

业绩正处拐点，轻量化智能化转型有望超预期

——宁波华翔（002048.SZ）深度报告

投资建议：**推荐**
首次覆盖

当前价格：22.97元

目标价格：30元

投资要点：

► 预计未来几年乘用车仍将中速增长，优质零部件企业将受益

公司主营汽车内外饰件、金属冲压件和汽车电子等产品，产品主要配套上海大众、一汽大众以及德国宝马等公司的部分车型。公司是乘用车零部件优质供应商，在桃木饰条领域市占率超过50%，公司也是国内第二大后视镜生产企业。在我国乘用车保有量仍有较大空间、居民收入仍将持续增长的大背景下，在购置税优惠延续至17年的小背景下，预计2016-2020年，乘用车复合增速将达5%，作为优质零部件企业的宁波华翔将显著从中受益。

► 向轻量化智能化转型，公司战略布局已展开

公司将“智能化”和“轻量化”作为公司的战略发展方向，汽车电子方面，目前公司宁波生产基地已实现规模化量产；轻量化方面，公司已收购德国Alterprodia公司（主营汽车天然纤维内饰件业务，为德国宝马、奥迪配套），另外，公司拟定增募资新建碳纤维与自然纤维生产线。

国外轻量化与汽车电子产业起步早，在研发、渠道等方面优势显著，据公告，公司规划后续将通过海外收购的方式拓展此业务，公司有着10年以上的海外并购经验，后续在轻量化、智能化方面的外延可能超预期。

► 注入大股东资产，消除同业竞争并理顺利益关系

为消除同业竞争，公司收购了实控人持有的宁波劳伦斯（主营汽车真木、铝饰件）100%股权，重组后，劳伦斯将和上市公司内饰业务产生良好的协同效应，也可有效增厚上市公司业绩（标的16-18年的业绩承诺为1.5、1.2、1.7亿元），也理顺了和大股东的关系，为公司后续的资本运作提供了基础。

► 业绩正处向上拐点，给予“推荐”评级

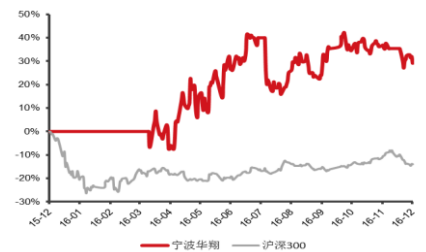
公司德国子公司有望在17年扭亏为盈（15年亏损超4亿元，在母公司采取一系列改进措施后，正逐步向好），我们预计公司16-18年EPS分别为1.48、1.81、1.9元（不考虑定增），对应现价，PE分别为16、13、12倍，与A股同类公司相比，估值并不高，考虑到当下正处于公司业绩与转型的双重拐点，应给予适当估值溢价。首次覆盖，给予公司“推荐”评级，目标价30元。

► 风险提示：德国子公司业绩不达预期；新业务进展缓慢等

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	530/461
流通A股市值（百万元）	10,589
每股净资产（元）	9.54
资产负债率（%）	45.37
一年内最高/最低（元）	25.45/15.71

一年内股价相对走势



马松 分析师
 执业证书编号：S0590515090002
 电话：0510-85613713
 邮箱：mas@glsc.com.cn

徐慧雄联系人
 电话：0510-85613713
 邮箱：xuhx@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	8712.81	9809.93	14213.19	15291.66	16164.94
增长率（%）	19.49%	12.59%	44.89%	7.59%	5.71%
EBITDA（百万元）	1236.68	1081.77	1792.56	1943.46	1940.10
净利润（百万元）	524.17	160.49	782.74	959.14	1005.96
增长率（%）	52.74%	-69.38%	387.71%	22.54%	4.88%
EPS（元/股）	0.989	0.303	1.477	1.810	1.898
市盈率（P/E）	23.23	75.86	15.55	12.69	12.10
市净率（P/B）	2.83	2.62	2.27	1.94	1.68
EV/EBITDA	9.62	11.59	7.94	7.01	6.79

数据来源：公司公告，国联证券研究所

正文目录

1.	优质汽车零部件供应商，并购成就高速增长.....	4
1.1.	公司是乘用车零部件优质供应商.....	4
1.2.	跨国并购与国际合作成就公司十年高速增长.....	5
1.3.	德国华翔扭亏在即、收购子公司剩余股权，公司业绩增厚显著.....	6
2.	乘用车行业增长仍有空间，公司受益较多.....	7
2.1.	未来数年，乘用车仍可维持中速增长.....	7
2.2.	公司拥有优质客户，产品在细分领域市占率高.....	10
3.	轻量化和智能化是未来发展方向，公司已在布局.....	11
3.1.	汽车轻量化空间大，渗透率将不断提升.....	11
3.2.	公司已开始布局汽车轻量化业务.....	15
3.3.	汽车电子是公司发展的又一战略方向.....	16
4.	注入大股东资产，理顺利益关系.....	19
4.1.	注入大股东资产，消除同业竞争.....	19
4.2.	劳伦斯与上市公司具有良好的协同效应.....	21
5.	盈利预测与估值.....	22

图表目录

图表 1:	宁波华翔主要业务与未来战略发展方向.....	4
图表 2:	公司 2011-2016H1 营收及增长单位: 亿元.....	4
图表 3:	公司 2016H1 主营业务结构.....	4
图表 4:	公司 2011-2016H1 各版块营收结构与毛利率单位: 亿元.....	5
图表 5:	宁波华翔上市后海外并购与国际合作主要事件.....	6
图表 6:	宁波安通林与扬州安通林财务情况单位: 万元.....	7
图表 7:	主要发达国家千人乘用车保有量为 120 时销量增速.....	8
图表 8:	我国千人载客汽车保有量及增速单位: 辆.....	8
图表 9:	2007-2016 狭义乘用车与 SUV 销量单位: 辆.....	9
图表 10:	国内汽车产量竞争格局发展趋势.....	9
图表 11:	宁波华翔主要子公司与配套厂商.....	10
图表 12:	上海大众 2015-2016 乘用车销量数据单位: 万辆.....	11
图表 13:	一汽大众 2015-2016 轿车销量数据单位: 万辆.....	11
图表 14:	我国乘用车燃料消耗量限值变化对比.....	11
图表 15:	我国 2016-2020 乘用车平均油耗目标单位: 升/百公里.....	12
图表 16:	2016 年新能源乘用车补贴标准.....	13
图表 17:	各种轻量化材料性能参数比较.....	13
图表 18:	预计未来几年我国乘用车单车用铝量单位: 千克.....	14
图表 19:	预计未来几年我国乘用车单车用镁量单位: 千克.....	14
图表 20:	预计未来几年全球汽车用碳纤维使用量单位: 吨.....	14
图表 21:	Alterprodia 公司主要配套厂商与车型.....	15
图表 22:	公司计划募投项目简介.....	16
图表 23:	车体电子控制装置分类.....	17
图表 24:	车载汽车电子装置分类.....	17
图表 25:	我国汽车电子市场规模单位: 亿元.....	17
图表 26:	汽车电子化智能化的主要驱动因素.....	18
图表 27:	宁波峰梅实业有限公司股权结构.....	19

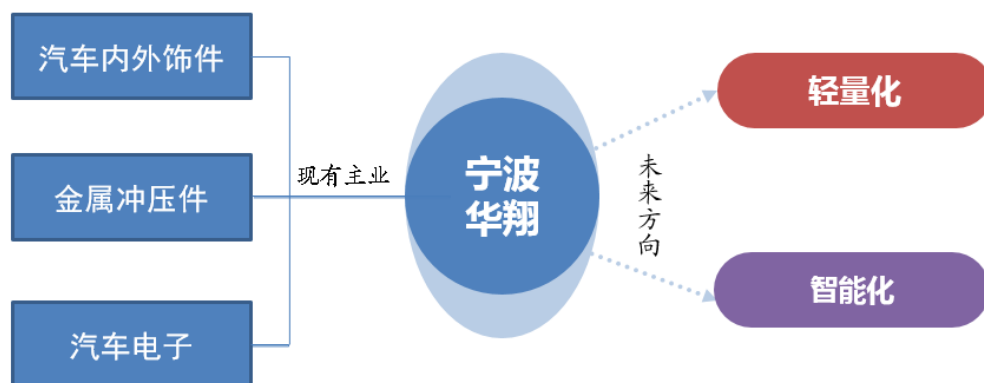
图表 28：本次收购标的资产情况.....	20
图表 29：宁波劳伦斯下属子公司情况.....	20
图表 30：可比公司估值.....	22
图表 31：财务预测摘要.....	23

1. 优质汽车零部件供应商，并购成就高速增长

1.1. 公司是乘用车零部件优质供应商

宁波华翔主要从事汽车零部件的开发、生产和销售，是上海大众、一汽大众、上海通用等汽车制造商的主要零部件供应商之一，公司于2005年在深圳交易所挂牌上市。公司的主营业务主要分为三大板块，即内外饰件（包括桃木饰条、门板、仪表板以及后视镜等）、金属冲压件和汽车电子。在桃木饰条领域，公司在国内市场的市占率超过50%，公司也是国内第二大后视镜生产企业。

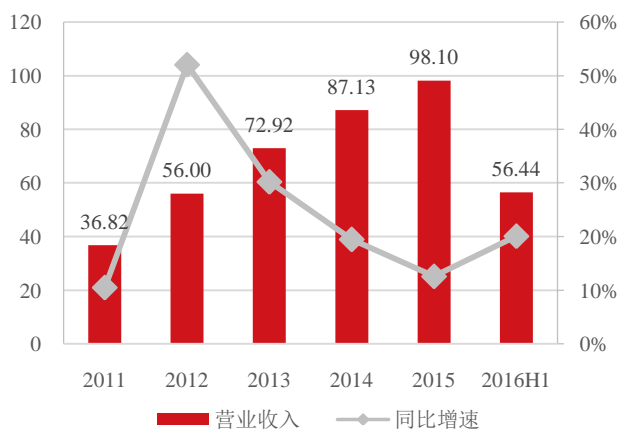
图表1：宁波华翔主要业务与未来战略发展方向



来源：公司公告国联证券研究所

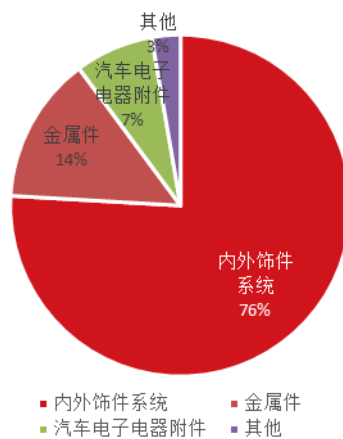
公司后续发展方向主要是“智能化”、“轻量化”，汽车电子方面，公司宁波生产基地已实现规模化量产，同时也在上海建立了汽车电子研发中心；轻量化方面，公司已收购德国 Alterprodia 公司（主营汽车天然纤维内饰件业务，为德国宝马、奥迪配套），另外，公司拟新建碳纤维与自然纤维生产线（原拟定非公开发行募投项目）。

图表2：公司2011-2016H1 营收及增长单位：亿元



来源：公司公告国联证券研究所

图表3：公司2016H1 主营业务结构



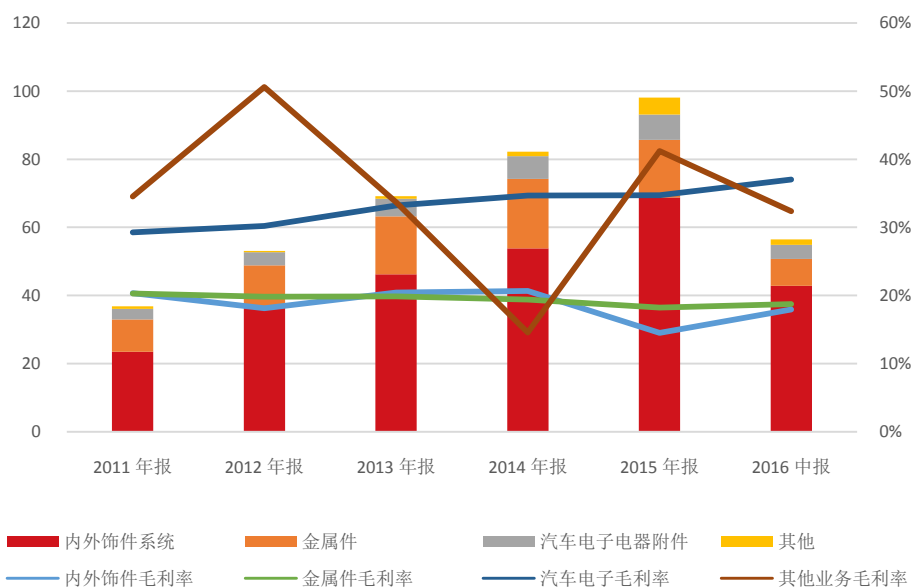
来源：公司公告国联证券研究所

公司2016年上半年实现主营业务收入56.44亿，与上年同期相比增长20.09%；实现

净利润 3.11 亿,比上年同期增加 80.07%。公司业绩大幅增长的驱动因素主要有两点:其一,德国子公司相比于在上半年大幅减亏(比上年同期减亏 1.11 亿元),其二是上半年乘用车销量同比增长 9.23%,增幅比上年同期提升 4.43 个百分点,公司主要客户也受益于行业的发展而销量有较高回升。

公司最近 5 年营业收入复合增速为 27.78%。从业务结构看,根据公司 2016 年半年报,内外饰件、金属件以及汽车电子电器附件各自在营业收入中的占比分别为 75.8%、13.9%和 7.4%,其对公司毛利总额的贡献分别为 68.5%、13.1%和 13.9%。从毛利率来看,公司产品平均销售毛利率为 19.88%,与汽车零部件行业平均毛利率 20.04% (以最新一期的申万汽车零部件版块为例)持平,但其中汽车电子(线路保护器)业务毛利率较高,在 2016H1 达到了 37.03%。

图表 4: 公司 2011-2016H1 各版块营收结构与毛利率单位: 亿元



来源: 公司公告国联证券研究所

1.2. 跨国并购与国际合作成就公司十年高速增长

公司规模从上市后便不断高速扩张,从营收来看,公司上市首年(2005 年)营业收入为 3.9 亿元,而 2015 年公司营收达到了 99.1 亿元,其间的复合增速高达 38.1%。而公司上市后持续的跨国并购与国际合作则是公司实现 10 年高速增长的重要因素之一。根据 2015 年公司年报,公司旗下的海外子公司和中外合资子公司贡献了公司绝大部分的业绩,其中对公司营收贡献超过 10%的子公司分别是:井上华翔(主营汽车门内饰板总成)、德国华翔(桃木饰条)、宁波安通林(车门模块系统)、长春华翔(消音器)、长春佛吉亚(为联营企业,主营汽车排气系统)。这些公司均为华翔对外收购或合资企业,因此,海外并购与国际资源整合能力是公司的核心竞争力之一。

对于作为汽车产业后发大国的我国来说,很多核心的或是先进的汽车零部件在短期内难以完成开发、研制,而通过海外并购、国际合作等方式获取国外先进技术、管理

的方法，则是产业快速发展壮大的重要路径之一。因此，具备卓越国际整合能力的公司则显得尤为难得，其也将从中获得更多收益。

图表 5：宁波华翔上市后海外并购与国际合作主要事件



来源：公司公告国联证券研究所

1.3. 德国华翔扭亏在即、收购子公司剩余股权，公司业绩增厚显著

➤ 德国华翔有望在 17 年实现盈亏平衡

2014 年 4 季度开始，德国华翔多批新产品开始量产，由于原有经营管理上的不稳定，造成产品质量问题突出，废品率较高，相关损失较大，同时为避免主机厂停线，完成交付，德国华翔采用了一些非正常方式，造成物流等费用较高，对业绩造成较大影响，2014 年 4 季度，德国华翔亏损近 1 亿元人民币，2015 年全年亏损 4.1 亿元。

在此背景下，公司相应采取了“解聘原管理团队”、“从中国重新委派总经理”、“聘请专业管理服务公司”和“委派各类专业人员前去支援”等一系列措施，力求扭转国外业务的被动局面。

截止 2016 年上半年，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，2016H1，德国华翔亏损 6600 万元，亏损金额比上年同期减少 1.1 亿元，另外，因为德国华翔的经营改善，上半年公司经营净现金流达 6.6 亿元，同比增长 295%。预计 2017 年全年德国华翔有望实现盈亏平衡，这将使上市公司的业绩相对 15 年有着 3-4 倍的增长。

➤ 低价收购安通林华翔剩余股权，将增厚全年业绩

2007 年，公司与 Grupo Antolin Irausa（简称“GA”）共同签署了宁波安通林华翔《合资经营合同》，双方约定总投资额为 1000 万欧元，双方各出资 50%，并据此成立了宁波安通林华翔汽车零部件有限公司。且在相关条款中规定了 GA 的竞业禁止义务，并明确规定了相关违约责任。但 2015 年以来，GA 相继与多家国内汽车零部件企业设立合资公司，且生产竞业禁止义务范围内的产品。

因此，公司于 2016 年提出仲裁申请，之后，双方就该仲裁事项达成和解：宁波华翔将购买 GA 在双方合资公司——宁波安通林华翔汽车零部件有限公司和扬州安通林华翔汽车零部件有限公司中的所有股权（均占公司总出资额的 50%），股权交易价格分别为 1.19 亿元和 4,600 万元人民币。

宁波安通林与扬州安通林质地较优，有望下半年并表，预计可为公司 16 年增厚超过 0.5 亿元净利润，为公司 17 年增厚 1 亿元净利润。

图表 6：宁波安通林与扬州安通林财务情况单位：万元

	宁波安通林华翔		扬州安通林华翔	
	2015/12/31 (2015 年)	2016/06/30 (2016H1)	2015/12/31 (2015 年)	2016/06/30 (2016H1)
资产总额	90,533.69	117,359.64	28,846.61	31,720.33
净资产	32,535.29	42,042.04	12,358.55	14,148.41
营业收入	130,697.29	60,028.88	37,480.59	17,955.27
净利润	11,724.04	9,206.25	2,868.37	1,789.86

来源：公司公告国联证券研究所

2. 乘用车行业增长仍有空间，公司受益较多

2.1. 未来数年，乘用车仍可维持中速增长

2.1.1 多重因素推动，16 年乘用车增速有望超 15%

我国乘用车产业在经历了十多年的高速增长后，近些年受经济增速放缓、人均保有量快速提升的影响，乘用车市场增速趋缓，尤其在 2015 年，由于股灾等因素的影响，

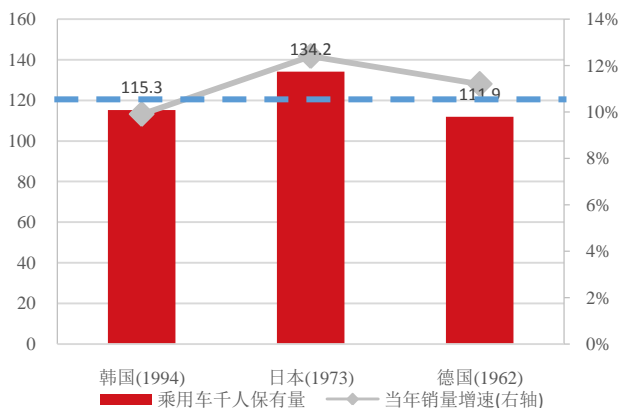
增速放缓至 10.5%（狭义乘用车，即轿车、SUV、MPV）。为通过汽车产业的发展促进经济增长，我国在 2015 年 9 月份我国推出了“从 2015 年 10 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日，对购买 1.6 升及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税的优惠政策”，在该政策对的推动下，叠加 2015 年的低基数效应、16 年上半年房地产市场转暖等因素，16 年乘用车市场迎来了一波反弹，根据中汽协的数据，2016 年 1-11 月，我国乘用车产销分别完成 2174.3 万辆和 2167.8 万辆，比上年同期均增长 15.6%。在“购置税减半年底截止”的预期以及部分城市（如南京）可能的限牌举措带动下，预计 2016 年全年乘用车增速有望超过 15%。

2.1.2 预计未来几年乘用车行业仍会中速增长

➢ 乘用车保有量仍有提升空间，居民收入增长为其提供了可能

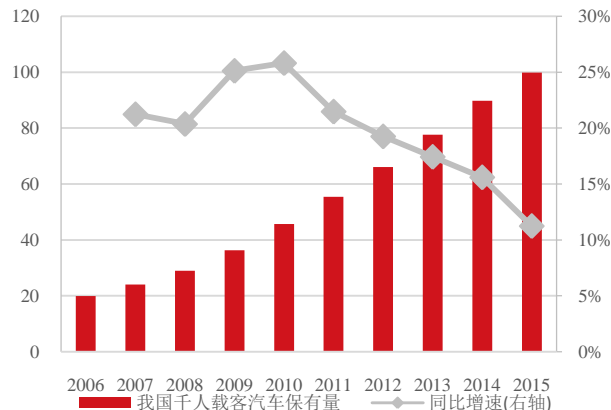
根据西方发达国家的经验，在千人乘用车保有量为 120 辆左右时，乘用车销量仍会保持 10%左右的增速，而在千人保有量达到 150 辆时可能会出现负增长。根据 wind 数据，我国 2015 年千人载客汽车保有量约为 100 辆/千人，千人乘用车保有量约为 95 辆/千人（为估算值），预计我国将在 2017 年达到 120 辆乘用车/千人。据此来看，16、17 年仍会有 10%以上的乘用车销量增速，而预计在 2017-2020 年，会有 5%左右的销量增长。另一方面，根据经济预测数据，未来几年我国城镇居民可支配收入将维持 7%左右的增速，为私家车消费提供了购买基础。

图表 7：主要发达国家千人乘用车保有量为 120 时销量增速



来源：wind 国联证券研究所

图表 8：我国千人载客汽车保有量及增速单位：辆



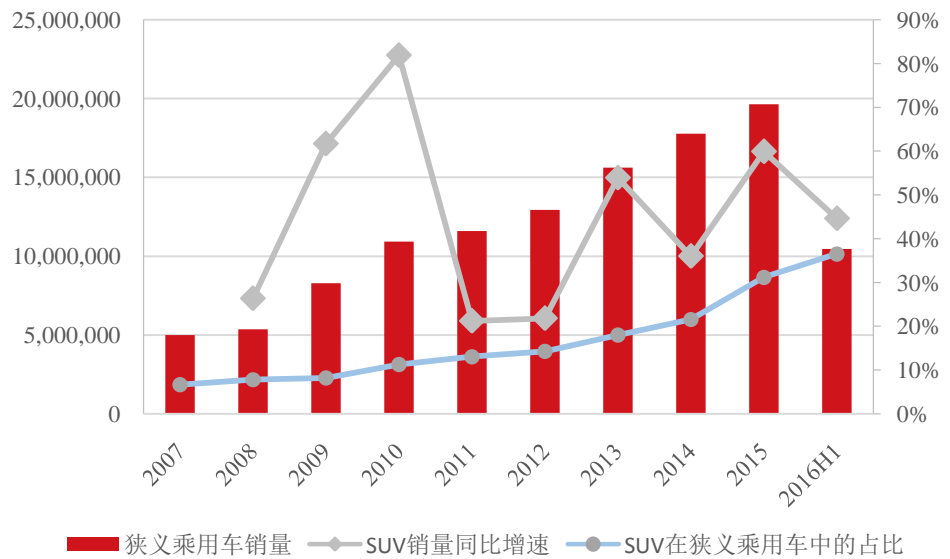
来源：wind 国联证券研究所

➢ 换车需求带动乘用车增长

在经历了多年的高速增长期后，乘用车市场积累了较多的存量，而乘用车使用周期平均在 5 年左右，因而换车潮也是乘用车销量增长的一大驱动因素，我国自 2016 年开始实施的“二胎政策”则会在未来数年加剧换车潮对乘用车需求的影响。

由于 SUV 有着更宽阔的空间、更强劲的通过性以及更舒适的驾乘体验，因而其成为换车群体的首要考虑车型，这也是 SUV 近 8 年保持 45%左右复合增速的主要原因，其在狭义乘用车中的占比由 2007 年的 6.65%提升到 2016 年 6 月底的 36.5%。在换车需求以及“二胎政策”的推动下，预计未来几年 SUV 仍将保持 30%以上的增速，其在乘用车中的占比亦将持续提升，也将带动乘用车整体的销量增长。

图表9：2007-2016 狭义乘用车与SUV 销量单位：辆

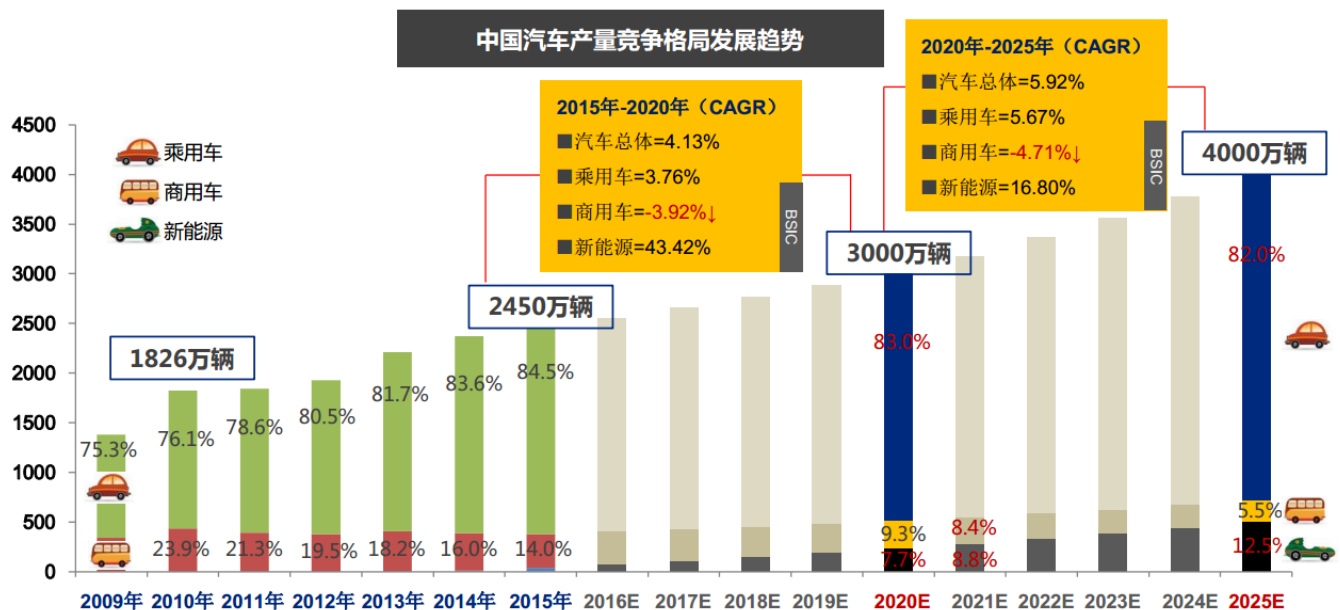


来源：wind 乘联会国联证券研究所

➤ 乘用车市场仍处于上升通道，为零部件企业提供发展空间

在我国乘用车保有量仍有较大空间、居民收入仍将持续增长的大背景，在购置税优惠延续至 17 年的小背景下，我们认为国内乘用车市场仍处于上升通道中，预计到 2020 年国内乘用车的产销量将达到 2500 万辆左右，2016-2020 年均复合增速为 5% 左右。同时国内还有巨大的汽车存量市场，截至 2015 年底，国内的汽车保有量达到 1.72 亿辆。而汽车零部件市场与整车的销售息息相关，预计可观的汽车存量和年新增量将为汽车零部件行业带来更大的发展空间。此外汽车轻量化、智能化的变革趋势，节能减排要求的不断趋严，都将为汽车零部件行业带来新的发展机遇。

图表10：国内汽车产量竞争格局发展趋势



来源：中汽协、乘联会、工信部、辉略咨询、国联证券研究所

2.2. 公司拥有优质客户，产品在细分领域市占率高

➤ 公司产品始终坚持走高端化路线，客户优质

公司始终坚持走高端化路线，产品主要为世界主流品牌的中高端车系提供配套服务。公司具体产品包括门板、仪表板、中央通道（“井上华翔”和“安通林”生产）、后视镜（“胜维德赫”公司生产），线路保护器（汽车电子，“诗兰姆”生产）、顶棚（“安通林”生产）、玻璃、注塑件（上海华翔）以及桃木饰条（“特雷姆”和德国“TRIM”）。其中桃木饰条产品在国内的市场占有率在50%以上（其他主要为进口），公司也是国内第二大的后视镜生产企业。

公司拥有优质的客户资源，目前主要客户基本是合资车企和外企，如：一汽大众（营收占比16.2%）、上海大众（15%）、BMW AG（7.1%）以及一汽轿车（2.4%）等。另外，公司今年也拿到了其他著名主机厂的订单，如福特、沃尔沃等。

图表 11：宁波华翔主要子公司与配套厂商

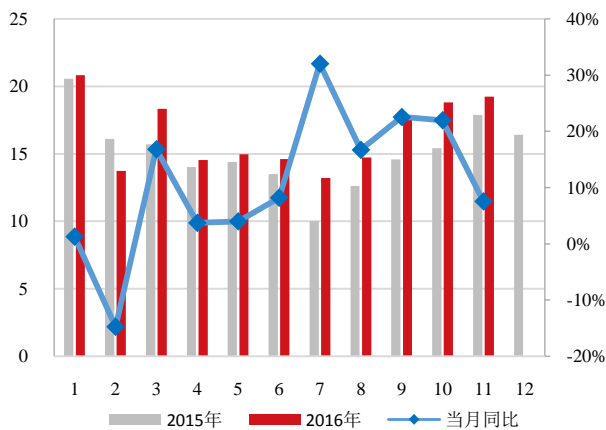
子公司	持股比例	主要产品	配套厂商或车型	在公司总营收占比 (2016H1)
宁波井上华翔	50%	汽车内饰件，主要产品包括门内饰板总成、饰柱	上海大众“帕萨特领驭”、“朗逸”，天津丰田“花冠”、“卡罗拉”、“锐志”、“RAV4”等	23.6%
宁波安通林华翔	100%	车门内饰，车门模块系统，车身侧面内饰等		12.2%
宁波诗兰姆	50%	汽车线路保护器		7.3%
宁波胜维德赫	50%	汽车镜、汽车组合仪表等		10.1%
宁波华翔特雷姆	75%	胡桃木内饰件	“帕萨特领驭”、“奥迪”、“沃尔沃”、“宝马”	7.1%
长春华翔	97.6%	消声器、排气系统总成	一汽大众、一汽轿车	15.6%
扬州安通林华翔	100%	车门内饰，车门模块系统，车身侧面内饰等	上海大众	3.2%
德国华翔	100%	胡桃木饰件	德国宝马等	20.6%

来源：国联证券研究所

➤ 公司主要客户 16 年产品销售形势较好

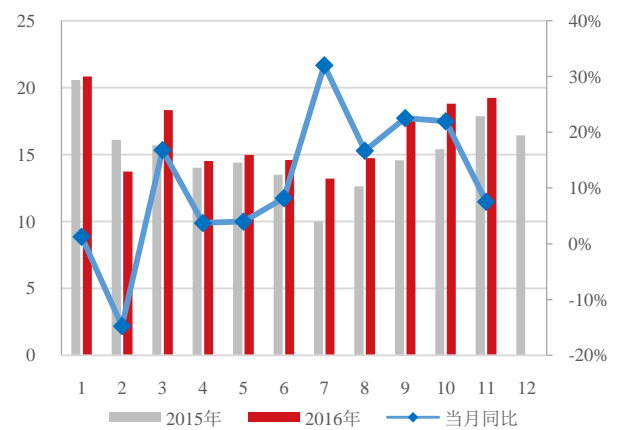
公司的前两大客户是上海大众和一汽大众，两家合资车企在 16 年销售情况均较好，其 2016 年前 10 个月销量分别同比增长了 10% 和 16%，尤其在 7-10 月份，其当月同比增速都在 20% 以上。主要客户较高景气度的销售情况将有效带动宁波华翔的业绩增长。

图表 12：上海大众 2015-2016 乘用车销量数据单位：万辆



来源：上市公司公告国联证券研究所

图表 13：一汽大众 2015-2016 轿车销量数据单位：万辆



来源：wind 中汽协国联证券研究所¹

3. 轻量化和智能化是未来发展方向，公司已在布局

3.1. 汽车轻量化空间大，渗透率将不断提升

3.1.1 能耗升级要求燃油车与新能源汽车实现轻量化

➢ 轻量化是燃油车实现油耗目标的重要途径

图表 14：我国乘用车燃料消耗量限值变化对比

整车整备质量 (CM) kg	燃料消耗量限值 L/100km	
	新保准	原有标准
CM≤750	5.2	6.2
750<CM≤865	5.5	6.5
865<CM≤980	5.8	7
980<CM≤1090	6.1	7.5
1090<CM≤1205	6.5	8.1
1205<CM≤1320	6.9	8.6
1320<CM≤1430	7.3	9.2
1430<CM≤1540	7.7	9.7
1540<CM≤1660	8.1	10.2
1660<CM≤1770	8.5	10.7
1770<CM≤1880	8.9	11.1
1880<CM≤2000	9.3	11.5
2000<CM≤2110	9.7	11.9
2110<CM≤2280	10.1	12.3
2280<CM≤2510	10.8	13.1
2510<CM	11.5	13.9

来源：《乘用车燃料消耗量限值》

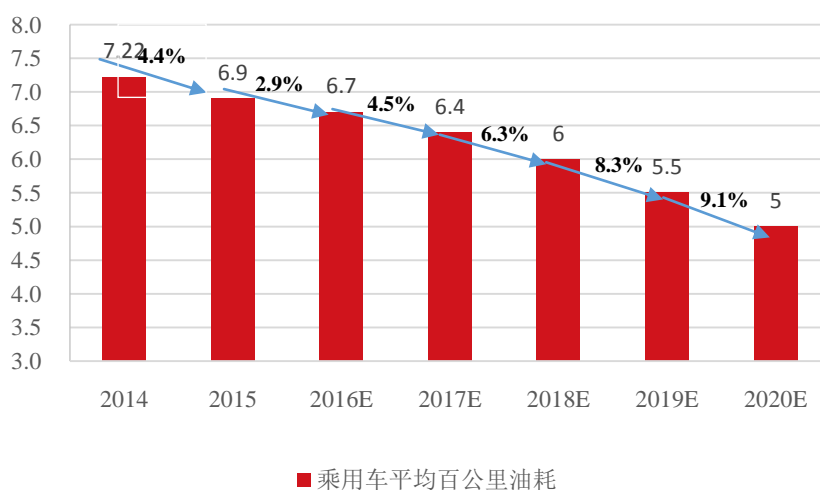
¹注：因数据来源限制，该销量数据是一汽大众轿车销售数据，但其轿车销量在乘用车中占比高，两者趋势一致

2016年1月1日，乘用车燃料消耗量第四阶段标准正式开始实施。新标准对汽车企业提出了更高要求，也被称为“有史以来最严格的标准”。第四阶段标准沿用第三阶段标准采用的“车型燃料消耗量限值+企业平均燃料消耗量目标值”的评价体系，分别加严单车燃料消耗量限值和企业平均目标值要求，通过对单车和企业同时考核，实现2020年国产乘用车平均油耗降至百公里5.0升的目标，而2014年我国乘用车行业平均燃料消耗量实际值为百公里7.22升，这意味着2020年百公里油耗数值要比2014年下降30.1%。对行业来说，这是一个非常有挑战性的目标。

考虑到企业降耗任务较重，新规定为企业设定了每年油耗达标值，目标由松至紧——从2016年到2020年，工信部为当年生产乘用车设立的平均油耗目标分别为百公里6.7升、6.4升、6升、5.5升和5升。

燃油汽车降低油耗的主要途径有两条：一是通过提升发动机的效率，达到在相同动力性能下燃油消耗降低的目的；另一种是减轻汽车车身自重，从而能够降低能耗。但前一种对技术要求较高，且效果不显著，需要相当长时间才能改善，而后一种在技术上难度较小，比较容易在相对短的时间内实现。

图表 15：我国 2016-2020 乘用车平均油耗目标单位：升/百公里



来源：工信部国联证券研究所

有研究数据表明，若汽车整车重量降低10%，燃油效率可提高6%—8%；汽车整备质量每减少100公斤，每百公里油耗可降低0.4升。同时，轻量化还可以使汽车有更好的加速性能。

➤ 轻量化能降低新能源汽车能耗，提升其续航里程

由于新能源汽车主要以电池为动力系统，而电池系统的重量往往比发动机重量高出2倍以上，因而，新能源乘用车总体质量要远高于同级别的燃油车，这从很大程度上限制了新能源汽车的续航里程，也大大提高了百公里的能耗水平。

通过进行轻量化的结构设计、轻量化的材料应用，可以减轻整车100kg-200kg的质量，在不改变续航里程的前提下，这可以使电池容量下降2-4kWh，亦即可以节约

4000-8000 元的电池成本，同时也有效改善了整车的性能、降低了能耗。

另一方面，从我国对新能源汽车的补贴政策来看，轻量化的车型也是非常受益的。根据我国《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，纯电动乘用车的补贴标准随着续航里程的增加而增加，无疑，轻量化的乘用车有着更高的续航里程，从而也能享受较多的补贴。而根据网传调整后的新能源汽车补贴政策，新增了“纯电动乘用车按整车整备质量不同，增加相应工况条件下百公里耗电量要求”条款，轻量化的新能源乘用车同样可以使百公里能耗下降，因而也是受益的。

图表 16：2016 年新能源乘用车补贴标准

车辆类型 (单位: 万辆)		纯电动续航里程 R(工况法、公里)			
		100≤R<150	150≤R<250	R≥250	R≥50
纯电动乘用车	2016	2.5	4.5	5.5	/
	2015	3.15	4.5	5.4	
插电式混合动力乘用车 (含增程式)	2016	/	/	/	3
	2015	/	/	/	3.15

来源：《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》国联证券研究所

➤ 轻量化主要材料对比

汽车轻量化的主要途径有：一种是进行优化的结构设计以减少材料使用，达到减轻重量的目的，另一种是通过使用轻质的材料来实现轻量化，前一种空间已非常小，后一种则是实现汽车轻量化的最主要途径。目前，轻量化的材料主要包括高强度钢、铝合金、镁合金以及碳纤维。

图表 17：各种轻量化材料性能参数比较

品种	密度 (g/cm ³)	抗拉强度 (MPa)	比强度	价格(万元/吨)	质量减轻比率(相比于钢制件)
高强度钢	7.9	900	110	0.3-0.5	<10%
铝合金	2.7-2.8	315	120	1.8-2	≈30%
镁合金	1.8	280	150	2-2.5	35%-45%
碳纤维	1.8	3500	1900	20-30	≈50%

来源：网络资料国联证券研究所注：部分数据为估计值

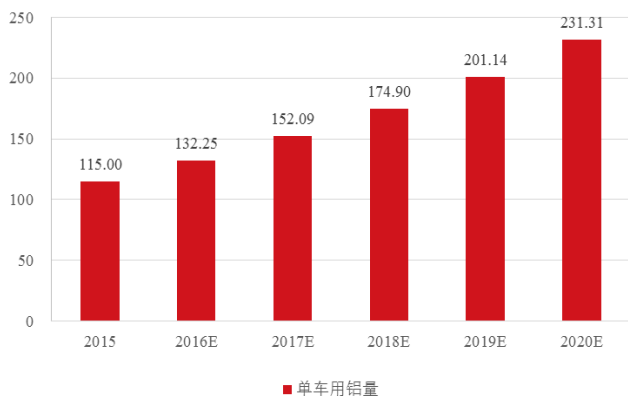
- ✓ 高强度钢强度和刚度较好，相对成本较低，可直接利用现有的（冲压）成形、焊接、涂装和总装生产线，可节约设备投资成本。但重量减重效果一般。
- ✓ 铝合金材料件相对钢制件可减轻 30% 左右的重量，成型性能好，成本适中，是汽车轻量化的重点发展方向之一。目前，在汽车行业，其主要应用在传动系统、轮毂、底盘以及车身的零部件中。
- ✓ 镁合金减重效果更好，其比铝合金件轻 30% 左右，但镁的价格比铝价要高 30% 左右，且成型能力较弱，但市场潜力较大。

- ✓ 碳纤维各种性能均较优，减重效果好（相比于钢，可减轻 50% 的重量），但目前成本较高，仅用于高端品牌汽车，随着未来制约因素的逐步突破，有望在普通乘用车中使用。

3.1.2 目前轻量化对汽车渗透率低，未来市场空间大

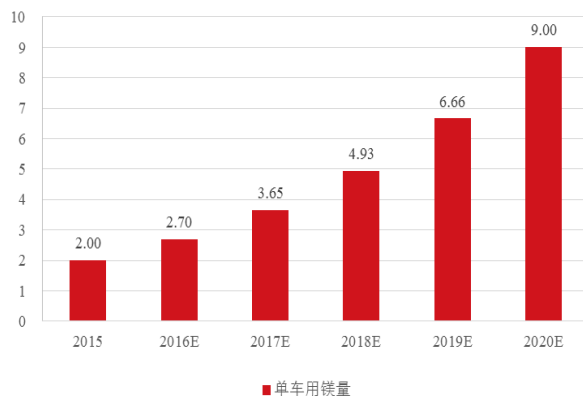
横向来看，因为技术、成本等原因，目前我国单车用铝量相对较低，2015 年约为 115kg，而北美国家 2014 年单车用量约为 150kg/辆，欧洲单车用铝量约为 145kg/辆，我国仅相当于美国的 75%。另外，我国目前单车用镁量仅为 2kg 左右，仅相当于日本的 20%。不论是在铝合金还是镁合金，未来均有明显提升空间。

图表 18：预计未来几年我国乘用车单车用铝量单位：千克



来源：网络资料国联证券研究所

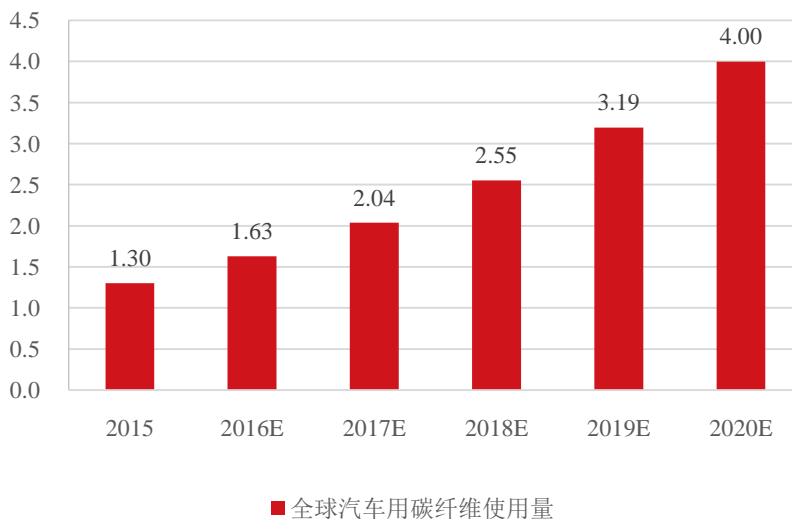
图表 19：预计未来几年我国乘用车单车用镁量单位：千克



来源：网络资料国联证券研究所

从长期来看，随着严格排放政策的推行，轻量化材料对乘用车上的使用比率将逐步提高，我们预计到 2020 年，我国乘用车平均单车用铝量将达 231kg，年平均复合增速达 15%，预计届时单车用镁量将达 9kg，年均复合增速达 35.1%。

图表 20：预计未来几年全球汽车用碳纤维使用量单位：吨



来源：网络资料国联证券研究所

对于碳纤维，目前宝马公司在碳纤维的应用走在行业前列，其 i3 和 i8 两款车都使用了碳纤维材料，而全新 BMW 7 系上首次实现量产的碳纤维、钢、铝智能轻量化车身结构。随着碳纤维成本的不断下降，以及换代车型的不断推出，预计将有更多车型使用碳纤维材料。2015 年，全球汽车用碳纤维产量约为 1.3 万吨，我们预计到 2020 年，这一规模将达 4 万吨。

3.2. 公司已开始布局汽车轻量化业务

轻量化是公司重点发展战略之一。公司在轻量化业务的发展思路主要是：**自主研发加适当收购**。具体来看公司将从三个方面开展轻量化业务：**一是碳纤维**，主要是模内成型，目前公司只做外饰件；**二是金属件领域**，主要是热成型和铝加工；**三是现有传统汽车领域，通过新工艺**，如微发泡工艺等来降低内饰件的重量。

目前公司在轻量化业务方面已展开布局，如：海外收购、定增募投碳纤维与天然纤维生产线等。

➤ 海外收购

2014 年 08 月，公司与 Alterprodia GmbH 的持有人——Peter Borowsky 和 Wilhelm Bierbaumer 签署了《股份转让协议》，公司通过德国子公司出资 90 万欧元收购 Alterprodia 公司 75% 的股权。Alterprodia 公司主营汽车专用天然纤维材料和天然纤维模塑件，是**木质短纤维垫的开创者和全球唯一制造商**，在木质纤维这类轻量化汽车零部件的研发、生产上拥有领先的技术和工艺。其主要为德国高端车型做配套。

图表 21: Alterprodia 公司主要配套厂商与车型

序号	整车厂	车型
1	AUDI	Q7、A8
2	BMW	5 系、7 系、X5
3	大众	BUS T5
4	奔驰	S 系、SLK 系

来源：公司公告国联证券研究所

➤ 拟募集资金重点投入投入碳纤维与天然纤维等轻量化业务

公司 2016 年 12 月 10 日发布 2016 年非公开发行股票预案，预案中显示，公司计划募集 25 亿元资金，且拟将其中 20 亿元投向轻量化业务，分别是：**长春华翔青岛、佛山热成型轻量化项目、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。**

图表 22：公司计划募投项目简介

项目	具体产品	项目拟投入总额 (万元)	内部收益率	项目达产后 预计新增收入(万元)	预计新增利润 (万元)
热成型轻量化项目-青岛	汽车门板、饰柱、等， 主要为一汽大众长春、 青岛、天津工厂配套	69,220	14.45%	65,191	11,780
热成型轻量化项目-佛山	A、B 柱，前车窗立柱 内板等乘用车零部件， 主要为一汽-大众佛山 工厂进行配套	46,480	13.71%	41,676	7,861
碳纤维等高性能复合材料车身骨架部件项目	车身零部件总成、乘员 舱、前后防撞梁、以及 其他底盘结构件等	70,000	18.60%	130,000	31,273
轿车用自然纤维复合材料生产线项目	汽车门板、仪表板、中 控台总成以及立柱、顶 棚、后门饰板等全内饰 产品	30,000	16.34%	56,000	11,869

来源：公司公告国联证券研究所

此次定增募投项目中，热成型钢的项目是公司首次提出该项目（碳纤维与自然纤维在前期的未成行重组配套融资中已明确），相比传统高强度钢，热成型钢有着较多的优势，在乘用车立柱、中央通道上的使用可以极大提升车身结构的强度。

◆ 实现更大程度的车身轻量化。热成型零件屈服强度 $>950\text{MPa}$ （一般的高强度钢板的抗拉强度在 $400\text{-}450\text{MPa}$ 左右），抗拉强度 $>1300\text{MPa}$ ，非常高的强度可以使车身的加强板、加强筋减少很多，从而可以减轻车身自重

◆ 有效降低油耗水平。因为车身自重减少较多，油耗与排放水平自然可以下降

我们看好公司此次募投项目，预计全部达产后可为公司增厚可观业绩。

3.3. 汽车电子是公司发展的又一战略方向

3.3.1 汽车电子产业蓬勃发展，我国市场潜力大

汽车电子是车体电子控制装置和车载汽车电子装置的总称。车体电子控制装置要和车上机械系统进行配合使用，形成“机电结合”的汽车电子装置，主要包括传动控制系统、安全与底盘控制系统以及车身电子控制系统。具体如，电子燃油喷射系统、制动

防抱死控制、防滑控制、牵引力控制、电子控制悬架、电子控制自动变速器、电子动力转向等。车载汽车电子装置是在汽车环境下能够独立使用的电子装置，它和汽车本身的性能并无直接关系。它们包括汽车信息系统（行车电脑）、导航系统、汽车音响及电视娱乐系统、车载通信系统、上网设备等。

图表 23：车体电子控制装置分类



来源：公开资料国联证券研究所

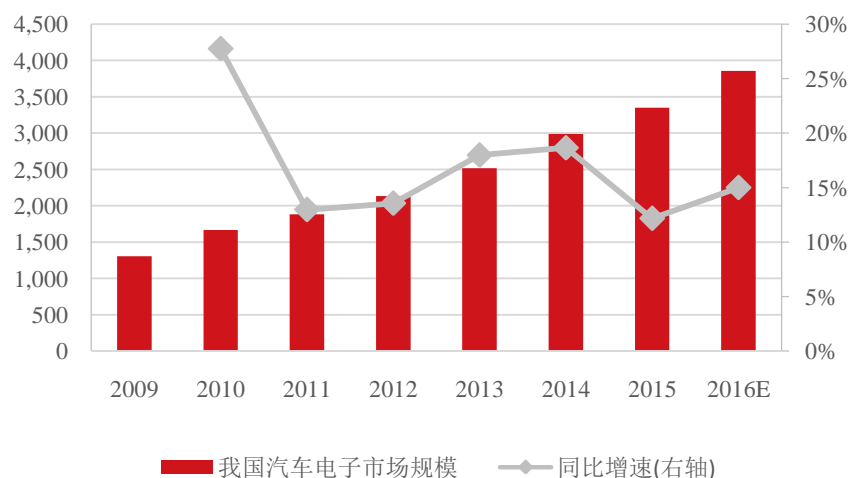
图表 24：车载汽车电子装置分类



来源：公开资料国联证券研究所

从早期的行程计算机、电子燃料喷射以及车用遥控锁等在汽车上的使用到如今高级辅助驾驶系统等先进系统在汽车上的应用，汽车电子行业经历了 30 年的发展，而近些年汽车的电动化趋势、互联网行业的蓬勃发展则加速提升了汽车电子在汽车上的使用比例。德勤的统计数据显示，2015 年全球汽车电子市场规模约为 2100 亿美元，近 3 年复合增长率超过 9%。其中，汽车电子在汽车中的成本占比由本世纪初的 10% 左右提升至 30% 以上。

图表 25：我国汽车电子市场规模单位：亿元



来源：网络资料国联证券研究所

从我国来看，伴随着我国乘用车产销量多年的高速增长，汽车电子的市场规模也经历了高速增长的过程，根据相关数据，2015 年，我国汽车电子的市场规模超过 3000 亿元，近 5 年复合增速达 15.5%。但我国的汽车电子市场中，外资品牌长期占据了绝对

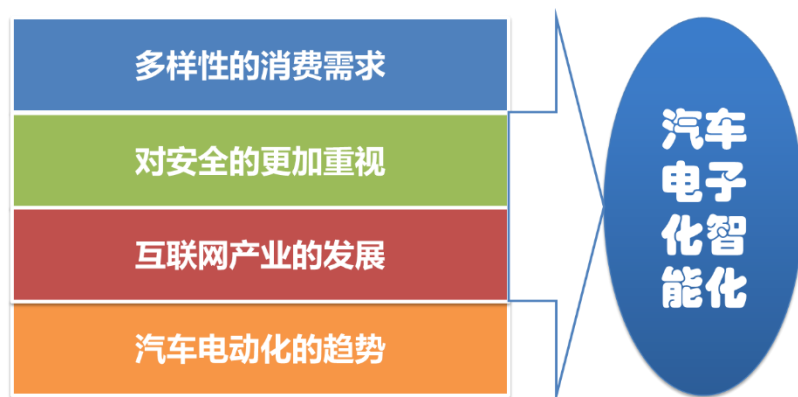
的份额，其主要原因有：我国汽车电子产业起步晚，技术落后；合资车企与外资零部件厂商有着天然的供应关系，国内企业难以进入其供应体系等。但近几年，我国内地已有部分企业通过海外并购等方式切入全球汽车电子供应体系，如宁波华翔、均胜电子、得润电子等，这形成了良好的示范效应。

预计到 2020 年，汽车电子市场规模仍将以 10% 的年平均速度增长，其主要驱动因素有：

- ✓ 年轻群体对汽车的消费需求趋于多样化、娱乐化；
- ✓ 消费者逐步提高对驾驶安全性的认识，汽车安全类产品对消费者的再教育会影响消费者的消费行为；
- ✓ 互联网产业的高速发展使车联网等技术逐步渗透于汽车市场；
- ✓ 新能源汽车的高速增长进一步推动了汽车电子产业的发展。

对于我国市场来说，随着我国优质的汽车零部件企业通过自主研发的突破以及跨国并购的不断推进，我国本土汽车零部件企业有望逐步进入整车生产企业的供应链，充分发掘汽车电子行业的进口替代潜力。

图表 26：汽车电子化智能化的主要驱动因素



来源：国联证券研究所

3.3.2 多年国际并购实践经验助力华翔汽车电子业务发展

汽车电子对技术要求比较高，进入壁垒高，而我国汽车电子行业起步较晚，技术积累较少，通过跨国并购或者国际合作以获取先进技术与管理经验，并进入整车制造企业的供应链，而德国大陆集团的扩张历程则是汽车电子行业通过并购成长的典范。

宁波华翔是我国汽车零部件行业中进行海外并购经验最丰富的企业之一，尤其是在上市后，不断进行跨国收购或是国际合作，这也是华翔实现 10 年高速增长的最主要原因。近几年，宁波华翔将智能化与轻量化作为公司后续发展的战略方向，其希望主要通过并购实现这一目标。

目前，宁波华翔已在汽车电子领域有初步的布局。

- ✓ 2012 年 6 月 30 日，公司公告：公司将通过全资子公司德国华翔出资 400 万欧元

持有德国 HELBAKO 公司 30% 的股权，其中出资 150 万欧元受让原股东持有的 HELBAKO 公司 15% 的股份；出资 250 万欧元增资 HELBAKO 公司。标的公司位于德国 Heiligenhaus，主要从事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、无匙进入系统、敞篷类轿车的顶蓬控制系统等，主要客户为宝马、奔驰、大众、奥迪和保时捷等，拥有员工 240 多人，其中 60 多人为研发人员。

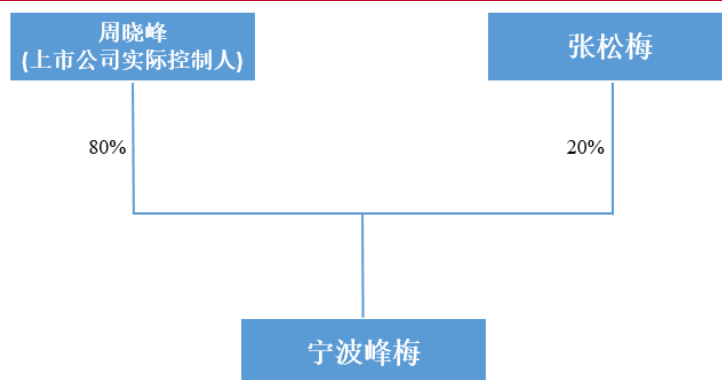
- ✓ 2012 年 9 月 4 日，公司与德国 Helbako GmbH 共同出资 400 万欧元，在上海设立合资公司——上海华翔哈尔巴克汽车电子有限公司，其中公司以现金出资 280 万欧元，占注册资本的 70%，德国 Helbako 以现金出资 120 万欧元，占注册资本的 30%。标的公司主要从事汽车电子产品及汽车电子系统的设计、制造、销售。

有着丰富并购经验和能力的宁波华翔坚定汽车电子行业的发展方向，其仍将通过外延并购实现该业务的发展，我们认为，其整合进程有望超出市场预期。

4. 注入大股东资产，理顺利益关系

2015 年 12 月，公司实际控制人周晓峰控制的企业——宁波峰梅实业有限公司与华翔集团股份有限公司签订协议，宁波峰梅出资受让华翔集团所持有的宁波劳伦斯汽车内饰件有限公司 100% 的股份。

图表 27：宁波峰梅实业有限公司股权结构



来源：公司公告国联证券研究所

宁波劳伦斯主营的真木饰条业务，与上市公司现有业务体系中的真木饰条业务形成同业竞争，因此，周晓峰同时作出了《关于消除同业竞争的承诺函》，承诺自成为宁波劳伦斯控股股东之日起 3 年内，通过并购重组等方式将宁波劳伦斯纳入至宁波华翔体系内，从而彻底解决真木业务的同业竞争问题。

4.1. 注入大股东资产，消除同业竞争

2016 年 9 月，公司发布《资产购买预案》，公司拟以现金方式购买宁波峰梅持有的宁波劳伦斯 100% 的股权，作价 13 亿元。

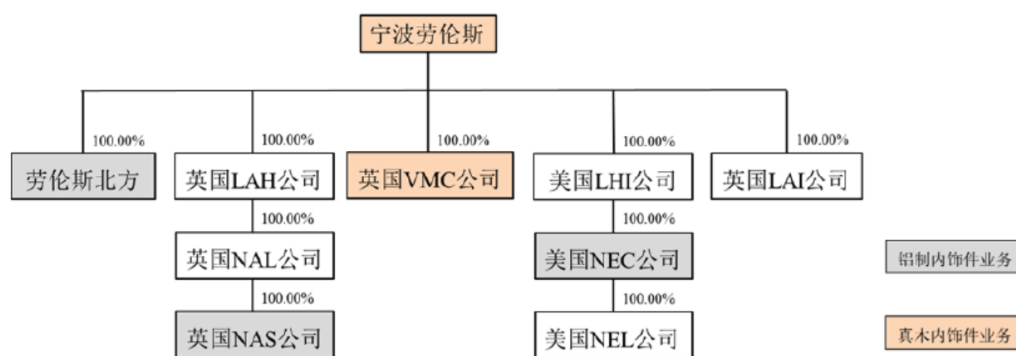
宁波劳伦斯主要产品为真木汽车内饰件及铝制汽车内饰件，产品主要用于装饰捷豹、路虎、奥迪等中高档汽车。根据其最新披露的数据（2016年上半年），其真木内饰件业务占营收比例为40.80%，铝制内饰件占比为59.20%。

图表 28：本次收购标的资产情况

项目	宁波劳伦斯	
主营业务	真木汽车内饰件及铝制汽车内饰件	
主要客户	捷豹、路虎、奥迪、沃尔沃、特斯拉、福特、通用	
交易对价（亿元）	13	
账面资产净值（亿元）	1.42	
增值率	813.65%	
营业收入（亿元） (2016H1)	9.55	
净利润（亿元） (2016H1)	0.37	
业绩承诺(亿元) (2016-2019)	2016年	1.51
	2017年	1.24
	2018年	1.69
	2019年	1.97

来源：公司公告国联证券研究所

图表 29：宁波劳伦斯下属子公司情况



来源：公司公告国联证券研究所

本次标的资产的注入有利于解决劳伦斯和上市公司之间的同业竞争问题，兑现了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。

- 2016年10月，公司股东华翔集团将其持有的上市公司35,784,862股流通股股份（占公司股本总额的6.75%）全部协议转让给宁波峰梅，权益变动后，华翔集团不再持有公司股份，转让后，周晓峰直接与间接控制上市公司23.72%的股权。
- 公司2016年12月20日发布公告：公司实际控制人周晓峰已与象山联众（持有

公司 5.51% 的股份) 相关股东达成一致, 将于近日通过股权受让的方式收购象山联众的股权, 从而进一步巩固其上市公司控股股东的地位。

我们认为, 这一系列的资本运作有利于理顺大股东与上市公司的股权关系, 也为今后进一步的资本运作扫除障碍。

4.2. 劳伦斯与上市公司具有良好的协同效应

上市公司与宁波劳伦斯主营业务均为汽车内饰件, 重组后两者之间将产生良好的协同效应, 主要体现在市场的协同与产品的协同。

➤ 市场协同

宁波华翔原有真木内饰件业务主要客户包括宝马、奔驰、奥迪、大众等汽车制造商, 以德系整车厂商为主; 而宁波劳伦斯主营业务为汽车真木内饰件、铝制内饰件, 其真木饰条业务主要客户包括通用、捷豹路虎等汽车制造商, 以英美系整车厂商为主。因此, 宁波华翔与宁波劳伦斯在服务客户和目标市场上形成较好的互补。本次收购完成后, 双方将共享对方的营销渠道, 并借此进一步完善公司真木业务产品线及客户资源, 使得公司基本完成真木产品的全球布局。

➤ 产品协同

宁波华翔的内饰件业务中, 最主要的是真木、塑料。未来, 随着“汽车轻量化”的逐步发展, 碳纤维等复合材料、铝制材料等代表轻量化的新材料将越来越多的运用在整车上。本次交易中, 宁波劳伦斯下属的美国 NEC 公司, 主要产品为中高档车用铝制内饰件, 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。通过本次交易, 宁波华翔可以快速进入铝饰件领域, 因而能够进一步完善上市公司的产品布局。

5. 盈利预测与估值

公司德国子公司有望在 17 年扭亏为盈（15 年亏损超 4 亿元，在母公司采取一系列改进措施后，正逐步向好），我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.48、1.81、1.9 元（不考虑此次定增），对应现价，PE 分别为 16、13、12 倍，与同类 A 股汽车内饰件、汽车电子类公司相比，公司估值并不高，从公司近 5 年的 PE-band 来看，公司的估值中枢在 14-20 倍 PE，但考虑到当下正处于公司业绩与转型的双重拐点，应给予适当估值溢价，因此给予公司“推荐”评级，目标价 30 元。

图表 30：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价(元)	EPS			PE		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
600741.SH	华域汽车	15.77	1.72	1.88	2.08	9.17	8.39	7.58
603997.SH	继峰股份	19.8	0.53	0.60	0.70	37.36	33.00	28.29
000700.SZ	模塑科技	8.42	0.45	0.52	0.59	18.71	16.19	14.27
603085.SH	天成自控	48.97	0.38	0.67	0.98	128.87	73.09	49.97
600699.SH	均胜电子	35.56	0.85	1.41	1.76	41.84	25.22	20.20
平均值						47.19	31.18	24.06
002048.SZ	宁波华翔	22.97	1.48	1.81	1.9	15.55	12.69	12.1

来源：wind 国联证券研究所股价为 12 月 21 日收盘价

图表 31：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	379.85	544.27	1421.32	1529.17	1616.49	营业收入	8712.81	9809.93	14213.19	15291.66	16164.94
应收账款+票据	1702.07	2277.14	3597.05	3949.67	4227.88	营业成本	6922.71	8040.94	11323.47	12055.19	12658.98
预付账款	295.69	249.38	331.31	357.55	387.09	营业税金及附加	39.91	45.91	66.51	71.56	75.65
存货	1227.37	1411.17	1529.99	1772.80	1844.05	营业费用	271.07	300.57	355.33	443.46	484.95
其他	46.98	79.34	41.50	70.00	70.00	管理费用	729.10	922.90	1065.99	1223.33	1374.02
流动资产合计	3651.96	4561.29	6921.17	7679.20	8145.52	财务费用	30.87	19.28	60.39	53.66	23.44
长期股权投资	418.33	461.67	461.67	461.67	461.67	资产减值损失	60.44	50.82	80.00	90.00	100.00
固定资产	1565.95	1888.53	1888.41	2453.01	2660.95	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	300.08	358.62	1000.00	700.00	800.00	投资净收益	158.66	141.51	0.00	0.00	0.00
无形资产	199.63	221.50	208.60	195.70	182.79	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1687.42	2125.60	1794.43	1845.30	1934.61	营业利润	817.38	571.02	1261.50	1354.46	1447.90
非流动资产合计	4171.40	5055.93	5353.12	5655.68	6040.02	营业外净收益	42.51	62.15	87.00	85.00	83.00
资产总计	7823.36	9617.22	12274.29	13334.88	14185.54	利润总额	859.88	633.17	1348.50	1439.46	1530.90
短期借款	640.33	1113.13	2237.43	1586.97	944.44	所得税	137.96	216.70	215.76	230.31	244.94
应付账款+票据	1790.75	2219.34	2599.15	3141.41	3350.37	净利润	721.92	416.47	1132.74	1209.14	1285.96
其他	118.11	220.70	348.61	386.38	419.43	少数股东损益	197.75	255.97	350.00	250.00	280.00
流动负债合计	2549.19	3553.18	5185.20	5114.76	4714.24	归属于母公司净利润	524.17	160.49	782.74	959.14	1005.96
长期带息负债	50.73	49.67	49.67	0.00	0.00						
长期应付款	54.48	73.81	85.62	96.47	102.83						
其他	315.24	260.33	193.83	207.52	219.39						
非流动负债合计	420.46	383.81	329.12	303.99	322.22						
负债合计	2969.65	3936.98	5514.31	5418.75	5036.46						
少数股东权益	558.76	1037.79	1387.79	1637.79	1917.79						
股本	530.05	530.05	530.05	530.05	530.05						
资本公积	662.59	657.84	657.84	657.84	657.84						
留存收益	3102.32	3454.56	4184.29	5090.44	6043.39						
股东权益合计	4853.71	5680.24	6759.97	7916.12	9149.07						
负债和股东权益总计	7823.36	9617.22	12274.29	13334.87	14185.53						

现金流量表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	542.73	257.51	1059.66	1137.74	1216.24
折旧摊销	356.26	431.84	403.67	470.34	405.76
财务费用	36.18	31.24	40.39	33.66	3.44
存货减少	-233.25	-194.68	-118.82	-242.82	-71.24
营运资金变动	-280.07	-81.97	-856.30	172.67	-65.74
其它	53.78	158.79	147.77	102.79	110.87
经营活动现金流	475.63	602.74	676.37	1674.39	1599.33
资本支出	727.90	621.98	1000.00	700.00	800.00
长期投资	1.96	230.09	0.00	0.00	0.00
其他	160.09	170.89	157.95	-90.60	-19.38
投资活动现金流	-569.77	-681.18	-842.05	-790.60	-819.38
债权融资	137.22	410.21	1124.30	-700.13	-642.53
股权融资	32.95	249.72	0.00	0.00	0.00
其他	-164.34	-245.69	-81.58	-75.81	-50.08
筹资活动现金流	5.83	414.24	1042.72	-775.94	-692.62
现金净增加额	-93.97	329.21	544.27	1421.32	1529.17

主要财务比率					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	19.49%	12.59%	44.89%	7.59%	5.71%
EBIT	48.82%	-26.18%	113.70%	6.06%	4.16%
EBITDA	39.26%	-12.53%	65.71%	8.42%	-0.17%
归属于母公司净利润	36.91%	-69.38%	387.71%	22.54%	4.88%
获利能力					
毛利率	20.55%	18.03%	20.33%	21.16%	21.69%
净利率	8.29%	4.25%	7.97%	7.91%	7.96%
ROE	12.20%	3.46%	14.57%	15.28%	13.91%
ROIC	20.68%	9.85%	21.86%	15.70%	15.79%
偿债能力					
资产负债率	37.96%	40.94%	44.93%	40.64%	35.50%
流动比率	1.43	1.28	1.33	1.50	1.73
速动比率	0.93	0.86	1.03	1.14	1.32
营运能力					
应收账款周转率	5.22	4.37	4.00	3.92	3.87
存货周转率	5.64	5.70	7.40	6.80	6.86
总资产周转率	1.11	1.02	1.16	1.15	1.14
每股指标(元)					
每股收益	0.99	0.30	1.48	1.81	1.90
每股经营现金流	0.90	1.14	1.28	3.16	3.02
每股净资产	8.10	8.76	10.14	11.84	13.64
估值比率					
市盈率	23.23	75.86	15.55	12.69	12.10
市净率	2.83	2.62	2.27	1.94	1.68
EV/EBITDA	9.62	11.59	7.94	7.01	6.79
EV/EBIT	13.52	19.29	10.25	9.24	8.58

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

