

金固股份 (002488)

证券研究报告

2020年03月11日

手握自动驾驶核心，牵手特斯拉后服务

战略注资特斯拉授权售后服务商嵩山弘毅

公司拟出资 2000-3000 万元，投资特斯拉官方授权售后服务商嵩山弘毅。其拥有多家特斯拉授权钣喷中心，在服务技术、价格体系、车辆配件等方面，均与特斯拉直营服务中心保持一致。此项投资将为公司后市场布局打开特斯拉售后业务流量入口，与已建成的线上+线下后市场生态协同发展。

公司自 2013 年布局汽车后市场领域，2015 年创立汽车超人，2018 年携手阿里、康众汽配，打造“新康众”，线上引流+线下前置仓，打造流量闭环。

手握自动驾驶核心 携手滴滴小桔车服

上周，公司与滴滴旗下的小桔车服签订战略合作协议，双方将联合研发 5G、车联网、IoT 等前沿技术在车队运营管理及汽车后市场领域的应用。

公司在无人驾驶、车联网方面的布局已多年。2015 年参股苏州智华，手握特有的图像传感和智能识别处理技术，成功开发出多个汽车智能安全驾驶系统，成功为东风日产，广汽，长安福特，长城、比亚迪等车厂量产供货，是国内极少数几家进入前装主流汽车厂的智能驾驶公司，并与日立、华为开展多维业务合作，参与了国家发改委支持的车路云一体示范项目。

钢圈主业随行业复苏 世界建厂缓解摩擦风险

汽车行业复苏在即，公司钢圈业务在疫情后有望迅速迎来恢复性反弹。公司凭借对钢轮制造工艺及技术的多年积累，成为进入 OEM 市场的国内少数几家企业之一，是上汽大众，巴西大众，上汽通用，上汽通用五菱，宇通客车，青年汽车，金龙客车等各大整车制造商的供应商。

目前汽车行业库存已在底部，正逐步由主动去库存阶段进入被动去库存阶段，2020 年行业回暖趋势基本明确，而与整车制造周期同步的车轮业务有望迎来复苏。

盈利预测：由于公司“新康众”公司还未达到预期盈利水平，我们将公司 19-21 年利润预测从 3.0/4.4/5.4 亿元下调为 0.25/1.5/1.8 亿元，着眼于公司后市场业务的强大布局，以及汽车消费复苏对传统钢圈业务毛利率恢复的预期，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；车市恢复不及预期；汽车后市场竞争程度高于预期；与嵩山弘毅合作不达预期；后市场业务盈利能力仍未提振。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,011.16	2,736.45	2,122.44	2,335.64	2,539.52
增长率(%)	32.54	(9.12)	(22.44)	10.05	8.73
EBITDA(百万元)	200.53	467.43	286.14	469.73	530.48
净利润(百万元)	53.98	164.22	24.55	145.81	184.53
增长率(%)	(139.07)	204.20	(85.05)	494.01	26.56
EPS(元/股)	0.05	0.16	0.02	0.14	0.18
市盈率(P/E)	129.50	42.57	284.81	47.95	37.89
市净率(P/B)	1.70	1.75	1.72	1.68	1.63
市销率(P/S)	2.32	2.55	3.29	2.99	2.75
EV/EBITDA	29.97	11.71	18.69	11.58	9.16

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.91 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,011.72
流通 A 股股本(百万股)	769.81
A 股总市值(百万元)	6,990.97
流通 A 股市值(百万元)	5,319.36
每股净资产(元)	3.97
资产负债率(%)	45.06
一年内最高/最低(元)	13.20/5.65

作者

邓学	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010001	
dengxue@tfzq.com	
胡婷	联系人
huting@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《金固股份-公司点评:汽修新规推动龙头发展》 2019-07-09
- 《金固股份-公司点评:回购方案体现发展信心，汽车后市场龙头显价值》 2019-05-10
- 《金固股份-年报点评报告:制造业务毛利稳定，汽车后市场升级新零售》 2019-04-27

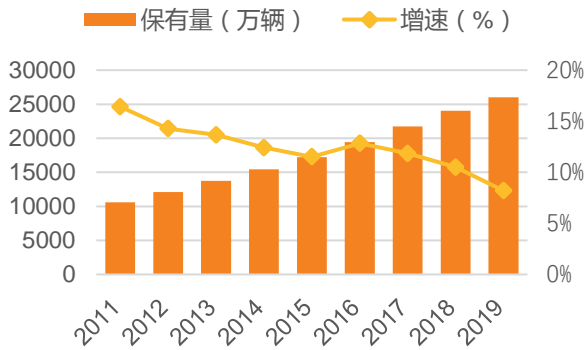


1. 后市场业务多维布局 牵手特斯拉售后服务商

1.1. 中国进入后汽车时代，维保需求随车龄提升

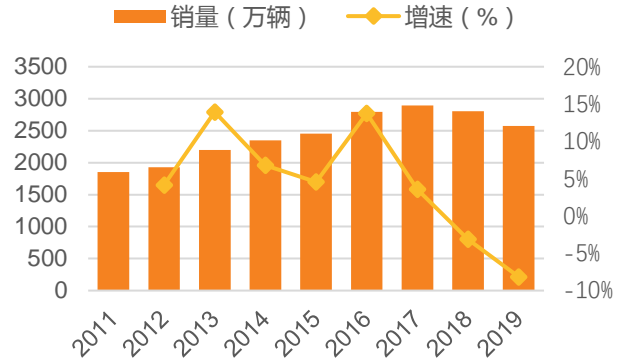
我国汽车保有量稳步增长，2019年已达到2.6亿辆。随着我国经济的高速增长，居民消费能力也持续提升，汽车销量在前几年保持高速增长。全国汽车保有量较2012年已经翻了一倍。近几年受各方因素的影响，汽车销量有所回落，中国正式进入后汽车时代。

图 1：中国汽车保有量&增速



资料来源：公安部、天风证券研究所

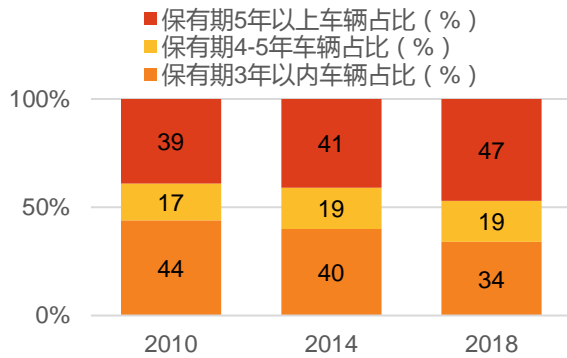
图 2：中国汽车销量&增速



资料来源：中汽协、天风证券研究所

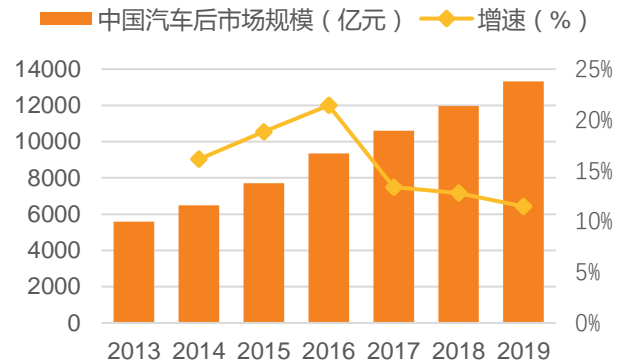
平均车龄上升，维保需求提高。美国平均车龄超过10年，而中国平均车龄仅有4.9年，但保有期5年以上的车辆占比较2010年增加8%，平均车龄快速提升。大量汽车原厂质保期为四年，质保期外消费者会寻求低成本的服务解决方案，平均车龄增长将提升消费者自费费用比例。另一方面，车龄增加提升养护需求频率，部分易损件进入更换周期。中国汽车后市场已超万亿，随着汽车保有量的进一步提升，中国汽车后市场将迎来快速增长期。

图 3：中国汽车平均车龄占比统计



资料来源：前瞻经济学人、天风证券研究所

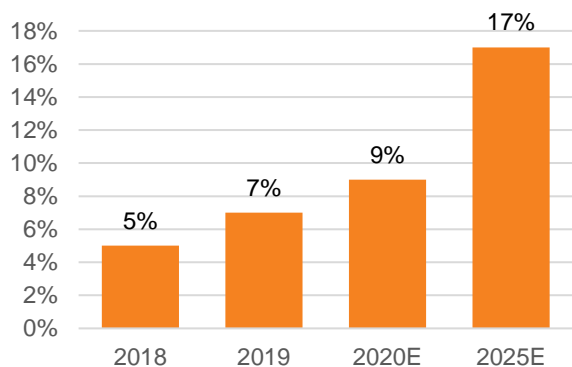
图 4：中国汽车后市场规模&增速



资料来源：前瞻经济学人、天风证券研究所

中国汽车后市场向新零售模式转型。国内的汽车售后维保服务主要还是4S店的传统模式。近年来，得益于互联网电商平台在国内的良好基础，我国汽车后市场正逐步打开线上渠道。许多公司开始探索汽车后市场的新业务模式。例如途虎养车、快易修等公司主打线上引流+线下连锁的模式，希望通过线上流量获取客户资源，并通过数字化的供应链管理提升服务效率。线上+线下结合的模式或成为未来我国汽车后市场的一个发展方向。

图 5：中国汽车维保线上渗透率



资料来源：德勤、天风证券研究所

图 6：途虎养车门店

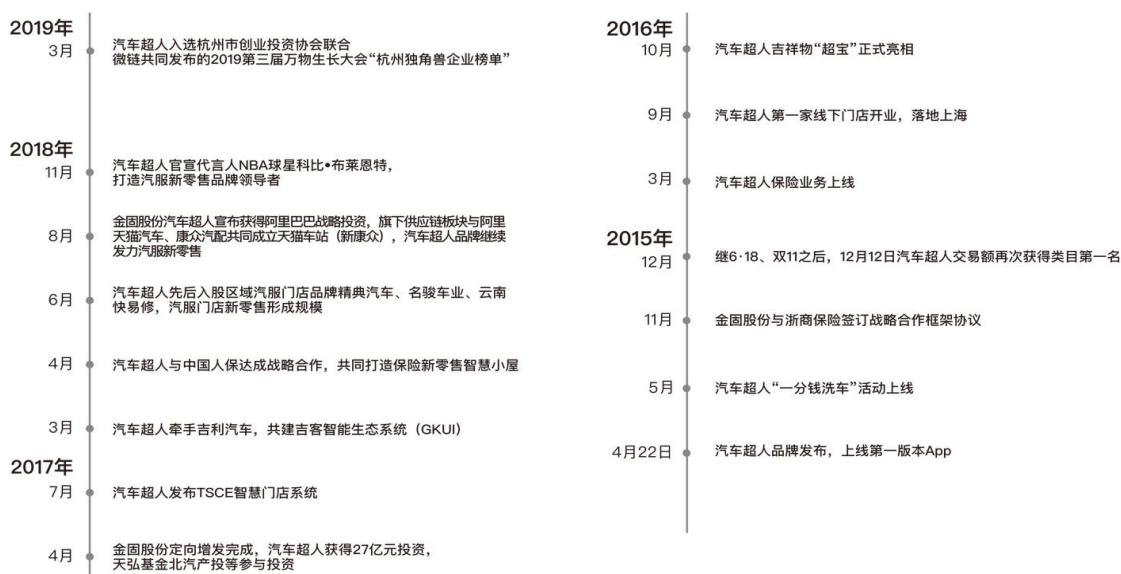


资料来源：途虎养车官网、天风证券研究所

1.2. 手握自动驾驶核心，牵手特斯拉后服务

公司旗下“汽车超人”数字化赋能线下门店。公司自 2013 年开始布局汽车后市场领域，于 2015 年创立汽车超人，服务范围包括汽车维修保养、轮胎、汽车美容、汽车保险、新车及二手车等汽车配套服务。汽车超人通过供应链整合，门店 SaaS 系统，线上精准营销流量导入等信息化手段来赋能、改造线下汽服门店，从而提升门店经营效率、服务质量以及盈利能力，进而打造汽服新零售，推动产业升级。

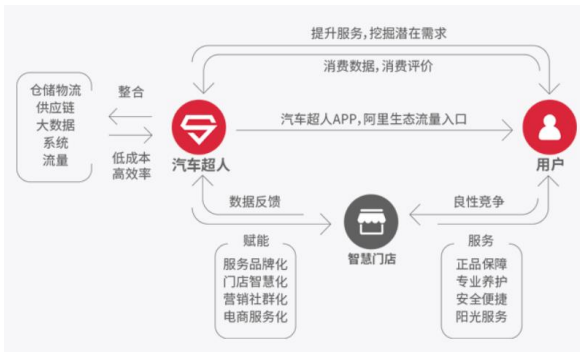
图 7：汽车超人发展历史



资料来源：公司官网、天风证券研究所

加强区域合作，规模逐步扩张。近年来，“汽车超人”加快搭建线下基础建设，2018年6月入股区域汽服门店品牌四川精典汽车服务连锁；与云南快易修成立合资公司，推进云南区域汽车服务连锁事业发展；与苏州名骏百盛股权合作，植入智慧门店系统。加上原汽车超人服务门店，现线下门店已覆盖上海、浙江、江苏、安徽、四川、重庆、云南等全国多个区域，逐步形成规模化新零售智慧连锁服务品牌。汽车超人接下来还将持续拓展门店覆盖范围，2019年，汽车超人新零售连锁门店达到1050家，三年内预计达到5000家，汽车超人将与业界共同推动汽车后市场汽服新零售加速发展。

图 8：汽车超人品牌定位



资料来源：公司官网、天风证券研究所

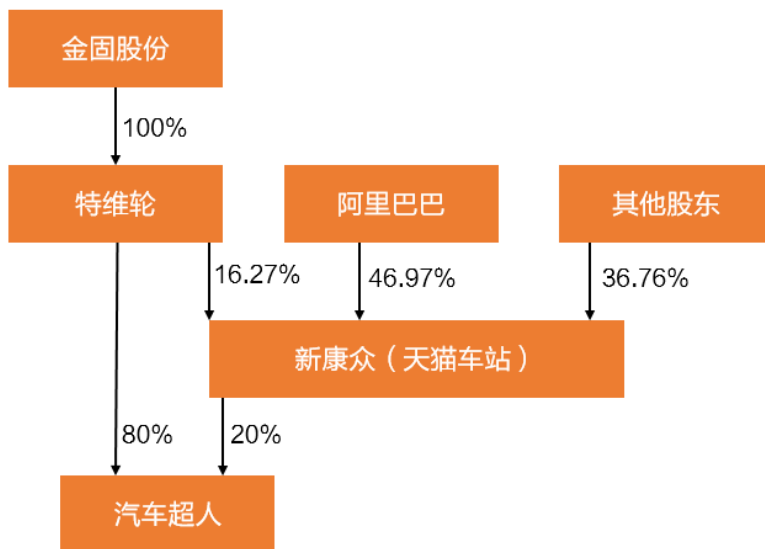
图 9：汽车超人门店



资料来源：公司官网、天风证券研究所

携手阿里、康众汽配，打造“新康众”，重塑汽车后市场供应链。2018年8月，公司将汽车超人供应链业务与阿里天猫汽车、康众汽配相关业务进行战略重组，成立新康众（天猫车站），阿里为第一大股东，金固为第二大股东。阿里坐拥天猫和淘宝两大生态流量入口，获客优势明显。重组之后新康众拥有天猫、淘宝后市场业务（除汽车用品外）的独家运营权，共享1.4亿车主数据和阿里生态流量入口，致力于重塑汽车后市场供应链，打造成为汽配新零售领导品牌。

图 10：新康众和汽车超人股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

自建仓配体系，“半小时达”指日可待。新康众（天猫车站）拥有原汽车超人覆盖全品牌的轮胎、机油供应链加上原康众汽配易损件供应链体系，通过优势资源聚焦全行业汽配，完成供应链整合并进行数字化改造。除此之外，新康众还将自建仓配体系，前置仓数量达到千个以上，到2022年将建成保障全国“半小时配送”的仓配体系。按照计划，5年内，天猫车站认证门店在全国范围内将达到5万家，服务触达绝大多数车主用户。

线上引流+线下前置仓，打造流量闭环。公司正通过新康众（天猫车站）与汽车超人打造汽车后市场智慧生态链，新康众通过提供线上流量和供应链仓配能力成为行业基础设施建设者，打造业内最具权威的汽车后市场服务认证平台。汽车超人则通过信息数字化手段赋能改造线下汽修门店，是领先的汽服新零售连锁品牌，致力于推动产业升级，是行业数字化先行者。

图 11：新康众全国网点分布



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 12：新康众暨天猫车站发布会



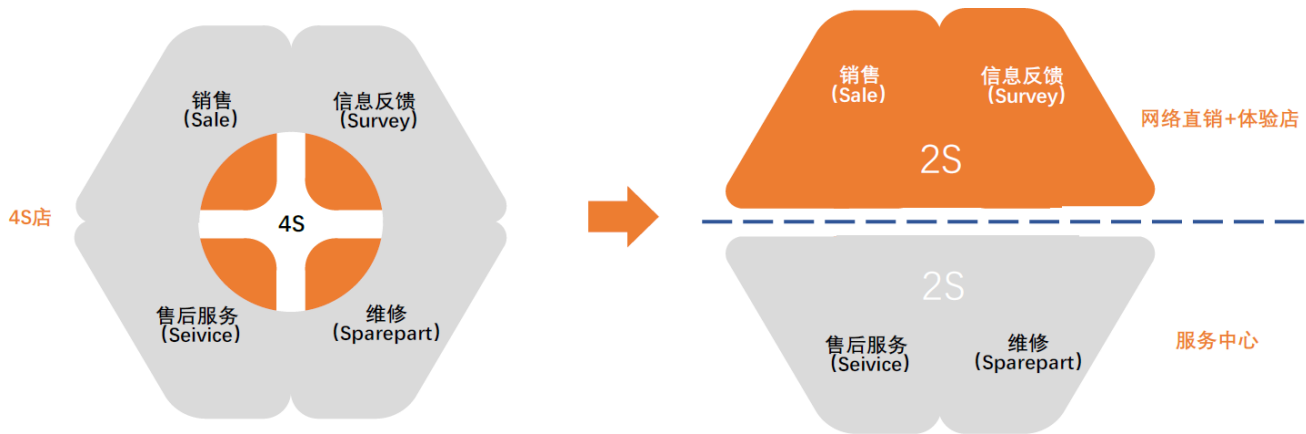
资料来源：腾讯、天风证券研究所

“新康众+汽车超人”的商业模式兼顾线上与线下的发展，具有较高商业价值。相比于传统 4S 店模式，公司在价格、服务类别及服务品牌数量上具有较高优势；相比于“路边摊”小店，公司在服务质量及产品质量上给消费者更大信心；相比于其他售后新势力，公司在线上数据与阿里巴巴实现部分共享，导流规模、营销精准度方面优势明显。

战略注资特斯拉授权售后服务商，拓展新能源汽车后市场业务。今年 3 月 10 日，公司与北京嵩山弘毅科技签订了《投资意向协议》，公司拟出资 2000-3000 万元，以增资或结合部分可转换债券方式投资嵩山弘毅，本次投资后嵩山弘毅估值 1 亿元，增资款将用于拓展汽车后市场新能源汽车售后服务网点及关联业务。弘毅科技是特斯拉官方授权售后服务商，旗下公司拥有多家特斯拉授权钣喷中心。特斯拉授权钣喷中心在服务技术、价格体系、车辆配件等方面，均与特斯拉直营服务中心保持一致。

- 特斯拉等新造车势力打破了传统汽车销售过程。主机厂原先主要通过户外大屏、电台、电视广告和明星代言宣传品牌，并在城郊等偏僻区域建设 4S 实体店，消费者在 4S 店内完成试车、购买、交付、售后等一系列环节。特斯拉首创网络直销+线下直营体验店+服务中心模式，将 4S 店模式转为“2S+2S”模式，将高频次的销售服务和低频次的售后维修保养服务分开，从营销、交付、售后等环节都极大的简化了销售流程。

图 13：新零售将传统 4S 店功能分割为 2S+2S



资料来源：中国汽车报、天风证券研究所

联合滴滴，深入布局自动驾驶。今年 3 月 2 日，公司已与滴滴旗下的小桔车服签订战略合作协议。双方将联合研发 5G、车联网、IoT 等前沿技术在车队运营管理及汽车后市场领域的应用。在汽车后市场开展大数据、零部件质量保证、门店标准提升、新服务标准建立等方面的战略合作。并在车辆的运营管理、司机培训、服务品质等方面开展全面合作，树立新的行业标杆。由于运营车辆的维保需求远高于私家车，公司借此机会也可触及共享出行市占率 90%的 B 端通道，将有效促进其售后市场业务增长。

公司在无人驾驶、车联网方面的布局已多年。2015 年公司参股苏州智华（比例 9.31%），成功开发出多个汽车智能安全驾驶系统。苏州智华为清华大学汽车工程系孵化支持的，由清华大学苏州汽车研究院牵头着力打造的专注于智能驾驶的高科技公司，2012 年成立，以特有的图像传感和智能识别处理技术为核心，成功开发出车道偏离报警系统、前向碰撞预警系统、全景影像系统、倒车影像辅助等多个汽车智能安全驾驶系统，成功为东风日产，广汽，长安，宇通，金龙等车厂量产供货，2019 年新进入了长安福特、长城和比亚迪的配套体系，是国内极少数几家进入前装主流汽车厂的智能驾驶公司。

与日立、华为多方合作智能驾驶，参与国家发改委项目。日立汽车委托苏州智华基于全球领先的双目摄像头，合作开发中国市场，近期公司正与华为开展业务交流，就具体业务合作方案进行积极讨论。在新技术和产品方面，苏州智华也在储备汽车智能网联相关技术和应用，其中拓展了智能路侧设备项目，参与了国家发改委支持的车路云一体示范项目，苏州智华承接了路侧设备和车端设备。2019 年 1 月 8 日，苏州智华参与的“基于共用架构的汽车智能驾驶辅助系统关键技术及产业化”项目获得 2018 年度国家科学技术进步二等奖。

2. 钢圈主业随行业复苏 世界建厂缓解摩擦风险

世界工厂缓解贸易摩擦压力。作为滚型车轮的龙头企业，钢制车轮是公司高端制造板块中重要的一部分。公司于 2012 年收购具有 35 年高端车轮设备的设计、研发和制造经验美国 Hess Industries Inc 公司，为金固车轮的高品质及产品升级奠定了坚实的基础。同时，公司还在美国密歇根州成立了全资子公司太平洋车轮公司，在泰国罗勇府工业园成立亚洲车轮有限公司，主要从事汽车钢车轮生产及销售。2018 年中美贸易冲突爆发，美国、泰国海外工厂可以帮助公司有效缓解业绩冲击。

图 14：亚洲车轮有限公司（泰国）



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 15：太平洋车轮公司（美国）

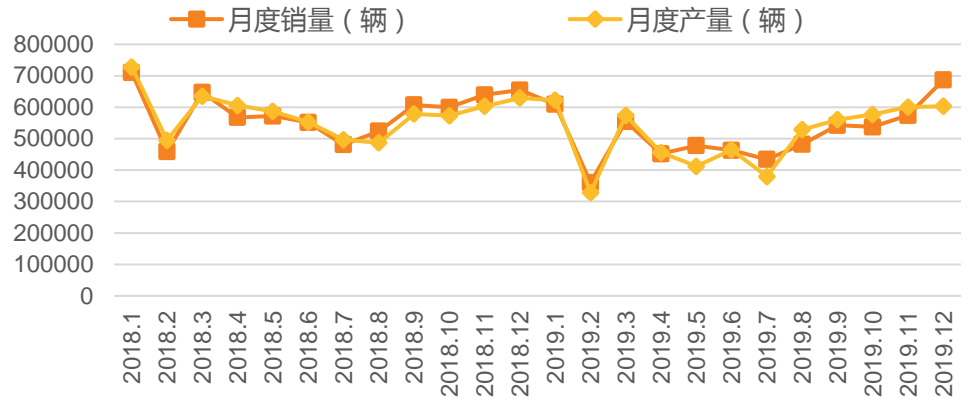


资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.1. 汽车行业复苏在即，疫情后有望迅速迎来恢复性反弹

OEM 端受益于渠道补库存。公司凭借对钢轮制造工艺及技术的多年积累，成为进入 OEM 市场的国内少数几家企业之一，是上汽大众，巴西大众，上汽通用，上汽通用五菱，宇通客车，青年汽车，金龙客车等各大整车制造商的供应商。目前汽车行业库存已在底部，正逐步由主动去库存阶段进入被动去库存阶段，2020 年行业回暖趋势基本明确，而与整车制造周期同步的车轮业务有望迎来复苏。

图 16：上汽集团月度产销量



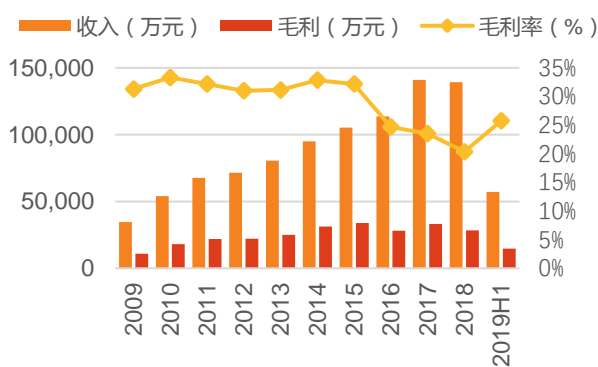
资料来源：中汽协、天风证券研究所

AM 端受益于经销商复工，售后维修业务开工，维修需求回补。与汽车保有量相关的汽车改装与维修需求一定程度上抵消了汽车行业波动对本行业的影响。根据中国汽车流通协会数据，3月9日1271个二手车交易市场906家复工，占比71.28%，疫情平稳后，汽车维护需求将会快速回补，预计经销商将在五月基本恢复正常。另外公司还可以受益于新康众的引流效应，新康众提供线上流量，汽车超人则通过信息数字化手段赋能改造线下汽修门店。

2.2. 汽车市场低迷导致业务下滑，毛利率逐渐恢复

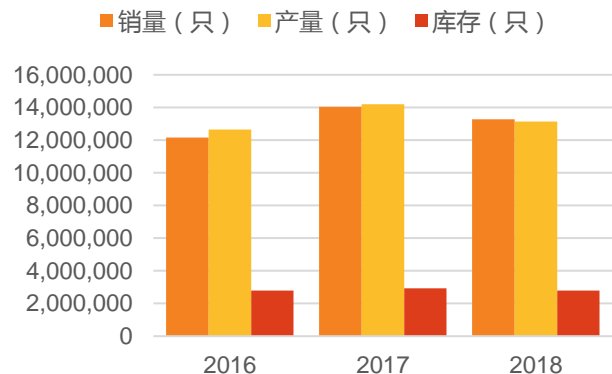
受汽车行业周期影响，营收首次下滑。公司自09年以来，不断扩张产能和开拓国内外市场，车轮制造业务营收一直保持高速增长状态。然而2018年汽车行业景气度低迷，国内汽车保有量持续增长而产销量下降导致市场呈下行压力，因为导致钢轮业务产销量降低，营业收入出现首次下滑。毛利率因原材料价格波动、人工成本上涨、能源成本上升等影响，自2015年开始下滑，但在2019年上半年毛利率提升至25.75%。

图 17：公司车轮制造业务营收、毛利及毛利率（亿元，%）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 18：公司车轮制造业务销量、产量、库存（只）



资料来源：wind、天风证券研究所

客户结构分散，抵御风险能力强。公司不断丰富客户结构，目前已成为上汽大众，巴西大众，上汽通用，巴西通用，斯柯达，福特，广州本田，奇瑞捷豹路虎，上汽通用五菱，长城汽车，吉利汽车，奇瑞汽车，观致汽车，东风柳汽，宇通客车，青年汽车，金龙客车等各大整车制造商的供应商，并且进入国际汽车零部件配套采购体系，是通用采购体系内的中国钢制车轮供应商之一。18年前五大客户占比18.75%，较17年24.14%进一步降低，客户结构不断分散，增加抵御风险能力。

表 1：2018 年公司车轮业务前五大客户

客户	销售额（元）	占年销售额比例
1	128,692,683	4.70%
2	117,125,041	4.28%
3	108,266,712	3.96%
4	92,663,421	3.39%
5	66,333,737	2.42%
合计	513,081,593	18.75%

资料来源：wind、天风证券研究所

3. 风险提示

原材料价格波动风险：公司钢圈业务受上游原材料钢价影响较大，钢价上涨或将对公司主业毛利率产生影响。

车市恢复不及预期：钢圈业务与国内车市景气度关系较大，若国内车市消费不达预期，将对钢圈下游需求产生影响。

汽车后市场竞争程度高于预期：后市场格局较为分散，竞争程度加剧或将降低后市场业务盈利能力。

与嵩山弘毅合作不达预期：《投资意向协议》属于协议双方合作意愿性的约定，未签署正式投资协议。

后市场业务盈利能力仍未提振：公司后市场业务盈利能力和中国后市场竞争格局、业务拓展进度相关，若不达预期将对公司总体利润产生影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,004.42	2,167.45	3,569.93	3,064.35	3,604.14
应收票据及应收账款	388.67	407.98	228.75	420.04	285.38
预付账款	199.52	149.22	86.79	172.91	106.35
存货	718.18	668.67	300.17	711.68	396.54
其他	170.30	186.50	210.39	212.21	190.77
流动资产合计	4,481.10	3,579.82	4,396.03	4,581.20	4,583.18
长期股权投资	310.26	894.46	894.46	894.46	894.46
固定资产	1,112.79	1,055.07	1,037.53	980.31	884.73
在建工程	186.88	294.93	212.96	175.77	135.46
无形资产	274.07	269.06	250.68	232.31	213.93
其他	821.90	1,185.24	715.41	850.44	851.43
非流动资产合计	2,705.90	3,698.76	3,111.05	3,133.29	2,980.03
资产总计	7,186.99	7,278.58	7,507.07	7,714.49	7,563.20
短期借款	1,297.81	1,659.79	2,300.00	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	971.96	879.44	497.38	917.69	625.37
其他	403.99	206.85	257.15	254.47	272.38
流动负债合计	2,673.77	2,746.08	3,054.53	3,172.16	2,897.75
长期借款	206.85	398.46	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	157.10	115.27	165.70	146.02	142.33
非流动负债合计	363.96	513.72	365.70	346.02	342.33
负债合计	3,037.72	3,259.80	3,420.24	3,518.18	3,240.08
少数股东权益	26.99	34.00	34.03	33.65	32.81
股本	674.14	1,011.20	1,011.72	1,011.72	1,011.72
资本公积	3,352.45	3,029.53	2,853.69	2,853.69	2,853.69
留存收益	3,461.29	3,201.47	3,041.08	3,150.94	3,278.59
其他	(3,365.59)	(3,257.42)	(2,853.69)	(2,853.69)	(2,853.69)
股东权益合计	4,149.27	4,018.78	4,086.84	4,196.31	4,323.12
负债和股东权益总	7,186.99	7,278.58	7,507.07	7,714.49	7,563.20

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	54.16	162.23	24.55	145.81	184.53
折旧摊销	158.34	161.81	177.89	192.78	204.26
财务费用	29.50	61.94	69.05	69.40	63.82
投资损失	(25.64)	(374.62)	(50.00)	(100.00)	(120.00)
营运资金变动	(967.02)	(824.66)	520.96	(448.87)	298.83
其它	366.15	374.47	(3.70)	(0.38)	(0.84)
经营活动现金流	(384.52)	(438.84)	738.74	(141.27)	630.60
资本支出	277.15	834.47	9.57	99.68	53.69
长期投资	7.78	584.21	0.00	0.00	0.00
其他	(262.98)	(1,531.90)	159.71	(79.68)	16.31
投资活动现金流	21.95	(113.22)	169.28	20.00	70.00
债权融资	1,739.50	2,073.41	2,593.44	2,314.48	2,274.36
股权融资	2,630.76	(219.49)	(16.47)	(69.40)	(63.82)
其他	(1,774.35)	(1,948.72)	(2,082.50)	(2,629.39)	(2,371.36)
筹资活动现金流	2,595.91	(94.80)	494.46	(384.31)	(160.82)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,233.33	(646.86)	1,402.48	(505.58)	539.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,011.16	2,736.45	2,122.44	2,335.64	2,539.52
营业成本	2,513.53	2,308.76	1,652.19	1,756.64	1,896.59
营业税金及附加	20.13	15.07	10.61	11.68	12.70
营业费用	271.32	217.07	169.80	175.17	190.46
管理费用	164.31	201.80	180.41	163.50	177.77
研发费用	62.74	60.04	42.45	46.71	50.79
财务费用	29.22	18.90	69.05	69.40	63.82
资产减值损失	17.97	61.50	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	(4.51)	4.22	(3.73)	0.00	0.00
投资净收益	25.64	374.62	50.00	100.00	120.00
其他	(124.89)	(773.45)	(92.54)	(200.00)	(240.00)
营业利润	35.72	247.92	39.21	207.55	262.39
营业外收入	1.63	5.89	1.60	2.00	3.16
营业外支出	3.52	4.63	3.00	1.80	3.14
利润总额	33.83	249.18	37.81	207.75	262.41
所得税	(20.33)	86.96	13.23	62.32	78.72
净利润	54.16	162.23	24.58	145.42	183.69
少数股东损益	0.17	(1.99)	0.03	(0.38)	(0.84)
归属于母公司净利润	53.98	164.22	24.55	145.81	184.53
每股收益(元)	0.05	0.16	0.02	0.14	0.18

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	32.54%	-9.12%	-22.44%	10.05%	8.73%
营业利润	-117.36%	594.16%	-84.19%	429.35%	26.42%
归属于母公司净利润	-139.07%	204.20%	-85.05%	494.01%	26.56%
获利能力					
毛利率	16.53%	15.63%	22.16%	24.79%	25.32%
净利率	1.79%	6.00%	1.16%	6.24%	7.27%
ROE	1.31%	4.12%	0.61%	3.50%	4.30%
ROIC	4.94%	8.39%	2.55%	8.05%	8.75%
偿债能力					
资产负债率	42.27%	44.79%	45.56%	45.60%	42.84%
净负债率	-30.49%	-2.34%	-23.89%	-17.87%	-30.76%
流动比率	1.68	1.30	1.44	1.44	1.58
速动比率	1.41	1.06	1.34	1.22	1.44
营运能力					
应收账款周转率	9.40	6.87	6.67	7.20	7.20
存货周转率	4.43	3.95	4.38	4.62	4.58
总资产周转率	0.53	0.38	0.29	0.31	0.33
每股指标(元)					
每股收益	0.05	0.16	0.02	0.14	0.18
每股经营现金流	-0.38	-0.43	0.73	-0.14	0.62
每股净资产	4.07	3.94	4.01	4.11	4.24
估值比率					
市盈率	129.50	42.57	284.81	47.95	37.89
市净率	1.70	1.75	1.72	1.68	1.63
EV/EBITDA	29.97	11.71	18.69	11.58	9.16
EV/EBIT	133.44	17.59	49.40	19.64	14.89

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com