

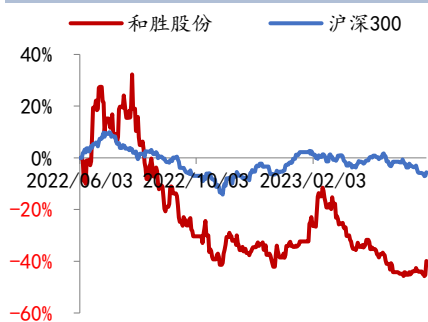
动力电池托盘龙头，CTP 技术变革下迎来高增长

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-06-05

收盘价（元）	29.26
近 12 个月最高/最低（元）	64.86/25.78
总股本（百万股）	200
流通股本（百万股）	131
流通股比例（%）	65.47
总市值（亿元）	58.53
流通市值（亿元）	38.32

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

主要观点：

- **深耕铝合金制造十余载，具备一体化生产能力和技术储备**
公司深耕铝型材加工，目前已拥有从铝挤压型材到弯曲成型再到焊接的电池托盘一体化生产能力和技术储备，近年来产销率均保持在 95% 以上，为公司后期产能复制提供良好基础。2023 年 Q1 归母净利润为 0.25 亿元，同比减少 51.23%，主要受新能源需求淡季的影响，业绩短期承压。随着下游新能源汽车行业需求回暖和电池托盘产能加速释放，公司业绩有望持续改善。
- **汽车零部件业务发展迅猛，电池托盘领域先发优势明显**
公司较早的布局新能源领域，汽车零部件业务主要包括电池箱体、模组结构件和电芯外壳三大类别。电池托盘领域，公司已在交付规模、研发能力和生产制造等方面已经形成领先优势。1) 营收方面：公司汽车零部件业务 2021 年进入爆发期，2021、2022 全年实现营收 1179、2056 百万元，同比增长 139%、74%；2) 交付能力方面：2022 全年已向全球领先的锂电池制造企业、汽车制造企业交付电池箱体共计 57 万套左右，出货量位居行业前列。
- **深度绑定头部电池厂，充分享受 CTP 技术变革红利**
公司凭借铝挤压技术先发布局电池托盘业务，优先进入宁德时代、广汽、比亚迪等优质客户供应链，并于 2022 年与宁德时代签订战略合作协议。此外，CTP 技术的“电芯-电池包-底盘”架构模式，相比于传统模式，对电池托盘工艺要求更高，将带动电池托盘单车价值量显著提升。公司凭借其在新能源车零部件领域的技术优势和客户资源，行业市占率有望进一步提升，叠加 CTP 技术变革带来价值量提升，未来公司电池托盘业务有望进入量价齐升阶段。
- **投资建议**
我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 43.97/61.39/84.18 亿元，归母净利润分别为 3.53/5.56/8.26 亿元，按 2023 年 6 月 5 日收盘价计算，对应 PE 为 17/11/7 倍。根据 iFinD 一致预测，同行业可比公司 2023 年平均 PE 为 16 倍。公司作为电池托盘一体化龙头企业，深度绑定头部电池厂，CTP 技术变革下有望实现量利齐升。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示**
1) 新能源汽车销量未达预期；2) CTP 渗透未达预期；3) 产能释放不及预期；4) 上游原材料价格上涨。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2999	4397	6139	8418
收入同比 (%)	24.4%	46.6%	39.6%	37.1%
归属母公司净利润	205	353	556	826
净利润同比 (%)	-0.8%	72.5%	57.6%	48.6%
毛利率 (%)	19.1%	19.5%	20.4%	21.4%
ROE (%)	13.0%	18.2%	22.3%	24.9%
每股收益 (元)	1.08	1.76	2.78	4.13
P/E	27.33	16.59	10.53	7.08
P/B	3.75	3.02	2.35	1.76
EV/EBITDA	17.59	11.90	7.31	4.65

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

正文目录

1 立足铝合金制造，新能源结构件引领发展.....	6
1.1 深耕铝合金制造十余载，聚焦新能源业务领域.....	6
1.2 股权结构清晰，董事长兼具产业背景.....	7
1.3 业绩短期承压，静待需求回暖修复量利.....	8
1.4 产业链垂直整合，提升盈利能力同时减少中间费用.....	9
2 传统业务发展稳定，消费电子曙光初现.....	11
2.1 耐用消费品业务收入稳定，规模效应提升产品毛利.....	11
2.2 智能穿戴贡献结构性增量，消费电子业务企稳回调.....	13
3 下游需求回暖叠加电池包技术迭代，电池结构件蓝海广阔.....	14
3.1 总量市场：新能源需求回暖，贡献电池盒全新增量.....	14
3.2 结构市场：电池包轻量化趋势贡献结构与价值增量.....	16
3.3 产业格局：市场集中度提升，产能向头部转移.....	22
4 公司盈利预测.....	25
4.1 基本假设与营业收入预测.....	25
4.2 估值和投资建议.....	26
风险提示：.....	28
财务报表与盈利预测.....	29

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司业务布局	7
图表 3 公司股权架构	7
图表 4 公司董事长背景	8
图表 5 公司总营收及同比增长	8
图表 6 公司归母净利润及同比增长	8
图表 7 公司分产品营收占比	9
图表 8 公司分产品毛利率变化	9
图表 9 公司一体化铸造流程	9
图表 10 公司盈利能力指标变化	10
图表 11 公司费用率变化	10
图表 12 公司申请专利数量变化	10
图表 13 公司研发费用变化	10
图表 14 耐用消费品营收稳定	11
图表 15 2022 公司耐用消费品毛利率回调	11
图表 16 新住宅开工面积下降	11
图表 17 淋浴房结构件产品与客户	11
图表 18 政府制定房地产利好政策	12
图表 19 人口出生率呈下降趋势	12
图表 20 婴儿车市场规模趋于稳定	12
图表 21 消费电子业务营收变化 (亿元)	13
图表 22 消费电子业务毛利率	13
图表 23 智能穿戴设备市场规模快速增长 (亿台)	13
图表 24 AR、VR 加速放量	13
图表 25 消费电子业务客户	14
图表 26 全球新能源汽车销量及同比增速	15
图表 27 国内新能源汽车销量及同比增速	15
图表 28 动力电池产销量持续上涨	15
图表 29 公司汽车零部件业务营收快速增长	16
图表 30 公司电池箱体交货量	16
图表 31 电池包轻量化路径	16
图表 32 特斯拉 MODEL3 电池包重量分布	17
图表 33 日产 LEAF 动力电池早期使用钢材托盘	17
图表 34 电池托盘工艺对比	18
图表 35 铝型材产销率保持稳定	18
图表 36 新能源电池结构技术从 MTP 发展至 CTP, 并向 CTC 模式演变	19
图表 37 CTP 电池技术迭代	20
图表 38 比亚迪刀片电池电芯阵列与托盘直接相连	20
图表 39 和胜股份电池箱体单价变化	20
图表 40 电池托盘关键连接技术对比	21
图表 41 电池托盘市场空间	22

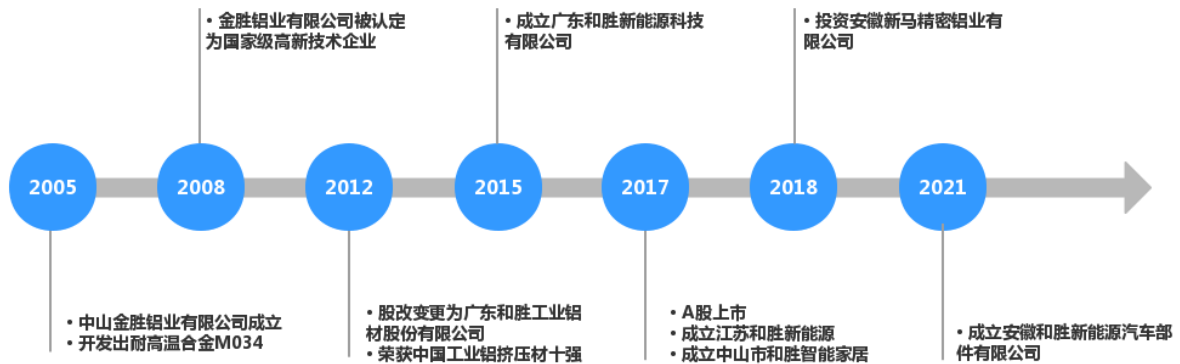
图表 42 电池成本在新能源汽车总成本中占比最高	22
图表 43 动力电池市场格局.....	22
图表 44 电池托盘主要供应商情况	23
图表 45 2022 年电池托盘市场竞争格局.....	23
图表 46 公司电池托盘业务已绑定新能源头部客户	24
图表 47 和胜股份在建产能情况.....	24
图表 48 公司分业务盈利预测.....	26
图表 49 可比公司估值.....	27

1 立足铝合金制造，新能源结构件引领发展

1.1 深耕铝合金制造十余载，聚焦新能源业务领域

公司成立于 2005 年，专注铝合金及其制品研究开发和生产加工的高新技术企业，主要为客户定制高端工业铝合金构件。公司于 2012 年进行股份制改革，变更为广东和胜工业铝材股份有限公司，2017 年在深交所成功上市。发展过程中，公司先后成立和胜新能源、江苏和胜、新马精密、安徽和胜等子公司，全面布局在耐用消费品、消费电子、新能源领域。

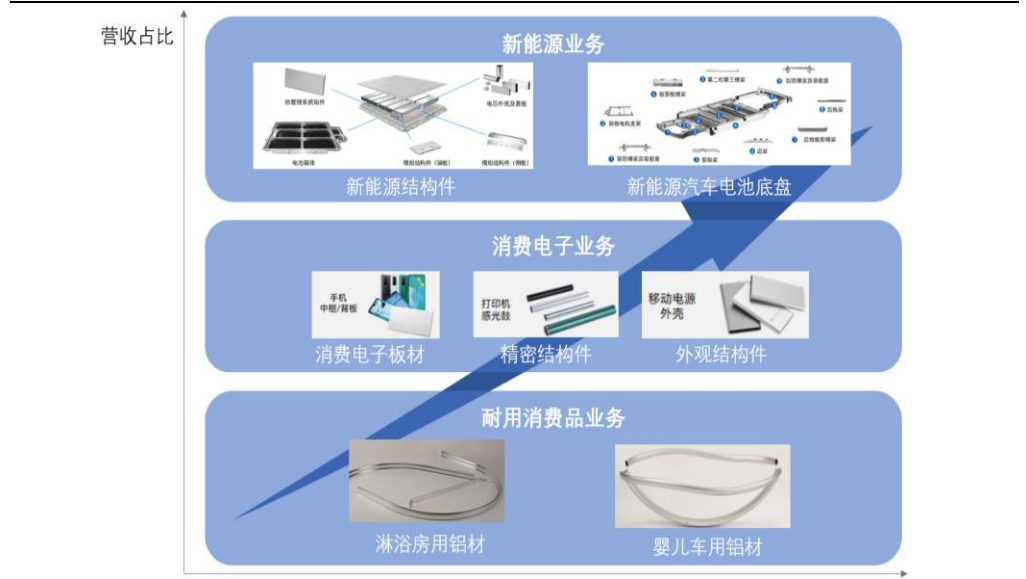
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

产品矩阵逐步扩充，目前公司业务范围主要涉及新能源及消费电子两大领域。公司业务发展主要经历创立、快速增长、深化拓展三个阶段，产品从初期单一耐用消费品业务产品线，拓展至铝挤压材及深加工材产品线，完成消费电子、新能源双布局：**1) 新能源业务：**包括生产新能源汽车电池下箱体配件、模组结构件、电池结构件，车身结构件等新能源汽车零部件；**2) 消费电子业务：**包括生产消费电子产品板、精密结构件、外观结构件；**3) 耐用消费品业务：**包括生产淋浴房、婴儿车、吸尘器等结构件。

图表 2 公司业务布局

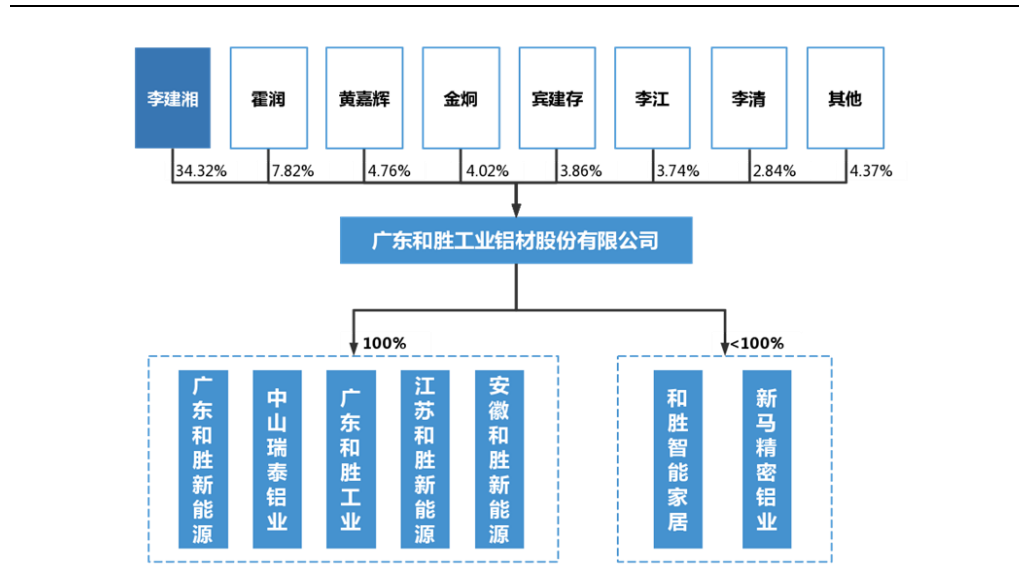


资料来源：年度报告，华安证券研究所

1.2 股权结构清晰，董事长兼具产业背景

公司的股权结构相对稳定，实际控制人李建湘持有 34.32% 的股份。截止至 2023 年 Q1 末，李建湘持有 34.32% 的股份，为实际控制人。此外，宾建存持有公司 3.86% 的股份，李江持有公司 3.74% 的股份，李清持有公司 2.84% 的股份。公司主要全资子公司有：广东和胜新能源、广东和胜工业、中山瑞泰铝业、江苏和胜新能源、安徽和胜新能源；主要控股公司有：和胜智能家居、新马精密铝业。

图表 3 公司股权架构



资料来源：企查查，华安证券研究所

实控人兼具产业背景，研发经验丰富。公司董事长李建湘，毕业于中南大学冶金学院有色金属冶金专业，先后任职于任珠海美饰铝异型材有限公司、中山市豪展铝异型材制品有限公司，2012年5月至今公司董事长，兼任技术中心总工程师和技术委员会及广东省铝合金新材料工程技术研究开发中心主任。

图表 4 公司董事长背景

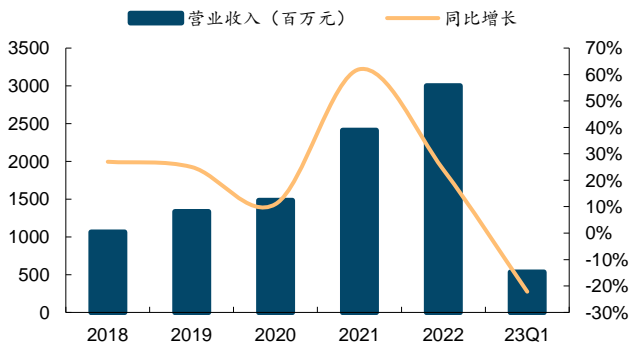
姓名	任职	学历	履历
李建湘	董事长	中南大学 有色金属冶金专业硕士研究生	1989-1991: 美饰铝异型材公司车间主任 1991-1995: 中豪展铝显型材制品公司厂长 1996-2005: 和胜铝制品厂厂长 2005-2008: 金胜铝业董事长 2008-1012: 金胜铝业董事长 2012-至今: 公司董事长

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 业绩短期承压，静待需求回暖修复量利

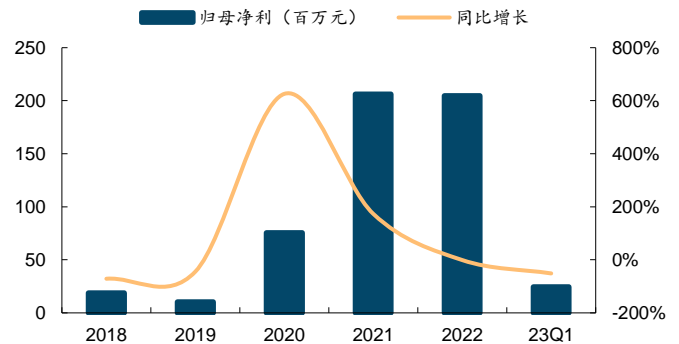
受益于汽车零部件业务订单稳定，公司收入维持稳健增长。自2015年布局新能源汽车零部件业务起，公司已与多个下游客户实现深度合作，成为公司业绩主要增量。公司传统消费电子和耐用消费品业务，受收入紧缩消费需求下降的影响，营收有所下滑。2022年公司实现营收30亿元，同比增长24%；归母净利润为2.05亿元，同比减少0.8%，主要系新能源产业布局投资加大所致；2023年Q1营收为5.3亿元，同比减少22%；归母净利润为0.25亿元，同比减少51.23%，主要受新能源需求淡季的影响，业绩短期承压。随着下游新能源汽车行业需求回暖和电池托盘产能加速释放，公司业绩有望持续改善。

图表 5 公司总营收及同比增长



资料来源：iFinD，华安证券研究所

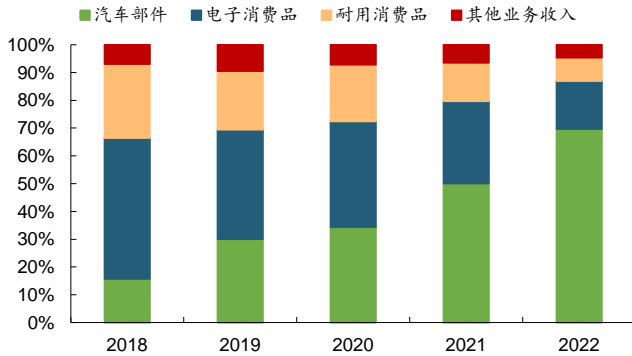
图表 6 公司归母净利润及同比增长



资料来源：iFinD，华安证券研究所

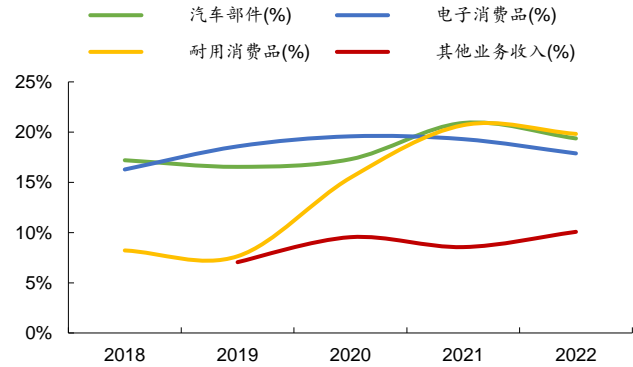
营收结构方面，汽车零部件业务占比逐年增加，成为业绩增长主要驱动力。近年来公司在新能源汽车零部件领域持续发力，产品包含电池下箱体、下箱体配件、电芯外壳、模组结构件等，业务收入规模持续扩大。2022年汽车零部件业务营收占比达到68%，营收占比逐年走高，成为业绩增长的主要驱动力；电子消费品和耐用消费品业务营收占比分别为17%和8%，毛利率分别为17.88%和19.82%。

图表7 公司分产品营收占比



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表8 公司分产品毛利率变化



资料来源：iFinD，华安证券研究所

1.4 产业链垂直整合，提升盈利能力同时减少中间费用

公司实现从基础材料到集成装配的全产业链布局，保障质量标准的同时提高交付效率。公司通过垂直整合熔铸、挤压、五金加工、表面处理、集成装配等工艺，将产业链上下游串联，为客户提供“一站式”整体解决方案服务，有助于更好满足客户定制化需求，降低供应链管理需求。针对汽车零部件与消费电子类产品迭代快速的特点，在实现快速响应的同时，提高产品生产效率。

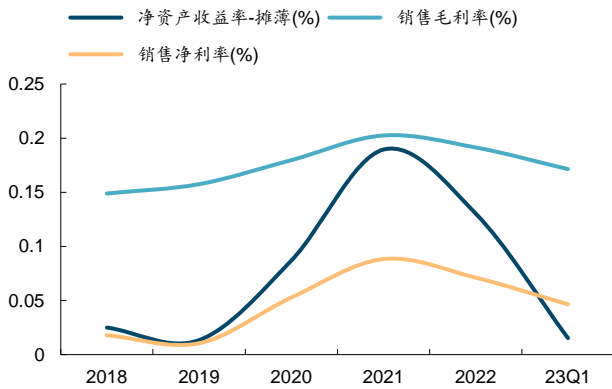
图表9 公司一体化铸造流程



资料来源：公司年报，华安证券研究所

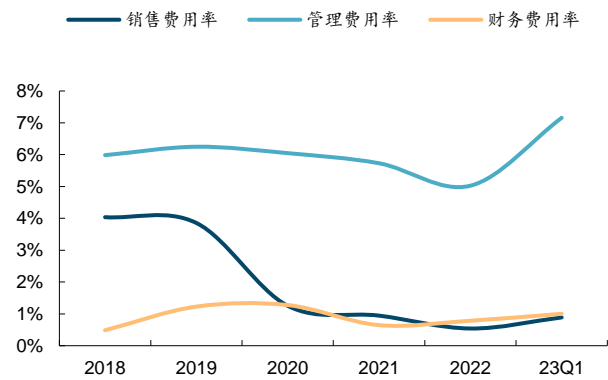
全产业链放量在即，盈利水平有望修复。2018-2021年，得益于市场扩张及产业链整合优势，公司盈利能力表现强劲，公司销售费用、管理费用、财务费用占营业成本比例呈现逐年走低的趋势。2022年以来由于受新能源市场增速放缓，消费需求减弱短暂拖累，各项盈利指标表现不足。受市场布局需求影响，2023Q1净利率进一步下滑，但伴随下游需求回暖及公司产能释放，有望修复量利。

图表 10 公司盈利能力指标变化



资料来源：iFinD，华安证券研究所

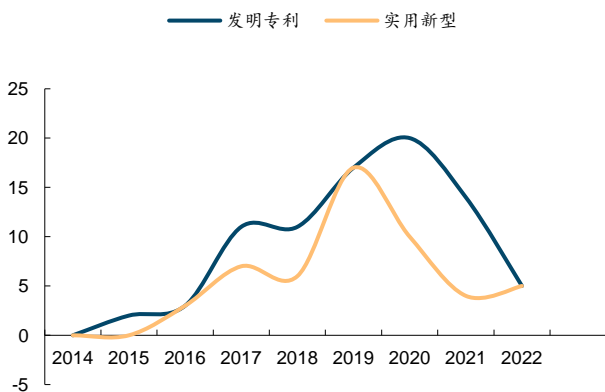
图表 11 公司费用率变化



资料来源：iFinD，华安证券研究所

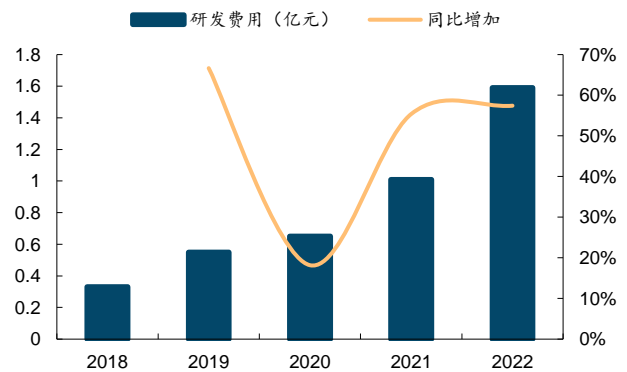
持续加大产品研发投入，通过技术创新构建竞争壁垒。公司坚持自主研发，目前拥有国内外授权专利共 160 项。公司设立铝合金新材料研究所、汽车轻量化研究所、型材及深加工部、生产技术部、技术管理部、模具设计制造部等多个研发团队，不断提高新材料、新产品的开发能力。其发明专利“用于扁管成型的模具及其加工方法”荣获 2022 届中国专利优秀奖，以及其专利“一种 Al-Mg-Si 合金及其制备方法与应用”，创新制作工艺和优化材质成分，可以降低淬火敏感性，提升制品良品率。公司持续加大产品研发投入，2022 年公司研发费用为 1.59 亿元，同比增长 57.43%，研发费用逐年增加。

图表 12 公司申请专利数量变化



资料来源：度衍专利，华安证券研究所

图表 13 公司研发费用变化



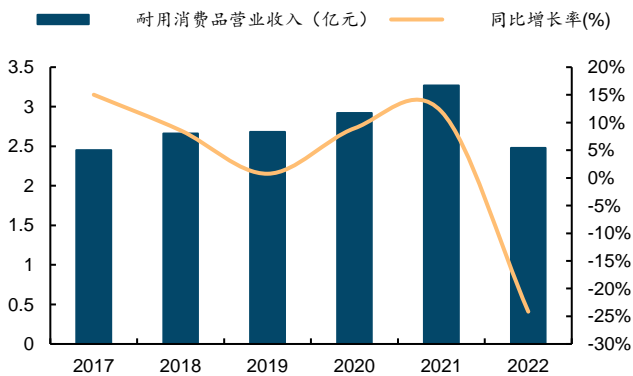
资料来源：iFinD，华安证券研究所

2 传统业务发展稳定，消费电子曙光初现

2.1 耐用消费品业务收入稳定，规模效应提升产品毛利

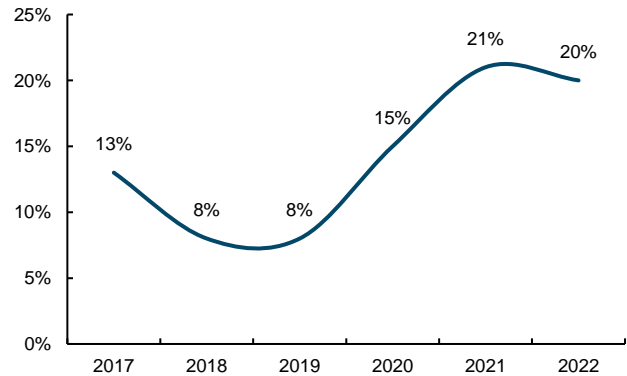
公司耐用消费产品营收较为稳定，受需求下降影响短期承压。2022年，由于受疫情影响叠加房地产市场走弱，公司婴儿车及淋浴房等耐用消费品结构件需求下滑。具体来看，公司该板块2022全年实现营收2.48亿元，同比下降24.2%，营收占比为8.6%，同时毛利率较上年下降4.19%。公司铝合金材料具有抗腐蚀与老化、易加工以及低维护等优势，应用广泛。未来随着业务范围及产能拓展，将通过规模效应进一步改善产品毛利率。

图表 14 耐用消费品营收稳定



资料来源：iFind，华安证券研究所

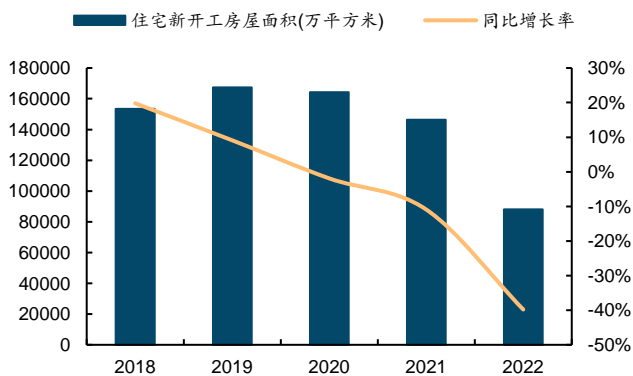
图表 15 2022 公司耐用消费品毛利率回调



资料来源：iFind，华安证券研究所

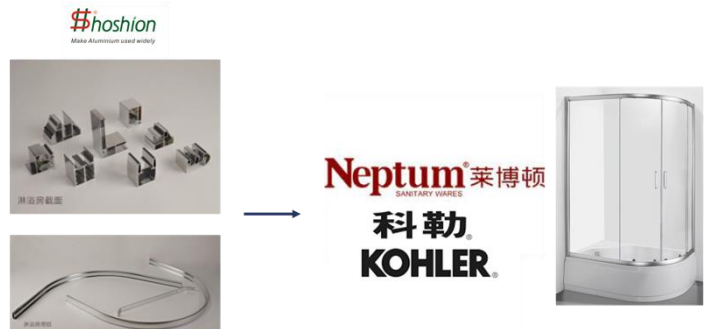
具体来看，1) 家用、淋浴房用结构件短期承受房地产行业下行压力。2022年我国新住宅开工面积仅为88135万平方米，同比下降39.8%，进而导致耐用消费品行业需求增量下滑。2023年，房地产利好政策相继推出，包括下调房贷利率、提高公积金贷款额度、发放购房补贴、放松限购条件等，将推动新住宅装修以及保障房改造的需求，带动淋浴房产品需求的提升。

图表 16 新住宅开工面积下降



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 17 淋浴房结构件产品与客户



资料来源：公司官网，华安证券研究所

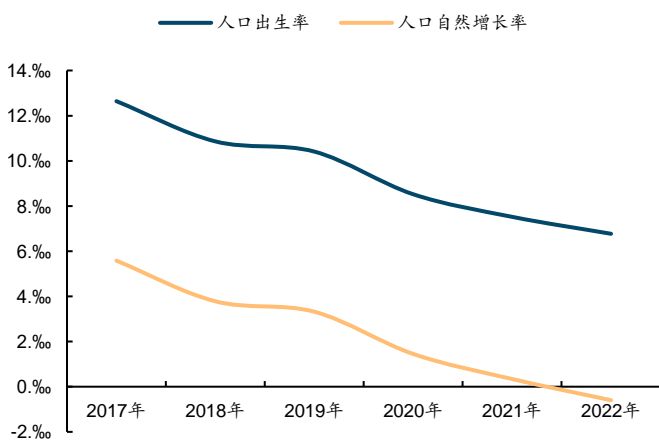
图表 18 政府制定房地产利好政策

时间	发布机构	名称	政策要点
03.24.2023	国家发改委	《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目由报推荐工作的通知》	1.研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施REIT。优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施REITs。项目用地性质应符合土地管理相关规定。2.项目发起人《原始权益人》应为持有消费基础设施、开展相关业务的独立法人主体，不得从事商品住宅开发业务。发起人《原始权益人》应利用回收资金加大便民商业、智慧商圈、数字化转型投资力度，更好满足居民消费需求。严禁规避房地产调控要求，不得为商品住宅开发项目变相融资。
04.14.2023	银保监会	《关于银行业保险业做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的通知》	1.持续改善新市民金融服务。丰富农民工等新市民群体的专属金融产品，优化金融服务办理流程，依法合规对新市民信用信息进行归集利用，适当降低服务准入门槛，重点为新市民就业创业、住房消费、教育培训、健康养老等提供金融支持。2.优化乡村消费金融产品和服务，满足进城农民及农村居民对住房、汽车、家电、文旅等方面的消费需求
04.28.2023	中共中央	政治局会议	1.建设工程价款优先受偿权、抵押权以及其他债权之间的权利顺位关系，按照《最高人民法院关于审理建设工程施工合同纠纷案件适用法律问题的解释（一）》第三十六条的规定处理 2.商品房消费者以居住为目的购买房屋并已支付全部价款，主张其房屋交付请求权优先于建设工程价款优先受偿权、抵押权以及其他债权的，人民法院应当予以支持。 3.在房屋不能交付且无实际交付可能的情况下，商品房消费者主张价款返还请求权优先于建设工程价款优先受偿权、抵押权以及其他债权的，人民法院应当予以支持。

资料来源：发展改革委、银保监会、中共中央，华安证券研究所整理

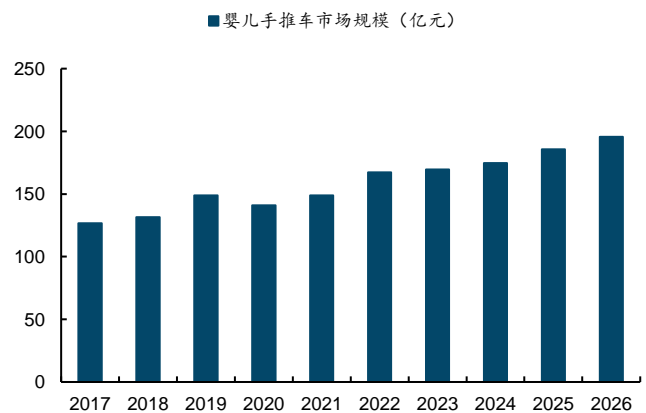
2) 婴儿车市场人口红利消失，预计进入存量竞争时代。2022 年我国人口出生率为 6.77%，人口增长由正转负。少子化趋势下市场规模增速放缓，但是总体基数较大，婴儿车需求较为稳定。随着国内三胎政策深化，有望缓解低生育水平带来的影响，进而带动婴儿车结构件的需求上涨。此外，伴随着育儿理念的提升，用户对高质量产品的需求将拉动消费升级，促使品牌商进行产品迭代升级。婴儿车市场规模预计将保持稳定增长。

图表 19 人口出生率呈下降趋势



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 20 婴儿车市场规模趋于稳定

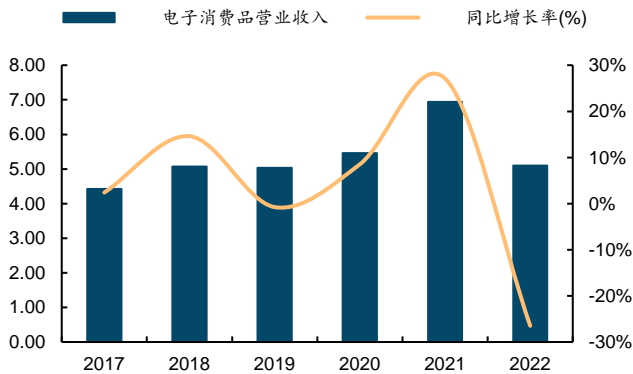


资料来源：灼识咨询，华安证券研究所

2.2 智能穿戴贡献结构性增量，消费电子业务企稳回调

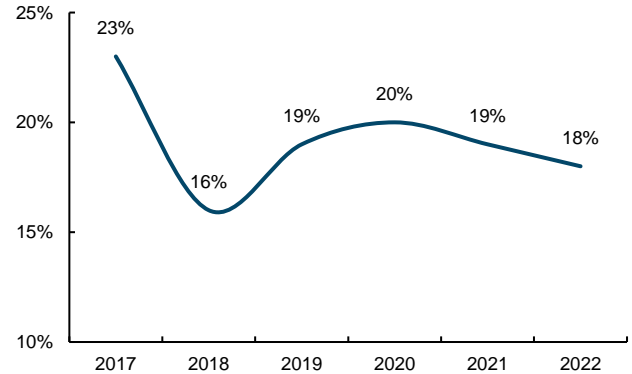
公司消费电子领域主要涉及手机、笔记本电脑等移动设备及其配件材料生产与制造，受下游电子需求影响较大。整体上，2022年公司消费电子业务收入为5.1亿元，同比下降26.5%，毛利率为18%，下滑1.42pcts，主要在于通货膨胀以及疫情影响，导致下游消费需求下降。

图表 21 消费电子业务营收变化（亿元）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

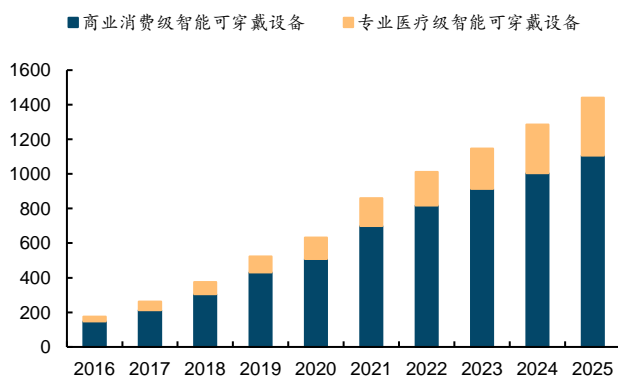
图表 22 消费电子业务毛利率



资料来源：iFinD，华安证券研究所

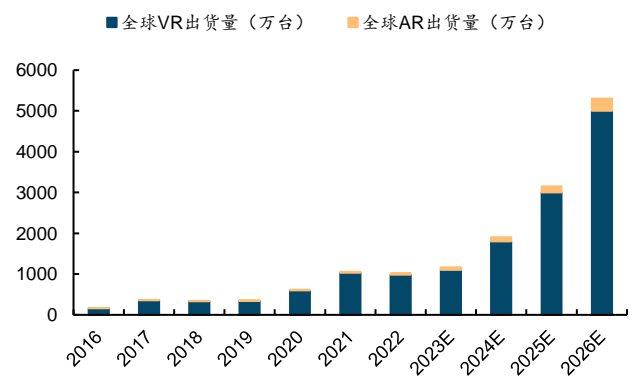
穿戴设备规模快速增长，贡献结构性增量。与渗透率较为饱和的手机市场不同，穿戴设备正进入快速增长期。据 IDC 的数据，2022 年全球可穿戴设备市场出货量为 5.16 亿台，2016-2022 年 CAGR 为 30.39%，市场空间持续扩大，未来将按照 CAGR 5.4% 稳步增长。其中，AR/VR 市场有望迎来加速放量周期，根据维深信息的数据，2023 年全球 VR 头显出货量预计为 1100 万台，同比增长 12%。未来随着高通 XR 2 Gen2 的发布上市，以及 Quest 3、苹果 MR、三星 VR 等头部公司产品实现一定的销量增长，公司铝结构件将凭借轻薄化、更新换代快、研发周期短等优势将有望受益于可穿戴设备市场。

图表 23 智能穿戴设备市场规模快速增长（亿台）



资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

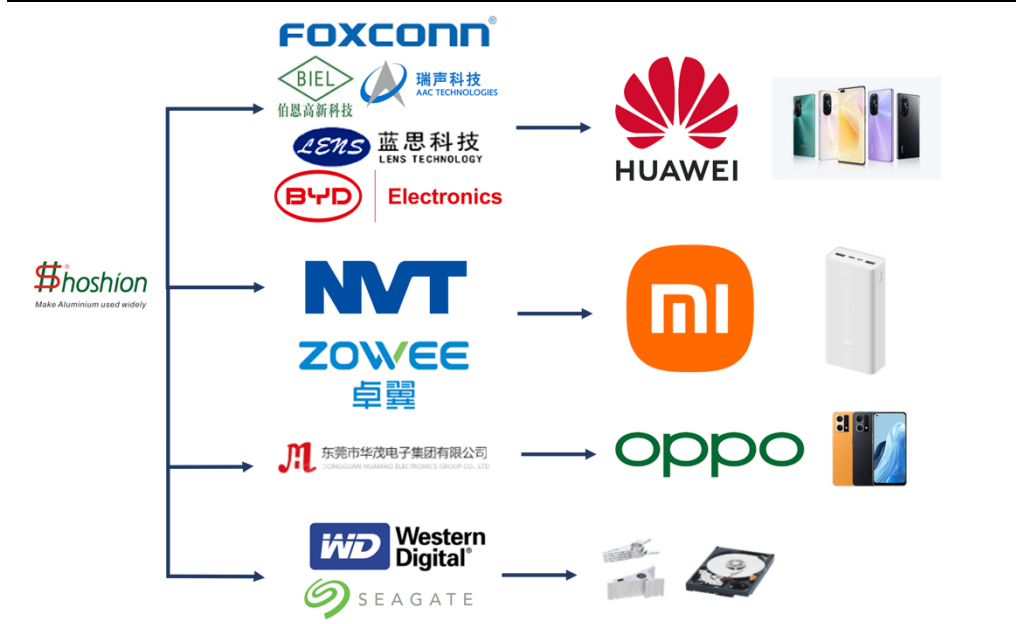
图表 24 AR、VR 加速放量



资料来源：维深信息，华安证券研究所

产品定制化需求较高，深度绑定头部客户建立先发优势。目前公司与富士康、比亚迪电子、瑞声科技等实现了紧密合作关系，使其能够快速响应客户的产品需求。受益于头部客户的技术引领，公司在保持技术上的竞争优势的同时可以获得更好的成本效益，并借助其品牌效应，提升公司产品的市场认可度和竞争力，建筑深厚的产品认证壁垒。

图表 25 消费电子业务客户



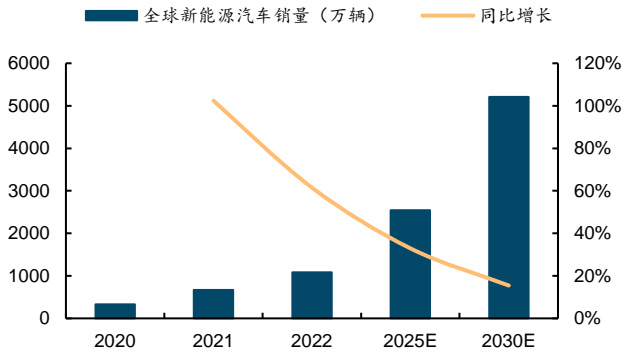
资料来源：公司年报，华安证券研究所

3 下游需求回暖叠加电池包技术迭代，电池结构件蓝海广阔

3.1 总量市场：新能源需求回暖，贡献电池盒全新增量

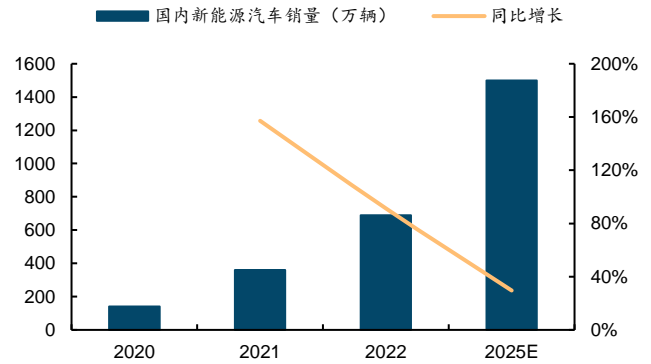
汽车市场规模上涨趋势确定，未来渗透率将持续提升。据 EVTank 数据显示，2022 年全球新能源汽车销量达到 1082.4 万辆，同比增加 61.6%，2025 年预计销量达 2542 万辆，CAGR 为 33%。根据中汽协数据，2022 年全年中国新能源车销量达 688.7 万辆，同比增长 93.4%。据德勤预测，国内 2025 年新能源汽车销量将达到 1500 万辆，CAGR 达 17%。

图表 26 全球新能源汽车销量及同比增速



资料来源: EVTank, 华安证券研究所

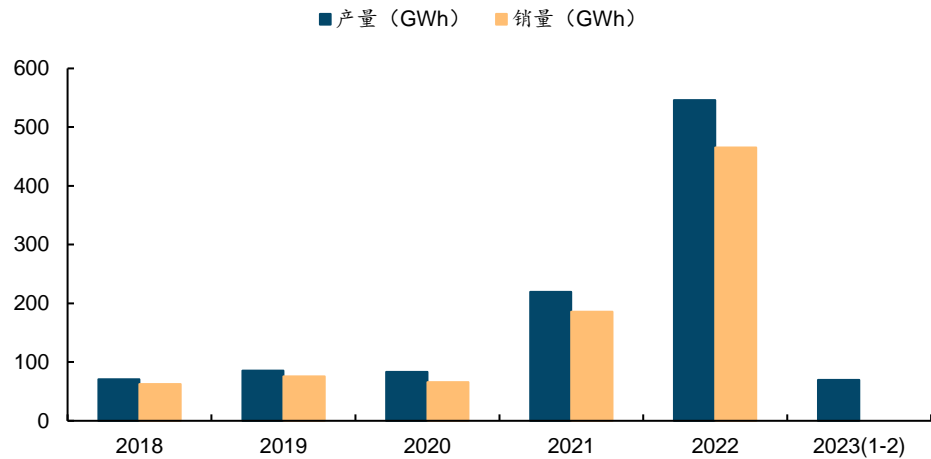
图表 27 国内新能源汽车销量及同比增速



资料来源: 德勤, 中汽协, 华安证券研究所

新能源渗透率提升叠加汽车产业复苏, 推动动力电池及零部件市场发展。数据统计, 2022 年我国动力电池行业的产销量分别达到 545.9GWh、465.5GWh, 同比增加 149%、150%, 2023 年 1 月至 2 月动力电池产量已达 69.6GWh, 较 2022 年同期增长了 13.3%。此外, 电池托盘产能逐步释放, 市场规模同步上涨, 2022 年全球新能源汽车电池箱体市场规模达到 420 亿元, 同比增长 21.1%, 预计 2025 年市场规模达到 1023 亿元, 2022-2025 年 CAGR 达 34%。

图表 28 动力电池产销量持续上涨



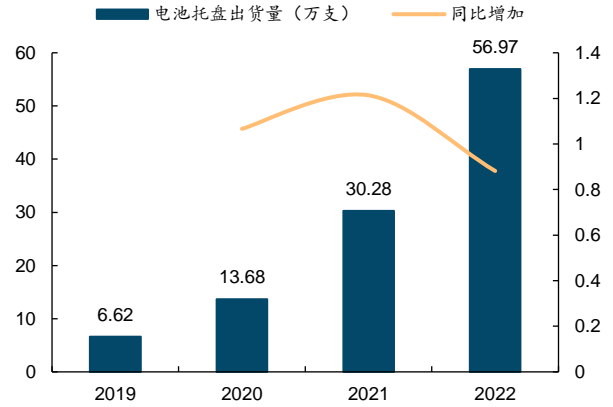
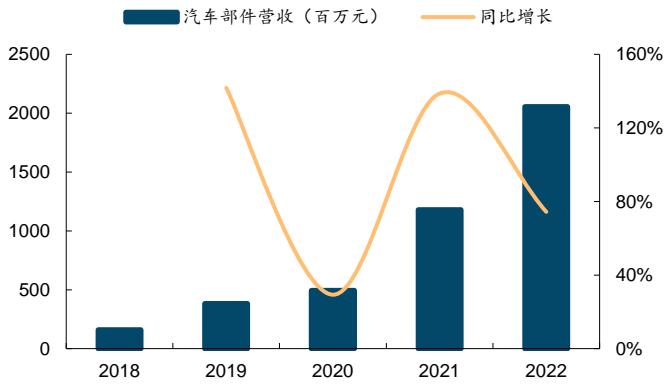
资料来源: 智研资讯, 华安证券研究所

受益于新能源市场发展, 公司汽车零部件业务发展迅猛。公司较早的布局新能源领域, 汽车零部件业务主要包括电池箱体、模组结构件和电芯外壳三大类别。电池托盘领域, 公司已在交付规模、研发能力和生产制造等方面已经形成领先优势。1) 营收方面: 公司汽车零部件业务 2021 年进入爆发期, 2021、2022 全年实现营收 1179、

2056 百万元，同比增长 139%、74%；2) 交付能力方面：2022 全年已向全球领先的锂电池制造企业、汽车制造企业交付电池箱体共计 57 万套左右，出货量位居行业前列。

图表 29 公司汽车零部件业务营收快速增长

图表 30 公司电池箱体交货量



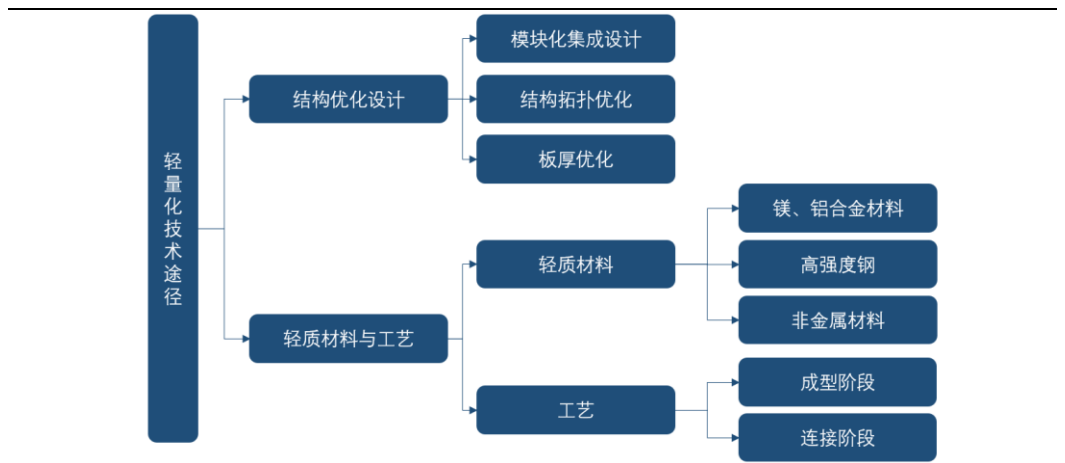
资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 结构市场：电池包轻量化趋势贡献结构与价值增量

电动车车身重量影响续航能力，电池包轻量化趋势确定。由于动力电池普遍比内燃机重，因此相比于传统燃油车，电动车车身重量较大，会动力电池续航能力产生一定影响。电动车轻量化，就是在保证汽车的强度和安全性能的前提下，尽可能降低汽车的整备质量，提高汽车的动力性。而动力电池约占汽车整备质量 20%，电池包轻量化有利于减少整车质量，提高电动车续航能力。目前，电池包轻量化技术路径包括结构与材料优化设计，以模块化集成以及轻质材料研究为主要技术路径。

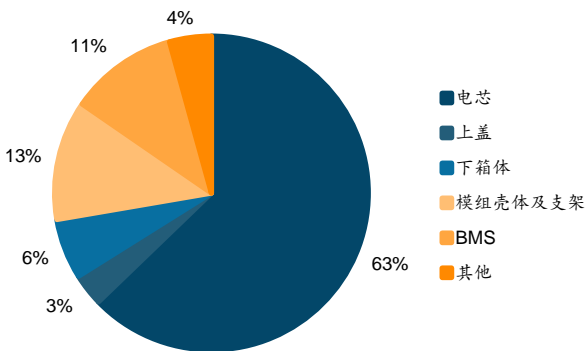
图表 31 电池包轻量化路径



资料来源：汽车材料网，华安证券研究所

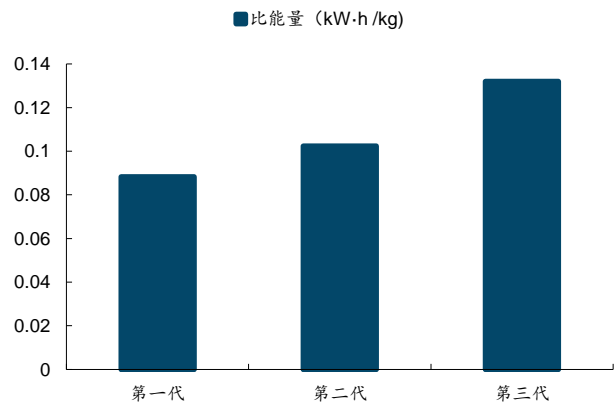
1) 路径一：材料轻量化设计，铝型材电池箱体渗透率提升贡献结构性增量。特斯拉 Model3 电池构成中，电池下箱体、模组壳体及支架总重量约占电池包重量的 19%，其中电池下箱体作为电池箱的主要部分，其材料轻量化有利于电池包整体减重。电池下箱体通常采用钢材或铝材，但钢材质量较大，会电动车续航能力造成一定影响；而铝材因综合力学性能较高，且重量较轻，目前已经成为电池箱体的主要材料选择，未来铝型材电池箱体渗透率有望持续提升，上游制备厂商将受益。

图表 32 特斯拉 Model3 电池包重量分布



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

图表 33 日产 Leaf 动力电池早期使用钢材托盘



资料来源：汽车材料网，华安证券研究所

结构轻量化下铝型材挤压仍为主流，一体化压铸逐渐渗透。

电池托盘加工工艺主要包括冲压、挤压以及压铸，其中铝型材挤压依靠良品率高、灵活性强、高刚性等特点，持续占据电池托盘市场主导地位。受特斯拉 Model Y 引领，部分企业开始布局一体化压铸技术。一体化压铸采用整体一次成型，省去焊接工序，在提高生产效率以及节省零部件成本方面具有优势，但由于技术成熟度较低，高压制造工艺生产过程中容易产生气泡，具有很大安全隐患，且单台压铸机成本极高并需要对原有厂房进行重大调整，因此目前在大容量的电池托盘应用较为局限。

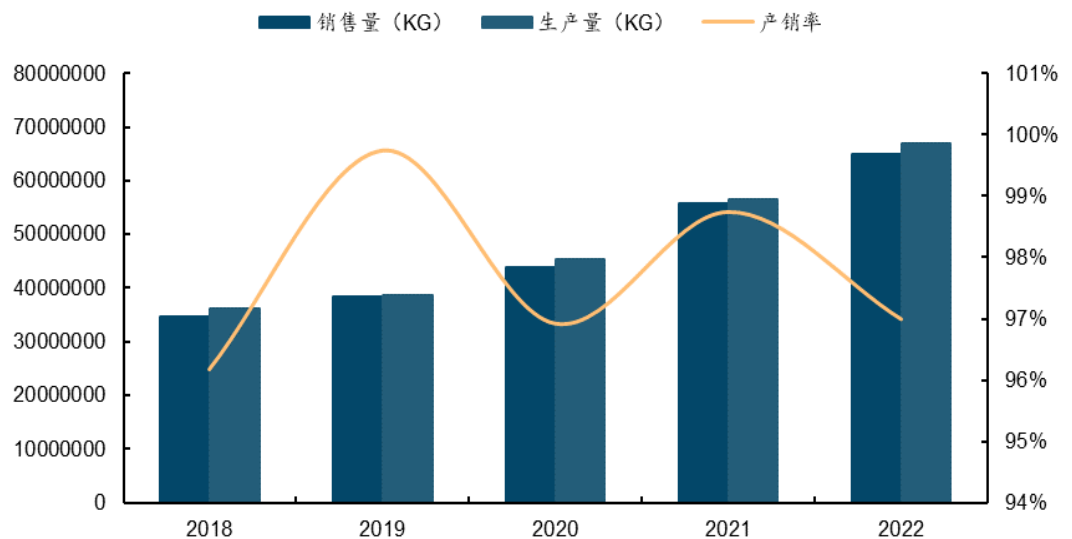
图表 34 电池托盘工艺对比

	冲压	铝型材挤压	一体化压铸
优点	工艺较为简单，成本也相对较低，但结构强度较弱，抗挤压性能较差	迭代灵活，结构强度较好，抗挤压、抗震动性能强，良品率高	制品精度高，减少焊接工序，综合力学性能强，生产效率高
不足	延展度与冲击强度不足，焊接易变形，可能出现电池包振动等问题	工艺较为复杂，制作流程较长	初期投入成本较高，铸造过程中可能出现缺陷，产品密封性较差，易变形
应用场景	需要车企具备较强车身和底盘集成能力	非标的定制化电池盒生产，是纯电车型的大能量电池包的主流方式	混电车型小能量电池包

资料来源：《新能源汽车电池托盘应用现状及发展趋势》，华安证券研究所

公司深耕铝型材加工，产销状况良好。公司拥有从铝挤压型材到焊接的电池托盘一体化生产能力和技术储备，具备质量稳定的量产能力和有效交付能力，近年来产销率均保持在 95% 以上，为公司后期产能复制提供良好基础。公司凭借铝型材加工的经验优势，成功切入到新能源汽车零部件赛道，在轻量化的趋势下，公司电池托盘产品具有重量轻、强度高、散热好、成本低等优点，满足了新能源汽车对电池结构件的高标准要求，赢得了下游客户的青睐。

图表 35 铝型材产销率保持稳定



资料来源：公司年报，华安证券研究所

2) 路径二：电池结构技术从 MTP 向 CTP 发展，未来将向 CTC 模式延伸。MTP 电池包由多个电池模组构成，各电池模组又由多个电芯组成。MTP 技术由于使用较多的连接辅助材料，因此导致空间利用率

低，结构重量较大，并且多个模组之间的复杂连接结构使得电池整体安全性能降低；CTP 模式相比于 MTP 技术，省去了模组结构，直接将电芯封装成电池包，减少了连接辅助材料的使用，从而提高了电池包的使用量；而 CTC 技术进一步减少了零件使用量，直接将电芯与车身、底盘、电驱动、热管理以及各类高低压控制模块集成一体。

图表 36 新能源电池结构技术从 MTP 发展至 CTP，并向 CTC 模式演变



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

结构设计集成化，电池性能大幅提高。为突破电池能量密度上限，业界纷纷在电池结构上减少模组以及结构加强件的使用，在提升性能的同时降低制造成本。历经多轮 CTP 技术迭代，宁德时代在 2022 年发布的第三代 CTP 麒麟电池颠覆模组形态布局，创新推出三合一弹性夹层，替换纵横梁、隔热垫和水冷板，并采用全球首创大面冷却技术，实现了续航、快充、安全、寿命、效率以及低温性能的全面提升。麒麟电池的体积利用率突破 72%，且能量密度达 255Wh/kg，系统集成度为全球最高，支持 5 分钟快速热启动及 10 分钟快速充电，较 4680 电池电量提升 13%，匹配三元技术可支持电动车实现 1000km 以上续航里程。

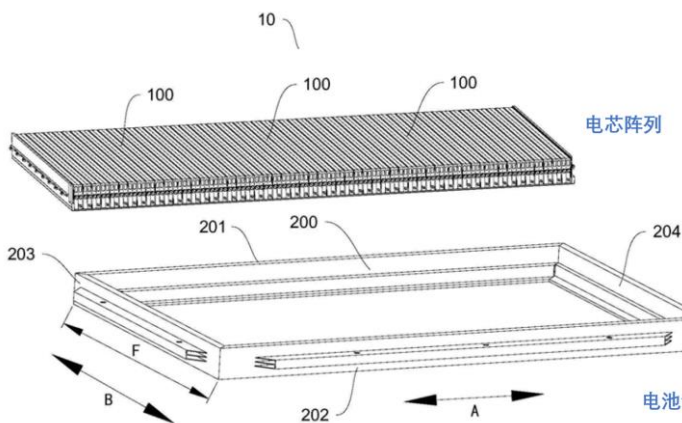
图表 37 CTP 电池技术迭代

	CTP 第一代	CTP 第二代	CTP 第三代
公布时间	2019年9月10日	2021年12月21日	2022年6月23日
结构应用	电芯-单排/双排无侧板模组-Pack	电芯-堆叠体-Pack	电芯-Pack
体积利用率	55%	62%	72%
重量能量密度	180Wh/kg	200Wh/kg	255Wh/kg
设计	去掉模组侧板，以绑带替代	去除端板结构，利用箱体上纵横梁代替端板，同时可兼容不热扩散技术和 AB 电池等	采用侧面水冷散热 & 隔热+较小侧面隔热，方形电池头朝下放置，高度集成结构防护、高压链接、热失控排气等功能
续航能力	500km+	600km+	1000km+
应用车型	北汽EU5	阿维塔11、特斯拉 Model 3、小鹏P7、蔚来ES6	极氪009、AITO问界系列

资料来源：宁德时代官网，华安证券研究所

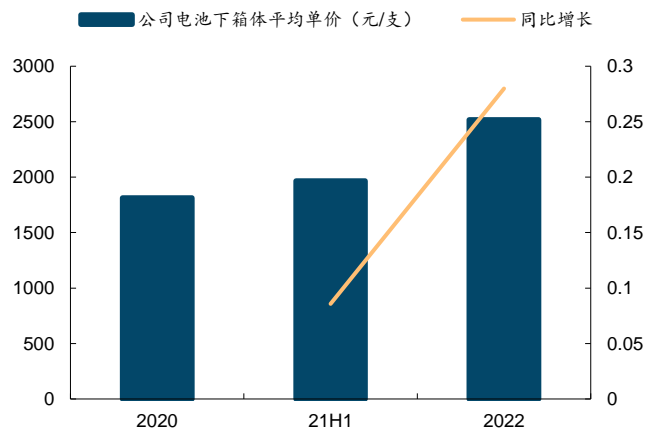
CTP 技术的“电芯-电池包-底盘”架构模式，相比于传统模式，对电池托盘工艺要求更高，将带动电池托盘单车价值量显著提升。在 MTP 技术中，需要先将电芯集成模组再与电池箱体相连，模组封装材料对电芯具有保护作用，而 CTP 电池包结构技术中直接将电芯封装成电池包，并直接与底盘连接。由于车身底盘工作环境较差，在行驶过程中易发生摩擦、碰撞，为尽可能减少电池热失控问题，延迟电池使用寿命，将对电池箱体的安全性、绝缘性、散热性提出新的需求。

图表 38 比亚迪刀片电池电芯阵列与托盘直接相连



资料来源：比亚迪专利《单体电池、动力电池包及电动车》，华安证券研究所

图表 39 和胜股份电池箱体单价变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

CTP 技术迭代催生更高精度需求，推动电池托盘连接技术向 FDS 转移。 电池托盘的连接技术包括传统熔化焊（如 TIG、MIG、CMT 等）、搅拌摩擦焊（FSW）、激光焊（LBW）以及螺栓连接与铆接（FDS）等多种方法。FSW 因其焊接变形小、无裂纹和气孔，以及焊接接头的高强度和良好的密封性，被广泛应用于电池托盘焊接。随着 CTP 电池托盘技术迭代，集成度提升使得连接工艺变得更加复杂，对托盘整体和连接部位的强度和密封性提出了更高的要求。而由于焊接变形和精度一般等问题，FSW 逐渐难以满足 CTP 对精度需求的提升。因此具有更高的精度、更小的变形和更好的气密性的 FDS 技术，在 CTP 迭代趋势下有望进一步渗透，带动电池托盘价值量从 1800 元提升至 3000 元以上，部分高端车型价值量突破 5000 元。和胜股份已先发布局 FDS 技术，为稳定获得第三代 CTP 电池托盘订单奠定良好基础。

图表 40 电池托盘关键连接技术对比

	传统熔化焊			搅拌摩擦焊 (FSW)	激光焊	螺栓自拧紧技术 (FDS)
	钨极氩弧焊 (TIG)	惰性气体保护电弧焊 (MIG)	冷金属过渡技术 (CMT)			
优势	在焊接时具有电弧与熔池的可见性好、操作简单、焊缝外观无焊灰及不需清洁	焊接成本低、焊接速度快、工艺性能好	具有热输入小、无飞溅、电弧稳定以及焊接速度快，装配间隙要求降低	焊接变形小、无裂纹及气孔等缺陷，且焊接接头强度高、密封性好	精度高，变形空间小	连接简便、变形空间小，可以用来连接铝合金、超高强度钢等材料
不足	焊接速度慢，焊后变形大，不易控制	对工件清理要求高，生产率低，生产成本较高	热输入大易变形，易有气孔，精度控制难	精度一般，底板变形调控较难	前期投资成本高，回报周期长，以及铝合金激光焊接困难	设备成本高，焊后凸起，螺钉造价昂贵
应用车型	比亚迪和吉利旗下多款混动车型			特斯拉 Model S、蔚来 ES 8、ES 6、上汽荣威 ER5、MARVEL X	大众、上汽荣威 i6 和名爵 6	爱驰 U5、北汽 N60

资料来源：《新能源汽车电池包关键连接技术》，华安证券研究所

新能源汽车规模发展，CTP 电池托盘市场快速拓展。 在购车免税政策的推动下，新能源汽车行业不断走向规模化，销量快速增长，按照新能源汽车销量以及电池托盘需求量计算，预计 2025 年中国新能源车电池托盘市场空间为 297 亿元，年复合增速达 31.88%，CTP 电池托盘渗透率达 24%；全球新能源车电池托盘市场空间为 442 亿元，年复合增速达 32.51%，量价齐升推动电池托盘市场规模进一步扩大。

图表 41 电池托盘市场空间

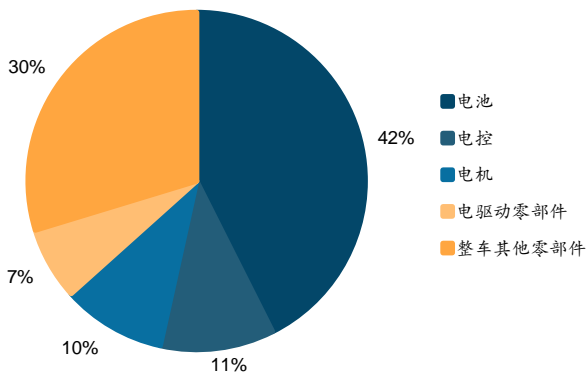
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球新能源车销量 (万辆)	325	676	1045	1450	1900	2542
增速%	43%	108%	55%	39%	31%	26%
传统电池托盘渗透率%	100%	100%	98%	95%	92%	88%
GTP电池托盘渗透率%	0%	1%	2%	5%	8%	12%
中国新能源车销量 (万辆)	137	352	689	900	1150	1500
增速%	13%	158%	96%	31%	28%	30%
传统电池托盘渗透率%	98%	95%	92%	88%	82%	76%
GTP电池托盘渗透率%	2%	5%	8%	12%	18%	24%
单车价值量 (元)						
传统电池托盘	2000	1900	1800	1700	1600	1500
GTP电池托盘	2800	2800	2800	3000	3300	3500
全球平均单车价值量	2000	1905	1820	1765	1736	1740
中国平均单车价值量	2016	1945	1880	1856	1906	1980
市场规模 (亿元)						
全球新能源车电池托盘	65	129	190	256	330	442
中国新能源车电池托盘	28	68	129	167	219	297

资料来源: EVTank, 华安证券研究所

3.3 产业格局: 市场集中度提升, 产能向头部转移

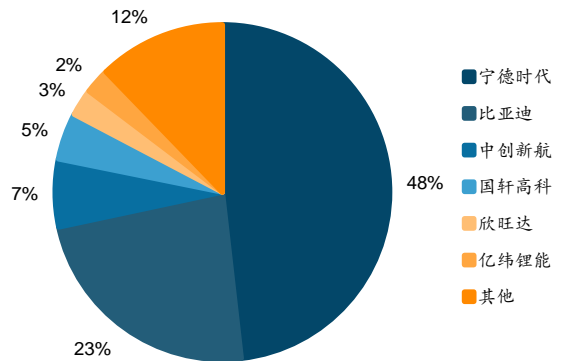
受下游锂电池生产行业集中度较高的影响, 电池托盘市场集中度将向头部靠拢, 提高市场准入门槛。一方面, 电池成本在新能源造车成本中占比最高, 占据产业话语权, 将促使新能源汽车底盘及电池包产业链向电池厂转移; 另一方面动力电池市场处于“一超多强”格局, 市场集中程度高, 倒逼上游产业向头部集中, 大型企业因积累深厚、供应能力较强等优势将进一步提升竞争力。

图表 42 电池成本在新能源汽车总成本中占比最高



资料来源: 行行查, 华安证券研究所

图表 43 动力电池市场格局



资料来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 华安证券研究所

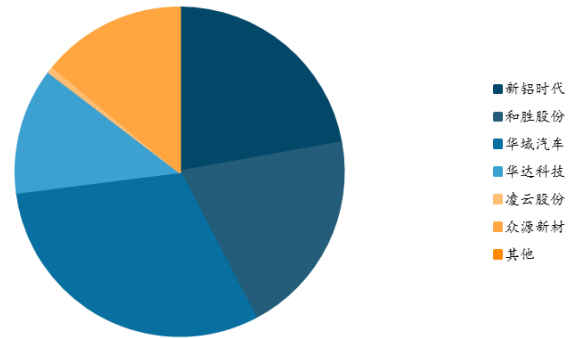
行业集中度上升，产能规模确定领导地位。受益于本土企业技术水平不断提升，我国电池托盘行业逐渐往高质量、高性能方向发展。行业内领先企业主要受益于：1) 电池托盘集成性的升级提高对性能的要求；2) 电池托盘具备定制化属性，制作工艺及配方需长时间积累，头部企业渠道优势明显；3) 电池箱体迭代较快，行业技术壁垒较高。公司在深耕现有客户的同时加大研发投入，加快产能产线的建立保障供货能力，增强多规格、全产线的一站式配套服务能力，从而占据较大的市场份额。2022 年和胜股份电池托盘市占率约为 8.14%，随着产能释放未来将有望进一步提升。而工艺水平低、技术开发能力弱、服务能力差的小企业将逐步被淘汰，市场资源向行业内优势头部企业集中。

图表 44 电池托盘主要供应商情况

电池托盘供应商一览							
	和胜股份	敏实集团	凌云股份	华达科技	新铝时代	祥鑫科技	赛科利
产能	85万套, 2023年预计可达100万套	30-40万套, 2023年预计100万套	30-40万套, 2023年预计100万套	规划产能120万只, 2023年达200万只	未来80万套	现有35万套, 项目投产后预计新增170万套	\
主要客户	宁德时代、广汽新能源、比亚迪	大众、宝马、戴姆勒、通用、雷诺、日产	保时捷、宝马、奔驰、奥迪、PSA、光复汽车、长城汽车和宁德时代	蔚来、小鹏、宁德时代、上汽时代、小鹏、宇通	比亚迪、吉利汽车、金康能源、欣旺达、零跑汽车	宁德时代、广汽、比亚迪、小鹏汽车、东风日产、华为	特斯拉、上汽大众、宁德时代
产线情况	安徽基地成功投产, 广东中山、江苏溧阳产能在建	全球产线实现全面量产; 启动波兰工厂的基建活动	已在中国沈阳、涿州、武汉、宁德和德国布局生产基地	新建溧阳、惠州、宁德工厂用于生产电池托盘, 2021年10月起逐步投产	南川生产基地建成后, 新建产线已逐步投产	东莞生产基地建设中, 广州产线中, 常熟生产基地以及宜宾生产基地也在扩建中	生产基地均已投产

资料来源：公司公告，华安证券研究所

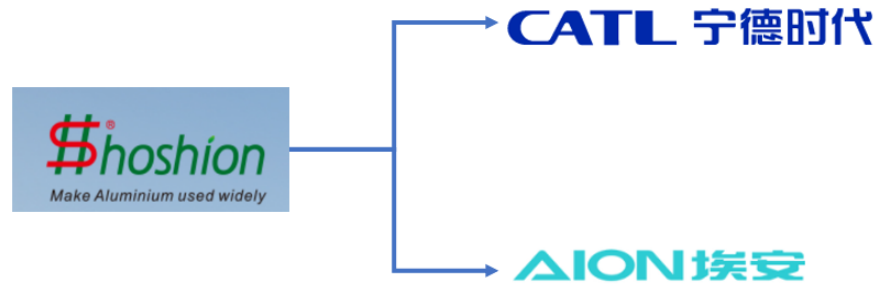
图表 45 2022 年电池托盘市场竞争格局



资料来源：新铝时代招股书，公司公告，华安证券研究所

深度绑定下游头部客户，技术优势和客户资源优势明显。由于新能源汽车工作环境复杂，安全性要求较高，且电池制造是造车的核心关键环节，因此电池厂对于电池材料及制造具有较长的严格验证流程，产业链供应关系一旦确定就很少改变。公司凭借铝挤压技术先发布局电池托盘业务，优先进入宁德时代、广汽、比亚迪等优质客户供应链，并于 2022 年与宁德时代签订战略合作协议。公司凭借其在新能源车零部件领域的技术优势和客户资源，行业市占率有望进一步提升。

图表 46 公司电池托盘业务已绑定新能源头部客户



资料来源：公司年报，华安证券研究所

各地新能源业务产能释放在即，备战广阔增量市场。公司正有序规划新能源业务产能建设，电池结构件业务有望随市场上升快速扩量。目前公司已拥有广东、江苏和安徽等生产基地，部分产能正在积极推进。其中广东中山基地已率先实现量产，相关项目于 2022 年在中山、安徽进行扩线，产能释放在即。

图表 47 和胜股份在建产能情况

	详情
安徽基地	2022年6月，公司报告称安徽新能源基地新生产线试产成功，该产线用于生产新能源汽车动力电池结构件产品，配套国内某造车新势力全系车型。
广东中山	扩产项目目前已经完成打桩，预计2022春节前投产，项目全部投产后，预计年产值不低于6亿元。
江苏溧阳	新能源电池铝合金箱体项目共分两期投建：一期总投资3亿元，租赁单层工业载体约2万平方米；二期计划购置约5万平方米厂房或购置80亩地，建设新能源汽车高端部件制造基地，预计达产后实现年销售收入超10亿元。

资料来源：公司公告，南方日报，华安证券研究所

4 公司盈利预测

4.1 基本假设与营业收入预测

汽车部件业务:公司汽车零部件业务大部分来自电池下箱体,与新能源汽车行业销量高度相关。2022年国内新能源汽车销量689万辆,同比增长96%,由于产能限制业务增速未达预期,随着产线建成后产能释放,后续增速有望领先行业。我们预期公司2023-2025年汽车零部件业务营收分别为33.59亿元、49.97亿元、71.62亿元,同比分别增长63%、49%、43%。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有望持续提升,预计2023-2025年的毛利率分别为20%、21%、22%。

电子消费品业务:伴随着市场饱和、技术创新带来的不确定性带来的影响,公司电子消费品业务受下游电子消费需求下滑。但是随着技术不断成熟以及健康理念的转变,可穿戴设备市场的崛起将带动新一轮需求,预计未来增速将保持稳定,预期公司2023-2025年电子消费品业务营收分别为5.61、6.17、6.79亿元,毛利率水平维持稳定,预计2023-2025年的毛利率均为17%。

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,后期随着国家在出生率以及房产交易方面支持政策的持续推出,公司耐用消费品业务有望企稳。我们预期公司2023-2025年耐用消费品业务营收分别为2.72、3.00、3.30亿元,毛利率水平维持稳定,预计2023-2025年的毛利率均为19%。

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2023-2025年其它业务营收分别为2.04、2.25、2.47亿元,毛利率水平维持不变,预计2023-2025年的毛利率均为19%。

图表 48 公司分业务盈利预测

		2022	2023E	2024E	2025E
汽车零部件	营业收入 (亿元)	20.56	33.59	49.97	71.62
	营收YOY%	74%	63%	49%	43%
	营业成本 (亿元)	16.58	26.88	39.48	55.86
	毛利 (亿元)	3.98	6.72	10.49	15.76
	毛利率%	19.37%	20%	21%	22%
电子消费品	营业收入 (亿元)	5.10	5.61	6.17	6.79
	营收YOY%	-26%	10%	10%	10%
	营业成本 (亿元)	4.19	4.66	5.12	5.63
	毛利 (亿元)	0.91	0.95	1.05	1.15
	毛利率%	17.88%	17.0%	17.0%	17.0%
耐用消费品	营业收入 (亿元)	2.48	2.72	3.00	3.30
	营收YOY%	-24%	10%	10%	10%
	营业成本 (亿元)	1.99	2.21	2.43	2.67
	毛利 (亿元)	0.49	0.52	0.57	0.63
	毛利率%	19.82%	19%	19%	19%
其他业务	营业收入 (亿元)	1.86	2.04	2.25	2.47
	营收YOY%	-12%	10%	10%	10%
	营业成本 (亿元)	1.50	1.66	1.82	2.00
	毛利 (亿元)	0.35	0.39	0.43	0.47
	毛利率%	19.10%	19.00%	19.00%	19.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 估值和投资建议

同行业可比公司的选择依据：公司主要从事新能源汽车电池系统铝合金零部件的研发、制造和销售，为新能源汽车动力电池系统提供关键的结构支撑。电池盒市场是由新能源汽车行业发展所带来的一个全新增量市场，目前和胜股份是国内上市公司中唯一一家以电池盒下箱体为主要产品的公司。基于以上情形，我们参考新铝时代招股说明书，依据所属汽车零部件行业特征、业务相关性、数据资料可获取性等因素，选取了凌云股份、祥鑫科技、华达科技等 3 家上市公司作为同行业可比公司，具体标准如下：（1）从事汽车零部件相关业务的上市公司，并已逐步拓展新能源汽车领域业务；（2）已实现电池盒箱体的规模化生产，并在行业内占有较高的市场份额；（3）主要经营数据及电池盒箱体相关业务数据可以通过公开渠道获取。

投资建议：我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 43.97/61.39/84.18 亿元，归母净利润分别为 3.53/5.56/8.26 亿元，按 2023 年 6 月 5 日收盘价计算，对应 PE 为 17/11/7 倍。根据 iFinD 一致预测，同行业可比公司 2023 年平均 PE 为 16 倍。公司作

为电池托盘一体化龙头企业，深度绑定头部电池厂，CTP 技术变革下有望实现量利齐升。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 49 可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘价	EPS				PE				2022-2025
		2023/6/5	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	净利润 CAGR
600480.SH	凌云股份	7.54	0.37	0.47	0.61	0.8	23.03	16.04	12.36	9.43	30.56%
002965.SZ	祥鑫科技	52.03	1.44	3.6	5.43	7.29	40.45	14.44	9.58	7.14	73.22%
603358.SH	华达科技	19.59	0.59	1.15	1.82	2.29	33.04	17.03	10.76	8.56	56.87%
	平均值	-	0.80	1.74	2.62	3.46	32.17	15.84	10.90	8.38	53.55%
002824.SZ	和胜股份	29.26	1.08	1.76	2.78	4.13	27.33	16.59	10.53	7.08	59.25%

资料来源：iFinD 一致预测（数据时间为 2023 年 6 月 5 日），华安证券研究所

风险提示：

- 1) 新能源汽车销量未达预期；
- 2) CTP 渗透未达预期；
- 3) 产能释放不及预期；
- 4) 上游原材料价格上涨。

财务报表与盈利预测
资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1969	3142	4758	6799
现金	207	366	931	1423
应收账款	1012	1780	2610	3936
其他应收款	7	10	14	19
预付账款	8	11	16	21
存货	448	589	650	705
其他流动资产	287	386	538	694
非流动资产	1072	1252	1419	1577
长期投资	0	0	0	0
固定资产	665	738	802	858
无形资产	179	276	374	471
其他非流动资产	228	238	243	248
资产总计	3041	4395	6177	8376
流动负债	1035	1971	3146	4466
短期借款	148	200	122	41
应付账款	604	1322	2372	3534
其他流动负债	283	450	651	891
非流动负债	385	420	448	465
长期借款	263	299	328	345
其他非流动负债	122	121	121	121
负债合计	1420	2391	3594	4931
少数股东权益	51	66	89	124
股本	200	200	200	200
资本公积	705	720	720	720
留存收益	666	1019	1575	2401
归属母公司股东权	1571	1938	2494	3321
负债和股东权益	3041	4395	6177	8376

现金流量表

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	159	373	918	864
净利润	213	368	580	861
折旧摊销	91	93	102	110
财务费用	20	21	22	20
投资损失	-1	15	21	28
营运资金变动	-179	-120	201	-146
其他经营现金流	408	484	372	998
投资活动现金流	-384	-285	-282	-287
资本支出	-357	-263	-261	-259
长期投资	-31	0	0	0
其他投资现金流	4	-22	-21	-28
筹资活动现金流	302	71	-71	-84
短期借款	-116	52	-78	-81
长期借款	189	36	29	17
普通股增加	15	0	0	0
资本公积增加	300	14	0	0
其他筹资现金流	-86	-31	-22	-20
现金净增加额	78	159	565	493

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2999	4397	6139	8418
营业成本	2425	3539	4885	6617
营业税金及附加	15	22	31	42
销售费用	13	17	16	17
管理费用	122	161	191	209
财务费用	19	20	21	17
资产减值损失	-9	0	0	0
公允价值变动收益	-4	0	0	0
投资净收益	-10	-15	-21	-28
营业利润	234	400	630	936
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	232	400	630	936
所得税	18	32	50	74
净利润	213	368	580	861
少数股东损益	9	15	24	35
归属母公司净利润	205	353	556	826
EBITDA	355	513	752	1063
EPS (元)	1.08	1.76	2.78	4.13

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	24.4%	46.6%	39.6%	37.1%
营业利润	4.6%	70.9%	57.6%	48.6%
归属母公司净利润	-0.8%	72.5%	57.6%	48.6%
获利能力				
毛利率(%)	19.1%	19.5%	20.4%	21.4%
净利率(%)	6.8%	8.0%	9.1%	9.8%
ROE(%)	13.0%	18.2%	22.3%	24.9%
ROIC(%)	11.2%	14.7%	19.0%	22.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	46.7%	54.4%	58.2%	58.9%
净负债比率(%)	87.6%	119.3%	139.1%	143.1%
流动比率	1.90	1.59	1.51	1.52
速动比率	1.46	1.29	1.30	1.36
营运能力				
总资产周转率	1.13	1.18	1.16	1.16
应收账款周转率	3.23	3.15	2.80	2.57
应付账款周转率	4.71	3.68	2.64	2.24
每股指标(元)				
每股收益	1.08	1.76	2.78	4.13
每股经营现金流(摊)	0.80	1.87	4.59	4.32
每股净资产	7.86	9.69	12.47	16.60
估值比率				
P/E	27.33	16.59	10.53	7.08
P/B	3.75	3.02	2.35	1.76
EV/EBITDA	17.59	11.90	7.31	4.65

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监，研究所所长，TMT行业首席分析师。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，

A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。