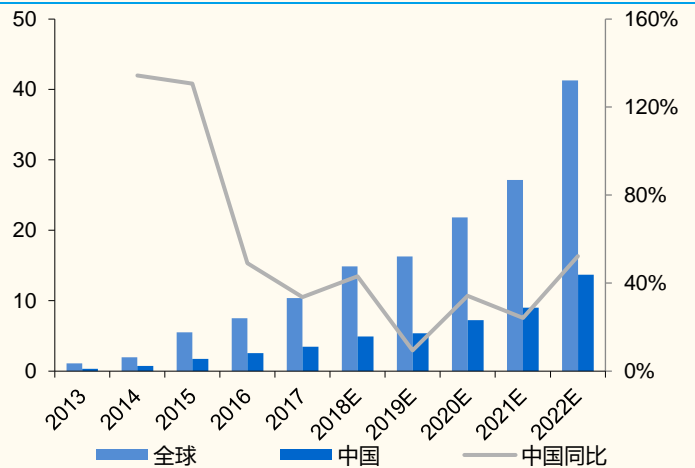
据产业信息网披露，2017 年全球和中国储能锂电池出货量分别为 10.4GWh、3.45GWh，同比分别增长 38%、34%，预计 2022 年国内储能电池市值约为 137 亿元，据此测算 2022 年国内储能电池装机约为 14GWh。中国储能电池多选用磷酸铁锂，海外市场选用三元电池，且国外电价高于国内，对储能需求更强，假设按照国外储能电池增速与国内相同，则 2022 年全球储能电池需求为 41GWh，年均增速约为 16%。

图表 53：国内储能锂电历年市值及预测 (亿元)



来源：中国产业信息、国金证券研究所

图表 54：储能锂电装机 (GWh) 及同比增速



来源：中国产业信息、GGII、国金证券研究所

■ 积极筹备，抢滩蓝海市场

公司不放过任何新生市场空间，积极进行储能相关布局：

- **产能方面**：2015 年，公司投资 3000 万元建设年产 4000 套储能系统项目，建设周期 2 年；
- **业务方面**：公司曾先后参与国家智能电网重大专项“多能互补集成优化的分布式能源系统示范”项目（973 项目）、山西省重点研发计划“10MW 级锂电池储能系统关键技术与工程示范”项目、广州工业园区 4MWh 多元用户互动的配用电系统关键技术研究及示范项目、南沙微

网储能示范项目、山西省风光储充微电网项目、南极微网项目等大型电网储能项目；家庭储能方面，公司在欧洲、澳洲、东南亚和非洲等重点市场已经建立了完整的分销渠道，并完善了大客户合作开发模式：

- **梯次利用方面：**公司参与国家重大专项“梯次利用动力电池规模化工程应用关键技术”，在梯次利用电池的寿命、应用模式和商业模式方面展开研究。

储能领域，公司产线、技术已准备充分，并拥有多个实际项目建设、运营经验。一切就绪，只待风来。

4、盈利预测

■ 数码类业务

数码类产品主要包括手机电池模组、笔电电池模组、智能硬件，2018 年营收同比增速分别为 24%、90%、308%。其中：

- 手机模组类业务市占率已达 20%以上，增速逐步趋缓，假设 2019-2021 年增速分别为 20%、18%、15%；
- 笔电模组市占率 5%左右，相对较低，仍处于市场快速扩张阶段，假设 2019-2021 年营收增速分别为 55%、44%、35%；
- 智能硬件行业增速逐步趋稳，因公司绑定高增客户，将伴随下游客户快速增长，假设 2019-2021 年增速分别为 80%、60%、30%。

毛利率方面，考虑手机、笔电自供电芯比例持续提升，给予毛利率小幅上涨；智能硬件则随着扩产规模趋稳，毛利率同样呈上涨趋势。假设毛利率 2019-2021 年分别为手机电池 15.8%、16.3%、16.8%，笔电电池 12.9%、13.3%、13.7%，智能硬件 11.7%、12.0%、12.4%。

■ 动力电池业务

公司动力新增 6GWh PACK 和 4GWh 电芯一期 50%产能已于 2018 年正式达产，剩余部分预计 2019 年上半年达产，因此 2019 年动力电芯有效产能约为 3GWh，2020 年后南京新规划产能会陆续投产。假设公司动力电池业务未来三年增速为 200%、80%、50%。

毛利率方面，随着新增产能投产，动力电池毛利率呈现稳定回升，假设未来三年动力电池业务毛利率分别为 14.8%、16.3%、18.7%。

我们预测公司 2019-2021 年营收分别为 286.85 亿元、387.36 亿元和 486.48 亿元，归母净利润分别为 10.90 亿元、16.83 亿元和 23.53 亿元，归母净利润同比增速分别为 55%、54%、40%，EPS 分别为 0.70 元、1.09 元和 1.52 元，对应 PE 分别为 16.81、10.89、7.79 倍。考虑公司笔电、智能硬件和动力电池仍有较大增长空间，给予公司 2019 年 25 倍估值，对应股价为 17.61 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 55：公司营收拆分及预测

类别	单位	2019E	2020E	2021E
手机电池模组营收	百万元	15,437	18,215	20,948
毛利率		15.8%	16.3%	16.8%
笔电电池模组营收	百万元	3,193	4,597	6,216
毛利率		12.9%	13.3%	13.7%
智能硬件营收	百万元	5,512	8,819	11,465
毛利率		11.7%	12.0%	12.4%
动力电池营收	百万元	2,963	5,333	8,000
毛利率		14.8%	16.3%	18.7%
公司总营收	百万元	28,685	38,736	48,648
总毛利率		14.8%	15.0%	15.6%

来源：公司公告、国金证券研究所

5、风险提示

■ 大客户订单波动

智能手机增速下滑、趋稳，公司手机业务增速主要依靠在大客户订单份额提升，因为手机订单周期较长，若公司新订单连续失利，则会影响公司业绩。

■ 消费电子和动力电池电芯突围不及预期

公司消费电子电池利润率提升部分得益于电芯自供比例提升，动力电池业绩增长主要依靠动力电池出货提升。不论消费电子还是动力电池，电芯环节龙头集中现象明显，公司做为后入者，是否可以突围抢占份额存在不确定性。

■ 解禁带来股价阶段性波动

2019年4月15日，公司有2.58亿定向增发机构配售股解禁，占总股本16.67%，股价存在阶段性波动的可能。

图表 56：欣旺达 2019 年 4 月 15 日解禁股东明细

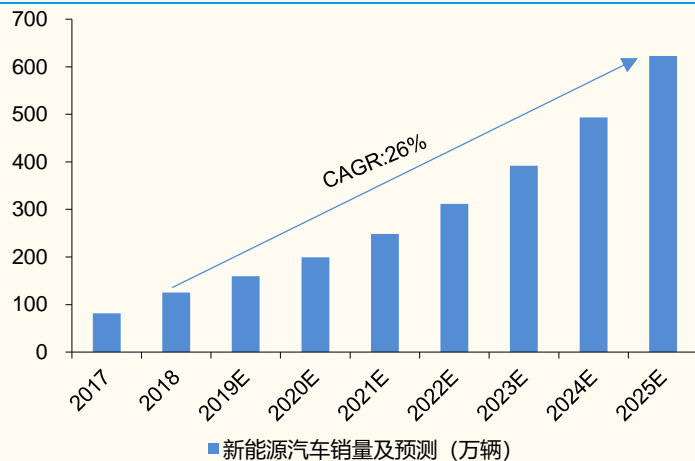
股东名称	本次解禁股份数量(万股)	解禁市值(万元)
长安基金-广发银行-长安悦享定增 61 号投资组合	5,454.55	72,818.18
北信瑞丰基金-招商银行-北信瑞丰基金丰悦 45 号资产管理计划	5,535.35	73,896.97
建信基金-杭州银行-建信-华润信托-增利 69 号特定客户资产管理计划	5,515.15	73,627.27
创金合信基金-浦发银行-创金合信中投中财 1 号资产管理计划	5,555.56	74,166.67
北信瑞丰基金-招商银行-北信瑞丰基金-爱奇艺新能源资产管理计划	3,739.39	49,920.91

来源：Wind、国金证券研究所

■ 新能源车增速不及预期

公司动力电池业务增速主要受新能源汽车驱动。与传统汽车相比，新能源汽车仍然存在续航里程短、快充速度慢和成本高三大痛点，需求受路权、补贴等政策性因素影响较大。报告中动力电池销量参照新能源汽车未来年均增速 26% 预测，若下游汽车销量不及预期，动力电池也会存在销量不及预期的风险。

图表 57：新能源汽车销量及预测

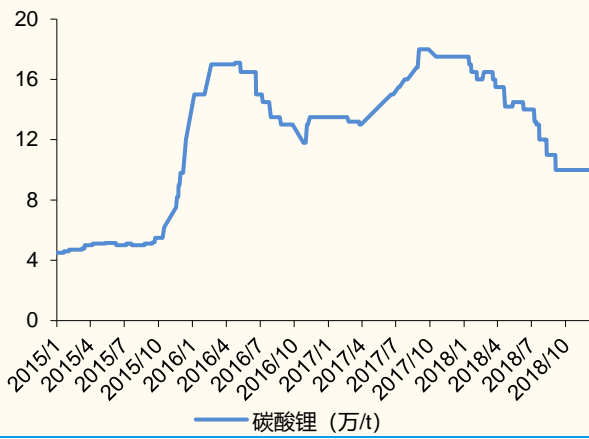


来源：第 1 电动网、GGII、国金证券研究所

■ 上游产品价格上涨超预期

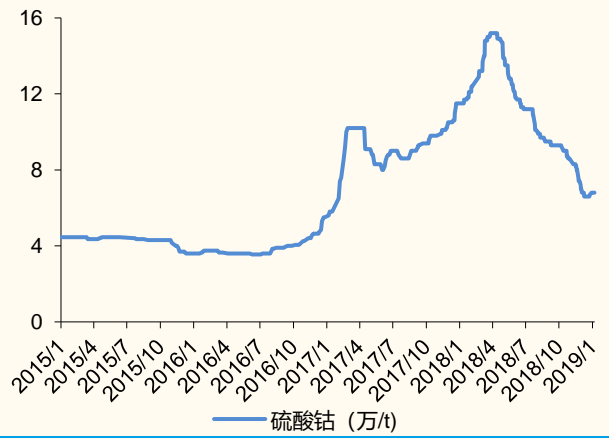
公司锂电池上游为碳酸锂、硫酸钴、硫酸镍等矿加工品，具有较强周期属性，存在大幅波动的风险。尽管公司采用利润加成模式，但若上游涨价向下传导不及时，会影响公司盈利能力。

图表 58: 碳酸锂价格曾出现剧烈波动



来源: Wind、国金证券研究所

图表 59: 硫酸钴价格曾出现剧烈波动



来源: Wind、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	8,052	14,045	20,338	28,685	38,736	48,648	货币资金	1,537	1,873	3,544	4,848	5,817	7,269
增长率		74.4%	44.8%	41.0%	35.0%	25.6%	应收款项	2,450	4,380	5,327	7,035	9,274	11,659
主营业务成本	-6,829	-12,020	-17,321	-24,437	-32,917	-41,036	存货	1,598	2,149	3,296	3,878	5,142	6,436
%销售收入	84.8%	85.6%	85.2%	85.2%	85.0%	84.4%	其他流动资产	92	391	533	609	707	767
毛利	1,223	2,025	3,017	4,248	5,819	7,612	流动资产	5,676	8,793	12,699	16,371	20,940	26,131
%销售收入	15.2%	14.4%	14.8%	14.8%	15.0%	15.6%	%总资产	68.2%	67.3%	68.0%	69.6%	70.5%	71.8%
营业税金及附加	-24	-45	-47	-81	-108	-128	长期投资	187	239	227	227	227	227
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,726	2,925	4,308	4,971	6,058	7,039
营业费用	-82	-142	-187	-268	-344	-457	%总资产	20.7%	22.4%	23.1%	21.1%	20.4%	19.3%
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	无形资产	445	627	999	1,444	1,911	2,396
管理费用	-599	-1,072	-1,693	-2,423	-3,314	-4,205	非流动资产	2,652	4,265	5,977	7,140	8,746	10,254
%销售收入	7.4%	7.6%	8.3%	8.4%	8.6%	8.6%	%总资产	31.8%	32.7%	32.0%	30.4%	29.5%	28.2%
息税前利润 (EBIT)	519	765	1,090	1,476	2,053	2,821	资产总计	8,329	13,059	18,677	23,510	29,687	36,385
%销售收入	6.4%	5.4%	5.4%	5.1%	5.3%	5.8%	短期借款	514	2,040	2,813	3,879	5,160	6,052
财务费用	-13	-172	-193	-143	-176	-204	应付款项	4,527	6,099	8,205	11,118	14,375	17,849
%销售收入	0.2%	1.2%	0.9%	0.5%	0.5%	0.4%	其他流动负债	214	290	479	596	760	962
资产减值损失	-32	-120	-192	-168	-56	-56	流动负债	5,255	8,429	11,497	15,593	20,296	24,863
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	260	294	707	707	707	707
投资收益	-4	113	15	3	3	2	其他长期负债	374	1,251	1,079	871	898	890
%税前利润	n.a	17.8%	2.0%	0.2%	0.1%	0.1%	负债	5,889	9,974	13,283	17,170	21,901	26,460
营业利润	470	628	782	1,218	1,863	2,595	普通股股东权益	2,277	2,906	5,359	6,305	7,751	9,890
营业利润率	5.8%	4.5%	3.8%	4.2%	4.8%	5.3%	少数股东权益	163	179	35	35	35	35
营业外收支	49	6	-11	-6	3	2	负债股东权益合计	8,329	13,059	18,677	23,510	29,687	36,385
税前利润	519	634	771	1,212	1,866	2,598							
利润率	6.4%	4.5%	3.8%	4.2%	4.8%	5.3%	比率分析						
所得税	-56	-70	-65	-122	-183	-245		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	10.8%	11.0%	8.4%	10.1%	9.8%	9.4%	每股指标						
净利润	463	565	706	1,090	1,683	2,353	每股收益	0.348	0.421	0.453	0.704	1.087	1.520
少数股东损益	13	21	4	0	0	0	每股净资产	1.761	2.249	3.462	4.074	5.007	6.390
归属于母公司的净利润	450	544	701	1,090	1,683	2,353	每股经营现金净流	0.811	-0.116	0.711	1.527	1.475	2.105
净利率	5.6%	3.9%	3.4%	3.8%	4.3%	4.8%	每股股利	0.035	0.200	0.130	0.130	0.153	0.138
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.76%	18.71%	13.09%	17.29%	21.71%	23.79%
净利润	463	565	706	1,090	1,683	2,353	总资产收益率	5.40%	4.16%	3.76%	4.64%	5.67%	6.47%
少数股东损益	13	21	4	0	0	0	投入资本收益率	13.34%	10.68%	10.30%	11.34%	12.83%	14.63%
非现金支出	180	337	530	566	564	698	增长率						
非经营收益	22	15	176	219	268	324	主营业务收入增长率	24.42%	74.43%	44.81%	41.04%	35.04%	25.59%
营运资金变动	384	-1,068	-311	488	-231	-117	EBIT 增长率	18.09%	47.47%	42.49%	35.47%	39.04%	37.45%
经营活动现金净流	1,048	-1,150	1,101	2,364	2,284	3,258	净利润增长率	38.44%	20.86%	28.99%	55.39%	54.38%	39.81%
资本开支	-652	-1,592	-2,077	-1,553	-2,098	-2,137	总资产增长率	45.83%	56.79%	43.02%	25.88%	26.27%	22.56%
投资	-96	-100	-204	0	0	0	资产管理能力						
其他	77	-3	2	3	3	2	应收账款周转天数	84.8	81.3	78.9	81.7	80.6	80.4
投资活动现金净流	-671	-1,695	-2,279	-1,550	-2,096	-2,134	存货周转天数	61.3	56.9	57.4	58.5	57.6	57.8
股权募资	35	0	2,534	58	0	0	应付账款周转天数	100.9	93.7	88.9	94.5	92.3	91.9
债权募资	-304	2,181	980	864	1,306	881	固定资产周转天数	67.5	54.5	65.7	50.0	44.4	39.0
其他	-38	-95	-900	-431	-524	-553	偿债能力						
筹资活动现金净流	-307	2,087	2,614	490	782	328	净负债/股东权益	-21.08%	45.76%	13.90%	8.08%	10.58%	2.66%
现金净流量	70	241	1,436	1,304	969	1,452	EBIT 利息保障倍数	39.3	4.5	5.7	10.3	11.6	13.8
							资产负债率	70.71%	76.38%	71.12%	73.03%	73.77%	72.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	13	18	25
增持	1	4	5	8	12
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.44	1.28	1.31	1.32

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH