

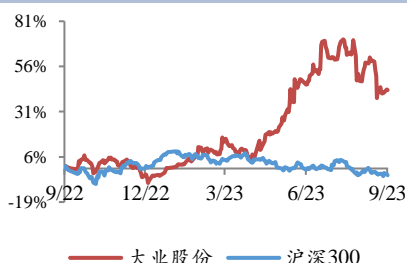
## 骨架材料需求回暖，产能释放大业将成

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-09-27

收盘价（元）	10.64
近 12 个月最高/最低（元）	12.72/6.83
总股本（百万股）	290
流通股本（百万股）	288
流通股比例（%）	99.48
总市值（亿元）	31
流通市值（亿元）	31

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

### 联系人：黄玺

执业证书号：S0010122060011

邮箱：huangxi@hazq.com

### 联系人：汪浚哲

执业证书号：S0010121070002

邮箱：wangjz@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

- **轮胎骨架材料领军企业，产能释放+需求复苏修复可期。**大业股份主营橡胶轮胎骨架材料制造，上市以来扩产+并购带动规模稳步增长，2017-2022 年收入 CAGR 为 22.56%，但由于原材料成本上行、公共卫生事件影响需求和生产等因素，公司利润有所下滑，2023 年以来伴随需求复苏、钢价回落，公司业绩逐步修复，23H1 收入/归母净利润分别为 26.7 亿元/7735 万元，同比分别+7.1%/+158.7%。公司是目前国内最大规模的胎圈钢丝制造商，2021 年收购胜通钢帘线提升钢帘线产品占比，2022 年胎圈钢丝+钢帘线产品合计占公司收入的比重 90.8%。
- **受益于下游汽车行业复苏，轮胎骨架材料需求增长。**轮胎骨架材料可以承受轮胎内外部的作用力，对于轮胎的使用功能、寿命和价值等具有决定性影响。伴随汽车产业发展，轮胎骨架材料已逐步实现化纤向钢丝的过渡，例如采用钢帘线的子午线轮胎，由于其耐磨性好、滚动阻力小等特点，逐步替代使用化纤帘子布的斜交轮胎，国内轮胎子午化率从 2009 年的 79% 提升至 2021 年的 93.8%。伴随乘用车及货运交通需求复苏，2023 年 1-8 月汽车产量/销量同比分别+3.2%/+8.0%，带动轮胎骨架材料需求增长。在政策引导下，对于材料轻量化、绿色生产等要求增加，我们认为轮胎骨架材料行业将进一步向生产工艺和规模优势突出的头部企业集中，行业格局向好。
- **产品研发引领行业，进入国际轮胎龙头供应链。**大业股份胎圈钢丝产能规模国内第一，为弥补短板收购胜通钢帘线，并在采购、生产、销售等环节的优势资源进行互补，合并后钢帘线年产能超过 40 万吨，规模达到国内前三，进一步巩固轮胎骨架材料的领军地位。公司研发能力领先，截至 2023 年 6 月末共持有有效专利 135 件，参与制订标准带领行业向更高强度、更耐腐蚀、更轻量化等领域发展。从客户角度来看，公司前五大客户为中策橡胶、赛轮轮胎等国内大中型轮胎制造商，23H1 前五大客户占比接近 30%，公司积极进入米其林、普利司通等国际轮胎龙头供应链。海外大客户对于产品品质要求高、供应稳定，对应的销售毛利率高于中小型轮胎厂商，预期贡献业绩增量。公司向米其林销售胎圈钢丝的量从 2020 年的 470.2 吨提升至 2022 年的 1.25 万吨，目标 2023 年销量 1.7 万吨。
- **投资建议**  
公司是全球领先的橡胶骨架材料制造企业，胎圈钢丝销售规模国内第一，收购胜通钢帘线后，进一步拓展钢帘线业务，且通过募投项目扩张胎圈钢丝和钢帘线产能。2023 年以来下游需求复苏、原材料价格回稳，公司具备业绩修复机会，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.53/3.04/3.89 亿元，对应 PE 分别为 20.22/10.16/7.94 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示**  
原材料价格大幅波动；下游需求不及预期；产能释放不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5213	5950	6550	7228
收入同比（%）	2.5%	14.1%	10.1%	10.4%
归属母公司净利润	-255	153	304	389
净利润同比（%）	-221.0%	159.8%	99.0%	28.0%
毛利率（%）	2.1%	8.1%	8.8%	9.5%
ROE（%）	-14.9%	8.2%	14.0%	15.2%
每股收益（元）	-0.88	0.53	1.05	1.34
P/E	—	20.22	10.16	7.94
P/B	1.17	1.65	1.42	1.21
EV/EBITDA	31.73	6.08	4.77	4.03

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 橡胶骨架材料领军企业，产能释放+需求复苏修复可期.....	6
1.1 深耕橡胶骨架材料 20 年，加速拓展市场 .....	6
1.2 股权集中，管理团队多年稳定.....	8
1.3 周转效率优于同行，伴随成本回落具备利润修复空间 .....	10
2 轮胎骨架材料需求回暖，行业格局向好 .....	13
2.1 受益于下游汽车行业复苏，轮胎骨架材料需求增长 .....	13
2.2 产业结构优化，头部企业份额提升 .....	15
3 产品研发引领行业，进入国际轮胎龙头供应链.....	17
3.1 扩产+收购胜通钢帘线，行业龙头地位稳固 .....	17
3.2 研发能力引领行业，绿电投入降本增效.....	18
3.3 积累优质客户资源，海外客户贡献业绩增量 .....	20
4 盈利预测和投资建议.....	22
风险提示： .....	24
财务报表与盈利预测 .....	25

## 图表目录

图表 1 大业股份公司历程	6
图表 2 公司营收及增速	7
图表 3 公司净利润及增速	7
图表 4 公司主要产品	8
图表 5 公司分产品收入占比	8
图表 6 公司分地区收入占比	8
图表 7 公司股权结构	9
图表 8 公司管理团队	9
图表 9 可比公司杜邦分析	10
图表 10 公司成本结构	11
图表 11 公司原材料采购占比	11
图表 12 公司分季度毛利率	11
图表 13 钢材价格(含税):普通高速线材 $\Phi 6.5\text{MM}$ (元/吨)	11
图表 14 公司毛利率和净利率波动情况	12
图表 15 公司盘条采购价格 (元/吨)	12
图表 16 公司分产品毛利率	12
图表 17 公司分地区毛利率	12
图表 18 可比公司期间费用率	13
图表 19 可比公司销售费用率	13
图表 20 可比公司管理费用率	13
图表 21 可比公司财务费用率	13
图表 22 轮胎骨架产业链	14
图表 23 子午线轮胎骨架结构图示	14
图表 24 胎圈钢丝和钢帘线的区别	14
图表 25 中国汽车产销量及增速	15
图表 26 中国橡胶轮胎外胎产量 (亿条)	15
图表 27 全国民用汽车保有量及增速	15
图表 28 2022 年各国汽车保有量及千人汽车保有量	15
图表 29 国内汽车产业相关政策梳理	16
图表 30 国内胎圈钢丝主要公司产量排名	16
图表 31 国内钢帘线主要公司产量排名	16
图表 32 公司胎圈钢丝产销情况	17
图表 33 公司钢帘线产销情况	17
图表 34 胜通钢帘线管理架构变动	18
图表 35 公司研发投入及占比	18
图表 36 公司研发人员数量及占比	18
图表 37 院士工作站和博士后科研工作站成立	19
图表 38 新型缆型钢丝	19
图表 39 屋顶光伏项目	19

图表 40 绿色低碳智能产业园区规划 .....	19
图表 41 公司客户资源 .....	20
图表 42 公司胎圈钢丝分客户类型毛利率 .....	20
图表 43 公司钢帘线分客户类型毛利率 .....	20
图表 44 公司客户集中度 .....	21
图表 45 海外大客户胎圈钢丝销量（吨） .....	21
图表 46 公司盈利预测 .....	22
图表 47 公司近三年 PE-TTM .....	23
图表 48 可比公司估值 .....	23

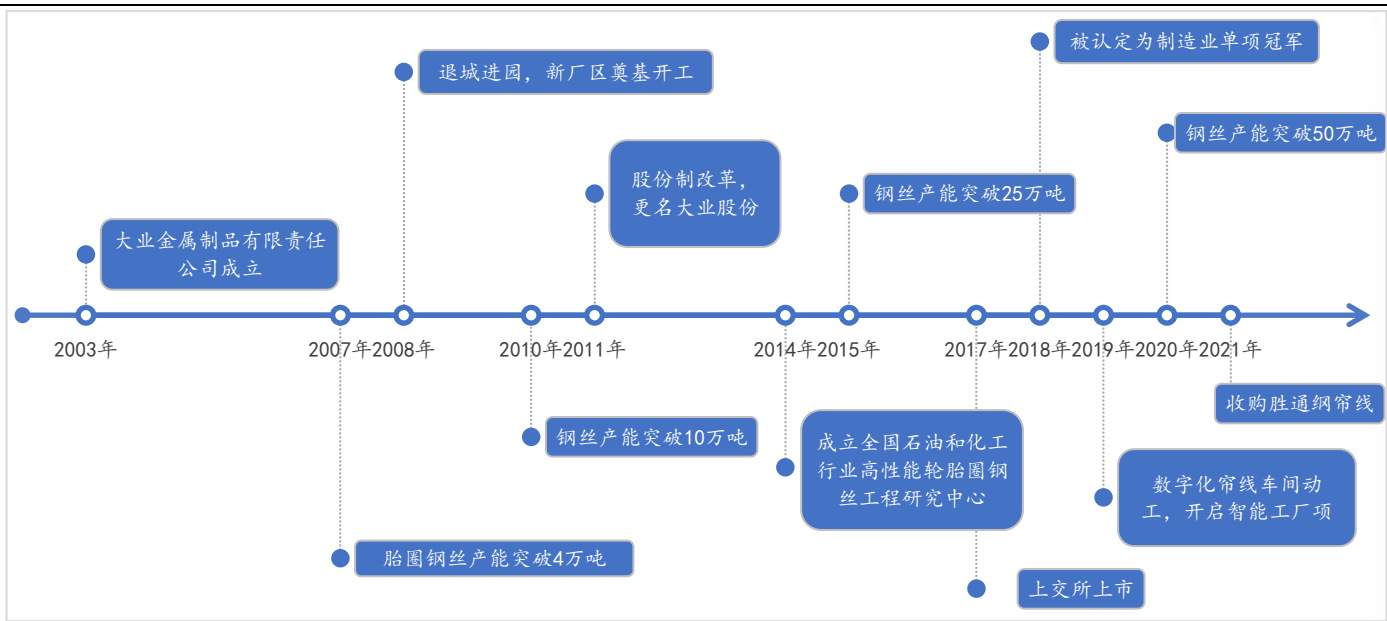
# 1 橡胶骨架材料领军企业，产能释放+需求复苏修复可期

## 1.1 深耕橡胶骨架材料 20 年，加速拓展市场

国内胎圈钢丝龙头，深耕橡胶骨架材料 20 年。大业股份是全球领先的橡胶轮胎骨架材料制造企业，目前是国内最大规模的胎圈钢丝制造商。公司主营业务为胎圈钢丝、钢帘线、胶管钢丝等，应用于汽车，航空等领域，客户包括米其林、厦门正新等国内外近百家大中型轮胎企业。

- **创立初期，持续扩产（2003-2010 年）：**公司前身诸城市大业金属制品有限责任公司成立于 2003 年，成立之初主要生产胎圈钢丝，2007 年开始生产胶管钢丝，2010 年钢丝产能突破 10 万吨，同时横向拓展产业链，钢帘线厂区奠基开工。
- **股份改革，高速发展（2011-2017 年）：**2011 年公司进行股份改革，成立山东大业股份有限公司，之后公司成立了全国石油化工行业高性能轮胎胎圈钢丝工程研究中心，参与起草了钢丝国家标准，巩固行业领军地位。2015 年公司钢丝产能突破 25 万吨，公司 2017 年上交所上市，募资扩建子午线轮胎用高性能胎圈钢丝项目，产能释放加速发展进程。
- **海外拓展，全球领军（2018 年至今）：**公司 2018 年被国家工信部认定为“制造业单项冠军企业”，同年成立院士工作站。随着 2020 年帘线二场数字化车间正式上线运行，公司全面开启智能化时代，钢丝产能突破 50 万吨。2021 年通过收购胜通钢帘线，大业股份在钢帘线领域成为国内一线厂商，并快速拓展海外市场。

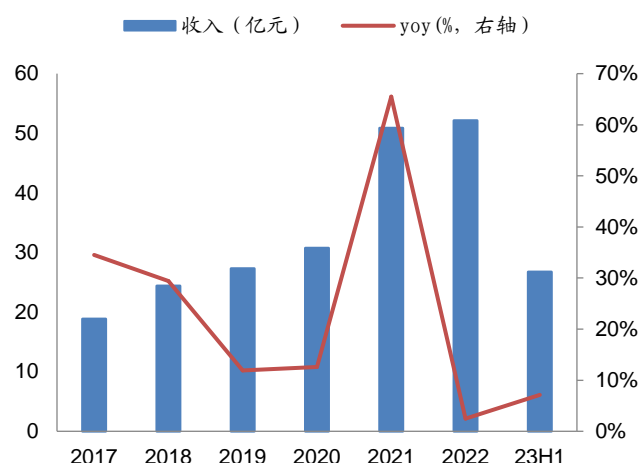
图表 1 大业股份公司历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

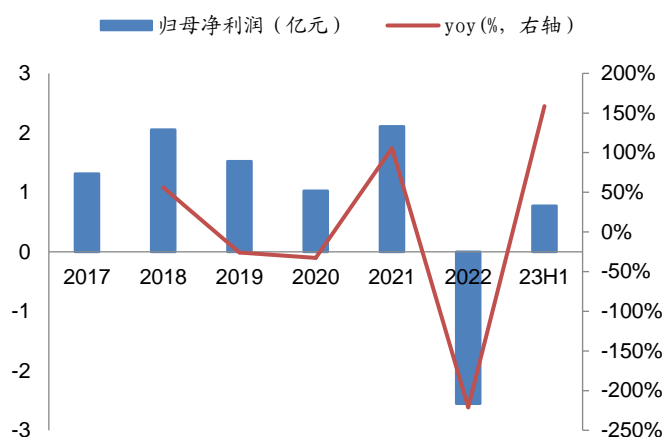
上市以来产能持续扩张，收入稳定增长。公司上市以来产能扩张，收入逐年增长，2017-2022 年收入 CAGR 为 22.56%，2021 年同比高增主要是胜通钢帘线并表，2022-23H1 在外部环境不确定的情况下延续收入增长，23H1 公司收入 26.74 亿元，同比+7.13%。从利润端来看，2018 年以来由于天然气、电力等能源成本以及主要原材料盘条价格上涨，公司产能持续扩张但从建设到最终释放实现盈利需要一定的周期，叠加公共卫生事件影响工期，公司净利润短期下滑，23H1 伴随下游需求复苏及原材料成本回落，公司归母净利润 7735 万元，但较 2019 年之前仍有提升空间。

图表 2 公司营收及增速



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 3 公司净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

公司主营橡胶骨架材料，产品广泛应用于汽车工业等。公司主营业务包括胎圈钢丝，钢帘线及胶管钢丝，均为高品质碳钢盘条制成的钢丝，属于橡胶骨架材料。其中胎圈钢丝和钢帘线属于轮胎骨架材料，可用于支承车身并缓冲外界冲击，实现与路面的接触并保证车辆的行驶性能；胶管钢丝属于胶管骨架材料，用于增强液压橡胶软管，使其承受高温、高压、高冲击力，可用于工程器械、冶金采矿等的液压系统。



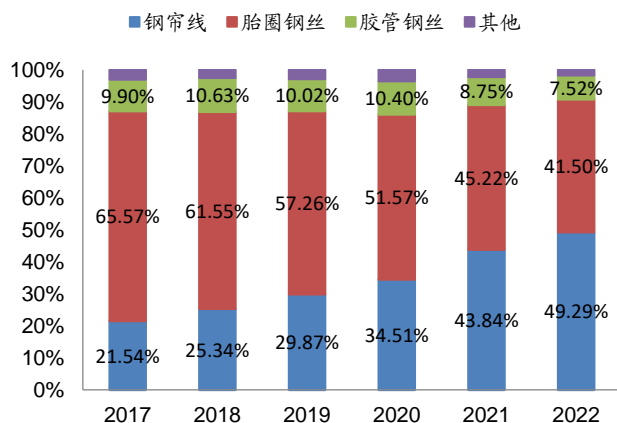
图表 4 公司主要产品

产品名称	产品特征	产品应用	图示
胎圈钢丝	以高碳钢盘条为原料，表面镀有青铜的拉拔钢丝	广泛应用于汽车、摩托车、飞机和特殊用途等轮胎中，确保轮胎与轮毂的稳定连接，提供耐磨性和承载能力	
钢帘线	以高品质高碳钢盘条为原料，经过拉拔、镀铜、捻制等工艺的钢丝。	子午线轮胎的主要材料，主要应用于卡车、工程机械车辆、农用车辆等	
胶管钢丝	以高品质高碳钢盘条为原料，经过拉拔、镀铜工艺的钢丝	用于生产液压软管、工业软管等，可用于工程机械、冶金采矿、石油开采、航空、智能化机械等行业的液压系统	
后桥壳冲压件	钢板冲压焊接式桥壳具有刚性好、弹性变形小、抗冲击性能良好等优点	应用于乘用车和装载的商用车	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

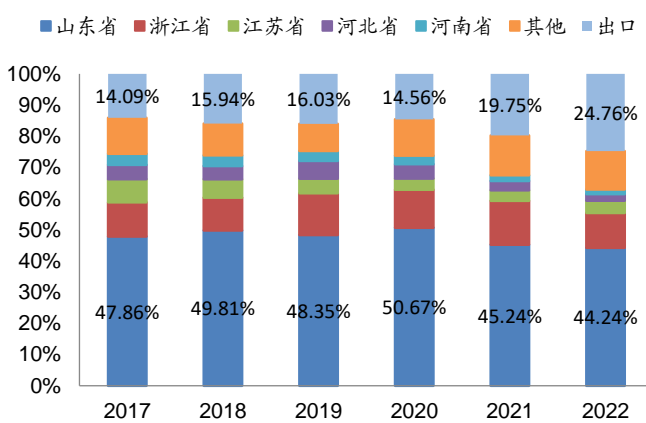
以胎圈钢丝和钢帘线为发展核心，销售区域由山东省向外辐射。分产品看，公司成立之初主要生产胎圈钢丝，为规避产品集中风险拓展钢帘线、胶管钢丝等业务，2017 年公司胎圈钢丝/钢帘线收入占比分别为 65.6%/21.5%，2021 年胜通钢帘线并表后钢帘线占比不断提升，2022 年公司胎圈钢丝/钢帘线收入占比分别为 41.5%/49.3%，合计占比超过九成。分地区来看，公司业务主要面向国内市场，销售渠道以本土山东省内销售为主，并逐渐向周边浙江、江苏等地辐射。近年公司持续开拓海外市场，出口占比逐步上升，从 2017 年的 14.1%提升至 2022 年的 24.8%，海外优质客户的高毛利也对公司利润起到支撑作用。

图表 5 公司分产品收入占比



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 6 公司分地区收入占比



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

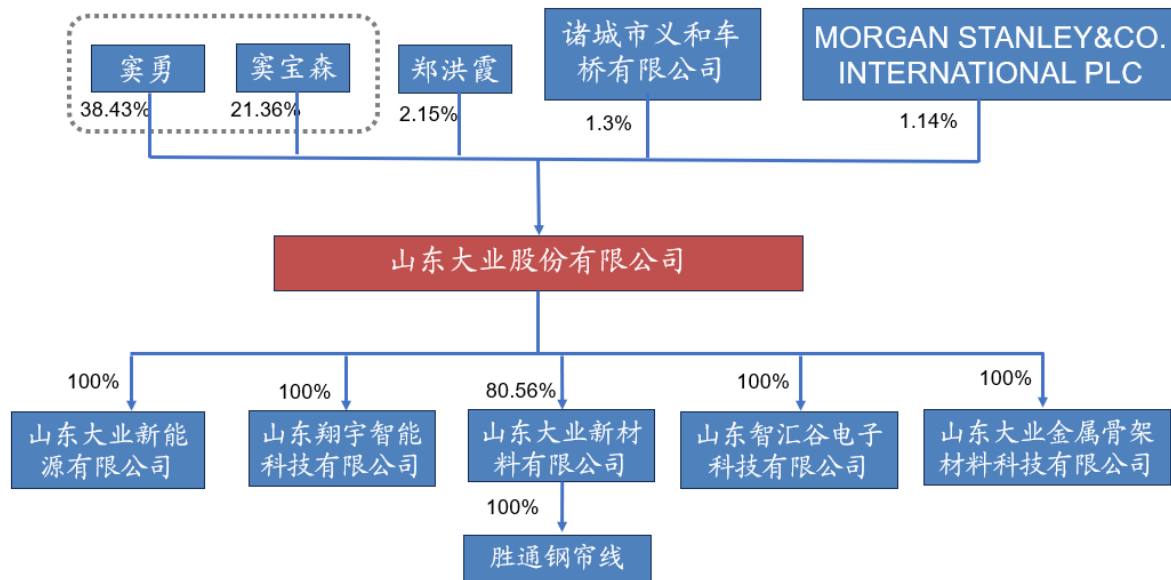
## 1.2 股权集中，管理团队多年稳定

股权集中，子公司分工明确。公司实控人为窦宝森、窦勇父子，二人合计持股比



例为 59.8%，公司股权控制权统一。子公司分工明确，例如公司在 2022 年设立子公司大业新能源并转移屋顶分布式光伏资产推进新能源建设，有利于改善公司能源结构、降低生产成本，实现可持续发展。

图表 7 公司股权结构



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

**管理层经验丰富，管理团队稳定。**公司管理层具备丰富的行业从业经验，且均在公司工作多年，管理团队稳定。总工程师王金武先生从事胎圈钢丝技术研究多年，其主持研究的项目多次获得省级和国家级重大奖项，专业能力突出。

图表 8 公司管理团队

姓名	职务	经历
实勇	董事长, 董事	曾任诸城市商务股份有限公司驻济南办事处主任、诸城市大业机械有限责任公司总经理、大业金属制品有限责任公司总经理等职务。2011 年 3 月起至今任山东大业股份有限公司董事长。
实宝森	董事	曾任山东省诸城县贸易公司经理、诸城市供销社理事会副主任、诸城市协作公司副主任、诸城市经贸委副主任、诸城市商务股份有限公司董事长、山东大业工贸有限责任公司董事长等职务
郑洪霞	总经理	曾任诸城市经贸公司会计、诸城市大业金属制品有限责任公司财务经理、山东大业股份有限公司财务总监等职务
王金武	副总经理	高级工程师职称，曾任江苏省张家港市港达金属制品有限责任公司技术厂长、黑龙江天懋集团总工程师等职务；曾在湖北福星科技股份有限公司、贵州钢绳股份有限公司、淄博创大集团有限公司兼任技术顾问。2011 年 3 月至今任山东大业股份有限公司董事、副总经理、总工程师。
宫海霞	副总经理	曾任诸城市大业金属制品有限责任公司供应部副部长；2012 年至今任山东大业股份有限公司供应部部长。

张兰州	副总经理	2004 年加入诸城市大亚金属制品有限责任公司，曾任销售部业务员、销售部副经理、总经理助理。
徐海涛	副总经理	曾任江苏兴达钢帘线股份有限公司技术员、设备部长、厂长职务；2010 年 9 月至今任山东大亚股份有限公司总经理助理、副总工程师。
牛海平	副总经理, 董事会秘书	曾任潍坊巨龙化纤集团有限公司技术副科长、总经理办公室副主任；山东海龙股份有限公司董事会秘书兼证券部主任、办公室主任；诸城泰盛化工股份有限公司副总经理、董事会秘书等职务；2011 年 3 月至今任山东大亚股份有限公司董事会秘书。
窦万明	副总经理	曾任山东大亚工贸有限责任公司办公室主任；2004 年 12 月至 2011 年 3 月就职于诸城市大亚金属制品有限责任公司，历任生产部部长、企管部部长；2011 年 3 月至今任山东大亚股份有限公司副总经理。
李霞	财务总监	1998 年至 2012 年就职于山东大亚工贸有限公司财务部，曾任山东大亚股份有限公司财务部副部长。

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

### 1.3 周转效率优于同行，伴随成本回落具备利润修复空间

**ROE 角度：公司周转效率优于同行，2022 年净利润承压。**我们选取的可比公司，恒星科技从事钢帘线、钢丝等金属制品生产；兴达国际从事钢帘线、胎圈钢丝等业务，和公司在业务上具备可比性。大亚股份 2022 年和 23H1 的 ROE 分别为-13.97%和 4.42%，除 2022 年由于原材料价格上涨、公共卫生事件影响产能释放等因素影响导致公司亏损之外，大亚股份净资产收益率水平均在行业前列。**拆分来看**，公司净利润率波动较大，ROE 较高主要是总资产周转率领先行业内可比公司，营运能力稳健。

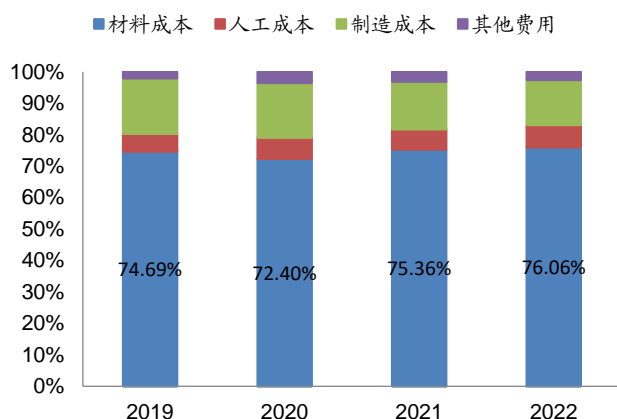
图表 9 可比公司杜邦分析

	2018	2019	2020	2021	2022	23H1
<b>ROE</b>						
大亚股份	14.21%	9.42%	5.92%	11.38%	-13.97%	4.42%
兴达国际	4.87%	-	2.05%	3.85%	6.03%	3.28%
恒星科技	-4.93%	3.06%	4.44%	4.47%	5.18%	0.93%
<b>销售净利率</b>						
大亚股份	8.42%	5.58%	3.34%	4.15%	-5.19%	3.28%
兴达国际	4.92%	5.42%	2.28%	2.88%	5.16%	5.45%
恒星科技	-7.15%	2.50%	4.19%	4.16%	4.29%	1.65%
<b>总资产周转率</b>						
大亚股份	0.81	0.75	0.66	0.77	0.69	0.38
兴达国际	0.60	-	0.52	0.60	0.53	0.26
恒星科技	0.51	0.66	0.57	0.55	0.58	0.25
<b>权益乘数</b>						
大亚股份	2.10	2.38	3.01	4.05	3.51	3.28
兴达国际	2.35	2.44	2.77	3.47	3.58	3.65
恒星科技	1.95	1.76	1.80	2.00	2.15	2.32

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

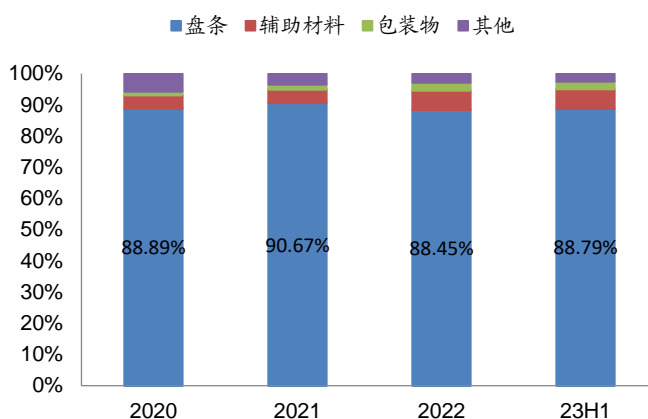
公司毛利率受到原材料价格波动影响，2023 年以来利润率有所修复。公司主要成本为原材料成本，占总成本的比重超过 70%，原材料成本中 90% 左右用于采购盘条（即直径比较小的圆钢线材）。2016 年以来钢材价格震荡上行对公司毛利率有不利影响，尽管公司会将原材料上涨的部分成本转移到定价中，但是调价周期和原材料价格波动存在一定的时间差，从而导致利润率下行。2023 年以来，钢材价格下滑，公司利润率有所回升，我们认为伴随成本端压力缓解，叠加下游需求复苏，公司盈利能力具备提升空间。

图表 10 公司成本结构



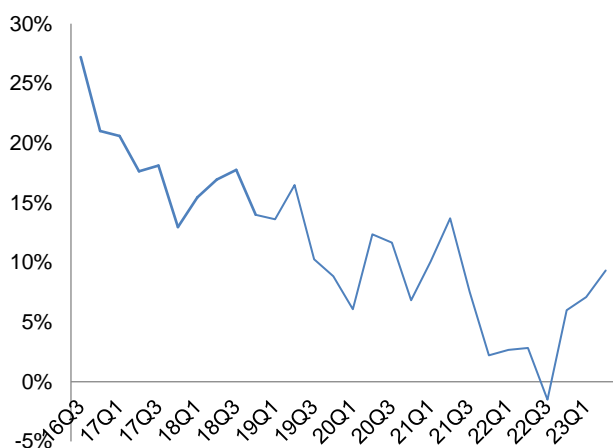
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 11 公司原材料采购占比



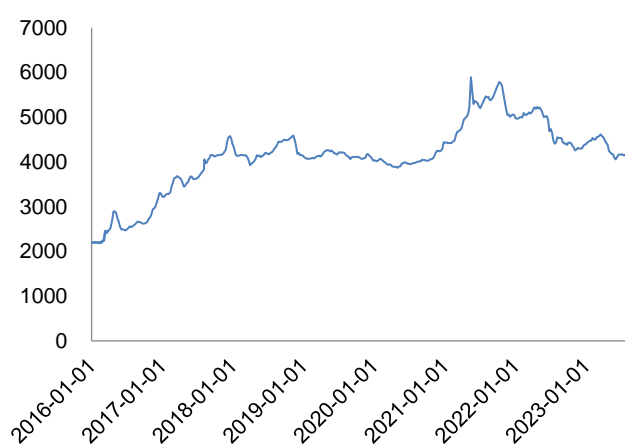
资料来源：大亚股份定增说明书，华安证券研究所

图表 12 公司分季度毛利率



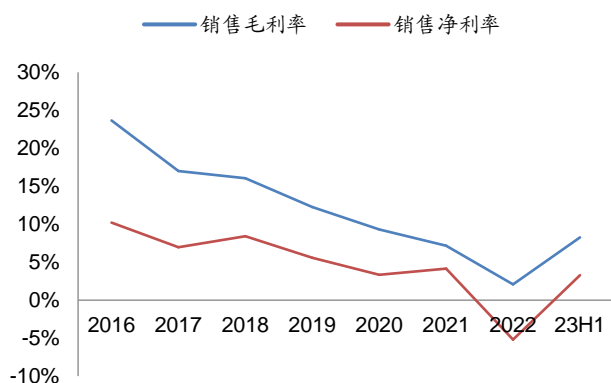
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 13 钢材价格(含税):普通高速线材 φ6.5mm (元/吨)



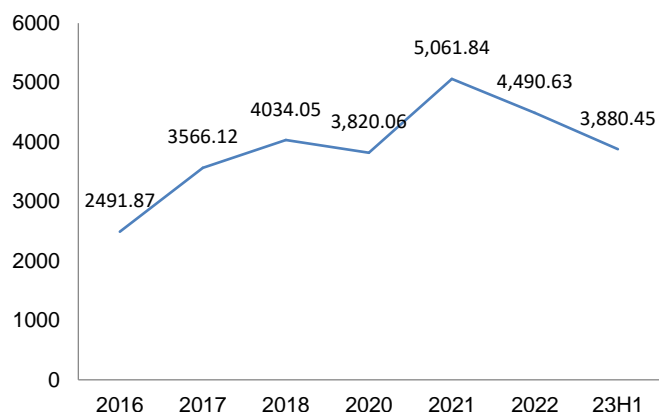
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 14 公司毛利率和净利率波动情况



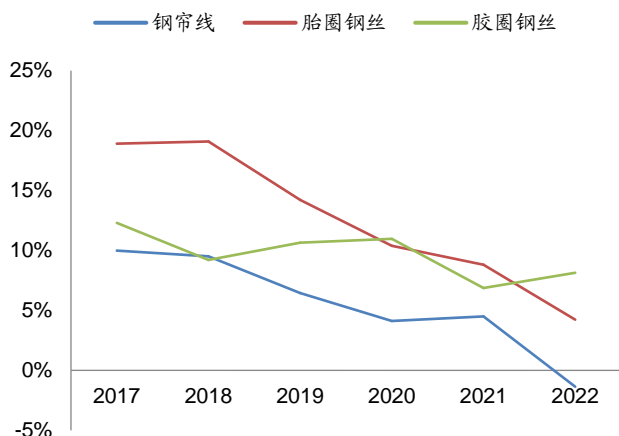
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 15 公司盘条采购价格 (元/吨)



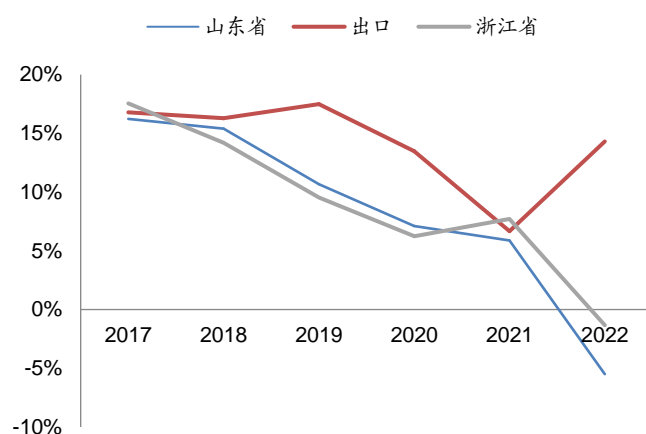
资料来源：公司公告，华安证券研究所；注：2016-2018 年数据来自公司 2019 年可转债募投说明书，2020-23H1 数据来自 2023 年定增说明书

图表 16 公司分产品毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

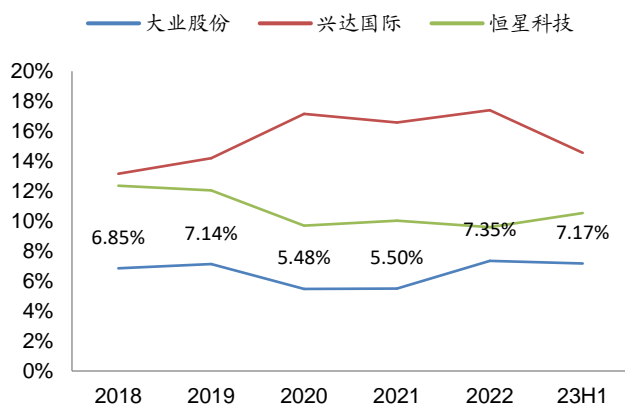
图表 17 公司分地区毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

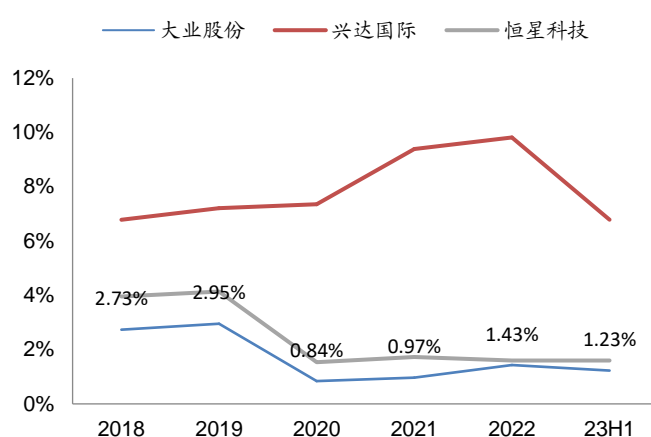
公司期间费用率低于同业，费用控制较为稳定。公司 2022 年和 23H1 期间费用率分别为 7.35% 和 7.17%，低于同行的费用率水平，2022 年来费用率有所增加主要是加大借款规模利息支出增加导致财务费用上升，除此之外，公司销售和管理费率均低于行业内可比公司，且保持相对稳定。

图表 18 可比公司期间费用率



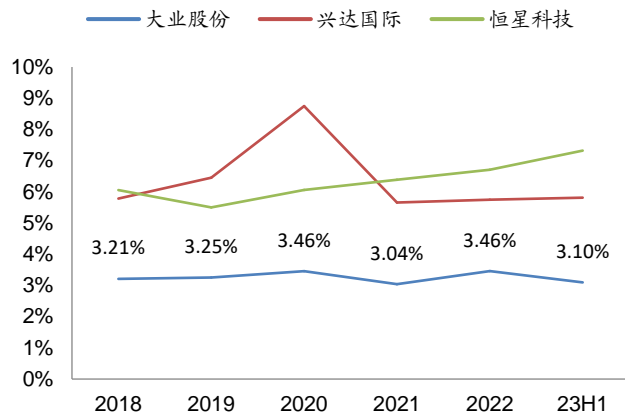
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 19 可比公司销售费用率



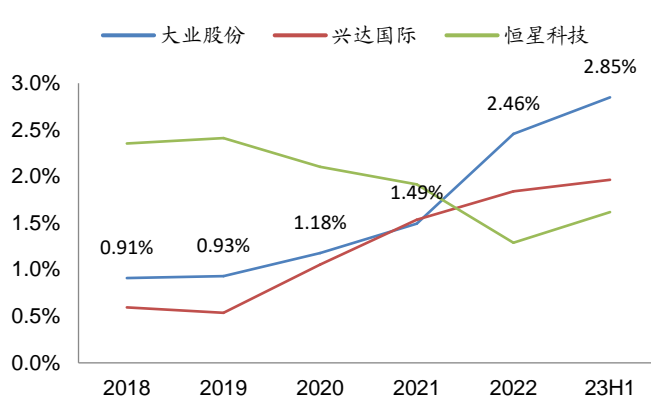
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 20 可比公司管理费用率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 21 可比公司财务费用率



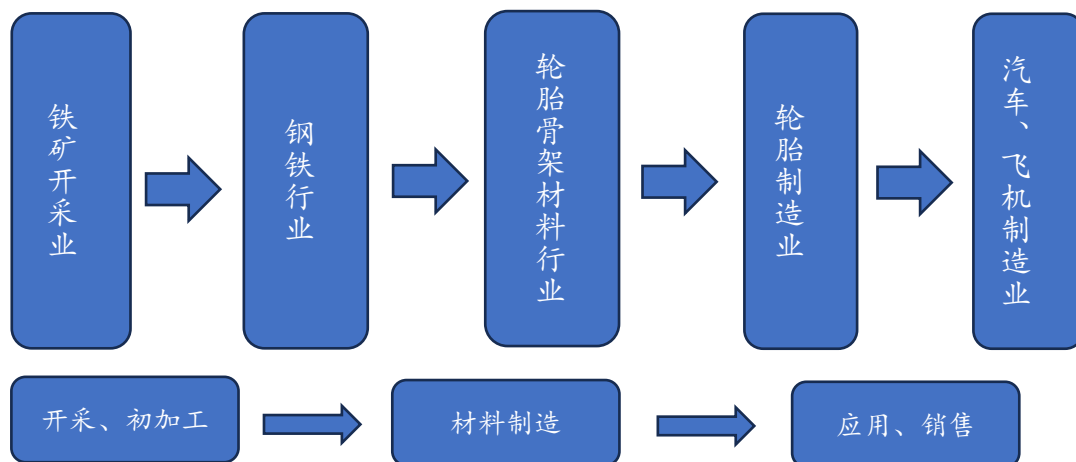
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

## 2 轮胎骨架材料需求回暖，行业格局向好

### 2.1 受益于下游汽车行业复苏，轮胎骨架材料需求增长

橡胶骨架材料用于支撑橡胶承受负荷，对产品应用和价值起决定性影响。橡胶骨架材料可以承受橡胶制品内部和外部的作用力，从而提高橡胶制品的强度、保持尺寸稳定，因此对橡胶制品的应用领域、功能、寿命、成本和价值等具有决定性影响，其中轮胎是橡胶骨架材料最重要的应用。伴随产业发展，橡胶骨架材料的原材料实现了从天然纤维向化纤，再向钢帘线、胎圈钢丝、钢丝钢绳等钢丝材料的过渡，目前钢丝制成的橡胶骨架材料的产量和耗用量最高。

图表 22 轮胎骨架产业链



资料来源：公司官网，华安证券研究所

分产品来看，胎圈钢丝由高碳钢丝拉拔而成，用于固定轮胎与车轮之间的连接，保持轮胎形状，防止变形。钢帘线由多股高强度钢丝以特定的角度排列和编织在一起，主要用于轮胎骨架的加固，提供了轮胎的强度和稳定性。钢帘线用于子午线轮胎中，作用类似于传统斜交轮胎中的纤维帘布。子午线轮胎具备胎体不易伸缩、耐磨性好、滚动阻力小、节省材料等优势，国家大力发展子午线轮胎，国内轮胎子午化率从 2009 年的 79% 提升至 2021 年的 93.8%。

图表 23 子午线轮胎骨架结构图示



图表 24 胎圈钢丝和钢帘线的区别

	胎圈钢丝	钢帘线
生产工艺	冷拔、拉拔等工艺	拉拔后需要合股捻制等
结构	钢丝绕制成环形，与胎面合为一体	多股钢丝绞合编织形成一种类似网格的结构
用途	主要用于胎圈部分，作用是将轮胎紧密固定在轮辋上	子午线轮胎胎体的主要骨架材料，用于轮胎接触地面的胎面和侧面的胎壁

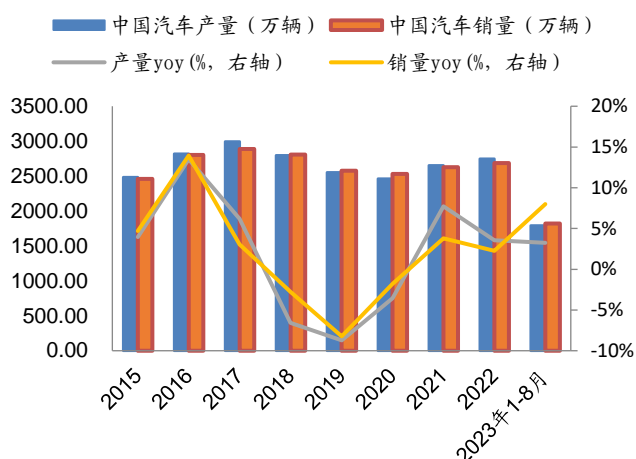
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

汽车产销回暖，带动轮胎骨架材料需求增长。根据国家统计局和汽车工业协会的数据，2021 年以来汽车产销恢复增长，2023 年 1-8 月汽车产量/销量同比分别 +3.2%/+8.0%。伴随乘用及货运交通需求复苏，汽车轮胎需求亦有增长，根据统计局数据，2022 年国内橡胶轮胎产量 8.56 亿条。根据《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》，2025 年中国轮胎的年产量规划目标为 7.04 亿条，子午化率 96%，预计将进一步带动钢帘线和胎圈钢丝需求增长。

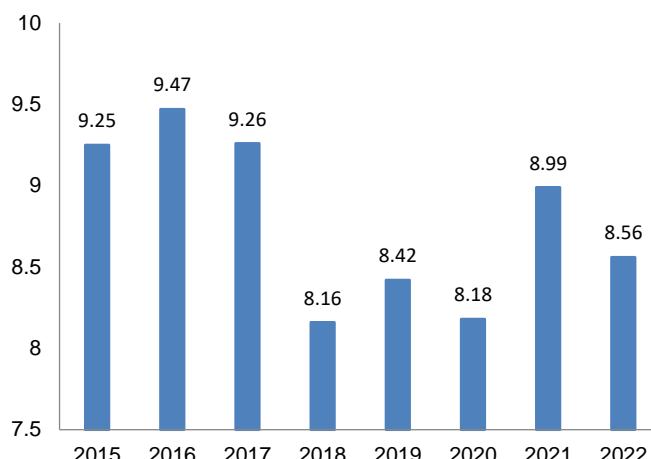


图表 25 中国汽车产销量及增速



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

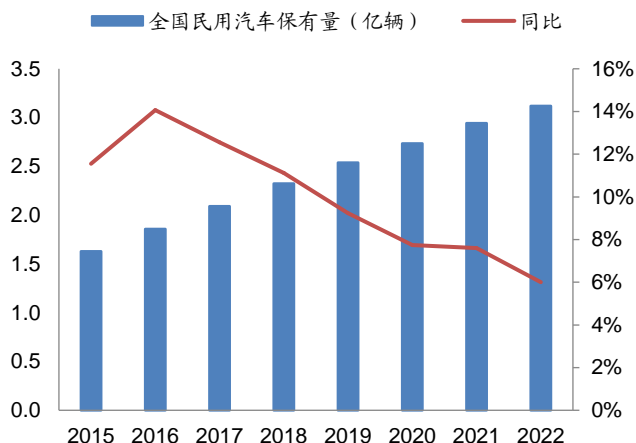
图表 26 中国橡胶轮胎外胎产量 (亿条)



资料来源：大亚股份定增说明书，华安证券研究所

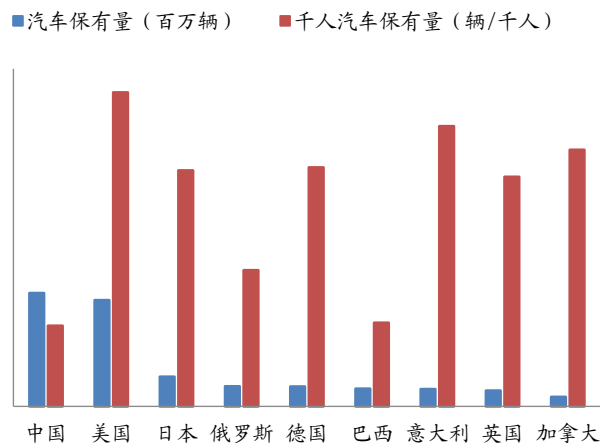
国内汽车保有量持续提升，但人均相较欧美仍具增长空间。截至 2022 年底，我国汽车保有量已达 3.19 亿辆，且近八年来一直保持增长态势，通常来说，汽车每 3-5 年需要更换轮胎，汽车保有量增加也带动轮胎需求提升。和其他国家相比，中国汽车保有量处于第一梯队，但是从人均来看，2022 年国内人均汽车保有量仅 0.21 辆/人，而欧美发达国家都在 0.6 辆/人以上，国内汽车市场仍然具有发展空间。

图表 27 全国民用汽车保有量及增速



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 28 2022 年各国汽车保有量及千人汽车保有量



资料来源：懂车帝，华安证券研究所

## 2.2 产业结构优化，头部企业份额提升

国内外政策导向下，汽车产业环保和性能要求不断提升。欧美市场对于汽车轮胎骨架材料进口具备严格的环保标准要求，例如欧洲市场要求到 2030 年轮胎厂需要使用 40% 的可回收原材料。近年来，国内对于环保和性能的要求也不断提升，轮胎骨架材料需要实现轻量化，以降低汽车行驶过程中的油耗、减少二氧化碳排放，达到节能减排的目的。我们认为在政策导向下，具备绿色生产能力、高性能绿色产品开发能力的



轮胎骨架材料生产企业将获得更多的份额，满足市场需求，而生产工艺落后的中小企业将逐步被淘汰。

图表 29 国内汽车产业相关政策梳理

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2022 年 8 月	国家市场监督管理总局	《“十四五”认证认可检验检测发展规划》	在新一代高端装备、新能源汽车、航空航天等产业领域，推动建立健全高水平质量认证制度，促进新技术、新产品、新业态成熟应用
2022 年 4 月	科技部	《交通领域科技创新中长期发展规划纲要》	促进我国交通装备运行智能化、动力清洁化、结构轻量化及核心基础零部件自立自强
2021 年 1 月	工信部	《汽车产品生产者责任延伸试点实施方案》	落实生态文明建设和绿色循环低碳发展要求，构建报废汽车回收体系，提高汽车产品的综合竞争力和资源环境效益
2019 年 9 月	发改委	《产业结构调整指导目录》	车体、转向架、齿轮箱及车内装饰材料轻量化应用
2017 年 12 月	工信部	《增材制造产业发展行动计划（2017-2020 年）》	在汽车新品设计中采用增材制造技术一体化成型，实现复杂、关键零部件轻量化。
2017 年 5 月	科技部	《汽车产业中长期发展规划》	使用轻量化新材料、高端制造装备等产业链短板，培育具有国际竞争力的零部件供应商

资料来源：公司公告，智研咨询，华安证券研究所

**国内产能迅速提升，逐步实现国产替代。**国内轮胎骨架材料行业起步较晚，但发展较快，产能迅速提升，并逐步替代销售规模较大的海外企业。**（1）胎圈钢丝：**国内胎圈钢丝产业相对集中，据大亚股份公告，目前国内胎圈钢丝生产企业约 20 家，其中能形成一定规模和竞争优势的 10 家企业占据约 70% 的市场份额，大亚股份在胎圈钢丝的产能规模、产品性能等方面处于绝对领先地位，相较于海外的韩国高丽制钢、比利时贝卡尔特等公司，国内产品具备价格优势，在世界知名轮胎企业的供应链中逐步实现替代。**（2）钢帘线：**据大亚股份公告，2021 年我国钢帘线产量在 272.3 万吨左右（同比+10.80%），其中成规模的生产企业有十余家，包括以兴达国际为代表的内资企业和以贝卡尔特为代表的外商独资或合资企业。大亚股份在收购山东胜通钢帘线之后，钢帘线产能规模进一步提升，跻身国内一线水平。

图表 30 国内胎圈钢丝主要公司产量排名

企业名称	产量（万吨）	
	2020 年	2021 年
山东大亚股份有限公司	29.47	35.09
江苏兴达钢帘线股份有限公司	10.36	13.43
高丽制钢中国	10.4	11
江苏胜达科技有限公司	10	10.1
山东创大钢丝制品有限公司	7.72	7.33
贝卡尔特中国	6.4	5.88

图表 31 国内钢帘线主要公司产量排名

企业名称	产量（万吨）	
	2020 年	2021 年
江苏兴达钢帘线股份有限公司	69.75	88.12
贝卡尔特中国	50	48.5
江苏骏马集团	22.58	25.07
首佳科技制造有限公司	20.7	24
山东大亚股份有限公司	13.68	17
河南恒星科技股份有限公司	12.08	13.65

山东经纬钢帘线科技有限公司	1.32	5.78	山东胜通钢帘线有限公司	9.59	12.54
山东大王实业股份有限公司	6	4.63	湖北福星新材料科技有限公司	11	12.37
宁波兴伦钢丝有限公司	3	4.02	东台磊达钢帘线有限公司	11.06	6.96
山东胜通钢帘线有限公司	2.92	3.44	高丽制钢中国	5.9	5.92

资料来源：中国橡胶工业协会，大业股份公告，华安证券研究所；注：大业股份 2021 年产量包含了胜通钢帘线 5-12 月数据

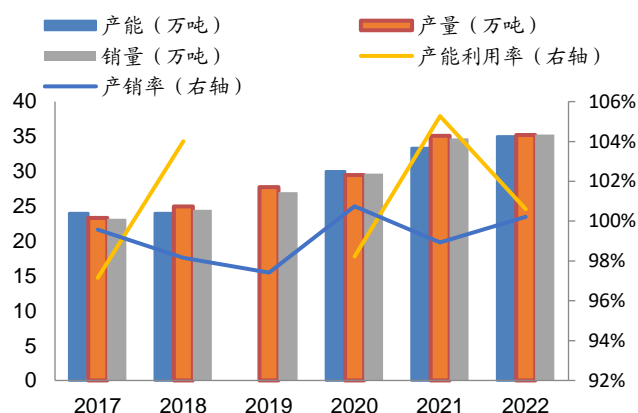
资料来源：中国橡胶工业协会，大业股份公告，华安证券研究所；注：大业股份产量未包含胜通钢帘线数据

## 3 产品研发引领行业，进入国际轮胎龙头供应链

### 3.1 扩产+收购胜通钢帘线，行业龙头地位稳固

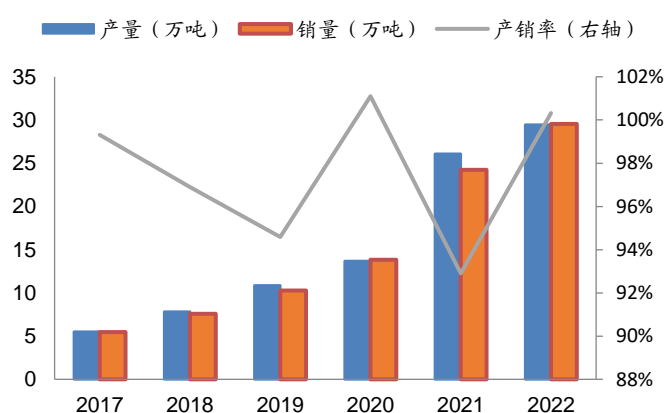
**收购胜通补足钢帘线产能，巩固轮胎骨架材料行业地位。**公司在胎圈钢丝领域处于领先地位，产销规模领先行业，2020 年，公司胎圈钢丝产能 30 万吨，市占率约 30%，位居国内第一，同期钢帘线产量 13.68 万吨，仅为行业第五。为弥补钢帘线短板，公司 2021 年收购胜通钢帘线，当时具备设计产能钢帘线 26.5 万吨、胎圈钢丝 5 万吨。收购胜通后大业股份合并钢帘线年产能超过 40 万吨，跻身国内钢帘线一线厂商，进一步稳固轮胎骨架材料市场的龙头地位。

图表 32 公司胎圈钢丝产销情况



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所；注：2021 年 5 月起胜通钢帘线并表

图表 33 公司钢帘线产销情况



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所；注：2021 年 5 月起胜通钢帘线并表

**管理团队梳理整合，大业+胜通优势互补。**公司收购胜通后，除了扩张钢帘线产能提升市场影响力，亦通过管理层入驻的形式将大业和胜通钢帘线业务进行整合。公司在保留胜通原有研发、生产运营和后勤保障人员的基础上，以大业优质供应链资源赋能胜通提升规模采购能力，同时承接了胜通的钢帘线客户存量，通过资源整合形成了优势互补。

图表 34 胜通钢帘线管理架构变动

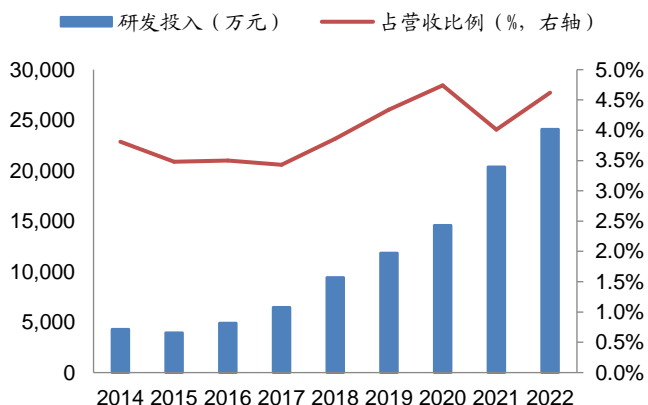
部门	管理架构变动
管理端	总经理郑洪霞兼任胜通钢帘线厂区和大业厂区钢帘线业务的总负责人，推动大业和胜通钢帘线业务整合；原大业股份帘线胶管事业部负责人王志伟任胜通钢帘线总经理，主要负责胜通钢帘线生产运行管理和新厂区建设；原胜通钢帘线副总经理王继峰继续留任，协助总经理王志伟负责生产运营和后勤保障工作。
采购端	公司副总经理宫海霞兼任胜通钢帘线采购负责人，原大业公司储运部经理窦金刚出任胜通钢帘线供应部经理，具体负责采购、储运工作。胜通钢帘线主要原辅材料以及生产所需的设备、物资等均通过大业公司供应部统一采购。
销售端	公司副总经理张兰州兼任胜通钢帘线销售负责人；原大业公司销售业务经理张建利兼任胜通钢帘线国内销售业务经理；公司总经理助理韩帅兼任胜通钢帘线国际销售业务经理。
生产端	胜通钢帘线一厂、二厂和三厂生产组织和管理的工作由原胜通钢帘线人员负责
研发端	胜通钢帘线技术研发和新产品开发由原胜通钢帘线人员负责。
财务端	公司聘任王泽锋担任胜通钢帘线财务总监，负责胜通钢帘线财务工作。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

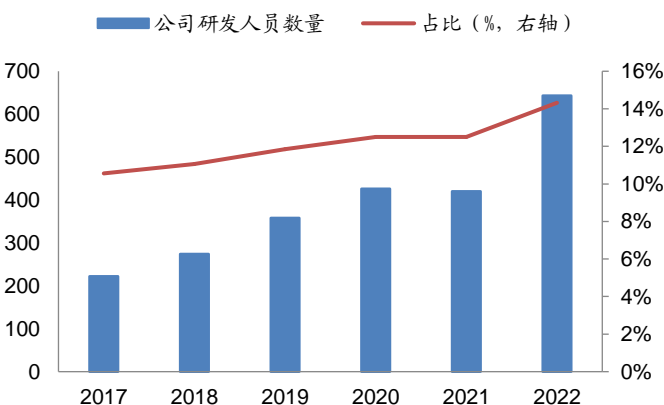
### 3.2 研发能力引领行业，绿电投入降本增效

研发投入和收入规模同步增长，制订标准引领行业技术升级。公司注重研发创新和研发人才培养，研发投入伴随规模增长逐年增加，研发投入占收入比重控制在4%左右。公司研发人员数量亦不断提升，收购胜通钢帘线之后保留原有研发人员，2022 年公司研发人员数量 643 人，占员工总人数比值为 14.32%。截至 2023 年 6 月底，公司持有有效专利 135 件（包含胜通钢帘线 36 项），其中国内发明专利 57 项、实用新型专利 70 项，主持和参与国际标准、国家标准、行业标准共 13 项。公司牵头修订的钢丝领域专用国际标准《胎圈钢丝》正式批准立项，此项标准在尺寸偏差、力学性能、化学成分提出了新的要求，以满足轮胎行业对于轻量化、低滚阻、高寿命的需求。

图表 35 公司研发投入及占比



图表 36 公司研发人员数量及占比



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所；注：包含资本化和费用化研发支出

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所



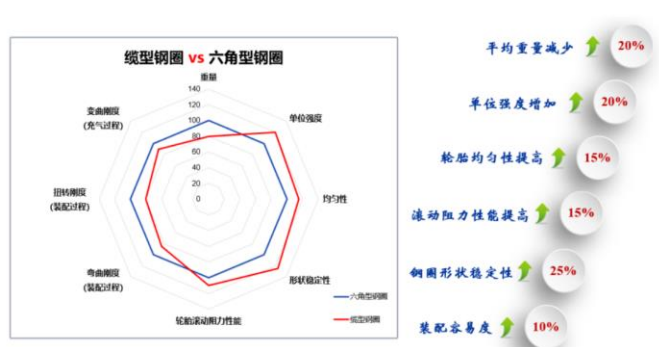
合作科研院所，打造业内高水平研发能力。公司建有国家级企业技术中心，国家橡胶骨架材料标准研发基地等，同时注重人才引进和培养，于2019年成立院士工作站和博士后科研工作站。持续的研发投入为公司产品带来突破，2022年12月公司推出全新缆型钢丝产品，其为多根细小的钢丝编织而成的灵活钢索，相较于普通钢丝，具有更高强度及柔韧性、更耐腐蚀、更轻量化的优势，更加符合低碳和轻量化的行业趋势。

图表 37 院士工作站和博士后科研工作站成立



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 38 新型缆型钢丝



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**信息化+绿色生产降本增效。** **信息化：**2022年公司通过建设钢帘线数字化制造车间，实现了设备联网数据采集技术和信息化生产管理系统，达成了流程和信息的互通，提升了检测效率和准确性。**绿色生产：**截至2022年末，公司在厂房屋顶建设了77MW太阳能光伏发电（含胜通钢帘线5MW），2022年光伏发电量7965.6万度，约占公司年用电总量的9.97%。根据公司公告，公司持续投入绿色产业链建设，预计2023年光伏发电量较去年同期可以提升10%的效率，未来仍将利用厂区周边光资源、风资源以及生物质燃料丰富的优势，进一步加大新能源一体化开发建设，实现绿色生产并降本增效，提升公司竞争力。

图表 39 屋顶光伏项目



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 40 绿色低碳智能产业园区规划



资料来源：公司官方公众号，华安证券研究所

### 3.3 积累优质客户资源，海外客户贡献业绩增量

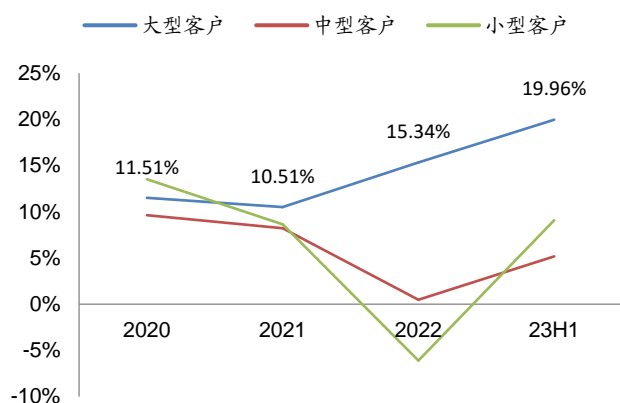
**积累海内外优质客户资源，分类型提供针对性服务。**根据公司公告，大亚股份的客户包括中策橡胶、双钱集团、风神股份、赛轮金宇、三角轮胎等国内知名轮胎生产商和住友橡胶、普利司通、米其林等国际知名轮胎生产商。公司根据规模将客户分为三个类型：**1) 大型客户**，主要是米其林、普利司通、中策橡胶等全球领先的轮胎厂商，大客户对于产品品质要求高、定制化程度也更高，因此相应的生产成本和销售单价更高；**2) 中型客户**：赛轮轮胎、三角轮胎等具备一定生产规模的厂商；**3) 小型客户**：年收入 5 亿以下的厂商，一般是山东及周边地区的轮胎生产企业。

图表 41 公司客户资源

客户类型	公司名称	品牌	参考价格（元）
大型客户	米其林	Michelin 等	859-1099
	普利司通	Bridgestone 等	798
	中策橡胶	朝阳、好运、西湖等	589-989
	住友橡胶	邓禄普等	569-639
中型客户	赛轮轮胎	SAILUN 等	559-889
	昊华轮胎	艾普勒等	340
	森麒麟	森麒麟、路航等	620
小型客户	青岛福轮科技有限公司	福临轮胎等	314
	山东凯旋橡胶有限公司	悍马、固兰达等	300

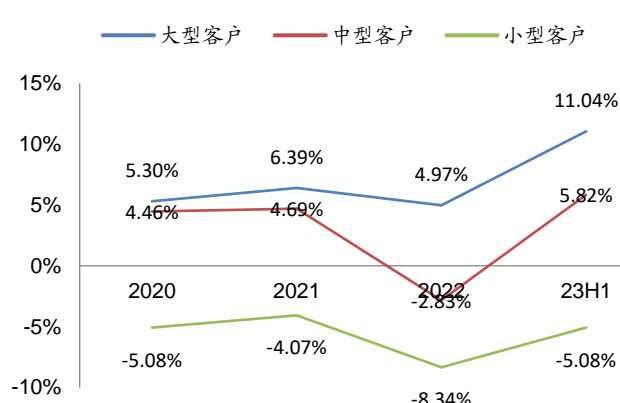
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 42 公司胎圈钢丝分客户类型毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 43 公司钢帘线分客户类型毛利率

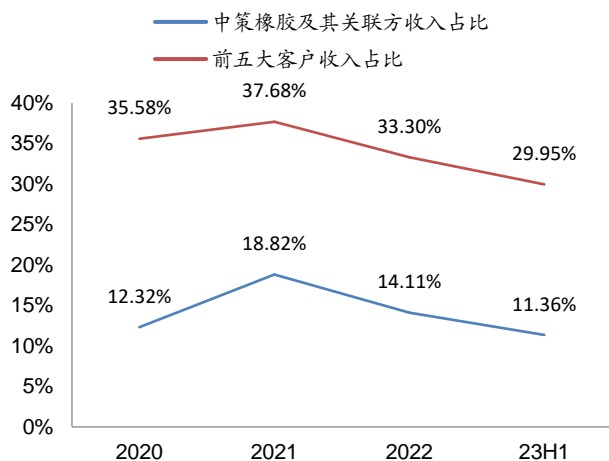


资料来源：公司公告，华安证券研究所

**国内大客户规模稳定，海外客户贡献业绩增量。**23H1 公司前五大客户依次为中策橡胶、赛轮集团、恒丰橡塑、森麒麟和昊华轮胎（含各自关联方），均为国内大中型轮胎制造商，收入占比达 29.95%。公司逐步进入海外轮胎龙头供应链，海外大客户对供应商前期考察严格，但盈利能力高、贡献业绩明显，以米其林为例，公司在 2017 年研开发米其林轮胎用胎圈钢丝，2020 年仅向米其林销售 470.2 吨胎圈钢丝，2021/2022

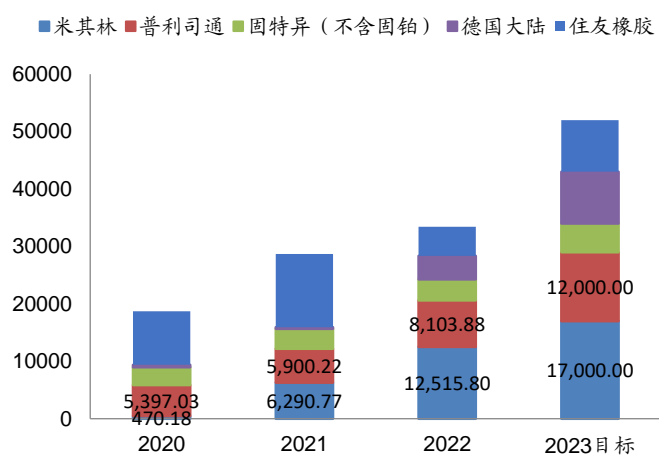
年销量分别达到 6290.8 吨/1.25 万吨。根据公司公告, 预期 2023 年米其林、普利司通等海外大客户销量进一步提升, 我们认为公司产品获得海外客户认可后, 近年海外客户将持续贡献业绩增量, 提升公司国际竞争力。

图表 44 公司客户集中度



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 45 海外大客户胎圈钢丝销量 (吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 4 盈利预测和投资建议

### 分产品收入预测：

- **胎圈钢丝：**量：公司定增募投项目年产 20 万吨子午线轮胎用高性能胎圈钢丝项目（第一期）预计 2023 年 9 月开工建设、2025 年 8 月竣工投入使用，一期产能 10 万吨陆续释放，我们预计公司 2023-2025 年胎圈钢丝销量增速分别为 14%/4%/5%；价：假设 2023 年价格相对稳定，基于高性能产品投产优化结构，预计 2024-2025 年价格均同比+5%。
- **钢帘线：**量：基于公司钢帘线智能工厂落地使用及需求复苏，假设公司钢帘线销量 2023-2025 年同比分别+15.7%/+5%/+6%；价：公司为拓展钢帘线市场售价有所让步，假设后续产品升级，2023-2025 年价格同比分别+0%/+5%/+5%。
- **胶管钢丝：**量：胶管钢丝生产流程与钢帘线类似，假设产能伴随智能工厂落地同步释放，胶管钢丝 2023-2025 年销量同比分别+7.5%/+6%/+6%；价：公司产品升级，假设 2023-2025 年胶管钢丝价格同比分别+0%/+5%/+5%。

**毛利率假设：**钢材价格回稳，公司高性能产品投产优化产品结构，我们假设 2023-2025 年公司毛利率分别为 8.1%/8.7%/9.2%，同比分别+6pcts/+0.6pct/+0.5pct。

图表 46 公司盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入（百万元）</b>	<b>5,086.84</b>	<b>5,213.03</b>	<b>5,950.43</b>	<b>6,549.85</b>	<b>7,228.03</b>
收入YOY		2.48%	14.15%	10.07%	10.35%
<b>毛利率</b>	<b>7.2%</b>	<b>2.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.2%</b>
<b>胎圈钢丝</b>					
<b>收入（百万元）</b>	<b>2300.12</b>	<b>2163.30</b>	<b>2467.76</b>	<b>2703.80</b>	<b>2966.75</b>
yoy		-5.95%	14.07%	9.57%	9.72%
销量（万吨）	34.72	35.28	40.25	42.00	44.10
均价（元/吨）	6625	6131	6131	6438	6727
<b>钢帘线</b>					
<b>收入（百万元）</b>	<b>2229.96</b>	<b>2569.66</b>	<b>2973.28</b>	<b>3287.94</b>	<b>3650.64</b>
yoy		15.23%	15.71%	10.58%	11.03%
销量（万吨）	24.23	29.54	34.18	36.00	38.25
均价（元/吨）	9202	8698	8698	9133	9544
<b>胶管钢丝</b>					
<b>收入（百万元）</b>	<b>445.04</b>	<b>391.98</b>	<b>421.31</b>	<b>470.02</b>	<b>522.55</b>
yoy		-11.92%	7.48%	11.56%	11.18%
销量（万吨）	6.0	5.2	5.6	6.0	6.3
均价（元/吨）	7375	7523	7523	7899	8294

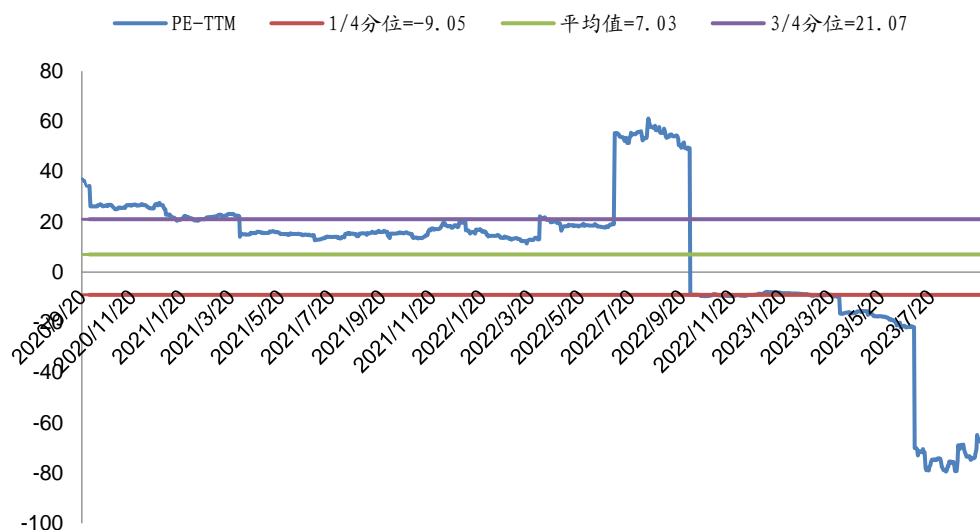
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

**预期迎来业绩+估值双重修复。**我们选取从事钢帘线、胶管钢丝生产的恒星科技、从事钢丝绳业务的赛福天以及从事轮胎业务的玲珑轮胎、三角轮胎和赛福轮胎作为可比公司，公司 2022 年受原材料价格上涨和需求疲软影响导致亏损，2023 年以来，原



材料价格回稳、下游需求复苏、公司募投项目产能有序释放，预期迎来业绩和估值的双重修复。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.53/3.04/3.89 亿元，对应 PE 分别为 20.22/10.16/7.94 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 47 公司近三年 PE-TTM



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 48 可比公司估值

公司	股价	市值 (亿元)	EPS				PE			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
大业股份	10.64	30.84	-0.88	0.53	1.05	1.34	-7.81	20.22	10.16	7.94
恒星科技	3.11	43.59	0.13	0.35	0.45	0.62	33.20	9.01	6.99	5.06
玲珑轮胎	20.28	298.83	0.20	0.91	1.37	1.70	103.71	22.24	14.82	11.93
三角轮胎	15.00	120.00	0.92	1.19	1.35	1.42	13.24	12.57	11.14	10.54
赛福天	11.61	33.33	-0.28	0.31	0.52	0.68	-33.33	37.45	22.33	17.07
赛轮轮胎	12.08	376.90	0.43	0.77	0.92	1.06	23.05	15.76	13.18	11.42

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所；注：股价截至 2023/9/26 收盘，大业股份为模型预测值，其余为一致预期均值

## 风险提示：

**原材料价格大幅波动：**公司原材料成本占成本结构七成以上，主要原材料盘条占采购成本的比例接近 90%，如果钢材等原材料大幅波动，公司向下游传导不及时，将对公司业绩造成不利影响；

**下游需求不及预期：**公司生产橡胶轮胎骨架材料，下游客户为汽车轮胎制造商，如果下游需求疲软，将对公司订单造成影响；

**产能释放不及预期：**公司定增募投项目年产 20 万吨子午线轮胎用高性能胎圈钢丝项目（第一期）预计 2023 年 9 月开始建设、2025 年投产，如果产能释放不及预期，将影响公司后续收入增长。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3600	5401	6156	7325	<b>营业收入</b>	5213	5950	6550	7228
现金	933	2062	2672	3496	营业成本	5105	5467	5972	6539
应收账款	1478	1639	1808	2003	营业税金及附加	37	34	33	36
其他应收款	41	102	81	96	销售费用	75	71	72	78
预付账款	102	192	171	192	管理费用	91	101	82	88
存货	664	855	926	990	财务费用	128	68	54	57
其他流动资产	382	550	498	548	资产减值损失	-10	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3602	3900	4166	4281	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	63	84	105	123	投资净收益	8	7	8	9
固定资产	2755	3002	3179	3235	<b>营业利润</b>	-313	167	306	396
无形资产	373	434	491	537	营业外收入	3	5	35	40
其他非流动资产	411	380	390	386	营业外支出	2	1	1	1
<b>资产总计</b>	7202	9300	10322	11606	<b>利润总额</b>	-312	171	339	434
<b>流动负债</b>	3883	5783	6493	7377	所得税	-42	14	27	35
短期借款	1812	2459	3161	3862	<b>净利润</b>	-270	157	312	400
应付账款	452	552	588	639	少数股东损益	-15	4	9	11
其他流动负债	1619	2773	2744	2877	<b>归属母公司净利润</b>	-255	153	304	389
<b>非流动负债</b>	1268	1307	1307	1307	EBITDA	126	731	952	1095
长期借款	199	199	199	199	EPS (元)	-0.88	0.53	1.05	1.34
其他非流动负债	1069	1107	1107	1107	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	5151	7090	7799	8683	<b>会计年度</b>	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	342	347	356	367	<b>成长能力</b>				
股本	290	290	290	290	营业收入	2.5%	14.1%	10.1%	10.4%
资本公积	580	583	583	583	营业利润	-561.6%	153.2%	83.3%	29.4%
留存收益	838	991	1295	1683	归属于母公司净利	-221.0%	159.8%	99.0%	28.0%
归属母公司股东权	1708	1864	2167	2556	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	7202	9300	10322	11606	毛利率(%)	2.1%	8.1%	8.8%	9.5%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	-4.9%	2.6%	4.6%	5.4%
单位:百万元					ROE(%)	-14.9%	8.2%	14.0%	15.2%
<b>会计年度</b>	2022A	2023E	2024E	2025E	ROIC(%)	-3.4%	3.9%	5.4%	5.8%
<b>经营活动现金流</b>	-100	1294	805	931	<b>偿债能力</b>				
净利润	-270	157	312	400	资产负债率(%)	71.5%	76.2%	75.6%	74.8%
折旧摊销	323	492	558	603	净负债比率(%)	251.2%	320.7%	309.2%	297.1%
财务费用	126	96	116	137	流动比率	0.93	0.93	0.95	0.99
投资损失	-8	-7	-8	-9	速动比率	0.69	0.75	0.78	0.83
营运资金变动	-249	571	-139	-161	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	-43	-430	417	521	总资产周转率	0.69	0.72	0.67	0.66
<b>投资活动现金流</b>	-910	-619	-782	-671	应收账款周转率	3.70	3.82	3.80	3.79
资本支出	-217	-805	-769	-662	应付账款周转率	10.47	10.89	10.48	10.66
长期投资	-700	-21	-21	-18	<b>每股指标(元)</b>				
其他投资现金流	7	207	8	9	每股收益	-0.88	0.53	1.05	1.34
<b>筹资活动现金流</b>	929	454	586	564	每股经营现金流薄)	-0.35	4.47	2.78	3.21
短期借款	807	646	702	701	每股净资产	5.89	6.43	7.48	8.82
长期借款	-22	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	—	20.22	10.16	7.94
资本公积增加	11	2	0	0	P/B	1.17	1.65	1.42	1.21
其他筹资现金流	134	-195	-116	-137	EV/EBITDA	31.73	6.08	4.77	4.03
<b>现金净增加额</b>	-78	1129	609	824					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。