



Research and  
Development Center

# 设备稳中求进，发力动力电池结构件

—斯莱克(300382)公司深度报告

2021年3月21日

罗政

S1500520030002

luozheng@cindasc.com

刘崇武

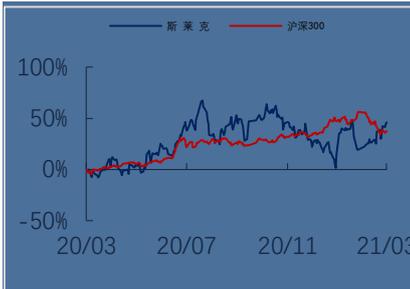
S1500520100001

liuchongwu@cindasc.com

刘卓

S1500519090002

liuzhuoa@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司深度报告**
**斯莱克(300382)**
**投资评级 买入**
**上次评级**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	9.40
52周内股价波动区间(元)	10.76-5.92
最近一月涨跌幅(%)	-90.60
总股本(亿股)	5.65
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	53.07

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

# 设备稳中求进，发力动力电池结构件

2021年03月21日

**本期内容提要：**

- ◆ **推出高效电池壳生产工艺，有望引领电池壳行业发展。**公司是我国易拉罐设备的龙头，基于对易拉罐生产工艺的改进，公司独创的电池壳生产工艺采用流水线作业，每分钟电池壳产量达到千只，而传统单机的冲压工艺每分钟电池壳的产量仅几十只，公司电池壳生产效率远高于行业竞争对手。同时，公司生产的电池壳具备中间薄，两端厚的特点，相对于竞争对手而言可以节省原材料，降低电池壳的重量，显著降低生产成本，提升电池的质量比容量。我们认为公司高效、低成本的电池壳生产工艺有望引领行业的发展。目前，公司已经建立了新乡、合肥和常州三大生产基地，圆柱形电池壳已经开始给客户批量供货。未来随着电池壳业务的快速放量，有望驱动公司转型成为我国电池壳行业领军企业之一。
- ◆ **积极开发方形电池壳生产设备及产品，进一步打开成长空间。**动力电池需求快速增长，方形电池壳的市场规模处于快速增长阶段。根据我们的测算，2020年全球方形动力电池结构件市场规模约为36.9亿元，至2025年，全球方形电池结构件的市场规模有望达到157.7亿元。目前，我国方形电池结构件主要生产企业包括科达利、震裕科技、长盈精密等公司。公司方形电池壳生产设备以及产品还处于研发阶段，在已经具备丰富的圆柱电池壳生产经验的基础上，我们认为公司将有序推出方形电池壳设备及相关产品。我们认为公司改进的设备生产方形电池壳在生产效率、原材料成本以及生产精度等多方面依旧具备明显优势。未来公司方形电池壳的问世，将进一步打开公司成长空间。
- ◆ **易拉罐设备订单充足，迷你数码罐有望成为新的增长极。**2021年1月6日，公司与Ardagh Group签署关于购买和安装罐盖生产设备的《意向书》，约定2021-2024年期间，Ardagh Group将向公司采购罐盖生产设备，总金额约为6000万至8000万美元（约合人民币3.89亿至5.18亿元）。2020年9月24日，公司与奥瑞金签署了《战略合作框架协议》，奥瑞金拟将其未来三年两片易拉罐生产设备的提供和改造事宜部分交由斯莱克完成，涉及斯莱克的产品和服务总费用约为3亿元。目前，公司易拉罐设备订单充足，有望继续保持稳定增长。同时，公司研发的迷你数码印罐自动化生产线在速度、精度以及价格方面都具备明显优势。此外，公司迷你数码罐可根据客户需求实现小批量、多批次的定制化生产，目前需求旺盛，未来有望成为公司业绩新的增长点。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020年至2022年净利润分别为0.76亿元、1.50亿元和2.46亿元，相对应的EPS分别为0.14元/股、0.27元/股和0.44元/股，对应当前股价PE分别为69倍、35倍和21倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**进入电池龙头供应体系；方形电池壳进入市场；
- ◆ **风险因素：**圆柱电池壳拓展客户不及预期；方形电池开发不及预期；易拉罐设备行业竞争加剧。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	739	792	856	1,427	2,093
增长率 YoY %	34.8%	7.1%	8.2%	66.6%	46.7%
归属母公司净利润(百万元)	137	97	76	150	246
增长率 YoY%	0.5%	-29.0%	-21.8%	96.9%	64.0%
毛利率%	45.4%	40.4%	36.7%	38.4%	39.2%
净资产收益率ROE%	13.4%	10.0%	7.3%	12.5%	17.1%
EPS(摊薄)(元)	0.24	0.17	0.13	0.27	0.44
市盈率 P/E(倍)	38.38	54.02	69.07	35.09	21.40
市净率 P/B(倍)	5.15	5.43	5.03	4.40	3.65

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年03月19日收盘价

## 目 录

投资聚焦 .....	5
积极进取，从易拉罐设备切入电池壳制造 .....	6
1.1 易拉罐设备和电池壳业务齐头并进 .....	6
1.2 研发投入进入转化期，三大基地相继投产 .....	6
1.3 电池壳业务竞争优势明显，受益全球圆柱电池高增长 .....	7
易拉罐设备稳中有升，迷你罐有望成为新亮点 .....	12
2.1 易拉罐销量稳定增长，设备需求稳中有升 .....	12
2.2 竞争格局稳定，公司产品性价比凸显 .....	13
2.3 海外发展空间较大，迷你罐成为新的增长点 .....	14
短期盈利能力承压，静待电池壳业务放量 .....	15
3.1 收入稳定增长，净利润短期承压 .....	15
3.2 股权结构稳定，股权激励深度绑定员工 .....	17
盈利预测、估值与投资评级 .....	18
4.1 盈利预测 .....	18
4.2 估值与投资评级 .....	18
风险因素 .....	19

## 表 目 录

表 1：公司新能源电池壳项目发展进程 .....	7
表 2：公司电池壳项目情况 .....	7
表 3：全球方形动力电池结构件市场规模测算 .....	8
表 4：国内圆柱动力电池装机量前十大企业 .....	9
表 5：全球新能源圆柱电池壳市场空间测算 .....	10
表 6：大批量自动化生产线和单件小批量生产指标对比 .....	11
表 7：国内新能源方形电池和圆柱电池壳龙头企业 .....	10
表 8：易拉罐设备市场规模测算 .....	12
表 9：易拉罐设备竞争格局 .....	14
表 10：公司第四期员工持股计划 .....	18
表 11：可比公司盈利及估值对比 .....	18

## 图 目 录

图 1：公司发展历程 .....	6
图 2：公司主要产品 .....	6
图 3：公司各主营业务占比 .....	6
图 4：2019H1 国轩高科电池原材料成本占比 .....	8
图 5：国轩高科电池结构件成本 .....	8
图 6：宁德时代电池外壳/顶盖采购额（万元） .....	11
图 7：无锡金杨锂电池钢壳市占率 .....	11
图 8：易拉罐产业链 .....	12
图 9：中国金属罐销量 .....	13
图 10：软饮料中金属包装占比 .....	13
图 11：易拉罐设备收入 .....	14
图 12：易拉盖设备收入 .....	14
图 13：公司中国大陆收入 .....	15
图 14：公司海外收入 .....	15
图 15：公司营收及增速 .....	16
图 16：公司归母净利润及增速 .....	16
图 17：公司综合毛利率 .....	16
图 18：公司各业务毛利率 .....	16
图 19：公司净利率 .....	16
图 20：公司费用率 .....	16
图 21：公司经营活动现金流(亿元) .....	17
图 22：公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 .....	17
图 23：截至 2020 年三季度斯莱克股权结构 .....	17

## 投资聚焦

我们与市场主流认识不同的是

**(1) 传统主业稳健发展，持续推出新产品。**2015年至2019年，公司营收从3.48亿元增长至7.92亿元，年复合增速达到22.82%，公司传统主业实现稳定增长。同时，2007年公司设计制造易拉盖生产设备，2015年实现易拉罐整线的销售，2020年推出迷你数码印罐，公司不断推出新品，设备领域稳中有进，体现出较强的研发实力。

**(2) 圆柱电池壳有望迎来放量阶段。**采用公司独创的电池壳生产工艺生产效率远高行业竞争对手。同时，公司生产的电池壳具备中间薄，两端厚的特点，相对于竞争对手可以节省原材料，此外还可以降低电池壳的重量。我们认为公司独创的电池壳生产工艺有望引领电池壳的发展。目前，公司已经成立了新乡、合肥和常州三大生产基地，圆柱电池壳在部分头部客户中的验证已经通过，有望迎来放量阶段。

**(3) 未来方形电池壳有望成为新的亮点。**目前，公司方形电池壳的设备还处于研发阶段。采用公司改进的设备生产方形电池壳在生产效率、原材料成本以及生产精度等多方面依旧具备优势。根据我们的测算，至2025年，全球动力电池方形结构件的市场规模有望达到158亿元。我们认为未来随着公司方形电池壳的问世，有望快速抢占市场，进一步打开公司成长空间。

## 积极进取，从易拉罐设备切入电池壳制造

### 1.1 易拉罐设备和电池壳业务齐头并进

公司成立于 2004 年，成立之初专注于高速易拉盖设备的研发和生产。2007 年以后，公司开始设计制造易拉盖基础盖生产设备，随后拓展高速易拉盖组合盖生产设备；2015 年公司凭借在易拉盖高速生产线领域积累的技术优势、客户优势，研发并实现销售易拉罐整线生产设备，打破了国外企业在此领域长期垄断的局面。2018 年公司通过先莱汽车持有新乡盛达 70% 的股份，正式进军新能源电池壳业务，目前已经拥有新乡、合肥和常州三个电池壳生产基地。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

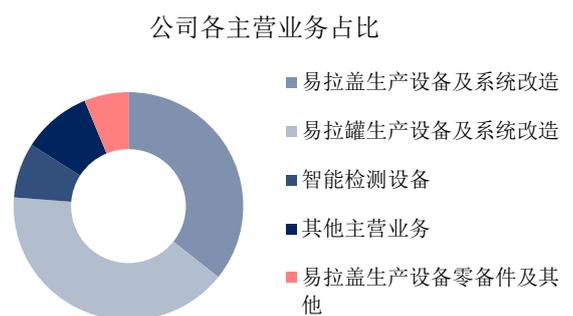
公司主要业务包括易拉盖生产设备及系统改造、易拉罐生产设备及系统改造、智能检测设备、电池壳等；2019 年易拉盖生产设备系统改造实现营收 2.83 亿元，在营收中占比为 35.7%；易拉罐生产设备系统改造实现营收 3.21 亿元，在营收中占比 40.53%；智能检测设备实现营收 0.62 亿元，在营收中占比 7.81%。目前公司电池壳业务收入规模还较小，2020 年上半年电池壳业务收入为 2370.81 万元。未来随着电池壳业务的快速放量，电池壳在公司营收中的占比有望快速提升。

图 2：公司主要产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 3：公司各主营业务占比



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

### 1.2 研发投入进入转化期，三大基地相继投产

动力电池壳属于动力电池精密结构件，技术含量远高于其他品类的电池壳。公司于 2017 年开始布局新能源电池壳业务，前期的研发投入已经进入成果转化期。公司早在 2017 年就启动了电池壳大批量项目生产自动线项目的研发，从生产线上的单台主机研发测试开始，逐步过渡到整条自动化生产线（可用于生产 21700 型和 18650 型电池钢壳，经改装调整可用于

生产铝制圆柱电池壳)的研发。

公司于2018年4月12日设立苏州先莱新能源汽车零部件有限公司,将其作为新能源电池壳业务的运营主体,正式进军新能源电池壳领域。公司切入新能源电池壳领域主要基于两个方面,一方面,公司副总经理单金秀曾在汽车领域工作超20年,行业经验丰富、理解深刻;另一方面,公司易拉罐制备技术与电池壳制作工艺相似,具备技术方面的天然契合度。

公司于2019年分别成立新乡盛达和安徽斯翔合资公司,合资方均是具备实力的电池结构件厂商,渠道端与电池厂商绑定度高。新乡盛达的合资方是国内知名的新能源电池壳制造商新乡市盛达电源科技有限公司,圆柱钢壳年产能8亿支,现有客户包括力神、亿纬锂能等,双方合作后将使用合资公司开发的电池壳自动化生产线为客户供货,特斯拉是目标客户之一。安徽斯翔的合资方合肥力翔是国轩高科的电池壳独家供货商,未来将有合资公司为国轩高科供应圆柱铝壳。公司于2020年12月签订战略合作协议,拟建设常州项目基地,进一步扩大生产能力。

**表 1: 公司新能源电池壳项目发展进程**

年度	事件
2017年	启动电池壳大批量生产自动线的研发
2018年	设立苏州先莱新能源汽车零部件有限公司
2019年	分别成立新乡和合肥合资公司
2020年	签订战略合作协议,拟在常州投建电池壳项目

资料来源:公司公告,信达证券研发中心

**公司电池壳业务已实现部分产能达产并开始供货,下游需求增长强劲。**公司短期规划是以成立合资公司方式(公司控股)投建新乡、合肥、常州三大生产基地,其中新乡和合肥基地成立和投建时间较早,新乡已于2020年开始供货,合肥基地的所需产线也已经在苏州工厂开始运行。从下游需求情况来看,2020年下半年开始新乡盛达的订单增长较快,需求强劲。根据规划产能,预计2021年新乡基地全部达产,产能达到30亿支电池壳,合肥基地产能全部达产将达到3亿支。

**表 2: 公司电池壳项目情况**

生产基地	成立方式	合资方	合资公司	持股比例	成立时间	项目进展	总投资额	年产能	单产线日产能	产品	目标客户
新乡	合资成立	崔翔	盛达新能源	70.00%	2019.4	部分供货	8亿	30亿支	150万/天	圆柱钢壳	力神、亿纬锂能等
合肥	合资成立	合肥力翔	安徽斯翔	35.70%	2019.9	全面测试	5亿	3亿支	100万/天	圆柱铝壳	国轩高科、宁德时代等
常州							2.8亿				

资料来源:公司公告,信达证券研发中心

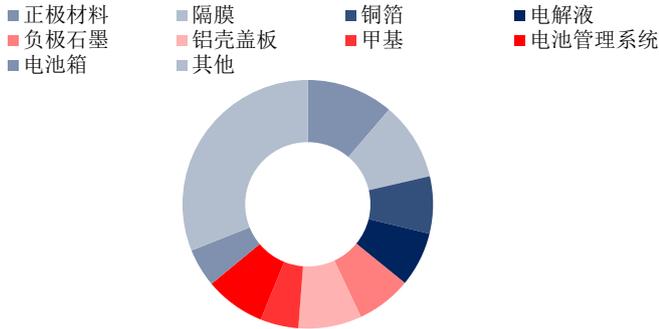
**公司生产基地的选址主要基于两个方面,一个是方便供货,一个是供应链完善。**首先选择在合肥与力翔合作设立子公司生产电池壳主要是因为目标客户国轩高科在合肥,方便后期合作。新乡盛达选择在新乡是出于以下几个方面的考虑,第一,目前生产电池壳还需要经过电镀的过程,出于环保等各方面原因无法在苏州附近设厂,而新乡目前已经有比较完整的电镀体系。第二,新乡一直以来也是国家生产通用电池的主要基地,多年来也派生了许多与电池相关的企业。因此在此开展电池壳业务相较而言比较便利。

### 1.3 电池壳业务竞争优势明显,受益全球圆柱电池高增长

**电池降本已成发展趋势,结构件成本逐年下降。**根据国轩高科公告,2019年上半年,国轩高科单位电池原材料成本为0.5735元/Wh,在电池成本中的占比达到82.36%,其中电池结构件的成本占比约为8.18%。最近几年动力电池成本处于快速下降趋势,对于电池结构件的

成本要求越加严苛。2016年至2019年上半年，国轩高科电池结构件成本从0.0727元/Wh下降至0.0469元/Wh。

图 4：2019H1 国轩高科电池原材料成本占比



资料来源：国轩高科公告，信达证券研发中心

图 5：国轩高科电池结构件成本



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

根据信达证券电新组预测，至2025年，全球动力电池装机量将达到728GWH，中国动力电池装机量有望达到354GWH。假设动力至2025年，方形电池在全球和国内的占比分别为59%和69%，则全球以及国内方形电池装机量有望达到430GWH和244GWH，对于的全球以及我国方形电池结构件的市场规模有望达到158亿元和90亿元。上述测算还仅考虑了电动汽车对于电池的需求，未来储能、两轮车、电动工具、消费电子等行业对于电池的需求也有望呈现快速增长，我国电池结构件规模有望持续增长。

表 3：全球方形动力电池结构件市场规模测算

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球动力电池装机量 (GWH)	113	158	254	322	425	548	728
全球方形电池占比	50.00%	52.00%	54%	56%	57%	58%	59%
全球方形电池装机量 (GWH)	56.26	81.95	137.15	180.21	242.16	318.04	429.52
方形电池结构件价值量 (亿元/GWH)	0.4690	0.4502	0.4322	0.4149	0.3983	0.3824	0.3671
全球方形电池结构件市场规模 (亿元)	26.38	36.90	59.28	74.78	96.46	121.62	157.68
中国动力电池装机量 (GWH)	63	66	107	138	175	242	354
中国方形电池占比	84.50%	83.00%	80.00%	78.00%	75.00%	72.00%	69.00%
中国方形电池装机量 (GWH)	53.00	55.03	85.68	107.41	131.43	174.10	244.34
方形电池结构件价值量 (亿元/GWH)	0.469	0.45024	0.43223	0.414941	0.398344	0.38241	0.367113
中国方形电池结构件市场规模 (亿元)	24.86	24.78	37.03	44.57	52.35	66.58	89.70

资料来源：信达证券研发中心测算

**受益特斯拉需求爆发的带动，圆柱电池市场空间较大。**目前圆柱电池需求车企基本以特斯拉为主，圆柱电池需求连续几年持续下降，多数生产圆柱电池的传统供应商纷纷转型，在乘用车领域实现规模装机的本土圆柱电池企业仅剩国轩高科、力神电池、比克电池、鹏辉能源等少数几家，圆柱电池二线品牌多数转向小动力市场。因此圆柱电池市场将被特斯拉长期锁定，受益特斯拉需求的持续爆发，我们认为全球圆柱电池市场需求仍将保持快速增长。

**表 4：国内圆柱动力电池装机量前十大企业**

排名	电池企业	装机量 (MWh)	排名	电池企业	装机量 (MWh)
1	比克电池	1740	1	国轩高科	1203
2	力神电池	1563	2	力神电池	761
3	国轩高科	749	3	比克电池	690
4	珠海银隆	498	4	珠海银隆	350
5	远东电池	464	5	联动天翼	338
6	智航新能源	422	6	上海德朗能	196
7	上海德朗能	261	7	苏州宇量	182
8	东莞振华	244	8	三洋电池	144
9	亿纬锂能	160	9	横店东磁	93
10	天鹏电源	160	10	远东电池	64

资料来源：GGII，信达证券研发中心

目前特斯拉的主要电池供应商仍以松下和 LG 化学为主，也包括自身投建的电池厂。随着国内需求的强劲增长，特斯拉国产化程度将不断提升，国内工厂产能预计将持续扩增，宁德时代已切入特斯拉供应体系，我们认为未来将有更多具备竞争力的国产电池厂商进入特斯拉供应体系。国内圆柱电池龙头国轩高科计划推出 JTM（Jelly Roll to Module，从卷芯到模组）集成技术，单体到模组的成组效率超过 90%，将引领国产圆柱电池竞争力持续提升。

考虑到特斯拉销量的带动，我们预计 2025 年全球新能源圆柱电池壳市场空间达到 76 亿。

- 1) 我们预计 2020-2025 年特斯拉在全球的销售额将实现快速增长，其国内市场受益于国产化进程加快，降价带来市场需求快速扩容，预计到 2025 年国产特斯拉销量 126 万台，国外销量 175 万台，合计实现销量超过 300 万台。
- 2) 考虑动力电池能量密度的提升，我们预计特斯拉单车带电量每年增长 5%。
- 3) 目前特斯拉采用的圆柱电池主要以 21700 和 18600 型为主，21700 型电池单车需求量在 5500 个左右，我们预计未来 5 年单车电芯个数需求量将基本保持。暂不考虑电芯规格的变化，尽管特斯拉计划推出 4680 型电池，单车电芯需求数量或将下降，但电池壳相应耗材和成本也会增加，因此我们基于固定变量的目的假设单车电芯需求量保持不变。
- 4) 我们假设电池壳生产设备完全国产化后单价为 0.45 元/支，预计特斯拉带来的圆柱电池壳市场规模目前在 9.10 亿元左右。2019 年国内圆柱电池装机规模为 4.17GWh，基本等于特斯拉以外的其他车企对应的圆柱电池需求量，我们预计其他车企圆柱电池装机需求每年将保持 3% 的年复合增长。

我们测算得出当前全球新能源圆柱电池壳市场规模约 10.93 亿元，预计到 2025 年市场规模将达到 76.27 亿元。2020-2025 年全球新能源圆柱电池壳市场规模年复合增速望达 39.55%。

上述测算还仅考虑了电动汽车对于电池的需求，未来储能、两轮车、电动工具、消费电子等行业对于圆柱电池的需求也在快速增长，我国圆柱电池结构件规模有望持续增长。

**表 5：全球新能源圆柱电池壳市场空间测算**

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
特斯拉产量（万辆）	36.78	50.97	80.36	117.18	159.83	219.01	301.56
其中：国内市场		13.00	23.40	37.44	56.16	84.24	126.36
YoY			80%	60%	50%	50%	50%
国外市场	36.78	37.97	56.96	79.74	103.67	134.77	175.20
YoY		3.24%	50%	40%	30%	30%	30%
特斯拉单台装机量(kWh)	56.4	59.22	62.18	65.29	68.55	71.98	75.58
特斯拉电池装机需求（GWh）	20.75	30.19	49.97	76.51	109.57	157.65	227.92
特斯拉单台电芯数量（个）	5500	5500	5500	5500	5500	5500	5500
特斯拉电池壳需求量（亿支）	20.23	28.04	44.20	64.45	87.91	120.45	165.86
特斯拉电池壳需求规模（亿元）	9.10	12.62	19.89	29.00	39.56	54.20	74.64
其他车企圆柱装机规模（GWh）	4.17	4.30	4.42	4.56	4.69	4.83	4.98
其他车企圆柱装机规模占比	16.74%	12.46%	8.13%	5.62%	4.11%	2.98%	2.14%
特斯拉圆柱装机规模占比	83.26%	87.54%	91.87%	94.38%	95.89%	97.02%	97.86%
全球电池壳市场规模（亿元）	10.93	14.41	21.65	30.73	41.25	55.87	76.27
YoY		31.81%	50.23%	41.94%	34.24%	35.43%	36.51%

资料来源：信达证券研发中心测算

**我们认为，电池壳是动力电池的核心结构件，电池厂商为保证供应体系的稳定，有动力去平衡供应商的份额。**对于有竞争力的新生代供应商，并不排斥接纳其进入自身的供应体系，尤其在供应商集中度较高的情况下，电池企业更加有意愿去分散采购来源。

国内新能源电池壳主要参与者包括科达利、无锡金杨等，其中科达利是方形电池壳龙头，对 LG 化学和松下供货主要以便携式锂电池结构件为主，无锡金杨是圆柱电池壳龙头，圆柱动力锂电客户主要包括松下、三洋能源、LG、比克动力、力神动力、天鹏、亿纬锂能、横店东磁、德朗能等。作为动力圆柱锂电池的主要需求方，松下和 LG 化学大部分电池壳自主生产，但效率偏低。

**表 6：国内新能源方形电池和圆柱电池壳龙头企业**

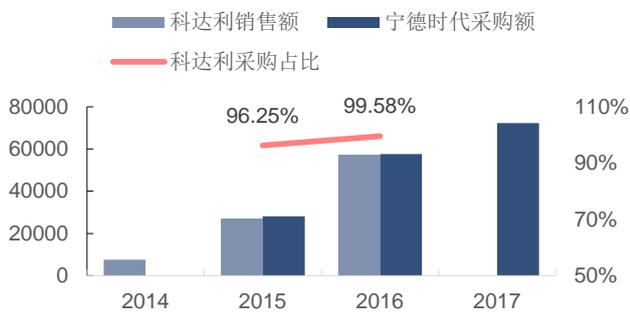
企业	客户	主要销售产品
科达利	比亚迪	动力及储能锂电池精密结构件、便携式锂电池精密结构件、汽车结构件
	宁德时代	动力及储能锂电池精密结构件
	中航锂电	动力及储能锂电池精密结构件
	波士顿	动力及储能锂电池精密结构件
	LG 化学	便携式锂电池精密结构件
	力神	动力及储能锂电池精密结构件、便携式锂电池精密结构件
	松下	便携式锂电池精密结构件
	无锡金杨	松下
三洋能源		圆柱型动力锂电池壳
LG 化学		圆柱型动力锂电池壳
比克		圆柱型动力锂电池壳
力神		圆柱型动力锂电池壳
天鹏		圆柱型动力锂电池壳
亿纬锂能		圆柱型动力锂电池壳
横店东磁		圆柱型动力锂电池壳
德朗能		圆柱型动力锂电池壳

资料来源：科达利公告，无锡金杨官网，信达证券研发中心

宁德对科达利的采购占比较高，无锡金杨圆柱电池壳的整体市占率较高。2015-2016 年科达利对宁德时代的电池结构件（外壳/顶盖）销售额占宁德采购额的比例分别高达 96.25%、

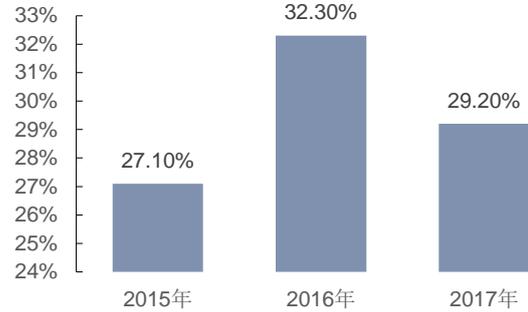
99.58%，尽管近年来随着行业竞争激烈程度的提高，科达利在宁德采购中的份额有所下降，但仍然处于较高水平。据无锡金杨官网数据显示，2015年至2017年，无锡金杨锂离子电池钢壳国内市场占有率分别为27.1%、32.3%和29.2%，连续三年位居国内第一。

图6：宁德时代电池外壳/顶盖采购额（万元）



资料来源：科达利公告，信达证券研发中心

图7：无锡金杨锂电池钢壳市占率



资料来源：无锡金杨官网，信达证券研发中心

公司顺利切入新能源电池壳领域，并预计能够全部实现投产并取得相应市场份额，主要基于三个方面，一是技术领先，推动设备国产化，提效降本；二是国内龙头电池厂商为保证供应链体系的稳定，存在培养新生代供应商的动力；三是受益特斯拉需求爆发，圆柱电池壳需求规模增长较快，市场空间较大，预计2025年全球新能源圆柱电池壳市场规模将超90亿。

**公司电池壳技术领先，有望引领设备国产化，促进产业提效降本。**整体来讲目前国内圆柱电池壳的制造方案仍基本以单件小批量生产为主，单机手工操作居多，大批量自动生产线较少，且设备国产化率较低，国内电池壳领域还有较大的成本下降空间。

对比大批量自动生产线和单件小批量生产，在各项关键生产指标方面均差距显著。生产效率方面，单件小批量生产率较低，一般每分钟50-150只，150只已是目前较领先的日韩设备生产效率，如全球主要制造商之一旭精机工业株式会社，且旭精机的工艺仍延续汽车产量较低时的工艺，使用单台冲压机生产电池壳，大批量产线所需设备较多，国产冲压机单台效率只有50只左右，而公司自主研发的大批量自动化生产线每分钟高达1200只，所需设备较少，显著促进产业提效降本。

表7：大批量自动化生产线和单件小批量生产指标对比

	大批量自动化生产线	单件小批量生产
生产效率	1200 件/min	50-150 件/min
生产环节	基本全程自动化	只有冲压成型，检测、清洗、包装、转运较依赖人工
材料利用率	高	低
耗材	低	高
光洁度	优	一般
一致性	好	差

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

另外值得说明的是，公司量产电池壳已经通过客户检验并实现交货，且据公司公告称，截至2020年9月已有多家新能源电池壳行业客户的意向购买协议，表明公司的自主研发设备已经取得技术方面的革新型突破，因此在业内备受关注，甚至有客户担心公司产品的推广可能造成技术垄断，这也是公司能够参与成立合资电池壳企业并取得控股权的根本原因，主要就是公司设备目前的议价能力很强，拥有设备出售与否的决定权。我们认为，公司设备和整线竞争力领先，有望引领圆柱电池壳行业国产化进程加快。

公司在与合资方成立合资公司后，合资方将不再是竞争对手，公司将直接获取供货渠道，将短期市场风险降至最低。公司与力翔的协议有明确说明，待合资公司安徽斯翔能批量生产

供货后，合作伙伴合肥力翔不再生产铝圆柱电池壳，所有相关业务转到安徽斯翔，由安徽斯翔向各大品牌电池厂提供用于磷酸铁锂的各型铝圆柱电池壳。

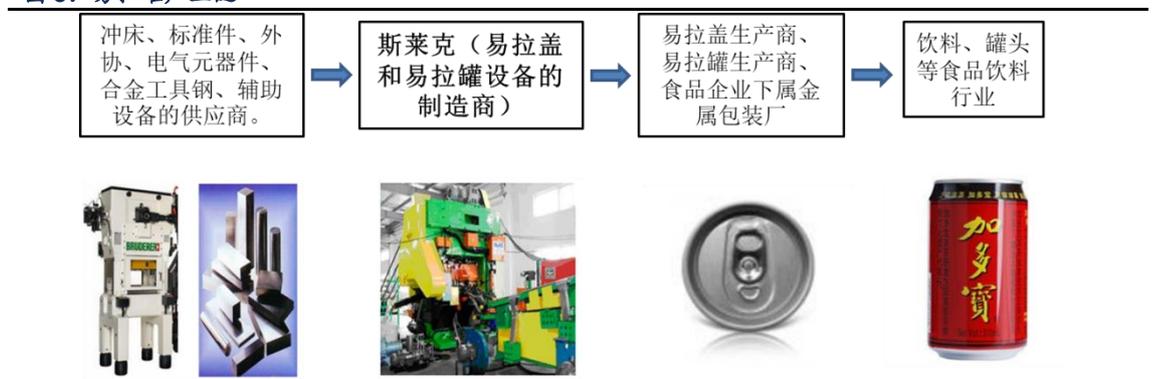
**方形电池壳未来有望放量。**目前，公司方形电池壳的设备还处于研发阶段。采用公司改进的设备生产方形电池壳在生产效率、原材料成本以及生产精度等多方面依旧具备优势。我们认为未来随着公司方形电池壳的问世，有望快速抢占市场，进一步打开公司成长空间。

## 易拉罐设备稳中有升，迷你罐有望成为新亮点

### 2.1 易拉罐销量稳定增长，设备需求稳中有升

易拉罐设备处于整个产业链的中游，其上游是冲床、标准件、电气元器件，下游是易拉罐的生产企业以及食品企业下属金属包装企业，如中粮包装、奥瑞金、广东柏华等。终端是饮料、罐头等食品饮料行业，如加多宝、王老吉、红牛、娃哈哈、百威等。

图 8：易拉罐产业链



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心整理

2011 年全球新增制盖设备及改造市场约 3.2 亿美元。此外，根据易拉盖生产企业运营情况，每条生产线每年损耗零部件更换及售后服务约需 40 万美元，2011 年零备件及售后服务市场约为 3.6 亿美元，因此新增市场加上更新市场约为 6.8 亿美元。

表 8：易拉罐设备市场规模测算

	2009	2010	2011
全球易拉罐消费量（亿只）	4530	4800	5050
其中：国内（亿只）	360	400	450
全球新增易拉罐设备及改造	2.8 亿美元	3 亿美元	3.2 亿美元
其中：国内	1.5 亿元	1.7 亿元	2.0 亿元
全球零备件及服务	3.2 亿美元	3.4 亿美元	3.6 亿美元

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

**我国金属罐设备市场规模约为 18.82 亿元。**中国金属罐设备市场规模测算方式：（1）单条产线每年产能约为 8 亿只，根据金属包装行业协会的测算，到 2018 年我国食品饮料金属包装总产量将达到 1110 亿只，则需要 138 条金属罐生产线，假设单条线的使用寿命约为 15 年，按照线性更新测算，每年需要更新 10 条产线，假设整线设备价格约为 1.5 亿元，则我国金属罐设备的改造市场规模约为 15 亿元。（2）假设 2018-2020 年我国金属罐设备市场规模保持 12% 的复合增速，那么预计 2020 年相对 2018 年新增的金属罐设备市场规模约为 3.82 亿元，则 2020 年我国金属罐设备市场规模约为 18.82 亿元。

上述金属罐设备市场规模的测算包括了两片罐设备和三片罐设备，公司设备主要针对两片罐的生产，对应的市场规模约为金属罐总市场规模的 50% 左右。

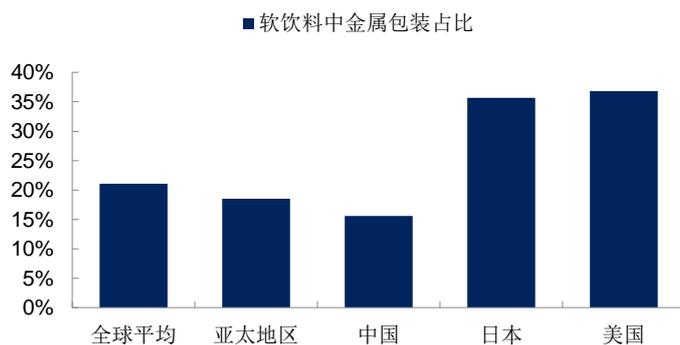
图 9：中国金属罐销量



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

我国食品金属包装使用率与发达国家差距明显，未来提升空间较大。2013 年我国软饮料包装中金属包装占比为 15.6%，全球均值为 21.1%，而美国、日本占比均超过 35%；啤酒包装中金属包装占比 18.9%，全球均值为 38.1%，而美国、日本占比均超过 60%。据产业信息网预测，2019 年我国软饮料包装中金属包装占比有望继续提升至 19%，与美国和日本等国家依旧存在较大差距。

图 10：软饮料中金属包装占比



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

## 2.2 竞争格局稳定，公司产品性价比凸显

公司作为中国易拉罐设备龙头企业，在国内占据主导地位。近 20 年来，易拉罐、盖制造设备行业基本稳定集中，领先的生产厂家包括欧美的 STOLLE、DRT、BELVAC、CMB ENGINEERING 以及中国的斯莱克等企业，其中前三家均为美国企业，且均有接近 50 年左右的发展历史。美国由于易拉罐的生产时间较早，因此在易拉罐设备的研发投入上更早，因此全球易拉罐设备龙头主要集中在美国。其中 STOLLE 作为全球易拉罐设备的龙头企业，营收规模约为 3 亿美元左右。斯莱克是中国易拉罐设备的龙头企业，在国内易拉罐设备占据主导地位。

目前国内易拉罐设备的竞争格局，从设备存量上看，目前以 STOLLE 为代表的国外设备仍占据大部分市场份额，但比例在逐步下降。在新增成套设备上，DRT 最近几年未能在国内进行销售，国内以 STOLLE 和斯莱克为主。

**表 9：易拉罐设备竞争格局**

公司名称	公司简介
STOLLE	全球易拉盖高速生产设备的主导生产商。在美国俄亥俄州设有制盖设备生产基地。其制盖设备广泛应用于食品、饮料的金属包装企业，无论市场占有率，还是技术水平在行业内均处于前列。近年来年营业额 2-3 亿美元。
DRT	易拉盖生产系统的发明者，是全球高速制盖设备及零备件的主要生产商之一，其总部及生产基地位于美国俄亥俄州，在美国南加州和德国设有零备件加工和售后服务基地，拥有生产加工设备 200 余台，230 余名员工，近年来年营业额 5000 万美元左右，零备件销售占一半以上。
斯莱克	公司成立于 2004 年，2014 年在深交所上市，是中国易拉罐设备生产龙头企业。2019 年公司营收规模达到 7.92 亿元。

资料来源：Wind，信达证券研发中心

**性价比优势突出。**人力资源成本、材料成本和设备自制等方面的有利条件使公司在产品定价方面相比国外同行具有更大的空间，目前公司所生产的成套设备售价一般比国外同类产品价格低 20%-40%，零备件价格较国外同类产品低 50% 左右，但整体技术与国外同类产品水平相当，因此成本、价格竞争优势较为明显。

**竞争实力雄厚。**在易拉盖高速生产设备领域，公司目前主要竞争对手为 STOLLE，斯莱克和 STOLLE 都可以提供整条生产线的服务；在国内市场，目前公司易拉盖高速生产设备累计市场占有率超过 70%；在欧美市场，公司 2017 年以来通过和大型国际制罐企业 ARDAGH 合作进入欧洲市场，产品全面达到欧洲标准，目前在欧洲累计市场占有率已经接近 10%。

**易拉罐设备市占率还较低，增长潜力较大。**在易拉罐高速生产设备领域，公司目前主要竞争对手包括美国 STOLLE 和英国 CMB Engineering，其中公司和 STOLLE 具备整线生产能力，自制设备在整线生产线的占比较高；英国 CMB Engineering 公司目前仅能够提供整线生产线中约 40% 组部件。近年来，公司罐线业务发展迅速，公司二片罐生产设备已得到全球最大的制罐企业之一 BALL 集团认可，二片罐高速生产设备产品质量达到行业国际品质要求。2017 年以来，公司为国内的奥瑞金、东南亚的 KIANJOO 集团、欧洲 ARDAGH 集团分别提供易拉罐整线生产设备和若干核心组部件。目前公司易拉罐设备市占率还较低，增长潜力较大。

**图 11：易拉罐设备收入**

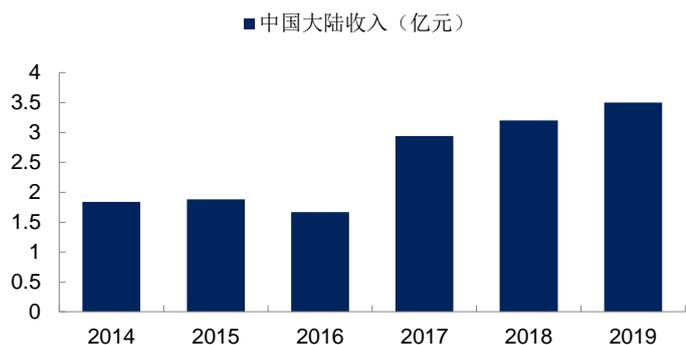

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 12：易拉盖设备收入**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

### 2.3 海外发展空间较大，迷你罐成为新的增长点

**海外发展空间较大，海外收入稳定增长。**近年来，公司海外收入保持较快增长，2014 年至 2019 年，公司海外收入从 1.08 亿元增长至 4.42 亿元，年复合增速为 32.56%。公司产品在全球认可度高，已出口到泰国、马来西亚、韩国、越南、波兰、香港特别行政区、墨西哥、日本、保加利亚、印度尼西亚等国家和地区，未来海外仍有较大增长空间。公司国内收入增速稳中有升，2019 年中国大陆实现营收 3.5 亿元，同比增长 9.37%；

**图 13：公司中国大陆收入**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 14：公司海外收入**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**与大客户签订长期战略合作协议，保障公司未来中长期发展。**2021年1月6日，公司与Ardagh Group 签署关于购买和安装罐盖生产设备的《意向书》，约定2021-2024年期间，Ardagh Group 将向公司采购罐盖生产设备，总金额约为6000万至8000万美元（约合人民币3.89亿至5.18亿元）。2020年9月24日，公司与奥瑞金签署了《战略合作框架协议》，奥瑞金拟将其未来三年两片易拉罐生产设备的提供和改造事宜部分交由斯莱克完成，涉及斯莱克的产品和服务总费用约为3亿元。

**迷你数码印罐符合当前创意包装小批量、多样化的趋势。**由于制版和套色成本较高，通常制罐企业对于下游订单有最低生产数量的限制，同一图案的易拉罐罐体起订量在几十万罐至百万罐之间，并且易拉罐罐体交付周期较长，需要数月以上。而公司研发的迷你数码印罐自动化生产线凭借市场领先的速度与精度——最高速度200罐/分、最高分辨率600dpi，起印量低至1罐并实时交付，同批次罐体印刷图文多样化等特点，使得两片式易拉罐的定制化印刷成为现实，符合当前创意包装小批量、多样化的趋势。

**迷你数码印罐设备获得行业认可。**公司迷你数码印罐自动化生产线的主要竞争对手为德国的HINTERKOPF。相比较而言，HINTERKOPF的数码印罐设备在满足同等印刷质量的前提下，生产速度约比斯莱克的数码印罐设备低20%，而其售价约为公司数码印罐设备的三倍。公司研发的迷你数码印罐设备获得行业权威会议“Cantech Grand Tour 2019”颁发的国际供应商创新金奖，技术领先水平获得了全球易拉罐制罐行业的认可。

## 短期盈利能力承压，静待电池壳业务放量

### 3.1 收入稳定增长，净利润短期承压

**营收保持稳定增长。**近年来，公司营收保持稳定增长，2015年至2019年，公司营收从3.48亿元增长至7.92亿元，年复合增速为17.88%；虽然公司营收保持稳定增长，但净利润却并未持续增长。2019年公司实现归母净利润0.97亿元，同比下降28.96%。公司净利润下降主要是由于公司毛利率下降以及费用率提升。

**图 15: 公司营收及增速**


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

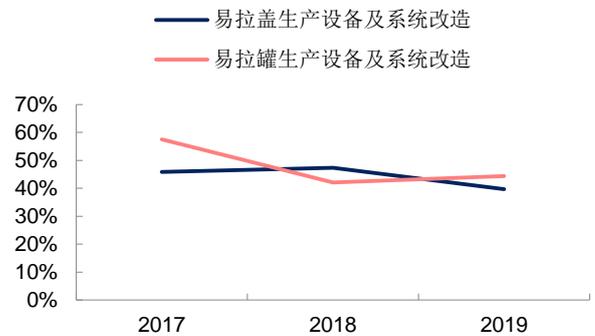
**图 16: 公司归母净利润及增速**


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

**行业竞争加剧, 公司毛利率有所下降。**近年来, 公司毛利率整体呈现下降趋势, 2019 年公司综合毛利为 40.36%, 同比下降 4.99pct; 分业务来看, 2019 年易拉罐设备毛利率为 44.39%, 同比提升 2.3pct; 易拉盖设备毛利率为 39.63%, 同比下降 7.73pct。公司 2019 年毛利率下降一方面是由于有些客户效益不好, 为了支持客户发展, 公司的一部分合同降低了毛利润; 另一方面是由于行业竞争加剧, 行业毛利率整体承压。

**图 17: 公司综合毛利率**


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

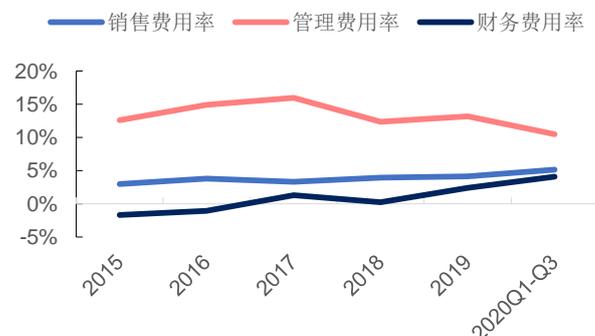
**图 18: 公司各业务毛利率**


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

**毛利率下降叠加净利率提升, 公司盈利能力承压。**近几年, 公司费用率是逐步上升的, 2019 年, 公司合计费用率为 24.02%, 同比提升 3.22pct。其中销售费用率为 4.15%, 同比提升 0.18pct, 销售费用上升主要是公司开拓国际市场, 造成销售成本的上升。管理费用率为 13.21%, 同比提升 0.84pct。财务费用率为 2.42%, 同比上升 2.17pct。财务费用上升主要是贷款增加, 公司的财务成本增加。由于公司毛利率下降叠加费用率上升, 公司净利率承压, 2019 年公司净利率为 11.43%, 同比下降 6.25pct。

**图 19: 公司净利率**


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

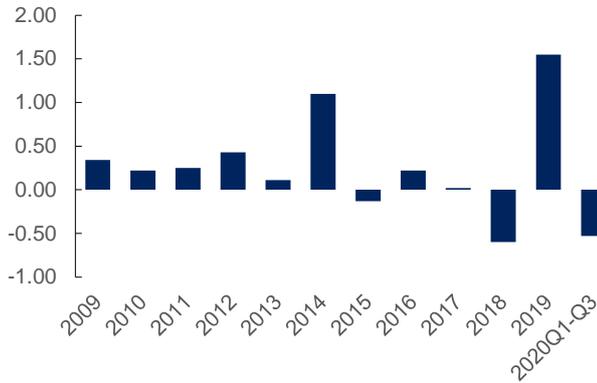
**图 20: 公司费用率**


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

**现金流情况较好。**公司现金流情况整体较好, 多年来经营活动现金流净额只有两年为负,

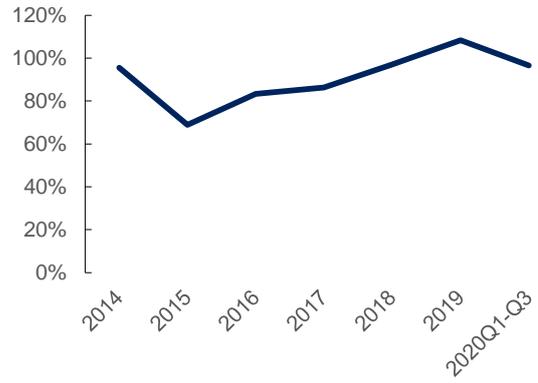
2019 年公司实现经营活动现金流净额为 1.55 亿元，同比增长 358%，销售商品收到的现金与营业收入的比值达到 108.36%。

图 21: 公司经营活动现金流(亿元)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 22: 公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入

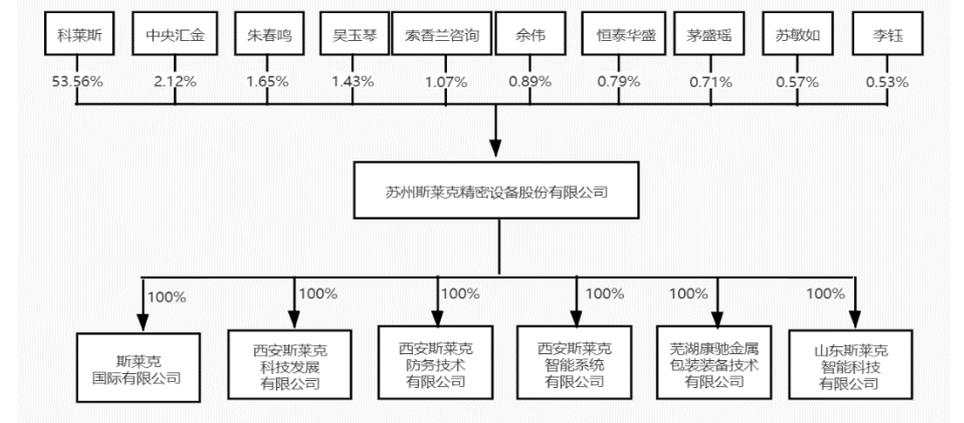


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

### 3.2 股权结构稳定, 股权激励深度绑定员工

**股权结构稳定。**截至 2020 年三季度, 公司董事长以及实际控制人是安旭先生, 安旭通过科莱斯有限公司间接持有公司 53.56% 的股份。安旭拥有清华大学精密仪器系机械制造工艺设备及自动化专业研究生学历和美国辛辛那提大学研究生学历, 是中国包装联合会常务理事、中国包装联合会金属容器委员会副主任委员、技术专家组专家。

图 23: 截至 2020 年三季度斯莱克股权结构



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**公司通过员工持股平台, 深度绑定核心员工。**从公司上市至今, 一共进行了四次员工持股计划, 在 2021 年发布了公司第四期员工持股计划。本员工持股计划的持有人为公司董事、监事、高级管理人员和核心骨干人员, 合计不超过 180 人; 本持股计划拟筹集的资金总额上限为 1800 万元, 受让股票价格为 5.0 元。公司通过员工持股平台, 深度绑定核心员工, 有利于公司的长远发展。

**表 10：公司第四期员工持股计划**

持有人	职务	拟认购份额 (万元)	占总份额的 比例
王引	副总经理	45	2.50%
农渊	财务负责人、副总经理	30	1.67%
单金秀	副总经理	40	2.22%
赵岚	副总经理	35	1.94%
汪玮	副总经理	25	1.39%
其他员工（不超过 175 人）		1625	90.28%
合计		1800	100.00%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 4.1 盈利预测

(1) 随着动力电池装机量的快速增长，动力电池结构件的需求旺盛。公司圆柱形电池壳业务已经开始逐步放量，公司有望凭借高效率、低成本快速抢占市场。此外公司方形电池设备以及产品也处于研发阶段，未来有望提升公司成长天花板。

(2) 随着行业需求的回暖，公司易拉罐设备订单充足，未来易拉罐设备有望继续保持稳定增长。此外，公司定制化迷你罐市场拓展顺利，有望成为公司业绩新的增长点。

基于以上假设，预计公司 2020 年至 2022 年净利润分别为 0.76 亿元、1.50 亿元和 2.46 亿元，相对应的 EPS 分别为 0.14 元/股、0.27 元/股和 0.44 元/股，对应当前股价 PE 分别为 69 倍、35 倍和 21 倍。

### 4.2 估值与投资评级

我们选取科达利、长盈精密等电池壳生产企业以及先导智能等电池设备企业作为可比公司，上述公司 2021/2022 平均 PE 估值为 37/27 倍。公司作为圆柱形电池壳的生产效率明显高于竞争对手，原材料成本上优势明显，未来有望快速放量，预期 2021/2022 年业绩对应估值为 35/21 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**表 11：可比公司盈利及估值对比**

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002850.SZ	科达利	65.6	153	58.05	78.10	39.76	27.33	1.13	0.84	1.65	2.4
300115.SZ	长盈精密	21.13	211	234.78	35.10	22.24	16.51	0.09	0.602	0.95	1.28
300450.SZ	先导智能	74.5	676	85.63	76.02	49.34	37.25	0.87	0.98	1.51	2
平均值				126.15	63.07	37.11	27.03				

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为 2020 年 3 月 19 日收盘价

## 风险因素

### 圆柱电池壳拓展客户不及预期

公司圆柱电池壳已经给小部分客户开始批量供货，但是还未进入宁德等大客户的供应体系，未来如果客户拓展不及预期将对公司电池壳业务产生较大影响。

### 方形电池壳开发不及预期

公司目前圆柱电池壳已经开始逐步放量，方形电池壳设备以及产品还处于开发阶段，如果开发不及预期将对电池壳业务长期发展产生影响。

### 易拉罐设备行业竞争加剧

易拉罐设备行业竞争较为激烈，也导致公司最近几年毛利率处于下滑状态，如果未来行业竞争进一步加剧将对公司业绩产生较大影响。

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1,174	1,460	1,797	2,250	2,880
货币资金	115	344	614	625	660
应收票据	5	0	0	0	0
应收账款	361	360	375	568	778
预付账款	86	100	110	158	221
存货	563	626	669	868	1,187
其他	45	29	28	31	35
<b>非流动资产</b>	459	478	625	633	626
长期股权投资	9	18	18	18	18
固定资产(合计)	260	311	325	326	313
无形资产	58	56	127	128	129
其他	133	93	154	161	166
<b>资产总计</b>	1,633	1,937	2,422	2,883	3,507
<b>流动负债</b>	552	866	945	1,190	1,454
短期借款	255	507	567	647	727
应付票据	0	8	9	10	15
应付账款	140	151	164	241	319
其他	157	201	205	292	394
<b>非流动负债</b>	38	73	394	417	450
长期借款	33	16	19	42	75
其他	4	57	375	375	375
<b>负债合计</b>	590	939	1,339	1,608	1,904
少数股东权益	22	29	37	80	162
归属母公司股东权益	1,021	969	1,046	1,196	1,441
<b>负债和股东权益</b>	1,633	1,937	2,422	2,883	3,507

**重要财务指标**

 单位:百万  
 元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	739	792	856	1,427	2,093
同比 (%)	34.8%	7.1%	8.2%	66.6%	46.7%
归属母公司净利润	137	97	76	150	246
同比 (%)	0.5%	-29.0%	-21.8%	96.9%	64.0%
毛利率 (%)	45.4%	40.4%	36.7%	38.4%	39.2%
ROE%	13.4%	10.0%	7.3%	12.5%	17.1%
EPS(摊薄)(元)	0.24	0.17	0.13	0.27	0.44
P/E	38.38	54.02	69.07	35.09	21.40
P/B	5.15	5.43	5.03	4.40	3.65
EV/EBITDA	27.39	32.66	28.93	16.99	11.61

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	739	792	856	1,427	2,093
营业成本	404	472	543	878	1,272
营业税金及附加	8	7	6	13	18
销售费用	29	33	45	66	90
管理费用	91	105	90	146	207
研发费用	31	34	36	57	84
财务费用	2	19	28	38	39
减值损失合计	26	-6	0	0	0
投资净收益	0	0	-1	0	1
其他	-47	-7	-9	-2	6
<b>营业利润</b>	154	109	100	228	388
营业外收支	0	-1	1	1	1
<b>利润总额</b>	153	108	101	229	389
所得税	23	18	16	37	61
<b>净利润</b>	131	91	85	192	328
少数股东损益	-6	-7	8	42	82
<b>归属母公司净利润</b>	137	97	76	150	246
EBITDA	199	167	193	333	494
EPS(当年)(元)	0.24	0.17	0.13	0.27	0.44

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金</b>	-60	155	132	10	21
净利润	131	91	85	192	328
折旧摊销	23	26	55	66	73
财务费用	2	20	42	31	34
投资损失	0	0	1	0	-1
营运资金变动	-237	-4	-49	-277	-412
其它	21	24	-1	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-111	-91	-202	-71	-65
资本支出	-102	-79	-201	-72	-66
长期投资	-9	-12	0	0	0
其他	0	0	-1	0	1
<b>筹资活动现金流</b>	78	161	339	73	78
吸收投资	7	14	0	0	0
借款	269	289	63	104	113
支付利息或股息	-166	-134	-42	-31	-34
<b>现金流净增加额</b>	-84	230	269	11	35

## 研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究发展中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020年3月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

刘崇武，中国科学院大学材料工程硕士，曾任财信证券研究发展中心机械设备行业研究员，2020年6月加入信达证券，从事机械设备行业研究。

刘卓，对外经济贸易大学金融学硕士，2017年加入信达证券研发中心，曾任农林牧渔行业研究员，现从事机械设备行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东总监	王莉本	18121125183	<a href="mailto:wangliben@cindasc.com">wangliben@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 评级说明

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。