

低成本优势支撑全球湿法隔膜龙头地位

从成本的角度分析公司的投资价值

核心结论

低成本优势造就公司份额持续提升：公司在国内隔膜的市场份额由16年1季度的7%提升到2018年3季度的24%以上。单看湿法隔膜，公司份额由17年的27%提升到18年上半年的40%。另外，公司湿法隔膜还实现向三星 SDI、LG Chem的批量供货，并有望进入松下供应链，展现其性能优势。

低成本体现在高的盈利能力上：从2018年上半年的行业盈利水平对比来看，公司毛利率和净利率分别为65%和55%，竞争对手只有干法龙头星源材质尚有54%的毛利率和46%的净利率，其他竞争对手大都微利或亏损。

综合实力造就低成本优势：产品成本构成主要由原材料成本、人工成本及制造费用组成，公司在这几个方面都具备明显优势。对比产线投资数据，公司单条产线产能远高于竞争对手，单位产能的投资也低，这两方面使得公司的制造费用低于竞争对手；在原材料耗用方面，公司单位产品耗用的原材料也低于竞争对手；高的自动化率使得公司产品的人工成本也拥有更大优势；作为国内最大的隔膜生产企业，公司在原材料采购方面的规模优势也较为明显。更大的生产规模同样还带来了更高的良品率及分切收率，这对降低单位产品成本同样至关重要

成本继续下降，优势有望扩大：随着规模扩大，影响低成本的各个指标将继续优化，强者恒强的态势凸显，公司有望借此成长为全球湿法龙头。

核心数据

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,146	2,114	2,501	3,087	4,190
增长率(%)	1.3%	84.5%	18.3%	23.4%	35.8%
净利润（百万元）	165	523	550	787	1,184
增长率(%)	10.2%	232.1%	5.1%	43.1%	50.4%
每股收益（EPS）	0.35	1.10	1.16	1.66	2.50
市盈率（P/E）	117.4	37.1	35.3	24.7	16.4
市净率（P/B）	12.3	5.8	5.1	4.4	3.6

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级

买入

股票代码

002812

目标价格

58

前次评级

评级变动

首次

当前价格

41.90

近一年股价走势



分析师



杨敬梅 S0800518020002



021-38584220



yangjingmei@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

公司低成本优势明显	3
低成本带来市场份额持续提升	3
长期竞争力基于保证性能情况下的低成本	3
低成本来自于综合实力	4
单位产能投资低	4
单条产线产能高	5
综合实力造就低成本	6
未来成本仍有下降潜力	7
新产能单位产能投资下降	7
随着产线规模的增加，用料量降低	7
良品率持续提升	8
盈利预测与投资评级	8
盈利预测假设基础	8
盈利预测结果如下，给予“买入”评级	11
风险提示	11

图表目录

图 1：上海恩捷市场份额持续提升	3
图 2：3 季度隔膜出货量	7
表 1：可比公司毛利率和净利率	4
表 2：各企业单位产能投资对比	5
表 3：单条产线产能对比	6
表 4：各隔膜企业单位成本	6
表 5：公司良品率近年来持续提升	8
表 6：隔膜销量及单价假设	8
表 7：分产品预测假设基础（单位：万元）	9

新能源汽车对产品质量要求很高，但对于占电动车成本很高的锂电池产业链（对于中低端车型而言，锂电池成本可占汽车总成本的 50%以上）来说，在保证质量的情况下，低成本优势可能是企业能够最终脱颖而出的关键因素。

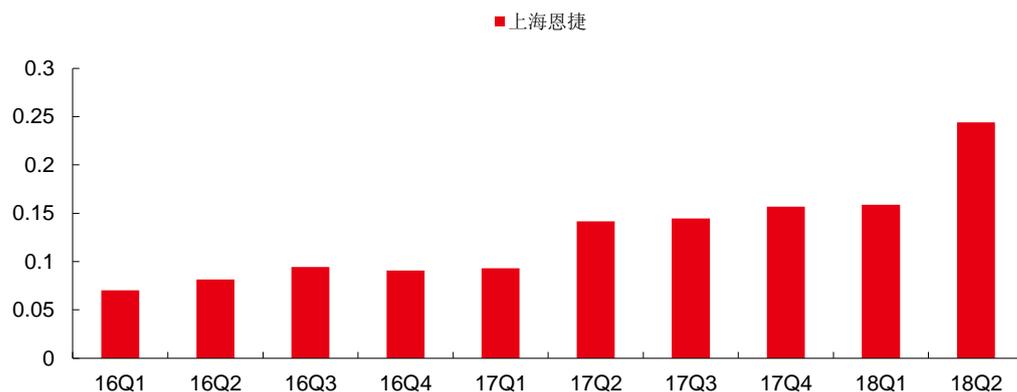
对于隔膜来说，高的生产效率和良品率是降低成本的关键。本报告中，我们将从固定资产投资规模、材料利用率、人工使用成本、良品率等各方面来分析恩捷股份作为国内湿法隔膜龙头企业的成本优势，并且我们认为，随着工艺和产能利用率的提升，公司这方面的优势有强化的趋势。

公司低成本优势明显

低成本带来市场份额持续提升

2017年5月，公司公告以向其股东发行股份的方式收购上海恩捷股权并于2018年8月15日实施完毕。自此，上海恩捷成为恩捷股份90.08%控股的子公司。

图1：上海恩捷市场份额持续提升



资料来源：高工锂电 西部证券研发中心

上海恩捷为湿法隔膜龙头企业，凭借产品性能和成本优势，市场份额持续提升：16年1季度，上海恩捷在国内隔膜市场份额仅为7%，2018年2季度和3季度已经达到24%以上。单看湿法隔膜，上海恩捷2017年市场份额占27%，2018年上半年增加至37%，前三季度已经增加到40%以上。

另外，恩捷在保障国内市场份额的前提下，大力开拓海外优质客户。目前，三星SDI、LG Chem、已经实现批量供货，公司还是三星SDI在中国唯一认证供应商，并有望进入松下供应链。

长期竞争力基于保证性能情况下的低成本

隔膜是锂电池的四大材料之一，对电池的安全稳定性至关重要，尤其是对于动力电池而言。公司产品能得到CATL、三星SDI、LG Chem、国轩、力神等国内外龙头企业的认可，其性能毋庸置疑。

对于大多数公司而言，成本数据并非公开，因此无法一一列举进行比较。但因隔膜价格相对公开，因此盈利能力的对比可在一定程度上反应公司的成本优势及竞争力。上海恩捷的盈利水平高于行业大多数公司。

表 1：可比公司毛利率和净利率

相关公司	毛利率	报告期	净利率	报告期
星源材质	54.36%	2018年6月	45.83%	2018年6月
合肥星源			-23.31%	2018年6月
上海恩捷	65.05%	2017年	55.00%	2018年6月
沧州明珠	12.28%	2018年6月	4.57%	2018年6月
义腾新能源	74.44%	2016年6月		2018年6月
中锂新材	59.84%	2017年5月	-50.72%	2018年6月
鸿图隔膜	54.52%	2018年6月	30.15%	2018年6月
纽米科技	33.30%	2018年6月	-36.70%	2018年6月
苏州捷力	31.62%	2018年6月	-12.19%	2018年6月

资料来源：wind 西部证券研发中心

低成本来自于综合实力

产品成本构成主要由原材料成本、人工成本及制造费用组成，公司在这几个方面都具备明显优势。

单位产能投资低

折旧是制造费用的重要组成部分。对于大部分产线来说，单位产能投资额越低，便意味着越低的折旧费用。

与同业相比，公司单位产能投资额处于相对较低水平。沧州明珠干法隔膜项目投资额低于公司，鸿图隔膜的 2-5 号湿法线投资略低于公司，主要因为它的产线大部分采购国产设备，而上海恩捷的产线是来自于日本制钢所的设备，设备的自动化率更高。国外设备偏贵，但在性能和稳定性上更好。

表 2: 各企业单位产能投资对比

公司名称	产线名称	年产量 (万平方米/年)	总投资额 (万元)	单位产能投资额 (元/平米)
上海恩捷	上海生产线六线	预计 6,960 , 实际可达 7200	17746.48	2.46
	珠海生产线-七线---十三线	8280	23822.23	2.88
鸿图隔膜	1 号基膜生产线	2,000	14581.00	7.29
	2 号基膜生产线	4,500	10679.00	2.37
	3 号基膜生产线	4,500	8859.00	1.97
	4 号基膜生产线	4,500	8859.00	1.97
	5 号基膜生产线	4,500	8859.00	1.97
星源材质	常州在建 8 条湿法生产线	3.6 亿	199601.05	5.54
沧州明珠	年产 6,000 万平方米湿法锂离子电池隔膜项目	6000	32000.00	5.33
	年产 10,500 万平米湿法锂离子电池隔膜项目	10500	59200.00	5.64
	年产 5,000 万平方米干法锂离子电池隔膜项目	5000	7991.00	1.60
纽米科技	2 × 3000 万平米/年高性能锂离子电池隔膜项目	6000	34700.00	5.78

资料来源: 各公司公告 西部证券研发中心

单条产线产能高

公司较低的单位产能投资主要来自于更高的单产线产能: 湿法隔膜企业单条产线的产能一般都不超过 5000 万平米, 公司除了第一和第三条产线之外, 单条产线产能都高于 5000 万平米, 珠海新产线设计产能甚至达到 8000 万平以上。

生产效率高是公司的单产线产能高于同行的重要原因: 目前, 上海恩捷新产线车速 60 米/分钟以上, 可出膜最大量为 1.2 亿平米/年, 可供销售量即可达到 9 千万平米。公司生产效率是行业平均水平的 2-3 倍。

一般来说, 对于同一家公司, 因熟练程度的关系, 越晚投产的项目, 单条产线产能越高, 但本表所列的产能跟恩捷比大都是更晚投产的

表 3: 单条产线产能对比

	单条产线年产量 (万平方米/年)		单条产线年产量 (万平方米/年)
上海恩捷		鸿图隔膜	
上海生产线一线	4320	1 号基膜生产线	2000
上海生产线二线	5040	2 号基膜生产线	4500
上海生产线三线	2640	3 号基膜生产线	4500
上海生产线四线	6960	4 号基膜生产线	4500
上海生产线五线	6960	5 号基膜生产线	4500
上海生产线六线	预计 6960 ,实际可达 7200	义腾新能源	
珠海生产线-七线---十三线	8280	8 条干法双拉纳米微孔隔膜生产线	1500
沧州明珠		纽米科技	
年产 6,000 万平方米湿法锂离子电池隔膜项目	3000	2 × 3000 万平米/年高性能锂离子电池隔膜项目	3000
年产 10,500 万平米湿法锂离子电池隔膜项目	3500		
年产 5,000 万平方米干法锂离子电池隔膜项目	2500	星源材质	
7000 万平湿法隔膜生产线	3500	常州星源在建 8 条湿法生产线	4500

资料来源: 相关公司公告 西部证券研发中心

综合实力造就低成本

对比同业的成本构成, 上海恩捷制造费用占比最高 (占制造费用比例最高的是折旧费用)。通过上面的分析我们知道, 上海恩捷的单位产能投资低于同行, 因而折旧费用低于行业大多数公司, 因此恩捷的单位成本在行业中拥有很强的优势。

表 4: 各隔膜企业单位成本

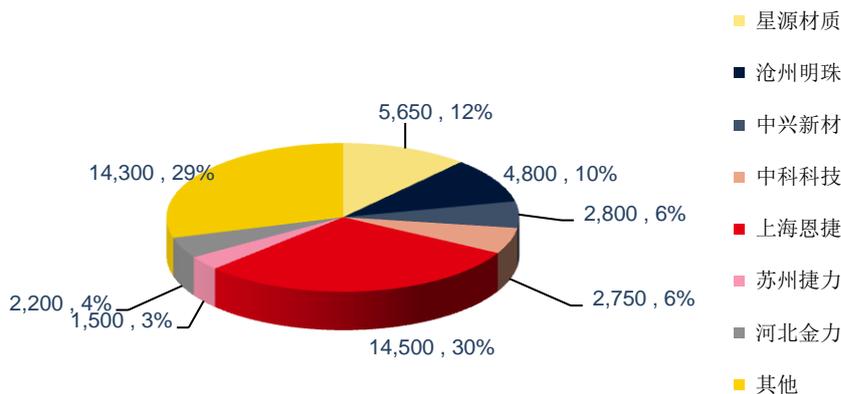
	星源材质	上海恩捷	沧州明珠	鸿图隔膜
原材料	29.31%	34.71%	80.33%	45.04%
人工	41.05%	7.52%	10.53%	6.47%
制造费用	29.64%	57.77%	9.14%	47.19%

资料来源: 各公司公告 西部证券研发中心

湿法隔膜的原材料主要是聚乙烯、石蜡油和萃取剂。除此之外, 还会有一定的水、电、煤等能源动力的消耗。

上海恩捷的聚乙烯、石蜡油和萃取剂等原材料消耗量低于同行。另外, 因公司是当前国内最大的隔膜生产企业, 其原材料采购方面的规模优势明显, 相比较而言, 上海恩捷的聚乙烯、石蜡油等的采购单价也低于同行。

图 2: 3 季度隔膜出货量



资料来源: GGII 西部证券研发中心

从能源动力的角度来说,产线越多、产能越大,产线之间的协同效应越强。举例来讲:回收装置是耗电量很大的装置,它可以一条产线独用,也可以多条产线共用,多条产线共用可分摊回收装置消耗的电费。

另外,因恩捷产量高,其在原材料采购方面的规模效应和议价能力也高于同行,目前恩捷的原材料采购成本低于同行 10-20%。

未来成本仍有下降潜力

对于同一家企业,其新产线的自动化率高于老产线是不争的事实,高的自动化率为人工成本的降低做出贡献。

除人工成本外,新产线更低的单位产能投资可降低折旧费用。而新产线更大的生产规模和效率则在原材料使用方面体现了规模优势。

综合来看,新建产能在原材料、人工和制造费用方面的成本都要更低,而老产线也可以借助生产工艺的改进提高生产效率从而降低产品成本。

除此之外,公司良品率也逐年提升,这也是降低单位产品成本的重要方面。

新产能单位产能投资下降

从表 2 和表 3 的同业对比中我们可以看出,随着生产效率的提升,新产线的单产线产能普遍高于旧产线,从而单位产能的投资额也逐步降低。

另外,因自动化率越来越高,所以新产线对人工的需求减少,从而持续降低单位产能人工费用。

随着产线规模的增加,用料量降低

上海恩捷不同时期、不同规模的产线,产线产能越大,单位产品用料量则越低。随着未来规模

较大的新产线投产，我们判断，其单位成本将会继续下降。

良品率持续提升

良品率的高低取决于 A 品率（与产品质量相关）及各阶段产品的分切收率，这两个指标都会随着技术成熟度的提升、产线规模的提升以及产量增加而获得提升

其中，A 品率取决于包括生产技术和工艺控制在内的综合能力。分切收率除受产品质量本身影响外，还与产线规模、产能利用率、客户规模等各种因素相关。

表 5：公司良品率近年来持续提升

产品	2017 年	2016 年	2015 年
基膜半成品	89%	85%	71%
基膜成品	69%	60%	48%
涂布膜	69%	65%	52%
综合良品率	78%	73%	53%

资料来源：WIND 西部证券研发中心

凭借优质的产线、高效的生产以及规模效应，公司在成本方面的比较优势将越来越明显，我们判断，公司的市场份额将进一步提升，并成长为具备全球配套能力的湿法隔膜领域龙头企业。

盈利预测与投资评级

盈利预测假设基础

我们按照产品分类对各产品的收入增长率及毛利率做出如下假设。

其中虽公司收入利润影响最大的隔膜业务的销量、单价、成本等假设如下：

表 6：隔膜销量及单价假设

	2015	2016	2017/2018E	2019E	2020E
--	------	------	------------	-------	-------

公司深度研究 | 恩捷股份

隔膜收入构成

基膜销售量（万平米）	2162.76	4563.32	13429.88	30000	55000	90000
涂布销售量（万平米）	1078.23	5557.95	7864.88	17000	25000	45000
总销售量（万平米）	3240.99	10121.27	21294.76	47000.00	80000.00	135000.00
基膜单价（元/平米，不含税）	3.91	3.93	3.4	2.2	1.9	1.8
涂布单价（元/平米，不含税）	6.69	5.75	5.56	4	3.5	3.1
基膜收入（万元）	8456.38	17933.83	45661.6	66000	104500	162000
涂布收入（万元）	7213.37	31958.23	43728.74	68000	87500	139500
主营业务收入（万元）	15669.75	49892.06	89390.34	134000	192000	301500
收入增长率（%）		218.40%	79.17%	49.90%	43.28%	57.03%
隔膜单位成本						
锂电池基膜（元/平米）	2.48	1.28	1.15	0.9	0.72	0.7
锂电池涂布隔离膜（元/平米）	3.26	2.41	2.01	1.9	1.6	1.4

资料来源：公司公告 西部证券研发中心

表 7：分产品预测假设基础（单位：万元）

公司深度研究 | 恩捷股份

	2017 年报	2018E	2019E	2020E
隔膜				
收入	89,390.34	133,500.00	198,000.00	283,500.00
增长率		49.34%	48.31%	43.18%
成本	31,240.35	49,300.00	81,000.00	118,350.00
毛利	58,149.99	84,200.00	117,000.00	165,150.00
毛利率(%)	65.05%	63.07%	59.09%	58.25%
BOPP 平膜				
收入	31,690.66	32,007.57	32,327.64	32,650.92
增长率	1.71%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	29,205.07	29,574.99	29,870.74	30,169.45
毛利	2,485.59	2,432.58	2,456.90	2,481.47
毛利率(%)	7.84	7.60%	7.60%	7.60%
BOPP 烟膜				
收入	27,454.05	28,826.75	29,691.56	29,988.47
增长率	22.59%	5.00%	3.00%	1.00%
成本	18,861.80	19,803.98	20,398.10	20,602.08
毛利	8,592.25	9,022.77	9,293.46	9,386.39
毛利率(%)	31.30	31.30%	31.30%	31.30%
无菌包装				
收入	22,236.71	23,348.55	24,049.00	24,289.49
增长率	25.79%	5.00%	3.00%	1.00%
成本	16,647.63	17,744.89	18,277.24	18,460.01
毛利	5,589.07	5,603.65	5,771.76	5,829.48
毛利率(%)	25.13	24.00%	24.00%	24.00%
特种纸				
收入	14,425.49	12,261.67	12,261.67	12,261.67
增长率	-13.94%	-15.00%	0.00%	0.00%
成本	12,007.91	11,035.50	11,035.50	11,035.50
毛利	2,417.58	1,226.17	1,226.17	1,226.17
毛利率(%)	16.76	10.00%	10.00%	10.00%
烟标				
收入	15,936.86	12,749.49	11,474.54	11,474.54
增长率	-18.15%	-20.00%	-10.00%	0.00%
成本	8,956.67	6,757.23	6,081.51	6,081.51
毛利	6,980.19	5,992.26	5,393.03	5,393.03
毛利率(%)	43.80	47.00%	47.00%	47.00%
其他主营业务				
收入	8,496.03	5,097.62	5,097.62	5,097.62
增长率	61.00%	-40.00%	0.00%	0.00%
成本	2,032.84	3,058.57	3,058.57	3,058.57
毛利	6,463.19	2,039.05	2,039.05	2,039.05
毛利率(%)	76.07	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务				

公司深度研究 | 恩捷股份

收入	1,787.19	1,787.19	1,787.19	1,787.19
增长率	-4.79%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	1,532.53	1,536.98	1,536.98	1,536.98
毛利	254.66	250.21	250.21	250.21
毛利率(%)	14.25	14.00%	14.00%	14.00%
合计				
收入	122,026.99	249,578.83	314,689.21	401,049.89
增长率		104.53%	26.09%	27.44%
成本	89,244.45	138,812.15	171,258.64	209,294.10
毛利	32,782.53	110,766.68	143,430.57	191,755.79
毛利率(%)	26.86%	44.38%	45.58%	47.81%

资料来源：WIND 西部证券研发中心

期间费用率假设为最新年报（最新年报数据按照假设上海恩捷已经注入的备考数据填列）的比率。

盈利预测结果如下，给予“买入”评级

我们预计/2018/19/20年，公司将分别实现营业收入 25.01/30.87/41.90 亿元，同比增长 18.28%/23.44%/35.57%；实现净利润 5.50/7.87/11.840 亿元，同比增长 5.14%/43.11%/50.39%；每股收益 1.16/1.66/2.50 元。按照 19 年 EPS 的 35 倍 PE 进行估值，目标价 58 元，给予“买入”评级。

风险提示

1、新技术风险

我们的假设都是基于现有技术基础上的，虽然目前还未看到有新技术替代，但不排除会出现新的公司没有掌握的技术可迅速替代现有技术，公司的行业优势将不复存在。

2、政策风险

公司的下游主要是新能源汽车行业，新能源汽车行业未来几年受国家政策的影响较大，如果政策出现不利变化，可能会对公司的需求造成影响。

3、汇率波动风险

公司未来几年将会有很大比例的产品外销，如果汇率出现波动，可能会给公司造成汇兑损益的风险。

4、市场竞争加剧风险

近几年越来越多的竞争对手投资新的产能项目，虽然公司在成本和产品质量方面具备优势，但如有公司能够赶上或超过公司，将对公司的竞争力造成影响。

5、成本下降幅度低于预期的风险

我们判断，隔膜未来的价格还将处在下降通道中。但如果成本下降速度或幅度低于预期，公司的盈利能力将收到影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	616	358	691	572	1,296	营业收入	1,146	2,114	2,501	3,087	4,190
应收款项	451	937	688	1,305	1,388	营业成本	816	1,205	1,488	1,699	2,169
存货净额	188	331	305	421	506	营业税金及附加	11	17	20	24	33
其他流动资产	1	374	374	374	374	销售费用	34	42	50	62	84
流动资产合计	1,255	2,001	2,059	2,672	3,564	管理费用	101	222	227	280	380
固定资产及在建工程	505	2,155	2,316	2,457	2,578	财务费用	4	12	37	51	63
长期股权投资	3	3	53	98	143	其他费用/(-收入)	-0	-2	6	2	2
无形资产	72	157	212	277	343	营业利润	177	623	681	974	1,464
其他非流动资产	19	508	667	866	1,054	营业外净收支	15	-2	-2	-2	-2
非流动资产合计	607	2,834	3,259	3,710	4,129	利润总额	193	620	679	972	1,462
资产总计	1,862	4,835	5,318	6,382	7,693	所得税费用	27	85	101	145	218
短期借款	-	328	-	-	-	净利润	165	536	578	827	1,243
应付款项	415	879	595	1,225	1,246	少数股东损益	-	26	28	39	59
其他流动负债	0	61	61	61	61	归属于母公司净利润	165	523	550	787	1,184
流动负债合计	289	936	547	736	831	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款及应付债券	-	420	820	1,020	1,220	盈利能力					
其他长期负债	-	-	-	-	-	ROE	10.5%	15.6%	14.5%	17.7%	21.9%
长期负债合计	-	420	820	1,020	1,220	毛利率	28.8%	43.0%	40.5%	45.0%	48.2%
负债合计	289	1,356	1,367	1,756	2,051	营业利润率	15.5%	29.5%	27.2%	31.5%	34.9%
股本	134	238	238	238	238	销售净利率	14.4%	26.0%	23.1%	26.8%	29.7%
股东权益	1,573	3,479	3,951	4,626	5,642	成长能力					
负债和股东权益总计	1,862	4,835	5,318	6,382	7,693	营业收入增长率	1.3%	84.5%	18.3%	23.4%	35.8%
						营业利润增长率	11.0%	251.0%	9.3%	43.0%	50.3%
						净利润增长率	10.2%	232.1%	5.1%	43.1%	50.4%
						偿债能力					
						资产负债率	15.5%	28.1%	25.7%	27.5%	26.7%
						流动比	4.34	2.14	3.76	3.63	4.29
						速动比	3.69	1.38	2.52	2.55	3.23
						每股指标与估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
						每股指标					
						EPS	0.35	1.10	1.16	1.66	2.50
						BVPS	3.32	7.08	8.02	9.36	11.38
						估值					
						P/E	117.4	37.1	35.3	24.7	16.4
						P/B	12.3	5.8	5.1	4.4	3.6
						P/S	16.9	9.2	7.8	6.3	4.6

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入:	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅 (复权后) 大于 20%
增持:	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅 (复权后) 介于 5%到 20%之间
中性:	个股预期未来 6-12 个月内的波动幅度 (复权后) 介于-5%到 5%
卖出:	个股预期未来 6-12 个月内的跌幅 (复权后) 大于 5%

联系我们

联系地址: 上海市浦东新区张杨路 500 号华润时代广场 12 楼 A2BC
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队:

徐青	上海	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
戴茂戎	上海	区域销售总监	13585757755	daimaorong@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
董家华	上海	高级机构销售	14782171026	dongjiahua@research.xbmail.com.cn
程琰	上海	高级机构销售	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
程瑶	上海	高级机构销售	13581671012	chengyao@research.xbmail.com.cn
李思	全国	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
李书聪	上海	机构销售助理	18721871307	lishucong@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	机构销售助理	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
夏一然	北京	高级机构销售	15811140346	xiayiran@research.xbmail.com.cn
朱晓敏	上海	非公募销售总监	15800560626	zhuxiaomin@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	非公募资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

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

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

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

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。