

公司深度
拓普集团 (601689)
汽车 | 汽车零部件
锋芒内敛，蓄势待发

2018年12月07日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 18.2-20.5 元
交易数据

当前价格 (元)	14.69
52 周价格区间 (元)	13.80-27.05
总市值 (百万)	10688.12
流通市值 (百万)	3587.37
总股本 (万股)	72757.78
流通股 (万股)	24420.51

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
拓普集团	-4.3	-10.75	-42.35
汽车零部件	2.64	-4.95	-30.29

何晨

 执业证书编号: S0530513080001
 hechen@cfzq.com

李文瀚

liwh1@cfzq.com

分析师

0731-84779574

研究助理

0731-89955753

相关报告

- 1 《拓普集团：拓普集团 (601689) 2018 年三季报点评：行业景气下行，盈利能力企稳》 2018-10-31
- 2 《拓普集团：拓普集团 (601689) 2018 年中报点评：营收快速增长，短期毛利承压》 2018-08-27
- 3 《拓普集团：拓普集团 (601689) 2017 年年报及 2018 年一季报点评：短期增速回调，长期依然向好》 2018-04-26

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	3937.72	5090.22	6311.87	7097.70	8053.76
净利润 (百万元)	615.69	738.00	827.09	966.80	1172.56
每股收益 (元)	0.85	1.01	1.14	1.33	1.61
每股净资产 (元)	4.63	8.89	10.03	11.36	12.97
P/E	17.81	14.86	13.26	11.34	9.35
P/B	3.25	1.70	1.50	1.33	1.16

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

- **上市后业绩快速释放，盈利水平维持高位。**公司自 2015 年上市以来，营收年增长率高达 23%，远高于同期汽车销量水平。净利润年复合增长率为 24%，产品销售毛利率、净利率维持在 26-32% 和 12-16% 的区间，显著高于行业水平。
- **国内汽车 NVH 零部件龙头，具备整车同步研发能力。**公司在汽车 NVH（噪声、振动与声振粗糙度控制）领域技术及研发水平位居国内前列，减震、隔音零部件市占率均超 10%，并有进一步提升趋势。下游客户包括美国通用、福特，国内吉利、上汽自主等主机厂，以及麦格纳、采埃孚等全球顶级零部件供应商。
- **钢制、轻量化底盘形成协同效应，为现阶段成长注入动能。**汽车轻量化技术应用符合电动化及节能减排趋势，单车配套价值超千元。公司前期已在资本、技术和设备领域储备了大量资源，现阶段正逐步进入收获期。同时，公司通过并购福多纳，与原有轻量化底盘业务产生高低端搭配的协同效应，短期内既增厚了公司的业绩，又进一步增强了公司在汽车底盘结构件的领域的市场竞争力。底盘业务有望成为 NVH 业务增速放缓公司成长的主要动能。
- **布局汽车电子，展望未来。**公司现有汽车电子产品包括电子真空泵 (EVP) 以及在研的智能刹车系统 (IBS)。已量产电子真空泵产品是涡轮增压及新能源动力汽车制动助力的标准配置，符合汽车电动化、节能化发展趋势。智能刹车系统作为自动驾驶执行层关键系统，受到全球顶级零部件供应商的关注。公司以 EVP 为基础，采用更低价格第二时间切入市场的稳健战略，有望成为 IBS 市场的重要参与者。
- **给予“推荐”评级。**公司以 NVH 业务为起点，产品线延伸布局适应产业变迁，同时也深度参与最新的技术发展，行业地位不断提升。预计公司 2018-2020 年的营业收入为 63/71/81 亿元，净利润为 8.3/9.7/11.7 亿元。参照行业估值中枢相对估值和 DCF 绝对估值，给予公司 2018 年底 16-18 倍 PE，合理区间为 18.2-20.5 元，给予“推荐”评级。
- **风险提示：乘用车销量不达预期；主要原材料价格波动等**

内容目录

1 公司概况： NVH 龙头， 布局全球	4
1.1 股权结构： 实控人持股比例高， 控制权稳固.....	4
1.2 业务布局： 全球化发展.....	5
2 财务分析： 营收复合增长快， 盈利水平维持高位	7
3 业务梳理： 站稳 NVH 市场， 放眼底盘、 汽车电子	10
3.1 NVH 零部件： 稳步发展的压舱石.....	10
3.2 底盘结构件： 为现阶段成长注入动能.....	12
3.3 汽车电子： 立足现在， 智驭未来.....	14
4 行业变化和公司投资逻辑梳理： 产业变迁、 技术发展双重受益	15
4.1 行业变化： 产业竞争格局变迁.....	15
4.2 技术发展： 零部件企业的方向抉择.....	17
4.3 公司投资逻辑梳理： 产业、 技术双重受益， 短中长均有看点.....	18
5 盈利预测和投资评级	19
5.1 盈利预测.....	19
5.2 绝对估值.....	21
5.3 PE 相对估值.....	21
5.4 投资评级.....	22
6 风险提示	22

图表目录

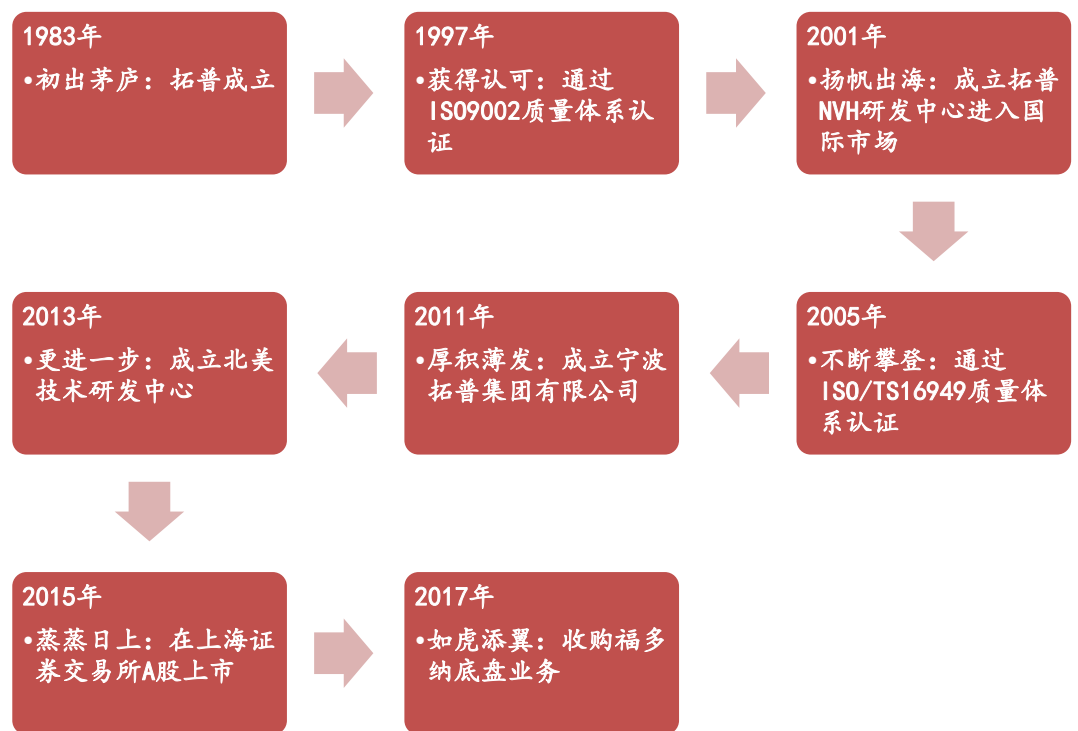
图 1： 拓普集团发展历程.....	4
图 2： 公司股权结构.....	5
图 3： 拓普全球化发展布局.....	5
图 4： 主要配套与供应客户.....	7
图 5： 2011-2018 年前三季度公司营收及同比增速.....	8
图 6： 公司上市后各项业务增速.....	8
图 7： 公司各项业务收入规模（亿元）.....	8
图 8： 公司 2011-2018 年上半年各项业务收入占比.....	8
图 9： 2011-2018 年三季度公司归母净利润及同比增速.....	9
图 10： 2011-2018 年三季度毛利率及净利率.....	9
图 11： 2015-2017 年各主营业务毛利率.....	9
图 12： 2011-2017 年 ROE 和 ROIC 变化.....	10
图 13： 2011-2017 年杜邦分析分解 ROE.....	10
图 14： 2011-2017 年公司运营能力比较.....	10
图 15： NVH 零部件分类.....	10
图 16： 2010-2014 年橡胶减震制品 OEM 单车平均单价.....	11
图 17： 2010-2014 年橡胶减震制品 AM 单车平均单价.....	11
图 18： 预测 2010-2018E 隔音产品单车平均价值.....	11
图 19： 公司第一代电子真空泵 EVP 产品.....	15
图 20： 博世 iBooster 第二代产品.....	15
图 21： 2000-2018 年（前 10 月）汽车销量及增速.....	16
图 22： 2017 年-2018 年 10 月汽车及新能源汽车月销量同比增长率.....	16

图 23: 2015 年至今的国内主要主机厂销量占比.....	17
图 24: 汽车零部件配套技术发展方向.....	18
图 25: 产业变迁和技术发展对公司业务影响.....	19
表 1: 公司的主要产品线.....	6
表 2: NVH 主要产品.....	11
表 3: NVH 产品国内市场占有率.....	12
表 4: 底盘结构件主要产品.....	12
表 5: 2015-2017E 浙江家力财务数据 (单位: 万元)	13
表 6: 2015-2017E 四川福多纳财务数据 (单位: 万元)	13
表 7: 2020 年公司轻量化业务市场空间测算.....	14
表 8: 公司 2017 年定增新募投产能.....	15
表 9: 按业务拆分 2018-2020 年业绩预测.....	20
表 10: 公司 DCF 估值.....	21
表 11: 相近个股动态估值.....	22

1 公司概况： NVH 龙头， 布局全球

公司成立于 1983 年，总部位于中国宁波，设有动力底盘系统，饰件系统，电子系统等事业部。生产减振产品线，内饰产品线，底盘产品线，电子产品线，结构件产品线等 5000 多个产品。其中，公司在汽车 NVH（Noise、Vibration、Harshness，即噪声、振动与声振粗糙度控制）领域的技术及研发水平位居国内前列，是国内为数不多的具备整车同步研发能力的 NVH 零部件供应商之一，也是国内较早进入全球整车配套零部件采购体系的自主品牌汽车零部件生产企业。2015 年 3 月，公司登陆上海证券交易所，正式挂牌上市。

图 1：拓普集团发展历程

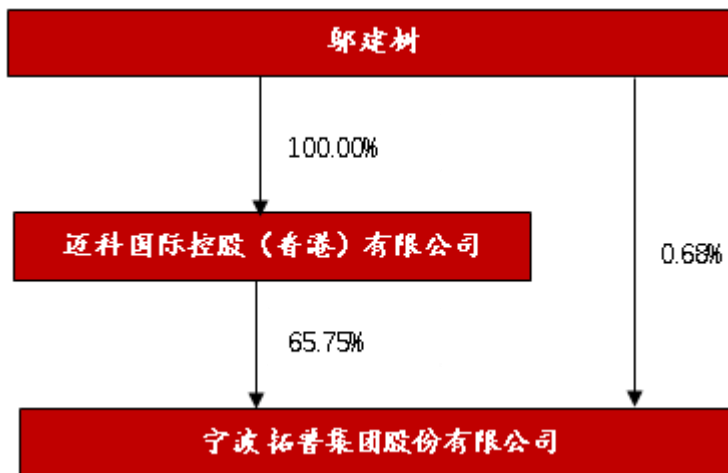


资料来源：公司官网，财富证券

1.1 股权结构：实控人持股比例高，控制权稳固

实控人持股比例较高，流通盘较小。根据 2017 年年报显示，实际控制人邬建树分别通过全资控股迈科国际控股（香港）有限公司间接和直接持股 65.75%和 0.68%，合计持股占比为 66.43%，总持股比例较高。其中，公司流通股占比较低，仅为 33.63%，主要原因是大股东迈科国际在 2018 年 2 月公告将在 3 月解禁的限售股自愿多锁定一年，因此公司占比 66.16%的股权将在 2019 年 3 月解禁。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司年报，财富证券

1.2 业务布局：全球化发展

公司自 2012 年起布局海外技术中心和销售渠道建设。截至 2016 年，拓普已在美国底特律及瑞典哥德堡设立两个海外技术研发中心，分别在加拿大多伦多、德国威因海姆、法国勒瓦卢、巴西圣保罗配置专业技术人员和销售中心，在深圳、上海设立国内研发中心，宁波、台州和金华等设立制造中心，全球化发展战略初具规模。

图 3：拓普全球化发展布局



资料来源：公司官网，财富证券

公司核心业务包括：(1) 与整车厂同步设计——提供完整的 NVH 解决方案；完成整车测试、分析；设计符合整车振动、噪声目标的产品。(2) 产品研发、制造——汽车零部件产品前期开发与设计；完成零部件模块化设计；零部件制造及供应配套服务。主要产品线包括减震产品、内饰产品、底盘产品、电子产品和结构件产品。

表 1: 公司的主要产品线

产品线	图示		
减震产品线			
	动力总成悬置	衬套	橡胶金属件
内饰产品线			
	曲轴扭转减振器	铝压铸	
内饰产品线			
	汽车内饰件	行李箱饰件	内饰材料
底盘产品线			
	隔音隔热垫		
底盘产品线			
	副车架	控制臂	转向节
电子产品线			
	电子传感器	电子真空泵 EVP	
结构件产品线			
	减震塔	扭力梁	底盘支架
结构件产品线			
	纵梁	车身 B 柱	

资料来源: 公司官网, 财富证券

公司通过提供系列汽车零部件专业化研发、生产及销售的系统方案, 目前为美国通用、福特、菲亚特克莱斯勒, 德国宝马、奔驰、宾利, 瑞典沃尔沃, 法国 PSA 等国外主

机厂以及麦格纳、法雷奥、采埃孚、佛吉亚等全球顶级零部件供应商配套，同时为国内上汽通用、上汽自主、吉利汽车、长安汽车、比亚迪、奇瑞汽车等客户提供配套服务。预计 2018 年公司第一大客户为吉利汽车，营收占比约为 40%，其他排名靠前大客户还包括上汽通用（13-14%）、北美通用（5%）、上汽自主（5%）和福特（3%）等。

图 4：主要配套与供应客户

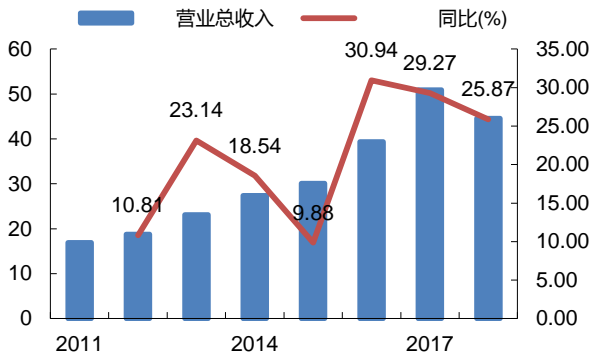


资料来源：公司官网，财富证券

2 财务分析：营收复合增长快，盈利水平维持高位

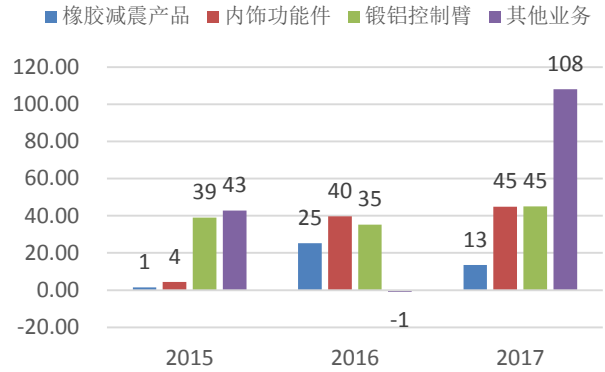
营业收入自上市以来高速增长，锻铝结构件及汽车电子业务发展较快。公司自 2015 年上市以来，在完整的会计年度(2015-2017 年)分别实现营收同比增长为 9.88%、30.94%、29.27%，年化复合增长率达 23%，远超同期汽车销量 7%的复合增长。2018 年前三季度公司营收同比增长 25.87%，高于上市后平均水平。分业务来看，橡胶减震产品、内饰功能件、锻铝控制臂（底盘业务）、其他业务（汽车电子业务）2015-2017 年营收复合增速分别为 19%、42%、40%和 43%，其中汽车内饰功能件、锻铝控制臂（包括底盘业务）和其他业务（汽车电子业务）增速较快。主要原因是上市后的募投产能逐步释放和下游大客户的需求提升，以及前期在研的汽车电子真空泵产品在新能源汽车放量后逐渐打开市场销路。

图 5：2011-2018 年前三季度公司营收及同比增速



资料来源：Wind，财富证券

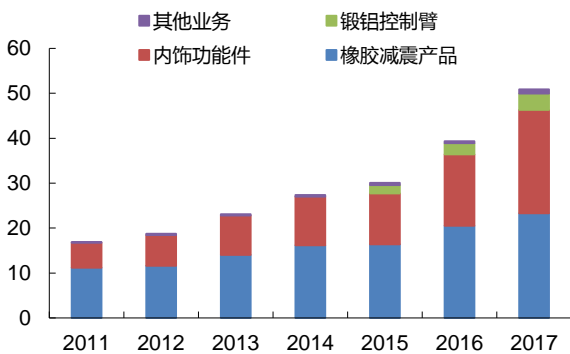
图 6：公司上市后各项业务增速



资料来源：Wind，财富证券

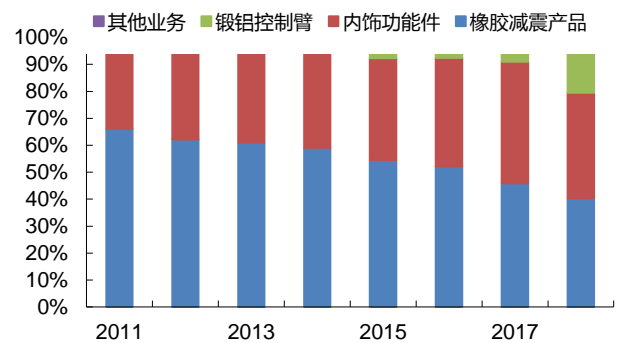
业务结构调整，隔音减震业务发展稳健，底盘业务占比提升。自 2011 年开始，公司业务发展经历了三个阶段，第一阶段是 2011-2014 年的稳步发展期，公司主要业务为隔音减震（NVH）产品的研发和生产，总营收由 2011 年的 16.79 亿元增长至 2014 年的 27.05 亿元，复合增长率为 17%，主营业务包含橡胶减震产品和内饰功能件生产；第二阶段是 2015-2017 年的产能释放期，受益于公司上市后募投产能释放，原有内饰业务和新开拓汽车底盘、汽车电子业务快速发展，营收占比分别提升至 43%、7%和 2%；第三阶段是 2017 年底至今的并购发展期，公司通过收购福多纳，拓宽在汽车底盘领域的产品线，汽车底盘 2018H1 的营收占比提升至 20%，成为了 2018 年的核心业绩贡献点。公司近年来一直秉承稳健的内生增长战略思想，通过加强研发、扩大产品线、募投新产能提升自身的行业竞争力，同时也锐意进取的调整战术思路，通过并购整合完善自身的产品结构，保证了稳定持续成长。

图 7：公司各项业务收入规模（亿元）



资料来源：Wind，财富证券

图 8：公司 2011-2018 年上半年各项业务收入占比



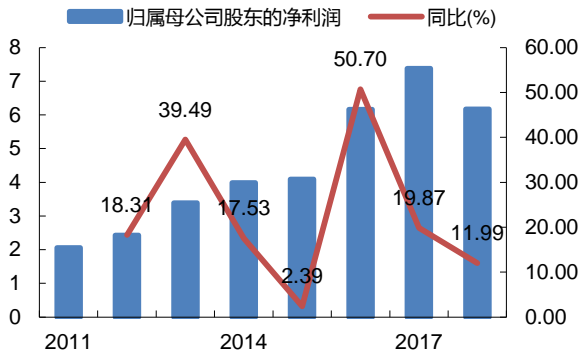
资料来源：Wind，财富证券

利润增速较快，盈利能力长期维持高位稳定。2011-2017 年，公司归母净利润由 2.06 亿增长至 7.38 亿元，年复合增长率为 24%，与营收增速匹配并远高于行业平均增速。其中 2013 年和 2016 年为利润增速最高点，分别达到 39%和 51%，主要原因是当年的汽车销量增速相对较快。因此可见公司利润受汽车销量增速影响显著，呈 5 年一个周期。销售毛利率和销售净利率在 2011-2018Q3 之间分别维持在 26-32%和 12-16%的区间窄幅波动，远高于 SW 汽车零部件子行业 20%和 8%的整体水平，表明公司利润率受汽车销售

周期影响较小，在维持营收增长的前期下，仍保持着一定的产品竞争力和议价权，并未出现零部件行业常见的以价换量牺牲自身利润的问题。

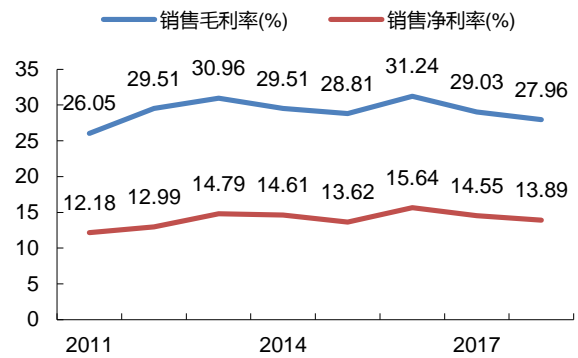
分业务看，公司所有主营业务毛利率均高于零部件行业整体 20% 的平均水平，核心业务橡胶减震和具备一定技术壁垒的智能刹车系统业务毛利率更是超过 35%，表明公司目前布局的产品线在产业链中附加值相对较高。

图 9：2011-2018 年三季度公司归母净利润及同比增速



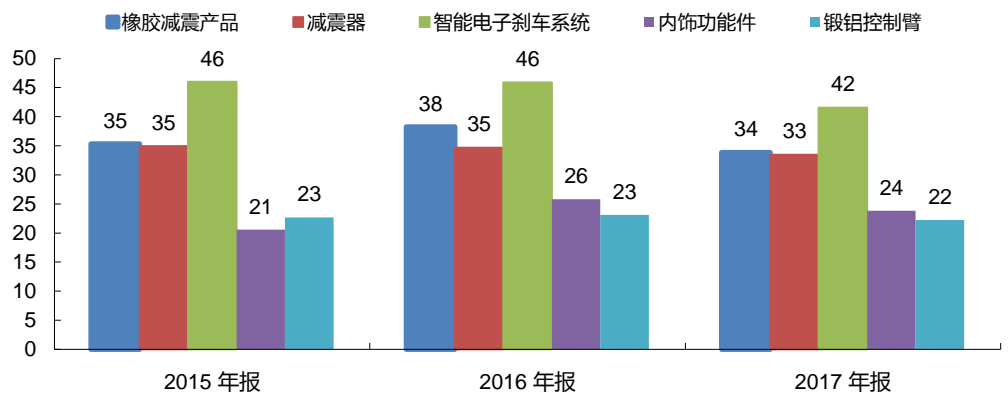
资料来源：Wind，财富证券

图 10：2011-2018 年三季度毛利率及净利率



资料来源：Wind，财富证券

图 11：2015-2017 年各主营业务毛利率

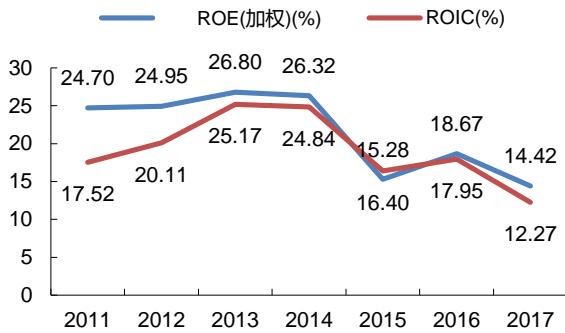


资料来源：Wind，财富证券

ROE 和 ROIC 有所下滑，主要是产能扩张后带来的资产周转率下降所致。通过杜邦分析拆分 ROE 可以发现，公司近年来的销售净利率和权益乘数基本保持稳定，ROE 下滑主要是资产周转率下降所致。将资产周转率继续向下拆分可知，下降最为明显的是应收账款周转率和流动资产周转率，分别由 2011 年的 6.08 下降至 4.13（下降约 32%）和 2.10 下降至 1.08（下降约 49%）。其中应收账款周转率大幅下降的主要原因是公司为保障现金流、降低财务费用，在上市后开展票据池业务，应收票据及应收账款金额快速提升。而流动资产周转率下降是由于汽车行业周期下行，上市后及定向增发所募集资金并未按计划投入厂房建设，因此造成了在手货币资金的大幅提升。我们认为公司资产周转率的下滑并非产品销路不畅导致的生产资源利用率下降，而是管理层根据目前的行业环境和公司实际经营状况做的取舍。不论是通过票据池实现资金的快速回流，还是降低资本开

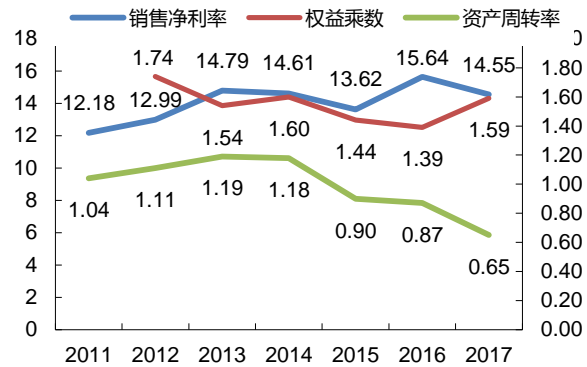
支放慢扩张脚步，都体现了公司自身具备审时度势的发展眼光和“慢就是快”的长期稳健发展思路。

图 12: 2011-2017 年 ROE 和 ROIC 变化



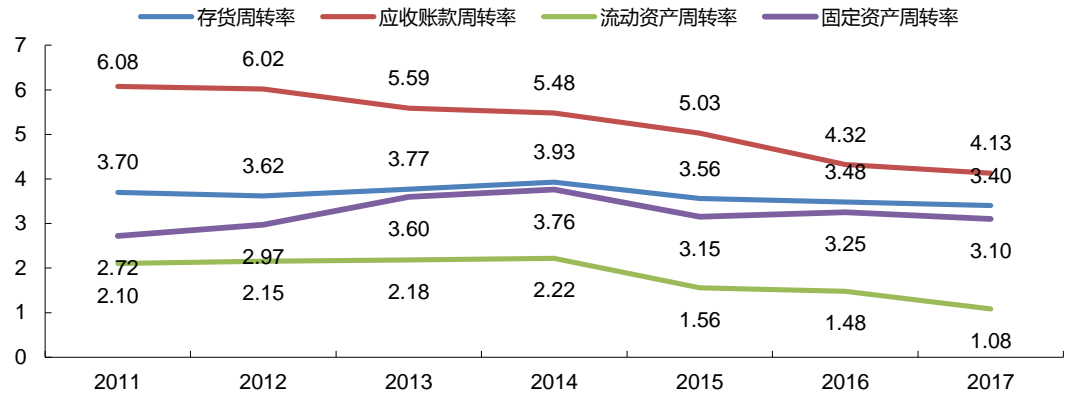
资料来源: Wind, 财富证券

图 13: 2011-2017 年杜邦分析分解 ROE



资料来源: Wind, 财富证券

图 14: 2011-2017 年公司运营能力比较

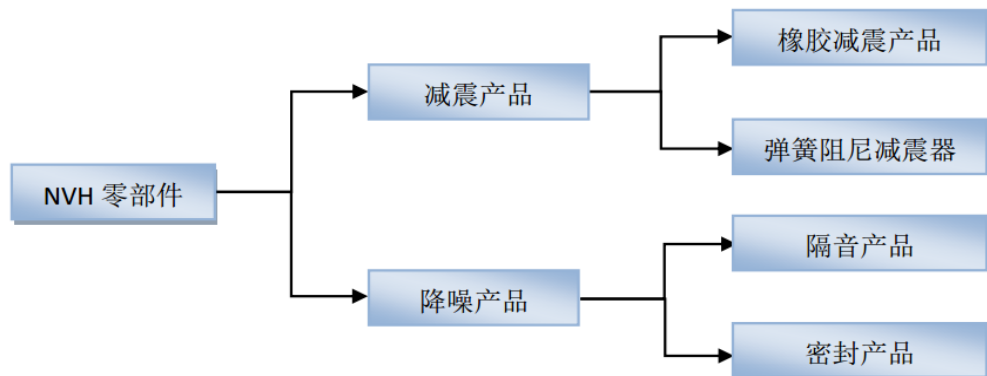


资料来源: Wind, 财富证券

3 业务梳理： 站稳 NVH 市场，放眼底盘、汽车电子

3.1 NVH 零部件： 稳步发展的压舱石

图 15: NVH 零部件分类



资料来源: 公司招股说明书, 财富证券

橡胶减震产品国内龙头，隔音产品具备一定竞争力。公司 NVH 零部件包含橡胶减震和隔音产品两部分，包括悬置、扭震、衬套和汽车隔音件等四大系列，共 3000 多个品种。主要用于消除来自汽车动力总成，路面及空气的振动与噪声，提升整车的舒适性及平顺性。根据中国汽车工业协会的统计，2011-2013 年公司橡胶减震产品销售额国内排名均为第一名；公司隔音产品销售额国内排名均为第六名。

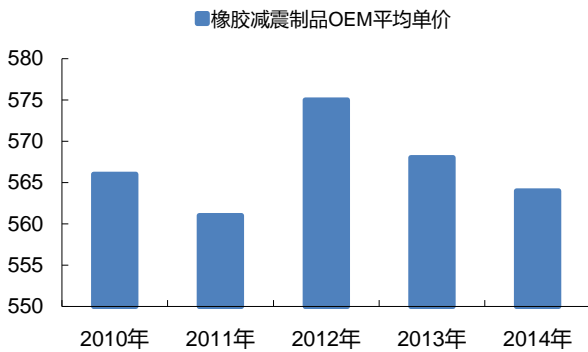
表 2: NVH 主要产品

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

资料来源：公司招股说明书，财富证券

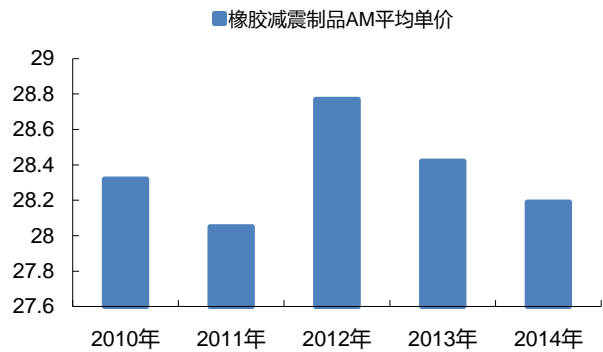
橡胶减震产品单价稳定，隔音产品价格有所下降。据公司招股说明书所示，橡胶减震产品分为 OEM 及 AM 市场，2010-2014 年间配套价格稳定，均价分别为 567 元和 28.35 元。隔音产品仅配套 OEM 市场，2010-2014 年单价由 975 元下降至 904 元，处于下行通道，年复合降幅为 1.78%。

图 16: 2010-2014 年橡胶减震制品 OEM 单车平均单价



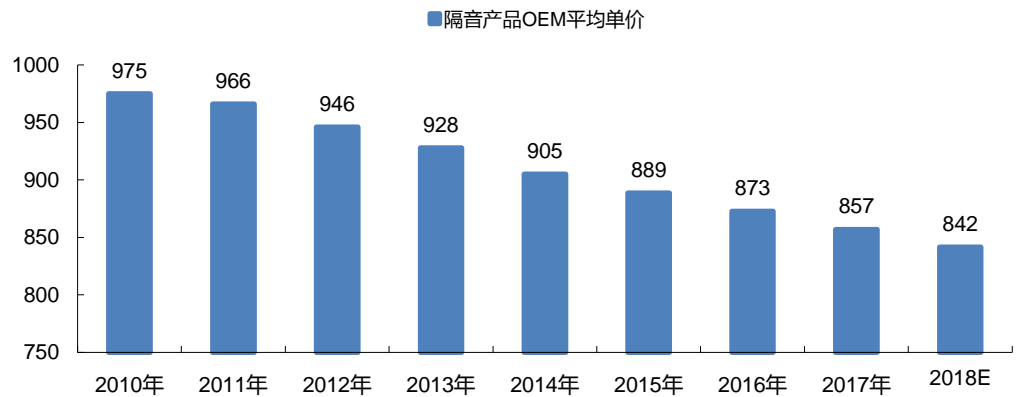
资料来源：公司招股说明书，财富证券

图 17: 2010-2014 年橡胶减震制品 AM 单车平均单价



资料来源：公司招股说明书，财富证券

图 18: 预测 2010-2018E 隔音产品单车平均价值



资料来源：公司招股说明书，财富证券

我们假设 2018 年乘用车销量与 2017 年持平，约为 2400 万辆，保有量为 2.1 亿辆，公司全年业绩为中报的 2.1 倍，国内市场营收占总营收 80%。根据产品价格趋势，单车的橡胶减震制品 OEM（定点代工生产）配套价格维持稳定为 567 元，AM（后市场生产）配套价格维持稳定为 28 元；隔音产品单车 OEM 配套自 2014 年起每年年降 1.8% 至 2018 年为 842 元。对应 2018 年的橡胶减震制品市场空间为 195 亿元（OEM 市场 136 亿元+AM 市场 59 亿元），隔音产品市场空间为 202 亿元，考虑公司仅从事 OEM 市场的生产配套，公司减震产品 OEM 市占率约为 15%，隔音产品市占率约为 10%，较 2014 年分别提升 9pct 和 5pct，年平均占有率增速为 2.23pct 和 1.23pct。

表 3: NVH 产品国内市场占有率

产品	国内市场占有率 (%)				
	2012 年	2013 年	2014 年	2018E	年平均占有率增长
橡胶减震 OEM 市场	4.37	5.31	6.09	15	2.23
隔音产品	3.75	4.25	5.07	10	1.23

资料来源：公司招股说明书，财富证券

3.2 底盘结构件：为现阶段成长注入动能

表 4: 底盘结构件主要产品

产品类别	公司主要产品分类	功能/作用	所属系统
轻量化/钢制底盘结构件	副车架	阻隔振动和噪声，减少其直接进入车厢，对车辆的舒适性、操控性有重要作用	行驶系统
	控制臂	提升汽车的安全性和舒适性	行驶系统
	转向节	能够使汽车稳定行驶并灵敏传递行驶方向	转向系统

资料来源：公司官网，财富证券

并购切入钢制底盘业务，与原有轻量化底盘业务形成高低端搭配的协同效应。汽车底盘由传动、行驶、转向和制动系统四部分组成。底盘作用是支承、安装汽车发动机及其各部件、总成，成形汽车的整体造型，并接受发动机的动力，使汽车产生运动，保证正常行驶。公司主要产品包括副车架、控制臂和转向节，兼顾覆盖中低端的高强度钢制底盘业务和高端的轻量化底盘业务，据行业信息和配套经验所示，单车配套价值为 1500 元，市场空间广阔。

其中钢制底盘产品主要由 2017 年全资收购的浙江家力和四川福多纳汽车部件有限公司提供，两公司 2017 年 1-6 月分别实现营业收入 2.41 亿元和 0.95 亿元，净利润分别为 2403 万元和 1104 万元，整体销售净利率约为 10.4%，略低于公司原有业务净利率。但考虑到合计收购价格为 6.42 亿元，对应被收购公司预期 2017 年全年（假设半年业绩翻倍，总资产不变）市净率约为 2 倍，市盈率约为 9 倍，全年 ROE 高于 20%，我们认为此次收购估值合理且有一定安全边际，有望提升公司现有 ROE 水平并实现高中低端底盘业务的全覆盖。

表 5: 2015-2017E 浙江家力财务数据 (单位: 万元)

项目	2017E	2017 年上半年	2016 年	2015 年
资产总额	41989	41989	43831	38974
净资产	28856	26453	23600	21448
营业收入	48233	24117	40718	32002
净利润	4807	2403	2275	4800

资料来源: 公司公告, 财富证券

表 6: 2015-2017E 四川福多纳财务数据 (单位: 万元)

项目	2017E	2017 年上半年	2016 年	2015 年
资产总额	20069	20069	12068	10265
净资产	3523	2419	1315	1314
营业收入	19018	9509	8174	1587
净利润	2209	1104	1	-472

资料来源: 公司公告, 财富证券

零部件轻量化符合汽车行业电动化及节能减排趋势, 未来市场空间巨大。而轻量化的技术路径主要是材料的替换, 一般通过高强度钢、铝合金、镁合金以及复合材料的适用代替普通钢材。其中尤其以铝合金的使用最为普遍和成熟, 相关研究表明, 汽车使用 1 kg 铝可替代自重 2.25 kg 钢材, 减重比例高达 125%, 整个使用寿命周期内可减少废气排放 20 kg, 预计未来铝将成为仅次于钢的第二大汽车用材料。铝合金材料应用场景燃油车包括四门两盖等车身覆盖件、汽车底盘和发动机等, 新能源汽车还包括电池包。特别是目前仍受里程焦虑限制的新能源汽车, 在电池包能量密度无法快速提升的情况下, 长续航里程大电池包 (带电量在 50Kwh 以上) 将为汽车显著增重 20% 以上, 额外重量显著影响车辆能耗和续航里程。研究表明, 纯电动汽车整车重量若降低 10kg, 续航里程可增加 2.5km。因此汽车轻量化在新能源汽车快速发展阶段有巨大的市场空间。

公司现有产品主要围绕底盘系统进行布局, 包括铝制轻量化控制臂、电池包与大型车身结构件、转向节、轻量化底盘等。围绕核心产品线公司已布局五大核心工艺, 即锻造工艺、真空精密压铸工艺、差压铸造工艺、挤压铸造工艺及高压压铸工艺, 并拟在未来 5 年内投资 25 亿元购买先进设备, 通过先发优势和资本壁垒形成较高竞争门槛, 与其他竞争对手拉开距离。

经公司披露和我们的测算, 并考虑达成燃油积分的难度, 假设轻量化底盘结构件在 2020 年主要应用于燃油车中的 B 级及以上的中高端车型和新能源汽车中的 A 级以上车型, 当期的渗透率为 20% 和 50%; 燃油乘用车维持目前需求、新能源乘用车按比例保持国家产业规划的 200 万辆的 80%, 对应控制臂、电池包、转向节和底盘的轻量化市场规模合计为 166.4 亿元。而公司 2017 年底轻量化营收仅为 3.64 亿元, 若实现 2020 年 8-10% 的市场占有率, 营收规模还具有较大的提升空间。

表 7：2020 年公司轻量化业务市场空间测算

	控制臂	电池包	转向节	底盘
燃油乘用车需求（万套）	2400	-	2400	2400
轻量化产品渗透率	20%	-	20%	20%
新能源乘用车需求（万套）	160	160	160	160
轻量化产品渗透率	50%	50%	50%	50%
单车配套价格（元）	1000	100-1000（取 500）	400	1500
2020 年市场空间（亿元）	56	4	22.4	84

资料来源：公司年报，财富证券

3.3 汽车电子：立足现在，智驭未来

公司汽车电子业务线产品包括电子传感器、电子真空泵 EVP，智能刹车系统 IBS 在研。其中，电子真空泵为公司的主要量产产品，作用是通过真空助力器放大并推动液压系统对车轮产生制动力，解决了由于驾驶员脚部施加的制动踏板力有限，无法满足整车制动时制动分泵的制动压力的问题。现有的真空泵有机械式和电子式两种形式，电子真空泵相较于机械式更为先进智能。机械式真空泵与发动机凸轮轴相连，发动机一旦运转则同步工作，能源消耗较大；电子真空泵则是通过电机直接驱动产生真空源，可根据汽车的运行工况选择性开启，抽气速率等不受发动机工况影响，可为助力器提供稳定的真空源。因此，电子真空泵是涡轮增压及新能源动力汽车制动助力的标准配置。公司已历时数年深入研发电子真空泵，目前产品已更迭至第二代，单价在 200-250 元区间，2017 年销量已达 37 万套，已配套荣威 RX5、GM 平台等客户。

而公司在研的智能刹车系统 IBS 尚未量产，据公司披露的使用场景包括紧急自动刹车（AEB）、车身电子稳定（ESC）、主动车道保持、自适应巡航控制和自动泊车等，我们根据公司前期的 EVP 技术储备认为产品方案将与以博世 iBooster 和大陆 MK C1 为代表的电机助力方案类似。以博世 iBooster 第二代为例，得益于电动化设计，iBooster 制动技术可实现（1）更快的制动相应速度和更短的制动距离；（2）完美对接主流的驾驶辅助装置；（3）可定义刹车曲线性能；（4）与新一代 ESP 配合实现制动能量回收，增加汽车续航里程。iBooster 应用车型包括特斯拉全系、大众全部新能源车、保时捷 918、雪佛兰 Bolt 等，国产品牌包括蔚来 ES8、荣威 Ei5 和比亚迪 e6 等，单价约 3800 元，将于 2019 年在博世南京基地量产。

图 19: 公司第一代电子真空泵 EVP 产品



资料来源: 公司官网, 财富证券

图 20: 博世 iBooster 第二代产品



资料来源: 爱卡汽车, 财富证券

据 2017 年年报披露, 公司目前的智能刹车系统 IBS 研发进展顺利, 但考虑到 2017 年东风本田 CRV 因 iBooster 软件控制问题进行了车辆召回, 公司秉承高安全冗余度标准延长了测试周期, 等待博世等巨头产品得到市场的充分认可后, 再通过较低的单品价格 (1500 元) 切入市场。同时, 为充分应对汽车智能化、电子化时代的到来, 公司在 2017 年已完成了 23.95 亿元的定增募资, 用于扩张汽车智能刹车系统和电子真空泵产能。预计电子真空泵募投产能将在未来几年内陆续达产, 对应贡献营收 6.75 亿元; 智能刹车系统短期内量产还具有一定不确定性, 若按照公司计划将贡献 22.5 亿元收入, 我们秉承谨慎性的原则在 2020 年前暂不考虑 IBS 对公司业绩的影响。

表 8: 公司 2017 年定增新募投产能

项目名称	2017 年销量 (万套)	预计形成产能 (万套)	拟投入募集资金金额 (万元)	实施主体
汽车智能刹车系统项目	-	150	196,174.00	宁波拓普集团股份有限公司
汽车电子真空泵项目	37	30	43,340.12	宁波拓普底盘科技有限公司
合计		180	239,514.12	

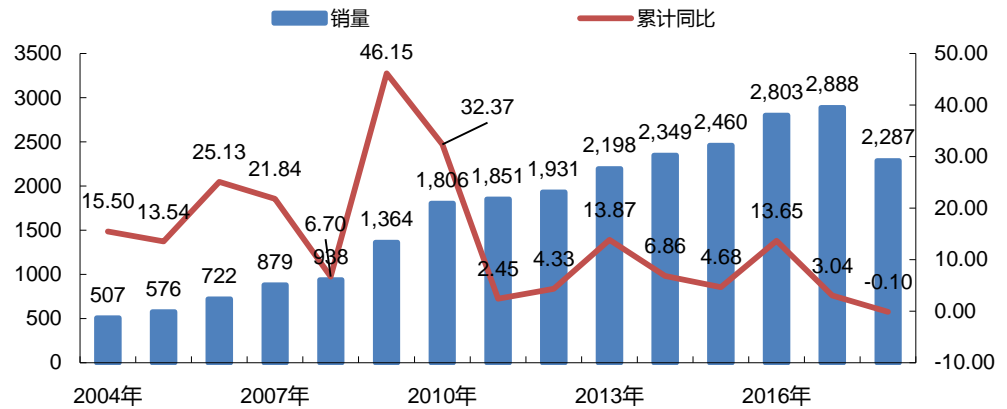
资料来源: 公司公告, 财富证券

4 行业变化和公司投资逻辑梳理: 产业变迁、技术发展双重受益

4.1 行业变化: 产业竞争格局变迁

2018 年注定将成为对我国汽车行业意义非凡的一年。政策层面, 国家一方面放开了合资车企中外资股东的持股比例, 宣告了部分国内车企股东搭便车时代的终结; 另一方面降低汽车进口关税, 让更多的进口车得以降低价格进入千家万户, 进一步加剧了国内汽车市场的竞争。市场层面, 中国车市长达 20 年的正增长极有可能在本年度戛然而止, 行业红利的消退正深刻影响产业竞争格局——新能源汽车渗透率提升和国产汽车龙头的崛起。

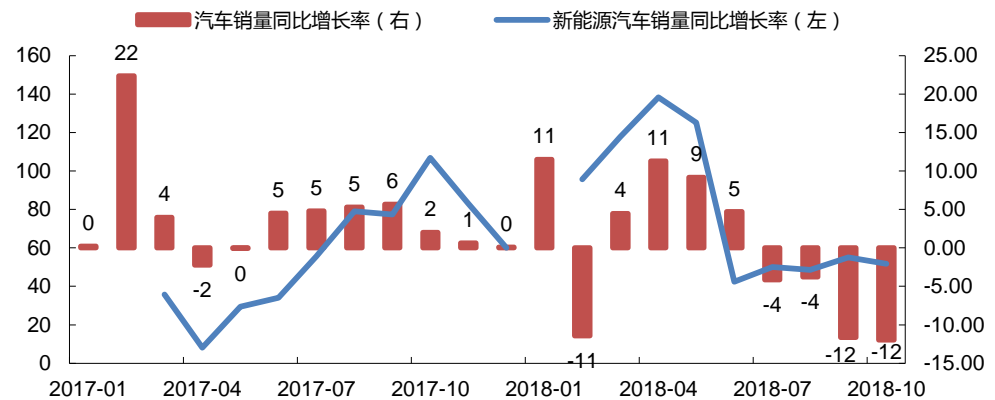
图 21: 2000-2018 年 (前 10 月) 汽车销量及增速



资料来源: Wind, 财富证券

新能源汽车渗透率提升。受新能源汽车快速发展带动，整个汽车行业正迎来一百年间的最大变革。以国内市场为例，2017 年起汽车整体单月销量同比增速基本维持在 0-10%，个别月份出现同比下滑。特别是自 2018 年 7 月开始至今，汽车单月销量已连续四个月下滑，累计销量也出现了 20 年来的首次负增长。而新能源汽车销量走势则与整体截然不同，在剔除抢装和低基数等因素影响后，单月销量增长基本维持在 40% 以上。虽然我们认为新能源汽车颠覆传统燃油车的说法维持尚早，补贴和路权两个“辅助轮”为高销量贡献颇多，但也无法否认整个市场对新能源汽车认可度正逐渐提升，一旦需求端的消费者教育由量变转为质变，整个市场趋势将会向电动化发展的方向一路狂飙，不再回头。

图 22: 2017 年-2018 年 10 月汽车及新能源汽车月销量同比增长率

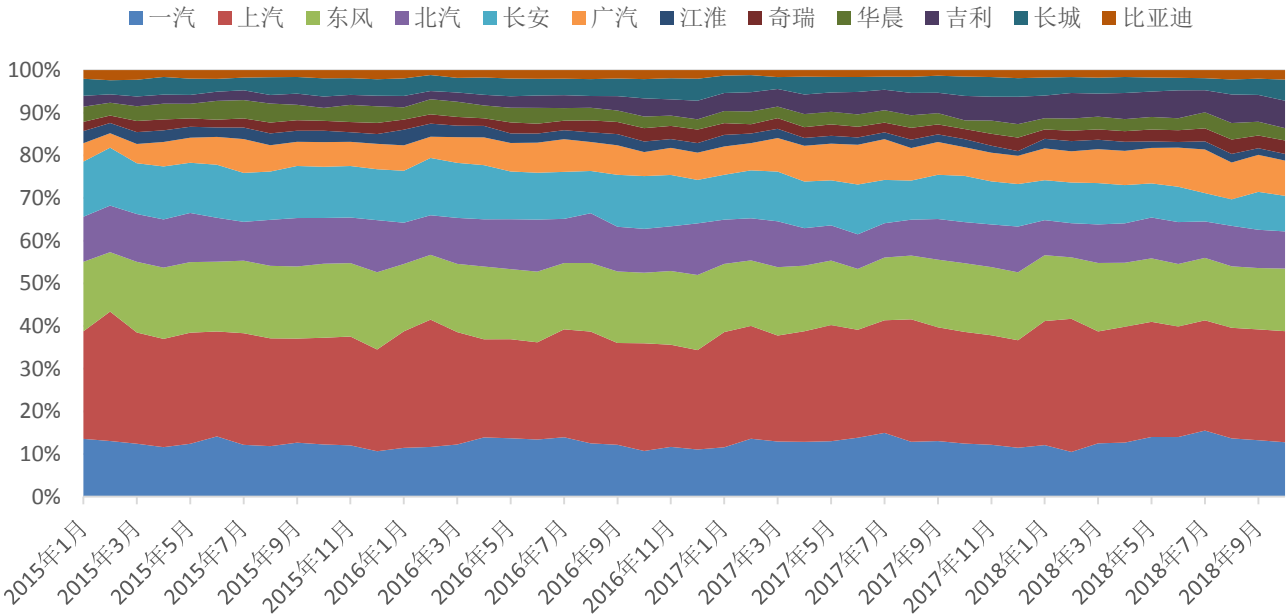


资料来源: Wind, 财富证券

国产汽车龙头崛起。以 2015 年的购置税减半作为本轮汽车销售周期的起点，我们将总销量占比超 90% 的 12 大汽车主机厂按销量占比依次排序，分为市占率超过 20% 的领先者——上汽，市占率在 10-20% 之间的挑战者——一汽、东风、长安，以及市占率小于 10% 以北汽、广汽和长城等为代表的追赶者。从时间序列数据中可以发现，以吉利、广汽为代表的曾经行业追赶者自 2015 年起的销量占比快速提升，抢占了部分挑战者的市场份额。而对市场格局起决定性影响的是主机厂自主品牌销量的大幅提升，如广汽乘用车的销量由 2014 年底的 13 万台提升至 2017 年的 51 万台，吉利汽车销量更是由 43 万上升至 134 万台，而同期国内汽车销量仅同比增加 23%。在 2018 年下半年汽车销量下滑后，

吉利等车企的市占率不降反升，更能够充分证明以吉利等为代表的自主龙头在产品力、品牌等影响消费者购买的关键要素上取得了长足进步。所以车市景气度不代表一切，真正有竞争的行业龙头仍能依靠市占率提升维持增长。

图 23：2015 年至今的国内主要主机厂销量占比

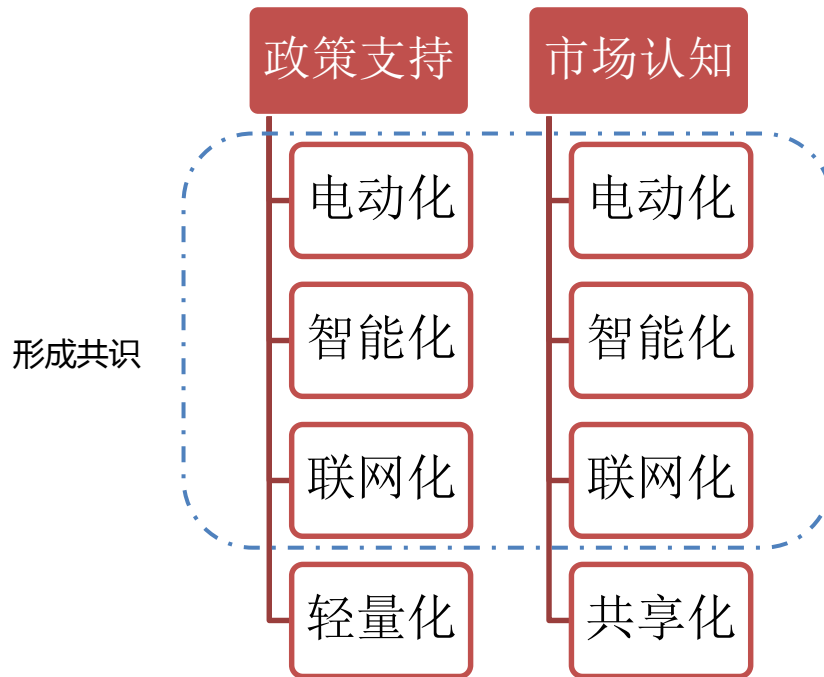


资料来源：Wind，财富证券

4.2 技术发展：零部件企业的方向抉择

在汽车产业格局变化的大潮之中，国内零部件厂因其技术和规模限制，大多只能作为主机厂的 Tier2、Tier3 级别配套供应商，最优选择只能被动拥抱新能源和接受国产龙头崛起的趋势。但是我们认为，虽然表面上零部件厂部分丧失了产业发展方向和客户选择的决策权，实际中其发展可依赖的路径仍然较为丰富。从国家产业政策支持角度，电动化、智能化、联网化和轻量化均在三部委联合发布的《汽车中长期发展规划》中被提及；从市场的认知角度，电动化、智能化、联网化和共享化未来将给汽车产业带来深刻影响已成为业界共识。综合政策和市场的判断，零部件企业未来若想在行业中站稳脚跟甚至脱颖而出，最重要的就是在汽车电动化、智能化和互联网化的大潮中有所作为。

图 24：汽车零部件配套技术发展方向



资料来源：《汽车中长期发展规划》，财富证券

4.3 公司投资逻辑梳理：产业、技术双重受益，短中长均有看点

通过归纳总结产业发展变迁和零部件技术发展方向，可以得出衡量公司现有资源禀赋在宏观和中观层面竞争能力的框架。即预判公司在内部治理不发生重大变化的情况下，行业变化对其经营的影响。这并非是一种内部稳定性，而是在进化层面上适应环境变化的自身属性。

我们认为公司现有的业务结构和下游客户在接下来的产业竞争格局变迁中均将为公司带来正向影响。以新能源汽车渗透率提升为例，电池包的加入和发动机的消失使得车身轻量化和部分零部件电气化趋势不可逆转，让公司的汽车底盘和汽车电子业务显著受益；同理，吉利作为公司的核心下游客户，其销量近三年的激增为公司提供了充足的订单。作为次要影响的技术发展中的电动化、智能化利好公司的汽车电子业务，轻量化利好汽车底盘业务。这就意味着公司短期甚至中期内，仅需要保持现有业务和客户结构不变，就可得到行业发展的背后助力，维持业绩增长。而与此同时，整个汽车行业正面临着年销量下滑悲观预期，确定性在本阶段影响甚至超过成长性。

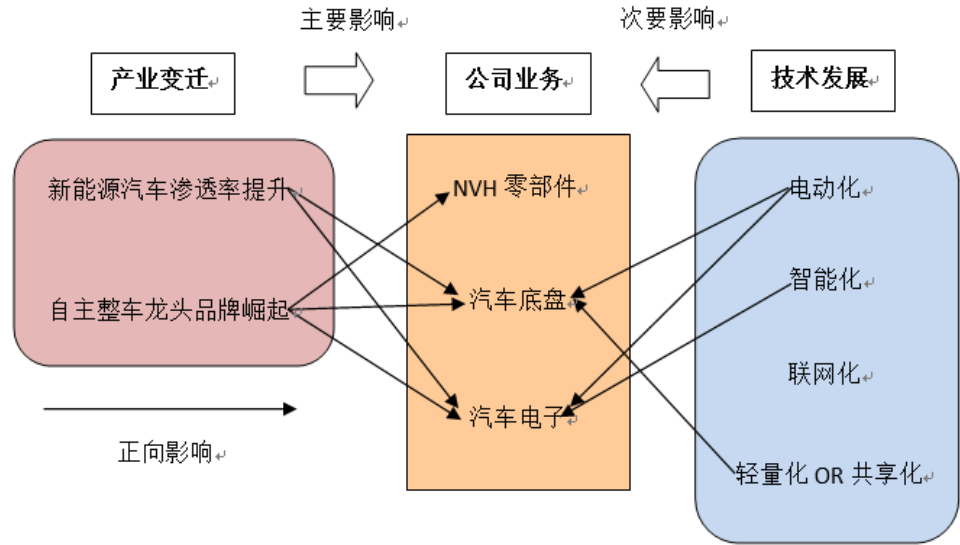
综上所述，我们分别梳理了公司长、中、短期投资的三条逻辑。

长期逻辑（产业变迁逻辑）：关注公司与下游主机厂龙头产品配套带来的市场份额提升（包含跟随配套敏感性和大客户占比提升趋势），以及新能源车推广带来的零部件需求变化；

中期逻辑（技术发展逻辑）：关注参与电动化、智能化和轻量化等技术演进带来的单车价值量和毛利率提升；

短期逻辑（扩张和产能释放逻辑）：公司自上市来维持高资本开支带来成本、营收双增长，关注扩张投入平台期和产能释放期叠加时点。

图 25：产业变迁和技术发展对公司业务影响



资料来源：财富证券

5 盈利预测和投资评级

5.1 盈利预测

公司作为国内汽车 NVH 零部件龙头，具备配套主机厂的同步开发能力；同时紧跟行业技术发展趋势布局汽车底盘轻量化及汽车电子业务，部分产品及技术储备达到国际一流水平。客户结构优秀，涵盖国际一流、国内领先的主流乘用车企业，公司正通过紧跟主机厂进行产能配套形成竞争壁垒。因此我们对公司 2018-2020 年的经营做出以下假设：

- (1) 公司在维持中长期竞争逻辑不变的情况下（新能源汽车渗透率提升和自主龙头崛起逻辑均能实现），下游客户结构维持稳定，产品市场占有率逐年提升；
- (2) 谨慎估计 2018-2020 年乘用车销量增长为-2%、0 和 2.5%；
- (3) 公司配套产能释放符合预期；
- (4) 考虑通用 GEM 周期 6 年，总价 16.8 亿定点订单将在 2019 年开始供货，维持 2018-2020 年 NVH 零部件的营收区域结构维持 2017 年国内：国外=4:1 水平；
- (5) 产品销售单价维持稳定，原材料价格未出现大幅波动；
- (6) 资本开支节点合理，在建工程转固后折旧摊销费用采用平坦化的会计准则处理；
- (7) IBS 在 2020 年后量产并贡献利润。

为便于测算，我们将公司年报披露的四类主营业务归为减震零部件、隔音零部件、底盘结构件（包含锻铝控制臂和钢制底盘结构件）和汽车电子业务（包括 EVP 和 IBS）四类。2018-2020 年营收及利率预测如下：

表 9：按业务拆分 2018-2020 年业绩预测

		2018E	2019E	2020E
乘用车	乘用车销量（万台）	2423	2423	2483
	乘用车销量增速预测	-2.00%	0.00%	2.50%
减震零部件	减震国内渗透率	15.00%	16.11%	17.23%
	单车配套价值（元）	567	567	567
	营收（万元）	24.72	26.55	29.11
	毛利率	33%	33%	34%
	毛利润（亿元）	8.16	8.76	9.90
隔音零部件	隔音国内渗透率	10.00%	11.23%	12.46%
	单车配套价值（元）	842	842	842
	营收（万元）	24.48	27.49	31.26
	毛利率	23%	23%	23%
	毛利润（亿元）	5.63	6.32	7.19
底盘结构件	钢制底盘营收（亿元）	7.50	9.00	10.35
	轻量化底盘营收（亿元）	4.91	9.11	13.31
	总营收	13.13	15.32	17.54
汽车电子（仅 EVP 出货）	毛利率	21%	23%	22%
	毛利润（亿元）	2.76	3.52	3.86
	营收	1.18	1.45	1.79
	营收增速	23%	23%	23%
	毛利率	39%	39%	39%
	毛利润（亿元）	0.46	0.57	0.70
总营收（亿元）		63.51	70.82	79.70
营收同比增速		24.78%	11.50%	12.54%
总毛利（亿元）		17.01	19.18	21.64
毛利同比增速		15.06%	12.75%	12.87%
期间费用率		12.88%	12.49%	12.24%
营业利润（亿元）		9.97	11.60	13.32
综合所得税率		16%	16%	16%
净利润（亿元）		8.35	9.73	11.17
净利润同比增速		13.20%	16.42%	14.83%

资料来源：Wind，财富证券

在谨慎预期汽车 2018-2020 年销量增速为-2%、0%和 2.5%以及不考虑 IBS 量产的前提下，我们粗略预测公司未来三年的净利润同比增长分别 13.20%、16.42%和 14.83%，远好于汽车行业的平均增速水平。进一步测算汽车销量增速变化对公司利润的影响可以发现，在目前的业务结构下，销量和公司利润增速同向，即汽车年销量同比多增长 1%，利润同比增速就提高 1%。

5.2 绝对估值

我们以 DCF 法计算公司目前的绝对估值，采用加权平均资本成本 WACC 作为贴现率。根据 CAPM 模型，分别以 10 年期国债收益率 3.37% 作为无风险收益率 R_f ，公司近 100 周的 Beta 系数为 0.95、近 10 年国证 A 指年化收益率 7.25% 作为风险溢价 R_m ，经计算 WACC 为 10.26%。经计算每股价值为 22.25 元，相较 2018 年 12 月 4 日收盘价上浮 47.64%，目前具备较高安全边际。

若假设未来 WACC 为 10%，公司在永续增长率为 0%/1%/2%/3%/4%/5% 条件下的每股权益价值为 22.77/23.17/23.68/24.32/25.19/26.40 元相对于 2018 年 12 月 4 日股价上浮 51.09%/53.75%/57.13%/61.38%/75.10%。我们从保守角度出发认为长期的永续增长等于国家 CPI 增长，所以将常态经济状况下 2% 的 CPI 增长率作为永续增长率，DCF 估值的每股内在价值区间为 22.25-23.68 元。

表 10：公司 DCF 估值

公司 OPFCF 估值 (百万元)			主要假设	
显性预测	3,775.0	25.7%	无风险利率	3.37%
半显性预测	5,904.5	40.3%	风险溢价	7.25%
永续价值	4,986.7	34.0%	β 系数	0.95
经营价值	14,666.2	100.0%	R_m	10.62%
加:非营业资产	1,547.8		K_e	10.26%
企业价值	16,214.0		K_d	6.00%
减:付息债务	-		D/DE	0.00%
减:少数股东权益	28.3		E/DE	100.00%
权益价值	16,185.7		WACC	10.26%
总股本	727.6		半显性期增长率	0.00%
每股权益价值	22.25		永续增长率	0.00%
股价	15.07			

资料来源：财富证券

5.3 PE 相对估值

公司隶属于申万汽车行业汽车零部件子行业，截止 2018 年 12 月 4 日总市值为 110 亿元，位列汽车零部件板块第 11 名（由大到小排列）；2017 年营收为 50.48 亿元，排名板块第 19 名（由大到小排列）。我们分别选取业务、市值、营收与公司相近个股动态估值对公司 PE 进行相对估算，平均数和中位数 PE (TTM) 估值均为 17 倍，估值区间在 10.82-23.35 倍之间。公司目前 PE 估值处于行业中等偏下水平。

表 11: 相近个股动态估值

股票代码	公司名称	市值(亿元)	营收/亿元(TTM)	净利润/亿元(TTM)	PE(TTM)
002085	万丰奥威	167	109	10.28	17.10
000559	万向钱潮	159	117	8.65	19.00
601799	星宇股份	137	50	5.85	23.35
000887	中鼎股份	136	127	12.42	11.05
002434	万里扬	95	45	4.38	21.70
002126	银轮股份	61	50	3.96	17.22
002048	宁波华翔	73	148	9.98	10.82
601311	骆驼股份	83	89	5.58	16.02
601689	拓普集团	110	60	8.08	13.64

资料来源: Wind, 财富证券

5.4 投资评级

根据按产品营收分类的公司业绩粗略估算后的调整盈利预测, 2018-2020 年营收分别为 63 亿元、71 亿元和 81 亿元, 净利润分别为 8.3 亿元、9.7 亿元和 11.7 亿元, 考虑近三年的成长性并参照行业 17 倍估值中枢, 予以公司 2018 年 16-18 倍 PE, 合理价格区间为 18.2-20.5 元。同时, 参考 DCF 绝对估值计算得出的每股内在价值在 22.6-23.7 元区间(对应 2020 年相对估值区间为 21.8-24.5 元), 基本实现了交叉验证, 给予公司“推荐”评级。

6 风险提示

乘用车销量不达预期; 主要原材料价格波动; 产能扩张不达预期; 资本开支超预期

财务预测摘要

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3937.72	5090.22	6311.87	7097.70	8053.76	成长性					
减:营业成本	2,707.53	3,612.67	4,550.86	5,103.25	5,758.44	营业收入增长率	30.9%	29.3%	24.0%	12.5%	13.5%
营业税费	31.20	42.08	45.62	56.78	63.07	营业利润增长率	50.7%	15.7%	16.2%	17.5%	20.8%
销售费用	201.50	269.38	334.53	379.73	427.98	净利润增长率	50.7%	19.9%	12.1%	16.9%	21.3%
管理费用	331.73	396.29	523.89	582.01	651.96	EBITDA 增长率	46.7%	21.2%	5.2%	11.3%	15.0%
财务费用	-24.85	16.49	-46.88	-92.88	-145.21	EBIT 增长率	48.4%	20.1%	10.4%	13.3%	17.5%
资产减值损失	29.16	4.49	4.50	4.50	4.50	NOPLAT 增长率	48.5%	22.5%	8.2%	13.3%	17.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	15.4%	80.7%	3.4%	-15.5%	8.6%
投资和汇兑收益	36.93	43.31	40.21	40.15	41.22	净资产增长率	6.8%	91.2%	12.8%	13.2%	14.2%
营业利润	698.38	808.31	939.57	1,104.46	1,334.24	利润率					
加:营业外净收支	16.69	51.14	26.84	21.92	33.30	毛利率	31.2%	29.0%	27.9%	28.1%	28.5%
利润总额	715.07	859.45	966.41	1,126.39	1,367.55	营业利润率	17.7%	15.9%	14.9%	15.6%	16.6%
减:所得税	99.40	118.96	134.33	156.57	190.09	净利润率	15.6%	14.5%	13.1%	13.6%	14.6%
净利润	615.69	738.00	827.09	966.80	1,172.56	EBITDA/营业收入	21.2%	19.9%	16.9%	16.7%	16.9%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	17.1%	15.9%	14.1%	14.3%	14.8%
货币资金	329.88	1,473.62	1,391.43	3,252.58	4,007.88	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	111	116	107	87	70
应收帐款	1,174.12	1,349.10	1,806.84	1,742.01	2,284.87	流动营业资本周转天数	106	107	115	89	75
应收票据	286.31	1,124.26	593.97	1,338.18	867.36	流动资产周转天数	244	335	359	358	387
预付帐款	43.34	86.65	90.33	108.13	110.22	应收帐款周转天数	86	89	90	90	90
存货	882.68	1,239.36	1,415.31	1,561.58	1,797.51	存货周转天数	71	75	76	75	75
其他流动资产	47.71	1,429.92	600.00	200.00	50.00	总资产周转天数	415	555	584	550	550
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	264	307	324	270	228
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	72.11	79.74	79.74	79.74	79.74	ROE	18.3%	11.4%	11.3%	11.7%	12.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.4%	6.9%	8.5%	8.1%	9.3%
固定资产	1,332.52	1,949.36	1,794.62	1,639.88	1,485.14	ROIC	21.6%	23.0%	13.8%	15.1%	21.0%
在建工程	216.04	924.26	924.26	924.26	924.26	费用率					
无形资产	380.63	550.82	612.82	633.68	614.53	销售费用率	5.1%	5.3%	5.3%	5.4%	5.3%
其他非流动资产	181.06	527.63	443.16	447.24	450.62	管理费用率	8.4%	7.8%	8.3%	8.2%	8.1%
资产总额	4,946.38	10,734.71	9,752.47	11,927.28	12,672.12	财务费用率	-0.6%	0.3%	-0.7%	-1.3%	-1.8%
短期债务	200.00	809.00	-	-	-	三费/营业收入	12.9%	13.4%	12.9%	12.2%	11.6%
应付帐款	1,069.49	1,991.67	1,824.30	2,088.19	2,326.61	偿债能力					
应付票据	68.89	1,099.03	367.36	1,277.02	580.52	资产负债率	31.3%	39.5%	24.9%	30.5%	25.2%
其他流动负债	182.59	227.36	187.02	202.36	216.09	负债权益比	45.6%	65.4%	33.1%	43.8%	33.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.82	1.62	2.48	2.30	2.92
其他非流动负债	29.21	115.75	48.32	64.42	76.16	速动比率	1.24	1.32	1.88	1.86	2.34
负债总额	1,550.18	4,242.80	2,427.00	3,631.99	3,199.38	利息保障倍数	-27.11	49.03	-19.04	-10.89	-8.19
少数股东权益	24.65	23.27	28.27	31.29	36.18	分红指标					
股本	649.10	727.58	727.58	727.58	727.58	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	2,722.58	5,742.54	6,569.63	7,536.42	8,708.98	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	3,396.20	6,491.91	7,325.47	8,295.29	9,472.75	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	615.68	740.49	827.09	966.80	1,172.56	EPS(元)	0.85	1.01	1.14	1.33	1.61
加:折旧和摊销	170.93	221.28	172.75	173.89	173.89	BVPS(元)	4.63	8.89	10.03	11.36	12.97
资产减值准备	29.16	4.49	-	-	-	PE(X)	17.81	14.86	13.26	11.34	9.35
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.25	1.70	1.50	1.33	1.16
财务费用	-3.44	9.22	-46.88	-92.88	-145.21	P/FCF	27.17	-9.56	-63.33	5.89	14.55
投资收益	-36.93	-43.31	-40.21	-40.15	-41.22	P/S	2.78	2.15	1.74	1.54	1.36
少数股东损益	-0.01	2.49	4.99	3.02	4.90	EV/EBITDA	11.38	9.96	8.86	6.40	5.01
营运资金的变动	63.29	-1,275.96	-199.49	757.44	-596.05	CAGR(%)	16.4%	16.7%	26.6%	16.4%	16.7%
经营活动产生现金流量	276.31	929.01	718.25	1,768.12	568.86	PEG	1.09	0.89	0.50	0.69	0.56
投资活动产生现金流量	-163.32	-2,918.80	-39.79	0.15	41.22	ROIC/WACC	2.11	2.24	1.34	1.47	2.04
融资活动产生现金流量	-202.58	2,944.27	-760.65	92.88	145.21	REP	1.46	0.81	1.22	1.06	0.63

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438