



Research and  
Development Center

# 电机龙头，潜力无穷

—— 方正电机（002196.sz）深度报告

2017 年 08 月 24 日

郭荆璞 行业首席分析师

刘 强 分析师

马步芳 研究助理

## 电机龙头，潜力无穷

2017 年 08 月 24 日

### 本期内容提要：

- ◆ **三大电中电机最稳定，客户壁垒高。** 由于在三大电中，电池占新能源汽车成本的近一半，同时电池和电控的毛利率分别在 30%和 45%以上，而电机由于成本占比小，毛利率低（25%左右），因此市场往往将其忽略。然而随着新能源车补贴退坡以及产能结构性过剩，电控和电池的毛利率弹性最大，受到的影响最大。我们认为，成本加成定价策略以及较为稳定的毛利率水平，使得补贴退坡给下游整车企业带来的资金压力对电机企业影响较小，将更多的向高毛利率的电控和电池制造商转移。
- ◆ **电机行业龙头，三合一集成化助力公司高成长。** 传统电机毛利率较低，但是新能源汽车由于其特性使得电机、电控和减速器可以相互整合，三者结合后系统体积、重量、材料成本都会降低，而舒适性会提高。从产值来看，将电机和减速器二合一后的产值是纯电机的 1.5 倍，而电机电控和减速器三合一的系统是纯电机的 2.5 倍。对于电机厂商来说，在主机厂不变的情况下，将传统电机换成二合一或者三合一系统后相当于又多增加了半个或者一个半主机厂，相应的毛利和利润都能大幅提升，公司目前二合一产品已经送样。我们认为电机未来发展方向是高速化、集成化，这不仅能提升产品毛利率，同时也能快速增厚公司业绩，助力公司高速成长。
- ◆ **辅驱电机绝对垄断，微特电机快速复制使公司业绩有支撑。** 公司在辅助驱动电机方面是助力转向泵用电机领域的绝对龙头，占据了市场 80%的份额。座椅电机方面公司已经进入特斯拉供应链，证明了公司的研发制造实力，同时对于汽车微电机来说彼此之间差异较小，因此可以较为容易复制。公司此前也给商用车提供雨刮器电机，因此我们认为从座椅电机、雨刮器电机向其他汽车微特电机转化成本小，模式易复制，我们预计公司在此领域占据 20%的市场份额下年产值可以达到近百亿，这使公司业绩有较强的支撑，公司增长潜力巨大。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.40、0.47、0.64 元。对应 2017-2019 年 PE 为 26 倍、22 倍和 16 倍。由于我们看好公司在驱动电机上进行二合一或三合一系统集成所带来的营收及利润增长以及公司在座椅电机上获得的突破及对未来汽车微电机的布局，因此我们给予公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：** 下游汽车销量超预期，公司新产品进度超预期。
- ◆ **风险因素：** 下游汽车销量不达预期；经济继续下行，需求低迷；公司产品研发进度不达预期。

## 证券研究报告

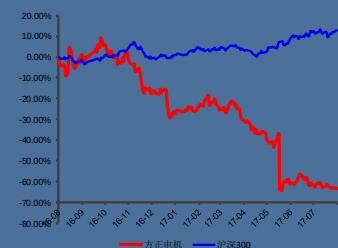
### 公司研究——首次覆盖

### 方正电机（002196.sz）

|    |    |    |    |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

首次评级

#### 方正电机相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

**郭荆璞** 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

**刘强** 分析师

执业编号：S1500514070005

联系电话：+86 10 8332 6707

邮箱：liuqiang1@cindasc.com

**马步芳** 研究助理

联系电话：+86 10 83326702

邮箱：mabufang@cindasc.com

#### 公司主要数据（2017.8.24）

|                |            |
|----------------|------------|
| 收盘价（元）         | 10.43      |
| 52 周内股价波动区间(元) | 9.53-18.82 |
| 最近一月涨跌幅(%)     | -6.96      |
| 总股本(亿股)        | 4.51       |
| 流通 A 股比例(%)    | 56.12      |
| 总市值(亿元)        | 47.03      |

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
邮编：100031

|                 | 2015A   | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-----------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)       | 794.42  | 1,049.33 | 1,537.57 | 1,919.61 | 2,650.34 |
| 增长率 YoY %       | 27.62%  | 32.09%   | 46.53%   | 24.85%   | 38.07%   |
| 归属母公司净利润(百万元)   | 59.04   | 118.29   | 179.47   | 214.15   | 289.40   |
| 增长率 YoY%        | 479.55% | 100.37%  | 51.72%   | 19.32%   | 35.14%   |
| 毛利率%            | 18.23%  | 25.38%   | 25.12%   | 25.34%   | 25.86%   |
| 净资产收益率 ROE%     | 3.91%   | 5.19%    | 7.40%    | 8.23%    | 10.23%   |
| 每股收益 EPS(摊薄, 元) | 0.13    | 0.26     | 0.40     | 0.47     | 0.64     |
| 市盈率 P/E(倍)      | 80      | 40       | 26       | 22       | 16       |
| 市净率 P/B(倍)      | 1.25    | 1.18     | 1.88     | 1.74     | 1.59     |

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2017 年 08 月 24 日收盘价

## 目 录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 投资聚焦 .....                      | 1  |
| 乘新能源东风布局电机电控 .....              | 2  |
| 驱动电机最稳定，集成化是未来方向 .....          | 4  |
| 三大电中电机最稳定，客户壁垒高 .....           | 4  |
| 未来电机行业集中度进一步提升，高速化、集成化是方向 ..... | 6  |
| 双积分政策利好 A0 级 A00 级车型 .....      | 9  |
| 三大因素决定成败 .....                  | 10 |
| 辅驱+座椅电机，真正的隐形冠军 .....           | 12 |
| 公司是辅驱电机龙头 .....                 | 12 |
| 汽车微电机市场空间巨大 .....               | 12 |
| 盈利预测、估值与投资评级 .....              | 14 |
| 盈利预测及假设 .....                   | 14 |
| 风险因素 .....                      | 16 |

## 表 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 表 1 各主机厂配套电机供应商 .....            | 5  |
| 表 2 双积分制下新能源汽车需求量测算 .....        | 7  |
| 表 3 2017 年上半年新能源汽车销量排名前十车型 ..... | 9  |
| 表 4 方正电机管理层背景简介 .....            | 11 |
| 表 5 公司下游优质客户 .....               | 11 |
| 表 6 汽车微电机市场空间巨大 .....            | 13 |
| 表 7 公司各版块盈利预测 .....              | 14 |
| 表 8 可比公司相关数据 .....               | 15 |

## 图 目 录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1 公司历史变革 .....                   | 2  |
| 图 2 公司股权结构图 .....                  | 2  |
| 图 3 公司历年收入（单位：万元） .....            | 3  |
| 图 4 公司历年毛利率 .....                  | 3  |
| 图 5 公司分业务毛利率情况 .....               | 3  |
| 图 6 新能源汽车成本结构 .....                | 4  |
| 图 7 主要新能源汽车电机企业电机相关业务毛利率变化情况 ..... | 4  |
| 图 8 2017 年上半年新能源汽车品牌销量排名 .....     | 6  |
| 图 9 全国乘用车历年销量（万台） .....            | 6  |
| 图 10 前 6 批推荐车型目录各类型电机占比 .....      | 8  |
| 图 11 前 6 批推荐车型目录分车型各类型电机占比 .....   | 8  |
| 图 12 宝骏 E100 的驱动电机由方正电机供应 .....    | 9  |
| 图 13 开展新能源车电机业务企业研发支出占比 .....      | 11 |
| 图 14 管柱式电动助力转向系统构成 .....           | 12 |
| 图 15 公司独家供应特斯拉 model3 座椅电机 .....   | 13 |

## 投资聚焦

**核心观点/投资逻辑。**公司是电机行业龙头，在电机领域拥有超过 20 年研发及制造经验。目前公司的电机产品已经进入包括众泰、吉利、上汽通用五菱等在内的乘用车品牌以及物流车方面公司的主要客户新吉奥、新龙马、北汽昌河。电机高速化和集成化是未来发展方向，新能源汽车由于其特性使得电机、电控和减速器可以相互整合，三者结合后系统体积、重量、材料成本都会降低，而舒适性会提高。从产值来看，将电机和减速器二合一后的产值是纯电机的 1.5 倍，而电机电控和减速器三合一的系统是纯电机的 2.5 倍。对于电机厂商来说，在主机厂不变的情况下，将传统电机换成二合一或者三合一系统后相当于又多增加了半个或者一个半主机厂，相应的毛利和利润都能大幅提升。此外公司与玉柴集团长期合作，提供 ECU+GCU 在内的全套动力总成，是国内最大的 ECU 供应商。在辅助驱动电机方面公司的电机市占率超过 80%，是市场上的绝对龙头，同时公司的座椅电机已经进入特斯拉供应链，证明了公司在此领域的研发制造能力。对于汽车微特电机来说，座椅电机、雨刮器电机等微特电机的结构大致相同，因此较为容易进行复制，同时由于这些微特电机在传统车上也同样需要，因此实际需求量非常大。我们假设全年乘用车销量为 2400 万辆，每辆车上微电机数量为 40 只，每只价值 50 元，公司的市占率在达到 20% 的情况下，仅微电机部分就可以带来近 100 亿元的价值，是公司 2016 年营业收入的近 10 倍，体现了微电机市场巨大的潜在价值。

**与市场不同之处。**电机板块被市场所忽视，其盈利增长具有可持续性，行业门槛超过市场预期；公司在辅驱电机上是行业绝对龙头，座椅电机已经进入特斯拉供应链，证明了公司产品研发及制造实力。

**股价催化剂。**下游新能源汽车销量超预期，公司新产品进度超预期。

**盈利预测与投资评级：**我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.40、0.47、0.64 元。对应 2017-2019 年 PE 为 26 倍、22 倍和 16 倍。由于我们看好公司在驱动电机上进行二合一或三合一系统集成所带来的营收及利润增长以及公司在座椅电机上获得的突破及对未来汽车微电机的布局，因此我们给予公司“买入”评级。

**风险因素：**下游汽车销量不达预期；经济继续下行，需求低迷；公司产品研发进度不达预期。

## 乘新能源东风布局电机电控

公司早期专业从事微型特种电机研制开发、生产、销售，具有较强的电机产品研发能力，于 2007 年 12 月 12 日登陆深交所中小板。自 2010 年以来公司从家用缝纫机转向向围绕新能源汽车布局，先后收购了高科润、上海海能和德沃仕。公司目前从事的主要业务分为家用缝纫机电机、工业用电脑高速自动平缝机、汽车应用类（汽车用微特电机、节能与新能源汽车业务）、家用智能控制器。

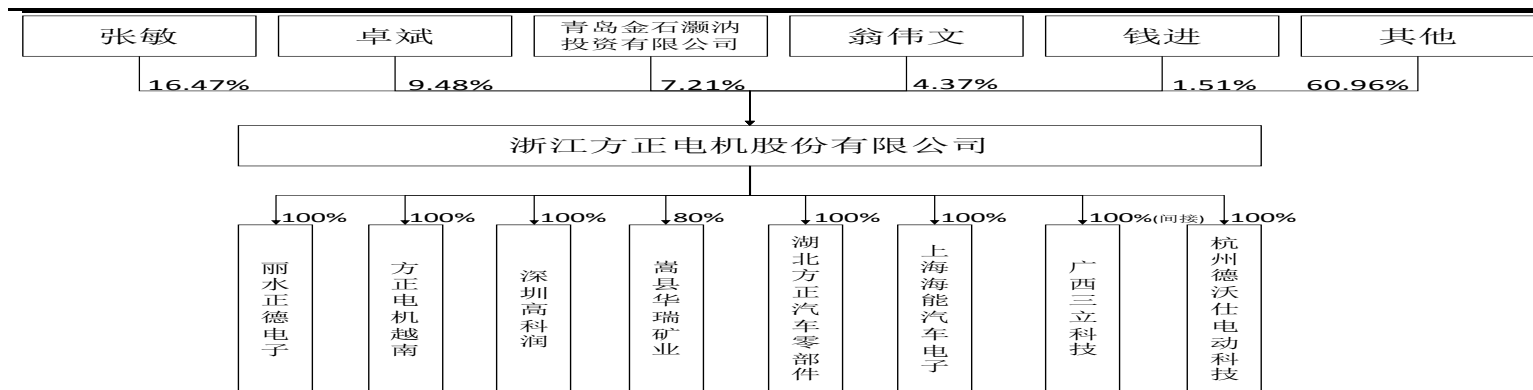
图 1 公司历史变革



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司于 2014 年收购高科润 100% 股权，初涉智能控制器及新能源汽车车用电机控制技术。2015 年公司继续收购上海海能和德沃仕 100% 股权，其中德沃仕主营汽车电机，上海海能主营柴油车及燃油商用车发动机控制器（ECU 和 GCU）。至此，方正电机完成了新能源汽车三大件中电机电控的布局，具备提供新能源汽车动力总成的能力。

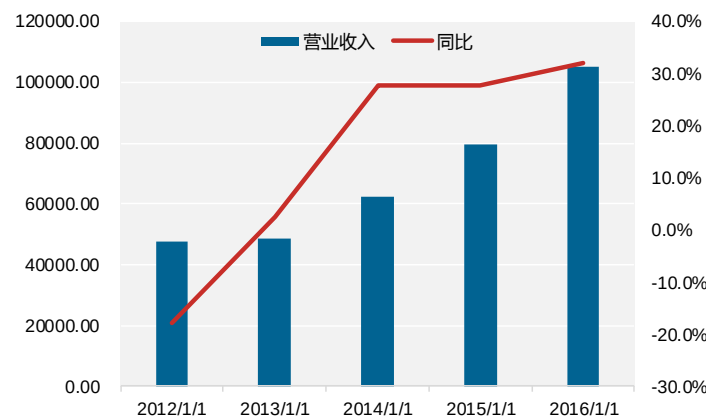
图 2 公司股权结构图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心，截至2017年8月23日

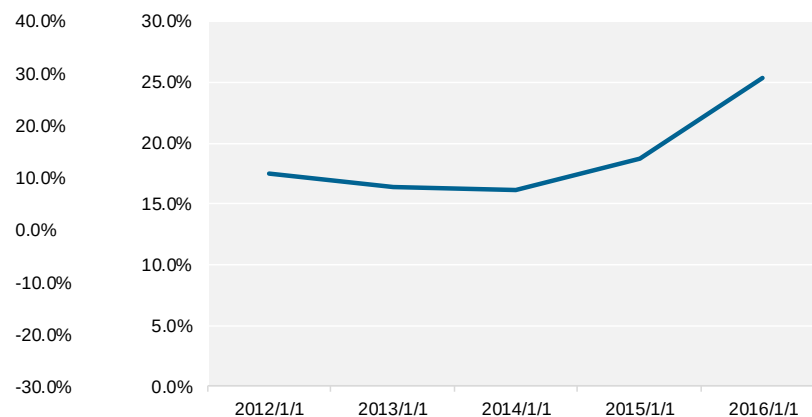
受益于高科润、上海海能及德沃仕分别于2014年和2015年并表，公司2014年及2015年营业收入分别为6.22、7.94亿元，同比增速均超过20%。受益于新能源汽车行业高速增长，公司2016年营收10.5亿元，同比增长32.1%。分业务看，2016年汽车应用类营收达到4.95亿元，同比持续保持166%的高速增长；占营收比例达到47.1%，毛利率进一步提升到26.7%。

图3 公司历年收入（单位：万元）



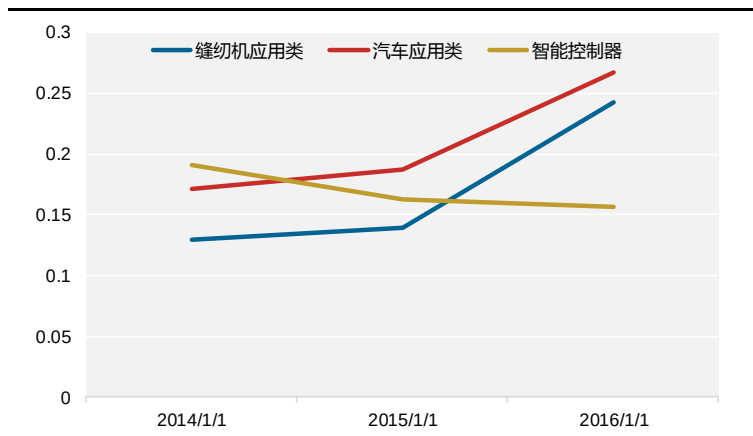
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图4 公司历年毛利率



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图5 公司分业务毛利率情况



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

## 驱动电机最稳定，集成化是未来方向

### 三大电中电机最稳定，客户壁垒高

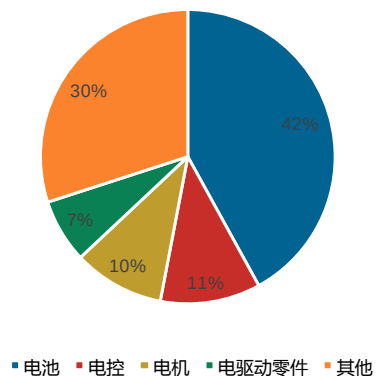
目前新能源乘用车、客车和专用车电机价格分别在 7000 元/台、2 万元/台和 9000 元/台，我们假设乘用车和专用车电机价格年均下降 5%，客车年均下降 10%，结合对 2020 年新能源汽车销量 200 万辆的测算，我们预计 2020 年新能源汽车电机市场规模将达 138.79 亿元，年复合增速 26.79%。

由于在三大电中，电池占新能源汽车成本的近一半，同时电池和电控的毛利率分别在 30%和 45%以上，而电机由于成本占比小，毛利率低（25%左右），因此市场往往将其忽略。然而随着新能源车补贴退坡以及产能结构性过剩，电控和电池的毛利率弹性最大，受到的影响最大，而电机由于成本和毛利率都较低，最稳定，因此价格将最先触底。

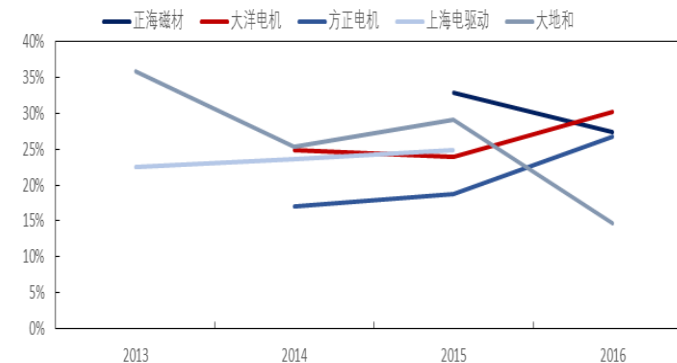
我们对 5 家电机企业新能源汽车电机相关业务进行统计，发现各家电机业务毛利率基本维持于 25%左右（方正电机由于传统汽车电机与新能源汽车电机合并统计，因而毛利率偏低）。我们认为，成本加成定价策略以及较为稳定的毛利率水平，使得补贴退坡给下游整车企业带来的资金压力对电机企业影响较小，将更多的向高毛利率的电控和电池制造商转移。

图 6 新能源汽车成本结构

图 7 主要新能源汽车电机企业电机相关业务毛利率变化情况



资料来源：高工锂电，信达证券研发中心



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

### 龙头电机企业，具有供应链配套优势

从下游客户来看，由于给单一车型配套一般需要 1~2 年的周期，因此一旦进入某个客户，其供应商地位轻易不会更改，由此我们看出中游的壁垒主要在于客户绑定。公司目前主要拓展乘用车与物流车，相比乘用车而言，物流车的要求更低一些，因此乘用车的壁垒更高。目前除了比亚迪是自供以外，上汽荣威由联合电子供应，北汽由合普动力、上海大郡和上海电驱动供应，广汽由上海大郡供应，上汽通用五菱、众泰和吉利由方正电机供应，行业的格局非常清晰，方正电机已经占据有利位置，未来有望随行业发展而共振向上提升。

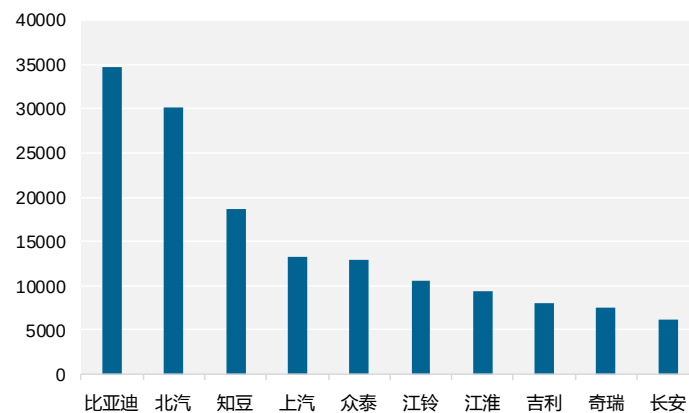
表 1 各主机厂配套电机供应商

| 车企     | 车型        | 电机供应商      |
|--------|-----------|------------|
| 比亚迪    |           | 比亚迪        |
| 上汽荣威   | e550      | 联合电子       |
|        | eRX5/ERX5 | 联合电子       |
| 上汽通用五菱 | 宝骏 E100   | 方正电机       |
| 广汽     |           | 上海大郡       |
| 吉利     | 帝豪 EV     | 精进电机、方正电机  |
| 北汽     | EC 系列     | 广东合浦       |
|        | EU 系列     | 上海大郡、上海电驱动 |
|        | EV 系列     | 上海大郡、上海电驱动 |

众泰 方正电机

资料来源：工信部，信达证券研发中心

图 8 2017 年上半年新能源汽车品牌销量排名

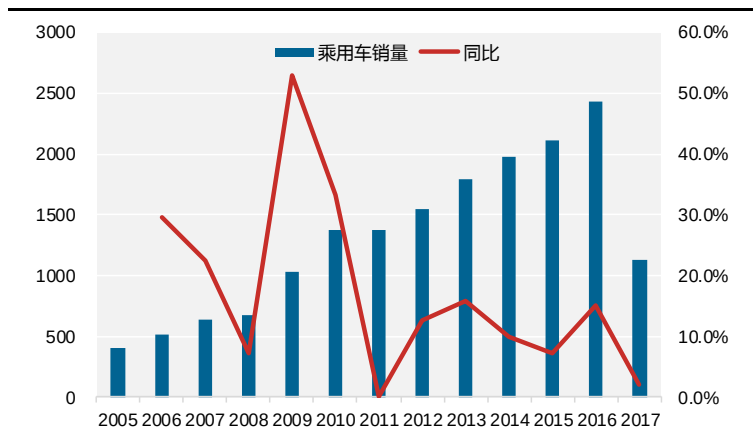


资料来源：中商产业研究院

### 未来电机行业集中度进一步提升，高速化、集成化是方向

随着《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法（征求意见稿）》的发布，新能源汽车将迎来最好的成长期。根据积分制的要求，我们假设每辆纯电动 EV 积分为 3.2 分（以 200km 计），插电式电动车每辆积分为 2 分，根据 2016 年乘用车总销量 32 万台，其中 EV24 万台，占比 75%，PHEV8 万台，占比 25%来分配，则平均单车积分为 2.9 分。假设乘用车年销量增长率为 5%（自 2011 年以来每年销量增速超过 7%），则 2018~2020 年仅传统车的生产就需要新能源汽车 74、97、122 万辆。

图 9 全国乘用车历年销量（万台）



资料来源: CEIC, 信达证券研发中心

表 2 双积分制下新能源汽车需求量测算

|                | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|
| 传统燃油车 (万辆)     | 2678  | 2812  | 2953  |
| 新能源汽车比例 (%)    | 8%    | 10%   | 12%   |
| 所需正积分 (万分)     | 214   | 281   | 354   |
| EV 单车积分        | 3.2   | 3.2   | 3.2   |
| PHEV 单车积分      | 2     | 2     | 2     |
| 平均单车积分         | 2.9   | 2.9   | 2.9   |
| 新能源汽车需求预测 (万辆) | 74    | 97    | 122   |

资料来源: 信达证券研发中心

与传统电机相比, 应用于新能源汽车上的电机需要具备高的调速范围以满足汽车高的行驶速度; 具备高的功率及转矩密度以满足汽车在电机空间有限的情况下, 仍具有很强的启动及加速性能, 同时有限空间也对电机散热提出了较高要求; 具备高的可靠性及防护性能以适应汽车复杂的行驶工况。最后还需具备高的效率以达到节能目标。这种情况下我们认为电机企业及其产品未来的发展方向在于:

**动力总成的模块化与集成化。**通过电机与电控的集成以及混动车中电机与变速箱的集成, 实现减少零部件空间尺寸、提升汽车空间利用率的目的。

**控制噪音, 增强舒适性。**新能源汽车特别是纯电动车, 通过“电池+电机+电控”的动力总成模式取代传统车“发动机+变速箱”

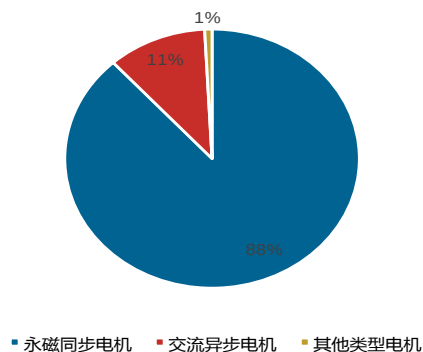
的动力总成模式，降低了车辆运行过程中的噪音，增强了舒适性，由于电池在供电过程中的噪音很小，主要由电机旋转产生，因而如果能很好的控制电机噪音，新能源汽车的舒适性将进一步增强。

**电机性能参数的提升。**如前所述，新能源汽车对电机的调速范围、转矩和功率密度等都提出了很高的要求，这就进一步要求企业一方面从原材料入手，采购性能优异的材料保证电机性能的实现，同时通过自动化生产线等方式提升电机制造及装配水平，保证产品质量。

在功率一定的情况下，提升电机的转速比提升扭矩容易，所以高速化是未来方向，但相应地对减速器的要求更高了。永磁同步电机体积小、质量轻、调速宽，功率因数、峰值效率等性能更优越，采用永磁同步电机可以提高效率，提升汽车的续航里程，因此是未来的方向。

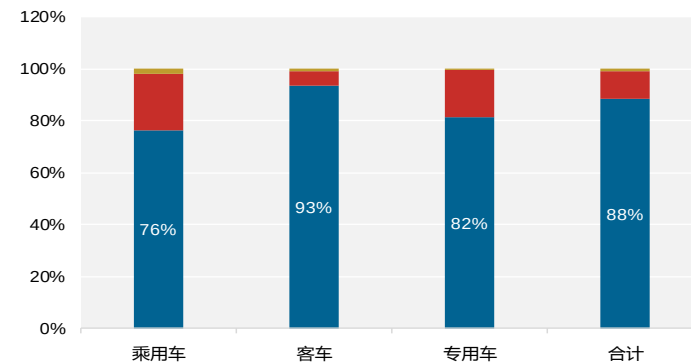
根据我们对今年六批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》统计数据显示，所有上公告新能源汽车车型中，搭载永磁同步电机的车型占比达到 88.30%，分车型来看，应用占比最低的乘用车也超过 75%，此外，特斯拉下半年量产车 Model 3 将电机类型从交流异步电机改为永磁同步电机，进一步证明永磁路线是当前市场主流。

图 10 前 6 批推荐车型目录各类型电机占比



资料来源：工信部，信达证券研发中心

图 11 前 6 批推荐车型目录分车型各类型电机占比



资料来源：工信部，信达证券研发中心

此外，将电机、电控和减速器集成也是未来新能源汽车电机电控发展方向。由于新能源汽车本身的特性，传统的变速箱大幅度简化成减速器，难度大大降低，空间也相应减小，因此很适合集成电机、电控。此外，将三者结合后系统体积、重量、材料成本都会降低，而舒适性会提高。从产值来看，将电机和减速器二合一后的产值是纯电机的 1.5 倍，而电机电控和减速器三合一的系统是纯电机的 2.5 倍。对于电机厂商来说，在主机厂不变的情况下，将传统电机换成二合一或者三合一系统后相当于又多增加了半个或者一个半主机厂，相应的毛利和利润都能大幅提升。尽管宝骏 E100 在 7 月 21 日才开始销售，但是方正电

机和主机厂已就其升级车型进行研发，其中的亮点就在于电机与减速器二合一的系统集成。目前公司已有样品，我们预计明年正式放量。

图 12 宝骏 E100 的驱动电机由方正电机供应



资料来源：汽车之家，信达证券研发中心

### 双积分政策利好 A0 级 A00 级车型

从今年上半年纯电动车销量可以看出，A0 和 A00 级仍然是市场主流车型，我们判断未来三年仍然将是以 A0 和 A00 级为主，理由是由于双积分制的政策推出使得 A0 和 A00 级的车型最具性价比，以宝骏 E100 为例，单车续航里程为 155km，单车积分为 3 分，而价格最高为 10.99 万，算上补贴后为 4.88 万，单车每分约为 1.62 万元。而相应地吉利帝豪 EV300 单车积分 4 分，价格补贴后最低的为进取型 12.88 万元，单车每分约为 3.22 万元，比亚迪秦 2017 尊贵型补贴后价格为 13.99 万，续航里程为 80km，单车每分约为 6.99 万元。相比之下 A00 和 A0 级车型价格更低，车企更愿意通过走量来换取新能源积分。

表 3 2017 年上半年新能源汽车销量排名前十车型

| 车型 | 级别 | 销量(辆) | 厂商价格 | 补贴后价格 |
|----|----|-------|------|-------|
|----|----|-------|------|-------|

|         |     |       | (万元)  | (万元)  |
|---------|-----|-------|-------|-------|
| 知豆 D2   | A00 | 18693 | 15.18 | 5.98  |
| 北汽 EC   | A00 | 17939 | 15.18 | 4.58  |
| 比亚迪 e5  | A   | 10826 | 19.59 | 12.99 |
| 江淮 iEV  | A0  | 9401  | 15.85 | 8.95  |
| 奇瑞 eQ   | A0  | 9300  | 16.99 | 6.98  |
| 帝豪 EV   | A   | 7982  | 19.48 | 12.88 |
| 江铃 E100 | A0  | 6136  | 15.6  | /     |
| 北汽 EU   | A   | 5691  | 22.49 | 15.89 |
| 众泰 E200 | A0  | 5949  | /     | 5.98  |
| 奔奔 EV   | A0  | 6064  | 15.48 | 6.48  |

资料来源：乘联会，信达证券研发中心

物流车方面，公司的主要客户是新吉奥、新龙马、北汽昌河，这三家都是今年新增客户，公司物流车板块二季度开始放量，7月份的销量约 4000 台，我们预计今年这三家每家销量在 5000~10000 台，加起来大约是 20000 台，全年预计总销量在 4~5 万台，略超预期。从排产情况看，目前放量的瓶颈在于下游主机厂产能无法跟上，因此公司上半年量较小，我们预计下半年将正式放量，同时叠加传统的金九银十效应，全年将会有较好的数据表现。

ECU 方面公司与玉柴深度合作，去年供应约 8 万套，今年与玉柴集团签订战略合作协议，子公司上海海能是国内最大的 ECU 自主品牌供应商，前几个月平均每月出货量在 3 万套，公司今年预计供应玉柴动力总成 1000 多台，总价值约 7000 多万。

### 三大因素决定成败

我们认为专业化的管理团队、持续的研发投入和优质的客户是决定企业成本的关键因素。高效、专业化的管理团队能够给公司发展以明确、清晰的战略发展方向，持续的研发投入能使公司长久保持龙头地位，而优质的客户是公司拓宽、加深护城河的重要武器。

我们认为在新能源汽车这样一个新兴行业中，管理团队拥有产业积累公司便具备了先发优势，而在下游行业走向规范化、电机客户更加看重零部件质量及性能的背景下，专业化的管理团队更是公司持续发展的保证。公司的董事长及董事在电机行业具有多年的行业经验。同时作为管理层之一，董事长之子也是电机专业出身，目前负责公司下属研究院相关工作。

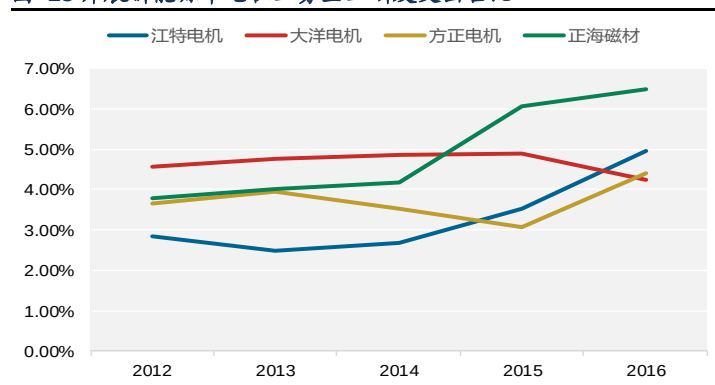
表 4 方正电机管理层背景简介

| 公司名称 | 高管  | 职位  | 简介                                                                           |
|------|-----|-----|------------------------------------------------------------------------------|
| 方正电机 | 张敏  | 董事长 | 曾任丽水市人大常委,浙江省人大代表,现任浙江省总商会副会长,丽水市政协常委,丽水市工商联会长,浙江省缝纫电机行业协会会长,中国缝制机械协会副理事长等职务 |
|      | 冒晓建 | 董事  | 国际 SAE 会员, 中国汽车工程学会会员, 上海新能源汽车专业委员会副主任, 参与国家“863”计划电动汽车重大专项                  |

资料来源: 方正电机公告及官网、信达证券研发中心整理

目前国内电机产品在传动效率、功率密度、噪声与振动控制等指标上仍有很大的进步空间, 而持续的研发投入是保证电机不断升级换代的根本。公司在研发方面每年都投入了大量资金, 研发支出占比持续保持在 4% 左右。

图 13 开展新能源车电机业务企业研发支出占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

汽车行业往往具有高客户壁垒的特点, 特别是对电机这种新能源汽车核心零部件, 采购前往往需经历数轮的测试与论证, 选定供应商之后轻易不会更换, 甚至要求其参与到整车的研发与设计中。这种情况下, 企业拥有好的客户就意味着拥有了广阔的市场, 销量得以保障, 而电机企业拥有优秀的供应商则意味着其产品拥有较强的竞争力, 是企业发展的保证。公司目前在乘用车方面已经与吉利、上汽通用五菱及众泰有良好关系; 客车方面公司与玉柴集团签订了战略合作协议, 与玉柴的联系更为紧密; 物流车方面公司客户包括东风集团、北汽昌河、新吉奥和新龙马等, 众多客户保证了公司在物流车板块的业绩有很好的增长。

表 5 公司下游优质客户

| 类型  | 客户           |
|-----|--------------|
| 乘用车 | 吉利、上汽通用五菱、众泰 |

客车 玉柴、银隆

物流车 东风集团、北汽昌河、新吉奥、新龙马

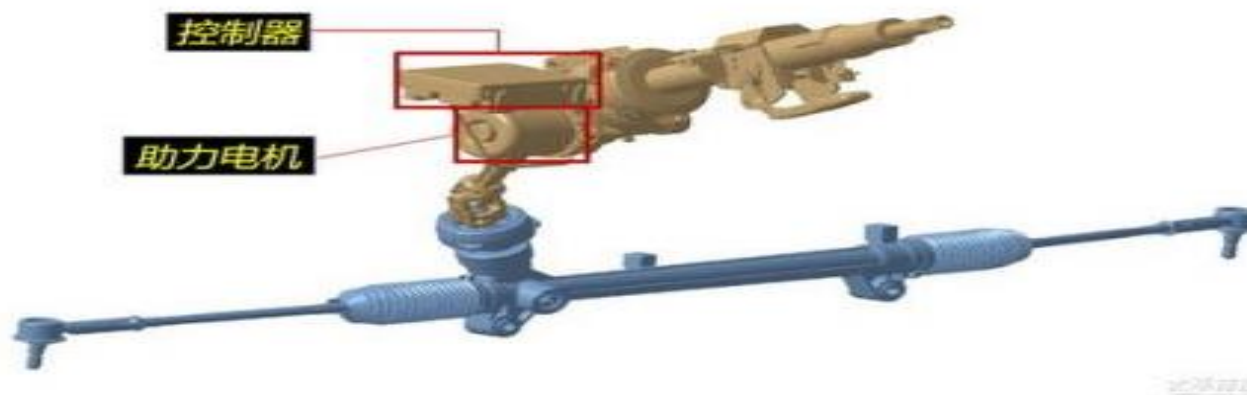
资料来源：方正电机公告及官网、信达证券研发中心整理

## 辅驱+座椅电机，真正的隐形冠军

### 公司是辅驱电机龙头

实际上，汽车上除了“三大电”（电池、驱动电机、电控）以外还有“三小电”，分别是空压机、空调压缩机和助力泵。其中汽车助力泵是指一种有助于汽车性能提升和稳定的部件。主要是协助驾驶员作汽车方向调整，目前来说汽车都有助力泵，主要有方向助力泵和刹车真空助力泵。在转向泵中，特别是大型客车的转向泵中，由于车重的原因一般需要用到电动助力转向泵，在泵中会有一个电机（辅助驱动电机）进行辅助转向。目前电动助力转向泵主要用在大巴上，电动汽车由于能耗和提升功率的要求，永磁同步电机是主流，公司从今年开始提供的电机都是永磁同步电机。目前转向泵的永磁同步电机市场中，公司市占率已达到 80%，处于绝对垄断地位。

图 14 管柱式电动助力转向系统构成



资料来源：中国青年网，信达证券研发中心

### 汽车微电机市场空间巨大

另一方面，公司作为二级供应商将座椅电机提供给安道拓，2016 年提供大约 300 万台的座椅电机，公司预计今年将有 460 万

台的销量，此外还有近 40 万套的雨刮器。安道拓每年的座椅销量约 5000 万套，全球销售额的四分之一来自于中国，在中国的座椅市场占有率高达 45%，因此公司还有很大的提升空间。此外公司座椅电机产品已经打入特斯拉供应链，目前特斯拉的 model3 产品中的座椅电机由公司独家供应，我们认为在汽车这种客户壁垒较高的行业中最难的是实现 0 至 1 的突破，此事标志着国际厂商对公司产品的认可，未来公司的座椅电机有望获得爆发。

图 15 公司独家供应特斯拉 model3 座椅电机



资料来源：汽车之家，信达证券研发中心

此外，在汽车上类似汽车座椅电机这样的微电机还有很多，例如雨刮器电机、反光镜电机等，平均一辆车有 40~50 台微型电机，对于这些电机来说，其应用场景不仅仅在于新能源汽车，在传统汽车中也是必不可少的，同时这些微电机之间差别较小，可以相对比较容易地进行复制，因此为公司快速地进入市场提供了便利。一般来说，普通轿车最少使用 15 台微特电机，高级轿车使用达 40~50 台，豪华型轿车多达 70~80 台。如果我们假设乘用车销量为 2400 万台，每台车上微电机数量为 40 只，每只价值 50 元，公司的市占率在达到 20%的情况下，仅微电机部分就可以带来近 100 亿元的价值，是公司 2016 年营业收入的近 10 倍，体现了微电机市场巨大的潜在价值。

表 6 汽车微电机市场空间巨大

| 项目          | 数量   |
|-------------|------|
| 乘用车销量（万台）   | 2400 |
| 每台车用微电机数（只） | 40   |

|                |         |
|----------------|---------|
| 微电机总数（万只）      | 96000   |
| 每台电机价格（元）      | 50      |
| 微电机总价值（万元）     | 4800000 |
| 20%市占率下的价值（亿元） | 96      |

资料来源：CEIC，信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

公司坚持对缝纫机电机进行升级换代提升附加值，对新能源汽车驱动电机、电控及减速箱进行系统集成，抓住高效、节能的历史趋势，大力推广永磁同步电机，逐步提升公司在汽车微电机领域的市占率，从而进一步提升公司在业内的盈利能力与话语权。我们对公司经营的主要假设和预测为：

1、收入：缝纫机应用类板块，考虑到下游纺织服装行业景气度的影响，我们调低缝纫机应用类的预期，我们预计 2017~2019 年公司缝纫机应用类营业收入增速为-5%、0%、0%；汽车应用类板块，公司进入吉利供应链，同时与宝骏二合一系统正在研发中，在大巴助力转向系统中公司具有垄断地位，同时公司的座椅电机已经进入特斯拉供应链，我们预计公司 2017 年微电机收入约 2.2 亿元，辅驱电机约 1 亿元，驱动电机约 3 亿元，电控约 2.9 亿元。我们预计新能源汽车未来四年保有量将增长 4 倍左右。2016 年新能源汽车销量为 50.7 万辆，截至年底保有量接近 110 万辆，政策规划到 2020 年新能源汽车保有量达 500 万辆，因此我们预计未来四年有 4 倍的增长空间。我们认为在政策利好以及行业发展的背景下，未来几年新能源汽车渗透率会不断提升，至 2020 年预计达到 6.16%，2025 年预计达到 20%。行业总体巨大的成长空间以及新进入吉利产业链将在未来三年带给公司超过行业平均水平的高速增长。因此我们预计 2017~2019 年收入增速为 97.9%、35.6%、52.3%；智能控制器板块，预计随着下游消费升级，2017~2019 年收入增速为 5%、10%、10%。

2、毛利率：缝纫机应用类板块，考虑到下游纺织服装行业景气度的影响及以量换价，我们维持缝纫机应用类的毛利率，我们预计 2017~2019 年公司煤炭业务毛利率分别为 24.24%、24.24%、24.24%；汽车应用类板块，随着公司二合一的系统放量，毛利率将有所上升，预计 2017~2019 年公司汽车应用类毛利率分别为 26.7%、26.7%、27.0%；智能控制器板块，我们预计毛利率将维持稳定，2017~2019 年公司毛利率分别为 15.61%、15.61%、15.61%。

表 7 公司各版块盈利预测

|        | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 缝纫机应用类 |       |       |       |       |       |

|              |           |            |            |            |            |
|--------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 收入（元）        | 28,428.58 | 23,829.76  | 22,638.27  | 22,638.27  | 22,638.27  |
| 成本（元）        | 24,472.34 | 18,053.77  | 17,151.09  | 17,151.09  | 17,151.09  |
| 毛利率(%)       | 13.92%    | 24.24%     | 24.24%     | 24.24%     | 24.24%     |
| 增长率          | -30.67%   | -16.18%    | -5.00%     | 0.00%      | 0.00%      |
| <b>汽车应用类</b> |           |            |            |            |            |
| 收入           | 18,574.22 | 49,456.05  | 97,888.57  | 132,769.52 | 202,187.35 |
| 成本           | 15,100.18 | 36,251.46  | 71,752.67  | 97,320.53  | 147,596.76 |
| 毛利率(%)       | 18.70%    | 26.70%     | 26.70%     | 26.70%     | 27.00%     |
| 增长率          | 170.79%   | 166.26%    | 97.93%     | 35.63%     | 52.28%     |
| <b>智能控制器</b> |           |            |            |            |            |
| 收入           | 27253.09  | 27509.52   | 28,885.00  | 31,773.50  | 34,950.85  |
| 成本           | 22812.99  | 23214.12   | 24,374.82  | 26,812.31  | 29,493.54  |
| 毛利率(%)       | 16.29%    | 15.61%     | 15.61%     | 15.61%     | 15.61%     |
| 增长率          | 210.77%   | 0.94%      | 5.00%      | 10.00%     | 10.00%     |
| <b>其他</b>    |           |            |            |            |            |
| 收入           | 5,185.81  | 4,138.01   | 4,344.91   | 4,779.40   | 5,257.34   |
| 成本           | 2,206.21  | 776.86     | 1,855.99   | 2,041.59   | 2,245.75   |
| 毛利率(%)       | 57.46%    | 81.23%     | 57.28%     | 57.28%     | 57.28%     |
| 增长率          | -7.61%    | -20.21%    | 5.00%      | 10.00%     | 10.00%     |
| 营业收入         | 79,441.71 | 104,933.34 | 153,756.75 | 191,960.69 | 265,033.81 |
| 营业成本         | 64,591.73 | 78,296.21  | 115,134.57 | 143,325.52 | 196,487.13 |
| 毛利率(%)       | 18.69%    | 25.38%     | 25.12%     | 25.34%     | 25.86%     |
| 增长率          | 27.62%    | 32.09%     | 46.53%     | 24.85%     | 38.07%     |

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

表 8 可比公司相关数据

| 证券代码      | 证券简称 | 股价（元） | 市值（亿元） | EPS（元） |       |       | PE（倍） |       |       |
|-----------|------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |       |        | 2015A  | 2016A | 2017E | 2015A | 2016A | 2017E |
| 300224.SZ | 正海磁材 | 11.90 | 99.4   | 0.3    | 0.4   | 0.3   | 47.3  | 31.9  | 42.0  |
| 002249.SZ | 大洋电机 | 6.95  | 164.7  | 0.2    | 0.2   | 0.3   | 65.0  | 37.0  | 26.6  |
| 603728.SH | 鸣志电器 | 21.47 | 68.7   | 0.4    | 0.7   | 0.7   |       |       | 32.6  |

|           |      |       |       |     |     |     |       |       |      |
|-----------|------|-------|-------|-----|-----|-----|-------|-------|------|
| 002176.SZ | 江特电机 | 12.40 | 182.2 | 0.0 | 0.1 | 0.3 | 586.0 | 85.1  | 44.4 |
| 603988.SH | 中电电机 | 71.27 | 57.0  | 0.5 | 0.3 |     | 110.0 | 225.9 |      |
| 平均值       |      | 24.80 | 114.4 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 202.1 | 95.0  | 36.4 |
| 002196.SZ | 方正电机 | 10.43 | 47.0  | 0.3 | 0.5 | 0.4 | 54.3  | 30.6  | 26.2 |

数据来源: WIND, 信达证券研发中心, 数据截至 2017 年 8 月 24 日, 除方正电机外其他公司盈利预测数据来自于 WIND 一致盈利预测。

我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.40、0.47、0.64 元。对应 2017-2019 年 PE 为 26 倍、22 倍和 16 倍。我们看好公司在驱动电机上进行二合一或三合一系统集成所带来的营收及利润增长以及公司在座椅电机上获得的突破及对未来汽车微电机的布局。从可比公司来看, 2017 年行业平均 PE 为 36 倍, 公司只有 26 倍, 显著低于行业平均水平, 鉴于公司在电机行业龙头地位, 我们给予公司“买入”评级。

## 风险因素

1. 下游汽车销量不达预期;
2. 经济继续下行, 需求低迷;
3. 公司产品研发进度不达预期。
4. 上游原材料涨价导致公司毛利降低。

**资产负债表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>流动资产</b>    | 1,055.33 | 1,087.51 | 1,445.50 | 1,814.91 | 2,345.42 |
| 货币资金           | 246.45   | 134.95   | 143.01   | 186.72   | 157.69   |
| 应收票据           | 73.53    | 141.66   | 207.57   | 259.15   | 357.80   |
| 应收账款           | 299.22   | 377.47   | 530.46   | 691.94   | 941.03   |
| 预付账款           | 17.85    | 14.43    | 28.06    | 33.57    | 43.37    |
| 存货             | 288.15   | 320.12   | 437.51   | 544.64   | 746.65   |
| 其他             | 130.12   | 98.89    | 98.89    | 98.89    | 98.89    |
| <b>非流动资产</b>   | 1,705.52 | 1,816.61 | 1,910.47 | 1,997.80 | 2,089.44 |
| 长期投资           | 0.00     | 3.06     | 3.06     | 3.06     | 3.06     |
| 固定资产           | 321.73   | 363.37   | 405.73   | 505.00   | 549.80   |
| 无形资产           | 119.92   | 116.95   | 156.47   | 189.23   | 223.32   |
| 其他             | 1,263.87 | 1,333.24 | 1,345.21 | 1,300.52 | 1,313.26 |
| <b>资产总计</b>    | 2,760.85 | 2,904.12 | 3,355.97 | 3,812.70 | 4,434.86 |
| <b>流动负债</b>    | 449.44   | 495.67   | 740.49   | 946.90   | 1,265.61 |
| 短期借款           | 113.76   | 108.99   | 188.99   | 268.99   | 348.99   |
| 应付账款           | 213.43   | 244.61   | 359.70   | 447.78   | 613.86   |
| 其他             | 122.25   | 142.06   | 191.79   | 230.13   | 302.76   |
| <b>非流动负债</b>   | 68.30    | 56.42    | 96.42    | 156.42   | 196.42   |
| 长期借款           | 0.00     | 0.00     | 40.00    | 100.00   | 140.00   |
| 其他             | 68.30    | 56.42    | 56.42    | 56.42    | 56.42    |
| <b>负债合计</b>    | 517.74   | 552.09   | 836.91   | 1,103.32 | 1,462.03 |
| 少数股东权益         | 30.61    | 10.45    | 11.27    | 12.25    | 13.57    |
| 归属母公司股东权益      | 2,212.51 | 2,341.58 | 2,507.79 | 2,697.14 | 2,959.26 |
| <b>负债和股东权益</b> | 2760.85  | 2904.12  | 3355.97  | 3812.70  | 4434.86  |

**重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标      | 2015    | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入        | 794.42  | 1,049.33 | 1,537.57 | 1,919.61 | 2,650.34 |
| 同比(%)       | 27.62%  | 32.09%   | 46.53%   | 24.85%   | 38.07%   |
| 归属母公司净利润    | 59.04   | 118.29   | 179.47   | 214.15   | 289.40   |
| 同比(%)       | 479.55% | 100.37%  | 51.72%   | 19.32%   | 35.14%   |
| 毛利率(%)      | 18.23%  | 25.38%   | 25.12%   | 25.34%   | 25.86%   |
| ROE(%)      | 3.91%   | 5.19%    | 7.40%    | 8.23%    | 10.23%   |
| 每股收益(摊薄, 元) | 0.13    | 0.26     | 0.40     | 0.47     | 0.64     |
| P/E         | 80      | 40       | 26       | 22       | 16       |
| P/B         | 1.25    | 1.18     | 1.88     | 1.74     | 1.59     |
| EV/EBITDA   | 27.10   | 14.99    | 19.11    | 16.37    | 12.64    |

**利润表**

单位:百万元

| 会计年度            | 2015   | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-----------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| <b>营业收入</b>     | 794.42 | 1,049.33 | 1,537.57 | 1,919.61 | 2,650.34 |
| 营业成本            | 649.62 | 782.96   | 1,151.35 | 1,433.26 | 1,964.87 |
| 营业税金及附加         | 3.26   | 5.41     | 7.01     | 8.84     | 12.65    |
| 营业费用            | 16.18  | 22.51    | 35.53    | 41.55    | 58.49    |
| 管理费用            | 75.70  | 111.91   | 161.08   | 196.25   | 277.10   |
| 财务费用            | 1.74   | 1.34     | 6.00     | 10.15    | 14.54    |
| 资产减值损失          | -5.87  | 17.57    | 2.54     | -0.45    | 5.56     |
| 公允价值变动收益        | 0.00   | 16.74    | 5.58     | 7.44     | 9.92     |
| 投资净收益           | 6.69   | 2.50     | 4.92     | 4.70     | 4.04     |
| <b>营业利润</b>     | 60.48  | 126.86   | 184.55   | 242.15   | 331.09   |
| 营业外收入           | 8.01   | 17.50    | 28.47    | 11.85    | 11.85    |
| 营业外支出           | 1.15   | 0.79     | 0.91     | 0.91     | 0.91     |
| <b>利润总额</b>     | 67.34  | 143.56   | 212.11   | 253.09   | 342.03   |
| 所得税             | 10.08  | 24.73    | 31.82    | 37.96    | 51.30    |
| <b>净利润</b>      | 57.25  | 118.83   | 180.29   | 215.13   | 290.72   |
| 少数股东损益          | -1.79  | 0.54     | 0.82     | 0.98     | 1.32     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 59.04  | 118.29   | 179.47   | 214.15   | 289.40   |
| EBITDA          | 106.65 | 192.82   | 258.78   | 310.73   | 411.98   |
| EPS (摊薄)        | 0.13   | 0.26     | 0.40     | 0.47     | 0.64     |

**现金流量表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 36.55   | 36.29   | 36.11   | 68.40   | 34.52   |
| 净利润            | 57.25   | 118.83  | 180.29  | 215.13  | 290.72  |
| 折旧摊销           | 31.96   | 40.18   | 41.86   | 49.12   | 57.73   |
| 财务费用           | 7.35    | 9.08    | 4.82    | 8.52    | 12.23   |
| 投资损失           | -11.47  | -2.50   | -4.92   | -4.70   | -4.04   |
| 营运资金变动         | -41.76  | -132.66 | -187.65 | -198.83 | -326.40 |
| 其它             | -6.77   | 3.35    | 1.72    | -0.83   | 4.28    |
| <b>投资活动现金流</b> | -638.50 | -90.89  | -129.98 | -131.36 | -144.05 |
| 资本支出           | -70.18  | -135.30 | -134.90 | -136.06 | -148.09 |
| 长期投资           | -600.53 | 4.35    | 4.92    | 4.70    | 4.04    |
| 其他             | 32.20   | 40.06   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 617.05  | -57.15  | 101.92  | 106.68  | 80.50   |
| 吸收投资           | 679.71  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 借款             | -36.16  | -4.77   | 120.00  | 140.00  | 120.00  |
| 支付利息或股息        | 23.64   | 37.26   | 18.08   | 33.32   | 39.50   |
| <b>现金净增加额</b>  | 19.23   | -110.45 | 8.06    | 43.72   | -29.04  |

## 研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

**郭荆璞**，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

**刘强**，新能源与电力设备行业首席研究员，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6年新能源实业工作经验，7年金融经验；实业时的团队在国内最早从事锂电池、动力电池、燃料电池、光伏电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长，推动行业发展。

**马步芳**，研究助理，清华大学硕士，2016年7月加盟信达证券研发中心，目前从事能源化工研究。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名  | 办公电话          | 手机          | 邮箱                       |
|----|-----|---------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 010-63081270  | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 华北 | 张 华 | 010-63081254  | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com    |
| 华北 | 饶婷婷 | 010-63081479  | 18211184073 | raotingting@cindasc.com  |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-63081128  | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678592  | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华东 | 文襄琳 | 021-63570071  | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com  |
| 华东 | 洪 辰 | 021-61678568  | 13818525553 | hongchen@cindasc.com     |
| 华南 | 易耀华 | 0755-82497333 | 18680307697 | yiyaohua@cindasc.com     |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-63080945  | 18610350427 | tanglei@cindasc.com      |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                           | 股票投资评级                        | 行业投资评级                  |
|-----------------------------------------------------|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；   | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|                                                     | <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|                                                     | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；   | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|                                                     | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。    |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。