

**积极布局一体化的锂电前驱体优质企业**
**—中伟股份（300919.SZ）深度报告**
**所属部门：**行业公司部

**报告类别：**公司研究报告

**报告时间：**2022年10月26日

**分析师：**孙灿

**执业证书：**S1100517100001

**联系方式：**Suncan@cczq.com

**北京：**东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

**深圳：**福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

**上海：**陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

**成都：**高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

**❖ 下游产业快速发展，公司产品市场空间广阔**

《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》提出，到2025年，我国新能源汽车新车销售量要达到汽车新车销售总量的20%左右，根据GGII预计，2022年我国新能源汽车的年销量将突破600万辆，2025年将超过1000万辆。

**❖ 公司研发技术领先，客户结构优异**

公司在锂电行业累积十余年，伴随行业与客户共同成长，成就了公司超前的产品技术开发能力，配套的研发设备与工艺优化集成能力。公司坚持技术引领，以技术、品质、规模、响应度获得客户广泛认可，打入国际国内头部客户供应链，客户多元化且卡位优质、高成长的下游市场，建立覆盖“整车、电池、正极”全面的客户体系。

**❖ 公司产能规模领先，产业链协同优秀**

公司发挥快速产业化能力水平，通过打造绿色低碳生产方式，完善全球化布局，预计2022年末将形成约33万吨/年的三元前驱体产能、3万吨/年四氧化三钴产能，生产能力全球领先，规模效应显著，高端产品持续优化，出货量处于行业领先水平。

**❖ 首次覆盖予以“增持”评级**

我们预计2022-2024年，公司可实现营业收入336.56亿元（同比增长67.67%）、435.52亿元和521.29亿元，以2021年为基数未来三年复合增长37.45%；归属母公司净利润17.20亿元（同比增长83.14%）、34.39亿元和46.18亿元。总股本6.10亿股，对应EPS 2.82元、5.64元和7.58元。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

**❖ 风险提示：新项目投产不及预期、新能源汽车销量不及预期。**
**盈利预测与估值**

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	20072.49	33655.63	43551.92	52128.70
+/-%	169.81%	67.67%	29.40%	19.69%
净利润(百万)	938.95	1719.64	3439.27	4618.43
+/-%	123.48%	83.14%	100.00%	34.29%
EPS(元)	1.54	2.82	5.64	7.58
PE	50.94	27.81	13.91	10.36

资料来源：公司公告，预测截止日期2022年10月26日，川财证券研究所

## 正文目录

一、	公司发展历程、实际控制人和股权结构.....	4
1.1.	公司发展历程.....	4
1.2.	控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构.....	4
1.1.1.	控股股东和实际控制人.....	4
1.1.2.	公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化.....	5
二、	营业务结构和变化.....	5
2.1	主要业务和产品.....	5
2.1.1.	主营业务概述.....	5
2.1.2.	主营业务结构.....	6
2.1.3.	收入、利润和盈利能力变化.....	7
2.2	公司的主要业务布局和发展战略规划.....	8
2.1.4.	公司近期工作.....	8
2.1.5.	公司发展规划.....	11
三、	公司近年重大资本运作.....	12
3.1	公司近年重大资本运作情况.....	12
3.2	公司募投项目概述.....	12
四、	投资建议.....	12
4.1	投资逻辑和观点.....	12
4.1.1.	下游产业快速发展，公司产品市场空间广阔.....	12
4.1.2.	公司研发技术领先，客户结构优异.....	13
4.1.3.	公司产能规模领先，产业链协同优秀.....	13
4.2	盈利预测与估值比较.....	14
4.2.1.	盈利预测.....	14
4.2.2.	估值比较.....	15
	盈利预测.....	16
	风险提示.....	17
	相关报告.....	17

## 图表目录

图 2: 公司三元前驱体产品 .....	6
图 3: 公司四氧化三钴产品 .....	6
图 4: 2022 年上半年分行业收入结构 .....	7
图 5: 2022 年上半年分行业毛利结构 .....	7
图 6: 历年收入变化 (单位: 亿元) .....	7
图 7: 历年营业利润和净利润 (单位: 亿元) .....	7
图 8: 销售毛利率和净利率变化 (%) .....	8
图 9: 投资回报情况 (单位: %) .....	8
图 10: 负债结构和流动性 (%) .....	8
图 11: 杠杆运用和资产运营状况 .....	8
表格 1. 公司 2022 年半年报最新十大股东情况 .....	5
表格 2. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态 .....	12
表格 3. 公司分业务收入和毛利率假设 .....	15
表格 4. 可比公司估值 .....	15

## 一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

### 1.1. 公司发展历程

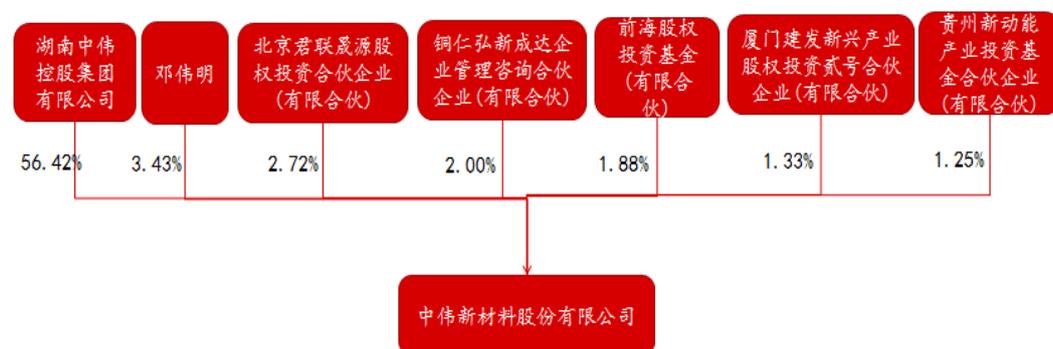
中伟股份为湖南中伟控股集团有限公司旗下控股子公司、上市主体，是专业的锂电池新能源材料综合服务商。公司主要从事锂电池正极材料前驱体的研发、生产、加工及销售，属于国家战略性新兴产业中的新材料、新能源领域。公司被认定为国家企业技术中心、国家高新技术企业，获得“国家智能制造”、“绿色制造工厂”等示范项目称号，公司与国内外数十家知名企业达成战略合作，核心产品成功跻身多家世界 500 强企业高端供应链，产品广泛应用于 3C 领域、动力领域、储能领域。2013 年集团入股湖南海纳，后者拥有四氧化三钴、三元前驱体自主关键技术，借此中伟股份成功进入锂电新能源材料领域，2014 年中伟新材料有限公司成立，业务量持续扩张；2020 年公司登陆创业板；2021 年公司南部广西产业基地开工并部分投产，形成以中部、西部、南部产业基地为核心的三基地生产时代。2022 年 7 月公司印尼年产 6 万金吨高冰镍项目试产，全面向上游进行资源布局。

### 1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

#### 1.1.1. 控股股东和实际控制人

截至 2022 年 9 月 30 日，湖南中伟控股集团有限公司为公司第一大股东，持股比例 56.42%；邓伟明为公司的实际控制人，个人持股比例为 3.43%；北京君联晟源股权投资合伙企业(有限合伙)持股比例为 2.72%，铜仁弘新成达企业管理咨询合伙企业(有限合伙)持股比例为 2.00%，前海股权投资基金(有限合伙)持股比例为 1.88%，公司前五大股东合计持股比例为 66.45%。

图 1：公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公告；公司年报，iFinD，川财证券研究所，时间截至 2022 年中

### 1.1.2. 公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化

根据 2022 年三季报披露的信息，邓伟明通过湖南中伟控股集团有限公司间接持有公司 344,000,000 亿股，占公司总股本的 56.42%，为公司控股股东。

表格 1. 公司 2022 年三季报最新十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	变化
1	湖南中伟控股集团有限公司	344,000,000	56.4200	不变
2	邓伟明	20,911,000	3.4300	不变
3	北京君联晟源股权投资合伙企业(有限合伙)	16,569,342	2.7200	减少
4	铜仁弘新成达企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	12,180,000	2.0000	不变
5	前海股权投资基金(有限合伙)	11,470,000	1.8800	不变
6	香港中央结算有限公司	11,020,773	1.8100	新进
7	厦门建发新兴产业股权投资贰号合伙企业(有限合伙)	8,090,000	1.3300	不变
8	农银汇理新能源主题灵活配置混合型证券投资基金	7,830,657	1.2800	增加
9	贵州新动能产业投资基金合伙企业(有限合伙)	7,630,000	1.2500	不变
10	铜仁恒盛励能企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	6,698,900	1.1000	不变
	合计	446,400,672	73.2200	--

资料来源：公司公告；2022 年半年报，iFind，川财证券研究所

## 二、主营业务结构和变化

### 2.1 主要业务和产品

#### 2.1.1. 主营业务概述

公司始终坚持技术与客户领域的开放性合作，加快产业链一体化布局，拥有优质、多元、多层次的客户群，包括 LG 化学、厦门钨业、特斯拉、当升科技、贝特瑞、L&F、振华新材、天津巴莫、三星 SDI 等。公司全面进入全球领先锂离子电池产业链，且为头部企业供应链的核心供应商。报告期内，受益于公司客户结构优质、产品性能良好等因素，公司三元前驱体及四氧化三钴销售量稳步提升。根据 ICC 鑫椏咨询数据显示，2021 年度公司三元前驱体市场占有率提升至 26%，四氧化三钴市场占有率 24%，均保持行业第一。

公司自成立以来，依靠多年对锂电池正极材料前驱体行业的投入，利用完备的产业化平台，较快地建立现代化的自主研发体系。公司以高镍、掺杂、预烧结、循环等技术作为主要研发方向，组织人力、财力、物力不断进行技术攻关，基于共沉淀法最终形成多项核心技术，主要如下：

(1) 单晶前驱体合成技术，采用间歇式共沉淀工艺，独特的开釜造核过程，让晶种形

成特有的结构在进行生长，制备出球形度好，形貌均匀，无团聚，高比表，窄分布的前驱体，降低单晶材料烧结过程中的控制难度，采用此工艺制成的材料具有高电压、长循环的优势，尤其是在低钴、无钴系单晶材料中性能更突出。

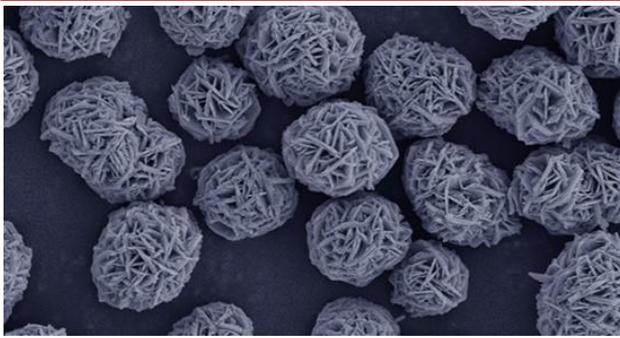
(2) 定量造核连续法合成制备技术，采用固定数量和粒度的定量造核连续式共沉淀工艺，制备出粒度大小及分布稳定，球形度好，大小颗粒一次颗粒一致，无球裂，无微粉 ( $D_{min} > 2\mu m$ ) 的宽分布产品，此技术能综合前驱体 XRD、SEM、TD、BET、多元素掺杂等要求，解决高镍产品产气、高温循环、阻抗高等各项问题。

(3) 多工艺组合共沉淀技术，采用长周期间歇式工艺，在产品制备过程中延长颗粒生长周期，并分段设计不同工艺的设计，让前驱体从内到外结构逐渐转变，解决正极材料烧结过程由于颗粒大导致反应内外不一致、以及材料内部应力，使得该工艺产品能同时兼顾高电压、高容量、高压实、长循环、高倍率、低直流内阻等特点。

(4) 氧化物前驱体制备技术，通过对前驱体进行预烧结，并在煅烧过程中，精确控制煅烧温度、停留时间、气氛等参数，省去前驱体烘干工序成本，提高前驱体的金属含量 20% 以上，降低物流成本，提升正极材料烧结产能。

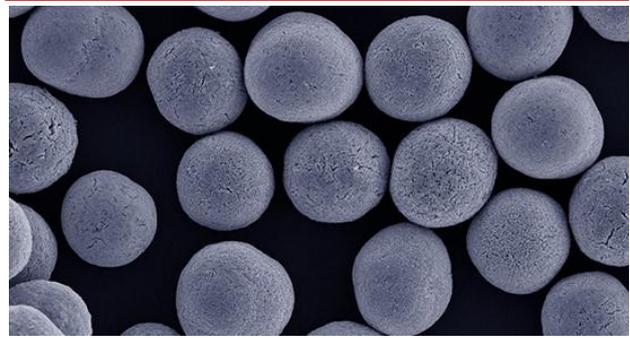
(5) 定量间歇式共沉淀技术，由于高镍材料的结构、一致性要求更高，采用分段定量制备的共沉淀工艺，每段工艺均针对材料结构要求进行单独设计，并进行定量制备，合成时间能精确控制在正负 1 小时以内，在满足高镍材料结构要求下极大的提高前驱体一致性。

图 2：公司三元前驱体产品



资料来源：公司主页，iFinD，川财证券研究所

图 3：公司四氧化三钴产品



资料来源：公司主页，iFinD，川财证券研究所

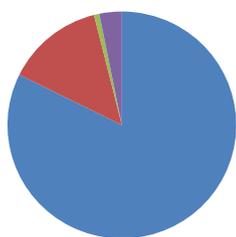
### 2.1.2. 主营业务结构

公司是专业的锂电池新能源材料综合服务商，主要从事锂电池正极材料前驱体的研发、生产、加工及销售，属于国家战略性新兴产业中的新材料、新能源领域。公司坚持以全系三元前驱体、高电压四氧化三钴为研发与产销方向，主要产品包括三元前驱体、四氧化三钴，分别用于生产三元正极材料、钴酸锂正极材料。三元正极材料、钴酸锂正极材料进一步加工制造成锂电池，最终应用于新能源汽车、储能及消费电子等领域。公司凭借优异的技术研发实力、严苛的品质管控要求、快速的产业化能力，核心产品均成功跻身全球领先新能源汽车厂商及锂电池厂商，与 LG 化学、厦门钨业、特斯拉、

当升科技、贝特瑞、L&F、振华新材、三星 SDI 等国内外一流正极材料客户建立稳定的合作关系。

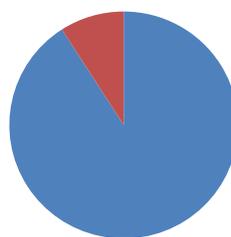
2022 年前三季度，公司实现营业收入 222.86 亿元，同比增长 60.64%；成本 212.44 亿元，利润总额 13.07 亿元，同比增加 44.05%；归属于上市公司股东的净利润为 10.85 亿元，同比增加 41.74%；

2022 年上半年，公司三元前驱体业务实现营业收入 117.10 亿元，同比增长 81.16%，成本 103.17 亿元，同比增长 82.28%，毛利率 11.89%，同比减少 0.56 个百分点；公司四氧化三钴业务实现营业收入 19.60 亿元，同比增加 21.97%，成本 18.21 亿元，同比增加 28.78%，毛利率 7.09%，同比减少 4.92 个百分点。

**图 4：2022 年上半年分行业收入结构**


■三元前驱体 ■四氧化三钴 ■受托加工 ■其他主营业务

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

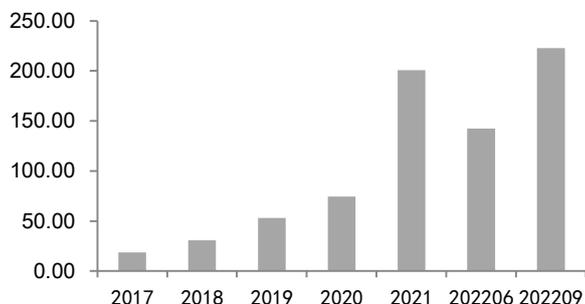
**图 5：2022 年上半年分行业毛利结构**


■三元前驱体 ■四氧化三钴

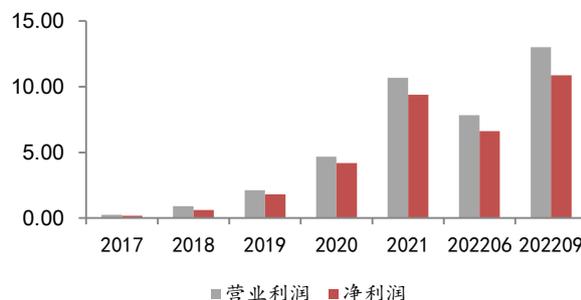
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

### 2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化

三元前驱体和四氧化三钴销售业务相关收入占据公司销售收入和毛利中绝大部分。2021 年公司实现营业收入 200.72 亿元，同比增加 169.81%；营业利润 10.67 亿元，同比增加 128.08%；归属母公司净利润 9.39 亿元，同比增加 123.48%。公司 2022 年前三季度实现营业利润 13.00 亿元，同比增加 43.35%；归属母公司净利润 10.85 亿元，同比增加 41.74%。

**图 6：历年收入变化（单位：亿元）**


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

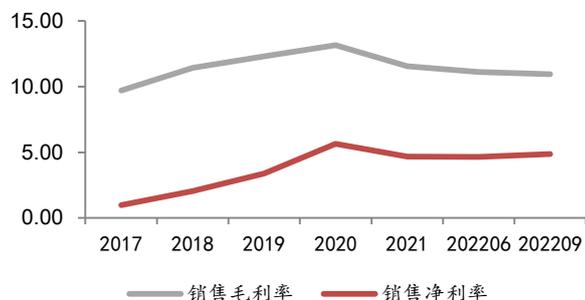
**图 7：历年营业利润和净利润（单位：亿元）**


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

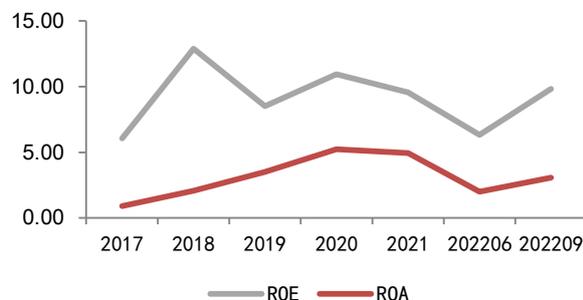
2022 年上半年公司综合毛利率和净利率分别为 11.10% 和 4.65%，相比 2021 年上半年的 12.47% 和 5.84%，毛利率和净利率都有一定程度下滑，主要是因为公司固定成本的增加以及上游原材料价格上涨所致。2022 年前三季度，公司综合毛利率和净利率分别为

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

10.95%和 4.87%，整体毛利率与净利率水平与 2022 年上半年基本持平，公司上游原材料价格的回落以及公司良好的费用控制水平，使得公司整体盈利能力保持稳定。

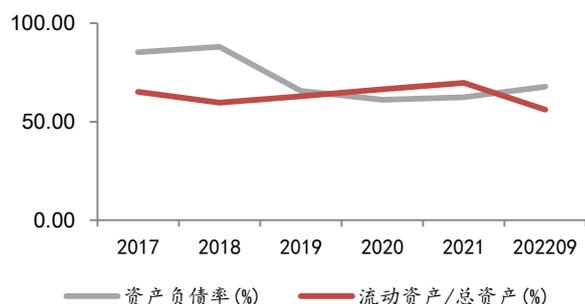
**图 8：销售毛利率和净利率变化 (%)**


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

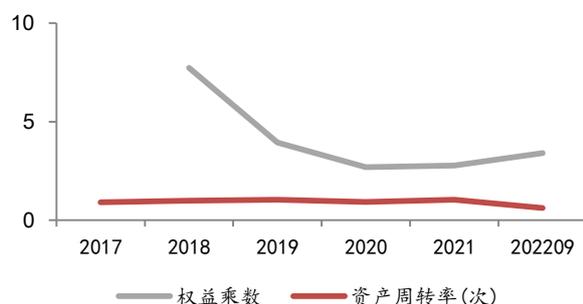
**图 9：投资回报情况 (单位：%)**


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2022 年前三季度，公司 ROE 和 ROA 分别为 9.83%和 3.06%，同比出现一定下滑，一个原因是公司增发增加了股东权益，另外一个原因是由于行业竞争激烈以及上游原材料涨价的影响使得公司盈利能力出现下滑所致，随着后续原材料价格回落，公司盈利能力有望保持稳定。随着公司上市成功，公司资产负债率下降，偿债能力有所提高，杠杆下降，资产周转率有一定改善。

**图 10：负债结构和流动性 (%)**


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

**图 11：杠杆运用和资产运营状况**


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

## 2.2 公司的主要业务布局和发展战略规划

### 2.1.4. 公司近期工作

得益于行业快速发展和市占率提升双重促进，公司三元前驱体和四氧化三钴合计销售量超过 10 万吨。基于公司产能持续释放，精益管理提质增效，叠加产品、客户结构持续优化，产业一体化比例逐步提高，共同推动公司业绩持续增长。2022 年上半年，公司实现营业收入为 1,422,964.67 万元，同比增长 70.30%，实现归属于上市公司股东的净利润为 66,061.60 万元，同比增长 35.41%，持续保持增长态势。

为实现公司经营目标，公司重点做好以下工作：

#### 1. 聚焦经营，全面提升经营效率



得益于新能源汽车市场的发展强势，全球新能源汽车渗透率阶梯式上升，随着下游市场的需求提速，核心客户 LG 化学、特斯拉、厦门钨业、当升科技、L&F 等国际、国内客户需求亦大幅提升，成为公司产品出货增速的有力保障。公司持续聚焦经营，坚持优质、多元、多层次的客户结构，全产业链和价值服务，增强经营组织建设，巩固业务优势，稳定行业地位，保持全球市场占有率稳步提升。同时，加快公司一体化产业布局，加强供应多元化，有效完善自身资源短板，全面提升整体经营效率。

在生产经营层面，坚持“提高市占率和客户粘性，提销量促规模，稳差价提效益，降成本控费用”的目标。报告期，公司三元前驱体和四氧化三钴合计销售量超过 10 万吨。根据鑫椽资讯数据，2022 年上半年，公司三元前驱体市场占有率为 26%，四氧化三钴市场占有率为 25%，均保持行业第一。同时，叠加公司产品、客户结构持续优化，产业一体化比例提升，单吨盈利能力保持环比提高。在产能建设层面，多举措加快推动冰镍项目、磷酸铁项目等在建项目投产达效及对多条生产线进行技术改造升级，加快生产技术工艺改进，提升企业发展质效。

## 2. 强化研发，技术创新与多元化布局齐头并进

公司始终保持研发核心地位，持续加大研发投入，紧贴市场、客户需求确立研发方向，加强现有产品机理及结构的优化，以及新技术、新工艺、新设备等方面的研究、开发和利用，巩固自身“壁垒”属性，系统提高研发的综合竞争力。加深产品多元化研发投入，对新材料体系的技术储备、技术升级做好前期准备，为后续工程化、商业化提供技术基础。持续提升技术服务生产能力，依托国家企业技术中心平台，加快建设国家级研发中心，高效率、高质量的助力精益制造。

在产研合作层面，公司与中南大学等高校签订产学研合作协议，共建紧密产学研合作机制，打造新能源材料研究创新平台、促进科研成果转化应用；全资子公司湖南中伟新能源与湖南省电池行业协会、中南大学、长沙矿冶研究院等 20 家单位联合组成长沙钠离子电池创新联合体且理事长单位，通过上下游联动、企企合作、校企合作，凝聚智慧，加快推进钠离子电池技术攻关、成果转化、产业化项目落地实施。在研发投入层面，公司产品工艺、技术研发团队人员由去年同期不到 400 人增长到今年超 700 人，增长比例超 80%，有效形成多材料体系、多工艺体系、多产品体系的综合性研发机构；公司工程总院团队人数超 300 人，设备研发涵盖前驱体智造、资源粗精炼多产业链工艺段，针对产线自动化、产线自控化、BIM 设计等研发方向，提升公司整体生产效率、工程化效率；公司第四个研发车间前驱体研发车间建成投产，满足下阶段的新一代磷铁、钠电等材料的研发、制备，确保公司创新能力和研发效率站在行业的最前沿。在产品研发层面，公司无钴单晶产品、多款 8 系产品、9 系产品、磷系产品及钠系产品均取得核心突破，磷系产品前驱体中试车间已建成投产，正加速产品客户认证进程；钠系产品前驱体正式进入吨级量产认证阶段。在产品结构层面，公司三元前驱体高系产品出货量占比超过 60%，9 系产品出货量超 2 万吨；四氧化三钴高电压产品出货量占比超 60%。公司高端产品结构持续优化，高端产品出货量处于行业领先水平。



### 3. 人力建设，助推公司高质发展

基于业务与管理需要，公司推进全面管理精益化，以生产体系整合、管理体系建设、人才赋能、数字化建设为主线，通过职级体系重构、岗位标准化、完善薪酬激励，促进公司管理精益化、标准化、规范化管理，有效助力公司管理提质增效。

报告期，公司实施 2022 年股权激励计划，健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司员工的积极性。本次股权激励覆盖范围广，采取收入考核与利润考核模式，制定合理业绩目标，充分激励员工，彰显企业发展信心。同时，随着公司国际化进程加速，进一步优化人力资源配置，加强人才的布局和人才梯队建设，高层次人才国际化占比持续提升。

### 4. 加速布局，实现产业链一体化、国际化

公司在前期确立前驱体材料制造+新能源材料循环回收双轮驱动模式下，加快一体化、国际化布局，打造矿产资源粗炼-矿产资源精炼-前驱体材料制造-新能源材料循环回收一体化的综合型国际化企业。同时，公司发挥快速产业化能力水平，通过打造绿色低碳生产方式，完善全球化布局。在国内，公司已建立铜仁产业基地、宁乡产业基地、钦州产业基地、开阳产业基地四大产业基地，覆盖全国；在海外，公司建有印尼原料基地，并启动规划国际化产业基地，业务覆盖日韩、东南亚、欧洲以及北美等多个国家和地区。

公司加速前后端冶炼的一体化布局，通过控股新设、股权收购及参股合作等方式加快在镍资源方面的布局，实现资源粗炼端规划产能达 24.5 万金属吨。报告期，公司钦州产业基地年处理 8 万吨高冰镍产线正逐步进入投产运营阶段，同时公司印尼高冰镍项目预计将在今年三季度逐步投产。此外，为有效打通前后端冶炼，公司在国内铜仁产业基地、宁乡产业基地、钦州产业基地积极推进硫酸镍冶炼产能投建，实现以镍粉/豆、低冰镍、高冰镍、MHP 等多种镍原料精炼的多元化。

### 5. 金融助力，促进产业转型升级

我国新能源锂电池的产业化进程保持全球领先地位，公司作为前驱体行业的头部企业，公司针对当前新能源锂电发展现状和态势，继续坚持技术创新。同时，根据公司发展阶段、经营业绩及资本结构，合理利用资本市场工具，通过产业整合、转型升级等方式完善产业布局，提升公司的核心竞争力和巩固行业领先地位，促进公司高质量、高效率可持续发展。

报告期，公司启动 2022 年定增方案，拟募集资金 66.8 亿元投资于印尼高冰镍、贵州硫酸镍、广西高冰镍、贵州磷酸铁 4 个项目，横向覆盖镍、磷酸铁核心新能源原料，纵向构建上下游产业协同一体化；公司香港子公司成功发行 1 亿美元高级无抵押固息信用增强绿色债券及落地 3 亿美元“绿色银团”贷款，其中绿色美元债为国内锂电行业首家企业发行的中长期债券，也是为全面推进实施公司绿色战略而首次选用的绿色融资工具，彰显公司的企业社会责任和绿色发展承诺；公司子公司贵州中伟循环通

过增资扩股形式引入贵州省政府产业基金，助力构建动力电池回收产业，与公司前驱体产业形成良好的产业链协同。

### 2.1.5. 公司发展规划

公司整体发展战略：围绕公司“矢志成为全球最具价值的新能源材料综合服务商”这一发展理念，通过公司“四化”建设，即战略国际化、治理现代化、管理数字化、员工职业化的新兴发展方式，加强技术研发、设备研发、品质管控、产业协同等提升手段，在三元前驱体行业持续保持全球领先地位；同时，加快产能布局、一体化布局以及国际化布局以应对市场需求及行业发展速率；利用公司上市优势，培养、寻找各领域领军型人才，建立一支认可公司企业文化、高效成长的管理队伍，为公司成为全球最具价值的新能源材料综合服务商提供有力保障。

#### 1. 品质优先，全面服务客户要求

践行“品质优先，技术先行”的服务精神，不断提升产品品质性能，持续改进异物及金属颗粒控制，有效提升公司产品合格率。2022年，公司产品合格率根据产品序列的不同，始终保持整体合格率 $\geq 95\%$ ，并持续提升；以顾客需求为关注焦点，积极倡导质量文化，践行“三零原则”和“五不放过原则”，严控品质的同时为公司降本增效提供品质助力。

#### 2. 精益管理，有效提升生产效率

继续深入执行全面、全员精益管理，不断完善和优化精益管理制度、自动化流程体系，提升公司生产、运营效率，重点抓好产业协同的合理配置、生产基地科学选择、生产产线的优化、重点生产环节改进、综合产出率与一次合格率提高，从而真正让精益管理保障客户的交货、产品品质的稳定，让管理保障经营、生产及投资质量，提升运营效率，保障品质稳定。

#### 3. 强化内控，促进持续稳定增长

公司将进一步加强内控体系和制度建设，完善投资决策程序，合理运用各种融资工具和渠道控制资金成本，提高资金使用效率；不断完善内控实施体系，加强风险预控环节，有效提升体制制度执行效率。挖掘内部潜能，优化生产管控、人力资源配比、提升品控等方式，服务公司快速、稳定发展局面，全面有效地控制公司经营和管理风险。

#### 4. 人力建设，助推公司高质发展

基于业务需要及管理需要，“双轮驱动”人力资源业务规划与发展，从组织管理、人才管理、干部管理、价值评价与分配、支撑体系建设等5个业务领域，制订强有力的举措，全力推进人力资源建设，外引内培，全面提升干部素质，补齐人才短板，确保业务及管理对人力资源业务需求的实现，助力产业发展成功。

#### 5. 加速一体化布局，国际化进程持续推进



随着公司印尼生产基地建设工作的开启，标志着公司国际化、产业一体化进程进入实质阶段，作为公司首个国际化生产基地、公司一体化产业布局的重要环节，印尼生产基地的建设实施成为公司产业布局的战略发展目标。现阶段，印尼生产基地的建设正在加速进行，预计在 2022 年 3 季度一期 2 万吨火法冶炼项目将逐步建成投产。

#### 6、推进磷酸铁锂项目建设，完善公司产品多元化

公司于 2021 年 12 月 9 日，公司发布了《关于与开阳县人民政府签署磷酸铁锂产业园一体化项目投资协议的公告》，标志着公司产品多元化的布局已逐步展开。推进磷酸铁锂项目建设能够有效完善公司产品类别，降低公司产品替代风险。随着公司在磷酸铁锂产业布局的逐步实施，产品多元化的逐步完善，公司整体核心竞争力将再次提升。

### 三、公司近年重大资本运作

#### 3.1 公司近年重大资本运作情况

表格 2.公司近年重大资本运作关键时间节点和状态

序号	重要资本运作	状态	时间
1	2020 年 IPO 首发上市	完成	2020/12/23
2	2021 年定向增发	完成	2021/11/11
3	2022 年定向增发	证监会通过	2022/9/20

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

#### 3.2 公司募投项目概述

IPO 向特定对象发行股票拟募集资金总额不超过 178,852.91 万元，本次发行的募集资金在扣除发行费用后，将用于以下项目：1. 高性能动力锂离子电池三元正极材料前驱体西部基地项目；2. 补充营运资金项目

2021 年定向增发向特定对象发行股票拟募集资金总额不超过 500,000.00 万元，本次发行的募集资金在扣除发行费用后，将用于以下项目：1. 广西中伟新能源科技有限公司北部湾产业基地三元项目一期；2. 补充流动资金

2022 年拟定向增发向特定对象发行股票拟募集资金总额不超过 668,000.00 万元，本次发行的募集资金在扣除发行费用后，将用于以下项目：印尼基地红土镍矿冶炼年产 6 万金吨高冰镍项目；贵州西部基地年产 8 万金吨硫酸镍项目；广西南部基地年产 8 万金吨高冰镍项目；贵州开阳基地年产 20 万吨磷酸铁项目；补充流动资金。

### 四、投资建议

#### 4.1 投资逻辑和观点

##### 4.1.1. 下游产业快速发展，公司产品市场空间广阔

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》提出，到2025年，我国新能源汽车新车销售量要达到汽车新车销售总量的20%左右，到2035年，纯电动汽车成为新销售车辆的主流。根据GGII预计，2022年我国新能源汽车的年销量将突破600万辆，2025年将超过1,000万辆。因此，从中长期来看，新能源汽车增长空间依然广阔。在海外市场，近年来，受欧盟汽车碳排放标准趋严的推动以及特斯拉示范效应的影响，海外各国加大新能源汽车的推广力度，先后公布推进电动化的时间表。同时，大众汽车、奥迪汽车、宝马汽车、奔驰汽车等传统燃油汽车企业均发布其新能源汽车发展规划，为海外新能源汽车发展营造良好的市场环境。受益于此，LG化学、三星SDI、宁德时代等全球主要的锂离子电池厂商已经开始或筹划在海外设立生产基地，满足下游整车厂商快速增长的需求。未来，随着全球各国产业政策的落地，以及锂离子电池生产技术的提升、成本下降、新能源汽车及配套设施的普及度提高等，中游锂离子电池行业将快速发展，对上游正极材料前驱体的需求量日益扩大。

#### 4.1.2. 公司研发技术领先，客户结构优异

公司在锂电行业累积十余年，伴随行业与客户共同成长，成就了公司超前的产品技术开发能力，配套的研发设备与工艺优化集成能力。公司以高镍低钴全系列三元前驱体、高电压四氧化三钴、综合循环回收利用、原材料冶炼、材料制造装备为主要研发方向，同时积极布局磷铁系、锰系以及钠系技术路线，提高多样化、定制化、快速开发与量产的技术服务能力及产业化应用能力，始终坚持技术研发为第一驱动力，以技术引领高端化、国际化进程。公司主持和参与国家及行业多项标准制定，公司技术中心被认定为国家企业技术中心。

公司坚持技术引领，以技术、品质、规模、响应度获得客户广泛认可，打入国际国内头部客户供应链，客户多元化且卡位优质、高成长的下游市场，建立覆盖“整车、电池、正极”全面的客户体系，包括LG化学、厦门钨业、特斯拉、当升科技、贝特瑞、L&F、振华新材、三星SDI、瑞浦兰钧等客户。公司始终坚持技术与客户领域的开放合作，持续保持产能的可扩展性，保持与全球客户的高度协同，携手优秀合作伙伴、深度绑定头部客户，与特斯拉、LG化学、厦钨新能、当升科技、贝特瑞、瑞浦兰钧等客户签订战略合作协议或长期供货合同，在资源开发、产品供销、产品加工、信息合作等层面建立合作。

#### 4.1.3. 公司产能规模领先，产业链协同优秀

公司发挥快速产业化能力水平，通过打造绿色低碳生产方式，完善全球化布局。在国内，公司已建立铜仁产业基地、宁乡产业基地、钦州产业基地、开阳产业基地四大产业基地，覆盖全国；在海外，公司建有印尼原料基地，并启动规划国际化产业基地，业务覆盖日韩、东南亚、欧洲以及北美等多个国家和地区。

根据公司现有产能、在建及规划产能，预计2022年末将形成约33万吨/年的三元前驱体产能、3万吨/年四氧化三钴产能，生产能力全球领先，规模效应显著，高端产品



持续优化，出货量处于行业领先水平。根据鑫椽资讯数据，2022 年上半年，公司三元前驱体市场占有率为 26%，四氧化三钴市场占有率为 25%，均保持行业第一。为满足下游客户及终端客户快速增长的需求，公司在现有产能基础上，持续进行产能扩建，预计到 2023 年末公司产能将超过 50 万吨，生产规模优势会得到进一步加强。

公司在前期确立前驱体材料制造+新能源材料循环回收双轮驱动模式下，加快一体化、国际化布局，打造矿产资源粗炼-矿产资源精炼-前驱体材料制造-新能源材料循环回收一体化的综合型国际化企业。公司积极布局印尼镍资源的矿产冶炼，推动产业一体化、国际化，有效提升产业协同，在强化关键原材料的保障供应的同时，通过产业一体化，有效降低综合生产成本，提高产品盈利能力，增强公司竞争优势。

## 4.2 盈利预测与估值比较

### 4.2.1. 盈利预测

#### 1. 近期关键财务数据

公司 2022 年上半年的主营业务结构：公司主营业务主要是三元前驱体和四氧化三钴两个板块。2022 年前三季度，公司实现营业收入 222.86 亿元，同比增长 60.64%；成本 212.44 亿元，利润总额 13.07 亿元，同比增加 44.05%；归属于上市公司股东的净利润为 10.85 亿元，同比增加 41.74%；

2022 年上半年，公司三元前驱体业务实现营业收入 117.10 亿元，同比增长 81.16%，成本 103.17 亿元，同比增长 82.28%，毛利率 11.89%，同比减少 0.56 个百分点；公司四氧化三钴业务实现营业收入 19.60 亿元，同比增加 21.97%，成本 18.21 亿元，同比增加 28.78%，毛利率 7.09%，同比减少 4.92 个百分点。

#### 2. 盈利预测假设：

收入：公司的主营板块中，三元前驱体业务随着公司后续新产能的投放以及原材料成本的下降，我们预测未来有望维持大两位数的增长，公司四氧化三钴业务随着下游需求的回暖未来保持稳定增长。

毛利率：我们预测公司未来的毛利率有望保持稳定，主要原因是公司新产能的投建带来营收的快速增长有望实现制造端的规模效应，公司上游原材料大宗商品价格的回落有望对公司的毛利率带来改善。

#### 3. 盈利预测结论：

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 336.56 亿元（同比增长 67.67%）、435.52 亿元和 521.29 亿元，以 2021 年为基数未来三年复合增长 37.45%；归属母公司净利润 17.20 亿元（同比增长 83.14%）、34.39 亿元和 46.18 亿元。总股本 6.10 亿股，对应 EPS 2.82 元、5.64 元和 7.58 元。首次覆盖，我们给予“增持”评级。



表格 3. 公司分业务收入和毛利率假设

指标	分业务	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	三元前驱体	3,778.63	5,673.24	15,363.82	26,118.49	33,954.04	40,744.84
	同比增长		50.14%	170.81%	70.00%	30.00%	20.00%
	四氧化三钴	1,342.51	1,442.31	4,040.67	6,869.13	8,929.87	10,715.85
	同比增长		7.43%	180.15%	70.00%	30.00%	20.00%
	其他业务	49.88	178.19	557.12	557.12	557.12	557.12
	同比增长		-1.71%	87.50%	50.00%	40.00%	30.00%
	受托加工	52.92	145.89	110.89	110.89	110.89	110.89
	同比增长		175.67%	-23.99%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	三元前驱体	13.76%	13.16%	12.26%	13.00%	16.00%	17.00%
	四氧化三钴	7.52%	11.56%	9.17%	11.00%	14.00%	15.00%
	其他业务	20.63%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	受托加工	40.98%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

#### 4.2.2. 估值比较

估值要点如下：2022 年 10 月 26 日，股价 78.45 元，对应市值 478.28 亿元，2022-2024 年 PE 约为 27 倍、14 倍和 10 倍。根据 GGII 预计，2022 年我国新能源汽车的年销量将突破 600 万辆，2025 年将超过 1,000 万辆。因此，从中长期来看，新能源汽车增长空间依然广阔。公司在锂电行业累积十余年，伴随行业与客户共同成长，成就了公司超前的产品技术开发能力，配套的研发设备与工艺优化集成能力。公司坚持技术引领，以技术、品质、规模、响应度获得客户广泛认可，打入国际国内头部客户供应链，客户多元化且卡位优质、高成长的下游市场，建立覆盖“整车、电池、正极”全面的客户体系，包括 LG 化学、厦门钨业、特斯拉、当升科技、贝特瑞、L&F、振华新材、三星 SDI、瑞浦兰钧等客户。根据公司现有产能、在建及规划产能，预计 2022 年末将形成约 33 万吨/年的三元前驱体产能、3 万吨/年四氧化三钴产能，生产能力全球领先，规模效应显著，高端产品持续优化，出货量处于行业领先水平。根据鑫椽资讯数据，2022 年上半年，公司三元前驱体市场占有率为 26%，四氧化三钴市场占有率为 25%，均保持行业第一。为满足下游客户及终端客户快速增长的需求，公司在现有产能基础上，持续进行产能扩建，预计到 2023 年末公司产能将超过 50 万吨，生产规模优势会得到进一步加强。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

表格 4. 可比公司估值

序号	代码	公司	股价/元	市值/亿元		净利润/亿元			PE			PB	ROE
				总计	流通	2021	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	最新	21
1	688778.SH	厦钨新能	89.2	268.1	268.1	5.6	12.1	18.3	48.3	22.1	14.7	3.4	14.9
2	603799.SH	华友钴业	57.9	925.2	925.2	39.0	57.1	87.4	23.7	16.2	10.6	4.2	20.1
3	688148.SH	芳源股份	14.6	74.7	74.7	0.7	1.4	4.8	112.0	53.9	15.6	5.6	5.0
4	002340.SZ	格林美	7.7	394.9	394.9	9.2	17.1	24.5	42.8	23.2	16.1	2.2	6.5
5	688005.SH	容百科技	81.6	367.9	367.9	9.1	16.8	26.1	40.4	21.9	14.1	5.7	16.8
		算数平均	50.2	406.2	406.2	12.7	20.9	32.2	53.4	27.5	14.2	4.2	12.7

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所，数据更新于 2022/10/26

## 盈利预测

财务报表预测及比率分析													
资产负债表						利润表							
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	950.63	2711.89	8699.34	3365.56	4355.19	5212.87	营业收入	5311.21	7439.62	20072.49	33655.63	43551.92	52128.70
应收票据及账款	1485.27	1979.45	5297.20	9082.76	11753.51	14068.15	营业成本	4657.33	6461.70	17755.79	29504.62	36869.09	43594.70
预付账款	124.58	127.50	282.56	613.34	793.69	949.99	税金及附加	15.53	27.08	59.65	100.02	129.43	154.92
其他应收款	36.31	59.64	85.18	214.24	277.23	331.83	销售费用	74.31	25.60	45.16	75.71	97.97	117.27
存货	1039.92	1459.68	4824.42	7089.90	8859.57	10475.72	管理费用	113.71	156.03	297.97	499.61	646.52	773.84
其他流动资产	241.61	209.59	440.99	941.44	1218.26	1458.17	研发费用	175.47	270.11	769.20	1289.71	1668.95	1997.62
<b>流动资产总计</b>	<b>3878.33</b>	<b>6547.75</b>	<b>19629.69</b>	<b>21307.23</b>	<b>27257.44</b>	<b>32496.73</b>	财务费用	90.27	64.26	106.11	191.67	158.31	140.39
长期股权投资	0.00	0.00	13.46	13.31	13.17	13.02	资产减值损失	-13.01	-10.60	-30.55	-51.23	-66.29	-79.34
固定资产	1701.79	2081.26	4574.46	6226.75	8736.56	11847.25	信用减值损失	-5.77	-6.74	-31.91	-53.50	-69.23	-82.87
在建工程	193.75	607.05	2304.34	4536.23	4601.45	3166.67	其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	276.62	407.30	786.65	688.32	589.99	491.65	投资收益	-21.66	-26.60	-109.13	-52.46	-52.46	-52.46
长期待摊费用	1.52	1.63	17.37	8.69	0.00	0.00	公允价值变动损益	2.06	-2.06	-5.29	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	111.77	219.12	873.79	873.79	873.79	873.79	资产处置收益	0.00	-0.05	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02
<b>非流动资产合计</b>	<b>2285.46</b>	<b>3316.36</b>	<b>8570.07</b>	<b>12347.08</b>	<b>14814.95</b>	<b>16392.38</b>	其他收益	66.09	79.07	205.32	116.83	116.83	116.83
<b>资产总计</b>	<b>6163.79</b>	<b>9864.11</b>	<b>28199.76</b>	<b>33654.31</b>	<b>42072.39</b>	<b>48889.11</b>	营业利润	212.31	467.87	1067.04	1953.89	3910.47	5252.10
短期借款	738.11	734.13	3404.98	563.36	1685.16	742.92	营业外收入	0.68	10.24	2.84	4.58	4.58	4.58
应付票据及账款	2116.49	3522.73	10018.19	15380.13	19219.06	22724.98	营业外支出	1.06	2.49	1.12	1.89	1.89	1.89
其他流动负债	464.25	423.23	894.81	2121.24	2649.31	3129.22	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>3318.84</b>	<b>4680.10</b>	<b>14317.98</b>	<b>18064.73</b>	<b>23553.53</b>	<b>26597.12</b>	利润总额	211.93	475.62	1067.76	1956.59	3913.16	5254.79
长期借款	150.09	840.94	2564.80	2677.71	2417.22	1906.96	所得税	32.10	55.46	129.56	237.41	474.81	637.60
其他非流动负债	580.70	506.39	694.42	694.42	694.42	694.42	净利润	179.83	420.16	938.20	1719.18	3438.35	4617.19
<b>非流动负债合计</b>	<b>730.80</b>	<b>1347.33</b>	<b>3259.23</b>	<b>3372.13</b>	<b>3111.64</b>	<b>2601.38</b>	少数股东损益	0.00	0.00	-0.75	-0.46	-0.92	-1.23
<b>负债合计</b>	<b>4049.64</b>	<b>6027.42</b>	<b>17577.20</b>	<b>21436.86</b>	<b>26665.17</b>	<b>29198.50</b>	归属母公司股东净利润	179.83	420.16	938.95	1719.64	3439.27	4618.43
股本	512.68	569.65	605.67	605.67	605.67	605.67	EBITDA	410.86	693.63	1408.68	2871.11	5103.45	6817.60
资本公积	1527.34	2773.37	7840.94	7840.94	7840.94	7840.94	NOPLAT	255.00	471.95	1036.02	1885.25	3575.10	4738.20
留存收益	74.13	493.66	1385.88	2981.23	6171.92	10456.54	EPS(元)	0.29	0.69	1.54	2.82	5.64	7.58
归属母公司权益	2114.15	3836.69	9832.49	11427.84	14618.53	18903.15	<b>主要财务比率</b>						
少数股东权益	0.00	0.00	790.07	789.61	788.69	787.45	<b>会计年度</b>						
<b>股东权益合计</b>	<b>2114.15</b>	<b>3836.69</b>	<b>10622.56</b>	<b>12217.45</b>	<b>15407.22</b>	<b>19690.61</b>	<b>2019</b>						
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>6163.79</b>	<b>9864.11</b>	<b>28199.76</b>	<b>33654.31</b>	<b>42072.39</b>	<b>48889.11</b>	<b>2020</b>						
<b>现金流量表</b>							<b>2021</b>						
<b>会计年度</b>							<b>2022E</b>						
<b>2019</b>							<b>2023E</b>						
<b>2020</b>							<b>2024E</b>						
税后经营利润	179.83	420.16	938.20	1660.28	3379.45	4558.29	营收增长率	73.10%	40.07%	169.81%	67.67%	29.40%	19.69%
折旧与摊销	108.66	153.76	234.82	722.85	1031.98	1422.42	营业利润增长率	134.90%	120.37%	128.06%	83.11%	100.14%	34.31%
财务费用	90.27	64.26	106.11	191.67	158.31	140.39	EBIT增长率	121.34%	78.65%	117.43%	83.01%	89.52%	32.51%
投资损失	21.66	26.60	109.13	52.46	52.46	52.46	EBITDA增长率	126.13%	68.82%	103.09%	103.82%	77.75%	33.59%
营运资金变动	-697.68	-262.68	-3155.91	-422.94	-593.58	-395.78	归母净利同比增长率	184.83%	133.65%	123.48%	83.14%	100.00%	34.29%
其他经营现金流	46.61	61.49	64.79	67.06	67.06	67.06	经营现金流增长率	-20.23%	284.96%	-467.32%	233.39%	80.32%	42.71%
<b>经营性现金净流量</b>	<b>-250.64</b>	<b>463.59</b>	<b>-1702.87</b>	<b>2271.38</b>	<b>4095.68</b>	<b>5844.85</b>	<b>盈利能力</b>						
资本支出	508.33	1120.59	4807.63	4500.00	3500.00	3000.00	毛利率	12.31%	13.14%	11.54%	12.33%	15.34%	16.37%
长期投资	-80.48	100.00	-154.66	0.00	0.00	0.00	净利率	3.39%	5.65%	4.67%	5.11%	7.89%	8.86%
其他投资现金流	-1032.51	-2157.89	-9824.39	-9060.47	-7060.47	-6060.47	营业利润率	4.00%	6.29%	5.32%	5.81%	8.98%	10.08%
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-604.66</b>	<b>-937.30</b>	<b>-5171.42</b>	<b>-4560.47</b>	<b>-3560.47</b>	<b>-3060.47</b>	ROE	8.51%	10.95%	9.55%	15.05%	23.53%	24.43%
短期借款	150.36	-3.97	2670.84	-2841.62	1121.80	-942.24	ROA	2.92%	4.26%	3.33%	5.11%	8.17%	9.45%
长期借款	-133.81	690.84	1723.87	112.90	-260.48	-510.26	ROIC	21.74%	18.72%	30.09%	19.10%	23.17%	24.33%
普通股增加	441.25	56.97	36.02	0.00	0.00	0.00	<b>估值倍数</b>						
资本公积增加	1177.00	1246.03	5067.56	0.00	0.00	0.00	P/E	265.97	113.83	50.94	27.81	13.91	10.36
其他筹资现金流	-511.62	-26.43	1766.28	-315.96	-406.89	-474.20	P/S	9.01	6.43	2.38	1.42	1.10	0.92
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>1123.18</b>	<b>1963.44</b>	<b>11264.57</b>	<b>-3044.68</b>	<b>454.42</b>	<b>-1926.69</b>	P/B	22.62	12.47	4.86	4.19	3.27	2.53
<b>现金流量净额</b>	<b>270.18</b>	<b>1487.50</b>	<b>4388.30</b>	<b>-5333.77</b>	<b>989.63</b>	<b>857.68</b>	股息率	0.00%	0.10%	0.21%	0.26%	0.52%	0.70%
<b>数据来源: iFind</b>							EV/EBIT						
							159.61						
							117.40						
							189.16						
							97.80						
							88.61						
							27.49						
							14.74						
							10.81						

## 风险提示

新项目投产不及预期

新能源汽车销量不及预期

## 相关报告

【川财研究】中一科技（301150）：具备核心竞争力的铜箔生产商（20220815）

## 川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

## 研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明