

运输设备

永贵电器(300351.SZ)/31.94元

轨交连接器龙头，平台型公司雏形已成

独到见解

永贵电器的平台型公司搭建已逐步成型，在轨交、新能源、通信、军工连接器四大领域均取得突破性进展。未来三年轨交有望保持年均30%增速，新能源、通信增速步入爆发期，军工受益“十年黄金机遇”高端产品国产化带来的巨大空间。

投资要点

- 轨交设备需求保持景气，公司立足连接器，打造轨交产业链多品种供应平台。**
 - 城轨地铁15-17年迎通车高峰期，行业景气度依然向上；15年下半年高铁动车组交付有望超过450列，投资超800亿，动车组连接器持续高增长有保障，且随动车组国产化进程推进以及南北车合并，公司动车组连接器市占率有望进一步提升。
 - 公司目前作为国内轨交连接器行业的龙头企业，在市场拓展和渠道方面均具备绝对优势，公司立足连接器领域，将打造一个轨交设备平台，进一步深耕轨交多种零部件领域，未来外延的协同效应将持续得到体现和加强。
- 新能源汽车连接器年均需求超20亿，公司市占率保持稳步提升的同时将充分受益行业增长。**
 - 新能源汽车行业保持高速增长（年均30%以上），相配套的连接线则供不应求，电动汽车连接器年均需求超20亿。永贵电器在该领域优先布局，15年将实现爆发式增长。
- 通信及军工连接器业务布局已成型，未来3年持续高增长格局确立。**
 - 通讯及军工连接器市场空间超百亿。在通信领域，公司通过增资控股永贵盟立切入华为供货体系，且与国内外多家企业合作；在军工领域，公司已获得三级军品保密认证资质，未来有望率先拓展海装、陆装领域。
- 盈利预测：**
 - 轨交进入黄金发展期、新能源汽车持续高增长、军工+通信带来业绩高弹性，预计15-16年公司净利润为1.74亿、2.56亿，对应EPS分别为0.52、0.76元，对应PE分别为62X、42X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示

新产品新业务市场拓展不达预期。

主要财务指标

	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万)	384.07	857.69	1432.38	2282.73
同比增速(%)	70.96%	123.32%	67.01%	59.37%
净利润(百万)	130	198	297	443
同比增速(%)	79.2%	52.8%	49.7%	49.1%
每股盈利(元)	0.34	0.52	0.76	1.13
市盈率(倍)	43	62	42	28

证券分析师： 李佳
 执业编号： S0360514110001
 Email: lijia@hcyjs.com
 证券分析师： 何思源
 Email: hesiyuan@hcyjs.com
 研究助理： 鲁佩
 Email: lupei@hcyjs.com

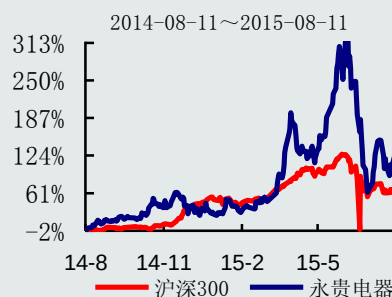
投资评级

投资评级： 强推
 评级变动： 维持

公司基本数据

总股本(万股)	33719
流通A股/B股(万股)	9121/0
资产负债率(%)	7.4
每股净资产(元)	3.35
市盈率(倍)	61.93
市净率(倍)	9.52
12个月内最高/最低价	85.0/21.89

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《下半年动车组连接器招标启动保障全年业绩》	2015-07-15
《员工持股计划完成建仓，共享公司高速增长》	2015-07-06
《多点布局仍成长，员工持股显信心》	2015-05-28
《新能源连接器增速显著，多板块接力成果初现》	2015-04-25
《并购未获通过，无碍全年高增长》	2015-03-24
《参股宁波佳明，进入轨交传感器市场》	2015-03-11

目 录

一、永贵电器：轨交连接器龙头，多业务平台搭建成型.....	4
（一）轨交连接器龙头，新能源、军工、通讯多元布局	4
（二）庞大存量+通车高峰，轨交零部件需求旺盛.....	6
（三）连接器应用广泛，多元化布局百亿市场	7
二、连接器市场超百亿.....	8
（一）投资上调+通车高峰，轨交连接器需求持续增长.....	8
1. 城轨规划不断出台，15-17 年迎通车高峰.....	8
2. 交付高峰+出口打开，动车组连接器维持高增长.....	10
3. 轨交连接器市场空间 17-21 亿元.....	14
（二）新能源连接器：连接器蓝海市场，受益行业高景气	14
1. 新能源汽车行业迎来发展最佳时机	14
2. 电动汽车连接器年均需求超 20 亿	17
（三）通信及军工连接器：百亿级市场	17
1. 通信连接器：信息消费市场前景广阔，通信连接器市场增速有望达 30%。	17
2. 军工连接器：市场规模庞大，随军备扩张不断增长	18
三、永贵模式：平台型公司雏形已成.....	19
（一）轨交板块：连接器龙头，打造轨交平台型公司	19
1. 连接器龙头，动车组连接器市场份额有望进一步提升	19
2. 轨交平台化企业，未来有望向轨交零部件其他领域拓展	20
（二）新能源：多年布局显成果，畅游蓝海	20
（三）通讯及军工板块：布局已成型，年内迎硕果	21
四、盈利预测与投资建议.....	22
（一）盈利预测.....	22
（二）投资建议.....	23

图表目录

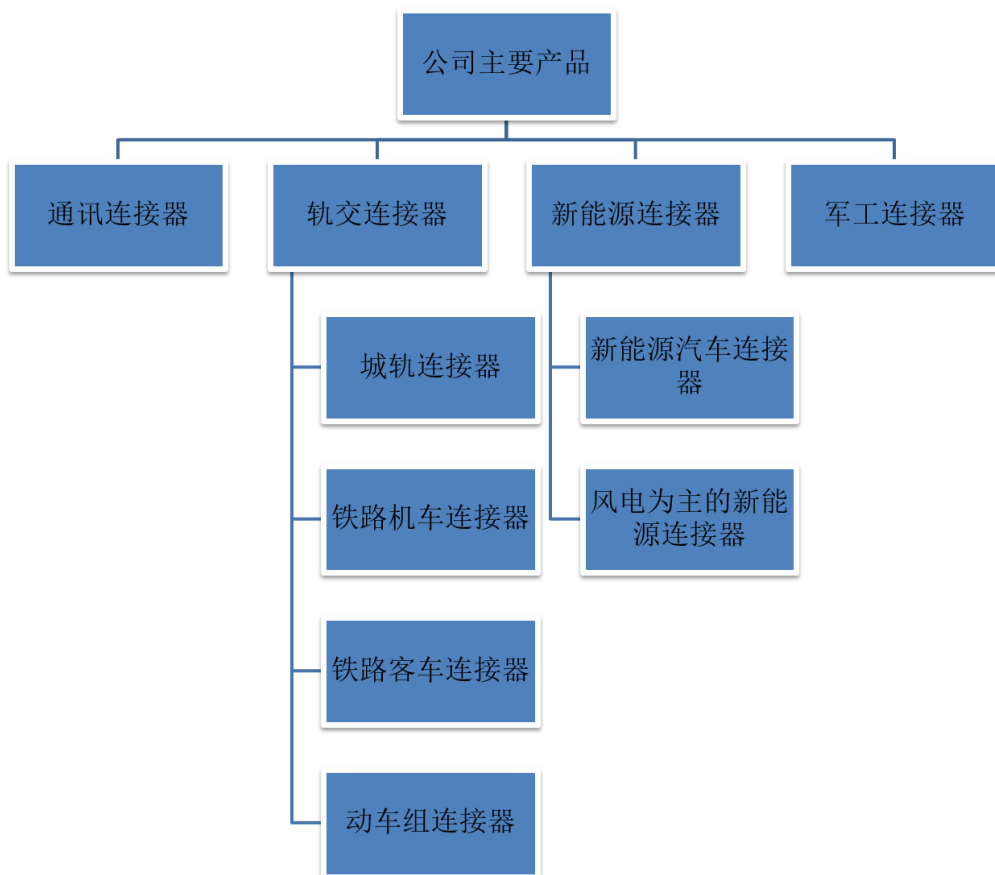
图表 1.	永贵电器主要产品	4
图表 2.	永贵电器战略发展脉络	5
图表 3.	永贵电器历年营收及增速（2009-2014）	5
图表 4.	永贵电器历年净利润及增速（2009-2014）	5
图表 5.	永贵电器综合毛利率与净利率	6
图表 6.	永贵电器分版块盈利能力（毛利率）	6
图表 7.	轨交核心零部件市场需求分解	6
图表 8.	全球连接器市场各领域分布情况（2012 年）	7
图表 9.	我国各种轨交模式占比，地铁占比大	8
图表 10.	我国地铁运营、建设和规划里程（公里）按城市分布统计	9
图表 11.	地铁新增通车里程：15-17 年为高峰期	10
图表 12.	城轨车辆连接器市场需求测算	10
图表 13.	铁路固定资产投资重回上升通道	11
图表 14.	铁路总里程稳步上升（公里）	12
图表 15.	我国快速铁路（含城际）新增通车里程	12
图表 16.	动车组连接器市场需求测算	13
图表 17.	一带一路路线图	13
图表 18.	预计 15 年机车总需求达 1950 台	14
图表 19.	轨交连接器需求汇总（2015 年）	14
图表 20.	新能源汽车迎来行业发展的最佳时期	15
图表 21.	新能源汽车月产量及其环比增幅	15
图表 22.	纯电动车月产量	16
图表 23.	插电式混合动力车月产量	16
图表 24.	2009 年至今与新能源汽车直接相关的国家鼓励政策	16
图表 25.	普通汽车与电动汽车连接器成本比较	17
图表 26.	我国信息消费规模	18
图表 27.	永贵电器在轨交连接器领域市场竞争对手	20
图表 28.	持续的研发投入保证公司新产品开发能力	21
图表 29.	主要分项业务销售收入增速及毛利率假设	22
图表 30.	轨交零部件板块公司估值比较	23

一、永贵电器：轨交连接器龙头，多业务平台搭建成型

（一）轨交连接器龙头，新能源、军工、通讯多元布局

永贵电器是一家专业从事轨道交通连接器产品研发、生产和销售的国家级高新技术企业，主要产品包括铁路客车连接器、铁路机车连接器、城轨车辆连接器和动车组连接器等。近年来，公司立足轨道交通市场，通过技术研发及外延拓展等方式，布局新能源连接器、军工以及通信连接器业务，开辟新的市场。

图表1. 永贵电器主要产品



资料来源：公司网站，华创证券整理

➤ 公司历史沿革

- 2002 年，CRCC 成立，公司为第一批认证铁路客车连接器供应商；
- 2004 年，公司研发出城轨连接器顺利实现国产化；
- 2006 年，公司开始为客户提供铁路机车连接器；
- 2007 年，公司开始进行动车组连接器国产化研发；
- 2009 年，公司成功研发出 216 芯高铁动车组连接器；
- 2011 年，公司成功研发出应用在动车组上的全自动动车车钩连接器；
- 2012 年，公司在深入研究国内外市场现状，以及竞争对手和自身优势的基础上，从实际出发，制定了“立足连接器市场，拓展相关产业；立足铁路市场，拓展相关领域；立

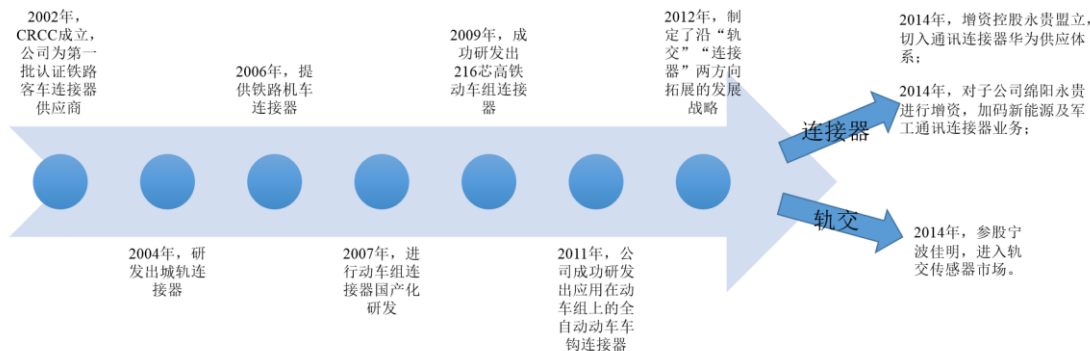
足国内市场，拓展国际市场”的发展战略。

2014 年，增资控股永贵盟立，切入通信连接器华为供应体系；

2014 年，对子公司绵阳永贵进行增资，加码新能源及军工通信连接器业务；

2014 年，参股宁波佳明，进入轨交传感器市场。

图表2. 永贵电器战略发展脉络

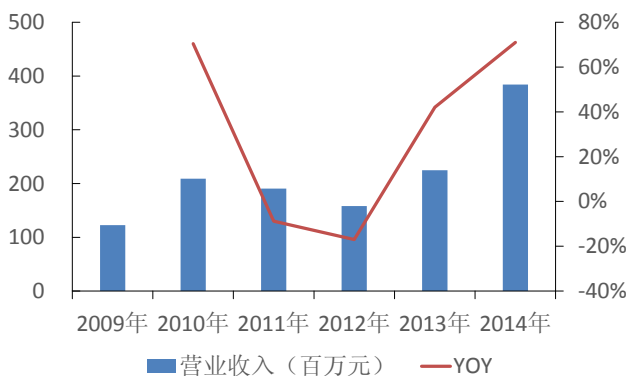


资料来源：公司公告，华创证券整理

➤ 轨交连接器龙头，收入与利润与下游轨道交通行业密切相关

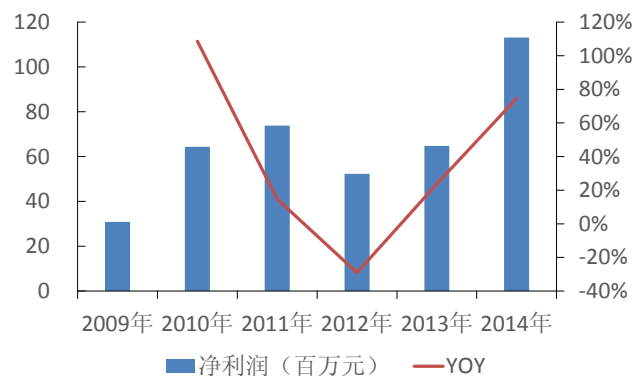
2011 年，受刘志军事件、动车组事故影响，高铁线路停建，动车组车辆招标暂停，以及“十二五”铁路投资下调，公司 2012 年营业收入及净利润均下滑。2012 年下半年开始，动车组招标重启，铁路投资三次上调，公司应收及利润重回上升通道。公司 2014 年实现营业收入 3.84 亿元，同比增长 71%，实现净利润 1.13 亿元，同比增长 75%。过去 5 年，公司营业收入年均复合增长率为 25.7%，净利润年均复合增长率为 29.7%。

图表3. 永贵电器历年营收及增速（2009-2014）



资料来源：Wind，华创证券

图表4. 永贵电器历年净利润及增速（2009-2014）



资料来源：Wind，华创证券

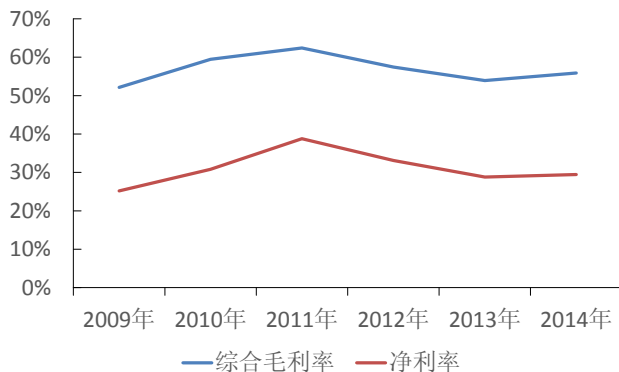
➤ 行业壁垒高，公司盈利能力强，保持较高毛利

轨道交通行业认证及渠道壁垒非常高，受经营资质和产品认证的限制，轨道交通连接器行业是一个非完全竞争的行业。市场价格竞争不是行业内竞争的主要模式，业内竞争者更偏重在新项目技术研发、客户维护和产品安全质量方面的竞争。因此公司能保持较高的毛利率水平。

从盈利能力来看，2014 年公司综合毛利率为 56%，净利率为 29%，盈利能力强。分产品来看，动车组连接器毛利率最高，机车和城轨车辆连接器次之，都稳定在 60%左右。

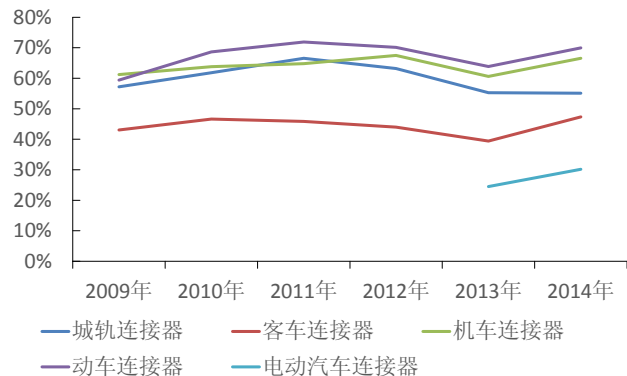
非轨道交通行业的公司新业务新能源汽车连接器毛利率相对较低，保持在25%-30%。

图表5. 永贵电器综合毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华创证券

图表6. 永贵电器分版块盈利能力（毛利率）



资料来源: Wind, 华创证券

（二）庞大存量+通车高峰，轨交零部件需求旺盛

➤ 庞大铁路与城轨通车里程催生零部件更新需求

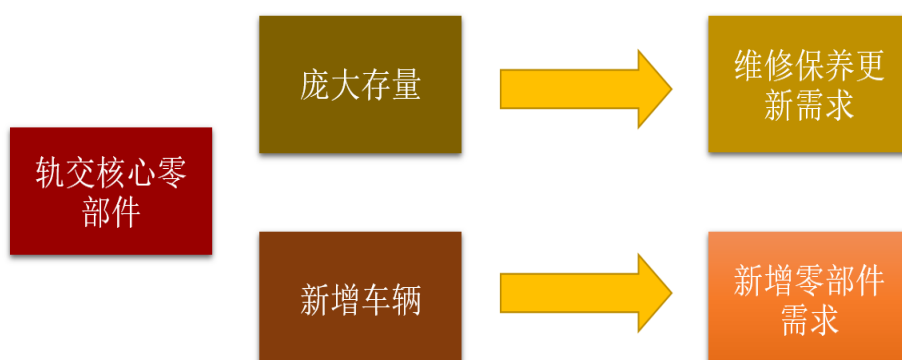
截至2014年，全国铁路营业里程达到11.2万公里，比上年增长8.4%，其中高铁营业里程达到1.6万公里。路网密度116.48公里/万平方公里，比上年增加9.04公里/万平方公里。

我国城市轨道交通建设非常迅速，仅用20年的时间，地铁里程就已经排名世界第一位。地铁里程已经占到了全球地铁里程的22%。

➤ 高铁+城轨维持通车高峰，带来新增车辆零部件需求

铁路投资重回上升通道，高铁动车组交付2015年维持高峰，动车组核心零部件持续高速增长有保障。城轨地铁15-17年迎通车高峰期，行业景气度依然向上，带动城轨车辆核心零部件需求增长。

图表7. 轨交核心零部件市场需求分解



资料来源: 华创证券整理

➤ 永贵立足铁路市场，拓展相关领域，深耕轨交后市场

2015年3月，公司拟以自有资金750万元对宁波佳明进行增资，认购其新增的86万元注册资本，增资后公司将持有宁波佳明30%股权。宁波佳明目前主要从事轨道交通传感

器的研发、制造和销售业务，具有较强的研发能力，掌握一定的核心技术。

传感器应用领域广泛，随着我国轨交装备国产化率的提高，未来轨交传感器进口替代带来巨大市场空间。

公司此次参股符合公司“立足轨交市场，拓展相关产业”的战略布局，有利于加快公司在轨道交通行业的产业布局，优化公司产品结构，提升公司未来发展潜力，为公司提供新的利润增长点。

（三）连接器应用广泛，多元化布局百亿市场

连接器是一种借助电信号或光信号和机械力量的作用使电路或光通道接通、断开或转换的功能元件，目前已广泛应用于航空、航天、军事装备、交通运输、通信、计算机、汽车、工业、家用电器等领域。

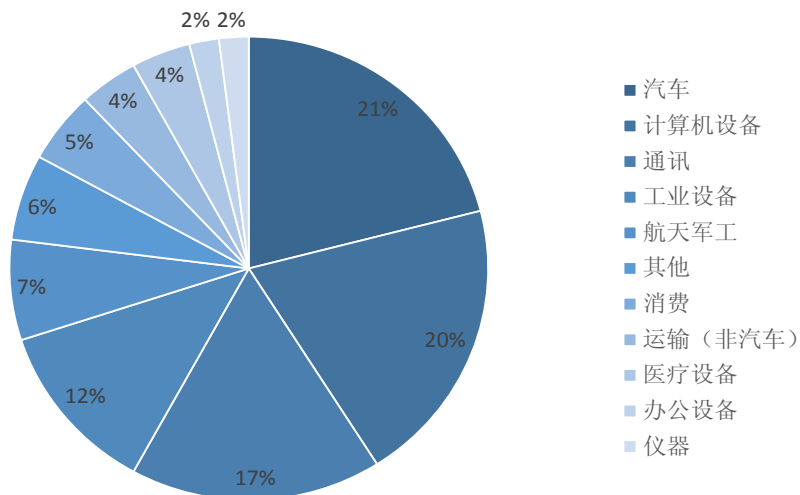
➤ 全球连接器市场规模超千亿

跟据全球连接器权威研究机构 Bishop & Associates 公司的数据，预计 2016 年全球连接器市场规模将达 625 亿美元（2880 亿 RMB）。根据上策天成和中国电子元件行业协会电接插元件分会的预测，2015 年中国连接器市场规模将达 158.25 亿美元（982 亿 RMB），2016 年将达 174 亿美元（1080 亿 RMB）。

➤ 下游应用广泛，通信军工连接器市场规模超百亿

从下游应用领域来看，汽车用连接器、计算机及相关设备连接器、通信连接器、工业应用连接器和航天军工连接器占比靠前。通信连接器和军工连接器合计占比达到 24%，相较轨交连接器而言是一个更大的市场。并且在中国，随着 3G/4G 网络的普及以及民参军规模的扩大，通信连接器和军工连接器将迎来发展良机。

图表8. 全球连接器市场各领域分布情况（2012 年）



资料来源: Bishop & Associates, 华创证券整理

➤ 永贵立足轨交连接器，拓展新能源、军工及通信连接器市场，构筑新的增长极

2014 年 11 月，公司拟使用超募资金 18,621 万元对全资子公司绵阳永贵电器有限公司进行增资，主要投资于绵阳永贵负责拓展的轨道交通连接器领域外其他相关连接器产业，其中 8621 万元投资军工通信连接器建设项目，10000 万元投资于新能源汽车连接器建设项目。

公司四大业务支柱成型，在轨交、新能源汽车连接器基础之上，切入军工、通信领域。

- ◆ 通信连接器市场增速超 27%，在 4G 网络建设、北斗系统搭建、高速光通信发展的持续投资下；公司优势集中于高压、强电、高速通讯设备领域，年内通过增资控股永贵盟立切入华为供货体系，并已与其它多家国内外企业合作。
- ◆ 公司于 2014 年 9 月获得三级军品保密认证资质，未来将率先拓展海装、陆装领域，多款产品具有首创及进口替代能力；当前军品连接器市场超百亿，多数供货商为国有军工企业，灵活的经营管理能力有望促使公司脱颖而出。

二、连接器市场超百亿

连接器市场规模广阔，其中，我国轨交连接器市场空间 17-20 亿元，新能源连接器年均需求超 20 亿，军工及通讯连接器为百亿级市场。

（一）投资上调+通车高峰，轨交连接器需求持续增长

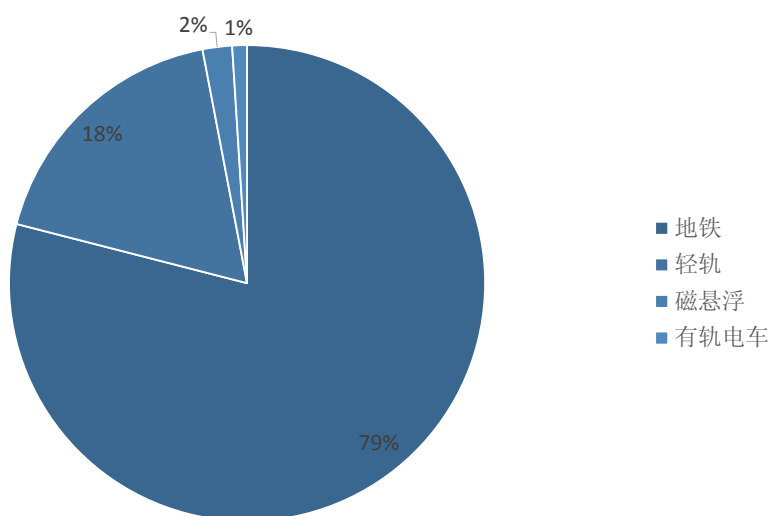
城轨地铁 15-17 年迎通车高峰期，行业景气度依然向上，带动城轨车辆连接器需求增长；随着铁路投资 15 年维持高位，随下半年高铁动车组招标启动，交付维持高峰，动车组连接器持续高增长有保障；轨交连接器市场空间达 17-21 亿元。

1. 城轨规划不断出台，15-17 年迎通车高峰

➤ 我国城市轨道交通起步较晚，但发展迅速

若不论北京 1965 年开建的 1、2 号线，真正拉开中国轨道交通建设的序幕的是 1990 年上海轨道交通 1 号线的开工。我国城市轨道交通建设非常迅速，仅用 20 年的时间，地铁里程就已经排名世界第一位。地铁里程已经占到了全球地铁里程的 22%。地铁在我国各种轨道交通方式中也占主流地位，达 79%，轻轨占 18%，有轨电车和磁悬浮分别占 1%和 2%。

图表9. 我国各种轨交模式占比，地铁占比大



资料来源：华创证券

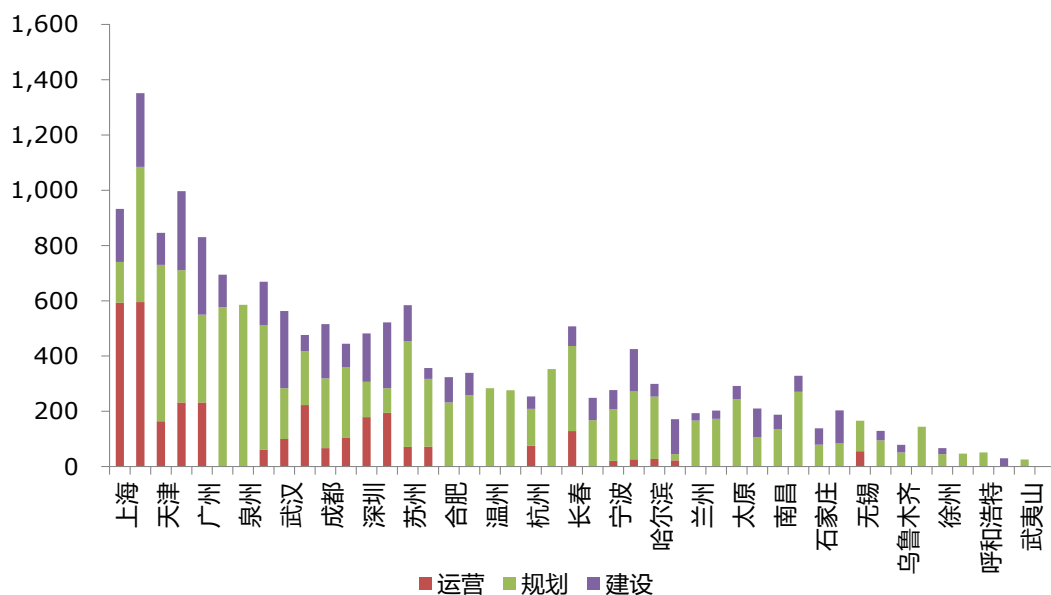
➤ 我国轨道交通建设成明显城市分化特征，二线城市发展城轨空间巨大。

以地铁为例，北上广深地铁里程占到了全国已通车里程的 60%，北京和上海城市地铁里

程就占到了全国已通车里程的 43%。

全国满足地铁发展标准的城市多达 46 个。地铁集中在发达城市主要是考虑到地方财政收入水平和人口规模。根据国务院办公厅 2003 年 9 月发布的《关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》，发展地铁的城市应符合如下要求：地方财政一般预算收入在 100 亿元以上，国内生产总值达到 1000 亿元以上，城区人口在 300 万人以上，规划线路的客流规模达到单向高峰每小时 3 万人以上。目前我国有 46 个左右的城市城区人口在 300 万人以上，74 个城市地方财政收入超过 100 亿，119 个城市 GDP 超过 1000 亿，而根据测算，城区人口超过 300 万，单向高峰客流量超过 3 万人/小时不成问题。也就是说，全国有 46 个城市满足地铁建设要求。而其中大多数均出台规划，半数以上已开始开工建设。

图表10. 我国地铁运营、建设和规划里程（公里）按城市分布统计



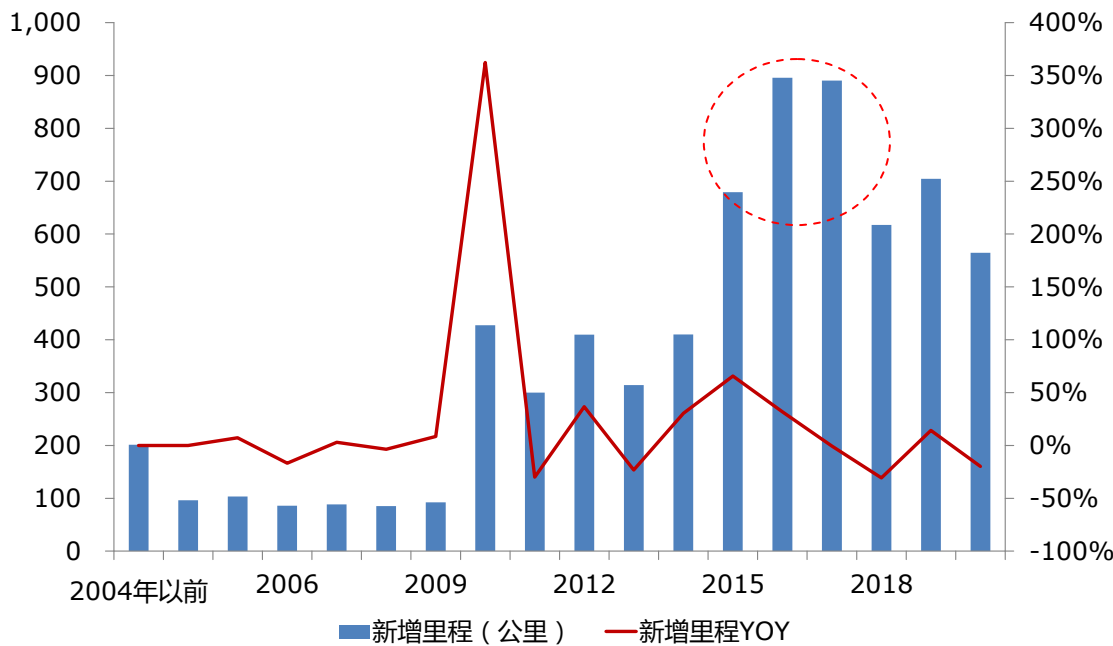
资料来源：华创证券

➤ 城轨地铁 15-17 年迎通车高峰，车辆需求复合增速超 30%

目前全国城轨地铁规划及在建项目总里程分别约为 8000 公里、3000 公里，13-15 年通车里程复合增速将超过 35%。截止 2014 年末，全国城轨地铁通车里程超过 2500 公里。根据中长期规划，到 2020 年总里程将达到 6700 公里，预计总投资规模接近 1.6 万亿。

2015-2017 年城轨地铁通车里程将迎来高峰期，届时设备需求将呈现持续稳定高增长。根据我们统计，2015-2017 年城轨通车里程将进入高峰期，预计通车里程分别为 687 公里、900 公里、847 公里。

图表11. 地铁新增通车里程：15-17 年为高峰期



资料来源：华创证券

根据行业经验，估计城市轨道交通连接器的价值约占整车价值的 1.6% 左右，预计 2015-2017 年，城轨连接器市场空间将达到 5.7-6 亿元、7.5-7.8 亿元、7-7.3 亿元。

图表12. 城轨车辆连接器市场需求测算

年份	新增地铁里程数 (公里)	新增车辆数 (辆)	车辆市场规模 (亿元)	连接器所占份额	连接器市场空间 (亿元)
2009	92	739	48-50	1.60%	0.77-0.8
2010	404	3234	210-219	1.60%	3.36-3.5
2011	291	2328	151-157	1.60%	2.42-2.52
2012	433	3465	225-234	1.60%	3.6-3.75
2013	347	2775	180-188	1.60%	2.88-3
2014	490	3923	254-265	1.60%	4-4.2
2015E	687	5492	365-371	1.60%	5.7-6
2016E	900	7199	467-486	1.60%	7.5-7.8
2017E	847	6777	440-458	1.60%	7-7.3

资料来源：华创证券

2. 交付高峰+出口打开，动车组连接器维持高增长

(1) 铁路投资重回上升通道，总里程稳步上升

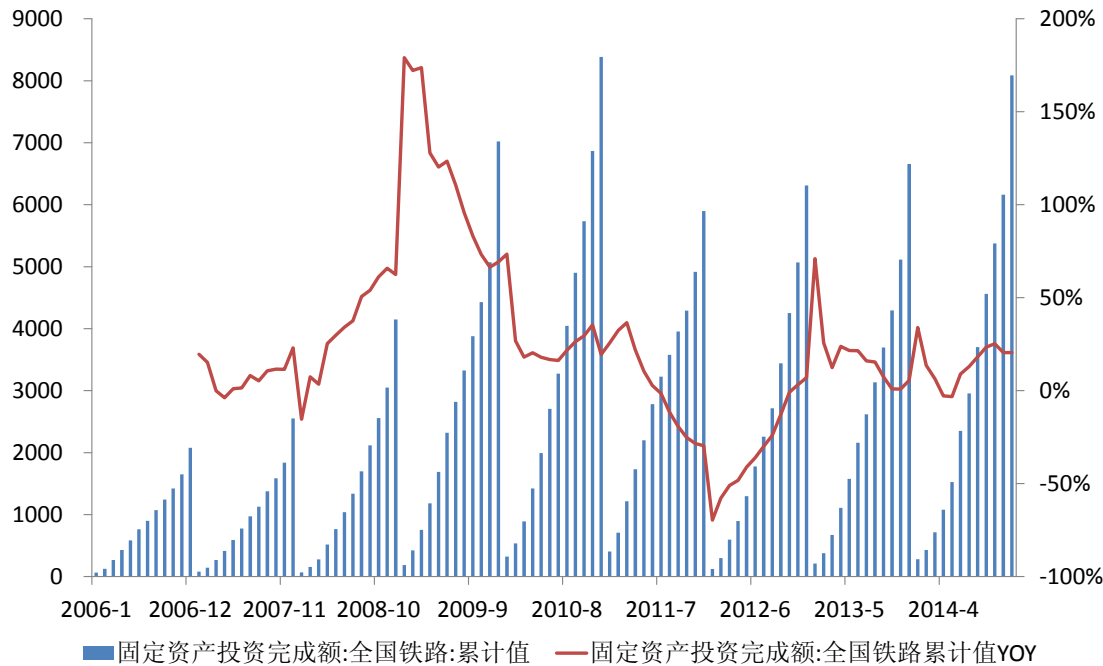
➤ 铁路投资从 12 年下半年开始走出下滑颓势，建设重新回升。

自“十一五”《铁路中长期规划》公布以来，我国铁路行业得到了突飞猛进的发展。全国铁路固定资产投资完成额从 05 年的 529 亿元增长到 10 年的 8427 亿元，年均增速高达 44%。10 年全国铁路营业里程达 9.12 万公里，较 05 年 7.54 万公里增长了 20.67%。进入 11 年后，受到铁道部高层变动、“7.23”动车事故所带来的负面冲击，以及连年的大规模负债投资所造成的铁道部资产负债率过高问题，铁路投资建设快速下滑。2011 年铁路总固定资产投资额仅为 5863 亿元，较 10 年投资水平下降 30.4%，部分项目出现

了延迟和暂停的情况。

进入 12 年,随着下半年主要在建项目复工,全年投资完成 6300 亿,较 2011 年回升 7.45%。经历 12 年投资快速回升后,13 年投资增速回归稳健,结束了自 2011 年以来的下滑态势,铁路建设强势复苏。14 年下半年,单月基建投资平均同比上升 20%以上,9 月、10 月、11 月分别回升 23%、25%、21%。

图表13. 铁路固定资产投资重回上升通道

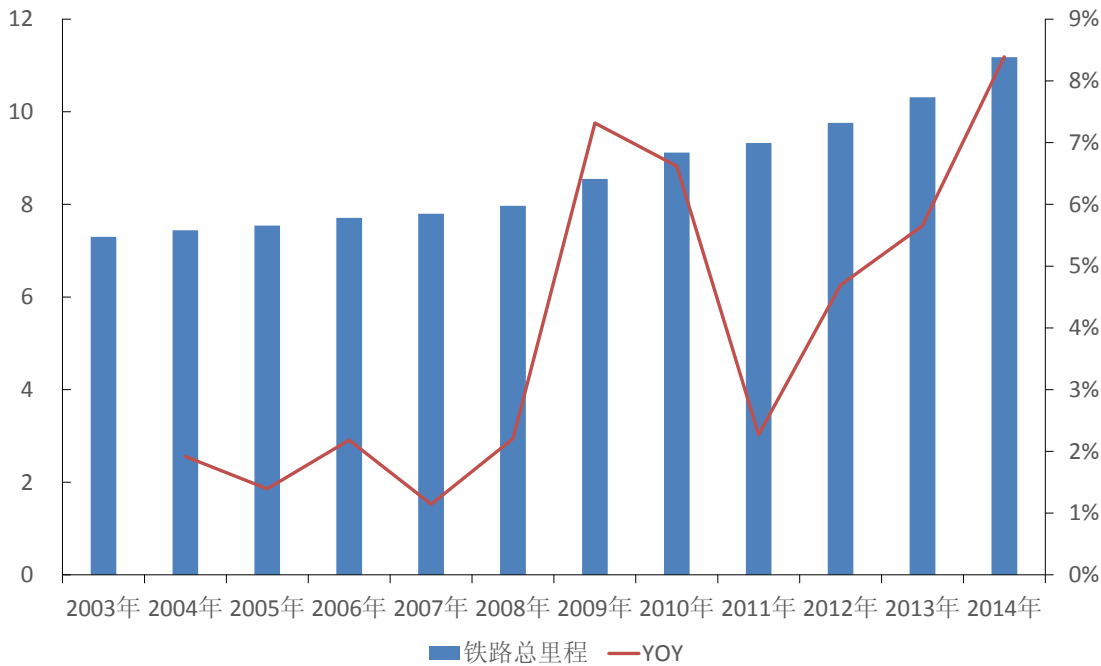


资料来源: Wind, 华创证券

➤ 铁路总里程稳步提升

我国正处于铁路客运专线建设的高峰期,2013 年,全年共投产新线 5586 公里,其中高速铁路 1672 公里,投产复线 4180 公里、电气化铁路 4810 公里。完成新线铺轨 7025 公里、复线铺轨 5954 公里。

图表14. 铁路总里程稳步上升（公里）



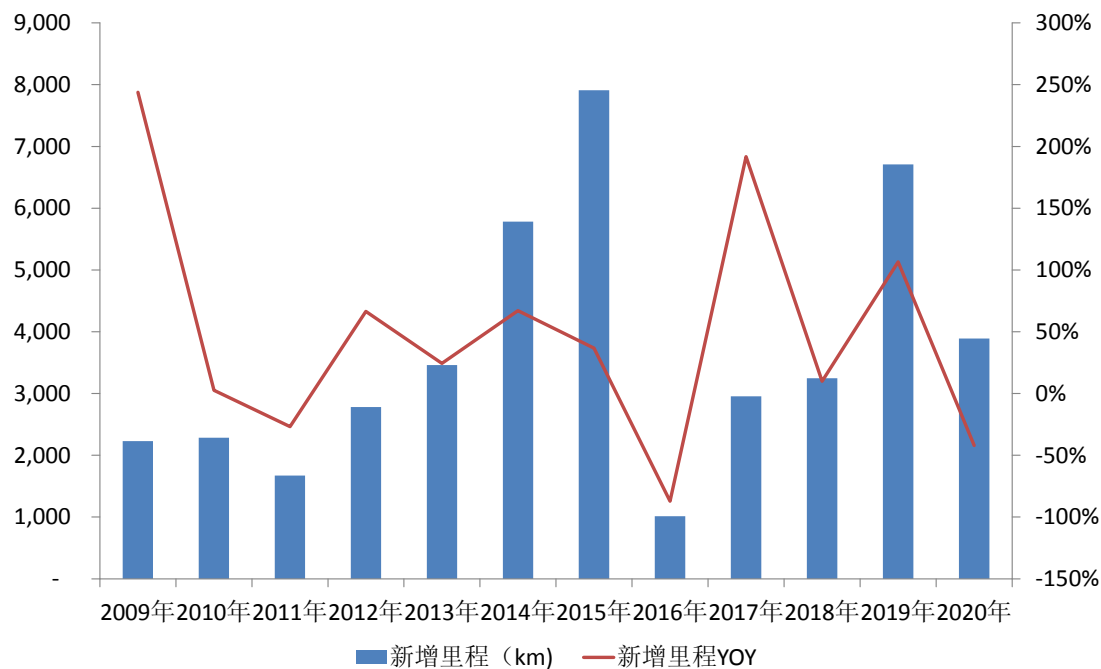
资料来源：铁道统计公报，华创证券

（2）通车高峰+密度提升，动车车辆需求集中释放

a. 通车高峰，15年下半年迎来最大规模动车组招标，动车组连接器年需求或超 5 亿

“四纵四横” 国网主干线在“十二五” 期间基本成型，预计 2015 年高铁新增通车里程（含城际）将达到 6080 公里，动车组交付量预计将超过 450 标准列，全年动车组投资规模预计将超过 800 亿元。

图表15. 我国快速铁路（含城际）新增通车里程



资料来源：华创证券

根据行业经验，估计动车组连接器的价值约为 100-130 万/列左右，预计 2015 年，动车组连

接器市场空间将达到 4.5-5.85 亿元。

图表16. 动车组连接器市场需求测算

年份	动车年交付量（标准列）	连接器价格	连接器市场规模（亿元）
2009	126	100-130 万/列	0.97-1.26
2010	231	100-130 万/列	1.78-2.31
2011	282	100-130 万/列	2.17-2.82
2012	232	100-130 万/列	1.78-2.32
2013	289	100-130 万/列	2.22-2.89
2014	482	100-130 万/列	3.71-4.82
2015E	450	100-130 万/列	4.5-5.85

资料来源：华创证券

b. 十三五期间高铁车辆密度进一步提升，持续带动动车组需求

高速客运网成型之后，设备需求将主要由客运需求上升推动。“十二五”末预计动车保有量密度接近 1.07 辆/公里，乐观预计动车保有量密度有望提升至 1.3-1.5 辆/公里左右，运能提升带来的动车需求。

（3）“一带一路”国家战略推进带动轨交产业链“走出去”

“一带一路”十年发展规划的确立正大幅提升中国轨交海外市场拓展的力度。中国“高铁外交”的持续攻势下，全球已有 28 个国家与中国洽谈引进高铁技术或合作开发。目前全球已知规划的高铁项目超过 5 万公里，年均投资超过 1 万亿。

图表17. 一带一路路线图



资料来源：华创证券整理

中国高铁相较海外巨头具有多方面优势，价格最低、后发系统总成较优、运营里程最长。多年的建设运营已经帮助中国高铁产业链将舶来技术融会贯通。南北车合并，动车组国产化持续推进，中国已经具备高铁整车及系统输出的能力。海外需求给中国轨交打开更大的市场空间，连接器等核心零部件出口需求也将打开。

3. 轨交连接器市场空间 17-21 亿元

由上可知，预计 2015 年，动车组连接器市场空间将达到 4.5-5.85 亿元，城轨连接器市场空间将达到 5.7-6 亿元。

➤ 机车：保有量高，海外需求持续上升

2011 年我国内燃机车保有量就已经超过 10000 台；近年来，海外机车需求持续上升：中国制造的铁路内燃与电力机车长期出口欧洲、亚洲、澳大利亚、新西兰、南美等国家，在国际市场上颇具竞争力。预计 2015 年机车总需求达到 1950 台。

图表18. 预计 15 年机车总需求达 1950 台

车型	2015E
干线货运电力机车（含大轴重机车）	480
快捷货运电力机车	100
干线客运电力、内燃机车	1000
干线货运内燃机车	250
调小机车	120
总计	1950

资料来源：华创证券整理

➤ 客车：更新需求稳定，海外市场成新增长点

客车销量稳定在约 7000 辆/年：国网客运稳定增长，年新增客车及更新需求约 4000-5000 辆；同时，中车（南北车）年均出口 2000-3000 辆。

➤ 根据行业经验，维修更新需求每年 1-2 亿元

图表19. 轨交连接器需求汇总（2015 年）

车型	年均需求量（列/辆）	市场规模（亿）	连接器所占份额	连接器市场规模（亿）
铁路客车	7000	150-160	1.2%	1.8-2
铁路机车	1950	350-400	1.3%	4.55-5.2
城轨车辆	5492	365-371	1.6%	5.7-6
动车组	450	650-800	100-130 万/列	4.5-5.85
新增需求合计		1290-1460		16.55-19.05
维修更新需求				1-2
总合计				17-21

资料来源：华创证券整理

（二）新能源连接器：连接器蓝海市场，受益行业高景气

节能、环境保护和车联网的外在需求加上“零排放”的天生优势，新能源汽车作为下一代汽车的发展趋势已成为各国共识。电动汽车连接器市场是一片亟待开发的蓝海，年均需求超 20 亿。

1. 新能源汽车行业迎来发展最佳时机

随着油价的攀升、锂离子电池技术的进步及新能源汽车车型的日益丰富，新能源汽车成为汽车产业增长的新兴力量，进入产业发展的最佳时期。日产聆风、通用沃蓝达、丰田普锐斯插电式混合动力、特斯拉 Model S、宝马 i3 等一批商业化车型相继发布，尤其在 2013 年特斯拉 Model S 在全球掀起电动汽车热潮后，全球新能源汽车销量实现高速增长，新能源汽车在日常通勤等细分领域逐渐具备与传统燃油车一较高下的实力。而特斯

拉“用互联网思维造车”的理念正迅速在传统汽车行业和新兴的互联网行业传播，国外的谷歌、苹果和国内的百度、乐视等互联网企业，正在为新能源汽车行业插上互联网的翅膀，新能源汽车开始腾飞。

图表20. 新能源汽车迎来行业发展的最佳时期

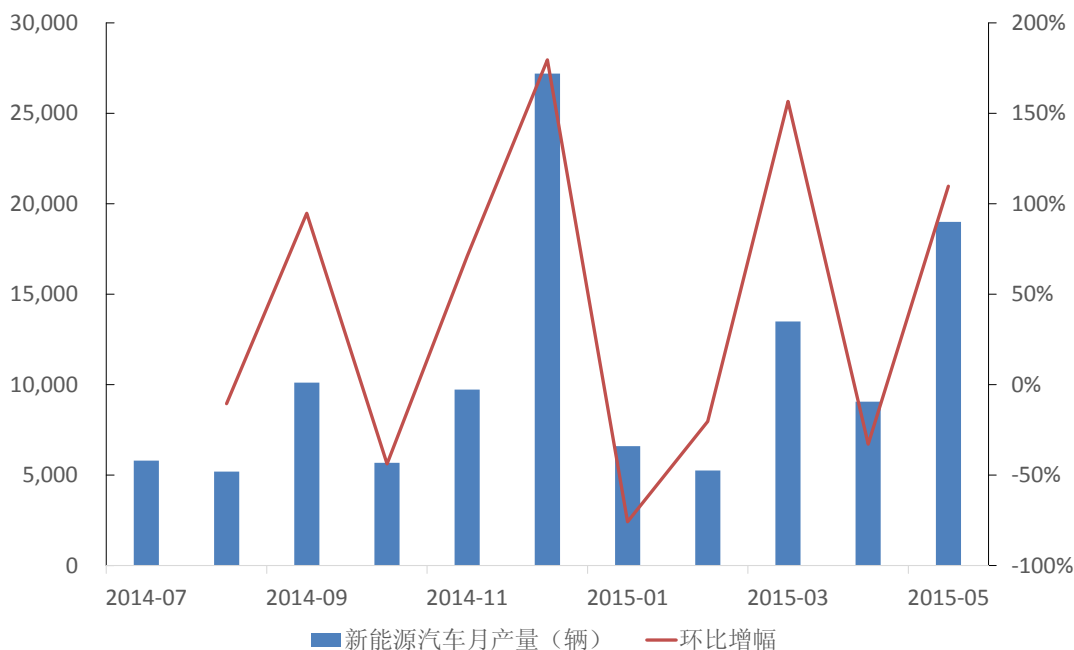


资料来源: 三星 SDI, 华创证券整理

➤ 我国新能源汽车产量持续高增长

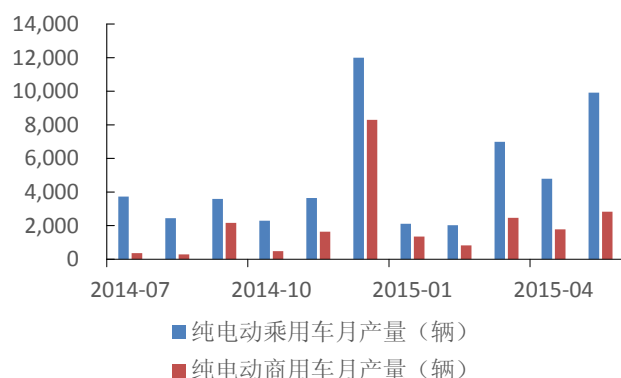
2015 年 5 月, 我国新能源汽车生产 1.91 万辆, 同比增长 300%。2015 年 1-5 月, 新能源汽车累计生产 5.36 万辆, 同比增长近 300%。其中, 纯电动乘用车生产 2.58 万辆, 同比增长近 300%, 插电式混合动力乘用车生产 1.37 万辆, 同比增长 300%; 纯电动商用车生产 9248 辆, 同比增长近 600%, 插电式混合动力商用车生产 4761 辆, 同比增长 58%。

图表21. 新能源汽车月产量及其环比增幅



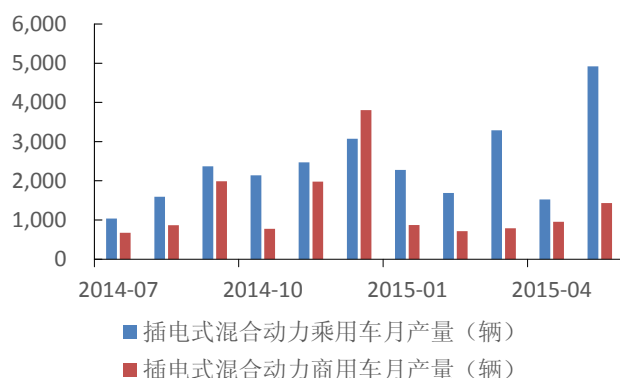
资料来源: Wind, 华创证券整理

图表22. 纯电动车月产量



资料来源: Wind, 华创证券

图表23. 插电式混合动力车月产量



资料来源: Wind, 华创证券

➤ 政策支持，加码新能源汽车产业

我国从国务院、科技部、发改委、工信部、交通部、国税局，到各个推广应用城市政府，直接或间接地制定了各项推动新能源汽车推广应用的政策，不断加码我国新能源汽车行业，助推新能源汽车“弯道超车”。从政策发布频率来看，2014年我国新能源汽车推广相关政策进入密集发布期，在购买补贴、公务车更新、充电设施建设、车辆购置税等方面制定了一系列有利于新能源汽车发展的鼓励措施，新能源汽车在我国迎来最好的政策环境。2015年，包括充电设施建设规划等政策有望集中出台，政策红利将继续伴随新能源汽车行业。

图表24. 2009年至今与新能源汽车直接相关的国家鼓励政策

发布时间	政策名称	发布机构	主要内容
2009.06	《新能源汽车生产企业及产品准入管理规则》	工信部	明确了新能源汽车生产企业及产品准入管理规则
2010.05	关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知	财政部	明确了私人购买新能源汽车财政补助资金管理办法
2012.03	电动汽车科技发展“十二五”专项规划	科技部	明确了新能源汽车发展方向及技术路线
2012.06	节约能源，使用新能源车辆减免车船税的车型目录	工信部	对符合政策要求的新能源汽车免征车船税
2012.07	节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020）	国务院	确定节能与新能源汽车的发展目标和主要任务
2012.08	关于扩大混合动力城市公交客车示范推广范围有关工作的通知	四部委	明确了推广范围、企业条件及补助办法
2013.09	关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知	四部委	明确了示范城市条件及补贴办法
2014.01	关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知	四部委	明确对新能源汽车的购买补贴采取退坡机制
2014.07	政府机关及公共机构购买新能源汽车实施方案	国管局	政府机关及公共机构购买新能源汽车占当前配备更新比例的30%以上
2014.07	关于加快新能源汽车推广应用的指导意见	国务院	明确充电设施建设、商业模式创新、公共服务领域率先推广、完善政策体系、破除地方保护、加强技术创新和

			产品质量监督等内容
2014. 08	关于免征新能源汽车车辆购置税的公告	四部委	对符合政策要求的新能源汽车免征车辆购置税
2014. 11	关于新能源汽车充电设施建设奖励的通知（财建[2014]692号）	四部委	对新能源汽车推广城市（群）给予充电设施建设奖励
2014. 12	关于2016-2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知（征求意见稿）	四部委	明确了2016年及以后的补贴标准
2015. 01	关于对电池涂料征收消费税的通知（财税〔2015〕16号）	财政部	明确了锂离子蓄电池、燃料电池和全钒液流电池等免征消费税
2015. 01	关于电动汽车用电价格政策有关问题的通知	发改委	确定对电动汽车充换电设施用电实行扶持性电价政策
2015. 03	汽车动力蓄电池行业规范条件	工信部	从生产条件、技术能力、产品、质量保证能力、售后服务能力、规范管理等条件规范动力蓄电池行业
2015. 03	《新建纯电动乘用车生产企业投资项目和生产准入管理规定》（征求意见稿）	发改委	明确新建纯电动乘用车生产企业的准入条件

资料来源：部门网站，华创研究所电力设备与新能源组整理

2. 电动汽车连接器年均需求超 20 亿

➤ 纯电动汽车连接器市场是一片亟待开发的蓝海

一辆普通汽车连接器产品的应用成本大约 100 美元，一辆普通的混合动力汽车连接器产品的应用成本就在 200-400 美元左右，一辆纯电动汽车则可高达 400-800 美元。

图表25. 普通汽车与电动汽车连接器成本比较

	成本（美元/辆）
普通汽车连接器	100
混合动力汽车连接器	200-400
纯电动汽车连接器	400-800

资料来源：华创证券整理

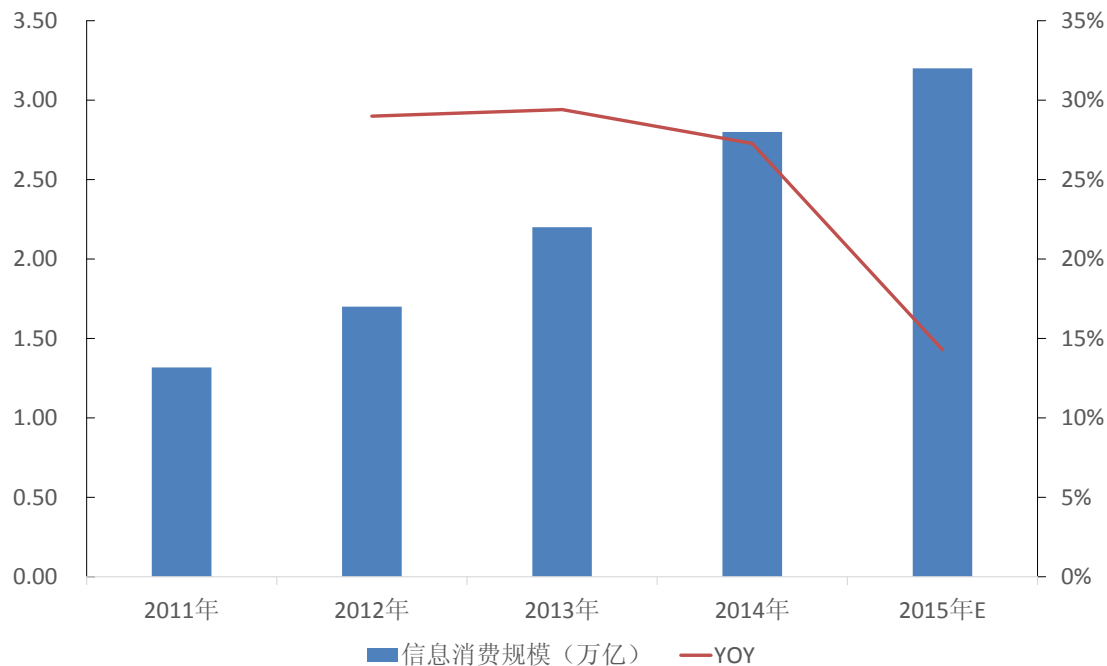
根据规划，到 2015 年，我国新能源汽车产量累计达到 50 万辆，到 2020 年达到 500 万辆，按照每辆车连接器成本 400 美元算，则到 2015 年，新能源汽车连接器市场空间达到 2 亿美元（12.4 亿 RMB），到 2020 年市场空间达到 20 亿美元（124 亿 RMB）。十三五期间，年均市场空间超过 20 亿元。

（三）通信及军工连接器：百亿级市场

1. 通信连接器：信息消费市场前景广阔，通信连接器市场增速有望达 30%。

2013 年 8 月，国务院印发《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》，指出到 2015 年，信息消费规模超过 3.2 万亿元，年均增长 20% 以上，带动相关行业新增产出超过 1.2 万亿元，其中基于互联网的新型信息消费规模达到 2.4 万亿元，年均增长 30% 以上。根据历史经验，我国通讯连接器市场每年规模约为 150~200 亿元，在 4G 网络建设、北斗系统搭建、高速光通信发展的持续投资下，有望继续快速发展，年均增速达到 30%。

图表26. 我国信息消费规模



资料来源：工信部，华创证券整理

2. 军工连接器：市场规模庞大，随军备扩张不断增长

➤ 军工连接器市场规模超百亿

军工通信连接器拥有一个庞大的市场，通过市场调研该领域仅 2009 年国内的市场容量就达到约 80 亿。粗略估计，军工连接器市场规模增长与军备规模增长一致，均应与军费增长（年均 10%）一致，则 2015 年军工连接器市场规模达到 156 亿。

国内这几年对国防装备的需求不断加大，再加上对我军装备换装的进度不断加快，军工连接器市场需求也不断加大。

➤ 我国军民融合势在必行，军工连接器市场将迎优质民企竞争

参照美国军工的发展历史，我们认为美国军工行业发展史就是军民融合不断优化的历史，分工专业化和军民融合是军工行业发展的必然趋势。通过将部分军品引入民营市场，扩大军品的市场空间；同时将民营资本注入军品供应体系，为军品供应体系注入活力，进一步促进武器装备市场竞争和国防工业体系发展。

军民融合目前我国正处在政策驱动下的军工行业市场化转型阶段，军民融合政策密集出台，资质审核制度、竞争性定价体系以及科研院所改革为民营企业进入国防工业领域创造了有利条件，“民参军”时机逐渐成熟。

随着军民融合的推进，利好优质民企进入军用连接器领域。我国规模以上连接器制造厂商有 793 家，市场较为分散，高低端产品发展不均衡。高端连接器多采用先进的国际标准，产品主要应用于航空、航天、电子、舰船、兵器、通讯等领域，而且其生产具有多品种、小批量的特点，往往采用柔性制造技术，试制、生产一体化，要求企业具备较强的研发能力和生产管理水平。随民参军政策逐步放开，具备较高研发水平的优质民企将进入该领域分享市场蛋糕。

三、永贵模式：平台型公司雏形已成

永贵电器轨交、新能源、通信、军工连接器四大业务支柱构架完善，面临爆发。轨交有望保持年均 30% 增速，新能源、通信增速步入加速期，军工受益“十年黄金机遇”高端产品国产化带来的巨大空间。

（一）轨交板块：连接器龙头，打造轨交平台型公司

公司作为国内轨道交通连接器行业的领先企业，竞争优势明显，盈利能力较强，公司轨道交通连接器业务将保持稳定增长。且随动车组国产化进程推进以及南北车合并，公司动车组连接器市占率有望进一步提升。公司借在轨交领域多年经验，打造轨交平台型公司，未来在轨交零部件领域的外延将会有更好的协同效应。

1. 连接器龙头，动车组连接器市场份额有望进一步提升

➤ 受益动车组零部件国产化以及南北车合并，公司动车组连接器市场份额有望提升

◆ 动车组零部件国产化是必然趋势。

我国高铁技术从引进、消化、吸收到自主创新经历了二十余年，发展过程经历过“大规模建设”时期，目前处于“国产化”的重要时期。目前我国 CRH 动车组配套的轮对、刹车片等均为进口厂商垄断，动车组连接器市场也被国外厂商占据主要市场份额。

我国实现动车组核心零部件国产化是必然趋势；国产化实现核心零部件的完全进口替代将释放巨大市场空间。下一步动车核心零部件国产化主要集中在高速轮对、连接器、刹车片。

◆ 南北车合并推动动车国产化以及动车组标准制定，并且有助于打开零部件厂商市场。

南北车合并为中国中车，随动车组海外签单启动及中国标准制定时间表的确认，合并将有助于动车国产化和动车中国标准的制定。同时，南北车合并后原一家公司的零部件供应企业将借合并之机切入另一半市场，市场空间由此扩大，且合并后由于定价模式不变，产品利润率保持稳定。

◆ 受益于以上两点，永贵动车组连接器市占率有望提升。

我国动车组连接器市场长期由国外厂商占据，永贵得益于自主研发产品 216 芯动车组连接器成功实现进口替代，率先供货南车旗下公司。随动车组零部件国产化进程的推进以及南北车合并，永贵开始逐步切入原北车供货体系，在动车组连接器市场的占有率逐步提升。

➤ 竞争格局：轨交连接器龙头，市占率第一

公司为轨交连接器龙头，2012 年，公司占国内轨道交通连接器市场约 19% 的份额，位居国内外厂商排名第一。从细分市场看（2012 年），公司在城轨车辆连接器市场和铁路客车连接器市场的市场占有率分别达到约 32% 和 28%，均位居第一；铁路机车连接器市场占有率达到约 22%，位居第二；在动车组连接器市场，公司切入南车供应体系，占有率位居国内厂商第一位。

近年来，随着轨交连接器国产化率的不断提升以及南北车的合并，公司市占率显著提升。特别是动车组连接器市场，公司借南北车合并之机开始切入北车，动车组连接器业务市占率将进一步提升。

图表27. 永贵电器在轨交连接器领域市场竞争对手

竞争对手		
	国内	国外
铁路客车连接器	深圳业成	-
	南京康尼	-
	四川华丰	-
铁路机车连接器	四川华丰	-
	深圳业成	哈廷公司
	沈阳兴华	魏德米勒
	南京康尼	JAE
城轨车辆连接器	沈阳兴华	哈廷公司
	四川华丰	魏德米勒
	南京康尼	JAE
	-	安费诺
动车组连接器	沈阳兴华	哈廷公司
	四川华丰	魏德米勒
	-	JAE
	-	安费诺

资料来源：招股说明书，华创证券整理

2. 轨交平台化企业，未来有望向轨交零部件其他领域拓展

平台型公司优势明显，多产品扩张协同效应初显。公司是国内轨道交通用连接器行业龙头，产品主要涵盖了客车、机车、城轨、高铁等轨道交通领域。在轨道交通用连接器行业需求良好的情况下，公司抓住机遇，积极研发，取得快速发展。同时，公司积极利用资本市场，通过内生及外延增长的方式获得更多的应用领域。

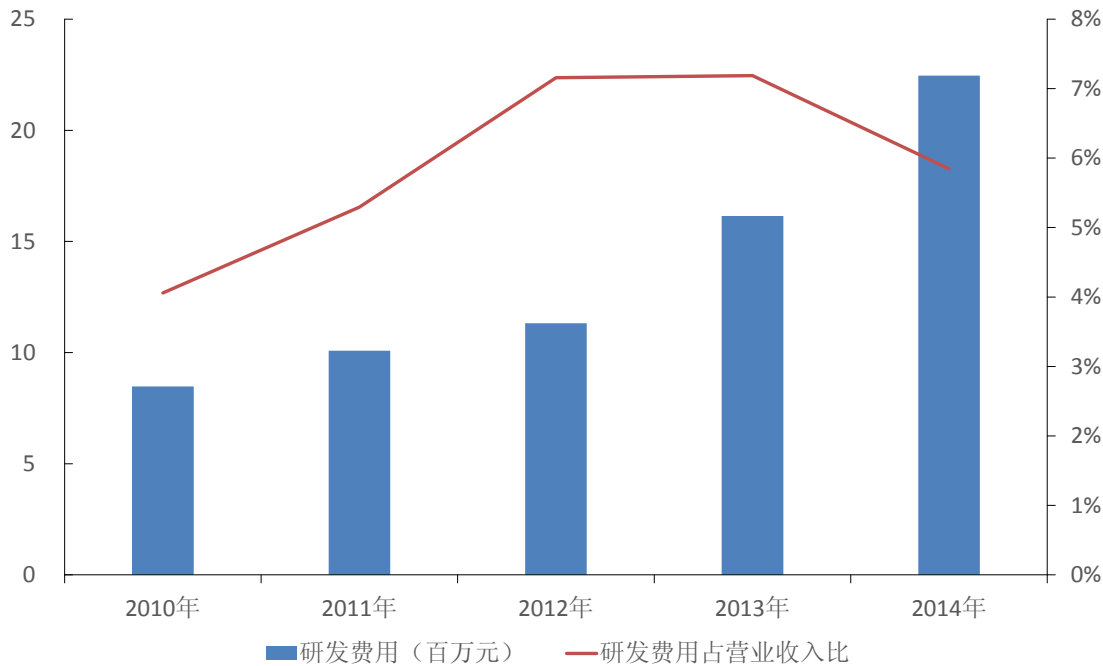
目前公司已经在轨交通信信号系统、油压减震设备等领域取得突破性进展，借助公司在轨交领域的长期布局和渠道优势，新品将快速进入利润贡献期，同时为持续外延带来更好的协同效应。

（二）新能源：多年布局显成果，畅游蓝海

新能源汽车行业保持高速增长，相配套的高压连接器则供不应求，永贵电器作为唯一民企，市占率保持逐步提升的同时将充分受益行业增长。

- 公司从 2011 年开始研发新能源汽车连接器，产品包括电动汽车充电连接器（直流/交流）、接线盒以及线缆组件等产品，主要产品运用在汽车电气系统和电动汽车充电枪上。

图表28. 持续的研发投入保证公司新产品开发能力



资料来源: Wind, 华创证券整理

- 公司新能源汽车连接器从 2013 年开始批量供货, 客户包含了国内主要的电动汽车生产厂家, 如奇瑞、比亚迪等。公司电动汽车连接器 2013 年全年实现收入 1066 万元, 产品毛利率为 24.51%, 2014 年实现 4656 万元, 产品毛利率为 30.16%。预计公司新能源汽车连接器业务在享受行业高速增长的同时将逐步提升市场份额, 该业务未来 2-3 年将保持高速增长。

(三) 通讯及军工板块: 布局已成型, 年内迎硕果

公司在轨交、新能源汽车连接器基础之上, 切入军工、通信领域, 四大业务支柱成型。在通信领域, 公司通过增资控股永贵盟立切入华为供货体系, 且与国内外多家企业合作; 在军工领域, 公司已获得三级军品保密认证资质, 未来有望率先拓展海装、陆装领域。

➤ 公司通过增资控股永贵盟立, 切入华为供应体系

公司 2013 年起开始从事通信连接器市场开发, 2014 年 9 月增资控股永贵盟立, 实现借船出海。增资后公司占永贵盟立 56.35% 股权。

永贵盟立主要从事通信领域电子插接件、连接器的生产, 参股方深圳盟立是华为的合作供应商, 提供线缆组件配套业务。合资公司成立后将具备为华为供货的资质。连接器的应用空间广阔, 13 年华为通信连接器采购规模超过 120 亿。

➤ 受益民参军及高端产品国产化十年黄金机遇期, 军工连接器业务成长可期

永贵电器发展军工连接器业务, 受益“民参军”, 加上公司本身作为民企机动灵活, 且具备连接器研发能力, 未来在该板块发展潜力无穷。

军工连接器产品主要应用于航空、航天、电子、舰船、兵器、通讯等领域, 多为高端产品。高端连接器多采用先进的国际标准, 而且其生产具有多品种、小批量的特点, 往往采用柔性制造技术, 试制、生产一体化, 要求企业具备较强的研发能力和生产管理水平。

目前, 公司已获得军工认证, 切入高端军品连接器市场, 客户有 58 所、30 所、717 厂、

6902 厂、714 所、海军后勤装备部、机场、港口等，为公司进一步迈入军工连接器领域打好了坚实基础。目前公司军工连接器业务已有小批量订单，随着军民融合的推进，该板块成长可期。

四、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

基于公司轨交、新能源连接器销售收入逐步提升，未来军工、通信连接器将贡献收入接力成长，我们给予公司收入成本预测如下：

图表29. 主要分项业务销售收入增速及毛利率假设

单位：万元		2014A	2015E	2016E	2017E
城轨连接器	营业收入	11748	18209	26403	33004
	增长率	55%	55%	45%	25%
	营业成本	5276	8194	11881	14522
	毛利率	55%	55%	55%	56%
客车连接器	营业收入	3893	4866	5936	7124
	增长率	30%	25%	22%	20%
	营业成本	2050	2744	3502	4203
	毛利率	47%	44%	41%	41%
机车连接器	营业收入	7244	9055	10866	12496
	增长率	36%	25%	20%	15%
	营业成本	2422	3169	4021	4874
	毛利率	67%	65%	63%	61%
动车连接器	营业收入	8341	15013	24021	37232
	增长率	105%	80%	60%	55%
	营业成本	2505	4804	8167	12659
	毛利率	70%	68%	66%	66%
电动汽车连接器	营业收入	4656	13037	26075	41720
	增长率	337%	180%	100%	60%
	营业成本	3252	9126	18252	29204
	毛利率	30%	30%	30%	30%
通信连接器	营业收入		20700	41400	82800
	增长率		0%	100%	100%
	营业成本		14490	28980	57960
	毛利率		30%	30%	30%
军工连接器	营业收入		800	1200	2160
	增长率			50%	80%
	营业成本		440	660	1188
	毛利率		45%	45%	45%

资料来源：Wind，华创证券整理

（二）投资建议

轨交进入黄金发展期、新能源汽车持续高增长、军工+通信带来业绩高弹性，预计 15-16 年公司净利润为 1.74 亿、2.56 亿，对应 EPS 分别为 0.52、0.76 元，对应 PE 分别为 62X、42X，继续强烈推荐。

图表30. 轨交零部件板块公司估值比较

股票代码	公司名称	铁路相关产品	PE (2015E)	市值 (亿)
300320. SZ	永贵电器	轨道车辆橡胶密封条、轨道减振橡胶部件	42	108
600458. SH	时代新材	地铁轻轨减振产品、铁路轨道减振产品、铁路货车、机车、客车减振产品、铁路扣件	47	163
603111. SH	康尼机电	城轨车辆门系统、动车组内门系统、动车组外门系统、干线铁路门系统	62	114
002282. SZ	博深工具	高铁刹车片	78	39
600495. SH	晋西车轴	晋西地铁车轴、晋西货车轴、晋西机车轴、晋西轮对、晋西铁路车辆	100	162
601002. SH	晋亿实业	异型紧固件	50	95

资料来源: Wind, 华创证券整理

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	873	933	859	860
现金	551	666	567	567
应收账款	141	124	133	133
其它应收款	1	1	1	1
预付账款	2	2	2	2
存货	112	86	94	97
其他	66	54	61	60
非流动资产	279	319	367	421
长期投资	0	0	0	0
固定资产	101	180	233	280
无形资产	54	59	65	74
其他	124	81	68	67
资产总计	1152	1253	1226	1281
流动负债	124	88	159	154
短期借款	0	0	57	49
应付账款	65	55	63	61
其他	58	32	40	43
非流动负债	3	5	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他	3	5	4	4
负债合计	127	92	164	158
少数股东权益	29	29	28	28
股本	153	337	337	337
资本公积金	590	406	182	-43
留存收益	252	388	515	801
归属母公司股东权益	996	1131	1034	1095
负债和股东权益	1152	1253	1226	1281

现金流量表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	111	206	268	415
净利润	113	174	256	380
折旧摊销	14	15	23	30
财务费用	-12	-6	-2	7
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-23	22	-9	-1
其它	18	1	-1	-1
投资活动现金流	-125	-59	-71	-83
资本支出	-122	-50	-62	-74
长期投资	0	0	0	0
其他	-3	-9	-9	-8
筹资活动现金流	-14	-32	-296	-333
短期借款	-0	0	57	-7
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	51	184	0	0
资本公积增加	-51	-184	-225	-225
其他	-14	-32	-128	-101
现金净增加额	-28	115	-99	-1

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	384	858	1432	2283
营业成本	170	453	796	1313
营业税金及附加	3	7	11	18
营业费用	34	77	115	160
管理费用	52	129	215	342
财务费用	-12	-6	-2	7
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	130	198	297	443
营业外收入	6	6	5	6
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	134	204	301	447
所得税	21	30	45	68
净利润	113	173	256	379
少数股东损益	-1	-0	-1	-1
归属母公司净利润	114	174	256	380
EBITDA	137	207	314	469
EPS	0.34	0.52	0.76	1.13

主要财务比率

	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	71.0%	123.3%	67.0%	59.4%
营业利润	79.2%	52.8%	49.7%	49.1%
归属母公司净利润	75.4%	52.3%	47.5%	48.1%
获利能力				
毛利率	55.8%	47.2%	44.4%	42.5%
净利率	29.5%	20.2%	17.9%	16.6%
ROE	11.8%	15.9%	23.1%	34.8%
ROIC	10.4%	14.4%	22.6%	32.5%
偿债能力				
资产负债率	11.0%	7.4%	13.4%	12.3%
净负债比率	0.00%	0.07%	34.69%	31.21%
流动比率	7.05	10.65	5.39	5.59
速动比率	6.15	9.67	4.80	4.95
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.71	1.16	1.82
应收帐款周转率	2.79	6.46	11.13	17.15
应付帐款周转率	2.54	7.50	13.46	21.14
每股指标(元)				
每股收益	0.34	0.52	0.76	1.13
每股经营现金	0.72	0.61	0.80	1.23
每股净资产	6.50	3.35	3.07	3.25
估值比率				
P/E	42.88	61.93	41.99	28.34
P/B	4.92	9.52	10.42	9.83
EV/EBITDA	-3.81	49.02	32.79	21.90

机械分析师介绍

李佳

机械行业首席分析师。伯明翰大学金融硕士，上海交通大学应用数学学士，4 年证券分析行业经验。2012 年新财富第 6 名，水晶球第 5 名、金牛第 5 名，2013 年新财富第 4 名，水晶球第 3 名，金牛第 3 名，2014 年第一财经第 1 名团队成员。

何思源

机械行业高级分析师。经济学硕士、理学学士。主要负责油气设备、船舶海工、军工、工程机械、冷链、农机等行业的研究；5 年机械行业研究经验，3 年买方机械军工研究经验。2014 年 9 月加入华创证券研究所。

鲁佩

机械行业助理分析师。伦敦政治经济学院经济学硕士，中央财经大学经济学学士。2014 年加入华创证券，从事机械行业研究。

赵志铭

机械行业助理分析师。瑞典哥德堡大学交通运输与物流管理硕士，浙江大学管理学学士。2015 年加入华创证券，从事机械行业研究。

华创证券机构销售通信录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	王韦华	销售副总监	010-66500827	wangweihua@hcyjs.com
	翁 波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	王 勇	销售经理	010-66500817	wangyong@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	张 弋	销售助理	010-66500809	zhangyi@hcyjs.com
	陈 锐	销售助理	010-66500867	chenrui@hcyjs.com
广深机构销售部	张 娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭 佳	销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	张昱洁	销售助理	0755-83479862	zhangyujie@hcyjs.com
	汪丽燕	销售助理	0755-83715429	wangliyan@hcyjs.com
	林芷璇	销售助理	0775-82027731	linzhiwan@hcyjs.com
上海机构销售部	简 佳	高级销售经理	021-31118832	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-31180590	liyinyin@hcyjs.com
	石 露	高级销售经理	021-31218856	shilu@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-31218856	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	销售经理	021-31217102	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售助理	021-31217101	zhangjiani@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编：518038
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558