

新能源汽车行业专题报告

派能科技：全球家用储能领先企业

中信证券研究部

新能源汽车组

宋韶灵/董雨翀/联系人：吴威辰

2021年1月5日

CONTENTS

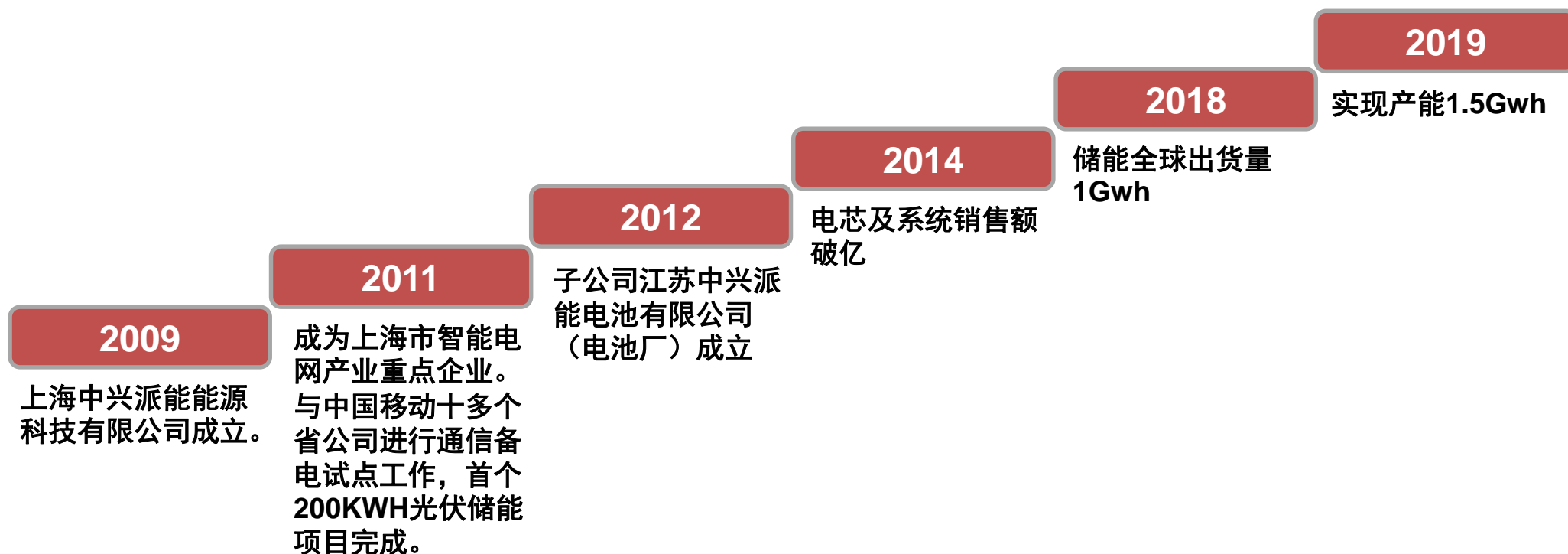
目录

- 一、公司概况：家用储能领先企业，业务全球布局
- 二、储能行业概况：发展初期，空间巨大
- 三、公司优势：专注储能领域，渠道先发布局
- 四、风险因素

历史沿革：专注锂电池储能

- 公司自2009年成立，是国内较早开始锂电池储能系统商用的厂家之一，专注锂电池储能应用超过10年。
- 公司整合产业链关键环节，拥有包括锂离子电芯制造、BMS、EMS以及系统集成等上下游关键环节的多项核心专利技术，可以为用户提供一站式储能系统解决方案。
- 根据GGII的统计，2018年和2019年，公司电力系统储能锂电池出货量分别位居国内第二、第三名。
- 根据IHS的统计，2019年公司自主品牌家用储能全球份额8.5%，位居第三名；2019年公司以自主品牌和贴牌方式销售家用储能产品共计366MWh，全球份额12.2%。

公司发展历程



产品涵盖大型、工商业、家庭光伏储能等

- **高压储能：**为电网储能、工商业储能、家庭高压储能、高压UPS以及数据机房等应用而开发的产品。
- **家庭储能：**系统利用屋顶的太阳能等来源把富裕电力存入储能系统，以备高峰时使用。
- **通信备电：**可为通信运营商全系列通信基站提供各种备电解决方案

公司主要产品



高压储能解决方案



家庭储能解决方案

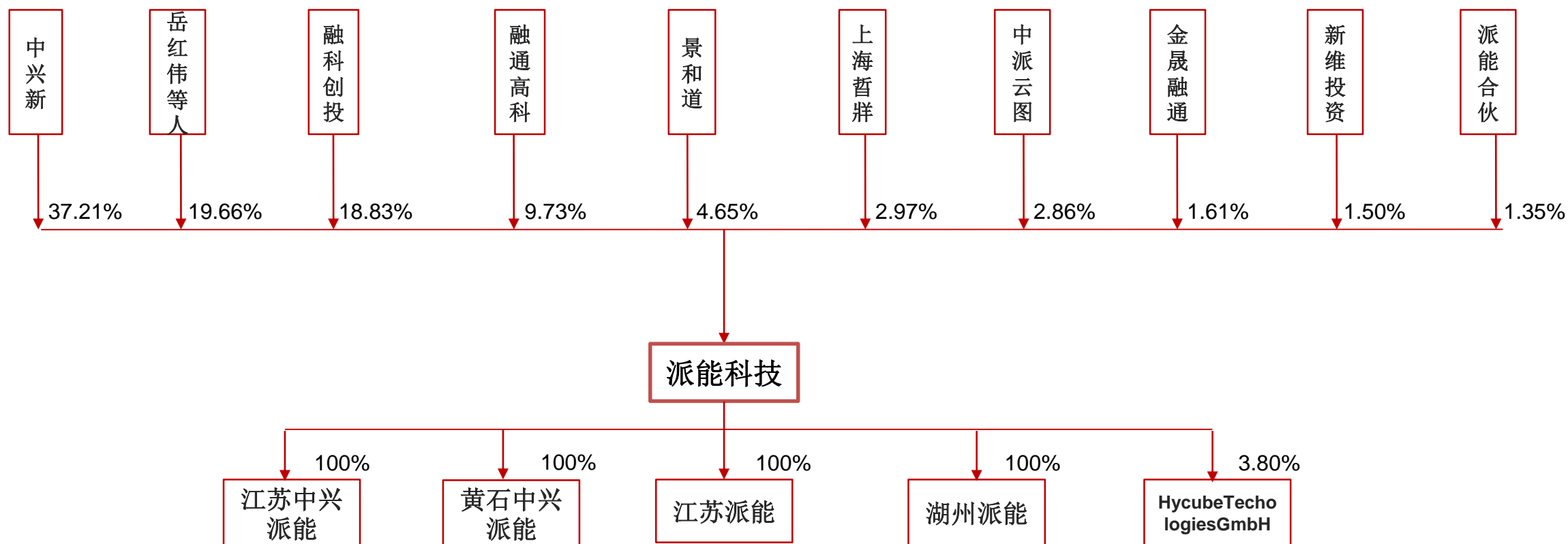


通信备电解决方案

公司股权结构（发行前）

- 公司第一大股东为中兴新通讯有限公司，持有股份占公司总股本37.21%（发行前）

派能科技股权结构（发行前）



派能科技核心技术人员

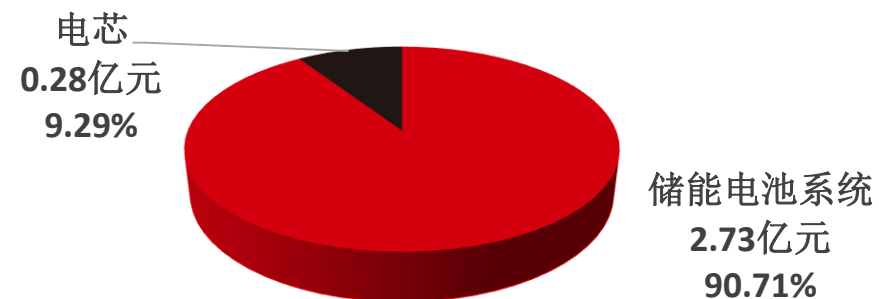
姓名	职务	简介
施璐	副总经理、储能系统事业部总经理	男，1981年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士学历。2006年7月至2009年7月，就职于新华三信息技术有限公司，担任软件工程师；2009年10月至2016年7月，就职于派能有限，历任软件总工程师、储能系统事业部总经理。2016年8月至今，就职于发行人，现任发行人副总经理、储能系统事业部总经理。
朱广焱	研究院院长、监事、总经理助理	男，1976年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士学历。2004年7月至2009年10月，就职于中国电子科技集团有限公司第十八研究所，担任课题组长；2009年10月至2013年12月就职于派能有限，担任锂离子电池技术中心主任；2013年12月至2018年5月，就职于扬州派能，担任总工程师；2018年5月至2019年6月就职于湖州派能，担任总工程师；2019年6月至今就职于派能科技，担任总经理助理。现任发行人研究院院长、职工监事、总经理助理。
胡学平	扬州派能研发中心经理	男，1985年出生，中国国籍，无境外永久居留权，工程师，本科学历。2007年6月至2012年5月就职于比亚迪股份有限公司，历任工程师、科长；2012年8月至2016年5月就职于湖州杉杉新能源科技有限公司，担任应用技术部经理；2016年6月至2017年5月，就职于扬州派能，担任高级研发工程师；2017年6月至2018年12月，就职于骆驼集团武汉光谷研发中心有限公司，担任高级研发工程师；2019年2月至今就职于扬州派能，担任研发部经理。现任扬州派能研发中心经理。
季林锋	扬州派能PACK产品部经理	男，1984年出生，中国国籍，无境外永久居留权，工程师，本科学历。2006年7月至2011年11月就职于比亚迪股份有限公司，担任制程工艺科长；2011年11月至2015年7月就职于能杰电源系统(深圳)有限公司，担任产品开发部机械主管；2015年8月至今，就职于在扬州派能，担任PACK产品部经理。

储能电池系统&电芯贡献主要收入利润来源

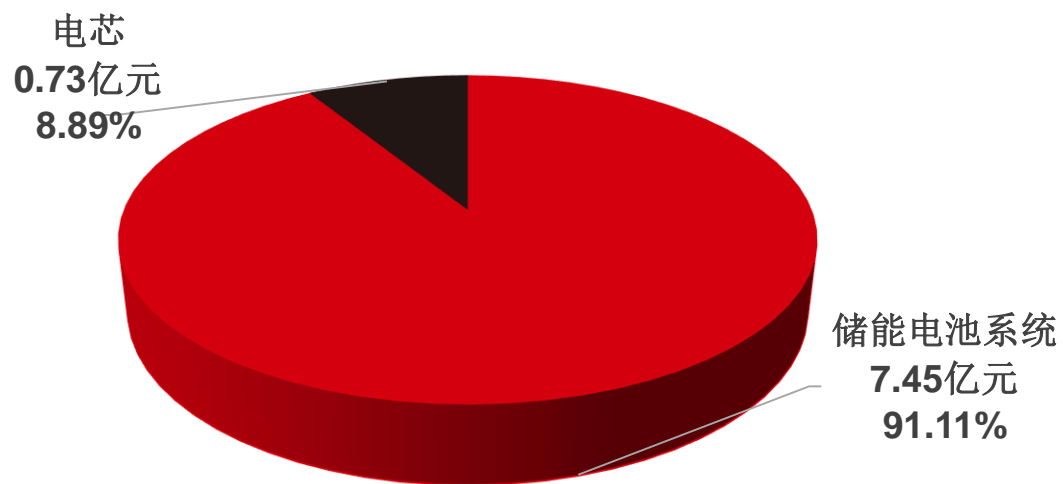
■ 主要产品：储能电池系统、电芯

- ✓ 2019年储能电池系统、电芯销售收入分别7.45/0.73亿元，占比为91.11%/8.89%
- ✓ 2019年储能电池系统、电芯毛利分别为2.73/0.28亿元，占比为90.71%/9.29%

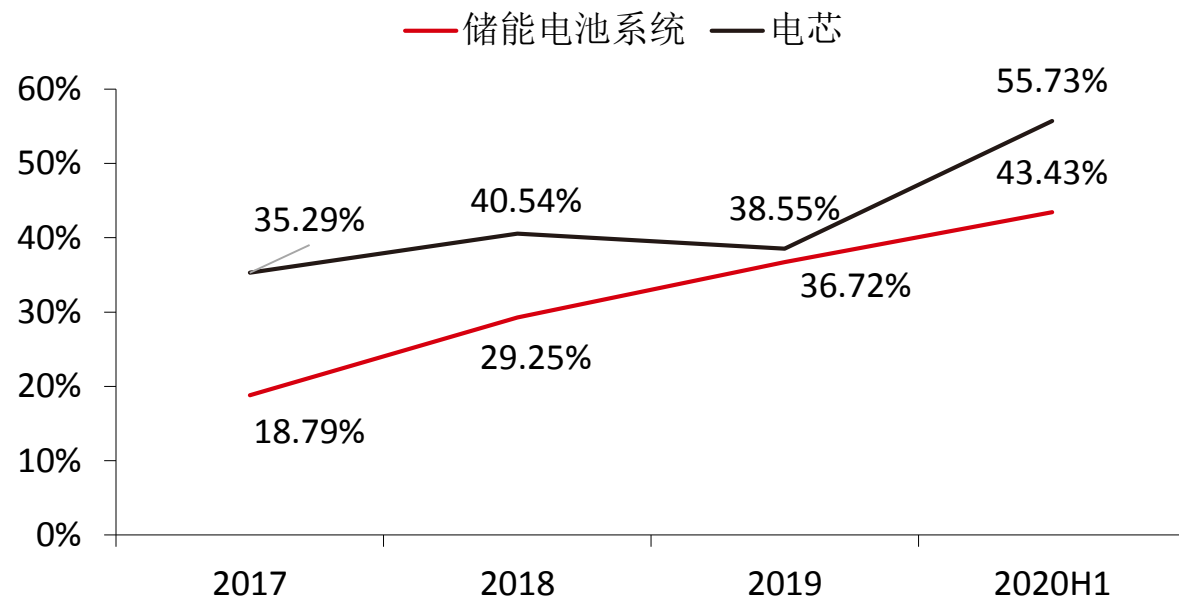
2019年各产品毛利润占比（亿元，%）



2019年各产品销售收入占比（亿元，%）



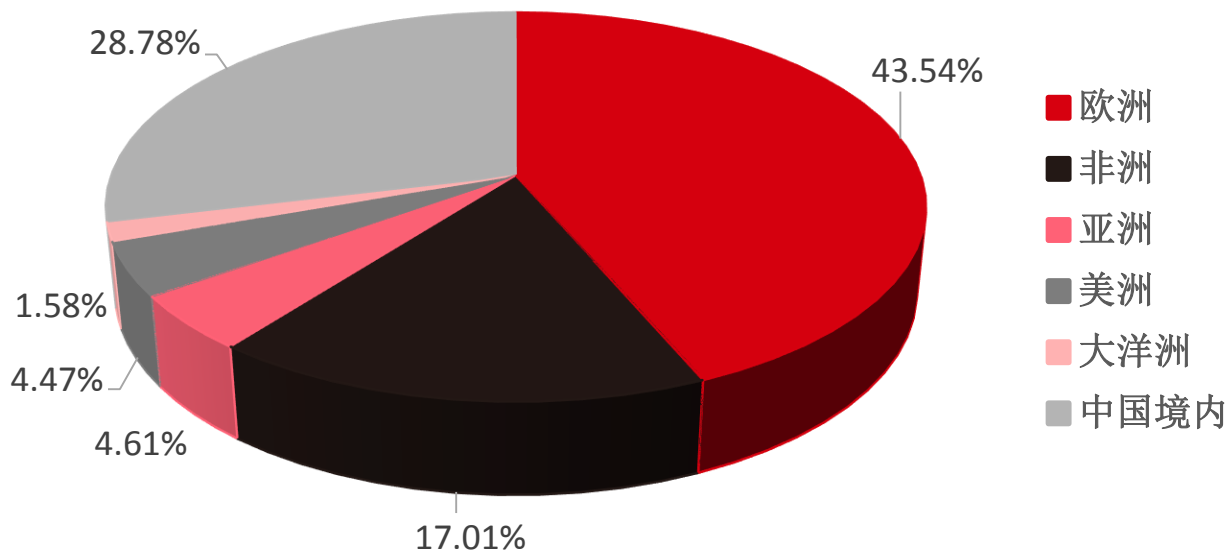
2017年-2019年各产品毛利率情况（%）



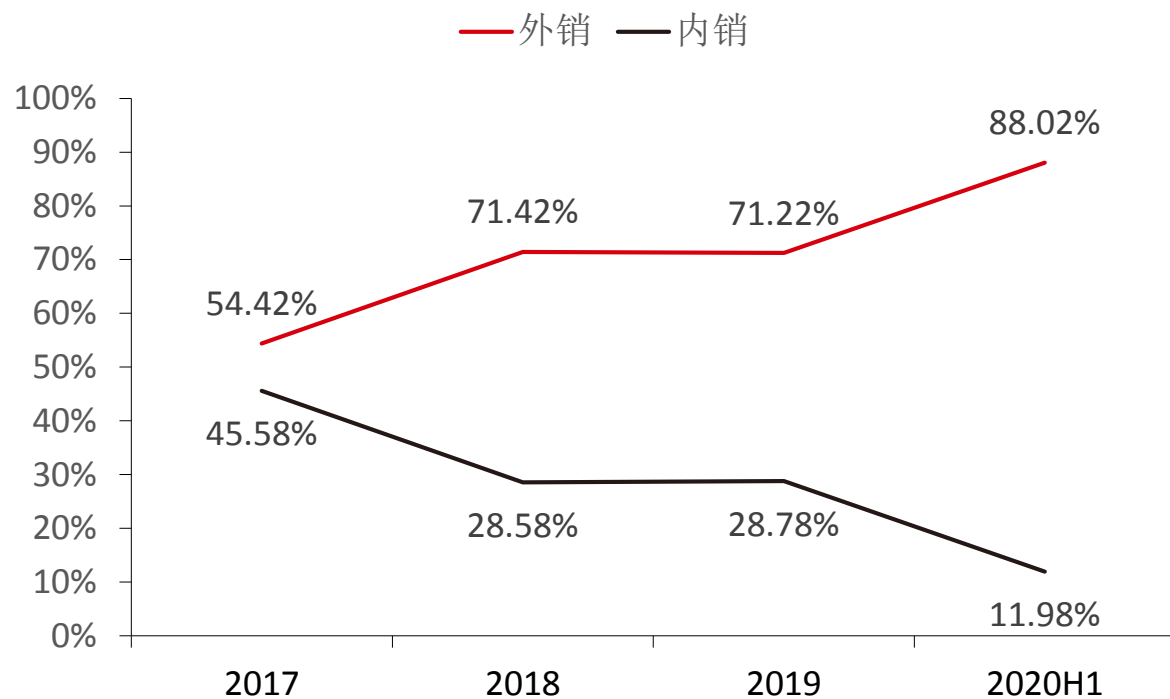
分地区：海外收入占比高，欧洲、中国、非洲是公司主要战场

- ✓ 公司储能产品销售遍布全球，其中欧洲/中国（境内）/非洲占比分别为43.5%/28.8%/17.0%，是公司前三大市场
- ✓ 近年来公司外销比例持续提升，2020H1已经达到88.02%，预计随着海外储能需求放量，公司外销占比将持续提升

2019年产品销售地区占比（%）



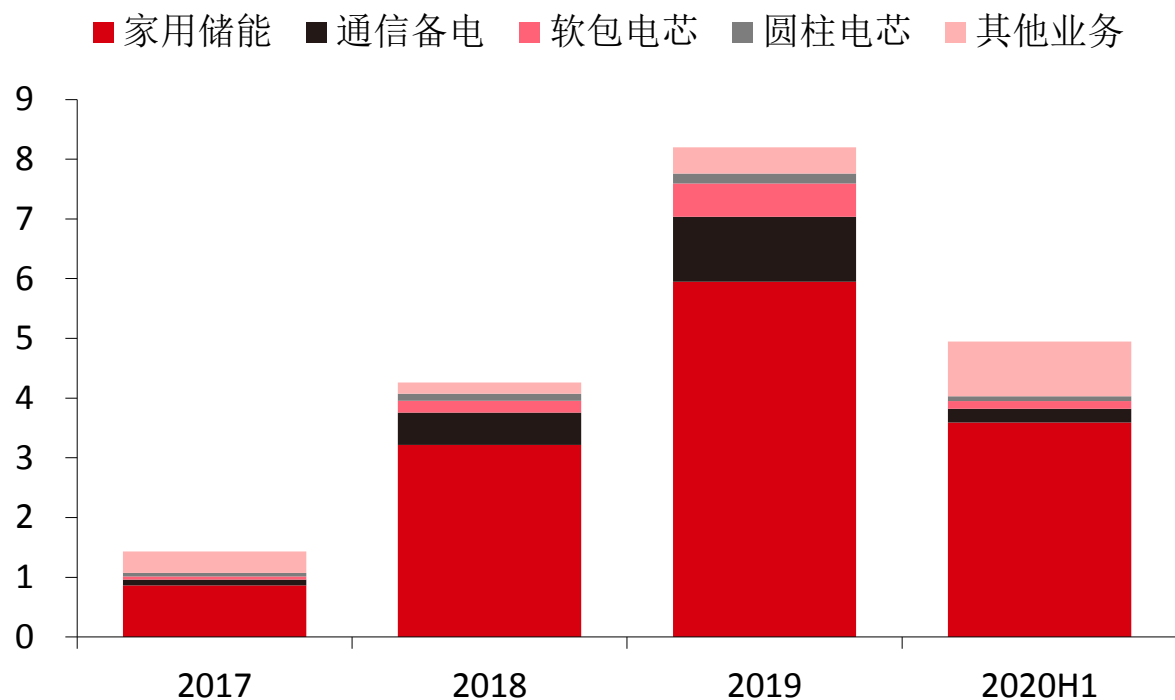
2017-2020H1境内外销售占比情况（%）



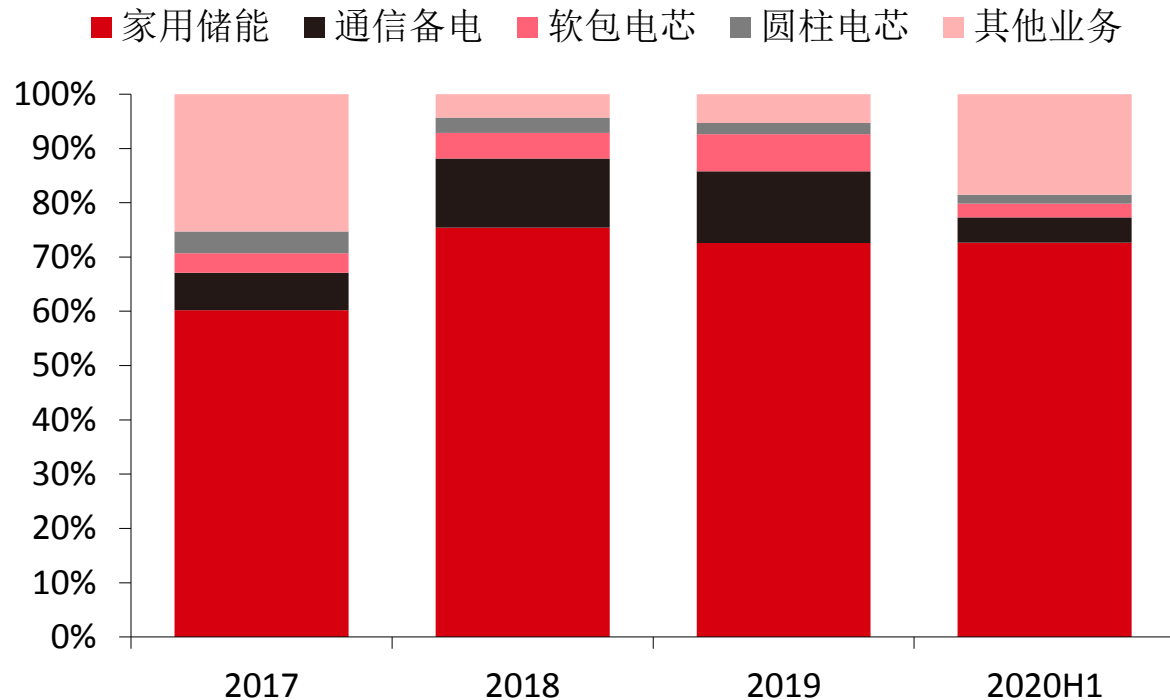
分产品：公司家用储能产品是主要收入来源

- ✓ 公司储能产品以家用储能为主，2018/2019/2020H1家用储能收入分别为3.21/5.95/3.59亿元
- ✓ 2018/2019/2020H1家用储能收入分别占总收入比重为75%/73%/73%，是公司最主要产品

2017-2020H1公司分产品收入（亿元）



2017-2020H1境内外销售占比情况（%）

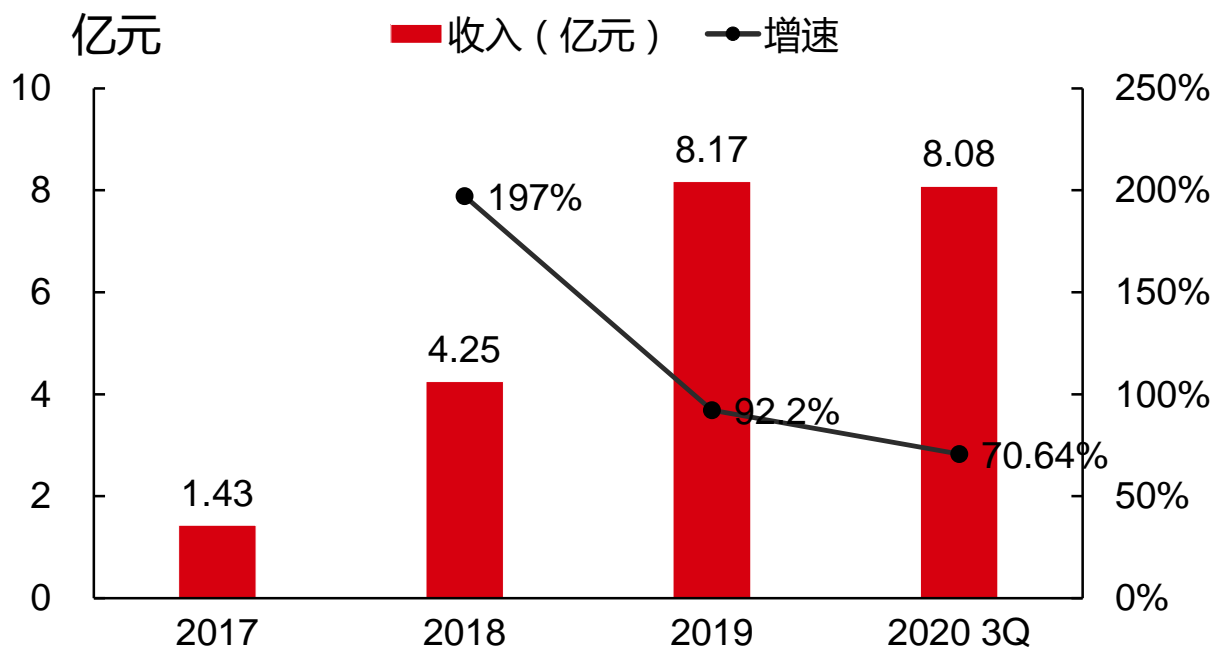


公司收入和利润保持高速增长

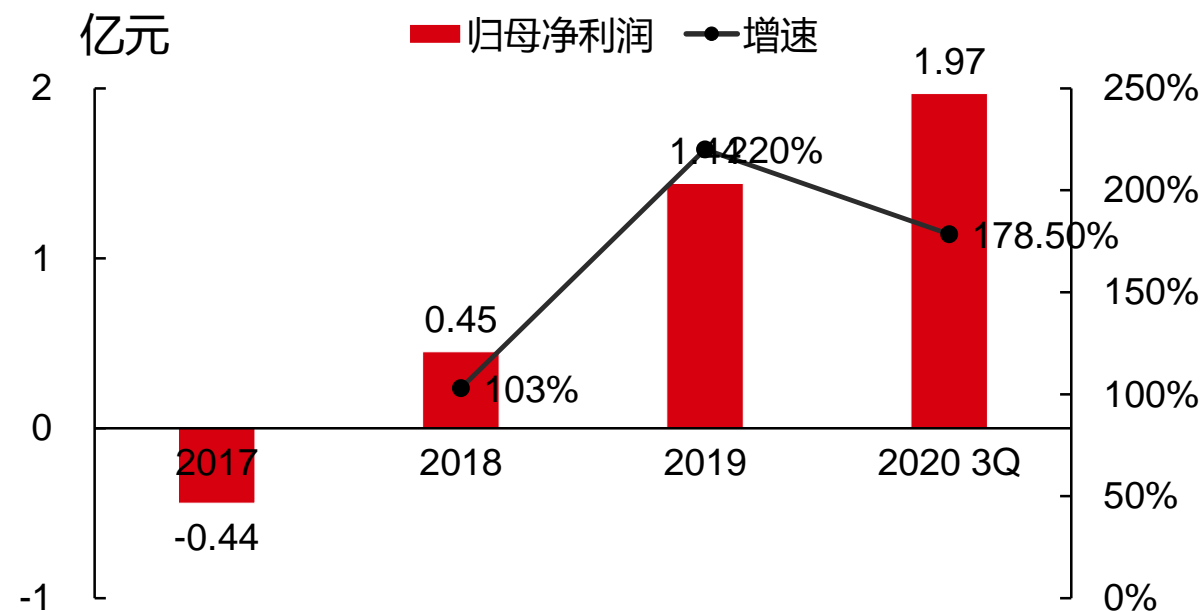
◆ 收入和利润保持高速增长

- ✓ 2017-2020 3Q, 公司销售收入分别为1.43/4.25/8.17/8.08亿元, 2018/2019年分别同比+197%/92.2%/70.6%
- ✓ 2017-2020 3Q, 公司归母净利润分别为-0.44/0.45/1.44/1.97亿元, 2018/2019年分别同比+103%/220%/178.5%
- ✓ 公司收入利润高增主要系全球电化学储能行业快速增长, 尤其在户用、通信储能等领域

2017-2020 3Q公司营业收入及增速



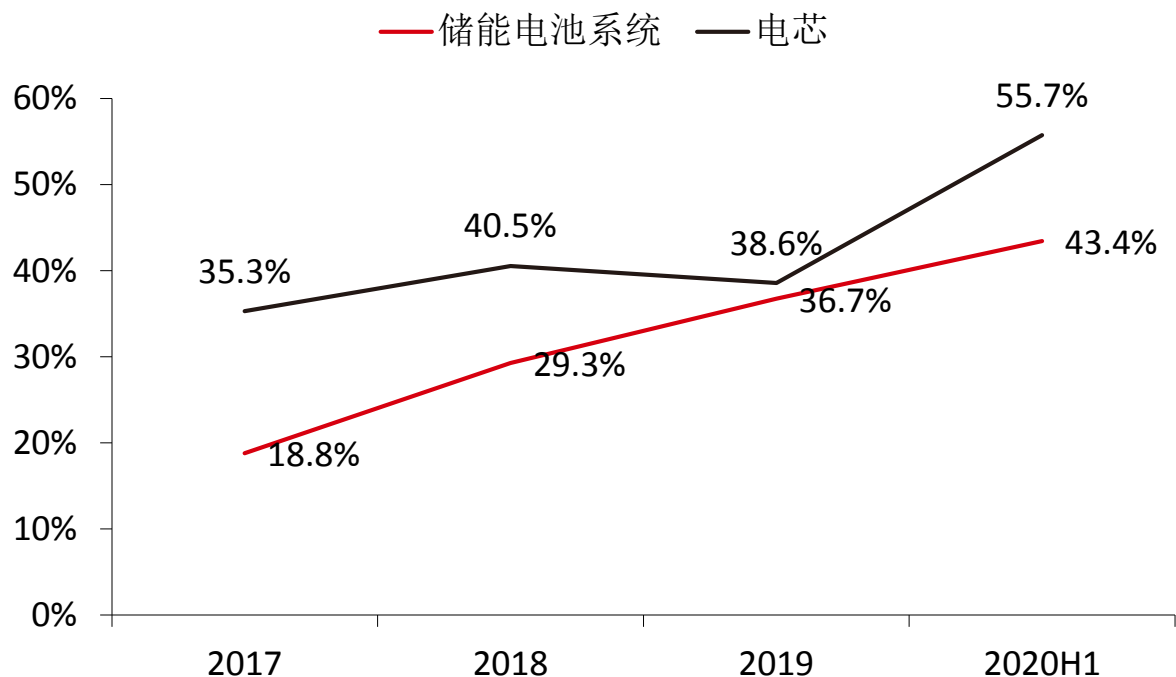
2017-2020 3Q公司归母净利润及增速



受益于原材料采购价格下降，毛利率持续提升

- 2017-2020H1，公司储能系统毛利率分别为18.8%/29.3%/36.7%/43.4%
- 2017-2020H1，公司电芯毛利率分别为35.3%/40.5%/38.6%/55.7%
- 毛利率提升主要系公司原材料采购价格逐年下降叠加公司产能释放带来的规模效应增强

2018-2020H1公司分产品毛利率（%）



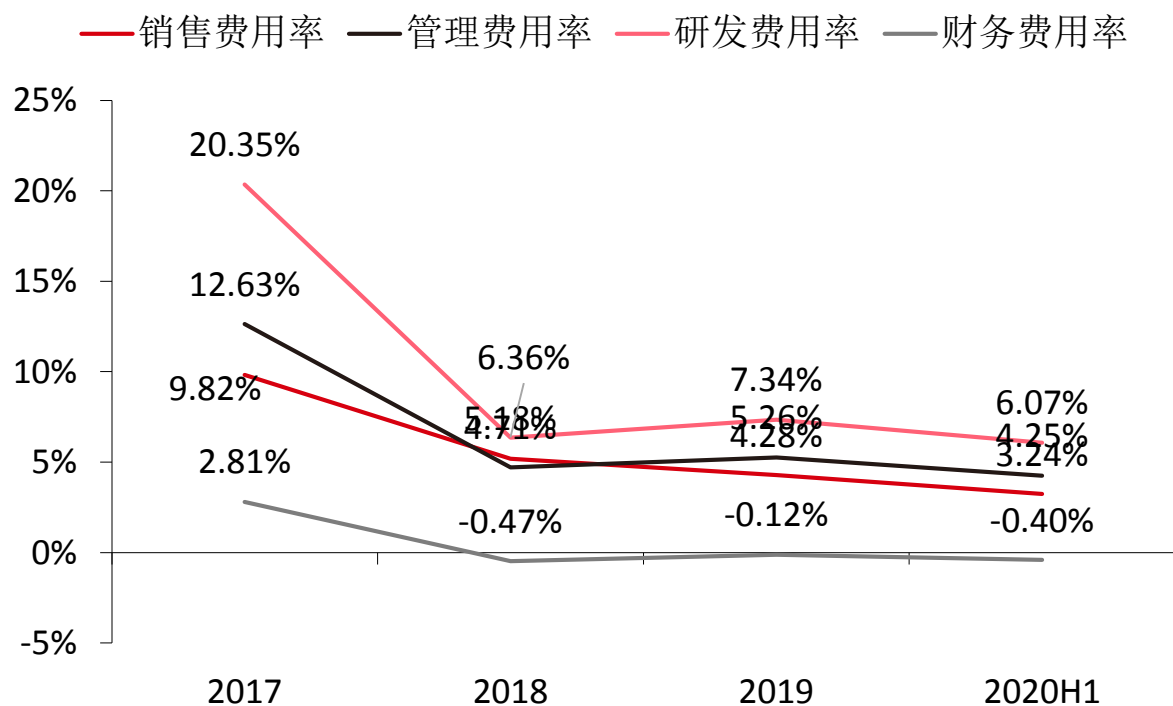
2017-2020H1公司主要采购原材料单价与同比

原材料名称	单位	2017	2018		2019		2020H1	
磷酸铁锂	元/kg	91.76	66.18	-27.88%	47.38	-28.40%	39.87	-15.85%
石墨	元/kg	37.33	37.59	0.69%	36.09	-3.99%	31.25	-13.41%
电解液	元/kg	48.77	34.14	-30.01%	30.85	-9.62%	24.13	-21.78%
隔膜	元/m²	2.32	1.57	-32.15%	0.9	-42.98%	0.68	-24.28%
铜箔	元/kg	83.6	75.84	-9.27%	74.05	-2.37%	66.59	-10.07%
铝塑膜	元/m²	28.33	27.77	-1.98%	28.33	2.02%	27.87	-1.62%
电池模组	元/Wh	0.84	0.83	-1.19%	0.79	-4.23%	-	-
电子元件	元/件	0.38	0.4	5.95%	0.38	-3.82%	0.35	-8.64%
机壳及结构件	元/件	2.88	2.16	-24.98%	2.28	5.55%	1.8	-21.05%

期间费用稳定、ROE水平较高

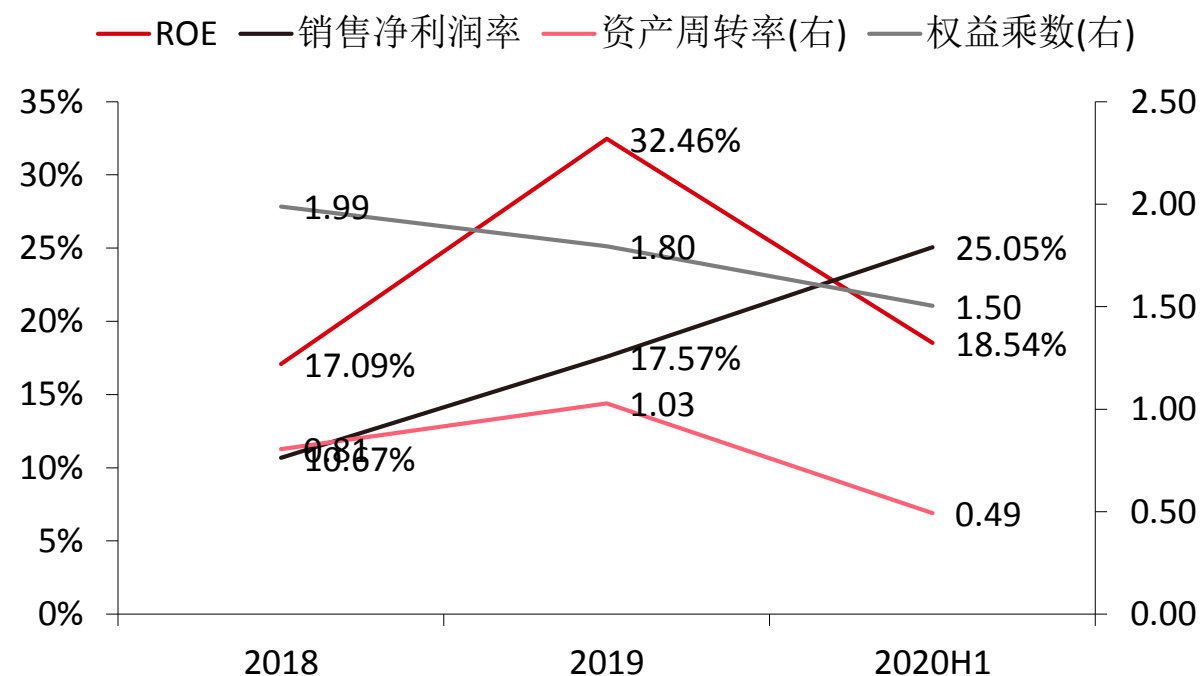
- 2018/2019/2020H1公司期间费用率保持稳定，分别为15.77%/16.77%/13.15%
- 2018/2019/2020H1公司ROE分别为17.09%/32.46%/18.54%，保持较高水平

2017年-2020H1公司费用率变化情况



资料来源：派能科技招股说明书，中信证券研究部

2018年-2020H1公司净资产收益率与杜邦分解



CONTENTS

目录

- 一、公司概况：家用储能领先企业，业务全球布局
- 二、储能行业概况：发展初期，空间巨大
- 三、公司优势：专注储能领域，渠道先发布局
- 四、风险因素

储能应用领域广泛

- 发电侧：调频、新能源消纳等
- 输配电侧：提高电网输配电稳定性
- 用户侧：削峰填谷、创造经济效益

储能应用领域一览

发电侧：平抑发电侧波动

传统电厂

风电厂

光伏电厂



储能

输配电侧：调峰调频

输变电

配电站



储能

用户侧：备电&峰谷套利

家庭

基站

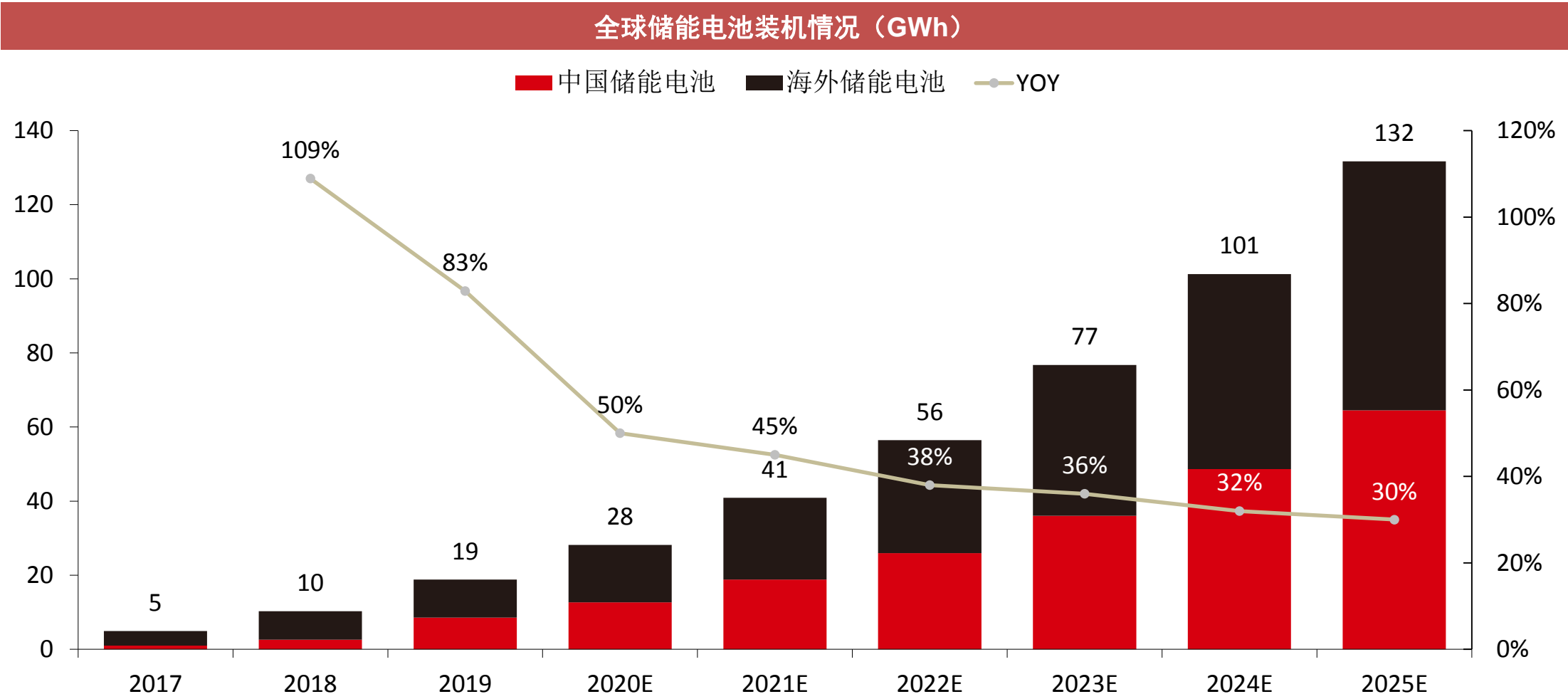


储能

.....

全球储能装机快速增长

■ 2019年全球储能电池装机约为19GWh，我们预计2025年全球储能电池装机约为132GWh，2019-2025年复合增速36%

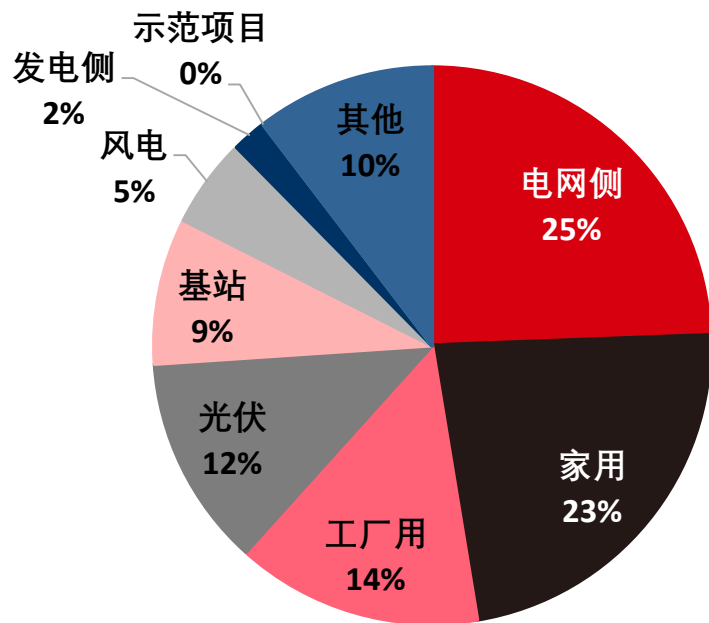


资料来源：GGII，中信证券研究部预测

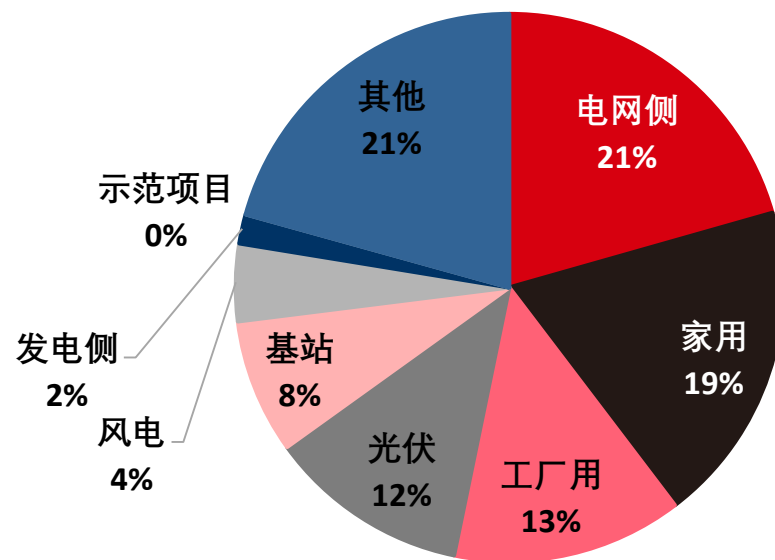
电网侧与户用侧贡献全球主要储能装机

- ◆ 电网侧与户用侧贡献全球主要储能装机
- ✓ 2019年电网侧装机占比约为25%，户用装机占比约为23%
- ✓ 2020年预计电网侧装机占比约为21%，户用侧约为19%

2019年全球电化学储能装置分应用装机情况（GWh）



2020年预计全球电化学储能装置分应用装机情况（GWh）



国内政策持续推进储能建设

颁布时间	政策	核心要点
2017年9月	《关于促进储能技术与产业发展指导意见》	储能产业第一个全面指导性文件。《意见》提出未来10年中国储能产业的发展目标，以及推进储能技术装备研发示范、推进储能提升可再生能源利用水平应用示范、推进储能提升电力系统灵活性稳定性应用示范、推进储能提升用能智能化水平应用示范、推进储能多元化应用支撑能源互联网应用示范等五大重点任务，从技术创新、应用示范、市场发展、行业管理等方面对我国储能产业发展进行了明确部署，同时对于此前业界争论较多的补贴问题给予了明确答案。
2017年11月	《完善电力辅助服务补偿（市场）机制工作方案》	提出鼓励采用竞争方式确定电力辅助服务承担机组，按需扩大电力辅助服务提供主体，鼓励储能设备、需求侧资源参与提供电力辅助服务，允许第三方参与提供电力辅助服务，确立在2019-2020年，配合现货交易试点，开展电力辅助服务市场建设。这意味着未来的辅助服务交易将逐渐实现市场化运作。
2018年7月	《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》	完善峰谷电价形成机制。加大峰谷电价实施力度，运用价格信号引导电力削峰填谷。省级价格主管部门可在销售电价总水平不变的前提下，建立峰谷电价动态调整机制，进一步扩大销售侧峰谷电价执行范围，合理确定并动态调整峰谷时段，扩大高峰、低谷电价价差和浮动幅度，引导用户错峰用电。鼓励市场主体签订包含峰、谷、平时段价格和电量的交易合同。利用峰谷电价差、辅助服务补偿等市场化机制，促进储能发展。利用现代信息、车联网等技术，鼓励电动汽车提供储能服务，并通过峰谷价差获得收益。完善居民阶梯电价制度，推行居民峰谷电价。
2018年2月	《关于印发2019年电力可靠性管理和工程质量监督工作重点的通知》	1）完善电力建设工程质量监督技术支撑体系。 2）开展储能电站等新型电力建设工程质量监督研究。
2019年7月	《关于促进储能技术与产业发展的指导意见（2019-2020年储能行动计划）》	计划从储能技术研发指导到储能安全标准建设等六个方面做出了要求，首次提出了要规范淡忘侧储能发展，研究项目投资回收机制。
2020年1月9日	国家能源局印发《关于加强储能标准化工作的实施方案》	方案指出，积极推进关键储能标准制定，鼓励新兴储能技术和应用的标准研究工作。
2020年2月18日	国家电网有限公司印发《公司2020年重点工作任务的通知》	通知要求，推动源网荷储协同互动，提升负荷调控能力，深化新一代电力调度专业应用。发挥好风光储输等已建成示范工程的科技引领作用。
2020年3月5日	《国家能源局关于2020年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》	要求严格落实监测预警要求，以明、后两年电网消纳能力为依据合理安排新增核准（备案）项目规模。并要求国家电网有限公司、南方电网公司、内蒙古电力公司发挥电网并网关口作用，严格按照规划和消纳能力合理安排项目并网时序。
2020年4月16日	国家能源局印发《关于做好可再生能源发展“十四五”规划编制工作有关事项的通知》	文件指出，优先开发当地分布式和分布式可再生能源资源，大力推进分布式可再生电力、热力、燃气等在用户侧直接就近利用，结合储能、氢能等新技术，提升可再生能源在区域能源供应中的比重。
2020年5月19日	国家能源局《关于建立健全清洁能源消纳长效机制的指导意见（征求意见稿）》	对加快形成有利于清洁能源消纳的电力市场机制、全面提升电力系统调节能力、和着力推动清洁能源消纳模式创新方面，都提出鼓励推动电储能建设和参与，以促进清洁能源高质量发展。
2020年5月21日	新疆发改委正式印发《新疆电网发电侧储能管理暂行规则》	文件指出鼓励发电企业、售电企业、电力用户、独立辅助服务提供商等投资建设电储能设施，要求充电功率在0.5万千瓦及以上、持续充电时间2小时以上。对根据电力调度机构指令进入充电状态的电储能设施所充电的电量进行补偿，补偿标准为0.55元/千瓦时。

海外政策持续支持储能发展（以美国为例）

政策类别	发布时间	地区	主要内容
储能安装补贴	2011年9月	加利福尼亚州	自2011年起储能被纳入自发电激励计划的支持范围。目前，住宅储能项目（规模小于等于10kW）可获得的补贴标准为0.5美元/Wh；规模大于10kW的储能系统可获得的补贴标准为0.5美元/Wh，且不能同时获得投资税收抵免的优惠，若同时获得投资税收抵免，则补贴标准下降为0.36美元/Wh。
	2017年1月	夏威夷州	夏威夷州通过HB1593法案，明确激励光储系统的安装应用。该州储能系统安装激励项目将在2018年1月至2020年12月之间开展，对用户侧和电网侧储能项目提供资金支持。
	2018年1月	佛罗里达州	佛罗里达州发布了HB1133法案，计划在2018-2019财年一次性拨付1,000万美元的补贴资金，用于支持“光伏+储能”试点项目的开展。
	2018年5月	亚利桑	公用事业公司SRP启动了一项电池储能激励计划，支持住宅用户安装和使用电池储能系统。对于购买和安装合格的电池储能系统并且同意参与SRP电池研究计划的用户，可以获得上限为1,800美元的补贴。该计划于2018年5月1日起执行，在为期36个月的时间内为最多4,500个住宅用户提供补贴。
	2018年11月	纽约州	纽约州政府启动了工商业光储项目激励计划，支持光储系统在工商业部门和社区中的应用，旨在加快实现纽约州2025年1.5GW储能的采购目标。“纽约太阳能计划”将为该项目提供4,000万美元的支持资金。
	2019年4月		纽约州宣布一个总投资为2.8亿美元的“市场加速桥激励计划”，以刺激纽约州实现2030年达到3GW的储能发展目标。
储能采购目标	2016年10月	加利福尼亚州	加利福尼亚州政府签署AB2868法案，该法案的发布意味着加州的储能容量将在2024年完成1.325GW储能采购目标的基础上增加500MW，达到1.825GW。
	2017年6月	马塞诸塞州	马塞诸塞州签署SB5190和AB6571法案，制定了2020年采购200MWh的储能采购目标，由供电公司负责采购。
	2018年1月	纽约州	纽约州州长办公室发布了“2018年清洁能源就业与气候议程”，设定了2025年之前采购1.5GW储能的目标。
	2018年5月	新泽西州	新泽西州州政府发布了A3723法案，提出到2021年实现600MW、到2030年实现2GW储能采购的目标。
	2018年8月	科罗拉多州	公用事业公司XcelEnergy发布了科罗拉多州资源计划，提出要新增275MW储能。
	2020年4月	弗吉尼亚州	弗吉尼亚州通过《清洁经济法案》，批准了该州制定的到2035年部署3.1GW储能目标和到2050年实现100%可再生能源目标。

CONTENTS

目录

- 一、公司概况：家用储能领先企业，业务全球布局
- 二、储能行业概况：发展初期，空间巨大
- 三、公司优势：专注储能领域，渠道先发布局
- 四、风险因素

专注储能领域，具备渠道先发优势

- 公司专注储能领域，2009年成立，2010年推出的通信备电产品获三大运营商订单，2012年即开始布局储能行业
- 公司采取渠道经销商模式，公司布局较早，目前渠道端具备先发优势

公司2009年即开始布局储能领域



2009

上海中兴派能能源科技有限公司成立

2010

正式推出12V、24V、48V通信备电产品，成为中国移动、中国电信、中国联通合作客户

2011

与中国移动十多个省公司进行通信备电试点工作，产品进入成熟商用；首个200KWH光伏储能项目完成

2012

子公司江苏中兴派能电池有限公司成立

目前行业主要储能公司销售模式



直销模式



渠道商、代理商

LG Chem

SAMSUNG SDI

依赖传统3C类渠道

分销模式

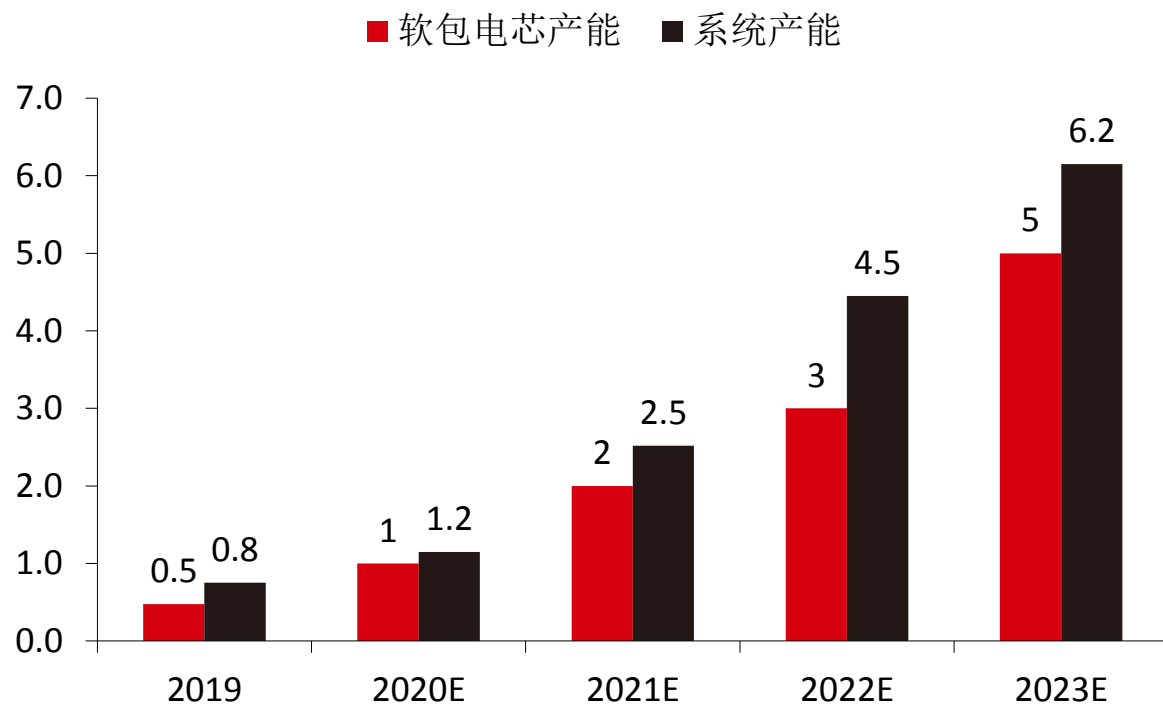
募投产能加速释放，预计将迎来量利齐升

- ◆ 公司IPO项目计划募资20亿，拟扩产“年产4GWh电芯及3GWh系统的产能规模”
- ◆ 根据公司招股说明书，2020年公司预计实现营业收入约11~13亿元，同比+34.17%~58.57%；预计实现归属于母公司股东的净利润约2.7~3.2亿元，同比+87.35%~122.05%，扣非归母净利润2.67~3.17亿元，同比+66.74%~97.95%
- ◆ 随着公司募投项目持续投产释放，我们预计公司未来几年将保持收入利润高速增长

公司IPO募投项目概况

项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
锂离子电池及系统生产基地项目	150,000	150,000
2GWh锂电池高效储能生产项目	16,000	16,000
补充营运资金	34,000	34,000
合计	200,000	200,000

公司电芯与模组产能情况（GWh）



CONTENTS

目录

- 一、公司概况：家用储能领先企业，业务全球布局
- 二、储能行业概况：发展初期，空间巨大
- 三、公司优势：专注储能领域，渠道先发布局
- 四、风险因素

- 全球储能装机不及预期
- 原材料价格波动影响公司毛利率
- 储能行业竞争加剧导致公司销量增长不及预期



感谢您的信任与支持！

THANKYOU

宋韶灵（新能源汽车首席分析师）

董雨翀（新能源汽车分析师）

联系人：吴威辰

执业证书编号：S1010518090002

执业证书编号：S1010520120006

免责声明



证券研究报告 2021年01月05日

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；韩国市场以科斯塔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CLSAgroupofcompanies），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CLSALimited分发；在中国台湾由CLSecuritiesTaiwanCo.,Ltd.分发；在澳大利亚由CLSAAustraliaPtyLtd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSAgroupofcompanies（CLSAAmericas,LLC（下称“CLSAAmericas”）除外）分发；在新加坡由CLSASingaporePteLtd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSAEuropeBV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSAIndiaPrivateLimited分发（地址：孟买（400021）NarimanPoint的DalalHse8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INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PTCLSASekuritasIndonesia分发；在日本由CLSASecuritiesJapanCo.,Ltd.分发；在韩国由CLSASecuritiesKoreaLtd.分发；在马来西亚由CLSASecuritiesMalaysiaSdnBhd分发；在菲律宾由CLSAPhilippinesInc.（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CLSASecurities(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CLSAgroupofcompanies（CLSAAmericas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSAAmericas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CLSAgroupofcompanies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CLSAAmericas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSASingaporePteLtd.（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CLSASingaporePteLtd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSASingaporePteLtd.（电话：+6564167888）。MCI(P)024/12/2020。

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CLSAEuropeBV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSAEuropeBV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CLSAEuropeBV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。

澳大利亚：CLSAAustraliaPtyLtd（“CAPL”）(商业编号53139992331/金融服务牌照编号:350159)受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASXAllOrdinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

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2021版权所有。保留一切权利。