

### 中信证券研究部



**宋韶灵**  
首席新能源汽车  
分析师  
S1010518090002



**陈俊斌**  
首席制造产业  
分析师  
S1010512070001



**董雨舫**  
新能源汽车分析师  
S1010520120006



**联系人：吴威辰**

### 核心观点

动力电池行业空间大，增长快，当前优质供给稀缺。公司从 2015 年开始布局动力业务，近两年跨过了动力电池业务的初期学习曲线，通过积累确立了技术、产能、客户等优势，在全球动力电池竞争中脱颖而出，尤其是在客户拓展中已配套小鹏、戴姆勒、现代起亚、宝马等，未来有望进一步拓展更多海外客户，站上新的高度。同时，公司锂原电池、消费类锂离子电池在细分市场处于龙头或领先地位，受益下游景气，业绩增长明确。此外，公司持股 32.6% 的思摩尔经营继续成长，将带来良好的投资收益。我们采用分部估值法，给予公司目标市值 2866 亿元，目标价 151.72 元/股，维持“买入”评级，重点推荐。

■ **动力电池行业：空间大，增长快，优质供给稀缺，中国企业具备全球竞争力。** 2020 年全球新能源汽车动力电池需求约为 166GWh，我们预计 2027 年有望达到 1474GWh，2020-2027CAGR 37%，行业进入 TWh 时代，空间较大，增速较快。全球电动车进入“爆款车型”的市场驱动阶段，优质电池供给稀缺，中国锂电行业坐拥全球最完善的产业链、最大的市场，全球竞争力明显，中国优秀的锂电企业立足国内，有望加速走向全球，迎接成长。

■ **动力电池业务：优势确立，脱颖而出，加速全球配套，将迈向新高度。** 公司已具有优势：1) 产能：公司大型电池产能扩张进入快车道，2017/2020/2021E/2022E 分别为 0.5GWh、11GWh、37GWh、40GWh 以上，为规模化供应提供保障；2) 客户：从商用车到乘用车，从国内到全球，已经配套小鹏、戴姆勒、现代起亚、宝马等，未来有望进一步拓展更多海外客户；3) 研发：公司管理层技术出身，重视研发，2018/2019/3Q2020 研发支出分别为 3.1/4.6/4.9 亿元，高速增长，预计 2021 年达 10 亿元，同行中仅次于宁德时代(3Q20 为 21.2 亿)。公司在动力电池领域多项优势已确立，在国内众多电池企业中脱颖而出，立足国内，加速全球配套，已经从量变到质变，将迈向新高度。

■ **储能电池业务：初期快速发展，公司积极布局。** 储能电池主要应用于发电侧、电网侧、用户侧与基站储能等，应用场景丰富，行业随发展初期，但发展迅速，空间巨大。公司积极布局储能领域：通讯储能方面，2020 年已经斩获中国移动通信用磷酸铁锂电池储能订单，份额 13.04%；户用储能方面，公司于 2016 年参股在欧洲和澳洲家用储能市场布局较深的沃太能源，股权 10.04%。通过其渠道优势，公司有望进一步拓展家用储能市场。公司正加快铁锂电池产能的建设，迎接市场爆发，预计公司 2021 年铁锂储能出货有望超过 3GWh。

■ **小型电池业务：多细分领域龙头，品类扩展持续打开成长空间。** 公司小型电池业务技术和市场能力强，在众多细分领域做到龙头或领先地位，随着品类扩展，持续打开成长空间。公司于 2001 年成立并布局锂原电池领域，市场份额超 60%；2010 年进军锂离子电池，从手表、手环等电池领域开始研发；2015 年开始研发扣式电池，2019 年 TWS 耳机行业爆发，公司已经进入三星、紫米等主流供应链；2018 年公司将圆柱电池从车用转向消费，受益电动工具、两轮车等需求快速增长，取得长足进步，2020 年产能 3 亿颗/年，预计 2021 年达 6 亿颗/年。

亿纬锂能	300014
评级	买入（维持）
当前价	110.55 元
目标价	151.72 元
总股本	1,889 百万股
流通股本	1,777 百万股
52 周最高/最低价	110.55/38.85 元
近 1 月绝对涨幅	58.98%
近 6 月绝对涨幅	114.44%
近 12 月绝对涨幅	268.19%

■ **风险因素：**新能源汽车政策波动；锂电池价格下行超预期；原材料价格波动；电子烟行业政策波动；SKI 债转股实施进展不及预期。

■ **投资建议：**维持公司 2020/21/22 年净利润预测 16.92/29.44/38.68 亿元，对应 EPS 分别为 0.90/1.56/2.05 元，对应 20/21/22 年 123/71/54 倍 PE。公司动力电池业务通过积累确立了技术、产能、客户等优势，在加速全球配套。同时，公司锂原电池、消费类锂离子电池在细分市场处于龙头或领先地位，受益下游景气，业绩增长明确。此外，公司持股的思摩尔经营继续成长，将带来良好的投资收益。采用分部估值法，给予公司目标市值 2866 亿元，目标价 151.72 元/股，维持“买入”评级，重点推荐。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,351	6,412	8,315	17,325	23,063
营业收入增长率	45.9%	47.4%	29.7%	108.4%	33.1%
净利润(百万元)	571	1,522	1,692	2,944	3,868
净利润增长率	41.5%	166.7%	11.2%	74.0%	31.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.67	1.64	0.90	1.56	2.05
毛利率%	23.7%	29.7%	28.4%	26.0%	25.7%
净资产收益率 ROE%	16.02%	20.15%	14.64%	20.56%	21.65%
每股净资产（元）	1.89	4.00	6.12	7.58	9.46
PE	366	137	123	71	54
PB	58	28	18	15	12

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 1 月 22 日收盘价

## 目录

<b>动力电池：行业空间大增速快，公司已脱颖而出.....</b>	<b>1</b>
行业：空间大，增长快，优质供给紧缺，中国企业竞争优势明显.....	1
凭借多方面优势，公司脱颖而出，迈向新高度.....	4
<b>储能电池：初期快速发展，公司积极布局.....</b>	<b>9</b>
<b>小电池业务：多细分领域龙头，持续打开成长空间.....</b>	<b>13</b>
<b>盈利预测与估值.....</b>	<b>15</b>
关键假设及预测.....	15
估值探讨.....	16
盈利预测及投资建议 .....	17

## 插图目录

图 1：全球主要新能源汽车与动力电池企业 .....	1
图 2：2017-2022E 年国内外动力电池出货/装机量及占比（GWh） .....	3
图 3：国内关键原材料部分 A 股上市公司配套 LG 化学、三星 SDI、松下情况 .....	3
图 4：2017-2020 3Q 公司资本开支（亿元） .....	4
图 5：2016 年至今公司固定资产与在建工程快速增加（亿元） .....	5
图 6：公司动力电池主要客户与定点产品 .....	6
图 7：公司董事长刘金成博士（右一）与查全性院士（中）合影 .....	6
图 8：国内主要动力电池企业研发费用对比（亿元） .....	7
图 9：2020 年前三季度部分企业动力电池业务盈利能力（%） .....	7
图 10：公司与主要动力电池厂商经营性现金流量净额对比（亿元） .....	9
图 11：户用光伏+储能传输模式 .....	9
图 12：宏基站组成结构示意图 .....	10
图 13：宏基站机房内部结构示意图 .....	10
图 14：电网侧储能电池系统简图 .....	11
图 15：2017-2027E 全球储能电池装机与同比（GWh，%） .....	11
图 16：公司于 2020 年斩获中国移动基站储能订单 .....	12
图 17：沃太能源股权结构图（截止 2020 年 12 月） .....	12
图 18：公司储能磷酸铁锂产能（GWh） .....	13
图 19：公司小电池业务发展历程 .....	13
图 20：公司锂原电池收入与同比（亿元，%） .....	14
图 21：公司消费类锂离子电池收入与同比（亿元，%） .....	14
图 22：国家知识产权局无效宣告请求审查决定书 .....	14
图 23：公司圆柱电池产能扩产仪式 .....	14

## 表格目录

表 1：2017-2027E 全球电动车与动力电池产量预计（万辆，GWh，%） .....	1
表 2：全球动力电池、整车厂配套关系格局 .....	2
表 3：LG 化学中国工厂供应链情况 .....	4
表 4：2017-2022E 公司动力电池产能（GWh） .....	5
表 5：公司核心管理层学历与简历 .....	6
表 6：公司软包电池相关专利 .....	8
表 7：不同正极材料性能对比 .....	12
表 8：公司锂原电池收入与利润假设（百万元，%） .....	15
表 9：公司消费类电池收入与利润假设（百万元，%） .....	15
表 10：公司动力类电池收入与利润假设（百万元，%） .....	16
表 11：非动力业务分部估值表 .....	16
表 12：公司动力电池业务估值表 .....	17
表 13：公司与宁德时代动力电池主要指标比较 .....	17
表 14：亿纬锂能盈利预测表 .....	18

## 动力电池：行业空间大增速快，公司已脱颖而出

行业：空间大，增长快，优质供给紧缺，中国企业竞争优势明显

全球动力电池 2027 年需求预计接近 1.5TWh，2020-27 年复合增长 37%。2020 年全球新能源汽车动力电池需求约为 166GWh，根据我们的预测，2027 年全球新能源汽车动力电池需求有望达到 1474GWh，2020-2027CAGR 37%，行业将进入 TWh 时代，空间较大，增速较快。

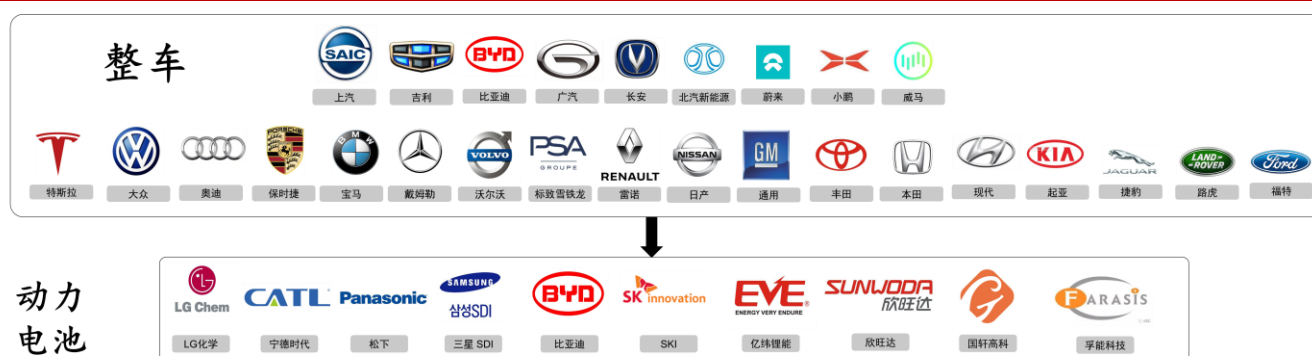
表 1：2017-2027E 全球电动车与动力电池产量预计（万辆，GWh，%）

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2020-27 CAGR
中国电动车产量	万辆	77	125	121	137	210	280	375	500	650	845	1099	35%
YoY	%		62%	-3%	13%	54%	33%	34%	33%	30%	30%	30%	
海外电动车产量	万辆	71	96	115	176	267	339	440	570	780	1013	1317	33%
YoY	%		35%	20%	53%	51%	27%	30%	30%	37%	30%	30%	
全球电动车产量	万辆	148	220	235	313	477	619	815	1070	1430	1858	2416	34%
YoY	%		49%	7%	33%	52%	30%	32%	31%	34%	30%	30%	
中国动力电池	GWh	30	54	62	72	116	160	218	295	388	515	670	37%
YoY	%		77%	16%	16%	59%	38%	36%	36%	31%	33%	30%	
海外动力电池	GWh	28	41	59	93	147	193	255	336	465	618	804	36%
YoY	%		47%	44%	57%	57%	32%	32%	32%	38%	33%	30%	
全球动力电池	GWh	58	95	122	166	262	353	473	631	853	1134	1474	37%
YoY	%		63%	28%	36%	58%	34%	34%	34%	35%	33%	30%	

资料来源：高工锂电，中信证券研究部预测

当前行业动力电池优质供给相对紧缺。新能源汽车行业快速成长，进入优质产品驱动阶段，对动力电池企业产能与技术要求也在不断提高。从目前供需情况看，具备全球供应能力的动力电池企业相对较少，目前已经实现全球配套的动力电池企业仅 LG 化学、宁德时代、松下、三星 SDI、SKI、亿纬锂能、比亚迪、欣旺达、孚能科技等企业，供需关系呈现漏斗状，优质供给相对紧缺。

图 1：全球主要新能源汽车与动力电池企业



资料来源：各公司官网，中信证券研究部

表 2：全球动力电池、整车厂配套关系格局

		韩国			日本	中国									
		LG 化学	三星 SDI	SKI	松下	宁德时代	比亚迪	亿纬锂能	中航锂电	国轩高科	欣旺达	万向	孚能科技	蜂巢能源	鹏辉能源
韩国	现代起亚	★		★				★							
	丰田				★		☆								
日本	本田	☆			★	☆									
	日产	★			★										
美国	通用	★													
	福特	★	☆		★										
	克莱斯勒	★	★												
	特斯拉	★			★	★									
欧洲	大众	★	★	★	★	☆				☆		☆			
	戴姆勒	★	☆	★	★	☆	☆	★							
	宝马		★			★		★							
	雷诺	★									★				
	PSA	★	☆		★										
	沃尔沃	★									☆				
中国	乘用车	★	★			★									
	蔚来					★									
	小鹏					★									
	理想					★		★							
	比亚迪						★								
	上汽自主					★						★			
	上通五					★				★	☆				★
	上汽通用	★				★									
	上汽大众					★									
	吉利汽车	★				★			★				☆		
	沃尔沃														
	广汽自主					★			★			★	★		
	广汽丰田					★									
	广汽本田					★									
	长安汽车					★			★		★				
	北汽新能源					★							★		
	北京现代					★									
	北京奔驰					★E QC									
	长城汽车					★							★	★	
	东风汽车					★									
	奇瑞汽车					★				★					★
	江铃汽车														
	江淮									★					
	中国一汽					★									
	一汽大众	★													
	华晨宝马					★									

资料来源：各电池企业官网，各公司公告，LG 化学、三星 SDI、松下电器财报电话会议，GGII，中信证券研究部

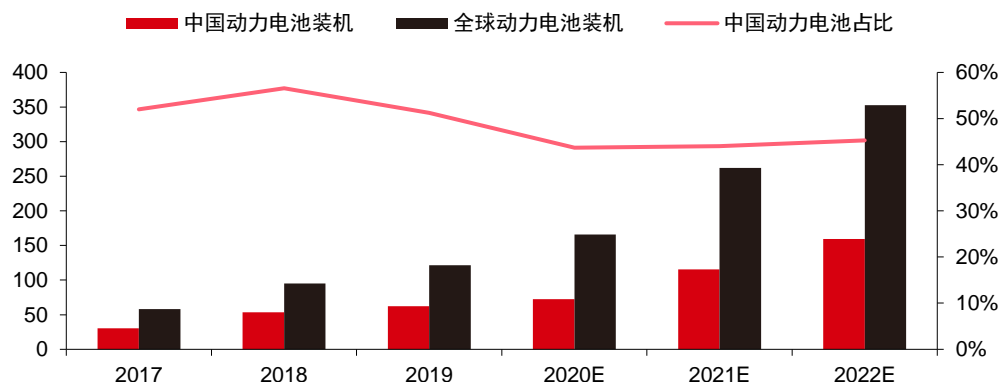
注：(1)★表示已经配套，☆表示已签署供应协议即将配套或预计将配套。(2)海外电池与整车厂配套来自于公司公告、公司官网动力电池业务页信息。(3)国内电池厂与整车厂供应关系基于 GGII 的 2018-2020 年配套数据。(4)丰田包含斯巴鲁，大众包含奥迪、保时捷



当前中国拥有最完整产业链，中国电池企业有望加速实现全球突围。主要体现在：

1) 动力电池、四大关键原材料、钴锂等环节，未来将是全球的优质资产。1) 锂电池全球产量规模方面：中国具有最完善的供应链，2016-2018 年中国动力电池出货占全球份额约 65%/62%/59%，份额比重超过一半。2) 锂电池供应链方面：中国、日本、韩国是全球锂电及材料的核心制造区域，中国在横向比较中具备成本低、迭代快、规模化等优势。

图 2：2017-2022E 年国内外动力电池出货/装机量及占比（GWh）



资料来源：GGII，中信证券研究部预测

2) 中国的锂电材料企业已经成功进入海外电池巨头供应链。(1) 电解液环节：新宙邦、天赐材料、国泰华荣等巨头已经进入 LG 化学、三星 SDI、松下三家巨头供应链。(2) 负极材料：璞泰来、杉杉的人造石墨产品优势明显，进入了 LG 化学、三星 SDI 供应链，贝特瑞凭借在天然石墨领域的优势进入了日韩供应链。(3) 正极材料：当升科技、杉杉股份、厦门钨业等突破市场。(4) 隔膜：龙头恩捷股份（含苏州捷力）全面配套海外锂电池企业，星源材质多年保持向 LG 化学供应隔膜。以 LG 化学中国工厂为例，其动力圆柱电池关键原材料已经接近 100% 实现国产采购，在国内动力软包电池也已实现 50% 以上国产采购。

图 3：国内关键原材料部分 A 股上市公司配套 LG 化学、三星 SDI、松下情况



资料来源：公司官网，GGII，中信证券研究部 注：配套包括了消费、动力、储能 3 种锂电池

表 3：LG 化学中国工厂供应链情况

	动力软包	动力圆柱 21700
正极	优美科、当升科技	天津巴莫（NCM811）
负极	璞泰来旗下江西紫宸 杉杉股份旗下上海杉杉	翔丰华
电解液	江苏国泰华荣	天赐材料
隔膜	东丽（上海恩捷供应部分基膜）	苏州捷力、上海恩捷
结构件		科达利

资料来源：LG 化学与供应链相关上市公司公告，GGII，中信证券研究部

**我们认为全球视野看，中国拥有最完善的锂电产业链，最大的锂电市场，全球竞争力最强，中国会有 3-5 家锂电企业立足国内，走向海外。**

### 凭借多方面优势，公司脱颖而出，迈向新高度

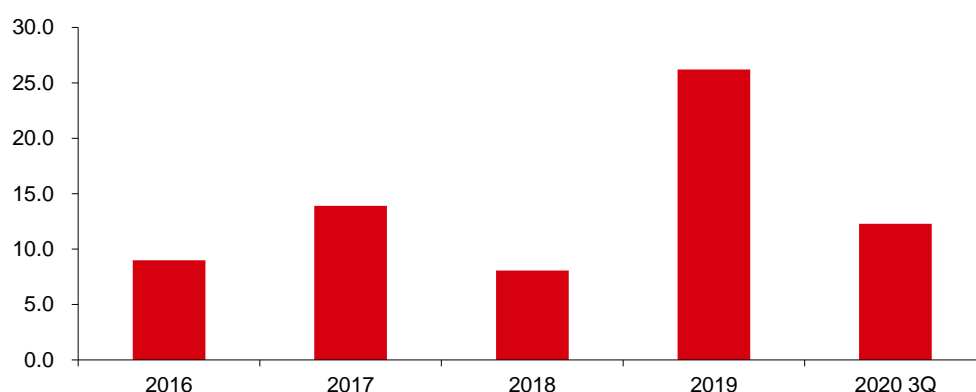
公司凭借产能、客户/订单、技术、资金等优势，在动力电池市场，立足国内，开始快速走向全球配套，脱颖而出，即将迈向新高度。

**优势一：产能快速扩张，为规模化供应提供保障**

新能源汽车进入快速发展阶段，具备爆款车型的车企，单品需求量大，电池企业产能充足是参与竞争的首要条件。

公司资本开支快速增加，固定资产+在建工程大幅上涨。2016 年至今公司资本开支增长明显，其中 2019 年资本开支为 26.2 亿元，预计主要为亿纬集能软包三元产能建设项目支出。此外，2016 年至今，公司固定资产与在建工程快速增长，从 2016Q1 8 亿元增长至 2020Q3 74 亿元，考虑到公司近年资本开支主要投入动力电池方面，预计固定资产与在建工程主要为动力电池产能。

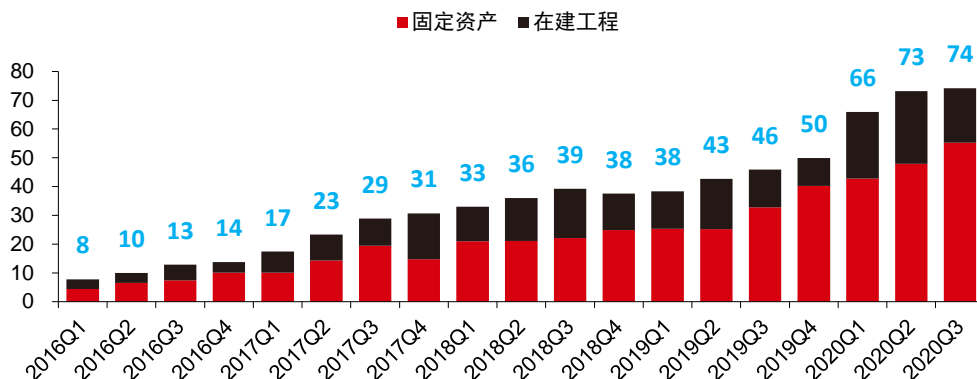
图 4：2017-2020 3Q 公司资本开支（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部



图 5：2016 年至今公司固定资产与在建工程快速增加（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**公司动力产能目前仅 14GWh，预计将开始加速产能建设。**截止 2020 年 12 月，公司已经拥有 6GWh 铁锂电池产能，3GWh 软包三元电池产能，2GWh 方形三元电池产能，其中软包三元、方形三元产能均为公司一期项目，目前生产积极顺利。从产能看，2020 年底，公司合计产能仅 14GWh，远低于行业头部企业宁德时代、比亚迪、LG 化学等，我们预计随着公司一期项目投产爬坡运营顺利，公司将加速自身产能建设，我们预计公司 2022 年将拥有超过 40GWh 动力电池产能。

表 4：2017-2022E 公司动力电池产能（GWh）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
铁锂电池	0.5	1.5	2.5	6	12	20
三元方形	0	0	2	2	5	10
三元软包	0	0	3	6	10	10+
合计	0.5	1.5	7.5	14	27	40+

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：2021&2022 年数据均为中信证券研究部根据行业增长推测

## 优势二：客户不断进阶，从商用车到乘用车，从国内走向全球

**客户订单全球推进，2021 年开始有望加速突破。**从动力电池客户订单看，公司坚持大客户战略，从高端客户开始发力，目前公司动力电池客户主要有：

- 1) 铁锂电池：南京金龙、宇通客车，我们预计未来公司也将突破乘用车客户；
- 2) 软包三元：戴姆勒、现代起亚、小鹏、合众汽车等；
- 3) 方形三元：华晨宝马等国际知名客户；
- 4) 48V：宝马集团，我们预计未来将突破其他客户。

随着公司产能开始放量，我们预计公司动力电池客户数量与结构将持续优化。

图 6：公司动力电池主要客户与定点产品



资料来源：公司公告，高工锂电，中信证券研究部

### 优势三：管理层团队技术出身，重视技术和研发

**董事长深耕电化学 30 余年，管理团队技术出身。**公司董事长刘金成博士从被誉为“国内电化学第一人”的查全性院士，80 年代开始从事电化学领域学习研究，先后在电子科技大学获得工学学士学位，武汉大学获得理学硕士学位，华南理工大学获得工学博士学位，始终从事电化学领域学习与研究，行业见解深刻、资源丰富。同时公司核心管理团队也具备技术背景，董事艾新平目前任武汉大学化学与分子科学院教授，博士生导师；副总裁刘建华从武汉大学精细化工专业毕业。

图 7：公司董事长刘金成博士（右一）与查全性院士（中）合影



资料来源：楚天都市报

表 5：公司核心管理层学历与简历

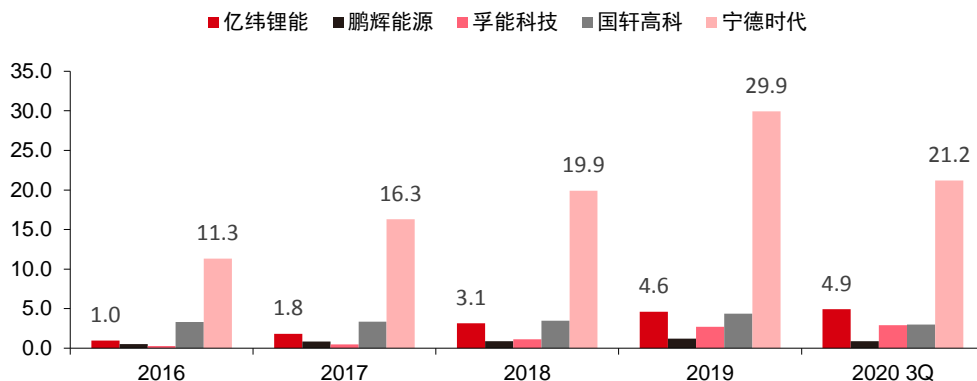
姓名	职务	学历	个人简历
刘金成	董事长，董事	博士	先后在电子科技大学获得工学学士学位，武汉大学获得理学硕士学位，华南理工大学获得工学博士学位。
艾新平	董事	博士	武汉大学化学与分子科学院教授，博士生导师，先后于武汉大学化学学院物理化学专业获得学士、硕士和博士学位，现任湖北省化学电源材料与技术重点实验室主任。
刘建华	董事	硕士	武汉大学精细化工专业毕业。现任惠州亿纬锂能股份有限公司第四届董事会董事，副总裁。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

**研发投入加速，21 年有望达到 10 亿元。**动力电池行业发展初期是典型的研发驱动型行业，龙头企业宁德时代 2016 年至今研发支出每年都超过 10 亿元。公司 2017/2018/2019/2020 3Q 研发支出分别为 1.8/3.1/4.6/4.9 亿元，分别同比+75%/46%/47%，

保持高速增长，考虑到公司在动力电池端快速布局，我们预计公司 2021 年研发费用有望达到 10 亿元。

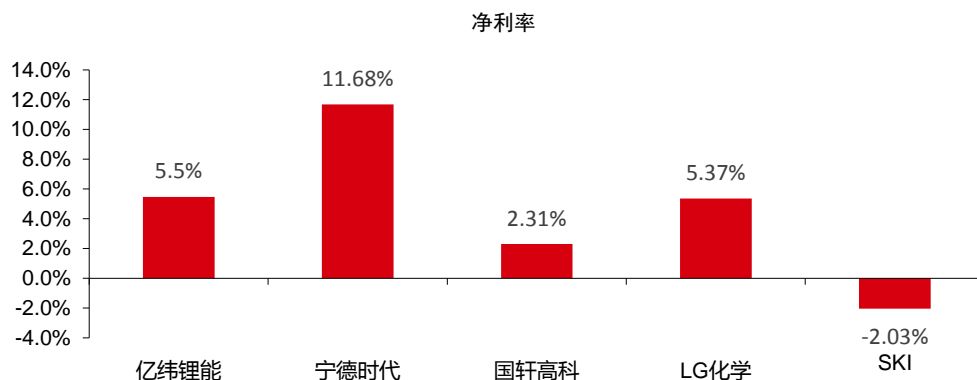
图 8：国内主要动力电池企业研发费用对比（亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：未包含比亚迪、欣旺达，主要系比亚迪大部分研发投入汽车生产制造端，欣旺达研发部分投入消费电子芯与模组端

**电池制造与营运能力优秀，软包三元电池首年生产已实现盈利。**制造能力将直接影响公司盈利能力，主要考核公司产线直通率与产品良率，目前公司直通率和良率均达到行业领先水平。此外，公司 2020 年初软包三元产线开始批量供货，截止 2020Q3，公司已经实现 14.66 亿收入，0.80 亿利润，净利率为 5.5%。2020 第三季度，LG 化学电池业务/SKI 电池业务营业利润率分别为 5.37%/-2.03%，经营效率相对较低，公司软包三元电池达产即实现盈利，凸显公司优秀的电池制造与工厂运营能力。

图 9：2020 年前三季度部分企业动力电池业务盈利能力（%）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：亿纬锂能、宁德时代、国轩高科为前三季度净利率数据；LG 化学、SKI 为第三季度营业利润率数据，不完全可比，仅供参考

**动力软包电池发展路径凸显公司学习能力。**我们认为公司动力电池团队学习能力优秀，根据国家专利网统计的数据显示，2017 年之前，公司申请的主要软包电池专利为小电池与设备制造相关，2017 年开始，尤其在 2019-2020 年间，公司申请多项动力软包电池生产与制造专利，目前公司具备自主知识产权的软包电池已经配套小鹏 P7 等车型。

表 6：公司软包电池相关专利

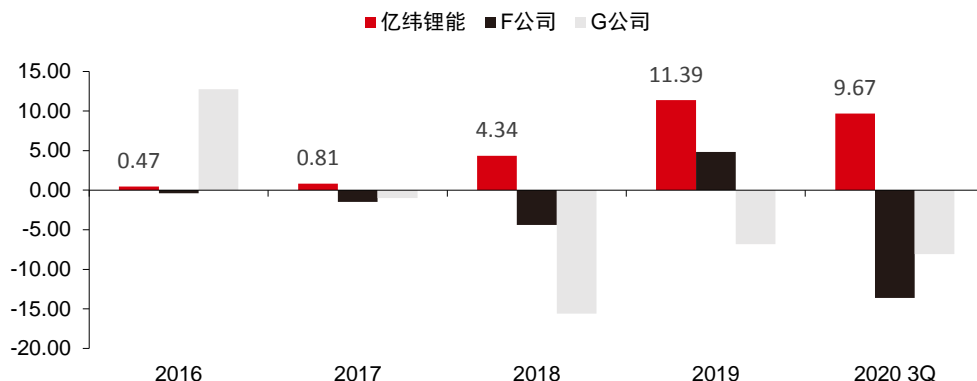
时间	专利名称	时间	专利名称
2013.12.19	一种软包锂电池	2017.10.20	软包锂电芯极耳热封模结构
2013.12.30	一种软包锂电池的极耳结构	2017.12.18	一种方形软包电芯激光点焊夹具
2014.03.27	软包电池用包装膜及软包电池	2018.09.18	锂离子电池软包装膜及其制备方法
2014.04.15	软包弧形电池折边工艺	2019.10.31	一种软包电芯的封装工艺
2014.05.28	软包弧形电芯成型方法及成型设备	2019.11.07	软包电芯极耳焊接定位夹具
2014.05.28	软包弧形电芯成型设备	2020.03.27	软包锂电池绝缘测试结构
2014.08.14	一种软包弧形电芯及其加工工艺	2020.03.27	软包电池热封装置
2015.10.30	一种软包电芯顶封封头	2020.03.27	高强度软包电池和电池模组
2015.11.23	阶梯式软包电芯包装膜及阶梯式软包电池	2020.03.27	一种软包电池及电池模组
2015.11.23	正负极同端的软包圆柱电池以及电池端子	2020.03.27	电池极耳、软包电池单体和电池模组
2016.03.30	软包弧形电芯连续成型机及成型方法	2020.03.27	高强度软包电池以及电池模组
2016.03.30	软包弧形电芯连续成型机及成型方法	2020.03.27	软包锂电池抽气结构
2016.04.27	卷绕式软包弧形电池及卷绕式软包弧形电池制备方法	2020.03.27	软包锂电池绝缘测试方法
2016.10.27	卷绕式 L 型软包电池及其制备方法	2020.03.27	软包锂电池抽气封口方法
2016.11.07	电池注液机构及其软包装锂电池自动化生产线	2020.03.27	一种软包电池及其制造方法
2016.11.07	电池加工转盘机构及其软包装锂电池自动化生产线	2020.03.27	高强度软包电池及其制作方法以及电池模组
2016.11.07	软包装锂电池自动化生产线	2020.03.31	一种软包电池支架及软包电池模组
2016.11.07	电池封装机构及其软包装锂电池自动化生产线	2020.03.31	极耳组件、软包电池及电池模组
2016.12.12	方形软包电池及其制造方法	2020.03.31	一种软包电池支架及软包电池模组
2016.12.30	一种半成品软包装电池结构	2020.04.29	一种软包电池模组及新能源汽车
2017.04.20	新型锂离子软包电池封装结构	2020.04.29	一种胶框结构、软包电池模组及新能源汽车
2017.10.09	一种软包电池	2020.06.15	一种软包锂离子电池的制备方法及软包锂离子电池

资料来源：国家知识产权局，中信证券研究部 注：信息为国家知识产权局搜索“亿纬”“软包”等关键字结果整理

#### 优势四：消费类业务、参股思摩尔，提供良好的现金流、资金保障

**传统消费类业务提供现金流支撑，参股思摩尔提供资金保障。**受益于近年来公司小电池业务良好的发展势头，公司经营性现金流持续改善，2016/2017/2018/2019/2020 3Q 公司经营性现金流量金额分别为 0.47/0.81/4.34/11.39/9.67 亿元，持续向好，为公司动力电池业务发展提供了资金保障，相较于单一发展动力电池业务的企业，公司抵御风险与行业波动能力更强。公司目前参股思摩尔国际（06969.HK），持股比例 32.6%，思摩尔是全球最大的电子雾化设备制造商，未来发展空间广阔，当前思摩尔国际市值约 4100 亿元人民币（截止 1 月 22 日收盘），未来从分红与股权方面均为公司发展提供强力资金保障。

图 10：公司与主要动力电池厂商经营性现金流量净额对比（亿元）

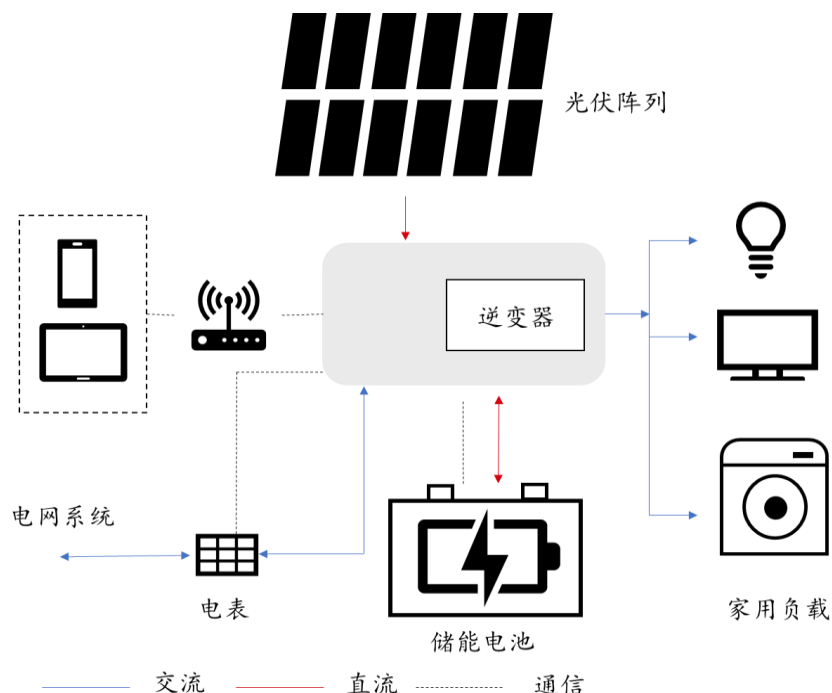


资料来源：各公司公告，中信证券研究部

## ■ 储能电池：初期快速发展，公司积极布局

“光伏”+“储能”为家用储能的主要应用场景。通过布置于屋顶的光伏电池将电能传输到控制系统，控制系统将电能通过逆变器向家用电器供电或直接将电能传输到储能电池存储；在用电高峰期，储能电池将能量通过控制系统和逆变器向家用电器供电。当储能电池存储能量大于需求时，用户可以选择将部分电力出售给电网系统。部分控制平台支持虚拟电网，可以跳过电网实现用户之间的电力分享。户用储能的主要投资包括光伏电池、储能电池、逆变器及控制平台。

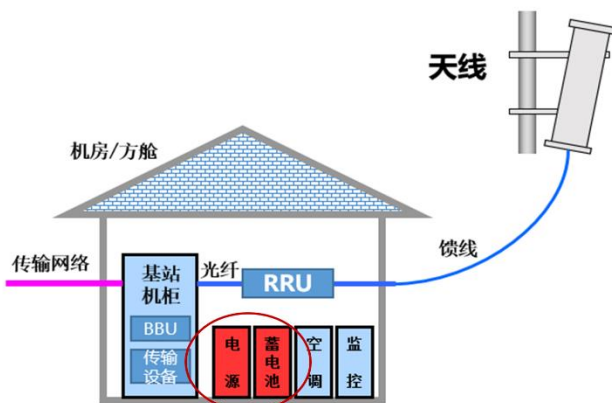
图 11：户用光伏+储能传输模式



资料来源：国家电力投资集团有限公司，中信证券研究部

在基站侧，宏基站内含储能电池，充当基站应急电源并承担削峰填谷作用。由于 5G 基站穿透力弱，一般采用宏基站与微基站搭配使用。微基站可进一步细分为微基站、皮基站和飞基站，实现不同情境下较小范围的信号覆盖，微基站一般仅采用直接供电方式，不配备储能电池。宏基站单波功率可达 12.6W 以上，能够实现 200m 范围内的信号覆盖，内部配备有储能电池能够（1）储存电能，在城市电网停电时用作应急能源，支持约 3-4 小时的基站工作；（2）也可以用以削峰填谷，即在电网负荷低时储能，在高负荷的时候补充基站电能供给，维持基站正常功率，减轻电网波动带来的不利影响。

图 12：宏基站组成结构示意图



资料来源：电子工程世界，中信证券研究部

图 13：宏基站机房内部结构示意图

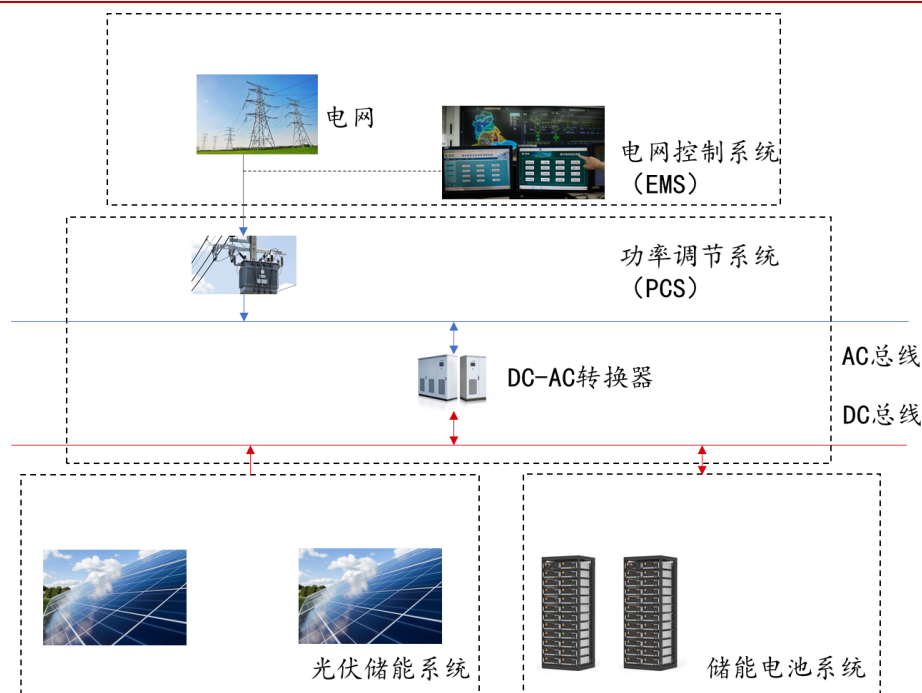


资料来源：电子工程世界，中信证券研究部

电网侧储能主要用于电网削峰填谷。在用电低谷，电网将电量传输给用户侧并将多余的电力通过功率调节系统将剩余电量传递到储能电池系统存储，同时光伏储能系统将电能传输到储能电池系统存储；在用电高峰时，储能电池系统和光伏储能系统通过功率调节系统将存储电量传输到用户侧。



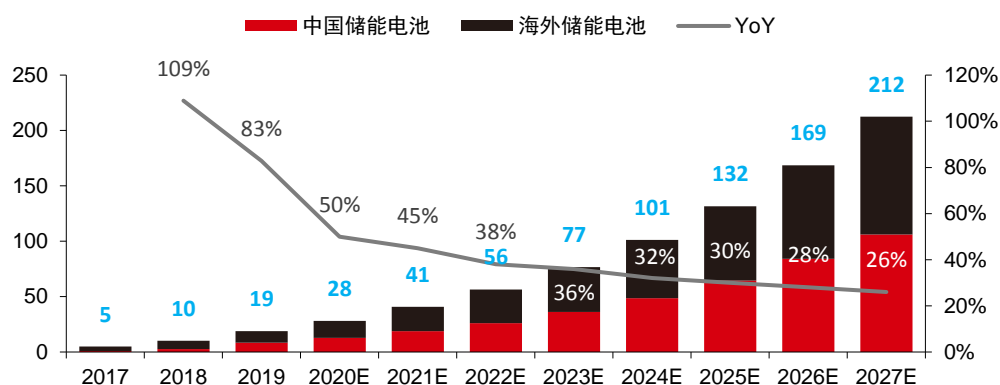
图 14：电网侧储能电池系统简图



资料来源：中国储能网新闻中心，中信证券研究部

**2020-2027 年全球储能装机年复合增速预计约 35%。**受益于应用场景丰富叠加终端需求快速增长，2019 年全球储能电池装机约为 19GWh，我们预计 2027 年全球储能电池装机约为 212GWh，2019-2027 年复合增速 35%，行业装机快速增长。

图 15：2017-2027E 全球储能电池装机与同比（GWh，%）



资料来源：高工锂电，中信证券研究部预测

**磷酸铁锂电池高循环低成本特性在储能领域优势明显。**储能领域对电池循环性能与成本要求比较严格，磷酸铁锂电池循环寿命在 2000 次以上，根据公司官网信息，公司储能铁锂产品可以做到 3500 次以上能换。此外，目前磷酸铁锂电池行业均价约为 0.7 元/Wh（不含税），明显低于三元电池 0.9 元/Wh（不含税）的价格。我们预计，随着国内磷酸铁锂电池海外销售增长，储能电池或会完全被磷酸铁锂电池取代。

表 7: 不同正极材料性能对比

	钴酸锂	磷酸铁锂	镍钴锰酸锂
化学式	LiCoO <sub>2</sub>	LiFePO <sub>4</sub>	LiNi <sub>1-x-y</sub> CoxMnyO <sub>2</sub>
结构	层状	橄榄石状	层状
比容量 (mAh/g)	140-155	140-155	155-190
压实密度(g/cm <sup>3</sup> )	3.6-4.2	2.1-2.5	3.7-3.9
电压(V)	3.6	3.2	3.6
循环寿命(次)	500-1000	≥2000	500-2000

资料来源: 起点锂电大数据微信公众号, 中信证券研究部

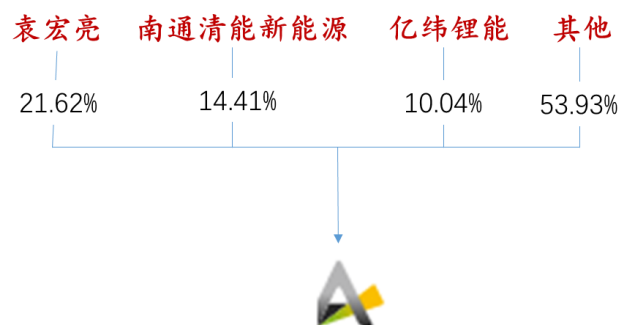
**公司铁锂电池性能优秀, 斩获基站储能订单, 参股家用储能企业。**根据公司官网数据, 公司磷酸铁锂电池循环次数可以做到 3500 次以上, 性能优越, 同时公司此前铁锂电池已经广泛应用于大巴车等高端应用领域, 在储能领域更容易获得客户认可。通讯储能方面, 公司 2020 年已经斩获中国移动 2020 年通信用磷酸铁锂电池储能订单, 份额 13.04%。户用储能方面, 公司于 2016 年参股家用储能企业沃太能源, 股权 10.04%, 沃太能源在欧洲和澳洲家用储能市场布局较深, 公司有望通过其渠道优势, 拓展家用储能领域市场。

图 16: 公司于 2020 年斩获中国移动基站储能订单

一、中标候选人投标报价及中标情况:
中标候选人依次排序为:
江苏中天科技股份有限公司, 投标价格: 1291339851.123元(不含税), 中标份额为18.85%;
江苏海四达电源股份有限公司, 投标价格: 1328603627.98元(不含税), 中标份额为15.94%;
双登集团股份有限公司, 投标价格: 1422092732.184元(不含税), 中标份额为14.49%;
<b>惠州亿纬锂能股份有限公司, 投标价格: 1372867326.028元(不含税), 中标份额为13.04%;</b>
浙江南都电源动力股份有限公司, 投标价格: 1358999853.219元(不含税), 中标份额为11.59%;
深圳市雄韬电源科技股份有限公司, 投标价格: 1409813405.604元(不含税), 中标份额为10.14%;
哈尔滨光宇电源股份有限公司, 投标价格: 1397223001.25元(不含税), 中标份额为8.70%;
东莞力朗电池科技有限公司, 投标价格: 1453639457.075元(不含税), 中标份额为7.25%。

资料来源: 中国移动官方网站, 中信证券研究部

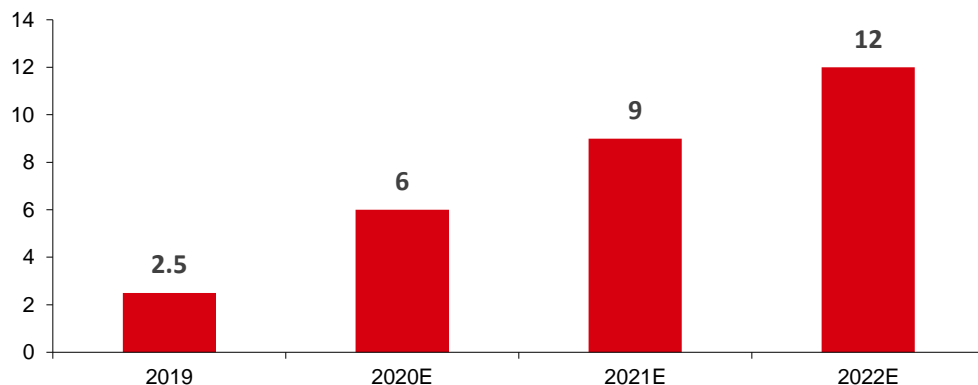
图 17: 沃太能源股权结构图(截止 2020 年 12 月)



资料来源: 天眼查, 中信证券研究部

**公司铁锂储能电池产能加速建设, 直接受益于 2021 年基站储能需求爆发。**2020 年公司铁锂储能电池产能约为 3GWh, 出货量相对较低, 主要系 2020 年基站储能订单招标后, 建设进度相对较慢, 订单交付将集中在 2021 年。目前公司正加快铁锂储能产能的建设, 2021 年铁锂储能产能将大幅增加, 我们预计公司 2021 年铁锂储能出货将超过 3GWh。

图 18：公司储能磷酸铁锂产能（GWh）

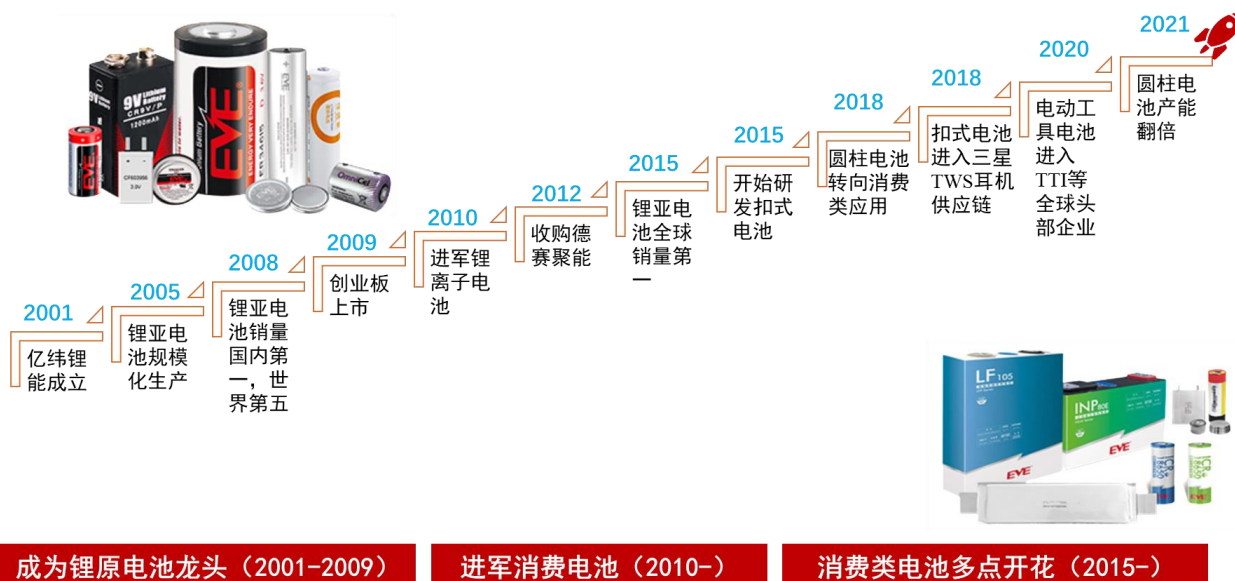


资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：2021-2022 年产能数据为预测值

## ■ 小电池业务：多细分领域龙头，持续打开成长空间

从锂原电池起家，多品类拓展打开空间。公司于 2001 年成立，成立之初布局锂原电池领域；2010 年进军锂离子电池，从手表手环等电池领域开始研发；2015 年开始，公司开始研发扣式电池，起初用于家庭 IoT 设备等领域，随着 2019 年 TWS 耳机行业爆发，公司积极拓展扣式电池应用，目前已经进入三星、紫米等主流品牌厂商供应体系；2018 年公司将圆柱电池从车用转向消费类，随着电动工具、两轮车等行业近年需求快速增长，公司圆柱电池也取得长足进步，2020 年产能 3 亿颗/年，2021 年预计扩张到 6 亿颗/年。

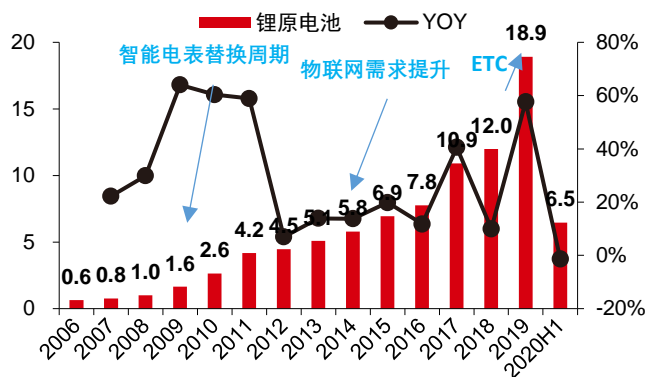
图 19：公司小电池业务发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中信证券研究部

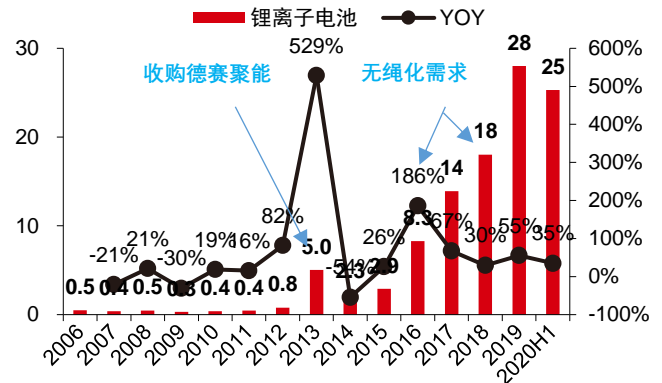
**物联网驱动锂原电池成长，无绳化带动消费类。**公司锂原电池业务经历了 2006-2011 年电表替换周期带来的行业需求爆发，物联网需求提升驱动 2012-2018 年稳定高速增长，2019 年受益于 ETC 法规强制安装，公司锂原电池业务迎来大爆发，未来主要关注新品类拓展为公司带来稳定业绩增量。锂离子电池业务，公司通过收购德赛聚能完成业务全面布局，近年来随着两轮车、电动工具、TWS 耳机、手表手环等无绳化、锂电化趋势，公司消费类锂离子电池业务也迎来高速发展。

图 20：公司锂原电池收入与同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

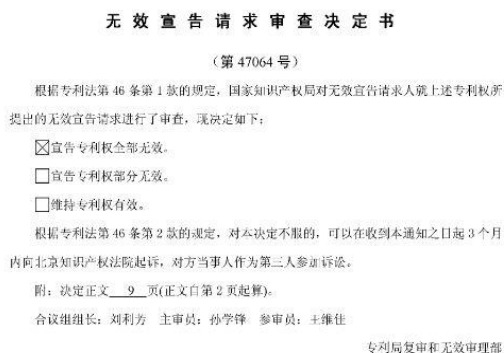
图 21：公司消费类锂离子电池收入与同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：2017-2020H1 数据含部分预测

**“金豆电池”专利问题逐步解决，圆柱电池产能扩张加速。**2021 年 1 月 5 日，国家知识产权局官网公示了关于德国瓦耳塔（VARTA）的专利专利权全部无效的《无效宣告请求审查决定书》（专利号：2018211532636），无效请求人为惠州亿纬锂能。同时公司积极扩张圆柱电池产能，1 月 19 日，公司举办圆柱电池产能投产仪式，亿纬锂能荆门地区圆柱电池产能规模从 2.5GWh 提升至 5GWh，年产数量可达 4.3 亿颗。

图 22：国家知识产权局无效宣告请求审查决定书



资料来源：国家知识产权局

图 23：公司圆柱电池产能投产仪式



资料来源：亿纬动力公众号

## ■ 盈利预测与估值

### 关键假设及预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

（1）锂原电池业务：公司锂原电池业务 2019 年受益于 ETC 法规强制安装带来的行业高景气，2020 年开始，国内智能电表进入新一轮替换周期，有望接替 ETC 成为公司锂原电池主要收入与利润来源，2022 年我们预计公司 TPMS 锂锰电池将开始批量出货，带来业绩弹性，我们预计 2020/21/22 年公司锂原电池收入分别为 17.06/19.34/19.77 亿元，分别同比-10%/+16%/+2%，考虑到锂原电池格局与行业需求相对稳定，预计公司 2020/21/22 年毛利率分别为 40%/40%/40%。

表 8：公司锂原电池收入与利润假设（百万元，%）

	2018A	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,200	1,900	1,706	1,934	1,977
增速	10%	58%	-10%	13%	2%
毛利	477	800	682	774	791
毛利率	40%	42%	40%	40%	40%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

（2）消费类锂离子电池：公司消费类电池主要分为可穿戴设备与圆柱电池两大类，可穿戴消费类，近年受益于高毛利 TWS 耳机扣式电池需求爆发与传统业务客户结构改善，收入与利润快速增长；圆柱电池类，受益于进入国际知名电动工具厂商等利好因素，公司积极扩张圆柱电池产能，预计未来 2 年之内公司产能将翻番，带来业绩增量。我们预计 2020/21/22 年公司消费类电池收入分别为 32.02/54.32/79.26 亿元，分别同比+25%/+70%/+46%，我们预计公司 2020/21/22 年消费类锂离子电池毛利率分别为 24%/24%/23%。

表 9：公司消费类电池收入与利润假设（百万元，%）

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计	营业收入	1,700	2,559	3,202	5,432	7,926
	增速		51%	25%	70%	46%
	毛利	340	558	759	1,287	1,794
	毛利率	20%	22%	24%	24%	23%
可穿戴设备	营业收入	900	1,134	1,452	2,082	2,646
	增速		26%	28%	43%	27%
	毛利	180	273	409	617	738
	毛利率	20%	24%	28%	30%	28%
圆柱	营业收入	800	1,425	1,750	3,350	5,280
	增速		78%	23%	91%	58%
	毛利	160	285	350	670	1,056
	毛利率	20%	20%	20%	20%	20%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测



（3）动力电池业务：我们认为经过 2017-2020 年发展，公司动力电池业务已经跨过学习曲线，进入快速成长与爆发阶段，公司具备技术实力、资金实力与客户壁垒，将助力公司动力电池业务高速增长。出货方面，考虑到公司当前戴姆勒、宝马等国际知名客户订单的确定性，且未来客户不断扩展，预计公司 2020/21/22 年动力/储能电池的出货量有望达到 4/13/21GWh，营业收入分别为 34.10/99.73/131.59 亿元，分别同比+98%/192%/32%，我们预计 2020/21/22 年公司动力电池业务毛利率分别为 23%/23%/23%。

表 10：公司动力类电池收入与利润假设（百万元，%）

	2018A	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,350	1,721	3,410	9,973	13,159
增速		27%	98%	192%	32%
毛利	243	363	773	2,294	3,063
毛利率	18%	21%	23%	23%	23%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 估值探讨

考虑到公司整体业务比较复杂，因此我们采用分部估值法对公司整体进行估值。

在中性假设下，我们认为考虑到公司消费类业务稳定成长，参股思摩尔国际获得稳定高成长投资收益，公司动力电池业务将于 2021 年进入快速发展通道，因此我们认为在中性假设下，公司合理市值应为：108（锂原）+70（TWS）+141（非 TWS 消费电池）+1027（参股思摩尔）+1521（动力远期估值）=2866 亿元。

表 11：非动力业务分部估值表

	2021 年利 润 (亿元)	可比公司 PE			参数	市值（亿元）		
1、锂原电池	4.3	25				108		
2、TWS 耳机	1.76	40				70		
3、其他消费类锂离子电池	4.7	30				141		
4、参股思摩尔国际	持股比例	思摩尔国际市值			参股 折价			
	32.6%	乐观	中性	悲观	折价 70%	乐观	中性	悲观
		6000	4500	3000		1369	1027	685
5、动力电池 (参考下方拆分)						乐观	中性	悲观
						1708	1521	1333
合计						3396	2866	2337

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：市值为 2021 年 1 月 22 日收盘市值

（1）锂原电池与传统消费类电池：我们预计公司锂原电池/TWS 耳机扣式电池/其他消费类电池 2021 年净利润分别为 4.3/1.8/1.2 亿元，参考行业可比公司 PE 估值，分别给予 2021 年 25/30/25 倍 PE 估值，分别对应 108/53/30 亿市值。

（2）参股思摩尔国际：公司持有港股上市公司思摩尔国际（06969.HK）32.6%股权，基于乐观/中性/悲观假设，给予思摩尔国际 2021 年乐观/中性/悲观市值为 6000/4500/3000



亿人民币估值，考虑到公司非控股思摩尔国际，因此基于 70% 股权折价，对应公司市值约为 2021 年 1369/1027/685 亿元。

（3）动力与储能电池：动力电池方面，考虑到公司动力电池成长的高确定性，以及公司当前客户结构仅次于全球龙头宁德时代、LG 化学，我们认为公司在 2025 年动力电池业务全球份额将达到 7%-9%；储能电池方面，公司磷酸铁锂电池目前在技术与客户层面已经做到国内领先，考虑到未来储能领域预计将全部更换磷酸铁锂电池，公司相较于海外企业有明显的先发优势，我们认为公司在 2025 年储能电池业务全球份额将达到 8%-10%。

表 12：公司动力电池业务估值表

		2025E		
全球动力电池需求(GWh)		853		
亿纬锂能份额	乐观	中性	悲观	
	9.0%	8.0%	7.0%	
亿纬锂能动力电池出货（GWh）		77	68	60
动力电池平均价格（元/Wh）		0.55		
公司动力电池收入（亿元）		422	375	328
全球储能电池需求(GWh)		132		
亿纬锂能份额	乐观	中性	悲观	
	10.0%	9.0%	8.0%	
亿纬锂能储能电池出货（GWh）		13	12	11
储能电池平均价格（元/Wh）		0.50		
公司储能电池收入（亿元）		66	59	53
公司动力与储能电池收入（亿元）		488	434	381
公司动力与储能电池净利率（%）		10%		
公司大电池业务净利润（亿元）		49	43	38
PE		35		
对应市值		1708	1521	1333

资料来源：中信证券研究部预测

表 13：公司与宁德时代动力电池主要指标比较

	2020 前三季度研发费用 (亿元)	预计 2021 年研发费用 (亿元)	预计 2021 年底动力电池产能 (GWh)	动力电池市值 (亿元)
亿纬锂能	4.94	10	36	1521
宁德时代	21.20	42	140	9504
比值	23%	24%	26%	16%

资料来源：wind，中信证券研究部预测 注：宁德时代股价为 2021 年 1 月 22 日收盘价

## 盈利预测及投资建议

维持公司 2020/21/22 年净利润预测 16.92/29.44/38.68 亿元，对应 EPS 分别为 0.90/1.56/2.05 元，对应 20/21/22 年 123/71/54 倍 PE。公司动力电池业务通过积累确立了技术、产能、客户等优势，在加速全球配套。同时，公司锂原电池、消费类锂离子电池在细分市场处于龙头或领先地位，受益下游景气，业绩增长明确。此外，公司持股的思摩

尔经营继续成长，将带来良好的投资收益。采用分部估值法，给予公司目标市值 2866 亿元，目标价 151.72 元/股，维持“买入”评级，重点推荐。

表 14：亿纬锂能盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,351	6,412	8,315	17,325	23,063
营业收入增长率	45.9%	47.4%	29.7%	108.4%	33.1%
净利润(百万元)	571	1,522	1,692	2,944	3,868
净利润增长率	41.5%	166.7%	11.2%	74.0%	31.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.67	1.64	0.90	1.56	2.05
毛利率%	23.7%	29.7%	28.4%	26.0%	25.7%
净资产收益率 ROE%	16.02%	20.15%	14.64%	20.56%	21.65%
每股净资产（元）	1.89	4.00	6.12	7.58	9.46
PE	366	137	123	71	54
PB	58	28	18	15	12

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

**利润表（百万元）**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,351	6,412	8,315	17,325	23,063
营业成本	3,318	4,506	5,956	12,819	17,131
毛利率	23.74%	29.72%	28.37%	26.01%	25.72%
营业税金及附加	19	47	50	101	147
销售费用	169	175	258	554	761
营业费用率	3.89%	2.73%	3.10%	3.20%	3.30%
管理费用	140	189	274	554	715
管理费用率	3.21%	2.94%	3.30%	3.20%	3.10%
财务费用	93	95	101	51	41
财务费用率	2.14%	1.49%	1.22%	0.29%	0.18%
投资收益	365	840	812	1,577	1,965
营业利润	605	1,634	1,821	3,292	4,319
营业利润率	13.90%	25.48%	21.90%	19.00%	18.73%
营业外收入	2	0	1	1	1
营业外支出	1	8	4	4	5
利润总额	606	1,626	1,818	3,288	4,315
所得税	23	77	93	164	216
所得税率	3.74%	4.76%	5.10%	5.00%	5.00%
少数股东损益	12	27	34	180	232
归属于母公司股东的净利润	571	1,522	1,692	2,944	3,868
净利率	13.12%	23.74%	20.35%	16.99%	16.77%

**现金流量表（百万元）**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	606	1,626	1,818	3,288	4,315
所得税支出	-23	-77	-93	-164	-216
折旧和摊销	245	323	715	953	1,190
营运资金的变化	-183	-127	-132	-515	-523
其他经营现金流	-210	-605	-754	-1,408	-1,830
经营现金流合计	434	1,139	1,555	2,153	2,937
资本支出	-806	-2,619	-3,000	-2,500	-2,500
投资收益	365	840	812	1,577	1,965
其他投资现金流	-262	-1,149	-53	-71	-94
投资现金流合计	-704	-2,928	-2,241	-994	-629
发行股票	55	2,468	2,477	0	0
负债变化	2,998	3,008	-854	1,021	659
股息支出	-86	0	-165	-183	-319
其他融资现金流	-1,971	-2,758	-101	-51	-41
融资现金流合计	996	2,718	1,357	787	299
现金及现金等价物净增加额	727	929	671	1,946	2,607

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

**资产负债表（百万元）**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,122	2,097	2,768	4,714	7,321
存货	1,200	1,130	1,516	3,106	3,951
应收账款	1,817	2,094	2,495	4,331	5,766
其他流动资产	445	2,981	2,356	3,338	4,149
流动资产	4,585	8,302	9,134	15,490	21,187
固定资产	2,486	4,022	7,109	9,156	10,966
长期股权投资	734	728	728	728	728
无形资产	281	378	378	378	378
其他长期资产	1,946	2,865	2,116	1,686	1,281
非流动资产	5,447	7,992	10,330	11,948	13,352
资产总计	10,032	16,295	19,464	27,438	34,540
短期借款	815	519	665	1,386	1,845
应付账款	1,953	2,379	3,789	7,489	9,984
其他流动负债	1,418	3,134	1,711	2,022	2,190
流动负债	4,186	6,032	6,165	10,898	14,019
长期借款	586	134	934	1,234	1,434
其他长期负债	1,559	2,416	616	616	616
非流动性负债	2,144	2,550	1,550	1,850	2,050
负债合计	6,330	8,583	7,715	12,748	16,070
股本	855	969	1,889	1,889	1,889
资本公积	1,021	3,376	4,933	4,933	4,933
归属于母公司所有者权益合计	3,562	7,553	11,557	14,317	17,866
少数股东权益	140	159	192	373	604
股东权益合计	3,702	7,712	11,749	14,690	18,470
负债股东权益总计	10,032	16,295	19,464	27,438	34,540

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	45.90%	47.35%	29.69%	108.4%	33.12%
营业利润增长率	24.96%	170.2%	11.48%	80.74%	31.22%
净利润增长率	41.49%	166.7%	11.17%	73.97%	31.39%
毛利率	23.74%	29.72%	28.37%	26.01%	25.72%
EBITDA Margin	21.72%	32.00%	31.28%	23.73%	23.04%
净利率	13.12%	23.74%	20.35%	16.99%	16.77%
净资产收益率	16.02%	20.15%	14.64%	20.56%	21.65%
总资产收益率	5.69%	9.34%	8.69%	10.73%	11.20%
资产负债率	63.10%	52.67%	39.64%	46.46%	46.52%
所得税率	3.74%	4.76%	5.10%	5.00%	5.00%
股利支付率	0.00%	10.84%	10.84%	10.84%	10.84%

## 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.（金融服务牌照编号：350159）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 Dalalal 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 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 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) 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 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 由荷兰金融市场监管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。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券和投资委员会监管，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 ASX All Ordinaries 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取更详细信息。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。