东兴证券 DONGXING SECURITIES

中鼎股份（000887）：新能源助力，走上成长“管路”

2020 年 09 月 17 日

推荐/首次

中鼎股份 | 公司报告

中鼎股份是不断扩张的汽车非轮橡胶零部件龙头。公司在 2011-2017 年连续收购多家海外橡胶、塑料汽车零部件企业，经历短期的整合阵痛后，将逐步受益于新能源车的推广。收购公司中，TFH（新能源车动力电池冷却管路）、KACO （密封）受新能源车的拉动较大，AMK（空气悬架）、WEGU（减震）则受益于新能源车时代 NVH 技术的高端、复杂化，以及市场竞争格局的改善。

新能源车冷却橡塑管路的单车价值是燃油车的 2-5 倍，TFH 所在赛道优异。中鼎 2017 年收购德国 TFH 公司，目前已是冷却管路领域全球前二的巨头。TFH 产能布局广泛，技术积淀较深，在国内的量产也稳步落地。TFH 近年新获订单连续逆市增长，2020H1 新获 1.22 亿欧元订单，高于 2019 年全年。TFH 也将明显受益于近期欧洲新能源车市的爆发。我们推测公司 2023 年汽车冷却业务营收增长到 43 亿元，是 2019 年的 1.9 倍。

空气悬架面向高端，中鼎横向一体化优势逐渐展开。中鼎通过收购 AMK 公司获取了空气悬架的开发能力。空气悬架带来可调的 NVH 舒适性，并受益于高端新能源车对底盘总重量的带动。我们认为公司开发空气悬架的优势包括：1.AMK 与高端客户合作积累较深；2.中鼎旗下衬套、底盘结构件等业务能够与空气悬架形成合力；3.中鼎通过另一个减震零部件公司 WEGU，积累了丰富的国产化经验，AMK 国产化前景广阔。目前公司已经获得蔚来和东风汽车的空气悬架订单，未来将继续受益于该配置渗透率的提升。

盈利预测与评级：我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 4.16、6.67 和 8.73 亿元，对应 EPS 分别为 0.34、0.55 和 0.72 元。当前股价对应 PE 分别为 31.7/19.7/15.1x。我们推测公司未来 4 个季度的前瞻性 PE 仅为 20x 左右，未能反映公司旗下业务受新能源车带动的内生增长。给予公司未来 4 个季度 24x 前瞻性 PE，目标价 13.2 元，相比目前股价有 22%空间。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：国内外汽车需求不及预期，原材料价格大幅上涨。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	12,368	11,706	10,560	12,078	12,912
增长率（%）	5.1%	-5.4%	-9.8%	14.4%	6.9%
归母净利润（百万元）	1,116	602	416	667	873
增长率（%）	-1.4%	-48.0%	-29.8%	60.5%	30.9%
净资产收益率（%）	13.5%	6.8%	4.6%	6.9%	8.5%
每股收益(元)	0.92	0.49	0.34	0.55	0.72
PE	11.7	22.0	31.7	19.7	15.1
PB	1.59	1.48	1.44	1.36	1.28

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司以机械基础件和汽车零部件为主导的跨国民营企业集团。公司主营业务为密封件、特种橡胶制品(汽车、摩托车、电器、工程机械、矿山、铁道、石化、航空航天等行业基础元件)的研发、生产、销售与服务，连续多年入选“全球非轮胎橡胶制品 50 强排行榜”。

未来 3-6 个月重大事项提示：

2020 年 10 月：披露 2020 年三季报

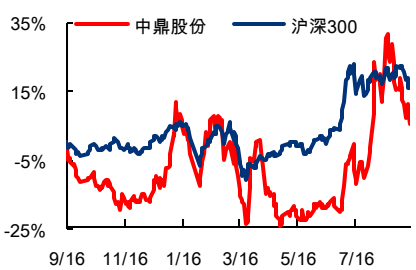
发债及交叉持股介绍：

中鼎转 2（127011. SZ）

交易数据

52 周股价区间（元）	12.53-7.24
总市值（亿元）	123.79
流通市值（亿元）	123.52
总股本/流通 A 股（万股）	122,083/121,812
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.17%

52 周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：刘一鸣

021-25102862 liu_ym@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520050003

研究助理：张觉尹

021-25102862 zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070035

目 录

1. 不断扩张的非轮橡胶巨头 3
2. 冷却管路——新能源车热管理的好帮手 5
3. 通过空气悬架业务进军高端车市场 8
4. 盈利预测及估值 10
5. 风险提示 10
相关报告汇总 12

插图目录

图 1： 中鼎股份近年营收及同比增速 3
图 2： 中鼎股份近年归母净利润及同比增速 3
图 3： 中鼎股份营收拆分 4
图 4： 中鼎股份部分业务的毛利率趋势 4
图 5： 中鼎股份净利润率及 ROE 4
图 6： 中鼎旗下新能源车冷却系统产品 5
图 7： TFH 公司电池冷却管路产品 5
图 8： TFH 公司全球布局 5
图 9： 中鼎对旗下冷却管路业务的整合过程 6
图 10： 中鼎 AMK 空气悬架业务 8
图 11： 中鼎底盘结构件业务 9
图 12： 中鼎股份分部营收预测 10

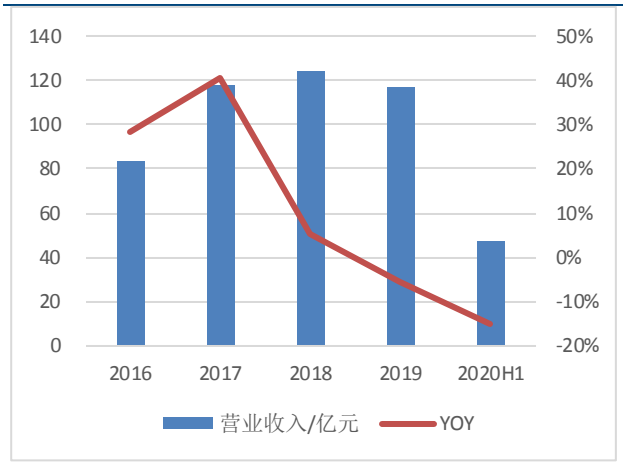
表格目录

表 1： 中鼎股份主要境外资产情况 3
表 2： 冷却管路在燃油车及新能源车的应用 5
表 3： TFH 公司营收及新获订单 6
表 4： 2020 年以来中鼎新获冷却管路订单 7
表 5： 中鼎冷却管路业务营收预测 7
表 6： 中鼎收购 TFH 后在冷却管路领域的扩张 8
表 7： WEGU 的国产化进展（单位：百万元人民币） 9

1. 不断扩张的非轮橡胶巨头

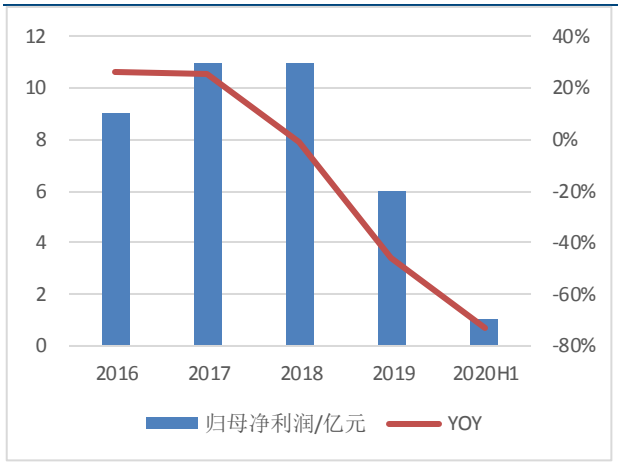
中鼎股份是非轮橡胶领域的全球领先、国内龙头企业。公司 2019 年营收 117 亿元，其中国内业务营收 35.3 亿元。公司的归母净利润在 2017-2018 年达到过约 11 亿元的峰值，2019 年受车市下行和自身整合影响大幅下降到约 6 亿元。

图1：中鼎股份近年营收及同比增速



资料来源：Wind；东兴证券研究所

图2：中鼎股份近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind；东兴证券研究所

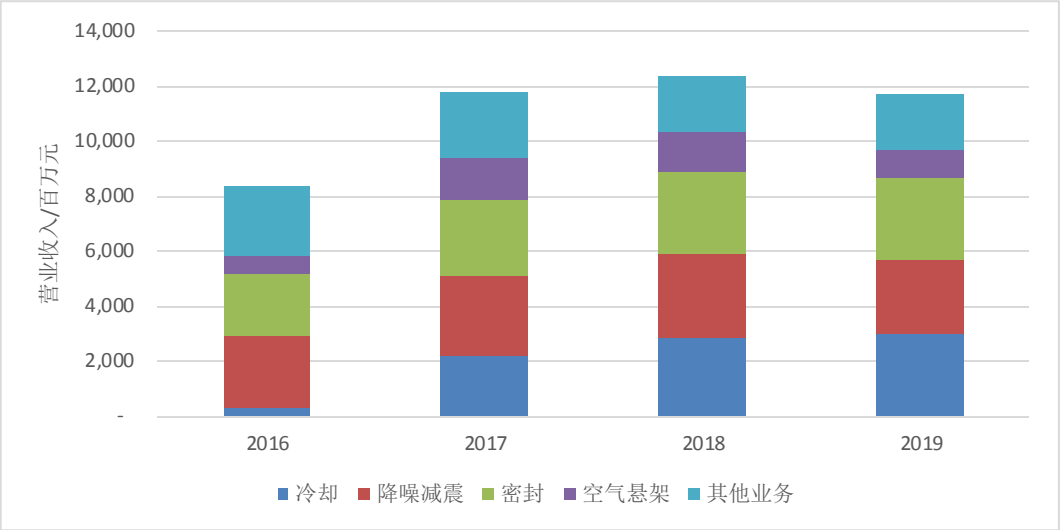
中鼎股份在 2011-2017 年连续收购多家海外橡胶、塑料汽车零部件企业，经历短期的整合阵痛后，将逐步受益于新能源车的推广。其中 TFH（新能源车动力电池冷却管路）、KACO （密封件）受新能源车拉动较大。AMK（空气悬架）、WEGU（减震零部件）则受益于新能源车时代底盘技术的复杂化。

表1：中鼎股份主要境外资产情况

被收购公司	收购年份	业务	总部所在地	2019 年收益状况
TFH	2017 年	发动机冷却、电池冷却、空气充注、进气完整系统应用	法国.南特	5107.06 万元
AMK	2016 年	电机电池控制系统、驾驶辅助和底盘电子控制系统	德国.基尔夏伊姆	
Green Motion SA	2016 年	为电动汽车能源供应覆盖网的管理提供硬件和软件应用，并配置和管理充电基础设施	瑞士.洛桑	
FM	2015 年	为发动机、变速箱、蓄电池组提供密封技术和解决方案	法国.里昂	
WEGU	2015 年	为德系高端汽车提供工业橡胶/硅胶减震降噪方案（AVS）及汽车轻量化产品	德国.卡塞尔	7085.74 万元
KACO	2014 年	汽车及机械工程行业高精度密封	德国.海尔布隆	
ACUSHINET(PRECIX)	2012 年	橡胶制品专业生产	美国.马萨诸塞州	5425.79 万元
COOPER	2011 年	高性能橡胶密封件制品生产	美国.新罕布什尔	

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

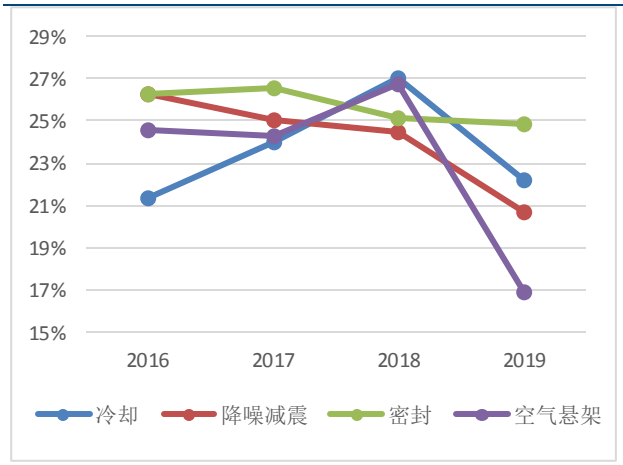
图3：中鼎股份营收拆分



资料来源：公司公告；东兴证券研究所

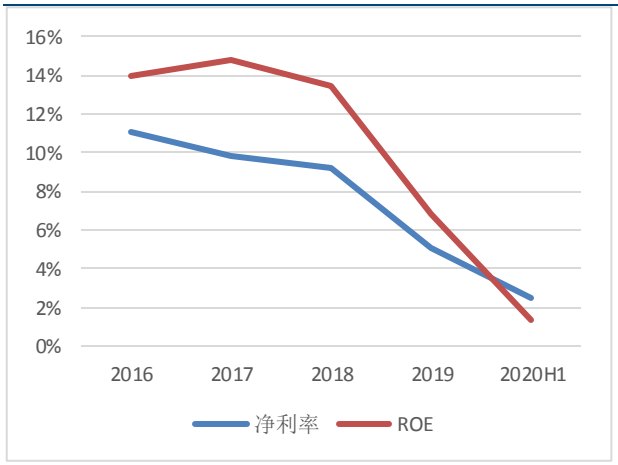
受车市下滑和公司业务调整的影响，公司近年净利率和 ROE 都出现不同程度的下滑，其中 2019 年下滑幅度最大。分业务来看，近 4 年公司密封业务的毛利率较稳定，降噪减震业务毛利率持续下滑，冷却和空气悬架业务毛利率在 2018 年达到峰值后出现大幅下滑。

图4：中鼎股份部分业务的毛利率趋势



资料来源：Wind；东兴证券研究所

图5：中鼎股份净利润率及 ROE



资料来源：Wind；东兴证券研究所

2. 冷却管路——新能源车热管理的好帮手

中鼎的冷却管路业务在新能源车上的配套价值将是燃油车的 2-5 倍。传统燃油车上的橡胶、塑料冷却管路主要用于发动机冷却、空调系统，单车价值量为 300 元左右。新能源车由于需要统筹考虑电池、电机、电控以及座舱的冷却乃至加热需求，冷却管路的用量大幅增加。混动车冷却管路的单车价值在 1000 元左右，增程式混动车有望达到 1500 元。

表2：冷却管路在燃油车及新能源车的应用

燃油车冷却管路应用	智能电动车冷却管路应用	新能源车管路系统更复杂的原因
发动机	电池	保护电池安全 高温时冷却以维持电池寿命 低温时加热以提升续航里程
	电机	防止过热
	电控	防止过热
座舱	座舱空调	增强舒适度
	自动驾驶系统	防止过热

资料来源：草根调研；东兴证券研究所

图6：中鼎旗下新能源车冷却系统产品



资料来源：公司公告；东兴证券研究所

中鼎的冷却管路业务以公司 2017 年收购的德国 TFH 公司为主体。TFH 公司是冷却管路业务全球龙头，2019 年营收为 3 亿欧元左右，占据中鼎全部冷却业务的 77%。TFH 公司的营收遍布欧洲、北美和亚洲，在德国、东欧多国、墨西哥、美国、印度和中国等地建立了工厂。

图7：TFH 公司电池冷却管路产品

图8：TFH 公司全球布局



资料来源：Wind；东兴证券研究所



资料来源：Wind；东兴证券研究所

中鼎收购 TFH 后，发挥国内外合力，使冷却管路业务快速发展。我们推测公司 2019 年在全球乘用车冷却管路市场的份额为 12%左右。其中：TFH 公司年营收维持在 3 亿欧元左右，在汽车冷却管路方面的全球排名由前三进入到前二；TFH 带动中鼎本部的冷却管路业务（含部分非汽车业务）规模从约 3.8 亿大幅增长至 6.7 亿。在全球车市下滑叠加疫情的不利条件下，TFH 公司新业务仍然进展迅速。2020H1 公司新获订单 1.22 亿欧元（年化营收），超过 2019 年全年总和。**2020 年新获订单中，新能源车冷却相关业务占比已达 60%**

表3：TFH 公司营收及新获订单

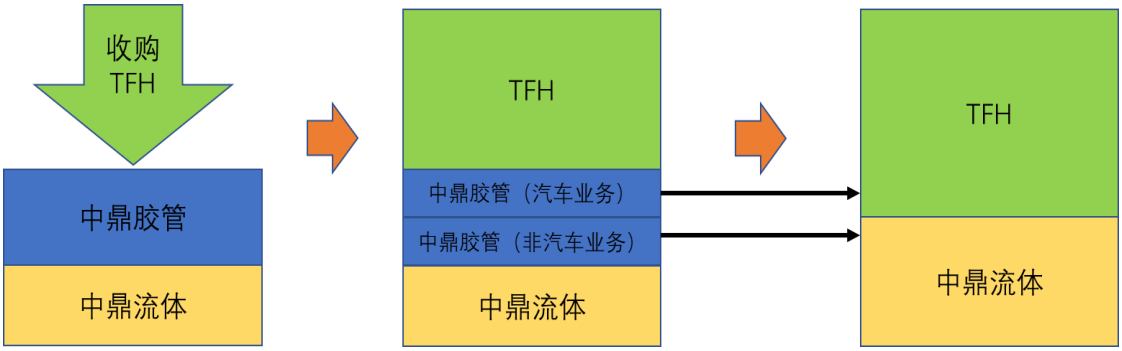
	2017	2018	2019	2020H1
营收/百万欧元	288	288	299	
新订单年化/百万欧元	93	98	105	122
新订单（生命周期）/百万欧元	555	588		
新订单中**新能源比例**	26%	42%	45%	60%
员工数	3295	3445	4195	

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

2020 年以来，欧洲新能源车销量随着多国补贴的加码大幅上行，TFH 业务的成长性将提升。相比竞争对手，TFH 公司具有贴近欧系车企研发基地、橡塑研发积累深厚和产能布局广泛的优势。TFH 公司脱胎于瑞典橡胶零部件巨头特瑞堡（Trelleborg）。作为包括大众、奔驰、宝马在内大多数欧系车企的供应商，未来数年 TFH 的新能源车配套业务有望随下游大幅增长。

此外，中鼎宣布公司未来的冷却相关业务将以 TFH 为主体，并入过去公司旗下中鼎胶管的汽车业务。**业务主体理顺后，内部的协同效应将加速释放。**

图9：中鼎对旗下冷却管路业务的整合过程



资料来源：公司公告；东兴证券研究所

TFH 公司的技术近年在国内顺利落地。新设立的安徽特斯通公司 2020H1 已获 1.3 亿营收，净利润率 4%，明显高于公司平均水平。2020 年以来，公司在国内混动车市场成功拓展，连续获得理想汽车和吉利汽车的热管理系统冷却管路大型订单，累计生命周期预计营收超过 25 亿元。相比燃油车和纯电动车，混动车热管理系统因要同时要服务电池、发动机和电机电动等系统而更为复杂。**在混动平台上连获订单，是 TFH 公司能力的体现，也为公司在混动产品更为丰富的欧洲获取更多项目打下了基础。**

表4：2020 年以来中鼎新获冷却管路订单

公告日期	客户	平台	车型	产品	生命周期订单金额
2020-7-7	吉利汽车	GHS 2.0 混动	吉利、领克、沃尔沃等共 17 款	热管理系统及管路	18.79 亿元
2020-9-14	理想汽车	X01 混动（增程式）		热管理系统及管路	6.64 亿元

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

我们推测到 2023 年，中鼎的汽车冷却管路业务营收达到 43 亿元，全部冷却管路业务营收达到 50 亿元，分别是 2019 年的 1.9/1.7 倍，期间 CAGR 为 17%/14%。

表5：中鼎冷却管路业务营收预测

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
TFH 原有订单/百万欧元	299	249	199	150	100	50
2018 年以来新获订单兑现合计/百万欧元		98	203	325	447	569
其中：新能源车/百万欧元		139	88	162	235	308
乘用车销量增速		-15%	8%	6%	2%	2%
汽车冷却业务/百万元	2,308	2,302	3,389	3,923	4,349	4,923
非汽车冷却业务/百万元	686	686	686	686	686	686
中鼎冷却营收合计/百万元	2,995	2,988	4,076	4,609	5,036	5,610

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

中鼎收购 TFH 后，在欧洲、中国前瞻性地布局了部分产能，短期看公司的产能利用率较低。但随着欧洲新能源车市场的爆发，我们认为公司盈利的恢复弹性较大。

表6：中鼎收购 TFH 后在冷却管路领域的扩张

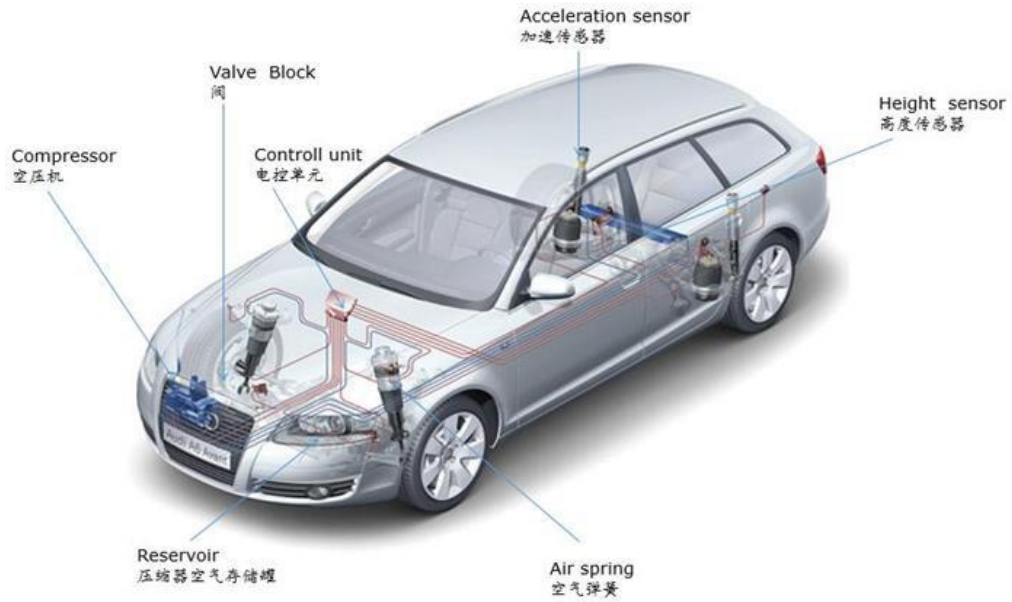
公告时间	国别	新工厂/新产品线事件
2018-5-24	美国	北卡罗莱纳州工厂动工
2018-11-10	印度	Surge Tank 产品投产
2019-6-24	波兰	工厂扩产
2020-6-15	中国	TFH 安徽项目投产

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

3. 通过空气悬架业务进军高端车市场

中鼎子公司 AMK 的空气悬架业务，近期渗透有提升的趋势。空气悬挂能够提供优质且可调的车身高度、弹性和阻尼，因此可以提升舒适性，同时加强对新能源车电池的保护。

图10：中鼎 AMK 空气悬架业务



资料来源：公司公告；东兴证券研究所

空气悬挂的单车配套价值为 1 万元左右，过去仅应用在特斯拉 Model S、蔚来 ES8 等高端车型上。近年随着成本的下降以及整车厂把舒适作为差异化配置，空气悬挂的渗透有加速的趋势。

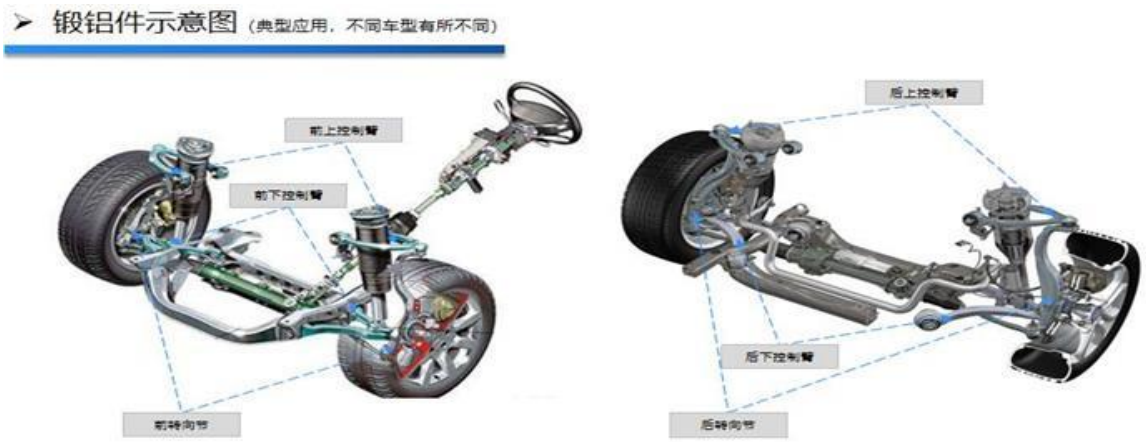
我们认为中鼎开发空气悬架的优势在于：

1. AMK 公司积累较深且有核心零部件生产能力：根据公司公告，AMK 是空气悬挂系统和电机、电控系统的高端供应商，尤其是在空气悬挂系统领域，是行业前三的领先者，为捷豹路虎、沃尔沃、奥迪、奔驰、宝马等世界顶级主机生产商配套。

2. 中鼎旗下其他橡塑零部件业务能够提供横向一体化支持：

- 中鼎本部的衬套、底盘结构件与空气悬架能够组成总成；
- 中鼎旗下另一子公司 WEGU 擅长各种汽车减震零部件的开发，与空气悬架共通性较多；
- 中鼎旗下各类业务已经覆盖了高中低各档次的整车客户。

图11：中鼎底盘结构件业务



资料来源：公司公告；东兴证券研究所

3. AMK 公司在国内落地顺利，研发更加接近国内整车客户和消费者。此前中鼎收购的另一减震零部件厂商——WEGU 已经在国内成功落地，近年国内营收占比保持在 14%左右，国内利润率高于 WEGU 全球利润率。基于 WEGU 的经验，AMK 对应的国内公司——安徽安美科目前已经于 2018 年 7 月份完成注册，目前上海研发中心已经完成团队建设，国内已经开始售后市场配套，宣城生产园区正在建设当中。

表7：WEGU 的国产化进展（单位：百万元人民币）

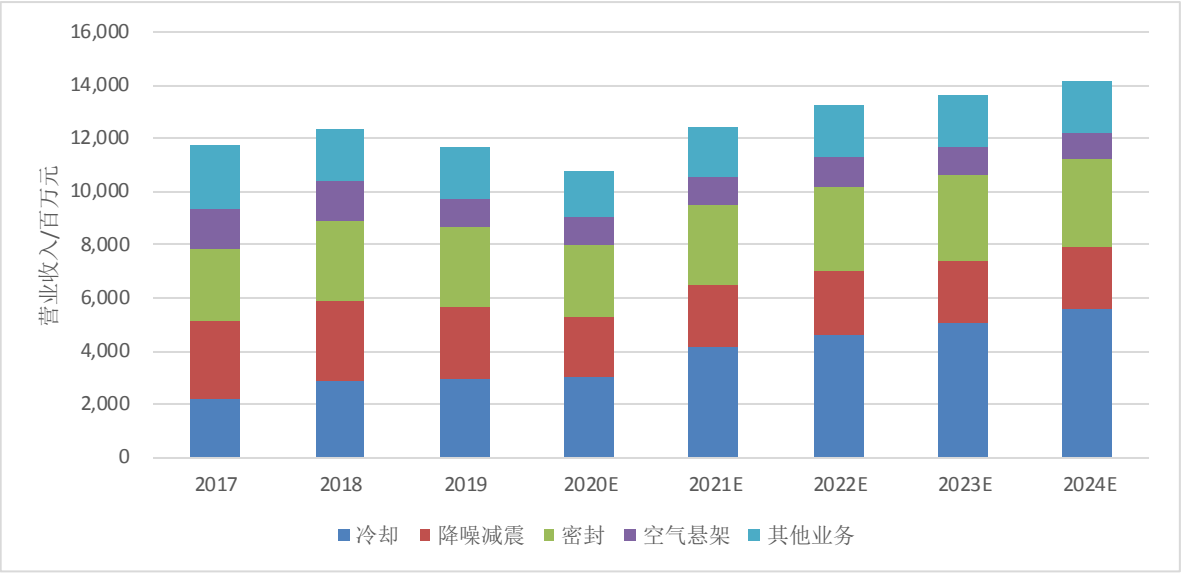
		2017	2018	2019
WEGU	营收	574.55	854.60	794.25
	利润			70.86
WEGU 国内	营收	82.46	109.91	108.25
	利润	12.60	18.23	15.65
国产化比例	营收	14%	13%	14%
	利润			22%

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

我们推测公司 2020/2021/2022 年的营收分别达到 106/121/129 亿元，同比增长-9.8%/14.4%/6.9%。其中冷却管路系统受新能源车的推动较大，密封和智能底盘业务也将受到新能源车渗透的带动。此外，公司旗下冷却管路、减震、密封和底盘业务均为市场上的头部，因此在疫情后有望受益于市场竞争格局的改善。

图12：中鼎股份分部营收预测



资料来源：公司公告；东兴证券研究所

我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 4.16、6.67 和 8.73 亿元，对应 EPS 分别为 0.34、0.55 和 0.72 元。当前股价对应 PE 分别为 31.7/19.7/15.1x。从当前时点考虑未来 4 个季度的前瞻性 PE，我们推测仅为 20x 左右，未能反映公司旗下业务受新能源车带动的内生增长。给予公司未来 4 个季度 24x 前瞻性 PE，目标价 13.2 元，相比目前股价有 22%空间。首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

国内外汽车需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	8037	9295	7578	8341	8646	**营业收入**	12368	11706	10560	12078	12912
货币资金	1700	3007	2112	2416	2582	**营业成本**	8985	8740	8117	9054	9499
应收账款	2947	2967	2604	2813	2830	营业税金及附加	73	83	84	97	103
其他应收款	156	149	135	154	165	营业费用	642	626	554	634	678
预付款项	81	109	109	109	109	管理费用	903	864	1267	1419	1517
存货	2082	2323	2001	2232	2342	财务费用	18	124	128	151	134
其他流动资产	508	166	166	166	166	研发费用	550	571	0	0	0
非流动资产合计	8037	8831	8951	8978	8954	资产减值损失	64.62	-76.04	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	269	281	281	281	281	公允价值变动收益	-1.84	19.70	0.00	0.00	0.00
固定资产	3318	4026	4193	4206	4168	投资净收益	73.27	29.73	28.00	28.00	28.00
无形资产	564	679	688	697	705	加：其他收益	55.86	87.85	38.00	38.00	38.00
其他非流动资产	117	63	0	0	0	**营业利润**	1281	757	475	790	1047
资产总计	16074	18125	16530	17320	17600	营业外收入	93.64	26.02	58.91	58.91	58.91
流动负债合计	3385	4220	3450	3719	3325	营业外支出	10.74	27.11	14.44	14.44	14.44
短期借款	691	835	472	549	63	**利润总额**	1364	756	520	834	1091
应付账款	1591	1818	1668	1860	1952	所得税	226	164	104	167	218
预收款项	31	51	51	51	51	**净利润**	1138	592	416	667	873
一年内到期的非流动负债	118	638	638	638	638	少数股东损益	21	-10	0	0	0
非流动负债合计	4272	4950	3693	3693	3693	归属母公司净利润	1116	602	416	667	873
长期借款	3710	3314	3314	3314	3314	**主要财务比率**					
应付债券	0	1016	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	7657	9170	7142	7412	7018	**成长能力**					
少数股东权益	136	58	58	58	58	营业收入增长	5.08%	-5.35%	-9.79%	14.38%	6.91%
实收资本（或股本）	1221	1221	1221	1221	1221	营业利润增长	-5.53%	-40.88%	-37.24%	66.19%	32.59%
资本公积	2292	2332	2332	2332	2332	归属于母公司净利润增长	-0.98%	-46.08%	-30.95%	60.52%	30.85%
未分配利润	4337	4677	4927	5327	5851	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	8282	8897	9126	9646	10320	毛利率(%)	27.35	25.34%	23.13%	25.04%	26.44%
负债和所有者权益	16074	18125	16530	17320	17600	净利率(%)	9.20%	5.06%	3.94%	5.52%	6.76%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	6.95%	3.32%	2.51%	3.85%	4.96%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	13.48	6.77%	4.56%	6.92%	8.46%
经营活动现金流	973	1643	1283	1067	1527	**偿债能力**					
净利润	1138	592	416	667	873	资产负债率(%)	48%	51%	43%	43%	40%
折旧摊销	532	590	487	543	595	流动比率	2.37	2.20	2.20	2.24	2.60
财务费用	18	124	128	151	134	速动比率	1.76	1.65	1.62	1.64	1.90
应收帐款减少	-356	-20	363	-209	-17	**营运能力**					
预收帐款增加	-4	20	0	0	0	总资产周转率	0.79	0.68	0.61	0.71	0.74
投资活动现金流	-604	-1204	-519	-522	-522	应收账款周转率	4	4	4	4	5
公允价值变动收益	-2	20	0	0	0	应付账款周转率	7.88	6.87	6.06	6.85	6.77
长期投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	73	30	28	28	28	每股收益(最新摊薄)	0.92	0.49	0.34	0.55	0.72
筹资活动现金流	-347	891	-1658	-241	-838	每股净现金流(最新摊薄)	0.02	1.09	-0.73	0.25	0.14
应付债券增加	0	1016	-1016	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.78	7.29	7.48	7.90	8.45
长期借款增加	189	-396	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	-14	0	0	0	0	P/E	11.72	22.00	31.66	19.72	15.07
资本公积增加	-158	40	0	0	0	P/B	1.59	1.48	1.44	1.36	1.28
现金净增加额	22	1329	-895	304	167	EV/EBITDA	8.91	11.13	14.38	10.37	8.29

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	从小鹏汽车看全栈开发，能否撑到春暖花开？	2020-09-08
行业普通报告	汽车行业：下半年新能源车型看点有哪些？	2020-08-10
行业普通报告	特斯拉逐步摆脱补贴拐杖，产能瓶颈或持续至 21 年底	2020-07-28
行业普通报告	汽车行业报告：乘风破浪的重卡市场，高景气度未完待续	2020-06-22
行业普通报告	汽车&电新行业报告：大众投资江淮、国轩，加码在华新能源布局	2020-06-01
行业普通报告	汽车行业报告：租车巨头破产，第一块多米诺骨牌倒下？	2020-05-27
行业深度报告	汽车后市场产业：“后”积薄发，“后”发制人	2020-04-20
行业普通报告	汽车行业：减税降负，经销商自营二手车轻装上阵	2020-04-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7 年国内外汽车行业技术及管理经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

研究助理简介

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526