

# 常青股份（603768）

证券研究报告

2017 年 02 月 15 日

## 自主崛起引动上游市场 或迎业绩高增长期

汽车新股系列报告一

行业	汽车制造业 /
发行价格	元
合理估值	26 元

### 发行数据

总股本（万股）	15,300
发行数量（万股）	5,100
网下发行（万股）	3,060
网上发行（万股）	2,040
保荐机构	东方花旗证券有限公司
发行日期	2017/2/21
发行方式	网上发行,网下配售

### 作者

崔琰	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100005	
cuiyan@tfzq.com	
张程航	联系人
zhangchenghang@tfzq.com	
鲁家瑞	联系人
lujiarui@tfzq.com	
周沐	联系人
zhoumu@tfzq.com	

### 股东信息

吴应宏	42.48%
吴应举	24.50%
朱慧娟	15.52%
冯香亭	5.83%
兰翠梅	4.17%
张家忠	2.50%
周孝友	2.50%
邓德彪	2.50%

**常青股份专注冲压焊接零部件领域，效果显著。**常青股份的主要产品为各类车型车身和底盘生产所需的冲压及焊接零部件。目前公司已成为国内少数能为商用车和乘用车同时进行大规模配套汽车冲压及焊接零部件的生产商，为行业佼佼者，主要客户有：江淮汽车、奇瑞汽车、福田戴姆勒汽车、陕西重汽、东风商用车等，公司九成以上营业收入来自于自主品牌车企。公司深耕所处细分领域，注重研发与创新，近 4 年间市占率从 2.75% 提升至 5.01%。目前公司盈利状况良好，2013 年至 2015 年，及 1H16 公司营业收入分别为 13.22、13.87、11.37、6.66 亿元，归母净利润分别为 1.22、0.83、0.77、0.76 亿元，近年毛利率与净利率逐步提升。

**随自主品牌崛起，公司业绩有望高增长。**由于购置税减半、财富效应加速及商用车市场稳定等原因，2016 年汽车销量同比增长 14.5%。2017 年购置税优惠政策维持在 7.5%、居民购买力持续提升以及汽车均价不断下探均将保证乘用车行业较为稳定的增速，预计增速约为 8.0%，而自主品牌深耕三四线市场，将优享市场增量红利；商用车受新增基建等因素影响，增速将保持相对稳定；新能源车受政策力推未来上升空间极大，尤其利好自主品牌。自主品牌崛起将成为未来公司业绩主要驱动力，尤其营收贡献比超 60% 的江淮汽车。江淮前景可期主要源于：**1）乘用车方面：**目前江淮在 SUV 和 MPV 领域都有着较好的成绩，未来江淮将推出多款车型，将力争三四线城市的潜在市场；**2）新能源车方面：**目前江淮为纯电动车领域的龙头之一，与大众合作之后有望成为业界真正的龙头。

**行业竞争格局分散无龙头，公司竞争力十足。**公司为整车厂的一级供应商，与整车厂关系稳定，随汽车更新周期缩短，公司有望受益。行业内各竞争对手布局分散，区域性强，共同分享行业红利，但跨域渗透较难等问题限制了公司渗透率快速增长。公司近年毛利率与净利率小幅攀升，整体优于行业均值；公司偿债能力较差，但由于其良好的信用状况，资金周转一直都较为顺畅；公司运营能力远高于行业均值，极大地提升了公司的盈利效率。整体而言，公司各方实力较强，易优先享受上下游的红利，未来可期。

**公司募集资金用途明确，利好公司未来研发。**公司募集资金主要用于扩充产能、项目研究、补充流动资金。其中两项产能扩充项目目的明确：为江淮和奇瑞未来产能扩张而做准备，以便提升公司在各产业链内的配套份额，产能释放后将进一步反哺公司业绩。

**盈利预测：**预计公司 2016 年至 2018 年归母净利润分别为 1.17 亿元、1.53 亿元、1.96 亿元，EPS 分别为 0.76 元、0.75 元、0.96 元。给予常青股份 17 年 30-40 倍 PE，合理价值区间 22.5 - 30.0 元/股，建议申购。

**风险提示：**江淮产销情况低于预期，相关政策效果低于预期等。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,386.58	1,136.89	1,311.45	1,490.30	1,681.93
增长率(%)	4.92	(18.01)	15.35	13.64	12.86
EBITDA(百万元)	215.45	208.93	209.51	253.88	292.53
净利润(百万元)	88.31	77.17	116.99	153.15	196.47
增长率(%)	(27.90)	(12.61)	51.60	30.91	28.28
EPS(元/股)	0.58	0.50	0.76	0.75	0.96
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，天风证券研究所



## 内容目录

1. 专注冲压焊接零部件细分领域 效果显著 .....	4
1.1. 专注汽车冲压焊接细分领域 商用车+乘用车齐头并进 .....	4
1.2. 股权结构集中利好公司未来发展 .....	5
1.3. 公司盈利良好 .....	6
2. 跟随自主品牌崛起 公司业绩有望高增长 .....	8
2.1. 政策持续驱动 + 消费意愿提升 汽车行业明朗 .....	8
2.2. 携手江淮 公司业绩或迎较快增长期 .....	9
3. 行业竞争格局分散无龙头 公司竞争力十足 .....	12
3.1. 汽车换代周期缩短 公司机遇或来临 .....	12
3.2. 行业内公司划地为王 跨区渗透壁垒高 .....	12
3.3. 公司盈利与运营能力俱优 .....	13
3.4. 常青股份颇具竞争力 .....	15
4. IPO 募集资金用途明确 利好公司未来研发 .....	15
5. 盈利预测与估算 .....	17

## 图表目录

图 1：车身件销售收入占比变化（单位：%） .....	5
图 2：底盘件销售收入占比变化（单位：%） .....	5
图 3：常青股份股权结构及各子公司盈利情况 .....	6
图 4：2013-1H16 公司营业收入及毛利率（单位：亿元） .....	6
图 5：2013-1H16 公司净利润及净利率（单位：亿元） .....	6
图 6：2013-1H16 公司费用占营收比（单位：%） .....	7
图 7：行业对比-费用占营收比（单位：%） .....	7
图 8：2013-1H16 公司各项营业收入占比（单位：%） .....	7
图 9：2013-1H16 公司产品配套车辆数及占有率（单位：万辆；%） .....	7
图 10：2004-2016 年中国汽车产销规模及增长情况（单位：百万辆，%） .....	8
图 11：全国汽车千人保有量（辆/千人） .....	8
图 12：乘用车平均价格及城镇居民可支配收入（万元） .....	8
图 13：2015 年各地千人保有量及人均 GDP 关系（辆/千人） .....	9
图 14：自主品牌零售数占比持续提升（单位：%） .....	9
图 15：江淮汽车乘用车年销量占总销量比（单位：%） .....	10
图 16：A0 级小型 SUV 市场热销车辆月销量走势（单位：辆） .....	10
图 17：工信部燃油与新能源车积分制度 .....	11
图 18：汽车产业链零部件行业金字塔 .....	12
图 19：2013-1H16 公司费用占营收比（单位：%） .....	14
图 20：2013-1H16 公司盈利能力分析（单位：%） .....	14
图 21：行业对比-毛利率（单位：%） .....	14
图 22：2013-1H16 公司偿债能力分析（单位：%；常规） .....	14

图 23：2013-1H16 公司运营能力分析（单位：%） .....	14
图 24：行业对比-应收账款周转率 .....	15
图 25：行业对比-存货周转率 .....	15
图 26：2012-1H16 两家子公司营业收入变化（单位：万元；%） .....	15
图 27：2012-1H16 两家子公司净利润变化（单位：万元；%） .....	15
表 1：公司主要产品、用途及配套车型 .....	4
表 2：公司主要产品配套车厂与车型明细 .....	4
表 3：常青股份历年客户 TOP5 及营业收入贡献占比 .....	5
表 4：2016 年定向增发项目草案 .....	11
表 5：常青股份的主要竞争对手 .....	13
表 6：IPO 募集资金用途 .....	16
表 7：IPO 募集资金用途 - 应对下游重大客户 .....	16
表 8：行业内的各上市公司对比（截止：2017/2/14） .....	17

## 1. 专注冲压焊接零部件细分领域 效果显著

### 1.1. 专注汽车冲压焊接细分领域 商用车+乘用车齐头并进

常青股份深耕细分领域市场，专注汽车冲压焊接零配件生产。常青股份成立于 2004 年，公司主要产品为乘用车、商用车、专用车的车身和底盘生产所需的冲压及焊接零部件。冲压及焊接零部件在汽车中的运用极广，平均每辆车上包含 1,500 多件，主要包括车门、侧围、顶盖、底板等车身冲压及焊接零部件及车架上的横梁、纵梁等底盘冲压及焊接零部件，汽车冲压及焊接零部件的数量占整车零部件总量的 70%左右。

表 1：公司主要产品、用途及配套车型

产品名称	功能介绍	主要配套车型
车身冲压及焊接零部件	1、封闭车身；	乘用车、商用车
	2、体现车身外观造型；	
	3、提高各构件的连接强度	
底盘冲压及焊接零部件	1、承载重量；	商用车
	2、传递动力；	
	3、产生牵引力；	
	4、减缓振动和冲击；	
	5、保证汽车操作稳定性	

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司进入多家知名车厂配套体系，为国内汽车冲压及焊接零部件市场的佼佼者。目前公司已成为国内少数能为商用车和乘用车同时进行大规模配套汽车冲压及焊接零部件的专业生产厂商，并已成功进入江淮汽车、福田戴姆勒汽车、陕西重汽、东风商用车等国内主要商用车厂家的配套体系。与此同时，公司近年正在极力拓展乘用车领域业务，不仅已实现为江淮汽车乘用车业务进行配套，也已成功进入奇瑞汽车乘用车业务配套体系，目前正在拓展上汽集团、北汽集团等国内大型汽车集团的乘用车配套业务。

表 2：公司主要产品配套车厂与车型明细

整车厂商	车型大类	具体车型	车型名称
江淮汽车	商用车	轻型货车	帅铃、好微、好运、骏铃、康铃
		重型货车	格尔发、亮剑者、牵引车
		专用车	搅拌车、自卸车、叉车
	乘用车	轿车	和悦、同悦、悦悦、宾悦、电动车系列
		MPV	星锐、瑞风、和畅
		SRV	瑞鹰
		SUV	S3、S5、S2
	底盘	-	-
	乘用车	MPV	东方之子 CROSS、威麟系列
		SUV	瑞虎 3
		轿车	风云 2、旗云系列、东方之子、奇瑞 A3、奇瑞 A1、艾瑞泽 7、QQ 系列、瑞麟 M1
福田戴姆勒汽车	商用车	重型货车	欧曼平板车、欧曼牵引车、欧曼自卸车
陕西重汽	商用车	重型货车	牵引车、自卸车
合肥国轩	-	-	-

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

江淮汽车一直以来都是公司最重要的客户，公司的产品被运用到江淮主要车型之中。近两年自主品牌为常青股份贡献了 90%左右的营业收入，其中江淮一直以来都是公司最大的客户，虽然江淮汽车对公司营业收入贡献在不到 4 年间下滑了近 15%，但是 1H16 依旧有 60% 营业收入来自于江淮。预计未来随公司对现有其他客户不断渗透以及对新客户拓展，来自于江淮的收入比重将持续下降；但在短时间内，公司大部分营业收入依旧来自于江淮，因此江淮的需求将直接影响公司的营业状况。

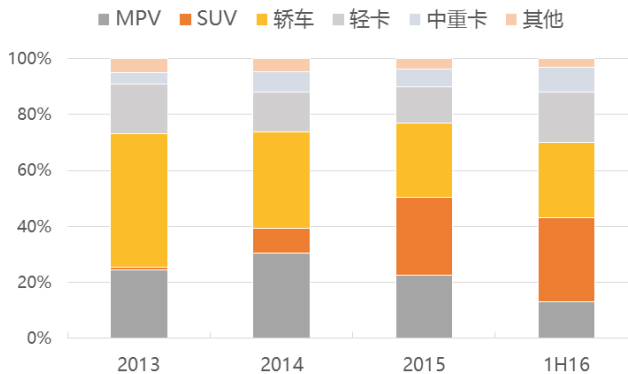
表 3：常青股份历年客户 TOP5 及营业收入贡献占比

	第一名		第二名		第三名		第四名		第五名	
	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比
2013	江淮汽车	74.21%	福田戴姆勒	12.26%	陕西重汽	3.08%	亿恒机械	1.44%	安徽同利	1.43%
2014	江淮汽车	64.80%	福田戴姆勒	12.00%	奇瑞体系	7.36%	陕西重汽	2.26%	安徽鑫广德	1.09%
2015	江淮汽车	63.10%	奇瑞体系	12.45%	福田戴姆勒	5.32%	田源精铸	1.25%	安徽同利	1.22%
1H16	江淮汽车	59.65%	奇瑞体系	12.59%	福田戴姆勒	6.64%	上海励华	2.12%	安徽蓝华	1.13%

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

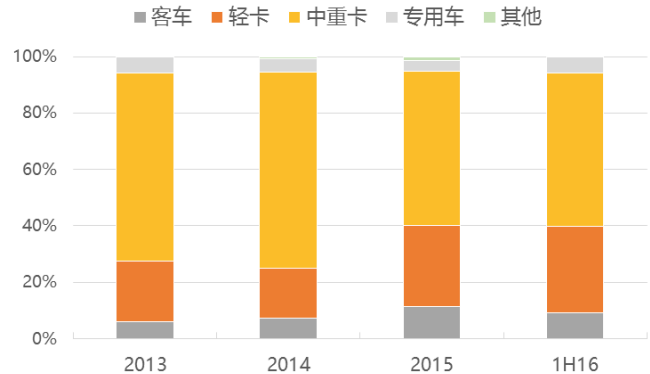
公司商用车与乘用车业务占比接近。车身体 2015 年营业收入达 6.8 亿元，占总营业收入比约为 60%，其中乘用车业务（MPV、SUV、轿车）占比约 76%，可算得乘用车业务占总营业收入比约为 45%，而历年波动也在 40%-45%之间，商用车业务占总营业收入比约为 50%-55%之间。

图 1：车身体销售收入占比变化（单位：%）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 2：底盘件销售收入占比变化（单位：%）



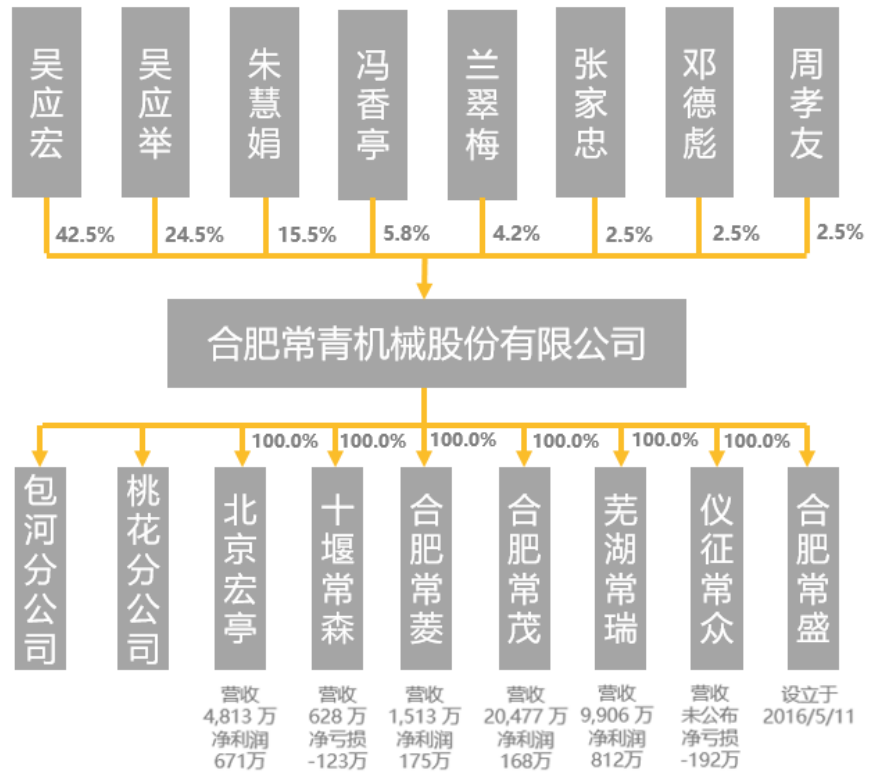
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

## 1.2. 股权结构集中利好公司未来发展

公司股权结构集中，有利于公司的经营与发展。目前，吴应宏和朱慧娟夫妇合计控制公司 58%左右的股权，本次发行后，吴应宏和朱慧娟夫妇仍控制公司 40%以上的股权。

目前公司拥有 7 家全资子公司，运营状况良好。除合肥昌盛成立于 2016 年 5 月外，其余 6 家子公司中，合肥常菱、北京宏亭、芜湖常瑞、合肥常茂的经营状况良好，1H16 的净利润分别为 175、671、812、168 万元。

图 3：常青股份股权结构及各子公司盈利情况

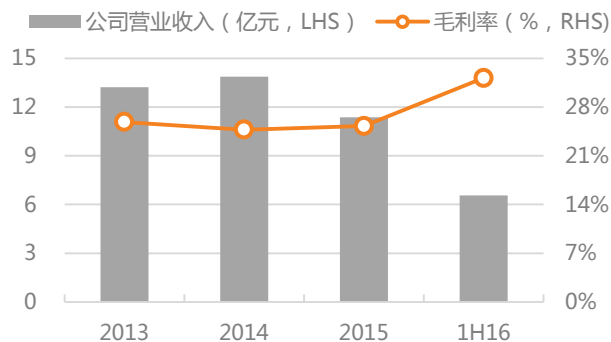


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

### 1.3. 公司盈利良好

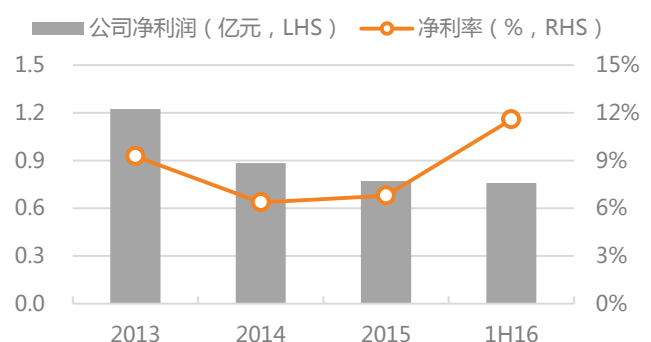
近年公司盈利情况良好。2013 至 2015 年，公司营业收入分别为 13.22 亿元、13.87 亿元、11.37 亿元；净利润分别为 1.22 亿元、0.83 亿元、0.77 亿元，公司在 1H16 的营业收入和净利润分别为 6.56 亿元和 0.76 亿元，其中 2015 年业绩下滑主要是受汽车行业整体不景气的影响。

图 4：2013 - 1H16 公司营业收入及毛利率（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 5：2013 - 1H16 公司净利润及净利率（单位：亿元）

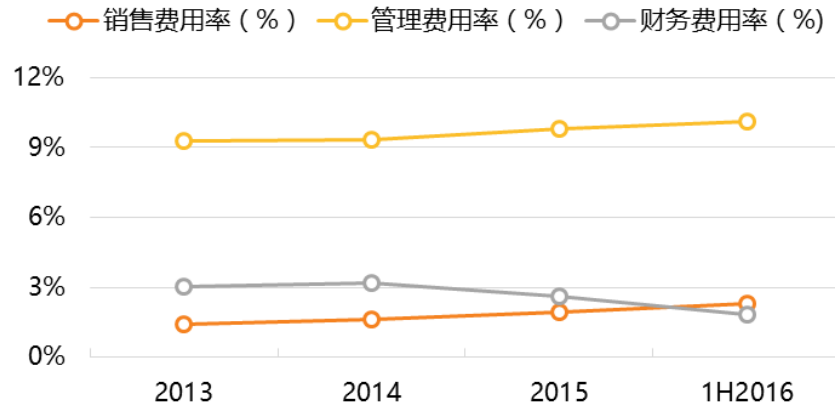


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

毛利率与净利率分别提升约 7pp 和 5pp。2014 年，公司主营业务毛利率较 2013 年下降了 1.10pp，主要由于：1) 2014 年起，子公司芜湖常瑞刚刚投入运营并开始向奇瑞汽车配套，初期产销量较小，产品单位成本较高；2) 双方业务合作初期，公司议价能力较差。到 1H16，公司主营毛利率较 2015 年增加了 6.89pp，主要原因为：1) 钢材市场价格处于低位，公司于 2016 年第一季度集中订购了较多钢材，有效降低原材料成本；2) 随着与奇瑞汽车合作的深入，生产工艺愈发成熟，经营规模扩大，促使车身体毛利率进一步上升；3) 受部分配套产品销售价格上调、产量增加等因素影响，子公司北京宏亭毛利率提升较多。预计 2016 年下半年，由于原材料在低价时的储备较为充足，毛利率与净利率将持续维持在高位。



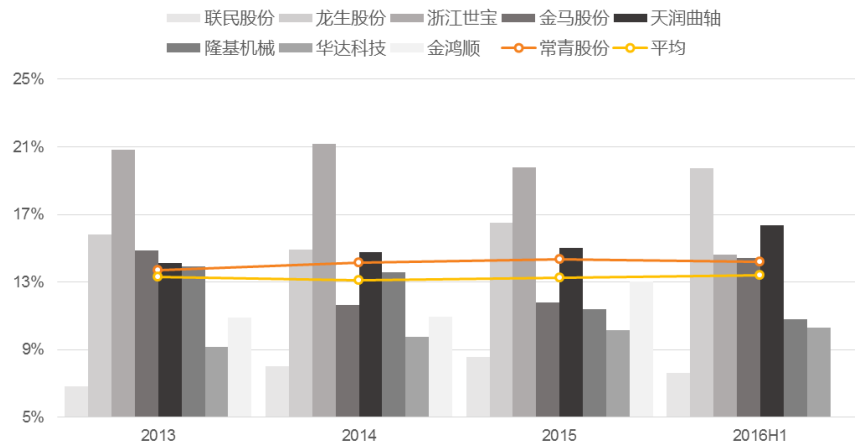
图 6：2013 - 1H16 公司费用占营收比（单位：%）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司整体费用率基本维持稳定，略高于行业均值。研发费用和职工薪酬增加致使公司管理费用有了些许提升，但管理费用率基本维持稳定。此外，由于近年来公司现金流充足，偿还了部分银行到期借款，且新增银行借款较少，利息支出下降，从而促使财务费用下降，财务费用率降幅明显。三项费用叠加总值几乎保持不变，一直以来都略高于行业平均水平。

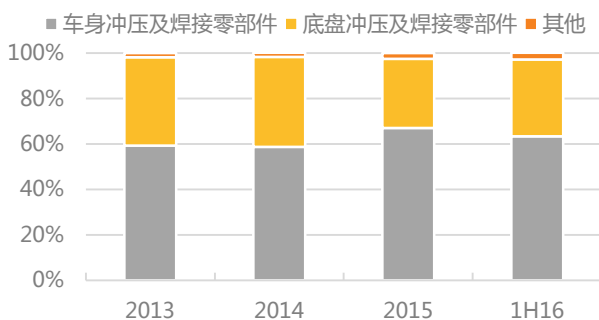
图 7：行业对比-费用占营收比（单位：%）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

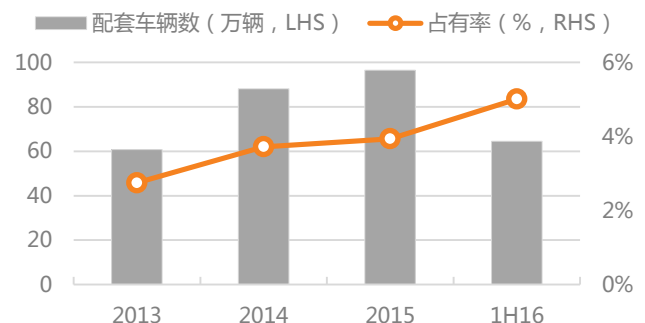
公司市场占有率逐年稳步上升。公司业务范围非常集中，2013 年至今，95%以上的营业收入来自于车身冲压及焊接零部件与底盘冲压及焊接零部件领域。在公司努力拓展下，公司在该领域市占率从 2013 年 2.75% 升至 1H16 的 5.01%，渐渐地建立了在此细分领域内较为领先的地位。

图 8：2013 - 1H16 公司各项营业收入占比（单位：%）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 9：2013 - 1H16 公司产品配套车辆数及占有率（单位：万辆；%）



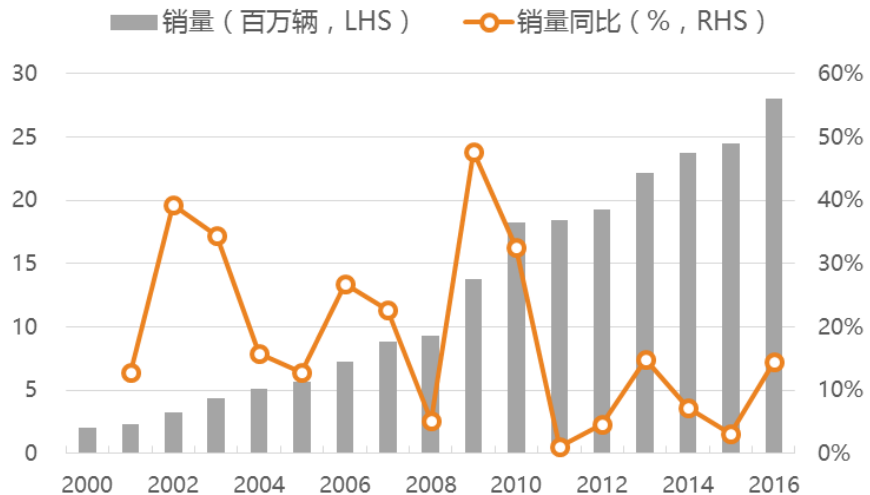
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

## 2. 跟随自主品牌崛起 公司业绩有望高增长

### 2.1. 政策持续驱动 + 消费意愿提升 汽车行业明朗

**2016 汽车销量高增长。**自 2009 年起我国汽车产销规模跃居世界第一后，销量增速开始缓慢下滑，2011 年至 2015 年国内汽车销量年平均增速约为 6%，但 2016 年的同比增速约为 14.5%，比前 5 年的年均增速高出一倍多。

图 10：2004-2016 年中国汽车产销规模及增长情况（单位：百万辆，%）

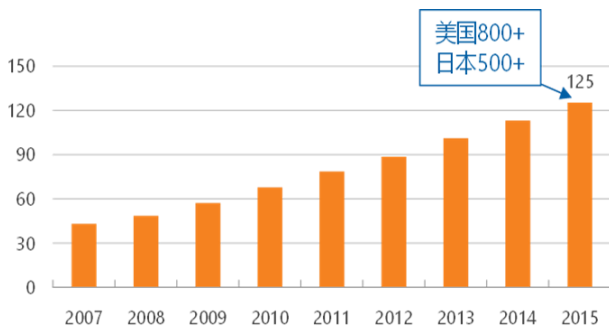


资料来源：中国汽车工业协会、天风证券研究所

**政策持续驱动，保障乘用车稳步增长。**2016 乘用车销量约 2438 万辆，占总汽车销量比超 85.0%。目前政策明确购置税优惠退坡至 7.5%，而非取消，保障了行业较为稳定的增速，预计 2017 全年乘用车销量增速约为 8.0%。（详见：天风汽车：新的征途——汽车及零部件行业 2017 年度策略）

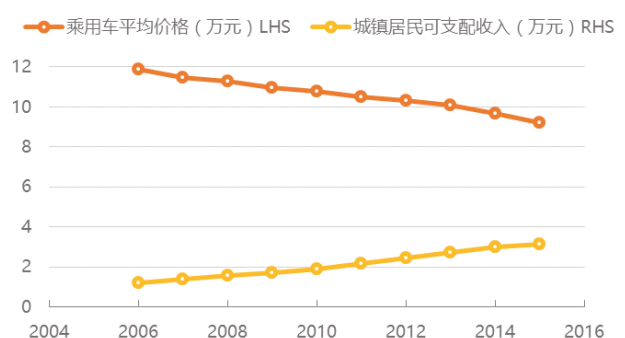
**乘用车千人保有量较发达国家仍有很大差距，上升空间大。**目前中国千人汽车人均保有量逐年增长，2007 年开始每年增速都在 10% 以上。但是中国的千人汽车保有量与美国、日本等发达国家相比仍有较大差距，2015 年美国千人汽车保有量为 870 辆，而中国只有 125 辆，不到美国的 15%，由此可见中国乘用车行业未来有极大的上升空间。

图 11：全国汽车千人保有量（辆/千人）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 12：乘用车平均价格及城镇居民可支配收入（万元）



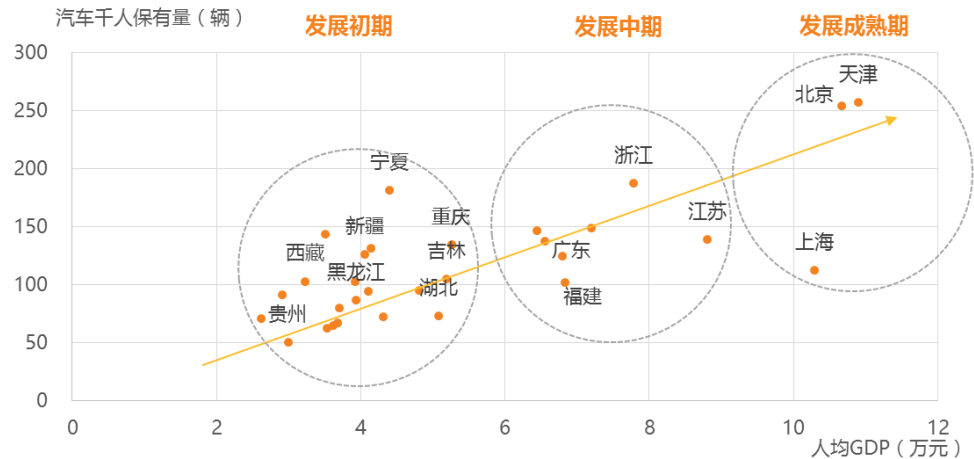
资料来源：国家统计局、WIND、天风证券研究所

**居民消费能力提升，助推乘用车销量增长。**消费能力提升主要源于居民可支配收入与乘用车均价差距持续收敛，未来有足够需求空间。城镇居民的可支配收入从 2006 年的 1.2 万元逐年增长至 2015 年的 3.1 万元，而乘用车相反乘用车平均价格从 11.9 万元逐年下跌至 9.2 万元，可以看出居民可支配收入与乘用车均价差距将会持续收敛，供给端处乘用车均价继续下探与需求端处居民收入水平整体上移的并存格局将会持续。



地区保有量差异化明显，发展初期省份将持续步入发展中期带来显著需求增量。根据人均 GDP 和千人汽车保有量将各省分类，千人汽车保有量存在地域性差异，发展初期省份（包括贵州、湖南等省）人口约占全国总人口的一半，去年汽车销量约占总销量 37%，但增速在最近两年逐年走高，远远高于整体市场。可以预见在整体增速放缓的背景下，市场将会向发展初期的中部省份倾斜，这些省份的增速将会继续领先全国，继而持续步入发展中期并带来显著增量，成为市场的主要推动力量。

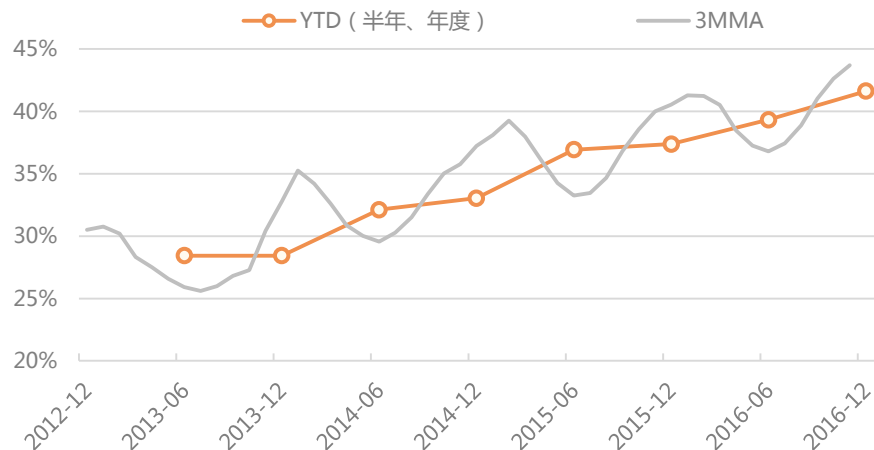
图 13：2015 年各地千人保有量及人均 GDP 关系（辆/千人）



资料来源：WIND、天风证券研究所

自主品牌在乘用车整体销量中的占比持续提升。自主品牌汽车质量和设计的不断优化，性价比的持续提高，以及居民购买力的不断提升，使得自主旗下 SUV 在三四线城市热销。自主品牌占零售数比在过去 3 年上升近 14pp，在 2016 年 12 月达 43.7%。自主品牌密集且在多价位区间推出了新款车型，将在三四线城市进一步对合资品牌施压。

图 14：自主品牌零售数占比持续提升（单位：%）

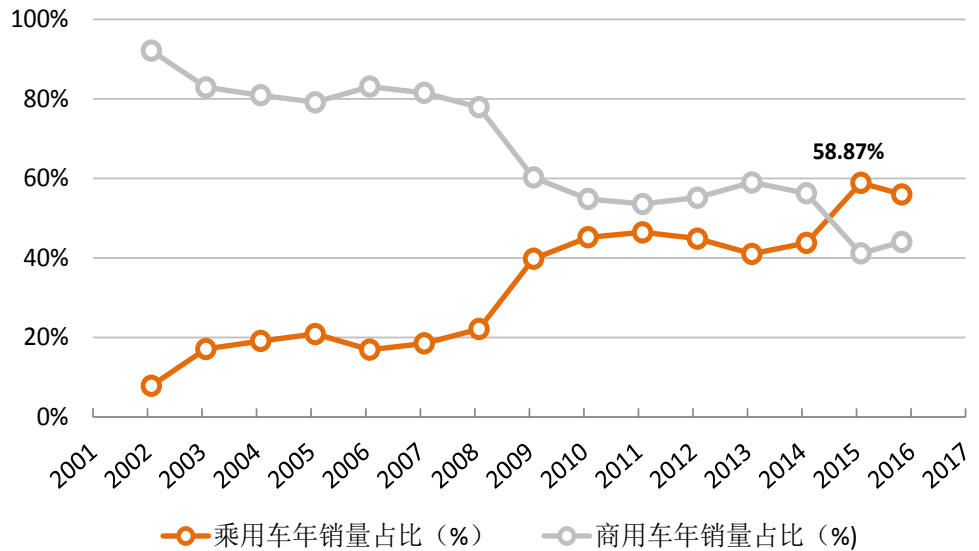


资料来源：WIND、天风证券研究所

## 2.2. 携手江淮 公司业绩或迎较快增长长期

江淮汽车利用 MPV 和 SUV 密集布局三四线城市，有望在 2017 年实现业绩平稳增长。常青股份与江淮有着长期战略合作关系，江淮在乘用车方面的业务逐渐超过商用车，未来江淮乘用车销量平稳增速将有效保障公司业绩。江淮在 MPV 和 SUV 的布局：（详文请见：天风汽车-江淮汽车（600418）多元化合作 产业链整合 打造未来新能源汽车龙头）

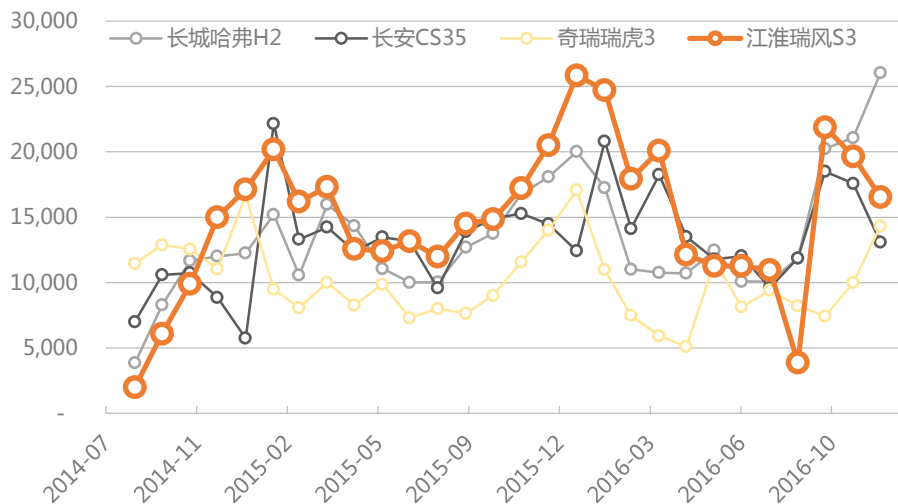
图 15: 江淮汽车乘用车年销量占总销量比 (单位: %)



资料来源: 中汽协、乘联会、天风证券研究所

**1. SUV:** 公司 SUV 的销量近三年来大幅增长, 2014 至 2015 年同比增长 111.4% 和 254.0%, 2016 年 SUV 销量 SUV27.6 辆, 同比增 8.9%。A0 型 SUV 瑞风 S3 目前在小型 SUV 市场长期处于市场领先地位, 自 2014 年 8 月上市以来销售爬坡速度快, 三个月内月销量突破 1.5 万辆, 最高月销量破 2.5 万辆。未来江淮将着重布局 SUV, 力图抢占三四线城市市场。

图 16: A0 级小型 SUV 市场热销车辆月销量走势 (单位: 辆)



资料来源: 中汽协、乘联会、天风证券研究所

**2. MPV:** 公司 MPV 销量走势一直非常稳定, 2016 年销量达 6.5 万辆, 同比增长 9.9%。车型布局上, 江淮在 2017 年将推出瑞风 M6, 集齐从 M2-M6 的 MPV 家族系列, 为不同客户群体提供全面的商务/家庭出行便利。

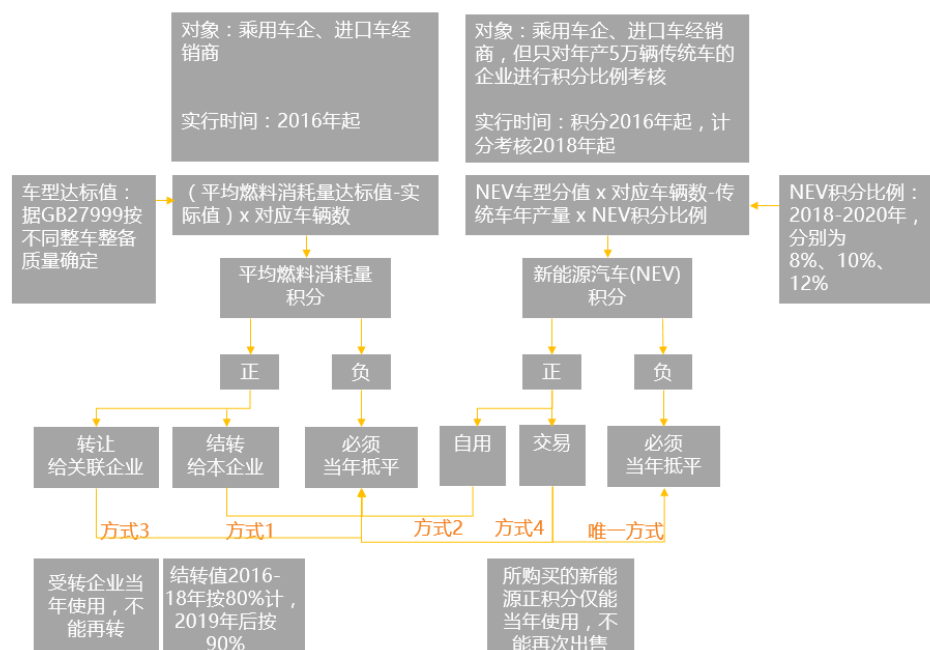
**商用车市场持稳, 公司传统商用车相关业务得以保障。主要原因有两个:** 1) **基础设施后续建设需求:** 中央政府持续加大固定资产投资力度, 大力发展基础设施建设, 进一步实施城镇化战略, 预计未来几年全社会固定资产投资将有所增长, 货车、专用车等市场将有所发展。2) **客车少量新增需求:** 随着高速公路通车里程持续增加以及人口的不断增长, 客车市场需求亦将有所增长。

**政策定量，新能源汽车未来销量上涨空间大。**截止 2016 年，全国新能源汽车累计保有量约为 110 万辆，按《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》中规划，到 2020 年，中国新能源车的保有量需达到 500 万辆，预计未来四年新能源车空间可达近 400 万辆。而 2015 年国务院下发《中国制造 2025》，明确提出到 2020 年自主品牌新能源汽车年销量突破 100 万辆，在国内市场占 70%以上，自主品牌增长空间巨大。

**短期内补贴政策仍保持支持力度，支撑新能源车企造车与消费者购车热情。**2016 年 12 月 30 日四部委出台了最新的新能源汽车补贴政策，其中，符合技术要求的纯电动乘用车在 2017-2018 年按续驶里程不同每辆分别补贴 2 万元、3.6 万元、4 万元，插电式混合动力乘用车每辆补贴 2.4 万元；2019-2020 年计划在此标准的基础上退坡 20%。

**未来双积分和碳配额机制接力补贴，促使传统车企反哺新能源车企，利好自主品牌。**宏观层面，政策旨在促进行业整体向低油耗、新能源汽车转型。其中年产 5 万以上的车企从 2018 年起必须按一定比例要求生产销售新能源乘用车；微观层面，导致部分车企的节能与新能源汽车产品结构发生变化。合资品牌短时间内转型存在一定的难度，而自主品牌由于在过去更专注于新能源车，在未来几年更容易获得政策红利，将迎来一个较为迅速的发展期。

图 17：工信部燃油与新能源车积分制度



资料来源：工信部、天风证券研究所

**江淮汽车在新能源车上有着前沿的布局，有望成为新能源汽车领域国内龙头。**常青股份与江淮有着长期战略合作关系，江淮在新能源汽车领域崛起，将会直接利好常青股份的营收。江淮在新能源产业内主要有两方面的布局：

- 江淮深耕纯电动乘用车，进军纯电动商用车。**1) 纯电动乘用车方面：iEV 系列已经发展至第 6 代。2016 年累计产量 1.8 万辆，同比增长超 78.3%，市占率约 7.7%，仅次于比亚迪和北汽新能源，未来也将有多款车型推出。2) 纯电动商用车方面：2016 广州车展上，江淮展示了帅铃 i3、帅铃 i5、帅铃 i6 三款电动商用车，预示着江淮在商用车电动化中的步伐加速。3) 定增 45 亿元，8 成投入新能源相关研发。

表 4：2016 年定向增发项目草案

项目投资名称	投资金额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）	项目目标
新能源乘用车及核心零部件建设项目	237,300	200,000	10 万辆/年新能源乘用车、15 万套/年电池总成及 15 万套点击电控产能
高端及纯电动轻卡建设项目	229,540	200,000	10 万辆/年高端机纯电动轻卡共线产能

高端商用车变速器建设项目	56,523	50,000	47.5 万辆/年商用车变速器产能
合计	523,363	450,000	

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2. **与大众携手共进，有望成为新能源车龙头。**与大众合作后，江淮获利的方面包括：1) **提升产品竞争力**：江淮获得大众的资源平台共享，通过合作升级产品开发、售后服务、质量检测、供应链管理系统等重要环节，从而提升产品竞争力；2) **提升品牌溢价**：一汽大众和上汽大众的建立对其自主品牌有相当大程度的品牌溢价，这次江淮也能利用大众在全球汽车市场的地位提高自主品牌的知名度，促进江淮销量增长。

### 3. 行业竞争格局分散无龙头 公司竞争力十足

#### 3.1. 汽车换代周期缩短 公司机遇或来临

常青股份为整车厂的一级供应商，与整车厂合作关系稳定。汽车零部件供应商体系是金字塔式的多层级体系，其中冲压及焊接零配件供应商为整车厂的一级供应商。整车厂商对一级供应商的要求较高、合作紧密，供应采购关系非常稳定，因而使得一级供应商之间的竞争格局也较为稳定，而二、三级供应商由于缺乏与整车厂商的稳定合作关系，相互之间的竞争较为激烈，因此，对于一级供应商的议价能力也较弱。

图 18：汽车产业链零部件行业金字塔



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

**下游汽车市场更新换代提速，冲压及焊接零部件供应商受益。**在汽车市场竞争日益激烈，汽车个性化、多元化发展的背景之下，汽车生产企业改造旧车型、投放新车型的步伐越来越快。全新车型的开发周期从 4 年左右缩短到 1 至 3 年，旧车改型周期已由原来的 6 至 24 个月缩短到 4 至 15 个月。而无论是新车开发还是旧车改型，都伴随着大量冲压件模具的重新开发，未来行业内市场空间巨大。

#### 3.2. 行业内公司划地为王 跨区渗透壁垒高

**汽车零部件行业一级配套供应商具有较高的市场进入壁垒，公司将延续优势。**只有通过整车厂商严格的合格供应商体系认证，才能与整车厂商建立起相应的配套合作关系，而在不断合作过程中，双方的信任和依赖将逐步加深，最终建立长期稳定的战略合作关系。公司目前与包括江淮汽车、福田戴姆勒汽车、陕西重汽、东风商用车在内的多家国内一线整车生产商保持长期稳定的合作关系，市场地位稳固。

**各竞争对手分布分散，共同分享行业红利，跨域渗透难。**汽车冲压及焊接零部件行业具有区域性强、为整车厂商定点配套等特点，因此行业内主要汽车冲压及焊接零部件生产厂家均以各整车厂商为中心，分布较为分散。目前公司的主要竞争对手有 14 家，主要涉及客户为江淮汽车、北汽福田、奇瑞汽车、长安汽车、上汽集团等。常青股份目前拥有合肥、芜湖、北京和十堰四个生产基地，均分布在公司主要客户的生产集中区域，仪征生产基地亦正处于建设中，目前已具备对主要客户需求的快速响应能力，市场地位稳固，但由于跨域较难，公司渗透率继续快速提升难度较大。

表 5：常青股份的主要竞争对手

公司	主营业务	主要客户
安徽大洋机械制造有限公司	汽车零部件加工、制造；汽车总成制造及焊接，主要产品为汽车冲压覆盖件产品	江淮汽车（SUV、MPV、A 级车（同悦）、重卡、轻卡、紧凑型 MPV）
合肥亿恒机械有限公司	汽车钣金冲压件和焊装件	奇瑞汽车、江淮汽车、长安汽车、日立、合肥美菱
合肥市田源精铸有限公司	车辆覆盖件、结构件、工程机械零部件、各类铸造件等	江淮汽车、安徽合力、日立建机（中国）公司、丰田叉车（中国昆山）公司、合肥锻造厂、杭州浙力叉车集团公司
安徽福达汽车模具制造有限公司	汽车覆盖件产品研发、模具设计制造、冲压件生产	江淮汽车、一汽通用、重庆长安、沈阳金杯、北汽福田、重庆力帆
安徽成飞集成瑞鹄汽车模具有限公司	汽车模具、夹具、检具等汽车工装、汽车冲压件、小批量白车身	奇瑞、福特、本田、长城、斯柯达、捷豹路虎
芜湖中瑞汽车零部件有限公司	汽车总成件设计、开发，汽车模具设计制造、汽车零部件制造	奇瑞汽车
湖北海立田汽车部件有限公司	汽车车架生产	湖北福田专用汽车有限公司、欧曼汽车
一汽凌源汽车制造有限公司	汽车、农用车制造及销售；经销其它类型汽车（不含小轿车）；汽车配件，建材、化工产品（不含监控、易制毒及危险化学品）销售	欧曼汽车
陕西通力专用汽车有限责任公司	专用车、重型汽车车架总成及汽车零部件	陕西重汽
陕西汽车集团长沙环通汽车制造有限公司	商用车纵梁等	陕西重汽（中、重型卡车、专用车及特种汽车）
十堰市金骥汽车部件有限公司	汽车车架总成，汽车车桥产品	东风汽车
上海联明机械股份有限公司	生产汽车车身冲压及焊接零部件	上海通用汽车有限公司、上海通用东岳汽车有限公司、上海通用（沈阳）北盛汽车有限公司、上海大众汽车有限公司、上海汽车集团股份有限公司
华达汽车科技股份有限公司	生产乘用车车身冲压及焊接零部件	上海大众汽车有限公司、一汽-大众汽车有限公司、东风本田汽车有限公司
苏州金鸿顺汽车部件股份有限公司	汽车车身和底盘冲压零部件及其相关模具的开发、生产与销售	上汽大众汽车有限公司、东南（福建）汽车工业有限公司、德国本特勒汽车工业公司、德国大陆集团

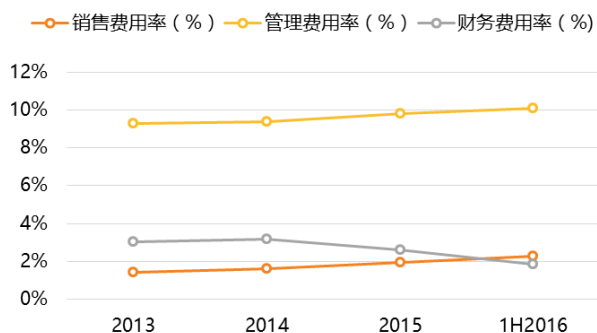
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

### 3.3. 公司盈利与运营能力俱优

公司近年毛利率与净利率小幅攀升，整体优于行业均值；ROE 逐年下降，且预计 ROE 将在一段时间内继续下降，再大幅回升。因为募集资金投资项目需要一定的建设期，净资产大幅提高的同时将摊薄发行当年的净资产收益率。但本次募投项目具有较高的投资回报率，随着项目正常达产以及效益实现，公司销售收入和利润水平将有大幅提高，公司盈利能力和净资产收益率水平将显著提升。

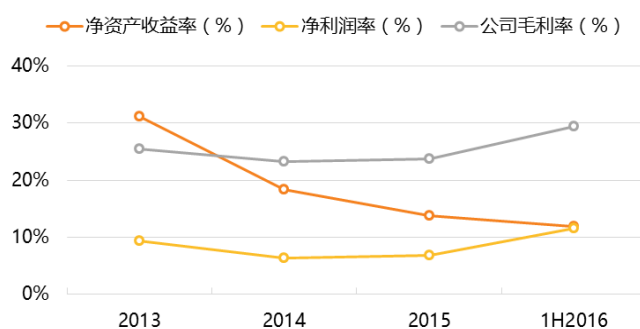


图 19: 2013 - 1H16 公司费用占营收比 (单位: %)



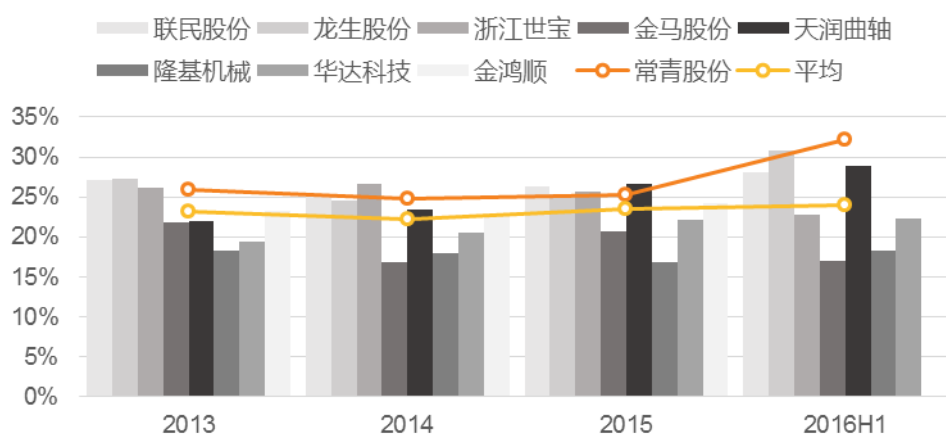
资料来源: 公司招股说明书、天风证券研究所

图 20: 2013 - 1H16 公司盈利能力分析 (单位: %)



资料来源: 公司招股说明书、天风证券研究所

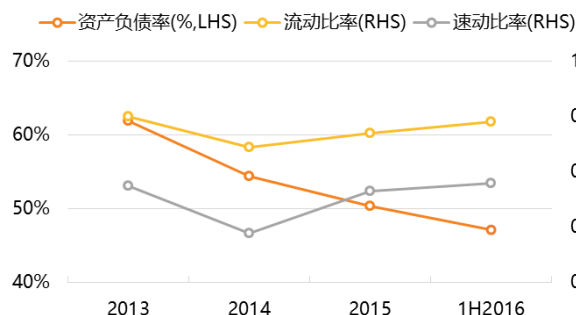
图 21: 行业对比-毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司招股说明书、天风证券研究所

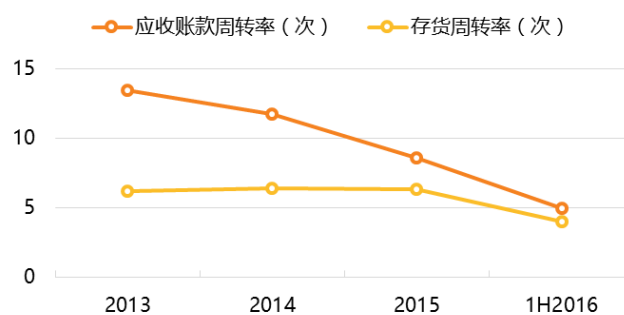
较为不理想的流动比率、速动比率、资产负债率反应了公司目前较弱的偿债能力。但目前公司信用等级较高, 从而促使公司能获得较高的授信额度, 并能在短期借款到期后获得续借, 因此无法偿还债务本息的可能性较小, 在一定程度上确保公司偿债能力。

图 22: 2013 - 1H16 公司偿债能力分析 (单位: %; 常规)



资料来源: 公司招股说明书、天风证券研究所

图 23: 2013 - 1H16 公司运营能力分析 (单位: %)

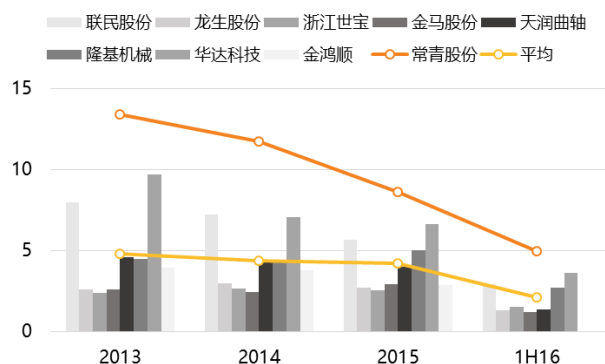


资料来源: 公司招股说明书、天风证券研究所

公司拥有远超行业内上市公司的运营能力。主要由于客户之间的信用政策差异: 行业内主要上市公司的信用周期 30-120 天 (客户 30-120 天内付款), 而常青股份 90% 以上的客户的信用周期为 60 天以下, 而江淮作为最主要的客户该值仅为 30 天。较短的信用周期有效促进了公司应收账款周转率的提升。

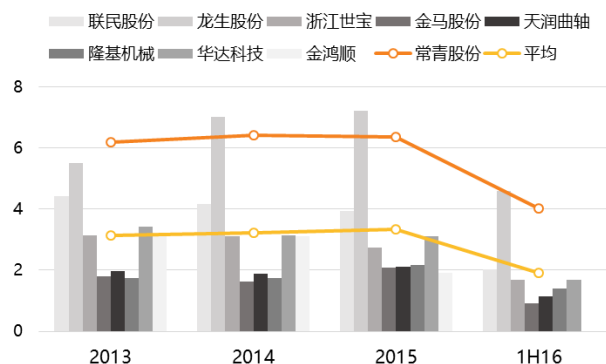


图 24：行业对比-应收账款周转率



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 25：行业对比-存货周转率



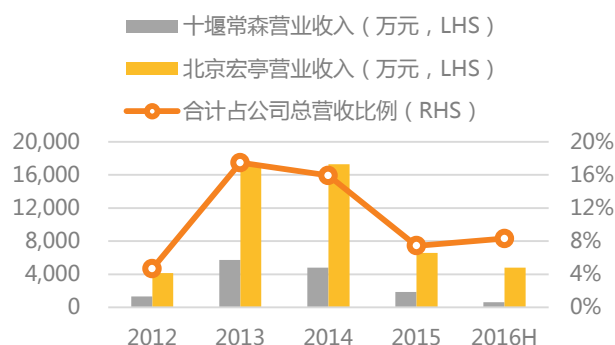
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

### 3.4. 常青股份颇具竞争力

公司拥有业内较强的工艺技术及制造装备优势。其优势主要有三方面：1）完善的产品开发系统和专业的技术团队：公司拥有经验丰富的专业技术团队，不断开发出具有创新性的冲压与焊接工艺，比如激光焊接工艺等。另外公司通过与上海交通大学等高校的产品合作，使公司在技术上具备了较强的自主研发、技术创新能力，目前拥有专利 190 项；2）较强的同步设计开发能力：公司拥有专业的项目前期开发工程师和研发设计人员，现已逐步具备和客户同步开发车身及底盘零部件的设计开发能力；3）先进的生产工艺及装备。

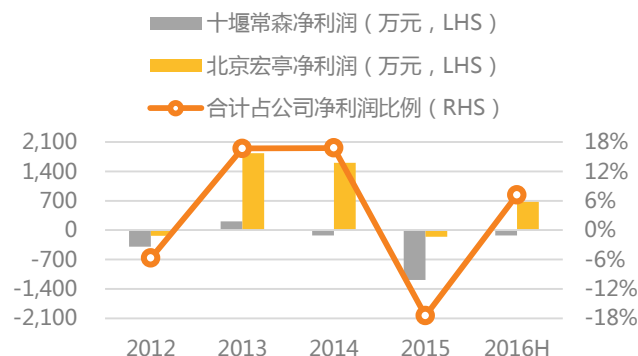
公司借助自身技术、管理、设计等优势，帮助子公司提升渗透率，实现扭亏为赢。2012 年公司设立子公司十堰常森和北京宏亭，分别收购十堰香亭和北京香亭切入福田戴姆勒汽车、陕西重汽等企业的零配件供应体系。在常青股份的帮助下两家子公司，经营规模及盈利水平因此大幅提升，实现扭亏为盈。2013 与 2014 年，两家子公司合计净利润占常青股份总净利润的比例高达 16.70% 和 16.80%。2015 年，出现业绩下滑主要是因为受商用车整车市场低迷的影响。此外，如上文所述，公司凭借其优势使公司在冲压及焊接零部件细分领域中的市场占有率从 2013 年的 2.75% 升至 1H16 的 5.01%，渐渐地建立了在此细分领域内较为领先的地位。

图 26：2012 - 1H16 两家子公司营业收入变化（单位：万元；%）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 27：2012 - 1H16 两家子公司净利润变化（单位：万元；%）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

## 4. IPO 募集资金用途明确 利好公司未来研发

融资渠道得以补充，公司综合实力有望再上新台阶。此次 IPO 共募集资金 9.6 亿元，用于：1）汽车冲压及焊接零部件技术升级改造建设项目；2）研发中心建设项目；3）芜湖常瑞汽车冲压及焊接零部件扩产项目；4）补充流动资金及归还银行贷款。

表 6：IPO 募集资金用途

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金投入（万元）
1	汽车冲压及焊接零部件技术升级改造建设项目	49,239	44,919
2	研发中心建设项目	4,621	4,621
3	芜湖常瑞汽车冲压及焊接零部件扩产项目	16,589	16,589
4	补充流动资金及归还银行贷款	30,000	30,000

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

- 1) 应对下游重大客户（江淮+奇瑞）的增产需求：汽车冲压及焊接零部件技术升级改造建设项目 + 芜湖常瑞汽车冲压及焊接零部件扩产项目。前者旨在为江淮正在新建的扩产项目配套汽车冲压零配件，保障公司对江淮的渗透率；后者旨在为奇瑞未来的扩产项目提前做准备，意图凭借充足的产能加强对奇瑞的渗透。

表 7：IPO 募集资金用途 - 应对下游重大客户

客户	客户增产规划	常青应对方式	方式详述
江淮	江淮汽车计划在合肥市肥西县新建新港高端轻卡生产基地，规划产能为年产中高端轻卡 10 万辆和年产 3 万辆客车及专用车底盘。	汽车冲压及焊接零部件技术升级改造建设项目	项目建成后预计每年将新增 10 万套中高端轻卡车身冲焊件、10 万套中高端轻卡底盘冲焊件和 3 万套客车及专用车底盘冲焊件的生产能力。
奇瑞	根据奇瑞汽车未来发展规划，奇瑞汽车将通过与国外厂家合资合作、加大自主创新和进一步完善产业布局等措施，不断扩大整车产销规模。	芜湖常瑞汽车冲压及焊接零部件扩产项目	预计芜湖常瑞将新增年产 16 万套乘用车车身冲压及焊接零部件的生产能力。

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

- 2) 提升研发能力+增强公司的偿债能力：研发中心建设项目+补充流动资金及归还银行贷款。

## 5. 盈利预测与估算

预计公司 2016 至 2018 的营业收入分别为 13.11 亿元、14.90 亿元、16.82 亿元，归母净利润分别为 1.17 亿元、1.53 亿元、1.96 亿元，EPS 分别为 0.76 元、0.75 元、0.96 元。选择目前汽车行业内业务与常青股份较为接近且早已上市的公司，五家公司的 2017 年的 PE 均值为 25.4 倍。由于常青股份为新股上市，给予常青股份一定溢价，给予 17 年 30-40 倍 PE，合理价值区间 22.5 - 30.0 元/股，建议申购。

表 8：行业内的各上市公司对比（截止：2017/2/14）

证券代码	证券简称	总市值	PE				EPS		
			2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
603006.SH	联明股份	67.0	49.6	41.3	35.2	0.51	0.70	0.84	0.99
002662.SZ	京威股份	118.4	18.1	14.0	11.2	0.60	0.87	1.13	1.41
002048.SZ	宁波华翔	117.8	17.7	13.8	12.0	0.30	1.25	1.61	1.85
002448.SZ	中原内配	64.1	29.8	26.7	24.1	0.33	0.37	0.41	0.45
603788.SH	宁波高发	53.6	36.4	31.1	25.4	0.79	1.04	1.22	1.49
平均值			25.4				1.04		
603768.SH	常青股份					0.50	0.76	0.75	0.96

资料来源：Wind、天风证券研究所

**风险提示：**江淮产销情况低于预期，IPO 新项目产能无法释放，相关扶持政策低于预期等。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	7.49	82.22	104.92	453.93	172.18
应收账款	153.52	114.85	309.18	65.87	307.89
预付账款	46.88	19.25	101.13	21.24	108.69
存货	165.72	107.63	252.96	113.47	280.20
其他	38.72	109.95	56.01	127.46	76.36
<b>流动资产合计</b>	<b>412.32</b>	<b>433.90</b>	<b>824.21</b>	<b>781.96</b>	<b>945.31</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	596.54	541.63	556.63	963.93	1,113.39
在建工程	22.03	57.95	70.77	115.65	53.89
无形资产	98.31	105.44	103.10	100.75	98.41
其他	14.35	64.93	36.77	37.43	45.17
<b>非流动资产合计</b>	<b>731.24</b>	<b>769.95</b>	<b>767.27</b>	<b>1,217.77</b>	<b>1,310.86</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,143.56</b>	<b>1,203.85</b>	<b>1,591.47</b>	<b>1,999.73</b>	<b>2,256.17</b>
短期借款	390.00	413.90	583.49	0.00	0.00
应付账款	135.01	78.67	141.27	111.23	181.22
其他	76.26	91.65	96.80	104.99	94.92
<b>流动负债合计</b>	<b>601.27</b>	<b>584.22</b>	<b>821.56</b>	<b>216.22</b>	<b>276.14</b>
长期借款	0.00	0.00	33.11	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	21.89	22.06	22.24	22.06	22.12
<b>非流动负债合计</b>	<b>21.89</b>	<b>22.06</b>	<b>55.35</b>	<b>22.06</b>	<b>22.12</b>
<b>负债合计</b>	<b>623.16</b>	<b>606.28</b>	<b>876.91</b>	<b>238.28</b>	<b>298.26</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	153.00	153.00	153.00	204.00	204.00
资本公积	63.60	63.60	63.60	906.33	906.33
留存收益	367.40	444.57	561.56	1,557.44	1,753.91
其他	(63.60)	(63.60)	(63.60)	(906.33)	(906.33)
<b>股东权益合计</b>	<b>520.40</b>	<b>597.57</b>	<b>714.56</b>	<b>1,761.44</b>	<b>1,957.91</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,143.56</b>	<b>1,203.85</b>	<b>1,591.47</b>	<b>1,999.73</b>	<b>2,256.17</b>

现金流量表(百万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	88.31	77.17	116.99	153.15	196.47
折旧摊销	67.47	90.32	34.53	57.66	68.44
财务费用	44.10	29.77	37.16	18.20	(5.65)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(10.75)	(150.64)	(271.52)	368.56	(392.86)
其它	(2.73)	55.69	(0.00)	0.00	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>186.40</b>	<b>102.31</b>	<b>(82.84)</b>	<b>597.58</b>	<b>(133.60)</b>
资本支出	199.61	77.56	59.82	507.68	153.74
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(260.50)	(119.74)	(119.82)	(1,015.18)	(307.54)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(60.89)</b>	<b>(42.18)</b>	<b>(60.00)</b>	<b>(507.50)</b>	<b>(153.80)</b>
债权融资	390.00	413.90	616.60	0.00	0.00
股权融资	(44.16)	(29.73)	(37.16)	875.53	5.65
其他	(480.22)	(384.77)	(413.90)	(616.60)	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(134.38)</b>	<b>(0.60)</b>	<b>165.54</b>	<b>258.93</b>	<b>5.65</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(8.88)</b>	<b>59.53</b>	<b>22.70</b>	<b>349.01</b>	<b>(281.75)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>1,386.58</b>	<b>1,136.89</b>	<b>1,311.45</b>	<b>1,490.30</b>	<b>1,681.93</b>
营业成本	1,063.23	867.42	948.94	1,091.44	1,236.64
营业税金及附加	7.17	6.04	6.98	7.85	8.92
营业费用	22.24	21.80	28.85	31.30	33.64
管理费用	129.83	111.65	137.70	154.99	171.65
财务费用	44.16	29.73	37.16	18.20	(5.65)
资产减值损失	15.47	10.64	14.00	8.50	7.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	(0.00)	0.00
<b>营业利润</b>	<b>104.49</b>	<b>89.60</b>	<b>137.82</b>	<b>178.02</b>	<b>229.74</b>
营业外收入	5.02	5.86	2.50	4.46	4.27
营业外支出	0.31	0.55	0.21	0.15	0.12
<b>利润总额</b>	<b>109.20</b>	<b>94.91</b>	<b>140.11</b>	<b>182.32</b>	<b>233.89</b>
所得税	20.89	17.74	23.12	29.17	37.42
<b>净利润</b>	<b>88.31</b>	<b>77.17</b>	<b>116.99</b>	<b>153.15</b>	<b>196.47</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>88.31</b>	<b>77.17</b>	<b>116.99</b>	<b>153.15</b>	<b>196.47</b>
每股收益(元)	0.58	0.50	0.76	0.75	0.96

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	4.92%	-18.01%	15.35%	13.64%	12.86%
营业利润	-24.97%	-14.25%	53.82%	29.16%	29.06%
归属于母公司净利润	-27.90%	-12.61%	51.60%	30.91%	28.28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.32%	23.70%	27.64%	26.76%	26.48%
净利率	6.37%	6.79%	8.92%	10.28%	11.68%
ROE	16.97%	12.91%	16.37%	8.69%	10.03%
ROIC	15.01%	10.92%	16.90%	13.86%	14.82%

<b>偿债能力</b>					
资产负债率	54.49%	50.36%	55.10%	11.92%	13.22%
净负债率	34.39%	37.77%	15.42%	8.82%	-11.01%
流动比率	0.69	0.74	1.00	3.62	3.42
速动比率	0.41	0.56	0.70	3.09	2.41

<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.38	8.47	6.19	7.95	9.00
存货周转率	8.36	8.32	7.27	8.13	8.55
总资产周转率	1.19	0.97	0.94	0.83	0.79

<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.58	0.50	0.76	0.75	0.96
每股经营现金流	1.22	0.67	-0.54	3.91	-0.87
每股净资产	3.40	3.91	4.67	8.63	9.60

<b>估值比率</b>					
市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBIT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

## 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 3 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 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com