

公司研究

精密冲压模具龙头，锂电结构件新秀

——震裕科技（300953.SZ）投资价值分析报告

要点

震裕科技是精密冲压综合解决方案供应商：公司冲压模具国内市占率第一，业务延伸到锂电池、电机铁芯精密冲压等市场，向客户提供精密结构件产品，广泛应用于家电、新能源锂电池、汽车、工控等行业领域，逐渐形成了“一体两翼四维”的发展战略格局。公司客户涵盖多个领域的头部企业，宁德时代、美的、格力、海尔、三菱、三星、松下、汇川、比亚迪、西门子等均为公司客户。

模具龙头进军锂电结构件，跟随宁德时代成长：依托模具技术优势，公司2015年进军锂电结构件领域，为宁德时代供货。2020年公司对于宁德时代的销售额5.72亿元，占公司营业总收入的47.9%，锂电结构件收入基本来自宁德时代。

受益于宁德时代产量增长与供应份额提升双重逻辑：GGII预计到2025年，我国结构件市场规模有望达到270亿元，2021-25年年均复合增速29%，其中方形结构件222亿元，占比82%。据我们测算，宁德时代2020年方形结构件需求约19亿元，公司对宁德时代的销售额5.72亿元，推算出震裕科技2020年在宁德时代结构件供货份额约30%。公司作为宁德时代锂电结构件的主要供应商之一，受益于宁德时代在全球动力电池产量快速增长，以及公司在宁德时代供应份额的继续提升，业绩增长确定性高。

模具业务稳定，电机铁芯业务有望放量：家电变频化趋势、新能源车电机、工控电机等带动中高端电机铁芯及模具需求。公司模具的精密技术行业领先，目前生产的精密级进冲压模具精度已达0.002mm，高于行业标准，达到了国际先进电机铁芯模具制造商的模具精度。公司还具备成本低、交货期短、售后服务及时等竞争优势。公司依托模具行业所积累的竞争优势，带动电机铁芯等精密结构件业务增长。

首次覆盖给予“买入”评级：我们预计公司2021-23年的营业收入分别为23.56/35.67/51.10亿元，归母净利润分别为2.47/4.17/6.08亿元，对应EPS为2.65/4.48/6.53元，当前股价对应21-23年PE分别为30/18/12倍。参考相对估值和绝对估值结果，考虑到公司作为宁德时代锂电结构件的主要供应商之一，受益于宁德时代在全球动力电池及储能电池产量的快速提升，以及公司在宁德时代供应份额的提升，短期业绩增长确定性高；另外，公司作为电机铁芯模具细分领域龙头，以自身模具技术优势为基础，受益于家电变频化、新能源汽车、工控等领域对中高端电机铁芯的需求提升，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：客户集中度较高的风险；原材料价格上涨；新能源车需求不及预期；次新股调整风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	749.53	1,192.78	2,355.81	3,567.24	5,110.32
营业收入增长率	25.51%	59.14%	97.51%	51.42%	43.26%
净利润(百万元)	77.46	130.26	246.69	416.80	607.85
净利润增长率	40.41%	68.17%	89.38%	68.95%	45.84%
EPS(元)	1.11	1.87	2.65	4.48	6.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.85%	17.77%	15.05%	20.45%	23.25%
P/E	71	42	30	18	12
P/B	9.2	7.5	4.5	3.6	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-05-21；公司2021年IPO后总股本变为9308万股，发行前股本6981万股

买入（首次）

当前价：79.05元

作者

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

wangrui3@ebsecn.com

分析师：郝菁

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

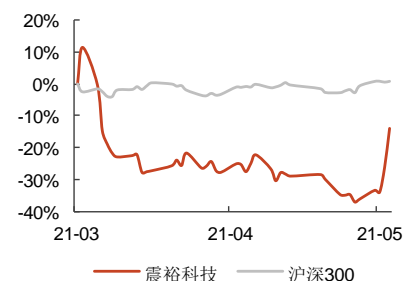
联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	0.93
总市值(亿元):	73.58
一年最低/最高(元):	60.05/120.90
近3月换手率:	975.58%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	16.50	-15.13	/
绝对	15.74	-17.67	/

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

锂电池精密结构件业务：参考公司募投项目及扩产规划，并结合 GII 预测的 2021-2023E 国内方形结构件市场规模分别为 101/123/150 亿元，假设公司市占率分别为 15%/20%/25%，预计该业务收入分别为 15.15/24.60/37.43 亿元，同比增速 165.21%/62.35%/52.20%，2021 年由于上游原材料涨价盈利能力略有下滑，22-23 年随着规模效应公司毛利率稳定提升，假设 21-23 年毛利率分别为 19.98%/22.98%/23.48%。

电机铁芯业务：随着公司电机铁芯向客户供货量提升，将维持较高增速，假设 21-23 年该业务营收增速分别为 70%/50%/30%，2021 年由于上游原材料涨价盈利能力略有下滑，22-23 年随着规模效应公司毛利率稳定提升，假设毛利率分别为 16.20%/17.20%/17.70%。

模具业务：该业务市场空间稳定，假设 21-23 年收入增速保持 5%，预计竞争加剧毛利率略有下滑，21-23 年毛利率假设分别为 50%/49.8%/49.6%。

我们的创新之处

- (1) 分析公司精密冲压模具的技术优势；
- (2) 挖掘公司作为宁德时代核心结构件供应商份额快速的逻辑。

股价上涨的催化因素

- (1) 宁德时代全球动力电池产量提升，以及公司供应份额的提升；
- (2) 家电变频化、新能源汽车、工控等领域对中高端电机铁芯的需求提升。

盈利预测与估值

我们预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 23.56/35.67/51.10 亿元，归母净利润分别为 2.47/4.17/6.08 亿元，对应 EPS 为 2.65/4.48/6.53 元，当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 30/18/12 倍。参考相对估值和绝对估值结果，考虑到公司作为宁德时代锂电结构件的主要供应商之一，受益于宁德时代在全球动力电池及储能电池产量的快速提升，以及公司在宁德时代供应份额的提升，短期业绩增长确定性高；另外，公司作为电机铁芯模具细分领域龙头，以自身模具技术优势为基础，受益于家电变频化、新能源汽车、工控等领域对中高端电机铁芯的需求提升，首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、震裕科技：精密冲压解决方案领先企业	6
1.1、精密冲压模具起家，切入锂电结构件、电机铁芯市场.....	6
1.2、财务情况：业绩持续增长，ROE 稳步提升.....	7
1.3、2020 年营收构成：锂电结构件 48%，模具 22%，电机铁芯 21%.....	9
1.4、模具技术背景深厚，核心技术自主研发.....	11
2、宁德时代锂电结构件核心供应商	13
2.1、新能源车行业景气度延续，动力电池格局一超多强.....	13
2.2、我国锂电结构件市场空间 2025 年预计 270 亿元.....	13
2.3、跟随宁德时代成长，供应份额提升.....	15
3、模具业务稳定，带动电机铁芯业务增长	17
3.1、家电、新能源车、工控领域带动高端电机铁芯及模具需求.....	17
3.2、依托模具竞争优势，开拓精密结构件业务.....	17
4、盈利预测	20
4.1、关键假设及盈利预测.....	20
5、估值水平与投资评级	21
5.1、相对估值.....	21
5.2、绝对估值.....	21
5.3、估值结论与投资评级.....	22
6、风险分析	23

图目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司三大业务板块发挥协同效应.....	7
图 3: 公司收入稳步增长.....	7
图 4: 公司归母净利润快速增长.....	7
图 5: 公司毛利率、净利率情况.....	8
图 6: 公司 ROE、ROA 持续提升	8
图 7: 公司资产逐年增加.....	8
图 8: 公司费用率逐年降低.....	8
图 9: 公司经营活动现金流尚不稳定	9
图 10: 公司锂电结构件收入增长迅速.....	10
图 11: 公司锂电结构件业务收入占比显著提升	10
图 12: 公司分部业务毛利率	11
图 13: 公司股权结构图	11
图 14: 公司研发费用逐年提升	12
图 15: 公司研发人员数量及占比.....	12
图 16: 国内新能源汽车销量 (万辆)	13
图 17: 国内动力电池月度产量 (MWh)	13
图 18: 动力锂电池精密结构件示意图.....	14
图 19: 壳体约占动力电池成本的 16%	14
图 20: 公司锂电池结构件产品	14
图 21: 2017-2025 年中国锂电池结构件市场规模及预测.....	14
图 22: 宁德时代方形锂电池结构件需求预测.....	14
图 23: 宁德是公司锂电结构件大客户.....	15
图 24: 公司锂电结构件单位售价及成本.....	15
图 25: 公司锂电结构件业务毛利率改善.....	16
图 26: 科达利 2020 年对大客户依赖相比公司较轻	16
图 27: 2012-2019 年我国装配微特电机的主要家电产量 (万台)	17
图 28: 2013-2019 年变频产品销售增长情况 (万台)	17
图 29: 公司所处产业链及上下游关系.....	18
图 30: 公司模具业务毛利率高于可比公司	19
图 31: 公司电机铁芯冲压业务毛利率与可比公司相当	19

表目录

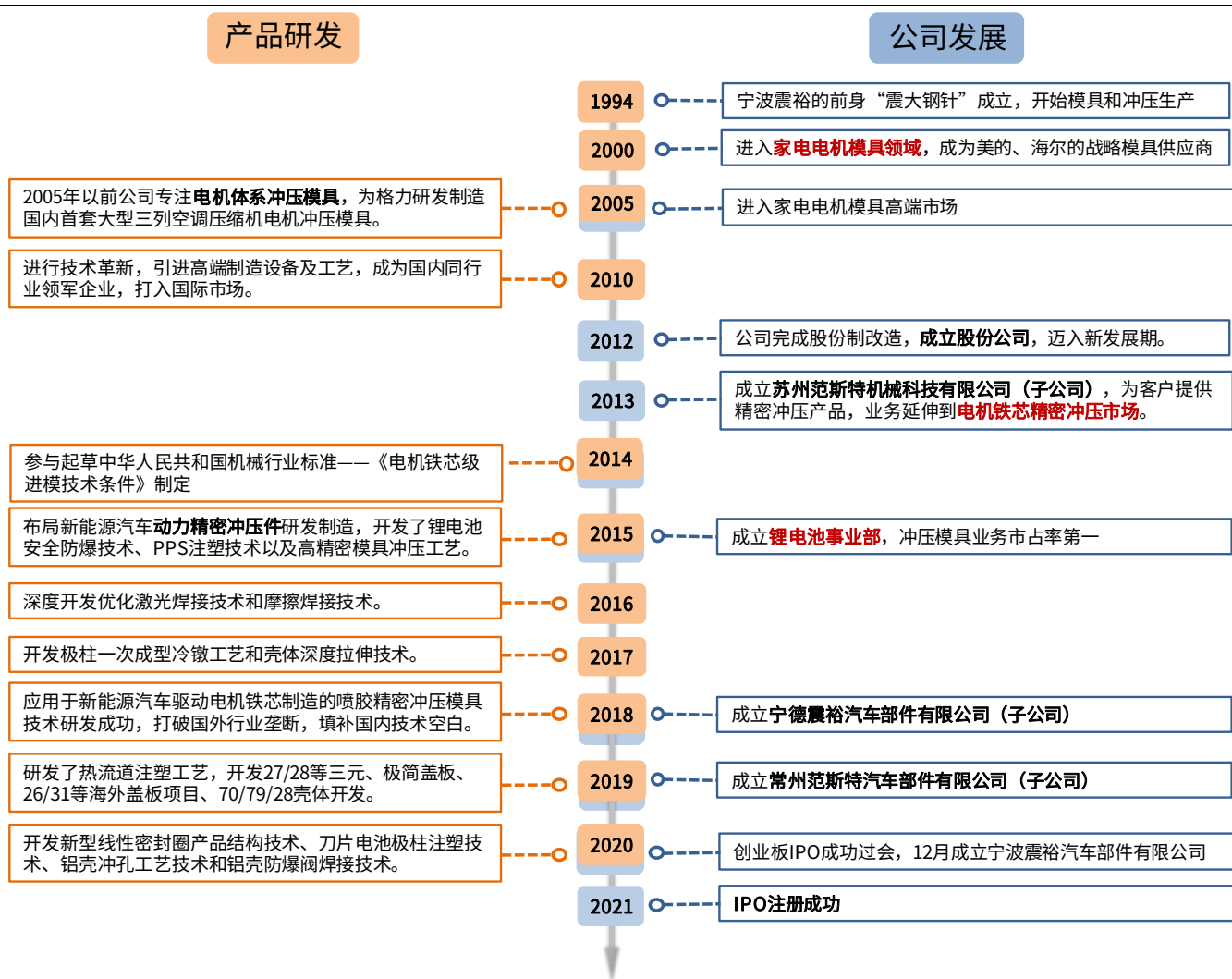
表 1: 公司主要产品及客户	9
表 2: 公司高管技术背景深厚	11
表 3: 公司技术能力领先, 超过高端客户要求	15
表 4: 公司募投项目情况	16
表 5: 公司模具的制造技术达到国际先进水平	18
表 6: 精密级进冲压模具市场占有率领先	19
表 7: 公司分业务盈利预测情况	20
表 8: 可比公司估值比较	21
表 9: 绝对估值核心假设表	21
表 10: 现金流折现及估值表	22
表 11: 敏感性分析表	22
表 12: 各类绝对估值法结果汇总表	22

1、震裕科技：精密冲压解决方案领先企业

1.1、精密冲压模具起家，切入锂电结构件、电机铁芯市场

震裕科技主营精密级进冲压模具及下游精密结构件。公司于1994年以制造电机冲压模具起家，拥有丰富的精密级进冲压模具开发经验和完整的制造体系。2000年公司进军家电电机模具行业，成为美的、海尔的战略模具供应商。公司2005年打入格力供应链，在家电电机模具高端市场占领一席之地，此后十年公司技术不断革新，并成立了苏州范斯特等子公司。在2015年冲压模具业务市占率达国内第一的同时，公司业务也延伸到锂电池、电机铁芯精密冲压等市场。

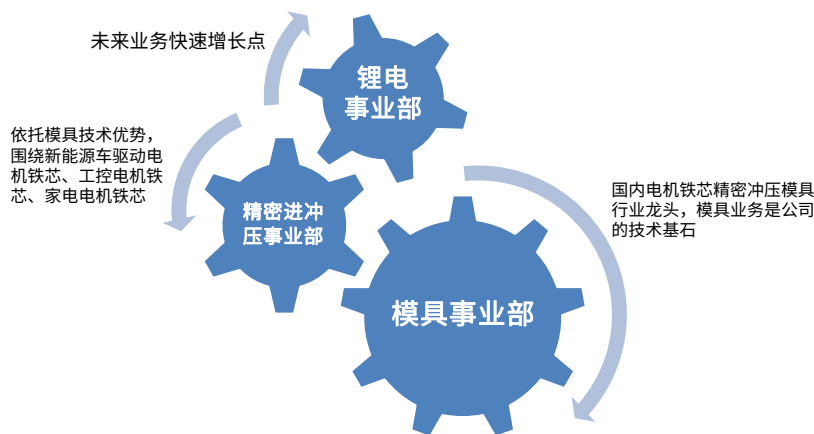
图1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书

公司以自身设计开发的冲压模具为基础，向客户提供精密结构件产品，广泛应用于家电、新能源锂电池、汽车、工业工控等行业领域，逐渐形成了“一体两翼四维”的发展战略格局，逐步成为精密级进模具产业链综合解决方案供应商，在全球范围内达到领先水平。

图 2：公司三大业务板块发挥协同效应



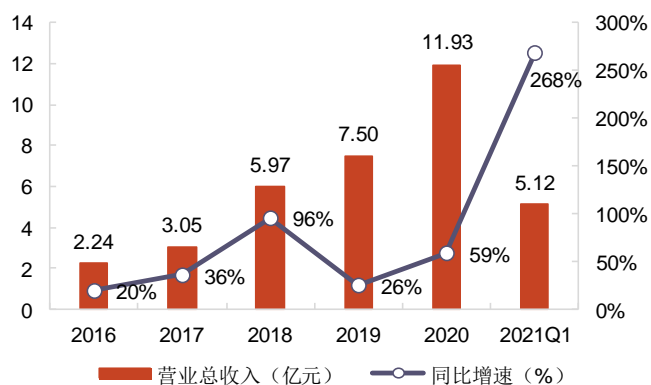
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

1.2、财务情况：业绩持续增长，ROE 稳步提升

随着国内外市场的不断拓展，公司模具业务稳定增长，精密结构件业务也逐步放量，尤其是锂电结构件收入快速增长。2020 年公司实现营业收入 11.93 亿元，同比增长 59.14%；实现净利润 1.30 亿元，同比增长 68.17%。

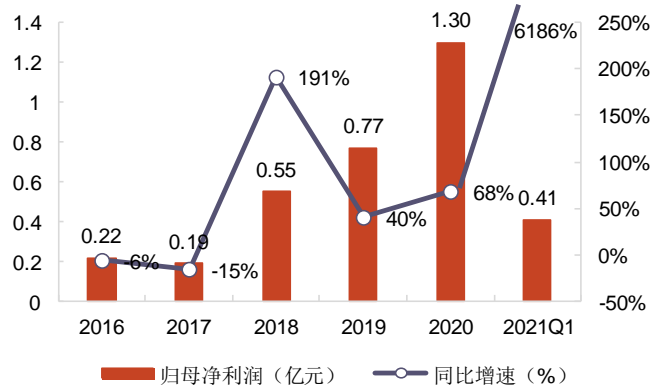
2021 年一季度，公司收入 5.12 亿元，较去年同期增长 268.34%，实现归母净利润 4139.18 万元，较去年同期增长 62 倍，主要系精密结构件和模具业务均保持较快增长，以及 2020 年低基数的原因。新能源汽车需求的增加以及下游宁德时代出货量的增长，带动公司生产效率和产品良品率进一步提升。

图 3：公司收入稳步增长



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 4：公司归母净利润快速增长

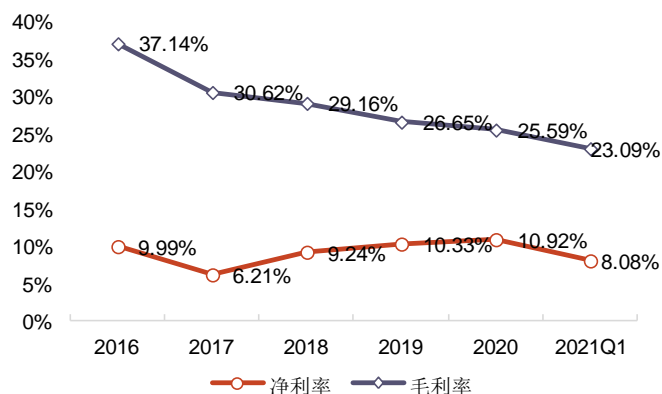


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

公司毛利率逐年降低，主要系产品结构发生变化，相较于高毛利率的模具业务，毛利率较低的电机铁芯和动力锂电池精密结构件销售占比逐渐增长，拉低了公司主营业务整体毛利率水平。

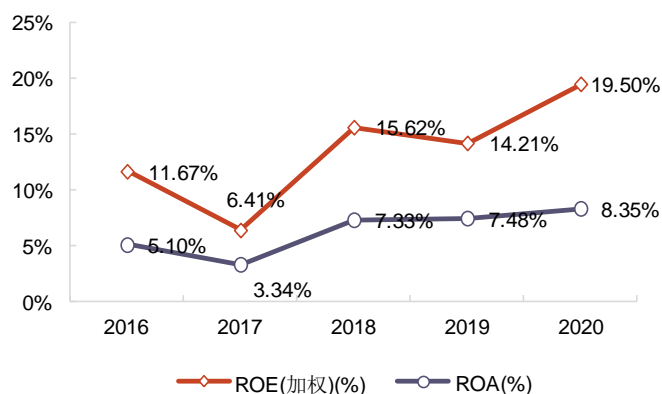
公司 2020 年 ROE (加权) 为 19.5%，ROA 为 8.35%，公司 ROE 近年来稳步提升，主要由于资产周转率提升，总资产周转率由 2017 年的 0.54 提升至 2020 年的 0.76。

图 5: 公司毛利率、净利率情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

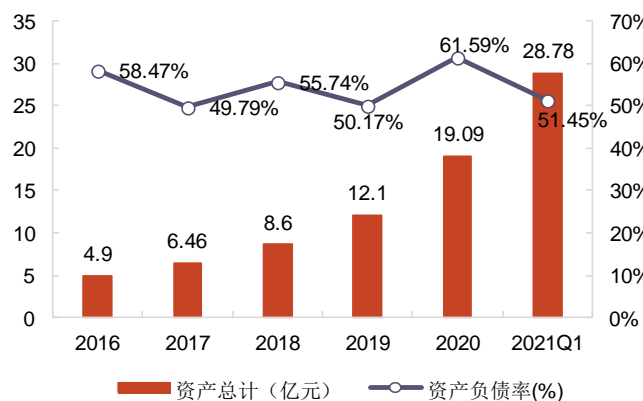
图 6: 公司 ROE、ROA 持续提升



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

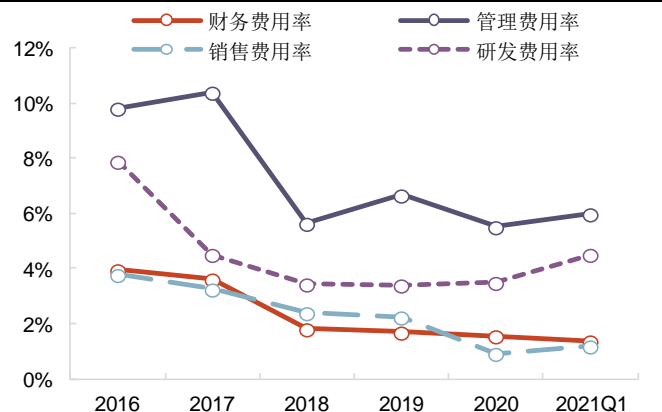
公司资产负债率维持在约 50%-60%，总资产逐步提升。随着客户需求的增加，精密结构件业务量增长，销售费用率逐年下降。

图 7: 公司资产逐年增加



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

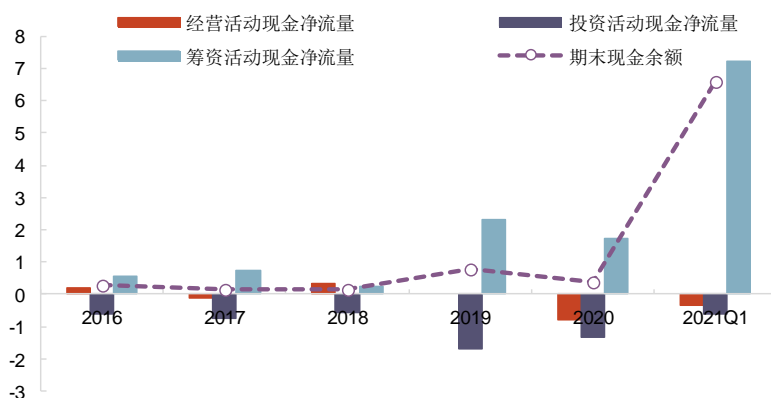
图 8: 公司费用率逐年降低



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

公司 2020 年经营活动净现金流为-0.79 亿元，主要由于精密结构件业务快速扩张，同时上下游信用期存在一定时间差，导致现金流收支存在时间差所致。

图9：公司经营活动现金流尚不稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所整理；单位：亿元


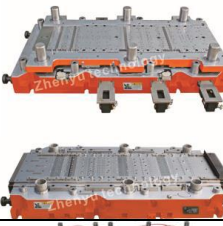

1.3、2020年营收构成：锂电结构件 48%，模具 22%，电机铁芯 21%

公司主要业务包括精密级进冲压模具及精密结构件。

(1) **精密级进冲压模具**主要产品包括电机铁芯级进模系列及动力锂电池结构件级进模系列，主要应用于家用电器、汽车、工业工控等领域电机铁芯的冲压制造，在家用电器、汽车、工业自动化等行业制造体系中占据核心位置；

(2) **精密结构件**主要产品包括电机铁芯和动力锂电池精密结构件。其中电机铁芯产品包括电机定子、转子铁芯，为家用电器、汽车、工控等行业用电机的核心结构件；动力锂电池精密结构件产品主要为新能源车动力锂电池顶盖和外壳。

表1：公司主要产品及客户

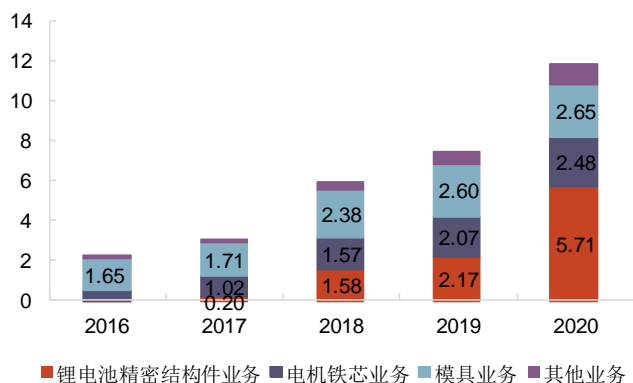
产品类别	下游行业	主要客户群体	主要产品	产品图片	产品特点	主要应用领域
精密级进冲压模具	家用电器	美的系、海尔系、睿智系、海立系、电产系、爱知系、三星、松下、大洋系、华意系、格力系等	三列电机铁芯级进模系列		大型三列电机铁芯级进模系高端产品，高制造难度、高精度和高效率；目前只有日本、欧美、国内极少数企业具有设计制造能力。	压缩机电机铁芯、风扇电机铁芯、汽车电机铁芯、步进伺服电机铁芯冲压
	汽车	长鹰信质、电产系、大洋系（含上海电驱动）等	多列电机铁芯级进模系列		该系列为电机铁芯级进模高端产品，产品的制造难度、加工精度和生产效率远高于其他模具产品；公司在国内率先开发出应用于变频空调风扇电机铁芯的生产的定子直条四列模。	变频空调电机铁芯、汽车电机铁芯冲压
			双列电机铁芯级进模系列		该系列为“一出二”的电机铁芯级进模，较单列模具生产效率更高、材料利用率更高、结构更加复杂。	冰箱压缩机电机铁芯、洗衣机电机铁芯冲压

	工业工控	万高系、里戈系等	单列电机铁芯级进模系列		该系列为“一出一”的电机铁芯级进模，与普通冲压模相比，具有高精度、高效率、高速度、自动化、长寿命的特点。	汽车电机铁芯（包括新能源汽车驱动电机铁芯）、工业电机铁芯、水泵电机铁芯
	电机配件	为浙江宝捷、江苏川电等国内外知名冲压厂商	单列动力锂电池结构件级进模系列		该系列为“一出一”的动力锂电池顶盖片级进模，高精度、高效率、高速度、自动化、长寿命	动力锂电池精密顶盖片
精密结构件	家用电器	爱知系、电产系、苏州基研、嘉兴威能等	电机铁芯机结构件		铁芯是电机的核心部件，是实现能量转换的主要机构。根据电机设计和性能要求，其冲裁高度、精度、尺寸、材质各不相同。	家用电器、工业工控、传统燃油车、新能源汽车
	汽车	法雷奥西门子、联合汽车系、比亚迪系、苏州朗高、大洋系（含上海电驱动）等				
	工业工控	西门子、苏州瑞纳、依必安派特、合康新能系、汇川系等				
	新能源汽车	宁德时代、江苏时代、时代上汽	动力锂电池精密结构件		新能源汽车锂电池精密结构件是保障锂电池安全的核心部件，能有效降低锂电池爆炸危害性。同时起到传输能量、承载电解液、固定支撑电池等作用。	新能源汽车动力锂电池

资料来源：公司招股说明书

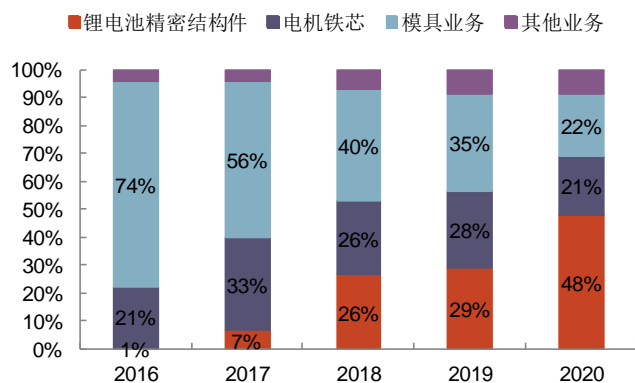
公司主营业务收入主要来源于**精密级进冲压模具、精密结构件**。公司精密结构件产品主要包括电机铁芯和动力锂电池精密结构件。公司模具业务稳定增长，精密结构件业务也逐步放量，尤其是锂电结构件收入快速增长，2020年收入5.71亿元，同比+163.5%，收入占比由2017年的7%迅速提升至48%。

图 10：公司锂电结构件收入增长迅速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理；单位：亿元

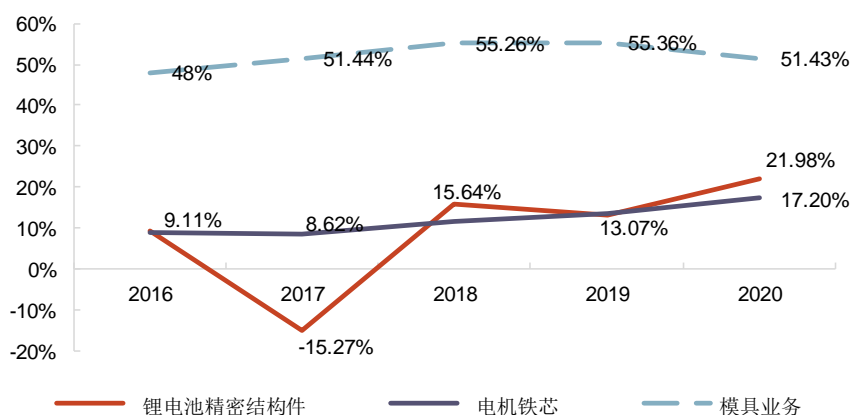
图 11：公司锂电结构件业务收入占比显著提升



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

公司模具业务毛利率保持50%左右，较高的毛利率水平主要由于公司精密级进冲压模具产品技术附加值较高。电机铁芯业务毛利率水平逐年提高，2020年为17.2%，主要系电机铁芯销售逐渐放量，规模效应显现所致。锂电结构件业务随着收入规模扩大，规模效应显现，毛利率提升。

图 12: 公司分部业务毛利率

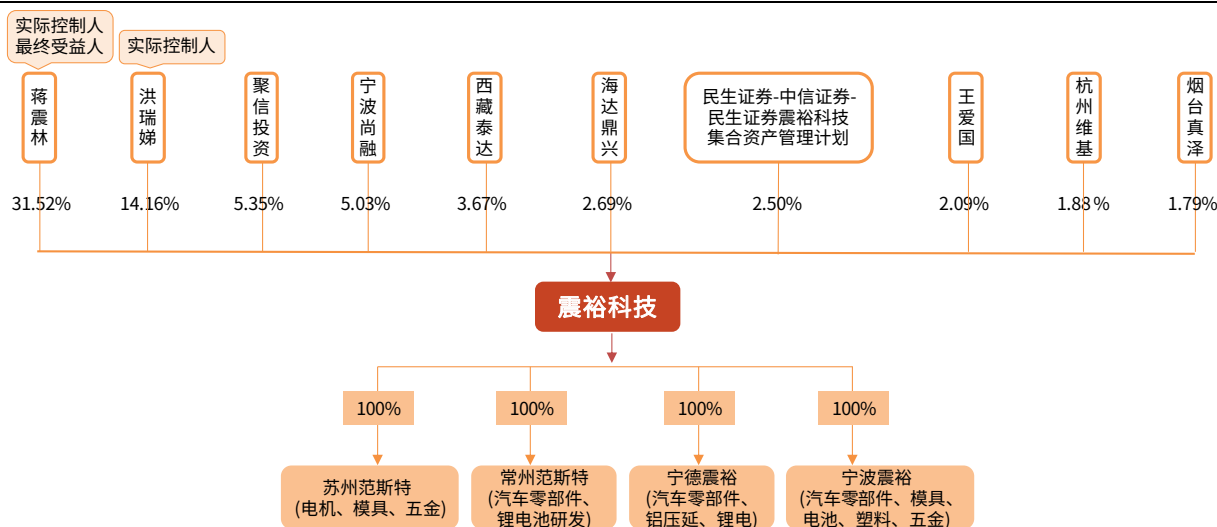


资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

1.4、 模具技术背景深厚，核心技术自主研发

公司股权结构较为集中，实控人具备深厚技术背景。控股股东、实际控制人为蒋震林先生和洪瑞娣女士，截止 2021 年一季度直接持有公司 31.52%和 14.16% 股份，合计占公司总股本的 45.68%，公司前十大股东持股比例为 70.68%。

图 13: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告; 截至 2021 年 3 月 31 日

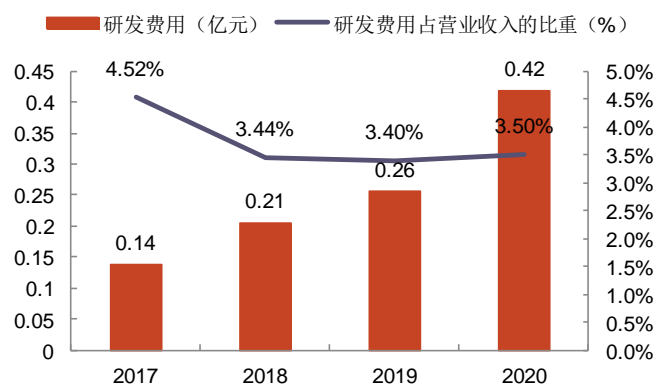
表 2: 公司高管技术背景深厚

姓名	职位	简历
蒋震林	董事长	二十余年模具设计制造经验，曾任宁海县第九届政协常务委员，现为中国模具工业协会常务理事，宁波市模具行业协会副会长，浙江省模具工业联合会副会长，是“一种定子铁芯及形成该定子铁芯的带状层叠体”等多项专利第一发明人。1994 年创办公司前身宁波震大钢针制造有限公司，担任公司执行董事、总经理。2012 年 11 月至今，担任公司董事长、总经理。
梁鹤	董事	曾任成都宏明电子器材厂技术员、模具设计师，深圳龙华富士康冲模二厂模具工程师，深圳宝安东江模具厂产品设计师，双林集团冲模厂模具工程师。2002 加入宁波震裕模具有限公司，历任模具工程师、技术部部长、副总经理。2012 年 11 月至今，担任公司董事、副总经理；现兼任常州范斯特执行董事、总经理。模具制造经验丰富，是多项发明专利的第一发明人。
张刚林	董事	曾任章丘海尔电机有限公司质量检测员、冲压工艺员、冲压工艺室主任、冲压分厂副厂长，青岛盛和达电机有限公司制造部部长。2008 年 11 月至 2019 年 12 月，任公司副总经理、模具事业部总经理；2020 年 1 月至今，任公司董事、副总经理、锂电事业部总经理。
周茂伟	监事会主席	曾任海尔集团章丘海尔电机有限公司工艺科科长，负责电机制造工艺的编制、实施及监督；曾任青岛海立美达股份有限公司工艺装备部部长，负责公司整体电机制造工艺流程的设计、执行及革新。2008 年 8 月起 2018 年 2 月，担任公司营销部部长。2012 年 11 月至今，担任监事会主席，2018 年 2 月至今，担任公司销售总监；同时兼任苏州范斯特监事。

资料来源: 公司公告

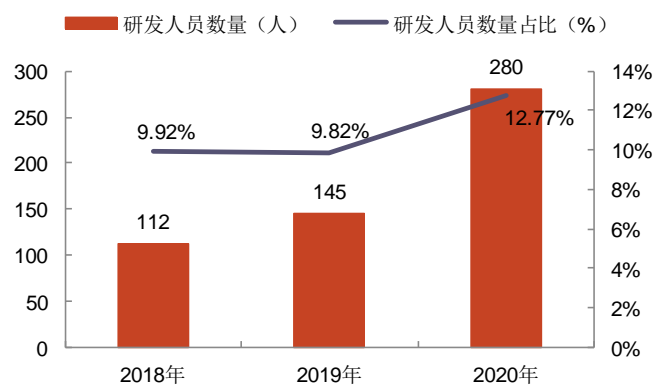
截至 2020 年 6 月 30 日，公司共拥有 60 项专利，其中发明专利 8 项。截至 2020 年底，公司拥有各类技术研发人员 280 人，占员工总人数的 12.77%，提升明显。包括实控人蒋震林先生、高管梁鹤先生、邹春华先生等在内的核心技术人员共 7 人，核心技术人员稳定。

图 14：公司研发费用逐年提升



资料来源：公司公告

图 15：公司研发人员数量及占比



资料来源：公司公告

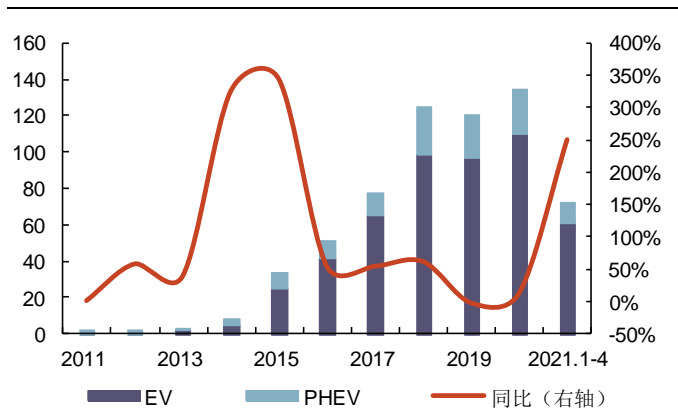
2、宁德时代锂电结构件核心供应商

2.1、新能源车行业景气度延续，动力电池格局一超多强

碳中和趋势下，全球重视新能源汽车发展。碳减排与刺激消费政策加速欧洲电动化进程；美国大选落定，拜登当选利好新能源汽车发展；日本计划 2030 年中期禁售燃油车，传统汽车强国追赶电动化浪潮；中国向市场化转变，双积分政策与新能源汽车产业发展规划为未来发展护航。

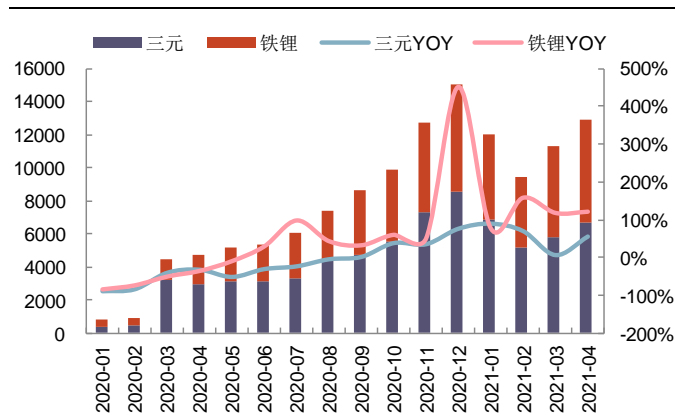
新能源车行业景气度高，带动国内锂电池产量快速增长。我国新能源汽车产业飞速发展，2014、2015 年同比增长都在 3 倍以上，推动锂电池需求量快速增长。2020 年初受疫情冲击，国内新能源汽车销量低迷，下半年行业逐步恢复，全年实现销量/产量分别为 135/131 万辆，同比+13%/+7%。国内新车型频繁推出，2021 年国内新能源车销量仍将维持高增态势，1-4 月销量 73 万辆，同比+249%。这使得动力电池需求旺盛，产量快速增长。

图 16：国内新能源汽车销量（万辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 17：国内动力电池月度产量（MWh）



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，光大证券研究所整理

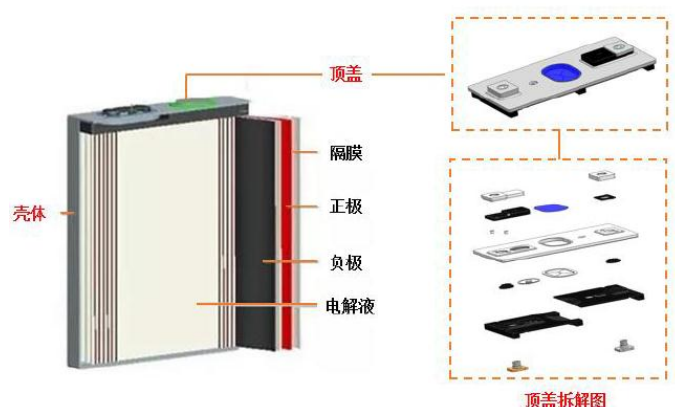
国内动力电池呈现一超多强格局，宁德时代地位稳固。据 SNE Research 数据，2020 年全球动力电池装机量 137GWh，同比+17%，宁德时代全球装机量份额 25%，位列全球第一。据中国汽车动力电池产业创新联盟，宁德时代 2020 年国内装车量 31.8GWh，国内份额 50%，2021 年 1-4 月龙头地位仍维持。

2.2、我国锂电结构件市场空间 2025 年预计 270 亿元

结构件是锂电池的重要部件之一。锂电池由正极材料、负极材料、隔膜、电解液及精密结构件组成，其中精密结构件主要是铝/钢壳、盖板、连接片和安全结构件等，动力电池精密结构件直接影响电池的密封性、能量密度等，且动力电池精密结构件需达到国内外领先汽车厂商要求的高度精密性、一致性。随着动力电池行业迎来快速发展机遇，动力电池精密结构件的市场也将迎来高速的发展。

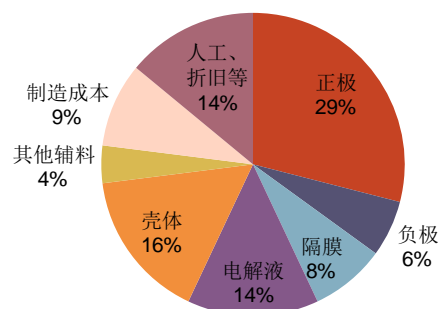
据公司招股说明书与真锂研究，在锂电池的成本构成中，特别是方形铝壳锂电池的成本构成中，壳体约占 16%。

图 18: 动力锂电池精密结构件示意图



资料来源: 公司招股说明书

图 19: 壳体约占动力电池成本的 16%



资料来源: 公司招股说明书, 真锂研究, 2020 年

公司产品主要为方形动力锂电池精密结构件盖板和壳体。公司锂电池结构件产品包括顶盖、壳体, 以及结构件总成, 当前公司产品的大部分为顶盖。

图 20: 公司锂电池结构件产品

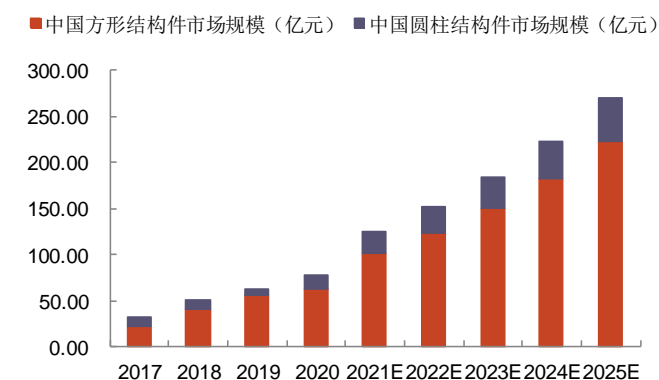


资料来源: 公司招股说明书

GGII 统计数据显示, 2020 年中国锂电池结构件市场规模为 76 亿元, 同比增长 22%。GGII 预计到 2025 年, 我国结构件市场规模有望达到 270 亿元, 年均复合增速 29%, 其中方形结构件 222 亿元, 占比 82%。

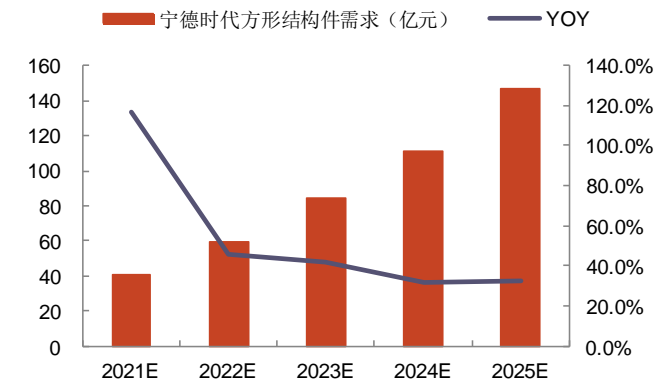
据我们测算, 宁德时代 2020 年锂电池出货量为 46.8GWh, 按照方形结构件价值量 40 元/kWh 测算, 宁德时代 2020 年方形结构件需求约 19 亿元; 2025 年宁德时代锂电出货量预计约 446GWh, 按照方形结构件价值量 33 元/kWh 测算, 锂电结构件需求约 150 亿元, 2021-25 年年均复合增速约 50%。

图 21: 2017-2025 年中国锂电池结构件市场规模及预测



资料来源: GGII

图 22: 宁德时代方形锂电池结构件需求预测



资料来源: 光大证券研究所预测

2.3、 跟随宁德时代成长， 供应份额提升

公司于 2015 年进入动力锂电池精密结构件领域，基于下游市场较为集中的竞争格局，集中优势产能服务，首先与宁德时代建立起了互利共赢的长期战略合作关系。公司凭借领先的模具技术，攻克锂电结构件的技术壁垒，2018 年锂电结构件业务扭亏为盈，逐渐放量。

表 3：公司技术能力领先，超过高端客户要求

产品名称	主要技术指标	高端客户基本要求	公司技术能力	
动力锂电池精密结构件	顶盖	防爆阀爆破压力稳定性	PPK \geq 1.67	PPK \geq 2.00
		翻转片翻转压力稳定性	PPK \geq 1.67	PPK \geq 2.00
		关键尺寸 PPK	PPK \geq 1.33	PPK \geq 1.67
	壳体	关键尺寸制造精度及稳定性	\pm 0.05mm	\pm 0.02mm
		关键尺寸 PPK	PPK \geq 1.33	PPK \geq 1.67
		关键尺寸制造精度及稳定性	\pm 0.05mm	\pm 0.02mm

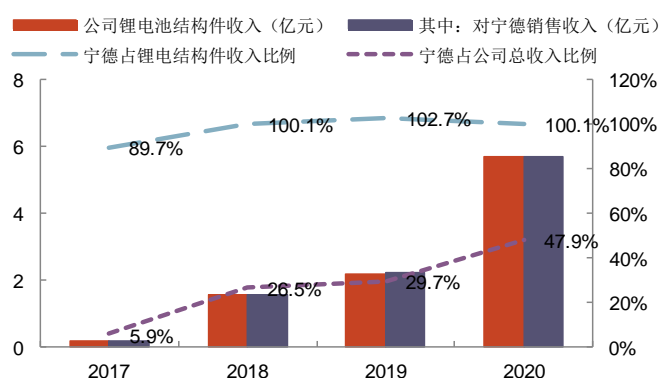
资料来源：公司招股说明书

绑定宁德时代。自 2015 年公司开始制造并销售动力锂电池精密结构件产品以来，宁德时代便是公司核心客户。2017-2020 年公司对宁德时代的销售额占公司当年营业收入的比重分别为 5.88%、26.48%、29.73%和 47.9%，在 2018 年宁德时代开始成为公司第一大客户，且营收占比逐年提高。公司也成为宁德时代 2018 年、2019 年十大“优秀供应商”之一。

据前文测算，宁德时代 2020 年方形结构件需求约 19 亿元，公司 2020 年对宁德时代销售额为 5.72 亿元，推算出震裕科技 2020 年在宁德时代结构件供货份额约 30%。

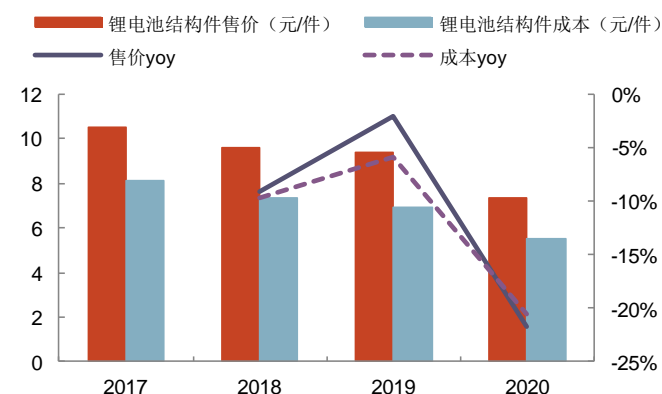
公司作为宁德时代锂电结构件的主要供应商之一，受益于宁德时代在全球动力电池及储能电池产量的快速提升，以及公司在宁德时代供应份额的继续提升，业绩增长确定性高。

图 23：宁德是公司锂电结构件大客户



资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所整理

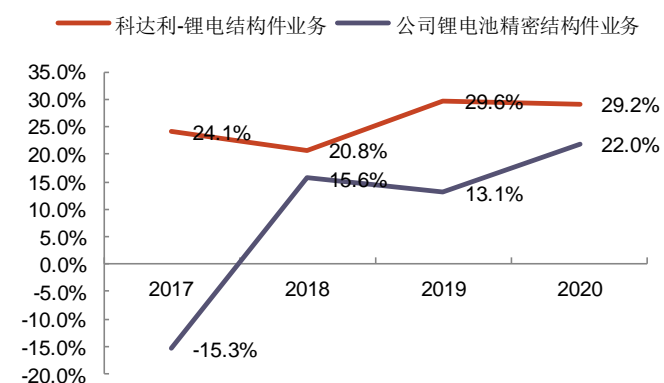
图 24：公司锂电结构件单位售价及成本



资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所整理

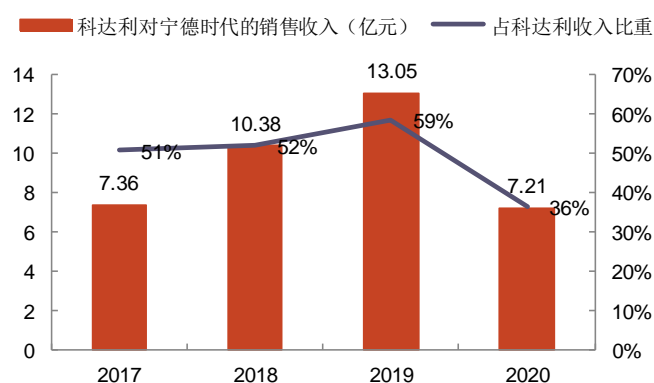
锂电结构件业务扭亏，盈利能力总体提升。2016 年公司锂电池精密结构件尚处于起步期，2017 年销售订单量较少，不足以覆盖公司固定成本的摊销，处于亏损状态，自 2018 年下半年起销售订单量大幅增加，营业收入实现大幅增加，毛利率较上年提高。2019 年毛利率较低，主要系 2019 年投入较大，摊销的成本费用较高。2020 年上半年由于疫情，产能利用率降低，毛利率有所下降，下半年下游需求旺盛，毛利率提升。

图 25：公司锂电结构件业务毛利率改善



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 26：科达利 2020 年对大客户依赖相比公司较轻



资料来源：科达利公司公告，光大证券研究所整理

表 4：公司募投资项目情况

序号	项目名称	具体产品	新增产能	达产预计年收入收入 (万元)	拟实施主体	项目投资总额 (万元)	拟募投资金额 (万元)
1	电机铁芯精密多工位级进模扩建项目	电机铁芯精密多工位级进模	105 套电机铁芯精密多工位级进模	6,090	震裕科技, 宁海	8,891.68	8,891.68
2	年产 4,940 万件新能源动力锂电池顶盖及 2,550 万件动力锂电池壳体生产线项目	传统摩擦焊顶盖; 极简顶盖; 壳体	年产 4,940 万件锂电池顶盖及 2,550 万件壳体	60,918.97	震裕科技, 宁海	32,788.49	32,286.48
3	年增产电机铁芯冲压件 275 万件项目	家电、工业、汽车电机铁芯冲压件	电机铁芯冲压件 275 万件	20,539.15	苏州范斯特	13,493.39	13,493.39
4	年产 2500 万件新能源汽车锂电池壳体项目	壳体	2500 万件锂电池壳体	13,722.70	宁德震裕, 福安	3,366.71	3,262.31
5	企业技术研发中心项目				震裕科技	2,410.32	2,410.32
6	补充流动资金				震裕科技	2,000.00	2,000.00
合计						62,950.59	62,344.18

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

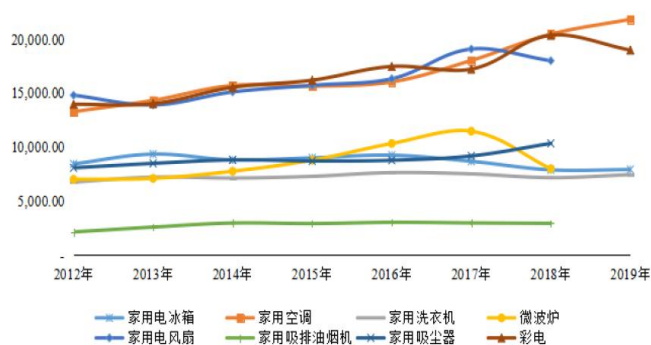
3、模具业务稳定，带动电机铁芯业务增长

3.1、家电、新能源车、工控领域带动高端电机铁芯及模具需求

公司产品覆盖微特电机市场中家电、汽车及工控领域。随着“双碳”目标对家电、汽车等领域节能降耗的要求不断提升，变频电机、定频高效等中高端电机铁芯模具具有显著市场优势。

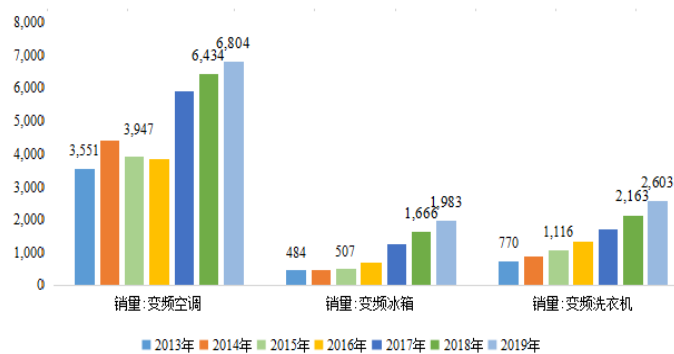
节能变频化趋势带动电机铁芯需求。受益于《房间空气调节器能效限定值及能效等级》于2020年7月1日实施，低效制冷产品陆续被淘汰，电机向高效节能变频化发展，随着变频电机在家电市场应用范围的进一步扩大，中高端电机铁芯模具的需求将日益增长。

图 27：2012-2019 年我国装配微特电机的主要家电产量（万台）



资料来源：公司招股说明书，国家统计局

图 28：2013-2019 年变频产品销售增长情况（万台）



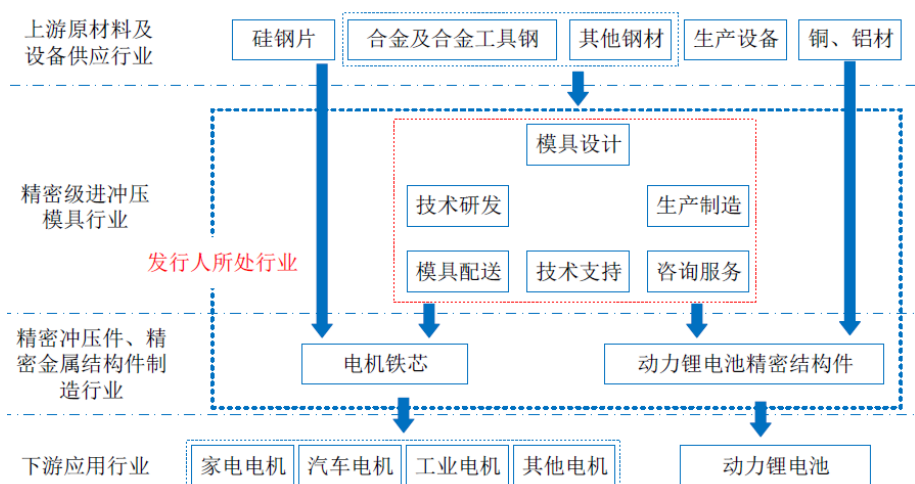
资料来源：公司招股说明书，产业在线

汽车电机行业受益于国家节能减排和消费升级，工控行业受益于我国制造业自动化、智能化水平提升，对中高端电机铁芯的需求也在增加。近年来，新能源汽车需求快速增长，带动了新能源汽车电机，特别是驱动电机的快速发展。该领域也不断推出整合式、轮毂式驱动电机等新产品，为电机铁芯模具企业带来了新的需求。而在工控领域，自动化产线、智能化设备、工业机器人等催生了以步进伺服电机为代表的工控电机需求，亦带动了相应的电机铁芯模具需求。

3.2、依托模具竞争优势，开拓精密结构件业务

公司的精密级进冲压模具，主要应用于精密结构件的生产制造，以电机铁芯产品为主。电机铁芯是电机的核心部件之一，广泛应用于家电电机、汽车电机、工控电机等领域。

图 29：公司所处产业链及上下游关系



资料来源：公司招股说明书

模具的精密技术技术领先。公司目前生产的精密级进冲压磨具实现的精度已达到0.002mm，高于行业标准，达到了日本三井、日本黑田、美国 LH CARBIDE 等先进电机铁芯模具制造商的模具精度，产品质量量化指标均达到国际先进水平。同时，相较国外先进电机铁芯模具制造商，公司具备成本低、交货期短、售后服务及时等竞争优势。

表 5：公司模具的制造技术达到国际先进水平

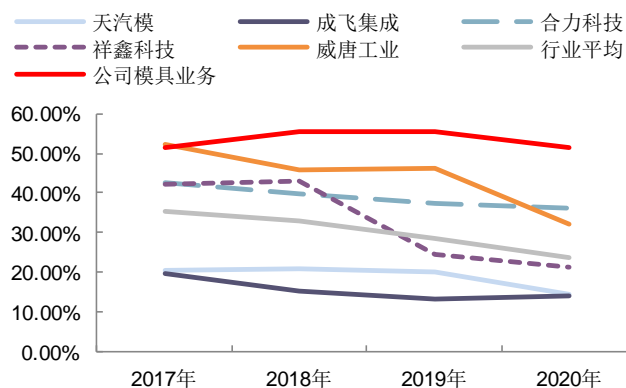
指标	公司水平	国外先进水平	行业标准
综合寿命 (亿次)	1.5-2.0	1.5-2.2	1-1.5
冲次 (次/分钟)	250-600	250-600	200-400
生产周期 (天)	30-120	25-110	40-130
单次刃磨寿命	200-400 万冲次/ (0.08~0.1) mm	250-400 万冲次/ (0.08~0.1) mm	100-250 万冲次/ (0.08~0.1) mm
精度 (mm)	0.002	0.002	0.005

资料来源：公司招股说明书

公司模具业务毛利率相对于行业同类公司处于较高水平，主要系因为公司所产电机铁芯级进模具总体上属于技术难度大、附加值高的高端产品，能够生产该类模具的国内竞争者较少。

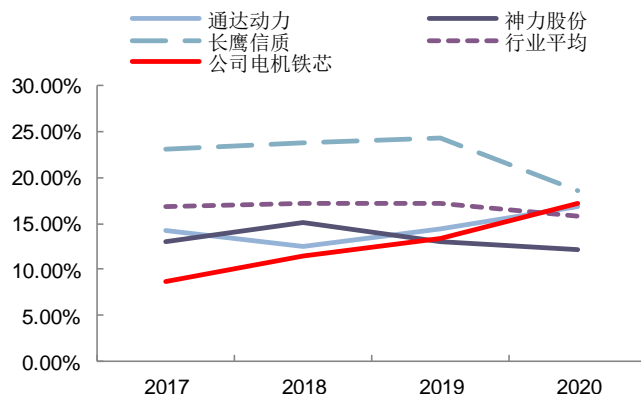
公司电机铁芯结构件的毛利率随着业务量增长，单位摊销的固定成本减少，毛利率逐年提高，除了长鹰信质做了后续产业衍生毛利率较高外，公司与其余可比公司毛利率水平相当。

图 30: 公司模具业务毛利率高于可比公司



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理

图 31: 2020 年公司电机铁芯冲压业务毛利率与可比公司相当



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理

据公司招股说明书中测算, 公司 2017 年至 2019 年度精密级进冲压模具市场占有率分别为 23.71%、26.71%和 25.05%, 市场占有率较高, 处于细分行业龙头地位。

表 6: 精密级进冲压模具市场占有率领先

项目	领域	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
产量	微特电机产量 (万台)	682,975.00	653,697.52	660,689.72	698,691.07
	其中, 用于家电、汽车、工业工控领域微特电机数量 (A, 万台)	355,147.00	339,922.71	343,558.65	363,319.36
	新能源汽车产量 (B, 万辆)	51.7	79.4	127.05	124.19
	家电、汽车、新能源汽车、工业工控领域电机合计 (C=A+B, 万台)	355,198.70	340,002.11	343,685.70	363,443.55
定子、转子冲片数量合计 (D=A*100*2+B*500*2, 亿片)		7,108.11	6,806.39	6,883.88	7,278.81
所需冲次 (E=D/X/2, 亿次)		1,704.48	1,632.13	1,650.71	1,745.41
理论所需模具存量数量 (F=E/Y, 套)		2,818	2,699	2,729	2,886
模具市场规模 (G=F n - F n-1 + E n-1 / Z, 套)			1,244	1,336	1,477
公司销量 (H, 套)			295	357	370
市场占有率 (I=H/G, %)			23.71%	26.71%	25.05%

资料来源: 公司招股说明书

依托模具竞争优势, 开拓精密结构件业务。从业务关系上来看, 模具业务与精密结构件业务为产业链的上下游关系, 模具业务处于产业上游, 为精密结构件的制造提供基础工艺设备, 精密结构件业务中电机铁芯和动力锂电池精密结构件均为下游电机和动力锂电池的核心零部件, 通过模具等设备进行生产制造。公司基于在模具领域积累的丰富开发经验和拥有的完整制造体系, 积极开发下游产业客户, 依托模具行业所积累的竞争优势, 带动公司精密结构件业务快速增长。

下游客户优质, 电机铁芯业务有望放量。公司汽车电机铁芯客户包括比亚迪、法雷奥西门子、联合汽车系等, 受益于新能源汽车行业需求旺盛, 公司新能源汽车驱动电机铁芯产品将逐年放量。工控电机铁芯客户包括汇川技术、西门子等, 家电电机客户包括爱知系、电产系等电机零部件企业, 有望受益于家电变频化与工业自动化趋势。

4、盈利预测

4.1、关键假设及盈利预测

锂电池精密结构件业务：参考公司募投项目及扩产规划，并结合 GII 预测的 2021-2023E 国内方形结构件市场规模分别为 101/123/150 亿元，假设公司市占率分别为 15%/20%/25%，预计该业务收入分别为 15.15/24.60/37.43 亿元，同比增速 165.21%/62.35%/52.20%，2021 年由于上游原材料涨价盈利能力略有下滑，22-23 年随着规模效应公司毛利率稳定提升，假设 21-23 年毛利率分别为 19.98%/22.98%/23.48%。

电机铁芯业务：随着公司电机铁芯向客户供货量提升，将维持较高增速，假设 21-23 年该业务营收增速分别为 70%/50%/30%，2021 年由于上游原材料涨价盈利能力略有下滑，22-23 年随着规模效应公司毛利率稳定提升，假设毛利率分别为 16.20%/17.20%/17.70%。

模具业务：该业务市场空间稳定，假设 21-23 年收入增速保持 5%，预计竞争加剧毛利率略有下滑，21-23 年毛利率假设分别为 50%/49.8%/49.6%。

根据上述关键假设，预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 23.56/35.67/51.10 亿元，归母净利润分别为 2.47/4.17/6.08 亿元，对应 EPS 为 2.65/4.48/6.53 元。

表 7：公司分业务盈利预测情况

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	749.53	1,192.78	2,355.81	3,567.24	5,110.31
增长率	25.51%	59.14%	97.51%	51.42%	43.26%
毛利 (百万元)	277.55	305.20	510.31	819.66	1176.82
主营毛利率	37.03%	25.59%	21.66%	22.98%	23.03%
锂电池精密结构件					
主营收入 (百万元)	216.81	571.24	1,515.00	2,459.57	3,743.49
增长率	37.10%	163.47%	165.21%	62.35%	52.20%
毛利 (百万元)	28.34	125.56	302.70	565.21	878.97
毛利率	13.07%	21.98%	19.98%	22.98%	23.48%
电机铁芯					
主营收入 (百万元)	206.76	247.90	421.43	632.15	821.79
增长率	31.33%	19.90%	70.00%	50.00%	30.00%
毛利 (百万元)	27.56	42.64	68.27	108.73	145.46
毛利率	13.33%	17.20%	16.20%	17.20%	17.70%
模具业务					
主营收入 (百万元)	259.82	265.41	278.68	292.61	307.25
增长率	9.17%	2.15%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	143.84	136.50	139.34	145.72	152.39
毛利率	55.36%	51.43%	50.00%	49.80%	49.60%
其他					
主营收入 (百万元)	66.14	108.23	140.70	182.91	237.78
增长率	51.66%	63.64%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利 (百万元)	0.04	0.50	0.00	0.00	0.00
毛利率	0.06%	0.46%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，单位：百万元

5、估值水平与投资评级

5.1、相对估值

考虑到公司主营业务为锂电池结构件和电机铁芯及模具业务,我们选取国内锂电池结构件龙头科达利,锂电铜箔领先企业嘉元科技、3C 结构件与锂电结构件企业的长盈精密作为可比公司,可比公司 2021 年平均 PE 为 31 倍。公司当前股价对应 2021 年 PE 为 30 倍,较可比公司低,估值预计仍有提升空间。

表 8: 可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)					PE (X)			CAGR -3/2020	PEG -2021	市值 (亿元)
	2021/5/21	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E				
科达利	75.84	0.84	1.81	2.63	3.72	90	42	29	20	64.20%	0.65	177	
嘉元科技	65.60	0.81	1.99	2.66	3.61	81	33	25	18	64.54%	0.51	151	
长盈精密	18.57	0.65	1.00	1.46	1.91	29	18	13	10	43.18%	0.43	186	
震裕科技	79.05	1.87	2.65	4.48	6.53	42	30	18	12	57%	0.58	73.58	

资料来源:震裕科技为光大证券研究所预测,其余为 wind 及一致预期

5.2、绝对估值

5.2.1、关于基本假设的几点说明:

- 1、长期增长率:公司是电机铁芯及模具、锂电结构件企业,竞争壁垒较低,未来行业格局或趋于分散,假设长期增长率为 1.5%;
- 2、 β 值选取:采用中信行业分类-锂电池的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似;
- 3、税率:我们预测公司未来税收政策较稳定,结合公司过去几年的实际税率,假设公司未来税率为 14.86%。

表 9: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.50%
无风险利率 Rf	3.17%
β (levered)	1.44
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	9.39%
税率	14.86%
Kd	4.68%
Ve	2668.97
Vd	616.20
目标资本结构	18.76%
WACC	8.50%

资料来源:光大证券研究所预测

表 10: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1292.06	9.94%
第二阶段	4780.87	36.79%
第三阶段 (终值)	6922.24	53.27%
企业价值 AEV	12995.17	100.00%
加: 非经营性净资产价值	663.70	5.11%
减: 少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减: 债务价值	616.20	-4.74%
总股本价值	13042.67	100.37%
股本 (百万股)	93.08	
每股价值 (元)	140.12	
PE (隐含)	52.87	
PE (动态)	29.83	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 11: 敏感性分析表

WACC	长期增长率				
	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
7.50%	153.37	160.17	168.11	177.49	188.74
8.00%	140.98	146.57	153.02	160.54	169.42
8.50%	130.19	134.83	140.12	146.23	153.36
9.00%	120.72	124.60	128.99	134.01	139.81
9.50%	112.34	115.61	119.29	123.45	128.22

资料来源: 光大证券研究所预测

表 12: 各类绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	140.12	112.34	—	188.74	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	141.01	112.07	—	192.32	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据以上几种绝对估值方法, 得到公司每股价值区间为 112.34-188.74 元 (敏感性±1%区间)。

5.3、估值结论与投资评级

我们预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 23.56/35.67/51.10 亿元, 归母净利润分别为 2.47/4.17/6.08 亿元, 对应 EPS 为 2.65/4.48/6.53 元, 当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 30/18/12 倍。参考相对估值和绝对估值结果, 考虑到公司作为宁德时代锂电结构件的主要供应商之一, 受益于宁德时代在全球动力电池及储能电池产量的快速提升, 以及公司在宁德时代供应份额的提升, 短期业绩增长确定性高; 另外, 公司作为电机铁芯模具细分领域龙头, 以自身模具技术优势为基础, 受益于家电变频化、新能源汽车、工控等领域对中高端电机铁芯的需求提升, 首次覆盖给予“买入”评级。

6、风险分析

经营风险

- 1、客户集中度较高的风险：公司锂电结构件客户主要是宁德时代，2020 年公司对宁德时代的销售额占公司当年营业收入的比重为 47.9%，客户集中度较高。
- 2、原材料价格上涨影响公司盈利能力：公司精密结构件业务中，主要原材料为硅钢片、铝材、铜材等，大宗商品价格波动将影响公司毛利率水平。

市场风险

- 1、新能源车需求、家电行业需求不及预期将影响公司订单增长。
- 2、竞争加剧市场份额下滑的风险：锂电结构件业务壁垒较低，若宁德时代引入其他供应商，公司市场份额或下滑。

技术风险

- 1、技术迭代风险：技术迭代、产品更新使得公司产品丧失竞争力的风险；
- 2、核心技术人员流失及技术泄密风险：公司模具技术是核心竞争力，若相关技术人员流失、技术机密泄露将削弱公司壁垒。

其它风险

- 1、次新股调整风险：公司于 2021 年 3 月上市，估值波动相对明显，未来存在调整风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	750	1,193	2,356	3,567	5,110
营业成本	550	888	1,846	2,748	3,933
折旧和摊销	39	52	95	114	128
税金及附加	4	4	9	13	19
销售费用	17	11	44	63	85
管理费用	50	66	94	140	196
财务费用	13	19	7	-10	-13
研发费用	26	42	81	123	176
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	88	154	290	490	715
利润总额	87	153	290	490	714
所得税	10	23	43	73	106
净利润	77	130	247	417	608
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	77	130	247	417	608
EPS(元)	1.11	1.87	2.65	4.48	6.53

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	0	-79	307	321	487
净利润	77	130	247	417	608
折旧摊销	39	52	95	114	128
净营运资金增加	34	187	112	258	315
其他	-150	-449	-146	-467	-564
投资活动产生现金流	-169	-132	-254	-152	-102
净资本支出	-169	-132	-202	-152	-102
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	0	-52	0	0
融资活动现金流	231	172	152	9	3
股本变化	11	0	23	0	0
债务净变化	100	206	-517	0	0
无息负债变化	28	363	655	639	839
净现金流	63	-40	205	178	388

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	26.7%	25.6%	21.7%	23.0%	23.0%
EBITDA 率	21.0%	22.2%	15.8%	17.1%	16.6%
EBIT 率	15.0%	16.8%	11.8%	13.9%	14.1%
税前净利润率	11.6%	12.8%	12.3%	13.7%	14.0%
归母净利润率	10.3%	10.9%	10.5%	11.7%	11.9%
ROA	6.4%	6.8%	8.4%	10.4%	11.2%
ROE (摊薄)	12.8%	17.8%	15.0%	20.5%	23.2%
经营性 ROIC	11.6%	13.9%	15.9%	23.8%	30.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	50%	62%	44%	49%	52%
流动比率	1.04	0.98	1.57	1.58	1.64
速动比率	0.77	0.79	1.22	1.23	1.28
归母权益/有息债务	1.93	1.42	NA	NA	NA
有形资产/有息债务	3.70	3.57	NA	NA	NA

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,210	1,909	2,953	3,991	5,406
货币资金	94	64	270	447	835
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	222	406	563	852	1,221
应收票据	24	44	88	133	190
其他应收款 (合计)	2	3	5	8	12
存货	161	216	453	676	969
其他流动资产	103	338	547	765	1,043
流动资产合计	619	1,133	2,009	3,006	4,448
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	342	578	678	722	707
在建工程	174	97	116	110	97
无形资产	20	21	22	23	24
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	18	38	90	90	90
非流动资产合计	591	776	945	985	958
总负债	607	1,176	1,314	1,953	2,792
短期借款	312	517	0	0	0
应付账款	135	234	486	724	1,037
应付票据	92	329	646	962	1,377
预收账款	24	0	0	0	0
其他流动负债	0	1	3	6	9
流动负债合计	594	1,157	1,278	1,900	2,717
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	19	36	53	75
非流动负债合计	13	19	36	53	75
股东权益	603	733	1,640	2,038	2,615
股本	70	70	93	93	93
公积金	323	335	989	989	989
未分配利润	210	329	558	956	1,533
归属母公司权益	603	733	1,640	2,038	2,615
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.24%	0.92%	1.85%	1.75%	1.65%
管理费用率	6.67%	5.52%	4.00%	3.92%	3.84%
财务费用率	1.69%	1.56%	0.28%	-0.28%	-0.25%
研发费用率	3.40%	3.50%	3.45%	3.45%	3.45%
所得税率	11%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.14	0.20	0.34	0.49
每股经营现金流	0.01	-1.14	3.30	3.45	5.23
每股净资产	8.64	10.50	17.62	21.89	28.09
每股销售收入	10.74	17.09	25.31	38.32	54.90

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	71	42	30	18	12
PB	9.2	7.5	4.5	3.6	2.8
EV/EBITDA	38.1	23.9	19.3	11.7	8.0
股息率	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE