

消费电子+新能源汽车驱动新一轮成长



核心观点

- **业绩迎新一轮快速增长机遇：**通过内生+外延模式，公司形成了原材料供应-精密零组件制造-模组生产-FATP 全产业链生产能力，成为一站式精密制造平台型企业，此外，公司也布局了无线充电、5G 通信等新兴领域。公司坐拥核心客户，参与最新技术研发，一站式服务推动客户研发进度并加快项目落地，进一步增强客户粘性。受益 5G 手机快速起量、新能源汽车/可穿戴/智能家居等终端快速增长、无线充电需求旺盛，公司业绩有望迎来新一轮增长。此外，公司商誉充分计提，将会显著降低非经常损益对公司业绩干扰。
- **大客户手机持续创新，公司功能件有望迎来量价齐升：**公司是国际领先品牌的核心功能件供应商。受益大客户 5G 手机产品创新，公司不断升级功能件方案并导入更多功能件，单机价值量增长 30%以上。同时，子公司威博精密的协同效应有望逐渐显现，未来相关金属结构件也有望导入更多主要客户中，持续拓展产品线。随着 5G 换机潮到来，大客户手机销量有望在 2021 年达到 2.2 亿部以上，同比恢复快速增长，公司有望充分受益产品量价齐升的趋势。
- **借助新能源汽车巨头迎来快速发展机遇：**国际新能源汽车巨头销量持续快速增长，19 年达到 37 万辆，同比超过 50%，今年随上海工厂产能释放，销量有望保持快速增长势头。公司已成为国际新能源车巨头的核心供应商，并不断拓宽新能源配套品类，从新能源储能设备的能量收集件，到新能源汽车电池、电机、电控等核心零部件的配件，再到无线充电系统，单车价值量将伴随产品线的拓展实现持续快速提升，未来单车可供产品价值量有望达 500 美元以上，远超过手机的单机价值。新能源车业务将成为公司新的业绩增长点。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 20-22 年每股收益分别为 1.13、1.15、1.43 元，根据可比公司 21 年 27 倍估值，对应目标价为 31.05 元，首次给予买入评级。

风险提示

- 核心客户智能手机销量不及预期、新能源汽车销量不及预期、新品研发进展不及预期；毛利率下滑风险。

公司主要财务信息	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,554	3,136	4,120	5,241	6,226
同比增长(%)	30.9%	-11.8%	31.4%	27.2%	18.8%
营业利润(百万元)	385	(1,196)	(383)	821	1,028
同比增长(%)	-21.2%	-410.8%	68.0%	314.2%	25.3%
归属母公司净利润(百万元)	547	(650)	719	726	904
同比增长(%)	39.9%	-218.7%	210.6%	1.0%	24.4%
每股收益(元)	0.86	(1.02)	1.13	1.15	1.43
毛利率(%)	31.3%	28.1%	28.6%	30.1%	30.4%
净利率(%)	15.4%	-20.7%	17.5%	13.9%	14.5%
净资产收益率(%)	8.0%	-10.3%	12.0%	10.9%	12.2%
市盈率	27.4	(23.1)	20.9	20.7	16.6
市净率	2.2	2.6	2.4	2.2	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2020年10月21日)	22.43元
目标价格	31.05元
52周最高价/最低价	32.44/14.11元
总股本/流通A股(万股)	63,420/36,256
A股市值(百万元)	14,225
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2020年10月21日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.61	-1.23	-10.35	58.40
相对表现	-2.31	-3.39	-12.52	34.90
沪深300	-0.30	2.16	2.17	23.50



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	蒯剑
	021-63325888*8514
	kuajian@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860514050005
	香港证监会牌照：BPT856
证券分析师	马天翼
	021-63325888*6115
	matianyi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860518090001

联系人	唐权喜
	021-63325888*6086
	tangquanxi@orientsec.com.cn
联系人	李庭旭
	litngxu@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 聚焦功能结构件，垂直整合与横向扩张战略清晰	5
1.1 以功能件起步，成为一站式精密制造平台.....	5
1.2 股权结构清晰稳定.....	7
1.3 商誉风险释放，公司有望迎来新一轮增长.....	8
1.4 公司竞争优势突出.....	9
2 功能件受益于大客户创新，子公司协同效应逐步显现	11
2.1 伴随核心客户一同成长，5G 手机迎来功能件量价齐升.....	11
2.2 并购威博精密，产品与客户协同效应逐步显现.....	13
3 借助新能源汽车巨头迎快速发展机遇	15
3.1 公司产品打入新能源车客户核心供应链.....	15
3.2 深度受益于新能源车大客户产能突破与国产化提升.....	15
4 业务持续扩张，助力公司长期成长	17
4.1 无线充电一站式布局，充分受益行业快速增长.....	17
4.2 公司广泛布局新型智能终端，充分受益行业快速增长.....	20
5 盈利预测与投资建议	21
盈利预测.....	21
投资建议.....	22
风险提示	22

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 安洁科技所并购公司及其产品与客户资源.....	6
图 3: 安洁科技产品布局	6
图 4: 安洁科技业务横向扩张路径	7
图 5: 安洁科技股权结构及主要子公司（截至 20.6.30）	7
图 6: 公司营业收入持续增长	8
图 7: 20 年公司归母净利润扭亏为盈	8
图 8: 公司毛利率处于行业领先.....	9
图 9: 公司一站式精密制造布局体现综合竞争优势	10
图 10: 公司研发投入逐年增长	10
图 11: 定向募资金额及用途（万元）	11
图 12: 功能性器件行业在整个消费电子产业链中所处地位	11
图 13: 历代大客户产品及新增功能件.....	12
图 14: 大客户手机销量及预测	13
图 15: 2020 年全球前六大手机品牌 5G 手机市占率	13
图 16: OLED 屏幕出货量逐步渗透（百万部）	13
图 17: 4G 和 5G 手机散热模组对比.....	13
图 18: 威博精密精密结构件产品类别.....	14
图 19: 金属注射成型技术流程	14
图 20: 安洁将与威博在工艺、业务、客户方面产生协同效应.....	14
图 21: 安洁科技和子公司适新合作开发新能源产品	15
图 22: 适新与博世保持长期战略合作关系	15
图 23: 全球新能源乘用车销量	16
图 24: 中国新能源车销量及渗透率	16
图 25: 大客户加速新能源车交付	16
图 26: 大客户上海厂规划产能	16
图 27: 公司不断拓宽新能源品类.....	17
图 28: 单车价值量不断上涨.....	17
图 29: 无线充电产业链及利润分布	18
图 30: 公司材料+线圈+模组一站式布局	18
图 31: 无线充电市场规模及预测（亿美元）	18
图 32: 无线充电市场分布（2024 年，按价值）	18
图 33: 无线充电接收端模组构成.....	19

图 34：全球无线充电接收器、发射器出货量（亿台）.....	19
图 35：公司新能源汽车无线充电系统.....	19
图 36：2019-2024 年全球可穿戴设备出货量及增长率	20
图 37：中国智能家居设备市场出货量高速增长	20
图 38：公司智能穿戴产品分布	21
图 39：公司智能家居业务分布	21
图 40：可比公司估值.....	22

1 聚焦功能结构件，垂直整合与横向扩张战略清晰

安洁科技是国内领先的消费电子精密零部件生产商，以功能件起步，逐渐成为一站式精密制造平台型企业。公司具备精密模切、精密冲压、CNC、表面处理、微量注塑、MIM 等精密制造工艺，为电脑、智能手机、智能穿戴、智能家居、信息存储设备和新能源汽车等提供精密功能件、结构件产品、模组类产品。公司规划打造四大产品平台，通过垂直整合，形成材料供应-精密制造-模组-FATP 全产业链工艺流程。公司通过并购扩张，不断扩大业务范围，横向扩张，进军 5G、无线充电等新兴市场。

1.1 以功能件起步，成为一站式精密制造平台

公司深耕消费电子功能件市场，公司立足模切工艺，打造核心业务，积累了模切件业务相关的技术团队、客户资源、研发和生产能力。主营产品包括电脑、智能手机等消费电子内部功能件（用于防水、防尘、吸震、屏蔽、增强信号、导热、粘贴、缓冲等）和外部功能件（铭牌 logo、触控面板、视窗防护玻璃等）。2008 年，公司进入 iPad 供应链，成为国际领导品牌的供货商。此外，公司与惠普、摩托罗拉、华硕、索尼、戴尔等客户形成长期稳固合作关系，为此后业务的进一步扩展打下坚实基础。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告、东方证券研究所

外延并购与内部创新齐行，拓展产品范围。公司通过并购不断外延产品线，扩大经营范围：2014 年收购新星控股，补充金属结构件产品，切入信息存储及新能源汽车行业；2017 年收购威博精密，补充智能手机金属结构件产品；2018 年收购威斯东山，整合磁性材料供应链，切入无线充电和 5G 产品市场。内部通过研发创新，与客户共同成长：2014 年成功研发光学胶膜产品并量产，用于大客户 3D Touch 技术。2017 年参与大客户手机 OLED 屏研发，为客户提供单独定制的解决方案。2018 年公司设立安洁无线，整合公司资源，研发无线充电系统，分享未来不断增长的新能源汽车市场红利。2019 年，公司通过子公司威斯东山成立威洁通讯，负责研发射频器件和 5G 天线等通信领域产品，形成以 5G 陶瓷滤波器业务为中心的 5G 产品体系。5G 通讯技术正蓬勃发展，公司通过提前布局，进入 5G 通信新兴市场。公司明确垂直整合与横向扩张发展战略，整合提高生产能力，迎接未来市场机遇。

图 2：安洁科技所并购公司及其产品与客户资源

子公司	主要产品	客户资源	优势
适新科技 (新星控股)	信息存储（硬盘顶盖、磁盘夹具、磁盘分离器） 新能源汽车（电池模组零部件、充电端口零部件、高压连接线组件、冷却系统零部件等）	博世、希捷、西部数据等	新星控股与博世保持长期战略合作关系，高精度、小尺寸的精密金属件产品配套供应博世的安全系统、动力系统、车载系统等，在汽车生态圈中占据重要地位
威博精密	消费电子结构件（手机按键、SIM卡托、摄像头装饰圈、3D热压后盖等）	VIVO、OPPO、小米、H客户等	威博精密具备冲压、锻造、CNC、MIM、纳米注塑、激光雕刻、金属打磨、表面处理、点胶、产品组装等全制程工艺能力
威斯东山	磁性材料（陶瓷材料、微波铁氧体、镍锌铁氧体、纳米晶材料、吸波材料等）	--	威斯东山属于原材料供应链，将公司带入磁性材料领域，磁性材料广泛应用于智能手机、平板电脑等消费电子及新能源汽车产品

数据来源：公司公告、东方证券研究所

垂直整合产业链，打造一站式精密制造平台型企业。通过内生+外延模式，安洁科技目前已拥有新材料类、精密零组件、模组类、无线充电系统四大产品平台，形成了原材料供应-精密零组件制造-模组生产-FATP（最终组装测试成品）全产业链生产能力，成为一站式精密制造平台型企业，为客户提供定制化的完整解决方案。

图 3：安洁科技产品布局


数据来源：公司公告、公司官网、东方证券研究所

横向扩张，立足核心业务的同时，也在积极进军未来重点行业。公司核心业务始终为消费电子功能件，公司成立之初，终端产品主要为各类电脑，后拓展到智能手机、耳机等其他消费电子产品。2014年通过收购新星控股切入信息存储和新能源汽车等行业。2018年公司收购威斯东山进入磁性材料领域，以此为基础切入无线充电和5G通信行业。公司已形成集合消费电子、新能源汽车、智能穿戴、智能家居、无线充电、5G产品的复合型产品体系。随着手机不断创新和5G手机逐步放量、新能源汽车和可穿戴快速起量，公司未来前景广阔。

图 4：安洁科技业务横向扩张路径

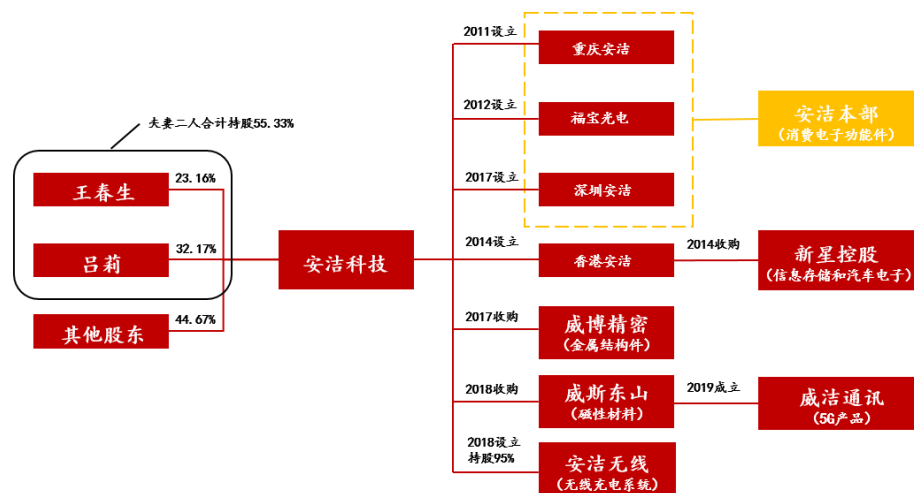


数据来源：公司公告、公司官网、东方证券研究所

1.2 股权结构清晰稳定

公司股权明晰，管理权集中。公司实际控制人为王春生、吕莉夫妇，自成立之日起从未变更，其中王春生任董事长，吕莉任总经理。截至2020年6月30日，吕莉女士持股32.17%，王春生先生持股23.16%，二人合计持股55.3%，掌握公司的绝对管理权，股权结构清晰且稳定。

图 5：安洁科技股权结构及主要子公司（截至 20.6.30）

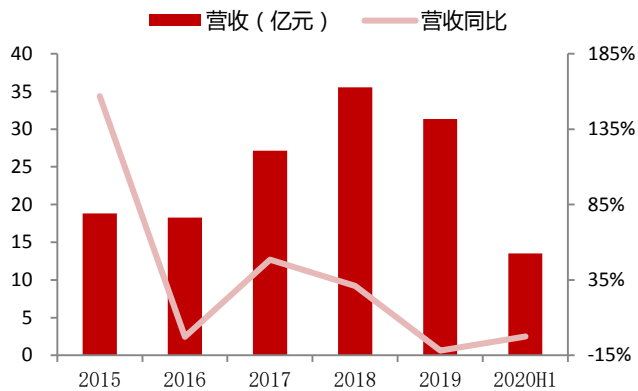


数据来源：公司公告、东方证券研究所

1.3 商誉风险释放，公司有望迎来新一轮增长

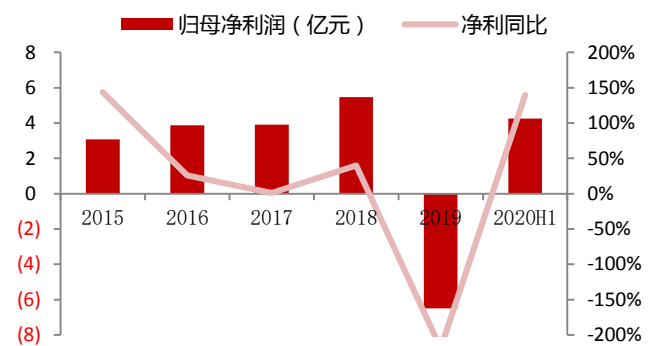
公司营业收入近年持续增长，从 2015 年的 19 亿元，增长到 2018 年的 36 亿元，2019 年，由于 4G 手机出货量放缓，5G 手机尚未起量，公司营收出现小幅下滑，为 31.4 亿元。公司归母净利润也逐步增长，从 2015 年的 3.07 亿元，增长到 2018 年的 5.47 亿元，2019 年，由于公司收购的威博精密和斯威东山业绩不达预期，计提了 21.5 亿商誉减值影响了全年利润，目前公司账面商誉仅剩下 2.77 亿元，商誉风险已经充分释放。今年上半年公司归母净利润为 4.26 亿元，即使受到疫情影响，扣非净利润也达到了 7018 万元。随着大客户手机不断创新、5G 手机放量、新能源车和可穿戴放量，公司业绩有望迎来新一轮快速增长。

图 6：公司营业收入持续增长



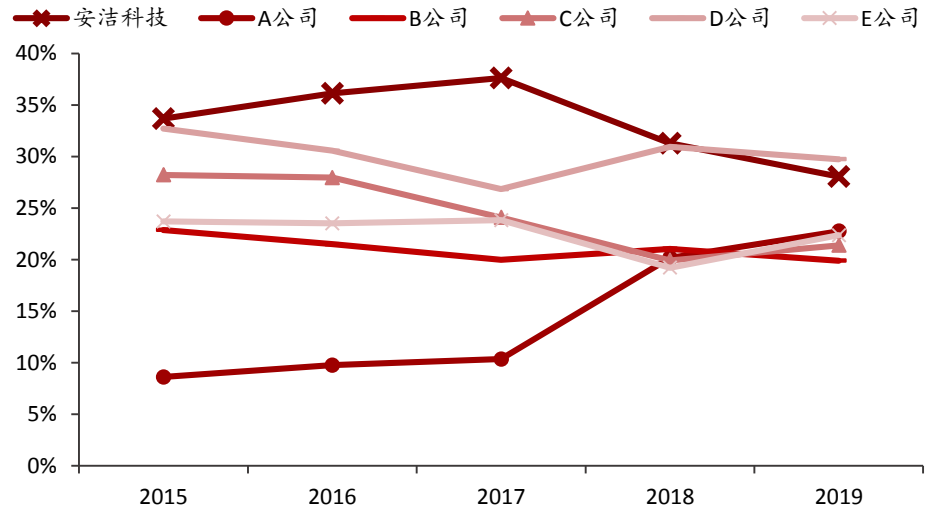
数据来源：wind、东方证券研究所

图 7：20 年公司归母净利润扭亏为盈



数据来源：wind、东方证券研究所

盈利能力保持行业领先。安洁科技长期从事消费电子精密结构件制造，拥有合作紧密的核心客户群体，参与客户前瞻性研发，一站式布局精密制造布局，能为客户提供定制化的完整解决方案，因此公司具备行业领先的毛利率。未来，随着 5G 手机产品和新能源汽车产品放量，以及公司资源的进一步整合，安洁产品的毛利率有望进一步提升，维持行业领先。

图 8：公司毛利率处于行业领先


其中 A/B/C/D/E 公司为国内领先的精密制造企业。

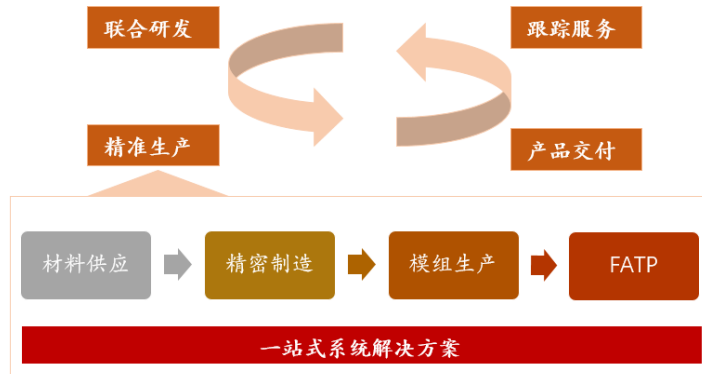
数据来源：wind、东方证券研究所

1.4 公司竞争优势突出

一站式布局，快速反应客户需求。目前公司具备原材料供应-精密制造-模具制造-FATP 全产业链布局，能够提供一站式系统解决方案。公司从配合客户进行产品设计研发，一站式精密制造，及时可靠的物流配送到后期跟踪服务，在各个环节快速响应客户需求。公司能支持客户推进研发进度，加快项目落地，进一步增强客户粘性。

核心客户联合研发，量产出货降低成本。安洁科技自 2008 年起与国际智能手机大客户长期合作。2016 年开始供货新能源车核心客户，并且有望切入新能源车无线充电系统供应链。此外公司拥有惠普、戴尔、华硕、VIVO、OPPO、小米、H 客户等核心客户群体。公司与核心客户形成亲密互信合作关系，参与客户最新技术研发，客户粘性高。与大客户合作具备规模效应，能够显著降低成本，增加盈利能力。

图 9：公司一站式精密制造布局体现综合竞争优势

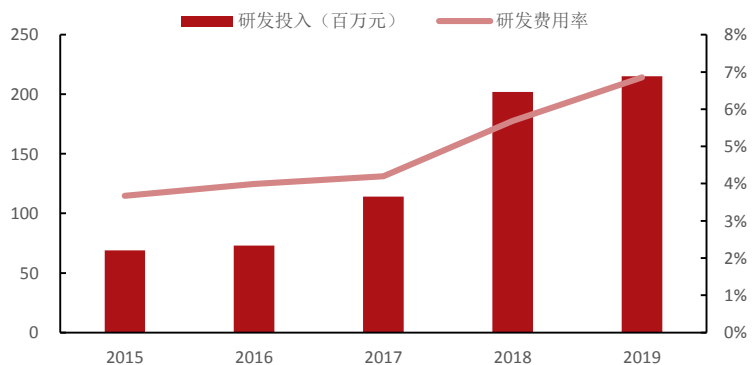


数据来源：公司公告、公司官网、东方证券研究所

加大研发投入，推动企业成长。公司持续加大研发投入，研发支出从 2015 年的 0.7 亿元增长到 2019 年 2.1 亿元，研发费用率从 3.7%增长到 6.9%。公司大量研发费用被用于新能源汽车和 5G 产品项目中，以及 3D 热压后盖、MIM（金属注塑）等具有未来发展潜力的技术。

多项技术提早布局，成效显著。3D 热压技术快速成长，MIM 持续投入，无线充电系统研发进展顺利。随着智能手机金属后盖被淘汰，3D 热压复合板材后盖凭借性价比优势占领中低端市场，威博精密目前 3D 热压后盖技术领先，日产能持续提升。随着智能终端精密化复杂化发展，MIM 技术越来越多地被应用于智能手机（摄像头圈、卡托、折叠屏铰链）、笔电、智能手表等产品，威博精密加大 MIM 投入，顺应技术发展潮流。无线充电系统方面，公司已获取 WiTricity 专利授权，依托磁性材料供应（威斯东山）-线圈技术（安捷利）-模组-FATP 布局，加紧研发新能源汽车无线充电系统，新能源汽车无线充电系统样机订单已经出货，未来有望与主要客户进一步合作。

图 10：公司研发投入逐年增长



数据来源：wind、东方证券研究所

定向增发扩大产能，迎接市场新机遇。2019 年公司非公开发行股票，募集不超过 15 亿元，用于主营业务的扩张，目前已经获得证监会通过。5G 技术普及需要更多配套的散热、屏蔽组件，新能源汽车也需要大量的精密零部件，随着 5G 终端的快速渗透和新能源汽车的快放量，公司前景十分广阔。

图 11：定向募资金额及用途（万元）

项目名称	预计总投资额	募集资金拟投入额
智能终端零部件扩产项目	43,800	40,000
新能源汽车及信息存储设备零部件扩产项目	61,800	40,000
总部研发中心建设项目	25,000	25,000
补充流动资金	43,900.00	43,900
合计	174,500	148,900

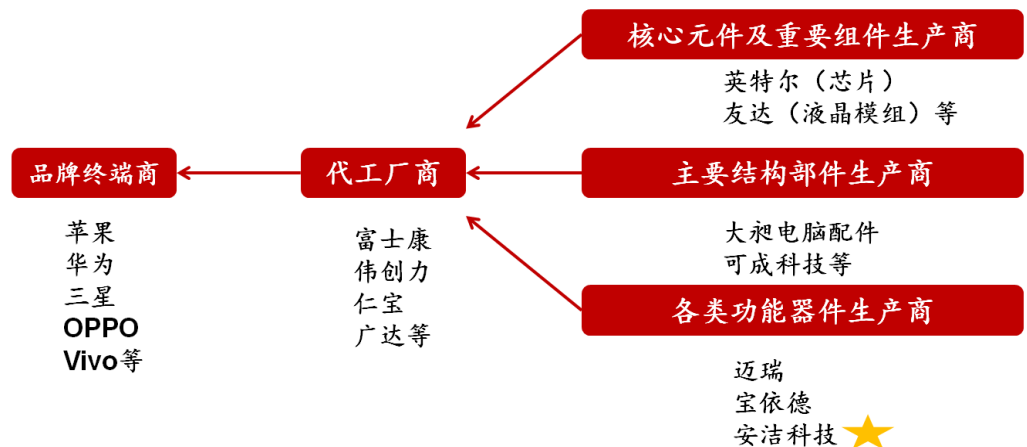
数据来源：公司公告、东方证券研究所

2 功能件受益于大客户创新，子公司协同效应逐步显现

2.1 伴随核心客户一同成长，5G 手机迎来功能件量价齐升

小功能器件吸引大客户。虽然就单个功能性器件而言，价值量相对较小，但它仍是消费电子中必不可少一部分，且随着手机、平板等不断创新，智能穿戴的不断放量，对功能器件需求以及要求不断提升。放眼整个功能性器件行业，在消费电子产业链条中处于配套加工环节，产量取决于消费者对最终消费电子产品的需求，因此与终端品牌客户保持长久且深入的合作关系并不断拓展新的合作关系是保证长期业绩的关键。

图 12：功能性器件行业在整个消费电子产业链中所处地位



数据来源：公司招股说明书、东方证券研究所

公司跟随核心客户创新共同成长。自安洁科技 2005 年进入大客户产业链以来，就开始为大客户的产品提供绝缘胶带、背光铭牌等粘贴、绝缘、屏蔽和缓冲功能性器件。多年来，公司跟随大客户创新共同成长，为顺应其对 OLED、5G、无线充电等新技术带来的智能终端需求，在供应链上不断延伸产品线，提供功能创新所配套的结构件产品，公司的产品逐步从单一的消费电子功能器件扩展到综合覆盖精密结构件、无线充电、3D 热压复合板材后盖、散热、5G 通讯等多元化零组件、模组与配件类产品。

图 13：历代大客户产品及新增功能件

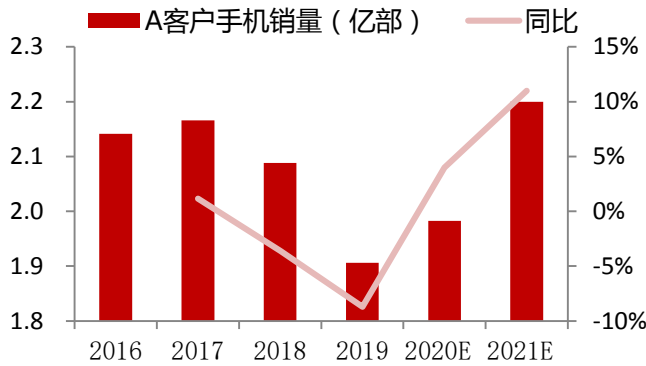
年份	大客户产品	新增功能	新增功能件
2008	iPhone iMac iPad Macbook TV Box	---	绝缘胶带、背光铭牌等粘贴、绝缘、屏蔽和缓冲功能性器件
2013	iPhone5s		指纹环/指纹识别按键
2015	MacBook	触控板	触控板
	iPhone6s	3D touch、防水	特殊贴合材料、防水功能材料
2016	iPhone7	双摄、Home 键全新设计	摄像头装饰圈、力度感应键
2017	iPhone8	无线充电	无线充电相关模组
	iPhone X	OLED	OCA 光电胶
2018	AirPods	蓝牙耳机	相关模切件
2019	iPhone 11Pro	后置三摄	摄像头装饰圈
2020	iPhone12	支持 5G	屏下散热模切产品

数据来源：公司公告、公司官网、东方证券研究所

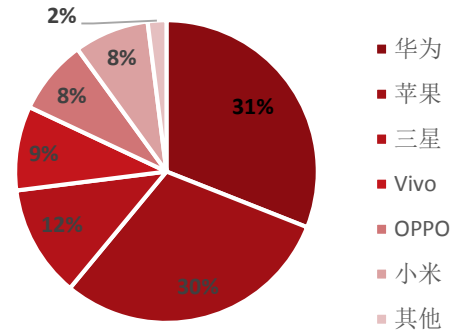
受益于大客户 5G 手机销售快速增长，公司相关功能件出货量有望大幅增加。随着 2019 年 5G 元年的开启，智能手机从 4G 演进至 5G，迎来新一轮高涨的换机需求。根据 Counterpoint 的报告，受益 iPhone SE 销量旺盛以及 iPhone12 5G 手机前景广阔，2020 年 iPhone 销量有望接近 2 亿部，同比增长 4%。TrendForce 预计 2020 年 iPhone 5G 新机销量将达到 6800 万部，占全球 5G 手机销量的 30%。

随着主要客户 5G 新机出货量的增加，公司所提供的 5G 相关配套组件的出货量也会随之增加，例如散热组件等相关产品。安洁科技也供货部分安卓大客户，安卓 5G 手机出货量的增加也会带动公司功能件的出货。此外，基于在大客户积累的优异产业链经验，安洁科技有望获得更多安卓客户的订单。

受益于大客户手机创新，公司供货 ASP 持续提升。随着 5G 手机的不断普及，大客户产品创新驱动安洁科技不断升级和改进配套的功能件产品，同时也带来公司供货的单机价值量不断提升。公司供货价值量持续提升主要基于以下两个原因：一方面公司提供的功能件配合智能手机升级而不断做出改进；另一方面，公司为大客户的 5G 手机提供的产品增加了散热、屏蔽新产品。

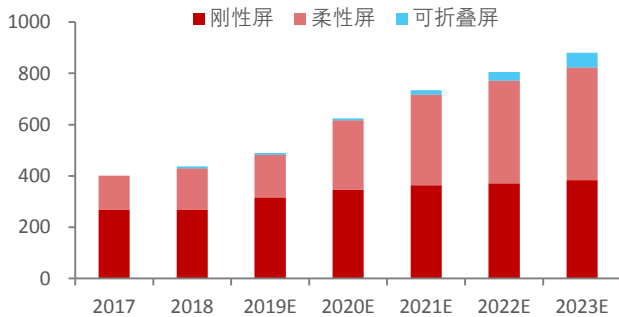
图 14: 大客户手机销量及预测


数据来源: IDC、Counterpoint、东方证券研究所

图 15: 2020 年全球前六大手机品牌 5G 手机市占率


数据来源: TrendForce、东方证券研究所

公司长期受益于手机创新持续升级。OLED、无线充电、5G 等新技术频出，对智能终端设备的性能提出了更高的要求，智能终端厂商需要通过新的产品设计、工艺研发实现产品的迭代更新。随着柔性 OLED 技术的成熟，柔性 OLED 有望成为 5G 手机的标配，根据 DSCC 的预测，OLED 智能手机出货量将从 2018 年的 4.4 亿增加到 2023 年的 8.9 亿，CAGR 为 15%。根据 IHS 的预测，预计 2025 年 OLED 面板的渗透率将提升至 73%。OLED 自身发热量大、电子元器件之间电磁干扰强，需要搭配新一代具备屏蔽器件和散热功能的模组来解决这些问题；同时 5G 手机发热量更大，手机本身向着超薄的发展方向，5G 手机的散热方案必将呈现出多种散热产品并存、材料工艺不断创新的新局面，带来价值量进一步提升；无线充电技术逐步应用于移动终端，对结构性材料也不断提出更高的要求，公司能提供纳米晶、铁氧体等新材料以及无线充电模组等。未来安洁有望充分受益于智能手机持续创新。

图 16: OLED 屏幕出货量逐步渗透 (百万部)


数据来源: DSCC、东方证券研究所

图 17: 4G 和 5G 手机散热模组对比

	4G 手机	5G 手机
材料方案	人工石墨	人工石墨 (厚、多层) +VC/热管
单机价值	3-5 元	石墨 (10 元) +VC (15 元) /热管 (5-10 元)
理论规模	50 亿左右	200 亿左右

数据来源: 互联网、东方证券研究所

2.2 并购威博精密，产品与客户协同效应逐步显现

威博精密轻装上阵，未来增量可期。2017 年安洁科技并购威博精密，布局消费电子金属精密结构件。威博精密具有冲压、锻造、CNC 加工、金属打磨、激光雕刻、MIM (金属注射成型)、纳米注塑、金属喷砂、阳极氧化、研磨、点胶组装等全制程工艺。主要客户覆盖 OPPO、vivo、小米、H

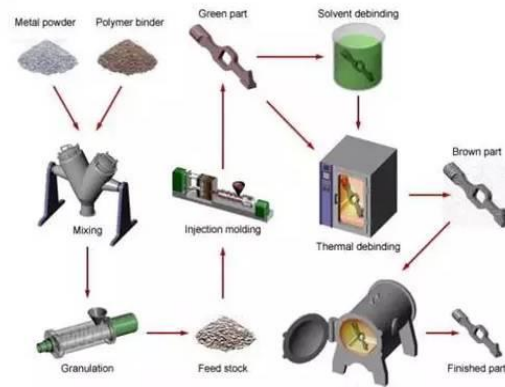
客户等安卓主要客户。17-19年，由于安卓客户竞争压力大、金属结构件产品价格下滑，同时新产品处于布局阶段，公司对收购威博精密产生的商誉进行了大额计提（目前账面仅剩约7700万元）。威博精密目前已经实现轻装上阵，未来威博精密成长存在三大显著增量：围绕精密金属小件传统优势业务，未来重点巩固国内客户和进入国际客户产业链；3D热压复合板材后盖产能实现突破，随着中低端5G手机逐渐标配，今年出货量有望迎来快速增长，良率提升后利润率有望增加；MIM技术附加值更高，正逐步投产，目前正加大产能与客户拓展，逐步依次为国内外主要客户供货，未来利润率有望进一步提升。

图 18：威博精密精密结构件产品类别



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 19：金属注射成型技术流程



数据来源：互联网、东方证券研究所

补充金属结构件，实现金属与非金属、功能件与结构件协同。威博精密主要产品是消费电子金属精密结构件，与安洁科技模切件互为补充，充分发挥其传统金属件技术优势。安洁科技借助威博精密进入智能手机精密金属件领域，完善了公司金属与非金属、内外部功能件布局，有助于公司打造精密零组件平台，为消费电子、新能源和汽车行业提供功能性器件整体解决方案。

补充国内外客户资源，功能件与金属件分别开拓新市场。安洁科技的主要客户是海外大客户、联想、微软、NEST、华硕、索尼等国外知名厂商，而威博精密主要客户集中于国内，主要包括小米、OPPO、VIVO、H 客户等知名消费电子品牌，客户重叠性低，集团协同效应发挥空间巨大。

图 20：安洁将与威博在工艺、业务、客户方面产生协同效应



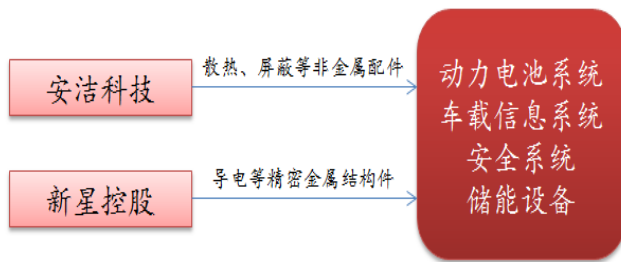
数据来源：公司公告、东方证券研究所

3 借助新能源汽车巨头迎快速发展机遇

3.1 公司产品打入新能源车客户核心供应链

公司深度布局新能源产品。公司积极开拓新能源汽车业务，16 年进入全球新能源汽车巨头的供货体系，为其 PowerWall 储能电池和 Model3 车型提供精密结构件，成为极少数与 T 客户建立专属工厂的供应商之一。新能源汽车是继智能手机之后下一个金矿，公司增长潜力巨大。公司新能源领域的产品由安洁科技和子公司适新合作开发，涵盖 OCS 传感器、断路器、车载充电端口（各类型号）、电池连接片（增加胶组件）、电池冷却管零件、充电桩（枪把手、胶类等、端口）、能量墙等。适新基于与博世的战略合作关系，可提供从 ABS ECU、安全气囊 ECU、发动机 ECU、媒体导航仪到显示面板的产品应用领域的金属结构件，配合度、及时性、响应能力得到客户认可；安洁科技散热、屏蔽等非金属功能件也可广泛应用于新能源汽车动力电池系统、车载系统等核心部件及相关储能设备中。

图 21：安洁科技和子公司适新合作开发新能源产品



数据来源：公司公告、东方证券研究所

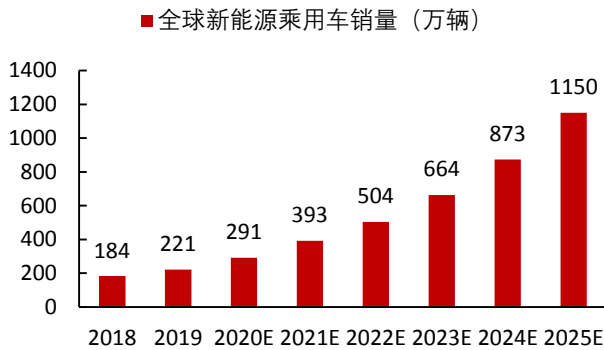
图 22：适新与博世保持长期战略合作关系

产品应用领域	供应工厂
ABS ECU	博世美国、德国、日本工厂
安全气囊 ECU	博世苏州、美国工厂
发动机 ECU	博世苏州、日本、印度工厂
媒体导航仪	博世苏州工厂
显示面板	博世苏州工厂

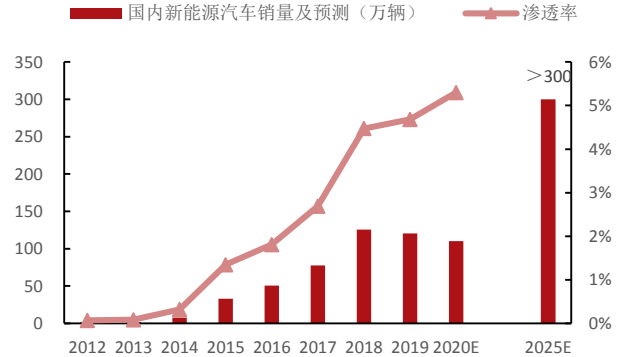
数据来源：公司公告、东方证券研究所

3.2 深度受益于新能源车大客户产能突破与国产化提升

全球新能源汽车规模放量，中国市场加速渗透。全球新能源汽车在 2019 年已经发展到 221 万辆的规模，EV Sales 预测 2025 年全球新能源车将达到 1150 万辆，2019-2025 年 CAGR 为 39%。中国新能源汽车发展已经从前期推广阶段的补贴驱动模式进展到市场驱动模式，后续有望持续快速增长。根据中汽协数据，2019 年新能源汽车销量达到 121 万辆，渗透率仅为 4.7%，预测在 2025 年新能源需求将达到 300 万辆。随着新能源车的规模放量和加速渗透，将带动相关功能件的需求，上游产业链企业有望分享市场红利。

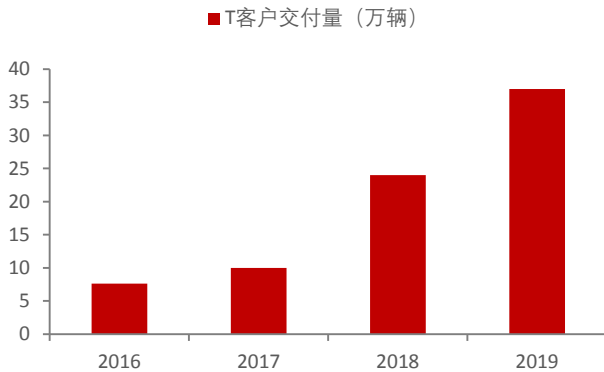
图 23: 全球新能源乘用车销量


数据来源: GII、EV Sales、东方证券研究所

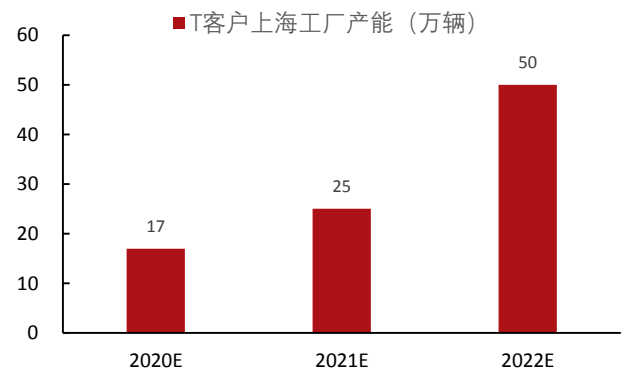
图 24: 中国新能源车销量及渗透率


数据来源: 中汽协、东方证券研究所

大客户产销量持续突破+国产化率提升, 有望带动公司新能源业务快速增长。新能源汽车巨头的产能是公司新能源业务的主要拉动点。19 年大客户新能源车交付量达到 37 万辆, 超过前两年交付总和。2019 年上海工厂新建完成, 今年以来产能持续爬坡, 未来完全达产后临港超级工厂纯电动汽车产能将达到 50 万台。对于国产化率, 大客户方面表示, 目前国产 Model 3 的零部件本地化率为 30%, 预计到 2020 年年中将达到 70%, 年底则实现 100% 的本地化率。新能源车大客户国内工厂的产能及国产化率的双重提升, 有望带动安洁新能源汽车精密功能件、金属件以及模组业务的爆发。

图 25: 大客户加速新能源车交付


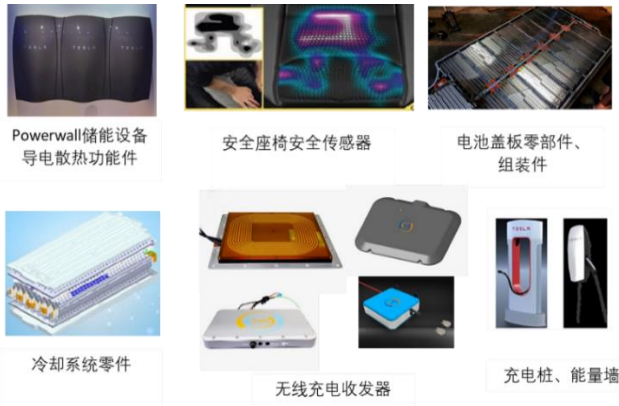
数据来源: 公司公告、东方证券研究所

图 26: 大客户上海厂规划产能


数据来源: 客户官网、东方证券研究所

公司新能源配套产品覆盖面不断拓宽, 单车价值不断走高。公司给新能源车大客户的配套将覆盖各类 Model 系列车型。同时, 公司不断扩宽新能源配套品类, 从新能源储能设备的能量收集件功能件, 到新能源汽车电池、电机、电控等核心零部件的配件, 再到无线充电系统, 单车价值量也有望从当前的约 200 美元, 增长到 2020 年底的 300 美元, 未来上涨到 500+美元, 远超过手机的单机价值。新能源车业务有望成为公司新的业绩增长点。

图 27：公司不断拓宽新能源品类



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 28：单车价值量不断上涨



数据来源：公司公告、东方证券研究所

公司持续加强新能源车零组件的技术优势与规模优势。公司定增募投项目包含新能源汽车汽车零组件扩产项目，主要产品涉及动力线路、电池冷却模组、车载充电端口、Busbar 等新能源汽车零组件，定增扩产将持续扩大公司的技术优势及市场占有率。

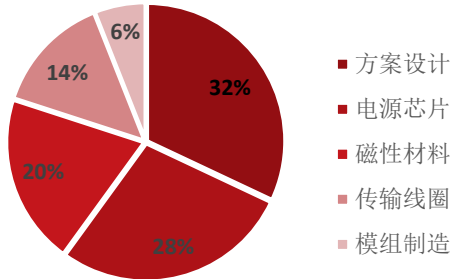
4 业务持续扩张，助力公司长期成长

4.1 无线充电一站式布局，充分受益行业快速增长

随着智能手机渗透率的不断提升，消费者对于使用智能手机时的舒适性和便捷性也提出了更高的要求。相对于有线充电，无线充电在安全性、灵活性、通用性上存在较大优势。无线充电作为一种新的解决方案能提供更加便捷的充电方式，已经成为高端旗舰机的标配，并逐步向中低端手机、新能源汽车、可穿戴设备、智能家居渗透。

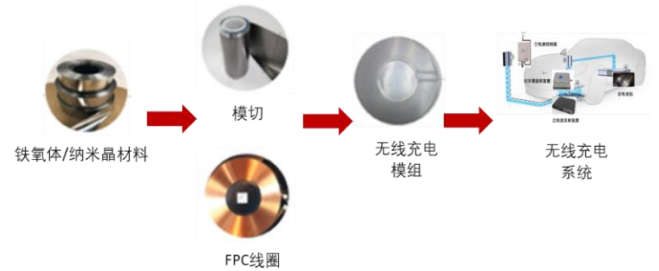
公司无线充电领域一站式布局。无线充电产业链主要由五大部分组成：方案设计、电源芯片、磁性材料、传输线圈和模组制造，其中磁性材料+线圈+模组环节的利润占据 40%。公司深度布局无线充电产业链，2018 年安洁科技参股安捷利，布局 FPC 材料领域，又收购威斯东山进入无线充电磁性材料领域，通过上游材料布局及工艺结合，提供无线充电铁氧体/纳米晶材料+ FPC 线圈+模组的一站式解决方案。一站式布局的优势在于公司可快速配合客户进行定制化研发，缩短研发周期，提早抢占市场份额。

图 29: 无线充电产业链及利润分布



数据来源: 智研咨询、东方证券研究所

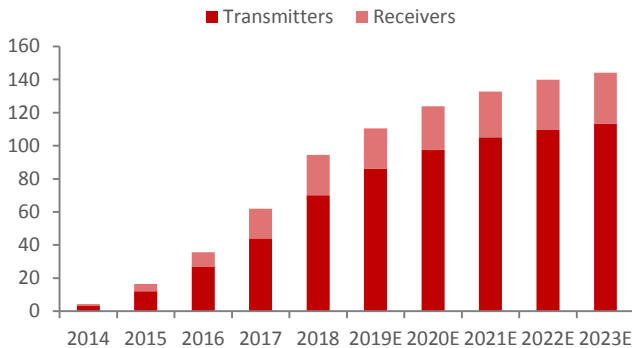
图 30: 公司材料+线圈+模组一站式布局



数据来源: 公司官网、东方证券研究所

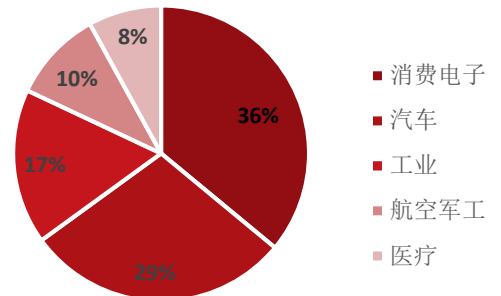
随着无线充电技术的成熟,无线充电市场规模有望持续快速增长,消费电子+汽车引领无线充电需求。根据 Yole 的数据,全球无线充电市场有望从 2017 年的 62 亿美元增长到 2023 年的 144 亿美元, CAGR 达到 15%。从无线充电的应用场景上来看,主要包括消费电子、汽车、工业等领域。根据中国产业信息的预测,到 2024 年无线充电消费电子市场价值占比最高,为 36%,其次为汽车,占比为 29%。

图 31: 无线充电市场规模及预测 (亿美元)



数据来源: Yole、东方证券研究所

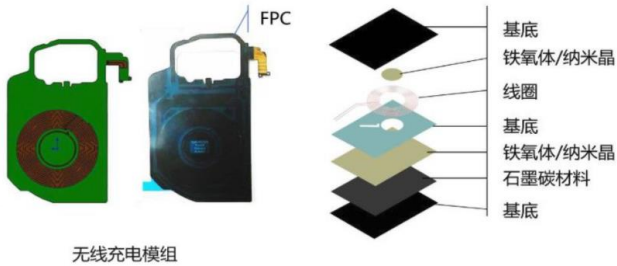
图 32: 无线充电市场分布 (2024 年, 按价值)



数据来源: 中国产业信息网、东方证券研究所

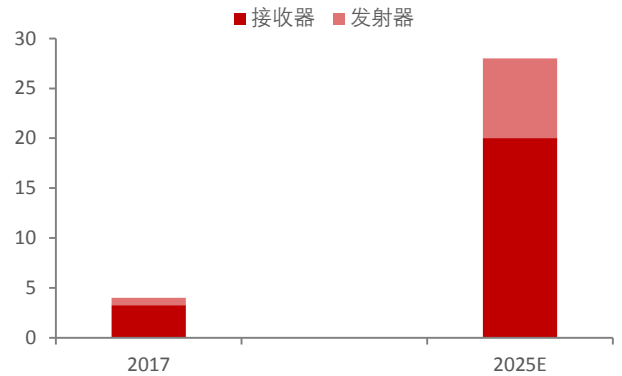
手机无线充电快速增长,从旗舰机逐步向中低端手机渗透。根据 WPC 的统计和预测,2017 年全球无线充电接收器出货量为 3.25 亿台,发射器出货量为 0.75 亿台,预计到 2025 年接收器出货量将达到 20 亿台、发射器出货量将达到 8 亿台,接收器与发射器 CAGR 分别高达 25.5%、34.4%。主要的手机厂商都是公司的客户,目前公司的无线充电模组已批量出货,随着公司无线充电技术的成熟、成本的降低,公司无线充电相关产品有望导入更多的大客户,前景十分广阔。

图 33: 无线充电接收端模组构成



数据来源: 易冲无线、东方证券研究所

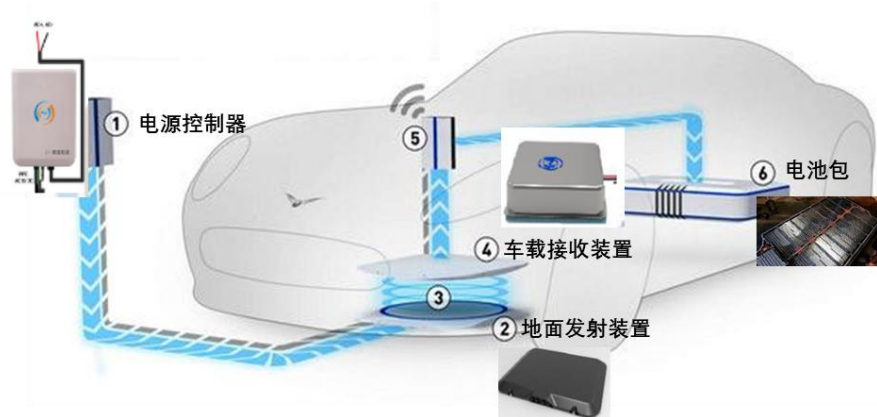
图 34: 全球无线充电接收器、发射器出货量 (亿台)



数据来源: WPC、东方证券研究所

新能源汽车无线充电有望迎来快速渗透, 公司卡位风口。电动汽车无线充电使用方便安全, 可以有效利用汽车电池容量、减轻车体重量、增加车辆续航里程。没有电火花和触电的危险, 无积尘和接触损耗, 无机械磨损, 没有相应的维护问题, 可以适应雨雪等恶劣的天气和环境。无线充电技术发展成熟后, 几乎可以解决传统电动车的所有痛点。宝马、奔驰、特斯拉、比亚迪等国内外汽车厂商纷纷深度参与无线充电方案的研发, 未来随着新能源车无线充电技术成熟、成本降低、以及标准体系的建立, 无线充电有望在新能源汽车中快速渗透。公司作为电动汽车无线充电国家标准编制工作组成员, 2018 年安洁无线与无线充电领域龙头 WiTricity 签署专利、技术授权协议, 获得超过 1500 项无线充电相关专利技术的使用权。目前正在进一步开发大功率无线充电技术, 配合品牌车厂开发新能源汽车无线充电系统, 样机已经出货给相关电动车企业, 前景十分广阔。

图 35: 公司新能源汽车无线充电系统

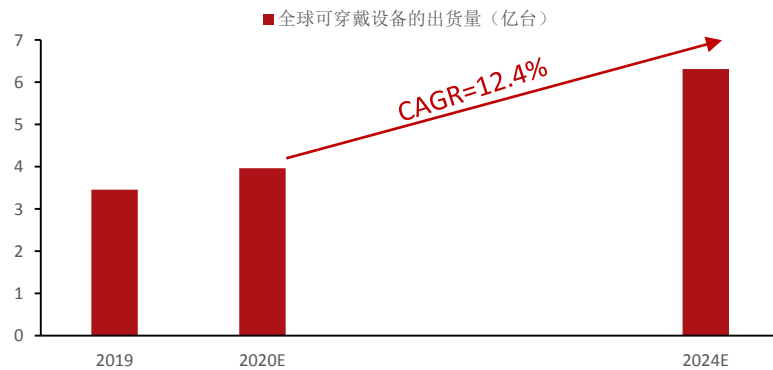


数据来源: 公司公告、东方证券研究所

4.2 公司广泛布局新型智能终端，充分受益行业快速增长

智慧物联、智能可穿戴设备迅速普及。随着 AI、5G 和 IoT 技术的加持，智能终端开始步入高速普及态势。根据 IDC 最新报告，2019 年全球可穿戴设备的出货量为 3.46 亿台，预计 2020 年将达到 3.96 亿台，同比增长 14.5%，IDC 预测 20-24 年 CAGR 为 12.4%，2024 年将达到 6.32 亿台。其中智能手表和无线耳机 CAGR 最高，分别高达 14.3%、14.1%，2023 年出货量将分别达到 1.56 亿部和 3.97 亿部。

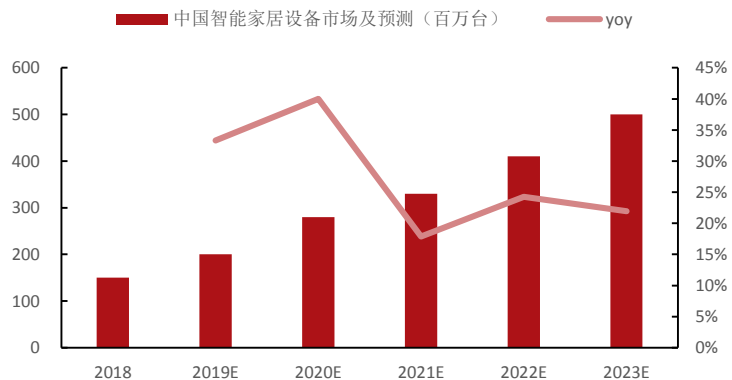
图 36：2019-2024 年全球可穿戴设备出货量及增长率



数据来源：IDC、东方证券研究所

智能家居高速增长。在 5G、物联网、人工智能等新技术推动下，家庭场景实现智能化和“无感”化服务需求提升，推动智能家居市场高速发展。据 IDC 统计，2018 年中国智能家居市场累计出货近 1.5 亿台，同比增长 36.7%，预计 2023 年市场规模将接近 5 亿台，2018-2023 年 CAGR 超过 27%。根据前瞻产业研究院统计，2019 年我国智能家居市场规模达到 1422 亿元，预测 2023 年将达到 5176 亿元，2019-2023 年 CAGR 约为 38.1%。

图 37：中国智能家居设备市场出货量高速增长



数据来源：IDC、东方证券研究所

公司广泛布局新型智能终端，充分享受行业高增长红利。公司 2016 年起开始布局智能穿戴及智能家居等业务。在智能穿戴方面，公司产品主要包括智能无线耳机（TWS）、虚拟（VR）/增强现实（AR）、智能手表等的精密模切件，无线耳机的无线充电相关器件和金属件，无线耳机的保护膜、胶带等；公司为高端智能家居品牌提供相关零部件，并不断配套产品研发，业务主要包括智能温控器玻璃盖板，主板绝缘防护 3D 麦拉片，防尘网，散热模组，精密金属零件，智能家居触控玻璃面板。随着智能终端的高速发展，公司将依托现有消费电子客户的基础，不断外延客户范畴，充分受益行业成长红利。

图 38：公司智能穿戴产品分布


数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 39：公司智能家居业务分布


数据来源：公司官网、东方证券研究所

5 盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 受益大客户 5G 手机出货带来的功能件量价齐升，公司智能终端功能件和模组类产品恢复较快增长，20-22 年增长率分别为 30.3%/21.5%/11.2%，毛利率分别为 26.7%/28.3%/28.1%。
- 2) T 客户产能释放带动公司出货量增加，同时公司不断扩宽新能源配套品类，提升单车价值量。我们预测 20-22 年公司存储及新能源业务收入增长率为 35.2%/42.4%/35%，毛利率分别为 29.3%/30.8%/31.8%。
- 3) 公司 20-22 年销售费用率分别为 2.12%、1.83%、1.73%，管理费用率分别为 7.41%、7.11%、6.81%，研发费用率为 6.55%、5.63%、5.33%。费用率小幅下降主要考虑到销售额增长的摊薄效应。

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
智能终端功能件及模组类					
销售收入(百万元)	2,466.2	2,195.4	2,860.1	3,476.1	3,866.5
增长率	39.7%	-11.0%	30.3%	21.5%	11.2%
毛利率	28.7%	26.2%	26.7%	28.3%	28.1%
存储及新能源					
销售收入(百万元)	997.7	866.0	1,170.6	1,667.2	2,251.4
增长率	13.8%	-13.2%	35.2%	42.4%	35.0%
毛利率	33.4%	27.8%	29.3%	30.8%	31.8%
其他					
销售收入(百万元)	90.3	81.0	89.1	98.0	107.8
增长率	23.5%	-10.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	79.6%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
合计	3,554.3	3,142.5	4,119.8	5,241.3	6,225.7
增长率	30.9%	-11.6%	31.1%	27.2%	18.8%
综合毛利率	31.3%	28.0%	28.6%	30.1%	30.4%

投资建议

我们预测公司 20-22 年每股收益分别为 1.13、1.15、1.43 元，根据可比公司领益智造（国内领先的精密功能件和结构件生产厂商）、环旭电子（全球领先的 EMS 厂商）、长盈精密（国内领先的精密电子零组件制造商）、信维通信（国内领先的无线充电提供商）、歌尔股份（国内领先的精密零组件生产厂商）21 年 27 倍估值，对应目标价 31.05 元，首次给予买入评级。

图 40：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2020/10/20	每股收益(元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
领益智造	002600	12.87	0.27	0.36	0.50	0.62	47.84	35.62	25.87	20.83
环旭电子	601231	24.58	0.58	0.73	0.91	1.10	42.50	33.86	26.87	22.31
长盈精密	300115	27.37	0.09	0.67	1.01	1.39	297.18	40.85	27.11	19.75
信维通信	300136	50.34	1.06	1.43	2.03	2.55	47.53	35.21	24.86	19.78
歌尔股份	002241	43.48	0.39	0.74	1.07	1.36	110.19	58.84	40.78	31.87
	最大值						297.18	58.84	40.78	31.87
	最小值						42.50	33.86	24.86	19.75
	平均数						109.05	40.88	29.10	22.91
	调整后平均						68.52	37.23	26.62	20.97

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

1) 核心客户智能手机销量不及预期：如果核心客户智能手机销量不及预期，将会影响公司产品出货；

- 2) T 客户新能源汽车销量不及预期: 如果 T 客户新能源车销量不及预期, 将会影响公司产业出货;
- 3) 新品研发进展不及预期: 5G 手机需要更多的散热组件和屏蔽件, 如果公司新品研发不能获得大客户认可, 将会公司产品影响出货量。
- 4) 毛利率下滑风险: 如果客户产品需求不及预期, 或行业竞争格局恶化, 可能会导致产品毛利率下滑, 影响公司业绩。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	874	576	2,331	2,643	3,194	营业收入	3,554	3,136	4,120	5,241	6,226
应收票据、账款及款项融资	1,356	989	1,244	1,583	1,880	营业成本	2,443	2,256	2,941	3,665	4,336
预付账款	9	10	14	17	21	营业税金及附加	26	28	36	46	55
存货	570	412	529	660	780	营业费用	62	83	87	96	108
其他	710	1,872	763	769	773	管理费用及研发费用	411	451	575	668	756
流动资产合计	3,519	3,859	4,881	5,672	6,649	财务费用	(74)	(30)	(11)	(21)	(26)
长期股权投资	272	285	285	285	285	资产、信用减值损失	841	2,335	40	22	25
固定资产	1,843	1,705	1,722	1,755	1,805	公允价值变动收益	514	757	(880)	0	0
在建工程	31	102	101	185	228	投资净收益	19	13	20	30	30
无形资产	308	270	261	252	243	其他	6	20	25	25	25
其他	2,823	710	527	486	446	营业利润	385	(1,196)	(383)	821	1,028
非流动资产合计	5,276	3,071	2,895	2,964	3,007	营业外收入	258	587	1,225	30	30
资产总计	8,796	6,930	7,776	8,636	9,656	营业外支出	6	33	2	2	2
短期借款	74	54	54	54	54	利润总额	637	(642)	840	849	1,056
应付票据及应付账款	927	675	879	1,096	1,297	所得税	92	8	121	122	152
其他	725	400	394	397	400	净利润	545	(651)	719	726	904
流动负债合计	1,727	1,128	1,327	1,547	1,750	少数股东损益	(3)	(1)	0	0	0
长期借款	0	1	1	1	1	归属于母公司净利润	547	(650)	719	726	904
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.86	-1.02	1.13	1.15	1.43
其他	118	117	117	117	117						
非流动负债合计	118	117	117	117	117						
负债合计	1,845	1,245	1,444	1,664	1,868						
少数股东权益	1	1	1	1	1						
实收资本(或股本)	738	689	634	634	634						
资本公积	4,475	3,955	4,023	4,023	4,023						
留存收益	1,742	1,024	1,674	2,314	3,130						
其他	(5)	16	0	0	0						
股东权益合计	6,951	5,685	6,332	6,972	7,788						
负债和股东权益总计	8,796	6,930	7,776	8,636	9,656						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	545	(651)	719	726	904
折旧摊销	212	274	232	251	277
财务费用	(74)	(30)	(11)	(21)	(26)
投资损失	(19)	(13)	(20)	(30)	(30)
营运资金变动	254	(122)	(82)	(281)	(247)
其它	(397)	1,541	1,047	22	25
经营活动现金流	521	998	1,885	668	903
资本支出	(513)	(154)	(150)	(320)	(320)
长期投资	(448)	27	0	0	0
其他	355	(1,060)	65	30	30
投资活动现金流	(607)	(1,187)	(85)	(290)	(290)
债权融资	(38)	(22)	(0)	0	0
股权融资	(302)	(569)	13	0	0
其他	179	470	(58)	(65)	(61)
筹资活动现金流	(161)	(121)	(45)	(65)	(61)
汇率变动影响	40	9	-0	-0	-0
现金净增加额	(207)	(301)	1,754	313	551

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	30.9%	-11.8%	31.4%	27.2%	18.8%
营业利润	-21.2%	-410.8%	68.0%	314.2%	25.3%
归属于母公司净利润	39.9%	-218.7%	210.6%	1.0%	24.4%
获利能力					
毛利率	31.3%	28.1%	28.6%	30.1%	30.4%
净利率	15.4%	-20.7%	17.5%	13.9%	14.5%
ROE	8.0%	-10.3%	12.0%	10.9%	12.2%
ROIC	3.8%	-19.4%	-5.6%	10.2%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	21.0%	18.0%	18.6%	19.3%	19.3%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.04	3.42	3.68	3.67	3.80
速动比率	1.67	2.97	3.14	3.11	3.22
营运能力					
应收账款周转率	3.0	2.9	3.7	3.7	3.6
存货周转率	4.5	4.0	4.8	4.6	4.6
总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7
每股指标(元)					
每股收益	0.86	-1.02	1.13	1.15	1.43
每股经营现金流	0.71	1.45	2.97	1.05	1.42
每股净资产	10.96	8.96	9.98	10.99	12.28
估值比率					
市盈率	27.4	-23.1	20.9	20.7	16.6
市净率	2.2	2.6	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	25.7	-14.1	-83.1	12.8	10.5
EV/EBIT	43.3	-11.0	-34.2	16.9	13.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

