

亚太股份 (002284.SZ)

汽车零部件行业

评级: 增持 首次评级

公司研究

市价(人民币): 9.63元

传统产品持续升级, 电子化新品加快拓展

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	253.23
总市值(百万元)	27.33
年内股价最高最低(元)	12.01/7.22
沪深 300 指数	2156.47
中小板指数	6057.88



公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.296	0.477	0.611	0.743	0.883
每股净资产(元)	3.84	4.21	4.87	5.66	6.59
每股经营性现金流(元)	0.73	0.88	0.63	1.07	1.33
市盈率(倍)	32.53	20.19	15.76	12.96	10.91
行业优化市盈率(倍)	11.27	13.42	16.00	16.00	16.00
净利润增长率(%)	6.60%	61.08%	27.96%	21.62%	18.84%
净资产收益率(%)	7.72%	11.33%	12.55%	13.14%	13.40%
总股本(百万股)	287.04	287.04	287.04	287.04	287.04

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是国内汽车制动系统龙头企业:** 公司是目前国内少数能研发生产汽车制动系统总成、国内率先自主研发生产汽车液压 ABS 的一级汽车零部件供应商。公司制动系统市场占有率国内第一, 具有规模、技术、客户资源等突出优势, 综合实力处于国内领先地位。
- **依托产品升级和新增配套车型, 传统业务有望持续较快增长:** 依托公司近年配套车型从微车更多转向轿车、配套客户从自主品牌更多转向合资企业的持续升级, 加上传统客户如通用五菱、长安、一汽、北汽等不断新增配套车型, 公司传统制动业务有望保持较快发展。
- **成功切入大众 MQB 平台和通用供应体系, 成长空间更为广阔:** 公司于 2012 年成功切入代表大众最新技术水平的 MQB 平台。今年起, MQB 平台高尔夫 A7 和奥迪 A3 等主力车型将加快放量, 有望为公司带来显著增量, 未来成长空间则更为广阔。此外, 公司今年新进入了通用汽车制动系统供应链, 公司无论产品销量还是盈利能力都有长足提升空间。
- **积极布局电子制动领域, 有望成公司未来新亮点:** 全球汽车制动系统已迎来电子化发展浪潮, 欧美国家 ESP 等电子化制动产品已进入普及阶段, 国内渗透率则仍较低。随着消费者对汽车安全性、智能化要求的不断提高, 未来国内电子制动市场渗透率有望持续提升。公司在 ABS 领域已具备一定技术积累和配套经验, 今年在新增配套车型和出口的双重拉动下有望恢复快速增长; 将募集资金投入的 EPB 业务则有望成新的业绩增长点; ESP 也已积极布局, 有望帮助公司保持国内技术领先地位。

盈利预测与投资建议

- 预计公司 14-16 年归母净利润为 1.75、2.13、2.53 亿元, 分别增长 28.0%、21.6%和 18.8%, 对应 EPS 分别为 0.61、0.74、0.88 元。公司是汽车零部件企业转型升级的又一代表性企业, 具备较好的中长期成长空间。**公司当前股价对应 14 年 15.8 倍 PE, 若考虑其今年将增发, 初步测算摊薄后对应 14 年为 22.4 倍 PE。综合考虑, 我们认为公司值得中长期重点关注, 但其当前估值吸引力稍显不足, 首次覆盖并给予“增持”评级。**

风险

- 微车行业增速大幅下滑; 大众 MQB 平台销量低于预期; 汽车电子业务进展低于预期; 原材料成本大幅上涨风险。

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)60230232
wuwz@gjzq.com.cn

闵东旭 联系人
(8621)61038313
mindongxu@gjzq.com.cn

内容目录

亚太股份：国内汽车制动系统龙头企业	4
传统制动业务：产品升级、新增配套车型将持续带来显著增量	5
制动器将随整车行业平稳增长	5
公司占据龙头地位，竞争优势突出	6
依托产品升级和新增配套车型，传统业务有望持续较快增长	7
成功切入大众 MQB 平台和通用供应链，成长空间更为广阔	10
汽车电子：积极布局新兴领域，有望成未来新亮点	12
全球汽车制动系统迎来电子化发展浪潮	12
公司在 ABS 领域已具有一定积累	14
EPB 有望成新增长点，ESP 也已积极布局	15
原材料价格低位、结构改善，盈利能力有望继续提升	16
盈利预测与投资建议	18
盈利预测	18
估值与投资建议	18
风险提示	19
微车行业增速大幅下滑	19
大众 MQB 平台销量低于预期	19
电子化新品拓展低于预期	19
原材料成本大幅上涨的风险	19
附录：三张报表预测摘要	21

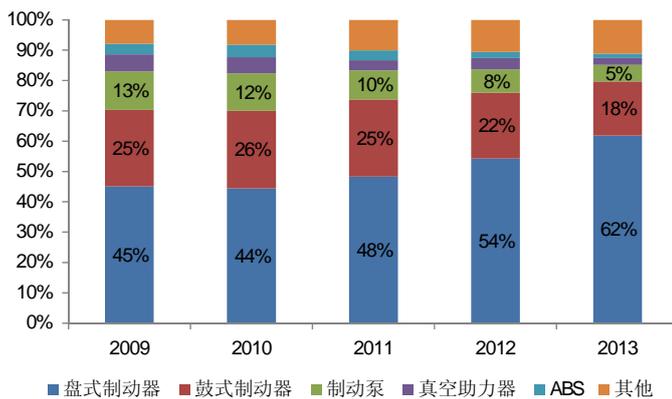
图表目录

图表 1: 公司主营业收入构成.....	4
图表 2: 公司毛利构成.....	4
图表 3: 公司近年营收及增速 (百万元)	4
图表 4: 公司近年净利润及增速 (百万元)	4
图表 5: 鼓式制动器结构图.....	5
图表 6: 盘式制动器结构图.....	5
图表 7: 近年国内乘用车销量及增速 (万辆)	5
图表 8: 国内主要鼓式制动器和盘式制动器厂商情况 (2011)	6
图表 9: 2008-2012 年公司产品在全国排名情况	7
图表 10: 公司历年前五大客户收入占比.....	7
图表 11: 上汽通用五菱近年销量及增速 (万辆)	8
图表 12: 长安汽车 (乘用车) 近年销量及增速 (万辆)	8
图表 13: 五菱宏光月度销量及同比增速 (辆)	8
图表 14: 长安 CS35 月度销量 (辆).....	8
图表 15: 奔腾 X80 上市以来月度销量	9
图表 16: 公司制动器相关产品主要配套企业及车型情况.....	9
图表 17: 大众 MQB 平台解析	10
图表 18: 大众 MQB 平台涉及车型	10
图表 19: 高尔夫 A7 上市以来销量情况 (辆)	11
图表 20: 全球汽车电子各细分市场规 模及增长预测 (2008-2016E, 亿美元)	12
图表 21: 全球主要国家和地区电子制动系统渗透率对比 (2012 年)	13
图表 22: 国内主流乘用车车型电子制动配备情况	14
图表 23: 公司 ABS 相关产品主要配套企业和车型情况.....	15
图表 24: 公司近年 ABS 收入及增速 (百万元)	15
图表 25: 公司主营业务成本构成	16
图表 26: 公司近年毛利率与净利率变化.....	17
图表 27: 2009 年以来国内生铁价格走势 (上海, 元/吨)	17
图表 28: 可比公司估值情况 (2014 年 5 月 5 日)	18
图表 29: 分业务收入及毛利预测	20

亚太股份：国内汽车制动系统龙头企业

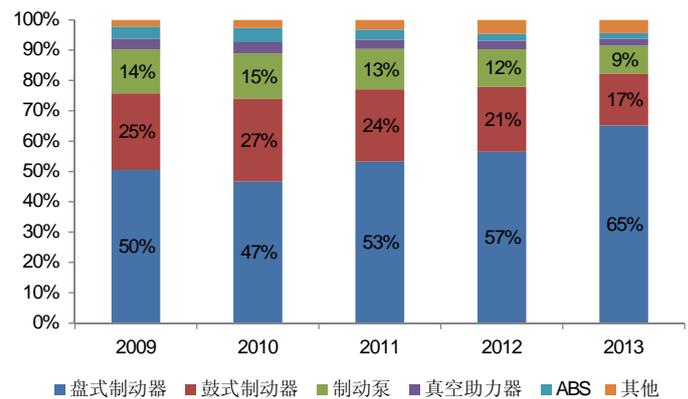
- 公司是目前国内少数能研发生产汽车制动系统总成、国内率先自主研发生产汽车液压 ABS 的一级汽车零部件供应商。公司主要产品包括盘式制动器、鼓式制动器、制动泵、真空助力器、ABS 等，客户覆盖一汽大众、一汽轿车、上海通用、上海大众、北汽集团、奇瑞汽车等国内主流整车厂，并出口至北美、欧洲、澳大利亚等国家和地区。
- 目前业绩主要来源于盘式制动器业务：目前，盘式制动器在公司收入和毛利中的占比在 60%以上，是公司的第一大业绩来源。其次为鼓式制动器，收入和毛利占比均约 20%，占比相比此前有所下降。此外，第三大业务制动泵收入占比约 5%，毛利占比则约为 10%。

图表1：公司主营收入构成



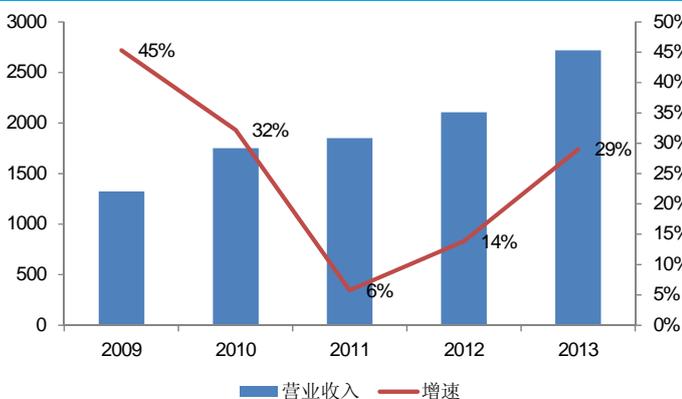
来源：公司公告、国金证券研究所

图表2：公司毛利构成



- 行业高景气叠加新增配套车型，推升公司近两年业绩实现高增长：公司近年业绩波动较大，2009-2010 年，公司收入和净利润增长迅速，主要是受益于汽车行业的高景气。2011 年，公司净利润大幅下滑 33%，主要是汽车行业整体增速大幅下滑且原材料价格上涨所致。2012 年以来，公司业绩又恢复增长。13 年，公司收入增长接近 30%，净利润增幅更是高达 62%，这一方面受益于汽车行业景气度的回升，另一方面则是公司新增配套车型贡献了显著增量。今年一季度，在新增配套车型的带动下，尤其是大众 MQB 平台开始放量，公司延续快速增长趋势，收入增长 31.5%，净利润增长 25.7%。公司预计今年上半年净利润增长仍达 10%-30%。

图表3：公司近年营收及增速（百万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表4：公司近年净利润及增速（百万元）



传统制动业务：产品升级、新增配套车型将持续带来显著增量

制动器将随整车行业平稳增长

- **汽车制动系统简介：**汽车制动系统是汽车上用以使外界在汽车某些部分（主要是车轮）施加一定的力，从而对其进行一定程度的强制制动的一系列专门装置。一般而言，汽车制动系统包括行车制动装置和停车制动装置两套独立的装置。
- **制动系统主要分为鼓式和盘式两种：**汽车制动系统按工作原理不同可以分为鼓式制动、盘式制动两种不同的制动系统。盘式制动相比鼓式制动具有制动力更大且更为稳定等优势，但成本更高。目前经济型轿车主要采用的是前盘后鼓式混合制动器，但中高档轿车则普遍采用前后盘式制动器，综合来看盘式制动器是未来发展趋势。

图表5：鼓式制动器结构图



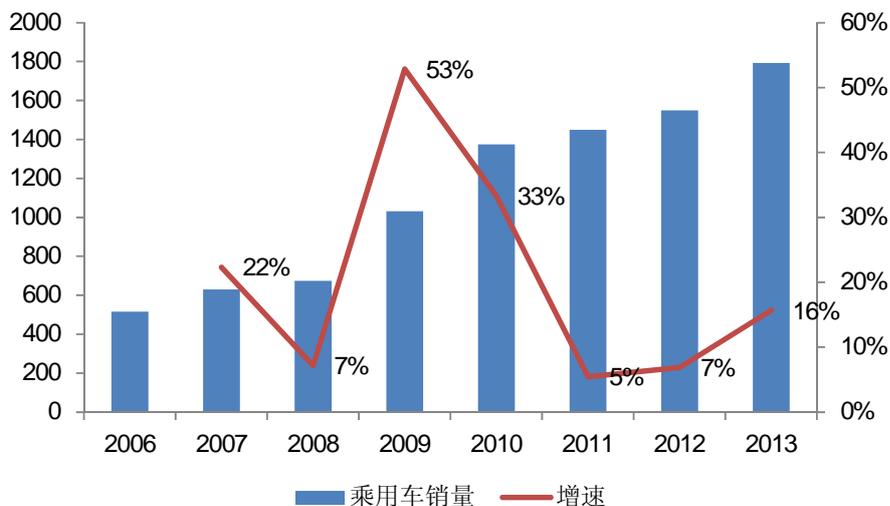
来源：百度图片、国金证券研究所

图表6：盘式制动器结构图



- **制动器行业有望随整车行业平稳增长：**2013，国内乘用车销量增速较快，约为 16%。我们预计，未来几年国内乘用车行业将维持 5%-10% 的平稳增长。制动器市场（公司产品主要为乘用车企业进行配套）也将随乘用车行业保持平稳增长。

图表7：近年国内乘用车销量及增速（万辆）



来源：CAAM、国金证券研究所

公司占据龙头地位，竞争优势突出

- **国内制动系统竞争格局较为集中：**目前，国内鼓式制动器企业约 30 多家，行业集中度较高，规模较大的企业为亚太股份、南方天合、红宇精密和京西重工，合计占据份额约 60%。盘式制动器企业约 20 多家，集中度高于鼓式制动器，前 5 大厂商合计份额约 80%。

图表8：国内主要鼓式制动器和盘式制动器厂商情况（2011）

厂商名称	公司性质	公司简介	配套客户	产量/万套
鼓式制动器				
浙江亚太	内资	国内汽车制动系统龙头	一汽、上汽、北汽、奇瑞、东风、华晨、长安、江铃、郑州日产、江淮等	624
南方天合	中美合资	南方工业集团与美国天合50:50合资，主营汽车底盘系统、制动系统、动力转向器等	东风、一汽、长安、奇瑞、广汽、上汽、北汽、长城、比亚迪、江铃等	322
重庆红宇精密	内资	隶属中国兵器装备集团公司，主营汽车制动器、液力变矩器、油泵和电动汽车驱动系统	长安、江铃、奇瑞、上汽、一汽、北汽等	307
北京京西重工	内资	由首钢、宝安投资和房山资产管理三方合资，主营底盘、悬架和制动系统，2009年收购了前德尔福底盘系统，进入全球知名整车厂供应链	宝马、奔驰、奥迪、保时捷、法拉利、福特、捷豹路虎、凯迪拉克等	245
盘式制动器				
浙江亚太	内资	国内汽车制动系统龙头	一汽、上汽、北汽、奇瑞、东风、华晨、长安、江铃、郑州日产、江淮等	500
天津丰铁	日本独资	主营手刹、脚刹、悬臂架等汽车配套部件	一汽丰田、天津双协机械	495
福建正阳	内资	主营盘式刹车片、鼓式刹车蹄	以出口为主，远销欧美、中东、东南亚等国家和地区	464
重庆红宇精密	内资	主营汽车制动器	长安、江铃、奇瑞、上汽、一汽、北汽等	365
南方天合	中美合资	南方工业集团与美国天合50:50合资，主营汽车底盘系统、制动系统、动力转向器等	东风、一汽、长安、奇瑞、广汽、上汽、北汽、长城、比亚迪、江铃等	303

来源：《中国汽车工业年鉴》、国金证券研究所

- **公司在制动器等多个细分领域占据行业领先地位：**经过 30 多年的发展，公司已成为国内汽车制动系统行业的龙头公司，产品综合市场占有率第一，公司鼓式制动器和盘式制动器市场份额均在 20%左右。此外，公司在液压制动总分泵、离合器总分泵等其他多个细分领域同样占据领导地位。

图表9: 2008-2012 年公司产品在全国排名情况

产品	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
盘式制动器	第一位	第三位	第一位	第一位	第一位
鼓式制动器	第一位	第一位	第一位	第二位	第一位
真空助力器	第四位	第五位	第五位	-----	第三位
ABS	第二位	第二位	第四位	第六位	第四位
液压制动总泵	第二位	第二位	第一位	第一位	第五位
液压制动分泵	第三位	第一位	第一位	第二位	第一位
离合器总泵	第一位	第一位	第一位	第二位	第二位
离合器分泵	第一位	第一位	第一位	第一位	第一位

来源: 中国汽车工业年鉴、国金证券研究所

- **公司技术水平同样居于国内领先地位:** 公司是目前国内少数能研发生产整套汽车制动系统的一级零部件供应商, 设有国家级企业技术中心和博士后科研工作站。公司参与制订了汽车制动系统行业标准, 其汽车制动系统通过了中国汽车产品认证中心的质量认证, 公司汽车制动系统的综合技术实力处于国内领先地位。公司也是国内少数能够进入主流合资品牌乘用车供应体系的厂商之一, 值得说明的是, 公司近年还成功进入了大众 MQB 平台和通用供应链, 这是公司产品和技术具备较强竞争优势的突出证明。

依托产品升级和新增配套车型, 传统业务有望持续较快增长

- **公司目前收入仍主要来源于微车和自主轿车:** 从客户收入结构来看, 2013年, 公司前两大客户分别为五菱和长安, 份额相比此前略有提升。公司目前收入仍主要来源于以微车为主的通用和五菱, 自主品牌轿车如一汽轿车、北京亚太和奇瑞也是重要的收入来源。2009年, 公司最大客户为奇瑞, 收入占比约为 10%, 目前已降至 4%。

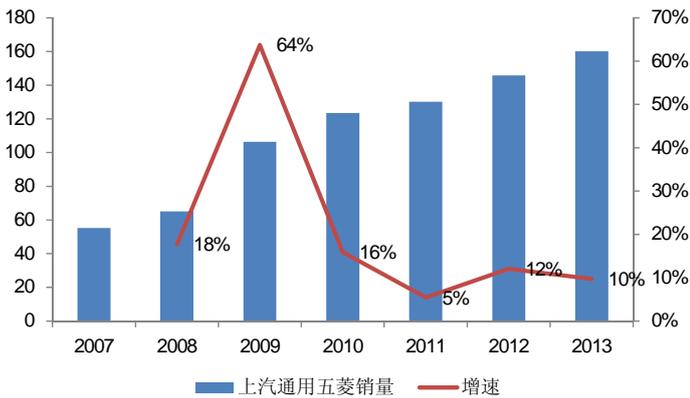
图表10: 公司历年前五大客户收入占比

2009		2010		2011		2012		2013	
奇瑞	10%	通用五菱	8%	通用五菱	18%	通用五菱	20%	通用五菱	22%
柳州五菱	9%	奇瑞	7%	奇瑞	7%	长安汽车	7%	长安汽车	10%
通用五菱	9%	柳州五菱	7%	一汽轿车	5%	奇瑞	6%	一汽轿车	7%
长安汽车	7%	一汽轿车	6%	天合富奥	5%	北京亚太	6%	北京亚太	6%
天合富奥	6%	长安汽车	6%	北京亚太	4%	天合富奥	5%	奇瑞	4%
其他	59%	其他	66%	其他	61%	其他	56%	其他	51%

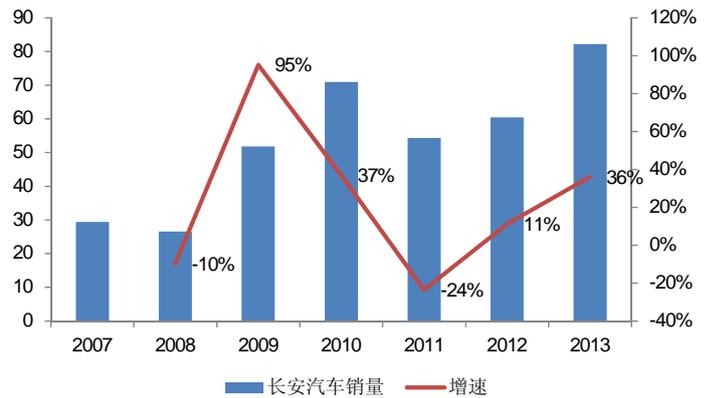
来源: 公司公告、国金证券研究所

- **依托通用五菱和长安汽车, 公司较快增长仍具可靠保障:** 近年, 通用五菱整体增长趋于稳健, 长安汽车在 CS35 等次新车型的带动下增长较快。公司近年成为了五菱宏光后制动器的独家供应商, 而且未来宝骏换代车型的后制动也将由公司独家配套; 长安方面, 由公司配套的 CS35 销量增长仍然较快。由此判断, 公司未来较快增长仍具可靠保障。

图表11: 上汽通用五菱近年销量及增速 (万辆)

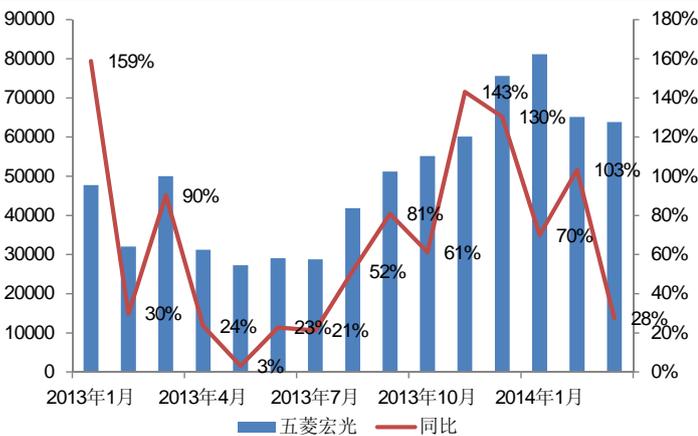


图表12: 长安汽车 (乘用车) 近年销量及增速 (万辆)

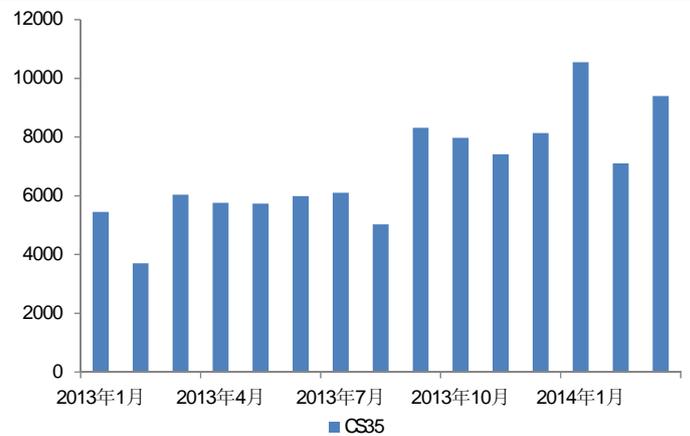


来源: CAAM、国金证券研究所

图表13: 五菱宏光月度销量及同比增速 (辆)



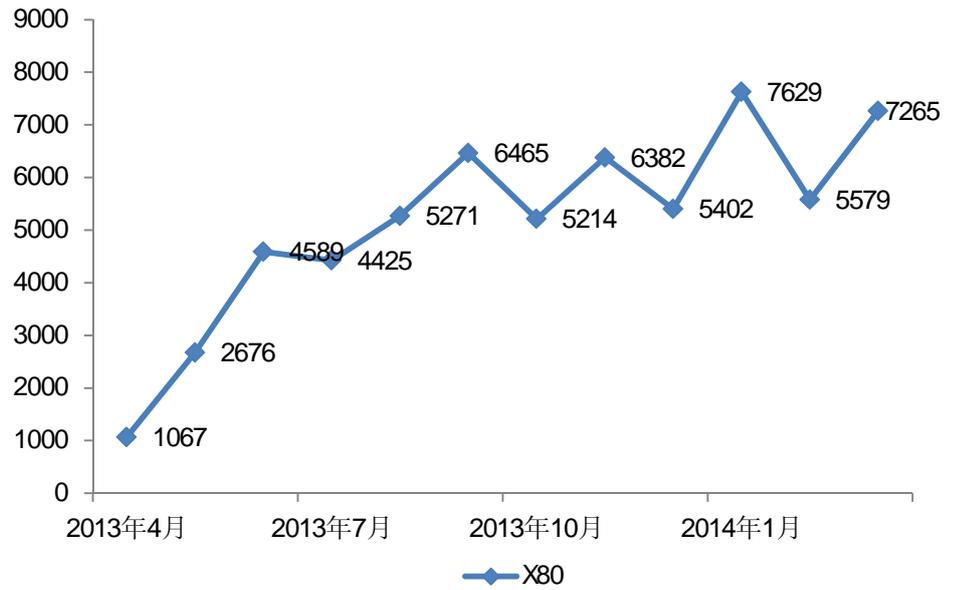
图表14: 长安CS35月度销量 (辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

- 自主轿车配套业务也将有较快增长:** 公司除五菱和长安以外, 最主要的收入来源于一汽和北汽等自主品牌。一汽方面, 除马自达 6、奔腾 B 系列等传统车型以外, 公司还为其次新车型 X80 和红旗 H7 进行配套。目前, X80 销量表现较好, 月销量已达约 7000 辆, 预计 X80 今年仍将为公司带来较多增量, 配套红旗 H7 则主要是为公司树立品牌形象。北汽方面, 其全部车型的制动器均由公司参股的北京亚太 (公司占股比为 49%, 北汽占股 51%) 独家供货, 且为模块化供应, 北汽目前销量增长较快 (今年一季度增长 36%), 由此也将带来较多增量, 预计公司今年为北汽配套的收入将增加约 1 倍。

图表15: 奔腾 X80 上市以来月度销量



来源: CAAM、国金证券研究所

- **公司已逐步实现从微车到轿车、自主到合资的跨越，未来增长将更具强劲动力：**近年，公司在维持微车和自主轿车领域优势地位的同时，不断提高自主研发能力，并与德国 FTE、日本 TBK、韩国勤日等全球领先企业进行合资合作和技术引进，从而实现了为合资乘用车品牌进行配套的突破。目前，公司已进入了上海大众、一汽大众、上海通用等主流合资厂商的供应体系，配套车型包括新老捷达、新速腾、新宝来、新桑塔纳、波罗等畅销车型。**公司更是在 2012 年进入了代表大众最新技术水准的 MQB 平台供应体系，14 年又进入了上海通用制动系统的供应体系（以前只配零部件）。我们认为，通过产品升级和向合资品牌不断的配套延伸，公司未来增长将具有强劲动力。**

图表16: 公司制动器相关产品主要配套企业及车型情况

主要配套车企	主要配套车型	配套产品
上汽通用五菱	五菱宏光、五菱荣光、五菱之光、宝骏630等	制动器总成、制动器零部件
长安汽车	长安之星、长安奔奔、CS35、悦翔等	制动器总成、制动器零部件
奇瑞汽车	旗云、麒麟、瑞虎、QQ等	制动器零部件
北汽乘用车	全部车型	底盘总成
上海大众	桑塔纳、波罗	制动器零部件
一汽大众	捷达、新速腾、新宝来、MQB平台车型	制动器零部件
一汽轿车	马自达6、B50、B70、B90	制动器总成、制动器零部件
上汽通用	凯越、新赛欧	制动器零部件
广汽乘用车	传祺	制动器零部件
众泰	2008、5008	制动器总成、制动器零部件
江铃	宝典、全顺、陆风等	制动器总成、制动器零部件
江淮	瑞风、瑞鹰	制动器总成、制动器零部件

来源: 公司网站、国金证券研究所

成功切入大众 MQB 平台和通用供应链，成长空间更为广阔

- **MQB 平台是大众集团全新的模块化生产平台，涉及车型众多：**MQB 是横置发动机模块化平台 (Modular Querbaukasten)，它将取代大众此前的 PQ25、PQ35 和 PQ46 平台。该平台的发动机采用横向前置布局，在此基础上可调整轮距、轴距和悬挂，开发出不同车型。该平台将应用于大众、奥迪、斯柯达和西雅特这 4 个品牌，并生产从 A00、A0、A 到 B 四个级别的车型，涉及车型包括奥尔夫 A7、奥迪 A3、新明锐、新 Polo、新途观、新帕萨特、Crossblue 等。

图表17: 大众 MQB 平台解析



来源：太平洋汽车网、国金证券研究所

图表18: 大众 MQB 平台涉及车型

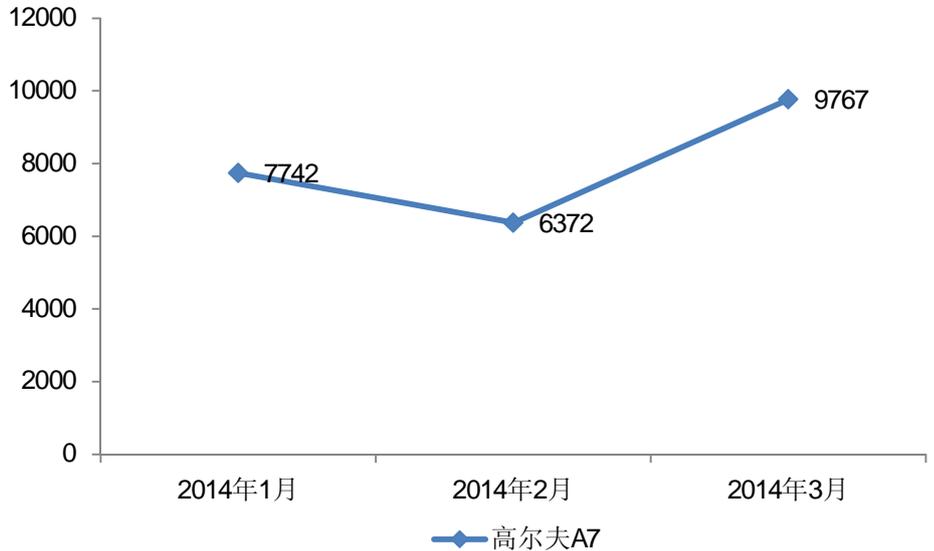
平台	大众MQB模块化平台		
车型级别	A0级	A级	B级
轿车	换代Polo、换代奥迪A1	高尔夫A7、奥迪A3	换代帕萨特
SUV	Taigun、Q1	换代途观、换代Q3	Cross Blue

来源：网通社、国金证券研究所

- **公司已成功切入大众 MQB 平台供应链，凸显产品升级取得显著成效：**公司于 2012 年 3 月成为大众 MQB 平台批量供应商。目前，国内具有大众 MQB 平台制动系统供货资质的零部件厂商只有 4 家，分别是意大利布雷博 (Brembo)、上海汇众、廊坊美联和亚太股份。由此可见，公司产品升级已取得显著成效。
- **未来两年，MQB 有望为公司带来显著增量：**公司目前主要配套车型为高尔夫 A7 和奥迪 A3，公司也是这两款车型的后轮盘式制动器的独家供应商。这两款车均在一汽大众佛山工厂投产，该工厂一期规划产能为 30 万辆，并已在 14 年初全部释放；二期规划产能同样为 30 万辆，预计到 2016 年全部投产。高尔夫 A7 已于 13 年 8 月量产，并在 14 年初正式上

市，上市之后销量表现不俗，目前月销量已接近万辆。奥迪 A3 也已于 14 年 3 月上市，目前销量暂处于爬坡阶段。上海大众方面，今年上半年，基于 MQB 平台的斯柯达换代明锐有望上市，由此也将带来显著增量。我们预计，今年 MQB 平台将能为公司带来收入约 3000-4000 万元，贡献毛利约 900-1200 万元。

图表19: 高尔夫 A7 上市以来销量情况 (辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

- **长远来看，MQB 将为公司带来巨大成长空间：**根据 HIS Automotive 预计，到 2017 年大众集团在全球范围内将利用 MQB 平台生产 400 万辆汽车，接近目前大众年产销量的一半。而且，大众 MQB 平台未来将采取全球采购模式，公司可能将进入大众的海外供应链。
- **进入通用供应链更具标志性意义：**此外，公司于今年 4 月公告成为上海通用 SGM216 项目后鼓式制动器批量配套供应商，该项目的预计批量供货时间为 2016 年 9 月。公司此次成为通用制动系统配套供应商具有标志性意义：一方面，公司产品获得越来越多的全球主流整车厂商认可，表明公司技术已不断接近国际先进水平；另一方面，首次进入通用供应链是良好开端，后续若拓展顺利、不断增加配套车型，将为公司未来持续快速发展增添新的动力。
- **公司未来销量和业绩空间均极为广阔：**我们认为，长期来看，一方面，依托于大众 MQB 平台和进入通用供应链，公司销量增长空间巨大，增长也将更为稳定；另一方面，无论大众 MQB 平台还是通用供应链，产品盈利能力均有望高于公司现有产品，由此可能提升公司整体盈利能力。综合判断，公司未来无论销量还是业绩都将有广阔空间。

汽车电子：积极布局新兴领域，有望成未来新亮点

全球汽车制动系统迎来电子化发展浪潮

- **汽车电子化趋势方兴未艾，安全控制电子增长尤其快速：**在汽车轻量化、小型化、智能化和电动化趋势的推动下，汽车电子的整体市场规模增长迅速，各大汽车厂商也将汽车电子作为差异化竞争的重点。欧美国家通过强制法规提高汽车的节能减排和安全性能，因此安全控制电子的增速相对较高。根据德勤预测，2012-2016 年全球与安全控制有关的汽车电子市场复合增速约为 10.2%，增速超过汽车电子行业整体。

图表20：全球汽车电子各细分市场规模及增长预测（2008-2016E，亿美元）



来源：德勤、国金证券研究所

- **汽车制动系统是安全控制的重要方面，其电子化发展潮流同样不可阻挡：**与汽车安全控制的电子化趋势相一致，汽车制动系统也正向电子化方向加快发展。随着技术的进步，一些提高汽车制动性能的电子技术如 ABS、ASR、EPB、ESP 等已经融入到传统制动系统的各个组成部分中，使车辆制动效能及制动的安全可靠性的有了很大的提高。
 - **ABS：防抱死制动系统。**ABS 是常规刹车装置基础上的改进型技术，即在制动时防止车轮锁死，使汽车在制动状态下仍能转向，保证汽车的制动方向稳定性，防止产生侧滑和跑偏。目前，国内大部分乘用车均已安装 ABS 系统。
 - **ASR：驱动轮防滑系统。**ASR 也叫 TCS（牵引力控制系统），它是在 ABS 上加装可膨胀液压装置、增压泵、液压压力筒等实现的。它可以防止汽车驱动轮在加速时出现打滑，特别是下雨下雪冰雹路冻等摩擦力较小的特殊路面上，当汽车加速时将滑动率控制在一定的范围内，从而防止驱动轮快速滑动。
 - **EPB：电子驻车制动系统。**EPB 系统就是将传统拉杆手刹替换成电子手刹按钮，相比拉杆手刹它更为便捷，也更为安全、智能。电子手刹在汽车发动之后，会自动释放锁住刹车，保证发动机不会超负荷运转。除此之外，电子手刹还能在制动的过程中，不会因为拉手刹的力度过大而损坏手刹系统。在日常停车时，即使停在上坡路段，系统也能提供一个低速牵引控制力，阻止车辆在坡面上倒滑。
 - **ESP：车身电子稳定系统。**ESP 系统实际包含了 ABS 和 ASR 两种系统，是当前汽车防滑装置的最高级形式。它通过外围的传感器收集方

向盘的转动角度、侧向加速度等信息并进行加工，再由液压调节器向车轮制动器发出制动指令，来实现对侧滑的纠正。因此，ESP 不仅能防止车轮在制动时抱死和启动时打滑，还能防止车辆侧滑。**ESP 直至今日也是当前汽车防滑维稳的最高级解决方案，被称为是“汽车安全领域继安全带之后最具拯救生命潜力的科技”。**

- **欧美 ESP 等电子制动已进入普及阶段，国内渗透率还不高：**目前，欧美汽车制动系统电子化发展已较为成熟，且随着欧美国家已普遍制定法规强制安装 ESP，其主流电子制动产品已从相对低端的 ABS 升级为更高端、更智能的 ESP 系统。目前，北美的 ESP 渗透率已经达到 98%、欧洲、日本渗透率也已分别达到 70%和 60%左右。但在中国，由于缺少强制性法规且消费者对电子制动系统的认识不足，市场渗透率仍不高，市场空间也极为广阔。

图表21: 全球主要国家和地区电子制动系统渗透率对比 (2012年)



来源：德勤、国金证券研究所

- **国内汽车电子制动系统的渗透率有望持续提升：**从国内主流乘用车车型的电子制动配备情况来看，ABS 基本已成为标配。EPB 在合资 B 级车中的配套比例也相对较高，自主乘用车中的中高端车型也已配备 EPB。此外，ASR、ESP 在合资乘用车中已逐渐成为标配，自主乘用车在中高端车型中配套比例也已较高。我们认为，随着消费者对汽车安全性、便捷性和智能化要求的不断提高，以及强制性法规在未来可能出台，国内汽车电子制动系统的渗透率将持续提升。

图表22: 国内主流乘用车车型电子制动配备情况

车型	ABS	EPB	ASR	ESP
合资B级车				
奥迪A4L	√	√	√	√
帕萨特	√	√	√	√
迈腾	√	√	√	√
蒙迪欧	√	√	√	√
君威	√	√	√	√
雅阁	√	√	√	√
凯美瑞	√		选配	选配
天籁	√	√	√	√
索纳塔8	√		√	√
K5	√		选配	选配
合资A级车				
朗逸	√		√	√
速腾	√		√	√
高尔夫A7	√	√	√	√
新福克斯	√		选配	选配
凌派	√		选配	选配
自主乘用车				
荣威950	√	√	√	√
奔腾B90	√	√	√	√
睿聘	√	√	选配	选配
思锐	√	√	√	√
传祺GA5	√		选配	选配
哈弗H6	√		选配	选配
CS75	√	√	选配	选配

来源: 汽车之家、国金证券研究所

- **全球电子制动市场基本被博世等全球性巨头所垄断:** 在全球电子制动市场, 特别是在 EPB、ASR、EPS 等领域, 技术壁垒相对较高, 博世等全球性零部件巨头占据了绝对份额。
 - 目前 ABS 技术已经相当成熟, 生产厂商也相对较多, 主要有本迪克斯、波许、摩根-戴维斯、海斯-凯尔西、苏麦汤姆、本田等。
 - 全球 EPB 生产厂商主要有美国天合、大陆、韩国万都等, 国内市场也基本被这些国际零部件巨头的独资或合资企业所垄断。
 - ESP 技术最早由博世发明, 并在 1995 年开始批量生产, 由于博世已经将 ESP 注册为专利, 因此其他厂商又称之为 ESC 系统。目前, 全球 ESP 市场基本被德国博世、美国天合、德国大陆特维斯、日本电装、日本爱信、美国德尔福等 6 家零部件巨头所垄断。
- **国内技术总体偏弱, 但部分拥有技术积累的企业仍有望获得一定份额:** 在 ABS 领域, 由于技术要求相对较低, 国内厂商已经实现对该技术的掌握, 目前主要生产厂商包括上汽汽车制动(大陆技术)、北京京西重工、浙江亚太、瑞立集团、焦作博瑞克等。而 EPB、EPS 等新型电子制动控制系统技术门槛相对较高, 目前国内厂商在这些领域的自主研发方面还处于起步阶段, 仅少数厂商具有一定技术积累, 这些厂商也有望在未来国内蓬勃发展的电子制动市场中获得一定市场份额。

公司在 ABS 领域已具有一定积累

- **公司 ABS 业务已具有一定技术积累和配套经验:** 近年, 公司在传统产品升级换代的同时, 积极向汽车电子产品领域同步拓展。目前, 公司在 ABS

系统领域已有一定技术积累，并已为北汽集团、郑州日产、江铃汽车、江淮汽车、众泰汽车等多家整车厂进行配套，产量规模居于国内第四位，但主要还是以轻卡等商用车为主。

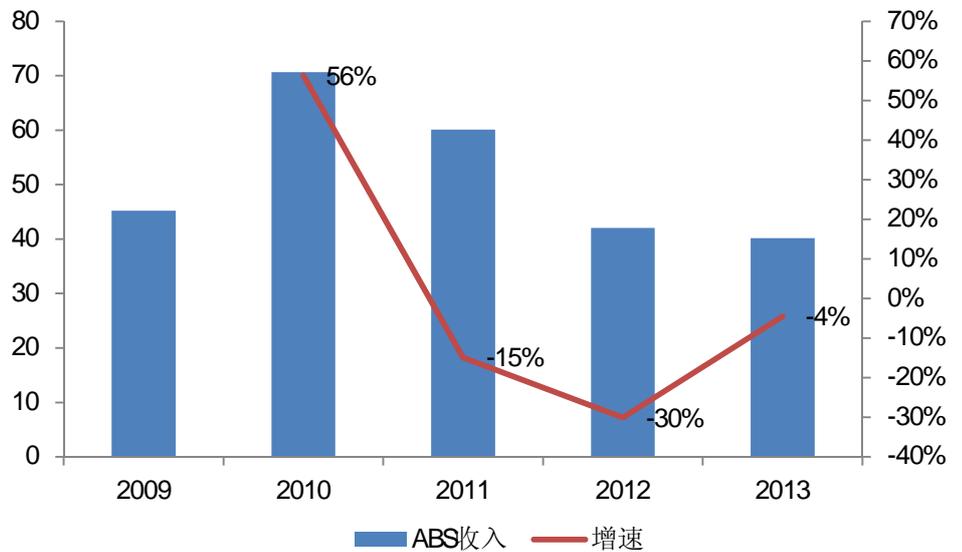
图表23: 公司 ABS 相关产品主要配套企业和车型情况

主要配套车企	主要配套车型	配套产品
郑州日产	御轩、帅客、奥丁、皮卡	前后轮速传感器、控制执行器总成
江铃汽车	皮卡	前后轮速传感器、前轮齿圈、电磁阀总成
北汽	骑士	前后轮速传感器、加速度传感器、电磁阀、ECU
众泰	2008、5008	前后轮速传感器、执行器

来源：公司网站、国金证券研究所

- **面临整车厂压价和新客户拓展缓慢，公司近年 ABS 业务增长较为缓慢：**虽然公司在 ABS 领域已积累了一定的技术且已有较好的配套经验，但近年来收入增长并不理想。2010 年 ABS 收入约为 7100 万元，至 2013 年收入大幅下滑至仅约 4000 万元。我们认为，公司近年 ABS 收入大幅下滑的主因是公司面临整车厂持续压价的压力，此外，新客户拓展进展缓慢也是一大原因。
- **在新能配套车型和出口拉动下，今年有望恢复快速增长：**据了解，公司 ABS 业务今年将新增配套车型，而且出口业务也将增长较快，在配套新车型和出口的双重拉动下，公司今年 ABS 业务有望恢复快速增长。

图表24: 公司近年 ABS 收入及增速 (百万元)



来源：公司公告、国金证券研究所

EPB 有望成新增长点，ESP 也已积极布局

- **公司将大力拓展 EPB 业务，未来前景光明：**14 年 4 月 8 日，公司公告将非公开发行募集不超过 11.7 亿元，其中 1.6 亿元用于建设“年产 40 万套带 EPB 的电子集成式后制动钳总成技改”项目。公司预计，EPB 项目建设期为 1.5 年，建成投产后年销售收入将达约 3.6 亿元，净利润约 5000 万元。
- **EPB 有望首先实现对自主品牌配套，后续可能向合资品牌拓展：**据了解，公司的 EPB 系统集成了原有的 ABS 系统，毛利率高于现有的 ABS 产品，

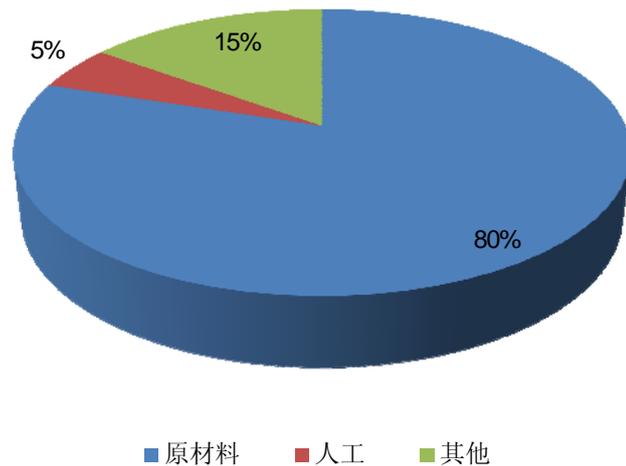
目前还未实现批量供货，但已经有客户开始预订订单。公司也有望首先实现对自主品牌的配套，积累配套经验并不断提升技术水平，从而进一步实现对合资品牌的拓展。

- **公司在 ESP 等领域也已积极布局，未来有望占据领先地位：**此外，公司在 ESP、汽车线控制动系统、爆胎自动应急制动系统、汽车行驶记录仪等其他汽车电子领域也已取得较大突破，部分项目成果获得多项国家发明专利。值得说明的是，ESP 系统是目前技术壁垒最高、最能代表行业发展趋势的电子制动产品，主要为外资厂商所垄断。公司从 09 年开始便对 ESP 系统进行技术研发和储备，目前已完成实验室试制。我们认为，公司 ESP 产品短期内可能还无法取得市场突破，但公司始终保持对新技术的持续跟踪，并有望保持国内技术水平的领先，若未来电子制动行业迎来快速发展，公司有望获得发展的主动权和一定的领先优势。

原材料价格低位、结构改善，盈利能力有望继续提升

- **公司主营成本中原材料成本占比较高：**公司主营业务成本中，原材料成本占比达约 80%，人工占比约 5%，其他成本约 15%。而原材料成本中，生铁占据较高份额。由此来看，生铁价格波动对公司毛利率影响较大。

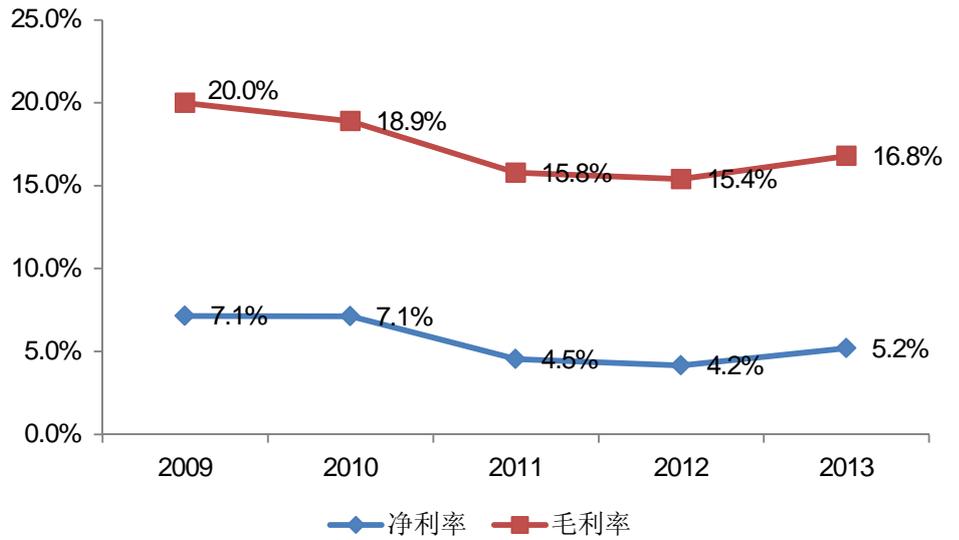
图表25：公司主营业务成本构成



来源：公司公告、国金证券研究所

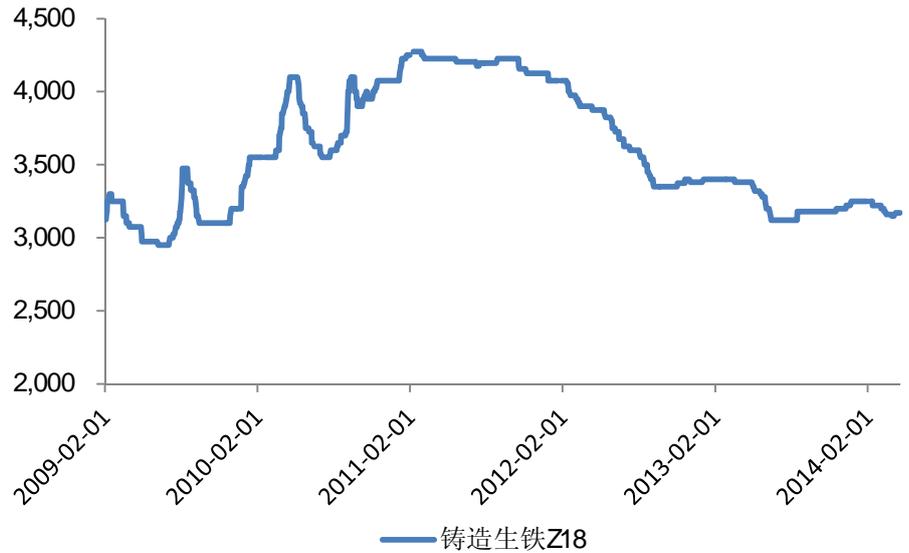
- **公司近年盈利能力总体呈下滑态势，但 13 年已企稳回升：**09 年公司毛利率约 20%，净利率约 7%。至 2012 年，公司毛利率和净利率分别大幅下滑至 15.4%和 4.2%。我们认为，公司毛利率的持续下滑主要原因有三方面：一是生铁等原材料成本大幅上升，二是毛利率较高的制动泵收入占比有所下降，三是整车厂压价压力较大。2013 年，公司毛利率同比提升 1.4 个百分点，主要是公司销量结构改善、提升总体盈利水平（以 MQB 平台为例，其毛利率预计在 30%左右，远高于公司目前平均约 16-17%的毛利率水平），另一方面原材料价格较低对毛利率改善也起到了一定作用。

图表26: 公司近年毛利率与净利率变化



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表27: 2009年以来国内生铁价格走势(上海, 元/吨)



来源: Wind、国金证券研究所

- 我们预计, 受宏观经济影响, 国内生铁等原材料价格未来仍将处于低位, 且随着公司产品升级的持续推进, 公司结构也有望继续改善。综合判断, 公司盈利能力有望继续提升。

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 我们预计，2014-2016 年公司实现营收分别为 32.83、38.90、44.94 亿元，实现归母净利润 1.75、2.13、2.53 亿元，分别增长 28.0%、21.6%和 18.8%，对应 EPS 分别为 0.61、0.74、0.88 元。
- 公司已经公告拟非公开发行不超过 1.1896 亿股，每股价格不超过 9.86 元，募集资金不超过 11.7 亿元用于建设 EPB 等项目，预计今年四季度将完成增发。假设公司实际增发 1.1896 亿股，总股本将达 4.06 亿股，对应 14 年摊薄后 EPS 将为 0.43 元。
- 核心假设如下：
 - 盘式制动器随着大众 MQB 平台放量，有望持续较快增长，预计 14-16 年收入增速分别约 25%、22%和 18%。
 - 鼓式制动器预计未来将平稳增长，预计增速在 10%左右。
 - ABS 业务在新增配套车型和出口的双重拉动下，今年收入有望快速增长，明后两年随着客户的进一步拓展有望维持快速增长。
 - 随着结构持续改善、原材料成本处于低位，公司盈利能力有望继续提升，预计 14-16 年综合毛利率分别为 16.90%、17.00%和 17.11%。

估值与投资建议

- 综合全文分析，我们认为公司是汽车零部件企业转型升级的又一代表性企业，依托新客户、新产品，尤其是新进入的 MQB 平台和通用供应体系，公司具备较好的中长期成长空间。公司当前股价对应 14、15 年 PE 分别为 15.8、13.0 倍。但考虑到公司今年将增发，初步测算摊薄后对应 EPS 为 0.43 元，对应 14 年为 22.4 倍 PE，从这一角度看当前估值水平又已较为合理。综合考虑，我们认为公司值得中长期重点关注，但其当前估值吸引力稍显不足，我们首次覆盖并给予公司“增持”评级。

图表28：可比公司估值情况（2014年5月5日）

	收盘价/元	总市值/亿元	EPS			PE		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
000559.SZ 万向钱潮	9.37	149.29	0.33	0.42	0.49	28.14	22.07	19.19
002448.SZ 中原内配	11.62	291.00	0.69	0.86	1.01	16.84	13.47	11.46
002283.SZ 天润曲轴	6.12	141.00	0.18	0.25	0.31	34.00	24.71	19.47
002406.SZ 远东传动	9.10	33.79	0.45	0.55	0.65	20.22	16.55	14.00
均值						24.80	19.20	16.03

来源：Wind、国金证券研究所

风险提示

微车行业增速大幅下滑

- 公司目前业绩仍主要依赖于国内最大的微车企业通用五菱和长安，近年微车行业整体增速已明显放缓，若未来微车行业增速持续大幅下降，公司业绩也必将受到较大影响。

大众 MQB 平台销量低于预期

- 公司未来几年看点和业绩增量主要来自于大众 MQB 平台，若大众 MQB 平台总体销量低于预期，公司业绩增长必将受到抑制。

电子化新品拓展低于预期

- 公司长期看点在于电子化新品的拓展，若相关产品研发和推广进度缓慢，无论对公司未来业绩还是估值都将造成负面影响。

原材料成本大幅上涨的风险

- 公司主营业务成本中，生铁等原材料成本占比达约 80%，若未来原材料价格大幅上涨，将对公司盈利能力造成一定压力。

图表29: 分业务收入及毛利预测

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盘式制动器					
销售收入 (百万元)	1,143.14	1,681.42	2,101.77	2,564.16	3,025.71
增长率 (YOY)	27.71%	47.09%	25.00%	22.00%	18.00%
毛利率	16.04%	17.68%	18.00%	18.20%	18.40%
销售成本 (百万元)	959.78	1,384.14	1,723.45	2,097.49	2,468.98
增长率 (YOY)	29.78%	44.21%	24.51%	21.70%	17.71%
毛利 (百万元)	183.36	297.27	378.32	466.68	556.73
增长率 (YOY)	17.87%	62.13%	27.26%	23.36%	19.30%
鼓式制动器					
销售收入 (百万元)	458.26	486.29	544.64	599.11	647.04
增长率 (YOY)	-2.73%	6.12%	12.00%	10.00%	8.00%
毛利率	15.14%	16.16%	16.50%	16.50%	16.50%
销售成本 (百万元)	388.88	407.71	454.78	500.26	540.28
增长率 (YOY)	-3.14%	4.84%	11.55%	10.00%	8.00%
毛利 (百万元)	69.38	78.58	89.87	98.85	106.76
增长率 (YOY)	-0.36%	13.27%	14.36%	10.00%	8.00%
制动泵					
销售收入 (百万元)	162.20	146.82	139.48	139.48	139.48
增长率 (YOY)	-7.87%	-9.48%	-5.00%	0.00%	0.00%
毛利率	24.82%	28.47%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本 (百万元)	121.94	105.02	101.82	101.82	101.82
增长率 (YOY)	-11.04%	-13.88%	-3.05%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	40.26	41.80	37.66	37.66	37.66
增长率 (YOY)	3.28%	3.83%	-9.91%	0.00%	0.00%
真空助力器					
销售收入 (百万元)	78.36	62.35	65.47	68.74	72.18
增长率 (YOY)	23.84%	-20.43%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	11.71%	17.04%	17.00%	17.00%	17.00%
销售成本 (百万元)	69.19	51.73	54.34	57.06	59.91
增长率 (YOY)	27.20%	-25.24%	5.05%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	9.18	10.62	11.13	11.69	12.27
增长率 (YOY)	3.29%	15.78%	4.75%	5.00%	5.00%
ABS					
销售收入 (百万元)	42.04	40.15	70.00	91.00	113.75
增长率 (YOY)	-30.07%	-4.49%	74.36%	30.00%	25.00%
毛利率	17.32%	20.21%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	34.75	32.03	56.00	72.80	91.00
增长率 (YOY)	-30.98%	-7.83%	74.82%	30.00%	25.00%
毛利 (百万元)	7.28	8.11	14.00	18.20	22.75
增长率 (YOY)	-25.37%	11.44%	72.55%	30.00%	25.00%
销售总收入 (百万元)	2107.44	2718.59	3283.25	3889.52	4493.50
销售总成本 (百万元)	1783.19	2262.26	2728.39	3228.26	3724.64
毛利 (百万元)	324.25	456.34	554.86	661.26	768.86
平均毛利率	15.39%	16.79%	16.90%	17.00%	17.11%

来源: 公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,851	2,107	2,719	3,283	3,890	4,494	货币资金	422	289	291	380	450	500
增长率		13.8%	29.0%	20.8%	18.5%	15.5%	应收款项	524	649	781	928	1,099	1,270
主营业务成本	-1,559	-1,783	-2,262	-2,728	-3,228	-3,725	存货	310	308	414	449	531	612
%销售收入	84.2%	84.6%	83.2%	83.1%	83.0%	82.9%	其他流动资产	42	35	30	42	49	57
毛利	292	324	456	555	661	769	流动资产	1,298	1,281	1,516	1,798	2,129	2,439
%销售收入	15.8%	15.4%	16.8%	16.9%	17.0%	17.1%	%总资产	61.5%	56.8%	58.0%	58.2%	58.7%	58.5%
营业税金及附加	-5	-6	-8	-10	-12	-13	长期投资	44	40	37	40	43	46
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	607	766	878	1,041	1,234	1,451
营业费用	-70	-81	-89	-105	-121	-139	%总资产	28.8%	34.0%	33.6%	33.7%	34.0%	34.8%
%销售收入	3.8%	3.8%	3.3%	3.2%	3.1%	3.1%	无形资产	149	146	148	156	163	171
管理费用	-119	-132	-175	-217	-253	-288	非流动资产	814	973	1,097	1,289	1,499	1,728
%销售收入	6.4%	6.3%	6.4%	6.6%	6.5%	6.4%	%总资产	38.5%	43.2%	42.0%	41.8%	41.3%	41.5%
息税前利润 (EBIT)	98	106	184	223	276	329	资产总计	2,113	2,254	2,613	3,087	3,628	4,167
%销售收入	5.3%	5.0%	6.8%	6.8%	7.1%	7.3%	短期借款	328	238	209	414	519	579
财务费用	-25	-17	-18	-16	-25	-28	应付款项	588	719	1,011	1,080	1,278	1,474
%销售收入	1.4%	0.8%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	其他流动负债	22	44	53	67	80	92
资产减值损失	-2	-5	-12	-12	-13	-15	流动负债	938	1,001	1,273	1,562	1,877	2,146
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	61	77	50	40	30	20
投资收益	-2	-4	-3	-4	-4	-5	其他长期负债	31	34	39	42	45	50
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	1,030	1,112	1,362	1,644	1,952	2,216
营业利润	68	79	150	191	235	281	普通股股东权益	1,042	1,102	1,210	1,397	1,623	1,892
营业利润率	3.7%	3.8%	5.5%	5.8%	6.0%	6.2%	少数股东权益	40	40	42	47	53	60
营业外收支	24	20	14	18	20	22	负债股东权益合计	2,113	2,254	2,613	3,087	3,628	4,167
税前利润	92	99	164	209	255	303	比率分析						
利润率	5.0%	4.7%	6.0%	6.4%	6.5%	6.7%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-8	-12	-23	-29	-35	-42	每股指标						
所得税率	8.6%	11.8%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	每股收益	0.278	0.296	0.477	0.611	0.743	0.883
净利润	84	88	141	180	219	260	每股净资产	3.631	3.838	4.215	4.868	5.656	6.591
少数股东损益	4	3	4	5	6	7	每股经营现金净流	0.057	0.733	0.880	0.631	1.070	1.327
归属于母公司的净利润	80	85	137	175	213	253	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.000	0.000	0.000
净利率	4.3%	4.0%	5.0%	5.3%	5.5%	5.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.66%	7.72%	11.33%	12.55%	13.14%	13.40%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	3.78%	3.78%	5.24%	5.68%	5.88%	6.08%
净利润	84	88	141	180	219	260	投入资本收益率	6.07%	6.39%	10.48%	10.13%	10.69%	11.09%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	58	72	79	101	123	151	主营业务收入增长率	5.77%	13.85%	29.00%	20.77%	18.47%	15.53%
非经营收益	18	21	12	10	16	21	EBIT增长率	-31.43%	8.12%	74.10%	21.44%	23.72%	18.94%
营运资金变动	-143	29	20	-110	-51	-51	净利润增长率	-32.66%	6.60%	61.08%	27.96%	21.62%	18.84%
经营活动现金净流	17	211	252	181	307	381	总资产增长率	15.54%	6.68%	15.94%	18.16%	17.50%	14.86%
资本开支	-228	-226	-217	-262	-295	-340	资产管理能力						
投资	-19	0	0	-3	-3	-3	应收账款周转天数	75.6	69.6	66.0	70.0	70.0	70.0
其他	12	6	9	-4	-4	-5	存货周转天数	61.8	63.2	58.3	60.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	-235	-220	-208	-269	-302	-348	应付账款周转天数	96.1	94.8	98.6	100.0	100.0	100.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	108.1	101.5	91.5	82.8	78.6	77.5
债权募资	199	-74	-49	199	98	55	偿债能力						
其他	-43	-53	-47	-23	-33	-38	净负债/股东权益	-3.11%	2.27%	-2.58%	5.16%	5.93%	5.09%
筹资活动现金净流	156	-127	-96	176	65	17	EBIT利息保障倍数	3.9	6.2	10.4	14.2	11.3	11.7
现金净流量	-63	-136	-52	89	70	50	资产负债率	48.76%	49.33%	52.11%	53.24%	53.80%	53.17%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	5	5
增持	0	0	2	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.29	1.29	1.29

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD