

拓普集团 (601689)

国内领先的汽车NVH零部件系统集成供应商

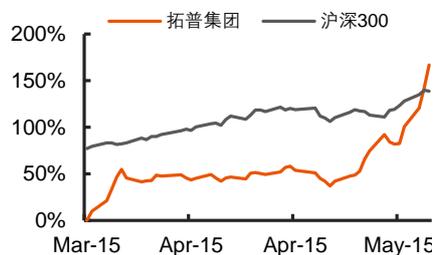
推荐 (首次)

现价: 43.70 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.tuopu.com
大股东/持股	迈科国际控股(香港)/73.70%
实际控制人/持股	邬建树/%
总股本(百万股)	649
流通 A 股(百万股)	129
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	283.66
流通 A 股市值(亿元)	56.42
每股净资产(元)	4.56
资产负债率(%)	19.40

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

余兵 投资资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@pingan.com.cn

王德安 投资资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **消费者对整车舒适性愈发重视, NVH 零部件供应商迎来春天。**随着我国汽车消费者用车经验逐渐丰富, 对汽车的考量正从空间、性能等客观指标向舒适性、质感、便利性等主观指标倾斜, 对整车 NVH 性能的关注度越来越高。国内优秀的 NVH 零部件供应商不仅能利用自身技术积累帮助自主车企提升汽车品质, 更具备较强的综合实力替代进口和外资品牌, 加速合资车企在 NVH 领域的国产化进程。
- **募投项目 2015 年投产, 市场份额有望快速提升。**拓普集团具备 NVH 整车同步研发能力和系统集成能力, 不仅为上海通用等国内合资品牌供货, 更进入通用汽车的全球采购体系。目前公司客户集中度较高, 国内市场占有率 5% 左右, 募投项目的投产将大大增加公司接单能力。我们看好公司借助技术优势不断开拓新客户和新市场, 预计未来市场份额有望大幅提升。
- **对标竞争对手, 并购预期较强。**国内汽车 NVH 零部件企业中, 拓普集团、中鼎股份和南车时代新材占据主要市场份额。中鼎股份拟收购德国 WEGU 为整车厂商提供高端减震橡胶产品; 时代新材收购采埃孚旗下 BOGE 橡塑业务, 加强汽车减震业务。我们认为公司具有较强的并购预期, 以快速加强高端和海外市场的业务能力, 保持竞争优势。
- **电子真空泵业务不容小视。**受益于涡轮增压渗透率的提升以及新能源汽车的推广, 汽车电子真空泵将保持旺盛的市场需求, 市场容量接近百亿元。目前国内以进口产品为主, 单价相对较高。公司主动发力电子真空泵业务, 发展势头良好, 未来有望成为重要的业绩增长点。
- **投资建议:** 随着消费者对汽车质感和舒适性愈发重视, 整车厂将在 NVH 领域不断加大投入, 拓普集团有望凭借积累的技术优势和同步研发经验获得更多订单, 快速提升市场份额。另外, 公司电子真空泵业务发展迅速且市场空间较大, 有望成为未来新的业绩增长点。预计 2015—2017 年的 EPS 分别为 0.88 元/1.05 元/1.22 元, 首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 1. 募投项目进度不达预期; 2. 汽车行业销量增速低于预期; 3. 新客户拓展低于预期。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,309	2,737	4,123	4,602	5,090
YoY(%)	23.1	18.5	50.6	11.6	10.6
净利润(百万元)	339	399	569	680	794
YoY(%)	39.5	17.5	42.6	19.5	16.7
毛利率(%)	31.0	29.5	29.2	29.8	30.3
净利率(%)	14.8	14.6	13.8	14.8	15.6
ROE(%)	23.4	26.6	33.3	31.4	29.4
EPS(摊薄/元)	0.52	0.61	0.88	1.05	1.22
P/E(倍)	83.6	71.1	49.8	41.7	35.7
P/B(倍)	19.7	19.2	9.0	7.9	6.9

正文目录

一、投资逻辑：国内领先的汽车 NVH 零部件系统集成供应商	4
二、行业机遇：消费者对整车 NVH 性能愈发重视	4
三、公司业务：准备充分，市场份额有望快速提升	6
3.1 近年来业绩平稳增长	7
3.2 同步研发能力强，客户认可度高	8
3.3 客户资源集中，市场份额提升空间大	9
3.4 募投项目：增强接单能力，提升生产效率	9
3.5 并购预期较强	11
3.6 电子真空泵业务不容小视	11
四、投资建议	12
五、风险提示	12

图表目录

图表 1	2015 年消费者购车关注度	5
图表 2	2015 年消费者对舒适性各细项指标关注度	5
图表 3	2015 年舒适性各细项指标得分	5
图表 4	公司主营产品	6
图表 5	汽车橡胶减震产品	6
图表 6	汽车隔音产品	7
图表 7	公司历年收入及净利润情况 单位：亿元	7
图表 8	公司历年盈利能力情况	7
图表 9	公司毛利润构成 单位：亿元	8
图表 10	公司主营产品毛利率情况 单位：%	8
图表 11	2013—2014 年公司获得客户颁发的重要奖项	8
图表 12	2015—2017 年公司同步研发项目新增订单预测 单位：万元	9
图表 13	公司对应产品的国内市场容量及其预测 单位：亿元	9
图表 14	公司对应产品的国内市场占有率 单位：亿元	9
图表 15	募投项目生产计划表 单位：万套	10
图表 16	募投项目达产前后营业收入和净利润情况 单位：万元	10
图表 17	流程化生产模式和单元化生产模式在生产组织方式上的对比	10
图表 18	汽车电子真空泵	11

一、投资逻辑：国内领先的汽车 NVH 零部件系统集成供应商

拓普集团是国内领先的汽车 NVH 零部件系统集成供应商,为国内外多家知名的汽车制造商配套 NVH 橡胶减震产品和隔音产品。随着消费者对汽车质感和舒适性愈发重视,整车厂将在 NVH 领域不断加大投入,拓普集团有望凭借积累的技术优势和同步研发经验获得更多订单,快速提升市场份额。另外,公司电子真空泵业务发展迅速且市场空间较大,有望成为未来新的业绩增长点。

1. **消费者对整车舒适性愈发重视, NVH 零部件供应商迎来春天。**随着我国汽车消费者用车经验逐渐丰富,对汽车的考量正从空间、性能等客观指标向舒适性、质感、便利性等主观指标倾斜,对整车 NVH 性能的关注度越来越高。整车厂也将在 NVH 领域投入更多资源,以迎合消费者的口味。国内优秀的 NVH 零部件供应商不仅能利用自身技术积累帮助自主车企提升汽车品质,更具备较强的综合实力替代进口和外资品牌,加速合资车企在 NVH 领域的国产化进程,面临广阔的发展空间。
2. **募投项目 2015 年投产,市场份额有望快速提升。**拓普集团具备 NVH 整车同步研发能力和系统集成能力,不仅为上海通用等国内合资品牌供货,更进入通用汽车的全球采购体系。目前公司客户集中度较高,国内市场占有率 5%左右,募投项目的投产将大大增加公司接单能力。我们看好公司借助技术优势不断开拓新客户和新市场,预计未来市场份额有望大幅提升。
3. **对标竞争对手,并购预期较强。**国内汽车 NVH 零部件企业中,拓普集团、中鼎股份和南车时代新材占据主要市场份额。中鼎股份拟收购德国 WEGU 为整车厂商提供高端减震橡胶产品;时代新材收购埃孚旗下 BOGE 橡塑业务,加强汽车减震业务。面对竞争对手的并购动作,我们认为公司具有较强的并购预期,以快速加强高端和海外市场的业务能力,保持竞争优势。
4. **电子真空泵业务不容小视。**受益于涡轮增压渗透率的提升以及新能源汽车的推广,汽车电子真空泵将保持旺盛的市场需求,市场容量接近百亿元。目前国内市场以进口产品为主,单价相对较高。公司主动发力电子真空泵业务,于 2011 年成立拓扑智能刹车,发展势头良好,未来有望成为重要的业绩增长点。

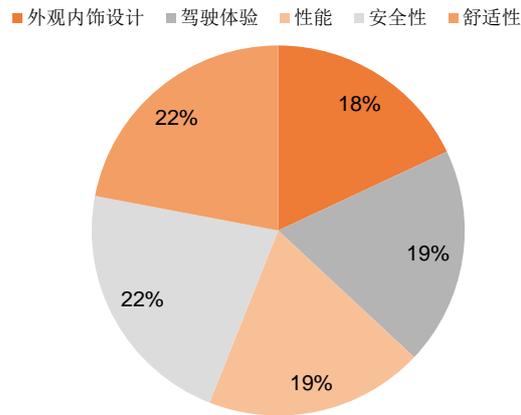
二、行业机遇：消费者对整车 NVH 性能愈发重视

NVH 是噪声、振动与声振粗糙度 (Noise、Vibration、Harshness) 的英文缩写,是衡量汽车质量的重要指标,涉及动力总成、底盘、车身等多个子系统及各系统间的匹配关系。NVH 主要反应汽车的驾乘舒适性和平顺性,是从技术角度对整车“质感”的定义。

根据中国汽车行业客户满意度调研结果,2015 年消费者对汽车舒适性的关注度为 22%,与安全性并列第一,高于外观内饰设计、驾驶体验和性能;针对舒适性各细项指标,消费者较 2014 年更加关注车辆噪声、减震效果、舒适性配置;在舒适性各细项指标的评分中,车辆噪声、减震效果、舒适性配置的得分明显偏低。

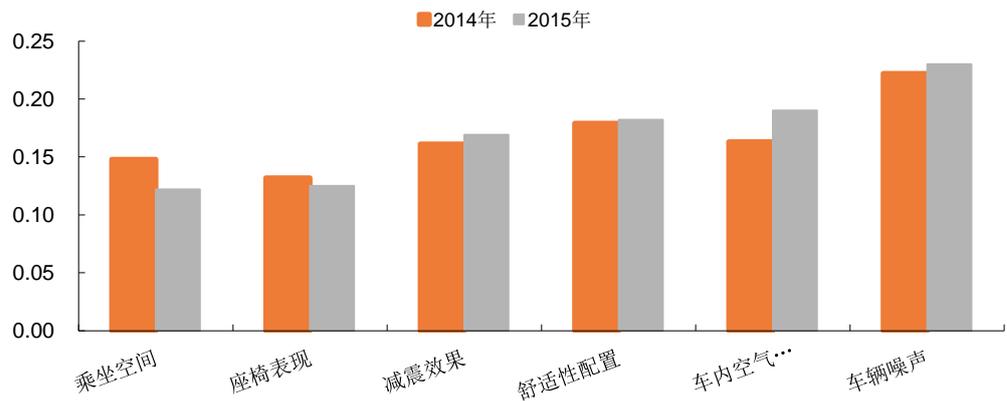
我们认为消费者过去较为关注的空间、性能等客观指标已在现有车型中体现较为充分,舒适性、质感、便利性等主观指标愈发得到重视,对购车决定的影响也将越来越大。无论合资品牌还是自主品牌都需要在 NVH 领域进一步加大投入,以满足消费者需求。国内优秀的 NVH 零部件供应商不仅能利用自身技术积累帮助自主车企提升汽车品质,更具备较强的综合实力替代进口和外资品牌,加速合资车企在 NVH 领域的国产化进程,面临广阔的发展空间。

图表1 2015年消费者购车关注度



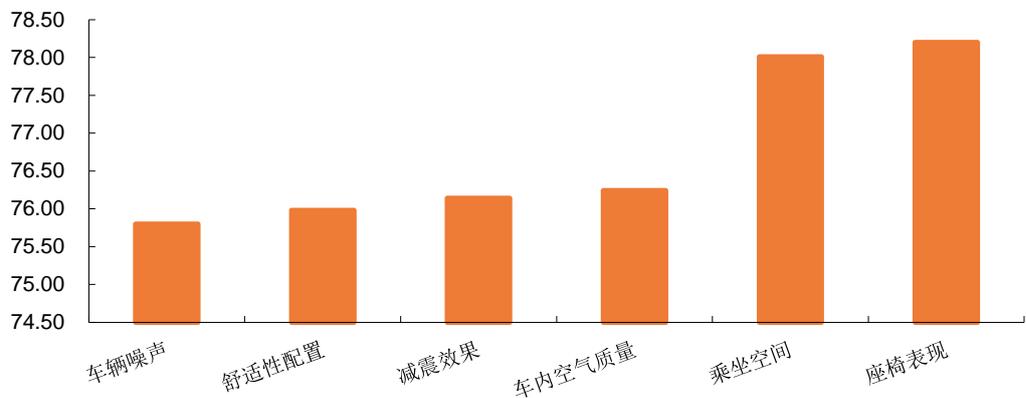
资料来源:中国汽车报网

图表2 2015年消费者对舒适性各细项指标关注度



资料来源:中国汽车报网

图表3 2015年舒适性各细项指标得分



资料来源:中国汽车报网

三、 公司业务：募投项目 2015 年投产，市场份额有望快速提升

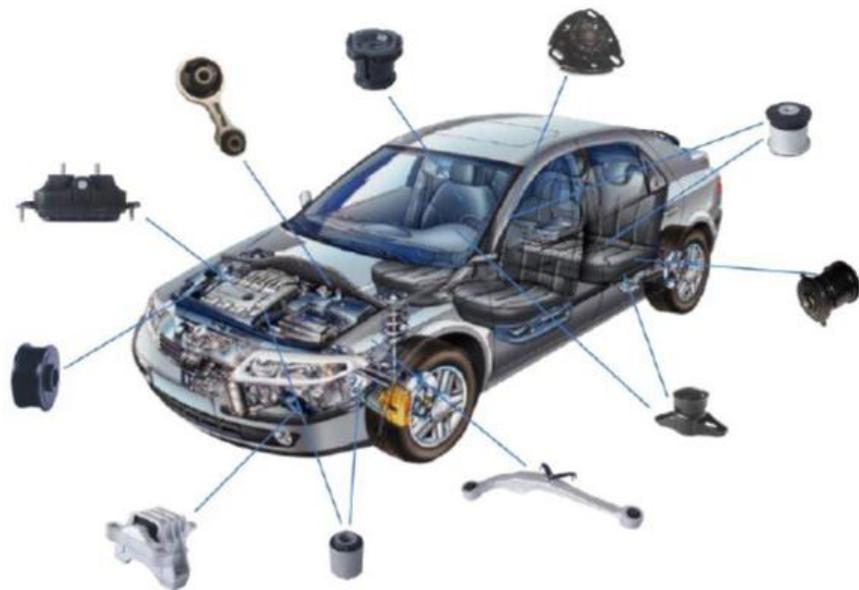
拓普集团致力于汽车 NVH 领域橡胶减震产品和隔音产品的研发、生产与销售，具备 NVH 整车同步研发能力和系统集成能力，不仅为上海通用、长安福特等国内合资品牌供货，更进入通用和克莱斯勒的全球采购体系。近年来公司业绩平稳增长，客户质地优良且集中度较高，国内市场占有率 5% 左右，募投项目的投产将大大增加公司接单能力。考虑到两大竞争对手均通过海外并购向高端突破，我们看好公司借助技术优势和并购重组开拓新客户和新市场，未来市场份额有望大幅提升。

图表4 公司主营产品

产品类别	产品分类	典型产品名称
汽车橡胶减震产品	扭震	扭震
	悬置	发动机悬置、变速箱悬置
	衬套	拉杆衬套、副车架衬套、传动轴衬套、悬架衬套等
汽车隔音产品		前围板、行李箱隔板、顶棚、主地毯等

资料来源: 公司公告

图表5 汽车橡胶减震产品



资料来源: 公司招股说明书

图表6 汽车隔音产品

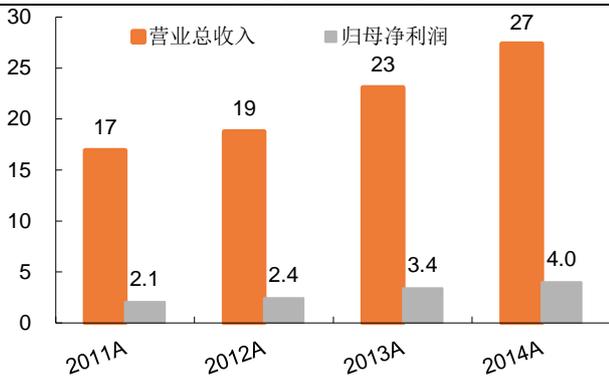


资料来源:公司招股说明书

3.1 近年来业绩平稳增长

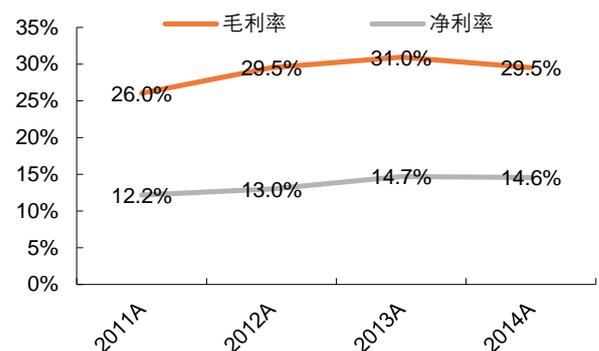
近三年公司收入、净利润复合增长率分别为 17.4%、24.7%，2014 年公司实现收入 27 亿，净利润 4 亿，近年来公司一直维持着比较稳定的盈利能力：毛利率 30%左右（其中橡胶减震产品毛利率 33.3%，隔音产品毛利率 23.4%），公司综合净利率 14.6%。

图表7 公司历年收入及净利润情况 单位：亿元



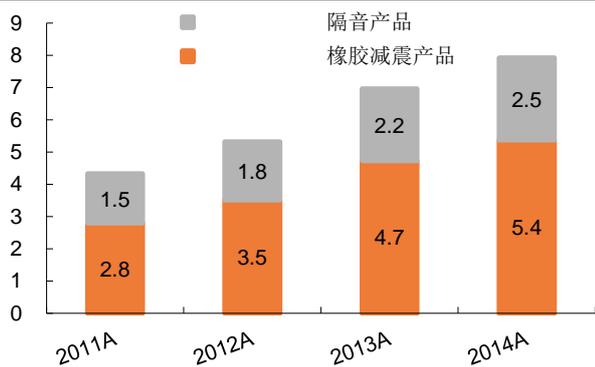
资料来源:公司公告

图表8 公司历年盈利能力情况



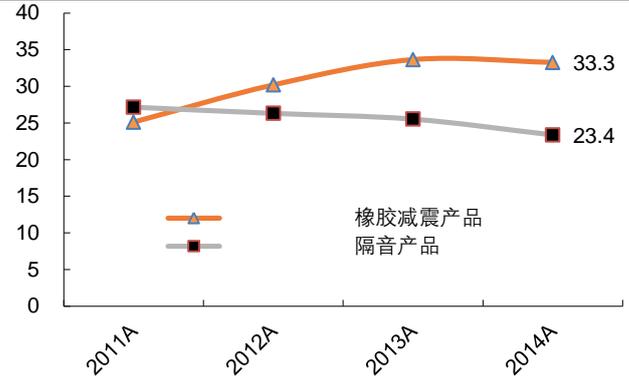
资料来源:公司公告

图表9 公司毛利润构成 单位：亿元



资料来源：公司公告

图表10 公司主营产品毛利率情况 单位：%



资料来源：公司公告

3.2 同步研发能力强，客户认可度高

公司目前在汽车 NVH 领域的研发能力已符合多家全球知名汽车制造商的技术指标要求，是国内领先的具备整车同步研发能力的 NVH 零部件系统集成供应商，也是较早进入全球整车配套零部件采购体系的自主品牌汽车零部件生产企业，先后参与了多家全球知名汽车制造商的同步研发，并获得了客户的高度认可。

同步研发不仅能提高产品结构中配套于新车型的比例，使利润水平相对稳定，而且能与整车企业建立长期、稳定的客户关系，是公司业务持续增长的重要动力。目前，公司有超半数的订单通过同步研发项目获取。其中，OEM 市场订单大部分是基于同步研发项目获取。预计未来 3 年同步研发项目为公司带来新增订单的金额分别高达 11.1 亿元、17.1 亿元和 16.4 亿元。

图表11 2013—2014 年公司获得客户颁发的重要奖项

名称	颁发单位
2013 年锐意进取奖	上海通用北盛
2013 年精益体系奖	上海通用东岳
2013 年度 SGM 供应商“优秀实验室”	上海通用
2013 GM 供应商质量优秀奖	北美通用
2013 年度优秀供应商奖	吉利控股
2013 年度先进供应商	东风柳州
2013 年技术进步奖	上海通用
2014 年 GM 供应商质量优秀奖	北美通用
2014 年 GM 供应商金奖	北美通用
2014 年度优质供应商提名奖	菲亚特克莱斯勒
2014 先进供应商	东风柳州
2014 优秀响应奖	比亚迪
产品开发奖	一汽轿车

资料来源：公司招股说明书

图表12 2015—2017年公司同步研发项目新增订单预测 单位：万元

	2015E	2016E	2017E
橡胶减震产品	55,073	89,100	80,254
隔音产品	55,501	82,332	84,171
合计	110,573	171,432	164,425

资料来源:公司招股说明书

3.3 客户资源集中，市场份额提升空间大

客户资源优质且较为集中。2012-2014年，公司前五大客户较为稳定且质地优良，均为上海通用、吉利汽车、上汽通用五菱、长安福特和摩比斯（北美），收入占主营业务比重分别为52.41%、53.22%和55.60%。分产品来看，橡胶减震产品前五大客户占主营业务收入的比重分别为34.82%、34.26%和35.32%，隔音产品前五大客户收入占主营业务收入的比重分别为93.88%、93.52%和95.30%，客户集中度均较高。

市场份额增长迅速，提升空间大。2012-2014年，公司NVH橡胶减震产品在境内的市场份额由3.66%快速提升至4.76%，隔音产品由3.75%迅速提升至5.07%。我们认为公司市场份额未来仍有望快速提升，主要基于：1. 前5大客户中，上海通用、上汽通用五菱、吉利汽车以及长安福特的销量增速大概率好于行业平均水平；2. 募投项目投产大大增强公司接单能力，并已重点持续开发长安福特、一汽大众和神龙汽车；3. 利用部分产品同步研发与整车厂建立的长期、稳定的合作关系，有望实现其他产品的配套销售。

图表13 公司对应产品的国内市场容量及其预测 单位：亿元

NVH 橡胶减震产品	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
总金额	125.54	129.56	142.32	164.75	175.65	202.95
其中：乘用车	100.32	106.8	120.3	139.05	152.79	169.12
隔音产品	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
总金额	178.04	177.93	182.24	205.33	214.63	253.32
其中：乘用车	142.6	147.3	154.52	176.73	189.7	209.51

资料来源：公司公告

图表14 公司对应产品的国内市场占有率

	2012年	2013年	2014年
NVH 橡胶减震产品	3.66%	4.32%	4.76%
隔音产品	3.75%	4.25%	5.07%

资料来源：公司公告

3.4 募投项目：增强接单能力，提升生产效率

公司本次发行募集资金将投资于“年产260万套汽车减震器项目”和“年产80万套隔音件项目”两个项目。项目于2013年开工建设，并计划于2017年实现100%达产。项目投产后，一方面公司橡胶减震产品和隔音产品的产能较2014年度将分别增长98.11%和63.49%，另一方面募投项目将采用效率更高、更加灵活的单元化生产模式，与原有的流程化生产模式相比，具有以下特点：

1. 生产设备自动化程度高,有效提升生产效率,减少员工数量;
2. 缩短物料运输路线和生产准备时间,提高物流效率;
3. 管理效率提升,大幅降低管理成本,响应迅速;
4. 产品质量大幅提升,废品率大幅降低;
5. 可形成规模响应,降低单位生产成本;
6. 总体能源消耗成本节约 25%。

图表15 募投项目生产计划表

单位:万套

	2015年	2016年	2017年及以后
NVH 橡胶减震产品	156	208	260
隔音产品	48	64	80
负荷	60%	80%	100%

资料来源:公司公告

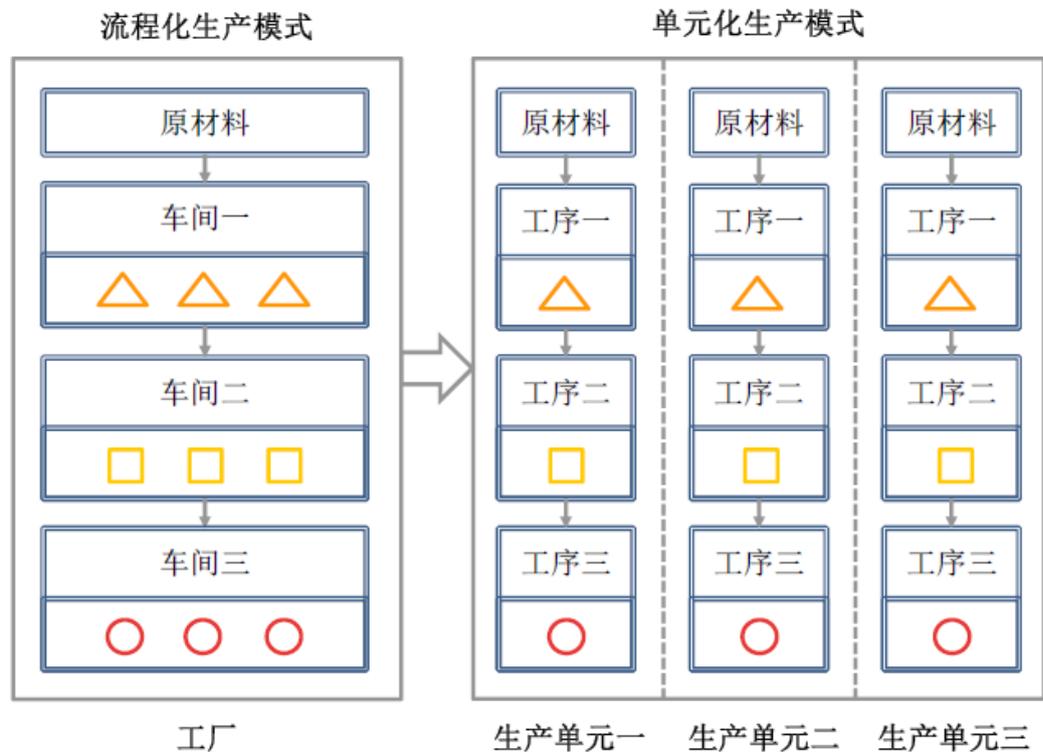
图表16 募投项目达产前后营业收入和净利润预测

单位:万元

NVH 橡胶减震产品	2015E	2016E	2017年及以后
营业收入	92,574	123,431	154,289
净利润	9,787	16,198	22,608
隔音产品	2015E	2016E	2017年及以后
营业收入	45,696	60,928	76,160
净利润	2,855	5,545	8,238

资料来源:公司公告

图表17 流程化生产模式和单元化生产模式在生产组织方式上的对比



资料来源:公司招股说明书 注:图中符号代表不同车间中的一个班组

3.5 对比竞争对手，并购预期较强

国内汽车 NVH 零部件企业中，拓普集团、中鼎股份和南车时代新材占据主要市场份额。中鼎股份拟收购德国 WEGU 100%股权，推进“高端化”和“全球化”的整体战略；时代新材完成对采埃孚旗下 BOGE 橡胶与塑料业务的收购，强势进入汽车 NVH 市场。面对竞争对手积极的并购动作，我们认为公司具有较强的并购预期，以快速加强高端和海外市场的业务能力，保持竞争优势。

中鼎股份拟通过非公开发行收购 WEGU Holding 100%的股权，交易价格约为 6.3 亿元。WEGU 在抗震降噪领域处于行业领先地位，产品主要覆盖大众、宝马、奔驰、奥迪等整车制造商的中高端车型。收购和整合 WEGU 将进一步丰富中鼎的产品系列，与其现有产品形成协同效应，为整车厂商提供高端减震降噪橡胶产品。另外，WEGU 也将成为中鼎在欧洲市场的高端减震降噪橡胶制品研发、生产和销售平台，推进中鼎“高端化”和“全球化”的整体战略。

南车时代新材于 2014 年 9 月完成对采埃孚集团下属 BOGE 橡胶与塑料业务的收购，强势进入汽车 NVH 市场，交易金额约为 24 亿元。BOGE 是全球汽车 AVS（减振系统）产品领先供应商，2013 年销售额超过 55 亿元，全球排名第三。BOGE 专注于高端减振技术，具备主动减振、液压减振和橡胶减振等多种减振解决方案提供能力，拥有如大众、奔驰、宝马、通用、福特、保时捷、奥迪等优质的客。并购 BOGE 一方面丰富了时代新材在橡胶领域的产品线，另一方面增强了其在汽车 AVS 领域的业务竞争力，市场占有率将显著提升。

3.6 电子真空泵业务不容小视

目前，汽车上的真空源来自于汽油发动机的进气歧管。当发动机怠速、突然熄火、涡轮增压器工作或大气压力过低时，进气歧管的真空度不能达标，真空助力器的助力效果受到影响，导致制动距离变长。因此，装备涡轮增压发动机或行驶工况恶劣的汽油车、柴油车、采用真空助力器的新能源汽车均需要装备电子真空泵，以保证液压制动系统的制动效果。

假设我国乘用车市场稳定年销量 2500 万辆，装备电子真空泵的车型占比为 50%，电子真空泵单价 400 元（约为当前 A 级车电子真空泵官方售后价格的 1/3），售后市场与配套市场规模相等，估计未来汽车电子真空泵的市场容量约为 100 亿元。

目前，国内电子真空泵市场仍以进口件为主，主要供应商有海拉、大陆、日本爱信等，国内企业以江苏梅花机械和吉林汽车制动有限公司为代表。

公司于 2011 年成立拓普智能刹车，从事电子真空泵等产品的生产和销售，2014 年实现营业收入 2400 万元，净利润 320.5 万元，较 2013 年发展迅速。受益于涡轮增压渗透率的提升以及新能源汽车的推广，汽车电子真空泵将保持旺盛的市场需求，拓普智能刹车未来有望成为公司重要的业绩增长点。

图表18 汽车电子真空泵



资料来源:百度图片

四、投资建议

拓普集团是国内领先的汽车 NVH 零部件系统集成供应商,为国内外多家知名的汽车制造商配套 NVH 橡胶减震产品和隔音产品。随着消费者对汽车质感和舒适性愈发重视,整车厂将在 NVH 领域不断加大投入,拓普集团有望凭借积累的技术优势和同步研发经验获得更多订单,快速提升市场份额。另外,公司电子真空泵业务发展迅速且市场空间较大,有望成为未来新的业绩增长点。预计 2015—2017 年的 EPS 分别为 0.88 元/1.05 元/1.22 元,首次覆盖给予“推荐”评级。

五、风险提示

1. 募投项目进度不达预期; 2. 汽车行业销量增速低于预期; 3. 新客户拓展低于预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	1292	2382	2418	2912
现金	95	620	685	840
应收账款	517	768	775	912
其他应收款	23	28	38	34
预付账款	26	48	38	55
存货	530	813	760	947
其他流动资产	101	105	123	123
非流动资产	1245	1191	1168	1239
长期投资	60	96	130	164
固定资产	815	762	700	717
无形资产	121	141	165	194
其他非流动资产	249	193	173	163
资产总计	2537	3573	3586	4151
流动负债	1037	1863	1418	1450
短期借款	255	750	335	170
应付账款	668	937	962	1100
其他流动负债	114	176	121	181
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1037	1863	1418	1450
少数股东权益	25	26	27	29
股本	520	649	649	649
资本公积	192	63	63	63
留存收益	763	1334	2015	2811
归属母公司股东权益	1475	1685	2140	2672
负债和股东权益	2537	3573	3586	4151

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	459	428	779	762
净利润	400	570	682	795
折旧摊销	102	90	95	103
财务费用	3	21	23	25
投资损失	-17	-20	-20	-20
营运资金变动	-19	-234	-0	-142
其他经营现金流	-10	1	-0	0
投资活动现金流	-385	-18	-51	-154
资本支出	251	-64	-63	35
长期投资	-11	-36	-15	-34
其他投资现金流	-145	-118	-129	-153
筹资活动现金流	-125	-490	-236	-275
短期借款	255	-109	12	12
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	129	0	0
资本公积增加	0	-129	0	0
其他筹资现金流	-380	-381	-248	-288
现金净增加额	-52	-79	492	333

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2737	4123	4602	5090
营业成本	1929	2918	3232	3547
营业税金及附加	13	21	23	25
营业费用	141	214	230	254
管理费用	225	330	345	356
财务费用	3	21	23	25
资产减值损失	4	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	17	20	20	20
营业利润	438	635	764	896
营业外收入	32	35	35	35
营业外支出	5	5	8	8
利润总额	464	662	791	923
所得税	65	91	109	127
净利润	400	570	682	795
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司净利润	399	569	680	794
EBITDA	579	772	899	1018
EPS (元)	0.77	0.88	1.05	1.22

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入(%)	18.5	50.6	11.6	10.6
营业利润(%)	15.7	45.0	20.4	17.3
归属于母公司净利润(%)	17.5	42.6	19.5	16.7
获利能力				
毛利率(%)	29.5	29.2	29.8	30.3
净利率(%)	14.6	13.8	14.8	15.6
ROE(%)	26.6	33.3	31.4	29.4
ROIC(%)	23.7	24.1	28.0	27.8
偿债能力				
资产负债率(%)	40.9	52.1	39.5	34.9
净负债比率(%)	10.7	7.6	-16.1	-24.8
流动比率	1.2	1.3	1.7	2.0
速动比率	0.7	0.8	1.2	1.4
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.3
应收账款周转率	5.5	6.4	6.0	6.0
应付账款周转率	3.2	3.6	3.4	3.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.88	1.05	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.66	1.20	1.17
每股净资产(最新摊薄)	2.27	4.86	5.56	6.38
估值比率				
P/E	71.1	49.8	41.7	35.7
P/B	19.2	9.0	7.9	6.9
EV/EBITDA	49.3	36.5	31.5	27.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033