

市场价格 (人民币): 54.72 元
 目标价格 (人民币): 75.00-75.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.81
已上市流通 A 股(亿股)	8.48
总市值(亿元)	482.33
年内股价最高最低(元)	57.00/41.20
沪深 300 指数	4073
创业板指	2181



大幅受益宁德时代扩产加码, 目标市值 660 亿

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.221	0.842	1.063	1.435	2.300
每股净资产(元)	6.32	3.90	4.62	5.65	7.50
每股经营性现金流(元)	0.07	-0.05	0.51	0.81	0.68
市盈率(倍)	46.65	34.37	51.47	38.14	23.79
净利润增长率(%)	84.93%	38.13%	26.25%	34.94%	60.33%
净资产收益率(%)	19.32%	21.57%	23.02%	25.38%	30.66%
总股本(百万股)	440.14	881.66	881.58	881.58	881.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2月26日晚间, 宁德时代公告: 1) 拟非公开发行股票募集资金总额不超过 200 亿元用于锂电池扩产项目、技术储备研发项目及补充流动资金; 2) 拟投资不超过 100 亿元建宁德车里湾锂电池生产基地。我们认为, 先导智能作为宁德时代锂电设备核心供应商, 将深度受益。

经营分析

- 宁德时代扩产脚步加快, 定增项目与车里湾生产基地预计总产能约 80GWh

1) 宁德时代的 200 亿元定增项目主要包括三个锂电池建设项目、电化学储能前沿技术储备研发项目与补充流动资金。根据项目信息, 三个锂电池建设项目共计年产能约 52GWh。

2) 拟投资不超过 100 亿元建设新生产基地。我们根据以往项目信息估计, 100 亿元投资约对应 30GWh 锂电池产能, 产能扩张再加码。

- 有望大幅受益宁德时代扩产加码, 先导预计可取得总计约 66-83 亿元订单

1) 我们测算, 三个定增扩产项目与车里湾锂电池生产基地项目的设备购置与安装费约为 166 亿元, 计划建设周期为 2-3 年。

2) 公司作为宁德时代生产线中、后段的核心供应商, 约占整体设备价值量的 40%-50%, 有望大幅受益其扩产加码。我们粗略估计, 公司有望取得总计约 66-83 亿元订单, 年均获取订单额约为 28-34 亿元。(测算在后文)

- 迎来戴维斯双击机会, 业绩、估值有望双提升, 目标市值提高至 660 亿元

我们认为, 三大原因将使公司迎来戴维斯双击, 提升目标市值至 660 亿元:

1) 2020 年是锂电设备订单拐点年; 2) 核心客户扩产超预期, 宁德时代此次扩产预计增厚公司 2021 年业绩约 2 亿元; 特斯拉等优质客户将抬高公司未来发展空间; 3) 格局良好的赛道将加大公司发展确定性。

盈利调整与投资建议

- 提高盈利预测与目标价: 1) 预计 2019-2021 年归母净利润 9.4/12.7/20.3 亿元, 同比增长 26%/35%/60% (2021 年业绩预测提升幅度为 11.6%); 2) 提升目标市值至 660 亿元, 6-12 个月目标价 75 元 (相比原目标价提升 50%), 对应 2020 年、2021 年 PE 为 52 倍、33 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 电池扩产项目不及预期; 新能源汽车退补带来短期需求阵痛; 动力电池产能过剩风险; 竞争加剧; 其他业务拓展不及预期; 疫情影响超预期; 解禁风险

相关报告

- 《业绩预增符合预期, 将大幅受益全球电动化-先导智能业绩预告点评》, 2020.1.19
- 《宁德时代四川项目动工, 订单有望增厚业绩-先导智能点评》, 2019.12.25
- 《发行 10 亿元可转债, 确定性受益全球电动化-先导智能可转债点评》, 2019.12.8
- 《业绩符合预期, 现金流大幅改善: 期待明年全球电动化大年、公司业绩...》, 2019.10.28
- 《三季报业绩增速中位数 20% 符合预期, 全球锂电设备龙头明年业绩...》, 2019.10.14

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
 wanghuajun@gjzq.com.cn

赵玥炜 分析师 SAC 执业编号: S1130519070001
 zhaoyuewei@gjzq.com.cn

关键问题详解

- 一、宁德时代定增及车里湾锂电池生产基地项目情况.....2
- 二、先导智能受益程度测算：预计本次项目获取总订单额 66-83 亿元.....2
- 三、为什么我们看先导智能 660 亿市值目标.....3

一、宁德时代定增及车里湾锂电池生产基地项目情况

- 2 月 26 日晚间，宁德时代公告：1) 拟非公开发行股票募集资金总额不超过 200 亿元用于锂电池扩产项目、技术储备研发项目及补充流动资金；2) 拟投资不超过 100 亿元建宁德车里湾锂电池生产基地。
- 宁德时代 200 亿元定增项目主要包括三个锂电池建设项目、电化学储能前沿技术储备研发项目及补充流动资金。根据项目信息，三个锂电池研发与生产项目共计年产能约 52GWh，粗略以年平均建设进度计算，未来 2 年宁德时代三个项目年平均建设产能约为 19GWh，预计生产设备购置及安装费用总计 106 亿元，单位 GWh 设备投资为 2.03 亿元。

图表 1：宁德时代 200 亿元定增项目情况

项目名称	项目投资总额 (万元)	使用募集资金额 (万元)	生产设备购置费 及安装(万元)	产能 (GWH)	建设周期	平均年建设产能 (GWH)
宁德时代湖西锂离子电池扩建项目	462,400.00	400,000.00	294,410.43	16	36 个月	5
江苏时代动力及储能锂离子电池研发与生产项目（三期）	740,000.00	550,000.00	541,708.01	24	36 个月	8
四川时代动力电池项目一期	400,000.00	300,000.00	222,048.84	12	24 个月	6
电化学储能前沿技术储备研发项目	300,000.00	200,000.00	-	-	60 个月	-
补充流动资金	550,000.00	550,000.00	-	-	-	-
合计		2,000,000.00	1,058,167.28	52		19

来源：宁德时代公告，国金证券研究所测算（年平均建设产能为测算值）

- 产能扩张再加码，总投资不超过 100 亿元建设新生产基地。为进一步推进公司产能布局、巩固市场地位，宁德时代拟投资建设宁德车里湾锂离子电池生产基地项目，规划建设动力及储能锂电池生产线，总投资不超过 100 亿元，该项目建设周期计划为 2 年。

二、先导智能受益程度测算：预计本次项目获取总订单额 66-83 亿元

- 我们测算，本次宁德时代三个产能扩建项目与新建车里湾锂电池生产基地，公司有望获取总计 66-83 亿元订单，按照 2-3 年建设期，粗略估计年均获取 28-34 亿元订单。
- 具体来看，我们基于以下假设，进行先导智能在本次四个锂电池产能建设项目下的预期订单获取。
 - 1) 产能与设备投资：三个扩建项目产能、设备购置及安装费均以宁德时代公告为准；车里湾锂电池基地项目产能、设备购置及安装费按照 100 亿元投资额大约对应 30GWh 产能估计、单 GWh 设备投资按照 2 亿元的平均水平估计；
 - 2) 建设周期：项目周期为 2-3 年，以宁德时代公告为准；
 - 3) 先导智能拿单能力：深度绑定宁德时代，提供中段、后段锂电设备，大约占整体价值的 40%-50%；
 - 4) 结论：预计总订单额为 66-83 亿元，年订单额为 28-34 亿元（按照单个项目年均设备投资额计算，并非总投资/四个项目平均建设年限）。

图表 2：先导智能在宁德时代四个产能建设项目中的订单预期获取情况测算

序号	项目名称	产能 (GWh)	生产设备购置费及安装 (亿元)	单 GWh 设备投资 (亿元)	先导智能预计总订单 (亿元)	建设周期	先导智能预计单年订单 (亿元)
1	宁德时代湖西锂离子电池扩建项目	16	29.44	1.84	12-15	3 年	4-5
2	江苏时代动力及储能锂离子电池研发与生产项目 (三期)	24	54.17	2.26	22-27	3 年	7-9
3	四川时代动力电池项目一期	12	22.20	1.85	9-11	2 年	4-6
4	宁德车里湾锂离子电池生产基地项目	30	60.00	2.00	24-30	2 年	12-15
合计		82	166	-	66-83	-	28-34

来源：宁德时代公告，国金证券研究所测算

三、为什么我们看先导智能 660 亿市值目标

- 我们看先导智能 660 亿市值目标主要有三大理由，先导业绩与估值有望实现双提升，迎来戴维斯双击机会。
 - 三大理由：1) 锂电设备订单拐点年已至，2020 年将回归高增长轨道；2) 核心客户扩产超预期，宁德时代预计增厚先导智能 2021 年约 2 亿元业绩；特斯拉等优质客户将提升公司发展空间；3) 良好格局赛道将加大先导智能的发展确定性。
 - 预计 2021 年公司归母净利润为 20.3 亿元，相比我们此前预测增加约 2 亿元；订单拐点年叠加优质客户开拓能力，将获取高业绩弹性与持续增长力，估值有望提升，给予 2021 年 30-35 倍 PE，合理市值为 660 亿元，对应 2020 年 52 倍 PE。(同行业赢合科技 2021 年 PE 为 42 倍，杭可科技 2021 年 PE 为 40 倍。以上 PE 是 wind 一致预期)
 - 预计 2020 年是锂电设备投资需求拐点年。我们以最具代表的新能源乘用车市场测算，设备投资需求于 2019 年为低点，预计 2020 年重回高增长轨道，投资需求增速恢复至 60%。(该模型未考虑产能利用率，且测算的是当年动力电池出货量所对应的设备投资需求，核心是看投资情绪恢复度)

图表 3：2020 年将成为锂电设备投资需求拐点年

新能源乘用车动力电池需求量									
项目	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源车销量预测									
乘用车 (万辆)	58	105	106	134	181	239	294	341	382
同比/复合增速	72%	82%	1%	26%	35%	32%	23%	16%	12%
动力电池需求预测									
乘用车单车带电量假设 (KWh)	24	31	40	45	50	55	60	65	70
总需求预测(GWh)=新能源车销量*单车带电量	14	33	42	60	90	131	176	221	267
新增需求预测(GWh)=当年总需求-上年总需求	5	19	9	18	30	41	45	45	46
锂电设备需求新增量									
项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
单位GWh设备投资额假设 (亿元)	2.7	2.3	2.0	1.9	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
锂电设备新增投资 (亿元)=新增动力电池 (GWh)*单位GWh设备投资额 (亿元)	12	45	18	34	51	61	63	59	55
锂电设备需求存量更新									
项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
单位GWh设备投资额假设 (亿元)	2.7	2.3	2.0	1.9	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
更新存量 (GWh)=上一年总需求/设备更新年限	3	3	7	8	12	18	26	35	44
锂电设备存量更新投资 (亿元)=更新存量 (GWh)*单位GWh设备投资额 (亿元)	7	6	13	16	21	27	37	46	53
锂电设备合计需求									
项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
单位GWh设备投资额假设 (亿元)	2.7	2.3	2.0	1.9	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
当年锂电设备投资 (亿元)=新增投资+存量更新投资	20	51	32	50	72	88	100	105	108
同比/复合增速		158%	-38%	60%	42%	23%	13%	5%	3%

来源：中汽协，GGII，国金证券研究所测算

- 公司核心客户扩产计划超预期，且确定性高，将提升公司 2021 年业绩与未来成长能力。1) 宁德时代扩产计划超预期，预计提升 2021 年归母净利润约 2 亿元；2) 特斯拉等优质客户将提升公司锂电设备甚至是其他业务的成长空间，为业绩与估值提供支撑力。

- 此前，我们假设宁德时代 2021 年出货量占国内的 40%至 50%、产能利用率为 65%的前提下，预计 2020 年国内需扩产约 20GWh，对应先导智能订单约为 16 亿元。目前，宁德时代三个扩产项目与新生产基地项目，预计对应先导智能订单为 28 亿元，相比此前预期约增加 12 亿元，以约 20%净利率粗略估算，增厚公司 2021 年约 2 亿多净利润。
- 特斯拉等优质客户将提升公司锂电设备甚至是其他业务的成长空间，为业绩与估值提供支撑力。特斯拉宣布进入电池行业，干电池技术+超级电容组合。从设备影响上看，其中道采用的是卷绕机，对后道设备没有影响。2018 年 12 月，特斯拉与先导智能签订 4300 万锂电设备采购合同，包括中后道的卷绕机设备、圆柱电池组装线设备及化成分容系统。我们认为，特斯拉作为新能源汽车产业链中的“苹果”，是先导智能的优质客户，目前虽还未形成较大体量的订单，对于先导智能的品牌价值、技术支撑、产业链延伸及未来成长空间均有很强指导意义。
- 处于好格局的赛道将加大公司持续成长的确定性。
 - 中段竞争格局最好。1) 前段设备：仍然有较大提升空间；2) 中段设备：竞争格局最好，先导智能优势显著；3) 后段设备：格局相对不明朗，泰坦、杭可客户结构、竞争力较好，其他厂商星云股份、利元亨在头部厂商供应体系内，但订单量相对少（千万级）。
 - 公司已进入国际一线电池厂商供货体系，在电池产业格局重塑下，优质客户将增加设备厂商的确定性。凭借技术积累、规模效应与交付期较短等优势，公司在维持与宁德时代、比亚迪等国内龙头电池厂商的深度合作下，已建立起与松下、LG 化学、瑞典 Northvolt 等国际一线电池厂商的战略合作关系，进入各大厂商供货体系以获取海外投资需求红利。此外，海外电池龙头对生产线的高要求将反向推动上游设备厂技术进步，形成更高的进入壁垒。

图表 4：公司进入宁德时代、比亚迪与 Northvolt 等国际一线厂商供应体系

厂商名称	前段供应商		中段供应商				后段供应商		
	涂布机	辊压、分切	卷绕机	热压机 (软包用)	激光制片	模切、焊接、注液	化成、分容、检测	电池测试	自动化物流
宁德时代	璞泰来（新嘉拓） 科恒股份（浩能科技） 赢合科技（18年入选）	科恒股份（浩能科技） 北方华创 纳科诺尔	先导智能	雪莱特	海目星	大族激光（铂纳特斯） 联赢激光 科恒股份（誉辰）	星云股份 先导智能（泰坦） 华自科技 日联科技 利元亨	武汉蓝电	诺力股份
比亚迪	璞泰来（新嘉拓） 科恒股份（浩能科技）	纳科诺尔	先导智能 科恒股份（诚捷智能）			联赢激光	先导智能（泰坦） 星云股份 杭可科技		诺力股份
国轩高科	赢合科技 金银河 韩国PNT	金银河 韩国PNT	赢合科技 吉阳			大族激光（铂纳特斯） 精朗自动化 联赢激光	杭可科技 星云股份		
力神	璞泰来（新嘉拓） 科恒股份（浩能科技）	科恒股份（浩能科技） 纳科诺尔	华冠科技		海目星	联赢激光 斯宇自动化 德瑞精密	先导智能（泰坦） 利元亨 杭可科技 星云股份		
孚能科技						超业精密 斯宇自动化	星云股份		诺力股份
松下		纳科诺尔	先导智能 科恒股份（诚捷智能）			联赢激光	杭可科技		
LG化学	韩国PNT 韩国CIS	韩国PNT 韩国CIS	先导智能 赢合科技 科恒股份（诚捷智能）			联赢激光 德瑞精密	杭可科技		诺力股份
三星SDI	科恒股份（浩能科技） 韩国PNT 韩国CIS	韩国PNT 韩国CIS				联赢激光	杭可科技		
韩国SKI	韩国PNT	韩国PNT					杭可科技 韩国PNE		
瑞典Northvolt	韩国CIS	韩国CIS	先导智能			先导智能	先导智能		

来源：各设备厂商公告订单情况、GGII 等，国金证券研究所（注：综合各设备厂商公告、GGII 等公开信息进行梳理，部分日韩设备厂商年报并未公布订单情况，因此不排除部分供应商没有在表格中的情况）

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,079	2,177	3,890	4,767	6,046	9,808	货币资金	213	867	1,483	2,134	2,483	3,056
增长率		101.8%	78.7%	22.6%	26.8%	62.2%	应收账款	556	1,268	2,470	2,258	2,835	4,575
主营业务成本	-620	-1,281	-2,370	-2,855	-3,584	-5,781	存货	1,027	2,559	2,413	3,129	4,026	6,652
%销售收入	57.4%	58.9%	60.9%	59.9%	59.3%	58.9%	其他流动资产	291	352	190	217	237	296
毛利	459	896	1,520	1,912	2,462	4,027	流动资产	2,086	5,046	6,556	7,738	9,581	14,579
%销售收入	42.6%	41.1%	39.1%	40.1%	40.7%	41.1%	%总资产	86.3%	75.9%	77.8%	79.3%	81.9%	87.0%
营业税金及附加	-11	-20	-30	-37	-47	-76	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	201	305	538	671	767	818
销售费用	-31	-84	-123	-145	-186	-314	%总资产	8.3%	4.6%	6.4%	6.9%	6.6%	4.9%
%销售收入	2.8%	3.9%	3.2%	3.1%	3.1%	3.2%	无形资产	123	1,286	1,288	1,300	1,311	1,321
管理费用	-142	-251	-232	-259	-320	-551	非流动资产	330	1,605	1,869	2,015	2,123	2,184
%销售收入	13.2%	11.5%	6.0%	5.4%	5.3%	5.6%	%总资产	13.7%	24.1%	22.2%	20.7%	18.1%	13.0%
研发费用	0	0	-284	-372	-438	-716	资产总计	2,416	6,651	8,426	9,753	11,704	16,763
%销售收入	0.0%	0.0%	7.3%	7.8%	7.3%	7.3%	短期借款	0	50	486	227	423	980
息税前利润 (EBIT)	275	540	852	1,099	1,471	2,369	应付款项	1,411	3,527	3,838	3,833	4,592	7,230
%销售收入	25.5%	24.8%	21.9%	23.1%	24.3%	24.2%	其他流动负债	56	131	184	198	257	414
财务费用	4	6	-15	-31	-41	-57	流动负债	1,466	3,708	4,509	4,259	5,272	8,625
%销售收入	-0.3%	-0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	0.6%	长期贷款	0	70	257	257	257	257
资产减值损失	-14	-46	-35	-36	-38	-71	其他长期负债	5	90	218	1,167	1,192	1,268
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,472	3,869	4,983	5,682	6,721	10,149
投资收益	5	9	6	7	8	9	普通股股东权益	944	2,782	3,442	4,071	4,983	6,614
%税前利润	1.6%	1.5%	0.8%	0.7%	0.6%	0.4%	其中：股本	408	440	882	882	882	882
营业利润	270	604	969	1,039	1,399	2,251	未分配利润	394	829	1,430	2,059	2,971	4,602
营业利润率	25.0%	27.8%	24.9%	21.8%	23.1%	23.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	65	18	-131	20	30	40	负债股东权益合计	2,416	6,651	8,426	9,753	11,704	16,763
税前利润	334	623	839	1,059	1,429	2,291	比率分析						
利润率	31.0%	28.6%	21.6%	22.2%	23.6%	23.4%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-43	-85	-96	-122	-164	-263	每股指标						
所得税率	13.0%	13.7%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	每股收益	0.712	1.221	0.842	1.063	1.435	2.300
净利润	291	537	742	937	1,265	2,028	每股净资产	2.314	6.322	3.904	4.618	5.652	7.502
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.258	0.069	-0.050	0.506	0.809	0.675
归属于母公司的净利润	291	537	742	937	1,265	2,028	每股股利	0.130	0.230	0.280	0.350	0.400	0.450
净利率	26.9%	24.7%	19.1%	19.7%	20.9%	20.7%	回报率						
							净资产收益率	30.79%	19.32%	21.57%	23.02%	25.38%	30.66%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	12.03%	8.08%	8.81%	9.61%	10.81%	12.10%
净利润	291	537	742	937	1,265	2,028	投入资本收益率	25.33%	15.96%	17.97%	17.49%	19.51%	23.67%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	33	76	80	83	93	131	主营业务收入增长率	101.26%	101.75%	78.70%	22.55%	26.83%	62.21%
非经营收益	24	-23	-18	34	46	60	EBIT 增长率	111.64%	96.51%	57.66%	29.05%	33.83%	61.10%
营运资金变动	-243	-560	-848	-609	-690	-1,624	净利润增长率	99.68%	84.93%	38.13%	26.25%	34.94%	60.33%
经营活动现金净流	105	30	-44	446	714	595	总资产增长率	40.73%	175.32%	26.68%	15.76%	20.00%	43.23%
资本开支	-121	-45	-76	-172	-132	-82	资产管理能力						
投资	0	-565	0	0	0	0	应收账款周转天数	55.8	90.7	75.4	75.0	75.0	75.0
其他	-13	265	86	7	8	9	存货周转天数	494.9	510.7	382.9	400.0	410.0	420.0
投资活动现金净流	-134	-345	10	-165	-124	-73	应付账款周转天数	156.2	132.5	139.7	138.0	138.0	138.0
股权募资	0	611	38	0	0	0	固定资产周转天数	62.1	35.0	39.1	36.8	31.2	19.2
债权募资	0	120	624	740	197	557	偿债能力						
其他	-75	-86	87	-372	-437	-506	净负债/股东权益	-22.53%	-26.84%	-21.51%	-15.97%	-16.11%	-12.39%
筹资活动现金净流	-75	645	748	369	-240	51	EBIT 利息保障倍数	-77.2	-93.0	56.4	35.8	35.6	41.9
现金净流量	-104	331	714	650	350	573	资产负债率	60.92%	58.17%	59.14%	58.26%	57.42%	60.54%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	10	19	41
增持	0	2	11	17	30
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.52	1.47	1.42

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-10	买入	32.19	45.00~45.00
2	2019-10-14	买入	32.63	45.00~45.00
3	2019-10-28	买入	31.75	45.00~45.00
4	2019-12-08	买入	39.37	45.00~45.00
5	2019-12-25	买入	45.76	50.00~50.00
6	2020-01-19	买入	42.49	50.00~50.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH