

海利得 (002206.SZ)

化学纤维行业

评级：买入 首次评级

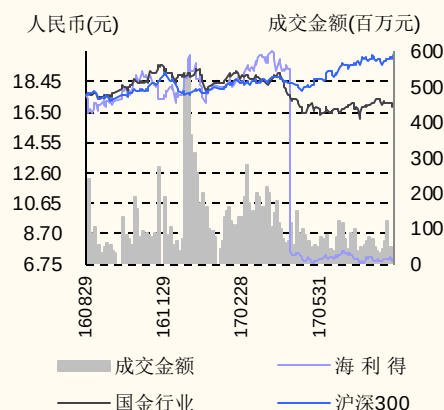
公司深度研究

市场价格(人民币): 7.02 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	870.60
总市值(百万元)	8,573.43
年内股价最高最低(元)	20.38/6.75
沪深 300 指数	3795.75
深证成指	10659.01



郭一凡 分析师 SAC 执业编号: S1130517050005
(8621)60230247
guoyf@gjzq.com.cn

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

霍堃 联系人
huokun@gjzq.com.cn

陈斌 联系人
Chencheng2@gjzq.com.cn

何雄 联系人
Hexiong@gjzq.com.cn

优质成长股系列报告(一) 海利得: 多年布局成就稳健白马, 差异化战略打造车用丝龙头

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.435	0.524	0.295	0.362	0.459
每股净资产(元)	4.70	5.71	5.95	6.35	7.01
每股经营性现金流(元)	0.80	1.02	0.83	1.36	1.70
市盈率(倍)	36.59	36.56	24.03	19.53	15.42
行业优化市盈率(倍)	22.66	22.66	22.66	22.66	22.66
净利润增长率(%)	36.10%	30.51%	41.24%	23.03%	26.71%
净资产收益率(%)	9.24%	9.18%	12.44%	14.32%	16.45%
总股本(百万股)	449.77	487.23	1,223.03	1,223.03	1,223.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **三大业务布局清晰, 产能有序扩张。**作为涤纶工业丝龙头, 公司差异化路线布局成功, 现已形成涤纶工业丝, 涤纶帘子布, 塑胶材料三个业务布局, 主营产品包括车用安全带丝, 安全气囊丝, 高模低收缩丝, 涤纶帘子布与石塑地板。目前公司涤纶工业丝产能达到 19 万吨, 其中车用丝比例达到 67%, 未来产能将增加 4 万吨高模低收缩丝产能至 23 万吨/年, 分 17 年底, 18 年两批次投产各 2 万吨, 车用丝比例将达到 73%。公司石塑地板也开始放量增长, 16 年满产满销, 17 年产能扩充至 500 万平米, 未来几年内将进一步扩产至 2000 万平米/年。新产能逐渐投产, 将推动公司业绩稳定增长。
- **车用丝突破竞争壁垒, 差异化战略进入收获季。**公司差异化车用丝, 包括安全带丝, 安全气囊丝已经成功完成认证, 进入全球四大安全总成厂商供应链体系, 未来供货量将稳定增长。气囊丝方面, 全球最大安全气囊厂商 Autoliv 认证将完成, 公司作为最大的涤纶气囊丝厂商将受益涤纶气囊丝对 PA66 的替代。
- **帘子布迎来认证通过收获期, 直接受益子午化率提升。**帘子布的认证过程长, 国际一线品牌认证流程也极为严苛, 公司经过多年蛰伏, 终于成功打开市场, 16 年销售 2.4 万吨, 实现营收 3.36 亿元, 毛利率翻倍增长。公司目前产能 3 万吨, 两年内将扩产至 6 万吨, 与行业龙头 18 万吨的产能差距仍较大, 未来将有望继续扩大市场份额, 直接受益于国内轮胎子午化率提升。
- **石塑地板提早布局, 未来市场空间广阔。**目前石塑地板在海外发达国家渗透率较高, 已经达到 30% 左右, 国内目前渗透率仅为 5%。而石塑地板相比于实木地板与复合地板等现有地板材料优势明显, 未来将有望进一步提高渗透率。公司地板产品已通过欧美质量认证, 在国外市场销售情况较好, 目前正在谋求国内市场突破, 市场空间广阔。公司现有产能 500 万平米, 未来将扩产至 2000 万平米。

投资建议

- 公司是国内涤纶工业丝龙头企业, 提早布局差异化发展战略, 以安全带丝, 气囊丝, 帘子布等高附加值高壁垒市场为目标。多年布局迎来收获期, 目前公司车用丝及帘子布已成功打入核心供应商体系, 未来将有望稳定放量增长。果断转型, 瞄准石塑地板蓝海市场, 公司以原有灯箱布产线为基础, 向石塑地板行业扩展, 打开新的市场空间。我们预计公司 17-19 年净利润 3.60, 4.43, 5.62 亿元, 同比增速 41.24%, 23.03%, 26.71%; EPS 0.295 元, 0.362 元, 0.459 元, 对应 PE 24, 19, 15 倍。按照 18 年 25 倍 PE 对应目标价 9.05 元, 给予买入评级。

风险

- 车用丝认证通过后放量缓慢, 石塑地板市场开拓不力, 限售股解禁, 万向创投大量减持股份

内容目录

一、公司概况：差异化铸就核心竞争力，行业龙头雏形已现	4
主营业务：差异化车用产品与成长性石塑地板，合力助推业绩增长	4
经营状况：盈利能力继续提升，龙头地位初显	5
股权结构：高利民家庭为实际控制人	8
股权激励凝聚人心	9
二、涤纶工业丝：成功打入核心供应商体系，车用丝布局进入收获期	9
受益汽车产量增长，车用丝市场空间扩大	9
三、涤纶帘子布：认证结束，帘子布充分享受丰收果实	14
四、石塑地板：市场空间广阔，未来将成新增量	17
五、盈利预测	18

图表目录

图表 1：公司主营产品系列	4
图表 2：主要产品产能与扩产计划	5
图表 3：公司营收情况（亿元）	5
图表 4：公司归母净利润情况（亿元）	5
图表 5：公司分产品毛利占比（%）	6
图表 6：公司部分产品毛利率情况	6
图表 7：公司分地区营收（亿元）	6
图表 8：人民币美元中间价	6
图表 9：公司三项费用率分析	7
图表 10：公司每股分红与股利支付率（元/股）	7
图表 11：工业丝可比公司产能情况	7
图表 12：工业丝可比公司毛利率情况（%）	8
图表 13：工业丝可比公司收入情况（亿元）	8
图表 14：公司业务结构清晰，控股权稳定	8
图表 15：公司 2017 年 7 月 18 日有 7988.15 万股限售股解禁	8
图表 16：全球汽车产量与增速（万辆）	10
图表 17：中国汽车产量与增速（万辆）	10
图表 18：IHS 预计汽车市场保持 3.2% 增长率	10
图表 19：被动安全市场规模持续提升	10
图表 20：涤纶工业丝相比 PA66 具有成本优势	11
图表 21：未来安全气囊配置将进一步提升	11
图表 22：不同价位汽车配置气囊个数	12
图表 23：中国不同价位汽车销量占比（2012-2017 年）	12
图表 24：公司车用丝产品认证流程长	12
图表 25：公司已进入四大安全总成厂商供应链	13

图表 26: 公司产业链概览.....	13
图表 27: 原材料价格波动 (元/吨)	14
图表 28: 子午线轮胎与斜交轮胎.....	14
图表 29: 不同帘子布应用胎型.....	15
图表 30: 2016 年我国轮胎子午化率还不到 75%.....	15
图表 31: 我国汽车保有量继续高速增长.....	16
图表 32: 公司目前产能与龙头仍有较大差距.....	16
图表 33: 涤纶帘子布认证过程长, 构成竞争壁垒.....	17
图表 34: 石塑地板与其他地板的比较优势.....	17
图表 35: 石塑地板国内渗透率低.....	18
图表 36: 国内未来市场空间广阔.....	18
图表 37: 公司销售预测大表.....	19

一、公司概况：差异化铸就核心竞争力，行业龙头雏形已现

主营业务：差异化车用产品与成长性石塑地板，合力助推业绩增长

浙江海利得新材料股份有限公司成立于 2001 年 5 月 21 日，股票于 2008 年 1 月 23 日在深交所上市，公司位于纺织业发达的浙江海宁市。

公司主营业务为化学纤维制造，主要生产涤纶工业长丝、塑胶材料、涤纶帘子布三大类产品。公司 16 年涤纶工业丝产能达 19 万吨/年，车用丝比例达到 67%，未来产能将增加至 23 万吨/年，车用丝比例将达到 73%。公司差异化车用丝产品已经成功进入下游四大安全总成厂商供应商体系，未来将稳定增长。塑胶材料业务过去主要专注于灯箱布等传统产品，自 15 年起公司开始向石塑地板布局，目前石塑地板产能达到 500 万平米/年，未来将扩产至 2000 万平米/年。石塑地板目前渗透率较低，未来市场空间广阔。涤纶帘子布业务经过多年认证，目前已经进入下游轮胎龙头生产商产业链，未来两年产能将达到 6 万吨/年，同时将配套有 9.6 万吨的高模低收缩丝产能。

图表 1：公司主营产品系列



来源：公司官网，国金证券研究所

- **涤纶工业丝：**公司涤纶工业丝主要分车用丝与非车用丝两部分，其中车用丝包括安全带丝，安全气囊丝以及配套帘子布的高模低收缩丝。公司目前产能 19 万吨/年，其中安全带丝 4 万吨/年，安全气囊丝 3.25 万吨/年，高模低收缩丝 5.6 万吨/年，非车用丝 6.15 万吨/年。高模低收缩丝还有 4 万吨/年在建产能，分别于 17 年四季度与 18 年投产。公司配套有 12 万吨/年的聚酯产能，另外有 20 万吨/年的新增功能性聚酯产能规划。
- **塑胶材料：**公司塑胶材料主要有数码喷绘材料系列、涂层材料系列和装饰材料系列。公司原有主打产品灯箱布由于受到国际市场反倾销影响，增长放缓，公司转而培育石塑地板等装饰材料作为新的发展方向。目前已有石塑地板产能 500 万平米/年，未来几年将进一步扩产至 2000 万平米/年。
- **涤纶帘子布：**公司目前涤纶帘子布产能 3 万吨/年，预计 2018 年下半年将投产 1.5 万吨/年，19 年再投产 1.5 万吨/年，总产能达到 6 万吨/年。同时公司配套有新增 4 万吨/年高模低收缩丝产能，将于 17 年四季度与 18 年分两次投产。

图表 2：主要产品产能与扩产计划

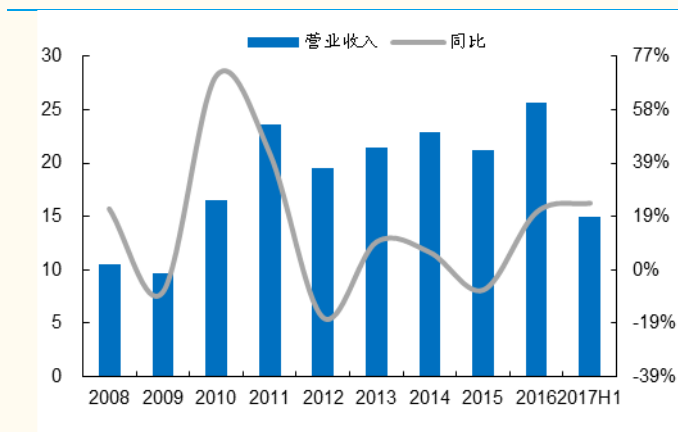
业务	主要产品	单位	产能	扩产计划
工业丝	高模低收缩丝	万吨/年	5.6	17 年四季度投产 2 万吨，18 年再投产 2 万吨（可能提前投产）
	安全带丝	万吨/年	4	
	气囊丝	万吨/年	3.25	17 年底将制定扩产计划
	非车用丝	万吨/年	6.15	
	聚酯	万吨/年	12	新增 20 万吨功能性聚酯
帘子布	帘子布（浸胶与非浸胶）	万吨/年	3	18 年下半年投产 1.5 万吨，19 年再投产 1.5 万吨
塑胶产品	石塑地板	万平米/年	500	800 万平米/年技改正在实施，新增 12000 万平米/年，预计 2020 年全部投产
	塑胶材料	亿平米/年	2	

来源：公司公告，国金证券研究所

经营状况：盈利能力继续提升，龙头地位初显

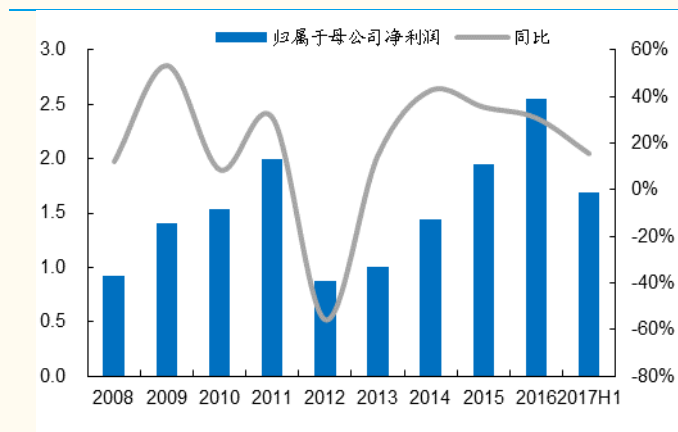
- **营收稳步提升，盈利能力增强。**公司近年运营情况良好，营收自 12 年行业低谷大幅放缓后，进入稳定增长，2015 年受原油价格大幅下滑影响，公司营收下降，2016 年公司营收 25.67 亿元，同比增长 21.01%。受益于公司调整产品结构，逐步弱化壁垒较低的普通涤纶工业丝在公司营收中的占比，公司盈利能力显著增强，受益于高毛利的差异化车用丝与涤纶帘子布逐步打开市场，公司 14-16 年净利润保持高速增长。17 年一季度受去年底锅炉爆炸事件影响，营收与净利润增速放缓，但公司二季度业绩迅速恢复，二季度单季度实现营收 8.24 亿元，为历史最高值，实现归母净利润 9000 万元，同样是历史最佳水平。17 年上半年实现营收 14.99 亿元，同比增长 24.20%，实现归母净利润 1.69 亿元，同比增长 15.42%。预计 17 年全年增速仍将保持高增速。

图表 3：公司营收情况（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

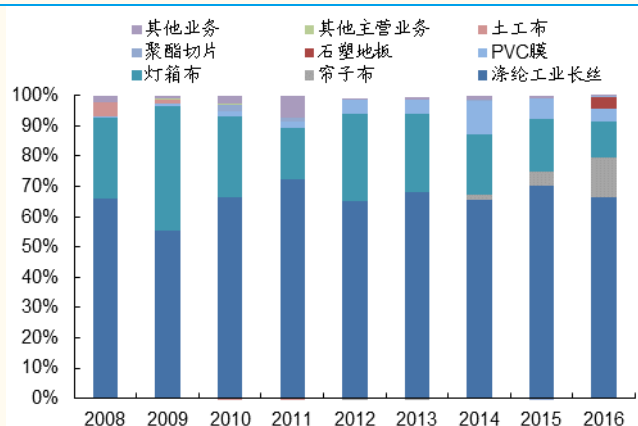
图表 4：公司归母净利润情况（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

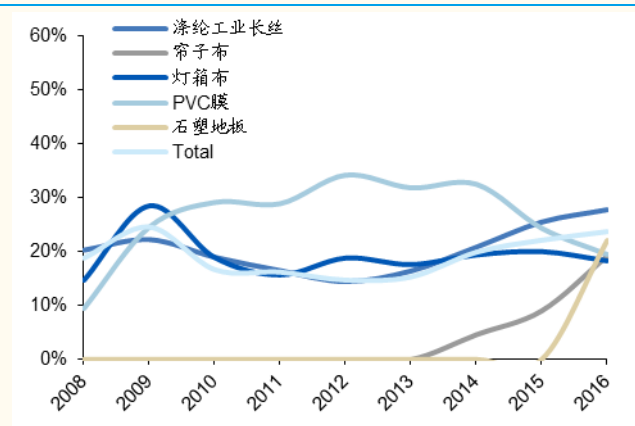
- **产品结构积极调整，三大主业共同发展。**涤纶工业丝与帘子布是公司营收与毛利的主要构成部分，两部分业务营收占比分别为 56.64%和 16.20%，毛利占比分别为 66.47%与 13.13%。其中帘子布产品从 16 年开始进入放量阶段，毛利润同比提升 281%。公司石塑地板业务也实现从无到有的突破，16 年实现营收 1.07 亿元，毛利润 2400 万元，毛利率达 22.11%。石塑地板业务目前营收占比较小，但是未来发展空间广阔，16 年满产满销 200 万平米，17 年预计业绩将翻倍增长。

图表 5：公司分产品毛利占比 (%)



来源：wind，国金证券研究所

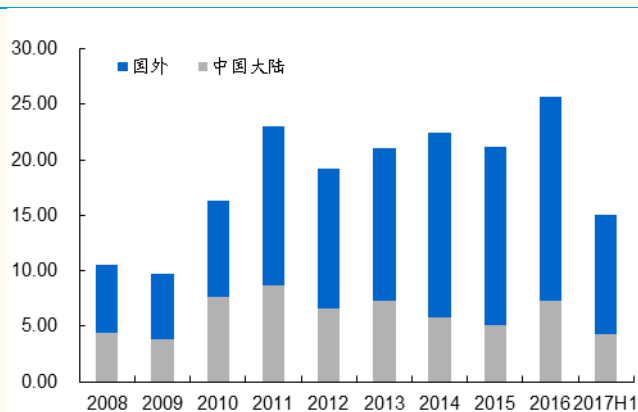
图表 6：公司部分产品毛利率情况



来源：wind，国金证券研究所

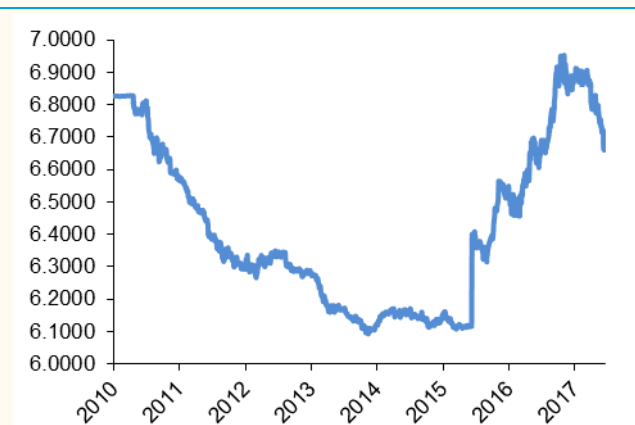
- **海外业务占比大，公司业绩受汇率影响。**公司主要客户集中在海外，16 年公司外销占比 71.66%，内销占比 28.34%，17 年上半年公司外销占比 71.33%，内销占比 28.67%，因此公司营收中很大一部分为美元和欧元。公司业绩受汇率变化的影响，在 17 年以前，美元兑人民币单边升值或者单边贬值期间，公司通过对冲手段，保持汇兑收益为正。2017 年至今，人民币兑美元汇率波动较大，公司出现汇兑损失。未来公司将逐步关闭风险敞口，采用对冲等手段规避汇率变化的影响。

图表 7：公司分地区营收 (亿元)



来源：wind，国金证券研究所

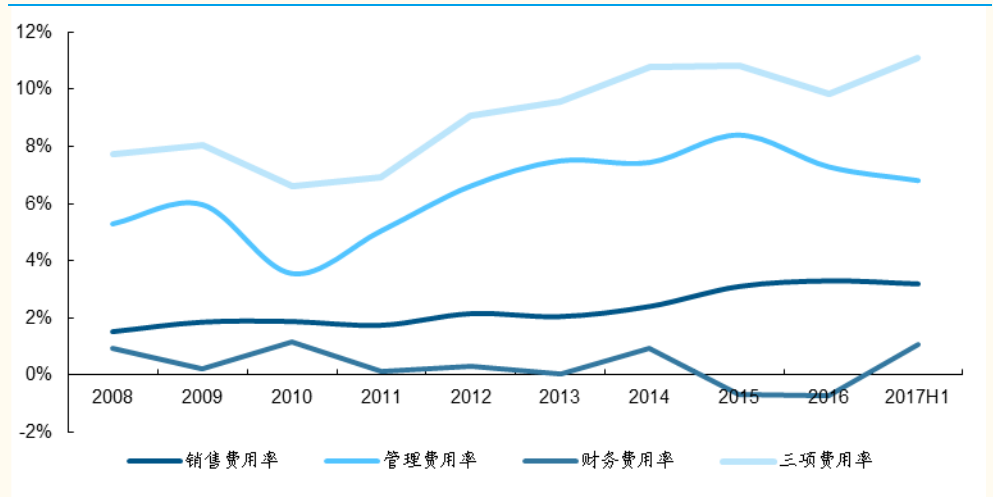
图表 8：人民币美元中间价



来源：wind，国金证券研究所

- **财务管理精细化，整体费用率控制得当。**公司三费中管理费用占比较高，10 年至今管理费用率保持上升趋势，16 年略有下滑，主要原因是公司加大研发投入与高端人才招聘，管理费用支出增加。16 年公司销售费用率占比提升至 3.31%，高于行业均值，主要是公司加大市场开拓力度，且部分帘子布与车用丝客户需要使用空运方式运输部分产品，增加了公司销售费用支出，17 年上半年销售费用率略降至 3.20%。公司过去几年财务费用较低主要有两方面原因，一方面是公司资产负债率较低，尤其是在 11-14 年间，公司资产负债率保持在 40%以下，低于行业均值。另一方面是公司理财与汇兑收益影响，公司积极运用短期借款进行理财，公司 16 年汇兑净收益 2531 万元，15 年 1343 万元。我们预计公司受汇兑损失影响，17 年财务费用将转负，公司 17 年上半年财务费用率显著提升至 1.07%，但公司正逐渐关闭风险敞口，预计财务费用率不会继续大幅攀升；公司人员布局已经到位，管理费用率将保持稳定；销售费用率由于海运成本近期有提升，预计销售费用率会有小幅提升，但对公司业绩影响有限。

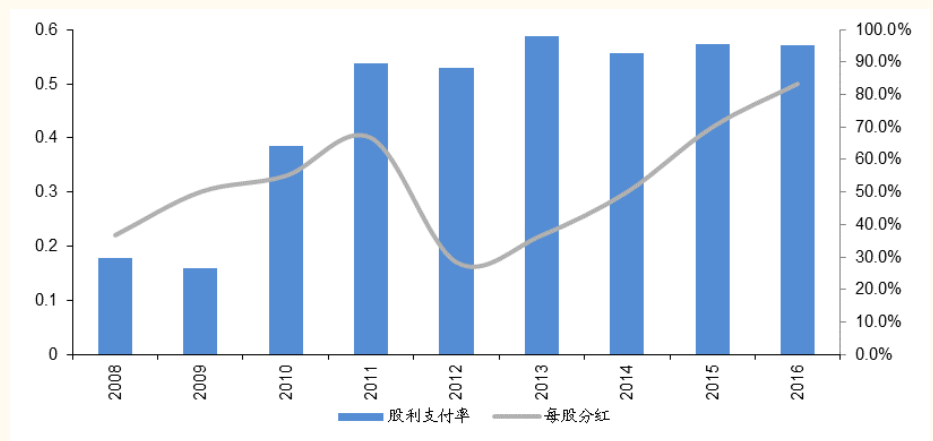
图表 9：公司三项费用率分析



来源：wind，国金证券研究所

- **慷慨分红，股利支付率超过 90%。**公司分红慷慨，16 年每股分红 0.5 元，股利支付率高达 95%。公司 17-19 年分红规划中表示，公司在满足现金分红条件时，公司规划期内三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%。

图表 10：公司每股分红与股利支付率（元/股）



来源：wind，国金证券研究所

- **公司涤纶工业丝产业地位逐渐提高。**公司涤纶工业丝产能逐年提高，目前产能 19 万吨，未来将扩产至 23 万吨。虽然与行业其他公司相比仍有差距，但是公司工业丝的差别化率高于其他公司，这也反映在公司的盈利能力上，公司产品毛利率逐年提高，截止 2016 年毛利率提升至 27.81%。目前产能最大的古纤道，营收情况最差。产能次之的尤夫股份涤纶工业丝营收尚佳，但是盈利能力不及海利得。

图表 11：工业丝可比公司产能情况

国内企业涤纶工业丝产能						
万吨/年	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
古纤道	29.3	29.3	39.3	50.0	60.0	60.0
海利得	12.0	12.5	12.5	15.0	19.0	21.0
尤夫股份	7.0	21.0	21.0	21.0	27.0	27.0
恒力股份	20.3	20.3	20.3	21.0	21.0	41.0

来源：中纤网，国金证券研究所

图表 12：工业丝可比公司毛利率情况（%）

		2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
古纤道	差别化涤纶长丝		18.51	22.86	30.05	30.29	26.50
	超细涤纶长丝		11.67	11.06	26.56	17.81	18.24
海利得	涤纶工业长丝	14.38	16.36	20.81	25.51	27.81	
尤夫	涤纶工业丝	15.78	13.73	17.62	16.88	19.45	
恒力	工业涤纶长丝					17.87	

来源：wind，国金证券研究所

图表 13：工业丝可比公司收入情况（亿元）

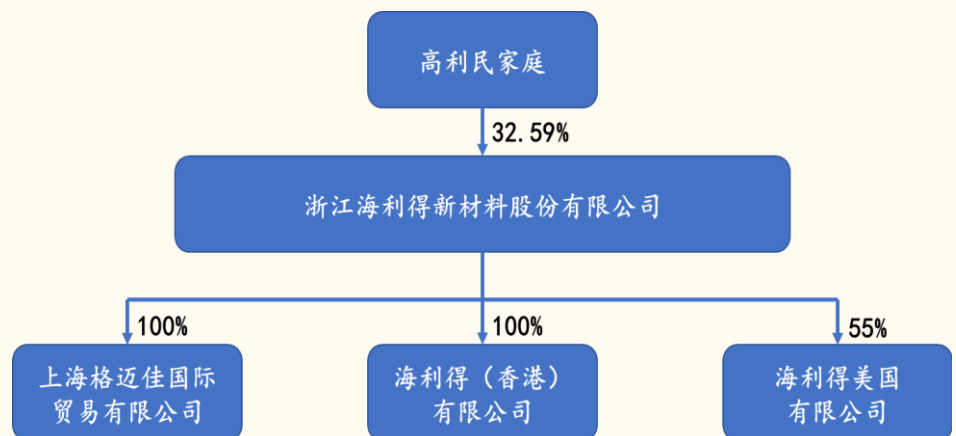
		2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
古纤道	差别化涤纶长丝		2.71	2.28	2.32	2.42	1.55
	超细涤纶长丝		1.48	1.53	2.00	1.14	0.44
海利得	涤纶工业长丝	13.20	13.88	14.27	12.98	14.54	8.45
尤夫	涤纶工业丝	6.67	11.15	17.85	16.40	19.49	12.01
恒力	工业涤纶长丝					12.11	

来源：wind，国金证券研究所

股权结构：高利民家庭为实际控制人

- 股权结构稳定，子公司业务清晰。自公司创建以来，高利民先生及其家庭一直是公司的实际控制人。截止至 2017 年 1 季报，高利民先生持股比例为 23.34%，高利民先生家庭合计持股 32.59%。目前公司总共有三家子公司：上海格迈佳国际贸易有限公司（主营灯箱布产品生产与销售），海利得（香港）有限公司（主营进出口贸易）与海利得美国有限公司（主营涤纶工业丝产品，涤纶帘子布和涤纶帆布等）。

图表 14：公司业务结构清晰，控股权稳定



来源：wind，国金证券研究所

图表 15：公司 2017 年 7 月 18 日有 7988.15 万股限售股解禁

股东名称	本次解禁数量（万股）	占比
鹏华资产管理（深圳）有限公司	1379.73	1.13%
财通基金管理有限公司	3052.96	2.51%
浙江天堂硅谷资产管理集团有限公司	887.57	0.73%
国投瑞银资产管理有限公司	887.57	0.73%
天风证券股份有限公司	892.75	0.73%
富国基金管理有限公司	887.57	0.73%

合计	7988.15	6.56%
----	---------	-------

来源：wind，国金证券研究所

股权激励凝聚人心

2017 年 6 月 17 日，公司发布《2017 年股票期权激励计划（草案）》，拟向激励对象授予 2,749 万份股票期权，占目前公司总股本的 2.26%，其中首次授予股票期权数目为 2,347 万份，占拟授予股票期权总数的 85.38%，其余预留。

- **股权激励整合公司凝聚力。**此次股权激励计划首次授予对象总人数为 263 人，包括现任公司及控股子公司董事（不含独立董事）、高级管理人员共 10 人，分别授予股票期权 50 万份，合计占授予总数比例为 18.19%，关键技术人员、关键管理人员和关键业务人员共 253 人，共授予 1,847 万份，合计占比为 67.19%。公司作为差异化涤纶工业丝的龙头企业，研发实力与销售能力一直是公司的核心竞争力之一，因此此次对于核心技术人员与关键业务人员的股权激励有助于整合公司凝聚力，助力公司业绩再创新高。
- **业绩考核指标高，彰显公司经营信心。**此次公司股权激励的行权业绩考核指标为以 2016 年净利润为基数，2017-2019 年净利润增长率分别不低于 25%、50%、100%。2016 年扣非净利润 2.28 亿元，则 2017-2019 年扣非净利润分别需达到 2.85 亿元，3.42 亿元，4.56 亿元，年复合增速达到 26%，彰显公司对未来增长的信心。

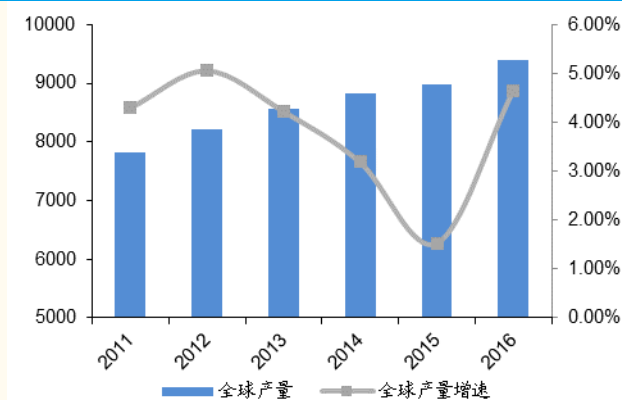
二、涤纶工业丝：成功打入核心供应商体系，车用丝布局进入收获期

- **工业丝野蛮扩张，公司布局车用丝突破局限。**2011 年以前，我国涤纶工业丝市场处于从无到有，低壁垒产能野蛮扩张阶段。2001 年产能 7.4 万吨/年，增长至 2011 年 136.1 万吨/年。2012 年之后涤纶工业丝行业进入低谷，产能扩张速度大幅放缓，2015 年又出现一轮产能集中投放，产能达到 200 万吨/年。经过多年发展，最终行业形成四大龙头企业（古纤道，尤夫股份，恒力股份与海利得）合计产能占比达到国内产能的 60% 左右。四大龙头中海利得成功布局差异化车用丝，成功打造安全带丝，安全气囊丝，高模低收缩丝，涤纶帘子布等高壁垒产品，主动放弃走盲目扩张低壁垒产能的不可持续的发展模式，突破国内行业低谷带来的影响。

受益汽车产量增长，车用丝市场空间扩大

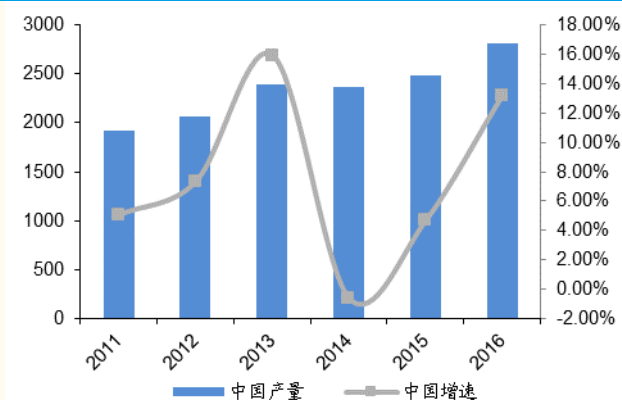
- **全球汽车产销量提升，中国占比提升。**据中汽协数据，2016 年全球汽车产量已经达到 9385.64 万辆，同比增长 4.65%，其中中国产量 2811.9 万辆，同比增长 13.21%。中国产量占世界汽车产量比例逐年提升，从 2011 年的 23% 提升至 2016 年的 30%，未来有望进一步提升，中国产量占比提升将利好国内本土汽车产业链相关公司。

图表 16：全球汽车产量与增速（万辆）



来源：中汽协，国金证券研究所

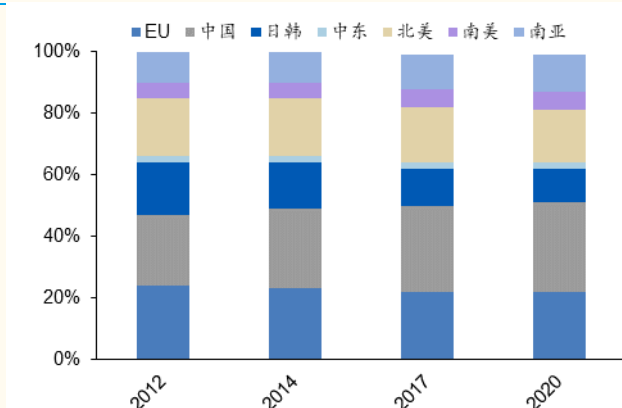
图表 17：中国汽车产量与增速（万辆）



来源：中汽协，国金证券研究所

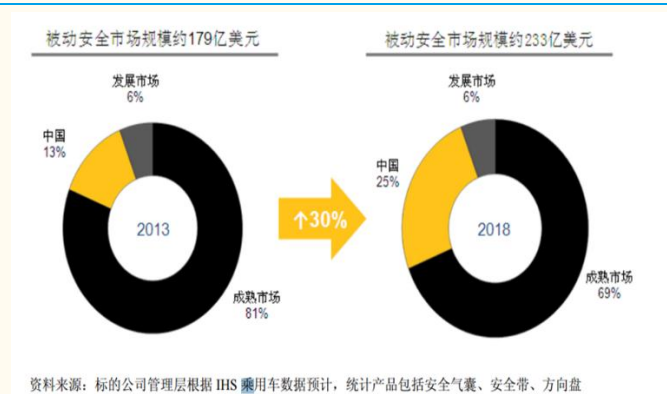
- **汽车产量将继续增长，被动安全市场空间扩大。**汽车被动安全配置主要包括安全带，安全气囊等。根据 IHS 预测，未来几年汽车产量将保持 3.2% 增长速度，主要增长动力来自于发展中国家市场，中国市场占全球产量比例将提升至 29%。汽车总成厂商 KSS 预测到 2018 年，汽车被动安全市场将从 2013 年的 179 亿美元增长至 233 亿美元。

图表 18：IHS 预计汽车市场保持 3.2% 增长率



来源：Autoliv 年报，国金证券研究所

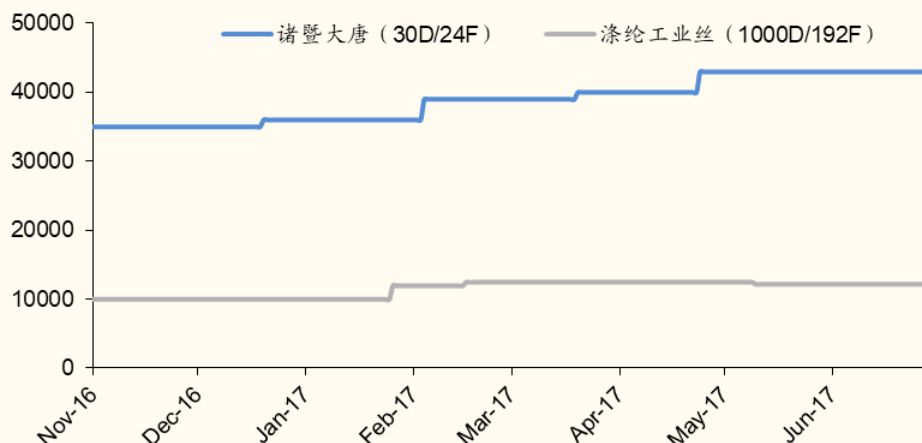
图表 19：被动安全市场规模继续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

- **价格优势促使涤纶安全气囊丝替代 PA66。**汽车安全气囊主要由安全气囊袋，传感器，电子控制装置与微型炸药组成，属于被动安全装置。PA66 一直是安全气囊的重要制作材料。2010 年海利得与汽车安全总成厂商 TRW 合作研发出涤纶安全气囊。涤纶气囊丝与 PA66 气囊丝在性能上的区别在于 PA66 适用于会产生高温气体的安全气囊气体发生器，PA66 丝在高温气体冲击下仍能保持较好的机械强度，而涤纶气囊丝适用于不产生高温气体安全气囊气体发生器，在常温下涤纶气囊丝能保持较好的机械强度。而常温气体发生器与高温气体发生器各有其适用领域，未来涤纶气囊丝会在一些领域对 PA66 气囊丝进行替代。

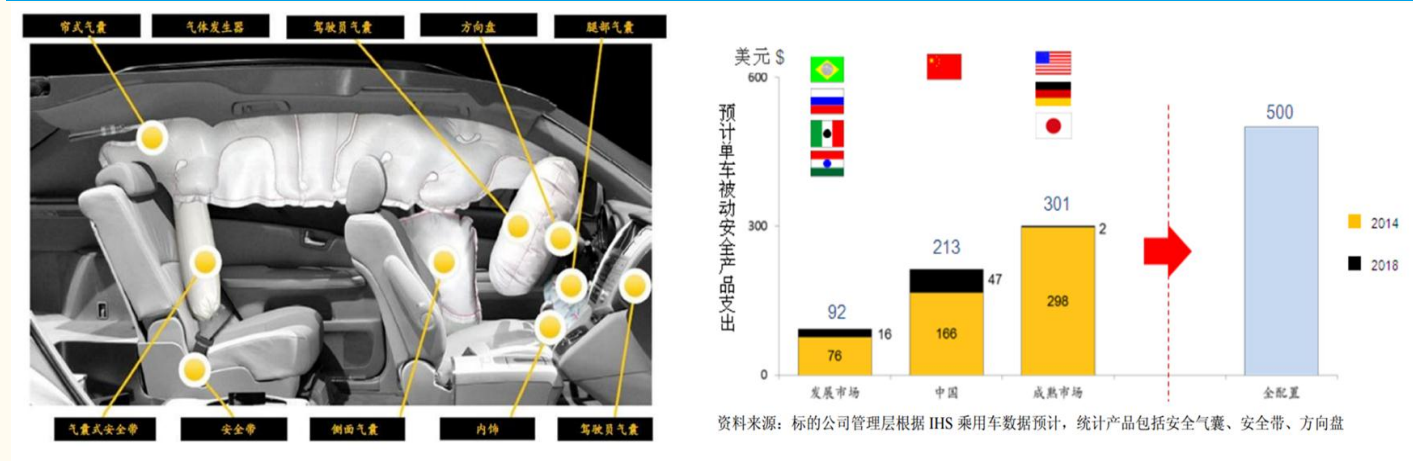
图表 20：涤纶工业丝相比 PA66 具有成本优势



来源：百川资讯，中纤网，国金证券研究所

- **安全性能关注度提升，气囊丝增速将超过汽车产量增速。** 涤纶气囊丝预计增速将大幅超过汽车产量增速，主要有两方面原因：1) 目前涤纶气囊丝占全球气囊丝用量比例不到 15%，预计未来占比将进一步提升至 30%。2) 汽车安全性能关注度提升，未来安全气囊用量将提升，未来或将有安全带气囊，挡风玻璃气囊灯其他气囊产品逐步推出。
- **全球汽车安全市场保持高增长。** 目前汽车最低配置气囊数量为 0 个，低端车气囊配置个数为 2 个，10 万元以上车型基本都配备有 3-7 个安全气囊。未来在自动驾驶技术逐步发展的情况下，汽车主被动安全设施的配置将进一步丰富，安全气囊配置个数将有望进一步提升。全球最大的汽车安全总成厂商 Autoliv 预计，2016-2019 年全球汽车安全市场复合增速将达到 8%，单车配置被动安全产品支出将进一步提升，最终将达到 500 美元/辆。
- **国内汽车安全市场空间巨大。** 从国内情况看，我国汽车安全气囊起步较晚，平均配置数量仍然较低（2016 年为平均 3.8 个），相比韩国的 5.8 个/车的配置仍有较大空间。随着国民收入增加，10 万元以上高端化汽车销量占比逐渐增加，汽车安全气囊单车配置数量也将逐步上升。同时国内也将逐渐晚上相关法律法规，促进汽车安全配置强制化安装。

图表 21：未来安全气囊配置将进一步提升



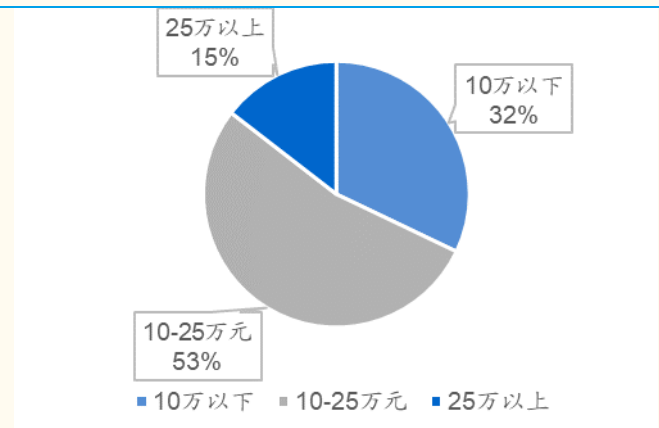
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：不同价位汽车配置气囊个数

价格	气囊个数	配置
2-5 万元	0-2 个	主副驾驶
5-10 万元	2-5 个	主副驾驶/前侧气囊/前后头部气囊
10-20 万元	2-6 个	主副驾驶/前侧气囊/前后头部气囊/膝部气囊
>20 万元	4-7 个	主副驾驶/前后侧气囊/前后头部气囊/膝部气囊

来源：汽车之家，国金证券研究所

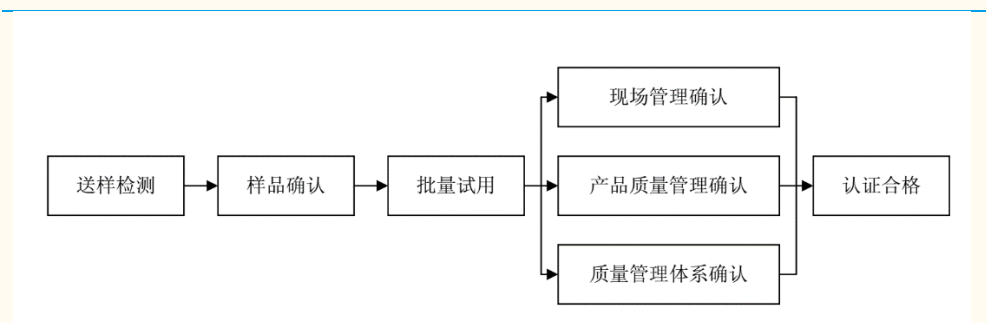
图表 23：中国不同价位汽车销量占比（2012-2017 年）



来源：汽车之家，国金证券研究所

- **公司涤纶安全气囊丝与 TRW 合作研发，目前有望进入 Autoliv 供应链。**公司涤纶气囊丝最早与 TRW 合作研发，目前已经广泛应用于宝马、奔驰、奥迪等欧美系车型，同时有部分日韩系车型也在逐渐使用。公司 16 年涤纶气囊丝销量 1.6 万吨，其中 TRW 1 万吨，其他厂商合计 6000 吨左右。目前行业内最大的安全总成厂商 Autoliv 正在对公司气囊丝产品进行认证验厂，丰田纺织也在对公司产品进行认证。Autoliv 是行业内最大的安全气囊生产厂家，其所用材料全部为 PA66，未来计划将涤纶气囊丝占比提升至 35% 左右，未来三年涤纶气囊丝需求将达到 9 万吨左右。公司作为全球首家量产涤纶气囊丝的企业，将直接受益于涤纶气囊丝占比提升。
- **安全带丝将超过汽车产量增长。**按照平均每辆车安全带重量约为 1.06 公斤测算，单位重量的涤纶工业丝可以生产同等重量的安全带，按照 2016 年全球汽车产量 9385.64 万辆计算，全球安全带丝用量约为 10 万吨，公司 2016 年销量为 2.4 万吨。按照 Autoliv 的预期，安全带市场增速也将保持在 3.2%，考虑到安全带寿命为 3-5 年，如果未来汽车安全关注度进一步提升，安全带更换市场可能扩大，届时安全带市场增速将有望超过汽车产量增速。
- **差异化构成技术壁垒，认证难度高构成竞争壁垒。**公司从事的差异化车用丝市场，经过多年的研发，已经形成了独有的技术壁垒，其中涤纶气囊丝公司掌握自主研发的专利技术。公司生产的涤纶车用安全产品在全球行业中具有品牌优势，目前已经成功进入 TRW, Autoliv, KSS 和 TAKATA 全球四大安全总成厂商。由于汽车安全产品关乎汽车安全质量，因此下游厂家在使用车用丝产品前需要经过严格的认证程序，尤其是在高田气囊事件之后，下游总成厂商认证程序更加严格。公司经过多年努力，最终成功进入下游主流供应商体系，未来将受益于认证逐步通过带来的业绩增长。

图表 24：公司车用丝产品认证流程长



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

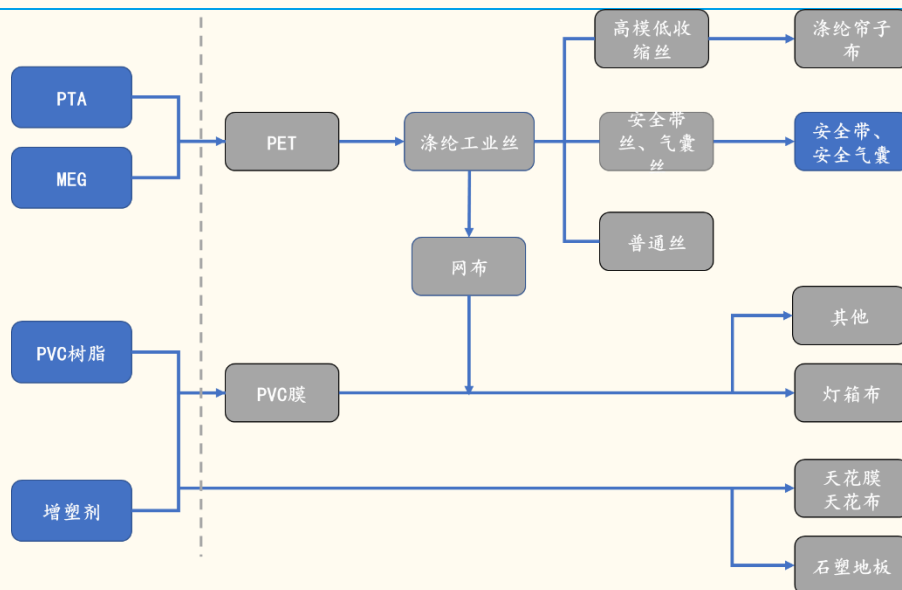
图表 25：公司已进入四大安全总成厂商供应链



来源：公司年报，国金证券研究所

- **差异化丝成本加成定价，不受原材料价格波动影响。**公司涤纶工业丝的主要原材料为 PTA，MEG 和聚酯切片。公司拥有 12 万吨聚酯产能，同时还需外购部分聚酯。原材料成本占涤纶工业丝生产成本的 75-80%左右。受本轮油价下跌与上游扩产速度过快影响，上游原材料价格下跌，公司产品价差扩大。公司普通丝系列产品随行就市，将受益于价差扩大。公司差异化车用丝定价模式为成本加成定价，受上游原材料价格变动影响有限。

图表 26：公司产业链概览



来源：公司年报，国金证券研究所 *灰色为公司产品

图表 27：原材料价格波动（元/吨）

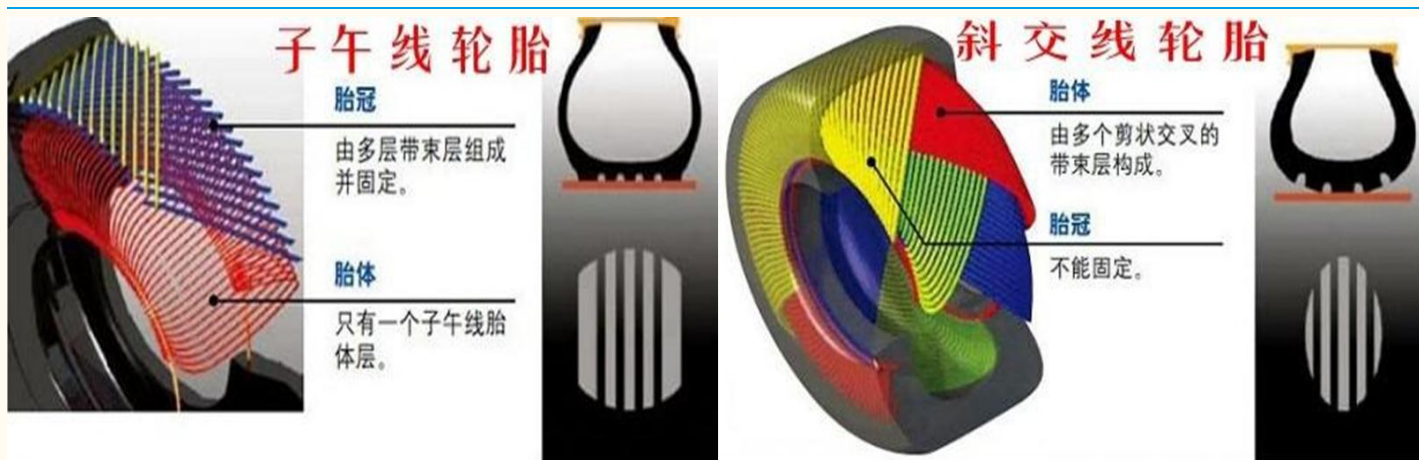


来源：百川资讯，国金证券研究所

三、涤纶帘子布：认证结束，帘子布充分享受丰收果实

- **子午线轮胎优点突出，已成主流产品。**子午线轮胎因结构科学合理，使受力改善，比斜线轮胎具有许多优良的性能。(1)使用寿命长。行驶里程可比普通斜线轮胎多 30%。(2)滚动阻力小，耗油低。(一般可降低油耗 5%-12%)。(3)承载能力大。比普通斜线轮胎承载能力高 10%以上。(4)减震性能好。乘坐舒适，同时也降低了车辆受冲击损坏的可能性，有助于延长车辆的使用寿命。目前发达国家轿车轮胎子午化率已经达到 100%，载重轮胎子午化率达到 90%以上，工程轮胎子午化率达到 70%。

图表 28：子午线轮胎与斜交轮胎



来源：卡车之家，国金证券研究所

- **涤纶帘子布主要应用于适合乘用车的半钢子午胎。**子午胎按照帘子布的成分不同分为全钢子午胎与半钢子午胎。全钢子午胎全部采用钢丝作为帘子布，这种轮胎强度高，耐冲击，耐磨性好，但是弹性不足，影响乘坐舒适性，适用于载重车辆。半钢子午胎采用涤纶帘子布作为骨架材料，涤纶帘子布主要采用高模低收缩丝制成，强度不及全钢子午胎，但是舒适度更高，主要适用于乘用车。

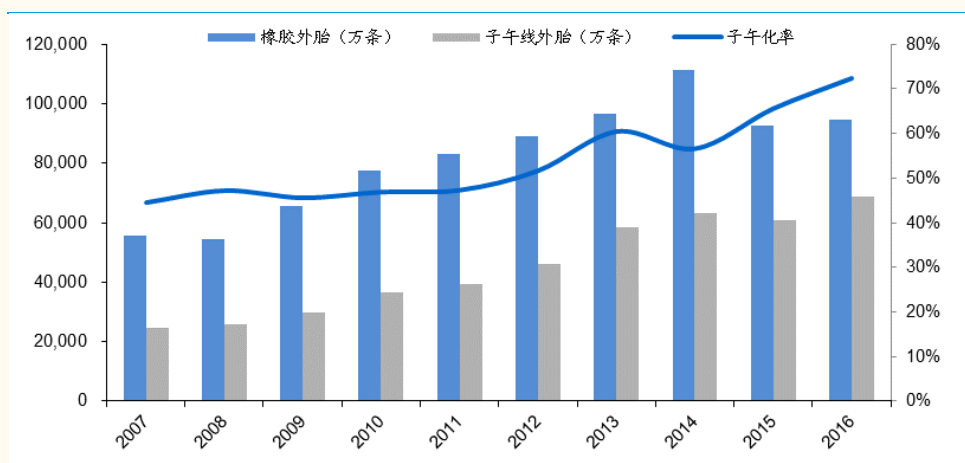
图表 29：不同帘子布应用胎型

	性能	应用	应用车型
涤纶帘子布	采用尺寸稳定性好、高强低收缩涤纶工业丝制作，断裂强度大、弹性模量高、延伸率低、耐冲击性能好	半钢子午胎	乘用车
锦纶帘子布	帘子线强度较高，胎体耐冲击，耐疲劳性能好，胎温上升少，但是胎体易变形	斜交胎，工程胎	农业和林业机械等
钢丝帘子布	胎体强度高，滚动损失小，耐冲击，耐磨性好，但刚性大，容易损伤车辆底盘机件	全钢子午胎	卡车，工程车等

来源：卡车之家，国金证券研究所

- **子午线轮胎国外已经完成渗透，国内正在替代。**目前欧美日等发达国家，乘用车轮胎子午化率已经基本达到 100%，载重轮胎子午化率已经达到 90% 左右。根据国家统计局的数据，2016 年我国生产橡胶轮胎 9.47 亿条，其中子午化轮胎为 6.86 亿条，子午化率约为 72.5%，未来子午化轮胎还有很大的市场空间。根据国家工信部的《轮胎产业政策》，2015 年乘用车子午化目标为 100%，轻载型车子午化目标为 85%，载重车轮胎子午化率达到 90%。

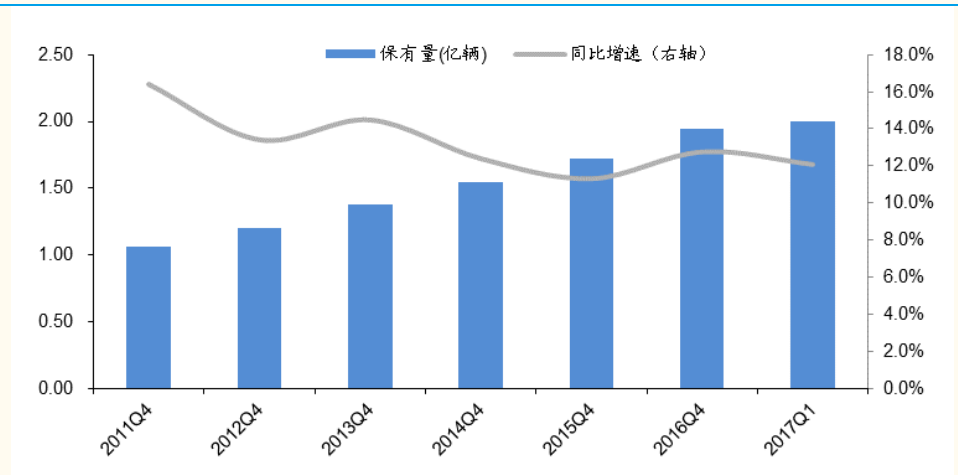
图表 30：2016 年我国轮胎子午化率还不到 75%



来源：wind，国金证券研究所

- **汽车保有量增加带动帘子布需求增长。**16 年我国子午线轮胎产量同比增长 12%，汽车保有量同比增长 12.79%。预计子午线轮胎产量将保持 12% 增速，按照 90% 子午线轮胎为涤纶帘子布子午线轮胎计算，涤纶帘子布市场需求增速约为 10.8%。按照每万条子午线轮胎耗用帘子布 2.3-5 吨，取均值 4 吨计算。2016 年全国涤纶帘子布需求为 25 万吨，未来增速按 10.8% 计，到 19 年全国涤纶帘子布需求可以达到 33 万吨。按照米其林公司统计，14 年全球子午线轮胎产量 15 亿条，则当年全球涤纶帘子布需求为 54 万吨。

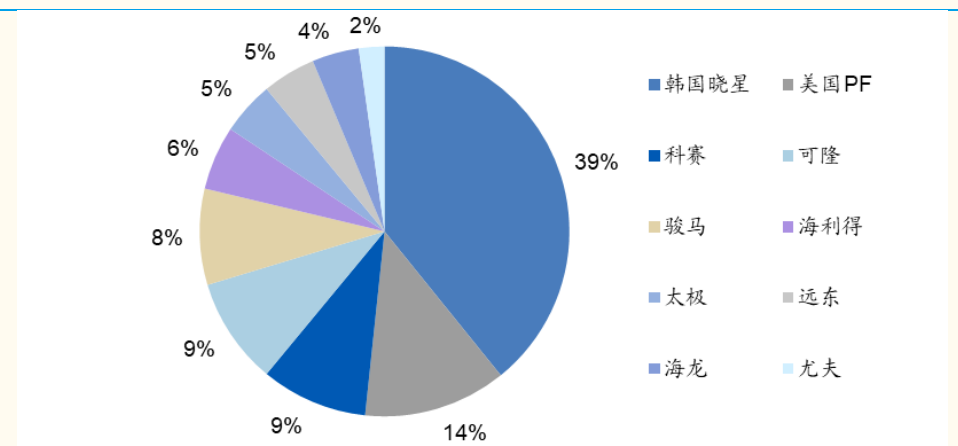
图表 31：我国汽车保有量继续高速增长



来源：wind，国金证券研究所

- 公司目前产能与龙头差距较大。公司目前有帘子布产能 3 万吨/年，高模低收缩丝产能 5.6 万吨/年，与行业龙头韩国晓星的 21 万吨/年帘子布产能仍有较大差距。未来两年公司将投产 3 万吨/年涤纶帘子布产能以及配套的 4 万吨/年高模低收缩丝产能。其中高模低收缩丝将于 17 年下半年与 18 年分两批投产，涤纶帘子布将于 18 年与 19 年分两批投产。

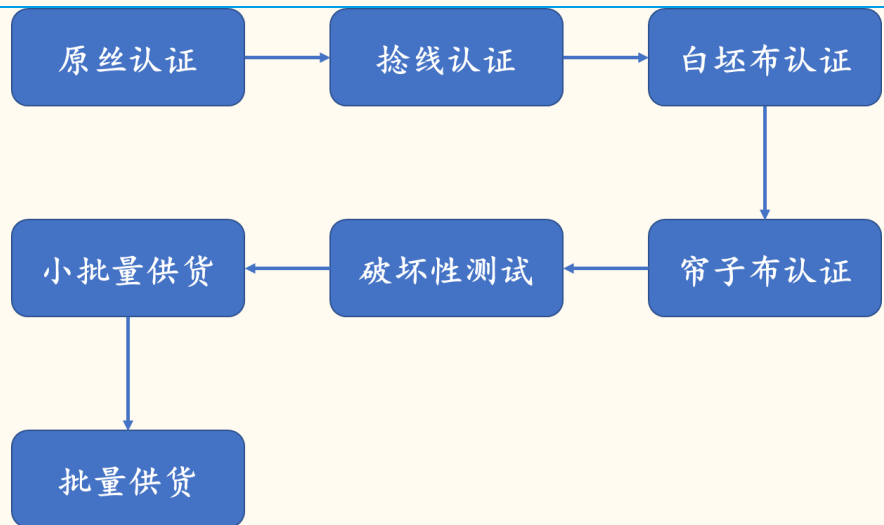
图表 32：公司目前产能与龙头仍有较大差距



来源：中纤网，国金证券研究所

- 认证难度构筑竞争壁垒，公司成功打通下游高端需求路线。帘子布的认证过程长，国际一线品牌认证流程也极为严苛，需要经历从高模低收缩丝到不浸胶白坯布再到浸胶帘子布认证，再到路试，小批量供货，最终才能大量供货。下游客户这种认证方式，一方面增加公司打开市场的难度，另一方面也是为公司构筑了竞争壁垒。目前公司帘子布和高模低收缩丝有米其林、普利司通、大陆、住友、韩泰、固铂、中策等国际一线品牌的客户，新增诺基亚、SOU CY、CGSSAVAPRINT、LNK、印度 MRF、CEAT、TVS、南港（台系）、Deestone（东盟）、Flexomariane（南美）、赛轮金宇、玲珑轮胎等轮胎企业，客户结构得到进一步优化，浸胶布出口及国内外资比例占到 78.7%。涤纶帘子布认证需要单个工厂进行认证，因此即使一个品牌的一家工厂认证通过，也不能向该品牌其他工厂供货。这种情况下决定了公司涤纶帘子布的销售难以实现爆发性的翻倍增长，而将呈现出稳健增长的态势。目前米其林全球所有工厂向公司开放，韩泰也将陆续向公司开放韩国工厂。

图表 33：涤纶帘子布认证过程长，构成竞争壁垒



来源：公司公告，国金证券研究所

- **涤纶帘子布业绩增长确定，公司持续投放产能。**公司帘子布产品已经成功复制车用丝产品的盈利模式，成功进入下游高端产业链，85%以上为高端客户，未来将稳健增长。2016 年公司帘子布产品实现营收 4.16 亿元，同比增长 77%，毛利率从 9%提升至 19%。公司产品认证终于打通流程，未来进入批量供货期，业绩增长确定性强。17 年上半年，公司帘子布产线实现满产满销。公司 18 年将投产一条 1.5 万吨/年生产线，19 年将投产第二条 1.5 万吨/年生产线，总产能扩大至 6 万吨。

四、石塑地板：市场空间广阔，未来将成新增量

石塑地板是公司新培育的产品线，石塑地板是一种新型的地面装修材料，主要应用于替代木地板，复合地板，大理石地板等市场需求，市场空间广阔。

- **石塑地板性价比高，未来市场空间广阔。**石塑地板是一种新型的装修材料，采用天然大理石粉与 PVC 粉经过高温高压压制而成，价格低廉，重量轻，环保性强，安装方便。与其他地板相比具有多种竞争优势，公司目前定位中高端，主要目标是替代强化复合地板的市场空间。目前公司产品主要应用范围是公共工程，大型超市等公共空间，未来有望进一步进入家装领域，市场空间广阔。

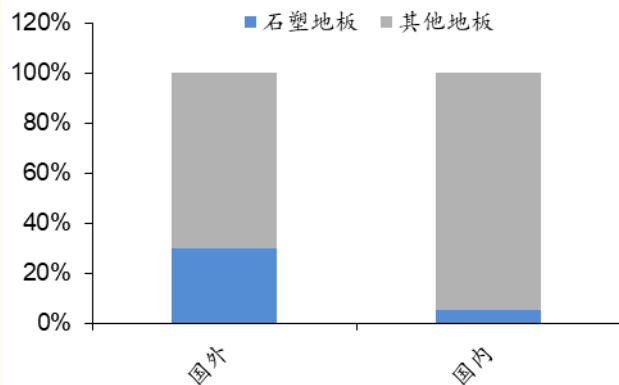
图表 34：石塑地板与其他地板的比较优势

	优点	缺点
实木地板	天然材料；地板受损后可以地面修复；脚感舒适	易受温湿度变化影响，不适合地热和潮湿场所；施工困难；防火要求高；
复合地板	价格低廉；施工方便；尺寸稳定性一般	怕火，怕水，怕潮；不隔音易磨损；有甲醛释放；
石塑地板	防火防潮防水；耐污耐磨；隔音降噪；绿色环保；易安装；	地面平整要求高；怕划伤

来源：公司公告，国金证券研究所

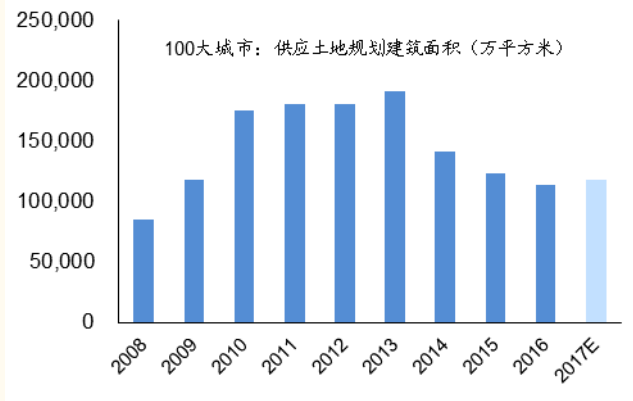
- **欧美国家渗透率高，国内渗透率低。**目前石塑地板在海外发达国家渗透率较高，已经达到 30%左右，国内目前渗透率仅为 5%。根据国家统计局数据，2014 年全国复合地板产量已经达到 5.77 亿平方米，实木地板产量 9166 万平方米。2014 年全国供应土地规划建筑面积 14.1 亿平方米，2016 年全国 100 大城市供应土地规划建筑面积 11.3 亿平方米，17 年前 5 个月供应土地规划建筑面积 4.14 亿平方米，同比增长 4%，假设 17 年全年同比增速 4%。按照渗透率 5%计算，17 年全国石塑地板需求量为 5876 万平方米，假设渗透率提升至 10%，则 17 年全国石塑地板需求量为 1.17 亿平方米。

图表 35：石塑地板国内渗透率低



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：国内未来市场空间广阔



来源：wind，国金证券研究所

- **已获得国外市场认可，国内团队建设中。**公司石塑地板已经取得美国 and 欧洲地区质量标准认证证书，16 年全面向海外客户销售，出口美国，欧洲，澳大利亚等地区，实现销售收入 1.07 亿元，毛利率大幅提升至 22.11%。公司自主研发生产的止滑地板比市面其他 PVC 止滑地板性能更好，在国外接受度高，售价能达到 10-11 美金/平米，远超同类低端产品 6-7 美金/平米的售价。公司目前正在筹备组建国内销售团队，未来将进入国内市场，直接受益于国内石塑地板渗透率提升。
- **16 年满产满销，产能释放充足。**公司 16 年石塑地板满产满销，订单充足。16 年年底公司产能已经达到 500 万平米/年，预计 17 年将有望扩建至 800 万平米/年，公司还有 1200 万平米/年新增产能有望在 2020 年全部投产，届时公司至少拥有 2000 万平米石塑地板产能。如果按照 53 元/平米价格估算，届时公司满产收入可以达到 10.6 亿元，按照毛利率 22% 计，毛利润达到 2.3 亿元。

五、盈利预测

公司三大主业布局清晰，涤纶工业丝与帘子布产品进入主流高端供应链，未来认证逐步通过后，销量有望稳定增长，公司主要产品盈利能力预计将不会出现大幅波动。

安全带丝：公司拥有产能 4 万吨/年。我们预计 17-19 年安全带丝销售 3 万吨，3.6 万吨，4.4 万吨，复合增速 26%。

安全气囊丝：公司拥有产能 3.25 万吨，17 年底将制定新的扩产计划。假设公司顺利进入 Autoliv 供应商体系。预计公司 17-19 年销售 2.2 万吨，2.8 万吨，3.6 万吨，复合增速 33.9%，

高模低收缩丝：公司拥有产能 5.6 万吨，17 年四季度将投产 2 万吨，18 年将再投产 2 万吨。预计公司 17-19 年销售 3.6 万吨，4.0 万吨和 4.8 万吨。

公司浸胶帘子布：公司拥有产能 3 万吨，18 年将投产 1.5 万吨，19 年将投产 1.5 万吨。假设公司帘子布 17-19 年销量为 3.0 万吨，3.5 万吨，4.0 万吨。

公司石塑地板：公司拥有产能 500 万平米，到 2020 年将扩产至 2000 万平米。假设公司石塑地板 17-19 年销量为 420 万平米，700 万平米和 1000 万平米。

公司其他产品预计营收规模不会大幅增长，其中灯箱布产品线由于部分生产设备用于石塑地板技改项目，预计营收会略有下滑。

我们预计公司 17-19 年净利润 3.60, 4.43, 5.62 亿元，同比增速 41.24%, 23.03%, 26.71%; EPS 0.295 元, 0.362 元, 0.459 元，对应 PE 24, 19, 15 倍。按照 18 年 25 倍 PE 对应目标价 9.05 元，给予买入评级。

图表 37：公司销售预测大表

		2016	2017E	2018E	2019E
涤纶工业长丝	销售收入（百万元）	1453.73	2148.00	2516.00	3100.00
	毛利率	27.81%	27.46%	27.78%	27.80%
	销售成本（百万元）	1049.40	1558.09	1817.06	2238.23
	毛利（百万元）	404.33	589.91	698.94	861.77
	营收同比增速%		47.76%	17.13%	23.21%
帘子布	销售收入（百万元）	415.76	660.00	770.00	880.00
	毛利率	19.21%	21.00%	20.89%	20.93%
	销售成本（百万元）	335.89	521.40	609.15	695.82
	毛利（百万元）	79.87	138.60	160.85	184.18
	营收同比增速%		58.75%	16.67%	14.29%
石塑地板	销售收入（百万元）	106.64	210.00	350.00	400.00
	毛利率	22.11%	22.35%	22.05%	22.01%
	销售成本（百万元）	83.06	163.07	272.83	311.96
	毛利（百万元）	23.58	46.94	77.18	88.04
	营收同比增速%		96.92%	66.67%	14.29%
合计	销售收入（百万元）	2566.82	3620.00	4269.00	5180.00
	毛利率	23.70%	24.25%	24.44%	24.46%
	销售成本（百万元）	1958.46	2742.39	3225.64	3913.17
	毛利（百万元）	608.36	877.79	1043.54	1267.01
	营收同比增速%		41.04%	17.93%	21.34%

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,286	2,121	2,567	3,621	4,270	5,181
增长率		-7.2%	21.0%	41.1%	17.9%	21.3%
主营业务成本	-1,832	-1,652	-1,958	-2,743	-3,226	-3,914
%销售收入	80.1%	77.9%	76.3%	75.8%	75.6%	75.5%
毛利	454	469	608	878	1,044	1,267
%销售收入	19.9%	22.1%	23.7%	24.2%	24.4%	24.5%
营业税金及附加	-7	-6	-16	-14	-17	-21
%销售收入	0.3%	0.3%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-55	-66	-85	-116	-137	-166
%销售收入	2.4%	3.1%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%
管理费用	-170	-178	-187	-253	-299	-363
%销售收入	7.5%	8.4%	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	221	219	320	494	591	718
%销售收入	9.7%	10.3%	12.5%	13.6%	13.8%	13.9%
财务费用	-21	14	19	-78	-81	-64
%销售收入	0.9%	-0.7%	-0.8%	2.2%	1.9%	1.2%
资产减值损失	-41	-25	-61	-5	-1	-1
公允价值变动收益	-3	4	7	0	0	0
投资收益	13	2	10	8	8	8
%税前利润	7.2%	0.9%	3.1%	1.8%	1.5%	1.2%
营业利润	170	214	295	419	518	660
营业利润率	7.4%	10.1%	11.5%	11.6%	12.1%	12.7%
营业外收支	9	17	14	18	18	18
税前利润	178	231	309	437	536	678
利润率	7.8%	10.9%	12.0%	12.1%	12.5%	13.1%
所得税	-33	-33	-52	-74	-91	-115
所得税率	18.7%	14.3%	16.9%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	145	198	256	362	444	563
少数股东损益	1	2	1	2	1	1
归属于母公司的净利润	144	195	255	360	443	562
净利率	6.3%	9.2%	9.9%	10.0%	10.4%	10.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	145	198	256	362	444	563
非现金支出	181	173	248	226	254	329
非经营收益	17	-12	-27	51	76	91
营运资金变动	5	0	18	-234	-111	-156
经营活动现金净流	347	359	495	406	663	827
资本开支	-285	-530	-299	-492	-792	-592
投资	280	-2	-613	-2	1	0
其他	19	-111	113	8	8	8
投资活动现金净流	14	-643	-800	-486	-783	-584
股权募资	0	11	598	0	0	0
债权募资	-13	301	-231	704	557	202
其他	-144	-341	-44	-320	-345	-360
筹资活动现金净流	-158	-29	322	384	211	-158
现金净流量	203	-312	18	304	91	85

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	707	692	391	695	786	871
应收账款	378	374	468	690	813	987
存货	383	359	415	526	619	751
其他流动资产	59	51	739	883	930	997
流动资产	1,527	1,476	2,012	2,793	3,148	3,606
%总资产	45.7%	40.6%	48.0%	53.0%	51.0%	52.1%
长期投资	101	81	41	42	41	41
固定资产	1,531	1,907	1,952	2,233	2,783	3,058
%总资产	45.9%	52.4%	46.5%	42.4%	45.1%	44.2%
无形资产	166	161	178	185	193	200
非流动资产	1,811	2,162	2,184	2,473	3,030	3,312
%总资产	54.3%	59.4%	52.0%	47.0%	49.0%	47.9%
资产总计	3,338	3,638	4,196	5,267	6,178	6,918
短期借款	649	950	733	1,437	1,994	2,195
应付款项	516	426	534	725	853	1,035
其他流动负债	75	88	89	145	171	208
流动负债	1,240	1,464	1,356	2,308	3,018	3,438
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	53	48	48	48	48	48
负债	1,293	1,513	1,405	2,356	3,066	3,487
普通股股东权益	2,037	2,115	2,780	2,897	3,096	3,414
少数股东权益	7	10	12	14	15	16
负债股东权益合计	3,338	3,638	4,196	5,267	6,178	6,918

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.321	0.435	0.524	0.295	0.362	0.459
每股净资产	4.552	4.703	5.706	5.945	6.355	7.008
每股经营现金净流	0.776	0.799	1.016	0.833	1.360	1.697
每股股利	0.200	0.160	0.500	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	7.05%	9.24%	9.18%	12.44%	14.32%	16.45%
总资产收益率	4.30%	5.37%	6.08%	6.84%	7.18%	8.12%
投入资本收益率	6.67%	6.10%	7.55%	9.43%	9.61%	10.59%
增长率						
主营业务收入增长率	6.40%	-7.22%	21.01%	41.08%	17.92%	21.33%
EBIT增长率	90.57%	-0.99%	46.36%	54.16%	19.63%	21.47%
净利润增长率	41.97%	36.10%	30.51%	41.24%	23.03%	26.71%
总资产增长率	2.22%	8.99%	15.35%	25.50%	17.30%	11.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.9	57.5	51.3	53.0	53.0	53.0
存货周转天数	81.9	82.0	72.2	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	29.5	20.7	20.8	21.0	21.0	21.0
固定资产周转天数	175.9	205.0	241.7	159.3	147.9	155.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.97%	12.06%	11.94%	25.20%	38.53%	38.37%
EBIT利息保障倍数	10.6	-15.7	-16.5	6.3	7.3	11.2
资产负债率	38.74%	41.58%	33.47%	44.74%	49.64%	50.41%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	10
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD