

业务面面俱佳，净利润巨幅增长

——亿纬锂能三季报点评

事件：

公司前三季度实现营业收入 45.77 亿元，同比增长 52.12%，归母净利润 11.59 亿元，同比增长 205.94%。其中 Q3 实现收入 20.47 亿元，同比增长 81.95%，归母净利润 6.58 亿元，同比增长 199.24%。

● 前三季度扣除投资收益后净利润 4.73 亿元，同比增长 194.3%，好于预期

前三季度利润 11.59 亿元，扣除投资收益后前三季度净利润 4.73 亿元，同比增长 194.3%，高于预期。2019 年三季度末公司存货为 9.77 亿，较年初减少 18.6%，较上半年末减少 13.3%。三季度末公司预收账款 1.17 亿元，较年初增长 202.4%，较上半年末增长 102.5%。Q3 管理费用有明显改善，期间费用率 10.93%，环比下降 3.5 个百分点。Q3 经营性现金流净额 3.67 亿元，单季度现金流入水平达到历史最高。

● ETC 大年叠加智能表计更换周期启动，锂原电池量价齐升

上半年 ETC 电池产线调整与产能爬坡，订单饱满但确认收入较少，下半年开始供不应求，出货量暴增同时提价幅度较大。Q3 单季度毛利率 33.24%，环比提高 8 个百分点，即是高毛利的锂原电池拉动。ETC 电池三季度单月产量在 1000 万套以上，单套均价超过 9 元，预计三季度锂原电池业务收入达到 7 亿元。

● 软包电池开始交付，产能有序扩张

公司前三季度总体装机量 0.91GWh（其中 LFP0.87GWh），行业排名第五。公司 LFP 具备一定的竞争力。湖北金泉子公司 2019 年上半年收入 10.2 亿元，利润 0.82 亿元，账面已经实现盈利。综合考虑部分母公司未计入的人力成本、财务费用、研发支出等费用成本，铁锂板块也已经接近盈利的临界点。三元软包 7 月正式开始向戴姆勒交付，下半年预计出货 0.2-0.3GWh。

● 投资建议与盈利预测

公司锂原电池与消费电池盈利能力较强，软包电池交付打开新的增长阶段，电子烟业务爆发增长持续超预期，部分扰动因素不改四季度高增长趋势。预计公司 2019-2021 年营收分别为 67.65 亿元、92.08 亿元、124.72 亿元，增速分别为 55.5%、36.1%、35.5%，归母净利润 16.24 亿元、20.13 亿元、24.74 亿元，对应 EPS1.67、2.07、2.55，目前股价对应 PE 分别为 21X、17X、14X。维持“买入”评级。

● 风险提示

动力电池客户拓展与销售不及预期，扩产进度与产能利用率不及预期，电子烟行业政策风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2982.30	4351.19	6764.76	9207.72	12472.16
收入同比 (%)	27.46	45.90	55.47	36.11	35.45
归母净利润(百万元)	403.36	570.71	1624.45	2013.01	2474.03
归母净利润同比 (%)	60.18	41.49	184.64	23.92	22.90
ROE (%)	13.09	16.02	21.22	20.82	20.38
每股收益 (元)	0.42	0.59	1.67	2.07	2.55
市盈率(P/E)	84.64	59.82	21.02	16.96	13.80

资料来源：Wind,国元证券研究中心

买入|维持

当前价/目标价：35.19 元/43.42 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：43.85 / 11.6

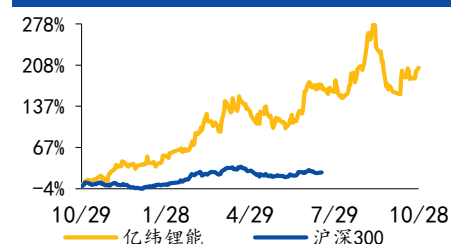
A 股流通股 (百万股)：819.12

A 股总股本 (百万股)：969.14

流通市值 (百万元)：28824.67

总市值 (百万元)：34104.03

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-亿纬锂能 (300014)：高端布局始盛开，锂电江湖拾遗珠》2019.09.25

报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 薛雨冰

电话 021-51097188

邮箱 xueyubing@gyzq.com.cn

联系人 黄浦

电话 021-51097188

邮箱 huangpu@gyzq.com.cn

目 录

1.三季度业绩持续超预期.....	3
2.ETC 冲量带动锂原电池整体盈利提升	4
3.消费锂电增长稳健，不断拓展新的消费场景	5
4.软包电池开始交付，产能扩张有序进行	6
5.电子烟政策扰动仍待澄清，总体影响可控.....	8
6.盈利预测与投资建议	9
7.风险提示.....	9

图表目录

图 1：公司期间费用下降 3.5pct.....	3
图 2：亿纬锂能 OBU 双电源方案	4
图 3：圆柱电池以电动工具与两轮车市场为主.....	5
图 4：TTI 营业收入增长稳健	6
图 5：工具的电动化、无绳化与智能化.....	6
图 6：可充电豆式电池开拓可穿戴智能设备市场	6
图 7：公司 2019 年前三季度总体装机量 0.91GWh.....	7
图 8：公司 2019 年前三季度磷酸铁锂装机量 0.87GWh.....	7
图 9：国际动力电池厂商产能扩张情况.....	8
表 1：亿纬锂能单季度业绩拆分.....	3
表 2：预计 2019 年与 2020 年分别有 1.03 与 0.8 亿套的安装需求.....	5
表 3：亿纬锂能前三季度动力电池配套情况	7
表 4：亿纬锂能经营预测.....	9

1. 三季度业绩持续超预期

公司前三季度实现营业收入 45.77 亿元，同比增长 52.12%，归母净利润 11.59 亿元，同比增长 205.94%。其中 Q3 实现收入 20.47 亿元，同比增长 81.95%，归母净利润 6.58 亿元，同比增长 199.24%。前三季度毛利率 28.98%，Q3 单季度毛利率 33.24%，环比提高 8 个百分点，主要由于高毛利的锂原电池拉动。扣除投资收益后前三季度净利润 4.73 亿元，同比增长 194.3%。

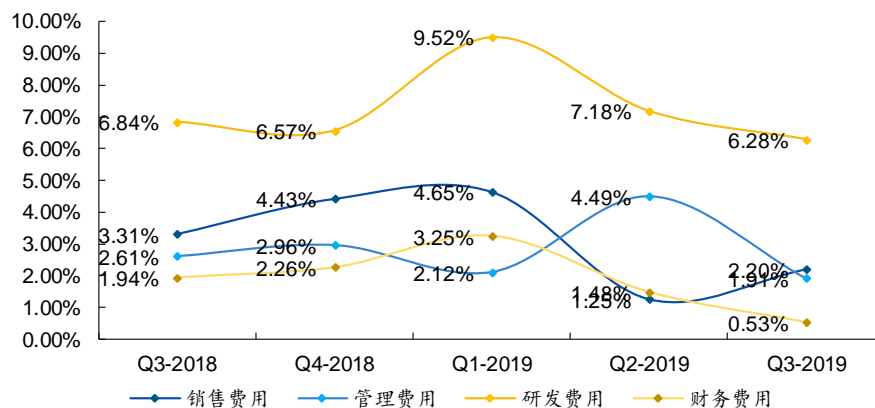
表 1：亿纬锂能单季度业绩拆分

(百万元)	Q3-2018	Q4-2018	Q1-2019	Q2-2019	Q3-2019	QoQ	YoY
亿纬锂能收入	1125.3	1342.2	1097.9	1431.8	2047.5	43.00%	81.95%
麦克韦尔：							
持有麦克韦尔权益 (%)	38.5	37.6	37.6	37.6	37.6	-	-
麦克韦尔净利润	235.5	351.4	384.2	585.9	843.3	43.94%	258.10%
麦克韦尔股权转让收益	51.2	-	-	-	-	-	-
麦克韦尔权益法收益	92.78	131.9	144.3	223.6	316.7	41.62%	241.31%
亿纬归上净利润	220.0	192.0	200.3	300.2	658.3	119.27%	199.21%
亿纬扣非净利润	161.8	186.2	195.5	295.1	643.3	117.98%	297.56%
扣除麦克韦尔影响后的利润	78.1	60.0	56.0	76.6	341.6	345.94%	337.38%
扣除麦克韦尔后的净利率	6.94%	4.47%	5.10%	5.35%	16.68%		

资料来源：Wind，国元证券研究中心

Q3 预收账款增加，期间费用环比下滑 3.5pct，现金流净额大幅增加。2019 年三季度末公司存货为 9.77 亿，较年初减少 18.6%，较上半年末减少 13.3%。三季度末公司预收账款 1.17 亿元，较年初增长 202.4%，较上半年末增长 102.5%。公司梳理业务规章制度，严格控费获得成效，Q3 管理费用有明显改善，期间费用率 10.93%，环比下降 3.5 个百分点。Q3 经营性现金流净额 3.67 亿元，单季度现金流入水平达到历史最高。

图 1：公司期间费用下降 3.5pct



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2.ETC 冲量带动锂原电池整体盈利提升

ETC 大年叠加智能电表更换周期启动，锂原电池业绩大幅增长。上半年 ETC 产线调整与产能爬坡，订单饱满但确认收入较少，下半年开始供不应求，出货量暴增同时提价幅度较大。上半年锂原电池毛利率已经达到 40.5%，预计下半年毛利率在 ETC 带动下有较大幅度提升。三季度单月产量在 1000 万套以上，单套均价超过 9 元，预计三季度锂原电池业务收入达到 7 亿元。

图 2：亿纬锂能 OBU 双电源方案



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

预计 2019 年与 2020 年分别有 1.03 亿与 0.8 亿套的安装需求，预计 2020 年后新增量年平均价值约 2700 万套。5 月 28 日，国家发展改革委、交通运输部联合发布，到 2019 年 12 月底，全国 ETC 用户数量突破 1.8 亿，高速公路不停车快捷收费率达到 90%以上。交通运输部数据显示，截至 10 月 9 日，全国 ETC 用户累计达到 14,348.99 万，完成发行总任务 19,085.56 万的 75.18%。70%以上 ETC 车载单元由亿纬锂能电源驱动。

假设 1：根据汽车国际报废率 4-6%，假设我国车辆报废率在 5%；

假设 2：我国汽车销量 2019 年增速为-7%，2020 年为 3%，2021 年为 3%；

假设 3：OBU 替换需求按照 2019 年上半年以前安装 8000 万存量，逐年按 95%的保有量计算，年均替换量 12.5%（8 年寿命）。

表 2：预计 2019 年与 2020 年分别有 1.03 与 0.8 亿套的安装需求

	2018E	2019E	2020E	2021E
年末保有量(万辆)	24,000	25,411	26,831	28,260
新增车辆	2808.01	2611	2690	2770
报废车辆	1,200.00	1,200.00	1,270.57	1,341.53
报废率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
新增 OBU (万套)	1,535	10,344	7,194	2631.96
渗透率	-	71%	94%	94%
替换需求 OBU (万套)	-	-	950	903
ETC-OBU 合计 (万套)	1,535	10,344	8,144	3,534

资料来源：工信部，国元证券研究中心

3.消费锂电增长稳健，不断拓展新的消费场景

公司消费锂电池主要分为小型消费电池与 18650 圆柱电池。1) 前者用于可穿戴、蓝牙、电子烟等，主要是小型软包电池。型号众多，定制化设计，产品价格较敏感。该领域竞争相对于手机电池、平板电脑电池更为温和，市场规模也可观；2) 18650 圆柱电池，原计划用于动力电池，后逐步转为消费电池，应用场景主要以电动工具、电动自行车为主，特点是高度标准化统一，产品价格比较敏感。

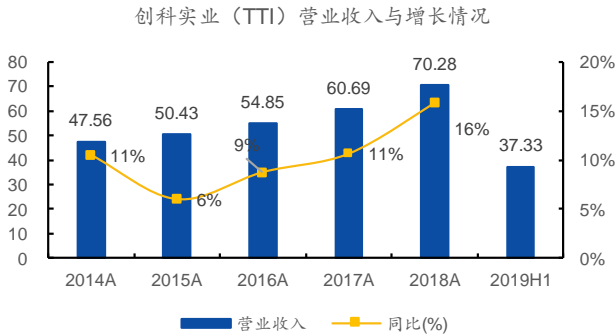
圆柱电池实现满产满销，以电动工具与两轮车市场为主。重要客户 TTI 不断推出新品，收入与市场份额持续增长。TTI 电动工具产品创新，将手动工具电动化，比如榔头、电缆断线钳等手动工具都实现了电动化；从有线（插电）到无线（充电），把电动工具改成由锂电池供电，更便捷；通过无线设备调节电动工具属性等。

图 3：圆柱电池以电动工具与两轮车市场为主



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

图 4：TTI 营业收入增长稳健



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

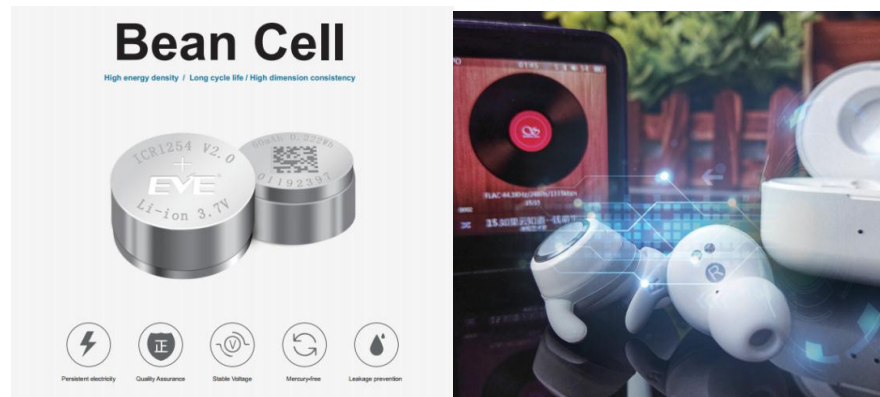
图 5：工具的电动化、无绳化与智能化



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

智能穿戴产品出货量大，品类多，推动消费电池的需求。公司推出可充电豆式电池会极大地丰富无线智能穿戴产业的活力和丰富性，为 5G 时代智能手环、智能手表、无线耳机等智能穿戴产品带来更加丰富多彩的经验。产业化不断提速，将成为一个强劲的增长点。

图 6：可充电豆式电池开拓可穿戴智能设备市场



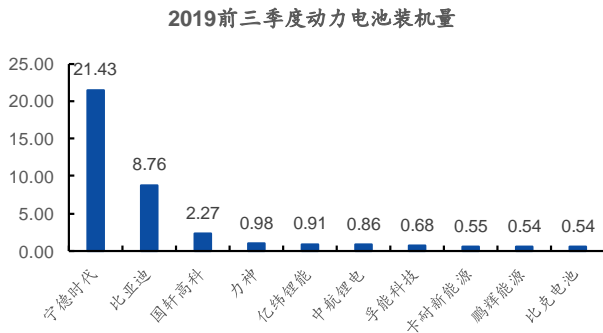
资料来源：公司官网, 国元证券研究中心

4. 软包电池开始交付，产能扩张有序进行

公司磷酸铁锂电池具备一定的竞争力，即将迎来盈利的拐点。湖北金泉子公司业务包括部分三元圆柱与磷酸铁锂，2019 年上半年收入 10.2 亿元，利润 0.82 亿元，账面已经实现盈利。综合考虑部分母公司未计入的人力成本、财务费用、研发支出等费用成本，铁锂板块也已经接近盈利的临界点。磷酸铁锂目前客户结构稳定，从装机来看，前三大客户分别是南京金龙、东风汽车与吉利商用车。公司募投项目 3.5GWh 铁锂产能预计 2020 年一季度开始投产，盈利拐点或提前到来。

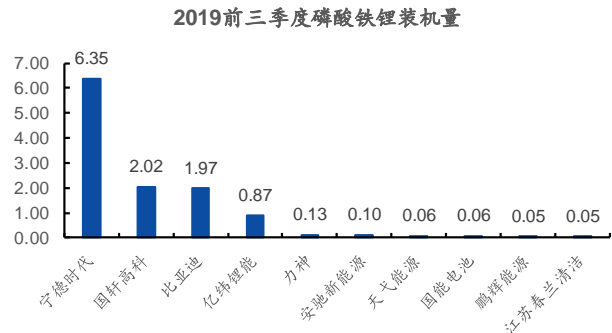
公司三元软包 7 月正式开始向戴姆勒交付，下半年预计出货 0.2-0.3GWh。2018 年三元软包电池成功进入戴姆勒体系，2019 年又进入现代-起亚体系，动力电池海外配套开始实现交付，未来策略是不断树立标杆客户。

图 7：公司 2019 年前三季度总体装机量 0.91GWh



资料来源：GGII，国元证券研究中心

图 8：公司 2019 年前三季度磷酸铁锂装机量 0.87GWh



资料来源：GGII，国元证券研究中心

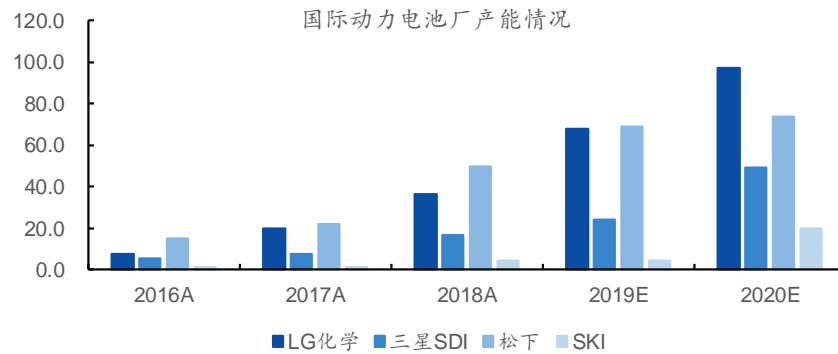
表 3：亿纬锂能前三季度动力电池配套情况

电池类型	配套车企	装机电量 (MWh)	电池类型	配套车企	装机电量 (MWh)	
磷酸铁锂-方形	南京金龙	426.17	三元-圆柱	南京金龙	3.21	
	东风汽车	170.09		恒润高科	2.84	
	吉利商用车	163.07		华晨金杯	0.22	
	开沃汽车	78.17		郑州日产	0.15	
	亚星客车	11.94		银宝专用车	0.09	
	山西新能源汽车	11.22		顺肇专用车	0.09	
	武汉客车	8.87		吉林汽车	0.04	
	杭州长江汽车	3.23		合计	6.64	
	华菱汽车	0.87		三元-软包	合众新能源	28.95
	宇通客车	0.40				
	重汽王牌	0.19				
	东风柳州汽车	0.17				
	合计	0.87				

资料来源：GGII，国元证券研究中心

公司计划以现金出资 5.25 亿美元与 SKI 合建 20-25GWh 产能。海外电动化提速，相较于三星 SDI、LG 化学及松下等其他参与全球竞争的动力电池头部玩家，SKI 的产能相对较小，其扩张动力更强。合资建设的产能，客户定位方面仍以国际高端客户的可能性较大。

图 9：国际动力电池厂商产能扩张情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

5. 电子烟政策扰动仍待澄清，总体影响可控

新型烟草政策扰动较大，美国市场问题仍待观察。因为美国因青少年滥用、疑似因电子烟引起肺病问题出台了一些建议与临时措施。青少年使用问题确实亟待解决，而肺病的病因尚在研究和调查，美国现在宣布的疑似因电子雾化系统引起的肺病 1000 多例肺病，其中过半的案例中医生明确知道患者使用的烟油种类，其中 17% 仅使用了尼古丁，78% 使用了 THC（大麻酚）。因此，行业推测可能是非法 THC 雾化产品所致。中期政策需要看问题处理的结果，长期来看加强监管有利于行业健康发展。

由于出口美国的口味烟相关业务占公司收入比重 10-20%，短期禁售口味烟对公司有一定影响，但总体可控：1) 客户结构方面，公司在欧洲与亚洲（日本）等市场的终端客户较为稳定，美国以外市场（约为 50%）监管环境较为宽松，可以对冲一定的政策风险。英国有 350 万电子烟用户，法国有 300 万电子烟用户，加上德国、西班牙等主流市场合计超过 1000 万用户，烟民基数与美国持平。2) 业务结构方面，麦克韦尔有 CBD、加热不燃烧（日烟）等业务支撑。3) 产能逐步释放与国内新市场开拓，Q4 同比高增长趋势可持续。

6. 盈利预测与投资建议

公司锂原电池与消费电池盈利能力较强，软包电池交付打开新的增长阶段，电子烟业务爆发增长持续超预期，部分扰动因素不改四季度高增长趋势。预计公司2019-2021年营收分别为67.65亿元、92.08亿元、124.72亿元，增速分别为55.5%、36.1%、35.5%，归母净利润16.24亿元、20.13亿元、24.74亿元，对应EPS1.67、2.07、2.55，目前股价对应PE分别为21X、17X、14X。维持“买入”评级。

表 4：亿纬锂能经营预测

	2018	2019E	2020E	2021E	
动力电池	收入（百万）	1,221	1,965	3,788	5,680
	YoY	35%	61%	93%	50%
	成本	1001	1494	2841	4260
	毛利率	18.0%	24.0%	25.0%	25.0%
储能电池	收入（百万）	150.00	190.00	266.00	345.80
	YoY	67%	27%	40%	30%
	成本	128	152	213	277
	毛利率	15%	20%	20%	20%
三元圆柱	收入（百万）	748	1,600	2,000	2,500
	YoY	132%	214%	25%	25%
	成本	620	1248	1560	1925
	毛利率	17%	22%	22%	23%
消费电池	收入（百万）	1,031.60	1,134.76	1,612.00	2,095.60
	YoY	217%	10%	42%	30%
	成本	846	908	1257	1635
	毛利率	18%	20%	22%	22%
锂原电池	收入（百万）	1,200	1,875	1,542	1,850
	YoY	10%	56%	-18%	20%
	成本	723	938	925	1110
	毛利率	40%	50%	40%	40%
合计	收入（百万）	4,351	6,765	9,208	12,472
	YoY	46%	55%	36%	35%
	成本	3,318	4,739	6,796	9,207
	毛利率	23.73%	29.94%	26.19%	26.18%

资料来源：国元证券研究中心

7. 风险提示

动力电池客户拓展与销售不及预期，扩产进度与产能利用率不及预期，电子烟行业政策风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2926.29	4584.91	7642.47	10273.71	14557.57
现金	264.45	1122.49	3157.05	3521.50	6323.36
应收账款	1285.71	1817.07	2855.28	3872.63	5251.82
其他应收款	16.70	49.75	63.75	92.88	123.04
预付账款	43.59	32.90	63.95	83.60	116.92
存货	907.07	1200.33	921.66	1979.44	1788.64
其他流动资产	408.77	362.38	580.77	723.65	953.80
非流动资产	4534.05	5447.01	7378.60	10088.05	10773.13
长期投资	502.41	734.20	734.20	734.20	734.20
固定资产	1470.90	2485.96	4039.26	6089.69	7616.06
无形资产	199.87	281.32	339.03	395.12	451.75
其他非流动资产	2360.87	1945.53	2266.12	2869.04	1971.12
资产总计	7460.34	10031.92	15021.07	20361.76	25330.70
流动负债	2850.44	4185.59	5214.66	7026.92	9239.52
短期借款	504.25	815.20	711.55	746.10	734.58
应付账款	2081.42	2862.37	4283.68	6049.48	8237.45
其他流动负债	264.77	508.02	219.43	231.34	267.48
非流动负债	1412.81	2144.31	1951.80	3402.81	3601.47
长期借款	477.39	585.81	808.20	992.60	1189.66
其他非流动负债	935.42	1558.51	1143.60	2410.21	2411.80
负债合计	4263.25	6329.91	7166.46	10429.73	12840.98
少数股东权益	115.13	140.05	200.94	265.36	349.01
股本	856.37	855.15	970.15	970.15	970.15
资本公积	1024.94	1021.16	3373.42	3373.42	3373.42
留存收益	1200.65	1685.65	3310.10	5323.12	7797.15
归属母公司股东权益	3081.96	3561.96	7653.67	9666.68	12140.71
负债和股东权益	7460.34	10031.92	15021.07	20361.76	25330.70

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	80.99	434.49	1124.91	2173.94	2669.43
净利润	433.07	582.94	1685.35	2077.43	2557.68
折旧摊销	136.50	244.91	338.23	539.15	755.31
财务费用	46.02	93.29	18.61	11.90	-37.66
投资损失	-193.43	-364.57	-930.00	-1231.00	-1320.00
营运资金变动	-433.35	-182.99	61.94	552.56	606.50
其他经营现金流	92.17	60.91	-49.22	223.91	107.60
投资活动现金流	-1739.46	-703.86	-1352.37	-2016.18	-90.91
资本支出	1389.95	805.99	2190.00	3157.00	1320.00
长期投资	239.48	-65.14	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-110.03	36.98	837.63	1140.82	1229.09
筹资活动现金流	1382.33	996.37	2262.02	206.69	223.33
短期借款	-119.69	310.95	-103.65	34.55	-11.52
长期借款	450.35	108.42	222.39	184.40	197.06
普通股增加	429.26	-1.21	115.00	0.00	0.00
资本公积增加	356.30	-3.78	2352.25	0.00	0.00
其他筹资现金流	266.11	582.00	-323.97	-12.26	37.78
现金净增加额	-276.92	730.18	2034.56	364.45	2801.85

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2982.30	4351.19	6764.76	9207.72	12472.16
营业成本	2109.89	3318.32	4739.11	6796.15	9206.72
营业税金及附加	18.91	18.70	33.68	43.75	60.21
营业费用	112.86	169.11	263.15	358.07	485.07
管理费用	169.24	139.61	217.15	295.52	400.31
研发费用	179.75	314.83	552.58	666.23	902.44
财务费用	46.02	93.29	18.61	11.90	-37.66
资产减值损失	66.12	84.28	92.00	89.43	90.28
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	193.43	364.57	930.00	1231.00	1320.00
营业利润	483.83	604.60	1800.10	2201.07	2707.59
营业外收入	0.61	1.78	1.39	1.52	1.48
营业外支出	2.40	0.80	10.87	12.00	5.28
利润总额	482.04	605.59	1790.62	2190.59	2703.79
所得税	48.97	22.65	105.27	113.17	146.11
净利润	433.07	582.94	1685.35	2077.43	2557.68
少数股东损益	29.71	12.23	60.89	64.41	83.65
归属母公司净利润	403.36	570.71	1624.45	2013.01	2474.03
EBITDA	666.35	942.80	2156.93	2752.12	3425.25
EPS (元)	0.47	0.67	1.67	2.07	2.55

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	27.46	45.90	55.47	36.11	35.45
营业利润(%)	42.58	24.96	197.73	22.27	23.01
归属母公司净利润(%)	60.18	41.49	184.64	23.92	22.90
获利能力					
毛利率(%)	29.25	23.74	29.94	26.19	26.18
净利率(%)	13.53	13.12	24.01	21.86	19.84
ROE(%)	13.09	16.02	21.22	20.82	20.38
ROIC(%)	14.62	18.85	31.80	28.30	34.33
偿债能力					
资产负债率(%)	57.15	63.10	47.71	51.22	50.69
净负债比率(%)	25.51	26.97	21.21	16.67	14.99
流动比率	1.03	1.10	1.47	1.46	1.58
速动比率	0.70	0.80	1.28	1.17	1.38
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.50	0.54	0.52	0.55
应收账款周转率	2.63	2.57	2.64	2.50	2.50
应付账款周转率	1.55	1.34	1.33	1.32	1.29
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.59	1.67	2.07	2.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.45	1.16	2.24	2.75
每股净资产(最新摊薄)	3.18	3.67	7.89	9.96	12.51
估值比率					
P/E	84.64	59.82	21.02	16.96	13.80
P/B	11.08	9.58	4.46	3.53	2.81
EV/EBITDA	50.63	35.78	15.64	12.26	9.85

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188