

艾华集团(603989)/元件

快充大功率时代核心受益标的，新成长周期启动
评级：买入（维持）

市场价格：26.33

分析师：刘翔

执业证书编号：S0740519090001

Email: liuxiang@r.qlzq.com

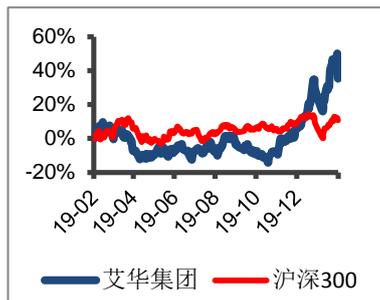
分析师：周梦缘

执业证书编号：S0740518080001

Email: zhoumy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	390
流通股本(百万股)	129
市价(元)	26.33
市值(百万元)	10,269
流通市值(百万元)	3,397

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1、利润单季新高拐点明确，客户突破启动新成长周期
- 2、毛利率维持改善趋势，静待行业需求好转
- 3、毛利率改善是亮点，静待需求拐点共振

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,793	2,166	2,248	2,880	3,550
增长率 yoy%	15.4%	20.8%	3.8%	28.1%	23.3%
净利润	292	299	331	437	537
增长率 yoy%	10.4%	2.4%	10.7%	32.1%	22.9%
每股收益(元)	0.75	0.77	0.85	1.12	1.38
每股现金流量	0.44	0.59	3.20	0.84	1.31
净资产收益率	15.9%	14.5%	13.8%	17.4%	20.2%
P/E	35.2	34.4	31.0	23.5	19.1
PEG	3.40	14.50	2.89	0.73	0.84
P/B	4.3	5.0	4.3	4.1	3.9

备注：股价数据取自2月28日收盘价

投资要点

- **核心观点：**2019年Q4业绩超预期除稼动率提升外，利润率提升更重要，且为中长期趋势，市场对这块明显低估。结合下游快充功率加速提升、产品拓展、大客户突破等因素，我们认为，公司业绩增速较前几年将明显上台阶。
- **四季度业绩大超预期，收入增速与利润率提升共振驱动新周期。**公司2019年Q4单季度业绩大超预期，除了稼动率提升带动外，产品盈利能力也有明显明年贡献，表明一年左右的去库存已经结束，随着消费领域需求加速成长，有望带动行业进入新一轮景气周期。对于公司而言，消费电子领域，快充功率提升带动单机ASP大幅增长、工业市场新产能投放等有望逐步体现带动公司收入增速上台阶。同时利润率端，大客户直采、原材料自供、自动化等因素驱动下，有望与收入增速上台阶共振，带动公司迎来新一轮成长期。
- **快充功率提升助推ASP大涨，客户直采突破助力成长。**5G手机功耗普遍更大，消费者对充电速度要求日趋提高，对应手机充电器功率快速提升，2019年旗舰机型普遍以30-40W快充为主，2020年年初5G旗舰机型已将功率提升至55W、65W级别，带动配套电容器规格与数量提升。根据拆解数据，65W充电头单机价值量较40W产品提升50%以上。同时，公司作为国内3C电源类产品电容核心供应商，此前以供应充电头厂商为主，自2019年开始，公司大客户直供获得重大突破，份额持续提升，为充电功率提升的核心受益标的。此外，公司还积极拓展笔记本电源等市场，将进一步打开消费类产品成长空间。
- **MLPC产品储备多年，自主可控趋势下有望超预期。**公司MLPC产品自2017年大规模量产，初期以数字货币行业为主，2018年数字货币行业景气度下行，成长性有所放缓。但MLPC作为笔记本电脑、服务器等领域核心元器件，目前以松下为主，国内进口比例超过90%，2019年下游客户自主可控意识明显增强，公司与大客户共同推动导入加速，我们判断，2020年有望获得突破。
- **投资建议：**公司为快充功率提升核心受益标的，2019年Q4业绩超预期预示新一轮景气周期启动，我们预计公司2019-21年净利润为3.3/4.4/5.4亿元，对应EPS为0.85/1.12/1.38元，对应PE为32/24/19倍，“买入”评级。
- **风险提示：**大功率快充普及进度低预期，大客户直采份额低预期、智能手机出货量低预期

内容目录

单季度大超预期，成长新周期启动.....	- 4 -
收入创历史新高，利润率大幅回升.....	- 4 -
铝电解龙头，多年稳健成长佐证公司优质质地.....	- 5 -
自主可控趋势下，国产替代空间大.....	- 8 -
60 亿美元市场日系占比近半，自主可控趋势下国产替代空间大.....	- 8 -
日系龙头收缩战略明确，国产替代迎来加速期.....	- 10 -
国内龙头持续向上突破，行业进口替代迎来加速.....	- 12 -
快充功率持续提升，行业需求迎来再加速.....	- 14 -
5G 手机功耗持续提升，充电功率提升带动电容 ASP 大幅增长.....	- 14 -
行业加速春风叠加大客户直采，消费类收入迎来再加速.....	- 15 -
MLPC 产品积淀多时，有望迎来超预期成长.....	- 16 -
工业市场持续突破，节能照明保持稳定.....	- 18 -
产能释放叠加客户突破，工业有望恢复高速增长.....	- 18 -
节能照明市场龙头地位稳固，有望保持平稳发展.....	- 19 -
强化成本管控能力，助力盈利能力上行.....	- 20 -
核心原材料自给率提高，助力公司进一步成本优化.....	- 20 -
自动化水平持续提升，降低成本的另一面.....	- 21 -
投资建议：快充大功率时代核心受益标的，“买入”评级.....	- 22 -
风险提示：.....	- 23 -

图表目录

图表 1：公司 Q4 单季度收入迎来向上拐点.....	- 4 -
图表 2：公司 Q4 单季度利润同比大增超 50%.....	- 4 -
图表 3：公司各项成本与收入比重拆分.....	- 5 -
图表 4：多重因素驱动公司迈入新成长周期.....	- 5 -
图表 5：公司铝电解电容产品线丰富.....	- 6 -
图表 6：消费电子与工业领域驱动收入规模持续增长.....	- 6 -
图表 7：公司打通了电容器上下游产业链.....	- 7 -
图表 8：公司利润率持续优于同行.....	- 7 -
图表 9：公司近年来净利润年均复合增速达 17%.....	- 8 -
图表 10：全球电容器市场规模达到 200 亿美元左右，年均复合增速 5%左右.....	- 8 -

图表 11: 各类电容器下游应用领域差别较大.....	- 9 -
图表 12: 铝电解电容示意图.....	- 9 -
图表 13: 铝电解电容下游应用领域广泛.....	- 10 -
图表 14: 铝电解电容占比在 32%左右.....	- 10 -
图表 15: 艾华集团近年来市场份额不断提升, 较日系龙头提升空间大.....	- 10 -
图表 16: NCC 与 Nichicon 电容产品线均从铝电解拓展至其他品类.....	- 11 -
图表 17: NCC 与 Nichicon 收入呈现下滑趋势.....	- 11 -
图表 18: NCC2016 年在汽车电子、工业等中高端领域占比超过 50%.....	- 12 -
图表 19: NCC 与 Nichicon 毛利率常年在 20%以内.....	- 12 -
图表 20: NCC 与 Nichicon 常年在盈亏线上挣扎.....	- 12 -
图表 21: 目前日系龙头人均产出为国内龙头的 2 倍左右.....	- 13 -
图表 22: 国内铝电解龙头向中高端市场拓展路径清晰.....	- 13 -
图表 23: 小米 65W 充电头拆解图.....	- 14 -
图表 24: 华为 40W 充电头拆解图.....	- 14 -
图表 25: 65W 与 40W 充电器铝电解电容构成及价值量.....	- 15 -
图表 26: 充电功率提升驱动铝电解电容 ASP 大幅提升.....	- 15 -
图表 27: 2019 年消费类业务收入略有放缓.....	- 16 -
图表 28: MLPC 结构图与示意图.....	- 17 -
图表 29: MLPC 的 6 大优势.....	- 17 -
图表 30: MLPC 主要应用于手机、笔记本及服务器主板.....	- 17 -
图表 31: MLPC 产品年市场规模超过 30 亿元.....	- 18 -
图表 32: 公司工业类应用持续快速增长, 2019 年有所放缓.....	- 18 -
图表 33: 铝电解电容广泛应用于节能灯与 LED 照明等领域.....	- 19 -
图表 34: 公司产品覆盖了全球主要节能照明品牌商.....	- 19 -
图表 35: 2016 年白炽灯占比即已低于 30%.....	- 20 -
图表 36: 电费降低能够大幅降低公司电容器成本.....	- 20 -
图表 37: 扩产完成后, 化成箔自给率有望达到 70%左右.....	- 21 -
图表 38: 公司人均产出持续提升.....	- 21 -
图表 39: 公司近年来人工成本/收入在 15%左右.....	- 22 -
图表 40: 可比公司估值列表.....	- 23 -
图表 41: 公司收入拆分.....	- 23 -

单季度大超预期，成长新周期启动

收入创历史新高，利润率大幅回升

- 四季度单季业绩大超预期，验证向上拐点趋势。**公司前期公布了 2019 年业绩快报，2019 年实现收入 22.47 亿元，同比增长 1.02%；实现净利润 3.11 亿元，同比增长 10.68%。从单季度趋势看，明显看出 2019 年 Q4 开始，公司业绩迎来明显向上拐点，其中 Q4 单季度收入 6.26 亿元，同比增长 11.70%，较 Q2 与 Q3 同比下滑相比，向上拐点明确；Q4 单季度利润 1.13 亿元，创单季度历史新高，同比大增 53.85%。

图表 1：公司 Q4 单季度收入迎来向上拐点



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 2：公司 Q4 单季度利润同比大增超 50%

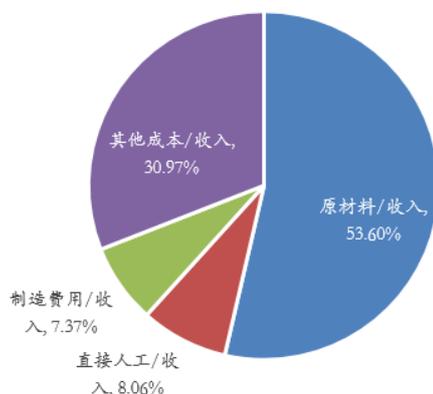


资料来源：Wind、中泰证券研究所

- 行业去库存结束，新景气周期渐渐启动，利润率大幅提升。**参考行业调研信息，我们判断，元器件全行业库存在 2019 年 H1 消化后，2019 年 Q3 库存逐步减少，2019 年 Q4 迎来明显恢复。展望 2020 年，虽然疫情影响短期下游需求，但随着 5G 换机周期启动，全行业需求逐步回暖，驱动行业进入新一轮景气周期。对于公司而言，一方面是收入增速恢复；另一方面，利润率有望持续回升。就公司历史数据看，费用率长期保持稳定，毛利率与净利率变化趋势一致。2019 年 Q4，单季度净利率达到 18.12%，环比 Q3 持续改善，表明行业景气度持续回升，Q4 业绩大超预期的重要因素。
- 深入剖析利润率提升本质，稼动率提升只是一方面，更为重要产品盈利能力持续提升趋势。**参考公司 2018 年年报数据，就其产品成本来看，原材料/收入为 54%左右；直接人工/收入约为 8%；制造费用/收入约为 7.5%。为测算稼动率提升对公司利润率的影响幅度，我们对比公司 2019 年 Q4 与 Q3 收入，单季度收入环比增长约 6200 万元，幅度不算太大，假设其成本结构与 2018 年基本相当，则其成本端，扣除原材料成本增加约 3300 万元，余下 2900 万元，进一步考虑到直接人工与制造费用、以及约 16%的期间费用率，预计收入环比增幅在稼动率提升带动下，所增加的税前利润约为 1000 万元左右，扣税后净利润端在 1000 万以内，对应净利率提升幅度不到 1.5pct，而 Q4 单季度净利率环比提升幅度约

3.3pct，表明公司产品本身盈利能力也在持续提升。

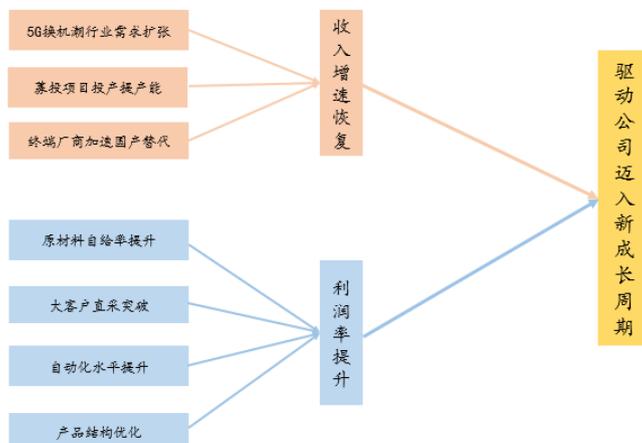
图表 3：公司各项成本与收入比重拆分



资料来源：公司年报，中泰证券研究所

- **收入增速恢复叠加盈利能力提升，驱动公司迈入新成长周期。**就未来趋势展望，随着元器件国产替代明显加速，叠加 5G 换机驱动下行业需求扩张，公司收入增速有望迎来持续恢复，进而带动稼动率上行；同时公司在客户端、产品结构、原材料自给、自动化率等多方面持续优化，有望推动利润率稳中有升，进而共同驱动公司迈入新成长周期。

图表 4：多重因素驱动公司迈入新成长周期



资料来源：中泰证券研究所

铝电解龙头，多年稳健成长佐证公司优质质地

- **公司为国内铝电解龙头企业，各种铝电解电容产品线齐全。**公司前身为益阳资江电子元件有限公司，成立于 1993 年 12 月 29 日，距今已有 20 多年的技术积淀，为国内铝电解电容龙头企业，2015 年 5 月完成上市。公司主要产品包括各种液态铝电解电容及固态铝电解电容（包括固态引线、固态贴片及更高端的固态叠层）。

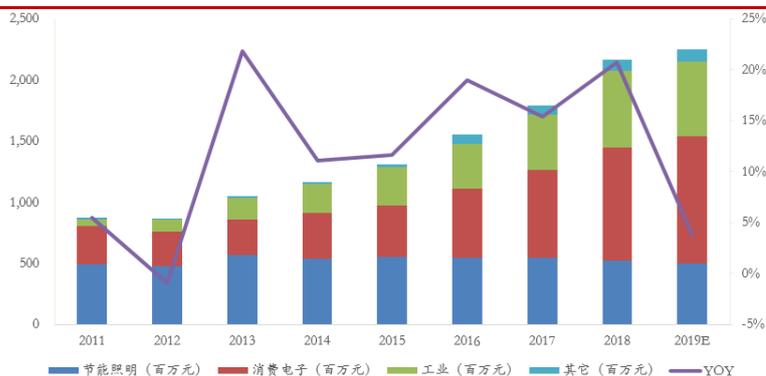
图表 5: 公司铝电解电容产品线丰富



资料来源: 中泰证券研究所

- **节能照明、消费及工业为公司产品三大核心应用领域。**铝电解电容作为重要的基础元器件,在有电的地方基本都存在,从公司产品主要应用领域来看,主要是节能照明、消费电子及工业类,其中节能照明主要是应用在 LED、节能灯等照明市场;消费电子主要包括手机充电器、电脑适配电源等 3C 领域及空调等家电领域;工业领域主要包括电源、基站等领域。
- **公司发展策略清晰,逐个突破各个细分市场,来实现快速成长。**公司此前主要以节能照明领域为主,目前已成为全球龙头,随着 LED 照明渗透率提升放缓,逐步进入平稳阶段;随后又陆续加大消费电子与工业领域开拓力度,近年上述两大应用领域年均复合增速超过 20%,驱动公司收入规模持续增长。

图表 6: 消费电子与工业领域驱动收入规模持续增长

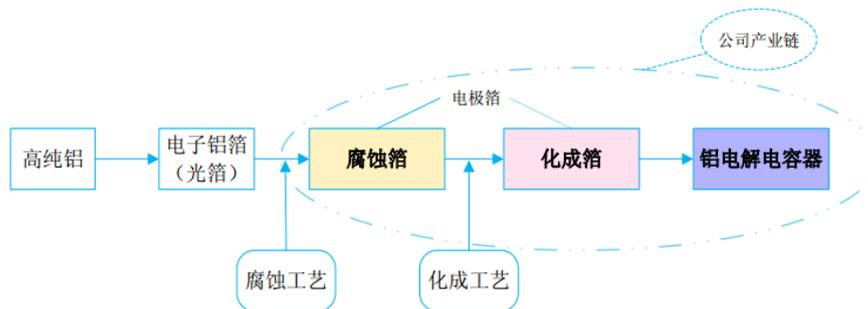


资料来源: Wind、中泰证券研究所

- **持续提升全产业链优势,铸就宽广护城河。**公司打通了从腐蚀箔到电容器成品的全产业链,同时在部分关键设备方面,也以自研为主,使得公司成本优势明显,相对于业内其它厂商毛利率优势明显。考虑到化成环节主要成本是电费,公司已将化成箔厂由四川搬往电价更低的新疆,将

带动公司成本进一步下行，随着前期转债募投项目陆续投产，公司原材料自给率将进一步提高。

图表 7: 公司打通了电容器上下游产业链



资料来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

- **公司毛利率基本稳定，且优于同行，未来有望稳步提升。**公司一方面是产业链上下游优势明显，另一方面产品结构更优，使得公司毛利率较业内同行更优，彰显公司竞争优势。就公司年度毛利率变化趋势来看，自 2017-18 年毛利率有所下降，主要是原材料成本上升扰动以及毛利相对较低的工业类产品占比提升；2019 年已经逐步企稳，从业绩快报数据来看，预计其已经开始回升，除了稼动率提升外，原材料自给、工业产品价格策略改变、自动化水平提升、产品结构优化等中长期积极因素正在显现，有望带动毛利率迎来向上恢复期。

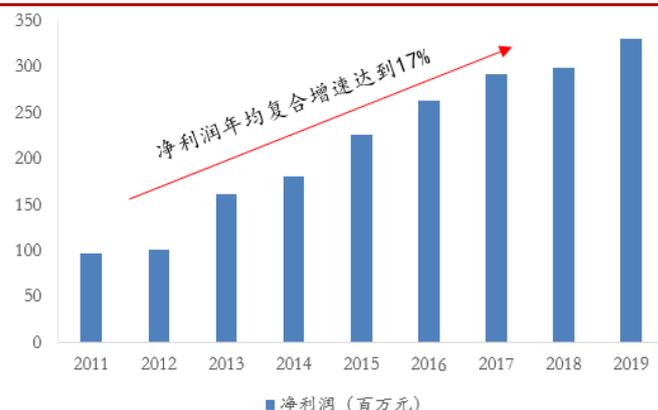
图表 8: 公司利润率持续优于同行



资料来源：Wind、中泰证券研究所

- **公司自 2011 年来，净利润年均增速达到 17% 左右。**一方面公司通过不断开辟新的下游应用领域，实现了收入规模持续增长，同时盈利能力基本保持稳定，带动公司净利润水平由 2011 年的 9600 万元增长至 2019 年的 3.3 亿元，年均复合增速达到 17% 左右。

图表 9：公司近年来净利润年均复合增速达 17%



资料来源：Wind、中泰证券研究所

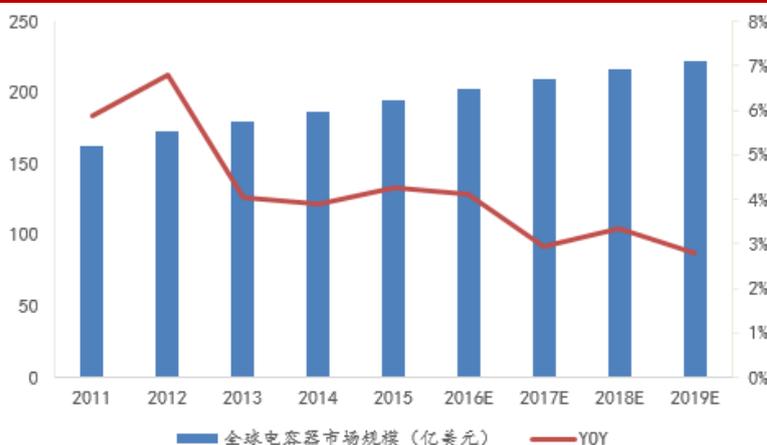
- 电容器是三大被动元器件之一，全球市场规模接近 200 亿美元。电容器是三大基础被动元器件之一（电容、电感和电阻），电容器是一种由两片接近并相互绝缘的导体制成的储存电荷的元器件，在电路中主要用于调谐、滤波、耦合、旁路和能量转换等。2013 年全球电容器市场规模达到 180 亿美元，预计到 2019 年全球将达到 222 亿美元，年均复合增速维持在 5%左右。

自主可控趋势下，国产替代空间大

60 亿美元市场日系占比近半，自主可控趋势下国产替代空间大

- 电容器是三大被动元器件之一，全球市场规模接近 200 亿美元。电容器是三大基础被动元器件之一（电容、电感和电阻），电容器是一种由两片接近并相互绝缘的导体制成的储存电荷的元器件，在电路中主要用于调谐、滤波、耦合、旁路和能量转换等。2013 年全球电容器市场规模达到 180 亿美元，2019 年全球将达到 222 亿美元，年均复合增速维持在 5%左右。

图表 10：全球电容器市场规模达到 200 亿美元左右，年均复合增速 5%左右



资料来源：Paumanok Publications Inc、中泰证券研究所

- 各类电容器下游应用领域各有侧重。在电容器行业中，根据电解质的不同，可以分为陶瓷电容器、铝电容器、钽电容器和薄膜电容器等四大类电容器，合计占比接近 98%。根据其性能的不同，应用于不同的下游领域。

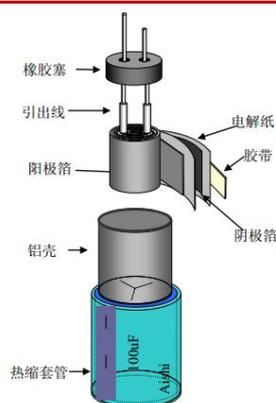
图表 11：各类电容器下游应用领域差别较大

类别	主要优点	缺点	电容量	额定电压	应用领域
铝电解电容器	电容量大/体积小/成本低；电压范围大；中高压大容量领域具有独特优势	等效串联电阻（ESR）较高/高频特性较差/易受温度影响/有极性	1 μ F-100000 μ F	4-800v	适合大容量/中低频率电路，如电源电路，变频电路，逆变器等等。也用于储能。
钽电解电容器	漏电流小/频率特性好/片式化技术和产品结构成熟	钽资源贫乏/易污染环境/价格高；有极性	0.1 μ F-1000 μ F	6.3-100v	应用于低压电源滤波，低压交流旁路中，如手机电源/电脑主板等。
陶瓷电容器	高频特性好/高耐压/损耗小/易于片式化	电容量小/易碎	0.3pF-10 μ F	10-4000v	应用于高频电路中，如振荡器，手机等通信电路
薄膜电容器	损耗低，阻抗低，高耐压，高频特性好	电容量小，易老化，体积相对较大	0.3pF-1 μ F	63-500v	应用于对损耗低，高频特性好，耐压要求高的电路。

资料来源：Paumanok Publications Inc、中泰证券研究所

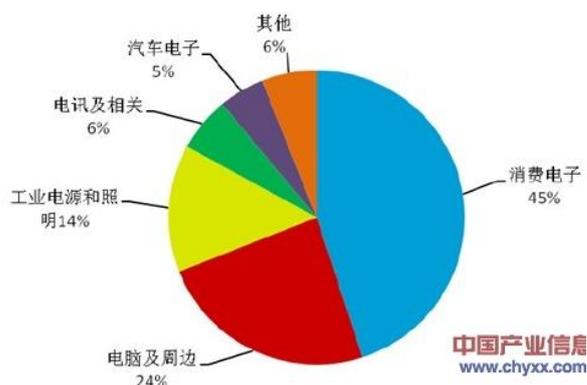
- 铝电解电容下游应用领域广阔，市场空间接近 60 亿美元。铝电解电容因其具有体积小、储存电量大、性价比高的特性，已广泛应用于消费电子产品、通信产品、电脑及周边产品、工业控制、节能照明等领域，其中消费电子、电脑及周边产品与节能照明占比最高，分别达到 45%、24%、14%，目前在电容器行业规模中占比 32%左右，对应市场空间接近 60 亿美元。

图表 12：铝电解电容示意图



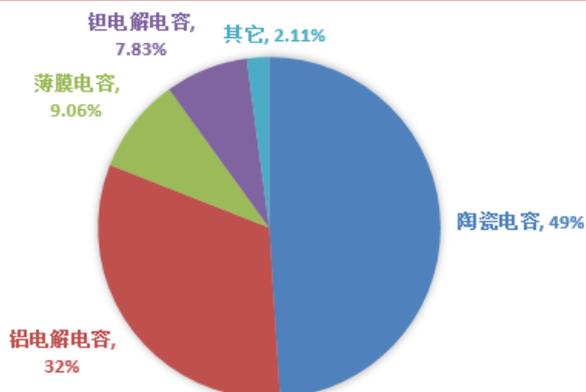
资料来源：Paumanok Publications Inc、中泰证券研究所

图表 13: 铝电解电容下游应用领域广泛



资料来源: 中国产业信息网、中泰证券研究所

图表 14: 铝电解电容占比在 32%左右



资料来源: Paumanok Publications Inc、中泰证券研究所

- 日企仍然占据主导地位，市占率过半，艾华集团进步提速。从目前全球铝电解电容行业格局来看，排名前四位的日本企业合计占有率超过 50%，但国内以艾华集团为代表的优秀企业，市场份额有不断提升趋势，潜在替代空间大。因最新的 Paumanok 调研数据未出，按照艾华集团收入成长幅度来看，我们预计其 2019 年市占率在 7.5%左右，已经达到全球第四，正在向全球前三的战略方向快速前进。

图表 15: 艾华集团近年来市场份额不断提升，较日系龙头提升空间大

企业名称	国家/地区	2015年市场份额	排名	2013年市场份额	排名
Nippon Chemi-Con	日本	20.50%	1	18.06%	1
Nichicon	日本	16.40%	2	16.43%	2
Rubycon	日本	11.70%	3	12.61%	3
Panasonic	日本	7.40%	4	8.41%	4
Sam Young Electronics	韩国	5.30%	5	6.80%	5
艾华集团	中国	4.70%	6	3.64%	8
TDK-EPCOS	日本	3.90%	7	—	—
江海股份	中国	3.90%	8	3.41%	9
Man Yue Electrics	中国香港	3.70%	9	4.56%	6
Lelon	中国台湾	3.40%	10	3.29%	10

资料来源: Paumanok Publications Inc、中泰证券研究所

日系龙头收缩战略明确，国产替代迎来加速期

- 回顾日系龙头发展历史，均是以铝电解为支撑向其他电容器品类拓展。回顾日系巨头发展历史来看，NCC 于 1966 年开始铝电解电容器业务，随后以铝电解电容业务为支撑点，进一步拓展了薄膜电容器及陶瓷电容器产品线；Nichicon 自 1956 年开始铝电解电容器生产，后面在电容器业务线上，也切入薄膜电容领域。我们认为，日系龙头在半个多世纪的发展历程中，之所以会从铝电解着手，进一步向薄膜电容等产品拓展，主要是下游客户重合度高、工艺上存在一定程度相通性等因素驱动。

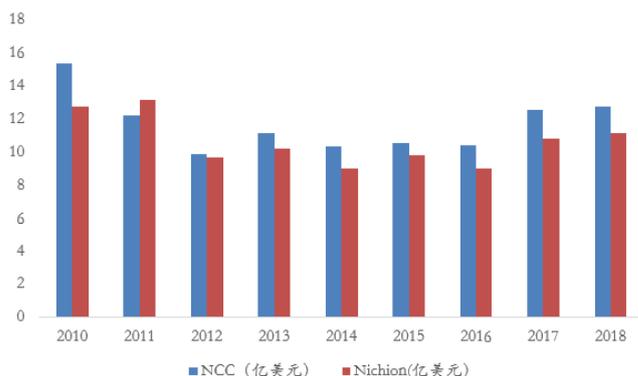
图表 16: NCC 与 Nichicon 电容产品线均从铝电解拓展至其他品类



来源：中泰证券研究所

- 近年来日系龙头企业发展势头明显放缓。参考行业份额前 2 名的 NCC 和 Nichicon 数据来看，其收入占比中超过 90% 为电容器业务，因此其总收入趋势也大体能够反映其电容器业务，近十年来，两家龙头公司收入规模总体下降趋势明显。与之形成鲜明对比的是国内铝电解电容龙头企业，艾华集团与江海股份，同期均实现 2 倍以上增长。

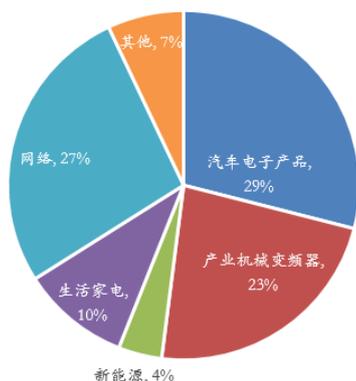
图表 17: NCC 与 Nichicon 收入呈现下滑趋势



来源：Wind，中泰证券研究所

- 与收入萎缩对应的是日系企业逐步向中高端领域收缩战线。从日系龙头 NCC 产品应用领域数据来看，其 2016 年应用于工业、汽车电子、新能源等中高端领域的产品占比即已超过 50%，大幅超过行业平均水平占比。说明日系企业在面对国内龙头企业竞争的时候，不断向中高端市场退缩，来维持盈利。

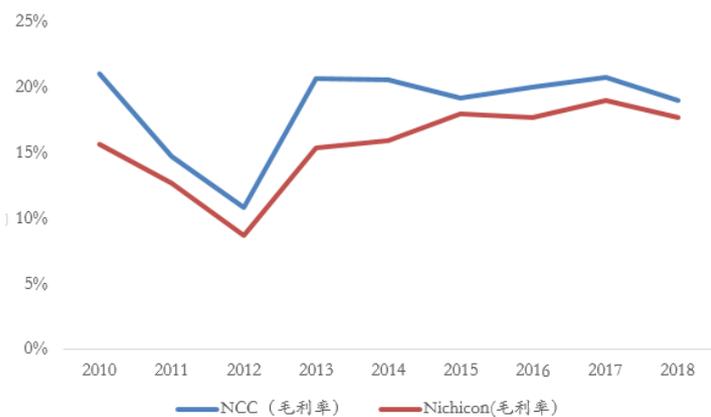
图表 18: NCC2016 年在汽车电子、工业等中高端领域占比超过 50%



来源：尼吉康年报，中泰证券研究所

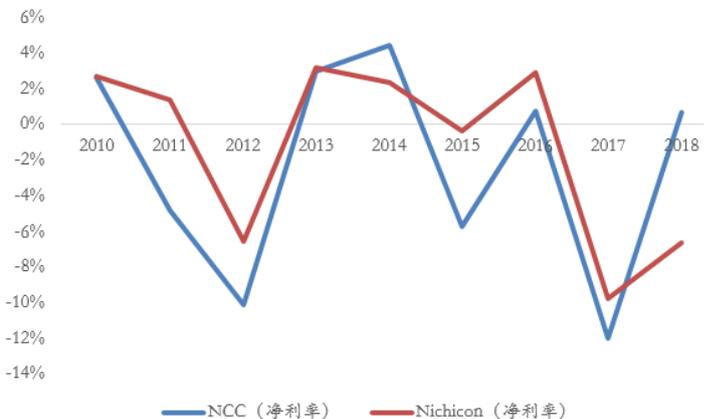
- **日系龙头虽向中高端市场收缩，但盈利能力依然差。**从产业调研信息来看，日系企业产品价格普遍偏高，且其中高端市场占比高，但从经营结果来看，NCC 与 Nichicon 毛利率常年在 20% 以内，净利率方面则常年在盈亏平衡线附近挣扎。对比国内龙头来看，虽然中低端市场占比更高，且价格没有优势，但凭借成本管控，经营效果明显好于日系企业。参考行业龙头艾华集团和江海股份数据来看，毛利率基本都维持在 30% 左右或者更高，净利率方面，基本都在 10-15% 之间，其中艾华集团净利率水平更是达到 17-18%。

图表 19: NCC 与 Nichicon 毛利率常年在 20% 以内



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 20: NCC 与 Nichicon 常年在盈亏线上挣扎



资料来源：Wind、中泰证券研究所

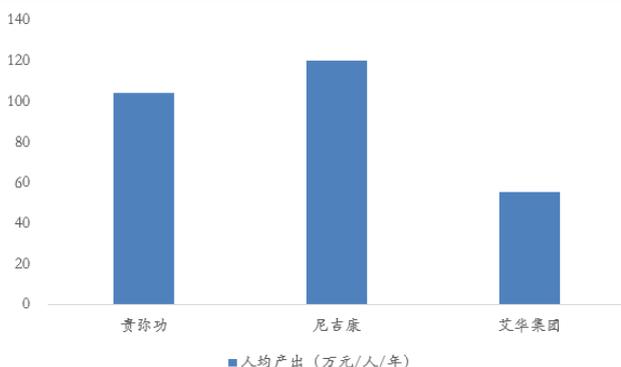
国内龙头持续向上突破，行业进口替代迎来加速

- **国产下游品牌崛起以及自主可控意识增加，国产替代迎加速。**从铝电解电容下游应用领域来看，接近 70% 集中于消费电子(手机、平板电脑、电脑、家电等领域)，在这些下游领域中，国产品牌已经加速崛起，例如手机领域的华为、OPPO、Vivo、小米等；电脑领域的联想、神舟等；电视领域的 TCL、创维、海信、长虹等；空调领域的格力、美的等。同时铝电解电容作为关键元器件，在下游企业自主可控意识提升带动下，

国产替代有望迎来加速，2019 年底以来，公司顺利切入国内龙头企业直采供应链就是明确例证。

- **与此同时，国内铝电解电容器龙头企业苦练内功。**以铝电解电容产品而言，国内龙头公司经过多年积淀，在技术上与日系龙头差距逐渐减少。同时国内企业在设备更新、自动化程度上，正在加速追赶。参考日系龙头数据来看，目前 NCC 与 Chinicon 人均产出分别达到 104 万元与 120 万元，国内龙头企业方面，以艾华集团为例，目前人均产出已经达到 55 万元，虽较日系龙头仍有较大差距，但公司可转债募投项目建设的工厂将大幅提升自动化水平，新工厂人均产出有望翻倍，届时将接近日系龙头。考虑到目前以艾华为代表的国内龙头经营绩效方面已大幅优于海外龙头，未来随着国内龙头自动化率水平进一步提升，经营绩效优势有望进一步扩大，助力国产替代加速。

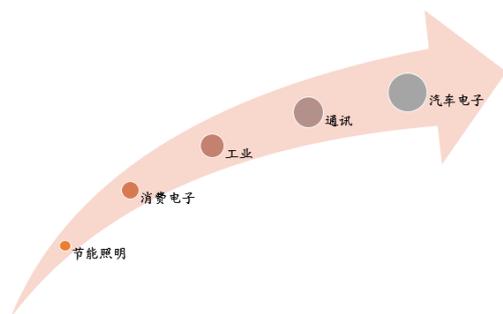
图表 21：目前日系龙头人均产出为国内龙头的 2 倍左右



来源：各公司年报，中泰证券研究所

- **国内铝电解点电容龙头有望向工业、通讯电源、数据中心向高端领域加速拓展，向上路径明晰。**一方面下游市场国产品牌的崛起为核心零部件国产替代，提供了有利的先决条件；另一方面，国内铝电解电容龙头企业正在持续向上突破，以艾华集团为例，以节能照明领域为突破后，随后进一步向手机充电器、笔记本电源适配器等领域拓展，并已获得较高的市场份额，目前正在加速向家电、工业等领域的中高端市场拓展，此外，也瞄准了通讯电源、数据中心、汽车等高端应用领域，下游应用领域的持续拓展，国内铝电解龙头企业向上突破路径日趋清晰。

图表 22：国内铝电解龙头向中高端市场拓展路径清晰



来源：中泰证券研究所

快充功率持续提升，行业需求迎来再加速

5G 手机功耗持续提升，充电功率提升带动电容 ASP 大幅增长

- **5G 手机功耗提升，与之对应的是充电功率持续提升。**5G 手机因为功耗更高，为了保证消费者使用体验，要么采用更大的电池，但目前中高端手机电池容量普遍都在 4000mAh 以上，进一步提升空间不大，只能进一步加大充电速度，也就是提升充电功率。从目前手机的充电功率来看，安卓品牌多数中端机型，在 2019 年充电功率普遍达到 18-20W 左右，而各大品牌旗舰机型充电功率则达到 30-40W。迈入 2020 年后，充电功率提升进一步加速，5G 旗舰手机充电功率最高的已经达到 65W，例如 OPPO RENO ACE、小米 10 系列等。2 月 25 日 Vivo 发布的 IQOO 3 将搭载 55W 充电器，充电功率迎来再加速，尤其是小米推出了 65W 氮化镓充电头，在小型化和高功率实现了完美平衡，引起了消费者的广泛共鸣。在旗舰机迈入 55W 以上充电水平之时，预计中端机型将迎来 30-40W 充电功率的普及，带动手机充电市场整体充电功率的持续提升。
- **铝电解电容为充电器核心元器件之一。**铝电解电容在充电头中起着滤波作用，分为输入端与输出端，充电功率大小与电容总容量高度相关，而总容量又关系到电容器用量。参考小米 65W 氮化镓充电头来看，其在输入端，采用 6 颗液态铝电解电容（4+2 布局）；输出端则采用了两颗固态铝电解电容；参考华为 40W 充电器来看，从下图中可以明显看出，其在输入端采用了 4 颗液态铝电解电容（3+1）、输出端则采用了 2 颗固态铝电解电容。

图表 23：小米 65W 充电头拆解图



资料来源：充电头网、中泰证券研究所

图表 24：华为 40W 充电头拆解图



资料来源：充电头网、中泰证券研究所

- **对比来看，充电头功率越大，铝电解电容数量与容量均明显提升。**对比 65W 与 40W 充电头来看，小米 65W 充电头输入端为 2 颗 400V 22uf 及 4 颗 400V 15uf 规格液态电容；输出端则为 2 颗 25V 470UF 固态电容。华为 40W 充电头输入端则为 3 颗 400V 22uf 及 1 颗 100V 10uf 电容；

输出端为 2 颗 16V 680uf。无论是规格还是数量，65W 充电器较 40W 均有明显提升。

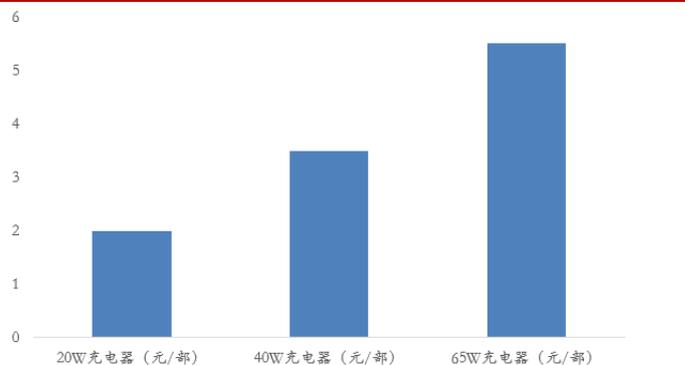
- 与之对应的是，65W 充电器较 40W 产品，铝电解电容 ASP 至少提升 50% 左右。参考代理商报价，均以某品牌为例，液态铝电解电容规格为 400V 22uf 产品约 0.95 元/PCS、400V 15uf 约 0.85 元/PCS、100V 10uf 0.35 元/PCS；固态铝电解电容规格为 25V 470uf 约为 0.4 元/PCS、16V 680uf 约为 0.35 元/PCS，假设代理商利润率为 10%，则对于原厂批量出货价格而言，65W 充电器产品铝电解电容器产品价值量约为 5.5 元；40W 充电器铝电解电容单价价值量约为 3.5 元，65W 产品单价价值量较 40W 产品提升幅度超过 50%。以此类推，我们预计，20W 左右功率的充电器单机价值量约为 2 元左右（除了电压、容量外，电容价格还与使用寿命等因素相关，如厂商要求更高，预计单价会相应提高 10-20% 左右）。

图表 25：65W 与 40W 充电器铝电解电容构成及价值量

产品	输入端（液态）	输出端（固态）	价值量（元）
小米65W	2*400V 22uf+4*400V 15uf	2*25V 470uf	5.5
华为40W	3*400V 22uf+1*100V 10uf	2*16V 680uf	3.5

资料来源：充电头网、阿里巴巴，中泰证券研究所

图表 26：充电功率提升驱动铝电解电容 ASP 大幅提升

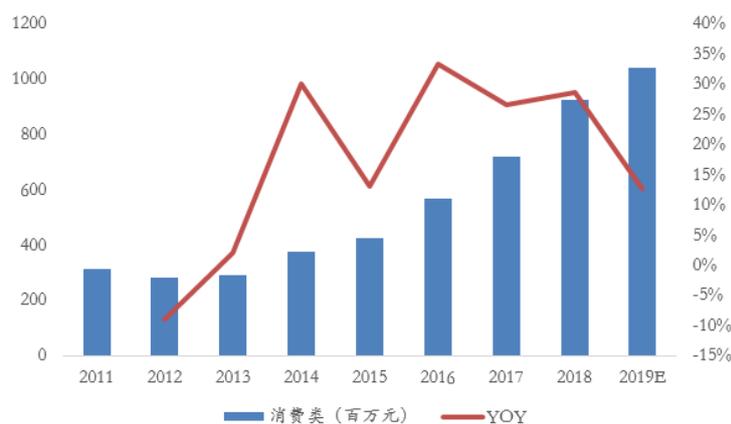


资料来源：中泰证券研究所

行业加速春风叠加大客户直采，消费类收入迎来再加速

- 我们预计，2019 年公司消费类业务增速略有放缓，大客户直采有望驱动份额提升进一步助推业务成长。公司消费类业务主要以手机充电器为主，还包括笔记本电脑适配器及少部分家电业务，近年来消费类业务收入持续保持较快增长，在 2019 年以前均保持 30% 左右增长，2019 年我们预计小幅降速，主要是公司此前以充电头代工厂商为主，部分大客户还未切入直采，影响份额提升。2019 年以来，下游终端品牌核心元器件国产替代意识增强，结合产业链调研信息，我们判断，公司 2020 年有望在国产大客户处实现直采，带动其份额进一步提升，与此同时，公司一直积极开拓海外品牌客户直采，也有望获得重大突破。

图表 27: 2019 年消费类业务收入略有放缓



来源：公司年报，中泰证券研究所

- **全球 3C 类电源用铝电解电容市场规模达到 65 亿元左右。**目前 3C 类电源最大的两块市场分别为手机与笔记本电脑，参考上文测算，随着 5G 手机逐渐普及，充电功率提升进度有望加快，假设未来 5G 手机均配备 40W 或以上规格充电器，4G 手机平均功率达到 20W，2022 年全球 5G 手机渗透率达到 60%，则我们预计，手机充电器用铝电解市场规模有望达到 55 亿元左右；笔记本电脑充电功率普遍在 65W 左右，假设单价价值量为 5-6 元，按照 1.5 亿台笔记本电脑的年出货量，对应市场规模在 10 亿元左右。因此 3C 类电源市场规模至少在 65 亿元左右。
- **市场红利释放叠加大客户直采突破，未来消费类业务有望保持 30-40% 以上年均增速。**一方面是快充大功率红利逐步释放，另一方面公司在手机充电器、笔记本电源适配器领域均在逐步实现大客户直采，有助于份额持续提升，考虑到公司相对于日系企业在价格、服务等方面的综合以及国内作为全球消费电子制造主基地的“主场”优势，我们预计，公司在未来 2-3 年有望 3C 电源类市场总体份额的 30-40%，对应 20-25 亿元收入规模，再加上在家电领域的逐步突破，公司消费类应用收入未来 2-3 年有望恢复 30-40% 年均复合增速。

MLPC 产品积淀多时，有望迎来超预期成长

- **MLPC 为高端铝电解电容产品，主要应用于板端领域。**MLPC 即固态叠层电容，采用铝极做阳极，在下表面用电解工艺制成一层氧化铝绝缘层，采用高分子聚合物薄膜作为固态电解质，由碳衬底及镀银层作为阴极，外部用塑料封装。

图表 28: MLPC 结构图与示意图



来源：中泰证券研究所

- MLPC 产品主要用于手机、笔记本主板等领域，比特币等新兴需求快速爆发。MLPC 在高频下，阻抗曲线呈现近似理想电容器特性，在频率变化情况下，电容量非常稳定。同时还具有体积小、性能好、宽温、长寿命、高可靠性和高环保等诸多优点。适用于电子产品小型化、高频化、高速化、高可靠、高环保的发展趋势和表面贴装技术（SMT），便于应用到便携式产品中，因此 MLPC 产品目前主要应用于手机、笔记本电脑、服务器主板等领域。

图表 29: MLPC 的 6 大优势



资料来源：易容网、中泰证券研究所

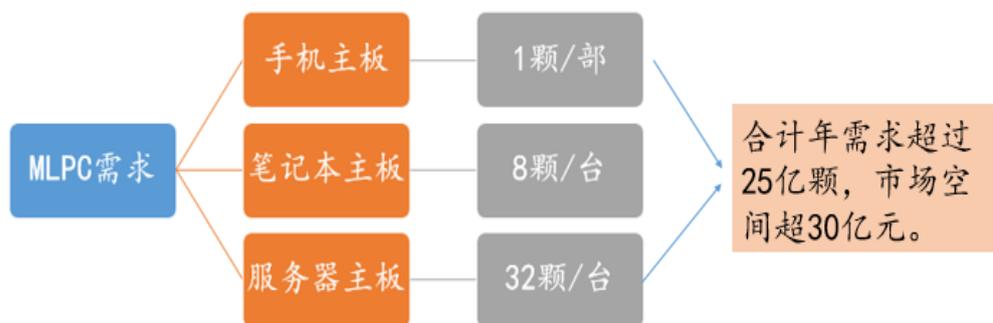
图表 30: MLPC 主要应用于手机、笔记本及服务器主板

MLPC 主要 应用 领域	智能手机主板
	笔记本主板
	服务器主板
	比特币挖矿机

资料来源：中泰证券研究所

- MLPC 市场空间超 30 亿元。根据行业调研情况，一部智能手机需要用 1 个 MLPC、笔记本电脑主板用 8 个 MLPC、服务器主板需要用到 32 个，参考智能手机 14 亿部年出货量、1.5 亿左右笔记本电脑年出货量及服务器用量来看，MLPC 年均需求量超过 25 亿个，目前均价 1.0-1.2 元/个，市场空间超过 30 亿元。加上新兴的挖矿机需求以及逐步在部分领域替代钽电容，市场空间仍在进一步快速增长。

图表 31: MLPC 产品年市场规模超过 30 亿元



来源：中泰证券研究所

- 松下一家独大，产品毛利率高达 70-80%。目前 MLPC 产品只有松下三洋和 SAMYOUNG（韩国三莹）能够系列化量产，其中大规模商业化供应的主要以三洋为主，月出货量超过 2 亿只，其市场份额高达 90% 左右。韩国三莹仅仅供应韩国本土的部分厂商，规模较小。同时其属于 IC 级产品，其毛利率水平要高于普通电容产品。
- 公司 MLPC 产品已经开始批量生产，潜在超预期看点。公司 MLPC 产品自 2017 年开始已经批量量产，当时主要出货给数字货币领域，随着 2018 年数字货币逐渐降温，出货量略有下滑，但公司积累了丰富的量产经验，并在这两年持续优化公司产品，并加大笔记本电脑厂商等大客户的推广工作，叠加国内厂商自主可控意识增强，后期 MLPC 有望在主战场获得突破，进而推动公司成长超预期。

工业市场持续突破，节能照明保持稳定

产能释放叠加客户突破，工业有望恢复高增长

- 2019 年工业类市场增速略微放缓。公司过去几年，在工业类市场，实现了重大突破，参考以往年报数据，2018 年公司工业类占比约 30% 左右，据此我们推断，公司 2019 年工业类收入在 6.2 亿左右，较 2011 年增幅接近十倍。2019 年一方面是行业需求有所放缓，更重要的是公司在产品结构、价格策略等方面主动调整，放缓了增速。

图表 32: 公司工业类应用持续快速增长，2019 年有所放缓



来源：公司年报，中泰证券研究所

- 工业类需求好转叠加产能释放，增速有望恢复。**公司工业类产品收入在过去几年的持续增长下，我们预计，到 2019 年已经超过节能照明领域收入。在过去几年市场开拓中，公司价格策略相对更积极，毛利率有所影响，随着 2019 年公司在大客户处逐步获得突破，应用领域也持续拓展（基站、医疗等高毛利市场的逐步开拓），叠加转债募集资金新产能将在 2020 年年中前后投产，按照其产值计算（转债募集说明书明确提到牛角电容满产产值 4.1 亿元再加上部分引线类超），我们预计，未来 2-3 年公司工业类产品有望实现翻倍增长。

节能照明市场龙头地位稳固，有望保持平稳发展

- 在节能照明用铝电解电容领域，公司为行业龙头。**铝电解电容广泛应用于节能灯、LED 照明等领域，以常见典型的 LED 驱动电路为例，其应用到电解电容的地方主要有三个方面，即前级整流滤波、后级输出整流滤波和控制 IC 电源端口所用到的去耦电容。LED 节能灯失效将近 80% 左右是由驱动电源引起的，其中一个重要原因就是驱动电路中所用的部分电子元器件的寿命远低于 LED 灯珠寿命，铝电解电容可能成为 LED 驱动上最容易损坏的元器件，因此下游厂商对于铝电解电容产品品质高度重视。公司经过多年发展，在节能照明领域已实现对国内外主流照明品牌全方位覆盖，客户包括世界三大照明产品制造商（德国欧司朗、荷兰飞利浦、美国 GE）以及国内外其他知名照明企业，如松下、阳光照明、佛山照明、欧普照明、雷士等。

图表 33：铝电解电容广泛应用于节能灯与 LED 照明等领域



来源：中泰证券研究所

图表 34：公司产品覆盖了全球主要节能照明品牌商

细分领域	主要客户
节能照明	飞利浦照明
	GE 公司合资公司通士达
	欧司朗照明、BAG、锐高
	松下
	阳光照明、佛山照明、欧普照明、雷士、横店得邦、立达信、强凌等

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 公司在节能照明领域龙头地位稳固，有望保持平稳。公司在节能照明这一细分市场中已成为全球生产技术水平最高、品种最全、市场份额最大的专业化制造企业。公司在中高端节能照明领域市场占有率超过六成，行业龙头地位稳固。参考 Of Week 统计数据来看，2014 年白炽灯占有率在 43%左右，2016 年就已经降至 30%左右，年均占有率降幅在 6-7 个百分点左右，考虑到全球大部分地区在 2020 年前后均开始禁售白炽灯，我们预计目前白炽灯占有率预计在 10%左右，未来下降空间有限，考虑到公司份额较高，预计该块业务有望保持平稳。

图表 35: 2016 年白炽灯占比即已低于 30%



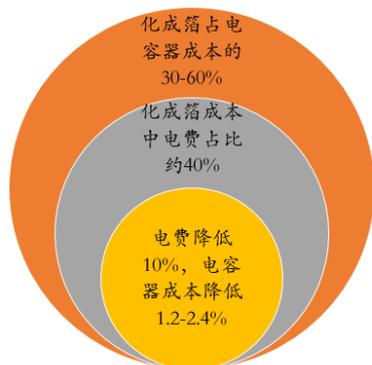
来源: of week, 中泰证券研究所

强化成本管控能力，助力盈利能力上行

核心原材料自给率提高，助力公司进一步成本优化

- 化成箔为电容器核心原材料，在新疆扩产电费优势明显。化成箔占电容器成本的 30-60%，其中电费在化成箔成本占比达到 40%左右，因此，在电费相对便宜的地方，扩产化成箔产线经济性更好。公司此前化成箔产线在雅安，电费达到略超 0.4 元/度电，公司在转债募投项目中，在新疆扩大化成箔产能，目前新疆当地电费仅 0.27 元/度电，降幅接近 40%，将大幅降电容器成本。

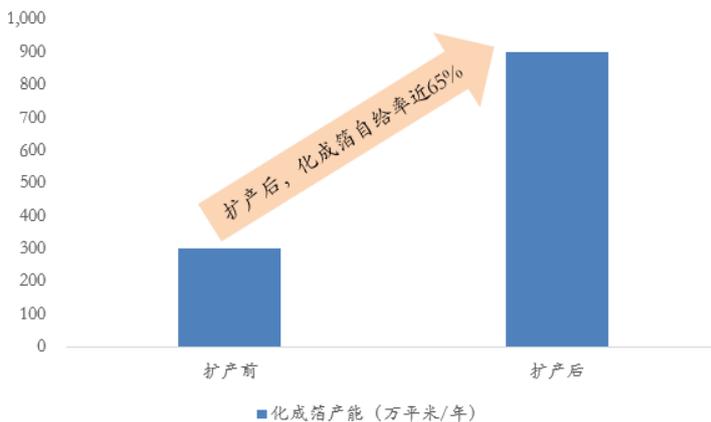
图表 36: 电费降低能够大幅降低公司电容器成本



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 未来随着新疆产线扩产完成后，中高压化成箔自给率将达到 65%左右。参考公司转债项目披露信息来看，平均生产 1 亿只铝电解电容器，需化成箔数量 11.23 万平方米。公司转债募投项目达产后，铝电解电容器的总产量将达 123.44 亿只/年，对化成箔的需求量为 1,386.23 万平米；未来新疆荣泽化成箔的总产能将达到 900 万平方米，届时公司化成箔自给率将达到 70%左右。

图表 37: 扩产完成后，化成箔自给率有望达到 70%左右



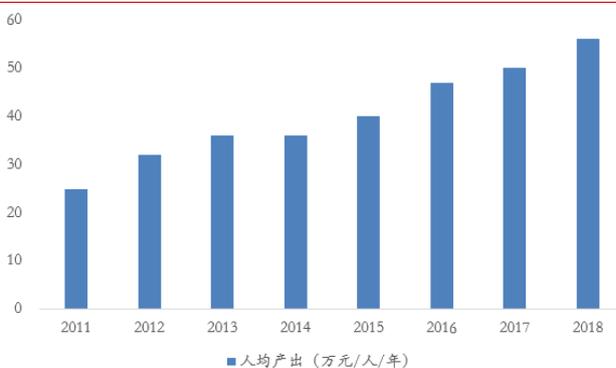
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 未来新疆化成箔产线完全投产后，年均成本节省超 7000 万元。参考公司转债募集说明书披露的数据，按照年设计产能 900 万平方米、单位平方米产品耗能 60kWh 计算，仅电费开支节约就在 7000 万元以上。

自动化水平持续提升，降低成本的另一面

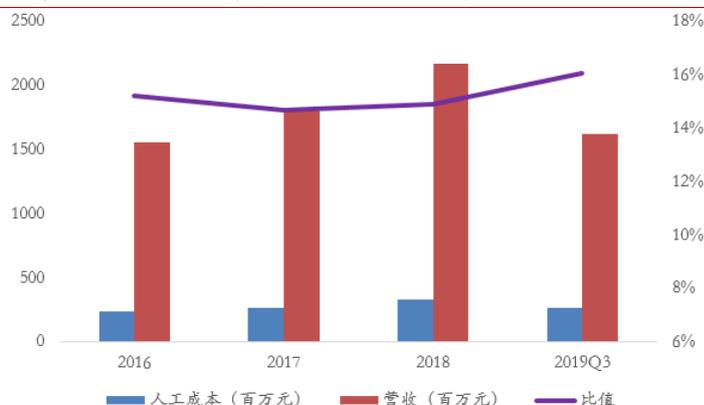
- 公司人均产出持续提升，自动化水平持续优化。就公司自动化水平来看，典型指标为人均产出，参考公司年报披露的员工数据来看，公司人均产出近年来持续稳步增长，已经从 2011 年的 25 万/人/年提升至 2018 年的 56 万/人/年，实现翻倍以上增长。

图表 38: 公司人均产出持续提升



来源：公司年报，中泰证券研究所

- 公司近年来人力成本/收入比重约为 15%。公司在现金流量表中披露了每年支付给员工的现金，结合资产负债表中应付职工薪酬的数据，可以计算出，公司近年来职工薪酬/营收比重约为 15%左右。

图表 39: 公司近年来人工成本/收入在 15%左右


来源：公司年报，中泰证券研究所

- 公司持续提高人均产出，有望降低人工成本占比。公司近年来在自动化水平上持续提升，表现为人均产出的稳步增加，从产业链调研信息来看，公司可转债募投项目新产能将采用更为先进的设计，我们预计，人均产出有望较公司目前水平翻倍。届时有望进一步加速降低人工成本占总收入比重，进而推动利润率稳步提升。

投资建议：快充大功率时代核心受益标的，“买入”评级

- 四季度业绩大超预期，收入增速与利润率提升共振驱动新周期。公司 2019 年 Q4 单季度业绩大超预期，除了稼动率提升带动外，产品盈利能力也有明显贡献，表明一年左右的去库存已经结束，随着消费领域需求加速成长，有望带动行业进入新一轮景气周期。对于公司而言，消费电子领域，快充功率提升带动单机 ASP 大幅增长、工业市场新产能投放等有望逐步体现带动公司收入增速上台阶。同时利润率端，大客户直采、原材料自供、自动化等因素驱动下，有望与收入增速上台阶共振，带动公司迎来新一轮成长期。
- 快充功率提升助推 ASP 大涨，客户直采突破助力成长。5G 手机功耗普遍更大，消费者对充电速度要求日趋提高，对应的手机充电器功率快速提升，2019 年旗舰机型普遍以 30-40W 快充为主，2020 年年初 5G 旗舰机型已将功率提升至 55W、65W 级别，带动配套电容器规格与数量提升。根据拆解数据，65W 充电头单机价值量较 40W 产品提升 50%以上。同时，公司作为国内 3C 电源类产品电容核心供应商，此前主要以供应充电头厂商为主，自 2019 年开始，公司在大客户直供上获得重大突破，为未来份额提升打下坚实基础，为充电功率提升的核心受益标的。此外，公司还在积极拓展笔记本电源市场，将进一步打开公司消费类产品成长空间。
- MLPC 产品储备多年，自主可控趋势下有望超预期。公司 MLPC 产品自 2017 年开始大规模量产，初期主要以数字货币行业为主，2018 年随着数字货币行业景气度下行，成长性有所放缓。但 MLPC 作为笔记本电脑、

服务器等领域的核心元器件，目前主要以松下为主，国内进口比例超过 90%，随着 2019 年下游客户自主可控意识增强，公司与下游大客户一起共同推动导入加速，我们判断，2020 年有望获得突破，有望超预期。

- **投资建议：**公司为快充功率提升核心受益标的，2019 年 Q4 业绩超预期预示新一轮景气周期启动，我们预计公司 2019-21 年净利润为 3.3/4.4/5.4 亿元，对应 EPS 为 0.85/1.12/1.38 元，对应 PE 为 31/24/19 倍，“买入”评级。

图表 40：可比公司估值列表

公司	EPS				PE			
	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
顺络电子	0.59	0.56	0.78	1.00	44.93	47.34	33.99	26.51
麦捷科技	0.19	0.19	0.33	0.45	70.74	70.74	40.73	29.87
法拉电子	2.01	2.02	2.22	2.41	26.88	26.74	24.33	22.41
均值					47.51	48.27	33.02	26.26

来源：Wind，中泰证券研究所(对比标的取自 wind 一致预期)

- **盈利预测核心假设：**1) 节能照明领域，参考 LED 照明市场情况，2019 年略有下滑，2020 年有所恢复，因此，我们预计，2019-21 年营收分别为 5、5.5、5.5 亿元；2) 消费领域，2019 年预计依然保持 10% 左右增长，考虑到 2020 年开始快充功率进一步加速提升，假设 2019-21 年营收分别为 10.1、14.2、18.6 亿元；3) 工业领域，此前工业领域增速较快，2019 年公司产品策略有所调整，增速放缓，2020 年新产能投产后，增速有望迎来回升，我们预计 2019-21 年营收分别为 6.4、8.1、10.4 亿元。

图表 41：公司收入拆分

类别 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
消费领域	924	1010	1420	1860
工业领域	622	643	810	1040
节能照明领域	525	500	550	500
其他	95	95	100	100
合计	2166	2248	2880	3500

来源：Wind，中泰证券研究所(对比标的取自 wind 一致预期)

风险提示：

- **快充大功率普及速度低预期。**目前各大手机品牌进一步加大充电功率提升速度，目前 5G 旗舰手机充电功率最高达到 65W，如果手机品牌跟进力度低预期，将会导致公司需求变弱。
- **大客户直采份额低预期。**公司此前在充电器领域，以供充电头厂商为主，2020 年大客户直采有望获得进一步突破，直采产品如论是量还是盈利能力都会更强，如果未来直采份额低预期，或将影响公司成长性及盈利能力。

- **智能手机出货量低预期。**2020 年开始是 5G 手机渗透率加速提升始点，一季度受疫情影响出货量出现明显下滑，如果持续时间较长，或将对全年智能手机出货量造成较大压力。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2309	2670	2688	2822	营业收入	2166	2248	2880	3550
货币资金	235	1446	1140	934	营业成本	1509	1523	1926	2367
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	16	19	26	32
应收账款	593	669	836	1020	销售费用	134	138	181	224
其他应收款	11	9	12	15	管理费用	89	182	236	291
存货	436	415	539	654	财务费用	14	26	20	31
非流动资产	1005	1137	1357	1556	资产减值损失	10	13	11	11
可供出售金融资产	4	3	4	4	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	7	6	7	7	投资收益	23	35	27	28
投资性房地产	0	0	0	0	营业利润	338	382	506	622
固定资产	789	909	1070	1234	营业外收入	17	17	16	17
在建工程	138	169	235	267	营业外支出	4	10	8	8
油气资产	0	0	0	0	利润总额	351	389	514	632
无形资产	24	23	22	21	所得税	52	56	75	92
资产总计	3314	3807	4045	4378	净利润	299	333	440	540
流动负债	665	687	811	1021	少数股东损益	1	2	3	3
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	299	331	437	537
应付票据	0	63	26	43	BPS(元)	0.77	0.85	1.12	1.38
应付账款	613	516	692	871					
其他	52	108	93	107	主要财务比率				
非流动负债	552	690	677	650	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他	552	690	677	650	营业收入增长率	20.8%	3.8%	28.1%	23.3%
负债合计	1217	1377	1487	1671	营业利润增长率	0.4%	13.0%	32.3%	23.1%
股本	390	390	390	390	净利润增长率	2.4%	10.7%	32.1%	22.9%
资本公积	837	837	837	837	盈利能力				
未分配利润	510	975	1056	1149	毛利率	30.3%	32.3%	33.1%	33.3%
少数股东权益	38	40	42	45	净利率	13.8%	14.7%	15.2%	15.1%
股东权益合计	2097	2430	2557	2707	ROE	14.5%	13.8%	17.4%	20.2%
负债及权益合计	3314	3807	4045	4378					
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	36.7%	36.2%	36.8%	38.2%
					流动比率	3.47	3.89	3.31	2.76
					速动比率	2.81	3.28	2.64	2.12
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	营运能力				
净利润	299	331	437	537	资产周转率	76.7%	63.1%	73.4%	84.3%
折旧和摊销	87	51	76	106	应收帐款周转率	364.3%	338.2%	363.6%	363.4%
资产减值准备	10	3	11	11					
无形资产摊销	3	2	2	2	每股资料(元)				
公允价值变动损失	0	0	0	0	每股收益	0.77	0.85	1.12	1.38
财务费用	30	26	20	31	每股经营现金	0.59	3.20	0.84	1.31
投资损失	-23	-35	-27	-28	每股净资产	5.28	6.13	6.45	6.83
少数股东损益	1	2	3	3					
营运资金的变动	-177	-871	214	144	估值比率(倍)				
经营活动产生现金流量	230	1249	326	511	PE	34.4	31.0	23.5	19.1
投资活动产生现金流量	-1001	-166	-275	-272	PB	5.0	4.3	4.1	3.9
融资活动产生现金流量	435	128	-356	-445					
现金净变动	-342	1211	-306	-206					
现金的期初余额	577	235	1446	1140					
现金的期末余额	235	1446	1140	934					

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。