

瀚川智能 (688022)

国内技术领先的汽车电子解决方案提供商

投资评级：暂无

2019 年 07 月 08 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

投资要点

■ 瀚川智能：国内技术领先的汽车电子解决方案提供商

公司在汽车电子细分领域连接器和传感器方面已达到和国外一线同行竞标的水准。目前已经为泰科电子、大陆集团等国际知名客户提供了多种非标核心智能制造装备，其中最大的客户泰科电子是全球最大的连接器、传感器制造商，2016-2018 年公司对泰科电子的销售收入占其设备采购金额的比重分别为 8.83%、9.31%和 10.42%，占比逐步提升。

受益于汽车电子产业的快速发展，公司近年来业绩增长快速，2016-2018 年营业收入分别为 1.5 亿元/2.4 亿元/4.4 亿元，CAGR 达 70%，归母净利润 217 万元/3220 万元/7026 万元，CAGR 达 469%。

此外，公司还布局医疗健康与新能源电池领域，收入多元化初显。客户包括美敦力等医疗器械领域国际龙头企业以及亿纬锂能、欣旺达等国内新能源电池行业一流制造商。

■ 汽车电子空间广阔，未来成长空间可期

汽车电子行业技术门槛高+认证周期长+行业壁垒大，智能制造有良好的应用空间。汽车电子零部件的增长来源于：(1) 整车增长；(2) 因进口替代使汽车零部件产能向中国积聚，导致汽车零部件产值增长高于整车增长；(3) 渗透率的增长。根据中国信息产业网数据，2019 年和 2020 年中国汽车电子市场规模预计将增长 18.6%和 12.3%，均高于全球水平，市场空间非常广阔。未来汽车的发展朝着电动化、智能化、网联化、共享化（汽车四化）方向发展，公司的核心产品连接器和传感器符合四化趋势，将显著受益。

■ 瀚川智能在汽车电子领域技术储备丰厚，护城河高

汽车电子行业更新换代快，生产线需要快速响应客户需求，设备供应商对工艺的理解以及相关的技术积累至关重要。瀚川智能的核心竞争力在于：1) 对于汽车电子行业和工艺的理解；2) 项目经验丰富，积累了大量数据，可以打造更多标准化的平台，可以节省制造成本；3) 核心团队稳定，流失率极少；4) 底层技术的掌握，包括机械、电气、液压、过程控制等技术的融合。公司在 PCB 插针机、连接器生产线等领域均已打破国外厂商垄断，进入中高端客户市场，逐渐确立护城河。

■ 盈利预测与估值：

我们认为公司的合理 PE 估值为 30-40 倍，预计公司 2019 年净利润为 1.1 亿，对应市值区间为 33-44 亿元；给予 PS 估值为 4-7 倍，预计公司 2019 年收入为 6.4 亿，对应市值区间为 26-45 亿元。由于两种估值方法得到的市值区间较为接近，故选取重叠部分作为最终的参考市值区间，即为 33-44 亿元。

按照最新招股说明书，公司本次拟公开发行股票为 2700 万股，占发行后总股本的 25%，据此测算对应合理估值区间为 31-41 元，建议网下投资者建议投资者参考以上估值区间，并考虑一、二级市场价差，积极申购。

■ 风险提示：汽车行业周期性波动、客户集中度高、技术创新不及预期

股价走势



市场数据

发行价(元)	NA
一年最低/最高价	NA
市净率(倍)	NA
流通 A 股市值(百万元)	NA

基础数据

每股净资产(元)	2.27
资产负债率(%)	64.52
总股本(百万股)	81.00
流通 A 股(百万股)	NA

相关研究

内容目录

1. 瀚川智能：国内技术领先的汽车电子解决方案提供商	4
1.1. 专注汽车电子制造设备，绑定国内外一流客户	4
1.2. 受益于智能制造快速发展，公司业绩表现良好	6
1.3. 提供非标定制产品，公司毛利率较高	8
1.4. 募投项目助公司跨产能瓶颈，竞争能力进一步增强	9
2. 汽车电子空间广阔，未来成长空间可期	10
2.1. 传统燃油车基数大+汽车电子产品迭代速度加快，汽车电子需求稳中有增	10
2.2. 汽车四化浪潮来临，汽车电子价值占比提升	11
2.2.1. 新能源汽车+智能汽车发展，汽车电子市场规模扩大	11
2.2.2. 紧跟汽车四化浪潮，公司连接器+传感器是核心	14
3. 汽车电子领域技术储备丰厚，护城河高	15
3.1. 汽车电子行业：设备供应商对工艺的理解至关重要	15
3.2. 核心技术储备丰厚，获客户认可	15
1.3 核心技术团队稳定，研发实力强	17
1.4. 部分技术领域处于国际领先水平，逐渐确立护城河	18
4. 盈利预测与投资建议	19
4.1. 核心假设与盈利预测	19
4.2. 公司估值	21
5. 风险提示	23

图表目录

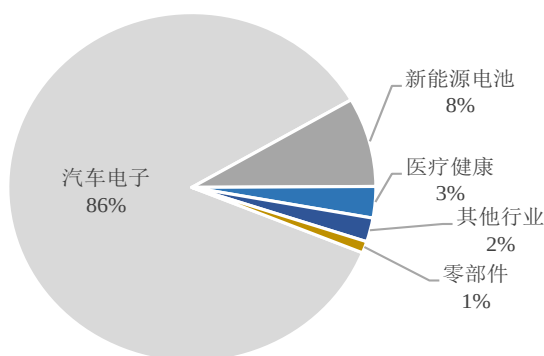
图 1: 公司主营业务构成以汽车电子为主, 2018 年收入占比 86%	4
图 2: 公司客户包括行业内国内外知名企业	4
图 3: 公司主要产品一览	5
图 4: 总营收迅速增长, 2016-2018CAGR 达到 70%	6
图 5: 归母净利保持高增长	6
图 6: 公司前五大客户销售占比大, 泰科一直为第一大客户, 大陆占比快速增加	7
图 7: 公司与泰科电子长期保持合作关系	7
图 8: 2016 年净利率低因计提股份支付费用	9
图 9: 公司期间费用管控较好	9
图 10: 汽车销量在经历高增长后, 近年增速放缓	10
图 11: 全球电动车保持高速增长, Q1 增速达 58%	12
图 12: 纯电动车型汽车电子占比高	13
图 13: 汽车电子成本占比逐年提升	13
图 14: 中国汽车电子市场增速超过全球	13
图 15: 公司研发投入逐年增加, 但占营收比重有所下滑	17
图 16: 公司的 PCB 高速插针机处于领先水平	18
图 17: 公司的连接器生产线打破国外垄断	18
图 18: 汽车 ABS 线圈打破国外垄断	19
图 19: 汽车高速数据传输线	19
表 1: 瀚川对泰科电子的销售收入占泰科设备采购比重逐步提升	8
表 2: 公司募投项目将用于智能领域产能扩充	9
表 3: 连接器和传感器是核心产品, 2018 年占营收比接近 70%	14
表 4: 瀚川智能核心技术及在客户产线应用情况	15
表 5: 瀚川智能分业务收入预测 (百万元)	21
表 6: 可比公司估值 (PE)	22
表 7: 可比公司估值 (PS)	23

1. 瀚川智能：国内技术领先的汽车电子解决方案提供商

1.1. 专注汽车电子制造设备，绑定国内外一流客户

公司成立于 2007 年，是一家专业的智能制造解决方案供应商，产品为涵盖装配、检测、校准、包装等单项或一体化的智能生产线，主要应用于汽车电子、医疗健康、新能源电池等行业。公司汽车电子设备主要用于生产连接器、传感器、控制器、执行器。在 2018 年，公司汽车电子智能制造装备收入 3.73 亿元，占公司主营业务收入的 86%。

图 1：公司主营业务构成以汽车电子为主，2018 年收入占比 86%



数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

公司深耕于汽车电子行业，有丰富的智能制造装备项目实施经验。在装配、检测等方面公司拥有领先技术优势，为大陆集团等全球前十大零部件厂商中的七家供应设备；细分到连接器领域，公司与全球前两大厂商泰科电子、莫仕均建立了长期合作伙伴关系。在医疗健康领域与新能源电池领域公司也与国内外知名客户建立良好合作关系。

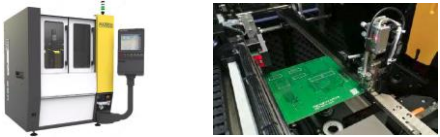
图 2：公司客户包括行业内国内外知名企业



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司在汽车电子智能制造装备领域拥有显著的市场地位，在细分领域连接器和传感器方面已达到和国外一线同行竞标的水准。目前已经为泰科电子、大陆集团等国际知名客户提供了多种非标核心智能制造装备，并且积极布局海外业务，不断壮大自身实力。

图 3：公司主要产品一览

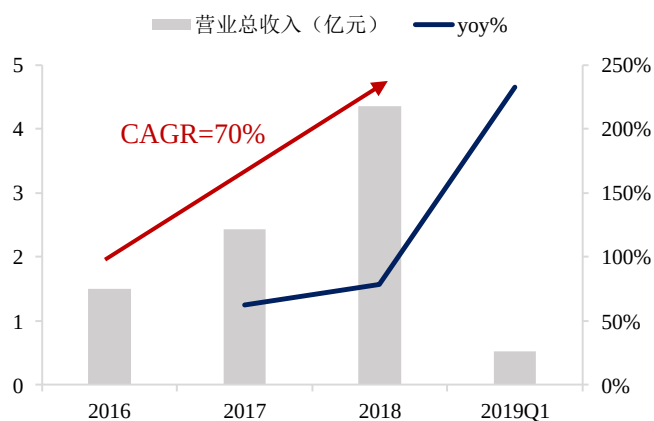
产品类别	产品名称	图示
汽车电子智能制造装备	ABS 9.0 coil生产线	
	PCB超高速插针机	
	全自动高速柔性化连接器生产线	
	ABS Housing生产线	
	霍尔式曲轴位置传感器生产线	
	BS智能电池传感器生产线	
医疗健康智能制造装备	蜂巢式全自动细胞超低温存储装备	
	医疗全自动枕式包装机	
新能源电池智能制造设备	圆柱锂电池生产线	
其他行业智能制造设备	手机天线检测平台	

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.2. 受益于智能制造快速发展，公司业绩表现良好

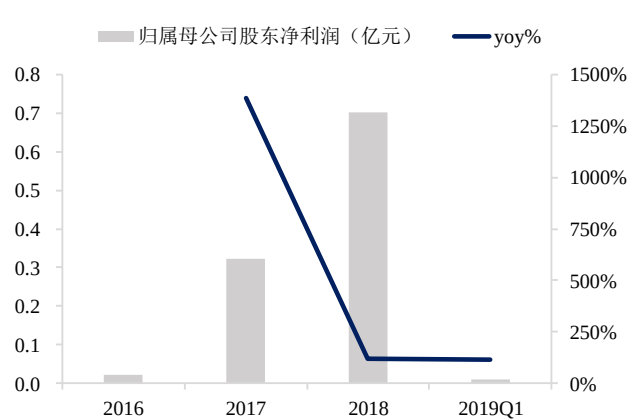
汽车电子产业快速发展，公司显著收益。智能近年来与物联网、云计算、人工智能、3D 打印等新技术不断融合，为提高工厂设施整体协作效率、产品质量一致性做出突出贡献。在汽车电子产业中，正在呈现电动化趋势，同时也在进行智能化与网联化变革，汽车电子产业整体呈现快速增长态势。受益于此，公司近年来业绩增长快速，2016-2018 年营业收入分别为 1.5 亿元/2.4 亿元/4.4 亿元，CAGR 达 70%，2019 年 Q1 收入 5221 万元，同比增长 232%；公司 2016-2018 年归母净利润 217 万元/3220 万元/7026 万元，CAGR 达 469%，2019 年 Q1 归母净利 101 万元，同比增长 115%，由于公司主要的下游行业为汽车电子产业，主要客户为欧美跨国企业，一般在下半年验收产品，导致上半年公司收入与净利润较低。

图 4：总营收迅速增长，2016-2018CAGR 达到 70%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

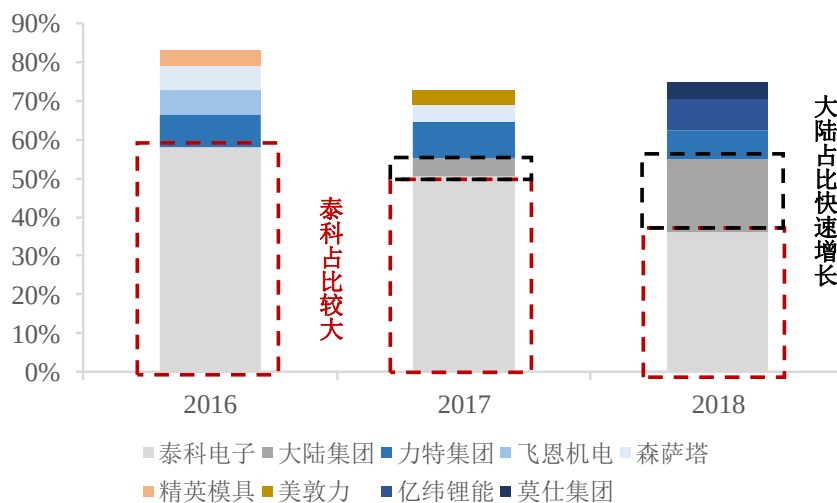
图 5：归母净利保持高增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司前五大客户销售占比高，与泰科关系良好。公司在 2016 到 2018 年期间，公司对前五大客户的销售收入分别为 1.25 亿元、1.77 亿元、3.27 亿元，占主营收入比重分别为 83%、73%与 75%。泰科电子为公司重要合作伙伴，2016-2018 年来自于泰科电子的收入分别为 0.87 亿元、1.23 亿元、1.57 亿元，占主营收入比重的 58%、51%和 36%，收入 CAGR 达 34%，预计未来随着公司业务多元化，来自泰科的收入将达到 30%左右。公司来自大陆集团的收入由 2017 年的 1132 万元迅速增长到 2018 年的 8206 万元，占比由 4.65%提高到 18.84%，预计未来将上升至 25%左右。

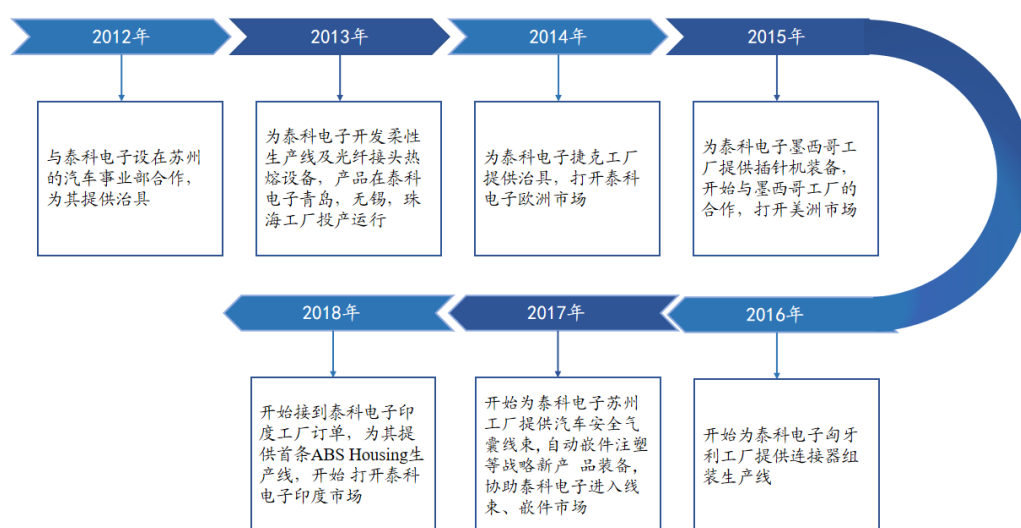
图 6：公司前五大客户销售占比大，泰科一直为第一大客户，大陆占比快速增加



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

泰科电子是全球最大的连接器、传感器制造商，主要产品为连接器、传感器、线束等，应用于交通运输市场，客户遍布 140 多个国家地区，2018 年营业收入 139.88 亿美元，同比+14.8%，净利润 25.65 亿美元，同比+52.4%。2016-2018 年公司对泰科电子的销售收入占其设备采购金额的比重分别为 8.83%、9.31%和 10.42%，占比逐步提升，我们预计未来这一比例将提升至 15%左右。截至 2018 年底，公司对泰科电子在手订单 7694 万元，2019 年 1-4 月新增订单 3672 万元，伴随着泰科电子对非标自动化生产线设备支出的稳定增加，公司业绩也将随之实现快速增长。

图 7：公司与泰科电子长期保持合作关系



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

表 1：瀚川对泰科电子的销售收入占泰科设备采购比重逐步提升

项目	2016	2017	2018
泰科电子购买固定资产支出	39.46	53.07	60.09
泰科电子非标自动化生产线设备采购支出	9.86	13.27	15.02
瀚川对泰科电子系客户销售收入	0.87	1.23	1.57
瀚川对泰科电子系客户销售收入占其设备采购的比例	8.83%	9.31%	10.42%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

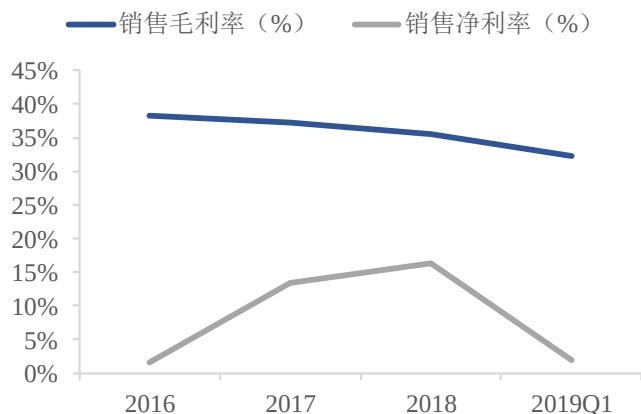
布局医疗健康与新能源电池领域，收入多元化初显。公司在大力发展汽车电子业务的同时也进入了医疗健康和新能源电池行业，客户包括美敦力等医疗器械领域国际龙头企业以及亿纬锂能、欣旺达等国内新能源电池行业一流制造商。**2018 年公司医疗健康与新能源电池领域收入分别为 1265 万元和 3603 万元，占主营业务比重为 2.9% 与 8.27%。**随着在这些领域的持续布局，未来公司的业务结构会更加多元化，受汽车电子行业的周期影响也会随之下降。

1.3. 提供非标定制产品，公司毛利率较高

公司作为一家专业智能制造装备供应商，为客户提供多种非标、核心智能制造装备，为泰科电子、大陆集团等国际知名客户的智慧工厂和智能电子产品提供重要的装备技术支持。由于提供非标定制化产品，需要根据客户的个性化需求进行研发、设计和生产，**对公司研发能力要求高**，设备的毛利率也相对较高。2016-2019Q1 年公司毛利率分别为 38.28%、37.2%、35.61 以及 32.21%，一直保持较高水平，预计未来两年也将维持在 35% 左右。

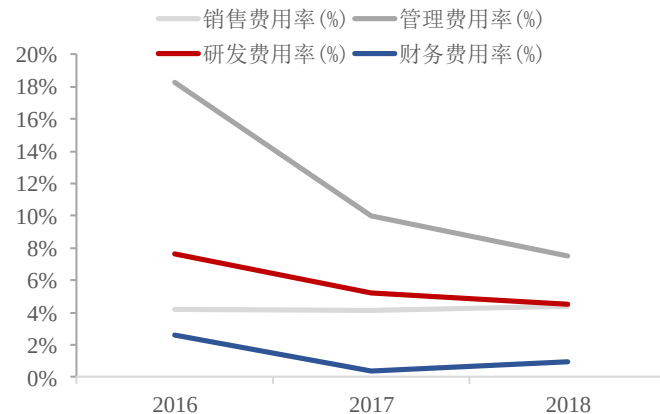
公司 2016-2018 年净利率为 1.62%、13.46%、16.31%，**净利率逐年增加**，预计公司 2019-2020 年净利率会上升至 20% 左右。2019Q1 净利率较低为 1.86%，主要是因为公司主要客户为欧美跨国汽车电子企业，该类客户一般在年初制定并执行固定资产投资计划，根据产品计划安排和交付进度，往往集中在下半年进行终验收，公司会在客户验收后确认收入。同时公司全面内费用支出较为平均，导致一季度净利率相对较低。

图 8：2016 年净利率低因计提股份支付费用



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：公司期间费用管控较好



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司期间费用管控较好，期间费率降低。2016 到 2018 年，公司的期间费用率分别为 32.69%/19.7%/17.37%，费用率逐步下降，主要是因为管理费用率从 18.26% 下降到 7.5%。公司 2016-2018 年研发费用分别为 1143 万元/1267 万元/1960 万元，占营业收入比重为 7.61%/5.19%/4.5%。研发费率下降原因是公司营业收入增速高于研发费用增速，且公司存在为大陆集团、力特集团、莫仕集团等客户提供的产品适销而复制产线情况，导致对研发投入要求较低。

1.4. 募投项目助公司跨产能瓶颈，竞争能力进一步增强

公司此次科创板上市拟公开发行 2700 万股，募集资金 4.68 亿元，将全部用于智能制造领域的产能扩充，充分利用公司在智能制造领域内的领域优势，进一步扩大智能制造装备的生产能力。

表 2：公司募投项目将用于智能领域产能扩充

项目名称	项目总投资（万元）	拟使用募集资金金额（万元）	建设期（年）
智能制造系统及高端装备的新建项目	46,758	46,758	2
合计	46,758	46,758	-

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司当前销售收入快速增长，导致智能制造设备产能瓶颈日益突出。且公司在研发生产过程中形成的智能制造装备产品，如超高速 PCB 插针机、新能源电池制造专用装备等产品，以其智能化、柔性、可靠性、高效及高性价比等优势赢得众多客户的认可，随着产业升级的进程逐渐深化，此类产品的未来市场需求也将快速增长，进一步对公司产能提出了更高要求。随着募投项目的落地实施，公司的生产设备会得到扩充，公司业务承载能力也会随之增加，通过扩大生产规模实现量产可进一步降低单位生产成本，提高市场竞争能力，同时获得更大的利润空间。

2. 汽车电子空间广阔，未来成长空间可期

2.1. 传统燃油车基数大+汽车电子产品迭代速度加快，汽车电子需求稳中有增

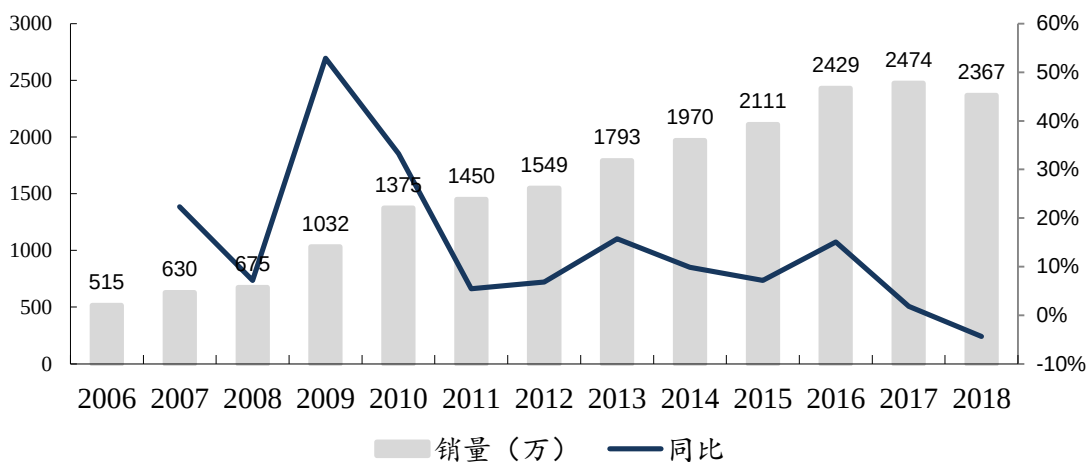
智能制造装备是能够减少生产过程对人力劳动的依赖，显著提高生产精度、生产质量和生产效率的装备。由智能制造得到的反馈数据，可以优化制造行业的业务和作业流程。瀚川智能是一家专业的智能制造装备整体解决方案制造商，尤其在汽车电子智能制造装备领域拥有显著的市场地位。

汽车电子行业技术门槛高+认证周期长+行业壁垒大，使智能制造有良好的应用空间：

1) 利于保证产品性能和生产效率。汽车电子智能制造装备要求实现生产线在工艺方面的全自动化，注重生产工艺技术、硬件、软件与应用技术的集成化；2) 利于简化生产流程。汽车电子生产过程复杂，原材料种类多、装配匹配性及质量要求高。领先的汽车电子制造商要求汽车电子智能制造装备具有信息化与智能化功能，实现数据采集传输、分析应用、质量追溯、来料耗品管理、全流程检测等功能；3) 汽车电子制造商与装备提供方合作更为紧密。汽车电子制造商对产品质量要求更高，导致汽车电子智能制造行业进入门槛增高，同时装备系统研发、制造及更新换代的计划性、稳定性较高。目前公司已进入全球汽车电子企业供应商体系，依托于汽车电子制造商和装备提供方紧密的合作关系，公司在汽车电子智能制造装备领域发展可期。

乘用车增长基数大，有存量更新及新增需求，对汽车电子市场有很大需求。公司的产品需求和下游的汽车行业销量密切相关，从2008年到2016年国内乘用车销量经历了快速增长，CAGR达到17.36%、但是2017年后增速显著放缓。但是考虑到存量更新以及新增需求，国内乘用车销量依然稳中有增，对上游汽车电子的需求依然保持旺盛。

图 10：汽车销量在经历高增长后，近年增速放缓



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

汽车电子模块更新速度快于车型更新速度，设备商议价能力较强。全球前十大汽车零部件厂商中，包括博世、电装等七家为公司客户，伴随着车型的升级迭代，汽车电子产品需要超前于车型的迭代速度进行性能提升，如博世的 ESP 系统，其迭代周期自 2005 年起，从 5 年、4 年再到 3 年，新品迭代速度加快。而汽车电子产品的更新换代依赖于设备更新，因此设备更新频率也较快。在设备更新过程中，下游厂商会把设备全部换掉，不会改造旧设备，因此每年汽车电子智能制造装备市场保持着较快增速。汽车电子市场因为供小于需，仍然是技术供应商话语权较高，议价能力较强，作为零部件供应商上游的设备商也将受益于高议价能力。

汽车电子零部件的增长来源于：（1）整车增长；（2）因进口替代使电子零部件产能向中国积聚，导致汽车零部件产值增长高于整车增长；（3）渗透率的增长，汽车电子零部件中国起步晚，混动汽车电子化率接近 50%，纯电动车电子化率接近 70%，因此随着新能源汽车（混动+电动）的销量增长，未来汽车电子渗透率将提升。但中国平均汽车电子化率约为 20%，比欧洲低 5 到 10 个百分点，低端占比较高，多采用机械零部件，这也是消费升级导致的新增长点。根据中国信息产业网数据，2019 年和 2020 年中国汽车电子市场规模预计将增长 18.6%和 12.3%，均高于全球水平，市场空间十分广阔。因此传统汽车市场，虽然乘用车增速有限，但是汽车电子是增速较快的细分市场。

2.2. 汽车四化浪潮来临，汽车电子价值占比提升

2.2.1. 新能源汽车+智能汽车发展，汽车电子市场规模扩大

汽车电动化、智能化、网联化、共享化（汽车四化）未来大趋势不可逆转。目前各国都在积极发展新能源汽车战略，西方国家陆续发布了燃油车退出市场时间。最迟到 2040 年，西方各主要国家的燃油车将退出市场，取而代之的是新能源车型。在 2019 年 4 月的上海国际车展上，发布的新能源车型达到了 100 款（含上市/预售/首发），占全部展览车型的 40%。

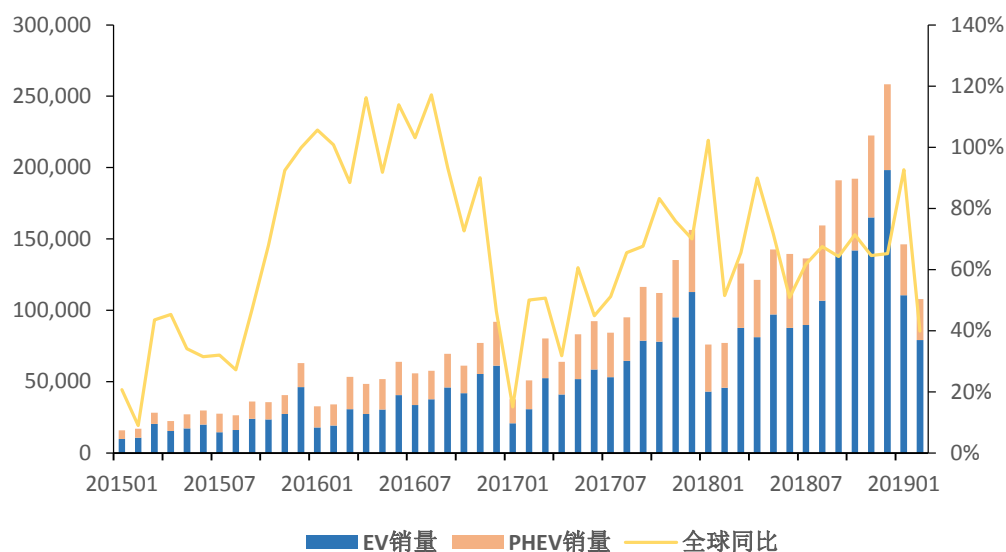
除了国内的造车新势力蔚来、威马、小鹏、拜腾、天际、零跑重点布局新能源汽车外，传统车企巨头也将重心倾向新能源车型，比如奥迪 e-tron/奔驰 EQC/宝马 iX3，大众旗下的纯电高尔夫/宝来/朗逸，通用汽车的 VELITE6。根据东方财富 Choice 数据，2018 年国内新能源汽车销量为 124.60 万辆，同比增长率高达 62.28%，中国已经连续四年成为全球第一大新能源汽车市场，新能源汽车未来五年普及率将加速提升。

表 1：西方主要国家燃油车退出时间表

燃油车禁售国家（地区）	政策发布时间	政策实施时间	禁售车型
荷兰	2013 年	2025 年	传统燃油车
美国（加州）	2015 年 8 月	2030 年	传统燃油车
挪威	2016 年 5 月	2025 年	非电动汽车
德国	2016 年	2030 年	传统内燃机车
印度	2017 年 4 月	2030 年	传统燃油车
法国	2017 年 7 月	2040 年	传统燃油车
英国	2017 年 7 月	2040 年	燃油车、油电混动汽车

数据来源：盖世汽车网，东吴证券研究所

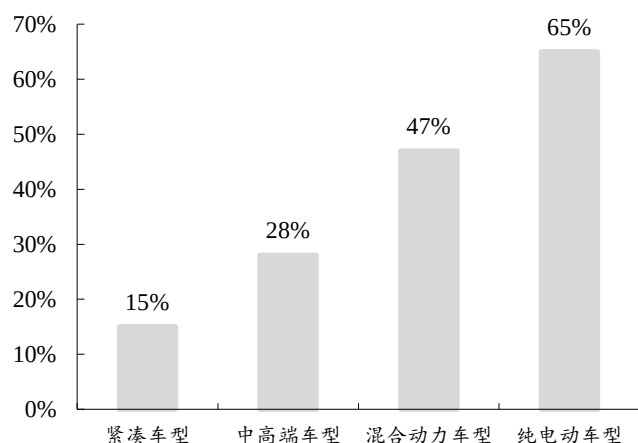
图 11：全球电动车保持高速增长，Q1 增速达 58%



数据来源：Marklines，新浪汽车、腾讯汽车等，东吴证券研究所整理

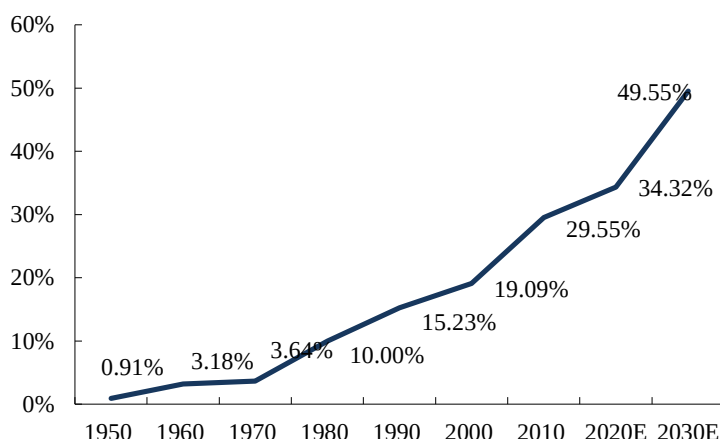
汽车电子在电动车中成本占比高于传统燃油车。目前紧凑型车中汽车电子成本占比约为 15%、中高档车型占比为 28%、而纯电动车中，汽车电子成本占比高达 65%，成为汽车制造成本中占比最大的零部件。根据中投顾问产业研究中心预测，到 2020 年，汽车电子在所有类型整车中的成本占比有望进一步达到 50%。中国汽车工业协会预计，2019 年中国新能源汽车销量将达 160 万辆，同比+30%。因此新能源汽车销量增长，将带来汽车电子的高需求，进而为下游汽车电子相关设备带来增长空间。

图 12: 纯电动车型汽车电子占比高



数据来源: 盖世汽车网, 东吴证券研究所

图 13: 汽车电子成本占比逐年提升

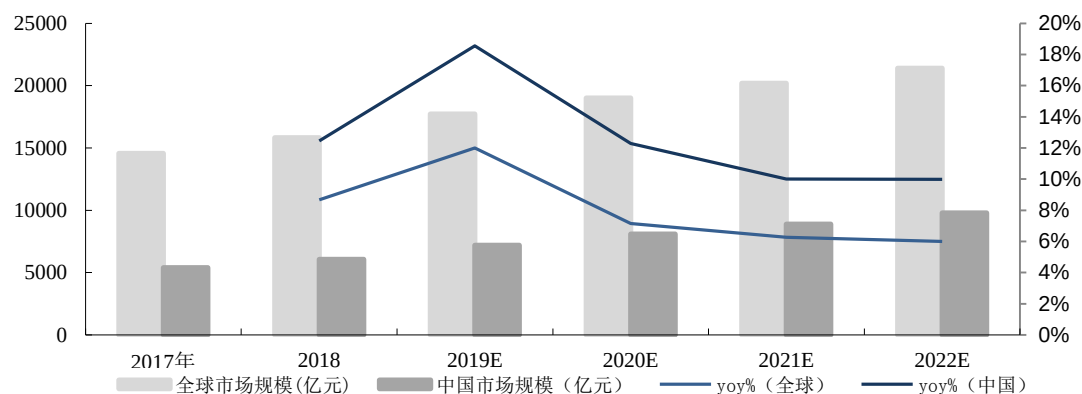


数据来源: 盖世汽车网, 东吴证券研究所

汽车智能化、网联化（主要是无人驾驶）发展将推动智能汽车增长。“节能与新能源汽车以及智能网联汽车”已被我国政府明确列为十大重点发展领域之一。国家制定的《新一代人工智能发展规划》也提出，加强车载感知、自动驾驶、车联网、物联网等技术集成和配套，形成我国自主的自动驾驶平台技术体系和产品总成能力。《智能汽车创新发展战略（公开征求意见）》发布，指出 2020 年智能汽车新车占比达 50%。

智能汽车将带来汽车电子的高需求。目前中高端车型的传感器大概有 100 多个，而随着汽车智能化提速，未来一台汽车需要的半导体设备（包括传感器）需要 400 多个。这些电子元器件尺寸差异大、功能不同、安装技术要求高，对于非标设备的要求比传统汽车更加苛刻。根据中汽协发布的数据，到 2020 年全球汽车电子产品市场的产业规模预计将达到 **2400 亿美元**，而我国汽车电子市场规模将超过 **1024 亿美元**。专注汽车电子智能制造装备领域的瀚川智能将充分受益于汽车四化浪潮，增长空间大。

图 14: 中国汽车电子市场增速超过全球



数据来源: 中汽协, 东吴证券研究所

2.2.2. 紧跟汽车四化浪潮，公司连接器+传感器是核心

连接器和传感器是公司的核心产品，符合四化趋势，技术含量较高。汽车电子按用途可分为连接器、传感器、控制器、执行器四个种类。公司在这四项业务的详细划分如下：

- 1) **连接器**：多插针接头，小型化接头，信号接头，高压和电池接头，功率接头；
- 2) **传感器**：压力传感器，轮速传感器，变速箱传感器，IBS 传感器，档位传感器；
- 3) **控制器**：发动机的 ECU，PCB 插针，电池管理系统，娱乐通讯转接模块；
- 4) **执行器**：ABS 线圈，小型电机马达，继电器，电磁线圈，电磁阀产品。

未来汽车的发展朝着电动化、智能化、网联化、共享化（汽车四化）方向发展，环境交互更加明显，传感器需求将显著提高，传感器获取的数据需要通过连接器传输到控制器里，控制器经过计算给执行器下达指令，根据环境的变化及时响应，因此公司基于上述场景，将传感器、连接器、控制器、执行器制造作为细分方向，未来汽车的四化趋势不可逆转。连接器和传感器作为公司的核心产品，2018 年占营收比接近 70%。

表 3：连接器和传感器是核心产品，2018 年占营收比接近 70%

类别	2016 年度		2017 年度		2018 年度	
	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）
电连接智能制造装备	10259.31	68.37	15697.31	64.42	23041.77	52.89
传感器智能制造装备	1061.69	7.08	2437.53	10.00	7176.95	16.47
执行器智能制造装备	2346.50	15.64	2499.35	10.26	4522.64	10.38
控制器智能制造装备	-	-	1064.00	4.37	2520.69	5.79
医疗辅材智能制造装备	150.27	1.00	629.56	2.58	837.34	1.92
医疗器械智能制造装备	-	-	880.61	3.61	427.76	0.98
圆柱锂电池智能制造装备	-	-	-	-	3603.42	8.27
其他智能制造装备	845.98	5.64	522.11	2.14	964.32	2.21
零部件	341.21	2.27	637.11	2.61	469.07	1.08
合计	15004.97	100.00	24367.59	100.00	43563.96	100.00

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司将人工智能、机器视觉、边缘计算等新技术应用于传感器、连接器、执行器、控制器等汽车电子智能制造装备，同时推进在新能源电池及医疗健康行业的业务拓展。

3. 汽车电子领域技术储备丰厚，护城河高

瀚川智能不是非标自动化设备公司，也不是系统集成公司，而是系统方案解决公司，可以给汽车电子厂商提供完整的解决方案。瀚川智能的核心竞争力在于：1) 对于汽车电子行业和工艺的理解；2) 项目经验丰富，积累了大量数据，可以打造更多标准化的平台，可以节省制造成本；3) 核心团队稳定，流失率极少；4) 底层技术的掌握，包括机械、电气、液压、过程控制等技术的融合。

3.1. 汽车电子行业：设备供应商对工艺的理解至关重要

汽车电子行业更新换代快，生产线需要快速响应客户需求。汽车电子生产线工序多、自动化水平高，汽车电子零部件一旦发生调整，需要对产线进行快速调整，以满足产线的需求。产线的快速调整需要设备供应商在该行业有多年的技术积累。瀚川智能在汽车电子行业有足够的项目实施经验，给全球一流的汽车电子厂商长期供应设备，对于工艺的理解是较高的壁垒。

此外，大量的项目实施经验，更利于标准化平台的建设。非标设备占比越多，所需要投入的技术人员越多，成本越高。瀚川智能在连接器、执行器、控制器、传感器制造产线方面积累了大量数据，研发部门可以开发出通用的标准化平台，将降低制造成本、研发成本，缩短项目周期，提高设备毛利率。

3.2. 核心技术储备丰厚，获客户认可

公司技术储备充足，技术壁垒高。公司的研发团队在电气控制、精密机械、光学及计算机算法等领域有着多年的开发经验。公司拥有超高速精密曲面共轭凸轮技术、机器视觉高速定位技术、嵌入式工业设备实时边缘计算网关技术等核心技术。公司智能制造装备采用整线智能化控制，嵌入工业互联网软件，能够实现生产过程数据的实时采集、传输、分析、可视化、预测及追溯等智能化功能。2017年，公司获得了泰科授予的“技术创新奖”，莫仕授予的“最佳技术贡献奖”。公司的技术已经赶超国际知名汽车电子设备商，比如 komax，ATS，德国帝目等。

表 4：瀚川智能核心技术及在客户产线应用情况

核心技术名称	主要作用	在产品中的典型应用
超高速精密曲面共轭凸轮技术	此技术用于控制机械机构的运动特性，采用自主研发的运动特性曲线，具有在高冲击载荷的情况下减少震动，精准控制运动轨迹。	在大陆集团、海拉、科世达、李尔等客户的PCB超高速插针机装备中应用，在泰科电子、莫仕集团、康普等客户的各高速装备生产线的凸轮机构中运用，用于控制机械机构的运动特性。
基于YOLO算法的表面缺陷快速检测技术	实现汽车电子产品表面缺陷（气泡、划痕、孔洞、凹陷、部件缺失等）的检测，有效地提高了表面缺陷检测的正确率及实时性。	在泰科电子的PCB Assembly（印刷电路板组装）生产线、车身控制器生产线、ABS 9.0 Coil（汽车刹车系统线圈）生产线等项目中应用，本技术可实现部件缺失、划痕、位置度的快速检测。

嵌入式工业设备实时边缘计算网关技术	采用自主研发的脚本计算引擎，结合自主开发的基于ARM的工业嵌入式网关，实现车间现场的PLC数据采集、清洗、计算、并将边缘计算后价值数据提交到上层MES系统或云端。	在泰科电子、大陆集团、力特集团、欣旺达等客户的OpenLink边缘计算网关产品中应用，通过将此网关配套在装备上，实现装备的工业互联和边缘计算。
机器视觉高速定位技术	用于对高速运行中的目标进行高像素图像采集，经算法运算后将目标的精确参数传送给控制系统进行精确控制。	在海拉、科世达、李尔、大陆集团等客户的PCB超高速插针机装备上用于对高速运行中的PCB上针孔位置进行精准定位，以完成汽车控制电路板插件插针。在泰科电子的汽车安全气囊线束连接器生产线等项目中用于对运行过程中已剥多束线束的颜色判定及定位。
嵌入式微处理器和现场可编程逻辑阵列集成的片上测试技术	采用自主研发的嵌入式和可编程逻辑阵列的硬件平台，将测试序列下载到芯片内核，芯片内核本身完成对客户产品的电性能（电流、电压、通讯接口等）数据采集和测试。	在美敦力的MTC Gantry（电切手术刀）生产线、德尔福PDB（能量分配箱）生产线等项目中应用，对产品的交流电压、交流电流、功率、扭矩、位移、温度等参数进行同步采集和测试。
能量回馈对拖测试技术	采用双向逆变技术，将电机制动能能量回馈至电池中储存，减少能量损失，并在该过程中进行转换性能检测，转换效率可达70%以上。	在法雷奥的IBSG EOL（发动机能量回馈电机）测试生产线等项目中应用，生产汽车发动机能量回收电机。此技术可达到节省能源和检测电机能量转换能力的作用。
用于辅助驾驶系统的传感器融合HIL测试技术	采用模拟障碍物和场景的方式，对各种传感器（激光雷达、天线、长距离/短距离雷达）的性能进行测试。	在大陆集团的RF tester（钥匙射频测试）生产线、Honda 21（汽车天线和钥匙）生产线等项目中应用。生产线用于汽车天线和钥匙生产。此技术用于辅助驾驶系统的传感器（天线、雷达等）功能的测试。
高速射频通讯测试技术	采用自主研发的射频编码和解码，取代了传统的仪器仪表的方式，测试无线通讯质量。在成本和交付周期上取得了极大的竞争力。	在德国霍富（Huf）的FCT S300（智能汽车钥匙）生产线等项目中应用。此生产线生产智能汽车钥匙。此技术用于车钥匙和车身无线通讯功能的测试。
传感器Calibration技术	采用自主研发的高分辨率高精度的数据采集模块，主要用于传感器信号的采集和校准。	在大陆集团的IBS（智能电池传感器）、美国安波福（APTIV）的ES6（电池滤波器）生产线等项目中应用。以上生产线生产电池的电量传感器和滤波器。此技术用于传感器出厂时的校准。
新能源汽车逆变器高压大电流功率测试技术	主要应用于新能源汽车逆变器的大电流与大电压的电性能测试。	在法雷奥的EDC EOL（电动汽车逆变器）生产线等项目中应用。此生产线生产汽车逆变器。此技术用于检测在长时间满载情况下的电性能是否在标准范围内。
车辆无钥匙进入系统RKE/PKE协议测试技术	采用自主研发的三维亥姆霍兹磁场标定系统，进行车辆钥匙与车辆的相对位置标定，精度可达0.1nT。	在大陆集团的Honda 21（汽车天线和钥匙）生产线、德国霍富（Huf）FCT的S300（智能汽车钥匙）生产线等项目中应用。以上生产线生产智能汽车天线和钥匙。此技术用于检测汽车钥匙定位精度和稳定

性的作用。

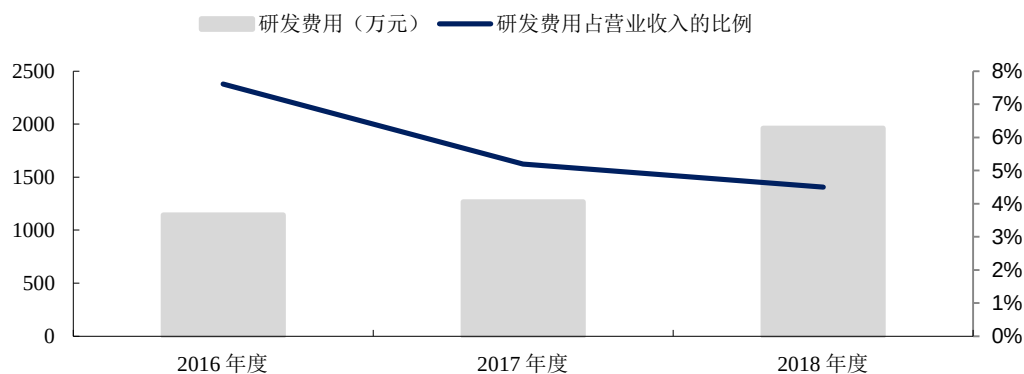
车载高速数据传输组件测试技术	用于车载的高速接口和高速传输线的综合性能测试，包括但不限于C型接口测试、插损差分信号延迟测试、Cable（传输电缆）误码率测试。	在莫仕集团的MCM 1#、MCM 2#、Nissan P33（均为汽车娱乐系统）生产线等项目中应用。以上生产线用于生产汽车娱乐系统模块。此技术用于检测汽车娱乐系统模块的数据传输速度、Car-play（汽车与手机交互系统）的性能检测。
控制芯片高速边界扫描技术	此技术用于BGA（球状矩阵排列）封装的集成电路芯片 MCU（微处理器）、ASIC（专用集成电路）、DDR（内存）、CPLD（复杂可编程逻辑电路）等大规模的集成电路的测试。	在法雷奥IBSG PCBA（汽车发动机能量回收电机电路板）、EDC PCBA（电动汽车逆变器电路板）生产线等项目中应用。以上生产线生产汽车控制器电路板。此技术用于对PCBA（印刷电路成品板）上面的集成电路芯片进行电性能测试。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.3 核心技术团队稳定，研发实力强

公司历来秉持研发驱动市场的理念，高度重视人才团队建设。截止 2018 年末，公司拥有研发及技术人才 366 名，占员工总数的 51.91%，构建了一只专业基础扎实、项目实施经验丰富、对下游行业理解深刻的人才队伍。人才和研发驱动战略将使公司在未来的发展中充分受益。公司研发费用逐年稳增，从 2016 年的 1142 万元，增长到 2018 年的近 2000 万元，此外有部分研发投入在项目实施过程中计入了项目成本，未在公司研发费用中体现。

图 15：公司研发投入逐年增加，但占营收比重有所下滑



数据来源：公司招股书，公司官网，东吴证券研究所

得益于人才和研发驱动战略，公司技术成果转化能力强。2017 年度，公司申报了 9 项发明专利和实用新型专利；2018 年度，公司合计申报了 54 项发明专利和实用新型专利，在专利申报数量上呈增长态势。

1.4. 部分技术领域处于国际领先水平，逐渐确立护城河

公司的主要竞争对手有国内的克来机电，国外的有 komax、ATS、德国帝目、卓越自动化、德国赛能。克来机电设备主要涵盖装配线、检测线、焊接线、喷涂线等工艺环节，和瀚川智能基本没有重合领域。公司的 PCB 插针机、连接器生产线、ABS 线圈生产线、高速数据传输线均已打破国外厂商垄断，进入中高端客户市场。

图 16: 公司的 PCB 高速插针机处于领先水平



数据来源：公司招股书，公司官网，东吴证券研究所

图 17: 公司的连接器生产线打破国外垄断



数据来源：公司招股书，公司官网，东吴证券研究所

图 18： 汽车 ABS 线圈打破国外垄断



数据来源：公司招股书，公司官网，东吴证券研究所

图 19： 汽车高速数据传输线



数据来源：公司招股书，公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设与盈利预测

瀚川智能是一家专业的智能制造装备整体解决方案制造商，产品主要应用于汽车电子、医疗健康、新能源电池等行业，尤其在汽车电子智能制造装备领域拥有显著的市场地位，在细分领域连接器和传感器方面已达到和国外一线同行竞标的水准。目前已经为泰科电子、大陆集团等国际知名客户提供了多种非标核心智能制造装备，并且积极布局海外业务，不断壮大自身实力。本募集资金的 4.7 亿元将投入到智能制造系统及高端装备的新建项目，有望对公司现有产能进行扩充、进一步提升公司的技术研发实力、业务

规模和盈利水平。

智能制造装备：包括汽车电子智能装备、新能源电池智能制造装备、医疗健康智能制造装备、其他行业智能制造装备。

其中**汽车电子智能装备**主要客户全球一线的汽车电子企业包括泰科和大陆等，泰科和大陆的固定资产投资增速年化在 15%左右，且在设备端已经基本完成了进口替代，未来瀚川智能的增速至少和行业增速保持同步，且在客户的市占率目前在 10%左右，预计未来将会有大幅提升的可能性，故该块业务增速最快，预计将会超过汽车电子自动化的行业增速；

新能源电池智能制造装备近几年发展迅速，主要客户包括欣旺达等国内的电池企业。由于新能源汽车销量在我国增速非常快，且锂电设备行业还在加速整合中，公司从事的锂电设备，主要是新能源电池化成分容一体机研发。化成和分容是软包电池制造的重要工艺，是电容量、电芯一致性、良品率等各项指标能否达到要求的关键性检测工序。公司基于对软包电池的工艺分析，研发集成化成、分容于一体且可一键式柔性化、智能化进行化成和分容功能切换，快速换型，配合自主研发的高精度电池智能充放电测试仪器，提升良品率，提高生产效率，但是该块业务竞争较为激烈，故新能源电池智能制造装备业务的增速会低于汽车电子智能装备。

医疗健康智能制造装备是公司近三年重点开拓的新业务，且发展速度迅速，主要是因为公司开发的新客户美敦力和山东新华医疗器械股份有限公司分别于 2017 年度实现了 880.06 万元和 536.19 万元的收入。美敦力是全球排名第一的医疗器械和用品公司，2017 年度已经成为公司的前五大客户。医疗器材行业存在毛利率高，自动化率高的特点，对设备的需求稳定且标准严格，属于非常优质的下游行业，故医疗健康智能制造装备业务的增速较快，高于新能源电池业务，但略低于汽车电子智能装备。

假设公司的汽车电子智能制造装备业务的未来增速会随着汽车行业智能化和电子化的提高而增长，新能源电池智能制造装备业务会伴随国内新能源汽车行业加速发展而增长，医疗健康智能制造装备会随着医疗健康企业对于自动化和智能化生产要求的提高而增长，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 6.4 亿、9.1 亿、13.1 亿，分别同比增长 46%、43%、43%。公司 2019-2021 年的净利润分别为 1.1 亿、1.7 亿、2.6 亿，分别同比增长 61%、55%、51%。

表 5：瀚川智能分业务收入预测（百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
智能制造装备	237.30	430.94	631.14	902.74	1,294.34
YoY	61.8%	81.6%	55.0%	55.0%	50.0%
毛利率(%)	216.98	372.62	558.9	810.4	1175.2
汽车电子智能制造装备	216.98	372.62	558.9	810.4	1175.2
YoY	58.8%	71.7%	50.0%	45.0%	45.0%
新能源电池智能制造装备		36.03	43.2	54.0	67.6
YoY			20.0%	25.0%	25.0%
医疗健康智能制造装备	15.10	12.65	16.4	21.7	29.3
YoY			30.0%	32.0%	35.0%
其他行业智能制造装备	5.22	9.64	12.5	16.5	22.3
YoY			30.0%	32.0%	35.0%
零部件	6.37	4.69	6.6	9.2	12.9
YoY			40.0%	40.0%	40.0%
毛利率(%)	39.15	37.28	35.00	35.00	35.00
其他业务	0.27	0.47	0.6	0.6	0.7
YoY			20.0%	20.0%	20.0%
毛利率(%)	28.11	25.72	25.00	25.00	25.00
收入合计	243.9	436.1	638.3	912.6	1308.0
YoY	62.57%	78.77%	46.36%	42.98%	43.32%
毛利润合计	87.64	151.97	227.66	335.56	497.21
综合毛利率	36.98%	35.28%	36.05%	37.14%	38.37%

数据来源：wind，东吴证券研究所

4.2. 公司估值

（1）估值方法一：PE（市盈率法）

根据上文分析，公司目前的主要收入来源为智能制造装备，募投项目 4.67 亿元的主要投向是“智能制造系统及高端装备的新建项目”，预计高端装备产能释放后公司的收

入和毛利率将会显著提高。同类可比公司中的**机器人**目前主要业务是自动化系统集成行业，包括智能物流、自动化成套装备，由于其业务下游广泛和作为行业龙头，具备一定的估值溢价，其动态估值一直在 40 倍左右；**拓斯达**业务的主要定位是系统集成+本体制造+软件开发+工业互联网四位一体的智能制造综合服务商，其是业绩高增长且小而美的机器人自动化企业；**迈为股份**的主营业务为光伏电池片设备中的丝网印刷机，相比瀚川智能，客户更加集中于光伏行业，故估值也要比客户相对多样化的瀚川智能估值低。**克来机电**的业务和瀚川智能最为接近，客户主要是汽车零部件领域龙头企业，包括博世系、上海延锋江森座椅有限公司、联合电子等。目前收入的主要构成是汽车电子类业务和汽车内饰类业务，业务类型都包括测试线和装配线业务。随着汽车电动化趋势和智能化渗透率的提高将提升对汽车电子的需求。克来机电和瀚川智能作为国内首屈一指的汽车电子非标自动化设备供应商将深度受益。

因此，我们认为最为可比公司主要为克来机电，但是克来机电下游客户较为单一，汽车电子行业的非标设备自动化业务是主要核心业务，故瀚川智能与克来机电相比，估值应该与较为接近克来机电的估值水平，故我们给予 PE 估值为 30-40 倍，预计公司 2019 年净利润为 1.1 亿，对应市值区间为 33-44 亿元。

表 6：可比公司估值（PE）

		2019/7/8	市值 (亿)	净利润（亿元）			PE		
		股价		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300024	机器人	15.2	237	6.0	7.9	9.9	39.6	30.1	24.0
300607	拓斯达	27.0	45	2.4	3.1	4.1	19.0	14.7	11.1
300751	迈为股份	81.6	67	3.6	4.6	6.1	18.5	14.5	10.9
603960	克来机电	13.7	46	0.9	1.2	1.7	50.8	38.1	26.9
平均							31.9	24.3	18.2

数据来源：WIND，东吴证券研究所

(数据更新到 2019 年 7 月 8 日收盘价)

（2）估值方法二：PS 法（市销率）

考虑到瀚川智能是作为正处于成长扩张期的汽车电子自动化企业，不管是汽车电子自动化设备+新能源电池智能制造装备+医疗健康智能制造装备都是专用设备领域壁垒较高的环节，均需要大量的研发投入去攻克技术难关。我们认为高研发投入容易对公司的净利润水平造成波动，故另采取 PS 估值法对公司进行估值较为合理。同类可比公司中拓斯达由于收入体量较大，下游客户主要是 3C 自动化行业，存在客户多，单个客户量小的特点，和瀚川智能的可比性不强，故 PS 法在比较中不适用。迈为股份主要客户是光伏电池片企业，订单周期和付款周期较长，故用 PS 法和瀚川智能相比也并不适用。

机器人有自动化系统集成业务和单机业务，克来机电下游客户和瀚川智能完全重叠，业务类型也较为类似。所以我们认为瀚川智能的估值应该和克来机电和机器人较为类似，故我们给予 PS 估值为 4-7 倍，预计公司 2019 年收入为 6.4 亿，对应市值区间为 26-45 亿元。

表 7：可比公司估值 (PS)

		2019/7/8	市值	收入 (亿元)			PS		
		股价	(亿)	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300024	机器人	15.2	237	39.8	51.2	62.0	6.0	4.6	3.8
300607	拓斯达	27.0	45	16.8	22.3	29.8	2.7	2.0	1.5
300751	迈为股份	81.6	67	15.9	20.4	26.1	4.2	3.3	2.6
603960	克来机电	13.7	46	7.6	9.9	13.0	6.0	4.6	3.5
平均							4.7	3.6	2.9

数据来源：WIND，东吴证券研究所

(数据更新到 2019 年 7 月 8 日收盘价)

(3) 询价建议：我们认为公司的合理 PE 估值为 30-40 倍，预计公司 2019 年净利润为 1.1 亿，对应市值区间为 33-44 亿元；给予 PS 估值为 4-7 倍，预计公司 2019 年收入为 6.4 亿，对应市值区间为 26-45 亿元。由于两种估值方法得到的市值区间较为接近，故选取重叠部分作为最终的参考市值区间，即为 33-44 亿元。

按照最新招股说明书，公司本次拟公开发行股票为 2700 万股，占发行后总股本的 25%，据此测算对应合理估值区间为 31-41 元，建议网下投资者建议投资者参考以上估值区间，并考虑一二级市场价差，积极申购。

5. 风险提示

1.汽车行业周期性波动:汽车行业下游需求可能受周期性波动，影响上游汽车电子需求，从而影响非标设备需求。

2.客户集中度高:瀚川智能客户主要集中在大陆系、泰科系、前五大客户采购额占比超过 70%，前五大客户采购订单波动可能会影响业绩。

3.技术创新不及预期:瀚川智能所处的汽车电子自动化设备行业需要不断技术创新，一旦创新进展不及预期，可能影响业绩表现。

瀚川智能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	374	1230	1427	1790	营业收入	436	638	913	1308
现金	93	787	800	900	减:营业成本	281	408	574	806
应收账款	101	149	212	305	营业税金及附加	3	4	6	9
存货	152	224	314	442	营业费用	19	31	41	65
其他流动资产	27	70	100	144	管理费用	34	67	96	118
非流动资产	113	598	1063	1021	财务费用	4	-6	-2	-0
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	3	0	0	0
固定资产	58	543	1008	967	加:投资净收益	7	0	8	0
在建工程	20	156	197	59	其他收益	-17	0	0	0
无形资产	12	12	11	11	营业利润	82	133	205	310
其他非流动资产	24	-112	-153	-15	加:营业外净收支	1	0	0	0
资产总计	487	1828	2490	2811	利润总额	83	133	205	310
流动负债	284	661	1148	1205	减:所得税费用	12	19	29	43
短期借款	33	200	501	302	少数股东损益	1	1	2	3
应付账款	107	157	220	309	归属母公司净利润	70	113	175	264
其他流动负债	144	304	427	594	EBIT	100	127	196	310
非流动负债	16	16	16	16	EBITDA	108	147	251	392
长期借款	3	3	3	3					
其他非流动负债	13	13	13	13	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	300	677	1164	1221	每股收益(元)	0.87	1.05	1.62	2.44
少数股东权益	4	5	7	10	每股净资产(元)	2.26	10.61	12.21	14.63
					发行在外股份(百万股)	81	108	108	108
归属母公司股东权益	183	1145	1319	1580	ROIC(%)	50.4%	14.4%	10.8%	14.2%
负债和股东权益	487	1828	2490	2811	ROE(%)	38.4%	9.9%	13.3%	16.7%
					毛利率(%)	35.6%	36.1%	37.1%	38.4%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	16.1%	17.7%	19.2%	20.2%
经营活动现金流	60	179	233	342	资产负债率(%)	61.6%	37.0%	46.7%	43.4%
投资活动现金流	-59	-502	-519	-41	收入增长率(%)	78.8%	46.4%	43.0%	43.3%
筹资活动现金流	30	1017	299	-202	净利润增长率(%)	118.2%	61.0%	54.8%	50.7%
现金净增加额	32	694	13	100	P/E	NA	NA	NA	NA
折旧和摊销	7	20	55	82	P/B	NA	NA	NA	NA
资本开支	-33	-502	-519	-41	EV/EBITDA	NA	NA	NA	NA
营运资本变动	-34	45	1	-6					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

(备注: 1、按照发行公告, 本次发行股份为 2700 万股。2、发行价格, 按照合理价格区间的下限, 即 31 元计算。
3、本次发行计划募集 4.68 亿元, 预计募集 8.37 亿元, 预计超募金额为 3.69 亿元。)

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>