

和胜股份 (002824) 深度研究

国内电池托盘龙头，伴新能源茁壮成长

2023 年 01 月 18 日

【投资要点】

- ◆ **深耕工业铝挤压材近二十载，新能源车电池盒结构件业务已成为公司规模增长最大支撑。**公司产品应用领域包括新能源车电池盒结构件、消费类电子以及耐用消费品三大领域。公司创立于 2005 年，最初从事生产工业铝挤压材及深加工制产品，为卫浴、婴儿车等耐用消费品提供铝型材部件；2007 年，产品开始应用于电子消费品行业；2015 年开始布局新能源汽车零部件领域，2022H1 营收已达 8.56 亿元，占总营收比重 63.31%，同比增长 42.77%。
- ◆ **二代 CTP 技术带动电池盒单车价值量提升。**国内两大头部动力电池厂商宁德时代和比亚迪均采用了 CTP 的设计理念，并应用于 Model 3、小鹏 P7、蔚来 ES6、王朝等爆款车型。CTP 技术有效提升电池包的空间利用率和能量密度，同时对电池盒支撑保护和集成度的要求大幅度提升。公司具有多年的技术积累、优质的客户资源和较强的成本管控能力，并于 2020 年在行业内率先配合宁德时代成功开发了第二代无模组 (CTP) 电池托盘，在该领域形成了较强的竞争力，后续有望充分受益。根据 2025 年全球新能源车销量 2580 万辆来测算，假设新能源车电池盒平均单车价值量在 3000 元，电池盒市场规模将达到 774 亿元。
- ◆ **研发能力、优质客户、成本管控巩固行业领先地位。**2015 年开始开展新能源业务，2018 年收购新马精密，之后采取激进的研发投入策略，极具前瞻性地先布局了诸多技术。深度绑定优质客户，如宁德时代、比亚迪、广汽埃安等，公司最早在 2018 年与宁德时代合作，并于 2020 年配合宁德时代率先开发了第二代无模组 (CTP) 电池托盘。公司业务涵盖从材料研发设计、铝型材的生产到后端集成，而非采购铝型材后再进行加工生产，实现了全产业链布局，优化了成本结构，构筑了成本优势，更能应对行业竞争环境的变化。
- ◆ **消费电子产品和耐用消费品业务以稳为主。**公司消费电子业务主要产品包括手机中框和背板、平板电脑中框和背板、笔记本电脑外壳等，主要配备下游消费电子龙头企业。随着 5G 行业的快速发展，以及折叠屏手机的快速渗透，有望带来消费电子业务结构性增量。耐用消费品作为兼具消费属性的地产后周期行业，受到房地产行业的影响较大。随着近期国家出台的相关房地产扶持政策，市场或将复苏，进而带动耐用消费品中工业铝挤压型材的需求。


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

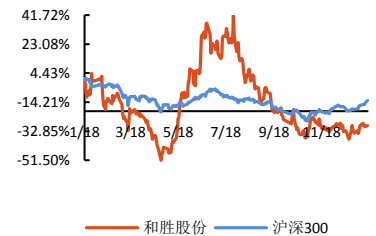
证券分析师: 周旭辉

证书编号: S1160521050001

联系人: 张科理

电话: 021-23586305

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	6330.90
流通市值 (百万元)	4141.26
52 周最高 / 最低 (元)	64.86 / 21.50
52 周最高 / 最低 (PE)	53.31 / 19.55
52 周最高 / 最低 (PB)	10.79 / 3.70
52 周涨幅 (%)	-29.24
52 周换手率 (%)	969.37

相关研究

《全年业绩高速增长，电池盒结构件业务增幅最大》

2022.04.25

【投资建议】

- ◆ 公司从消费电子铝型材开始发家，后续逐步扩展到新能源车电池盒结构件。通过深度绑定宁德时代和比亚迪，公司汽车零部件业务从 2019 年开始步入高速成长轨道。由于公司业绩受产能瓶颈的限制，我们将公司 2022-2024 年营业收入预测 37.71/53.72/70.84 亿元下调至 32.36/46.39/63.43 亿元，归母净利润从 3.51/5.36/6.62 亿元下调至 2.20/3.41/4.76 亿元，对应 EPS 分别为 1.19/1.85/2.58 元/股，对应 PE 分别为 26.68/17.16/12.30 倍。考虑到公司在电池盒结构件业务上的高成长性，维持公司“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2410.23	3236.30	4639.31	6342.97
增长率(%)	62.36%	34.27%	43.35%	36.72%
EBITDA（百万元）	321.39	352.07	503.29	677.16
归母净利润（百万元）	206.27	219.55	341.40	476.33
增长率(%)	173.42%	6.44%	55.50%	39.52%
EPS(元/股)	1.12	1.19	1.85	2.58
市盈率（P/E）	40.51	26.68	17.16	12.30
市净率（P/B）	7.70	4.58	3.52	2.70
EV/EBITDA	27.09	17.90	12.69	9.58

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 原材料价格波动风险；
- ◆ 产能释放不及预期；
- ◆ 新能源车销量不及预期；
- ◆ 下游客户需求不及预期。

1、关键假设

- ◆ **汽车部件业务：**公司汽车零部件业务主要是来自电池盒结构件，与新能源汽车行业销量高度挂钩。2022年国内新能源汽车销量689万辆，同比增长93%，公司由于产能投放的瓶颈，未能跟上行业增速，但随着2023年的产能持续释放，后续增速有望领先行业。我们预期公司2022-2024年汽车零部件业务营收分别为20.04亿元、34.07亿元、51.11亿元，同比分别增长70.00%、70.00%、50.00%。由于产能持续释放，规模效应提升，我们认为公司该业务毛利率可能存在稳中向上的趋势，预计2022-2024年的毛利率分别为17.80%、18.20%、18.50%。
- ◆ **电子消费品业务：**公司电子消费品业务受下游电子消费需求萎靡影响较大，虽然现在疫情放开，后期经济将逐步恢复，但考虑目前电池托盘产能仍处于紧缺状态，公司很难去拓展电子消费品产能，因此我们预期公司2022-2024年电子消费品业务营收均为6.94亿元，同比变化均为0%。毛利率水平维持稳定，预计2022-2024年的毛利率均为19.30%。
- ◆ **耐用消费品业务：**公司耐用消费品主要应用于房地产后市场，今年受疫情影响较为严重，我们认为后期随着国家支持政策的持续推出，公司耐用消费品业务有望企稳。但考虑到当前产能有限，我们预期公司2022-2024年耐用消费品业务营收均为3.27亿元，同比变化均为0%。毛利率水平维持稳定，预计2022-2024年的毛利率均为20.69%。
- ◆ **其他业务：**公司其他业务占总营收比重较低，我们认为该业务将随着经济恢复逐步企稳，预期公司2022-2024年其它业务营收均为2.11亿元，同比变化均为0%。毛利率水平维持不变，预计2022-2024年的毛利率均为19.00%。
- ◆ **总计：**加总以上几项业务，我们预计公司2022-2024年总营收分别为32.36亿元、46.39亿元、63.43亿元，营收同比增速分别为34.29%、43.35%、36.72%；对应毛利率分别为18.49%、18.58%、18.72%。

公司盈利预测及关键假设

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
汽车部件				
营业收入（百万元）	11.79	20.04	34.07	51.11
YoY	138.66%	70.00%	70.00%	50.00%
毛利率	20.91%	17.80%	18.20%	18.50%
电子消费品				
营业收入（百万元）	6.94	6.94	6.94	6.94
YoY	27.11%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	19.30%	19.30%	19.30%	19.30%
耐用消费品				
营业收入（百万元）	3.27	3.27	3.27	3.27
YoY	11.99%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	20.69%	20.69%	20.69%	20.69%
其他业务				
营业收入（百万元）	2.11	2.11	2.11	2.11
YoY	37.91%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	19.01%	19.01%	19.01%	19.01%
总计				
营业收入（百万元）	24.10	32.36	46.39	63.43
YoY	62.40%	34.29%	43.35%	36.72%
毛利率	20.25%	18.49%	18.58%	18.72%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2、创新之处

- ◆ **市场对于公司电池盒结构件竞争优势认识不足。**公司在电池盒结构件领域主要有三大优势。1.公司通过在铝型材领域多年的研发与应用，积累了丰富的技术经验；2.公司深度绑定宁德时代和比亚迪等优质客户，助力公司业绩腾飞；3.公司作到全产业链布局，相比行业竞争对手更具优势。

3、潜在催化

- ◆ **宁德时代等下游客户需求超预期：**公司电池盒结构件业务主要客户涵盖宁德时代、比亚迪和广汽埃安等头部电池厂，我们认为在新能源汽车渗透率快速提升的大背景下，头部电池厂商有望充分受益，公司作为上游最受益的电池盒结构件厂商之一，有望继续保持快速增长。
- ◆ **电子消费品和耐用消费品业务需求恢复超预期：**公司今年电子消费品和耐用消费品业务受疫情影响萎靡不振，我们认为随着明年经济状况好转，以及市场消费需求和信心提振，电子消费品和耐用消费品业务有望快速恢复。

正文目录

1. 公司介绍：深耕工业铝挤压材多年，新能源业务助力新一轮腾飞.....	6
1.1. 深耕工业铝挤压材近二十载，以技术创新不断突破应用边界.....	6
1.2. 公司股权结构稳定，股权激励助力公司长期发展.....	7
1.3. 受益于新能源汽车行业发展，汽零业务规模大爆发.....	8
2. 电池盒量价齐升，汽车部件业务加速发展.....	9
2.1. 汽车电动化席卷全球，电池盒需求量迎来爆发.....	9
2.2. CTP 产业趋势下，电池盒价值量不断提升.....	10
2.3. 公司竞争优势突出，整体规模有望进一步提升.....	12
3. 传统消费电子产品和耐用消费品业务以稳为主.....	15
3.1. 消费电子产品业务平稳发展，5G 发展有望带来增量.....	15
3.2. 耐用消费品业务以稳为主.....	16
4. 盈利预测及投资建议.....	18
5. 风险提示.....	20

图表目录

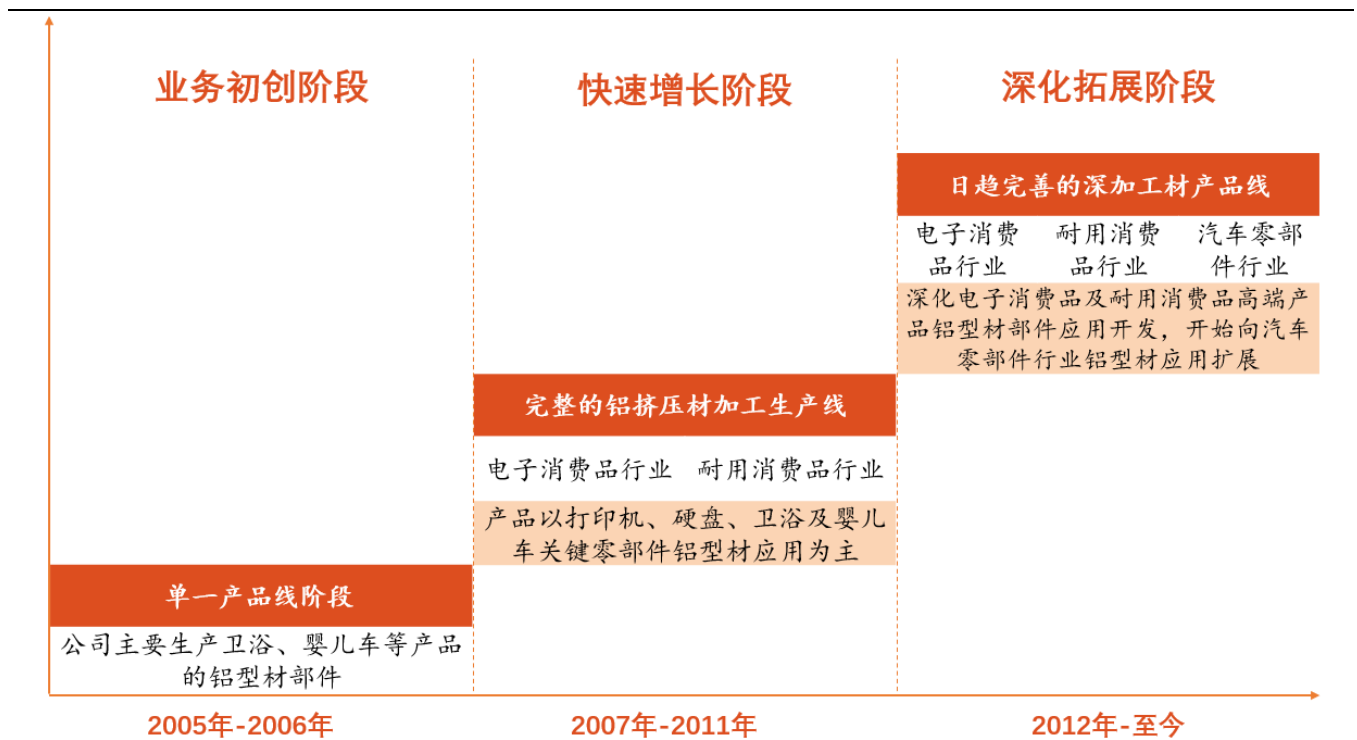
图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司主要产品.....	7
图表 3: 和胜股份股权结构.....	7
图表 4: 2017-2022Q1-Q3 营业收入及同比增速.....	8
图表 5: 2017-2022Q1-Q3 归母净利润及同比增速.....	8
图表 6: 2017-2022H1 分行业营收及同比增速情况.....	8
图表 7: 2017-2022H1 各行业营收占总营收比重.....	8
图表 8: 中国新能源汽车销量和增速预测.....	9
图表 9: 全球新能源汽车销量和增速预测.....	9
图表 10: 全球新能源汽车平均单车装机量预测.....	9
图表 11: 全球动力电池装机量预测（GWh）.....	9
图表 12: 电池盒结构.....	10
图表 13: 全球电池盒市场规模预测（亿元）.....	10
图表 14: 传统电池和 CTP 的结构差异.....	10
图表 15: 宁德时代全球首发无模组电池包 CTP.....	11
图表 16: 宁德时代第三代 CTP——麒麟电池.....	11
图表 17: 比亚迪刀片电池结构.....	12
图表 18: 电池盒主要成型工艺情况.....	13
图表 19: 公司研发费用及研发费用率.....	13
图表 20: 公司及主要竞争对手研发费用率.....	13
图表 21: 公司核心客户供应情况.....	14
图表 22: 产品的生产工序.....	14
图表 23: 工业铝挤压材在电子消费品行业的主要应用.....	15
图表 24: 全球智能手机预测.....	15
图表 25: 全球折叠屏手机出货量预测.....	15
图表 26: 2020-2030 年中国 5G 直接和间接经济产出统计情况及预测.....	16
图表 27: 工业铝挤压材在耐用消费品行业的主要应用.....	16
图表 28: 房地产宽松政策.....	17
图表 29: 部分城市房地产需求侧宽松政策.....	17
图表 29: 公司盈利预测及关键假设.....	18
图表 30: 可比公司估值情况（截至 2023.1.17）.....	19

1. 公司介绍：深耕工业铝挤压材多年，新能源业务助力新一轮腾飞

1.1. 深耕工业铝挤压材近二十载，以技术创新不断突破应用边界

专注工业铝挤压材十七年，不断拓展产品的应用领域。和胜股份的前身是金胜铝业，创立于 2005 年，公司最初从事生产工业铝挤压材及深加工制产品，为卫浴、婴儿车等耐用消费品提供铝型材部件。2007 年，公司业务进入快速增长阶段，产品开始应用于电子消费品行业。2012 公司股改整体变更为广东和胜工业铝材股份有限公司，并于 2015 年成立子公司广东和胜汽车配件子公司，开始布局新能源汽车零部件业务，2017 年于深交所上市。

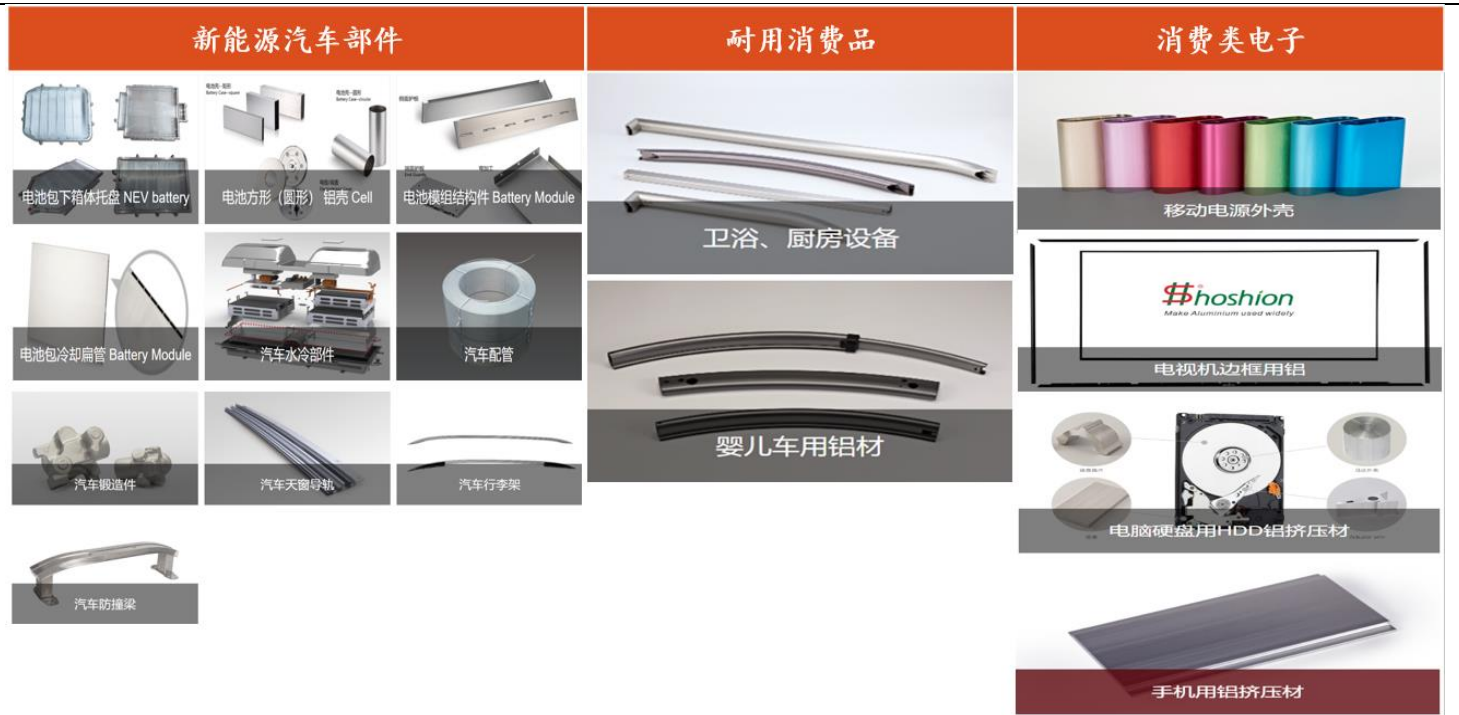
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

现阶段公司的产品应用领域已扩展至新能源汽车部件、消费类电子以及耐用消费品三大领域。公司经过近二十年的发展，主营业务已从单一地为卫浴、婴儿车等耐用消费品铝型材部件扩大到新能源车电池盒结构件、消费电子行业和耐用消费品行业三大领域。其中，新能源车电池盒结构件的主要产品包括：新能源车电池托盘、电池托盘配件、模组结构件、电芯外壳等电池结构件产品，以及防撞梁、吸能盒、底盘门槛梁等车身结构件产品。消费类电子的主要产品包括：手机中框和背板、平板电脑中框和背板、笔记本电脑外壳等消费电子板材，电脑硬盘磁碟臂、激光打印机感光鼓等消费电子精密结构件，以及移动电源外壳等消费电子外观结构件。耐用消费品的主要产品包括淋浴房、婴儿车、吸尘器等结构件。

图表 2：公司主要产品

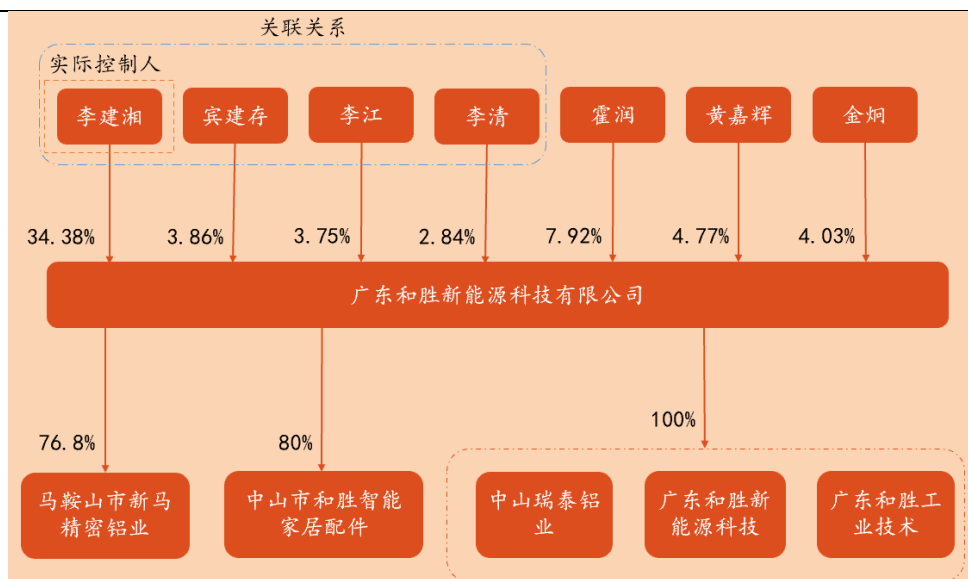


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，股权激励助力公司长期发展

公司股权结构稳定，股权激励助力公司长期发展。公司实际控制人为李建湘，同时担任公司董事长和总经理，持有公司 34.38%的股权。公司股东宾建存、李江、李清分别持有公司股权 3.86%、3.75%、2.84%，且与李建湘为一致行动人。公司自上市以来，分别于 2018 年推出限制性股票激励计划和 2021 年推出股票期权与限制性股票激励计划，深度绑定核心员工利益，助力公司长期发展。

图表 3：和胜股份股权结构



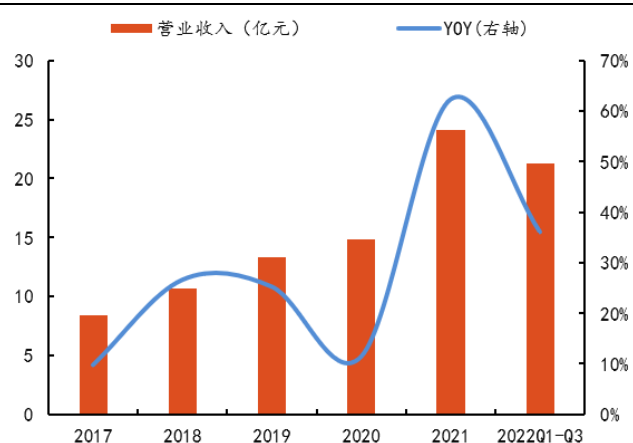
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

敬请阅读本报告正文后各项声明

1.3. 受益于新能源汽车行业发展，汽零业务规模大爆发

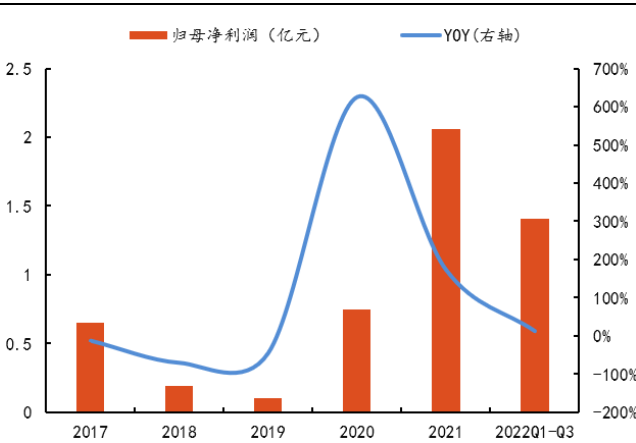
受益于新能源汽车的快速发展，公司规模体量从 2021 年开始快速攀升。2017-2019 年期间，公司营收规模持续增长，然而利润却出现大幅下滑，主要系期间公司加大了对新能源汽车零部件的产业布局，从而对集团盈利形成拖累。随着新能源汽车零部件产能的释放以及降本增效成果逐渐体现，2021 年公司业绩出现明显拐点，2021 年公司营收和归母净利润分别为 24.10 亿元和 2.06 亿元，同比分别增长 62.36%和 173.42%。2022 年整体业绩有受到疫情影响，从第三季度开始逐步回升，2022 年第三季度实现营收和归母净利润分别为 7.73 亿元和 0.57 亿元，同比分别增长 25.75%和 12.75%，环比分别增长 15.33%和 65.44%。

图表 4：2017-2022Q1-Q3 营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

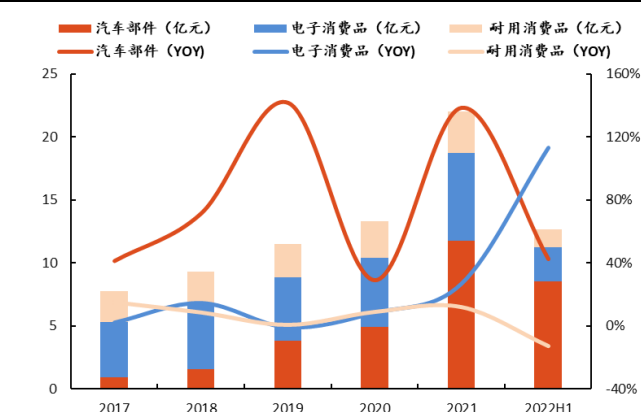
图表 5：2017-2022Q1-Q3 归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

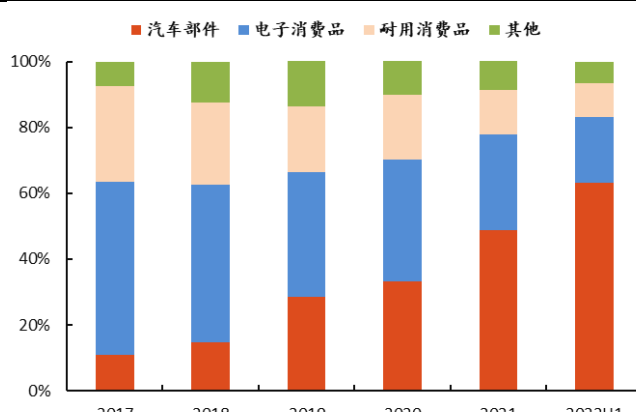
汽车部件业务迎来爆发，营收占比持续提升。2022 年上半年公司耐用消费品业务营收 1.40 亿元，占总营收比重 10.36%，同比下滑 12.66%；消费电子产品业务营收 2.69 亿元，占总营收比重 19.90%，同比增长 113.47%；新能源汽车业务营收 8.56 亿元，占总营收比重 63.31%，同比增长 42.77%。得益于公司自 2015 年开始布局新能源汽车零部件领域，目前汽车业务已经成为公司规模增长最强支撑。

图表 6：2017-2022H1 分行业营收及同比增速情况



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 7：2017-2022H1 各行业营收占总营收比重



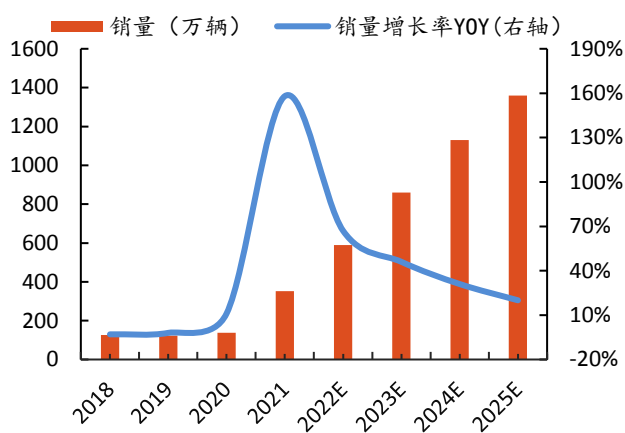
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2. 电池盒量价齐升，汽车部件业务加速发展

2.1. 汽车电动化席卷全球，电池盒需求量迎来爆发

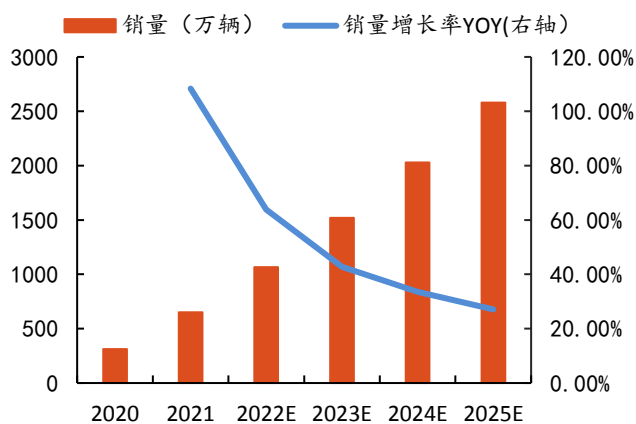
碳中和大背景下，新能源汽车发展趋势明显。汽车电动化、智能化、网联化的浪潮已经席卷全球，中国在“碳达峰、碳中和”的战略目标下也积极推动新能源汽车行业发展。新能源汽车销量呈现了爆发式增长。根据亿欧智库的预测，2025 年全球新能源汽车销售将达到 2580 万辆，2021-2025 年全球新能源汽车销量的年均复合增长率为 55%。其中，中国的新能源汽车销量将从 2021 年的 352 万辆增长到 2025 年的 1359 万辆，年平均复合增长率为 41%。

图表 8：中国新能源汽车销量和增速预测



资料来源：亿欧智库，东方财富证券研究所

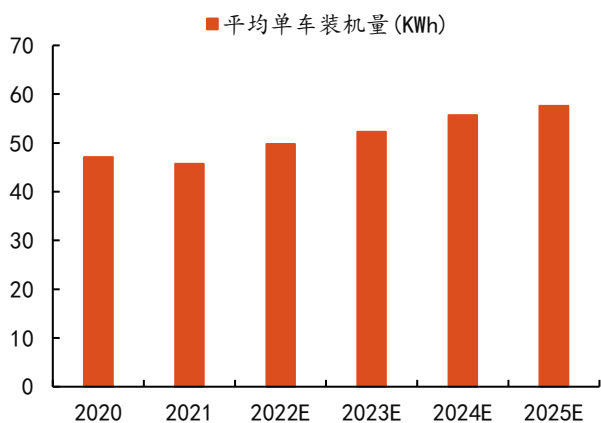
图表 9：全球新能源汽车销量和增速预测



资料来源：亿欧智库，东方财富证券研究所

动力电池是新能源汽车的核心部件，受益于新能源汽车销量增长。得益于新能源汽车行业的迅猛发展，动力电池作为新能源车的核心部件，实现了高速增长：2021 年全球动力电池装机量 297GWh，平均单车装机量 45.7KWh。亿欧智库预测 2025 年全球动力电池装机量 1485GWh，平均单车装机量 57.6KWh。2020-2025 年全球动力电池装机量的年均复合增长率为 47%。

图表 10：全球新能源汽车平均单车装机量预测



资料来源：亿欧智库，东方财富证券研究所

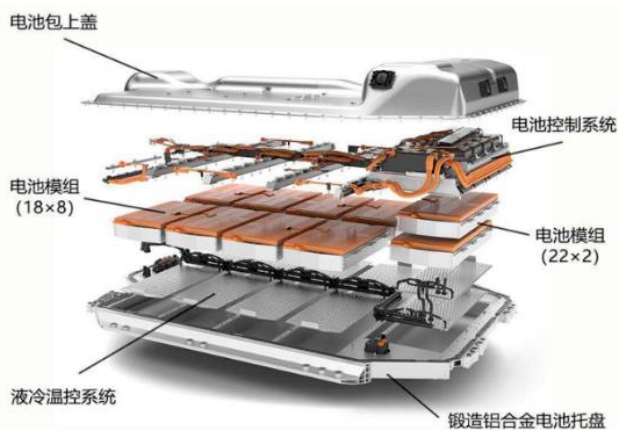
图表 11：全球动力电池装机量预测 (GWh)

年份	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
装机量	147	297	530	795	1131	1485
全球YOY		102%	78%	50%	42%	31%
国内装机量	61	156	281	430	602	755
乘用车	47	140	263	410	577	725
其他	14	16	18	20	25	30
国外装机量	86	141	249	365	529	730
Tesla-国外	26	34	70	96	120	160
非Tesla	60	107	179	269	409	570

资料来源：亿欧智库，东方财富证券研究所

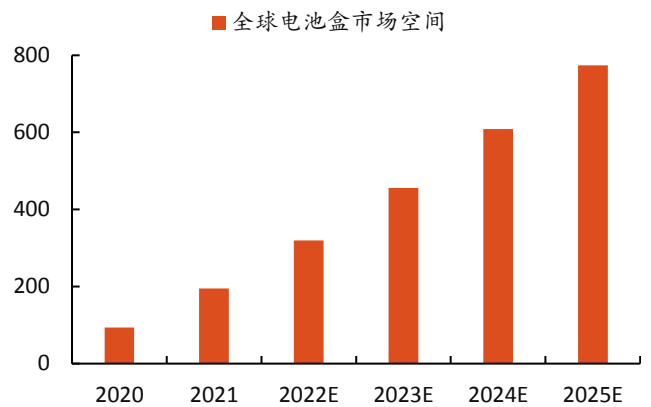
电池盒是动力电池的主要载体，发展空间巨大。作为新能源汽车动力电池的主要载体，电池盒主要由上盖与托盘两部分组成，起到支撑、抗机械冲击、机械振动和环境保护（防水防尘）的作用，是动力电池重要的安全结构件，其市场规模与新能源汽车发展同频共振。根据亿欧智库预测的 2025 年全球新能源车销量 2580 万辆来测算，假设新能源车电池盒平均单车价值量在 3000 元，预计 2025 年电池盒市场规模将达到 774 亿元。

图表 12：电池盒结构



资料来源：汽车电子设计，东方财富证券研究所

图表 13：全球电池盒市场规模预测（亿元）

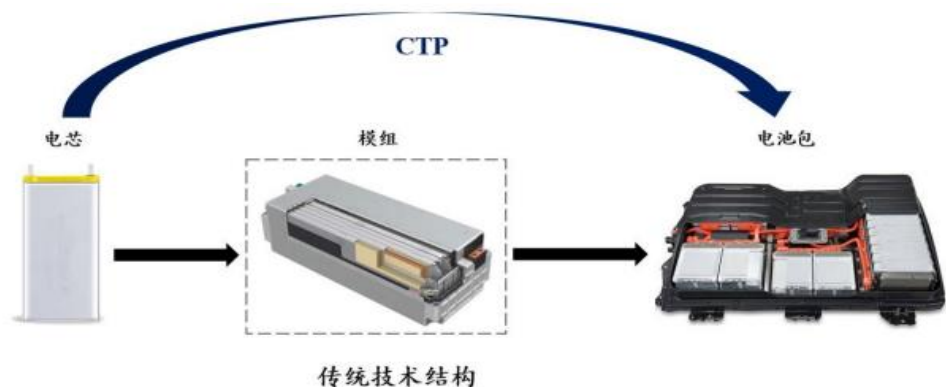


资料来源：亿欧智库，东方财富证券研究所

2.2. CTP 产业趋势下，电池盒价值量不断提升

CTP 技术实现电池结构创新，降本增效效果明显。在动力电池在 CTP 技术出现之前，电池包的制造分为“Cell-Module-Pack”三个步骤，电芯组装成模组，然后打包成电池包。模组的存在是为了提高电芯打包成电池包的效率，并且有利于维修。但是随着单车携带电量的增加，标准化电芯的数量也越来越多，模组数量也随之增加，这使得零部件增多，造成重量和成本的上升以及空间利用率的下降。CTP 技术则是通过减少甚至放弃模组的使用，来为电池包减负。CTP 的全称是“Cell to Pack”，即跳过标准化模组环节，直接将电芯集成在电池包上，有效提升了电池包的空间利用率和能量密度。

图表 14：传统电池和 CTP 的结构差异



资料来源：36 氪，东方财富证券研究所

国内两大头部动力电池厂商宁德时代和比亚迪在动力电池的集成方面均采用了 CTP 的设计理念。宁德时代 CTP 电池包相继在特斯拉 Model 3、Model Y、小鹏 P7、蔚来 ES6 等爆款热门车型规模导入，比亚迪无模组刀片电池则在王朝和海豚全系搭载。

1) 宁德时代在全球首创了无模组电池包 CTP 并在此基础上不断实现系统技术迭代。2019 年 9 月，宁德时代在法兰克福车展上率先发布了 CTP 技术，随后并在全球率先量产装车 CTP 电池系统，CTP 技术直接将电芯集成到电池包，率先使电池体积利用率突破 55%，零件数量节省 40%，能量密度提升 10~15%，达到 200Wh/kg，有效地实现了降本增效的目标。2021 年 1 月，宁德时代透露正在规划第二代平台化的 CTP 电池系统，计划于 2022 年-2023 年投入市场应用。2022 年 6 月，宁德时代发布第三代 CTP——麒麟电池，系统集成度创全球新高，体积利用率突破 72%，能量密度可达 255Wh/kg，轻松实现整车 1000 公里续航。

图表 15：宁德时代全球首发无模组电池包 CTP



资料来源：宁德时代公司官网，东方财富证券研究所

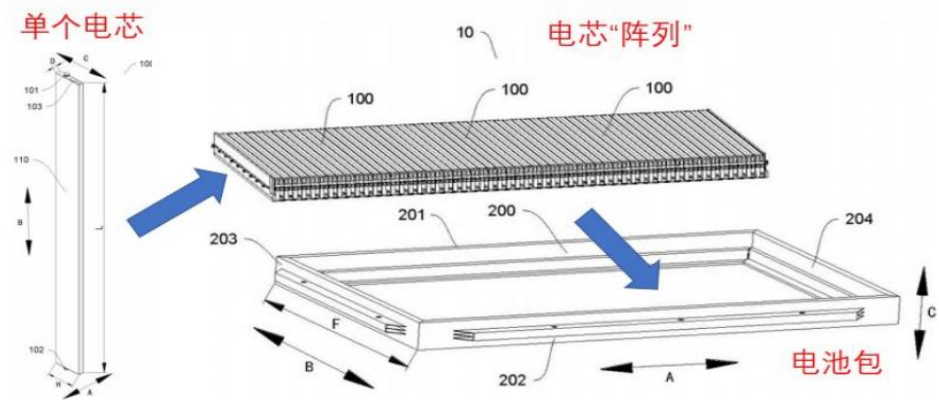
图表 16：宁德时代第三代 CTP——麒麟电池



资料来源：宁德时代公司官网，东方财富证券研究所

2) 比亚迪“刀片电池”打开了一道解决新能源汽车续航与安全矛盾的全新大门。新能源动力电池主要分为三元锂电池与磷酸铁锂电池两种类型。三元锂电池具备耐低温、能量密度高等特性，但成本高、易燃易爆炸；磷酸铁锂电池的优点在于成本低、循环寿命高、热稳定性好、安全性能高等优点，但不足之处在于不耐低温、能量密度低、续航差。2020 年 3 月发布的比亚迪磷酸铁锂刀片电池采用了无模组电池成组方式，将电池包整体空间利用率由过去的 40%，提升到了 60%，克服了传统磷酸铁锂电池能量密度低于三元锂电池的问题，并保留了磷酸铁锂电池原有的高稳定、高安全、长寿命的特点，使得磷酸铁锂刀片电池兼具长续航和安全性的优点。

图表 17：比亚迪刀片电池结构



资料来源：电车汇，比亚迪专利（209389112 U），东方财富证券研究所

CTP 技术对电池盒支撑保护和集成度的要求大幅度提升。原有的模组起到支撑保护和管理电芯的功能。CTP 技术的电池包由于减少或取消了模组环节，这部分由原本模组所承担的功能需由电池盒承担，对电池盒的功能提出了更高的要求，具体而言主要在以下两个方面：

- 1) 原有的模组可以在电芯和电池包之间充当载体，起到了连接、固定、缓冲等作用；在 CTP 结构中，由于缺少了模组环节，电池盒需要起到更多的固定保护的作用。
- 2) 在传统的电池结构中，电池包内的模组起到各自管理内置电芯的作用，有助于温度控制、防止热失控传播；而 CTP 电池盒由于承担了更多电池管理的功能，集成了冷凝板、电池管理系统（BMS）、高低压电器及连接线等组件，集成度的要求更高。

CTP 技术路径下要求电池盒功能更丰富，伴随着的是更加高的集成度以及更加先进的生产工艺，单车价值量相对于传统电池盒提升明显。公司于 2020 年在行业内率先配合客户成功开发了 CTP 电池托盘，后续有望充分受益。

2.3. 公司竞争优势突出，整体规模有望进一步提升

公司凭借多年的技术积累、优质的客户资源和较强的成本管控能力在新能源汽车结构件领域形成了较强的竞争力。

（1）丰厚的技术积累确立了较强的竞争优势

铝合金材料配以挤压成型工艺是主流方案，公司有多年的技术积累。目前，主流纯电动车型电池盒下壳体（托盘）多采用铝合金材质来实现轻量化。电池盒成型工艺主要有冲压、压铸和挤压成型三大技术路线，当前下壳体（托盘）的主要工艺为挤压成型工艺，具有设计灵活、加工方便、易于修改等优点，可适用于各种尺寸的电池包的加工制造，可广泛应用于包括混合动力、插电混动以及纯电动车型。公司从成立之初就专注于工业铝挤压型材的研发和加工生产，历经近二十年的发展，拥有丰富的技术储备，并不断致力于巩固和扩大自身的竞争优势。

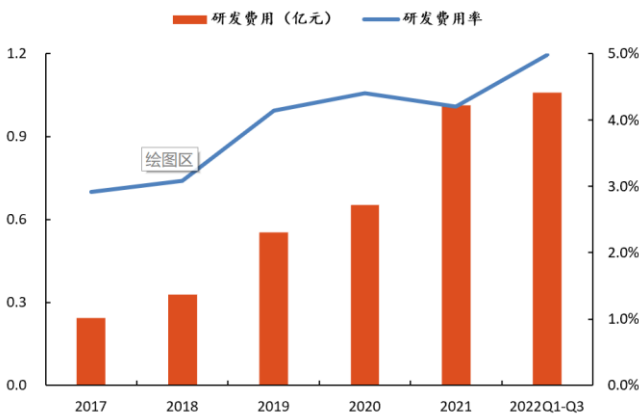
图表 18：电池盒主要成型工艺情况

工艺技术	优点	缺点	使用场景
冲压	强度及刚性高，成本低	延伸度及震动、冲击强度不足	钢制多，铝制需要整车企业具备较强车身、底盘集成设计能力
压铸	不需要进行进一步的焊接工序，综合力学性能强	易发生欠铸、裂纹、冷隔、凹陷、气孔等，碰撞后易变形	受模具尺寸限制，主要应用于小尺寸电池包
挤压	成本较低，能提供较大的强度及刚性	需要复杂的焊接工艺	当前主流，可广泛适用于各种尺寸大小的电池包

资料来源：敏实集团招股说明书，东方财富证券研究所

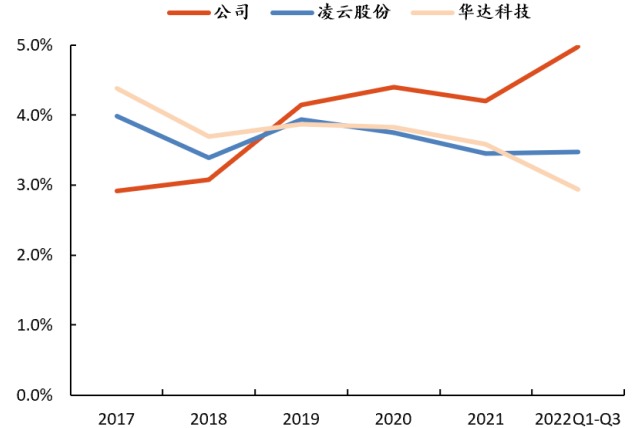
先发布局电池托盘业务，高强度的研发确保技术领先。公司早在 2015 年通过成立子公司广东和胜新能源来开展新能源汽车部件业务，并在 2017 年开始布局电池托盘业务，是国内最早进行电池托盘研发生产的一批企业。公司还在 2018 年通过收购新马精密来进一步扩大在电池结构件领域的优势。公司创始人李建湘先生毕业于中南大学冶金学院有色金属冶金专业，在材料科学领域有深厚的理论基础知识和丰富的生产实践经验，重视技术创新，公司在 2018 年后采取激进的研发投入策略，极具前瞻性地先发布局了诸多技术。其中，通过高强度研发获得的 FDS（螺栓自拧紧技术）为之后获得宁德时代的 CTP 电池包订单奠定基础。

图表 19：公司研发费用及研发费用率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 20：公司及主要竞争对手研发费用率

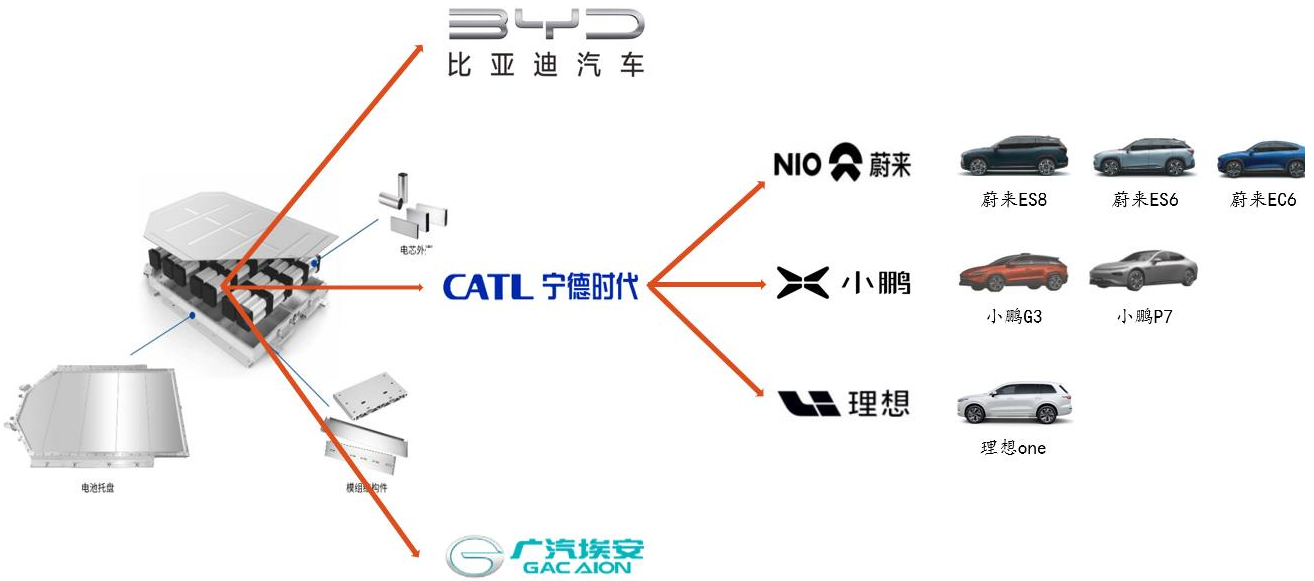


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

(2) 深度绑定优质客户助力业绩腾飞

深度绑定优质客户，支撑电池结构件业务快速增长。公司自成立以来，始终高度专注于自身优势领域并较早布局新能源汽车电池结构件，已经和新能源汽车领域的多家头部企业开展合作。其中宁德时代、比亚迪、广汽埃安为公司的三大核心客户。公司早在 2018 年开始与宁德时代合作，并于 2020 年在行业内率先配合宁德时代成功开发了第二代无模组（CTP）电池托盘，并且公司通过宁德时代成功地将产品应用于理想 one、蔚来 es6、蔚来 es8 和小鹏 P7 等多款爆款车型上。得益于新能源汽车行业的头部客户具有较强的市场号召力，公司的汽车部件业务可以获得较好的业绩保障。

图表 21：公司核心客户供应情况

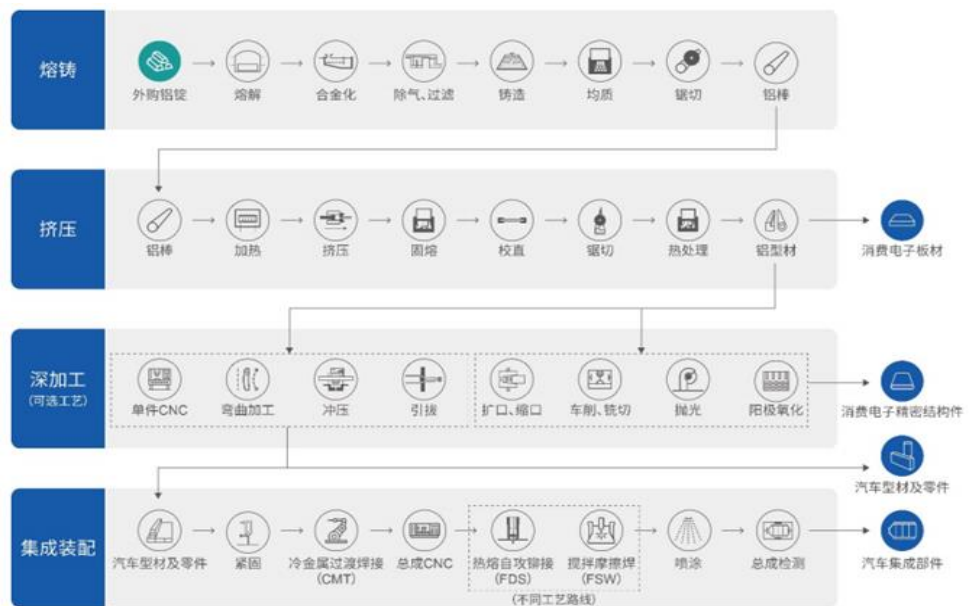


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

(3) 较强的成本管控能力巩固了公司的盈利能力。

全产业链布局和较强的价格风险管控能力夯实公司的盈利能力。不同于行业内的其它公司如敏实集团和华达科技采购铝型材后再进行加工生产。和胜股份的业务涵盖从材料研发设计、铝型材的生产到后端集成，实现了全产业链布局，优化了营业成本结构，构筑了成本优势，有更大的潜力去应对行业竞争环境的变化。同时公司为应对原材料价格波动所带来的风险采取多种方法综合管理：通过成本加成法来定价；利用套期保值的方式锁定原材料价格；非常注重原材料的回收利用。

图表 22：产品的生产工序



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3. 传统消费电子产品和耐用消费品业务以稳为主

3.1. 消费电子产品业务平稳发展，5G 发展有望带来增量

消费电子中工业铝挤压材主要对关键零部件、外壳、外观装饰件中传统材料进行替代。公司消费电子业务的主要产品包括：手机中框和背板、平板电脑中框和背板、笔记本电脑外壳等消费电子板材，电脑硬盘磁碟臂、激光打印机感光鼓等消费电子精密结构件，以及移动电源外壳等消费电子外观结构件。公司消费类电子产品外壳已批量应用于小米公司生产的移动电源，平板电脑边框已应用于索尼品牌，智能手机面板产品已应用于 OPPO 手机，驱动臂铝材已应用于 WD 硬盘，驱动辊已应用于终端用户佳能的激光打印机。

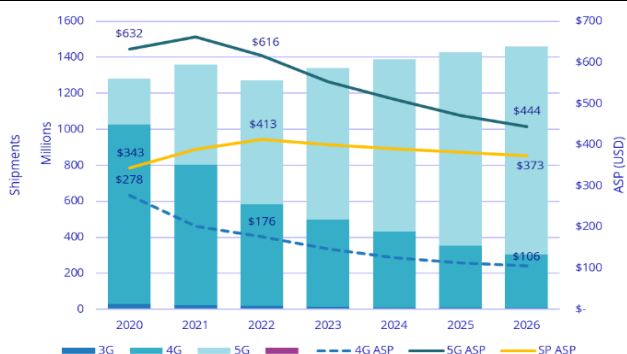
图表 23：工业铝挤压材在电子消费品行业的主要应用



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

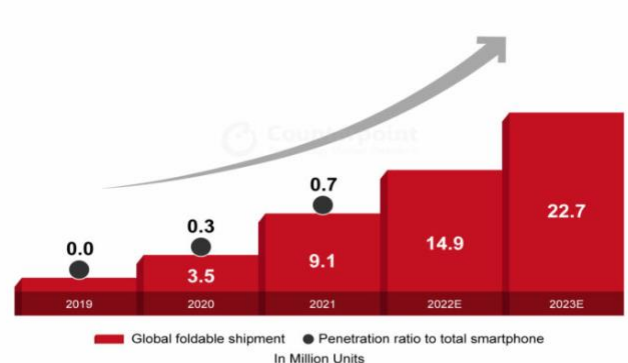
5G 手机和折叠屏手机渗透率提升带动消费电子中工业铝挤压材需求量增长。2017 年后智能手机市场呈现一个相对饱和的态势，每年销量保持相对稳定。由于全球通货膨胀和全球整体经济展望和景气度信心不断下滑，IDC 预测 2022 年智能手机出货量将下降 6.5%至 12.7 亿部，但全球 5G 设备出货量同比增长 23.6%，占全球出货量的一半以上(54%)，将达 6.88 亿部，预计到 2026 年，5G 设备的销量份额将达到 79%。根据 Counterpoint 预测，今年全球折叠屏智能手机市场将从去年的 900 万部增长 73%至 1600 万部，预计到 2023 年折叠屏手机将增长到 2600 万台。

图表 24：全球智能手机预测



资料来源：IDC，东方财富证券研究所

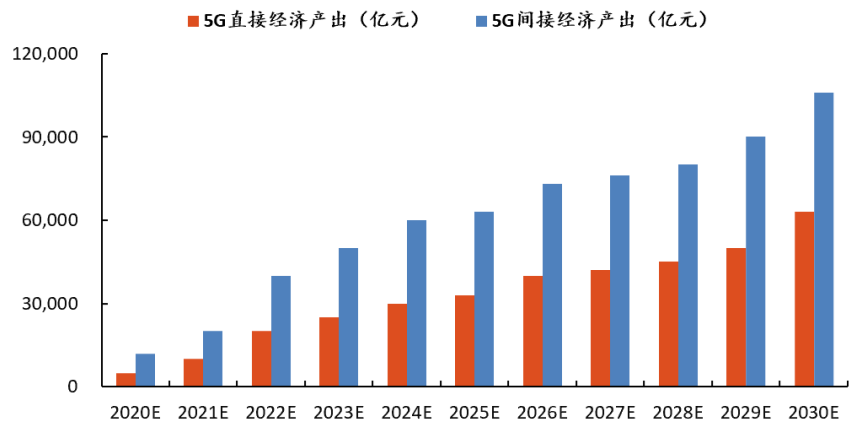
图表 25：全球折叠屏手机出货量预测



资料来源：counterpoint，东方财富证券研究所

5G 电子设备是消费电子行业的结构性增量部分。5G 电子产品因数据传输量大而大幅提高了硬件散热性要求，导热性的铝合金板材对工程塑料等材料形成了替代优势。2018 年以来，各主流品牌基本采用了铝合金中框加玻璃/陶瓷后盖作为高端旗舰手机的结构件。无线充电（Qi）技术对结构件的电磁性能提出了更高的要求，此外，可穿戴设备等新兴消费电子产品的快速发展将为行业带来更多增量。

图表 26： 2020–2030 年中国 5G 直接和间接经济产出统计情况及预测



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

3.2. 耐用消费品业务以稳为主

工业铝挤压型材在耐用消费领域的应用主要体现在家用电器的结构部件或外观装饰件、家居装饰产品的边框、支/挂架、底座、拉手、婴儿车前后脚、底架、手把、背扣以及其整体淋浴房等卫浴产品等。铝合金材料具有质轻、抗蚀抗老化、经久耐用、美观大方、易于着色、良好的加工性能和低维护等诸多优势。公司在耐用消费品领域，为终端客户伟莎、莱博顿提供淋浴房用铝，为 Graco(葛莱)提供婴儿车用铝等。由于家用电器和建材属于房地产后市场，当前房地产平稳发展，耐用消费品以稳为主。

图表 27： 工业铝挤压材在耐用消费品行业的主要应用



资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

耐用消费品中的家电和建材作为兼具消费属性的地产后周期行业，受到房地产行业的影响。2022 年四季度以来，针对房地产企业供给端的政策密集推出，央行提出支持恢复和扩大消费、重点基础设施和重大项目建设；落实金融 16 条措施，支持房地产市场平稳健康发展；央行、银保监会决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。部分城市需求侧也适度宽松，多地提出解除限购、解除限贷、放宽公积金贷款条件、提供购房补贴等政策，尽管当前地产行业基本面尚未反转，但随着地产政策应出尽出，市场或将复苏，进而带动耐用消费品中工业铝挤压型材的需求。

图表 28：房地产宽松政策

时间	主体/文件	内容
2022. 11. 8	中债增、央行	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（第二支箭），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。
2022. 11. 28	证监会	证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施，包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外上市政策、进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用、积极发挥私募股权投资基金作用。
2022. 12. 16	中央经济工作会议	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
2022. 12. 21	证监会	大力支持房地产市场平稳发展。加大力度、加快速度抓好资本市场各项支持政策措施落地见效，助力房地产发展模式转型。全面落实改善优质房企资产负债表计划，继续实施民企债券融资专项支持计划和支持工具，更好推进央地合作增信共同支持民营房企发债。落实好已出台的房企股权融资政策，允许符合条件的房企“借壳”已上市房企，允许房地产和建筑等密切相关行业上市公司实施涉房重组。加快打造保障性租赁住房 REITs 板块。
2022. 12. 30	央行、银保监会	人民银行、银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。住房贷款利率政策与新建住房价格走势挂钩、动态调整，有利于支持城市政府科学评估当地商品住宅销售价格变化情况，“因城施策”用足用好政策工具箱，更好地支持刚性住房需求，形成支持房地产市场平稳健康运行的长效机制。

资料来源：中国人民银行、证监会、银保监会等，东方财富证券研究所

图表 29：部分城市房地产需求侧宽松政策

时间	城市	内容
2022. 11. 17	成都	将天府新区成都直管区、成都高新区西部园区、锦江区、青羊区、金牛区、武侯区、成华区、龙泉驿区、新都区、温江区、双流区、郫都区统一为一个住房限购区域，具备该区域内任一区购房资格的居民家庭以及具备成都高新区南部园区购房资格的居民家庭，均可在该限购区域内购买住房。该区域购房套数、户籍社保年限等住房限购要求不变。
2022. 11. 19	西安	从市外迁入本市且在住房限购区域无住房的居民家庭，落户我市后即可在住房限购区域购买首套二手住房。在住房限购区域无住房的非本市户籍居民家庭，持有本市《居住证》，且在购房之日前 6 个月在本市连续缴纳社会保险或个人所得税的，可购买 1 套二手住房。临潼区，西咸新区沣东新城上林街道，沣西新城高桥街道、马王街道，高新区托管的非限购区域不再列入我市住房限购限售范围。
2022. 12. 06	厦门	岛内限购政策不变，调整岛外限购政策为在厦门市实际工作和生活的非本市户籍无住房家庭和个人可在岛外限购 1 套住房。
2022. 12. 08	合肥	合肥市房产局联合相关部门搭建线上服务平台，开启二手房互换服务模式。房屋互换交易后的学位，按现行“市区学区内成套住房入学年限政策”执行。
2022. 12. 13	杭州	杭州职工家庭名下无住房，无房贷款记录或有商贷记录且结清贷款，再次申请公积金贷款购买普通自住住房的，执行首套房政策，贷款首付款比例不低于 30%。职工家庭拥有 1 套住房，或无住房但有公积金贷款记录且相应贷款已结清，再次申请公积金贷款购房的，执行二套房政策，贷款首付款比例不低于 40%。

资料来源：成都、合肥、杭州等地住建局，东方财富证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

汽车部件业务：公司汽车零部件业务主要是来自电池盒结构件，与新能源汽车行业销量高度挂钩。2022 年国内新能源汽车销量 689 万辆，同比增长 93%，公司由于产能投放的瓶颈，未能跟上行业增速，但随着 2023 年的产能持续释放，后续增速有望领先行业。我们预期公司 2022-2024 年汽车零部件业务营收分别为 20.04 亿元、34.07 亿元、51.11 亿元，同比分别增长 70.00%、70.00%、50.00%。由于产能持续释放，规模效应提升，我们认为公司该业务毛利率可能存在稳中向上的趋势，预计 2022-2024 年的毛利率分别为 17.80%、18.20%、18.50%。

电子消费品业务：公司电子消费品业务受下游电子消费需求萎靡影响较大，虽然现在疫情放开，后期经济将逐步恢复。考虑目前电池托盘产能仍处于紧缺状态，公司很难去拓展电子消费品产能，因为我们预期公司 2022-2024 年电子消费品业务营收均为 6.94 亿元，同比变化均为 0%。毛利率水平维持稳定，预计 2022-2024 年的毛利率均为 19.30%。

耐用消费品业务：公司耐用消费品主要应用于房地产后市场，今年受疫情影响较为严重，我们认为后期随着国家支持政策的持续推出，公司耐用消费品业务有望企稳。但考虑到当前产能有限，我们预期公司 2022-2024 年耐用消费品业务营收均为 3.27 亿元，同比变化均为 0%。毛利率水平维持稳定，预计 2022-2024 年的毛利率均为 20.69%。

其他业务：公司其他业务占总营收比重较低，我们认为该业务将随着经济恢复逐步企稳，预期公司 2022-2024 年其它业务营收均为 2.11 亿元，同比变化均为 0%。毛利率水平维持不变，预计 2022-2024 年的毛利率均为 19.00%。

总计：加总以上几项业务，我们预期公司 2022-2024 年总营收分别为 32.36 亿元、46.39 亿元、63.43 亿元，营收同比增速分别为 34.29%、43.35%、36.72%；对应毛利率分别为 18.49%、18.14%、17.91%。

图表 30：公司盈利预测及关键假设

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
汽车部件				
营业收入（百万元）	11.79	20.04	34.07	51.11
YoY	138.66%	70.00%	70.00%	50.00%
毛利率	20.91%	17.80%	18.20%	18.50%
电子消费品				
营业收入（百万元）	6.94	6.94	6.94	6.94
YoY	27.11%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	19.30%	19.30%	19.30%	19.30%
耐用消费品				
营业收入（百万元）	3.27	3.27	3.27	3.27
YoY	11.99%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	20.69%	20.69%	20.69%	20.69%
其他业务				
营业收入（百万元）	2.11	2.11	2.11	2.11
YoY	37.91%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	19.01%	19.01%	19.01%	19.01%

总计				
营业收入（百万元）	24.10	32.36	46.39	63.43
YoY	62.40%	34.29%	43.35%	36.72%
毛利率	20.25%	18.49%	18.58%	18.72%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

从同业对比的情况来看，公司主要收入主要增长点来自电池盒结构件，我们选取电池盒结构件行业内较具备领先优势的企业，凌云股份、华达科技、科达利进行对比，2022/2023/2024 年行业一致预期 PE 的平均值分别为 26.066/17.98/13.27 倍。公司作为电池托盘行业龙头，2022/2023/2024 年 PE 估值水平应当高于行业平均水平。

图表 31：可比公司估值情况（截至 2023.1.17）

代码	简称	总市值 (亿元)	PE				EPS (元)				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
002472.SZ	凌云股份	75.74	22.94	25.03	17.96	14.75	0.36	0.33	0.46	0.56	未评级
002765.SZ	华达科技	86.49	24.02	20.74	15.39	10.65	0.82	0.95	1.28	1.85	未评级
603809.SH	科达利	325.80	59.66	32.40	20.59	14.41	2.33	4.29	6.75	9.65	未评级
	平均	162.68	35.54	26.06	17.98	13.27	1.17	1.86	2.83	4.02	
300258.SZ	和胜股份	62.97	40.51	26.68	17.16	12.30	1.12	1.19	1.85	2.58	增持

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司从消费电子铝型材开始发家，后续逐步扩展到新能源车电池盒结构件。通过深度绑定宁德时代和比亚迪，公司汽车零部件业务从 2019 年开始步入高速成长轨道。由于公司业绩受产能瓶颈的限制，我们将公司 2022-2024 年营业收入预测 37.71/53.72/70.84 亿元下调至 32.36/46.39/63.43 亿元，归母净利润从 3.51/5.36/6.62 亿元下调至 2.20/3.41/4.76 亿元，对应 EPS 分别为 1.19/1.85/2.58 元/股，对应 PE 分别为 26.68/17.16/12.30 倍。考虑到公司在电池盒结构件业务上的高成长性，维持公司“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2410.23	3236.30	4639.31	6342.97
增长率(%)	62.36%	34.27%	43.35%	36.72%
EBITDA（百万元）	321.39	352.07	503.29	677.16
归母净利润（百万元）	206.27	219.55	341.40	476.33
增长率(%)	173.42%	6.44%	55.50%	39.52%
EPS(元/股)	1.12	1.19	1.85	2.58
市盈率(P/E)	40.51	26.68	17.16	12.30
市净率(P/B)	7.70	4.58	3.52	2.70
EV/EBITDA	27.09	17.90	12.69	9.58

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

5. 风险提示

- ◆ 原材料价格波动风险；
- ◆ 产能释放不及预期；
- ◆ 新能源车销量不及预期；
- ◆ 下游客户需求不及预期。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1397.46	1827.00	2766.34	3714.43
货币资金	129.26	170.00	345.00	430.00
应收及预付	876.14	1122.22	1644.73	2227.23
存货	329.90	443.91	640.44	871.80
其他流动资产	62.16	90.87	136.16	185.40
非流动资产	874.32	969.65	1093.68	1242.17
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	570.40	608.64	677.79	749.98
在建工程	79.87	77.92	83.15	93.04
无形资产	81.74	113.78	127.44	145.86
其他长期资产	142.31	169.31	205.30	253.29
资产总计	2271.78	2796.64	3860.02	4956.60
流动负债	941.65	1229.31	1834.88	2378.89
短期借款	264.06	385.34	586.22	737.37
应付及预收	476.81	593.19	893.25	1189.28
其他流动负债	200.77	250.78	355.41	452.23
非流动负债	169.93	209.93	269.93	299.93
长期借款	74.15	94.15	124.15	114.15
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	95.78	115.78	145.78	185.78
负债合计	1111.58	1439.23	2104.81	2678.81
实收资本	184.74	184.74	184.74	184.74
资本公积	405.33	405.33	405.33	405.33
留存收益	523.72	713.27	1099.67	1606.00
归属母公司股东权益	1088.61	1278.16	1664.56	2170.90
少数股东权益	71.60	79.25	90.64	106.89
负债和股东权益	2271.78	2796.64	3860.02	4956.60

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2410.23	3236.30	4639.31	6342.97
营业成本	1922.18	2637.83	3777.47	5155.73
税金及附加	10.50	15.53	21.24	29.75
销售费用	18.17	16.83	19.02	28.54
管理费用	110.16	135.92	199.49	269.58
研发费用	101.22	158.58	213.41	291.78
财务费用	12.42	20.26	28.09	34.41
资产减值损失	-1.46	-2.70	-3.50	-4.10
公允价值变动收益	0.86	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-9.00	-6.12	-9.28	-12.34
资产处置收益	0.08	0.10	0.15	0.21
其他收益	3.66	10.19	19.49	23.30
营业利润	223.53	244.31	378.32	528.88
营业外收入	0.09	0.20	0.33	0.35
营业外支出	0.66	0.47	0.52	0.71
利润总额	222.96	244.04	378.13	528.52
所得税	10.11	16.84	25.33	35.94
净利润	212.85	227.21	352.80	492.58
少数股东损益	6.58	7.65	11.40	16.25
归属母公司净利润	206.27	219.55	341.40	476.33
EBITDA	321.39	352.07	503.29	677.16

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	124.56	116.74	132.22	189.99
净利润	212.85	227.21	352.80	492.58
折旧摊销	77.32	80.46	94.61	109.57
营运资金变动	-177.48	-233.62	-372.27	-485.71
其它	11.88	42.69	57.08	73.55
投资活动现金流	-185.96	-182.08	-227.96	-270.56
资本支出	-188.70	-175.95	-218.68	-258.21
投资变动	2.74	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-6.12	-9.28	-12.34
筹资活动现金流	78.71	136.08	225.75	135.57
银行借款	353.95	141.27	230.89	141.15
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	25.18	0.00	0.00	0.00
其他	-300.42	-5.20	-5.14	-5.58
现金净增加额	17.25	40.74	175.00	85.00
期初现金余额	84.66	129.26	170.00	345.00
期末现金余额	101.91	170.00	345.00	430.00

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长	62.36%	34.27%	43.35%	36.72%
营业利润增长	157.39%	9.30%	54.85%	39.80%
归属母公司净利润增长	173.42%	6.44%	55.50%	39.52%
获利能力 (%)				
毛利率	20.25%	18.49%	18.58%	18.72%
净利率	8.83%	7.02%	7.60%	7.77%
ROE	18.95%	17.18%	20.51%	21.94%
ROIC	14.44%	12.82%	14.49%	15.86%
偿债能力				
资产负债率 (%)	48.93%	51.46%	54.53%	54.05%
净负债比率	27.97%	32.79%	30.25%	27.53%
流动比率	1.48	1.49	1.51	1.56
速动比率	1.12	1.11	1.15	1.18
营运能力				
总资产周转率	1.06	1.16	1.20	1.28
应收账款周转率	2.86	3.03	2.95	2.98
存货周转率	7.31	7.29	7.24	7.28
每股指标 (元)				
每股收益	1.12	1.19	1.85	2.58
每股经营现金流	0.67	0.63	0.72	1.03
每股净资产	5.89	6.92	9.01	11.75
估值比率				
P/E	40.51	26.68	17.16	12.30
P/B	7.70	4.58	3.52	2.70
EV/EBITDA	27.09	17.90	12.69	9.58

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。