

汽车

2017年09月11日

宁波华翔 (002048)

——百炼成钢，起翼远翔，47%的上涨空间

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2017年09月08日

收盘价(元)	23.12
一年内最高/最低(元)	25.15/18.15
市净率	2.2
息率(分红/股价)	0.65
流通A股市值(百万元)	10646
上证指数/深证成指	3365.24/10970.77

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年06月30日

每股净资产(元)	10.45
资产负债率%	53.24
总股本/流通A股(百万)	530/460
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨会推荐 170906》 2017/09/06
 《【申万宏源晨会纪要】首推卧龙电气深度、安正时尚深度以及宁波华翔深度》
 2017/09/06

证券分析师

蔡麟琳 A0230515100001
 caill@swsresearch.com

研究支持

宋亭亭 A0230115080013
 songtt@swsresearch.com

联系人

宋亭亭
 (8621)23297818x7230
 songtt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 过去 11 年年化 37% 的收入、利润增长，增长持续性强。供应南北大众+奔驰宝马+特斯拉，收入、利润来源稳定，优秀的内外饰供应商。公司自 2005 年上市以来，营业收入从 3.91 亿元到 2016 年的 125.06 亿，归母净利润从 0.22 亿到 2016 年的 7.14 亿，尤其自 2011 年乘用车整体行业增速中枢（10%左右）下移以后，公司仍然能保持 37% 的增长，足见其持续超越行业的成长性。公司主要客户包括大众、宝马、奔驰、捷豹路虎、特斯拉等中高合资品牌，利润来源增长稳定。
- 公司计划 2020 年实现 400 亿收入，同比 2.2 倍增长。我们认为未来的增长主要来自两部分，一部分是传统主业持续发力，另一部分是轻量化和汽车电子新业务打开增量空间。
- 传统主业：海外减亏与外延收购齐头并进，带来业绩增长弹性。2014 年公司收购德国华翔（给宝马、路虎等配套 MDI 内饰件）因经营不善导致 2015 年亏损 4.6 亿，在管理层进驻、迁移工厂等措施后生产经营逐改善，我们预计 2017-2018 年逐步减亏至 2 亿、1 亿，2019 年实现盈利。同时，公司收购安通林 50% 的剩余股权和宁波劳伦斯 100% 股权，实现业务协同，并增厚公司业绩。宁波劳伦斯主要为捷豹、路虎、奥迪、沃尔沃、特斯拉、福特、通用、特斯拉等英美系车企提供真木汽车内饰件及铝制汽车内饰件，与公司本部欧系车企配套形成优势互补，同时，宁波劳伦斯在原有配套客户下，将于 2017-2020 年新增 Toyota、Volvo、Honda、GM、Tesla 等 40 多款新车型的配套，我们认为公司有能力完成 2017-2018 年 12,430.89 万元、16,910.13 万元的业绩承诺增厚公司业绩。
- 非公开定增过会，进军轻量化和汽车电子，新业务开拓打开盈利空间。公司拟向特定对象以不超过 21.4 元的价格发行不超过 117,676,920 股 A 股股票，即募集资金总额（含发行费用）不超过 251,828.61 万元，用于汽车轻量化、汽车电子和汽车内饰项目。我们预计 2019 年项目建成后，将分别达到年产 841.3 万件和 614 万件的热成型轻量化冲压件产能、年产 5 万件碳纤维等高性能复合材料车身骨架、年产 40 万套轿车用自然纤维，预计将分别新增年利润 1.18 亿、0.79 亿及 3.65 亿。
- 大股东控股比例提升至 29.23%，控股股东地位巩固，解决长期抑制公司估值的问题，资本运营能力有望提升。周晓峰先生为宁波华翔的控股股东、实际控制人，直接持有公司 16.97% 的股权。大股东股权比例较低长期抑制公司估值。为解决此问题，2016 年周晓峰先生及其一致行动人先后通过与华翔集团、象山联众投资进行股权转让。大股东周晓峰先生及其一致行动人直接及间接持有公司 29.23% 的股权，进一步巩固控股股东地位，有利于其更加集中、专业化管理公司业务。
- 首次覆盖，给予买入评级。我们认为公司 2017-2019 年可实现 15,083 百万元、18,640 百万元及 22,080 百万元，对应净利润分别为 900 百万、1,166 百万及 1,491 百万元，对应 PE 分别为 14 倍、11 倍及 8 倍。根据同行业平均估值，给予公司 2017 年 20 倍估值，对应目标市值 179 亿，尚有 47% 的空间。
- 风险提示：汽车行业增速不达预期；海外减亏进度不及预期。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,506	7,117	15,083	18,640	22,080
同比增长率(%)	27.48	26.10	20.60	23.60	18.50
净利润(百万元)	714	392	900	1,166	1,491
同比增长率(%)	344.82	26.14	26.00	29.60	27.90
每股收益(元/股)	1.35	0.74	1.70	2.20	2.81
毛利率(%)	21.5	21.2	20.5	20.6	20.9
ROE(%)	13.8	7.1	17.1	18.2	18.9
市盈率	17		14	11	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予买入评级。我们认为公司 2017-2019 年可实现 15,083 百万元、18,640 百万元及 22,080 百万元，对应净利润分别为 900 百万、1,166 百万及 1,491 百万元，对应 PE 分别为 14 倍、11 倍及 8 倍。根据同行业平均估值，给予公司 2017 年 20 倍估值，对应目标市值 179 亿，尚有 47% 的空间。

关键假设点

1、公司作为南北大众的主要内外饰总成供应商，2018-2019 年将明显受益于一汽大众 SUV 大产品周期，不但使传统主业有稳定的超越行业的增长，而且有利于公司轻量化热成型钢的迅速量产。预计到 2017 年底公司将有 5 条热成型生产线扩展完毕，2018 年将有 10 条以上热成型钢生产线投入量产，按照 1:1 的投入产出比，行业内 12%-15% 的净利率，预计 2018 年可为公司新增至少 5000 万以上的净利润。

2、宁波劳伦斯根据现有及未来订单有能力完成 2017-2018 年 12,430.89 万元、16,910.13 万元的业绩承诺。劳伦斯目前主要覆盖捷豹、路虎、通用、福特、特斯拉中高端车型的 40 余款车型。公司在原有配套客户下，将于 2017-2020 年新增 Toyota、Volvo、Honda、GM、Tesla 等 40 多款新车型的配套，为未来公司的收入、利润增长提供支撑。

3、德国华翔随着管理层入驻、工厂改建等措施能逐步减亏，预计 2017-2019 年公司实现-2 亿、-1 亿及 0 的净利润。

有别于大众的认识

1、市场并未意识到公司大股东控股比例提高所带来的实质影响。我们认为长期压制公司估值的主要不利因素已经逐渐消除，目前大股东的控股比例已经达到接近 30%，控股股东地位得到巩固，有利于未来资本运营能力的提升。

2、市场并未完全意识到公司质地的优质性及增长性。一方面，尽管公司一直采取很保守的财务政策，但过去 11 年来，公司的营收规模、利润规模一直保持年化 37% 的增长，且下游客户供货南北大众和宝马、奔驰等优质客户，足见其优质性及确定性。另一方面，公司通过非公开发行募集资金蓄力新材料和汽车电子，新的盈利增长点已经显现，我们认为项目完成后，将为公司带来 5.62 亿的新增年利润，为未来公司的发展带来新的空间。

股价表现的催化剂

公司业绩持续超预期地增长。

核心假设风险

汽车行业增速不达预期；海外减亏进度不及预期。

目录

1. 年化 37%的收入利润增长，优秀内外饰供应商	6
1.1 过去 11 年年化 37%的收入、利润增长	6
1.1.1 兼并收购细分领域优秀子公司，开拓优质客户资源，经营质量改善	7
1.1.2 产品线升级：向汽车电子和高端轻量化发展	8
1.2 400 亿收入目标，未来专注两大方向四大板块.....	9
2. 内外饰业务：海外减亏与外延收购齐头并进，带来业绩弹性	10
2.1 收购阵痛期已过，海外业务大幅减亏	10
2.2 收购剩余股权，带来业绩增量.....	10
2.3 现金收购劳伦斯，优势互补，创造利润增量	11
2.3.1 宁波劳伦斯，英美系内外饰件的龙头企业	11
2.3.2 整合资产夯实基础，业务协同互补，实现互利双赢	14
3. 新业务：新材料和汽车电子业务腾飞	14
3.1 轻量化增长点一：热成型高强度钢.....	15
3.2 轻量化增长点二：碳纤维与自然纤维业务	16
3.3 研发优势与下游支撑是公司发展轻量化的两大优势.....	17
3.4 基于哈尔巴克，开启汽车电子化升级转型	18
4. 大股东股权比例提至 29.23%，控股地位巩固	18
5. 盈利预测与估值	19

图表目录

图 1: 过去 11 年公司实现年化 37.01%的收入增长	6
图 2: 过去 11 年公司实现年化 37.44%的利润增长	6
图 3: 过去六年汽车行业整体 10%的销量增长.....	7
图 4: 稳定的经营活动现金净流量 单位: 百万元.....	7
图 5: 公司主要客户一览表.....	7
图 6: 主要客户在华销量情况 (单位: 万辆)	7
图 7: 主要子公司近几年营业收入情况 (单位: 万元)	8
图 8: 主要子公司近几年利润情况 (单位: 万元)	8
图 9: 产品线从非金属到金属件到轻量化与汽车电子件逐步升级.....	8
图 10: 三大业务板块近年营收情况 (单位: 百万元)	9
图 11: 内外饰件是公司主要收入来源.....	9
图 12: 公司 2016-2020 年专注两个方向四大板块.....	9
图 13: 安通林华翔的主要产品包括门板产品、饰柱产品和落水槽产品	11
图 14: 宁波劳伦斯前五名客户销售占比约 50%.....	11
图 15: 宁波劳伦斯部分铝合金产品	12
图 16: 劳伦斯分产品收入情况 (单位: 百万元)	13
图 17: 劳伦斯铝制产品占比高	13
图 18: 欧洲平均每辆车用铝量	13
图 19: 宁波劳伦斯备考业绩 (单位: 万元)	13
图 20: 钢板热冲压典型应用.....	15
图 21: 宝马 i3 碳纤维复合材料车体结构图	16
图 22: 汽车工业领域碳纤维需求预测图 (吨)	16
图 23: 公司汽车电子业务发展迅速	18
图 24: 大股东股权比例提升至 29.23%.....	19
表 1: 公司减少固定资产折旧年限.....	6
表 2: 公司主要子公司的主要业务与配套客户情况.....	7
表 3: 宁波劳伦斯旗下子公司一览表.....	12

表 4: 募集资金投向汽车轻量化、汽车电子及汽车内饰件	14
表 5: 热成型轻量化项目收益: 量产后年 1.5 亿净利润.....	16
表 6: 热成型轻量化项目收益: 量产后年均 3.65 亿净利润	17
表 7: 可比公司估值 (以 2017/9/8 数据为依据)	19

1. 年化 37%的收入利润增长，优秀内外饰供应商

1.1 过去 11 年年化 37%的收入、利润增长

质地优秀，长期增长无虞。公司是 2005 年发行 A 股上市，上市之初，主要从事汽车零部件尤其是非金属件（橡塑类）的开发、生产和销售，是上海大众、一汽大众、上海通用和沈阳华晨的主要配套商。上市以来，即使公司采取保守的财务政策，但公司的营收规模、利润规模依然保持年化 37% 增长，超越行业 10% 左右的增长中枢。

自 2011 年来，公司采取连续减少固定资产折旧年限与计提质量准备金的保守财务政策。2011 年公司减少了固定资产折旧年限（见表 1），采取了加速折旧方案，对通用设备、专用设备、实验设备分别减少 4（约）年、5 年、5 年。我们认为 2011、2012 年减少公司利润 1,192 万（半年）、2700 万。同时，2012 年 6 月，公司审议通过《关于新增计提质量损失准备金会计政策的议案》，明确了质量损失准备金计提比例为当期实际产品销售收入 的 0.5%，质量损失计提准备金余额上限为上年度经审计产品销售收入的 2%，当达到该上限时将不再计提该准备金；当发生冲减准备金后低于该上限时，仍按当期实际产品销售收入的 0.5% 计提。按照 2012、2013 年 56 亿、73 亿营业收入计算，公司计提 1400 万（半年）、3650 万质量损失准备金。

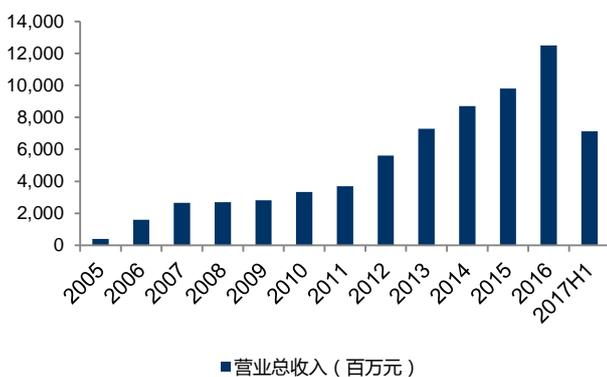
表 1：公司减少固定资产折旧年限

项目	旧折旧年限（年）	旧年折旧率（%）	新折旧年限（年）	新年折旧率（%）
房屋及建筑物	8-30	3.17-12.25	8-30	3.17-12.25
机器设备	5-10	9.00-19.60	5-10	9.00-19.60
其中：通用设备	10	9.00-9.80	6.67	13.5-14.7
专用设备	5-10	9.00-19.60	5	18.00-19.60
试验设备	5-10	9.00-19.60	5	18.00-19.60

资料来源：公司公告，申万宏源研究

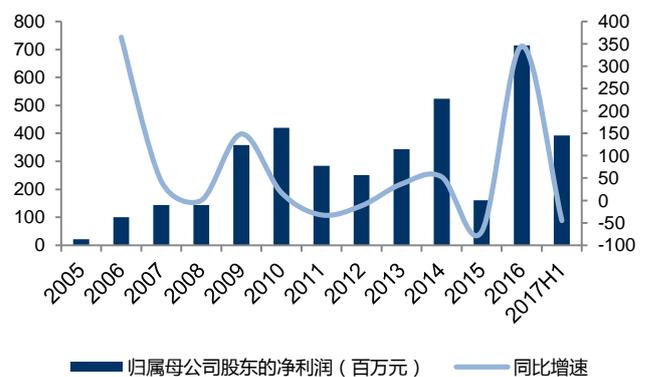
上市以来，公司营业收入从 3.91 亿元到 2016 年的 125.06 亿，归母净利润从 0.22 亿到 2016 年的 7.14 亿。尤其自 2011 年乘用车整体行业增速中枢(10%左右)下移以后，公司仍然能保持如此增长，足见其持续超越行业的成长性。

图 1：过去 11 年公司实现年化 37.01%的收入增长



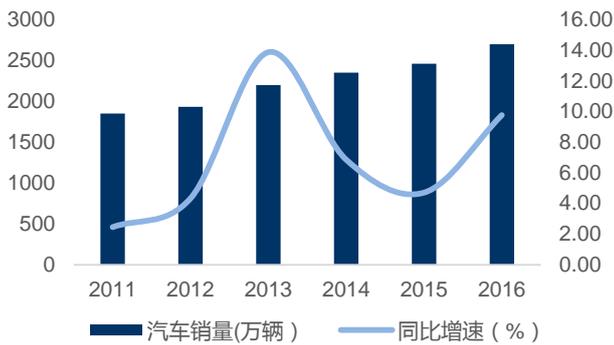
资料来源：wind，申万宏源研究

图 2：过去 11 年公司实现年化 37.44%的利润增长



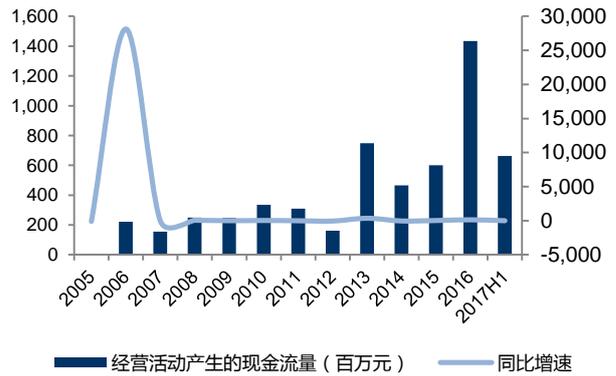
资料来源：wind，申万宏源研究

图 3：过去六年汽车行业整体 10%的销量增长



资料来源：中汽协，申万宏源研究

图 4：稳定的经营活动现金净流量 单位：百万元



资料来源：wind，申万宏源研究

1.1.1 兼并收购细分领域优秀子公司，开拓优质客户资源，经营质量改善

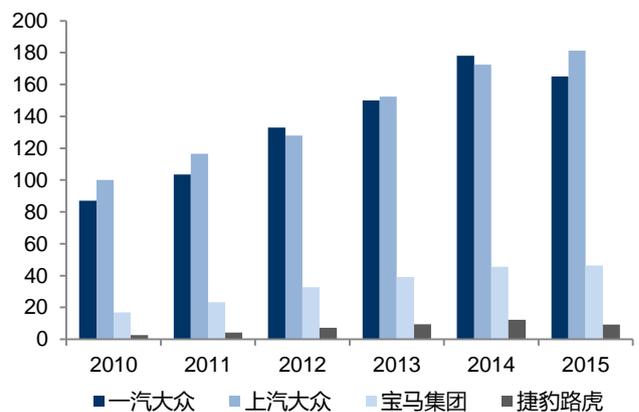
绑定客户国内外拓展，定位中高端豪华品牌。公司上市之初，只有大众、通用的订单，截止到 2016 年年底，通过国内外兼并吸收优秀子公司，新增长期客户宝马、奔驰、福特、丰田、捷豹、路虎、特斯拉等优秀客户资源，拓展发展空间。目前南北大众、宝马、奔驰是公司前三大客户。随着南北大众销量的平稳增长，宝马、奔驰在豪华车市场较高的占有率，加之优质新客户的扩展，我们预计传统内外饰件仍将持续大幅跑赢行业增长。

图 5：公司主要客户一览表



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 6：主要客户在华销量情况（单位：万辆）



资料来源：中国汽车工业信息网，申万宏源研究

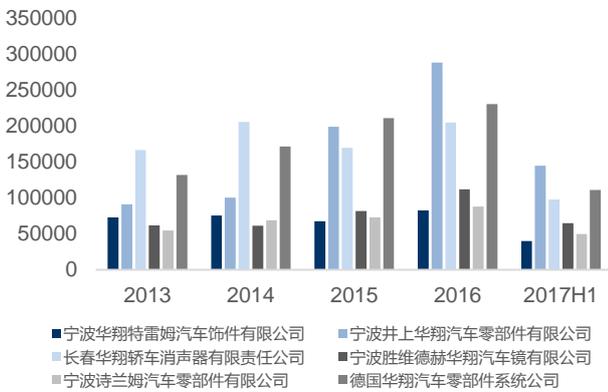
公司主要子公司主要包括宁波井上华翔、长春华翔、华翔特雷姆、宁波诗兰姆、宁波安通林华翔、扬州安通林华翔、宁波华翔哈尔巴克、德国华翔、长春佛吉亚 9 家。以 2015 年为例，收入占比前四位分别为德国华翔、井上华翔、长春佛吉亚、长春华翔，利润贡献长春华翔最大，其次为长春佛吉亚，再次为井上华翔，最后为德国华翔（因生产经营问题出现大幅 4.6 亿亏损，但 2016 年已经大幅减亏至 -2.18 亿人民币）。

表 2：公司主要子公司的主要业务与配套客户情况

公司名称	公司类型	主要业务	配套客户
宁波井上华翔	子公司	主要从事各类汽车内饰件的生产与销售，主要产品包括门内饰板总成、饰柱等	主要配套车型为上海大众“帕萨特”、“朗逸”，天津丰田“卡罗拉”、“锐志”、“RAV4”等
宁波安通林华翔	子公司	主要从事汽车门内饰门板、车门模块系统、车身侧面内饰及汽车零部件的设计、开发、制造并提供售后服务	
宁波诗兰姆	子公司	主要从事汽车线路保护器的生产和销售，主要产品为波纹管、扎扣等	主要通过二次配套向主机厂供货
宁波胜维德赫华翔	子公司	主要从事汽车镜、加油小门、车门外手柄、汽车电器及汽车组合仪表的开发、制造以及提供售后服务	
宁波华翔特雷姆	子公司	主要从事汽车复合内饰件（胡桃木）的生产与销售，主要产品为天然胡桃木饰件、IMD 胡桃木饰件等	主要配套车型为“帕萨特新领驭”、“奥迪”、“沃尔沃”、“宝马”等
长春华翔轿车消声器	子公司	主要从事轿车消声器、排气系统总成	为一汽大众、一汽轿车进行配套
扬州安通林华翔	子公司	主要从事汽车车门内饰、车门模块系统及车身侧面内饰的设计、开发、制造和销售	主要配套客户为上海大众
德国华翔	子公司	主要从事投资、汽车胡桃木饰件的生产与销售	
长春佛吉亚排气系统	参股公司	主要从事汽车排气系统的设计、开发、制造并提供销售及售后服务	

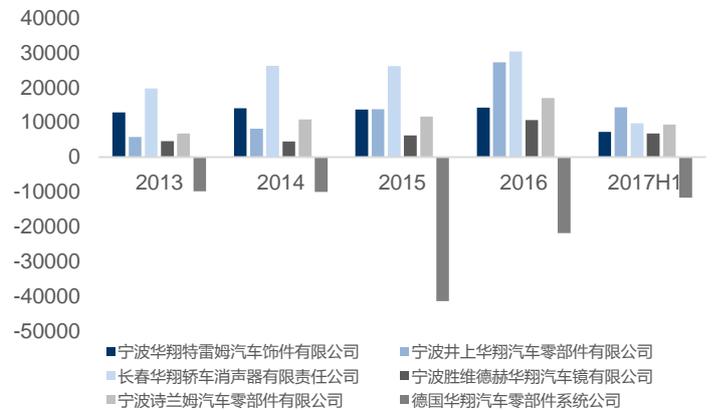
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：主要子公司近几年营业收入情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：主要子公司近几年利润情况（单位：万元）

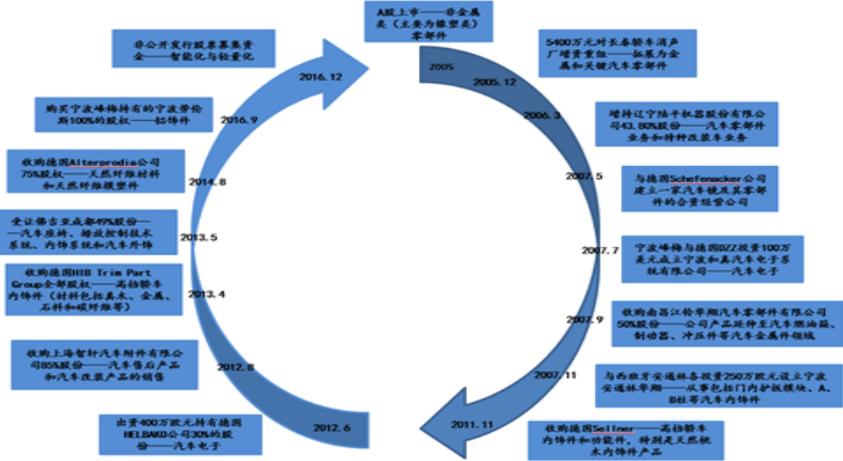


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.1.2 产品线升级：向汽车电子和高端轻量化发展

产品线逐步丰富并升级。2005 年上市之初公司业务仅覆盖非金属类（主要为橡塑类）零部件领域，通过不断的增资、收购优质标的，当前已经逐渐覆盖到汽车内外饰件、金属件、汽车电子和轻量化四大板块，并且逐步由单一产品向总成、模块化供货阶段升级，提供桃木饰件总成、门内护板总成、仪表板总成、中央通道总成等集成化产品，产品线不断升级，盈利能力不断提升。

图 9：产品线从非金属到金属件到轻量化与汽车电子件逐步升级

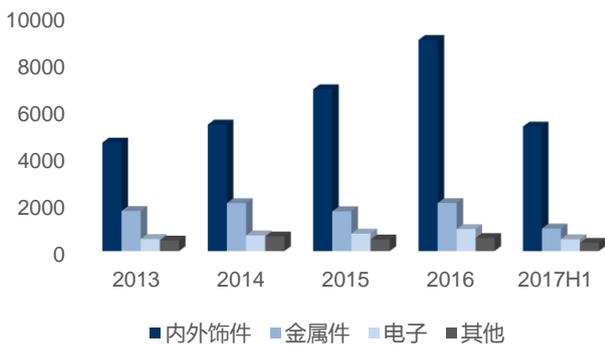


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 400 亿收入目标，未来专注两大方向四大板块

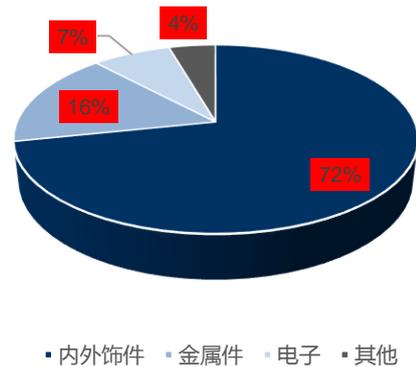
下一个五年，专注轻量化、智能化两大方向，力图形成具有较强市场竞争力的内外饰件、金属件、汽车电子和新材料应用四大业务板块，实现 400 亿营收目标。当前阶段，内外饰件是公司的主要收入来源。以 2016 年年报为例，公司 71% 的收入来源于内外饰件，16.35% 来自于金属件业务，7.5% 来自于汽车电子。目前，公司现已具备各种汽车内饰件的研究和开发能力，未来在内外饰件方面，公司在原有配套客户基础上，将依托宁波劳伦斯，占领国内铝饰件业务空白，开拓新的利润增长点。同时，抓住汽车轻量化发展趋势，重点研发轻量化复合材料，包括热成型材料、碳纤维材料、自然纤维材料。基于哈尔巴克，深耕汽车电子产业链，进行电子化产品转型升级。

图 10：三大业务板块近年营收情况（单位：百万元）



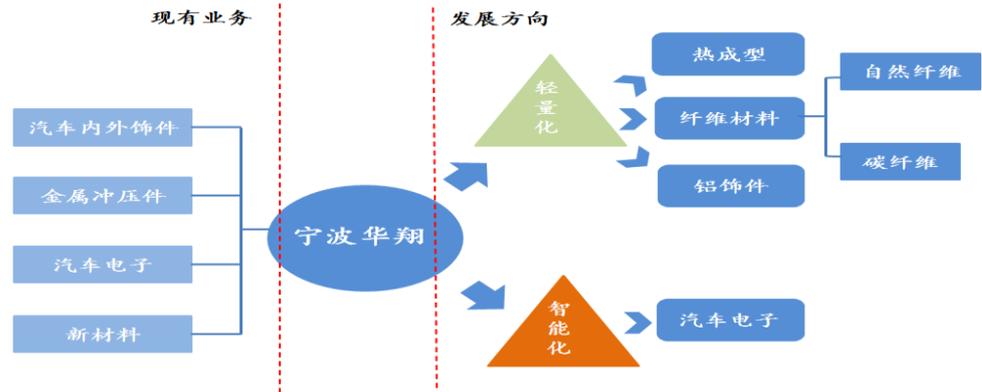
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：内外饰件是公司主要收入来源



资料来源：公司 2016 年年报，申万宏源研究

图 12：公司 2016-2020 年专注两个方向四大板块



资料来源：申万宏源研究

2. 内外饰业务：海外减亏与外延收购齐头并进，带来业绩弹性

2.1 收购阵痛期已过，海外业务大幅减亏

子公司德国华翔的全资子公司 NBHX trim GMBH 出价 3430 万欧元收购 HIB GROUP 全部股权，丰富欧洲胡桃木饰件的配套。德国华翔主要从事胡桃木饰件的生产与销售，与欧洲和北美知名整车厂都建立了长期供货关系，如宝马、戴姆勒、奥迪、通用、福特等。自 2014 年第四季度开始，由于多批新产品量产，与原有经营管理上的整合不匹配，造成工厂产品质量问题突出，由此废品率较高，指示相关损失较大，同时公司为避免主机厂停线，因此采用了一些非正常方式致使出现较大幅度亏损。据悉，2014 年，德国华翔亏损 9,967 万元人民币。

德国华翔新管理团队进驻，生产效率提高，今年有望减亏至 2 亿元。公司虽然相应采取了“解聘原管理团队”等一系列措施，取得了一定的效果，但随着其他新产品的陆续投产，使得德国华翔的亏损状况进一步扩大，2015 年德国华翔经营亏损 4.36 亿元人民币，对公司整体业绩造成严重影响。2016 年德国华翔在新的管理团队领导下，生产效率明显提高，同时也得到了主要客户的大力支持，亏损金额大幅减少。我们预计 2017 年全年仍将亏损，但亏损额将控制在 2 亿左右。2017 年经营情况将进一步好转，业绩逐步爬升，预计到 18 年下半年，迁入罗马尼亚的工厂将能实现正常生产，经营上逐步盈利，不过考虑到员工逐步退出的过程，预计 2018 年全年仍将亏损，但将会控制在 1 亿元左右。

2.2 收购剩余股权，带来业绩增量

收购安通林剩余股权，丰富产品线，增厚公司业绩。公司于 2016 年 6 月分别出资 1.19 亿、0.46 亿购买安通林的 2 家合资公司--宁波安通林华翔和扬州安通林华翔中的所有股权(均占公司总出资额的 50%)。宁波和扬州两家子公司主要生产汽车门内饰门板、车门模块系统、车身侧面内饰等产品，是上汽大众、上海汽车、福州奔驰、奇瑞路虎等主机厂的主要一级

供应商。其中宁波安通林成立于 2007 年，2015 年收入 13 亿，净利润 1.17 亿。扬州安通林 2015 年收入 3.7 亿，净利润 0.28 亿。经过多年运行，两子公司已完全具备自主经营能力，不存在对外方股东的技术和市场依赖，具有良好的盈利能力。

图 13: 安通林华翔的主要产品包括门板产品、饰柱产品和落水槽产品



资料来源：公司官网，申万宏源研究

2.3 现金收购劳伦斯，优势互补，创造利润增量

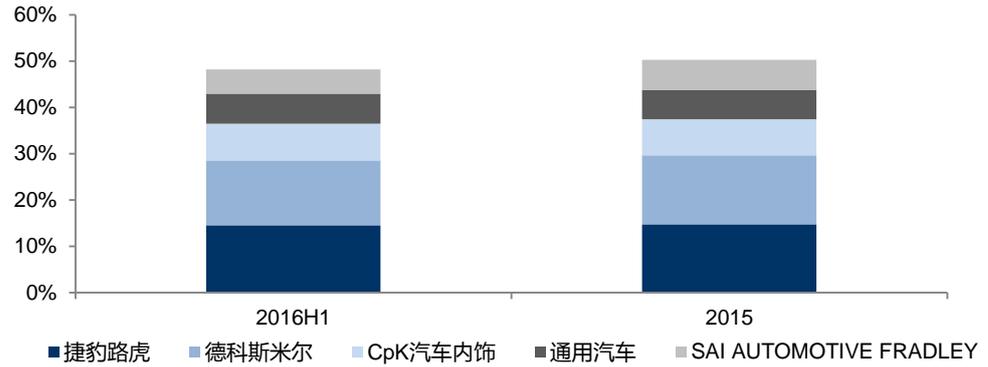
公司以现金方式购买宁波峰梅持有的宁波劳伦斯 100% 的股权，宁波劳伦斯成为公司的全资子公司。我们认为公司有能力强完成 2016-2018 年 13,000 元、12,430.89 元及 16,910.13 元的业绩承诺，为公司创造利润增量。

2.3.1 宁波劳伦斯，英美系内外饰件的龙头企业

宁波劳伦斯主要产品为真木汽车内饰件及铝制汽车内饰件，竞争优势与议价能力突出。宁波劳伦斯以创造性的设计、高度的客户灵敏度和灵活性著称，同时对材料的创新、新材料的运用、高质量的表面处理、悠久的历史，使宁波劳伦斯成为北美、英国豪华车的主要主力供应商。经过多年的经营，宁波劳伦斯在产品 and 市场等方面处于全球汽车天然和金属材料内饰细分市场前列，尤其在北美市场及英国市场领域优势较为明显，拥有较强的竞争优势和议价能力，具有长期稳定的合作客户。

宁波劳伦斯的客户为英美系知名整车制造厂商以及大型汽车零部件公司，包括捷豹、路虎、奥迪、沃尔沃、特斯拉、福特、通用、特斯拉等中高档汽车，以 2016H1 销售收入为例，捷豹、德克斯米尔、CPK 汽车内饰、通用汽车、SA 占比约 50%，是劳伦斯主要利润来源。

图 14: 宁波劳伦斯前五名客户销售占比约 50%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

专注铝制件、真木件等中高档内饰产品。劳伦斯旗下共九家子公司，其中美国 NEC 公司、英国 NAS 公司、英国 VMC 公司、劳伦斯北方这四家为实质性内外饰生产销售公司，三家专注于铝制件、一家专注真木件。从收入占比角度，铝制产品的收入占比不断上升，以 2016 年 H1 为例，占比已达 59.2%。

图 15: 宁波劳伦斯部分铝合金产品



资料来源：公司官网，申万宏源研究

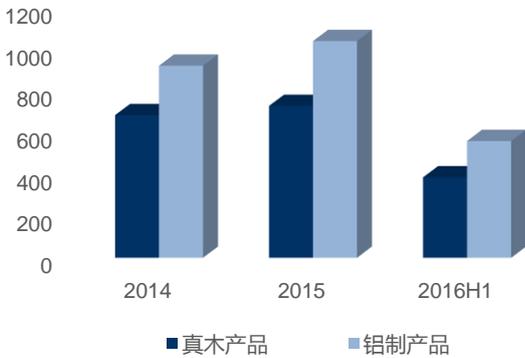
表 3: 宁波劳伦斯旗下子公司一览表

序号	公司名称	注册资本	主营业务	股权关系
1	美国 NEC 公司	5,353 美元	汽车铝饰件的生产，主要客户为北美市场客户，为劳伦斯北方承接销售订单；	全资子公司
2	英国 NAS 公司	12,802,519 英镑	汽车木饰件的生产，主要产品销售给英国路虎捷豹公司，为劳伦斯北方承接销售订单；	全资子公司
3	英国 VMC 公司	8,571,557 英镑	汽车木饰件的生产，主要产品销售给英国路虎捷豹公司，为宁波劳伦斯承接销售订单；	全资子公司
4	劳伦斯北方	3,800 万元人民币	汽车铝饰件的生产，主要产品销售给美国 NEC 公司，可视为美国 NEC 公司的加工中心；部分通过美国 IWS 公司仓储后，通过境外代理 BCE 公司直接销售。	全资子公司
5	美国 NEL 公司	250 美元	汽车铝饰件的生产，主要产品销售给美国 NEC 海外（墨西哥、韩国）业务	全资子公司
6	宁波劳伦斯	-	销售服务	
			汽车木饰件的生产，部分产品销售给英国 VMC 公司，再经由 VMC 加工/直接销售给最	

序号	公司名称	注册资本	主营业务	股权关系
			终端客户：部分通过美国 IWS 公司仓储后，通过境外代理 BCE 公司直接销售	

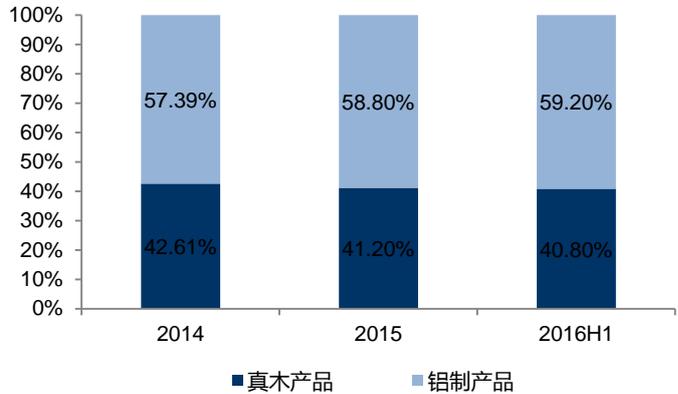
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16：劳伦斯分产品收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：劳伦斯铝制产品占比高



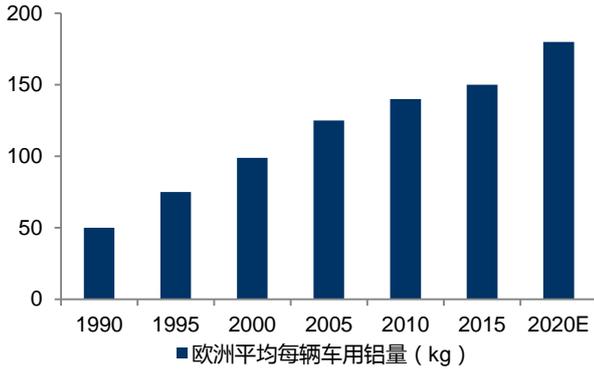
资料来源：公司公告，申万宏源研究

汽车轻量化加速铝合金的市场需求，铝内饰件行业前景良好。铝合金质量轻、性价比高，是汽车零部件用材发展趋势之一。汽车轻量化并不是简单地追求汽车的减重，还必须能够同时兼顾质量、性能和价格。基于铝合金材料易成型、轻质以及高回收率的特性，从汽车的制造、运营以及废旧汽车回收各个维度考虑，汽车铝合金压铸件在汽车上的应用都能带来巨大的经济效益，汽车铝合金精密压铸件以质量轻、性价比高的优势已经在汽车零部件行业占据了主导地位。

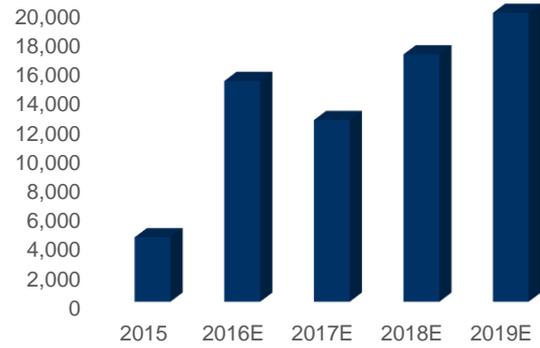
海外单车用铝量不间断增长，劳伦斯掌握关键工艺，为劳伦斯业务提供发展空间。北美地区，平均每辆汽车的用铝量从 1975 年的不足 100 磅（约合 45.36kg）持续 40 年不间断的增长，至 2015 年的 394 磅（约合 179kg），并预计 2025 年，北美平均每辆轻型车的用铝量将会达到 550 磅（约合 250kg），占车身总重量的比例将从 2012 年的 9% 上升至 16%。欧洲汽车市场中自 1990 年到 2012 年，平均每辆车铝合金使用量从 50kg 增长到了 140kg，并预计到 2020 年平均每辆车铝合金使用量将达到 180kg。而宁波劳伦斯掌握铝饰件生产的关键技术，其旗下的美国 NEC 公司、英国 NAS 公司、劳伦斯北方专业从事设计及制造中、高档汽车专用铝合金装饰件，客户中既有通用、福特、克莱斯勒等传统车企，也有新兴车厂的代表特斯拉，尤其是在铝制汽车零部件的加工、运用方面积累了丰富的经验。

图 18：欧洲平均每辆车用铝量

图 19：宁波劳伦斯备考业绩（单位：万元）



资料来源：中国工业信息网，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

进一步渗透既有客户，扩展订单。劳伦斯在现有管理层领导下，开拓订单方面成效颇大。2015年成功为AUDI TT配套，打入欧洲市场，同时英国NSA公司取得Honda订单，预计2017年中旬可形成量产。同时，公司在2017-2020年新增Toyota、Volvo、Honda、GM、Tesla等40多款新车型订单，为公司收入、利润增长提供支撑。因此我们认为公司有完成2017-2018年12,430.89万元、16,910.13万元的业绩承诺。

2.3.2 整合资产夯实基础，业务协同互补，实现互利双赢

整合宁波劳伦斯，解决双方在真木饰件产品领域的竞争性。收购前，公司与宁波劳伦斯在真木饰件业务方面构成同业竞争。收购后，宁波劳伦斯将成为公司全资子公司，彻底解决同业竞争问题，兑现2015年12月宁波峰梅在受让宁波劳伦斯100%股权时，周晓峰做出的关于解决宁波劳伦斯同业竞争的承诺，有助于公司的长远发展，为今后的资本运作扫除障碍。

整合真木业务，拓展海外客户，完善真木饰件的全球化业务布局，海外尤其是北美、英国市场是宁波劳伦斯产品的主要销售市场，2014年、2015年及2016年1-6月，境外收入占比分别为98.75%、97.71%及96.32%。国内真木业务主要针对欧系市场进行配套，收购完成后，公司可通过整合，进一步完善真木内饰件业务产品线、客户资源的全球布局。

3. 新业务：新材料和汽车电子业务腾飞

募集资金培育轻量化、发展电子化，明确未来发展方向。公司拟向特定对象非公开发行不超过117,676,920股A股股票，发行价格不低于21.40元/股，募集资金总额（含发行费用）不超过251,828.61万元，用于汽车轻量化、汽车电子和汽车内饰项目。其中，轻量化共计投入19.84亿，占募投资金总额比例为78%，汽车内饰件技改项目投入3.5亿，汽车电子项目投入1.79亿。

表4：募集资金投向汽车轻量化、汽车电子及汽车内饰件

项目类别	序号	项目名称	实施主体	投资总额(万元)	拟投入募集资金(万元)
汽车轻量化	1	热成型轻量化项目 长春华翔青岛工厂热成型轻量化改扩建项目	青岛华翔	69,220	67,558.72

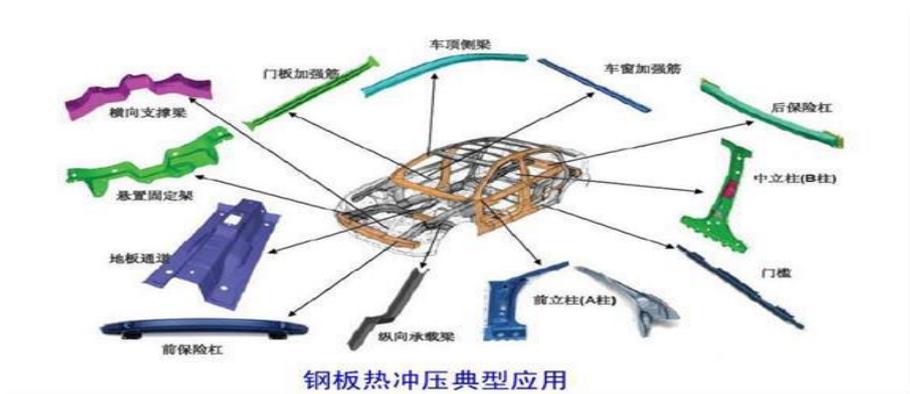
项目类别	序号	项目名称	实施主体	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
		长春华翔佛山工厂热成型轻量化技术改造项目	佛山华翔	46,480	45,364.48
	2	轿车用新材料项目	宁波华翔	70,000	59,973.00
		年产 5 万件碳纤维等高性能复合材料车身骨架部件生产线技改项目		30,000	25,528.00
汽车内饰件	3	汽车内饰件生产线技改项目	宁波华翔	46,203.59	35,445.41
汽车电子	4	汽车电子研发中心技改项目	宁波华翔	17,959.00	17,959.00
合计				279,862.59	251,828.61

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.1 轻量化增长点一：热成型高强度钢

超轻超薄高强度钢板已成为车身轻量化材料的主要发展方向之一。热成型高强度钢及热冲压成型工艺和应用技术兼顾轻量化与安全性，作为传统材料与纤维集成材料间过度产品，应运而生。冲压件抗拉强度可以达到 1,500MPa，强度提高了 250%以上。目前凡是达到 U-NCAP 碰撞 4 星或 5 星级水平的乘用车型，其安全件(A/B/C 柱、保险杠、防撞梁等)大都采用了抗拉强度 1,500MPa、屈服强度 1,200MPa 的热成型冲压件。与传统的冷成型工艺相比，热冲压成型工艺使超高强度钢具有良好的可塑性、良好的成形性能及热加工性能，复杂零件也可以经过一次冲压成形完成，其回弹力比冷冲压减少 90%以上，且热成形零部件的表面硬度较高，减重效果明显，使用超高强度钢热冲压件可使板材的厚度减少 30%。

图 20：钢板热冲压典型应用



资料来源：公司公告，申万宏源研究

绑定一汽大众热成型轻量化配套，由控股子公司长春华翔轿车消声器的全资子公司青岛华翔（拟投入 69,220 万）和佛山华翔（拟投入 46,480 元）实施。项目建成后，将分别达到年产 841.3 万件和 614 万件的热成型轻量化冲压件产能，带来年销售收入 6.52 亿、4.17 亿，年利润 1.18 亿、0.79 亿。青岛华翔项目产品为门槛内板总成、B 柱-内部、后轮罩纵梁、纵梁 II、B 柱加强板、前保险杠骨架总成、通道加强板、侧围内板等汽车零部件，主要为一

汽-大众公司长春工厂、青岛工厂、天津工厂生产的车型进行配套。佛山华翔项目产品为 A 柱-内板、焊接总成 B 柱、前风窗立柱内板、侧围、横梁总成等产品，主要为一汽-大众佛山工厂进行配套。我们认为，作为传统材料与纤维集成材料间的过度材料，热成型钢市场广阔，净利率可高达 12%-15%，预计达产后每年可贡献 1.5 亿左右净利润，成为公司重要利润来源。

表 5：热成型轻量化项目收益：量产后年 1.5 亿净利润

序号	项目	青岛华翔	佛山华翔
1	年销售收入（万元）	65,191.15	41,676.13
2	年利润总额（万元）	11,780.02	7,861.41
3	内部收益率（税后）	14.45%	13.71%
4	静态投资回收期（税后，不含建设期）	4.99 年	5.17 年

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 轻量化增长点二：碳纤维与自然纤维业务

汽车行业革新带来碳纤维行业需求。碳纤维具有比模量和比强度高、减重潜力大、安全性好等突出优点，是汽车轻量化最佳选择。欧洲铝协研究数据表明，若汽车整车质量降低 10%，燃油效率可提高 6%~8%；具体从绝对量来说，汽车重量每降低 100kg，每百公里可节约 0.6L 燃油，二氧化碳排放可减少约 10g/Km。宝马 i3 大批量应用碳纤维复合材料，减重约 250-350 公斤，为量产汽车轻量化树立了成功榜样。

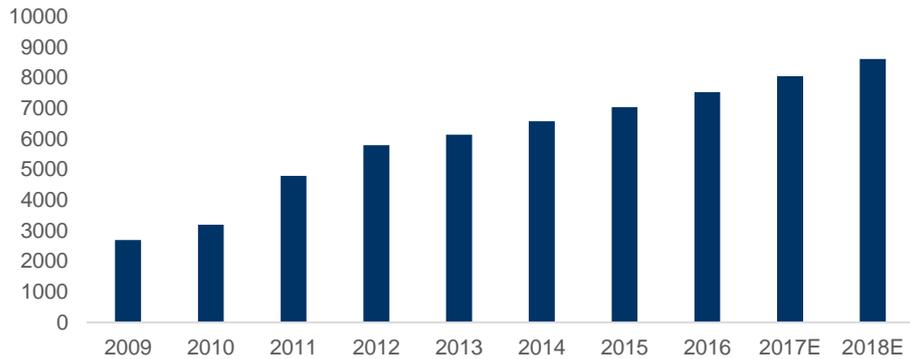
图 21：宝马 i3 碳纤维复合材料车体结构图



资料来源：百度，申万宏源研究

碳纤维需求量将急速增长。在汽车工业轻量化需求推动下，2009 年以来全球汽车工业领域对碳纤维的需求量呈上升趋势，碳纤维复合材料在汽车工业领域应用比例的不不断提高。据前瞻产业研究院保守估计，未来汽车工业领域的碳纤维需求量将保持 7% 的规模增速，按照这一增速预测，到 2018 年全球碳纤维在汽车工业领域的需求量将在 8,600 吨左右。知名咨询调研机构 Lux Research 在 2015 年 2 月发布最新报告称，随着材料技术的飞速发展，到 2020 年碳纤维复合材料的市場估值预计将达到 60 亿美元，到 2025 年，碳纤维复合材料将有望成为全球汽车市场的主流配置。

图 22：汽车工业领域碳纤维需求预测图（吨）



资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

自然纤维复合材料是对汽车内饰件进行轻量化的高价值材料。自然纤维主要是木纤维、麻纤维、竹纤维等自然可再生的生物质材料，其特点是强度较高，重量轻，自然环保。自然纤维复合材料在汽车内饰件上的应用目前的需求及其强烈，一方面，相比塑料而言，自然纤维复合材料可以有效降重；另一方面，自然纤维低甲醛、低VOC的环保特点可以及大地改善车内的环境质量，对消费者的健康带来保障。因此，自然纤维复合材料是绿色环保的轻量化材料。目前，自然纤维复合材料在国外已经有十几年的发展历史，大众汽车、宝马、奔驰的仪表板、门板等内饰件上已经有广泛的应用。国内的主机厂在新的项目中也在开始应用，但未形成规模，单车使用率还很低。随着人们对汽车绿色环保和汽车轻量化的强烈要求，未来的十几年中，自然纤维复合材料的需求也将快速增长。

公司定增新材料项目包括年产 5 万件碳纤维等高性能复合材料车身骨架部件生产线技改项目、年产 40 万套轿车用自然纤维等高性能复合材料生产线技改项目，主要由宁波华翔实施。其中，碳纤维项目产品为高性能复合材料车身零部件总成，例如乘员舱、前后防撞梁、以及其他底盘结构件等；而自然纤维项目（包括木纤维、麻纤维、竹纤维等自然可再生的生物质材料）产品定位于汽车门板、仪表板、中控台总成以及立柱、顶棚、后门饰板、衣帽架、行李箱盖板等全内饰产品。**我们预计项目达产后将会为公司贡献年利润 3.65 亿元净利润。**

表 6：热成型轻量化项目收益：量产后年均 3.65 亿净利润

序号	项目	碳纤维项目	自然纤维项目
1	年销售收入 (万元)	130,000.00	56,000.00
2	年利润总额 (万元)	31,273.00	11,869.00
3	内部收益率 (税后)	18.60%	16.34%
4	静态投资回收期 (税后, 不含建设期)	3.80 年	3.70 年

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 研发优势与下游支撑是公司发展轻量化的两大优势

公司具备碳纤维复合材料及自然纤维复合材料的研发与制造能力，且与一汽集团、福特、长城华冠、宝马、江苏奥新等主机厂正进行产品开发或报价，研发优势与下游配套是公司发展轻量化业务的基础。公司从 2009 年开始持续不断投入，2014 年底收购德国 NaFaTech Company 并成立宁波华翔自然纤维科技有限公司，进一步提高了公司在自然纤维

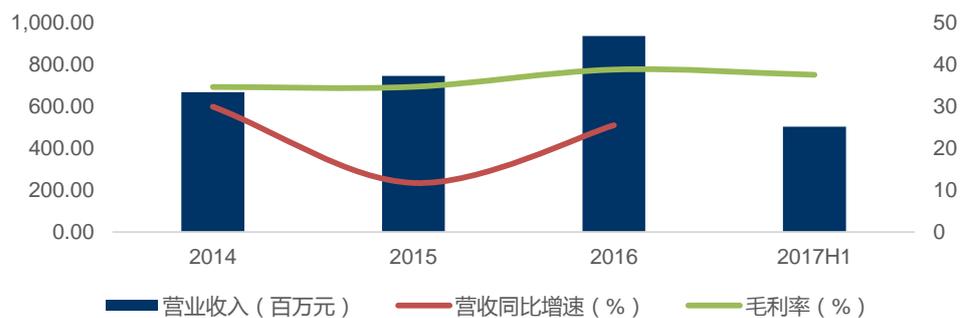
方面的研发和制造能力。同时，在碳纤维领域，分别在中国、美国、欧洲建立研发中心，且开始与一汽集团、福特、长城华冠等主机厂进行新材料产品开发或报价取得相关主机厂订单。公司拥有大众、宝马、奔驰、福特、丰田、捷豹、路虎、特斯拉等优质客户，凭借多年的信任基础，公司已经拿到一汽大众热成型钢的配套，目前已经在佛山工厂量产，按照公司募投计划，预计 2018 年将会有 10 条以上热成型钢产线达产，按照 1:1 的投入产出比，预计将新增 5000 万以上的净利润。

3.4 基于哈尔巴克，开启汽车电子化升级转型

基于哈尔巴克，深耕产业链，进行电子化产品转型升级。公司以收购德国哈尔巴克 30% 股权为起点，进行电子化产品的升级转型和外延式发展。哈尔巴克主要从事是轿车电子类产品的研发和生产，产品包括报警器、燃油泵控制模块、无钥匙进入系统、敞篷类轿车的顶篷控制系统等，主要客户为宝马、奔驰、大众、奥迪和保时捷等，拥有 60 名研发人员，技术实力雄厚。未来公司将重点发展电路感应模块或其它感应模块等，包括汽车诊断、前端娱乐、通讯系统（车联网）、3D 后视镜影像系统等，同时也将在现有产品的基础上进行智能化研发，包括新型桃木（导电膜）、后视镜以及 led 背景控制系统等。公司产品均具有高附加值、高技术含量等特点，极大的提升了核心竞争力。

汽车电子业务发展迅速，毛利率逐年递增，利润贡献稳定。在过去几年里，汽车电子业务的收入增长迅猛，2013、2014 年的增速均在 30% 左右，毛利率逐年递增，利润可期。目前汽车电子宁波生产基地已进行试生产，预计很快将实现量产，汽车电子业务有望快速增长。

图 23：公司汽车电子业务发展迅速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

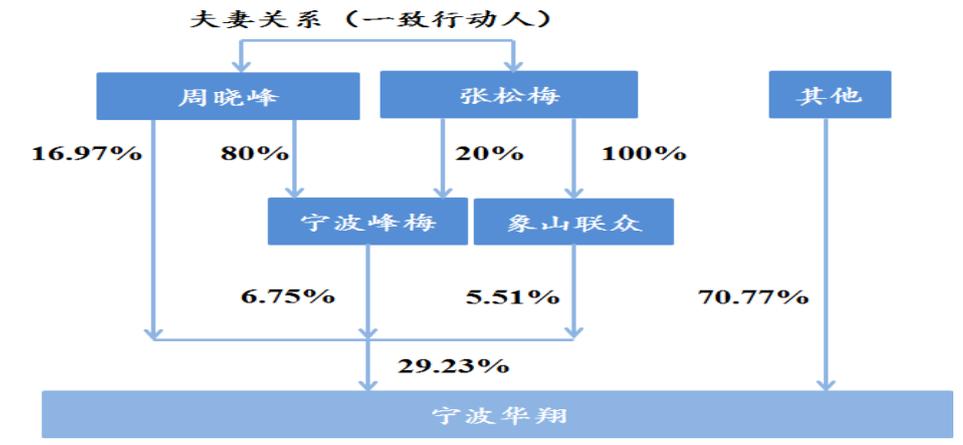
未来公司还可能会通过并购等途径，继续扩大汽车电子业务，未来有望能占到整个公司 20%-30% 的销售额。届时汽车电子业务将有望迎来新的高速发展期，为公司贡献更多的利润。

4. 大股东股权比例提至 29.23%，控股地位巩固

大股东控股比例提升至 29.23%，控股股东地位巩固，资本运营能力有望提升。周晓峰先生为宁波华翔的控股股东、实际控制人，直接持有公司 16.97% 的股权。大股东股权比

例较低长期抑制公司估值，因此，大股东正在试图解决此问题。2016年9月20日，周晓峰控股的宁波峰梅与华翔集团签署了《股份转让协议》，华翔集团将其持有的公司6.75%股份全部协议转让给宁波峰梅。2016年12月27日，张松梅与张堂权签署《关于象山联众投资有限公司之股权转让合同》，张堂权将其持有的象山联众100%股权协议转让给张松梅，张松梅通过象山联众间接持有公司股份5.51%。周晓峰与张松梅是夫妻关系，即一致行动人。因此，截至本报告，大股东周晓峰先生及其一致行动人张松梅女士将直接及间接持有公司29.23%的股权，进一步巩固控股股东地位，有利于其更加集中、专业化管理公司业务。

图 24：大股东股权比例提升至 29.23%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

首次覆盖，给予买入评级。我们认为公司2017-2019年可实现15,083百万元、18,640百万元及22,080百万元，对应净利润分别为900百万、1,166百万及1,491百万元，对应PE分别为14倍、11倍及8倍。根据同行业平均估值，给予公司2017年20倍估值，对应目标市值179亿，尚有47%的空间。

表 7：可比公司估值（以 2017/9/8 数据为依据）

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
600741.SH	华域汽车	20.84	2.09	2.29	2.5	9.97	9.10	8.34
603179.SH	新泉股份	45.00	1.29	1.76	2.25	34.88	25.57	20.00
600742.SH	一汽富维	22.10	1.5	1.83	2.14	14.73	12.08	10.33
603035.SH	常熟汽饰	19.78	0.88	0.99	1.04	22.48	19.98	19.02
平均值						20.52	16.68	14.42

资料来源：wind，申万宏源研究

财务摘要

资产负债表 (单位: 百万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,034	1,356	1,396	3,289	5,466	7,988
经营性应收款项	1,999	2,528	3,495	3,989	4,735	5,461
其中: 应收账款	1,411	1,808	2,621	3,115	3,861	4,587
其他应收款	34	30	40	40	40	40
应收票据、预付款项	553	688	833	833	833	833
应收利息	1	2	1	1	1	1
应收股利	0	2	2	2	2	2
存货	1,227	1,411	1,840	1,913	1,899	1,884
其他流动资产	47	79	94	94	94	94
流动资产合计:	4,307	5,376	6,828	9,288	12,197	15,430
可供出售金融资产	1,524	1,840	1,533	1,533	1,533	1,533
持有至到期投资	0	0	0	0	0	0
长期应收款	7	7	7	7	7	7
长期股权投资	418	462	399	399	399	399
投资性房地产	6	5	5	5	5	4
固定资产	1,566	1,889	2,482	2,415	2,376	2,322
在建工程	300	359	415	386	538	690
无形资产类	210	272	1,455	1,455	1,455	1,455
其中: 无形资产	200	222	420	420	420	420
商誉	10	50	1,035	1,035	1,035	1,035
开发支出	0	0	0	0	0	0
长期待摊费用	139	222	241	241	241	241
递延所得税资产	115	97	154	154	154	154
其他非流动资产	0	0	0	0	0	0
非流动资产合计:	4,287	5,153	6,692	6,596	6,709	6,806
资产总计	8,594	10,529	13,520	15,884	18,905	22,236
短期借款	642	1,126	1,635	1,536	1,536	1,536
其中: 短期借款	640	1,113	1,536	1,437	1,437	1,437
一年内到期的非流动负债	2	13	99	99	99	99
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
经营性应付款项	2,176	2,760	3,892	4,751	5,862	6,919
应付利息	4	3	3	3	3	3
应付股利	96	47	29	29	29	29
流动负债合计:	2,988	4,044	6,167	6,928	8,038	9,096
长期借款	51	50	451	852	1,254	1,655
应付债券	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	168	212	238	238	238	238
递延所得税负债	321	408	373	373	373	373
非流动负债合计	752	805	1,241	1,464	1,865	2,266
负债合计	3,740	4,848	7,408	8,391	9,903	11,362
股本	530	530	530	530	530	530
资本公积	663	658	782	782	782	782

减：库存股	0	0	0	0	0	0
盈余公积	182	199	287	398	542	727
未分配利润	2,092	2,183	2,755	3,544	4,566	5,873
归属于母公司所有者权益合计	4,295	4,642	5,176	5,254	6,420	7,912
少数股东权益	559	1,038	936	1,239	1,582	1,962
股东权益合计	4,854	5,680	6,112	6,493	8,002	9,873
负债和股东权益总计	8,594	10,529	13,520	15,884	18,905	22,236

资料来源：申万宏源研究，本表未列示长期应付职工薪酬和其他综合收益

利润表 (单位：百万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	8,713	9,810	12,506	15,083	18,640	22,080
二、营业总成本	8,054	9,380	11,424	13,970	17,270	20,282
其中：营业成本	6,923	8,041	9,822	11,991	14,794	17,463
营业税金及附加	40	46	68	74	93	113
销售费用	271	301	380	463	570	675
管理费用	729	923	997	1,295	1,613	1,856
财务费用	31	19	9	114	102	85
资产减值损失	60	51	149	33	98	91
加：公允价值变动收益	0	0	(0)	0	0	0
投资收益	177	160	172	277	372	390
三、营业利润	835	589	1,254	1,390	1,742	2,188
加：营业外收入	37	61	107	68	79	84
减：营业外支出	12	17	28	19	21	23
四、利润总额	860	633	1,333	1,439	1,799	2,250
减：所得税	138	217	236	236	290	378
五、净利润	722	416	1,097	1,203	1,509	1,871
少数股东损益	198	256	383	303	343	380
归属于母公司所有者的净利润	524	160	714	900	1,166	1,491
六、基本每股收益	0.99	0.3	1.35	1.70	2.20	2.81
全面摊薄每股收益	0.99	0.3	1.35	1.70	2.20	2.81

资料来源：申万宏源研究

现金流量表 (单位：百万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	722	416	1,097	1,203	1,509	1,871
加：计提的资产减值准备	60	51	149	33	98	91
固定资产折旧	239	284	387	177	192	208
无形资产摊销	19	29	34	0	0	0
长期待摊费用摊销	98	119	163	0	0	0
公允价值变动损失 (收益以“—”号列示)	0	0	0	0	0	0
财务费用 (收益以“—”号列示)	36	31	20	114	102	85
投资损失 (收益以“—”号列示)	(177)	(160)	(172)	(277)	(372)	(390)
递延所得税资产减少 (增加以“—”列示)	(7)	19	(42)	0	0	0
递延所得税负债增加 (减少以“—”列示)	(10)	87	(75)	0	0	0
存货的减少 (增加以“—”列示)	(233)	(195)	(109)	0	0	0
经营性应收项目的减少 (增加以“—”列示)	(526)	(474)	(781)	(601)	(829)	(802)

经营性应付项目的增加（减少以“—”列示）	246	392	745	859	1,111	1,058
经营活动产生的现金流量净额	465	600	1,433	1,509	1,811	2,121
收回投资所收到的现金	1	0	0	0	0	0
取得投资收益收到的现金	120	130	235	277	372	390
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	28	26	50	0	0	0
投资活动现金流入小计	160	171	298	277	372	390
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	728	622	726	81	305	305
投资所支付的现金	2	22	15	(0)	0	0
投资活动现金流出小计	730	852	1,375	81	305	305
投资活动产生的现金流量净额	(570)	(681)	(1,078)	196	67	85
吸收投资收到的现金	33	250	9	0	0	0
取得借款收到的现金	837	1,049	886	401	500	500
收到其它与筹资活动有关的现金	20	0	0	0	0	0
筹资活动现金流入小计	890	1,299	895	401	500	500
偿还债务支付的现金	700	639	846	99	99	99
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	175	200	310	114	102	85
支付的其它与筹资活动有关的现金	10	45	189	0	0	0
筹资活动现金流出小计	885	885	1,345	213	202	184
筹资活动产生的现金流量净额	6	414	(450)	188	299	316
现金及现金等价物净增加额	(104)	327	(87)	1,893	2,177	2,522
货币资金的期初余额	1,041	936	1,263	1,396	3,289	5,466
货币资金的期末余额	936	1,263	1,176	3,289	5,466	7,988

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。