

新能源转型加速推进，汽车胶管量价齐升

——川环科技（300547.SZ）深度报告

买入|首次推荐

报告要点：

● 公司是汽车胶管领先企业，从燃油车系统升级至新能源汽车系统

公司专注汽车胶管行业20年以上，产品覆盖汽车热管理、动力、底盘、车身、内外饰以及智能驾驶等九大总成。拥有胶管领域核心技术以及与整车厂同步设计和开发能力。随着新能源汽车快速发展，热管理等管路需求不断增加，公司借助汽车胶管核心能力，快速上量，未来发展潜力明显。

● 汽车胶管行业壁垒较高，电动化带动单车价值提升，并重塑行业格局

汽车胶管在技术、工艺、设备以及认证等环节形成显著壁垒，并随着汽车新能源化，用量更大，结构更复杂，总成化发展需求更高。从燃油车到纯电动再到混合动力，胶管单车价值中位数从300元提升到600元和900元，部分车型单车价值1200元左右，提升幅度显著。同时由于自主品牌乘用车新能源化较快，公司借助长期供货国内主要自主品牌车企的优势，切入新能源车体系，开启快速发展步伐，公司主要竞争对手聚焦商用车以及外资、合资客户，发展节奏慢。新能源转型带动胶管行业格局重塑，公司有望冲刺国内行业龙头地位。

● 客户覆盖国内主要新能源车企，受益新能源高增长，业绩保障性高

公司新能源客户现已覆盖比亚迪、广汽、吉利、长安、赛力斯（问界系列）、哪吒、小鹏、蔚来等多家走量新能源车企。并为广汽埃安、赛力斯等独家供货，进入长安深蓝、阿维塔体系。公司有望持续受益新能源汽车行业上量，尤其是上述自主整车企业新能源转型快速发展，跟随长安深蓝、阿维塔、吉利新能源等持续成长，未来业绩增长可期。

● 投资建议与盈利预测

受新能源汽车快速成长推动，预计2022-2024年，公司归属母公司净利润分别为1.52、1.97和2.35亿元，按最新股本测算，对应基本每股收益0.70、0.91和1.08元，按照最新股价测算，对应PE24.28、18.81和15.75倍。对标可比公司，给予公司2023年25倍PE，目标价22.4元，2023年市值49.20亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

新能源汽车行业发展不及预期；公司新能源化渗透不及预期；行业竞争超预期；上游成本下降不及预期；电力供应恢复不及预期

当前价/目标价：17.07元/22.40元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：22.20/9.68

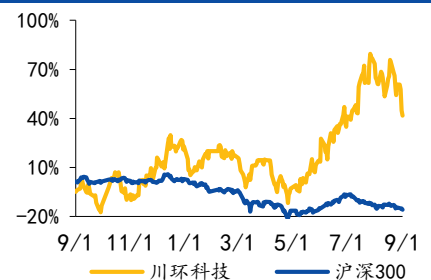
A股流通股（百万股）：176.63

A股总股本（百万股）：216.91

流通市值（百万元）：301.51

总市值（百万元）：370.26

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-2022下半年汽车行业投资策略：复苏为盾，成长为矛，迎接汽车新周期》

《国元证券行业研究-汽车行业月报：政策延续显呵护，电动智能再成长》

报告作者

分析师 杨为敦

执业证书编号 S0020521060001

电话 021-5109-7188

邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn

联系人 刘乐

电话 021-5109-7188

邮箱 liule@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	677.47	776.49	1069.96	1429.41	1765.77
收入同比(%)	17.50	14.62	37.79	33.59	23.53
归母净利润(百万元)	112.78	104.99	152.48	196.80	235.04
归母净利润同比(%)	0.25	-6.91	45.23	29.07	19.43
ROE(%)	12.68	11.24	14.85	17.28	18.60
每股收益(元)	0.52	0.48	0.70	0.91	1.08
市盈率(P/E)	32.83	35.27	24.28	18.81	15.75

资料来源：Wind, 国元证券研究所

目录

1. 公司是汽车管路领先企业，从传统车切入新能源体系	4
1.1 公司专注汽车胶管业务二十年，行业发展领先	4
1.2 覆盖国内主要自主车企，加快进入新能源汽车产业链	6
2. 受益电动化带动，汽车管路系统格局重塑	8
2.1 电动化拉升单车价值，热管理推动胶管价值再提升	8
2.2 新能源汽车进入大众化渗透阶段，自主品牌客户持续发力	10
2.3 汽车行业电动化加速，汽车胶管格局转变重塑龙头	12
3. 产能、技术同步提升，公司做好新能源转型准备	15
3.1 面向新能源发展大势，产能储备充足	15
3.2 立足行业壁垒，不断推动技术提升	15
3.3 上游成本下行概率大，公司利润率有望提升	17
3.4 疫情冲击利空释放，下半年公司业绩高增长	18
4. 投资建议	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：川环科技主要产品展示	4
图 2：川环科技按收入业务分布（2021）	5
图 3：川环科技在主要领域的营收额（2021，亿元）	5
图 4：川环科技发展历程	6
图 5：2021 年中国胶管十强企业排名	6
图 6：汽车胶管在整车上的分布	8
图 7：新能源汽车行业产业生命周期示意图	11
图 8：热销车型比亚迪秦 PLUS DM-i 上市时同级别产品价格对比	11
图 9：公司研发费用占收入比重上升	17
图 10：原有期货价格走势	18
图 11：公司毛利率、净利率企稳回升（单季度）	18
图 12：汽车行业销量上半年下滑下半年快速回补	18
图 13：新能源汽车在一年内存销量前低后高发展规律（单位：辆）	19
表 1：公司主要客户	7
表 2：国内新能源汽车各品牌占比	7
表 3：公司新能源领域主要客户	8
表 4：不同体系胶管单车价值	9
表 5：新能源车热管理技术发展趋势	10
表 6：川环科技主要新能源客户市场表现及公司配套情况	12

表 7：乘用车前装领域胶管行业市场规模测算	13
表 8：汽车胶管市场格局	14
表 9：与主要竞争对手相比川环科技的客户更偏自主品牌	14
表 10：川环科技产能布局	15
表 11：胶管行业关键环节壁垒	16
表 12：川环科技 2021 年主要新能源汽车相关研发项目	17
表 13：川环科技主要传统车客户销量情况	19
表 14：川环科技产能布局	20
表 15：川环科技新能源汽车业务收入测算	20
表 16：公司盈利预测	21
表 17：可比公司估值	22

1. 公司是汽车管路领先企业，从传统车切入新能源体系

1.1 公司专注汽车胶管业务二十年，行业发展领先

川环科技主要从事汽车管路业务。按不同系统分类，公司产品系列涵盖：（1）热管理系统（如冷却、空调等）；（2）动力系统（如传统动力车进气、排气、发动机、变速箱、传动轴、动力标定等）；（3）底盘系统（如悬架、转向、制动等）；（4）车身-上车体（车身钣金以及内饰相关领域）；（5）车身-下车体（底盘等）；（6）内饰（乘员舱等）；（7）外饰（前后保险杠等）；（8）电器系统（低压电器等）；（9）智能驾驶等九大模块，产品满足国六汽车排放标准，是国内规模较大的专业汽车胶管主流供应商之一，同时也是国内摩托车胶管系列产品的主要供应商之一。同时公司积极研发轨道交通、中石油、中石化、军用产品，产品正在试制、验证阶段，部分领域有小批量货，逐步开启进口替代。

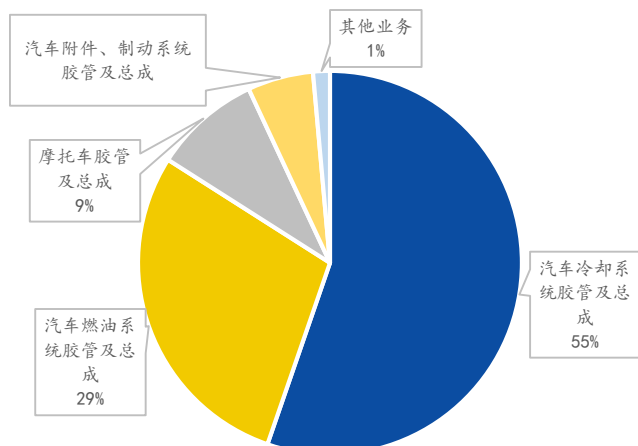
图 1：川环科技主要产品展示



资料来源：公司官网，国元证券研究所

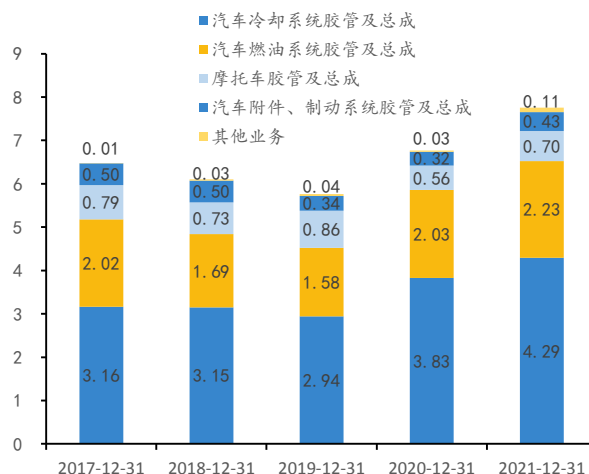
2021 年公司实现营业收入 7.76 亿元，其中冷却系统胶管及总成 4.29 亿元，占收入总额的 55.3%。其次为燃油系统胶管及总成业务 2.23 亿，占业务收入总体的 28.7%。此外还有摩托车胶管及总成占比 9%，汽车附件、制动系统胶管总成占比 5.5%。过去 5 年来，公司冷却系统胶管及总成快速成长，其他业务呈现波动平稳趋势，整体迈入以新能源汽车冷却系统驱动的发展阶段。

图 2：川环科技按收入业务分布（2021）



资料来源：wind, 国元证券研究所

图 3：川环科技在主要领域的营收额（2021，亿元）



资料来源：wind, 国元证券研究所

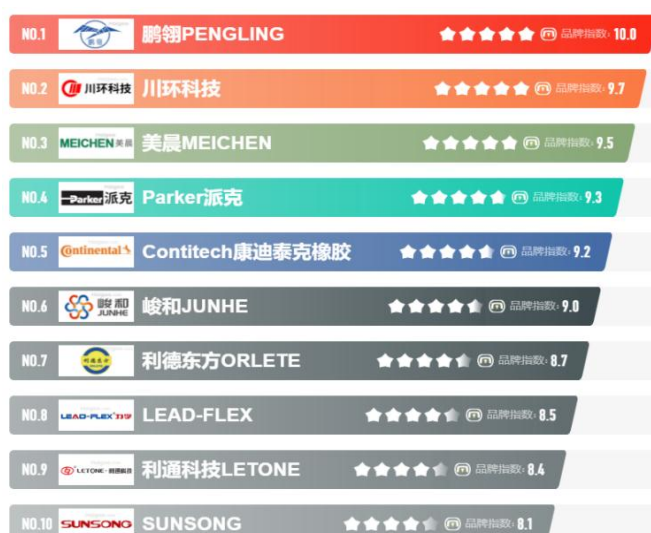
公司专注胶管类业务二十余年，行业地位领先。公司为多方股东联合组建的川环有限不断整合达州当地汽车橡胶业务发展而来。公司整合的重要资产之一川环橡胶成立于 1998 年。2002 年，为了解决川环橡胶作为上市主体股东成分不合理问题，川环橡胶董事长文谟统等联合重庆建兴、大竹电力，同时引进四川国投、中贸粮油、达州国资等外部投资者，成立川环有限。其后川环有限购买川环橡胶所拥有的汽车用胶管相关经营性资产及负债、承继川环橡胶主要业务。2004 年公司整合的另一重要企业，大竹县福利橡胶工业有限公司（福利橡胶）成立。2005 年，福利橡胶收购川环橡胶全资子公司福利工厂资产及负债。2006 年，收购完成福利工厂的福利橡胶，更名为四川福翔科技有限公司。2009 年，川环有限收购福翔科技，至此公司业务整合全部完成。2016 年，公司在深交所挂牌上市。公司漫长的整合过程，主要是为了推进改制重组，实现市场化发展。二十多年来（加上公司前身，汽车软管历程四十余年），公司核心业务始终围绕汽车胶管领域展开，在管路安全环保、集成化、轻量化、可靠性、耐久性、舒适性、相关性等研发方面，拥有自主知识产权，形成大批专有技术和关键诀窍。特别是在材料配方、结构设计、复合技术、先进工艺、试验检测等方面有较扎实的研究开发基础，具备与 OEM 同步设计和开发的能力。截止 2021 年 12 月，公司累计获得国家授权专利 87 项，其中发明专利 14 项，逐渐发展成为汽车、摩托车及其它机械用胶管和橡胶制品的专业化全国创新型企业、国家火炬计划高新技术企业，连续 10 年位列中国胶管十强企业。

图 4：川环科技发展历程



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 5：2021 年中国胶管十强企业排名



资料来源：买购网,国元证券研究所

1.2 覆盖国内主要自主车企，加快进入新能源汽车产业链

经过长期聚焦发展，公司覆盖国内主要自主乘用车车企。作为汽车、摩托车用橡塑软管及总成企业，公司目前已经构建了包括自有国际知名品牌、自营销售网络、自主研发设计及制造生产基地在内的成熟稳定体系，综合实力较强。公司经过多年积累，配方设计及工艺制造技术经验成熟，产品质量稳定，目前已为国内 50 多家主机厂供货，与 50 多家摩托车厂商，以及 200 多家二次配套厂商建立了稳定的供配关系。知名主机厂客户包括一汽大众、上汽大众、比亚迪汽车、长安汽车、吉利汽车、长城汽车、广汽、长安福特、长安马自达、上汽通用五菱、东风汽车、日本三菱、奇瑞汽车、北汽等，基本涵盖主要国内自主乘用车企业。

表 1：公司主要客户

主要领域	主要客户
自主品牌乘用车	比亚迪汽车、长安汽车、吉利汽车、长城汽车、广汽、东风汽车、奇瑞汽车、北汽、蔚来、理想、威马、哪吒、小康等
合资品牌乘用车	一汽大众、上汽大众、长安福特、长安马自达、上汽通用五菱、日本三菱
摩托车	雅马哈、本田、春风、大长江、铃木等

资料来源：公司 2021 年年报，2022 年 7 月 21 日投资者关系活动记录表，国元证券研究所

借助自主车企新能源化机会，加快进入新能源汽车体系。近年来，国内自主品牌车企快速发展新能源汽车，电动化速度远远快于合资品牌。根据国家信息中心的数据，2022 年上半年国内新能源汽车领域，自主品牌汽车渗透率高达 80% 以上。新能源汽车的快速增长主要是由自主品牌汽车贡献。传统车企的比亚迪、广汽、长安、奇瑞、吉利、五菱等以及新势力的理想、小鹏、蔚来、理想、哪吒、小康等销量靠前。

表 2：国内新能源汽车各品牌占比

品牌类型	2019	2020	2021	2022 年 1-6 月
自主品牌	83.6%	73.4%	79.7%	83.5%
合资品牌	7.5%	8.8%	6.2%	5.2%
豪华品牌	8.9%	17.7%	14.1%	11.2%

资料来源：国家信息中心，国元证券研究所

借助公司自主品牌汽车客户体系以及自主品牌新能源汽车的快速增长，公司从传统汽车快速进入新能源汽车发展领域，实现客户体系新能源化。目前已进入比亚迪、广汽埃安、华为赛力斯、长安深蓝、五菱 MINI、以及吉利极氪、吉利几何等供应体系，且是华为赛力斯与广汽埃安胶管领域的独家供应商。在造车新势力方面也进入理想、蔚来、哪吒、威马等企业供应体系，纯电动车与混合动力车均能供货。新能源化进展明显，有望受益于未来几年新能源汽车快速发展。

表 3：公司新能源领域主要客户

主要领域	主要客户
传统整车厂	比亚迪、广汽埃安、华为赛力斯、五菱 MINI、吉利极氪、吉利几何、北汽极狐、东风岚图
造车新势力	蔚来、理想、哪吒、威马
氢燃料汽车	未势能源、长城、庆铃等客户的氢能源车型相关配套管路研发

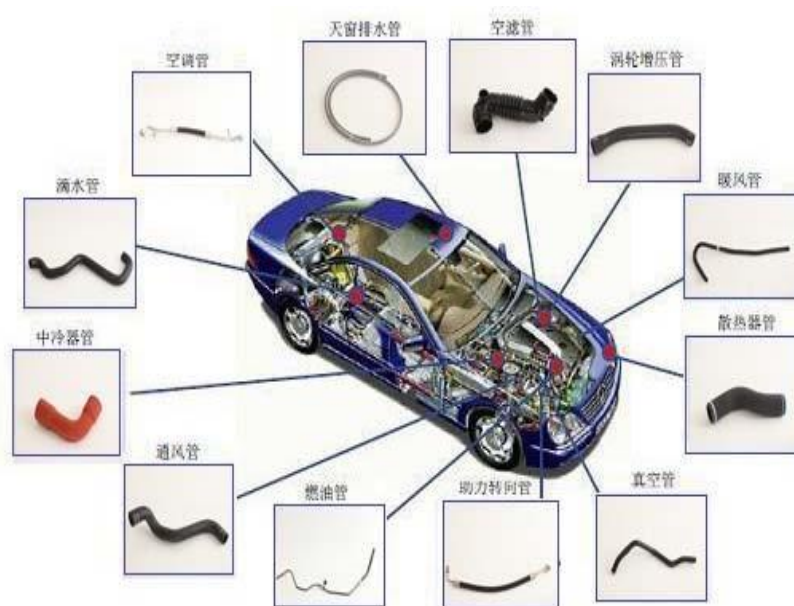
资料来源：公司 2021 年年报，国元证券研究所

2. 受益电动化带动，汽车管路系统格局重塑

2.1 电动化拉升单车价值，热管理推动胶管价值再提升

汽车胶管作用关键，新能源车用量增加提升单车价值。汽车胶管是指在汽车上用于冷却系统、燃油系统、制冷系统、动力转向系统和制动刹车系统、空调系统等橡胶软管，是构成汽车管路系统的主要部件，用来传输各种液体和气体，包括燃油、润滑油、制冷剂和水等，帮助汽车各子系统实现其功能，从而实现整车的正常运转。汽车胶管是重要的汽车零部件，在硬度、爆破压力、耐高温、脉冲强度、粘接强度、耐化学腐蚀、抗静电等主要技术指标方面具有较高要求，其质量和性能对提高汽车整车的性能和质量水平有着关键作用。

图 6：汽车胶管在整车上的分布



资料来源：川环科技招股说明书，国元证券研究所

进入新能源阶段后，汽车管路系统呈现复杂化和总成化的趋势。传统燃油车所使用的管路系统主要用于发动机舱的冷却、水箱系统的冷却等，管路系统相对简单，复杂程度不高。新能源汽车增加了热管理系统、三电系统等，动力系统和底盘系统也出现较大改变，这些系统的零部件均需要相应的管路进行连接和冷却，在设计上更加总成化和模块化。一般而言包括了传统的单管、卡箍、接头、三通、O型圈、硬管等组合体。纯电动车管路系统所使用的管路一般为 20-35 组（套），混合动力车的管路系统所使用的管路可达 40-50 组（套），使用量比传统汽车增加了约 3 倍左右。从单车价值看，全车所有的管路系统，传统燃油车一般在 200-400 元左右，纯电系统一般在 400-600 元左右，混动系统一般在 800-1000 元左右，部分车型在设计中使用胶管量大的情况下，可达 1200 元左右。

表 4：不同体系胶管单车价值

主要领域	单车价值
燃油车	200-400 元
纯电动车	400-600 元
混合动力	800-1000 元，部分车型可达 1200 元

资料来源：川环科技 2022 年 7 月 13 日投资者关系活动记录表，国元证券研究所

热管理等技术提升，带动管路系统技术与价值提升。随着新能源汽车对续航里程、安全性、舒适性以及高压快充等性能要求逐步提升，汽车热管理等多个技术快速发展，带动相关管路系统技术要求、用量和价值持续上升。当前新能源汽车热管理技术已经由传统的 PTC 供热，进入到热泵技术阶段，并向宽温区热泵及整车热管理集成一体化方向发展。而随着 800V 高压快充平台的引入，热管理及相应部件的要求和价值将进一步提高。在热泵化和集成化发展的过程中，原本只要负责连接空调四大部件的管路系统，由于要兼顾电池等系统设备的安全运行，不再是单进单出的简单形式，结构更加复杂。管路的几何尺寸如直径，长度，管路的弯折角度等，支管尺寸及制冷剂流量大小等都将对整个热管理效果产生影响。整体管路的工艺性能要求也更高。如最新的 CO₂ 热泵空调，具有超高温、高压的运行特性，对材料的要求大大提高，对系统密封性有更高的挑战，振动噪音等要求也异常严苛。CO₂ 热泵系统的空调管高达十多根，压力范围囊括低压、中压和高压，每根管子中的制冷剂压降，残油率等性能的影响对整个系统起着至关重要的作用，因此也将带动相应胶管的技术和价值提升。

表 5：新能源车热管理技术发展趋势

技术	主要特征	图示
第一阶段 PTC 供热	采用蒸气压缩制冷循环制冷加 PTC 制热的方式来实现乘员舱的热管理。电池管理采用成本较低的空冷方式。特征是各个独立的子系统分别满足热管理的需求。对管路需求较少。代表产品三菱 i-MIEV 电动汽车（右图）	
第二阶段 热泵技术	低温环境下热泵与 PTC 辅热结合使用。电池使用液冷方式降温。利用蒸气压缩循环将环境中的低品位热量进行利用,实现对电池制冷与乘员舱制冷进行了简单整合, 电池、电机余热仍未得到有效利用。所需管路较多。代表产品宝马 i3(右图)	
第三阶段 宽温区热泵及整车热管理集成一体化技术	通过合理增加二次换热回路,在对动力电池与电机系统进行冷却的同时,对其余热进行回收利用,以提高电动汽车在低温工况下的制热量。各热管理子系统深度耦合,随着电车整车热管理集成程度的逐渐提升,可以通过合理的增大电机发电量的方式来增加余热的回收量,达到无需额外使用 PTC 加热器的效果。所需管路较多。代表产品特斯拉 modelY（右图）	

资料来源：邹慧明等《电动汽车热管理技术研究进展》，国元证券研究所

2.2 新能源汽车进入大众化渗透阶段，自主品牌客户持续发力

新能源汽车发展由高端/低端两个市场的差异化，进入中端市场差异化引领、大众化渗透阶段。中国新能源汽车产业生命周期，已经完成萌芽期的补贴推动，成长初期的差异化发展，进入成长期差异化引领、大众化渗透关键期。

出发力新能源市场。小康赛力斯在华为的合作下，迅速占据电动车市场重要份额。此外还有领先细分市场的五菱 MINI、奇瑞等纷纷发力。传统整车厂正在迎来快速电动化阶段。作为上述厂商的重要合作伙伴，川环科技未来市场前景广阔。

表 6：川环科技主要新能源客户市场表现及公司配套情况

客户名称	上半年终端销量 (辆)	同比	发展特征	川环科技配套情况
比亚迪	641350	314.9%	全面转向新能源，国内新能源汽车领军企业	配套王朝系列唐、宋、元、秦、汉等，海洋系列海豚、海豹、腾势系列、军舰系统等多个车型
广汽埃安	100251	133.9%	传统企业新能源领先者	全面参与了全系车型的管路系统开发，目前橡胶类管路 100%由川环独家开发配套.已经争取到了尼龙类管路 50%的合作配套比例
赛力斯	45622	204.5%	合作华为，问界车型成为市场爆款	参与金康赛力斯全系车型（即华为问界 M5 和 M7）的管路系统配套研发
五菱 MINIEV	214188	17.19%	A00 级新能源车龙头	配套五菱 MINIEV 等
长安	84958	127.26%	新推出深蓝品牌，成为爆款；与华为、宁德时代合作阿维塔品牌，未来潜力大	供货长安燃油车和新能源，当前配套深蓝和阿维塔车型
吉利	105087	377%	燃油车有帝豪 GS/GL、博瑞、博越、22 年中报计划今年全年星越等；包括混动和纯电动的新能源车销售占比超过源车包括领克系列 03、05、06、30%，明年超过 50%	09，极氪，几何 A、几何 C 等；吉智新能源的枫盛、枫叶等全系车型
蔚来	50827	21.1%	造车新势力领先企业	供货蔚来
理想	60403	100.3%	造车新势力领先企业	202 年 4 月取得了新车型管路系统开发的项目定点
哪吒	63131	199%	二线新造车势力领军企业	哪吒 U/V/N/S 等全系产品

资料来源：比亚迪，广汽，赛力斯、长安、吉利等公司 6 月产销快报，蔚来、理想、哪吒官方公众号，产业链调研，车主之家，川环科技 7 月 21 日、28 日投资者关系活动记录，川环科技 2021 年年报，国元证券研究所

2.3 汽车行业电动化加速，汽车胶管格局转变重塑龙头

受益电动车加速，汽车胶管行业快速发展，且主要由新能源汽车贡献增量。结合新能

源汽车销量和胶管单车价值提升，假设 2023-2025 年乘用车增速分别为 2%/3%/4%，纯电动乘用车增速分别为 40%/30%/20%，混合动力乘用车增速分别 70%/60%/50%，则纯电动乘用车 2025 年销量 1077.75 万辆，混合动力乘用车销量 604.81 万辆，节能型燃油乘用车销售 830.47 万辆。对应前装乘用车胶管市场规模 133.23 亿元，较 2021 年水平增长 81%，年化增速 16%。其中新能源（包含纯电动和插混）108.32 亿元，较 2021 年增长 470%，年化增速 54%；节能型燃油车 24.91 亿元，较 2021 年下滑 54%。新能源领域成为胶管行业的主要驱动力。

表 7：乘用车前装领域胶管行业市场规模测算

指标		2021	2022E	2023E	2024E	2025E
销量 (万辆)	燃油车	1815.96	1658.29	1403.13	1115.05	830.47
	纯电动	272.01	493.48	690.87	898.13	1077.75
	插电混动	60.18	148.24	252.00	403.21	604.81
单车 价值 (元)	燃油车	300	300	300	300	300
	纯电动	500	500	500	500	500
	插电混动	900	900	900	900	900
市场 规模 (亿元)	燃油车	54.48	49.75	42.09	33.45	24.91
	新能源汽车	19.02	38.02	57.22	81.19	108.32
	胶管市场整体	73.50	87.76	99.32	114.65	133.23
新能源汽车占比		25.87%	43.32%	57.62%	70.82%	81.30%

资料来源：wind，中国汽车工业协会，公司 7 月 13 日投资者关系活动记录，国元证券研究所测算

国内头部胶管企业以供应合资和外资品牌为主，自主新能源快速转型带动胶管行业格局重塑。从竞争格局看，我国具有一定规模的汽车胶管企业有 50 多家，其中外资企业占比约为三分之一，本土企业占比约为三分之二，外资企业的汽车胶管产量约占市场一半的市场份额，属于汽车胶管行业中的第一梯队。国内上市企业或者具有一定规模的非上市企业为第二梯队，此外是第三梯队，大量中小型汽车胶管企业，在产品性能和工艺水平上还存在较大差距。从行业发展来看，主要头部企业以供应合资和外资车企为主，国内新能源业务在客户中占比较低，受益国内新能源汽车市场发展的节奏偏慢。由此在新能源快速崛起的过程中，行业格局出现重塑，自主体系胶管企业迅速扩张，发展较快。根据公司 2022 年半年报披露，预计公司新能源业务相关收入占营业收入比重，将有望从 2021 年全年的 8.3%，快速提升到 2022 年下半年的 40%。

表 8：汽车胶管市场格局

分类	厂商类型	代表厂商
第一梯队	外资企业，占据国内高端汽车市场	德国 RubberMoulder、ContiTechSchlauch, Phoenix；英国 BTR；美国 Goodyear、Parker 等
第二梯队	国内上市企业或者具有一定规模的非上市企业	天津鹏翎、川环科技、天津大港、山东美晨
第三梯队	其他中小型汽车胶管企业，在产品性能和工艺水平上还存在较大差距	—

资料来源：黄兰淞《政府支持对汽车胶管行业发展影响分析》，郝伟等《汽车胶管的生产技术与市场》，川环科技招股说明书，国元证券研究所

表 9：与主要竞争对手相比川环科技的客户更偏自主品牌

公司	概况	主要客户
川环科技 (300547.SZ)	公司位于四川达州，专注于研发、生产和销售车用胶管系列产品。2021 年相关业务收入 7.76 亿元	覆盖主要自主品牌车企和少量合资。已进入多家走量新能源车企供货体系。包括比亚迪、广汽埃安、赛力斯、吉利、哪吒、五菱 MINI、长安、理想等
鹏翎股份 (300375.SZ)	公司位于天津，汽车流体管路和汽车密封部件的设计、研发、生产和销售，2021 年相关收入 16.57 亿元	覆盖主要合资与自主车企。已进入供货阶段的新能源车型包括：探岳混动、小鹏电动车、红旗 EV、比亚迪汉、大众 MEB 电动车、长城欧拉、H6 混动、比亚迪唐等。此外供货宁德时代
美晨生态 (300237.SZ)	公司位于山东潍坊，生产销售汽车减震橡胶制品与汽车胶管，2014 年起进入 PPP 园林工程领域。2021 年橡胶制品 11.88 亿元，占营业收入总额的 57.25%	商用车为主，战略客户东风商用车等。新能源进入小鹏体系
天津大港 (未上市)	公司位于天津，专业生产汽车用橡胶管路的现代化股份制企业	合资与外资为主，主要客户包括福特、丰田、马自达等，其他合作伙伴还包括丰田、斯巴鲁、日产、英菲尼迪、雷克萨斯等

资料来源：wind，川环科技公告，鹏翎股份 2021 年公告，2022 年 4 月 7 日投资者关系记录，美晨生态历年年报，天津大港公司官网，国元证券研究所

3. 产能、技术同步提升，公司做好新能源转型准备

3.1 面向新能源发展大势，产能储备充足

公司根据新能源汽车发展步伐积极规划产能，面向未来产能充沛。公司原有 6 个分厂以及 1 个全资子公司具有生产能力，满产产能约 10 亿元左右。受新能源汽车快速发展带动，公司 2021 年初规划未来两年的产能规划，在达州大竹县经济开发区新征 200 亩土地，投资建设“传统汽车与新能源汽车零部件增量（制造）项目”。建成后，公司将新增 4 个车间厂房，10000 吨胶管生产能力，满产产能 18-20 亿元左右。目前首期建设的 101、102 号车间厂房已经建成并投入生产，103 和 104 车间，已经完成场地“三通一平”，仅需进行厂房钢结构搭建和车间地面硬化即可完成，将根据市场情况适时启动，确保产能充足。

表 10：川环科技产能布局

产能节奏	工厂状态	产能规模
原有产能	6 个分厂，1 个全资子公司	满产产能 10 亿元左右
新增产能	达州大竹经济开发区 101、102 厂房车间，已经建成并投入生产	满产产能 9-10 亿元左右
计划产能	达州大竹经济开发区 103、104 厂房车间，已经完成“三通一平”，可根据市场情况，适时启动	满产产能 9-10 亿元左右

资料来源：公司 2021 年年报，6 月 28 日投资者关系活动记录表，每经网，国元证券研究所

除胶管工厂外，为适应市场需求，加快公司发展。川环科技计划于 2022 年将成立加工中心、注塑分厂，为公司提供配套产品。公司每年对塑料制品的采购量一亿元左右，加工中心、注塑分厂一方面有利于降低采购成本，增加企业利润；另一方面将增加公司集成化供货能力，更好开发市场。目前公司已具备管路卡箍、接头、三通、O 型圈等关键连接件的自制。不仅实现了质量、成本等方面更好的控制。也通过总成化能力参与到整车厂的管路同步开发中，提升与整车厂的综合协同和解决相关问题的能力，形成较高发展壁垒。

3.2 立足行业壁垒，不断推动技术提升

胶管行业壁垒较高，技术、工艺、设备与认证均为关键环节。由于汽车胶管产品在汽车整车内独特关键的作用。汽车胶管出现故障或损坏，将引起汽车整车故障或发动机损坏、报废，甚至出现汽车起火、刹车失灵、转向失灵等危及司乘人员生命的重大事故，因此整体而言，在技术、工艺、设备、认证等环节均存在技术壁垒。在技术层面，材料的配方设计和整车及整机的功能及模块化匹配技术是关键。胶管本身要具有耐

腐蚀性、耐温、阻燃、电阻以及耐震动和疲劳脉冲等特性，同时胶管的性能还需考虑与系统内部其他零部件的相互影响和匹配效果，需要通过反复设计计算和试验来寻求平衡点，达到最优设计目标。而在工艺方面，良率控制与精益生产对企业的工艺水平要求较高，同时需要配备机电一体化专用设备和检测设备，形成资金和经验壁垒。在认证层面，产品除了要满足 ISO 等质量标准，还要经过主机厂、一级供应商等的层层认证。但一旦认证通过，形成供货后将保持较为长期的稳定关系，形成行业特有的客户关系壁垒。

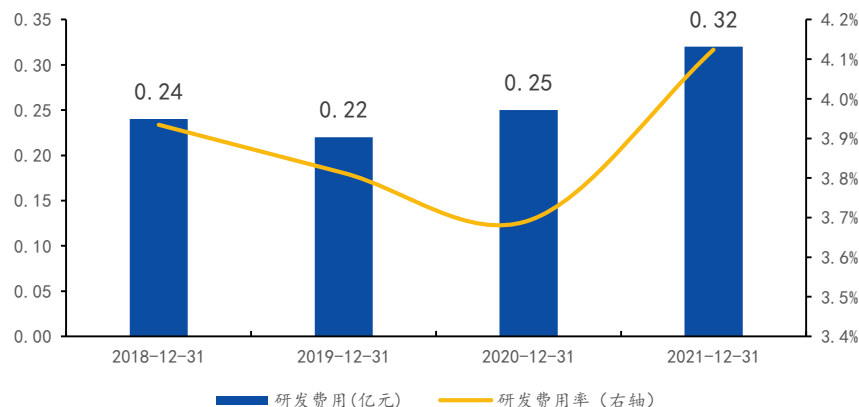
表 11：胶管行业关键环节壁垒

关键环节	行业壁垒
技术	胶管本身必须满足：(1)耐管内介质化学特性及温度；(2)能够经受胶管外部环境温度及可能的化学腐蚀及环境紫外线、臭氧老化等；(3)具有特殊的内外部阻燃、电阻特性；(4)耐震动和疲劳脉冲；(5)能与所在汽车子系统模块化设计及感温器、电子阀、分水器等连接件进行良好的匹配；(6)符合计算机数模模拟装车的各空间尺寸的匹配；(7)解决产品寿命与成本相互制约的矛盾因素；(8)满足客户要求的其他特殊性能。此外还需考虑与其他部件的相互影响和匹配效果，需反复计算和试验形成 know-how
工艺	质量要求高、成本要求高、工艺链较长，核心是拥有成熟稳定工艺提升良率控制成本，需要企业有较充分的工艺积累
设备	因为工艺链较长，设备几乎全部为专用设备。设备投入大、专业性强、精度高，同时技术进步较快，设备更新较快。对厂商的资金能力和管理效率提出了较高的要求。此外，测试设备多为专用设备，精度要求高，测试面广，测试过程需要对测试经验和数据积累要求高
认证	首先需满足 ISO9002、QS9000、VDA6.1 等质量体系认证及 ISO14001 环境体系认证和 ISO / TS16949 国际汽车质量管理标准认证等；其次，在通过了第三方质量认证后，汽车制造商将对汽车胶管生产企业进行现场工艺审核；最后，产品开发出来后，再进入产品质量认证程序，先后须经过公司自检、汽车制造商认证程序。某些为一级配套供应商供应组件的胶管生产企业中间还须经过一级配套供应商的认证。产品开发认证过程完成后，通常还要经过试样和小批量供货过程，以进一步检验产品技术、质量的稳定性，整体要求较高

资料来源：张洪起《汽车胶管行业竞争状况、影响因素和技术水平浅析》，国元证券研究所

研发费用占比快速提升，加紧研发新能源相关项目。基于行业本身较高的发展壁垒，加之近年来随着新能源热管理等技术要求提升，公司围绕胶管核心领域不断加大研发投入力度。最近几年，公司研发费用随销售收入稳步提升，研发费用率整体保持上升趋势，2021 年公司研发费用 3200 万，占销售收入比重 4.14%，为历史最高水平。从新项目的开发重点来看，公司高性能汽车冷却管路开发、汽车热管理管路系统开发等新能源相关项目持续推进，为公司更好的服务新能源汽车产业不断助力。

图 9：公司研发费用占收入比重上升



资料来源：wind，国元证券研究所

表 12：川环科技 2021 年主要新能源汽车相关研发项目

主要研发项目	项目概况
新型环保车用空调软管总成研发	项目主要为了解决技术难题，开发一款新产品，目前处于开发中
高性能汽车冷却管路开发	项目主要为了布局新能源市场，开发新产品，目前处于开发状态中。研发完成后，可提高管路各项性能指标、实现关键核心技术创新和突破，满足新能源汽车要求
汽车热管理管路系统开发	项目主要为了布局新能源汽车市场，开发新产品，目前处于开发状态中。项目完成后可满足新能源汽车相关性能需求，提高新能源车的续航能力

资料来源：川环科技 2021 年年报，国元证券研究所

3.3 上游成本下行概率大，公司利润率有望提升

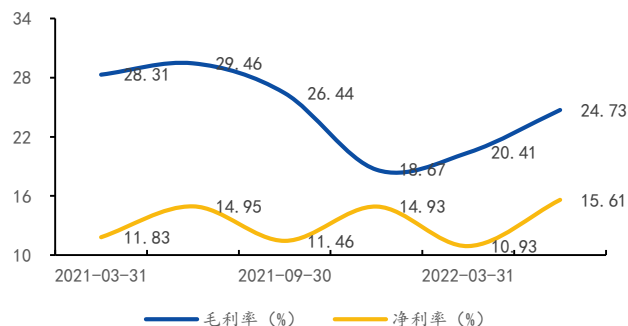
汽车胶管行业的原材料主要为合成橡胶，产品性能方面对原材料有相当的依赖性。由于汽车胶管行业的原材料属于石油化工产品，从价格走势上看，合成橡胶价格与国际原油价格走势的趋同性极强。2020 年以来受全球货币宽松、疫情后经济复苏以及地缘政治问题推动，油价处于持续上升通道。当前原油价格处于历史相对高位。随着全球各地央行不断加息，通货膨胀问题逐步缓解，2022 年下半年油价逐步下行。预计未来两年，油价下行将是整体趋势，带动合成橡胶价格下行，公司成本压力缓解，毛利率有望进一步提升。

图 10: 原有期货价格走势



资料来源: wind, 国元证券研究所

图 11: 公司毛利率、净利率企稳回升 (单季度)



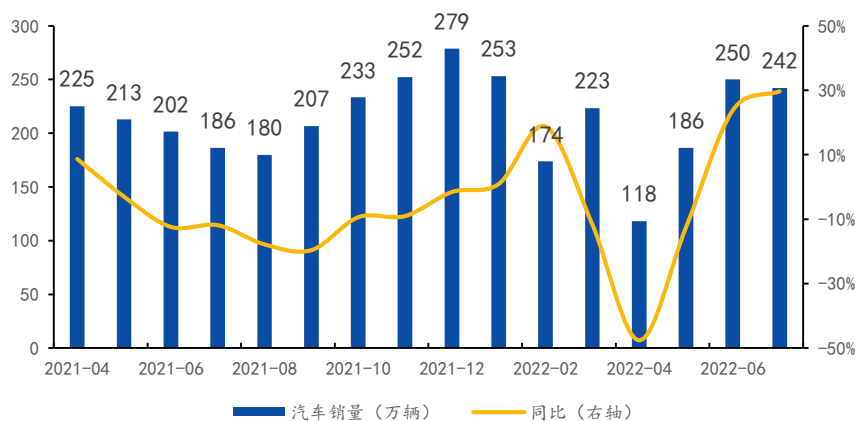
资料来源: wind, 国元证券研究所

3.4 疫情冲击利空释放，下半年公司业绩高增长

上半年国内两大汽车产业集群地长春和上海分别遭受疫情冲击，加之防控要求对供应链和物流的影响，汽车行业 3 月份以来销量快速下滑，带来包括公司在内的上游企业收入、利润增长停滞甚至萎缩。公司在燃油车相关管件销售下滑 12% 的基础上，仍然实现了收入、利润的正增长，主要为新能源业务快速开拓和起量所致。

下半年在燃油车领域，受需求端燃油车购置税减半政策刺激以及受疫情压制的消费逐步释放影响，和供给端主要整车企业积极冲量带动，实现较快增长。目前公司主要客户大众、长安、吉利等均保持年初制定的全年销量目标不变，有望整体带动公司燃油车领域销售较上半年环比出现较大增长。

图 12: 汽车行业销量上半年下滑下半年快速回补



资料来源: wind, 国元证券研究所

表 13：川环科技主要传统车客户销量情况

客户名称	上半年销量	全年目标销量	下半年/上半年	6月同比	7月同比
一汽大众	88 万辆	200 万辆	1.27	45.5%	70%
长安汽车	112.6 万辆	245 万辆	1.18	19.87%	12.9%
吉利汽车	50 万辆	165 万辆	2.3	25%	20%
奇瑞汽车	47.5 万辆	150 万辆	2.15	43.6%	63.6%

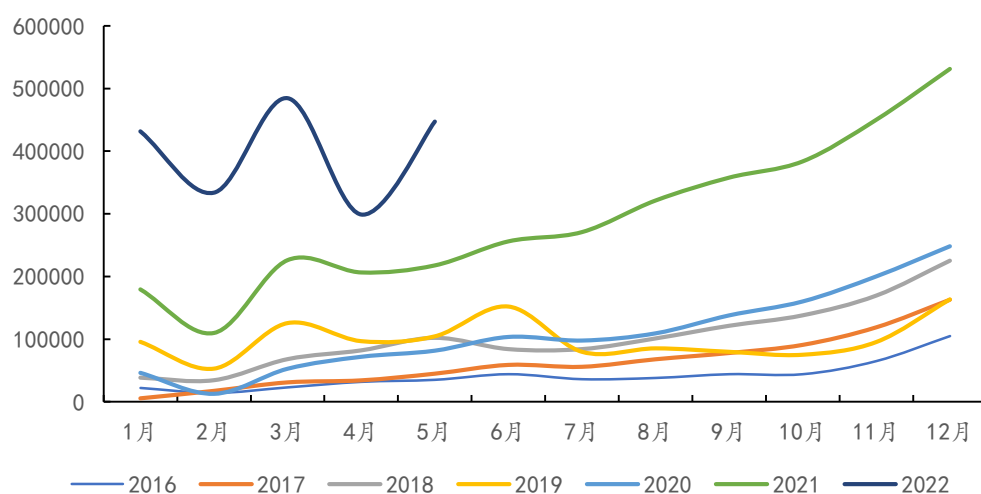
资料来源：搜狐汽车，盖世汽车，一汽大众官网，长安汽车 6 月、7 月产销快报，吉利汽车 6、7 月产销快报

注：长安汽车数据含商用车，由于商用车处于周期下滑阶段，实际乘用车增速比表中数据偏高

新能源车领域，由于行业本身存在前低后高现象，下半年公司将跟随行业继续上量。另一方面，公司本身新能源客户也在不断增加，2022 年 4 月进入理想汽车体系，2022 年下半年还将进入明星车型长安深蓝体系，带动公司实现快于行业销量的增速水平。公司在 2022 年中报中披露，预计 2022 年下半年新能源方面营业收入将占公司总体收入的 40%。以传统车 2022 年全年增长 5%为基础预计，2022 年全年公司新能源业务相关收入有望突破 3 亿元，环比上半年实现 200%以上快速增长。

我们对此做两点验证，一是从产能情况看，公司在原有满产 10 亿元产能的基础上，新建年产 9-10 亿元产能规模的 101、102 工厂均已投入使用，且在加班加点运转。从产量看公司全年收入超越 10 亿元可能较大。在传统车缓慢增长的背景下，新能源车销售收入突破 3 亿可能性较大。二是结合公司主要客户比亚迪、埃安、华为问界、哪吒汽车、五菱 MINI，以及新客户理想等的销量表现情况测算，2022 年新能源汽车相关收入约可达到 3.47 亿元，下游客户的快速发展足以支撑公司新能源汽车收入的快速提升。

图 13：新能源汽车在一年内存存在销量前低后高发展规律（单位：辆）



资料来源：中国汽车工业协会，国元证券研究所

表 14：川环科技产能布局

产能节奏	工厂状态	产能规模
原有产能	6 个分厂，1 个全资子公司	满产产能 10 亿元左右
新增产能	达州大竹经济开发区 101、102 厂房车间，已经建成并投入生产	满产产能 9-10 亿元左右
计划产能	达州大竹经济开发区 103、104 厂房车间已经完工“三通一平”，可根据市场情况适时启动	满产产能 9-10 亿元左右

资料来源：公司 2021 年年报，6 月 28 日投资者关系活动记录表，每经网，国元证券研究所

表 15：川环科技新能源汽车业务收入测算

客户名称	销量（万辆）				价格（元）			收入（百万元）		
	2022H1	2022E	2023E	2024E	2022	2023	2024	2022E	2023E	2024E
比亚迪	64.14	160.00	300.00	434	700	735	772	186.67	367.50	558.36
埃安	10.03	20.00	40.00	58	500	500	500	50.00	100.00	144.70
深蓝	-	3.00	12.00	17	525	551	579	7.88	33.08	50.25
阿维塔	-	-	6.00	9	500	500	500	0.00	15.00	21.71
问界	4.56	8.00	15.00	22	525	551	579	21.00	41.34	62.82
五菱	19.60	40.00	52.00	75	300	300	300	20.00	26.00	37.62
哪吒	6.31	15.00	22.50	33	500	500	500	12.50	18.75	27.13
蔚来	5.08	12.00	15.60	23	500	500	500	10.00	13.00	18.81
吉利	10.97	30.00	50.00	72	525	551	579	26.25	45.94	69.80
威马	2.17	5.00	7.00	10	500	500	500	4.17	5.83	8.44
极狐	0.66	1.50	2.40	3	500	500	500	1.25	2.00	2.89
岚图	0.69	1.50	2.40	3	500	500	500	1.25	2.00	2.89
理想	6.04	12.00	25.00	36	700	700	700	7.00	29.17	21.10
长城	6.36	15	30	43	-	700	700		35.00	25.32
总计		-				-		347.96	734.61	1051.85

资料来源：各公司公告、官网以及官微，川环科技投资者关系记录，国元证券研究；

注：1.对于公司公告没有明说独家供应的企业，2022 起按供应 1/3 份额计算，各家单车价值按理论价值的 1/2 计算，2022 理想为第一年进入，单车价值按理论价值的 1/4 测算；2.由于主要企业混动车型增加，假定未来三年有混动车型各企业胶管价格分别按 5%，10%，10%增长；无混动车型企业单车价值保持不变

4. 投资建议

结合未来几年新能源汽车持续快速发展态势，预计公司 2022-2024 年收入分别为 10.70\14.29\17.66 亿元，同比增长 37.79%\33.59%\23.53%，其中

(1) **传统车领域**，综合考虑疫情冲击和恢复的波动以及政策退坡和新能源汽车的替代作用，预计公司 2022-2024 年传统车业务增速分别为 5%/-5%/2%，对应传统车业务收入分别为 6.63 亿\6.30 亿\6.42 亿。

(2) **新能源车领域**，受益于新能源汽车快速增长，和公司在新能源车中的渗透率不断提升，公司管件业务，在新能源汽车领域量价齐升。结合公司主要客户情况，预计公司包含纯电动和混合动力的新能源汽车客户体系 2022-2024 年收入分别为 3.48 亿\7.35 亿\10.52 亿，占公司总收入比重 32.5%\51.4%\59.57%。

综合考虑公司发展情况，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.53\1.96\2.35 亿元，同比增长 45.23%\29.07%\19.43%，对应 PE24.28x\18.81x\15.75x。

表 16：公司盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	677.47	776.49	1069.96	1429.41	1765.77
收入同比(%)	17.50	14.62	37.79	33.59	23.53
归母净利润(百万元)	112.78	104.99	152.48	196.80	235.04
归母净利润同比(%)	0.25	-6.91	45.23	29.07	19.43
ROE(%)	12.68	11.24	14.85	17.28	18.60
每股收益(元)	0.52	0.48	0.70	0.91	1.08
市盈率(P/E)	32.83	35.27	24.28	18.81	15.75

资料来源：wind，国元证券研究所

公司属于汽车汽车胶管行业领先企业，受益新能源汽车相关份额快速增长，呈现成长属性。我们使用可比公司法与动态 PEG 结合的方法给予公司估值。

结合公司非轮胎橡胶和热管理以及汽车管路行业特征，分别选取非轮胎橡胶代表公司中鼎股份、热管理领先企业银轮股份，以及汽车管路重要参与者凌云股份作为可比公司。取三家公司 2023 年一致性预期 PE 水平平均值 16.89 倍，为公司 PE 估值的基础数据。

动态 PEG 法，针对公司 2022-2024 年净利润 45.23%\29.07%\19.43%的增速水平，结合公司成长性特征，给予公司 1 倍动态 PEG 的估值水平，对应 2023 年 PE29.07 倍。

取可比公司法和动态 PEG 法的平均值 22.98 倍，考虑到公司小市值溢价，给予公司 2023 年 25 倍 PE 估值水平，对应目标市值 49.20 亿元，较当前市值增幅空间 32.9%。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 17：可比公司估值

代码	名称	市值	归母净利润（百万元）				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
000887.SZ	中鼎股份	21274	965.19	1144.26	1426.13	1717.09	27.59	18.59	14.92	12.39
002126.SZ	银轮股份	9886	220.37	364.96	521.94	707.45	45.15	27.09	18.94	13.97
600480.SH	凌云股份	7629	275.04	351	454	562	27.51	21.74	16.8	13.58
平均值			-				33.42	22.47	16.89	13.31

资料来源：wind，国元证券研究所，股价为 2022 年 9 月 1 日收盘价

5. 风险提示

新能源汽车行业发展不及预期

我们预期未来几年，国内新能源汽车行业仍将保持较高增速。比亚迪、长安、吉利等自主品牌传统车企将加快新能源汽车发展步伐，小康赛力斯等与华为合作仍将保持可观的竞争力水平，新势力造车通过不断技术迭代，推动新能源汽车市场持续发展。若新能源汽车行业发展不及预期，包括新势力增速放缓超预期，传统车企新能源汽车转型不及预期，以及华为汽车号召力下降等，将使公司业绩增长速度低于预期水平。

行业竞争恶化超预期，公司新能源胶管渗透率不及预期

公司目前已经进入较多走量新能源车企体系，我们对于公司未来业绩预测，基于公司单车渗透水平不变，跟随主要企业销量提升的基本假设。若行业竞争加剧超预期，公司单车渗透水平出现下降，或公司进入未来客户新车型的节奏不达预期。则公司业绩也将低于预期水平。

上游成本下降不及预期

我们预期 2023 年全球油价水平处于下行通道，带动公司上游成本下行，后续油价保持较为温和区间。但影响油价因素较多。存在未来几年油价继续上行的可能性，这将提升公司成本，带来公司业绩不及预期。

公司生产地电力供应恢复不及预期

目前受极端天气影响，四川地区电力供应存在短缺。从当前天气情况来看，进入 9 月后，四川地区天气将逐步转良，降水量增多，将有助于缓解用电压力。公司目前采用倒班和自行发电的方式，解决电力短缺问题。但若电力供应恢复期限超过预期，将有可能造成年内公司订单、产量的下滑和费用的提升，从而带来公司业绩不及预期。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	810.22	780.34	968.62	1169.53	1357.89
现金	205.07	215.17	193.83	204.69	204.56
应收账款	213.82	202.98	326.95	422.33	516.46
其他应收款	2.38	0.88	1.22	1.62	2.01
预付账款	13.14	13.67	24.41	28.77	35.57
存货	199.64	215.46	263.89	334.55	411.53
其他流动资产	176.17	132.18	158.32	177.57	187.77
非流动资产	254.67	323.36	396.15	398.16	402.53
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	227.84	204.33	267.78	281.11	280.12
无形资产	10.07	45.62	62.82	82.99	104.63
其他非流动资产	16.76	73.40	65.55	34.06	17.79
资产总计	1064.89	1103.70	1364.77	1567.69	1760.42
流动负债	170.90	166.33	334.19	424.96	493.12
短期借款	0.00	0.00	110.09	152.69	163.16
应付账款	113.18	115.87	171.18	220.94	277.44
其他流动负债	57.72	50.47	52.92	51.32	52.53
非流动负债	4.76	3.22	4.05	3.64	3.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4.76	3.22	4.05	3.64	3.84
负债合计	175.66	169.56	338.24	428.60	496.96
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	216.91	216.91	216.91	216.91	216.91
资本公积	184.44	184.44	184.44	184.44	184.44
留存收益	487.88	532.79	625.18	737.74	862.11
归属母公司股东权益	889.23	934.14	1026.53	1139.09	1263.45
负债和股东权益	1064.89	1103.70	1364.77	1567.69	1760.42

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	115.67	167.51	25.06	66.96	110.35
净利润	112.78	104.99	152.48	196.80	235.04
折旧摊销	6.34	4.55	8.26	9.21	9.64
财务费用	-0.76	-0.23	-3.66	-0.07	0.97
投资损失	0.06	-0.27	-0.11	-0.19	-0.15
营运资金变动	-37.91	26.22	-145.20	-152.76	-153.25
其他经营现金流	35.14	32.25	13.29	13.96	18.09
投资活动现金流	-10.55	-96.61	-87.33	-12.30	-15.02
资本支出	10.57	97.43	69.45	-8.57	-7.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.02	0.82	-17.88	-20.87	-22.39
筹资活动现金流	-60.08	-60.14	40.94	-43.80	-95.45
短期借款	0.00	0.00	110.09	42.60	10.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-60.08	-60.14	-69.15	-86.40	-105.92
现金净增加额	43.82	10.09	-21.33	10.86	-0.13

利润表

单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	677.47	776.49	1069.96	1429.41	1765.77
营业成本	491.27	580.75	796.35	1066.17	1314.32
营业税金及附加	5.42	5.60	8.04	10.83	13.13
营业费用	15.75	17.37	23.93	31.97	39.49
管理费用	22.41	27.43	40.04	50.42	63.58
研发费用	24.81	32.17	45.00	58.44	80.68
财务费用	-0.76	-0.23	-3.66	-0.07	0.97
资产减值损失	-4.86	-4.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.01	0.19	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.06	0.27	0.11	0.19	0.15
营业利润	129.86	118.50	172.82	222.43	265.28
营业外收入	0.00	1.75	0.88	1.32	1.10
营业外支出	1.50	3.63	2.56	3.10	2.83
利润总额	128.36	116.63	171.14	220.65	263.55
所得税	15.57	11.64	18.66	23.85	28.51
净利润	112.78	104.99	152.48	196.80	235.04
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	112.78	104.99	152.48	196.80	235.04
EBITDA	135.44	122.83	177.42	231.58	275.89
EPS (元)	0.52	0.48	0.70	0.91	1.08

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	17.50	14.62	37.79	33.59	23.53
营业利润(%)	18.49	-8.74	45.84	28.70	19.27
归属母公司净利润(%)	0.25	-6.91	45.23	29.07	19.43
获利能力					
毛利率(%)	27.48	25.21	25.57	25.41	25.57
净利率(%)	16.65	13.52	14.25	13.77	13.31
ROE(%)	12.68	11.24	14.85	17.28	18.60
ROIC(%)	20.71	17.28	18.12	20.40	21.36
偿债能力					
资产负债率(%)	16.50	15.36	24.78	27.34	28.23
净负债比率(%)	0.00	0.00	32.55	35.63	32.83
流动比率	4.74	4.69	2.90	2.75	2.75
速动比率	3.50	3.33	2.06	1.92	1.87
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.72	0.87	0.97	1.06
应收账款周转率	2.85	3.30	3.62	3.46	3.40
应付账款周转率	4.56	5.07	5.55	5.44	5.27
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.48	0.70	0.91	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.52	0.12	0.31	0.51
每股净资产(最新摊薄)	4.10	4.31	4.73	5.25	5.82
估值比率					
P/E	32.83	35.27	24.28	18.81	15.75
P/B	4.16	3.96	3.61	3.25	2.93
EV/EBITDA	25.71	28.35	19.62	15.04	12.62

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188