

## 化繁为简，前驱体龙头再起航

公司跟踪

### ● 逐步混改分拆，聚焦电池材料主业

电池材料业务是公司主要业务，营收占比超一半。其他业务如环境服务、电子废弃物和硬质合金等已经开启混改或者拆分上市进程，并取得实质性进展。未来公司将发挥在电化学领域的技术优势，聚焦动力电池材料业务。

### ● 三元前驱体开启放量

2019年全球三元前驱体出货量约为33万吨，同比+45%。其中，公司占比约18%，位居第一。随着动力电池、消费锂电需求的快速发展，GGII预测到2025年三元前驱体的出货量将达到148万吨，2020-2025年GAGR约29%。公司客户目前主要客户包括ECOPRO、三星SDI、LG化学、容百科技等，在手订单至少有35万吨。随着新能源车快速发展，公司订单进入放量期。此外，公司还积极开拓国际一流客户，有望进入Posco、松下等，进一步扩展客户矩阵，打开营收增长空间。

### ● 四氧化三钴稳定增长

四氧化三钴主要用于消费类电池，下游稳定增长。根据GGII统计与预测，2019年全球四氧化三钴出货量约6.4万吨，预计到2025年稳定增长到7.8万吨。公司下游客户稳定，供应厦钨新能源、天津巴莫、杉杉和三星SDI等一流客户，2019年全球市占率约18%，位居第二。公司作为四氧化三钴第一梯队厂商，未来直接受益于行业增长。

### ● 原材料价格上涨，增厚公司利润

短期来看，由于上游原材料价格上涨，并向下游传导，1月NCM5/6/8系前驱体价格环比增长3%左右。未来新能源车爆发式发展预计将带动原材料价格进入上涨通道，有望进一步增厚公司盈利。同时，四氧化三钴价格增长明显，1月价格环比增长约8%，达到23.3万元/吨，预计未来价格有望进一步上涨。

### ● 盈利预测及投资建议

公司旗下业务混改、分拆有序，电池材料业务向好，我们预计2020~2022年归母净利润分别为5.2、11.9、15.9亿元，EPS分别为0.11、0.25、0.33元，当前股价对应的PE分别为79、35和26倍，维持“强烈推荐”评级。

### ● 风险提示：宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，疫情波动风险

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,878	14,354	13,196	18,677	25,614
增长率(%)	29.1	3.4	-8.1	41.5	37.1
净利润(百万元)	730	735	522	1,191	1,592
增长率(%)	19.7	0.7	-28.9	127.9	33.7
毛利率(%)	19.2	18.1	16.5	18.9	18.8
净利率(%)	5.3	5.1	4.0	6.4	6.2
ROE(%)	7.6	6.8	4.7	10.0	12.0
EPS(摊薄/元)	0.15	0.15	0.11	0.25	0.33
P/E(倍)	56.7	56.3	79.2	34.7	26.0
P/B(倍)	4.2	3.9	3.8	3.5	3.1

## 强烈推荐（维持评级）

### 开文明（分析师）

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号：S0280517100002

### 王璠（联系人）

wangjin3@xsdzq.cn

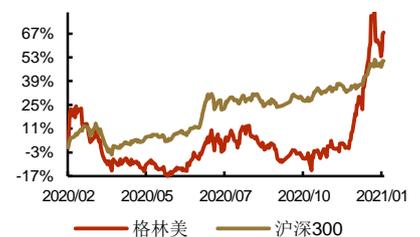
证书编号：S0280119120005

市场数据

时间 2021.01.22

收盘价(元):	8.65
一年最低/最高(元):	4.3/10.07
总股本(亿股):	47.84
总市值(亿元):	413.77
流通股本(亿股):	47.62
流通市值(亿元):	411.89
近3月换手率:	453.57%

### 股价一年走势



### 相关报告

《电子废弃物业务开启拆分上市，双轨发展更加明确》2020-08-28

《前驱体龙头业绩稳健增长，新能源材料业务潜力大》2020-04-30

《深度合作国际材料厂商，发力高镍正极前驱体》2020-04-12

《完善NCM高镍三元前驱体布局，积极开拓优质客户》2020-02-02

《三季度实现收入稳定增长，利润高速增长》2019-10-28

## 目 录

1、 逐步分拆，聚焦电池材料.....	3
2、 前驱体龙头迎来经营拐点.....	4
2.1、 电池材料行业飞速发展.....	4
2.2、 公司是全球三元前驱体和四氧化钴的主要供应商.....	5
2.3、 量升价涨，公司盈利进入上升通道.....	6
3、 盈利预测与投资建议.....	8
4、 风险提示.....	8
附： 财务预测摘要.....	9

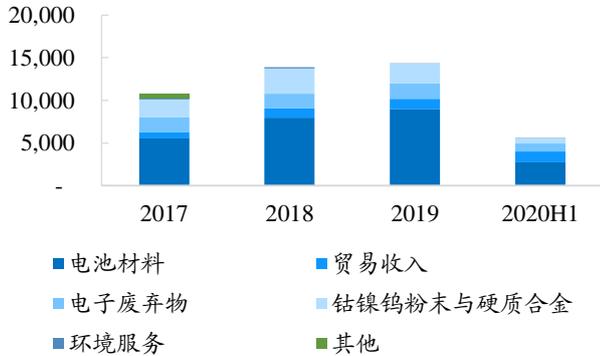
## 图表目录

图 1: 各业务板块营收（百万元）.....	3
图 2: 各业务板块营收占比.....	3
图 3: 印尼红土镍矿运营主体青美邦公司股权变更.....	4
图 4: 全球动力电池出货量逐年攀升（GWh）.....	4
图 5: 全球储能锂电池出货量逐年攀升（GWh）.....	4
图 6: 全球三元前驱体出货量 2020-2025 年 CAGR 约 29%.....	5
图 7: 全球四氧化三钴出货量 2020-2025 年 CAGR 约 3%.....	5
图 8: 2019 年全球三元前驱体市场格局.....	6
图 9: 2019 年全球四氧化三钴市场格局.....	6
图 10: 公司和下游客户合作密切，多款产品开发和认证中.....	6
图 11: 四氧化三钴价格开始抬头（万元/吨）.....	7
图 12: 电池级硫酸镍、硫酸钴价格上涨（万元/吨）.....	7
图 13: 电池级氢氧化锂和碳酸锂价格抬头（万元/吨）.....	7
图 14: 前驱体单价开始上涨（万元/吨）.....	7
表 1: 公司多业务拆分、混改.....	3
表 2: 公司向多家一流正极材料厂商和电池厂商供货.....	6
表 3: 主要业务.....	8

## 1、逐步分拆，聚焦电池材料

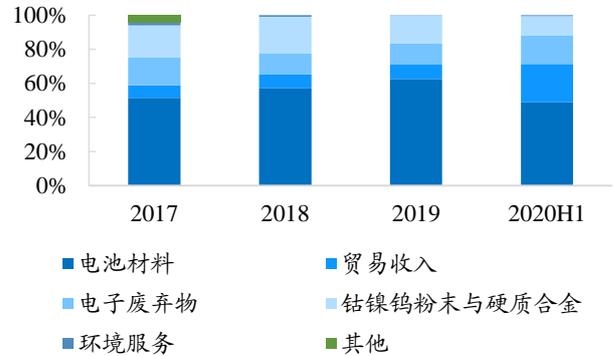
公司目前的主要经营业务包括电池材料（三元前驱体、正极材料等）、电子废弃物、钴镍钨粉末与硬质合金和环境服务。其中，电池材料营收占比在一半以上，2019 年约 90 亿元。

图1：各业务板块营收（百万元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：各业务板块营收占比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**多业务逐步分拆或混改，突出主营电池材料业务。**从2020年10月开始，公司环境服务、电子废弃物和硬质合金等业务的混改或者拆分上市已有实质性进展：1）环境业务，湖北省长投集团将参与公司环境业务的混改；2）电子废弃物业务，格林循环已经完成股改并在20年底进行了上市辅导备案；3）硬质合金与钨业务，公司转让浙江德威16.5%的股权，未来谋求上市。公司去繁为简，未来将发挥公司的电化学技术优势，聚焦动力电池材料业务。

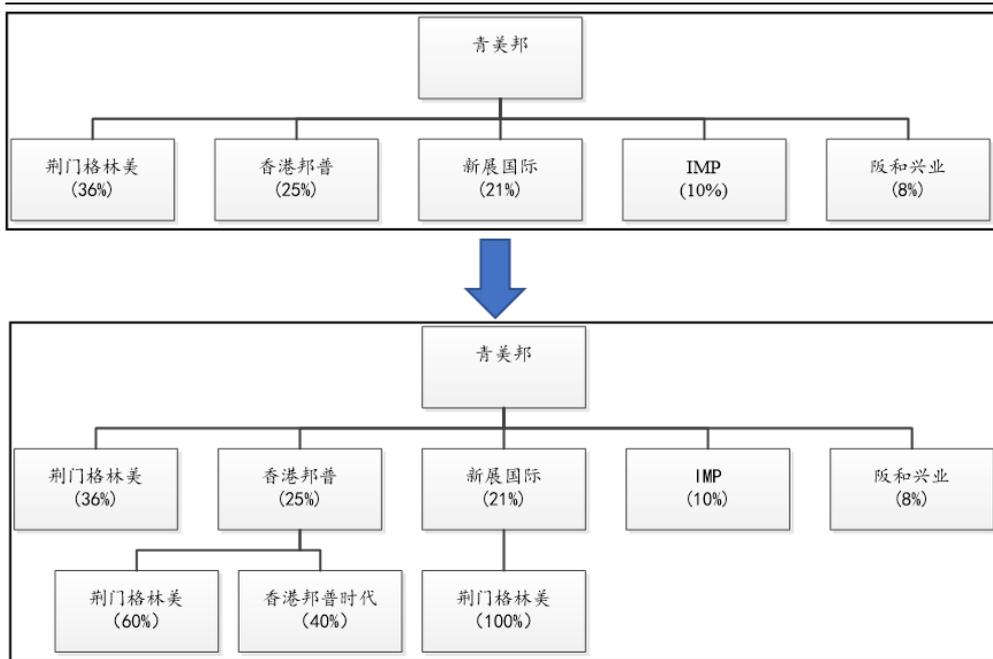
表1：公司多业务拆分、混改

时间	业务	内容
2020.10.11	环境服务	与湖北省长投集团签订战略合作框架协议，湖北长投将通过增资扩股、股权收购等方式参与公司下属的环境业务进行混合所有制改革，在循环经济产业园、废旧电池、报废汽车等领域进行合作
2020.10.20	电子废弃物业务	整体估值15亿元，将其约7%股权转让给温州鼎新、温州盈尚等，并与丰城发投、乐清德汇等签订增资协议，转让股权及增资扩股后持有格林循环约67.4%股权
2020.12.28	电子废弃物业务	上市辅导备案
2020.12.28	硬质合金与钨业务	整体估值3.5亿元，将其16.5%股权转让给陈星题、陈婷婷，转让后持有浙江德威48.5%股权

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**切入上游资源，保障供应链安全。**2020.1公司公告了关于签订印尼镍资源项目增加股权的备忘录，公司持有的股权将从原先的36%增加到72%。上游资源的稳定供应将保障公司未来前驱体的长期发展。

图3: 印尼红土镍矿运营主体青美邦公司股权变更



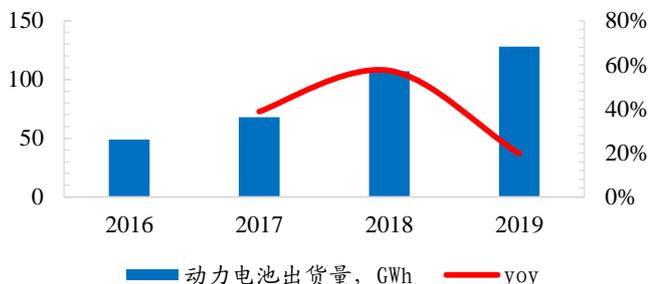
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

## 2、前驱体龙头迎来经营拐点

### 2.1、电池材料行业飞速发展

动力电池发展迅速, 全球动力电池出货量从2016年的49GWh增长到2019年的128GWh, 同时储能领域逐步开始兴起, 全球储能锂电池出货量从2016年的7GWh增长到2019年的17GWh。此外, 在消费领域, 如电动工具、两轮车等下游中也出现锂电池出货量快速增长。下游行业的快速发展带动三元前驱体出货量的快速提升。根据GGII的统计, 2019年全球三元前驱体出货量约为33万吨, 同比+45%, 预计到2025年将达到148万吨。

图4: 全球动力电池出货量逐年攀升 (GWh)

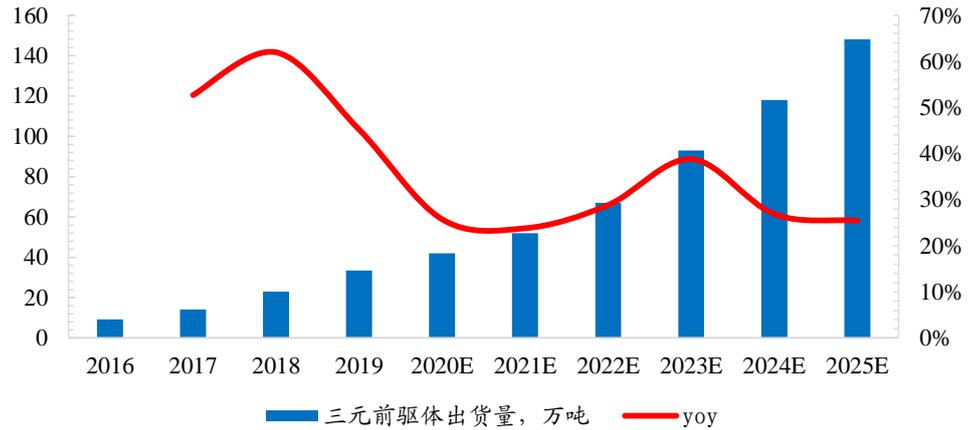


资料来源: GGII, 新时代证券研究所

图5: 全球储能锂电池出货量逐年攀升 (GWh)

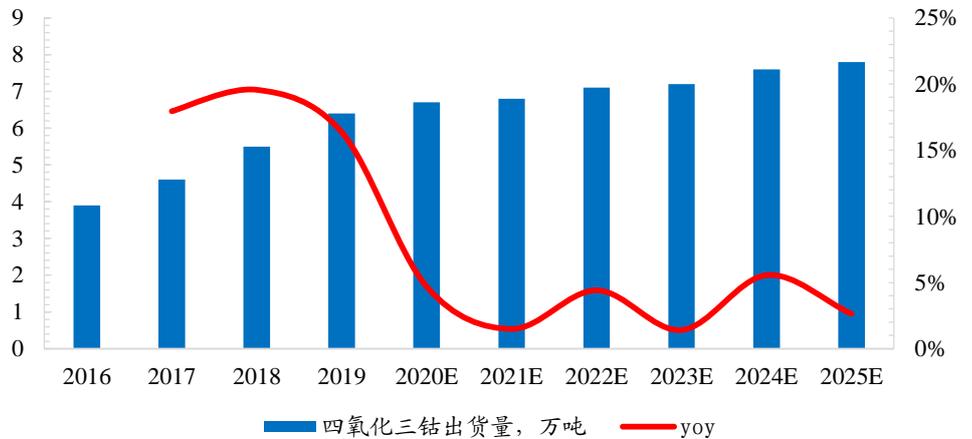


资料来源: GGII, 新时代证券研究所

**图6： 全球三元前驱体出货量 2020-2025 年 CAGR 约 29%**

资料来源：GGII 预测，新时代证券研究所

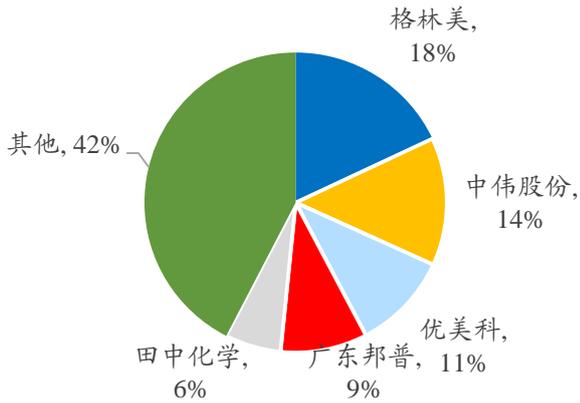
根据 IDC 的统计，到 2020 年全球智能手机出货量将达 19.2 亿部、可穿戴设备出货量将达 2.4 亿部，稳定的下游需求将使得对钴酸锂电池需求平稳增长。根据 GGII 的统计，2019 年全球四氧化三钴的出货量约 6.4 万吨，预计到 2025 年稳定增长到 7.8 万吨。

**图7： 全球四氧化三钴出货量 2020-2025 年 CAGR 约 3%**

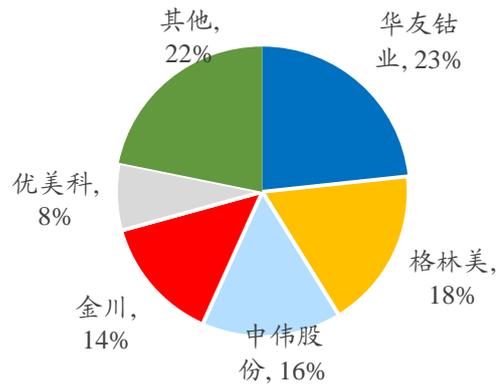
资料来源：GGII 预测，新时代证券研究所

## 2.2、 公司是全球三元前驱体和四氧化钴的主要供应商

公司电池材料出货量位居全球前列。1) 三元前驱体方面，2019 年全球出货量约 33.4 万吨，前三分别为格林美、中伟和优美科，其中公司份额约为 18%，位居第一。2) 四氧化三钴方面，2019 年全球出货量约 6.4 万吨，前三分别为华友钴业、格林美和中伟股份，其中公司份额约 18%，位居第二。

**图8: 2019年全球三元前驱体市场格局**

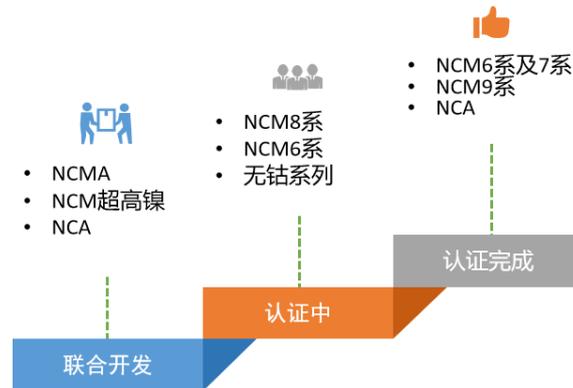
资料来源: GGII, 新时代证券研究所

**图9: 2019年全球四氧化三钴市场格局**

资料来源: GGII, 新时代证券研究所

### 2.3、量升价涨，公司盈利进入上升通道

公司主打单晶及高镍产品，和客户合作密切。公司三元前驱体方面主打高镍和单晶，预计2020年三元单晶及高镍产品出货量将占到80%。同时，公司顺应未来电池发展趋势，积极与下游客户进行密切合作开发高镍NCA、超高镍NCM等产品，有多款产品已完成认证工作。

**图10: 公司和下游客户合作密切，多款产品开发 and 认证中**

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

公司客户优质，在手订单充足并逐步进入放量期。动力电池前驱体方面，主要供应ECOPRO、三星SDI、LG化学、容百科技等。从2016年开始，公司动力电池前驱体订单逐步增多。目前，公司动力电池前驱体在手订单至少有35万吨。随着新能源车快速发展，公司订单进入放量期。此外，公司还积极开拓国际一流客户，有望进入Posco、松下等，进一步扩展客户矩阵，打开营收增长空间。四氧化三钴，公司客户包含厦钨新能源、天津巴莫、杉杉和三星SDI等一流客户。

**表2: 公司向多家一流正极材料厂商和电池厂商供货**

公告时间	内容
2016.10	2016.10-2021.9 向邦普至少供应1万吨/年三元前驱体，价值量约7亿
2018.12	2019-2023 向ECOPRO供应17万吨高镍NCA三元前驱体，其中2019年1.6万吨，2020年2.4万吨，2021年4万吨，
2019.3	2019-2021 向容百科技供应2.93万吨NCM523/623三元前驱体，其中2019年0.93吨，

公告时间	内容
	2020年1万吨, 2021年1万吨
2019.4	2019-2023向厦钨新能源供应3.3万吨NCM523/622三元前驱体, 其中2019年0.5吨, 2020-2023年0.7万吨/年
2019.4	2019-2021向邦普供应1.5万吨/年三元前驱体
2019.12	向LG化学供应高镍三元前驱体
2020.2	2020-2026向ECOPRO供应至少10万吨NCM8系、9系高镍前驱体
2020.4	公司子公司福安青美和ECOPRO成立合资公司(福安青美占51%, ECOPRO占49%) 生产NCA&NCM高镍前驱体, 2022年产量2.4万吨, 2024年达到1.8万吨

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

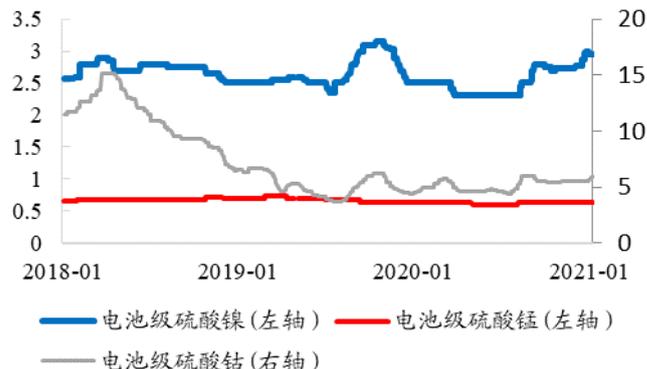
**原材料价格上涨, 增厚公司利润。**三元前驱体方面, 由于上游原材料如碳酸锂、氢氧化锂、硫酸钴、硫酸镍等的价格上涨向下游传导, 前驱体价格也出现上涨。根据真锂研究的数据, 1月NCM523、622和811前驱体价格环比增长了3%左右, 分别为8.3、9.2和9.8万元/吨。未来新能源车下游的爆发式增长, 有望带动上游原材料价格进入上涨通道, 进一步增厚公司利润。四氧化三钴方面, 价格上涨明显, 1月价格环比增长约8%, 达到23.3万元/吨, 预计未来价格有望进一步上涨。

图11: 四氧化三钴价格开始抬头 (万元/吨)



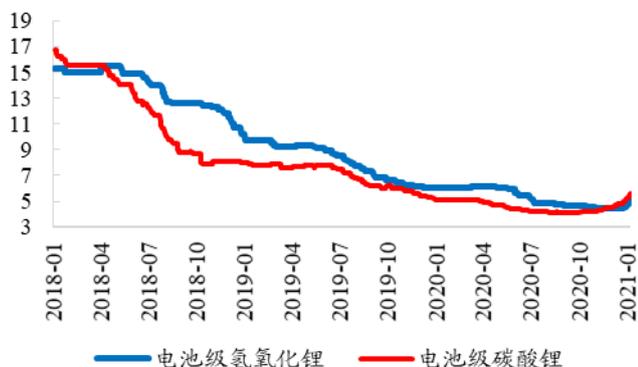
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图12: 电池级硫酸镍、硫酸钴价格上涨 (万元/吨)



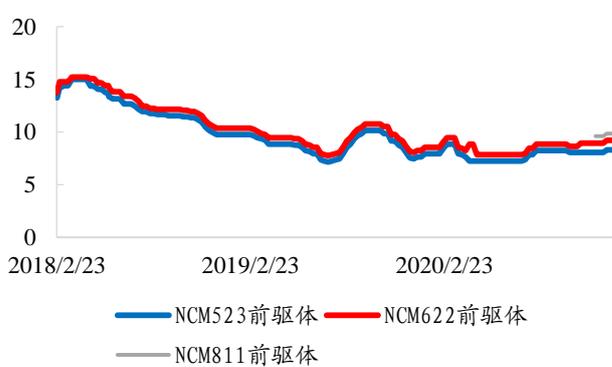
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图13: 电池级氢氧化锂和碳酸锂价格抬头 (万元/吨)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图14: 前驱体单价开始上涨 (万元/吨)



资料来源: 真锂研究, 新时代证券研究所

### 3、盈利预测与投资建议

我们做出如下关键假设

- 1) 销量: 2020-2022 年三氧化二钴分别为 1.5、2、2.4 万吨, 三元前驱体分别为 3.9、9 和 14.4 万吨;
- 2) 售价: 2020 年三氧化二钴不含税价格约 16.4 万元/吨, 单晶和高镍三元前驱体约为 9.5 万元/吨, 假设 2021、2022 年三氧化二钴单价同比分别为+10% 和 2%、三元前驱体单价同比分别为+5%、0%;
- 3) 毛利率: 毛利率较为稳定, 2020-2022 年三氧化二钴、三元前驱体分别为 28%、18%。

表3: 主要业务

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营收, 百万元</b>						
电池材料	5,532	7,964	8,970	6,623	12,768	18,891
电子废弃物	1,749	1,723	1,807	2,077	2,285	2,514
钴镍钨粉末 与硬质合金	2,048	2,977	2,326	1,628	2,117	2,540
环境服务	162	132	37	74	112	134
<b>营收 yoy</b>						
电池材料		44%	13%	-26%	93%	48%
电子废弃物		-1.5%	4.8%	15%	10%	10%
钴镍钨粉末 与硬质合金		45.4%	-21.9%	-30%	30%	20%
环境服务		-18.2%	-71.9%	100%	50%	20%
<b>毛利率</b>						
电池材料	24.1%	22.0%	22.1%	23%	21%	20%
电子废弃物	11.9%	13.7%	16.8%	17%	17%	17%
钴镍钨粉末 与硬质合金	23.9%	20.9%	12.6%	17%	20%	20%
环境服务	24.9%	25.3%	25.0%	25%	25%	25%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

我们预计 2020~2022 年归母净利润分别为 5.2、11.9、15.9 亿元, EPS 分别为 0.11、0.25、0.33 元, 当前股价对应的 PE 分别为 79、35 和 26 倍, 维持“强烈推荐”评级。

### 4、风险提示

- 1) 原材料价格波动风险: 公司产品原材料成本占比高, 原材料价格的波动将影响公司的盈利水平;
- 2) 疫情波动风险: 现在疫情出现变异, 可能会影响新能源车下游的需求, 从而对公司的产品销量产生影响。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>13120</b>	<b>13589</b>	<b>11255</b>	<b>19203</b>	<b>22305</b>	<b>营业收入</b>	<b>13878</b>	<b>14354</b>	<b>13196</b>	<b>18677</b>	<b>25614</b>
现金	3494	3309	4625	6546	8977	营业成本	11220	11757	11021	15143	20799
应收票据及应收账款合计	2399	2598	0	0	0	营业税金及附加	88	78	55	103	141
其他应收款	571	85	519	336	836	营业费用	79	108	92	127	169
预付账款	1291	1200	1090	2151	2293	管理费用	445	511	594	635	820
存货	5030	5732	4357	9506	9534	研发费用	421	464	475	598	820
其他流动资产	334	665	665	665	665	财务费用	619	639	469	737	1038
<b>非流动资产</b>	<b>11840</b>	<b>13252</b>	<b>11782</b>	<b>15127</b>	<b>19147</b>	资产减值损失	237	-65	0	0	0
长期投资	1010	860	709	559	408	公允价值变动收益	7	-0	0	0	0
固定资产	6516	7730	6866	9858	13467	其他收益	134	167	100	100	100
无形资产	1523	1852	1918	1963	2028	投资净收益	8	28	30	30	30
其他非流动资产	2790	2811	2289	2748	3243	<b>营业利润</b>	<b>907</b>	<b>859</b>	<b>619</b>	<b>1465</b>	<b>1958</b>
<b>资产总计</b>	<b>24960</b>	<b>26841</b>	<b>23037</b>	<b>34330</b>	<b>41452</b>	营业外收入	10	19	10	10	10
<b>流动负债</b>	<b>10808</b>	<b>12004</b>	<b>8082</b>	<b>17774</b>	<b>23094</b>	营业外支出	11	11	10	10	10
短期借款	7148	6218	6628	15155	20249	<b>利润总额</b>	<b>907</b>	<b>867</b>	<b>619</b>	<b>1465</b>	<b>1958</b>
应付票据及应付账款合计	1711	3299	0	0	0	所得税	128	117	84	198	264
其他流动负债	1950	2487	1454	2619	2846	<b>净利润</b>	<b>779</b>	<b>749</b>	<b>536</b>	<b>1267</b>	<b>1694</b>
<b>非流动负债</b>	<b>3928</b>	<b>3767</b>	<b>2841</b>	<b>3255</b>	<b>3558</b>	少数股东损益	48	14	13	76	102
长期借款	3197	2474	1548	1962	2265	<b>归属母公司净利润</b>	<b>730</b>	<b>735</b>	<b>522</b>	<b>1191</b>	<b>1592</b>
其他非流动负债	731	1293	1293	1293	1293	EBITDA	2121	1995	1555	2728	3850
<b>负债合计</b>	<b>14736</b>	<b>15772</b>	<b>10922</b>	<b>21029</b>	<b>26652</b>	EPS(元)	0.15	0.15	0.11	0.25	0.33
少数股东权益	346	585	598	674	776						
股本	4151	4150	4784	4784	4784						
资本公积	3509	3473	3473	3473	3473						
留存收益	2242	2853	3306	4366	5781						
归属母公司股东权益	9878	10485	11516	12627	14024						
<b>负债和股东权益</b>	<b>24960</b>	<b>26841</b>	<b>23037</b>	<b>34330</b>	<b>41452</b>						

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>985</b>	<b>737</b>	<b>1649</b>	<b>-2403</b>	<b>2983</b>
净利润	779	749	536	1267	1694
折旧摊销	675	688	599	713	982
财务费用	619	639	469	737	1038
投资损失	-8	-28	-30	-30	-30
营运资金变动	-1301	-1459	75	-5090	-700
其他经营现金流	221	149	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1753</b>	<b>-1154</b>	<b>901</b>	<b>-4028</b>	<b>-4972</b>
资本支出	1663	1354	-1320	3496	4170
长期投资	-153	39	151	151	151
其他投资现金流	-244	240	-268	-382	-651
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2014</b>	<b>-120</b>	<b>-1643</b>	<b>-176</b>	<b>-673</b>
短期借款	1555	-930	0	0	0
长期借款	-634	-723	-927	414	303
普通股增加	335	-1	634	0	0
资本公积增加	1471	-35	0	0	0
其他筹资现金流	-713	1569	-1350	-590	-977
<b>现金净增加额</b>	<b>1265</b>	<b>-533</b>	<b>906</b>	<b>-6606</b>	<b>-2662</b>

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	29.1	3.4	-8.1	41.5	37.1
营业利润(%)	14.3	-5.3	-27.9	136.4	33.7
归属于母公司净利润(%)	19.7	0.7	-28.9	127.9	33.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	19.2	18.1	16.5	18.9	18.8
净利率(%)	5.3	5.1	4.0	6.4	6.2
ROE(%)	7.6	6.8	4.7	10.0	12.0
ROIC(%)	7.5	6.7	5.6	7.5	8.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	59.0	58.8	47.4	61.3	64.3
净负债比率(%)	82.0	71.1	46.0	98.9	111.2
流动比率	1.2	1.1	1.4	1.1	1.0
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.4	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.7	0.7
应收账款周转率	5.2	5.7	10.2	0.0	0.0
应付账款周转率	8.4	4.7	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.15	0.11	0.25	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.67	0.34	-0.50	0.62
每股净资产(最新摊薄)	2.06	2.19	2.27	2.51	2.80
<b>估值比率</b>					
P/E	56.7	56.3	79.2	34.7	26.0
P/B	4.2	3.9	3.8	3.5	3.1
EV/EBITDA	23.6	25.0	30.4	20.0	15.0

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 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	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕苒琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	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/>