

宁波华翔 (002048)

最受益大众新周期的高端内饰龙头

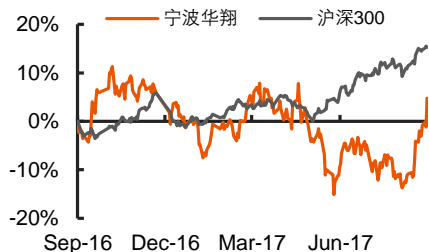
强烈推荐 (首次)

现价: 23.11 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.nbx.com.cn
大股东/持股	周晓峰/16.97%
实际控制人	周晓峰
总股本(百万股)	530
流通 A 股(百万股)	306
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	122.49
流通 A 股市值(亿元)	70.61
每股净资产(元)	10.45
资产负债率(%)	53.20

行情走势图



证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

曹群海 一般从业资格编号
S1060116080003
021-38630860
CAOQUNHAI345@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。

投资要点

- **产品线持续延伸扩大市场空间, 细分领域抢占份额争做领导者:** 公司是国内优秀的内外饰件供应商, 配套大众、宝马、奔驰、通用等国内外优质主机厂, 通过近十年持续的外延并购, 公司产品线不断延伸, 产品种类不断丰富, 市场空间不断做大。具体到细分产品领域, 公司不断汲取外资技术优势, 增强自身研发实力, 通过优秀成本和质量管控整合优质资产, 拓展下游客户配套关系, 增强拿单能力, 提高市场份额, 争做细分领域领导者。旗下主要利润贡献参控公司近 4 年净利润复合增速都超过 40%, 成长速度远超行业, 预计未来几年公司受益于客户拓展份额提升, 业绩仍有望继续维持高增长。
- **契合汽车电子、轻量化趋势, 高附加值产品放量:** 随汽车电子应用、轻量化技术不断普及, 内外饰件有望与汽车电子结合, 产品附加值、技术壁垒得到提高, 轻量化技术对内外饰件成型工艺的要求更为严格。公司紧跟行业趋势, 定增募投热成型轻量化、汽车电子等项目, 部分产品已经取得配套客户, 即将迎来收获期, 提升公司产品附加值, 提振盈利能力。
- **大众迎新品周期, 提振公司业绩:** 大众 2017 年在国内开启新品周期, 多款紧凑型/小型 SUV、第三品牌有望在 2018-2019 年投放市场, 国内产能至 2020 年有望提升 50%。大众是公司核心客户, 份额占比较高, 预计随公司配套大众项目投产, 未来将给公司带来较大业绩弹性。
- **盈利预测与投资建议:** 公司是国内优秀的内外饰零部件供应商, 产品线持续延伸不断拓展市场空间, 细分市场不断提高份额, 预计未来依旧可维持高增速。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.67、2.12、2.66 元, 考虑到公司历史估值区间和未来成长性, 给予 2017 年 20 倍估值, 目标价 33 元, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 乘用车市场景气度不及预期; 2) 德国华翔亏损加剧。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9810	12,506	15,233	17,875	21,152
YoY(%)	12.6	27.5	21.8	17.3	18.3
净利润(百万元)	161	714	883	1,126	1,410
YoY(%)	-69.4	344.8	23.7	27.4	25.2
毛利率(%)	18.0	21.5	21.5	22.0	22.5
净利率(%)	1.6	5.7	5.8	6.3	6.7
ROE(%)	7.3	18.0	18.3	18.7	18.9
EPS(摊薄/元)	0.30	1.35	1.67	2.12	2.66
P/E(倍)	76.3	17.2	13.9	10.9	8.7
P/B(倍)	2.6	2.4	2.0	1.7	1.5

正文目录

一、优质内外饰供应商、成本控制得当	5
1.1 历史悠久的内外饰优质供应商	5
1.2 业绩较快增长、费用率控制得当	5
二、积极做大做强、成长路径清晰	7
2.1 业务布局全、发展路径顺畅	7
2.2 客户优质、成长速度较快	9
2.3 内外饰件种类丰富、产品关联度高、市场空间大	11
2.4 海外兼并国内布局、拓宽产品线，细分领域份额不断提升	12
2.5 契合整车发展趋势多点募投、受益核心客户新品周期迎订单释放	15
三、显著受益于大众超强新品周期	18
3.1 大众为公司主要客户、占比有望进一步提升	18
3.2 大众迎来新品周期	19
四、盈利预测与投资建议	22
五、风险提示	23

图表目录

图表 1	宁波华翔股权结构	5
图表 2	宁波华翔分业务收入 单位: 亿元	6
图表 3	宁波华翔分业务毛利 单位: 亿元	6
图表 4	2016 年业务收入结构	6
图表 5	2016 年业务毛利结构	6
图表 6	历年毛利率	7
图表 7	历年三项费用率	7
图表 8	研发投入占比 单位: 亿元	7
图表 9	公司发展历史	8
图表 10	公司产品种类	8
图表 11	主要参控公司简介	9
图表 12	主要参控公司权益净利润 单位: 百万元	10
图表 13	2016 年参控公司持股比例	10
图表 14	2016 年主要参控公司权益净利润占比	10
图表 15	2016 年主要客户营业收入份额	11
图表 16	2016 年分工厂营业收入份额	11
图表 17	车门内板国内配套体系	11
图表 18	仪表板国内供应商布局	12
图表 19	宁波劳伦斯真木、真铝内饰产品	13
图表 20	宁波劳伦斯业绩承诺 单位: 百万元	13
图表 21	德国华翔收购历程	14
图表 22	德国华翔历年收入 单位: 百万元	15
图表 23	德国华翔历年净利润 单位: 百万元	15
图表 24	再融资募投项目	15
图表 25	热成型项目效益及回收期	16
图表 26	钢制热冲压件典型应用	16
图表 27	复合材料项目效益及回收期	17
图表 28	IMD、铝内饰件应用简介	18
图表 29	内饰件项目效益及回收期	18
图表 30	2016 年客户收入结构	19
图表 31	2015 年客户收入结构	19
图表 32	大众国内新车规划	19
图表 33	大众新车预计稳态月销 单位: 万辆	20
图表 34	大众国内产能布局	21
图表 35	上汽大众、一汽大众产能规划 单位: 万辆	21
图表 36	2012 年至今历史 PE	22

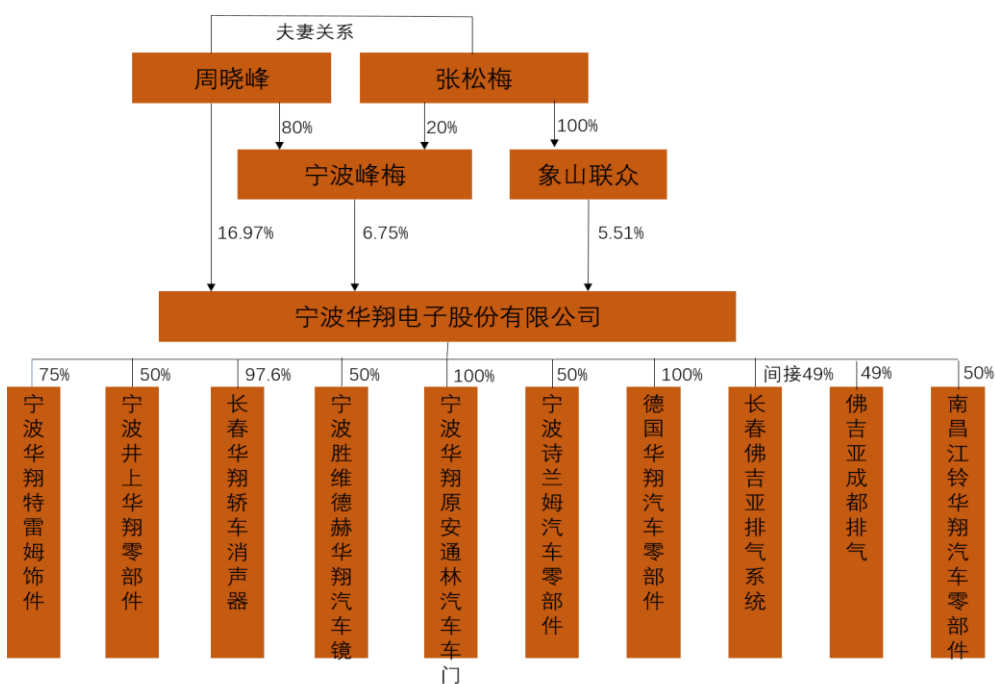
图表 37 2012 年至今历史 PB	22
图表 38 分公司盈利预测	单位: 百万元.....22

一、 优质内外饰供应商、成本控制得当

1.1 历史悠久的内外饰优质供应商

宁波华翔成立于 1988 年，是汽车零部件供应商。2005 年 5 月上市，主要产品包括内饰件、外饰件、底盘附件、电子电器系统等。股权结构较为稳定，周晓峰等一致行动人占宁波华翔 29.23% 股权，持股比例较高。

图表1 宁波华翔股权结构

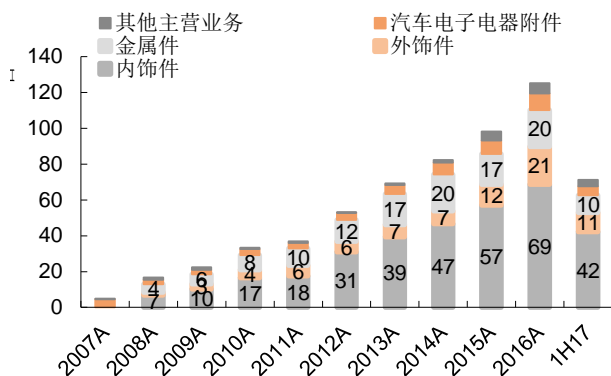


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

1.2 业绩较快增长、费用率控制得当

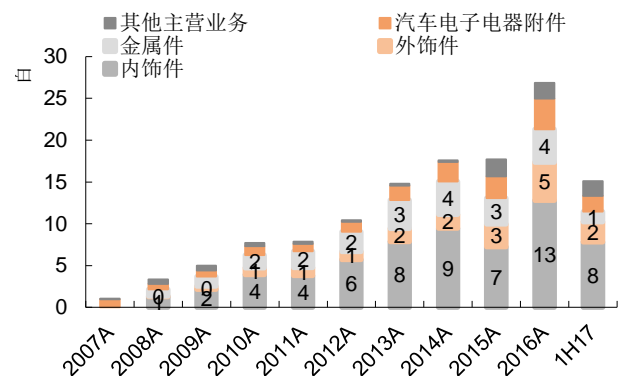
收入复合增长率高,公司收入从 2007 年的 26.4 亿,至 2016 年的 125 亿,收入年复合增长率为 18.9%。其中内饰件业务在 2016 年收入占比为 55%，主要毛利来源分为四部分，其中内饰件占比为 48%，其他三部分分别为外饰件、金属件和电子电器件。

图表2 宁波华翔分业务收入 单位：亿元



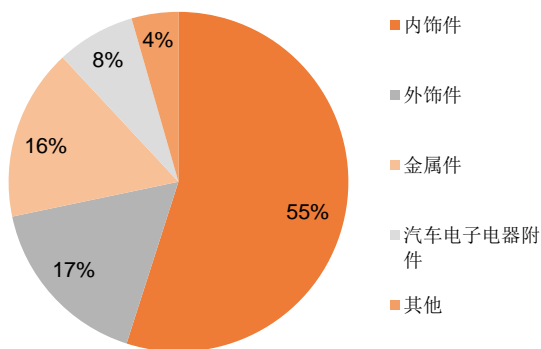
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表3 宁波华翔分业务毛利 单位：亿元



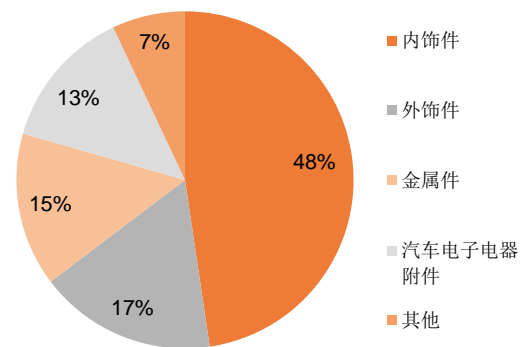
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表4 2016年业务收入结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

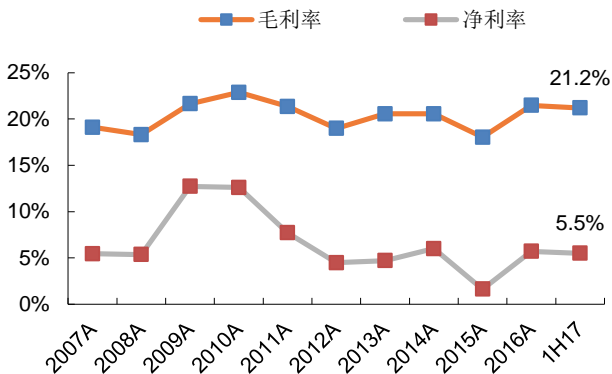
图表5 2016年业务毛利结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

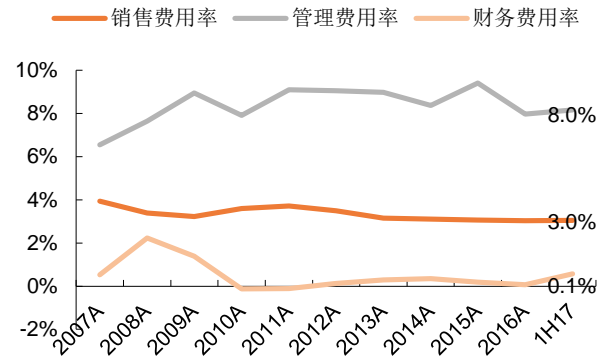
毛利率维稳, 三费率控制得当。公司自 2007 年至今毛利率基本处于 18-22% 的区间震荡状态, 净利率 2009 年至高位 12.7%, 从 2010 年开始下跌, 在 2015 年跌至谷底 1.6% 净利率, 主要是由于德国华翔兼并收购亏损超出预期导致, 自 2016 年开始回升, 三项费用率控制得当, 整体保持稳定。

图表6 历年毛利率



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表7 历年三项费用率

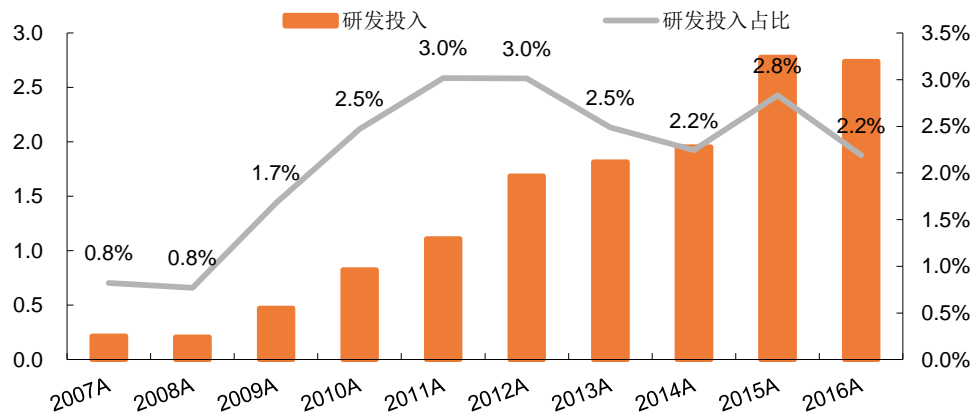


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

研发投入占比略落后于零部件行业平均水平。公司研发投入历年来逐步提升,研发投入收入占比到2016年约为2.2%左右,在整体零部件行业中处于较低水平,但公司主要业务为内饰、外饰等技术壁垒略低的产品,对于产品合格率的控制、成本控制、服务响应更加重要。

图表8 研发投入占比

单位:亿元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

二、积极做大做强、成长路径清晰

2.1 业务布局全、发展路径顺畅

公司发展路径清晰,1988年公司成立,2002年成立宁波玛特克,2005年受让吉林长消厂股权,组建长春华翔轿车消声器,2007年成立宁波安通林汽车零部件,吸收外资企业技术优势,2013年收购佛吉亚成都49%股权,进一步拓展产品和客户市场,2014年与江铃汽车合资设立南昌华翔,进一

步加深区域布局，通过多年的内生发展和外延并购，公司在多个内外饰件细分领域国内市占率已经较高。




图表9 公司发展历史



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

公司主营业务产品种类较多，包括汽车内饰件（仪表板总成、门内饰板总成、胡桃木饰件、中央通道总成）、外饰件、金属冲压件、底盘附件、电器及空调附件等，配套车型种类丰富，覆盖低中高端。

图表10 公司产品种类

产品名称	示意图	简介	配套车型
仪表板		安装指示仪表和点火开关的总成。	一汽大众捷达、奥迪 Q3 上海大众明锐、途安、凌渡、斯柯达晶锐、桑塔纳、朗逸、斯柯达明锐、帕萨特、斯柯达昕锐、途观、途安
门板系列		1) 车门外板: 0.6~0.8mm 的薄钢板冲压成型; 2) 车门内板 3) 车门加强板 4) 车门窗框: 大多采用薄钢板冲压成型或滚压成型	-
胡桃木		原产于北美和欧洲的硬木材经表面处理等工艺制成内饰件。	-

落水槽		前挡风玻璃和机盖上部之间的外饰件，过滤杂物，引导水流。	雪铁龙 DS5、纳智捷 U6 丰田普拉多、宝来、奥迪 Q5、戴姆勒威霆、大众凌渡、朗逸、斯柯达明锐、帕萨特、途观
后视镜		位于汽车头部的左右两侧，已及汽车内部的前方	奔驰 GLA、福特翼、福特福睿斯、蒙迪欧、纳智捷 7、奥迪 Q5、别克君威、凌度、斯柯达晶锐、桑塔纳、朗逸、斯柯达明锐、大众帕萨特、途安
格栅/防擦条		格栅又名汽车前脸，主要作用在于水箱，发动机，空调等的进气通风，防止行驶中外来物对车厢内部部件的破坏以及美观彰显个性	MG3、荣威 550、大众凌渡、斯柯达晶锐、速派
扰流板		车尾后方的附加板，引导气流降低空气升力。	丰田普拉多、锐志、大众途观、斯柯达野帝
顶棚		由蒙皮和衬垫组成，衬垫是车内顶棚内饰件，体现车厢内的造型设计，与外界的隔热、隔音和吸音，对乘员头部的保护。	华晨宝马 3 系、华晨宝马 X1、丰田 RAV4、大众宝来、CC、高尔夫、奥迪 Q3、Q5、大众速腾、奥迪 A4L
金属冲压件		金属冲压件，一部分经冲压后直接成为汽车零部件，另一部分经冲压后还需经过焊接、或机械加工、或油漆等工艺加工后才能成为汽车零部件。	华晨宝马 3 系、5 系、华晨宝马 X1、马自达 CX-5、马自达 6、马自达 8、奔腾 B50、奔腾 B70、奔腾 B90、奔腾 X80、红旗 H7、欧朗、丰田 RAV4、奥迪 A3、奥迪 A6L、大众宝来

资料来源:公司官网, 平安证券研究所

2.2 客户优质、成长速度较快

由于内外饰件形状不规则，运输成本较高，所以公司与主机厂就近建设配套基地，减少物流费用，提高服务响应速度，目前公司下属控股子公司 15 个，分布在全国各地，主要分布在东北、上海、宁波、江西等区域，并且在全球也有基地布局，已经与国内多家主机厂建立了良好的合作关系。

受益于公司优良的产品口碑和良好的配套关系，参控公司中除长春佛吉亚等中外合资公司之外，其他参控公司成长速度较快，多数近几年利润复合增长速度超过 50%，彰显出公司较强的客户拓展和成本控制能力。

图表11 主要参控公司简介

公司	产品	客户
长春华翔轿车消声器	轿车消声器、排气系统总成	一汽大众、一汽轿车

宁波井上华翔	门内饰板总成、仪表板、中央通道、饰柱等	上海大众、一汽丰田
长春佛吉亚排气系统	汽车排气系统	
宁波诗兰姆汽车零部件	汽车线路保护器：波纹管、扎扣等	
宁波华翔汽车车门	内饰门板、车门模块系统、车身侧面内饰	
宁波华翔特雷姆汽车饰件	汽车复合内饰件(胡桃木):天然胡桃木饰件、IMD 胡桃木饰件	上汽大众、一汽大众奥迪、沃尔沃、宝马
宁波胜维德赫华翔汽车镜	汽车镜、加油小门、车门外手柄、汽车电器及汽车组合仪表	
德国华翔	胡桃木饰件	宝马、奔驰等

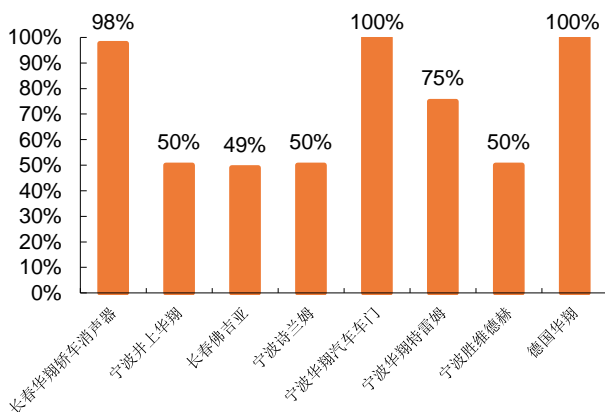
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表12 主要参控公司权益净利润 单位:百万元

参控公司	2013A	2014A	2015A	2016A
长春华翔轿车消声器有限责任公司	193	256	255	296
宁波井上华翔汽车零部件有限公司	29	41	69	136
长春佛吉亚排气系统有限公司	100	133	119	107
宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	34	54	58	85
宁波华翔汽车车门系统有限公司(原宁波安通林)	35	55	59	166
宁波华翔特雷姆汽车饰件有限公司	129	105	102	107
宁波胜维德赫华翔汽车镜有限公司	23	23	31	53
扬州安通林华翔汽车零部件有限公司	-3	-2	-1	0
佛吉亚(成都)排气控制技术有限公司	7	0	12	22
南昌江铃华翔汽车零部件有限公司	10	12	10	14
德国华翔汽车零部件系统公司	-98	-100	-414	-219

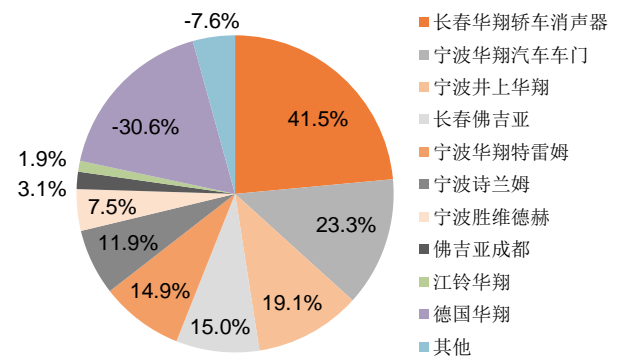
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表13 2016年参控公司持股比例



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表14 2016年主要参控公司权益净利润占比

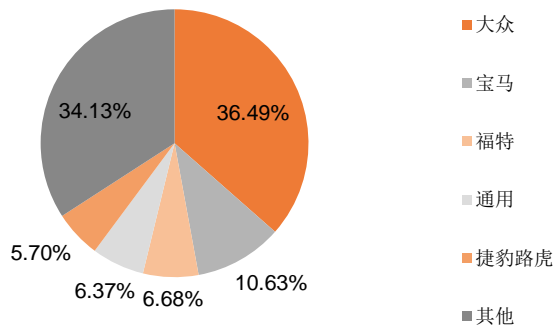


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

公司客户优质，多为外资厂商，主要配套品牌为大众、宝马、福特、通用、捷豹路虎、奔驰等。配套车型包括“新途观”、“辉昂”、“新朗逸”、斯柯达柯迪亚克、奥迪 Q3、Q5、A8、A6、A3、A4、“速腾”、“高尔夫”、宝马 3 系、5 系、X 系车型、“奔驰 C 级、E 级系列”、“特斯拉 model s model x”等。

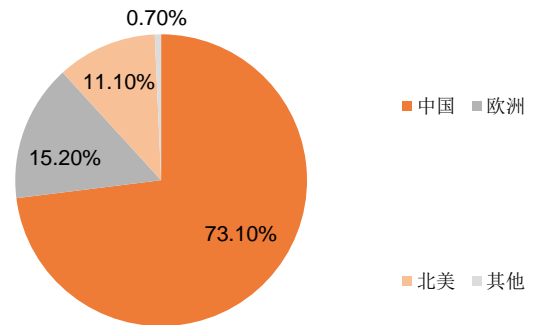
公司产品口碑好，响应服务能力更快，后续除继续扩大原有客户市场份额之外，预计在优质的自主品牌配套上也可能会有所突破。

图表15 2016年主要客户营业收入份额



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表16 2016年分工厂营业收入份额



资料来源:公司公告,平安证券研究所

2.3 内外饰件种类丰富、产品关联度高、市场空间大

内外饰件尤其是内饰件产品关联度较高，其原材料和制造工艺大相径庭，适合产品线横向延伸，但是需要较强的管理和协调能力，公司多年来在产品延伸方面具备丰富的经验。

内饰件中较为重要的是车门板、仪表板等消费者可以直接感受到的零部件，国内车门内板竞争格局以外资企业为主，但是由于华域汽车 2015 年收购整合江森内饰业务，所以国内现在车门内饰板业务呈现一超多强的竞争格局。

图表17 车门内板国内配套体系

供应商	国别	客户
佛吉亚	法国	一汽大众、奥迪、标致雪铁龙
江森内饰	美资	上汽大众、一汽大众
延锋	内资	上汽大众、上汽通用、北京现代、福特、日产、本田、宝马
博泽	德国	宝马
丰田纺织	日本	一汽丰田
瑞克赛尔	比利时	奥迪、北京奔驰
双林股份	内资	通用五菱
宁波华翔	内资	宝马、上汽大众
重庆旺林	内资	长安汽车

资料来源:markline,平安证券研究所

在内饰仪表板方面，国内仪表板供应商以延锋为主，主要配套上汽通用、上汽大众、长安福特、上汽乘用车等客户，其次是安通林、佛吉亚、江森等，可以看出整体格局区域性和主机厂配套特性较为明显。

图表18 仪表板国内供应商布局



资料来源:markline, 平安证券研究所

由于内饰件种类繁多，区域性配套性质强，全球来看竞争格局较为分散，延锋市场份额约为 10%，佛吉亚占比 8%，安通林和摩比斯占比约在 3-5%左右，其他多为区域市场供应商。

内饰件市场空间较大。整车厂配套关系相对稳固，除去顶棚之外，汽车内饰件（仪表板、车门内板、门柱护板、中央通道等）的单车配套价值大概在 2-3000 元左右，2016 年国内汽车市场内饰件价值量大概为 700 亿元，全球价值量大概为 2800 亿，市场空间较大。

2.4 海外兼并国内布局、拓宽产品线，细分领域份额不断提升

■ 就近建厂，生产基地网络配套齐全

公司生产基地战略布局较为完备，在国内有宁波、长春、沈阳、成都、天津、佛山、重庆、长沙、武汉、南京等生产基地，青岛基地正在布局过程中。国际方面，公司已经建立欧洲、北美、罗马尼亚等多个生产基地，通过海外收购方式进入全球供货平台。

公司仍在持续完善地域布局，以形成规模效应，与主机厂保持在较短的生产半径，节约管理成本，提升供货效率，预计将在近几年加速完成布局任务，形成高效的配套网络，稳定公司长期发展。

■ 兼并收购延伸产品线、获取核心客户资源

近年来，公司通过海外兼并收购，国内布局的方式迅速打开了市场，拓展全球客户，实现了海内外横向扩张，产品线延伸的同时不断扩大市场空间。

自 2012 年实施并购以来，公司实现业务上的转型升级，获得了宝马、奔驰等高端客户资源，通过海外渠道获得了上述核心客户。其他客户还包括大众、通用、福特、捷豹路虎、上海汽车、一汽丰田、东风日产，一汽轿车等，传统内饰为几乎所有上海大众车型提供配套，预计公司未来还将通过同样的方式获取订单。

■ 收购劳伦斯、完善真木全球布局，提升细分领域份额

2016 年公司收购劳伦斯 100% 股权，最终交易价格为 13 亿元，2016 年 10 月并表。

劳伦斯主业是铝、真木饰条，客户是 JRL、通用、福特、克莱斯勒、特斯拉等全球之名企业，产品项目生命周期一般为 5 年左右。宁波劳伦斯下属的美国 NEC 公司，具有百年以上的历史，主要产品中高档车用铝内饰件，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，尤其是在铝制汽车零部件的加工、运用方面积累了丰富的经验。

此次并购将进一步完善公司真木内饰件业务产品线及客户资源，带动公司迅速进入铝饰件领域，拥有北美主流客户，同时宁波劳伦斯丰富的车用铝材加工经验，将为公司转型升级打下良好的基础。

拓展欧洲和大陆市场，形成区域协同。劳伦斯之前经营比较保守，只在英国、北美发展，合并整合后未来会扩张到世界其他区域，和公司构成互补。另外公司基本完成真木产品的全球布局，在全球市场分布更加均衡，减少对局部地区和市场的依赖性。

标的股东方宁波峰梅做出业绩承诺，同意对本次交易实施当年及其后两个会计年度（即 2016 年度、2017 年度、2018 年度）标的公司实际净利润数（以标的公司实际所实现归母净利润与扣非后归母净利润孰低原则确定的净利润数）与净利润预测数的差额予以补偿。其中宁波劳伦斯 2016 年度收入 19.5 亿元，净利润为 1.37 亿元，已经完成业绩承诺。

图表19 宁波劳伦斯真木、真铝内饰产品



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表20 宁波劳伦斯业绩承诺 单位:百万元

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
净利润承诺	130	124	169	197

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

■ 德国华翔持续并购提升份额、减亏值得期待

公司于 2011 年成立德国华翔汽车零部件公司，当年 11 月以 2630 万欧元计划收购全球第二高档轿车桃木供应商 Sellner Holding 100%股权，与宝马、戴姆勒、大众、奥迪、通用、福特等欧美知名整车厂都建立了联系，在多个国家拥有生产制造基地和销售服务中心，拥有员工 2300 多人。

获取客户宝马、通用，掌握核心技术工艺。德国 Sellner Holding 在全球木制内饰件市场份额占据第二的位置。通过此次收购可以进一步确立公司核心产品，同时宝马、通用能成为公司重要客户；另一方面获得了木制内饰件生产制造方面核心技术、完成在全球主要生产布局，使公司在这个领域拥有更多的话语权。

收购 HIB，完善欧洲生产布局，进入奔驰核心配套体系。由于 Sellner 破产后技术实力不足，且核心客户只有宝马一家，生产基地在德国和捷克等劳动力成本较高的地方，不符合公司战略布局。

所以 2013 年 4 月公司计划收购全球第三大桃木供应商 HIB, HIB Trim 拥有 140 多名技术研发人员，其研发水平位居行业前列，主要生产基地位于罗马尼亚的 Codlea，拥有较低生产成本和成熟的工厂管理体系。

HIB 与欧洲各知名整车厂都建立了长期供货关系，约 40%的产品供应奔驰，客户包括宝马、戴姆勒、保时捷、奥迪和大众，在德国拥有研发中心，在罗马尼亚拥有较低成本生产制造基地，拥有员工 1,350 多人。本次收购进一步拓展了客户市场和提升了技术研发能力。

- 1) HIB 拥有较强的“石料”、“金属”、“碳纤维”等材质表面饰件生产能力，丰富了公司产品种类，大大提升了公司木制内饰件业务的技术研发能力，优势互补，进一步提高公司在真木等产品的竞争实力。
- 2) 弥补单一客户缺陷，“奔驰”能成为公司重要客户；
- 3) HIB Trim 在罗马尼亚的生产基地，为公司下一步完善欧洲生产布局，奠定了坚实的基础。

图表21 德国华翔收购历程

时间	收购公司	主营业务	国别	收购股权	收购价格	并表时间
2011 年 11 月	Sellner Holding	高档真木内饰件	德国	100%股权	2630 万欧元	2012 年 2 月
2013 年 4 月	HIB GROUP	高档轿车真木内饰件	德国	100%股权	3430 万欧元	2013 年 6 月

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

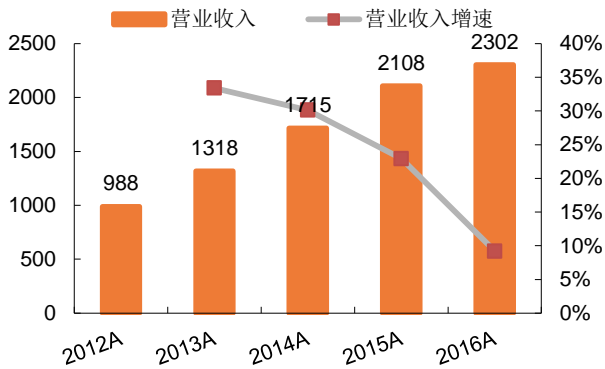
■ 各项工作深入开展，2017 年 4 季度减亏值得期待

持续收购整合致新品良率低导致 2015 年亏损额较大。自 2014 年第 4 季度，德国华翔由于新品量产发生后发生质量事故造成较大损失，2015 年，德国华翔由于产品质量原因，造成严重亏损。公司相应采取了“解聘原管理团队”等一系列措施，虽然取得了一定的效果，但随着其他新产品的陆续投产，产品质量不稳定，客户派遣专业管理服务人员和中方各类支援加大运营成本使得 2015 年亏损加大，2015 年德国华翔经营亏损 4.36 亿元人民币，对公司整体业绩造成严重影响。

公司积极开展各项工作，提高设备利用率、产品合格率、员工执行力。2016 年 3 季度德国华翔相关产品制造不再亏损，客户因此不再提供补贴，加上产能从德国转移到罗马尼亚后产品合格率出现了问题，亏损数出现反弹，超出预期。

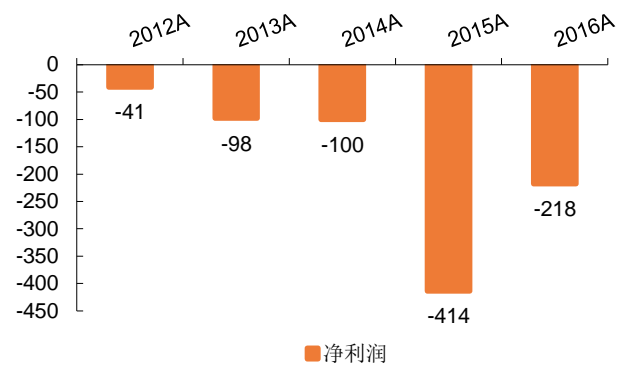
预计随公司各项工作深入开展和主机厂专业人员撤离，2017年第4季度亏损程度有望减小。

图表22 德国华翔历年收入 单位：百万元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表23 德国华翔历年净利润 单位：百万元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

2.5 契合整车发展趋势多点募投、受益核心客户新品周期迎订单释放

随油耗法规趋严和环保限制，汽车节能减排趋势愈发明显，汽车轻量化可以有效节省油耗，将是未来主机厂重点发展的方向，随汽车消费升级，汽车电子的普及率也将会大大增加，汽车电子未来将会与内饰件相互融合，汽车内饰件的单品配套价值量有望提升。

公司2017年4月发布定增预案，募集资金总额不超过25.2亿元，发行价格不低于21.40元/股，发行对象为包括宁波峰梅在内的不超过10名特定投资者，宁波峰梅承诺拟认购不少于本次非公开发行股份总数10%的股份。

图表24 再融资募投项目

项目类别	项目名称	实施主体	投资额/亿
汽车轻量化	热成型轻量化	长春华翔青岛工厂热成型改扩建项目	6.9
		长春华翔佛山工厂热成型轻量化改造项目	4.6
	轿车用新材料项目	宁波华翔年产5万件碳纤维等车身骨架生产线技改项目	7
		宁波华翔年产40万套自然纤维等复合材料生产线技改项目	3
汽车内饰件	汽车内饰件生产线技改项目	宁波华翔	4.6
汽车电子	汽车电子研发中心技改项目	宁波华翔	1.8

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

■ 募投热成型轻量化、跟随大众成长

该项目包含青岛华翔、佛山华翔分别达到年产 841.3 万件、614 万件的热成型轻量化冲压件的生产能力，项目建设期均为 2016 年 12 月至 2018 年 8 月，为期 21 个月。

青岛华翔项目产品为门槛内板总成、B 柱-内部、后轮罩纵梁、纵梁 II、B 柱加强板、前保险杠骨架总成、通道加强板、侧围内板等汽车零部件，主要为一汽-大众公司长春工厂、青岛工厂、天津工厂生产的车型进行配套，已获供货零部件订单 39 个，其中 Q5 车型 5 个，CC 车型 4 个，A SUV 车型 17 个，BORA MQB 车型 13 个。

佛山华翔项目产品为 A 柱-内板、焊接总成 B 柱、前车窗立柱内板、侧围、横梁总成等产品，主要为一汽-大众佛山工厂进行配套。已获供货零部件订单 15 个，其中 A-MAIN-SUV 车型 12 个，Q2 车型 2 个，NCS NF 1 个。

热冲压成型技术是将常温下硼钢钢板加热至 880~950℃，使之处于奥氏体化状态，然后快速转移到模具中高速冲压成型，在保证一定压力的情况下，制件在模具本体中以大于 27℃/S 的冷却速度进行淬火处理，保压淬火一段时间，以获得具有均匀马氏体组织的超高强度钢零件的成型方式，冲压件抗拉强度可以达到 1,500MPa，强度提高了 250%以上。

热冲压件安全度更高，凡是达到 U-NCAP 碰撞 4 星或 5 星级水平的乘用车型，其安全件(A/B/C 柱、保险杠、防撞梁等)大都采用了抗拉强度 1,500MPa、屈服强度 1,200MPa 的热成型冲压件。

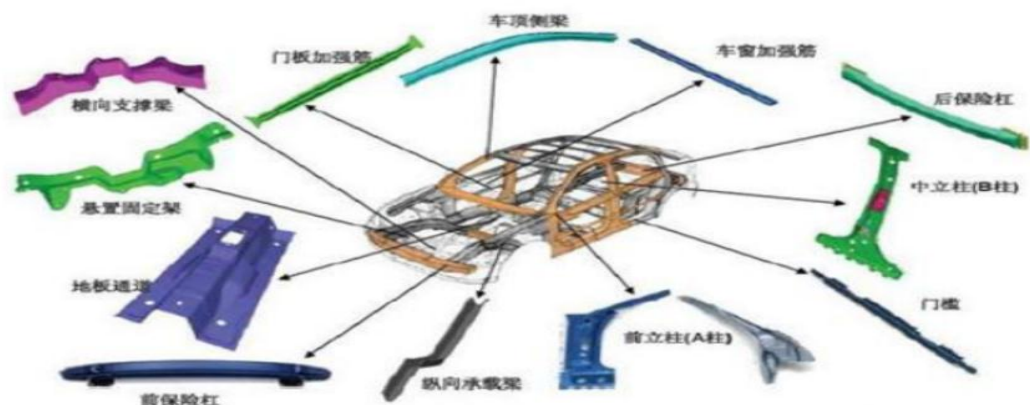
热冲压件减重效果明显。与传统的冷成型工艺相比，热冲压成型工艺使超高强度钢具有良好的可塑性、良好的成形性能及热加工性能。复杂零件也可以经过一次冲压成形完成，其回弹力比冷冲压减少 90%以上，降低成本，热成形零部件的表面硬度较高，减重效果明显，使用超高强度钢热冲压件可使板材的厚度减少 30%。

图表25 热成型项目效益及回收期

项目	年收入/亿	年利润/亿	税后收益率	回收期/年
青岛华翔项目	6.5	1.2	14.5%	5
佛山华翔项目	4.2	0.79	13.7%	5.2

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表26 钢制热冲压件典型应用



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

■ 定增汽车新材料、客户拓展在即

定增年产 5 万件碳纤维等高性能复合材料车身骨架部件生产线技改项目,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。项目投资总额 10 亿元。项目建设期均为 2016 年 12 月至 2018 年 5 月,为期 18 个月。

高性能复合材料项目为车身零部件总成,乘员舱、前后防撞梁及其他底盘结构件等;自然纤维项目产品定位于汽车门板、仪表板、中控台总成以及立柱、顶棚、后门饰板、衣帽架、行李箱盖板等全内饰产品。

碳纤维复合材料比金属材料高出多倍的能量吸收能力使其具有优越的安全性能;强度相同的情况下,碳纤维复合材料降重可以达到 50%以上,进而提高 30%以上的燃油效率。

自然纤维环保、重量轻,国内渗透率有提升空间。自然纤维主要是木纤维、麻纤维、竹纤维等自然可再生的生物质材料,较传统塑料而言,具有强度高,重量轻,吸附能力强的特点,成为有效降低车内甲醛、VOC 的优选材料,极大的改善车内的环境质量。大众汽车、宝马、奔驰的仪表板、门板等内饰件上已经有广泛的应用,国内的主机厂在新的项目中也在开始应用,但未形成规模,单车使用率还很低。

公司具备技术积淀、有望拓展客户,经过几年围绕技术能力的发展和建设,公司目前已经具备碳纤维及自然纤维复合材料的研发与制造能力。在 2014 年底,宁波华翔收购了德国 NaFaTech Company,成立了宁波华翔自然纤维科技有限公司,该公司的成立进一步提高了公司在自然纤维方面的研发和制造能力。公司正在和一汽集团、福特、长城华冠等主机厂进行新材料产品开发或报价。

图表27 复合材料项目效益及回收期

项目	年收入/亿	年利润/亿	税后收益率	回收期/年(不含建设期)
碳纤维项目	13	3.1	18.6%	3.8
自然纤维项目	5.6	1.2	16.3%	3.7

资料来源:公司公告,平安证券研究所

■ 布局国内、欧洲市场,发力真铝饰条

募投年产 30 万套 IMD、45 万套铝饰件生产线技改项目,项目总投资额为 4.6 亿元。

全资子公司宁波华翔特雷姆主要从事汽车复合内饰件(胡桃木)的生产和销售,产品为天然胡桃木饰件、IMD 胡桃木饰件等,为奥迪、沃尔沃、宝马等配套。公司将利用特雷姆 IMD 内饰件生产技术和经验,建设 IMD 内饰件生产线,满足 IMD 内饰件日益增长的客户需求,进一步扩大市场份额,增强市场竞争力。

2016 年 11 月,宁波华翔完成收购宁波劳伦斯 100%股权,劳伦斯旗下的美国 NEC 公司、英国 NAS 公司专业从事设计及制造中高档汽车专用铝制产品饰件,用于装饰捷豹、路虎、奥迪、沃尔沃、特斯拉等中高档汽车。

公司借此迅速进入铝饰件行业细分市场,掌握了宁波劳伦斯先进的铝饰件生产技术和成熟的生产经验,进一步加强铝饰件产品开发和科技创新力度,完善公司饰条类产品。预计公司 IMD 产品配套车型有一汽大众 Lavidia NF、A-SUV、GOLF A7、NMS NF、BORA MQB 等。

图表28 IMD、铝内饰件应用简介

内饰件	原材料	特性	应用部件	应用车型
IMD	ABS、PVC(聚氯乙烯)、PC(聚苯乙烯)	替代真木以减少天然木材的损耗，符合节能环保的趋势	镶嵌在仪表板、中控台等	中高档汽车
铝饰件	铝	内饰工艺品化	门板饰条、仪表板饰条、排挡盖板饰条等	中高档

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表29 内饰件项目效益及回收期

项目	年收入/亿	年利润/亿	税后收益率	回收期/年(不含建设期)
内饰件项目	7.3	0.99	17.9%	3.9

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

■ 布局汽车电子、契合内饰电子一体化趋势

项目投资总额为 17,959 万元，建设期为 2017 年 1 月至 2018 年 12 月，为期 24 个月。

2013 年 2 月，公司与德国 Helbako GmbH 共同出资设立上海华翔哈尔巴克汽车电子有限公司，致力于汽车电子的研发、生产和销售。产品范围涉及油泵控制器，LED 电子，滑动式天窗控制器，后挡板升降控制器，门把手电子等其他汽车电子产品的开发、制造。

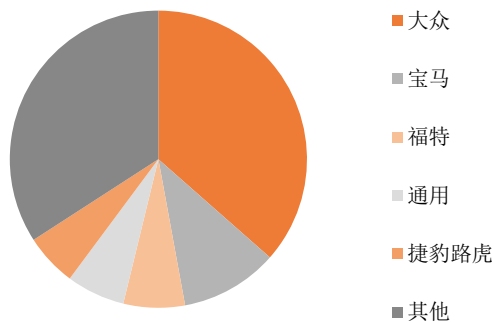
汽车电子项目契合汽车内饰件未来与汽车电子一体化的趋势，另外可以提高公司产品的附加值，提振公司盈利能力。

三、显著受益于大众超强新品周期

3.1 大众为公司主要客户、占比有望进一步提升

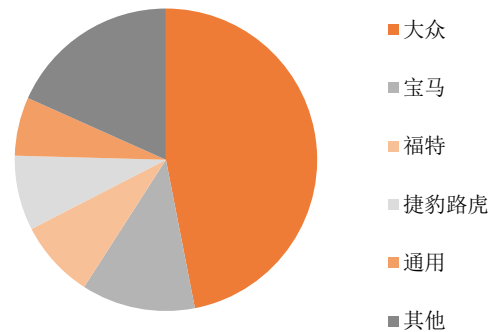
大众为公司在国内主要客户，配套产品多样化，配套大众的车型较多，覆盖中高低端，并且也配套豪车奥迪品牌，配套产品主要包括仪表板、顶棚、冲压件金属件、后视镜等，大众占公司收入比重较高，我们估计大众在国内占公司配套份额的 45%左右，全球配套份额占比接近 40%，预计大众的成长将会给公司带来显著业绩弹性。

图表30 2016年客户收入结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表31 2015年客户收入结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

其中公司募投项目热成型轻量化金属件配套客户即为一汽大众, 根据热成型产品供货要求及未来车型规划, 结合华东、华南地区其他汽车整车制造企业未来的战略规划, 青岛华翔、佛山华翔计划进行热成型轻量化改扩建和技术改造。为一汽-大众青岛工厂、一汽-大众天津工厂、一汽大众长春工厂、一汽大众佛山工厂等配套高性能、高质量、高附加值产品。

从历史来看, 公司与上汽大众、一汽大众合作时间超过 10 年以上, 并且配套产品价值量在不断提升, 大众新品周期的到来有望显著提升公司的业绩弹性, 预计到 2019 年公司通过配套一汽大众新车型带来的净利润增量约有 2 个亿, 占公司 2016 年净利润的 28%, 上海大众有望跟随新车放量不断成长。

3.2 大众迎来新品周期

大众集团 2017-2019 年在中国预计将投放多款大众品牌、奥迪品牌 SUV 车型和大众第三品牌车型。

大众集团在 2017-2019 年计划投放多款 SUV 新车, 其中上汽大众于 2017 上半年上市 2 款中大型 SUV 车型, 预计 2018 年投放 2 款全新紧凑 SUV、1 款小型 SUV; 一汽大众于 2018 年开始密集投放 SUV 产品, 预计其中大众品牌 2 款 (紧凑 SUV+小型 SUV), 奥迪品牌 2 款, 第三品牌预计将于 2019 年上市, 主打 SUV 产品, 定位中低端市场。

新品的推出将显著推动大众集团国内销量提升, 根据一汽大众战略规划, 其到 2020 年规划达产销 300 万辆规模。上海大众在未来几年也将受益于 SUV 产品推出增长较快, 预计到 2020 年也将达 300 万产销规模, 相关配套零部件企业有望受益。

图表32 大众国内新车规划

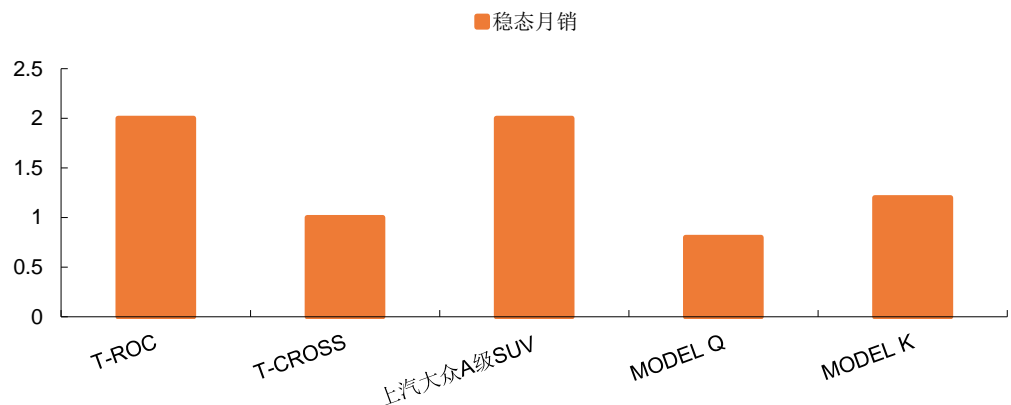
车企	车型	级别	上市时间	预计定价	平台	产能布局
一汽大众	T-ROC	A 级 SUV	2018 年 2Q	15-20 万	MQB	天津基地
	T-CROSS	A0 级 SUV	2018 年	10-15 万	MQB	天津基地
	第三品牌	A 级 SUV	2019 年	5-10 万	-	青岛基地
	第三品牌	A 级轿车	2019 年	5-10 万	-	青岛基地
一汽大众奥迪	全新 Q5L	B 级 SUV	2018 年初		MLB	长春 Q 工厂

	Q2L	A 级 SUV	2018 年		MQB	广东佛山二期
	全新 Q3	紧凑型跨界 SUV	2019 年		MQB	长春工厂
	全新 A3	A 级轿车	2019 年		MQB	佛山工厂
	全新 A6	B 级轿车	2019 年		MLB	
	-	A 级 SUV	2018 年	15-20 万	MQB	-
上汽大众	全新帕萨特	B 级轿车	2018 年	18-25 万	MQB	南京工厂
	途昂	七座 SUV	2017 年 3 月	30-40 万	MQB	宁波工厂
	途观 L	七座 SUV	2017 年 1 月	20-30 万	MQB	安亭三工厂
	柯迪亚克	七座 SUV	2017 年 4 月	20-30 万	MQB	长沙工厂
	MODEL Q	A0 级 SUV	2018 年	10-15 万	MQB	-
上汽斯柯达	MODEL K	A 级 SUV	2018 年 1Q	15-20 万	MQB	-
	Coupe	中型轿跑 SUV	2018 年底	-	MQB	

资料来源:markline, 平安证券研究所

图表33 大众新车预计稳态月销

单位:万辆



资料来源: markline, 平安证券研究所

大众将在 2018-2019 年迎超强新品周期, 其产能也将相应提高, 从产能规划情况上来看, 一汽大众规划在未来 2-3 年将会陆续投产 4 家工厂, 扩展 120 万产能, 预计到 2020 年达到 280 万产能, 相比 2016 年产能 (160 万) 提高 75%。上汽大众在未来 2 年将会扩产 3 家基地, 到 2019 年将实现 280 万辆产能, 相比 2016 年 200 万产能提高约 40%。

目前大部分基地已经开工建设, 配套供应商也有望跟随产能基地进行扩产配套, 扩大收入规模, 减少物流费用支出。

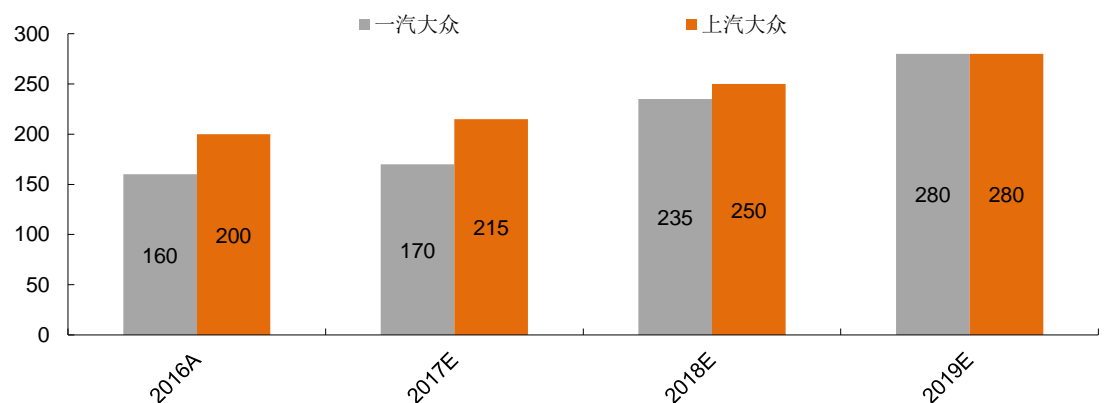
图表34 大众国内产能布局

车企	基地	车型	产能	投产时间	投资额
一汽大众	吉利长春一工厂	奥迪 A4L, A6L/e-tron, Q3, Q5, 迈腾, 新	70 万	-	-
	吉林长春二工厂	宝来, CC		-	-
	四川成都三工厂	新捷达, 新速腾	60 万	2007 年	-
	广东佛山第四工厂	高尔夫系列, 奥迪 A3 系列	30 万	2013 年	-
	广东佛山二期	奥迪 Q2、跨界 SUV 奥迪 Q4、奥迪 A0 级 SUV	30 万	2017 年 10 月	153 亿
	长春 Q 工厂	奥迪全新 Q5、奥迪 Coupe SUV、奥迪 Q1	30 万	2018 年 1 季度	158 亿
	山东青岛基地	第 3 品牌廉价 SUV、廉价轿车	30 万	2018 上半年	110 亿
	天津华北基地	大众全新 A0 级 SUV、大众全新 A 级 SUV T-ROC	30 万	2018 年 4 季度	195 亿
上汽大众	上海安亭第一工厂	Polo 系列, 晶锐	82 万	-	-
	上海安亭第二工厂	全新朗逸, 全新朗行, 全新朗镜		-	-
	上海安亭第三工厂	途观 L, 辉昂, 野帝		-	-
	江苏南京工厂	全新帕萨特, 全新速派	40 万	2008 年	-
	江苏仪征工厂	桑塔纳系列, 昕锐, 昕动	30 万	2012 年	-
	浙江宁波一期	凌渡系列, 途昂, 全新明锐	30 万	2013 年	117 亿
	乌鲁木齐工厂	桑塔纳, SKD	5 万	2013 年	-
	湖南省长沙工厂	全新朗逸, 途安 L, 柯迪亚克	30 万	2015 年	120 亿
	宁波二期	大众全新 A 级 SUV、斯柯达 MODEL K	30 万	2018 年	150 亿
	安亭二厂改造	斯柯达 MODEL Q	16 万	2018 年	-
湖南长沙二期	-	-	待定	-	

资料来源: markline, 平安证券研究所

图表35 上汽大众、一汽大众产能规划

单位:万辆



资料来源: markline, 平安证券研究所

四、盈利预测与投资建议

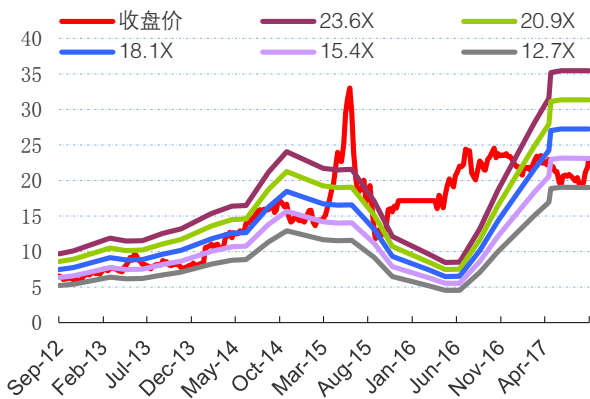
产品线持续延伸扩大市场空间,细分领域抢占份额争做领导者: 公司是国内优秀的内外饰件供应商,配套大众、宝马、奔驰、通用等国内外优质主机厂,通过近十年持续的外延并购,公司产品线不断延伸,产品种类不断丰富,市场空间不断做大。具体到细分产品领域,公司不断汲取外资技术优势,增强自身研发实力,通过优秀成本和质量管控整合优质资产,拓展下游客户配套关系,增强拿单能力,提高市场份额,争做细分领域领导者。旗下主要利润贡献参控公司近4年净利润复合增速都超过40%,成长速度远超行业,预计未来几年公司受益于客户拓展份额提升,业绩仍有望继续维持高增长。

契合汽车电子、轻量化趋势,高附加值产品放量: 随汽车电子应用、轻量化技术不断普及,内外饰件有望与汽车电子结合,产品附加值、技术壁垒得到提高,轻量化技术对内外饰件成型工艺的要求更为严格。公司紧跟行业趋势,定增募投热成型轻量化、汽车电子等项目,部分产品已经取得配套客户,即将迎来收获期,提升公司产品附加值,提振盈利能力。

大众迎新周期,提振公司业绩: 大众2017年在国内开启新品周期,多款紧凑型小型SUV、第三品牌有望在2018-2019年投放市场,国内产能至2020年有望提升50%。大众是公司核心客户,2016年占公司份额预计接近40%,预计随公司配套大众项目投产,未来将给公司带来较大业绩弹性。

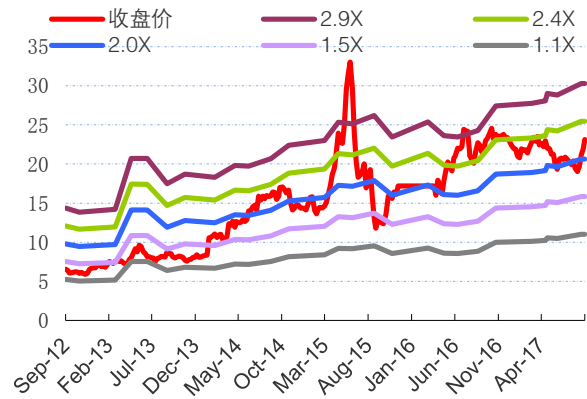
公司是国内优秀的内外饰零部件供应商,产品线持续延伸不断拓展市场空间,细分市场不断提高市场份额,预计未来依旧可维持高增速。预计公司2017-2019年EPS分别为1.67、2.12、2.66元,考虑到公司历史估值区间和未来成长性,给予2017年20倍估值,目标价33元,首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图表36 2012年至今历史PE



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表37 2012年至今历史PB



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表38 分公司盈利预测

单位:百万元

参控公司	2016A	2017E	2018E	2019E
长春华翔轿车消声器有限责任公司	296	296	347	405
宁波井上华翔汽车零部件有限公司	136	148	163	179
长春佛吉亚排气系统有限公司	107	107	107	107
宁波诗兰姆汽车零部件有限公司	85	104	125	150
宁波华翔汽车车门系统有限公司(宁波安通林)	166	177	260	382
宁波华翔特雷姆汽车饰件有限公司	107	123	141	162

宁波胜维德赫华翔汽车镜有限公司	53	61	71	81
佛吉亚(成都)排气控制技术有限公司	22	22	22	22
南昌江铃华翔汽车零部件有限公司	14	15	17	19
德国华翔汽车零部件系统公司	-219	-219	-219	-219
宁波劳伦斯	137	124	169	197
合计	714	883	1126	1410

资料来源: wind, 平安证券研究所

五、 风险提示

- 1) 乘用车市场景气度不及预期;
- 2) 德国华翔亏损加剧。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	6828	8201	10360	12232
现金	1396	2144	3002	3787
应收账款	2621	2774	3557	3934
其他应收款	40	45	54	64
预付账款	228	353	329	479
存货	1840	2120	2495	2931
其他流动资产	703	765	924	1038
非流动资产	6692	6902	7144	7438
长期投资	399	482	564	647
固定资产	2482	2738	2894	3089
无形资产	420	429	439	454
其他非流动资产	3392	3253	3246	3249
资产总计	13520	15104	17504	19670
流动负债	6167	6569	7432	7656
短期借款	1536	2026	1536	1536
应付账款	2701	2999	3644	4166
其他流动负债	1931	1544	2253	1954
非流动负债	1241	1154	1067	982
长期借款	451	364	277	192
其他非流动负债	790	790	790	790
负债合计	7408	7723	8499	8638
少数股东权益	936	1400	1955	2634
股本	530	530	530	530
资本公积	782	782	782	782
留存收益	3042	4166	5549	7227
归属母公司股东权益	5176	5980	7049	8398
负债和股东权益	13520	15104	17504	19670

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1433	1132	2179	1773
净利润	1097	1348	1681	2089
折旧摊销	584	573	536	632
财务费用	9	90	82	90
投资损失	-172	-172	-172	-172
营运资金变动	-145	-707	52	-866
其他经营现金流	60	0	0	0
投资活动现金流	-1078	-611	-606	-754
资本支出	726	127	159	211
长期投资	-15	-83	-83	-83
其他投资现金流	-366	-566	-529	-625
筹资活动现金流	-450	-264	-225	-234
短期借款	423	0	0	0
长期借款	401	-87	-86	-85
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	124	0	0	0
其他筹资现金流	-1399	-177	-138	-149
现金净增加额	-87	257	1349	785

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12506	15233	17875	21152
营业成本	9822	11964	13943	16393
营业税金及附加	68	83	97	115
营业费用	380	457	518	592
管理费用	997	1219	1412	1650
财务费用	9	90	82	90
资产减值损失	149	0	0	0
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
投资净收益	172	172	172	172
营业利润	1254	1594	1995	2484
营业外收入	107	62	67	74
营业外支出	28	28	19	20
利润总额	1333	1638	2043	2538
所得税	236	290	362	450
净利润	1097	1348	1681	2089
少数股东损益	383	465	555	679
归属母公司净利润	714	883	1126	1410
EBITDA	1998	2280	2620	3170
EPS (元)	1.35	1.67	2.12	2.66

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	27.5	21.8	17.3	18.3
营业利润(%)	112.9	27.1	25.1	24.6
归属于母公司净利润(%)	344.8	23.7	27.4	25.2
获利能力				
毛利率(%)	21.5	21.5	22.0	22.5
净利率(%)	5.7	5.8	6.3	6.7
ROE(%)	18.0	18.3	18.7	18.9
ROIC(%)	15.5	16.1	18.6	19.9
偿债能力				
资产负债率(%)	54.8	51.1	48.6	43.9
净负债比率(%)	11.3	4.6	-12.2	-17.8
流动比率	1.1	1.2	1.4	1.6
速动比率	0.8	0.9	1.1	1.2
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	5.6	5.6	5.6	5.6
应付账款周转率	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.35	1.67	2.12	2.66
每股经营现金流(最新摊薄)	3.07	2.14	4.11	3.35
每股净资产(最新摊薄)	9.77	11.28	13.30	15.84
估值比率				
P/E	17.16	13.87	10.88	8.69
P/B	2.37	2.05	1.74	1.46
EV/EBITDA	7.1	6.2	5.1	4.2

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股份有限公司（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。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



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