

万通智控 (300643.SZ)

国内优质的气门嘴和轮胎气压监测系统专业制造商

● 国内优质的气门嘴和轮胎气压监测系统专业制造商

公司是从事轮胎气门嘴、轮胎气压监测系统 (TPMS) 及配件研发、生产和销售的专业制造商,在中高端市场具备一定竞争力。公司 16 年实现营业收入 3.10 亿元,同比增长 7.29%;实现归母净利润 0.39 亿元,同比增长 12.19%。整体来看,公司具有较强的盈利能力,财务状况良好,营运能力处于较高水平。

● 行业竞争格局及公司主要优势

从轮胎气门嘴和 TPMS 行业竞争格局来看,国际知名生产厂商占据全球大部分 OEM 市场,国内竞争实力强的生产企业则主要面向 AM 市场。欧美早已出台 TPMS 强制安装法规,产品装配率高。我国 TPMS 强制安装法规正在积极推进中,TPMS 装配率有望得到较大提升。公司的主要竞争对手有 Schrader、Pacific Industrial、Alligator、Wonder、保隆科技、Continental、Huf Electronics、为升电装、联创电子等。经过多年发展,公司已经成长为国内优质的气门嘴及 TPMS 产品专业制造商。

● 募投项目分析

本次拟公开发行不超过 5000 万股,募集资金主要用于“年产 100 万套轮胎气压监测系统 (TPMS) 套装、750 万个 TPMS 传感器、1800 万支 TPMS 气门嘴及研发中心的建设项目”。项目达产后将扩大公司产能规模,提升公司在汽车电子及智能汽车领域的研发能力,有利于公司长期发展。

● 盈利预测

考虑到公司未来的重点产品布局是具有高附加值的 TPMS,结合国家强制安装 TPMS 法规的推进,公司 TPMS 产品有望快速增长,带动公司营收和毛利率整体上升。以公司 IPO 后总股本 20000 万股计算,预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.25 元、0.29 元、0.36 元。

● 风险提示

原材料成本大幅提升;公司产品销量不及预期;汽车行业景气度不及预期。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	289.30	310.39	351.55	389.35	429.98
增长率 (%)	-4.35%	7.29%	13.26%	10.75%	10.44%
EBITDA (百万元)	40.13	56.34	68.17	77.73	93.91
净利润 (百万元)	34.82	39.07	50.85	58.88	72.07
增长率 (%)	-10.79%	12.19%	30.14%	15.81%	22.40%
EPS (元/股)	0.232	0.260	0.254	0.294	0.360

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

报告日期

2017-05-04

发行前财务数据

每股净资产 (元)	1.45
资产负债率 (%)	29.36
ROE (摊薄) (%)	18.00
ROA (%)	13.02
流动比率 (倍)	2.41
速动比率 (倍)	1.88

发行资料

发行股数 (万股)	5000
发行前股本 (万股)	15000

主承销商	海通证券股份有限公司
实际控制人	张健儿
发行方式	网下向询价对象询价配售和网上向社会公众投资者定价发行相结合的方式或中国证监会规定的其他方式

分析师: 张乐 S0260512030010

021-60750618

gfzhangle@gf.com.cn

分析师: 闫俊刚 S0260516010001

021-60750621

yanjungang@gf.com.cn

分析师: 唐哲 S0260516090003

021-60750621

abigale.tang@aliyun.com

联系人: 刘智琪 021-60750604

liuzhiqi@gf.com.cn

目录索引

国内优质的气门嘴和轮胎气压监测系统专业制造商	4
行业竞争格局及公司主要优势	11
行业发展现状.....	11
行业竞争格局.....	15
公司竞争优势.....	17
募投项目分析.....	19
年产 100 万套 TPMS 套装、750 万 TPMS 传感器、1800 万支 TPMS 气门嘴项目	19
研发中心的建设项目	20
盈利预测	20
风险提示	21

图表索引

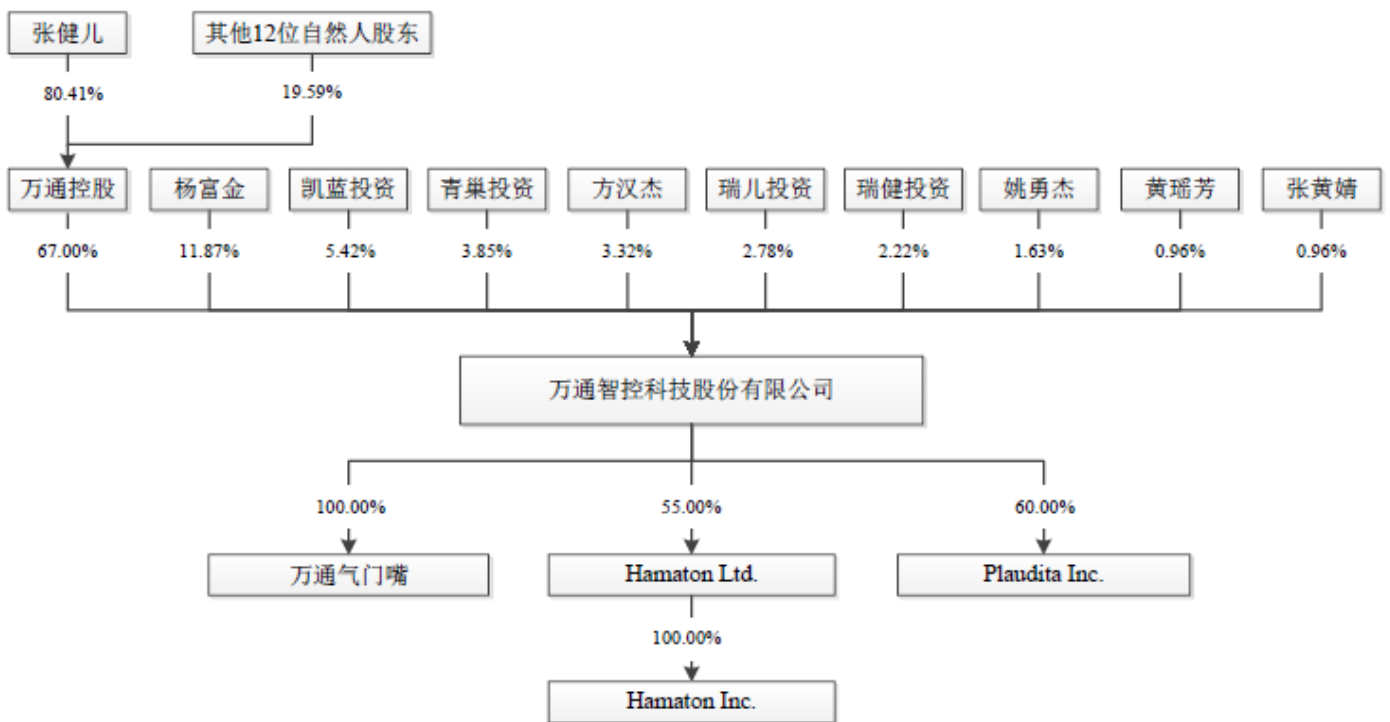
图 1: 公司股权结构图	4
图 2: 公司营业收入、归母净利润 (百万元) 及其增速情况	7
图 3: 公司主营收入 (百万元) 分产品构成情况	8
图 4: 公司主营收入 (百万元) 分地区构成及增速情况	8
图 5: 公司分产品毛利率情况	9
图 6: 公司毛利润 (百万元) 构成情况	9
图 7: 公司毛利率、净利率情况	10
图 8: 公司三费率情况	10
图 9: 公司应收账款周转率 (次) 与存货周转率 (次)	11
图 10: 2011-2020 年全球及主要国家气门嘴 OEM 市场需求量情况	12
图 11: 2011-2020 年全球及主要国家气门嘴 AM 市场需求量情况	13
图 12: 2011-2020 年全球及主要国家 TPMS 产品 OEM 市场需求量情况	14
图 13: 2011-2020 年全球及主要国家 TPMS 产品 AM 市场需求量情况	15
表 1: 公司主要产品情况	5
表 2: 公司主要产品产销情况	5
表 3: 2016 年前十大客户销售额及占比情况	6
表 4: 2016 年客户分类别销售占比情况	6
表 5: 世界各国强制立法安装 TPMS 的情况	13
表 6: 气门嘴和 TPMS 行业竞争格局	16
表 7: 公司气门嘴和 TPMS 产品主要竞争对手情况	16
表 8: 公司 TPMS 产品硬件部分和软件部分发展情况	18
表 9: 本次募集资金使用情况及进度安排	19
表 10: 年产 100 万套 TPMS 套装、750 万 TPMS 传感器、1800 万支 TPMS 气门嘴项目投资概算	19
表 11: 年产 100 万套 TPMS 套装、750 万 TPMS 传感器、1800 万支 TPMS 气门嘴项目效益分析	20
表 12: 公司各板块业务收入预测	21

国内优质的气门嘴和轮胎气压监测系统专业制造商

公司是国内优质的汽车轮胎气门嘴专业制造商，同时从事轮胎气压检测系统（TPMS）及相关工具和配件的研发、生产和销售，业务涵盖国内外OEM市场和AM市场。本次公开发行前，万通控股持有公司67.0%的股份，为公司的控股股东。张健儿先生通过万通控股、瑞儿投资及瑞健投资间接持有公司55.3%的股份，为公司的实际控制人。

本次公司公开发行股票总量不超过5000万股，占发行后总股本的比例为25%，发行完成后公司总股本为20000万股，万通控股持有50.25%的股份，仍为公司的控股股东。

图1：公司股权结构图



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

公司业务概况

公司自设立以来，一直从事气门嘴产品的生产和销售，随着汽车电子产品的兴起，公司凭借气门嘴生产技术的优势，利用TPMS产品与气门嘴之间紧密联系，于2007年开始TPMS产品的研发，2012年试生产评测，2014年实现规模化生产及销售。公司产品目前主要集中于无内胎气门嘴和直接式TPMS。

轮胎气门嘴是公司的主要收入来源，14-16年气门嘴销售收入分别为2.06亿元、2.07亿元、2.36亿元，占营业收入比重分别为68.0%、71.7%、76.1%。近年来公司

紧紧抓住轮胎气门嘴由发达国家逐渐向新兴市场国家转移的市场机遇，不断拓展客户和渠道，轮胎气门嘴销售收入保持稳定增长趋势。2016年公司气门嘴销售2.84亿支，同比增长18.0%。

TPMS作为公司的新兴业务，已经成功进入北美、欧洲AM市场。

表 1: 公司主要产品情况

产品种类	产品名称	产品图示	产品介绍
气门嘴	传统气门嘴 TPMS 气门嘴		轮胎气门嘴是轮胎的充放气阀门。以气门嘴原材料区分，分为橡胶气门嘴和金属气门嘴；以用途区分，分为传统气门嘴和 TPMS 气门嘴；以有无内胎区分，分为无内胎气门嘴和有内胎气门嘴
轮胎气压监测系统 (TPMS)	一对一 TPMS 一对多 TPMS 可编程 TPMS TPMS 套装		TPMS 通过在每个车轮安装高灵敏度传感器，在行车或静止的状态下，监测轮胎的压力、温度等数据，在显示器上显示各种数据变化，提醒驾车者。同时 TPMS 可以在轮胎偏离标准胎压、温度超标、快速漏气等安全隐患时进行报警，保障行车安全，是车辆主动型安全防护装置。TPMS 产品集信号收集、传输、转换、显示等多种技术为一体，是一种高技术汽车智能电子控制系统。
相关工具及配件	轮胎及气门嘴安装修补工具 气门嘴延伸及连接工具 气门嘴配件 气压测量工具 TPMS 专业工具 TPMS 售后维护配件等		工具及配件主要包括轮胎及气门嘴安装修补工具、气门嘴延伸及连接工具、气压测量工具、TPMS 专业工具、气门嘴配件、TPMS 售后维护配件等

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

表 2: 公司主要产品产销情况

产品	指标	2014 年	2015 年	2016 年
气门嘴	产能 (万支)	21,750	22,650	22,650
	产量 (万支)	22,100.48	22,740.15	22,979.79
	销量 (万支)	23,962.18	24,044.86	28,373.50
	平均销售单价 (元/支)	0.86	0.86	0.83
	产能利用率	101.61%	100.40%	101.46%
	产销率	108.42%	105.74%	123.47%
TPMS	产能 (万个)	100	100	100
	产量 (万个)	79.22	67.89	53.75

	销量 (万个)	76.59	60.58	47.16
	平均销售单价 (元/个)	77.52	80.94	72.74
	产能利用率	79.22%	67.89%	53.75%
	产销率	96.68%	89.24%	87.74%

注：2014 年度、2015 年度及 2016 年度，公司轮胎气门嘴的产销率分别为 108.42%、105.74%及 123.47%，主要系公司生产场地有限，为合理配置产能，外购部分橡胶气门嘴（主要为 TR413、TR414）以满足该类型产品的订单交期。

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

► 下游配套客户情况

公司境外客户包括Haltec等整车制造商的一级供应商及31 Inc.、Tyresure、REMA、JohnDow、JS等售后服务商；境内客户包括中策集团等汽车零部件一级供应商及上汽集团等整车制造商。2014-2016年公司前十大客户销售收入合计分别为 2.45亿元、2.25亿元和 2.33亿元，占各期主营业务收入的比例分别81.8%、78.2%和 76.2%，公司客户集中程度较高但对单个客户依赖程度较低。

表 3：2016 年前十大客户销售额及占比情况

客户	客户类型	销售收入 (万元)	占主营业务收入比例 (%)
31 Inc.	经销、AM、经销商	5694.57	18.64
JohnDow	经销、AM、经销商	3794.90	12.42
Haltec	直销、OEM、一级供应商	3422.04	11.20
REMA	经销、AM、经销商	3120.25	10.22
WEGMANN	经销、AM、经销商	2339.65	7.66
中策集团	直销、OEM、一级供应商	1759.94	5.76
Tyresure	经销、AM、经销商	1217.73	3.99
PROVAC SAS	经销、AM、经销商	740.88	2.43
Dill	经销、AM、经销商	594.21	1.95
TMR	经销、AM、经销商	576.67	1.89
合计		23260.84	76.16

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

公司客户类型分为AM市场客户和OEM市场客户，2016年AM市场客户销售金额占比71.3%，OEM市场客户销售金额占比28.7%。公司在OEM市场全部为直销模式，AM市场主要采用经销模式，经销模式下公司产品通过买断方式销售给经销商，再由经销商销售给下级经销商或快修店、4S店、汽车部件专用超市、综合超市等。

表 4：2016 年客户分类别销售占比情况

客户类别	2014 年		2015 年		2016 年	
	销售金额 (万元)	占比 (%)	销售金额 (万元)	占比 (%)	销售金额 (万元)	占比 (%)
AM 市场客户	21189.06	70.79	19750.08	68.74	22219.63	71.29

其中：直销	97.16	0.32	320.87	1.11	474.76	1.55
经销	21091.90	70.47	19429.21	67.63	21744.87	69.74
OEM 市场客户	8742.68	29.21	8980.32	31.26	8323.16	28.71
其中：直销	8742.68	29.21	8980.32	31.26	8323.16	28.71
经销	-	-	-	-	-	-
合计	29931.74	100.00	28730.40	100.00	30542.79	100.00

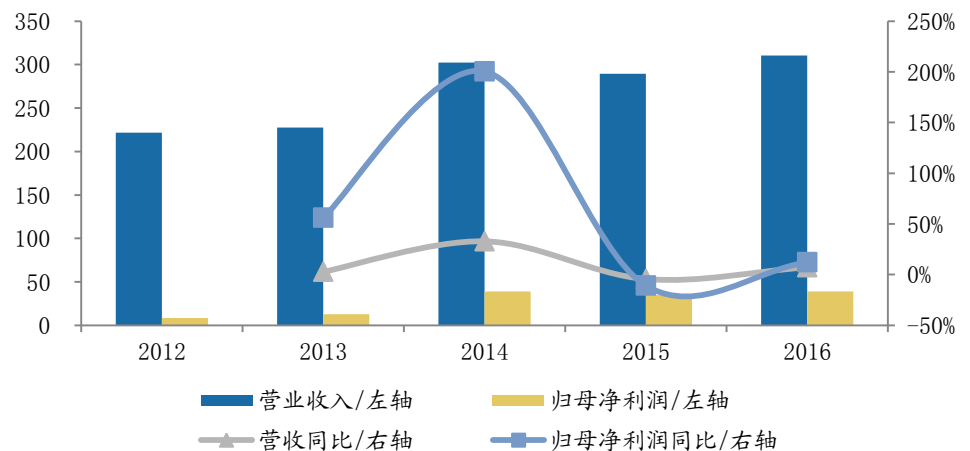
数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

► 公司财务状况

业绩方面，公司2014-2016年营业收入分别为3.02亿元、2.89亿元及3.10亿元，同比增速分别为32.9%、-4.4%及7.3%。同期实现归母净利润分别为0.39亿元、0.35亿元及0.39亿元，同比增速分别为200.4%、-10.8%及12.2%。

公司2015年净利润下降幅度大于收入下降幅度，主要受股份支付增加费用675.0万元及远期结售汇业务产生的公允价值变动收益和投资收益合计303.5万元的影响，扣非后净利润与营业收入变动基本一致。2016年公司归母净利润增速高于营业收入增速，主要由于2016年公司主营业务毛利较2015年增加1253.0万元，三项期间费用合计较2015年减少5.76%所致。

图2：公司营业收入、归母净利润（百万元）及其增速情况



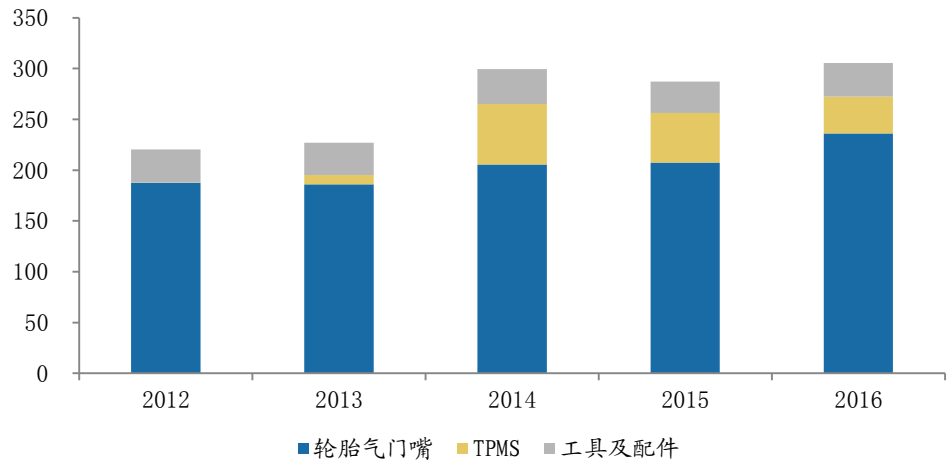
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

分产品来看，2016年气门嘴、TPMS和工具及配件分别实现销售额2.36亿元、0.36亿元、0.33亿元，占营业收入的比重分别为76.1%、11.7%及10.6%。传统业务轮胎气门嘴是公司主要收入来源，公司不断拓展销售渠道和客户，气门嘴销售收入保持稳定增长。

TPMS为公司近年来新研发的产品，公司与中策集团合作，积极引进复合型技术人才进行自主研发，TPMS产品性能和品质日臻完善。2014年随着TPMS产品生产技术和工艺流程逐渐成熟稳定，国内外客户认知度不断提高，促使TPMS产品销售规模大幅增长；2015-2016年，由于欧洲地区冬季胎更换市场受到原装一对一传

感器产品的冲击、专利诉讼案致使公司延缓了新产品在北美市场的投放以及国内TPMS强制性安装法规未及时出台，公司TPMS产品销售规模出现下降。

图3: 公司主营收入(百万元)分产品构成情况

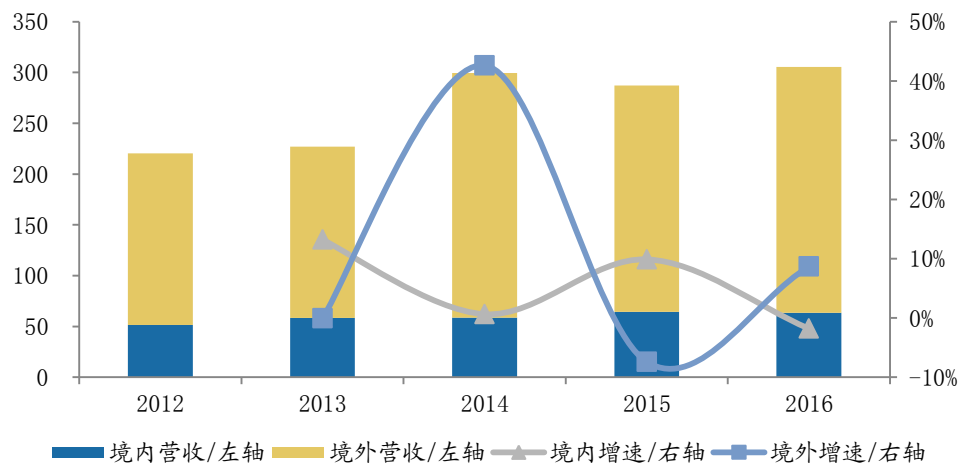


数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

分地区来看, 公司轮胎气门嘴、TPMS等产品主要销往欧美国家的汽车AM市场。2014-2016年公司境外销售总额分别为2.41亿元、2.23亿元及2.42亿元, 占营业收入比重分别为79.6%、77.0%及78.0%。2014年境外销售总额较上年同期有所增长, 主要是公司在轮胎气门嘴的需求量稳定增长的基础上, 新研发投产的TPMS产品生产工艺和工艺趋于成熟稳定, 开始向境外市场大规模销售所致。2016年度公司对 31 Inc.、WEGMANN(2015年底新增客户)等主要客户轮胎气门嘴销售规模大幅增长, 拉动了境外销售收入的增长, 使营业收入整体小幅上升。

公司境内销售收入以OEM市场销售为主, AM市场销售为辅。境内客户包括中策集团等汽车零部件一级供应商及上汽集团等整车制造商。

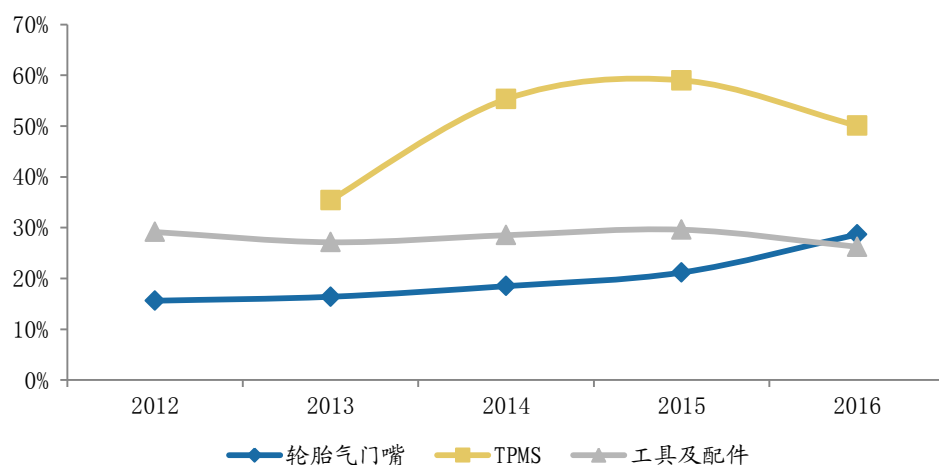
图4: 公司主营收入(百万元)分地区构成及增速情况



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

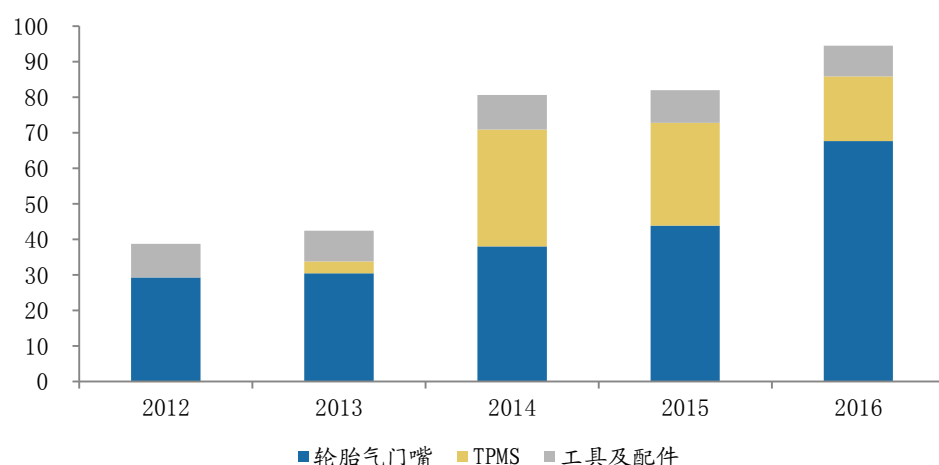
从毛利率来看，2014-2016年公司轮胎气门嘴的毛利率分别为18.5%、21.2%和28.7%，主要由于原材料成本下降导致占比较高的传统气门嘴毛利上升，由此带动气门嘴产品整体毛利率提升。TPMS产品的毛利率分别为55.3%、59.0%和50.1%，公司TPMS产品的毛利率稳定在较高的水平。

图5：公司分产品毛利率情况



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

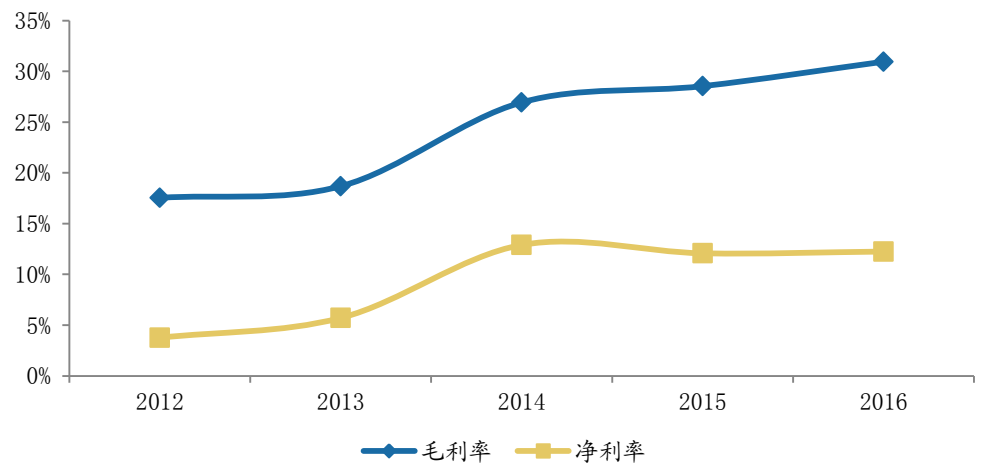
图6：公司毛利润（百万元）构成情况



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

盈利能力方面，2014-2016年公司综合毛利率分别为27.0%、28.5%和30.8%，呈现持续增长趋势，主要由于公司轮胎气门嘴产品毛利率持续提升所致。2014-2016年公司净利润分别为0.39亿元、0.35亿元和0.38亿元，净利率分别为12.9%、12.1%和12.3%，维持在12%以上的较高水平。

图7：公司毛利率、净利率情况



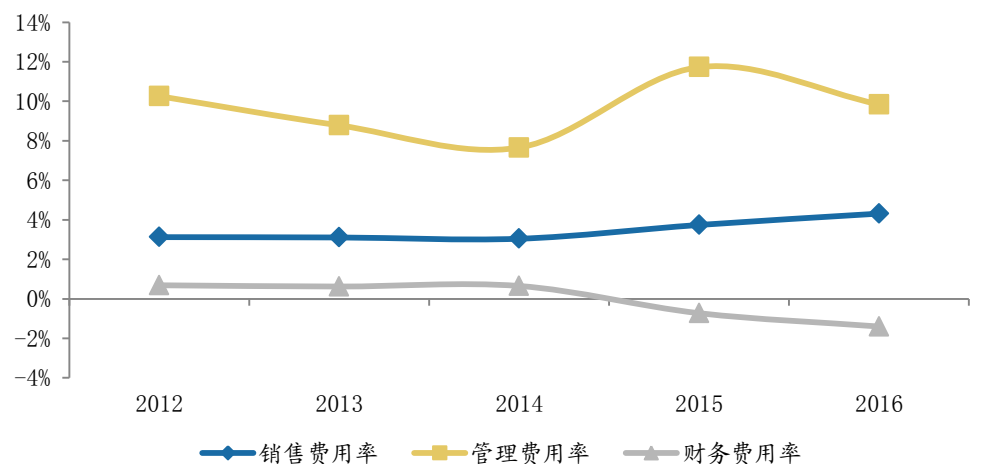
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

2014-2016年公司期间费用率分别为11.4%、14.7%及12.8%。其中销售费用率为3.0%、3.7%及4.3%，有所提升，与公司加大境内外市场开拓、销售费用增长有关。

2014-2016年公司管理费用率分别为7.7%、11.7%、9.8%。2015年公司管理费用率大幅提升，与股份支付增加管理费用675.04万元有关。2016年管理费用占营业收入比重较高，主要原因是公司当期支付较多的律师费。

2014-2016年公司财务费用金额较小，主要是利息支出和汇兑损益。2014-2016年财务费用率分别为0.65%、-0.73%和-1.40%。其中2015年和2016年主要受人民币对美元汇率波动的影响，公司汇兑损益变动分别增加利润总额311.39万元、444.87万元。

图8：公司三费率情况



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

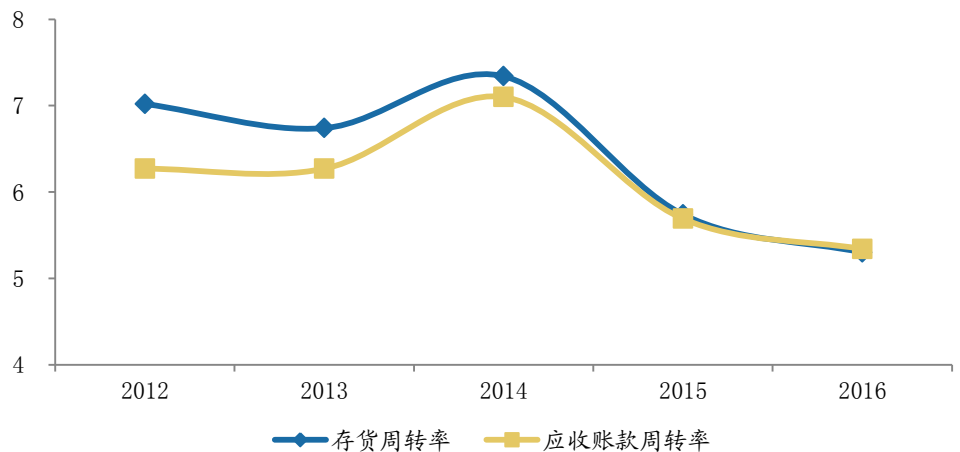
营运方面，2014-2016年应收账款周转率分别为7.10、5.69及5.34，维持在较高

水平，远高于汽车零部件上市公司平均值及中位值（根据wind统计，2014-2016年SW三级汽车零部件行业应收账款周转率平均值分别为3.73、3.40、3.42，中位值分别为3.27、3.00、3.08）。公司客户为境内整车制造商及其一级供应商和境外售后流通商，客户信誉较好，为公司应收账款的回收提供了较高保障。

2014-2016年公司存货周转率分别为7.34、5.74及5.30，维持在较高水平，远高于汽车零部件上市公司平均值及中位值（根据wind统计，2014-2016年SW三级汽车零部件行业存货周转率平均值分别为4.43、4.93、4.56，中位值分别为3.83、3.92、4.07）。公司存货周转率水平有所下降主要由于公司为了获取批量采购价格优惠，提高了原材料、在产品、库存商品的库存所致。

整体来看，公司具有较强的盈利能力，财务状况良好，营运能力处于较高水平。

图9：公司应收账款周转率（次）与存货周转率（次）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

行业竞争格局及公司主要优势

行业发展现状

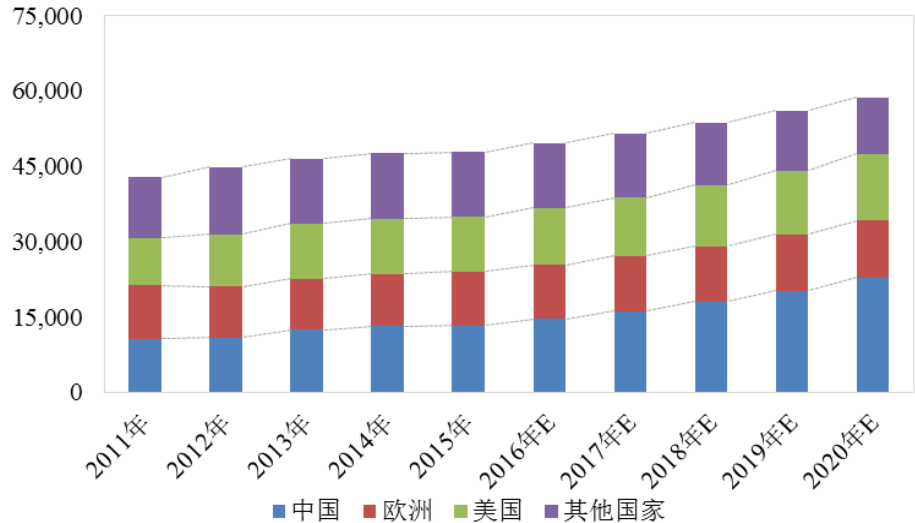
公司主要生产轮胎气门嘴和轮胎气压监测系统（TPMS），行业规模与汽车OEM和AM市场密切相关。一方面随着汽车产量的增长，OEM市场对汽车零部件的需求不断提升。另一方面由于汽车保有量、车辆使用年限的增长和零部件老化程度的提高，由此衍生的检测、维修等汽车AM市场对汽车零部件的需求逐步增大。

➤ 轮胎气门嘴行业：AM市场有望贡献较大增量

随着全球汽车产量和保有量的持续增长，气门嘴的需求量不断攀升。据OICA统计，2011年全球气门嘴需求量为28.5亿支，2015年全球气门嘴需求量达到33.39亿支，2011年至2015年平均复合增长率为4.04%。

从不同国家OEM市场气门嘴需求量来看，近十几年来全球汽车需求增长中枢由发达国家向日益活跃的新兴工业国家转移。根据OICA统计，中国市场的气门嘴需求增速最快，2011年至2015年复合增长率高达11.63%；欧美成熟国家占据了全球市场70%的份额，保持低速增长态势。根据IHS Automotive统计，中国轻型车销量从2001年占全球轻型车销量的8%左右，上升到2012年的23%。随着以中国为代表的新兴国家汽车产量的提升，气门嘴也将在上述国家迎来新的市场空间。

图10: 2011-2020年全球及主要国家气门嘴OEM市场需求量情况

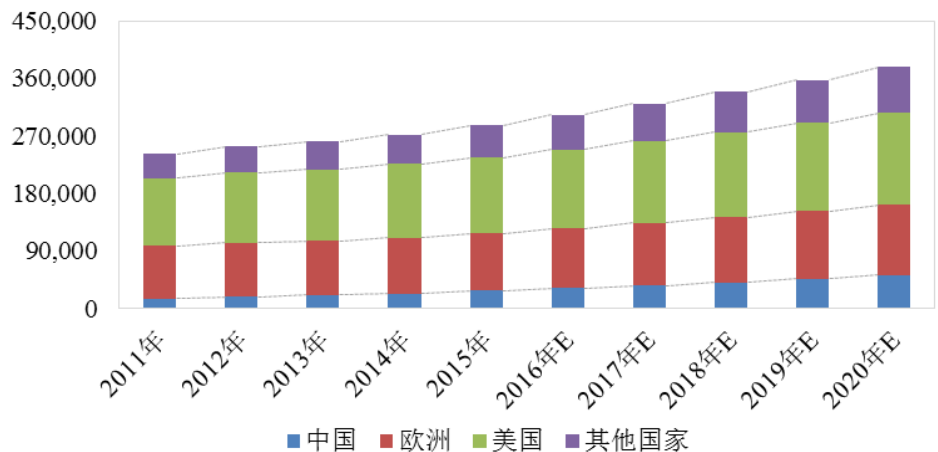


数据来源：公司招股说明书，OICA，广发证券发展研究中心

气门嘴因老化和损害带来了汽车后市场庞大的更新需求。一般来说橡胶气门嘴的平均使用寿命为3-4年，而金属气门嘴的平均使用寿命则相对较长，但由于金属气门嘴内的密封圈仍为橡胶制品，平均使用寿命为5年左右。同时轮胎的定期更换也会给气门嘴AM市场带来市场需求。

根据OICA统计，2015年全球AM市场气门嘴需求量达到28.60亿支，远远大于OEM市场4.79亿支的规模。从需求结构来看，欧美市场的气门嘴AM市场需求量占到了全球市场总量的72.79%。OICA预测到2020年，全球气门嘴AM市场需求量将达到37.78亿支，约占气门嘴总需求量的86.53%，其中欧美气门嘴AM市场需求量将占到全球AM市场总需求量的67.27%。

图11: 2011-2020年全球及主要国家气门嘴AM市场需求量情况



数据来源: 公司招股说明书, OICA, 广发证券发展研究中心

➤ **TPMS行业: 政策推动胎压监测系统成为汽车标配**

TPMS作为一种有效识别、远程定位以及监控汽车轮胎以及汽车运行情况设备, 在汽车安全和汽车智能化发展中起到重要作用。TPMS可在行车过程中监测轮胎的压力、温度等数据, 还可以延长轮胎使用寿命, 减少轮胎过度磨损和悬挂系统磨损, 降低汽车整体能耗。随着行车安全意识的不断提高, TPMS的装配率正在逐步提升。

目前美国、欧洲等地已出台了强制安装TPMS的相关政策, 根据OICA统计, 2011年全球轻型车TPMS需求量为1.35亿个, 装配率达到13%, 2015年全球TPMS需求量达到2.71亿个, 装配率提升到22%。欧美成熟国家的需求占据了全球绝大部分市场份额, 这些国家近年来TPMS市场保持着20%以上的高速增长; 中国和其他地区市场需求量虽然整体占比不高, 但发展潜力巨大。

(1) OEM市场

由于安装TPMS可以有效地避免由于轮胎压力问题引起的交通事故, 全世界许多地区纷纷出台法令要求新车安装TPMS。目前欧美是全球TPMS最大的消费市场, 欧美市场根据强制性政策要求轻型车全部安装TPMS。据统计, 2015年全球轻型TPMS产品OEM市场规模达到2.04亿个, 2011年至2015年复合增长率达13.47%, OICA预测2020年全球轻型车TPMS在OEM市场的需求量有望达到3.48亿个。

表 5: 世界各国强制立法安装 TPMS 的情况

国家或地区	立法时间	立法内容
美国	2005.4	新出厂的轻型汽车 TPMS 装配率分为三个阶段, 2005 年 10 月 5 日起达到 20%, 2006 年 9 月 1 日起达到 70%, 2007 年 9 月 1 日起达到 100%
欧盟	2009.7	自 2012 年 11 月 1 日之后, 对于未装配 TPMS 的乘用车新车型不予以认证, 2014 年 11 月 1 日以后, 对于未装配 TPMS 的乘用车不允许销售和注册
韩国	2010.7	所有乘用车和总重小于等于 3.5 吨的车辆, 必须按照以下时间节点要求安装 TPMS: 新车型从 2013 年 1 月 1 日起; 所有车型从 2014 年 6 月 30 日起

台湾	2013.11	从 2013 年 11 月 1 日起，在 M1 和 N1 类新车型强制安装 TPMS，2015 年 7 月 1 日起各形式的 M1 和 N1 应安装 TPMS
中国	2011.7	TPMS 推荐性标准《基于胎压监测模块的汽车轮胎气压监测系统》
	2015.3	TPMS 强制性国家标准《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》征求意见稿颁布
	2016.9	TPMS 强制性国家标准《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》标准送审稿已通过工信部技术审查

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

图12: 2011-2020年全球及主要国家TPMS产品OEM市场需求量情况



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

我国于2013年下达《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》的国家标准项目，2016年9月标准通过技术审查，按照TPMS强标制定会议给出的M1类车型TPMS强制安装的统一时间表，2019年1月1日起，中国市场所有新认证车必须安装TPMS；2020年1月1日起，所有在产车开始实施强制安装要求。

目前中国市场TPMS主要装配于中高档乘用车中，据OICA统计，2015年中国TPMS OEM市场需求量为1829.74万个，新车装配率约20%。随着TPMS相关标准的颁布和逐步实施，中国市场的的车装配率将逐渐提升，预计到2020年，中国市场TPMS需求量将超过1亿个，新车装配率有望突破60%。

(2) AM市场

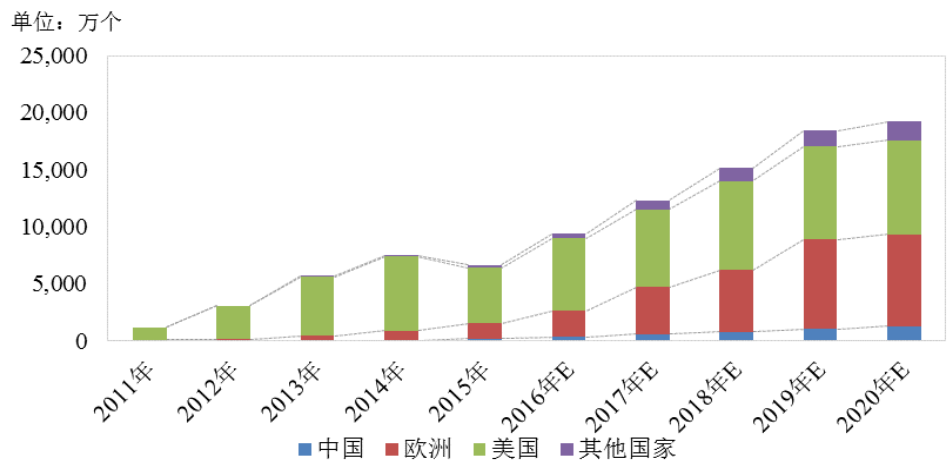
TPMS产品的AM市场需求主要源于TPMS发射器电池寿命到期（更换周期一般在6~8年）以及使用中损坏所产生的更换需要。据OICA统计，2011年全球TPMS AM市场需求量在1194.11万个，2015年整体需求量提升了近6倍，达到6664.69万个。目前，由于美国、欧盟分别在2007年和2014年完成了新车全部安装TPMS，因此全球TPMS AM市场需求主要集中在欧美市场。

美国作为全球最早将TPMS列为标准配备的国家，带动了整个北美TPMS市场的发展。目前TPMS产品在欧洲AM市场的出货量低于美国，销售价格高于美国。但是，随着欧洲市场更换率的上升和冬季胎政策带来的季节性需求，预计到2020年，

欧洲AM市场将基本与美国同步。未来欧洲、北美仍将是TPMS产品全球最大的AM市场。

中国的AM市场发展相对还不够完善，目前尚未建立成熟的售后服务体系，市场较为分散，产品质量良莠不齐。但随着中国售后车辆的不断增加以及行车安全意识的提升，汽车安全产品必将成为中国的市场热点。据OICA预测，2015年至2020年，中国TPMS产品AM市场的复合增长率将达到46.87%，2020年TPMS产品AM市场需求量有望达到1307.43万个。

图13：2011-2020年全球及主要国家TPMS产品AM市场需求量情况



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

行业竞争格局

全球范围来看，气门嘴产品的生产集中度高，已经实现采购全球化和产业向新型市场的转移，目前市场竞争的核心主要集中在供货能力、产品稳定性和价格方面。国际知名气门嘴生产厂商依然占据全球大部分OEM市场，并与整车制造商保持配套合作关系。国内竞争实力强的气门嘴生产企业则主要面向AM市场，并在OEM市场占有一席之地。除了国内外较大的气门嘴生产企业以外，在国内仍有一些小型企业进行气门嘴生产，主要在国内AM市场展开竞争。

TPMS产品技术含量和利润空间相对较高，是未来行业发展的重点。TPMS行业竞争区域性比较明显，主要集中在欧美等发达地区市场。欧美汽车电子市场发展早，技术水平高，需求量大而且竞争充分，已形成少量具有竞争力的跨国TPMS生产厂商。中国TPMS行业起步较晚，目前仍处于成长期，竞争较为分散。

TPMS供应商主要以跨国大型供应商在国内的独资或合资企业为主，该类TPMS厂商实力强大、资金雄厚，经营管理水平高，拥有技术和成本优势，大部分与跨国整车制造商有较强的配套关系，具有较强的竞争力。除了国际大型TPMS供应商，国内部分规模较大的TPMS生产企业，凭借较强的资金和技术实力，主要在售后市场与大型国际TPMS厂商进行竞争，随着整体成本的下降和技术的升级，这些企业

未来有望提升在OEM市场的渗透率。此外，有部分小规模民营生产厂商由于企业技术和资金均较为有限，产品主要供应中低端市场或为大型供应商进行代加工。

表 6: 气门嘴和 TPMS 行业竞争格局

企业形态	企业类型	竞争状况
从气门嘴生产延伸到 TPMS 领域的大型汽车零部件企业	Schrader、Pacific Industrial 等大型跨国企业	<ul style="list-style-type: none"> ● 拥有全球领先的技术和管理优势 ● 在气门嘴和 TPMS 领域均有较强的技术积累和客户基础; ● 市场竞争在全球范围; ● 在全球整车市场有较强的竞争优势。
	保隆科技、万通智控等企业	<ul style="list-style-type: none"> ● 拥有一定的规模和资金实力，技术处于行业领先水平，在产品质量和成本方面具有较强的竞争力; ● 熟悉轮胎的使用环境和安全标准，使其更有利于 TPMS 系列产品的研发和销售，在 TPMS 产品销售方面拥有较成熟的配套服务体系; ● 业务拓展到全球范围; ● 在全球高端售后市场具备较强的竞争优势。
从汽车电子或其他汽车零部件产品切入到 TPMS 领域的零部件企业	Continental、Huf Electronics 等大型跨国企业	<ul style="list-style-type: none"> ● 大部分企业拥有汽车电子领域先进的技术和研发优势; ● 大多与整车厂有战略合作关系，在全球整车市场拥有一定的竞争力; ● 由于缺乏气门嘴研发和生产经验，在 TPMS 和气门嘴结合应用方面的经验不足，对采购气门嘴的价格和品质控制能力要求高。
	为升电装、铁将军、联创电子、道通科技等企业	<ul style="list-style-type: none"> ● 大部分企业在传感器领域有一定技术累积; ● 企业数目较多，市场集中度低，竞争主要集中在国内售后市场; ● 由于缺乏气门嘴方面的生产和技术经验，TPMS 套装产品很难进入国外高端售后市场和 整车配套市场。
单一气门嘴产品生产企业	其他	<ul style="list-style-type: none"> ● 供应商企业数目众多，市场竞争激烈; ● 产品质量良莠不齐，企业规模普遍较小，主要生产部分低端配套产品和为中大型配套企业代加工; ● 由于研发实力受限，产品技术含量较低，利润低，未来发展空间较小。

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

➤ 主要竞争对手情况

公司气门嘴业务的主要竞争对手有Schrader、Pacific Industrial、Alligator、Wonder、保隆科技等。TPMS产品的主要竞争对手有Schrader、Pacific Industrial、Continental、Huf Electronics、保隆科技、为升电装、联创电子和道通科技等。

表 7: 公司气门嘴和 TPMS 产品主要竞争对手情况

企业名称	竞争产品	简介
Schrader	气门嘴、TPMS	Schrader 创立于 1844 年，主要业务涉及机械、电子、医疗、汽车、军工行业等。该公司产品技术完备，分销渠道完善，在全球拥有 10 个销售和工程售后办事处，5 个研发中心，8 个生产基地，遍布美国、英国、法国、巴西和中国等国家，是全球工业自动化和电子产品的领导者。
Pacific Industrial	气门嘴、TPMS	Pacific Industrial 创立于 1930 年，是全球汽车电子产品的主要供应商，

		产品包括气门嘴、TPMS、汽车冲压件和模具等。公司客户主要集中在日本本土市场，包括日本主要的汽车厂商、轮胎制造商等。公司于2000年开始生产TPMS，目前已成为全球主要的TPMS供应商之一。2014年7月，公司在中国常熟设立中国子公司，主要致力于TPMS的生产。
Alligator	气门嘴	Alligator 创立于1920年，全球主要的气门嘴生产企业之一，隶属于 The Steiff Group 旗下，总部位于德国的布伦茨，同时在波兰也设有生产基地。公司在欧盟地区的整车市场和售后市场都占有较高的市场份额。
Wonder	气门嘴	Wonder 是欧洲地区主要的气门嘴制造商，产品包括气门嘴、气压笔及各种工具和配件等，主要为欧洲地区整车制造商提供气门嘴相关产品。
保隆科技	气门嘴、TPMS	保隆科技创立于1997年，总部位于上海松江，拥有上海松江、安徽宁国、美国北卡州三个生产基地。该公司立足于汽车零部件行业，核心产品有三类：轮胎车轮关联产品，如气门嘴、平衡块等；不锈钢产品，如汽车排气尾管、消音系统等；汽车电子产品，如轮胎气压监测系统、气压计、电子气泵等。保隆科技已初步建立全球经营的格局，产品在全球80多个国家和地区有销售。
Continental	TPMS	Continental 创立于1871年，总部位于德国汉诺威市，是世界第三大轮胎制造企业、欧洲最大的汽车配件供应商。Continental 于2007年正式股权收购了西 门子汽车电子部门，研发能力大幅提高，质量控制体系稳定。
Huf Electronics	TPMS	Huf Electronics 成立于1908年，隶属 Huf Group，为汽车行业提供胎压监测产品。该公司雇员遍布全球15个国家。Huf Electronics 的系统开发能力强，在欧洲市场有稳定的市场份额。
为升电装	TPMS	为升电装成立于1989年，总部位于台湾，为台湾证券交易所上市公司（代码：2231.TW），专业从事汽车内装开关及传感器的生产销售。
联创电子	TPMS	联创电子成立于2006年，总部位于上海，是一家以掌握核心技术为目的，在汽车节能减排、新能源及可替代能源、汽车安全控制等领域，为客户提供柴油 发动机管理、电动助力转向控制、新能源汽车电子控制、胎压监测的系统解决方案及零部件产品的汽车电子零部件企业。
道通科技	TPMS	道通科技成立于2004年，总部位于深圳，是一家致力于汽车电子产品研发、生产和销售的国家级高新技术企业，是全球领先的汽车诊断方案提供商和设备供应商。

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

公司竞争优势

► 技术创新及先发优势

公司作为国家高新技术企业，研发和生产技术处于业内领先水平，在TPMS上的技术研发已储备多年时间。2007年美国执行TPMS强制标准，美国TPMS OEM市场出现爆发式增长。公司凭借气门嘴技术生产优势，开始着手研发TPMS产品，主攻TPMS售后替换件。2014年欧洲开始实施TPMS强标，公司早在2012年即开始提前对欧洲冬季轮胎TPMS售后替换件进行研究，此后与Tyresure进行合作，开拓欧洲冬季轮胎市场。

2016年我国《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》标准送审稿通过工信部技术审查，随着强标颁布临近，我国新车TPMS装配率将会显著提升。公司在TPMS领域具备多年的技术研发储备，并且成功进入欧美AM市场，在国内TPMS市场具有先发优势。

表 8: 公司 TPMS 产品硬件部分和软件部分发展情况

时间	硬件		软件平台
	芯片型号	主要特点	
2007-2009	英飞凌-SP30	<ul style="list-style-type: none"> ● 基于平台的开发应用软件要求较高 ● 射频单元未集成于芯片内 	基于飞利浦微控制器的软件平台
2010-2012	英飞凌-SP37	<ul style="list-style-type: none"> ● 基于平台的开发应用软件通用性要求较高 ● 射频单元集成于芯片内 	基于 C51 系列微控制器的软件平台
2012-2016	飞思卡尔-MPX8XX	<ul style="list-style-type: none"> ● 具有双轴单元,增加了应用的灵活性 	基于飞思卡尔 08 系列微控制器的软件平台
2017 以后	英飞凌-SP40	<ul style="list-style-type: none"> ● 体积小, 功耗低 ● 集成了自动定位的软件算法 	基于 C51 系列微控制器的软件平台

数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

➤ 产品质量优势

公司拥有丰富的气门嘴生产经验，专注于气门嘴及相关产品的生产和研发，是中国《卡扣式无内胎气门嘴》和《压套式无内胎气门嘴》二项国家强制性标准的第一起草单位。公司产品均按照TS16949体系进行系统的质量控制，通过了美国权威的Smithers实验室的检测，并获得美国FCC认证、欧盟CE认证和加拿大IC认证，确保公司产品的国际一流品质。

公司的TPMS系列产品作为传统气门嘴产品的延伸，是公司未来发展的主要产品。公司现有TPMS系列及配套产品可以满足整车配套和售后替换等多种需要，同时可以针对不同车型对 TPMS 数据通讯协议的不同需要进行替换和安装。公司以自身传统优势产品气门嘴为基础，配套TPMS传感器设备，保证整套TPMS产品可以在特定的极端环境下稳定使用，避免了其他TPMS生产商需要外购气门嘴而造成质量波动的潜在风险。

➤ 客户资源优势

公司的传统气门嘴产品具有成熟的销售渠道和合作平台，在市场上形成了良好的品牌认知和接受度。公司境外客户包括Haltec等整车制造商的一级供应商及31 Inc.、Tyresure、REMA、JohnDow、JS等售后服务商；公司境内客户包括中策集团等汽车零部件一级供应商及上汽集团等整车制造商，为TPMS产品的推广奠定良好的客户基础。公司通过与其他汽车零部件供应商和整车厂合作，参与TPMS 在整车以及车联网当中的运用，进一步扩展TPMS产品市场。

募投项目分析

此次募集资金将用于“年产100万套轮胎气压监测系统套装、750万个TPMS传感器、1800万支TPMS气门嘴项目”及“研发中心的建设项目”，并补充流动资金。投资项目的预计投资总额为37831万元，计划使用募集资金投入17610万元。

表 9: 本次募集资金使用情况及进度安排

项目名称	投资总额(万元)	募集资金投入金额(万元)	投资计划(万元)		
			第一年	第二年	第三年
年产 100 万套轮胎气压监测系统 (TPMS) 套装、750 万个 TPMS 传感器、1800 万支 TPMS 气门嘴及研发中心的建设项目	31720	17610	11673	17305	2742
补充流动资金	6111	-	-	-	-
合计	37831	17610			

数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

年产 100 万套 TPMS 套装、750 万 TPMS 传感器、1800 万支 TPMS 气门嘴项目

随着车联网和汽车智能化的发展,通过TPMS产品作为载体记录轮胎信息和行车信息已经成为现阶段汽车电子产品的研发方向之一。通过TPMS设备的进一步智能化和多功能运用,TPMS设备的使用范围将进一步扩大,目前已有研究和生产项目将TPMS设备应用于大型商用汽车,将对TPMS的需求带来进一步的推动。在国家政策意图下TPMS将成为新车标配。为了抓住行业新机遇,公司拟引进先进设备,扩大TPMS产能,以期提升公司盈利能力。

公司具有丰富的汽车气门嘴技术经验,TPMS与之联系紧密,因此公司能够满足持续旺盛的市场需求。同时公司拥有优良的客户资源、享誉国内外的品牌知名度和广阔的销售渠道,通过与国内的其他汽车零部件供应商和整车厂合作,参与TPMS设备在整车以及车联网中的开发运用,进一步扩展TPMS产品市场。

项目总投资为28015万元,其中建设投资24638万元,计划建设期为三年,建设期第二年开始投产。TPMS套装投产当年达到设计生产能力的50%,第二年达到75%,第三年完全达产;TPMS传感器投产当年达到设计生产能力的39%,第二年达到65%,第三年完全达产;TPMS气门嘴投产当年达到设计生产能力的29%,第二年达到53%,第三年完全达产。

表 10: 年产 100 万套 TPMS 套装、750 万 TPMS 传感器、1800 万支 TPMS 气门嘴项目投资概算

序号	项目	金额(万元)	占总投资比例(%)
1	建安工程	10700	38.19

识别风险,发现价值

请务必阅读末页的免责声明

1.1	土建及配套工程	9683	34.56
1.2	其他工程建设费用	1017	3.63
2	设备购置及安装	12813	45.74
3	预备费	1125	4.02
4	铺底流动资金	3377	12.05
项目总投		28015	100

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

本项目建成投产并完全达产后，每年可实现销售收入57721.75万元，年均净利润9763.67万元，项目本身的各项财务评价指标较好，有较强的盈利能力。

表 11：年 100 万套 TPMS 套装、750 万 TPMS 传感器、1800 万支 TPMS 气门嘴项目效益分析

序号	指标名称	税前	税后
1	投资财务净现值（万元，折现率 10%）	48097	38414
2	财务内部收益率（%）	44.96	37.25
3	投资回收期（不含建设期）（年）	3.50	3.88

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

研发中心的建设项目

公司拟以现有技术为基础，拟着重开展以下下技术研发项目：1、商用车轮胎压力监测系统（TPMS）；2、汽车无钥匙进入系统（PKE）、高级驾驶辅助系统（ADAS）等其他汽车智能控制电子系统领域。未来公司将拓展在TPMS等汽车智能控制电子系统产品上的发展机会。

公司目前TPMS产品主要用于乘用车产品，未来研发突破口将主要集中在商用车上。由于商用车载重大，每年轮胎磨损和由于胎压不足导致的多余油耗成本巨大，因此商用车对TPMS系统的可靠性和稳定性都有更高的要求。公司还将从商用车TPMS延伸至智能轮胎管理、车联网等相关应用领域的开发。

汽车无钥匙进入系统和安全驾驶技术将是未来公司在汽车电子产品领域研发的重点方向之一。公司将在RFID无线射频技术等涉及无钥匙进入系统关键技术等方面投入研发，为下一步开发生产汽车无钥匙进入系统产品进行技术储备。

盈利预测

我们对公司的盈利作如下假设：

营业收入：我们预测公司营收在17-19年分别增长13.26%、10.75%、10.44%，随着公司TPMS气门嘴项目投产，我们预测TPMS气门嘴在气门嘴产品中所占比重提升，气门嘴产品平均售价和毛利率有望提高。同时考虑到公司未来的重点产品布局

是具有高附加值的TPMS，结合国家强制安装TPMS法规的落地，公司TPMS产品有望快速增长。

毛利润：我们预计公司在17-19年的毛利率分别为32.0%、32.8%、34.5%，一方面由于公司气门嘴产品中TPMS气门嘴毛利率较高，募投项目投产将带来气门嘴产品结构的改善，另一方面公司重点开发高附加值和高毛利率产品TPMS，带来公司整体毛利率提升。

净利润：我们预计公司在17-19年归母净利润分别为5085万元、5888万元、7207万元，同比增长30.14%、15.81%、22.40%，随着未来营收的增长和毛利率的提升，我们预计公司的净利润会保持增长。

表 12：公司各板块业务收入预测

主营业务拆分（百万元）	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
轮胎气门嘴	205.63	207.31	236.04	256.95	269.03	282.67
其中：传统轮胎气门嘴	183.57	180.65	211.06	226.75	231.29	233.60
TPMS 轮胎气门嘴	22.06	26.66	24.99	30.19	37.74	49.06
TPMS 轮胎气压监测系统	59.38	49.03	36.38	59.95	83.93	109.11
工具及配件	34.31	30.96	33.00	34.65	36.38	38.20
总计	299.32	287.30	305.43	351.55	389.35	429.98

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

公司拟发行不超过5000万股，以公司IPO后总股本20000万股计算，我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.25元、0.29元、0.36元。

风险提示

原材料成本大幅提升；公司产品销量不及预期；汽车行业景气度不及预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	161	181	396	455	528	经营活动现金流	56	42	65	72	86
货币资金	61	72	287	339	406	净利润	35	38	50	58	71
应收及预付	58	68	69	74	79	折旧摊销	5	8	8	9	10
存货	41	40	40	42	43	营运资金变动	21	1	2	1	1
其他流动资产	1	1	0	0	0	其它	-5	-5	5	3	4
非流动资产	116	125	134	142	148	投资活动现金流	-37	-19	-21	-20	-19
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-41	-19	-21	-20	-20
固定资产	67	68	74	79	80	投资变动	2	0	1	1	1
在建工程	25	31	38	43	49	其他	2	0	0	0	0
无形资产	24	24	22	21	20	筹资活动现金流	23	-17	170	0	0
其他长期资产	1	2	0	0	0	银行借款	10	10	0	0	0
资产总计	277	307	530	598	676	债券融资	-34	-20	-15	0	0
流动负债	84	75	78	88	95	股权融资	49	0	185	0	0
短期借款	10	0	0	0	0	其他	-1	-7	0	0	0
应付及预收	74	75	78	88	95	现金净增加额	42	7	215	52	67
其他流动负债	0	0	0	0	0	期初现金余额	19	61	72	287	339
非流动负债	3	15	0	0	0	期末现金余额	62	68	287	339	406
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	3	15	0	0	0						
负债合计	87	90	78	88	95						
股本	150	150	200	200	200						
资本公积	5	5	140	140	140						
留存收益	35	62	113	172	244						
归属母公司股东权	190	217	453	512	584						
少数股东权益	1	0	-1	-2	-3						
负债和股东权益	277	307	530	598	676						

主要财务比率					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-4.4	7.3	13.3	10.8	10.4
营业利润增长	-9.8	28.5	20.5	16.1	21.6
归属母公司净利润增长	-10.8	12.2	30.1	15.8	22.4
获利能力(%)					
毛利率	28.5	30.8	32.0	32.8	34.5
净利率	12.1	12.2	14.3	14.9	16.5
ROE	18.3	18.0	11.2	11.5	12.3
ROIC	-	-	-	-	-
偿债能力					
资产负债率(%)	31.3	29.4	14.7	14.7	14.1
净负债比率	-0.3	-0.3	-0.6	-0.7	-0.7
流动比率	1.93	2.41	5.07	5.18	5.54
速动比率	1.43	1.84	4.53	4.67	5.06
营运能力					
总资产周转率	1.23	1.06	0.84	0.69	0.68
应收账款周转率	5.69	5.34	5.70	5.89	6.19
存货周转率	5.74	5.30	5.98	6.19	6.52
每股指标(元)					
每股收益	0.23	0.26	0.25	0.29	0.36
每股经营现金流	0.37	0.28	0.33	0.36	0.43
每股净资产	1.27	1.45	2.27	2.56	2.92
估值比率					
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-

利润表					
单位: 百万元					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	289	310	352	389	430
营业成本	207	215	239	262	282
营业税金及附加	3	3	3	3	4
销售费用	11	13	14	16	17
管理费用	34	31	36	40	44
财务费用	-2	-4	-2	-4	-5
资产减值损失	0	1	1	1	1
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
投资净收益	2	0	1	1	1
营业利润	40	52	62	72	88
营业外收入	3	6	4	5	5
营业外支出	1	13	7	8	8
利润总额	43	45	60	69	84
所得税	8	7	10	11	14
净利润	35	38	50	58	71
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	35	39	51	59	72
EBITDA	40	56	68	78	94
EPS(元)	0.23	0.26	0.25	0.29	0.36

广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，7年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011、2012、2013 年入围；2016 年第三届中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖第一名，2014、2015 年第三名；水晶球、金牛奖评比中多次上榜和入围；2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：资深分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，3 年卖方研究经验，新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 唐哲：高级分析师，复旦大学金融学硕士，浙江大学金融学学士，CPA，新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员，2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪：联系人，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名团队成员，2016 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。