

中信证券研究部


李超
首席有色钢铁
分析师
S1010520010001



商力
有色分析师
S1010520020002



敖钟
首席周期产业
分析师
S1010515020001

核心观点

鼎胜新材是全球最大的锂电铝箔公司，国内市占率超过 50%。锂电铝箔产品 3-5 年验证周期构筑行业壁垒，公司产能增速快于日韩龙头，深度绑定下游电池巨头保障产销量快速扩张，预计公司未来两年净利润增速超过 40%。给予公司 2020 年 32 倍 PE，对应目标价 30.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 锂电铝箔需求增速稳定，行业有望出现量价齐升。锂电铝箔是锂离子电池正极集流体，占锂离子电池质量/成本的 6%/1%。每 GWh 锂电池需铝箔 400-600 吨，随着电动汽车行业的迅速发展，预计 2025 年全球电池铝箔需求将达到 38 万吨，未来五年的 CAGR 为 24%。2019 年全球电池箔产能为 9.2 万吨，增产计划难以满足需求增速，行业供需格局中长期向好，预计电池箔出现量价齐升的格局。

■ 全球最大锂电铝箔企业，认证周期助力公司长期领先。公司 2009 年开始切入电池箔领域，2015 年起市占率持续位于行业第一。公司现有锂电铝箔产能 4.4 万吨，其中光箔/涂碳箔分别为 3.6/0.8 万吨，加工费在 1.5/4 万元以上，毛利率高达 25%/45%。随着 5 万吨电池铝箔募投项目逐步达产，叠加电池箔领域 3-5 年的认证周期，深度绑定 CATL、比亚迪的公司将迎来快速发展。相对日韩龙头的竞争优势和已有的海外扩张计划预计将助力公司逐步从进口替代向海外扩张转换，预计未来 3 年板块营收/毛利增速 40%。

■ 传统主营的空调箔和包装箔稳健发展，目标增速维持 10%以上。公司现有空调箔/包装箔产能 20/21 万吨，下游客户包括一线空调企业和药品、食品饮料等领域知名厂商。2020 年泰国 4 万吨铝箔项目计划投产，开拓公司在海外的布局。随着空调和包装行业的稳健增长，预计未来空调箔增速 10%左右，包装箔增速近 15%。

■ 铝箔最纯标的，三费控制优异助力公司业绩稳定释放。2018 年铝箔营收占公司整体的 82%，高于 A 股铝箔上市公司平均营收占比 59%。此外公司的三费率仅为 4.3%，为行业领先水平，三费控制优异助力公司业绩稳定释放。

■ 风险因素：电动汽车产销增速不及预期，电池箔行业供给大幅增加，铝价格波动风险。

■ 投资建议：随着公司电池箔项目投产，凭借技术壁垒和渠道优势，在电动汽车行业高速增长的背景下，公司业绩有望迎来快速增长。我们预测公司 2019-2021 年归母净利润为 2.89/4.11/5.41 亿元，EPS 分别为 0.67/0.95/1.25 元，目前股价 17.47 元，对应 2019/20/21 年 PE 为 26/18/14 倍。给予公司 2020 年 32 倍 PE，对应未来一年目标价 30.4 元，首次覆盖，给与“买入”评级。

鼎胜新材	603876
评级	买入（首次）
当前价	17.47 元
目标价	30.4 元
总股本	434 百万股
流通股本	239 百万股
52 周最高/最低价	22.17/12.45 元
近 1 月绝对涨幅	13.22%
近 6 月绝对涨幅	22.77%
近 12 月绝对涨幅	-4.86%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,200	10,291	11,053	13,140	15,162
营业收入增长率	30%	12%	7%	19%	15%
净利润(百万元)	272.81	276.46	289.24	411.48	541.40
净利润增长率	-18%	1%	5%	42%	32%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.75	0.68	0.67	0.95	1.25
毛利率%	10%	9%	8%	9%	10%
净资产收益率 ROE%	11.63%	8.18%	7.97%	10.30%	12.10%
每股净资产(元)	5.41	7.80	8.37	9.22	10.32
PE	23	26	26	18	14
PB	3.2	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 2 月 21 日收盘价

目录

估值及投资评级.....	1
横向相对估值法.....	1
绝对估值法.....	1
公司概况：专注铝箔领域的深加工企业.....	3
锂电铝箔：行业供需格局中长期向好.....	5
锂电铝箔：锂离子电池正极关键材料.....	5
需求分析：新能源汽车长期向好，未来五年复合增速 25%.....	6
供给分析：全球供给增量有限，投产周期限制潜在投资项目.....	8
供需格局分析：行业供需格局中长期向好.....	10
鼎胜新材：铝箔龙头，迅速成长.....	11
竞争优势一：电池箔的先进入者，认证周期助力公司始终领先.....	11
竞争优势二：空调箔和包装箔稳健发展，目标增速维持 10%以上.....	13
竞争优势三：铝箔最纯标的，三费控制优异助力公司业绩释放.....	16
风险因素.....	18
盈利预测及关键假设.....	18
关键假设.....	18
盈利预测与估值.....	19

插图目录

图 1：鼎胜新材绝对估值法和相对估值法重叠区间	2
图 2：鼎胜新材历史沿革及大事件	3
图 3：鼎胜新材股权结构及子公司	3
图 4：2014-2019Q3 公司营业收入及增速	4
图 5：2014-2019Q3 公司归母净利润及增速	4
图 6：2014-2019Q3 公司营业收入构成	4
图 7：2014-2019Q3 公司主营业务毛利润占比	4
图 8：公司毛利率和净利率变动	5
图 9：各产品毛利率变动	5
图 10：铝箔产业链结构图	5
图 11：锂离子电池的原理示意图	6
图 12：锂离子电池的结构示意图	6
图 13：锂离子三元电池的质量分布	6
图 14：锂离子电池的成本分布	6
图 15：动力电池是锂离子电池的主要使用领域	7
图 16：长周期下全球电动汽车渗透率将持续增长	7
图 17：电池箔需求量预测（单位：万吨）	8
图 18：2019 年全球锂电铝箔产能份额	9
图 19：2023 年全球锂电铝箔产能份额	9
图 20：2018-2023 年全球电池箔产量	10
图 21：2020-2023 年电池铝箔新增供需差	10
图 22：公司电池箔业务发展概况	11
图 23：鼎胜新材光箔和涂碳箔产能预测	12
图 24：鼎胜新材光箔和涂碳箔产量预测	12
图 25：公司海内外主要客户	13
图 26：鼎胜新材空调箔历史产量及预测	14
图 27：鼎胜新材包装箔历史产量及预测	14
图 28：国内空调产量将持续增长	15
图 29：社会消费品零售总额将持续增长	15
图 30：公司前五大客户销售金额	15
图 31：铝箔行业主要企业 2015-2018 年铝箔产品产量情况	17
图 32：铝箔行业主要企业铝箔业务所占比重	17
图 33：铝箔行业主要企业铝箔产品毛利率	17
图 34：铝箔行业主要企业资产负债率	18
图 35：铝箔行业主要企业财务费用率	18
图 36：铝箔行业主要企业销售费用率	18
图 37：铝箔行业主要企业管理费用率	18

表格目录

表 1：可比公司估值情况.....	1
表 2：绝对估值敏感性分析	2
表 3：锂电池铝箔用量测算	7
表 4：全球锂电铝箔需求量预测	7
表 5：全球锂电铝箔产能分布及预测	8
表 6：国内主要锂电铝箔的新建项目	9
表 7：公司电池箔产品的具体情况	11
表 8：鼎胜新材电池箔产能分布	11
表 9：海内外公司电池铝箔技术指标	12
表 10：鼎胜新材电池箔业务相对于海外企业的四大优势	13
表 11：公司空调箔与包装箔产品的具体情况	14
表 12：鼎胜新材空调箔与包装箔产能分布	14
表 13：鼎胜新材包装箔主要客户	16
表 14：铝箔行业主要企业产品类型	16
表 15：鼎胜新材主要业务盈利预测关键假设	19
表 16：鼎胜新材盈利预测与估值情况	20

■ 估值及投资评级

公司 2020 年目标价 30.4 元。公司主营铝板带箔的研发、生产、销售业务，考虑到新能源汽车的需求迎来爆发式增长，公司业绩成长性显著，选取 PE 作为公司估值的核心指标，结合横向相对估值中的 PB/ROE 和 EV/EBITDA 以及 DCF 现金流模型，得到公司**股价合理范围 28.7-32.2 元**。给予公司 2020 年 32 倍 PE，**对应未来一年目标价 30.4 元**，首次覆盖，给予“买入”评级。

横向相对估值法

(1) PE 估值：公司主营铝板带箔的研发、生产、销售业务。公司是国内铝箔龙头企业，我们选取两家铝箔生产商和两家铜箔生产商作为可比公司。2020 年可比公司的 PE (Wind 一致预期) 平均值 32.6 倍。我们给予公司 30-34 倍 PE 估值，**对应价格区间 28.5-32.3 元**。鉴于公司传统铝箔产品拥有业内领先的成本和盈利水平，并且电池箔业务成长性高，我们给予公司 32 倍 PE，对应**目标价 30.4 元**。

表 1：可比公司估值情况

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			PB/ ROE	EV/ EBITDA
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
300057.SZ	万顺新材	6.74	45	0.25	0.33	0.41	27.0	20.4	16.4	20.1	11.5
600673.SH	东阳光	8.69	262	0.39	0.53	0.69	22.3	16.4	12.6	16.4	8.0
688388.SH	嘉元科技	72.85	168	1.46	2.03	2.63	49.9	35.9	27.7	32.7	25.3
002288.SZ	超华科技	5.78	54	0.05	0.1	0.15	115.6	57.8	38.5	57.7	-
平均	-	-	-	-	-	-	53.7	32.6	23.8	31.7	14.9
603876.SH	鼎盛新材	17.47	76	0.67	0.95	1.25	26.2	18.4	14.0	18.4	10.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 2 月 21 日收盘价（可比公司盈利预测使用 Wind 一致预期）

(2) PB/ROE 估值：2020 年可比公司的 PB/ROE 均值为 31.7 倍。我们给予公司 30-34 倍 PB/ROE 估值，预测鼎盛新材 2020 年 ROE 为 10.3%，估计 PB 为 3.1-3.5 倍，**对应价格区间 28.5-32.2 元**。鉴于公司传统铝箔产品拥有业内领先的成本和盈利水平，并且电池箔业务成长性高，我们给予公司 32 倍 PB/ROE，对应**目标价 30.3 元**。

(3) EV/EBITDA 估值：2020 年可比公司的 EV/EBITDA 平均值 14.9 倍。我们给予公司 15-18 倍 EV/EBITDA 估值，预测鼎盛新材 2020 年 EBITDA 为 9.42 亿，得到市值范围为 114-142 亿元，**对应公司股价区间 26.2-32.8 元**。鉴于公司传统铝箔产品拥有业内领先的成本和盈利水平，并且电池箔业务成长性高，我们给予公司 16 倍 EV/EBITDA，对应**目标价 28.3 元**。

绝对估值法

折现现金流 (DCF)：采用现金流为企业自由现金流。假设公司 2027 年期末之后的成长率为 1.5%。对于其他参数，假设公司 β 值为 1.15；无风险利率为 2.5%，假设股票风险溢价为 6.5%；公司债务成本为 7%；公司目标资产负债率为 60%，公司适用的实际所得税税率为 20%。计算得到公司 WACC 约为 7.35%。再根据盈利模型，在 1.0%-2.0% 的永

续增长率下，估计公司合理价值区间在 28.7-35.3 元，按照 7.35% 的 WACC 和 1.5% 的永续增长率条件，给予公司每股价值 31.7 元。

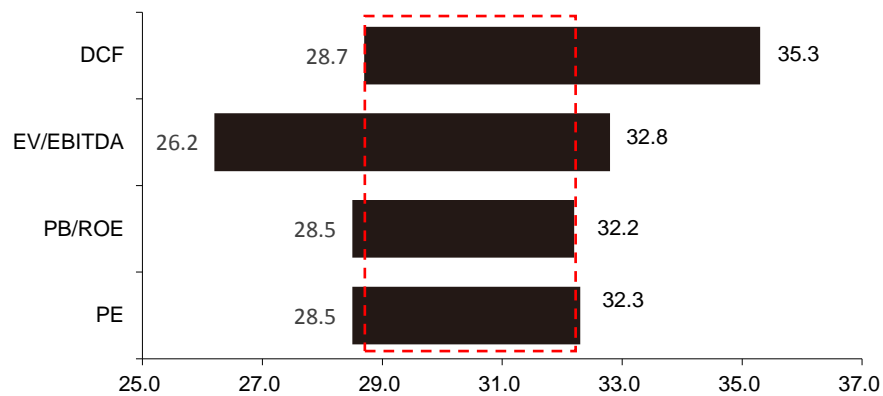
表 2: 绝对估值敏感性分析

TV	WACC				
	6.85%	7.10%	7.35%	7.60%	7.85%
1.00%	33.0	31.0	29.3	27.6	26.1
1.25%	34.4	32.4	30.4	28.7	27.1
1.50%	36.0	33.8	31.7	29.9	28.1
1.75%	37.8	35.3	33.1	31.1	29.3
2.00%	39.7	37.1	34.7	32.5	30.5

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

对比绝对估值法和相对估值法，各类方法的估值区间重叠区间较大，根据重叠区间，公司目标股价合理区间在 28.7-32.2 元，考虑到新能源汽车景气度提升，公司的电池箔扩产项目市场空间十分广阔，给予区间中值 30.4 元作为目标价。

图 1: 鼎胜新材绝对估值法和相对估值法重叠区间

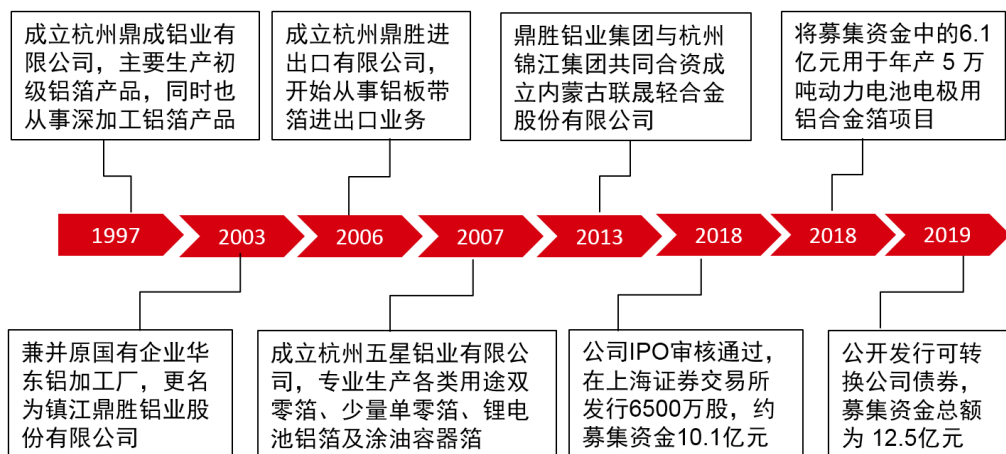


资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

公司概况：专注铝箔领域的深加工企业

历史沿革：公司前身为杭州鼎成铝业有限公司，主要从事铝箔产品的生产与深加工。2003年兼并华东铝加工厂后更名为镇江鼎胜铝业股份有限公司（简称：鼎胜新材）。2006年以后成立多家子公司，包括杭州鼎胜、杭州五星、联晟轻合金等，拓宽了自身业务范围与规模。2018年4月成功登陆上交所，募集资金10.1亿元，其中6.1亿元投资于公司5万吨电池箔项目。2019年公开发行可转债，募集资金12.5亿元。

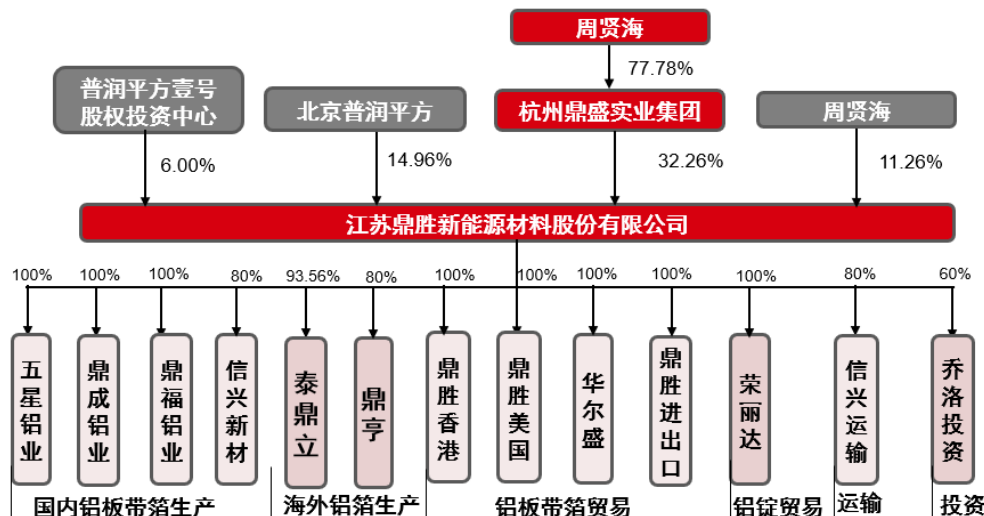
图2：鼎胜新材历史沿革及大事件



资料来源：公司公告，中信证券研究部

股权结构：公司主要分/子公司主导产品为铝板、带、箔及涂层材，以及深加工产品氧化铝板和电缆箔等多种系列铝产品，主要分为镇江、杭州和泰国三大生产基地。公司大股东为杭州鼎盛实业集团，实际控制人为周贤海先生。

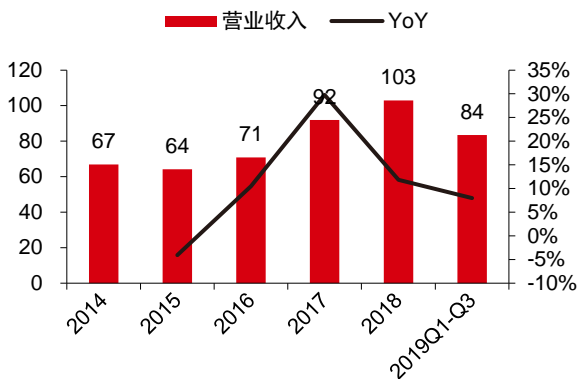
图3：鼎胜新材股权结构及子公司



资料来源：公司公告，中信证券研究部

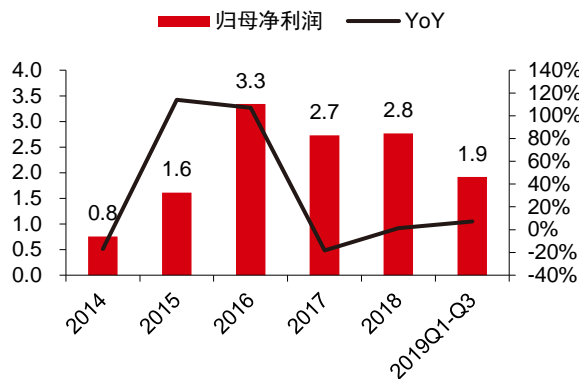
营业收入与净利润：营收稳定增长，2019 年前三季度公司营收 83.51 亿元，同比增长 7.97%；2019 年前三季度归母净利润 1.92 亿元，同比增长 7.22%。2018 年实现营业收入 102.91 亿元，同比增长 11.86%，实现归母净利润 2.76 亿元，同比增长 1.34%。

图 4：2014-2019Q3 公司营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

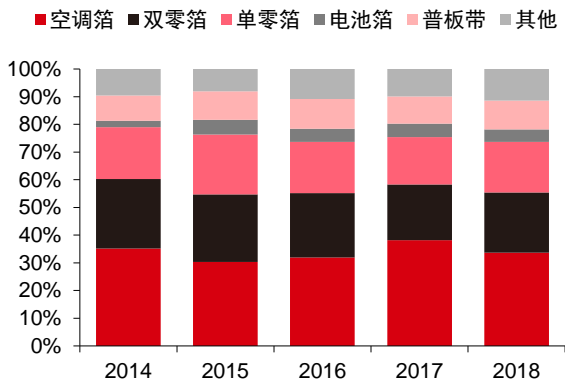
图 5：2014-2019Q3 公司归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

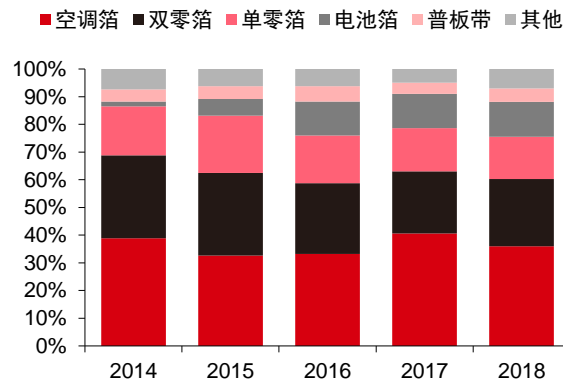
铝箔类产品的制造加工为公司的核心营收和利润来源。营业收入方面，铝箔类产品占比稳定在 80%以上，其中空调箔、双零箔和单零箔为公司主要的营收来源。毛利润方面，铝箔类占比保持 80%以上，其中电池箔毛利润占比从 2014 年的 1.8%增长至 2018 年的 12.5%。

图 6：2014-2019Q3 公司营业收入构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

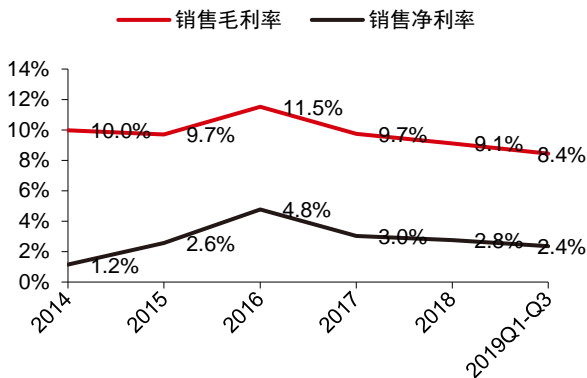
图 7：2014-2019Q3 公司主营业务毛利润占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

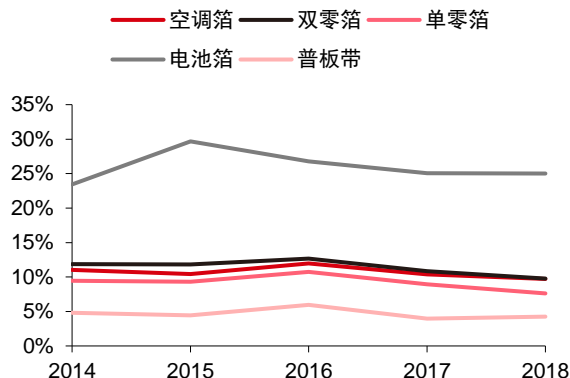
公司销售毛利率和净利率近年来缓慢下降。公司毛利率由 2016 年达到峰值 11.52%开始持续下降到 2019 年的 8.44%；净利率由 2016 年达到峰值的 4.77%缓慢下降为 2019 年的 2.35%。分产品来看，空调箔、双零箔和单零箔的毛利率基本处在 10%左右，电池箔的毛利率约为 25%。随着未来电池箔领域的增长，公司整体的毛利率有望提升。

图 8：公司毛利率和净利率变动



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 9：各产品毛利率变动



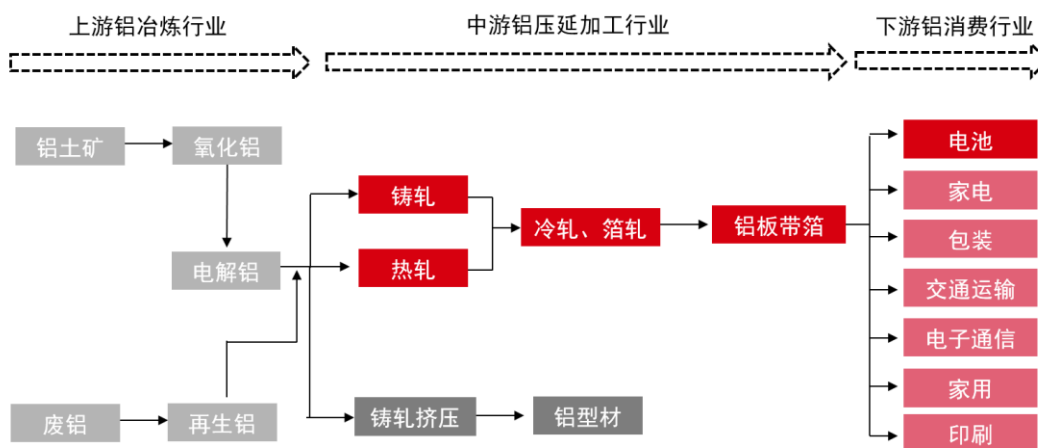
资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 锂电铝箔：行业供需格局中长期向好

锂电铝箔：锂离子电池正极关键材料

铝箔的生产处在产业链的中游，电池铝箔的加工相比其他铝材更具技术难度。铝箔行业的上游是上游是电解铝行业，通过向电解铝企业采购铝锭进行加工，生产铝箔。铝箔的下游行业包括包装、热交换、电力电子、建筑、家用箔以及锂电池等。其中锂电铝箔由于需要同时兼顾厚度、导电性、延展性等多种指标，其加工难度比其他铝箔更大。

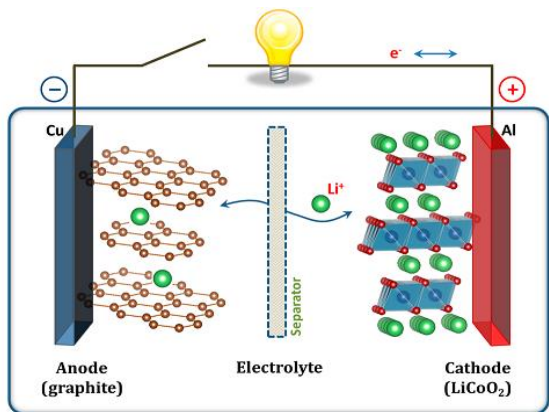
图 10：铝箔产业链结构图



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

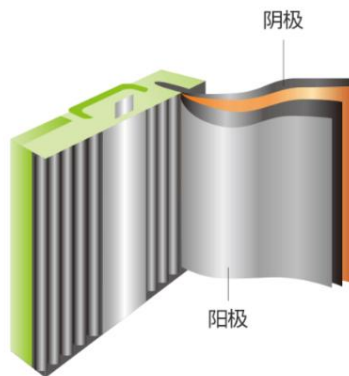
电池箔指的是作为锂离子充电电池正极集电体的铝箔。使用该类铝箔可以大幅度降低正/负极材料和集流之间的接触电阻，提高两者之间的附着能力，从而显著提升纯电动汽车及混合动力汽车续航能力。电池箔在电池中的质量占比为 6%，成本占比 1%。

图 11：锂离子电池的原理示意图



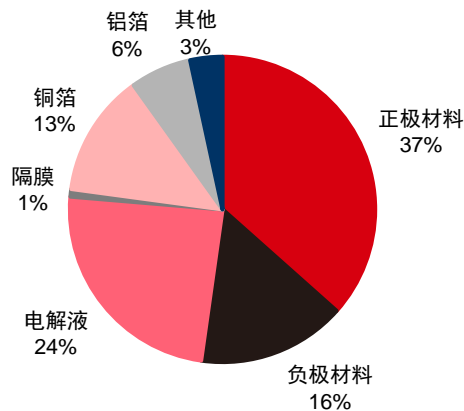
资料来源：Panasonic

图 12：锂离子电池的结构示意图



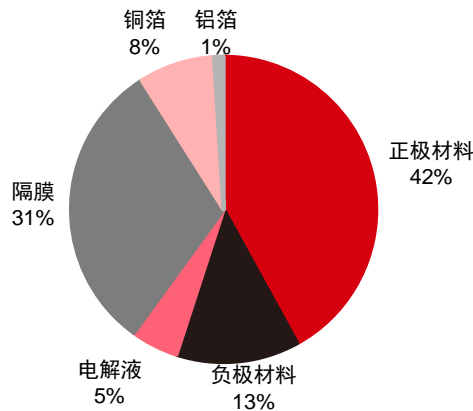
资料来源：UACJ

图 13：锂离子三元电池的质量分布



资料来源：国轩南京项目环评报告，中信证券研究部

图 14：锂离子电池的成本分布



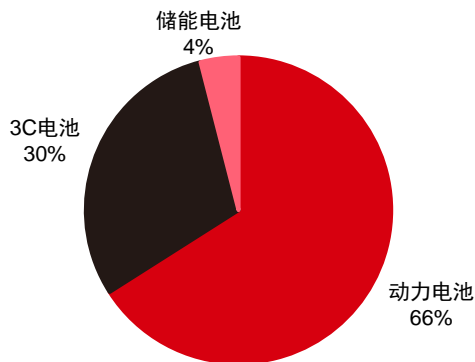
资料来源：中国物理与化学电源行业协会，中信证券研究部

需求分析：新能源汽车长期向好，未来五年复合增速 25%

新能源汽车用电力电池为锂电池需求占比最大细分领域。根据高工锂电数据，2018 年中国锂离子电池产量达 102GWh，占全球比重 54%，其中动力电池产量 65GWh，占比最高。2018 年 3C 电池和储能电池产量分别为 32GWh 和 5GWh。

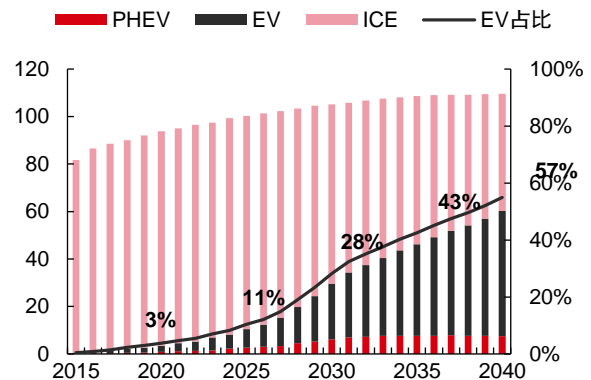
全球新能源汽车产业将保持长周期景气。根据 EV Sales，2019 年全球新能源乘用车销量达到 221 万辆，同比增长 10%。受新能源补贴退坡影响，2019 年全年，国内新能源汽车产量为 124.2 万辆，同比下降 4%。BNF 预计 2025 年全球新能源乘用车销量将达到 1040 万辆，增速保持在 30% 以上。受益于全球汽车电动化趋势加速，预计到 2030 年全球新能源乘用车销量将突破 2800 万辆，2040 年达到 5600 万辆，渗透率达到 57%。

图 15: 动力电池是锂离子电池的主要使用领域



资料来源: 高工锂电, 中信证券研究部

图 16: 长周期下全球电动汽车渗透率将持续增长 (单位: 百万辆)



资料来源: BNEF (含预测), 中信证券研究部

典型锂电铝箔的用量为 450 吨/GWh 左右。根据国内几个重要锂电池项目的投资计划测算, 每 GWh 锂电池产能对应消耗铝箔 320-700 吨不等。随着后期锂离子电池容量上升和铝箔更加薄的趋势, 单位 GWh 锂电对应的铝箔有下降的趋势。我们后续以 450 吨/GWh 作为测算的基准。

表 3: 锂电池铝箔用量测算

项目名称	锂电池产能 (GWh)	年铝箔消耗量 (吨/年)	单位铝箔用量 (吨/GWh)	电池类型
比亚迪青海 12GW	12	8000	667	磷酸铁锂电池
宁德时代江苏三期 10GW 项目	10	4479	448	三元电池
国轩高科青岛 3GW 项目	3	1371	457	三元电池+磷酸铁锂电池
国轩高科南京 5GW 项目	5	1620	324	三元电池

资料来源: 各项目环评报告, 中信证券研究部

受益于新能源汽车行业景气度的提升, 动力电池用铝箔需求预计将迎来爆发式增长。我们测算 2019 年我国以及海外动力电池用铝箔需求量分别为 2.81/2.19 万吨。随着新能源汽车产量加速提升, 2025 年国内和海外对应铝箔的需求量预计达到 15.93/16.15 万吨, CAGR 为 34%/40%, 全球合计 32.07 万吨。

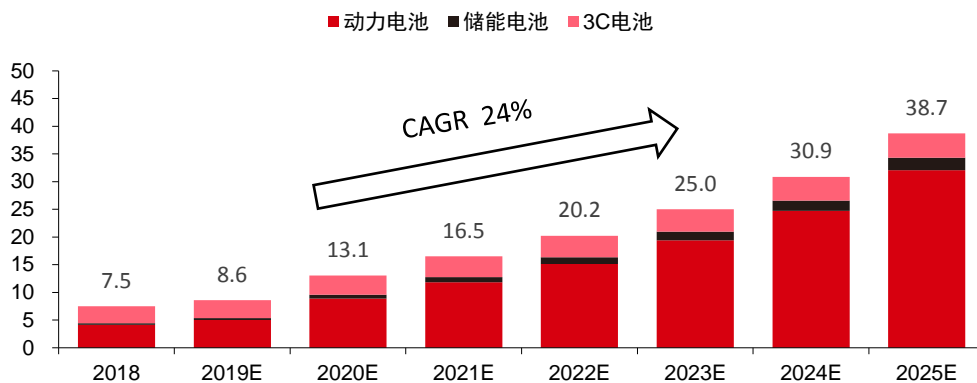
表 4: 全球锂电铝箔需求量预测

国内	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车产量 (万辆)	51.7	79.4	127	124.2	194	242.5	303.1	388	485	602
动力电池装机量 (GWh)	28	36.4	57.7	62.4	98.2	129.5	166.1	216.9	275	353.9
国内铝箔电极需求量合计 (万吨)	1.40	1.73	2.60	2.81	4.42	5.83	7.47	9.76	12.38	15.93
海外	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车产量 (万辆)	41.5	61.8	81	96.8	200	256	314.9	387.3	484.1	604
动力电池装机量 (GWh)	13.5	18.7	34.7	48.6	99.2	134.1	169.7	213.8	275	358.8
海外铝箔电极需求量合计 (万吨)	0.68	0.89	1.56	2.19	4.46	6.03	7.64	9.62	12.38	16.15
全球铝箔需求量合计 (万吨)	2.08	2.62	4.16	4.99	8.88	11.86	15.11	19.38	24.75	32.07

资料来源: 高工锂电, 中汽协, 中信证券研究部预测

预计 2020-2025 年电池箔需求 CAGR 为 24%。伴随着政府对于新能源汽车扶持政策的密集出台、全球汽车电动化趋势加速以及包括直流充电桩在内的基础设施不断完善，电池箔的需求预期将迎来巨大的增长。我们预计 2025 年全球动力电池铝箔需求量为 32.07 万吨，加上储能电池和 3C 电池的需求预计为 2.25/4.41 万吨，总计 38.7 万吨，年复合增速达 24%。

图 17：电池箔需求量预测（单位：万吨）



资料来源：高工锂电，中汽协，IDC，中信证券研究部预测

供给分析：全球供给增量有限，投产周期限制潜在投资项目

电池箔后续产能增量在中国大陆，海外无明确扩产计划。电池铝箔在建项目较少，集中于国内几家上市铝企，主要包括鼎胜新材 5 万吨项目、东阳光与 UACJ 合作的 4 万吨项目、云铝股份的 3.5 万吨以及南山铝业的 1.68 万吨。随着项目逐步投产，我们预计全球电池箔产能将由 2019 年的 9.24 万吨增长至 2023 年的 23.72 万吨。

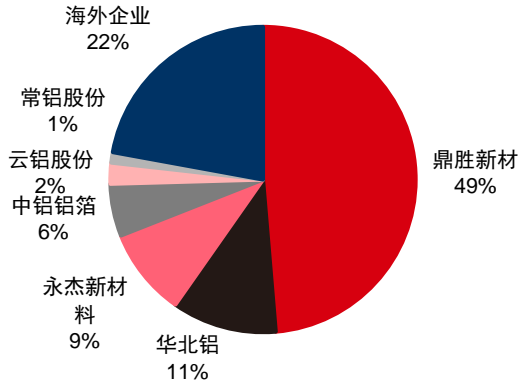
表 5：全球锂电铝箔产能分布及预测（单位：吨）

公司	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	扩产计划
鼎胜新材	44000	69000	79000	86000	94000	年产 5 万吨电池箔项目
云铝股份	2000	8000	20000	35000	35000	年产 3.5 万吨电池箔项目
南山铝业	0	3000	10000	16800	16800	2.1 万吨高性能铝箔生产线，其中电池箔产能 1.68 万吨
中国						
大陆						
万顺新材	0	1000	3000	5000	5000	4.2 万吨高端铝箔项目；电容器箔、电池正极箔、电池软
常铝股份	3000	3000	3000	3000	3000	-
东阳光	0	5000	10000	20000	40000	与 UACJ 合作年产 4 万吨电池箔
永杰新材	8400	8400	8400	8400	8400	-
华北铝业	10000	10000	10000	10000	10000	-
中铝铝箔	5000	5000	5000	5000	5000	-
乐天						
韩国						
东一						
东旺						
诺贝尔斯	20000	20000	20000	20000	20000	暂无明确计划
UACJ						
日本						
古河凯斯						
东阳铝业						
合计	92400	132400	168400	209200	237200	-

资料来源：各公司官网，各公司公告，中信证券研究部预测

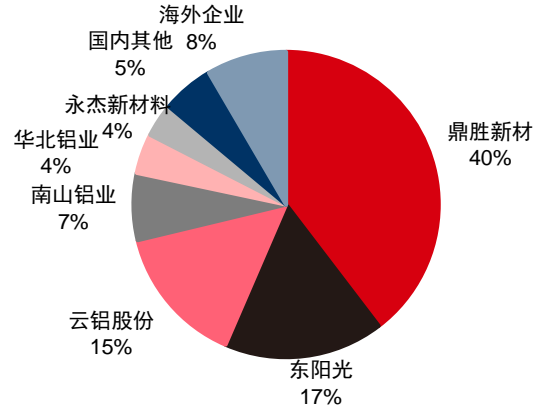
未来几年内海外企业份额下滑，鼎胜新材龙头地位不变。由于海外七大生产商产能规模较小，合计仅 2 万吨，且无明确的增产计划，预计市占率将从 2019 年的 22% 大幅降低至 2023 年的 8%。鼎胜新材的市占率小幅降低至 40%，仍处绝对龙头地位。预计 2023 年东阳光占 17%，位居第二。

图 18：2019 年全球锂电铝箔产能份额



资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测

图 19：2023 年全球锂电铝箔产能份额



资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测

投产周期 2-3 年限制新增产能，其他潜在投资项目 2023 年前难以大量释放。根据国内主要扩产项目测算，生产一万吨电池箔平均需要投资 1.56 亿元，建设周期在 24-36 月。新增产能的高额投资与较长的周期保证了未来几年供给端格局的稳定。

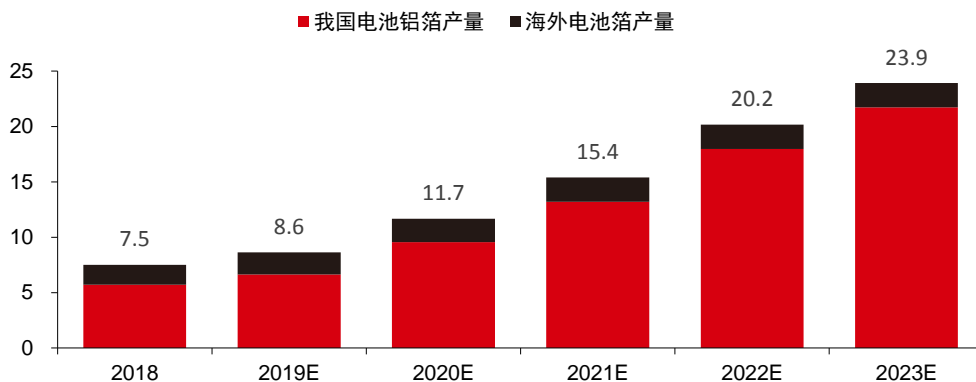
表 6：国内主要锂电铝箔的新建项目

公司	项目	类别	产能 (吨)	总投资 (万元)	单位投资 (亿元/万吨)	建设周期 (月)	开始时间
东阳光科	年产 4 万吨高精度铝箔新材料项目	电池箔	40000	58,288	1.46	36	2018 年 12 月
鼎胜新材	年产 5 万吨动力电池电极用铝合金箔项目	电池箔	50000	61,064	1.22	24	2018 年初
云铝股份	3.5 万吨电池箔项目	电池箔	35000	49,710	1.42	36	2018 年初
南山铝业	高性能高端铝箔生产线项目	电池箔	16800	45,309	2.16	28	2019 年
		包装箔	4200	45,309	2.16	28	2019 年

资料来源：各公司公告

海外电池箔增量有限，预计 2023 年全球电池箔产量 23.9 万吨。受制于现有扩产项目的数量规模，考虑投产周期阻碍了潜在投资项目的释放，以及海外电池箔厂商无明确投产计划，预计短期内电池箔供给增量难有大幅增长，行业内保持良性竞争格局。我们预计到 2023 年全球电池箔产量 23.9 万吨，国产电池箔的比重进一步提高。

图 20：2018-2023 年全球电池箔产量（单位：万吨）

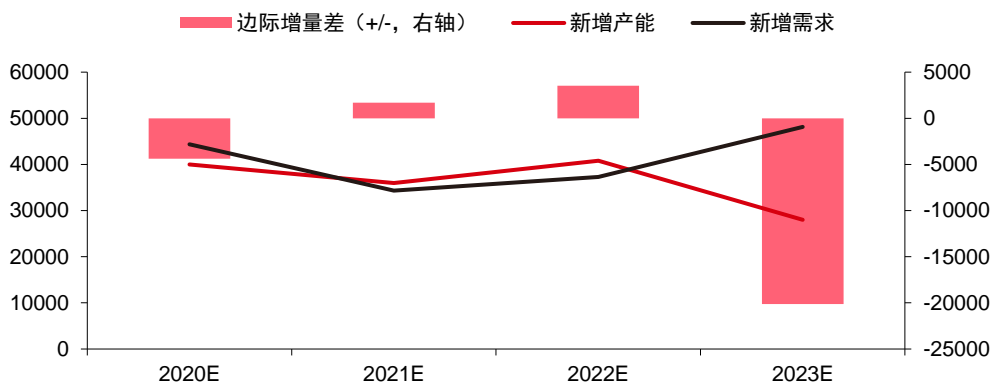


资料来源：有色金属加工工业协会，各公司公告，中信证券研究部预测

供需格局分析：行业供需格局中长期向好

短期现有增产计划难以满足电池箔需求增速，行业供需格局中长期向好。新能源行业带来历史性机遇，加之电池箔行业在我国的发展历史很短，业内竞争格局宽松。我们预计 2020 年全球新增电池箔产能难以匹配需求增长，现有产能开工率有所上升；2021-2022 年新增产能的集中投产与新增需求基本匹配；2023 年新增供需缺口再度扩大，行业整体供需格局中长期向好。

图 21：2020-2023 年电池箔新增供需差



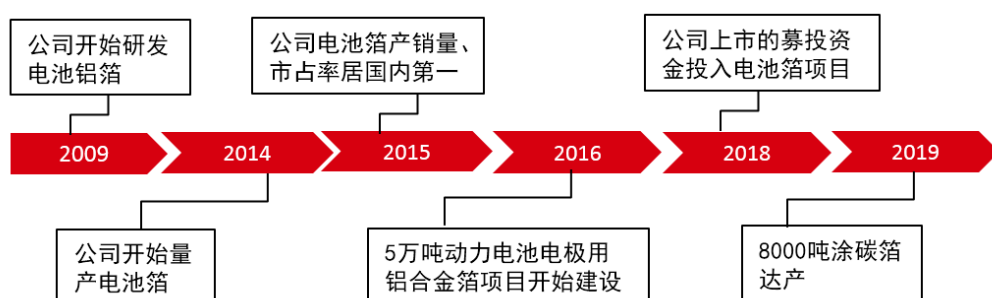
资料来源：有色金属加工工业协会，各公司公告，中信证券研究部预测

鼎胜新材：铝箔龙头，迅速成长

竞争优势一：电池箔的先进入者，认证周期助力公司始终领先

公司抓住机遇率先切入新能源电池箔领域，并迅速发展成为行业龙头。自 2011 年以来，国家对于新能源行业扶持政策的陆续出台，锂离子电池特别是动力电池迅速发展。而电池箔产品在国内尚处空白阶段，公司瞄准机会于 2011 年开始建设相关项目，之后产能快速扩张。2015-2018 年电池箔产销规模、市场占有率均居同行业第一名，自 2018 年 4 月上市以来国内市占率维持在 50% 以上。

图 22：公司电池箔业务发展概况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司生产的电池箔包括光箔和涂碳箔。前者销售给电池厂，进一步涂覆后进行使用；后者销售给电池厂商直接使用。公司领先的生产工艺将成本降至较低水平，同时作为高附加值的行业，两类产品都拥有较高的毛利率。

表 7：公司电池箔产品的具体情况

产品名称	产品介绍	毛利率	加工费（元/吨）
光箔	素铝箔，未经过涂层的锂电箔	25%	15000-18000
涂碳箔	将碳材料涂覆在光箔上的锂电箔	40-50%	40000-60000

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司现有电池箔产能为 4.4 万吨，远期产能 9.4 万吨。公司现有电池箔产能 4.4 万吨，包括 3.6 万吨光箔和 0.8 万吨涂碳箔，主要在杭州子公司五星生产。主要在建项目为公司 IPO 募投的 5 万吨动力电池电极用铝合金箔项目，该项目正式投产后，公司将新增年产 4 万吨电池光箔生产线和年产 1 万吨电池涂层箔生产线，同时将与公司现有的产品结构形成良好的互补效应，远期产能达 9.4 万吨。

表 8：鼎胜新材电池箔产能分布（单位：吨）

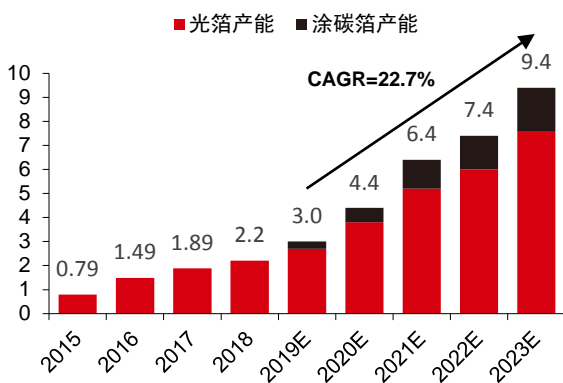
	种类	建成产能	计划产能	远期产能	备注
镇江基地	光箔	0	40000	40000	募集项目一期 50% 在 2020 年底投产，70% 在 2021 年投产，100% 在 2022 年投产
	涂碳箔	0	10000	10000	
杭州基地	光箔	36000	0	36000	3.6 万吨建成产能，根据销量逐步达产
	涂碳箔	8000	0	8000	
合计	光箔	36000	40000	76000	

种类	建成产能	计划产能	远期产能	备注
涂碳箔	8000	10000	18000	
电池箔	44000	50000	94000	

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：产能数据截至 2019 年底

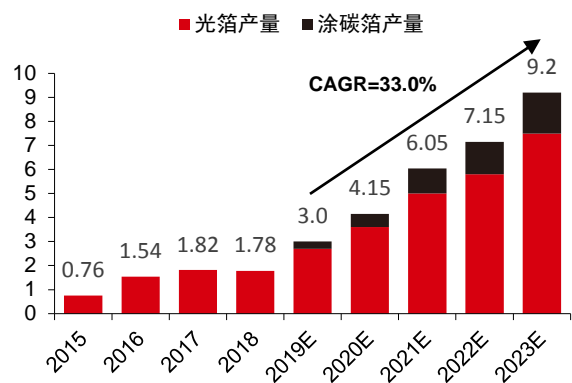
随着主要项目的顺利投产，预计公司电池箔业务快速扩张，电池箔 2019-2023 年产能/产量 CAGR 为 22.7%/33.0%。其中 2018 年光箔产量为 1.78 万吨，预计 2023 年达到 7.5 万吨，2019-2023 年 CAGR 为 29.5%。2019 年涂碳箔实现产量的从无到有，预计 2023 年达到 1.7 万吨，2019-2023 年 CAGR 为 56.5%。作为高毛利率的产品，涂碳箔的产能释放将增加公司的盈利弹性。

图 23：鼎胜新材光箔和涂碳箔产能预测（单位：万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

图 24：鼎胜新材光箔和涂碳箔产量预测（单位：万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

电池箔业务的技术要求与认证周期筑起行业壁垒。下游客户对于铝箔的要求越来越薄，对应生产的技术难度与设备要求越来越高。行业内厚度做到 12 μ m 的较为普遍，公司专注技术革新与产品的更新换代，发展形成业内最顶尖的生产工艺，目前最薄已经能做到 9 μ m。电池厂商及整车厂对电极铝箔的认证周期约 3-5 年，较高的技术要求与较长的认证周期对潜在竞争者筑起了较高的行业壁垒。

表 9：海内外公司电池铝箔技术指标

	类型	现有技术 (μ m)
鼎胜新材	国内	9~20
华北铝业	国内	8~20
云铝股份	国内	9~30
南山铝业	国内	12~20
乐天	海外	12~20
UACJ	海外	12~20
明泰铝业	国内	14~50

资料来源：各公司官网

电池箔目前的主要竞争对手是日韩企业，受益于诸多优势，预计公司将逐步成为完成对海外企业的替代。公司目前电池箔的主要竞争对手包括日本的 UACJ、东洋铝业，韩国的乐天、东一、东旺、诺贝丽斯。凭借着多年的积累与发展，公司已经在价格、技术、规模、扩张方面等方面领先海外企业，在完成进口替代的同时，逐步打开海外市场。

表 10：鼎胜新材电池箔业务相对于海外企业的四大优势

优势	说明
价格优势	加工费不到海外公司的一半，价格优势显著
技术优势	海内外主流技术均为 12um，公司需求技术进步，开发 9um 甚至更薄的电池箔，海外公司未有明确的研发计划
规模优势	海外六大主流电池铝箔公司的产能之和不及公司的一半
扩张优势	公司顺应电动汽车增量对铝箔的需求，海外公司未有明确的产能扩张计划

资料来源：中信证券研究部

公司电池箔客户涵盖了国内外一线的储能和动力电池生产厂商，中长期订单有望稳健增长。具体包括比亚迪、宁德时代、ATL、国轩高科等，占公司销量的 60%以上。作为下游客户的主力供应商，公司对比亚迪、宁德时代、ATL 和国轩高科的供货占比均在 75%以上。同时公司在海外市场上积极扩张，LG 化学、松下电器等进口厂家正逐步使用公司电池箔产品替代东洋铝业、乐天铝业等海外产品，并且公司和欧洲著名电池公司 Northvolt 展望合作，逐步拓展在欧洲的业务。

电池箔政策利好出现，公司目前在手订单非常充裕。公司与多家电池箔客户签订长期供货合同。在年初电池箔政策利好出现后，订单大幅增长。短中期内公司生产有望持续增长，电池箔将成为有力的爆发点。

图 25：公司海内外主要客户



资料来源：公司公告，中信证券研究部

竞争优势二：空调箔和包装箔稳健发展，目标增速维持 10%以上

空调箔和包装箔是公司两大主要业务，2018 年营收占比分别为 33.7%/40.9%。空调箔指的是用于空调热交换器翅片，从而提高空调热交换效率的铝箔，具体可分为光箔和亲水涂层箔。包装箔主要用于食品、器皿、烟卷等的包装，按厚度不同分为单零箔和双零箔。

表 11：公司空调箔与包装箔产品的具体情况

产品名称	产品介绍	毛利率	加工费（元/吨）	
空调箔	光箔	素铝箔，未经过涂层的空调箔	6%	4000-6000
	亲水箔	在光箔上涂敷防腐蚀涂层和亲水涂层，并经烘干炉烘干的空调箔	10%	6000-8000
包装箔	单零箔	厚度大于或等于 0.01mm 且小于 0.1mm 的铝箔	8%	6000-10000
	双零箔	厚度大于或等于 0.001mm 且小于 0.01mm 的铝箔	10%	7000-13000

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司是全球空调箔龙头，单双零箔生产规模亦居国内市场前列。目前空调箔和包装箔拥有产能 20/21 万吨。镇江、杭州、泰国三大基地均有产能扩张计划，预计 2023 年产能达到 30/40 万吨，2019-2023 年 CAGR 为 10.7%/17.5%。

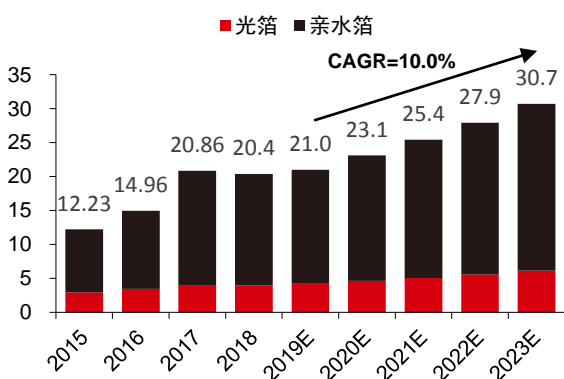
表 12：鼎胜新材空调箔与包装箔产能分布（单位：吨）

位置	种类	建成产能	远期产能	备注
镇江基地	空调箔	200000	280000	根据产量订单情况进行扩产
	包装箔	110000	150000	
杭州基地	包装箔	100000	130000	
泰国基地	空调箔+包装箔	0	40000	预计 2020 年下半年投产
合计	空调箔	200000	300000	
	包装箔	210000	400000	

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

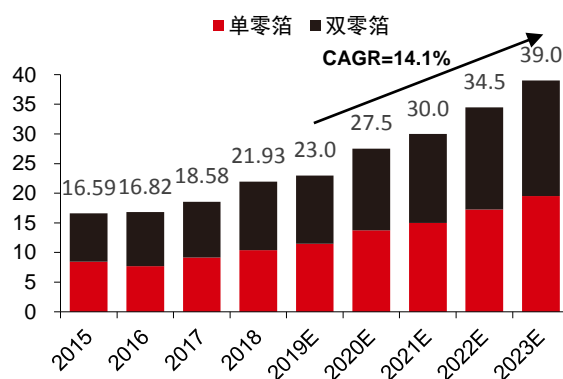
预计空调箔与包装箔产量稳定增长，2019-2023 年空调箔/包装箔产量 CAGR 10.0%/14.1%。2015 年以来，公司两类产品产量逐步攀升。受益于下游需求的刺激与三大基地扩建计划的开展，预计远景产量达 30.7/39.0 万吨，年复合增长率 10.0%/14.1%。其中空调箔中光箔与亲水箔比例约 1:4，单双零箔比例约为 1:1。

图 26：鼎胜新材空调箔历史产量及预测（单位：万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

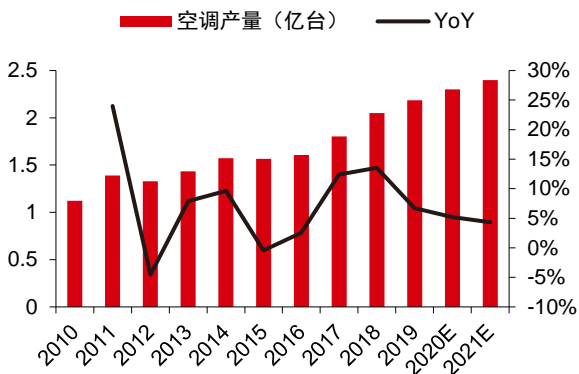
图 27：鼎胜新材包装箔历史产量及预测（单位：万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

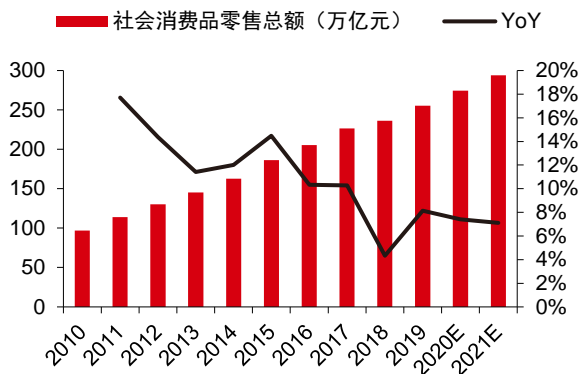
铝箔市场景气度不改，下游需求端稳定贡献充足的订单。空调箔是国内铝箔产品中用量最高的品种，我国近几年空调行业已经进入成熟期，市场需求稳定，创造了巨大的空调箔市场。包装箔是应用于消费领域的产品，具有抗周期的特点，随着社会整体消费品规模增长，单双零箔产品有进一步延展的空间。

图 28：国内空调产量将持续增长



资料来源：国家统计局，中信证券研究部预测

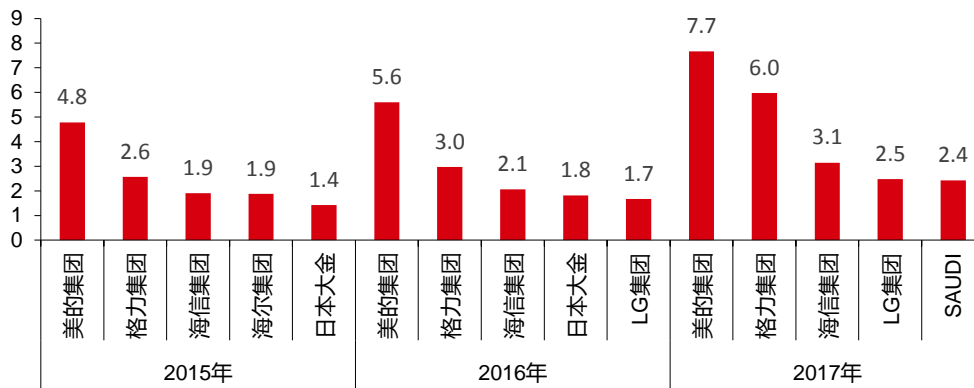
图 29：社会消费品零售总额将持续增长



资料来源：国家统计局，中信证券研究部预测

相关客户资源丰富可靠。公司空调箔产销量全球领先，覆盖国内外一线空调生产企业。国内客户有：美的集团、格力集团、海信集团、海尔集团等；国外客户有：大金集团、LG集团等。公司单、双零箔产品覆盖全球食品饮料、烟草等消费领域的多家知名厂商。未来预计公司将通过现场驻点、区域管理等方式对客户进行销售和维护，建立长期合作伙伴关系，不断提高公司品牌的影响力，同时对中小客户保质保量、积极培育，巩固企业的客户基础。

图 30：公司前五大客户销售金额（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 13：鼎胜新材包装箱主要客户

产品名称	直接客户	客户信息
单零箱	Winkpak Heat Seal Inc.	上市公司，加拿大知名包装材料制造商
	Saudi Factory For Aluminium Foil Containers	中东地区规模最大的铝箔容器生产企业之一
	Oracle Flexible Packaging	美国知名软包装层压板制造商
	Falcon Pack Industry LLC	全球知名一次性食品包装制造商和分销商
	Napco Composite Packaging Technology Ltd.	Arla Foods、Clorox、雀巢、百事可乐、宝洁和联合利华等跨国公司供应商
	南京中雪胶粘带制造有限公司	西门子、海尔、海信集团、新飞、美菱等知名冰箱制造厂商供应商
	Prolamina Corporation	美国规模最大的软包装公司之一
	Alupol Packaging Kety SP.zo.o.	欧洲最大的软包装公司之一
	Uflex Ltd.	印度最大的软包装公司之一
双零箱	IIC AG	该公司产品远销 38 个国家，注塑件年产量超过 20 亿件
	上海紫江彩印包装有限公司	紫江企业集团（600210）旗下公司，国内自动化程度和科技含量较高的大型塑料彩印包装企业，年收入超 8 亿元
	杭州中达医药包装有限公司	滇虹药业、万通集团、华润三九、同仁堂、九芝堂等医药企业供应商

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

竞争优势三：铝箔最纯标的，三费控制优异助力公司业绩释放

铝箔行业近年呈现出**高端产品、高附加值**的整体特点，公司紧跟市场发展，积极调整产品结构。传统铝箔行业以空调箔、包装箔等为主要产品，近年来市场快速发展，竞争趋于激烈，亲水涂层空调箔替代光箔成为空调热交换器的主流原材料，食品药品包装箔体现出高端化的趋势。随着国家政策推动，新能源产业快速发展，使电池箔等高附加值产品需求进一步增长。公司自成立以来一直从事铝板带箔的生产，根据行业状况，调整产品结构，提升工艺水平，率先切入电池箔领域，并通过持续投资提高技术水平和盈利能力。

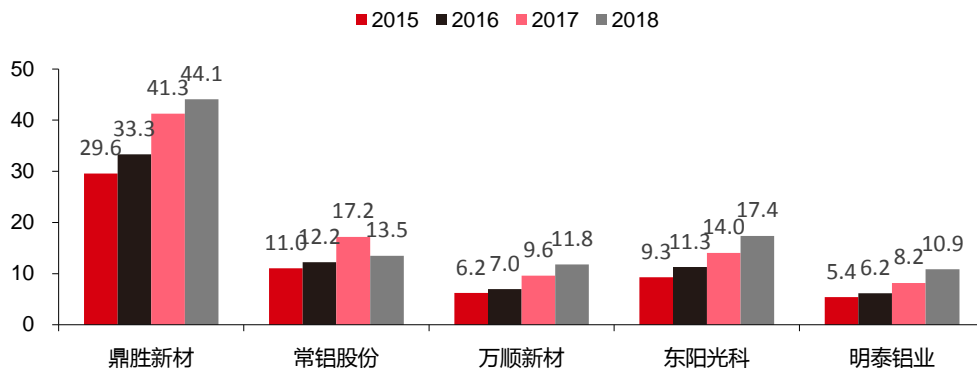
表 14：铝箔行业主要企业产品类型

企业名称	铝箔产品类型
鼎胜新材	空调箔、单零箔、双零箔、电池箔等
常铝股份	空调箔、合金箔等
万顺新材	无菌包铝箔、医药用铝箔、电容器用铝箔、电池箔等
东阳光科	电极箔、电子光箔、空调箔、钎焊箔等
明泰铝业	药品食品包装箔、电池箔、电子箔材等

资料来源：各公司公告

公司为国内铝箔产品龙头企业。公司采取领先一步的市场战略，在较短的时间内成为国内铝箔产品的龙头企业。近年来，公司各类铝箔产量稳步提升，总产量由 2015 年的 29.6 万吨提升至 2018 年的 44.1 万吨，远高于铝箔行业的其他企业，是铝箔行业的绝对龙头。

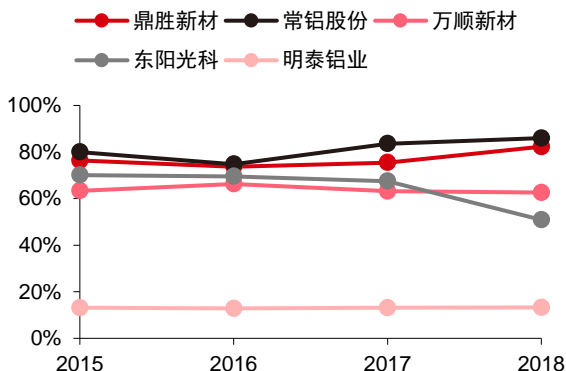
图 31：铝箔行业主要企业 2015-2018 年铝箔产品产量情况（万吨）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

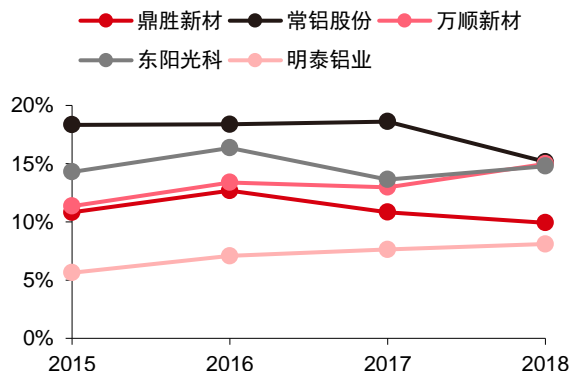
公司专注于铝板带箔生产，为铝箔行业最纯标的，电池箔带动公司整体铝箔毛利率提升潜力较大。铝箔产品在公司营收中占比维持在 80%左右，铝箔业务所占比重在行业中位居前列，是铝箔行业最纯标的。受产品结构调整、单双零箔技术要求高、新建产能逐步释放等因素影响，近年公司铝箔产品整体毛利率在 10%上下小幅波动。随着公司高毛利率的电池箔产品的放量，公司铝箔整体毛利率仍有巨大上升潜力。

图 32：铝箔行业主要企业铝箔业务所占比重



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

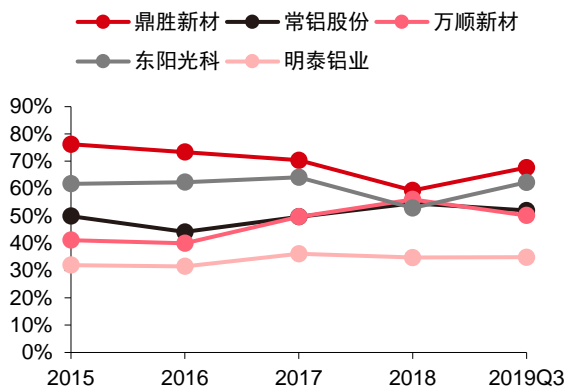
图 33：铝箔行业主要企业铝箔产品毛利率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

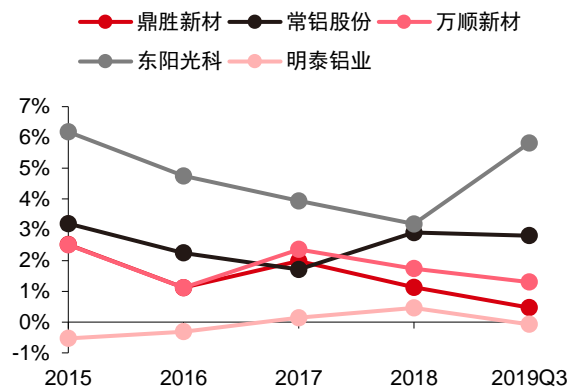
公司资产负债率维持良好水平，三费控制优异助力产能逐步释放。公司近年来开展了一系列产能扩张和外延并购项目，借助在 A 股上市，资产负债率由 2015 年 76% 下降至 2018 年的 60%。截至 2019Q3，公司财务费用率、销售费用率和管理费用率分别为 0.5%/2.9%/0.9% 均在行业中处于较低水平，公司综合竞争力有望进一步提升。

图 34：铝箔行业主要企业资产负债率



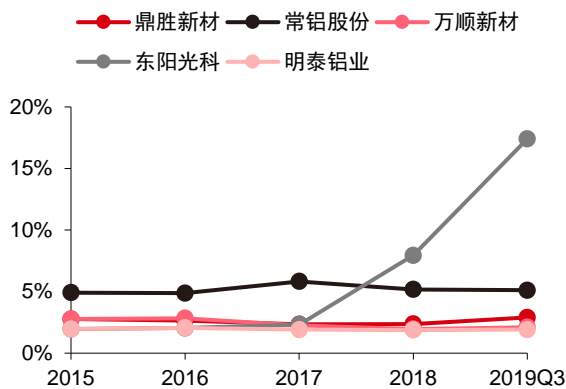
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 35：铝箔行业主要企业财务费用率



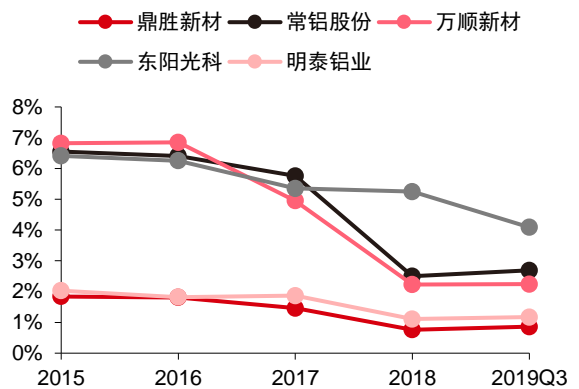
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 36：铝箔行业主要企业销售费用率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 37：铝箔行业主要企业管理费用率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

风险因素

电动汽车增速不及预期，电池箔行业供给大幅增加，铝价格波动风险。

盈利预测及关键假设

关键假设

1. 金属价格：2019-2021 年铝价格 13975/14300/14500 元/吨；
2. 空调箔：2019-2021 年光箔加工费为 0.46/0.46/0.47 万元/吨，产量分别为 4.2/4.6/5.1 万吨，2019-2021 年亲水箔加工费为 0.61/0.61/0.62 万元/吨，产量分别为 16.8/18.5/20.3 万吨；
3. 包装箔：2019-2021 年单零箔加工费为 0.68/0.69/0.71 万元/吨，产量分别为

11.5/13.8/15.0 万吨，2019-2021 年双零箔加工费为 0.95/0.97/0.99 万元/吨，产量分别为 11.5/13.8/15.0 万吨；

4. 电池箔：2019-2021 年光箔加工费为 1.58/1.63/1.68 万元/吨，产量分别为 2.5/3.6/5.4 万吨，2019-2021 年涂碳箔加工费为 4.00/4.12/4.16 万元/吨，产量分别为 0.3/0.5/0.9 万吨；

公司为国内电池铝箔龙头，随着公司 5 万吨电池箔项目投产，受益于电池箔领域的技术壁垒和与下游客户的深度绑定，在电动汽车高速增长下，预计公司业绩将迎来快速增长期。基于以上分析我们预判：公司 2019-2021 年营业收入分别为 110/131/152 亿元，公司盈利显著增长得益于锂电铝箔产销量的快速释放。

表 15：鼎胜新材主要业务盈利预测关键假设

		2018	2019E	2020E	2021E
空调箔					
收入	百万元	3467	3636	4077	4542
成本	百万元	3130	3248	3641	4051
毛利	百万元	337	388	436	490
毛利率	%	9.7%	10.7%	10.7%	10.8%
单零箔					
收入	百万元	1880	2095	2560	2838
成本	百万元	1736	1920	2355	2643
毛利	百万元	143	175	205	195
毛利率	%	7.6%	8.3%	8.0%	6.9%
双零箔					
收入	百万元	2335	2365	2892	3207
成本	百万元	2107	2120	2621	2939
毛利	百万元	228	245	271	268
毛利率	%	9.8%	10.3%	9.4%	8.4%
电池箔					
收入	百万元	469	796	1213	1931
成本	百万元	352	559	846	1340
毛利	百万元	117	236	367	591
毛利率	%	25.0%	29.7%	30.3%	30.6%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

盈利预测与估值

公司主营业务为铝箔的生产和销售，我们以 A 股从事铝箔和铜箔的公司作为估值参考。上述假设下，预测公司 2019-2021 年归母净利润为 2.89/4.11/5.41 亿元，对应 EPS 分别为 0.67/0.95/1.25 元。随着公司 5 万吨电池箔项目投产，受益于电池箔领域的技术壁垒和与下游客户的深度绑定，在电动汽车高速增长下，公司业绩预计将迎来快速增长期。给予公司 2020 年 32 倍 PE，对应未来一年目标价 30.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 16：鼎胜新材盈利预测与估值情况

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,200	10,291	11,053	13,140	15,162
营业收入增长率 YoY	29.8%	11.9%	7.4%	18.9%	15.4%
净利润(百万元)	273	276	289	411	541
净利润增长率 YoY	-18.3%	1.3%	4.6%	42.3%	31.6%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.75	0.68	0.67	0.95	1.25
毛利率	9.7%	9.1%	8.5%	9.1%	9.8%
净资产收益率 ROE	11.6%	8.2%	8.0%	10.3%	12.1%
每股净资产 (元)	5.4	7.8	8.4	9.2	10.3
PE	23	26	26	18	14
PB	3.2	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 2 月 21 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,200	10,291	11,053	13,140	15,162
营业成本	8,304	9,354	10,115	11,943	13,679
毛利率	9.74%	9.11%	8.48%	9.11%	9.78%
营业税金及附加	29	37	37	44	52
销售费用	215	244	298	368	440
营业费用率	2.34%	2.37%	2.70%	2.80%	2.90%
管理费用	134	78	94	112	129
管理费用率	1.46%	0.76%	0.85%	0.85%	0.85%
财务费用	183	116	102	115	135
财务费用率	1.98%	1.13%	0.92%	0.88%	0.89%
投资收益	-2	-68	-16	-16	-16
营业利润	337	355	347	495	651
营业利润率	3.66%	3.45%	3.14%	3.77%	4.29%
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	1	11	3	3	3
利润总额	338	346	347	495	651
所得税	58	64	52	74	98
所得税率	17.28%	18.40%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	7	6	6	9	12
归属于母公司股东的净利润	273	276	289	411	541
净利率	2.97%	2.69%	2.62%	3.13%	3.57%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,087	1,019	1,801	1,665	1,964
存货	1,624	1,642	1,979	2,257	2,555
应收账款	1,802	1,825	2,053	2,448	2,777
其他流动资产	316	415	449	457	548
流动资产	4,830	4,901	6,283	6,827	7,844
固定资产	2,249	2,490	2,704	2,910	3,102
长期股权投资	223	189	189	189	189
无形资产	104	135	143	152	161
其他长期资产	657	735	735	735	735
非流动资产	3,234	3,550	3,772	3,987	4,187
资产总计	8,064	8,451	10,056	10,813	12,031
短期借款	2,326	2,488	3,761	3,859	4,300
应付账款	1,706	1,331	1,416	1,672	1,926
其他流动负债	1,075	407	401	427	459
流动负债	5,108	4,226	5,578	5,958	6,684
长期借款	121	609	609	609	609
其他长期负债	447	178	178	178	178
非流动性负债	568	787	787	787	787
负债合计	5,676	5,013	6,365	6,745	7,471
股本	365	430	434	434	434
资本公积	817	1,553	1,549	1,549	1,549
归属于母公司所有者权益合计	2,346	3,382	3,628	3,996	4,476
少数股东权益	42	57	63	72	84
股东权益合计	2,388	3,439	3,691	4,068	4,560
负债股东权益总计	8,064	8,451	10,056	10,813	12,031

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	338	346	347	495	651
所得税支出	-58	-64	-52	-74	-98
折旧和摊销	224	253	289	341	397
营运资金的变化	-774	-578	-523	-397	-434
其他经营现金流	211	200	120	131	151
经营现金流合计	-59	157	182	495	668
资本支出	-83	-337	-512	-555	-597
投资收益	-2	-68	-16	-16	-16
其他投资现金流	201	150	-1	0	0
投资现金流合计	116	-255	-529	-571	-613
发行股票	0	837	0	0	0
负债变化	7,225	10,480	1,273	98	441
股息支出	-37	-43	-43	-43	-62
其他融资现金流	-7,415	-10,972	-102	-115	-135
融资现金流合计	-226	303	1,128	-60	245
现金及现金等价物净增加额	-169	204	782	-136	300

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	29.8%	11.9%	7.4%	18.9%	15.4%
营业利润增长率	-12.1%	5.3%	-2.1%	42.6%	31.4%
净利润增长率	-18.3%	1.3%	4.6%	42.3%	31.6%
毛利率	9.7%	9.1%	8.5%	9.1%	9.8%
EBITDA Margin	0.0%	0.0%	6.6%	7.2%	7.7%
净利率	3.0%	2.7%	2.6%	3.1%	3.6%
净资产收益率	11.6%	8.2%	8.0%	10.3%	12.1%
总资产收益率	3.4%	3.3%	2.9%	3.8%	4.5%
资产负债率	70.4%	59.3%	63.3%	62.4%	62.1%
所得税率	17.3%	18.4%	15.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	13.4%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%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

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM00010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。