



东兴证券
DONGXING SECURITIES

小软管撬动大市场

——鹏翎股份（300375）

2014年01月10日

建议申购

鹏翎股份

新股定价

摘要:

- **与国外差距明显，胶管企业仍大有可为。**国内汽车胶管行业企业的技术水平和创新能力特别是在产品主动创新和超前开发等方面，与国外同行业或大型跨国企业相比仍存在较大的差距。国外大型企业凭借其经营历史、生产规模、技术积累、研发投入、管理体系等巨大优势，引领着汽车零部件行业的技术发展趋势，并成为实际上的产品和技术标准的制定者。我国胶管企业于国外企业的明显差距，意味着行业领先企业仍有大有可为。
- **汽车胶管行业技术特点决定较高壁垒。**(1)对持续创新能力要求高。汽车整车行业的持续快速发展对汽车零部件行业的发展提出持续创新改进的要求。(2)工艺要求严格。汽车胶管产品在汽车整车内部发挥独特关键的作用，汽车胶管出现故障或损坏，将引起汽车整车故障或发动机损坏、报废，甚至出现汽车起火、刹车失灵、转向失灵等危及司乘人员生命的重大事故。(3)模块化匹配特点明显。胶管的性能与其所在汽车系统内部其它零部件的设计有关，须考虑它们之间的相互影响和匹配效果，通过反复的设计计算和试验来寻求平衡点，达到优化设计的目标
- **公司现有产品占有率有望进一步提升。**从配套体系要求来说，大众是在各主要合资品牌中较为严格的。公司对大众能够实现大规模配套，意味着公司产品质量可以满足绝大部分合资品牌的要求。公司目前对其他主流合资品牌配套量较少意味着若在其他品牌实现配套，将仍有不小的成长空间。
- **盈利预测及投资建议。**预计公司2013-2015年摊薄后每股收益为1.07、1.28、1.63元。行业2014年平均动态市盈率为14倍。建议一级市场询价区间为15-17.3元。预计上市首日价格区间在16.6—19.2元范围。

苏杨

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512090002

询价区间

15-17.3

上市首日定价区间

16.6-19.2

发行上市资料

总股本(万股)	7699.15
发行量(万股)	2570
发行日期	2014-01-15
发行方式	网上发行,网下配售
保荐机构	渤海证券股份有限公司
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产(元)	6.48
净资产收益率(%)	15.35%
资产负债率(%)	26.97%

主要股东和持股比例

张洪起	50.01%
博正资本	6.49%
刘世菊	4.25%

财务指标预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	651.47	760.55	987.00	1,163.0	1,453.0
增长率(%)	13.07%	16.75%	29.77%	17.83%	24.94%
净利润(百万元)	70.24	76.55	101.77	121.75	154.70
增长率(%)	9.83%	8.99%	32.95%	19.63%	27.07%
净资产收益率(%)	16.63%	15.35%	17.16%	11.89%	13.25%
每股收益(元)	0.96	0.99	1.07	1.28	1.63
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

目 录

1. 公司是国内领先的汽车橡胶软管企业	3
1.1 公司是国内领先的汽车橡胶软管企业	3
1.2 公司股权结构	3
1.3 募集资金使用	4
2. 我国汽车胶管行业具有技术和占比双提升空间	4
2.1 汽车胶管行业需求稳定增长，成本波动性强	4
2.2 我国汽车胶管行业相对弱小，仍有巨大成长空间	5
2.3 汽车胶管行业技术特点决定壁垒较高	6
3. 存量客户挖掘和新产品将推动公司成长	6
3.1 公司业绩持续上涨，毛利率保持稳定	6
3.2 公司现有产品占有率有望进一步提升	7
3.3 依托募投项目和既有客户，新产品有望快速上量	7
4. 估值定价	8
5. 盈利预测与投资建议	8
6. 风险提示	9

表格目录

表 1: 公司募集资金投向	4
表 2: 汽车各部位软管用量及金额	5
表 3: 2013-2015 年国内汽车胶管市场总规模预测	5

插图目录

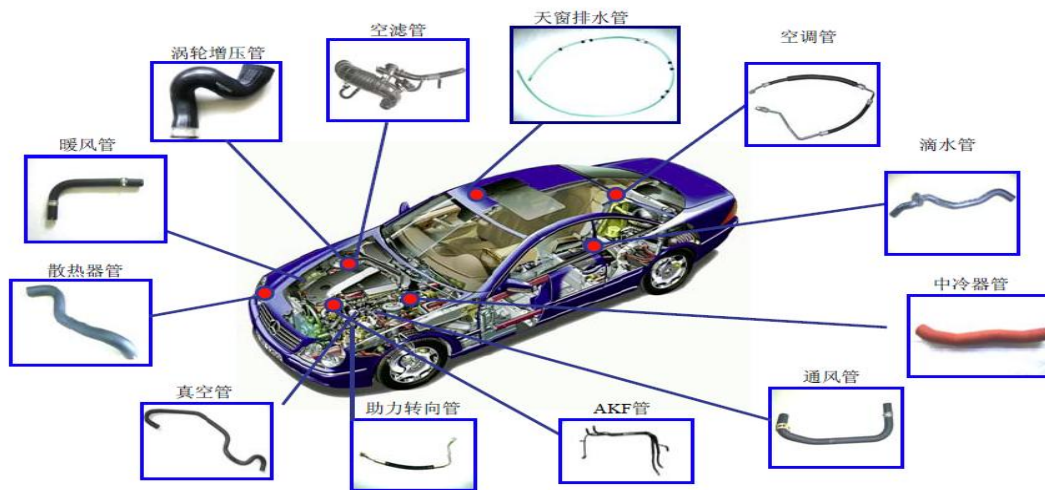
图 1: 汽车橡胶软管产品分布	3
图 2: 公司股权结构	3
图 3: 2012 年公司前五大客户销售收入占比	7

1. 公司是国内领先的汽车橡胶软管企业

1.1 公司是国内领先的汽车橡胶软管企业

公司专注于研制、生产和销售汽车用橡胶软管及总成产品，为各大汽车主机厂商提供配套生产，产品涉及汽车发动机附件系统软管及总成、汽车燃油系统软管及总成、汽车空调系统软管及总成、汽车制动系统软管及总成、车身附件系统软管及总成、汽车动力转向系统软管及总成等六个系列，目前主要产品为冷却水胶管和燃油胶管。公司是目前国内规模较大的汽车橡胶软管专业生产企业之一。

图 1：汽车橡胶软管产品分布



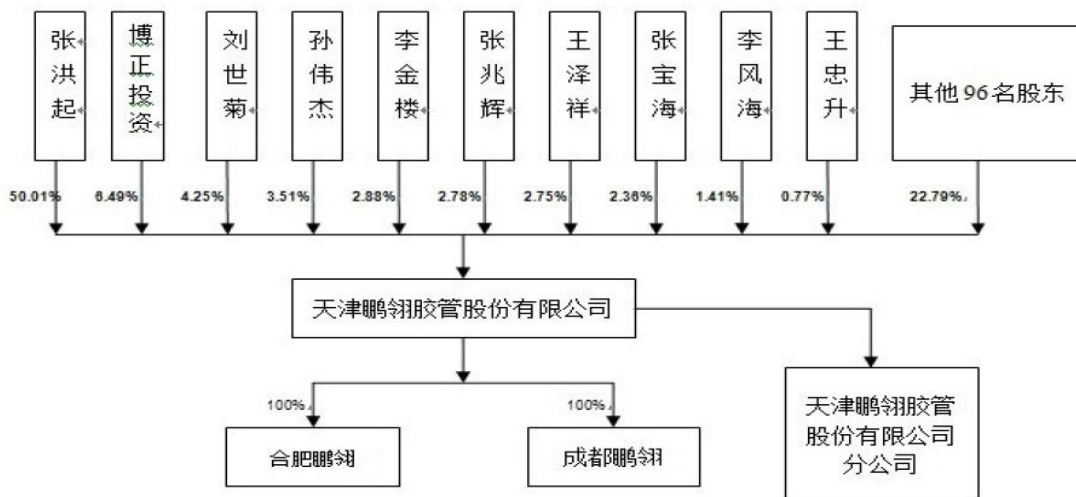
资料来源：东兴证券研究所

1.2 公司股权结构

公司拟向社会公开发行 2570 万股，预计发行后总股本将为 9509 万股其中发行新股上限为 1,810 万股，原持公司股份 36 个月以上股东预计发售股份 760 万股。公司股东大会授权董事会根据发行价格、募投项目所需资金及合理发行费用对本次发行新股和原持公司股份 36 个月以上股东发售股份进行调整，其中原持公司股份 36 个月以上股东公开发售股份数量上限为 1,360 万股。

发行后总股本达到 9509 万股，新股发行股数占发行后总股本比例的 19%。鹏翎胶管注册资本及实收资本均为 7699 万元。公司实际控制人、控股股东、法定代表人均为张洪起先生，目前持有公司 50.01% 的股份，本次发行后预计将持有公司 36.03% 的股权。近三年，公司实际控制人未发生变更。

图 2：公司股权结构



资料来源：东兴证券研究所

1.3 募集资金使用

公司募集资金主要投向新型低渗透汽车空调胶管及总成项目、助力转向器及冷却水胶管项目、汽车流体管路系统研发中心项目。截止截至 2011 年 12 月 31 日，发行人已为募投项目先期投入了 10,515.82 万元。

表 1：公司募集资金投向

序号	项目名称	投资总额（万元）	先期已投入（万元）	已投入金额占总投资比例
1	新型低渗透汽车空调胶管及总成项目	5,779	2,689.90	46.55%
2	助力转向器及冷却水胶管项目	12,910	7,312.03	56.64%
3	汽车流体管路系统研发中心项目	3,140	620.02	19.75%
	合计	21,829	10621.95	48.66%

资料来源：东兴证券研究所

公司募集资金主要投向新型低渗透汽车空调胶管及总成项目、助力转向器及冷却水胶管项目、汽车流体管路系统研发中心项目。

2. 我国汽车胶管行业具有技术和占比双提升空间

2.1 汽车胶管行业需求稳定增长，成本波动性强

传统动力汽车结构与技术相对成熟。虽然随着汽车普及量的增加，环保、节能与交通安全压力增大，要求现代汽车向电子化、新动力方向发展，但支撑条件与产业环境的成熟需要时间，相关因素决定了汽车结构与技术的显著变化很难在短时间内、大范围形成。在今后我国汽车市场绝对增长的 20 年间，传统结构、技术主导的汽车依然会处于绝对主导地位。汽车胶管属于零部件配套的基础部件，其单车用量相对稳定，目前轿车单车用量大概在 100 米左右。目前基本是按照随着中国汽车市场的快速发展，汽车胶管的国内市场需求将表现出与汽车产业同步快速增长的趋势。

鉴于我们对未来几年国内汽车销量将稳定增长的判断，我们认为国内的汽车胶管需求也将是稳定增长。公司生产的汽车用胶管为橡胶制品，随着汽车整车行业对配件材料和性能要求的提高，橡胶胶管生产的主要原材料——橡胶中的部分高端橡胶（如丁腈橡胶等）特种合成橡胶需要从国外进口。作为橡胶市场价格的被动接受者，国际市场橡胶原料价格的变动受包括供求关系在内的多种因素影响。而橡胶价格的波动性一向较大，因此汽车胶管企业成本具有强波动性。

表 2：汽车各部位软管用量及金额

产品名称	平均每台车使用软管数量（米）	平均售价（元/米）	平均每车使用金额（元）
汽车发动机附件系统软管及总成	5.5	20	110
汽车燃油系统软管及总成	4	55	220
汽车空调系统软管及总成	3.5	40	140
汽车制动系统软管及总成	3	30	90
汽车车身附件系统软管及总成	2	15	30
汽车动力转向系统软管及总成	2	80	160
合计	20		750

资料来源：东兴证券研究所

表 3：2013—2015 年国内汽车胶管市场总规模预测

项目	2013 年	2014 年	2015 年
整车新车总产量（万辆）	2,023.54	2,124.72	2,230.95
整车配套所需胶管（亿米）	4.05	4.25	4.46
整车胶管配套市场（亿元）	151.77	159.35	167.32
配件维修市场增加量（万辆）	101.18	106.24	111.55
配件维修市场所需胶管（万米）	2,023.54	2,124.72	2,230.95
配件维修市场（亿元）	7.59	7.97	8.37
胶管市场总规模（亿元）	159.35	167.32	175.69

资料来源：东兴证券研究所

2.2 我国汽车胶管行业相对弱小，仍有巨大成长空间

国内汽车胶管企业数量众多，各企业规模都比较小，同国外的胶管企业比相差悬殊，难以实现规模经济效益；另外，由于国内企业内部管理水平、技术水平存在差异，产品质量良莠不齐，价格承受能力有一定差距。我国汽车胶管的生产仍处于发展的初级阶段，国内汽车胶管生产厂家的规模、质量、品种、能级和系列化配套能力都与市场需求相差较远，还不能全部为国产品牌及合资引进的高档轿车配套各类汽车胶管。

国内汽车胶管行业企业的技术水平和创新能力特别是在产品主动创新和超前开发等方面，与国外同行业或大型跨国企业相比仍存在较大的差距。国外大型企业凭借其经营历史、生产规模、技术积累、研发投入、管理体系等巨大优势，引领着汽车零部件行业的技术发展趋势，并成为实际上的产品和

技术标准的制定者。

我国胶管企业于国外企业的明显差距，意味着行业领先企业仍有巨大的成长空间。

2.3 汽车胶管行业技术特点决定壁垒较高

由于下游汽车制造的需求，汽车胶管行业技术具有对持续创新能力要求高、工艺要求严格、模块化匹配特点明显三大特点。

（1）对持续创新能力要求高。汽车整车行业的持续快速发展对汽车零部件行业的发展提出持续创新改进的要求。随着人们对汽车性能要求的提高，汽车制造商对汽车零部件提出日趋严格和苛刻的性能要求，汽车胶管生产企业为应对日益提高的产品要求，需要在橡胶种类、材料配方、工艺技术上不断寻求新的解决方案。

（2）工艺要求严格。汽车胶管产品在汽车整车内部发挥独特关键的作用，汽车胶管出现故障或损坏，将引起汽车整车故障或发动机损坏、报废，甚至出现汽车起火、刹车失灵、转向失灵等危及司乘人员生命的重大事故。汽车胶管产品在通过主机厂的认证后如何保证产品质量的稳定是其维持与主机厂长期合作关系的基础。汽车胶管产品的生产是橡胶产品中工艺链较长的生产过程，对于这种多工艺环节的产品，先进成熟的工艺是减少过程产品质量不良和保证产品质量稳定的关键，也是提高工作效率、减少浪费和不增值劳动的精益化的生产方式是控制成本的有效手段。这种成熟的精益化的制造工艺需要企业经历多年工艺摸索和经验积累，需要在多年的

生产实践中不断培养生成精益理念和强有力的执行。

（3）模块化匹配特点明显。胶管的性能与其所在汽车系统内部其它零部件的设计有关，须考虑它们之间的相互影响和匹配效果，通过反复的设计计算和试验来寻求平衡点，达到优化设计的目标，汽车胶管的设计技术也集中表现在整车的功能及模块化匹配技术。由于不同车型的构造及各部件的作用方式和相关零部件的参数存在区别，对同一类胶管的性能要求也存在差异，汽车胶管生产企业需要根据不同车型的具体要求开发差异化的产品。

3. 存量客户挖掘和新产品将推动公司成长

3.1 公司业绩持续上涨，毛利率保持稳定

2010年度、2011年度、2012年度和2013年1-9月，公司的主营业务收入分别为57618万元、65142万元、76,055万元和47,517万元。

报告期内产品销售总量呈上涨趋势，2012年与2010年相比增长了31.19%，且各类主要产品销量均呈现持续增长的趋势，其中冷却水管及总成、燃油胶管及总成、油气管及总成和助力转向器软管及总成增幅较大，2012年与2010年相比销量分别增加了33.65%、20.55%、47.48%和1,709.72%。公司产品销售量的稳定持续增长，一方面由于近年来公司的下游客户，国内乘用车市场产销量实现大幅增长；另一方面，公司在保证原有生产销售的同时，通过采用多项核心技术，不断研发新产品，提高产品竞争力，从而使其主要产品的市场占有率不断提升。

报告期内，公司主要产品平均销售单价出现波动，主要由于公司产品均为根据主机厂客户的车型进行定制生产，主机厂的产品生产结构决定公司的销售结构，产品销售结构的变动带来各类产品平均

销售单价的波动; 另一方面, 销售客户每年对原有产品均有约 3%幅度的降价, 同时, 对新产品给予较高的价格, 各类产品中新旧销售结构变动也会导致各类产品的平均销售单价的变动。

助力转向器胶管 2013 年 1-6 月平均销售单价与 2010 年相比下降 44.95%, 主要由于助力转向器胶管及总成是公司 2010 年 5 月投产的新开发产品系列, 目前的生产销售均处于发展初期, 2010 年仅销售了少量产品且平均单价较高, 2011 年开始销售品种及销售量的均有较大幅度增加, 其中新增了部分平均单价较低的品种, 且销售情况良好, 从而降低了助力转向器胶管类产品的平均单价。

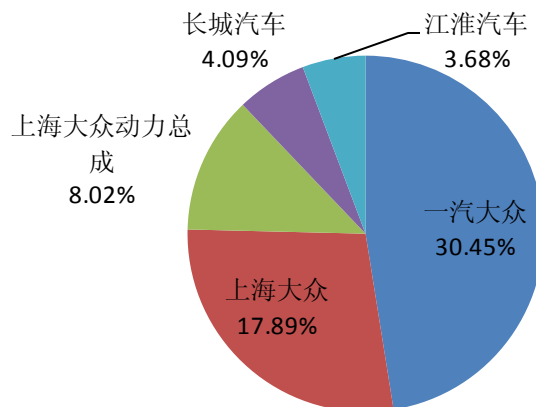
3.2 公司现有产品占有率有望进一步提升

鹏翎胶管主要客户为汽车整车生产企业, 目前国内知名的汽车整车生产企业均是公司的客户。公司主要客户包括一汽大众、上海大众、一汽轿车、江淮汽车、华晨金杯、上汽通用五菱、江铃汽车、庆铃汽车、广汽丰田、北京吉普、美国邦迪管路、美国福特、美国福特法国公司、美国哈德森、澳大利亚通用、德国大众等。

从目前公司前五大客户来看, 公司前三大客户一汽大众、上海大众和上海大众动力总成都是大众在国内的合资厂。本质上都是在为大众体系配套。三者合计在销售收入占比达到 52.46%。

我们认为从配套体系要求来说, 大众是在各主要合资品牌中较为严格的。公司对大众能够实现大规模配套, 意味着公司产品质量可以满足绝大部分合资品牌的要求。公司目前对其他主流合资品牌配套量较少意味着若在其他品牌实现配套, 将仍有不小的成长空间。

图 3: 2012 年公司前五大客户销售收入占比



资料来源: 东兴证券研究所

3.3 依托募投项目和既有客户, 新产品有望快速上量

公司本次募集资金投资项目共涉及 3 个项目、3 个产品 (包括总成), 其中低渗透空调胶管、助力转向器胶管 (高压) 为公司新产品。低渗透空调胶管、助力转向器胶管 (高压) 与公司现有普通空调胶管、中低压助力转向器胶管的生产工艺和生产技术存在较大差异。两个项目均为全新生产线, 将使公司初次形成上述产品及总成的产能。本次募集资金投资项目中的“助力转向器及冷却水胶管项目”包括冷却水胶管及总成产品的扩能, 该募集资金投资项目全面达产后, 公司冷却水胶管的年产能将在原有基础上增加 1,000 万米。

新型低渗透汽车空调胶管及总成项目是响应汽车市场发展的需求和“绿色汽车”国际、国内行业领域的环保要求，基于公司向汽车冷媒胶管系统模块化领域的拓展而确定的，其核心技术是在原有空调胶管技术基础上，对耐渗透层材料及工艺技术进行改进和提升而形成的。

助力转向器胶管及总成项目是在原有低压汽车助力转向器胶管的基础上，提升技术内涵和技术标准，研制生产高压助力转向器胶管，在为主机厂配套生产中低压助力转向器胶管的基础上，同时向其提供技术含量和经济附加值较高的高压助力转向器胶管，使公司实现汽车助力转向器胶管总成系统的模块化生产，进一步增强对主机厂的配套能力。

冷却水胶管及总成是汽车发动机附件系统软管中的主要产品，也是目前公司的主要产品，报告期内，汽车发动机附件系统软管及总成的销售收入超过公司营业收入的 60%，公司生产的冷却水胶管占据轿车新车市场将近 1/3 的市场份额，产品质量得到国内主机厂商的广泛认可，为了充分发挥公司主要产品的竞争优势，公司拟进一步扩大其产能。

汽车流体管路系统研发中心项目的实施，通过引进先进的试验和检测设备，改善研发工作流程、建立标准化的研发工作制度等，将使公司的研发条件在硬件和软件上得到较大的提升，有利于进一步增强公司的产品和技术创新实力，巩固公司的市场竞争地位。

按照每台车平均使用空调胶管 3.5 米，每米平均售价 40 元计算，我国汽车整车新车市空调胶管市场规模约 30 亿元，加上汽车维修市场对空调胶管的需求，汽车空调胶管市场规模更加可观。

公司生产的低渗透空调胶管已经过了严格测试，其达到的性能指标超过了美国国家汽车空调胶管标准。依靠目前与国内主要主机厂商之间的广泛合作关系和业已建立的成熟的物流系统，公司生产的低渗透空调胶管相比于同行业其他企业具有一定的竞争优势。

4. 估值定价

当前汽车橡胶件企业估值水平与汽车零部件行业平均估值水平相当，2014 年平均动态市盈率为 14 倍。我们认为公司对应 14 年合理市盈率在 13-15 倍之间，上市首日定价区间为 16.6-19.2 元，建议一级市场询价区间为 15—17.3 元。

表 6 可比上市公司市盈率

名称	代码	EPS			PE			股价/目标价
		2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	
中鼎股份	887	0.87	0.45	0.56	17	18	14	8.04

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

5. 盈利预测与投资建议

我国汽车胶管行业具有技术和占比双提升空间，作为国内汽车胶管领域的领先企业，鹏翎胶管将受益这一行业大趋势。

公司目前客户集中度较高，大众系占比超过 60%，大众是在各主要合资品牌中较为严格的。公司对大众能够实现大规模配套，意味着公司产品质量可以满足绝大部分合

资品牌的要求。公司目前对其他主流合资品牌配套量较少意味着若在其他品牌实现配套，将仍有不小的成长空间。

公司目前开始涉足低渗透空调胶管、助力转向器胶管等新产品。凭借较强的技术实力以及和大众这类优质客户的长期合作，加上募投项目的支撑，公司有望在新产品领域快速打开市场。

预计公司 13、14、15 年摊薄后每股收益为 1.07、1.28 和 1.63，合理价格在 18 元左右，对应 PE14 倍。

6. 风险提示

- 1、汽车行业周期波动。
- 2、橡胶等原材料价格波动的风险。
- 3、客户集中度过高，大众系占比超过 60%。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	355	449	560	998	1193	营业收入	651	761	987	1163	1453
货币资金	68	85	114	478	552	营业成本	482	583	743	876	1092
应收账款	61	71	92	109	136	营业税金及附加	3	4	5	6	7
其他应收款	1	1	1	1	1	营业费用	23	27	35	41	51
预付款项	23	30	30	30	30	管理费用	60	62	85	101	126
存货	152	193	240	283	354	财务费用	3	1	0	-3	-5
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0.18	0.59	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	242	234	248	282	293	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	205	205	203	217	237	营业利润	80	85	120	143	182
无形资产	26	26	23	21	18	营业外收入	1.88	5.95	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.10	0.08	0.00	0.00	0.00
资产总计	598	683	808	1280	1486	利润总额	82	90	120	143	182
流动负债合计	155	167	198	239	301	所得税	12	14	18	21	27
短期借款	20	20	0	0	0	净利润	70	77	102	122	155
应付账款	100	107	143	169	210	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	1	1	10	22	37	归属母公司净利润	70	77	102	122	155
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	131	135	146	172	212
非流动负债合计	21	17	17	17	17	BPS (元)	0.96	0.99	1.07	1.28	1.63
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	175	184	215	256	318	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-14.3%	16.7%	29.77%	17.83%	24.94%
实收资本(或股本)	77	77	77	95	95	营业利润增长	-9.2%	385.7%	41.45%	19.63%	27.07%
资本公积	91	91	91	391	391	归属于母公司净利润	33.0%	244.7%	32.95%	19.63%	27.07%
未分配利润	193	263	347	448	575	获利能力					
归属母公司股东权	422	499	593	1024	1167	毛利率(%)	26%	23%	25%	25%	25%
负债和所有者权	598	683	808	1280	1486	净利率(%)	11%	10%	10%	10%	11%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		12%	11%	13%	10%	10%
经营活动现金流	34	34	98	118	126	偿债能力					
净利润	70	77	102	122	155	资产负债率(%)	29%	27%	27%	20%	21%
折旧摊销	47.79	50.45	0.00	32.06	35.24	流动比率	2.30	2.68	2.83	4.18	3.96
财务费用	3	1	0	-3	-5	速动比率	1.31	1.53	1.62	2.99	2.78
应付账款的变化	0	0	36	26	42	营运能力					
预收账款的变化	0	0	10	12	15	总资产周转率	1.19	1.19	1.32	1.11	1.05
投资活动现金流	-38	-17	-42	-66	-46	应收账款周转率	11	12	12	12	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.82	7.36	7.90	7.47	7.67
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.96	0.99	1.07	1.28	1.63
筹资活动现金流	15	0	-27	312	-6	每股净现金流(最新)	0.15	0.22	0.38	3.83	0.77
短期借款	20	20	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.48	6.48	7.70	10.77	12.28
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	8	0	0	18	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	54	0	0	300	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	11	17	29	364	74	EV/EBITDA	-0.37	-0.48	-0.78	-2.78	-2.60

资料来源:东兴证券研究所

分析师简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010 年加盟东兴证券研究所，2011 年 6 月开始从事汽车行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。