

轨交密封止水件的绝对龙头，原材料下跌或带来超预期利润

——海达股份（300320）深度报告

2015年02月09日

强烈推荐/维持

海达股份 深度报告

报告摘要：

- **公司募投项目投产，释放空间大。**公司主营业务为关键橡塑部件的研发、生产和销售，专注于密封、减震两大功能性，产品应用于轨道交通、汽车、建筑和航运四大领域。按照上市前2万吨混炼胶产能对应6亿元营收来看，目前3.9万吨产能将给公司带来较上市前至少一倍的业绩释放空间。
- **公司是轨道交通密封止水件的绝对龙头。**未来2-3年国内以高铁为核心的铁路建设投资将继续维持高位，二三线城市城轨建设不断增加，既有路线加密和新运营路线将带来轨道车辆需求的高峰，每年至少为盾构隧道止水、轨道车辆密封以及轨道减震橡胶件带来3.6亿元、3亿元以及23亿元的市场空间。公司在前两个领域的市占率分别为45%以及60%，是国内轨道交通密封止水件的绝对龙头，将充分受益于我国轨道交通大发展带来的市场空间。
- **公司已供货整车密封条，未来分享超百亿市场。**公司在汽车天窗密封条市场，市占率已达60%，经验技术成熟。目前公司已成功为北汽、华泰、广汽三菱多款车型提供整车密封条，预计2015年将放量。公司还有多个整车密封条项目储备，未来有望与合资类中高端车型合作，分享超百亿的汽车密封条市场，业绩弹性大。
- **公司闭口订单将大大受益于原材料价格下跌，有效提升毛利率。**近期三元乙丙橡胶国内产能将扩张10倍以上，供需结构改变，加上受到原油暴跌影响，预计公司主要原材料均有较大幅度下跌。公司闭口订单是基于签订时的原材料价格，一旦确定不再改变，原材料下跌将为毛利率带来有效增长。预计原材料价格下降1%、5%、10%，由闭口订单定价方式带来的综合毛利率提升分别为0.43、2.14、4.67个百分点。
- **公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司2014年-2016年每股收益分别为0.62元、0.83元和1.13元，对应PE分别为32.21、23.79和17.58。我们考虑公司在轨道交通产品的确定性增长、汽车用产品的业绩高弹性以及原材料下跌可能带来的超预期利润，维持公司“强烈推荐”投资评级。

财务指标预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	548.56	642.97	770.22	976.15	1,207.36
增长率(%)	-12.04%	17.21%	19.79%	26.74%	23.69%
净利润(百万元)	59.87	68.35	83.64	112.72	151.95
增长率(%)	12.18%	14.16%	22.38%	34.76%	34.80%
净资产收益率(%)	9.83%	10.40%	11.55%	13.99%	16.58%
每股收益(元)	0.98	0.51	0.62	0.83	1.13
PE	20.24	38.90	32.21	23.79	17.58
PB	2.22	4.07	3.72	3.33	2.91

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

王逸萌

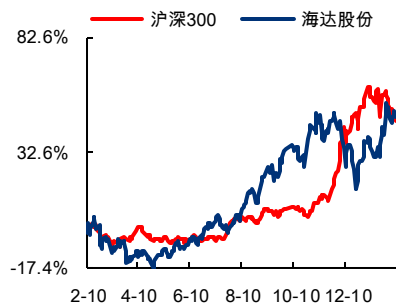
010-66554039

wangym@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	19.84-13.5
总市值(亿元)	26.45
流通市值(亿元)	13.2
总股本/流通A股(万股)	13334/6652
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.55

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《海达股份（300320）调研快报：汽车、轨道交通领域明年业绩可期》2014-12-30

目 录

1. 公司是橡胶密封减震件细分领域的龙头	4
1.1 公司产品布局轨道交通、汽车、建筑、航运四大领域	4
1.2 公司募投项目已投产，业绩释放空间可期	5
1.3 公司管理层持股，凝聚力强	6
1.4 公司利润加速增长，轨道交通用产品是核心因素	7
1.5 公司期间费用率未来有望保持稳定	8
2. 轨道交通用产品是公司的核心增长点	8
2.1 “四横四纵”、“高铁出海”继续拉动高铁建设	8
2.2 我国城轨线路正处于建设、开通高峰时期	10
2.3 公司充分受益于轨道交通大发展带来的巨大市场空间	11
3. 公司整车密封条产品业绩弹性大	13
3.1 我国汽车密封条市场空间超百亿	13
3.2 公司在国内汽车天窗密封条市场占有率高达 60%	13
3.3 公司已成功为北汽、华泰、广汽三菱等新车型整车密封条供货	14
4. 公司产品还涉及建筑、航运等领域	15
4.1 建筑用密封条年需求超过 70 亿元，公司产品替代提升空间大	15
4.2 航运业景气度企稳，未来公司航运产品业绩稳定	16
5. 原材料下跌将有效提升公司销售毛利率	17
5.1 公司主要原材料三元乙丙橡胶国内产能扩张 10 倍以上	17
5.2 三元乙丙胶、炭黑、加工油受原油暴跌价格下行压力大	18
5.3 公司闭口订单占六成，大大受益于原材料价格下跌	19
6. 盈利预测与投资评级	20

表格目录

表 1:公司产品形成阶梯式结构	4
表 2:公司首发募投项目产能扩建明细	5
表 3:募投项目投产使公司细分产品产能大幅提升	6
表 4:中国高铁出海布局	10
表 5:公司轨道交通用产品主要客户订单饱满	12
表 6:2014 年前三季度公司新增工程类重大订单，合计约 8200 万元	12
表 7:我国汽车密封条市场呈多元化	14
表 8:公司已为多款车型提供整车密封条	14
表 9:EPDM 密封条性价比最高，是国内目前使用的主流产品	15
表 10:全球三元乙丙橡胶产能统计	17
表 11: 公司闭口订单产品占比大，且将受益于原材料价格下跌	19
表 12:公司产品生产成本拆解	20
表 13:公司主要产品市场情况总结	20
表 14: 公司盈利预测表	22

插图目录

图 1:公司产品涉及轨道交通、汽车、建筑和航运四大领域.....	4
图 2:混炼胶是公司各产品的原材料.....	5
图 3:公司股本结构.....	6
图 4:上市以来,公司营业收入加速增长.....	7
图 5:上市以来,公司净利润加速增长.....	7
图 6:轨道交通用产品毛利率大幅提升.....	7
图 7:轨道交通用产品是公司利润增长的核心.....	7
图 8:公司净利率较上市前提高一个百分点.....	8
图 9:公司不断加大研发投入.....	8
图 10:国内以高铁建设为核心的铁路投资将维持高位.....	9
图 11:2015 年我国动车组需求量创新高.....	9
图 12:北上广深轨道交通固定资产投资额.....	10
图 13:我国二三线城市轨道交通固定资产投资额不断增加.....	10
图 14:公司产品参与轨道交通建设的重要进程.....	11
图 15:我国汽车销量继续蝉联世界第一.....	13
图 16:汽车密封条是汽车的重要部件之一.....	13
图 17:汽车天窗已成为中高档汽车标配.....	13
图 18:伟巴斯特在全球汽车天窗的市场占有率为 60%.....	13
图 19:我国房屋建筑面积加速增长.....	15
图 20:我国幕墙产量稳定增长.....	15
图 21:全球及中国造船订单情况有所好转.....	16
图 22:全球集装箱产量增速稳定.....	16
图 23:2014 年三元乙丙橡胶产量、表观消费量、进口量.....	18
图 24: 乙烯、丙烯价格随原油价格暴跌.....	19
图 25: 三元乙丙生胶、炭黑、加工油近期价格均开始下行.....	19

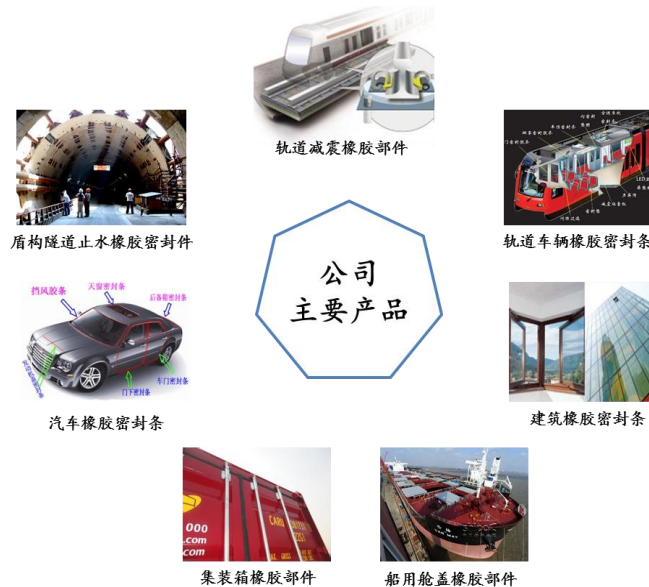
1. 公司是橡胶密封减震件细分领域的龙头

1.1 公司产品布局轨道交通、汽车、建筑、航运四大领域

江阴海达橡塑股份有限公司于 2008 年完成股份制改制，于 2012 年 5 月首次公开发行人民币普通股 A 股 1667 万股，并在深圳证券交易所创业板挂牌交易。目前公司总股本 1.33 亿股，其中流通 A 股 6921 万股。

公司主营业务为关键橡塑部件的研发、生产和销售，专注于密封、减振两大功能性，产品应用于轨道交通、汽车、建筑和航运四大领域。主要产品包括轨道车辆橡胶密封条、盾构隧道止水橡胶密封件、轨道减振橡胶部件、建筑橡胶密封条、汽车橡胶密封条、集装箱橡胶部件、船用舱盖橡胶部件等。

图 1:公司产品涉及轨道交通、汽车、建筑和航运四大领域



资料来源：东兴证券研究所

20 世纪 90 年代末，公司以生产船用橡胶密封产品起家，在原有产品的生产实践与技术基础上，不断开发新产品，使公司产品形成阶梯式结构，成熟产品为公司带来稳定收益，新产品为公司带来新增长。凭借新产品，公司成功的抓住了国际造船市场向亚洲及中国转移、国内大城市地铁兴建、建筑和汽车行业蓬勃发展的种种契机，使公司获得了一次次的发展。

表 1:公司产品形成阶梯式结构

	1990 年代末	2000 年 -2003 年	2004 年 -2008 年	2008 年 -2015 年
汽车橡胶密封件	/	/	进入期	成长期

轨道减震橡胶部件	/	/	进入期	成长期
建筑橡胶密封件	/	进入期	成长期	爆发期
盾构隧道止水橡胶密封件	/	进入期	成长期	爆发期
轨道车辆橡胶密封条	/	进入期	成长期	爆发期
集装箱橡胶部件	进入期	成长期	爆发期	成熟期
船用舱盖橡胶部件	进入期	成长期	爆发期	成熟期

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

1.2 公司募投项目已投产, 业绩释放空间可期

公司上市时拥有混炼胶产能 2 万吨, 这两年通过技术改造提高到了 2.7 万吨; 募投项目中的 2.5 万吨混炼胶产能已于 2014 年底完成了一条生产线, 至此公司合计拥有混炼胶产能 3.9 万吨。

混炼胶是指把外购的主要原材料三元乙丙橡胶以及炭黑、加工油等按照一定的配方进行混炼。公司的各种橡胶件产品都是在混炼胶的基础上加工的, 因此计算公司的产能主要看混炼胶的产能。公司在生产不同产品所需的混炼胶时, 需要额外增加设备清洗等工序, 新产能的投产使得公司突破了产能瓶颈, 完全满足细分产品生产, 换机效率大大提升。按照上市前公司 2 万吨混炼胶产能对应 6 亿左右的营收来看, 公司募投项目的投产将给公司带来较上市前至少一倍的业绩释放空间。

表 2: 公司首发募投项目产能扩建明细

分类	项目	IPO 新增
原材料初步加工	混炼胶	2.5 万吨
工程橡胶制品 (7000 吨)	轨道减震橡胶件	4500 吨
	盾构隧道止水橡胶密封件	2500 吨
车辆及建筑密封件 (10000 吨)	轨道车辆橡胶密封件	1500 吨
	汽车橡胶密封条	4300 吨
	建筑橡胶密封条	4200 吨

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 2: 混炼胶是公司各产品的原材料



资料来源: 东兴证券研究所

此外，公司募投项目还包括工程类橡胶制品 7000 吨，车辆及建筑密封件 10000 吨。细分产品产能的增加属于随建随产，也已于 2014 年年底投产，在轨道减振橡胶件、轨道车辆橡胶密封件、汽车橡胶密封件产品上产能提升幅度非常大。

表 3:募投项目投产使公司细分产品产能大幅提升

项目	2011 年产量	目前产能	增长幅度
混炼胶	2 万吨	3.9 万吨	~2 倍
轨道减震橡胶件	671 吨	5171 吨	~7.7 倍
盾构隧道止水橡胶密封件	6244 吨	8744 吨	~1.4 倍
轨道车辆橡胶密封件	638 吨	2138 吨	~3.4 倍
汽车橡胶密封条	606 吨	4906 吨	~8.1 倍
建筑橡胶密封条	2844 吨	7044 吨	~2.5 倍
集装箱橡胶部件	6795 吨	6795 吨	/
船用舱盖橡胶部件	3686 吨	3686 吨	/

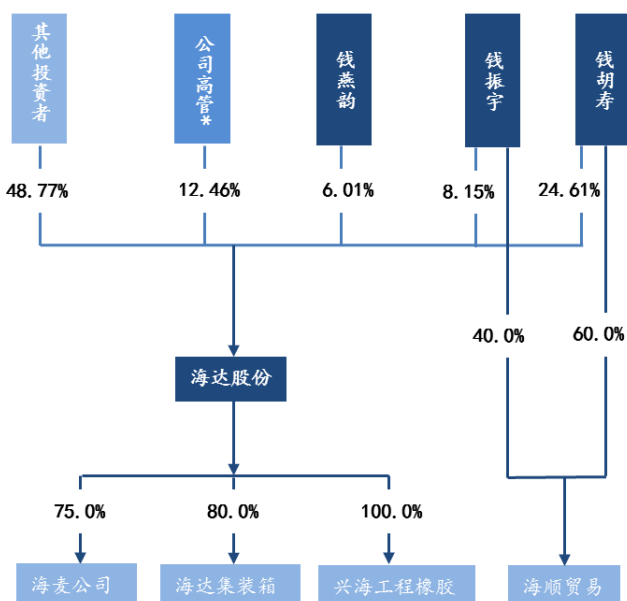
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

1.3 公司管理层持股，凝聚力强

公司的控股股东和实际控制人是钱胡寿、钱振宇父子。钱胡寿原任公司董事长，直接持有海达股份 24.61% 股份；钱振宇现任公司董事长、总经理，直接持有 8.15% 股份；其二人的一致行动人钱燕韵（钱胡寿的女儿）持有海达股份 6.01% 股份。目前实际控制人共持有公司 38.77% 的股份。

公司董事、监事及副总经理、财务总监等高管持有公司一定的股份，合计 12.46%（除实际控制人以外），使得公司核心凝聚力强，是公司未来保持快速发展的人心保障。

图 3:公司股本结构

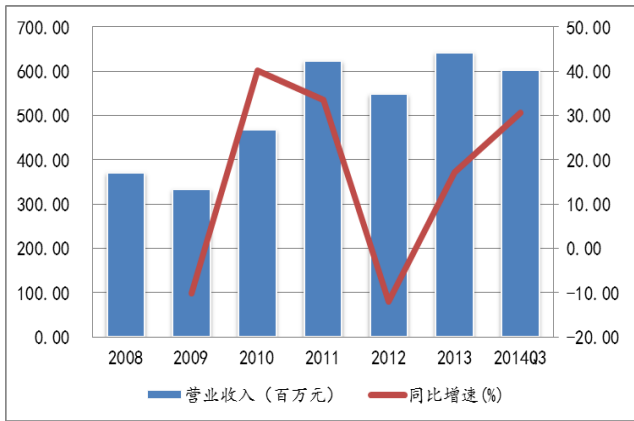


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

1.4 公司利润加速增长, 轨道交通通用产品是核心因素

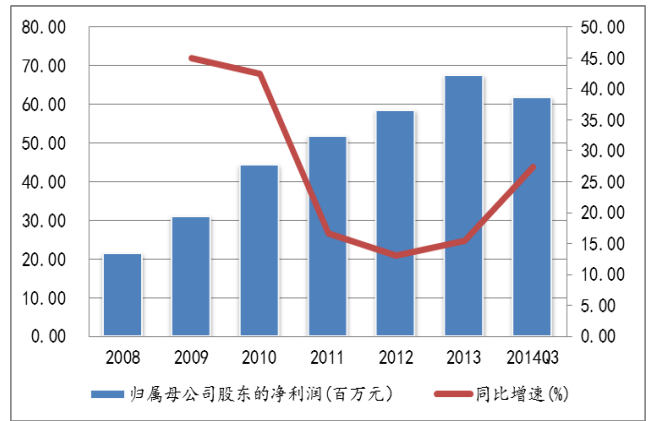
公司自 2012 年上市以来, 营业收入和净利润都呈加速增长趋势。2014 年三季度, 公司实现营业收入 6.04 亿元, 同比增加 30.60%; 实现归属母公司股东净利润 6193 万元, 同比增加 27.34%。根据业绩预告, 2014 年公司归母净利润增速为 15%-25%。公司四季度业绩预计环比有所增长, 今年四个季度盈利水平较为平稳, 但去年一、三季度盈利水平较低, 所以出现了今年前三季度净利润同比增速比全年同比增速高的情况。

图 4:上市以来, 公司营业收入加速增长



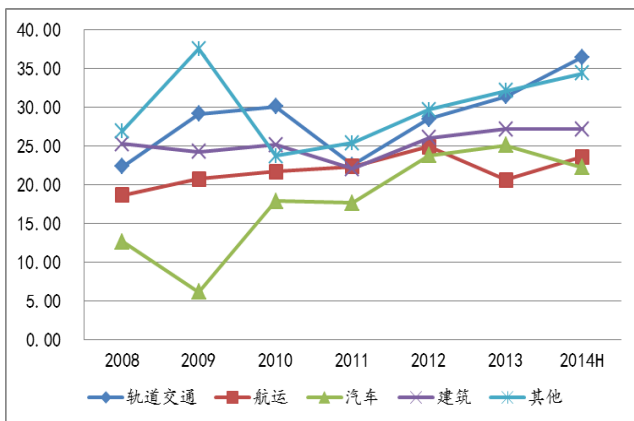
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 5:上市以来, 公司净利润加速增长



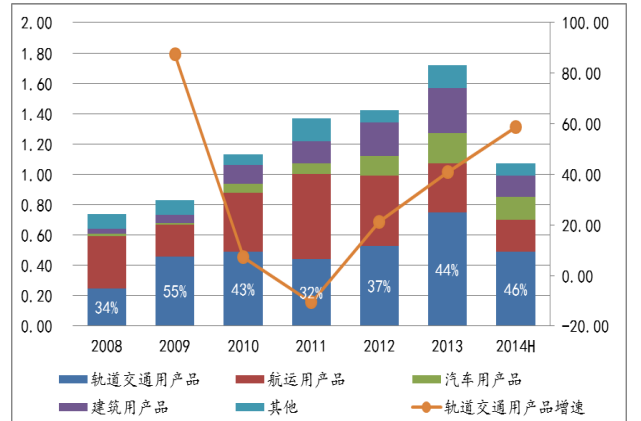
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 6:轨道交通通用产品毛利率大幅提升



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 7:轨道交通通用产品是公司利润增长的核心



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

分产品看, 轨道交通通用产品除了在 2011 年受到国内高铁事故影响外, 营业利润逐年

增大，2008年-2013年复合增长率高达20%，2014年上半年同比增长59%，毛利率及毛利占比已分别由2011年的22.51%和32%提升至目前的36.51%和46%，成为公司利润的主要来源。

公司传统航运用产品由于下游景气度下滑，毛利率有所波动，营收占比由上市时的36%缩小至目前的24%；正在进入整车密封条市场的汽车用产品营收占比逐渐扩大，但由于研发投入较大，目前毛利率有所降低；建筑用产品情况比较稳定。

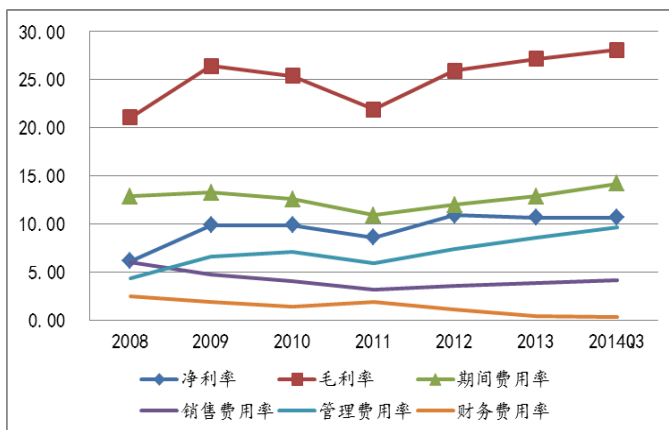
1.5 公司期间费用率未来有望保持稳定

上市以来，公司综合毛利率由于轨道交通产品的拉升，以每年约一个百分点的速度稳定增长，2014年三季度为28.11%。公司期间费用率也以每年约一个百分点的速度在上升，主要体现在销售费用和管理费用上。

公司管理费用增加主要有两个原因：1）公司以每类产品为单位设立事业部，独立考核，将非直接与业务挂钩的人员列为公司管理人员，导致管理人员工资部分增加；2）公司加大新产品市场开拓力度，客户及第三方对产品的审核费用以及业务招待费增加。公司目前已完成事业部改制，未来公司期间费用率有望保持稳定。

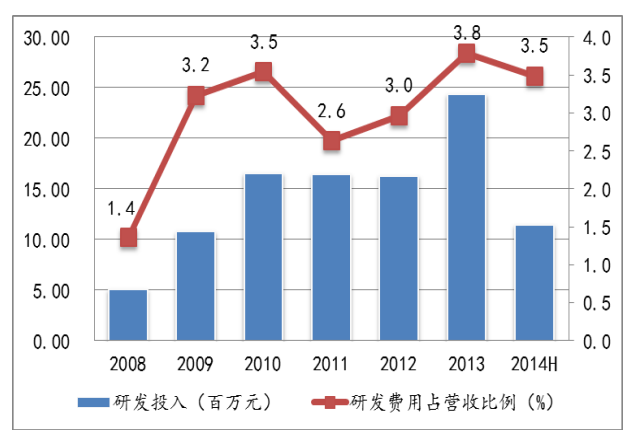
综合来看，公司净利率较上市前有一个百分点的增长，2014年3季度为10.65%。

图 8:公司净利率较上市前提高一个百分点



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 9:公司不断加大研发投入



资料来源：WIND，东兴证券研究所

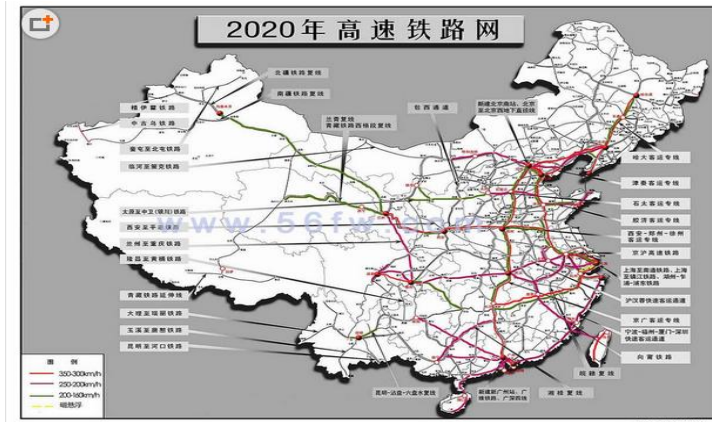
公司作为高新技术企业，围绕市场，连年加大研发力量投入，2014年上半年研发投入占营业收入比例为3.5%，并累计获得发明专利16项。目前公司正加大力度进行轨道交通车辆、汽车减震部件的研发，未来有望进入市场空间更大的车辆减震部件领域。

2. 轨道交通产品是公司的核心增长点

2.1 “四横四纵”、“高铁出海”继续拉动高铁建设

2014 年, 国务院已明确铁路建设作为经济推进的三项措施之一, 年内不断上调铁路投资额目标, 最终确定 2014 年铁路建设固定资产投资为 8000 亿元。预计 2015 年铁路投资还将维持 8000 亿元以上的高位, 而“十三五”期间 (2016 年-2020 年), 铁路固定资产投资将较“十二五”期间高 12%。

图 10:国内以高铁建设为核心的铁路投资将维持高位

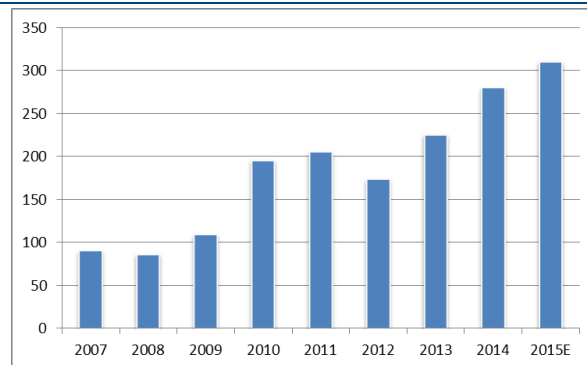


资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

根据国务院《“十二五”综合交通运输体系规划》, 我国将在 2015 年贯通“四纵四横”高铁线路。2014 年, 我国高铁运营里程为 1.6 万公里, 其中新开通路线为 12 条, 里程合计 5569 公里。而据不完全统计, 2015 年国内还将新增高铁线路 12 条, 里程合计 3534 公里。

2014 年全国两次大规模调整列车运营图, 使动车组列车开行数量增加 279.5 对至 1556.5 对, 占全国铁路旅客列车开行总数的 58.2%, 成为旅客列车的主力军。高铁线路新开通时配车密度较低, 一般为 0.6 辆/公里, 但随着运行线路的成熟, 配车密度将提升至 1.1 辆/公里。综合来看, 新开通运营的高铁线路以及既有线路的车辆加密所带来的动车组需求将在 2015 年达到新高, 预计将需求动车组 310 对。(一对动车组为 2 列, 每列 8 辆)

图 11:2015 年我国动车组需求量创新高



资料来源：WIND，东兴证券研究所

中国高铁技术在总理各种外交场合的不断推广下，已获得世界各国的关注，成为了中国新的外交名片。中国高铁已具备整车及系统输出能力，与国外巨头相比拥有价格低的优势，有望在“一带一路”的国家战略的带领下，通过“高铁出海”获得广阔的海外需求空间。目前全球已知规划的高铁项目超过5万公里，其中已与中国洽谈合作的里程合计超过1万公里。

表 4:中国高铁出海布局

高铁出海地域	进展情况
亚洲及周边地区——中国构建互联互通大通道	中泰双方已就铁路合作达成协议；老挝铁路只差“临门一脚”；与印度签署了政府间合作文件，确定了中印铁路合作的领域和行动计划；中巴经济走廊、孟中印缅经济走廊正在规划中。
非洲——中国标准全线开花	从西非到东非，中国“钢铁长龙”将非洲越过联通：2014年，横贯安哥拉全境的本格拉铁路全线竣工；尼日利亚连接首都阿布贾至卡杜纳铁路铺通，沿海铁路合同签订；连接埃塞俄比亚和吉布提铁路正在铺轨。
欧洲——中国铁路崭露头角	2014年，土耳其安卡拉至伊斯坦布尔高速铁路二期顺利通车；中俄高铁合作已达成初步共识，签署了合作文件；中东欧、中吉乌等过铁路合作项目正在积极推动中。
美洲——中国企业有望破局	中国、巴西、秘鲁三国已经成立“两洋铁路”联合工作组；美国西部快速铁路，由铁总牵头组成的联合体正在与美方商谈。

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

2.2 我国城轨线路正处于建设、开通高峰时期

2014年底，国内共有37座城市获准修建城市轨道交通，其中22座城市的95条线路已经开通运营，总里程达2933.26公里，地铁运营里程占比高达84.9%。

图 12:北上广深轨道交通固定资产投资额

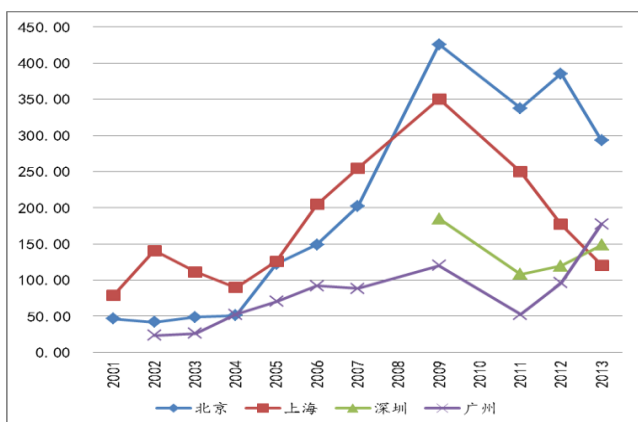
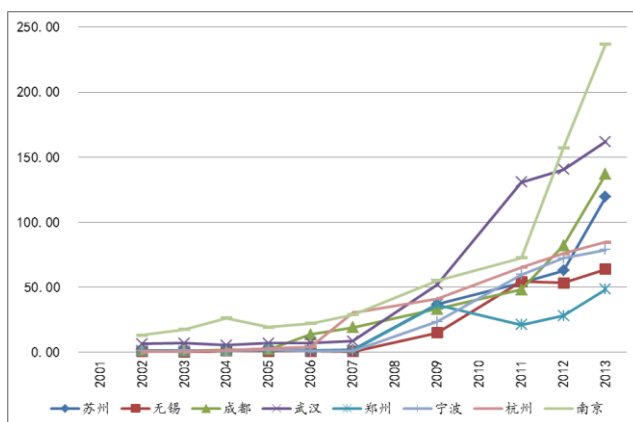


图 13:我国二三线城市轨道交通固定资产投资额不断增加



资料来源：WIND，东兴证券研究所

资料来源：WIND，东兴证券研究所

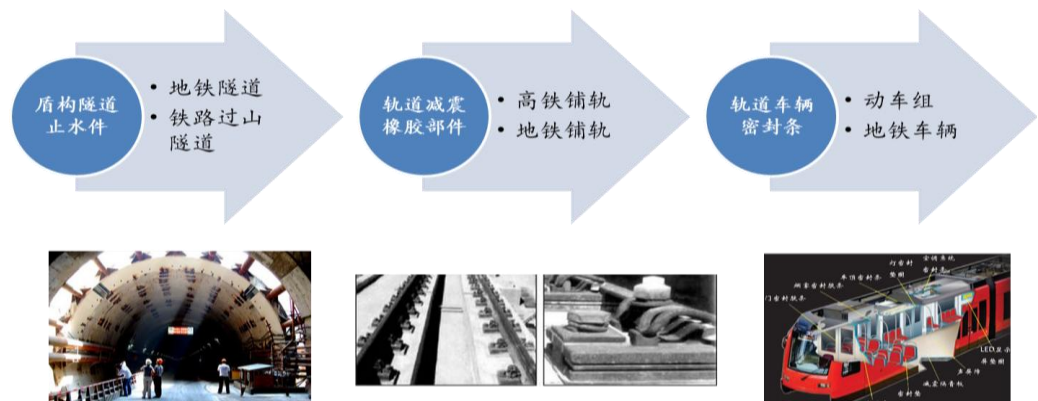
上海、北京等轨道交通相对发达的地区基建投资虽在逐步下降，但却是新线路开通的高峰时点，需要配备大量地铁车辆。而我国其他大中城市的轨道交通才刚开始发展起来，投资在不断增加。目前，国家发改委已将城市轨道交通工程可行性研究报告审批权下方到各地省级投资主管部门，预计报审手续将适当简化。

据中国城市轨道交通协会统计，“十三五”期间，我国将进入城市轨道建设大发展阶段，2020年规划线路里程将超过7000公里，与现有已开通的运营里程相比还有一倍多的发展空间。按照车辆密度为5辆/公里保守估算，到2020年将新增地铁车辆约2.25万辆，平均每年新增3750辆。

2.3 公司充分受益于轨道交通大发展带来的巨大市场空间

公司产品参与轨道交通建设的重要进程，从地铁隧道的挖掘（盾构隧道止水密封件）到地铁、高铁线路的铺设（轨道减振橡胶件），再到通车后轨道车辆的投入（轨道车辆密封条）。

图 14: 公司产品参与轨道交通建设的重要进程



资料来源：东兴证券研究所

我国地铁隧道挖掘中有7成以上采取盾构法进行施工，据此计算，到2020年我国每年因地铁建设新增的盾构隧道长度将达到525公里以上。同时高铁线路在越山、过江、穿过繁华路段是也将采用盾构隧道形式，预计每年新增100公里以上。此外，公路过江、市政排污、电力、热力隧道等预计也将需要每年100公里以上的盾构隧道。按照单位公里需要止水件50万元计算，未来每年我国盾构隧道止水件的市场容量在3.6亿元以上。盾构隧道的防水重点是管片的接缝。欧洲采用靠弹性压密的非膨胀止水条，日本方面采取遇水后膨胀压密的止水条，而公司目前不仅同时拥有这两种产品，还开发出二者优点兼有的复合功能止水条。公司产品在全国各地铁项目的盾构隧道中均有使用，市场占有率在40%-45%左右。

轨道减震一般采用金属-橡胶复合减震器, 即减震扣件, 以及轨下橡胶垫板等, 用于轨道交通沿线的减振降噪, 市场空间巨大。举例来说, 我国地铁里应用的减震扣件每 60 厘米就需要一对, 广州地铁 5 号线中由于采用了世界先进的英国先锋减震扣件, 每公里的成本就增加了近千万元。目前国内减震橡胶部件市场竞争激烈, 集中度不高, 公司产品主要参与技术难度要求更高、利润更大的地铁和高铁轨道线路减振, 未来提升空间很大。**粗略估算, 我国未来轨道交通建设将带来每年约 23 亿元的橡胶减振部件的市场需求。**

公司由地铁车辆密封条进入市场, 与庞巴迪、法维莱、西门子等轨道车辆主机厂建立了良好的合作关系, 是国内首家进入动车车辆密封条市场的企业, 很早就通过了 CRCC (中铁检验认证中心) 认证, 目前主要客户包括中国南车、中国北车等主机厂以及康尼机电、永贵电器等车门厂, 成功形成进口替代。目前公司在地铁、动车车辆密封条市场占有率均在 60% 以上, 是此细分行业绝对龙头。根据每辆地铁、时速 250km/h 动车组、时速 380km/h 动车组分别需要密封条 3 万元、20 万元以及 40 万元计算, 2015 年我国轨道车辆密封条市场空间为 3 亿元。

综上所述, 我国轨道交通密封、减震橡胶件市场空间合计约为 30 亿元。

表 5: 公司轨道交通用产品主要客户订单饱满

主要客户	2014 年前三季度
中国南车	营收同比增长 50.19%, 动车组及城轨地铁订单充足, 交付量增加。
中国北车	营收同比增长 9.81%, 在手订单饱满, 交付量增加。
中国中铁	营收同比增长 12.4%, 新签工程订单同比增长 11.9%
中国铁建	营收同比增长 5%, 新签工程订单同比增长 13.9%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

根据公司披露的重大在手订单情况来看, 2014 年前三季度新增工程类订单 8200 万元, 新增订单金额占总在手订单金额比例超过 57%, 说明公司明后年工程类业务仍将继续保持高速增长。

表 6: 2014 年前三季度公司新增工程类重大订单, 合计约 8200 万元

日期	项目名称	类别	合同金额 (万元)	完成情况
2014/1/2	北京轨道交通 6 号线西延、8 号线三期及燕房线防水材料采购 15 标	止水	552.8	0%
2014/1/2	北京轨道交通 6 号线西延、8 号线三期及燕房线防水材料采购 13 标	止水	820.6	0%
2014/1/20	武汉市轨道交通 6 号线一期工程	止水	1261.6	0%
2014/2/21	深圳地铁 7 号线 BT 项目	止水	1079.6	35%
2014/2/24	石家庄地铁一号线	止水	724.2	33%
2014/4/17	淮安市有轨电车一期工程柔性材料采购	减振	1580.0	10%
2014/4/28	成都 7 号线	止水	1012.9	4%
2014/9/1	武汉市轨道交通 7 号线一期工程第一标段	止水	1180.4	未签合同

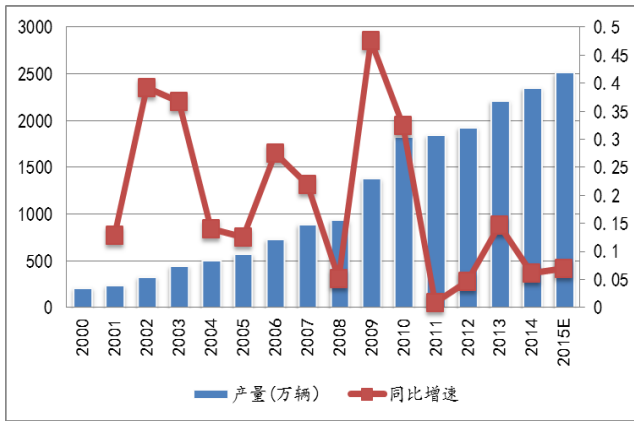
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3. 公司整车密封条产品业绩弹性大

3.1 我国汽车密封条市场空间超百亿

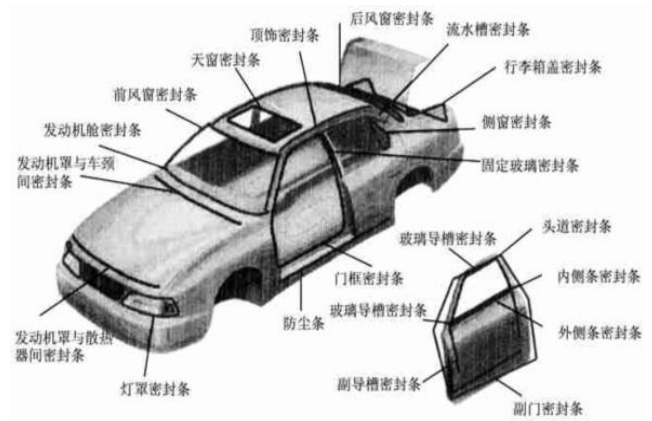
2014 年我国汽车销量总体平稳增长, 达到 2349 万辆, 继续蝉联世界第一。近年来, 我国二三线地区已成为乘用车行业销量增长的主要驱动因素。随着城镇化建设的加快, 中国乘用车市场空间很大, 欠发达的中西部省份及三四线城市人均收入水平提升有益于首次购置需求的释放, 参照发达国家汽车普及里程, 预计国内乘用车中短期内还能实现良好增速。据中汽协预测, 2015 年我国汽车销量将保持理性增长, 全年增速预测为 7%, 销量将达到 2513 万辆。按照整车密封条 600 元/车的价格来看, 未来我国每年汽车密封条市场空间在 150 亿元以上。

图 15:我国汽车销量继续蝉联世界第一



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 16:汽车密封条是汽车的重要部件之一



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

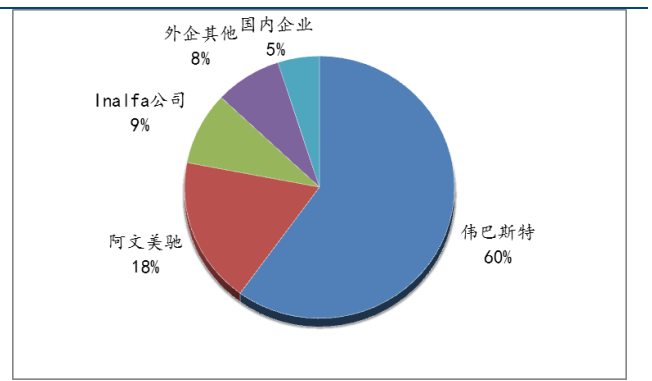
3.2 公司在国内汽车天窗密封条市场占有率高达 60%

密封橡胶件对整车性能有重要影响, 主机厂需要对供应商产品质量和配套能力进行长时间的检验, 再进行同步研发、销售, 进入壁垒较高。

图 17:汽车天窗已成为中高档汽车标配



图 18:伟巴斯特在全球汽车天窗的市场占有率为 60%



资料来源：东兴证券研究所

资料来源：东兴证券研究所

公司初期没有直接与汽车生产商（主机厂）建立销售渠道进行一次配套，而是通过以天窗密封条供给主机厂的供应商，如汽车天窗系统供应商，进行二次配套。

公司经过多年的研发生产和市场开拓，已成为全球汽车天窗第一大生产商伟巴斯特在国内的最大供应商。2014年伟巴斯特在国内的第10家汽车天窗生产基地已落成，其客户遍及几乎所有欧系、日系、韩系及美系主机厂及其在华合资伙伴，包括上海通用、华晨宝马、一汽大众、上汽集团、东风汽车等。2014年伟巴斯特天窗产量达到13万套，预计2018年可实现汽车天窗年产60万套的规模，年复合增长率为46%。

公司占伟巴斯特采购量的比例高达70%，同时也是阿文美驰、英纳法的供应商，在国内天窗密封条领域市场占有率已达到了60%以上。

3.3 公司已成功为北汽、华泰、广汽三菱等新车型整车密封条供货

国际汽车密封条生产商多为专业化的规模较大的企业，而国内市场已成多元化趋势，国有企业、民营企业和外资力量并存于市场上。

表 7:我国汽车密封条市场呈多元化

国内企业	外（合）资企业
贵航股份、重庆嘉轩、河北新华、浙江赛阳、 中鼎股份、厦门吉百	日本西川（上海、广州）、日本丰田（上海、 佛山）、天津星光（合资）、申雅密封（德国 麦兹勒与上汽合资）、北京万源（合资）、和 承汽配（

资料来源：东兴证券研究所

公司已成为北汽、华泰、广汽三菱等主机厂的一级供应商，通过前期1-2年的新车型同步开发，现在已开始为5款车型提供整车密封条。根据公司公告的重大在手订单来看，还有4款车型即将开始供货。其中北汽C50、C60车型是在北汽收购了萨博核心知识产权后，基于其9-3平台打造的自主开发的中高端车型。2014年全年北汽自主品牌销量超过30.9万辆，同比增加53.08%。

表 8:公司已为多款车型提供整车密封条

已经开始供货的车型	即将开始供货的车型
北汽 C31D、C30D、C50E、华泰 A25、广汽 三菱 3E45	北汽 C61X、北汽 B80V、北汽 C60F、北汽 B40V

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

作为与主机厂同步研发的一级供应商，前期投入比较大，而且对于整车配件，一般会

有年降指标, 指的是配件以每年 2-3 个百分点的速度降低其对主机厂的售价, 但因为配件厂此时已无额外投入, 故而可以坐享随新车销售而来的订单。未来公司可能会凭借在其产品优异的性能进入合资类车型市场, 业绩弹性大。

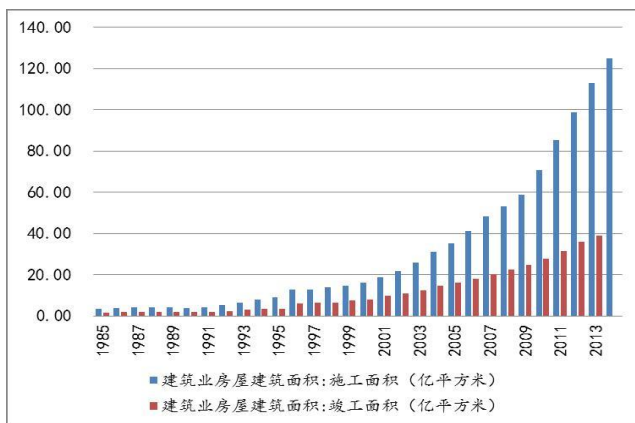
4. 公司产品还涉及建筑、航运等领域

4.1 建筑用密封条年需求超过 70 亿元, 公司产品替代提升空间大

随着我国城镇化建设的快速推进, 居民对住房面积和住宅私有化需求的增加, 房屋建筑面积稳定增长。2013 年, 我国建筑业房屋建筑面积已竣工部分达 38.9 亿平方米, 同比增速为 8.5%, 而同期施工面积达 113 亿平方米, 同比增速为 14.6%。

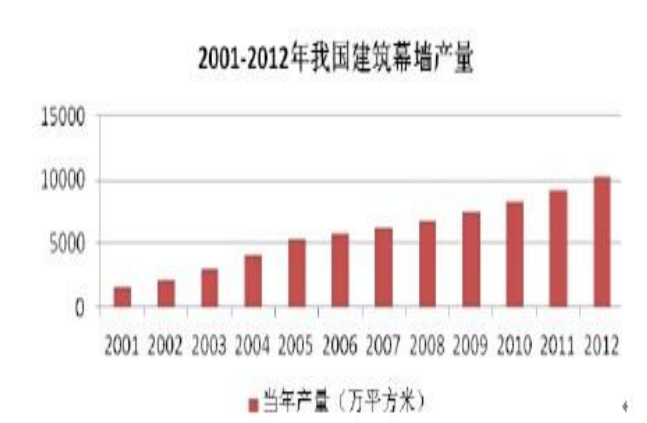
我国建筑幕墙的年产量从 2001 年的 1600 万平方米增至 2012 年的 10200 万平方米, 年均符合增长率达 18.34%, 已成为全球建筑幕墙第一生产大国。2012 年国内建筑幕墙行业工程总产值为 2200 亿元, 而根据“十二五”规划预计 2015 年国内建筑幕墙年工程总产值将超 4000 亿元, 市场空间还很大。

图 19:我国房屋建筑面积加速增长



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 20:我国幕墙产量稳定增长



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

根据门窗面积占建筑面积的 25%-30% 的比例以及每平方米门窗使用建筑密封条 5 米, 每平方米幕墙使用建筑密封条 4 米估算, 我国门窗密封条的年需求量约为 56-67 亿米, 幕墙密封条的年需求约为 7.4 亿米, 按照每米 1 元的价格, 建筑用密封条市场空间在 70 亿元。

公司的三元乙丙 (EPDM) 密封条价格适中、耐候性优异、经得起长期密封的考验, 已逐渐替代原有的廉价 PVC 密封条, 市场提升空间大。

表 9:EPDM 密封条性价比最高, 是国内目前使用的主流产品

材质	优点	缺点	今后趋势	定位
三元乙丙橡胶	耐候性优、耐高底温性	工艺复杂、不可回收	性价比最好, 正大规模	中高档

(EPDM)	优,良好的弹性和抗压 缩变形性		采用	18-25 元/kg
热塑性弹性体 (TPE、 TPO、TPR)	优良的抗臭氧及化学 介质耐候性好,物理性 能适中,色彩多样,拉 出定型性好,角位可热 力焊接	压缩变形、拉伸性能、 弹性不如 EPDM,成本 高	随着材料成本降低,市 场份额缓慢扩大	中高档 30-40 元/kg
硅橡胶	耐候性、耐高底温性、 耐臭氧老化、耐光老化 等性能优	原材料成本最高,强度 低	用在特殊场合	高档 45-50 元/kg
PVC	工艺简单,成本低,投 资少,着色性较好	弹性较差,耐老化性能 差	原大规模采用,现逐渐 淘汰	低档 10-20 元/kg

资料来源：东兴证券研究所

目前,国内市场上密封条厂家约有 120 家以上,质量良莠不齐。公司通过自主研发高档门窗幕墙密封系统胶条设计技术,可以根据客户的需求和具体的门窗幕墙结构及其使用状况,自行进行胶条结构设计,而其他业内企业通常只能根据客户提供的图纸进行加工,缺乏自主设计能力。

4.2 航运业景气度企稳,未来公司航运产品业绩稳定

航运业密封条是公司的传统业务,产品包括船舱盖密封条和集装箱密封条。

公司是全球第一大船舶舱盖生产企业麦基嘉公司的唯一橡胶密封件供应商,全球市场占有率第一,份额超过 60%。

公司在集装箱密封条市场占有率超过 50%,中集集团、胜狮集团、新华昌集团、东方国际集团、马士基工业和进道集团都是公司客户,这六家集装箱制造企业产量占全球产量的 95%以上。

图 21:全球及中国造船订单情况有所好转

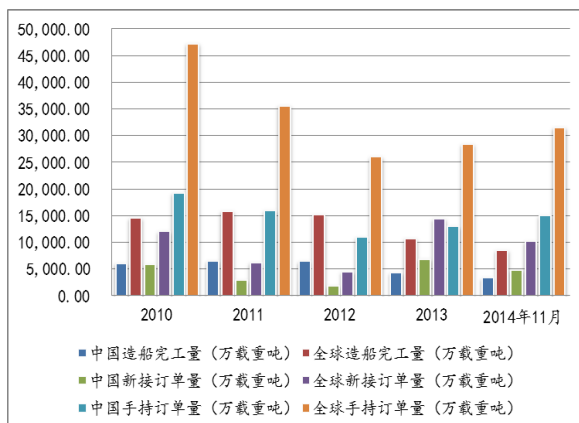
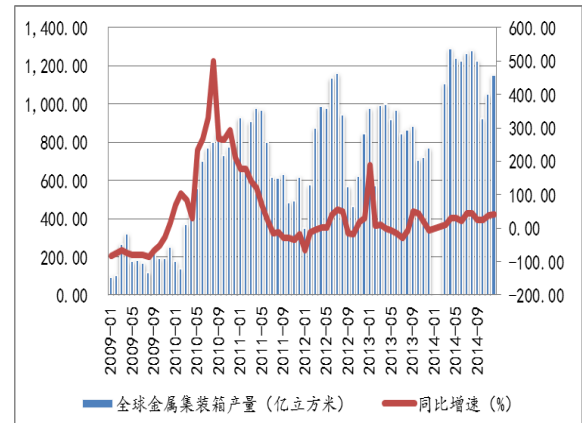


图 22:全球集装箱产量增速稳定



资料来源：WIND，东兴证券研究所

资料来源：WIND，东兴证券研究所

受 2008 年金融危机影响，全球航运业一直处于低迷，造船业产能过剩，集装箱产销量也跌入谷底，导致公司航运用产品受到影响。随着国际贸易有所回暖，2014 年全球金属集装箱产量每月均在一千亿立方米以上，同比涨幅在 20% 以上。全球及中国的造船业完工量和新接订单同比均有所下降，但是造船企业的手持订单同比有所上升，预计可以满足造船厂未来两年的生产。

除了航运方面，随着我国和周边国家铁路运输一体化的发展，铁路用集装箱的未来增长也可期待。2014 年，中国铁路总公司全年共开行中欧班列 308 列，发送集装箱 26070 标准箱，较上年同期多开 228 列，增长 285%。预计 2015 年，铁总将会进一步完善中欧班列境外运营网络，提高服务组织能力。

5. 原材料下跌将有效提升公司销售毛利率

5.1 公司主要原材料三元乙丙橡胶国内产能扩张 10 倍以上

三元乙丙橡胶产能主要集中在北美（美国）、西欧和亚洲（日本、韩国）等国家地区的几大生产商朗盛、埃克森美孚、陶氏、锦湖、狮子、埃尼、三井手中，合计产能 115.5 万吨/年，占全球总产能的 84%。而国内三元乙丙橡胶只有中石油吉林石化公司的两条生产线，总产能为 4.5 万吨/年，但实际产量仅在 2 万吨/年左右。

表 10:全球三元乙丙橡胶产能统计

生产企业	装置所在地	产能(万吨/年)	占现有全球总产能比例	计划新增产能(万吨)	新产能所在地	新产能预计投产时间
朗盛	德国、美国、荷兰、巴西	34	24.64%	16	中国常州	2015 年
埃克森美孚	美国、法国	26.5	19.20%			
陶氏	美国	14	10.14%			
锦湖	韩国	14	10.14%			
狮子	美国	11	7.97%			
埃尼	意大利	8.5	6.16%			
三井	日本	7.5	5.43%	7.5	上海（中石化三井弹性体）	2014 年
JSR	日本	6	4.35%	6	韩国丽水	2014 年
吉林石化	中国	4.5	3.26%			

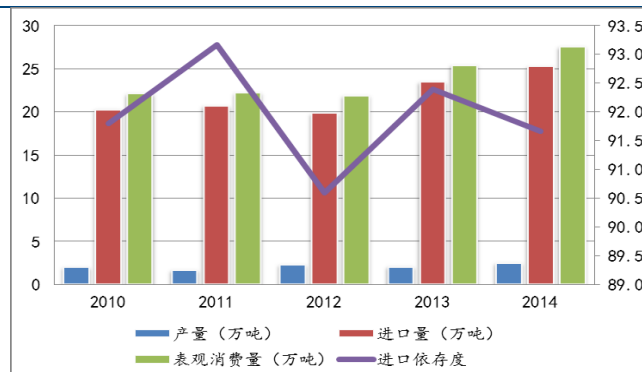
SK	韩国	4	2.90%	5	中国宁波	2014年
住友	日本	4	2.90%			
Nizhekamsknetekhim	俄罗斯	3	2.17%			
Herdilla	印度	1	0.72%			
合计		138		34.5		

资料来源：隆众网，东兴证券研究所

国内产能缺失导致国内厂家基本依靠进口胶，近5年来进口依存度都在90%以上。自2012年开始，随着我国经济回暖，汽车、建筑等行业进入快速发展期，明显拉动了三元乙丙橡胶市场需求量上升，也大大增加了中国乙丙橡胶的投资热潮。据不完全统计，仅计划2014-2015年投产的新产能就有67.5万吨（除表中已列出外，还有山东天弘化学9万吨、中国万达集团9万吨、山东玉皇化工5万吨、延长石油集团6万吨），占已存产能的49%。其中将在国内投产的新产能为61.5万吨，是国内原有产能的13倍多。

2014年我国三元乙丙橡胶的表观消费量为27.6万吨，全球三元乙丙橡胶的表观消费量为135万吨。短时间内国内大量产能的集中投产将导致供需结构改变，冲击三元乙丙橡胶价格。

图 23: 2014年三元乙丙橡胶产量、表观消费量、进口量



资料来源：隆众网，东兴证券研究所

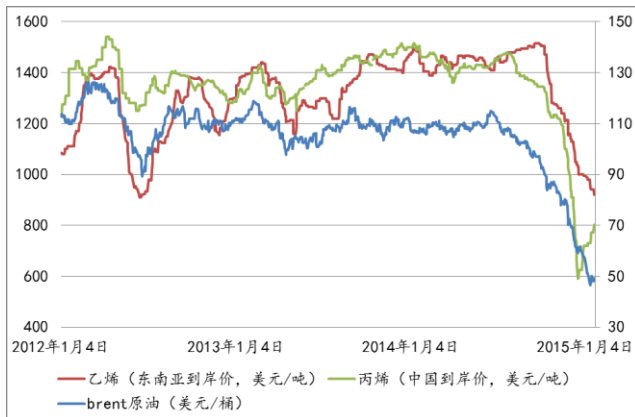
5.2 三元乙丙胶、炭黑、加工油受原油暴跌价格下行压力大

2014年由于页岩油的大力发展，美国原油产量屡创新高，OPEC原油拒不减产，再加上全世界石油需求放缓，导致国际原油供需严重失衡，国际油价从7月的每桶115美元开始呈断崖式下跌，目前跌至48.52美元/桶，已创6年油价新低，累计跌幅达57.8%。

国际油价的持续下跌也拖累了大宗商品及多数化工品的价格。同时期内，乙烯（东南亚到岸价）由1445美元/吨跌至目前的920美元/吨，跌幅达36.3%；而丙烯（中国

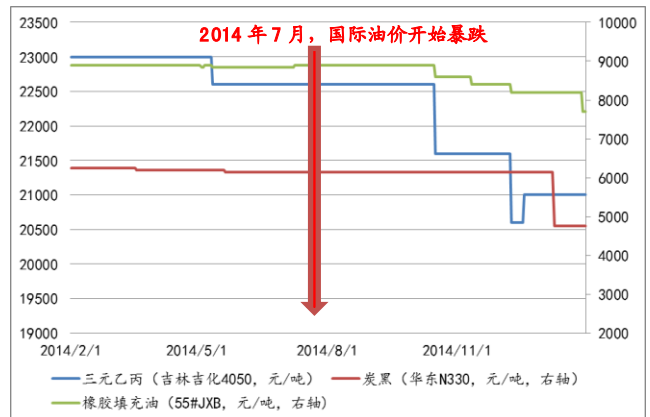
到岸价) 由 1475 美元/吨跌至目前的 802 美元/吨, 跌幅达 45.6%, 期间更是一度跌至 590 美元/吨。

图 24: 乙烯、丙烯价格随原油价格暴跌



资料来源: 隆众网, 东兴证券研究所

图 25: 三元乙丙生胶、炭黑、加工油近期价格均开始下行



资料来源: 东兴证券研究所

我们认为, 2015 年国际原油供给宽松的态势仍将持续, 而世界原油需求, 尤其是中国需求并没有显著增强的趋势, 所以油价下行的压力依然很大。另外, 美元走强进入升至周期, 长期利空国际油价。因此我们认为 2015 年国际油价将保持低位, 布伦特原油年均价在 50-70 美元/桶。

从图中可以看到, 公司产品的主要原材料三元乙丙橡胶、炭黑、加工油受到原油暴跌的影响虽较为滞后, 但价格已开始下行, 其中三元乙丙橡胶跌幅为 7%, 炭黑跌幅为 23%, 加工油跌幅为 13%。我们预计 2015 年公司产品三种主要原材料均将受低位油价的影响有较大幅度的下跌。

5.3 公司闭口订单占六成, 大大受益于原材料价格下跌

公司产品按定价方式不同可分为工程类、车辆类和商品类, 其中工程类和车辆类都是采取闭口订单模式, 即一旦售价确定就不再改变, 所以这两类产品在生产时若原材料价格下跌, 将有效提升其产品毛利率, 受益于原材料价格下跌。

表 11: 公司闭口订单产品占比大, 且将受益于原材料价格下跌

产品类别	毛利占比 (%)	产品名称	定价方式	是否受益于原材料下跌
工程类	64.51	盾构隧道止水橡胶密封件	产品按中标价格定价, 一旦确定不再改变, 交货周期长 (1-3 年)	闭口订单产品将受益于原材料价格下跌: 定价时原材料价格处于高位, 而生产交货时使用的原材料价格已降低, 将有效提升产品毛利率。
		轨道减震橡胶密封部件		
车辆类	64.51	轨道车辆橡胶密封件	车型研发时已确定配套密封件价格, 同一车型价格确定后不再改变	闭口订单产品将受益于原材料价格下跌: 定价时原材料价格处于高位, 而生产交货时使用的原材料价格已降低, 将有效提升产品毛利率。
		汽车橡胶密封条		

商品类	34.93	船用舱盖橡胶密封件 集装箱橡胶部件 建筑橡胶密封条	产销周期较短，定价根据原材料价格变动进行调整，调整频率为每季度或每年度	开口订单产品售价将受到原材料价格下跌影响，但由于产品下游对产品价格不敏感，因此毛利率受到不好影响的概率不大。
-----	-------	---------------------------------	-------------------------------------	--

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们拆解了一下公司产品的生产成本，假设原材料占生产成本的比例为 70%，三元乙丙生胶、炭黑、加工油占原材料的比例分别为 40%、37%、23%，采用 2014 年各原材料均价以及 2014 年上半年产品综合毛利率反推产品平均售价。假设开口订单的售价和成本不随原材料的价格变化，那么**原材料价格下降 1%、5%、10%，由闭口订单定价方式带来的综合毛利率提升分别为 0.43、2.14、4.67 个百分点。**

表 12: 公司产品生产成本拆解

	占生产成本比例	2014 年均价（元/吨）	-1%	-5%	-10%
三元乙丙橡胶	28%	22300	22077	21185	19869
炭黑	26%	6100	6039	5795	5435
加工油	16%	8700	8613	8265	7752
原材料成本（元/吨）	70%	13178	13046	12519	11742
生产成本（元/吨）	100%	18826	18637	17884	16774
产品平均售价（元/吨）		26385	26385	26385	26385
综合毛利率		28.65%	29.08%	30.79%	33.32%

资料来源：东兴证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

表 13: 公司主要产品市场情况总结

分类	市场空间	市场占有率	毛利率	发展趋势	下游客户
轨道交通	盾构隧道止水： 3.6 亿元	40%-45%			中国中铁、中国铁建、中国建筑
	轨道减振件：23 亿元	份额较小	33%-37%	即将迎来国内高铁、地铁集中修建、通车高峰，公司通过较高的市场份额，获得核心业绩增长	中国中铁、中国铁建、中国建筑
	轨道车辆密封条：3 亿元	60%以上			中国南车、中国北车、庞巴迪
汽车	超过百亿	天窗密封条：60%以上 整车：刚刚进入	22%-25%	天窗密封条业务市场份额大，业绩稳步增长；整车密封条实现突破，业绩弹性巨大	伟巴斯特、英纳法、阿文美驰 北汽、华泰、广汽三菱

航运	集装箱密封条: 2 亿元	50%以上	20%-23%	下游集装箱业务回暖, 造船业有所复苏, 未来两年业绩将保持稳定	中集集团、胜狮集团、新华昌集团等
	船舱盖密封条: 1 亿元	60%			麦基嘉
建筑	超过 70 亿元	份额较小	26%-27%	目前市场份额较小, 未来通过 EPDM 密封条替代, 提升空间大	江河幕墙、沈阳远大、金螳螂、旭格等

资料来源: 东兴证券研究所

公司是轨道交通领域密封止水橡胶件的绝对龙头, 产品参与从地铁、高铁线路的铺设到后期车辆设备投入的全进程, 完整受益于我国轨道交通的高速发展。公司也已进入整车密封条市场, 前期投入将获得充分回报, 公司还在不断开拓中高端合资主机厂客户, 将为公司带来高弹性收益。另外, 预计 2015 年公司各主要原材料价格将会下跌, 占公司总毛利六成以上的闭口订单将大大受益于此, 有效提升公司综合毛利率。我们预计公司 2014 年-2016 年营业收入分别为 7.70 亿元、9.76 亿元和 12.07 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 0.82 元、1.11 亿元和 1.50 亿元; 每股收益分别为 0.62 元 0.83 元和 1.13 元, 对应 PE 分别为 32.21、23.79 和 17.58, 维持公司“强烈推荐”投资评级。

表 14：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				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	706	534	646	815	1002	营业收入	549	643	770	976	1207
货币资金	376	113	154	195	241	营业成本	406	468	553	694	845
应收账款	243	304	359	455	562	营业税金及附加	3	3	4	5	6
其他应收款	6	8	10	12	15	营业费用	19	25	32	41	53
预付款项	5	4	2	0	-2	管理费用	41	55	73	93	112
存货	76	105	121	152	185	财务费用	6	3	1	1	1
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	3.86	4.98	6.00	7.00	7.00
非流动资产合计	164	273	270	269	267	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	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
固定资产	125	182	257	258	256	营业利润	70	84	101	136	183
无形资产	11	11	10	8	7	营业外收入	5.98	2.25	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1	0	0	0	0	营业外支出	2.87	3.60	0.00	0.00	0.00
资产总计	871	807	916	1084	1269	利润总额	73	82	101	136	183
流动负债合计	257	140	186	269	339	所得税	13	14	17	23	31
短期借款	135	0	25	69	98	净利润	60	68	84	113	152
应付账款	104	124	144	181	220	少数股东损益	1	1	2	2	2
预收款项	3	4	5	7	10	归属母公司净利润	59	68	82	111	150
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	99	112	130	168	216
非流动负债合计	9	8	8	8	8	EPS (元)	0.98	0.51	0.62	0.83	1.13
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	265	148	194	276	347	成长能力					
少数股东权益	10	9	11	12	14	营业收入增长	-12.0%	17.2%	19.8%	26.7%	23.7%
实收资本(或股	67	133	133	133	133	营业利润增长	8.9%	19.7%	20.5%	34.8%	34.8%
资本公积	293	226	226	226	226	归属于母公司净利润	12.2%	14.2%	22.4%	34.8%	34.8%
未分配利润	214	259	288	327	380	获利能力					
归属母公司股东	596	650	711	795	908	毛利率(%)	26%	27%	28%	29%	30%
负债和所有者权	871	807	916	1084	1269	净利率(%)	11%	11%	11%	12%	13%
现金流量表						偿债能力					
单位：百万元						总资产净利润(%)	7%	8%	9%	10%	12%
						ROE(%)	10%	10%	12%	14%	17%
经营活动现金流	49	20	69	3	63	运营能力					
净利润	60	68	84	0	113	总资产周转率	0.79	0.77	0.89	0.98	1.03
折旧摊销	23	25	28	0	31	应收账款周转率	3	2	2	2	2
财务费用	6	3	1	-1	1	应付账款周转率	6.13	5.64	5.74	6.01	6.03
应付帐款的变化	0	0	20	37	39	每股指标(元)					
预收帐款的变化	0	0	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.98	0.51	0.62	0.83	1.13
投资活动现金流	-37	-123	-31	-37	-37	每股净现金流(最新	4.07	-1.96	0.31	0.31	0.35
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	8.93	4.87	5.34	5.96	6.81
长期投资	0	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	0	0	0	0	0	P/E	20.24	38.90	32.21	23.79	17.58
筹资活动现金流	260	-158	3	15	-10	P/B	2.22	4.07	3.72	3.33	2.91
短期借款	135	0	25	69	98	EV/EBITDA	10.90	22.64	19.37	15.02	11.56
长期借款	0	0	0	0	0						
普通股增加	17	67	0	0	0						
资本公积增加	277	-67	0	0	0						
现金净增加额	271	-261	41	-19	16						

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

王逸萌

美国密歇根州立大学化学博士，2014年6月加入东兴证券，从事基础化工方面研究工作。

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。