



汽车服务行业

龙创设计 (832954)

自主品牌份额提升，汽车设计龙头受益

投资评级 买入

公司信息 (2016年06月03日)

成立日期	2003-07-18
挂牌日期	2015-08-04
转让方式	做市转让
总股本 (百万)	58.03
流通股本 (百万)	6.55
总市值 (亿元)	6.37
流通市值 (亿元)	0.72
6月3日收盘价格	10.98
12个月最高/低价	6.84/13.40

九州新三板研究团队

王朗其

证书编号: S1350515070001

Email: wanglq@jzsec.com

熊波

证书编号: S1350115080055

Email: xiongbob@jzsec.com

林红垒

证书编号: S1350515120002

Email: linhonglei@jzsec.com

汪晓波

证书编号: S1350115120021

Email: wangxb@jzsec.com

徐曼

证书编号: S1350115090051

Email: xuman@jzsec.com

夏利

证书编号: S1350115110031

Email: xiali@jzsec.com

朱艺泓

证书编号: S1350116030011

Email: zhuyihong@jzsec.com

领先的独立汽车设计公司

公司是国内早期成立的独立汽车设计公司之一，核心业务是为国内各大汽车生产企业提供整车研发、咨询服务。历经十余年发展，公司已完成 A0 级、B 级、C 级轿车、跑车、承载式/非承载式 SUV、皮卡、MPV 及轻型客车、卡车、工程机械等数十款车型开发，并保持着较高的项目成功率和车型上市率。

公司具备较强技术实力

公司拥有一支长期从事汽车设计开发的技术专家团队。公司目前技术人员 411 人，约占公司员工总数的 4/5。至 2015 年 12 月底，公司共计有 23 项实用新型专利。公司与同济大学、合肥工业大学、英国的 CCA、意大利意柯那等院校和机构合作，并与法国 ALTRAN 欧创集团合资成立亚创汽车技术（上海）有限公司，以增强公司的技术能力及资源配置能力。

自主品牌及新能源汽车发展将不断提升市场空间

国内汽车设计市场和国际成熟市场相比仍有很大差距，随着国内汽车企业的发展，研发投入总量和单量汽车研发投入均有较大提升空间。预测未来几年每年将有至少 72.83 亿元的设计开发工作可以作为委托业务。自主品牌占有率开始触底回升；2015 年，自主品牌乘用车占乘用车销售市场的 41.3%，市场份额同比提高 2.9 个百分点。

公司持续增长可期

公司 2015 年尝试开始航空业务的拓展，当年取得实质性进展并形成收入贡献。公司 2008 年至 2015 年的复合增长率达到 49.62%，逐步扩大市场份额，目前公司处于行业前三的位置。

盈利预测与估值

预计公司 2016 至 2018 年归属母公司股东净利润为 2,871 万元、4,042 万元和 5,619 万元，摊薄每股收益为 0.49 元、0.70 元和 0.97 元，对应 PE 分别 22.19 倍、15.76 倍和 11.34 倍。首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

设计人才流失风险；行业竞争风险；业务开发拓展不及预期的风险。

财务数据及盈利指标

项目	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	115.91	131.90	182.02	251.19	346.65
同比增幅 (%)	63.28%	13.80%	38.00%	38.00%	38.00%
净利润 (百万元)	14.47	22.29	28.71	40.42	56.19
同比增幅 (%)	308.39%	54.09%	28.78%	40.80%	39.02%
毛利率 (%)	43.38%	48.00%	48.00%	48.00%	48.00%
每股收益	0.25	0.38	0.49	0.70	0.97
ROE	51.61%	22.82%	22.71%	24.23%	25.20%

资料来源: Wind, 九州研究



目 录

一、领先的独立汽车设计公司	4
1、主营业务为汽车设计及相关咨询服务	4
2、具备稳定的上下游关系	6
3、管理层绝对控股，股权结构合理	8
二、公司具备较强技术实力	9
1、优秀人才夯实团队基础	9
2、持续研发投入打造技术优势	10
3、多途径合作寻求发展突破	11
三、自主品牌及新能源汽车发展将不断提升市场空间	12
1、汽车设计投入扩大是必然趋势	13
2、自主品牌占有率有望进一步回升	15
3、行业竞争格局总览	17
四、公司持续增长可期	19
1、利润高速增长，进入航空设计领域	19
2、市场份额不断扩大	21
五、盈利预测与估值	22
六、风险提示	24



图目录

图 1 公司整车设计服务细分业务	4
图 2 公司经典案例	5
图 3 公司业务收入构成 (万元)	6
图 4 公司股权结构图	8
图 5 龙创设计首席设计师介绍	10
图 6 研发投入持续增长	11
图 7 法国欧创集团为全球主要汽车制造商及零部件制造商提供工程和技术服务	12
图 8 国内 A 股汽车制造企业研发费用支出	13
图 9 2004-2014 年中国传统汽车整车设计行业规模	13
图 10 汽车销量平稳增长	15
图 11 乘用车中的 SUV 高速增长	15
图 12 新能源汽车累计产量 (辆)	16
图 13 各派系乘用车市场占有率 (%)	17
图 14 各派系轿车市场占有率 (%)	17
图 15 国内汽车企业的技术开发流程及费用分配比例	19
图 16 公司收入利润维持较高增速	20
图 17 公司毛利率与净利率水平稳步提升	20
图 18 公司订单金额大幅增长 (亿元)	21
图 19 2008 年主要汽车设计公司所占市场份额	22
图 20 公司 2008-2015 年复合增长率达到 49.61%	22
图 21 行业近五年平均估值为 41 倍 PE	23

表格目录

表格 1 前五大客户均为国内知名汽车企业	6
表格 2 公司前五大供应商	7
表格 3 公司研发部门及职能	9
表格 4 公司部分专利权	10
表格 5 国际领先企业每辆车研发投入在 900 欧元左右	14
表格 6 国内汽车生产企业每辆车研发投入在 1200 元左右	14
表格 7 国内主要汽车设计公司技术说明	18
表格 8 公司盈利预测表	23
表格 9 可比公司主要财务数据	23



一、领先的独立汽车设计公司

公司是国内早期成立的独立汽车设计公司之一，核心业务是为国内各大汽车生产企业提供整车研发、咨询服务。历经十余年发展，公司已完成 A0 级、B 级、C 级轿车、跑车、承载式/非承载式 SUV、皮卡、MPV 及轻型客车、卡车、工程机械等数十款车型开发，并保持着较高的项目成功率和车型上市率。

1、主营业务为汽车设计及相关咨询服务

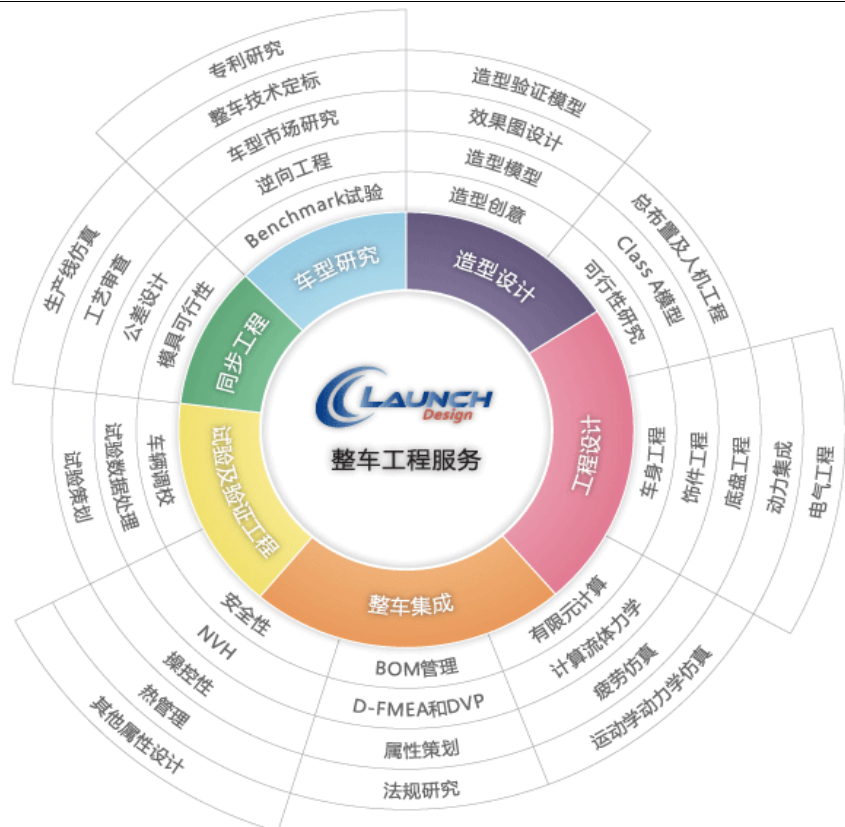
公司成立于 2003 年，总部位于上海。公司主要从事汽车造型设计及整车工程设计，按照具体服务内容、项目实施阶段等方面的不同，可以划分为整车设计、非整车设计、咨询服务。

整车设计包括：车型研究、造型设计、布置及可行性设计、工程设计、计算机辅助工程、整车集成、属性设计、实验及验证工程、同步工程。使所设计的产品达到设计任务书所规定的整车参数和性能指标的要求，并将这些整车参数和性能指标分解为有关总成的参数和功能。

非整车设计指的是整车设计模块拆分出的部分设计，例如概念展车设计、造型设计、车身设计、内外饰设计、底盘设计等总成独立模块设计。

咨询服务指的是提供汽车专业技术设计咨询服务，例如底盘调校、整车试验分析评价、NVH 调校、A 面设计等。

图 1 公司整车设计服务细分业务



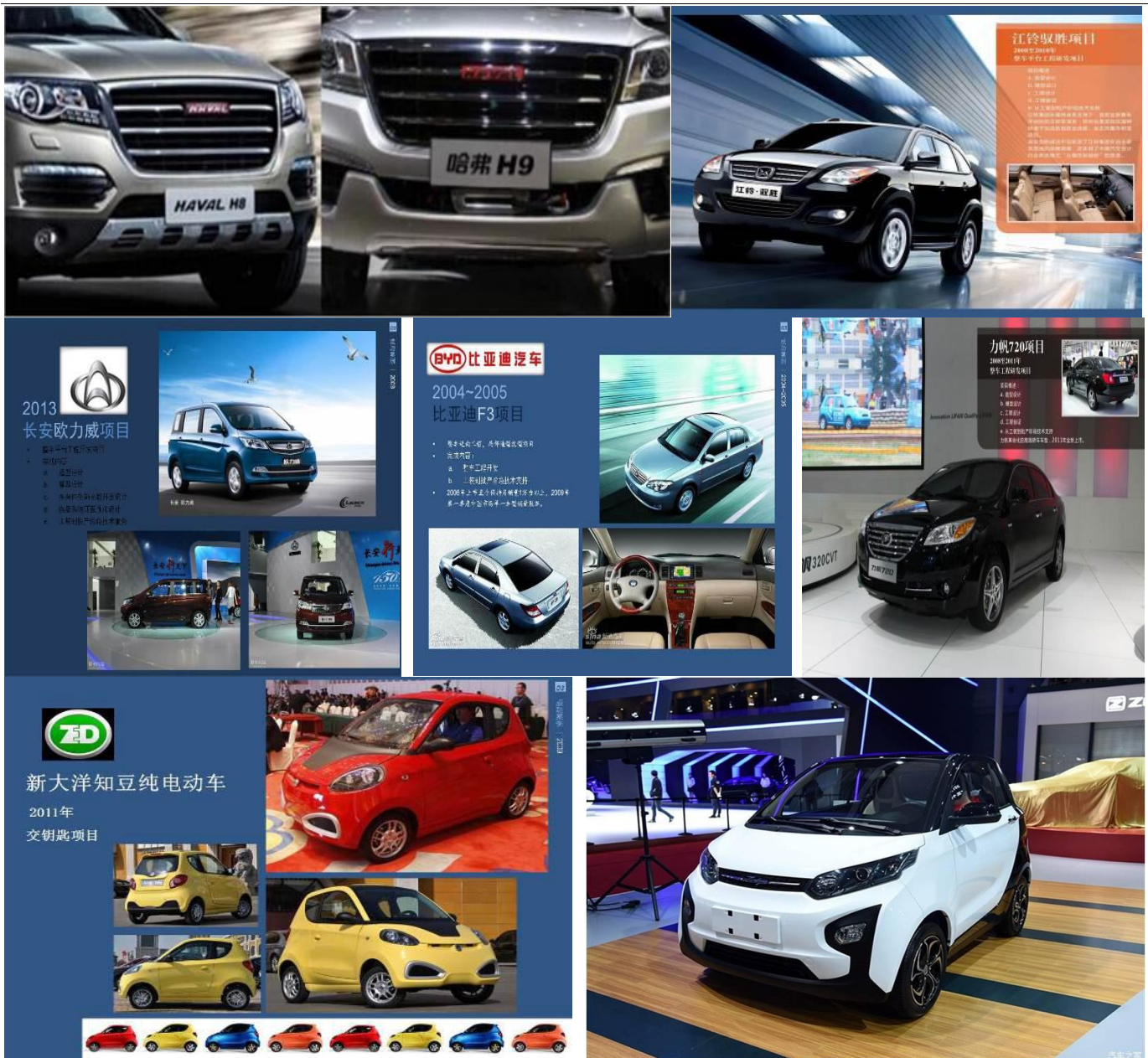
资料来源：公司公开资料，九州研究



公司自创立以来高度重视技术服务业务的发展及技术服务质量的提升，建立了完善的销售流程和顾客满意度管理程序服务体系，形成了以上海为总部，江西、天津（天津亚克龙创和天津龙创）、常熟四个子公司，保定、重庆两个分公司的营销服务网络，能够及时为客户提供优质服务。

公司设计经典案例包括哈弗 H8 与 H9 项目、江铃驭胜项目、2013 年长安欧力威项目、2004-2005 比亚迪 F3 项目、力帆 720 项目、新大洋知豆纯电动车项目。

图 2 公司经典案例

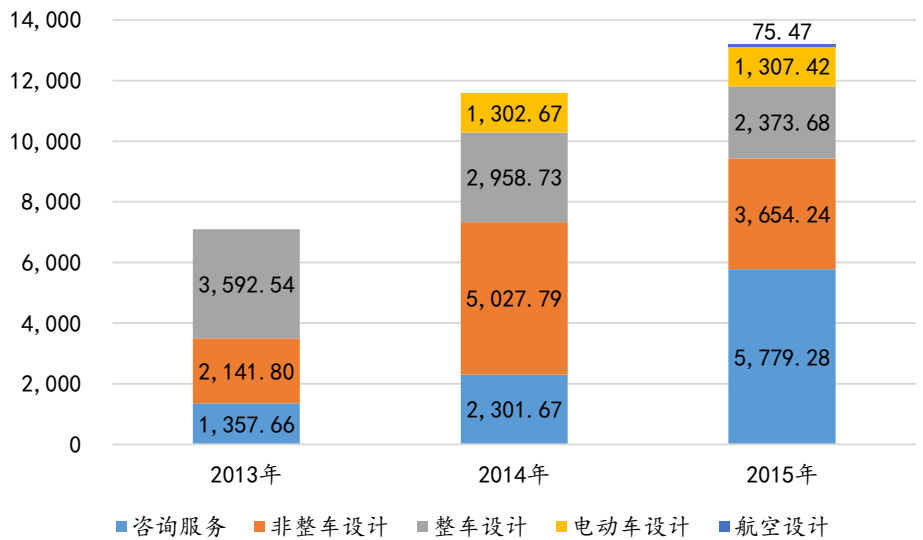


资料来源：公司公开资料，九州研究



公司主要业务涵盖咨询服务、非整车设计和整车设计，另外涉足电动车设计及航空领域工程设计。

图 3 公司业务收入构成（万元）



资料来源：公司公开资料，九州研究

2015 年公司与某战略合作客户合作方式由项目承包模式变更为设计咨询模式，收费模式由按项目节点验收评审后收取设计服务费用到每个月按人工工时费率及工时数周期性收取设计服务费。该客户 2014 年销售收入中整车设计和非整车设计业务收入分别贡献 883.93 万元和 1019.4 万元，2015 年此类业务转型均转为设计咨询模式，使得 2015 年设计咨询收入中此战略客户贡献 2049.29 万元，占设计咨询类总增长额 3477.61 万元的 58.92%。

2、具备稳定的上下游关系

公司目前在业务领域上已与国内多余家汽车整车企业建立了合作关系，包括长城、江铃、比亚迪、长安、重庆力帆、众泰、上海潍柴等均为公司的整车客户。公司进行设计开发、改型的多款车型绝大部分均已上市，市场表现良好。公司在长期的合作中，设计能力突出，客户认同率高，在项目获取、市场需求分析和汽车设计综合能力方面具有较强的竞争优势。

表格 1 前五大客户均为国内知名汽车企业

2015 年度		
客户名称	营业收入（万元）	占全部营业收入比例（%）
江铃汽车股份有限公司	3,043.94	23.08
长城汽车股份有限公司	2,981.67	22.61
重庆长安汽车股份有限公司	1,161.98	8.81
北京汽车集团有限公司	1,058.96	8.03
风度（常州）汽车研究院有限公司	785.85	5.96
合计	9,032.41	68.48
2014 年度		



江铃汽车股份有限公司	2,565.55	22.13
长城汽车股份有限公司	2,187.04	18.87
比亚迪汽车工业有限公司	1,081.98	9.33
重庆力帆乘用车有限公司	1,045.80	9.02
东风柳州汽车有限公司	459.02	3.96
合计	7,339.39	63.31
2013 年度		
客户名称	营业收入 (万元)	占全部营业收入比例 (%)
长城汽车股份有限公司	1,520.61	21.42
江铃汽车股份有限公司	922.67	13.00
重庆力帆乘用车有限公司	619.95	8.73
保定恒天汽车投资有限公司	490.57	6.91
江西昌河汽车有限责任公司	468.87	6.60
合计	4,022.67	56.66

资料来源：公司公开资料，九州研究

公司多年的业务发展也形成了稳定的下游供应商。

公司采购的主要服务有：

1、车身、CAS（计算机辅助造型服务）、底盘工程技术人员租赁服务：如五大供应商里的上海申睿汽车科技有限公司，委托申睿进行项目的车身外包支持；委托 NOVA PROGETTI SRL 进行底盘工程和调校方面的研究。委托上海梵思汽车技术有限公司进行项目的 CAS 外包支持及完成重要的可视面 A 面的制作；委托亚创汽车技术（上海）有限公司进行项目的 NVH 外包支持；

2、造型创意合作：委托 GRANSTUDIO、International Gestion SARL 进行外造型研究、设计。

3、模型油泥：向菊地物资贸易（上海）有限公司采购模型油泥。

表格 2 公司前五大供应商

2015 年度		
供应商名称	采购金额 (万元)	占全部采购金额比例 (%)
亚创汽车技术（上海）有限公司	552.59	33.38
北京恒润科技发展有限公司	132.41	8.00
苏州上普汽车技术有限公司	102.08	6.17
INTERNATIONAL GESTION SARL	91.07	5.50
重庆瑜亮车辆技术有限公司	69.84	4.22
合计	947.98	57.27
2014 年度		
供应商名称	采购金额 (万元)	占全部采购金额比例 (%)
上海梵思汽车技术服务有限公司	302.04	12.45
亚创（上海）工程技术有限公司	285.20	11.75
GRANSTUDIO	167.76	6.91
International Gestion SARL	160.91	6.63
亚创汽车技术（上海）有限公司	145.86	6.01
合计	1,169.05	43.75
2013 年度		
供应商名称	采购金额 (万元)	占全部采购金额比例 (%)



GRANSTUDIO	1,69.21	38.40
NOVA PROGETTI S R L	67.06	15.22
International Gestion SARL	39.77	9.03
上海申睿汽车科技有限公司	37.75	8.57
菊地物资贸易(上海)有限公司	35.17	7.98
合计	348.96	79.20

资料来源：公司公开资料，九州研究

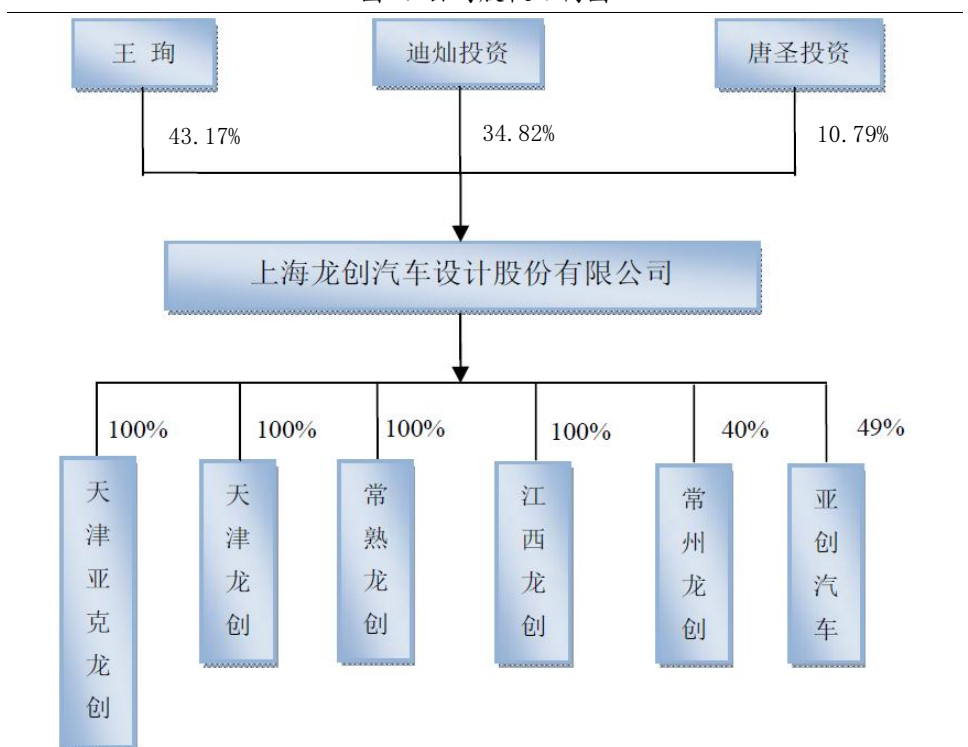
3、管理层绝对控股，股权结构合理

公司管理层绝对控股，集中度高，对于相当体量的新三板公司来说是合理的股权结构，可以充分发挥高管的能动性助益公司高速持续发展。公司职工持股平台迪灿投资持股公司股份 38.936%；迪灿投资成立于 2014 年 4 月 28 日，出资额为 136.276 万元。

公司董事长和总经理王珣直接持股比例达到 43.17%，为绝对控股。

王珣，1975 年生，中国国籍，无境外永久居住权，本科，毕业于南京航空航天大学。1996 年 7 月至 1997 年 10 月任上海飞机制造厂工程师；1997 年 11 月至 1998 年 12 月任迈道通汽车电子(上海)有限公司产品研发工程师；1999 年 3 月至 2000 年 8 月任上海维诚科技有限公司软件技术支持工程师；2000 年 8 月至今任上海龙创科技发展有限公司总经理；2003 年 7 月至今任上海龙创汽车设计有限公司董事长；2014 年 12 月 12 日被股份公司第一届董事会任命为董事长、总经理。

图 4 公司股权结构图



资料来源：公司公开资料，九州研究



二、公司具备较强技术实力

公司通过内部积累和外部合作形成了行业技术壁垒，提高了自身竞争力。公司拥有一支长期从事汽车设计开发的技术专家团队，这些人才拥有丰富的汽车行业工作经验。公司目前技术人员 411 人，约占公司员工总数的 4/5。至 2015 年 12 月底，公司共计有 23 项实用新型专利。公司与同济大学、合肥工业大学、英国的 CCA、意大利意柯那等院校和机构合作，并与法国 ALTRAN 欧创集团合资成立亚创汽车技术（上海）有限公司，以增强公司的技术能力及资源配置能力。

1、优秀人才夯实团队基础

人才资源是设计行业的核心资源。目前，公司拥有一支长期从事汽车设计开发的技术专家团队，这些人才拥有丰富的汽车行业工作经验。同时，公司的管理团队也拥有丰富的研发、市场及管理经验，并能及时了解和跟踪行业动态，以保持公司技术、产品的先进性。优秀的专业人才为公司未来发展奠定了坚实的基础。

公司现有大批有经验的工程技术人员，其中具有五年以上工作经验的占工程技术人员 的 25%。公司设计人员大部分来自国内的主机厂和零部件生产企业，有工厂或国外工作经历，掌握和了解国内汽车整车设计制造工艺及零部件设计制造工艺，公司大部分技术工程师具有多个整车设计开发项目经验。

表格 3 公司研发部门及职能

部门	人员数量	职责
造型中心	69	负责造型策略研究，整车造型及内外饰造型设计工作，以及色彩与材质设计；负责完成油泥模型的制作；负责完成 A 面的设计工作；
CAE 中心	22	负责 CAE 分析模型的建立以及 CFD 分析、结构强度分析、NVH 分析、车身内饰机构运动学分析、动力学分析、安全性分析以及模流分析；
整车部	113	负责整车电气工程、电气产品、线束、总线布置校核等设计工作；负责整车项目的产品管理、性能设计、车身、底盘总布置设计以及相关法规及人机工程的校核工作；负责全球地区的汽车强制性准入法规体系收集整理工作以及全球主要地区的评价体系（NCAP）收集管理工作；负责底盘各系统工程设计、底盘系统性能设计及匹配、底盘新技术、新工艺研究及运用；
车身部	207	负责白车身、开闭件、内外饰的工程设计，负责车身内饰设计过程工艺审查及工艺支持，负责车身内饰系统性能设计及匹配；负责车身内饰系统新技术、新工艺研究及运用；

资料来源：公司公开资料，九州研究



图 5 龙创设计首席设计师介绍

马克·德尚
Marc Deschamps



简介

出生日期：-

国籍：法国

现效力公司：上海龙创汽车设计有限公司

现任职位：首席外籍设计师

1980年~1995年意大利Bertone博通首席设计师

2000年~2008年任德国PCL集团首席造型师

2008年 至今 上海龙创首席设计师



马克·德尚

马克·德尚设计过包括兰博基尼、玛莎拉蒂、阿尔法·罗密欧以及驭胜S350等。






资料来源：网通社，九州研究

2、持续研发投入打造技术优势

公司具有较强的研发能力，目前技术人员 411 人，约占公司员工总数的 4/5。公司通过自主研发，掌握了汽车造型设计及整车工程设计核心技术，截至 2015 年 12 月底，公司共计有 23 项实用新型专利。公司具备整车设计的核心技术能力，掌握了造型、仿真、整车集成等方面核心技术。

表格 4 公司部分专利权

序号	专利名称	专利类型	专利号	权利期限	申请日
1	一种钢板弹簧托架	实用新型	ZL201120407792.6	10 年	2011 年 10 月 24 日
2	一种脚踏式驻车制动系统	实用新型	ZL201120407770.X	10 年	2011 年 10 月 24 日
3	一种汽车前照灯和翼子板的安装结构	实用新型	ZL201320312624.8	10 年	2013 年 5 月 31 日
4	一种翼子板安装支架结构	实用新型	ZL201320312565.4	10 年	2013 年 5 月 31 日
5	一种塑料充电口盖结构	实用新型	ZL201320312607.4	10 年	2013 年 5 月 31 日
6	可拆式引擎盖锁紧机构	实用新型	ZL201320315497.7	10 年	2013 年 5 月 31 日
7	一种可拆卸固定机构	实用新型	ZL201320312631.8	10 年	2013 年 5 月 31 日
8	一种手动两档变速器	实用新型	ZL201320315447.9	10 年	2013 年 5 月 31 日
9	汽车空调出风口	实用新型	ZL201320312633.7	10 年	2013 年 5 月 31 日
10	一种汽车用的手工拆卸蓄电池端子	实用新型	ZL201320312623.3	10 年	2013 年 5 月 31 日
11	一种多路线束固定件	实用新型	ZL201320312632.2	10 年	2013 年 5 月 31 日
12	双质量飞轮	实用新型	ZL201420221118.2	10 年	2014 年 5 月 3 日
13	一种微型电动汽车电池箱体结构	实用新型	ZL201420222242.0	10 年	2014 年 5 月 3 日
14	一种高压安全电动汽车控制系统	实用新型	ZL201420241899.1	10 年	2014 年 5 月 12 日
15	一种乘用车用全浮式空气弹簧减震器	实用新型	ZL201420296540.4	10 年	2014 年 6 月 5 日

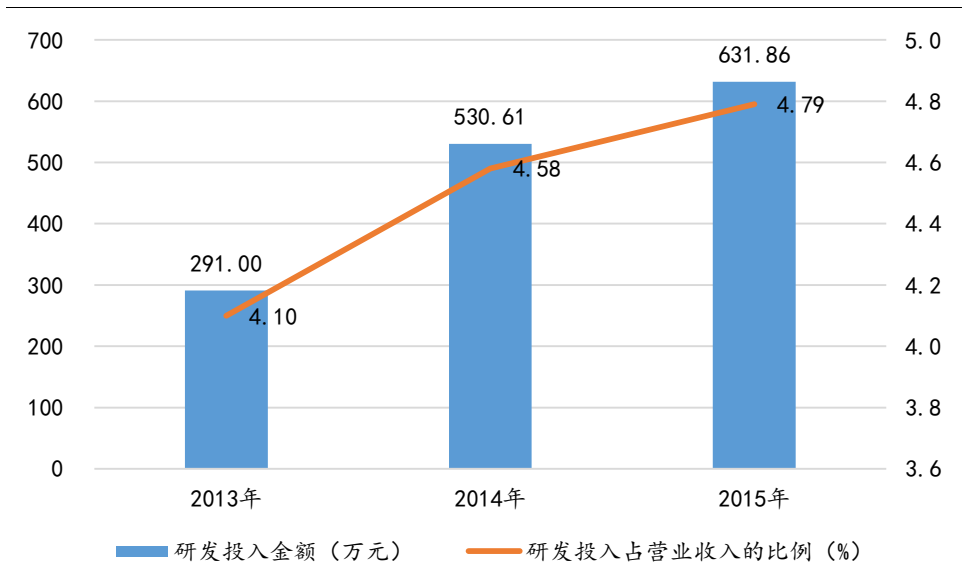


16	一种用于新能源汽车的轮毂电机及其控制系统	实用新型	ZL201420222173.3	10年	2014年5月3日
17	纯电动汽车高效永磁直流无刷轮毂电机	实用新型	ZL201220013578.7	10年	2012年1月11日

资料来源：公司公开资料，九州研究

公司不断扩充技术团队，加大研发投入。2015年公司全年研发投入总计631.86万元，占营业总收入4.79%。2015年年末，公司在册员工667人，较2014年末增加148人，其中技术研发人员增加135人。公司2015年上半年开展6个研发项目的研发，且于2015年12月均获得实用新型专利的授权；2015年下半年新增汽车电子及VCU研发项目投入，引进汽车电子类研发人才10名。

图6 研发投入持续增长



资料来源：公司公开资料，九州研究

公司被认定为上海市高新技术企业，“龙创乘用车整车设计智慧型研发云平台”获得上海市服务业发展引导资金的支持，“微型电动汽车动力（锂离子）电池箱体”项目承担上海市创新基金，并且是“长城汽车”、“江铃汽车”、“云南力帆骏马”、“绵阳华瑞”的战略合作伙伴。

公司的设计技术和创新能力得到诸多单位的肯定。2015年9月，龙创设计荣获“上海市工业设计中心”。2015年12月，龙创设计被国家工信部认定为“国家级工业设计中心”。2015年11月，龙创设计被市经委评定为“2015年度上海市专精特新中小企业”。同月，龙创设计被市科委，经委评定为“2015年度上海市科技小巨人企业”。

3、多途径合作寻求发展突破

公司围绕客户的汽车设计开发需求，专注于设计验证、内外饰件试制、展车制作等业务领域，不断丰富和完善公司的技术体系，先后形成了模型试制与验证技术、总布置及空间验证创新技术、空气动力学测试样车技术、智能控制技术等众多核心技术，拥有多项自主知识产权，创立了一整套核心技术应用方案，并广泛地应用在为汽车厂商提供的设计开发支持服务之中，形成了完善的



知识产权体系和一定的技术优势。

公司与同济大学上海地面交通工具风洞中心合作，共同提出了汽车风洞试验模型技术要求；公司与合肥工业大学开展了新能源汽车设计开发领域的相关合作，充分利用高校在人才培养、仿真研究、整车试验、NVH 测试、三电技术等方面以及公司在汽车造型、工程设计及整车试制等方面的优势，共同促进新能源汽车设计开发的发展。此外，公司还与英国的 CCA、意大利意柯那等国际知名汽车设计开发机构合作，以增强公司的技术能力及资源配置能力。

公司与法国 ALTRAN 欧创集团合资成立亚创汽车技术（上海）有限公司，外方持股 51%。欧创集团是全球领先的，提供创新和高科技工程咨询服务的国际性集团，集团的使命是帮助客户创造和开发最新的产品和服务。欧创的“创新者们”已经为航空航天、汽车、能源、铁路、金融、医疗和电信行业的知名企业提供了 30 年的创新服务，服务覆盖到从战略规划到产品生产等项目开发生命周期的每一个阶段。欧创利用集团的专业技术知识和实践为客户提供四大关键领域的服务：生命周期系统工程、机械工程，智能系统和 IT 系统。2012 年，该集团总收入为 14.56 亿欧元，在全球 20 多个国家现共拥有 20000 名员工。

图 7 法国欧创集团为全球主要汽车制造商及零部件制造商提供工程和技术服务



资料来源：欧创集团，九州研究

三、自主品牌及新能源汽车发展将不断提升市场空间

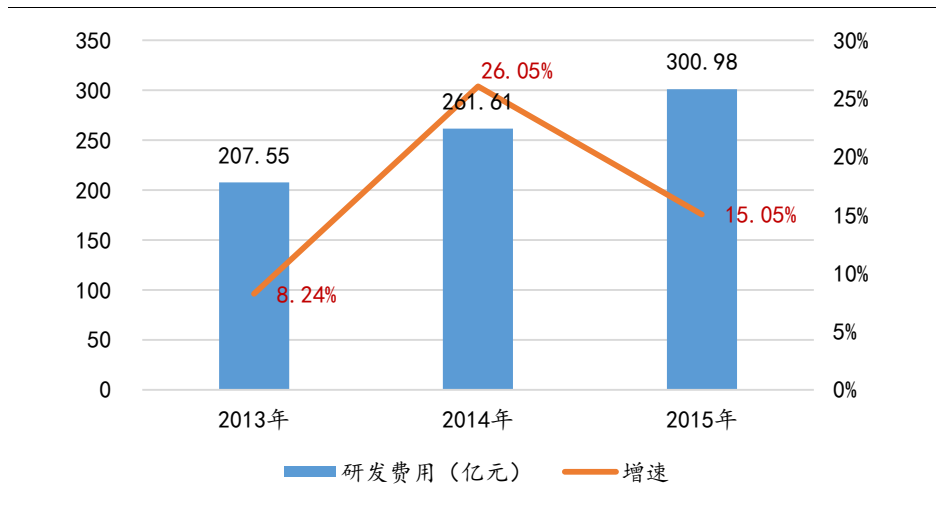
国内汽车设计市场和国际成熟市场相比仍有很大差距，随着国内汽车企业的发展，研发投入总量和单量汽车研发投入均有较大提升空间。预测未来几年每年将有至少 72.83 亿元的设计开发工作可以作为委托业务。自主品牌占有率开始触底回升；2015 年，自主品牌乘用车占乘用车销售市场的 41.3%，市场份额同比提高 2.9 个百分点。



1、汽车设计投入扩大是必然趋势

根据统计在 A 股上市的 22 家整车生产企业近年来的研发费用支出，2014 年汽车行业研发支出达到 261.61 亿元，同比增长 26.05%；2015 年研发费用支出达到 300.98 亿元，同比增长 15.05%，研发费用增长维持较高增速。

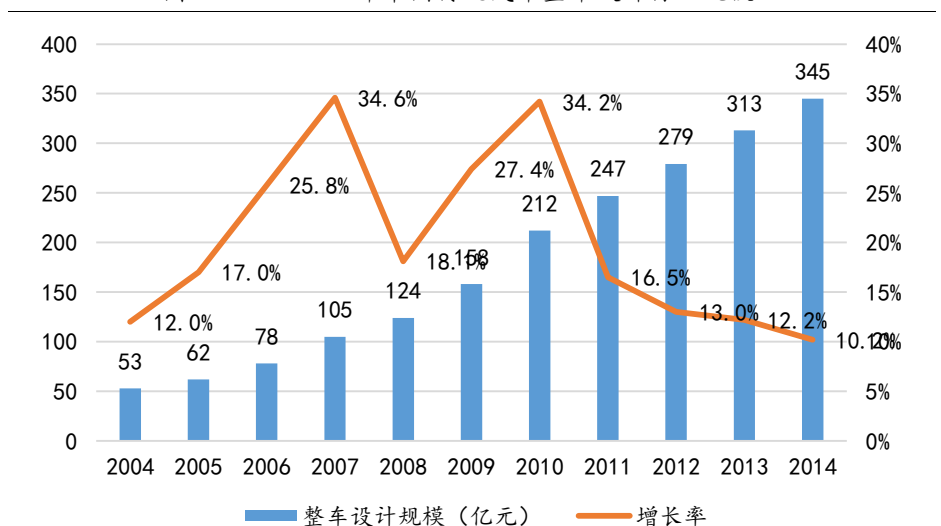
图 8 国内 A 股汽车制造企业研发费用支出



资料来源: Wind, 九州研究

中国作为近十年来汽车市场发展最快的国家，传统汽车工业产生了一波设计井喷，主要原因是一方面，中国已经成为了世界上最大的汽车市场并持续保持增长。另一方面，设计美学是汽车的重要卖点，也是消费者选择汽车产品的主要依据之一，后者更是在中国市场表现的尤为明显。2004年，中国传统汽车整车设计行业市场规模53亿元，经过10年高速发展，到2014年发展至345亿元的，期间虽然经历了金融危机的影响，但整体增长速度明显高于全球市场，但自2012年开始，市场规模的增幅开始趋缓，这与中国传统汽车市场的发展节奏是一致的。需要说明的是，截至目前，中国传统汽车行业里的整车设计主要为外资及合资企业占据，内资企业所占份额不高。

图 9 2004-2014 年中国传统汽车整车设计行业规模



资料来源: 赛迪资讯, 九州研究



欧盟委员会发布报告称，全球企业中，大众汽车集团 2013 年研发投入最高，达到 117 亿欧元/135 亿美元。前 50 名企业中，整车公司占了 10 个席位，十强中占据 3 个。全球车企研发投入前 10 合计 513.519 亿欧元/3612.063 亿人民币，远超国内市场。

目前国际领先汽车生产企业每辆车平均研发投入在 900 欧元左右，相当于人民币 6453 元，而国内汽车生产企业每辆车平均研发投入为 1200 元左右，相差 5.37 倍。国内市场和国际成熟市场相比仍有很大差距，随着国内汽车企业的发展，研发投入总量和单量汽车研发投入均有较大提升空间。

表格 5 国际领先企业每辆车研发投入在 900 欧元左右

排名	公司	2013 年研发投入 (亿欧元)	销量 (万辆)	每辆车研发投入 (欧元)
1	大众	117.430	972.8	1207.13
2	丰田	62.699	998	628.25
3	戴姆勒	53.790	235.36	2285.44
4	通用	52.208	971.5	537.4
5	宝马	47.920	196.4	2439.91
6	福特	46.407	633	733.13
7	本田	43.667	416	1049.69
8	日产	34.472	826.6	417.03
9	菲亚特	33.620	442	760.63
10	沃尔沃	21.306	42.78	4980.36
合计		513.519	5734.44	895.50

资料来源：公司公开资料，九州研究

表格 6 国内汽车生产企业每辆车研发投入在 1200 元左右

公司	研发投入 (亿元)	销量 (万辆)	每辆车研发投入 (元)
上汽集团	52.86	510.58	1035.29
比亚迪	28.72	50.62	5673.65
长城汽车	16.92	75.42	2243.44
长安汽车	16.2	220.33	735.26
福田汽车	16.13	66.47	2426.66
江淮汽车	12.19	49.57	2459.15
江铃汽车	11.88	23	5165.22
广汽集团	9.87	100.46	982.48
东风汽车	6.92	353.49	195.76
一汽轿车	6.54	24.84	2632.85
合计	178.23	1474.78	1208.52

资料来源：公司公开资料，九州研究

预计未来几年内，由于自主研发费及受让国外技术转让费支出的增加，国内汽车企业技术开发费占销售收入的比例也将从 0.5% 弱增至国际平均水平的 3~5% 一线。按照 2014 年中国的汽车产销量 2349 万辆、工业总产值 27093 亿元计算，如目前 38.4% 的自主品牌车型均按 1% 的研发投入比例，预测每年将至少 104 亿元的设计开发工作。

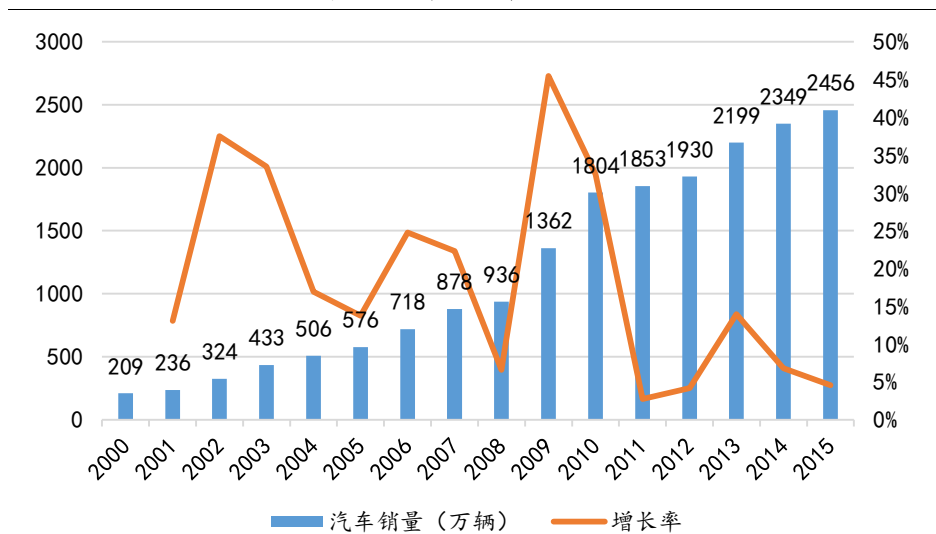


技术开发费用有 70% 的业务内容是属于目前独立研发机构可以完成或联合完成的，依此推算，预测未来几年每年将有至少 72.83 亿元的设计开发工作可以作为委托业务。

2、自主品牌占有率有望进一步回升

2015 年汽车销量达到 2456 万辆，同比增长 4.57%。在经历了 2000-2010 年高速增长后，中国汽车市场逐步进入平稳增长期。其中，乘用车销量达到 2115 万辆，同比增长 7.30%；商用车销量 345 万辆，同比下滑 8.97%，主要是经济下滑的影响所致。

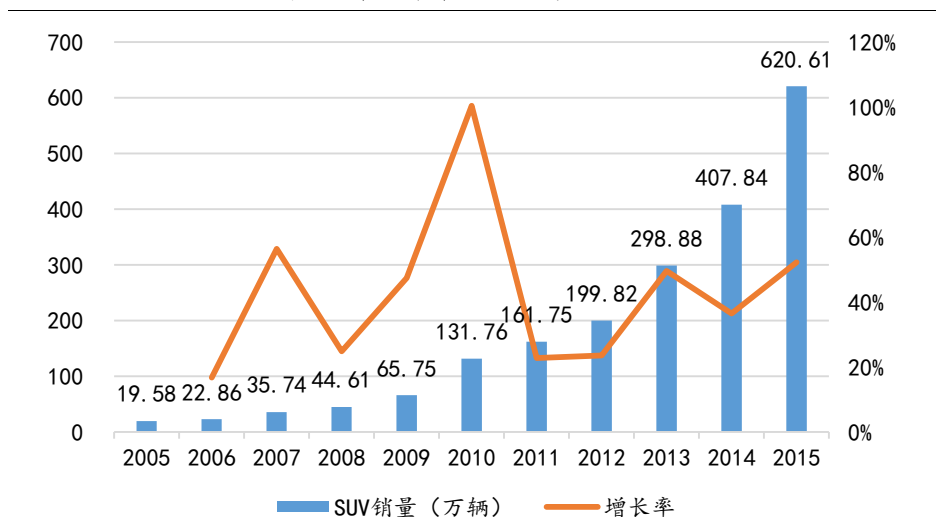
图 10 汽车销量平稳增长



资料来源: Wind, 九州研究

受益于消费升级以及 SUV 新车型投放加速, SUV 销量 2015 年达到 621 万辆, 同比增长 52%。SUV 占乘用车的比例由 2005 年的 4.9% 提升至 2014 年的 25.27%, 预计未来渗透率可以超过 30%。

图 11 乘用车中的 SUV 高速增长



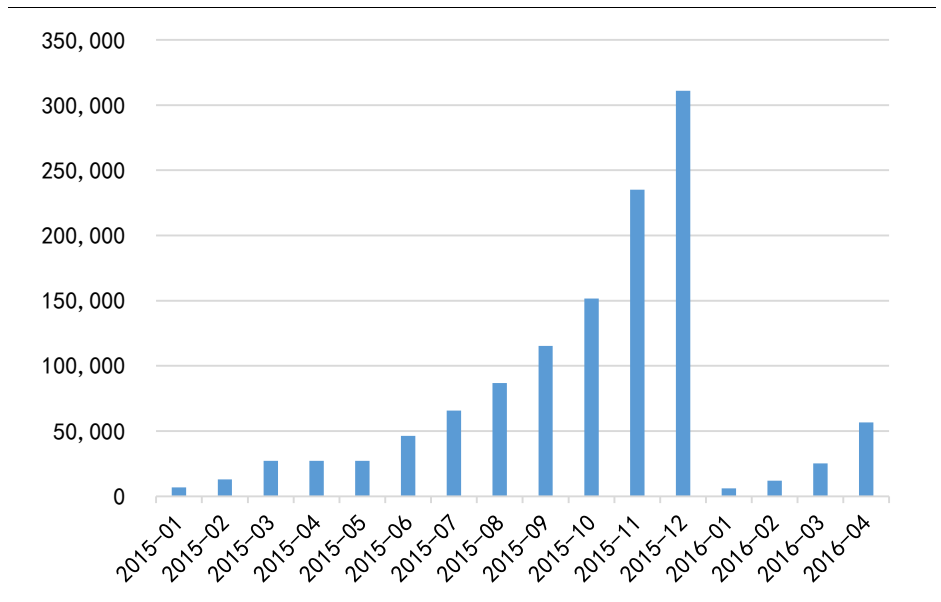
资料来源: Wind, 九州研究



乘用车市场已经由产能竞争转向产品、渠道、品牌等全面竞争，预计2015-2016年全行业投放超过100款。产品储备丰富、SUV产品系列化的优势公司市场份额有望持续提升。

2015年新能源汽车总销量达到30.49万辆，同比增长257%；2015年累计生产新能源汽车37.90万辆，同比增长4倍。

图 12 新能源汽车累计产量（辆）



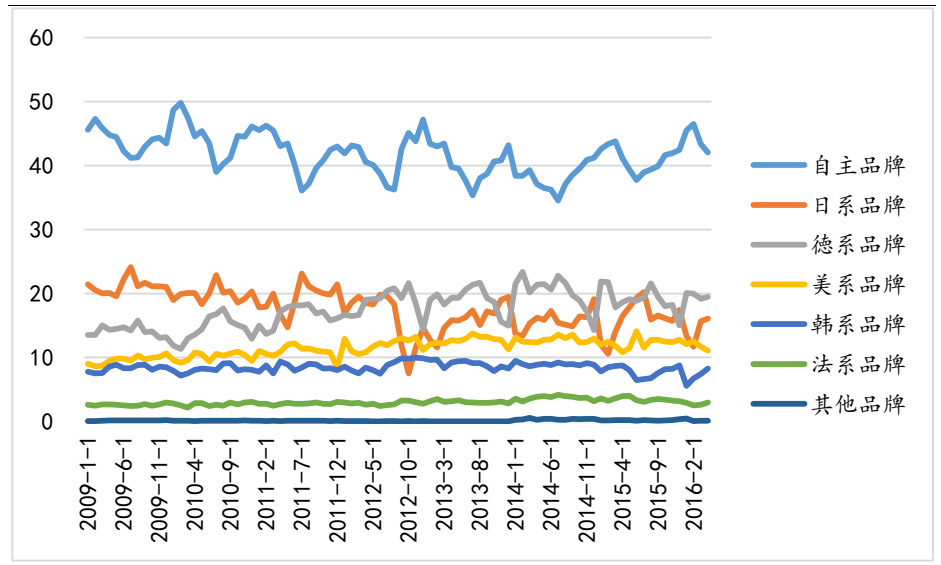
资料来源：Wind，九州研究

国内汽车设计行业与自主品牌发展相关性较大。目前境外汽车设计发行人占据国内市场80%-90%的市场份额，由于国内的合作品牌以及部分实力较强自主品牌大都将汽车设计业务交给国外汽车设计发行人完成或自己完成，国内独立的汽车设计行业主要承担新兴自主品牌的业务，未来国内汽车设计行业的发展与新兴自主品牌的发展相关性较大。

从乘用车市场占有率走势来看，自主品牌占有率开始触底回升。2015年，自主品牌乘用车销售873.76万辆，同比增长15.3%，占乘用车销售市场的41.3%，市场份额同比提高2.9个百分点。主要增量来自长安汽车、上汽通用五菱、长城汽车、吉利汽车等自主品牌系列化SUV产品的热销。轿车市场占有率自主品牌占有率仍大幅低于德系和日系，随着国产自主品牌的不断发展壮大，未来提升空间较大，也将带动国内汽车设计行业的发展。

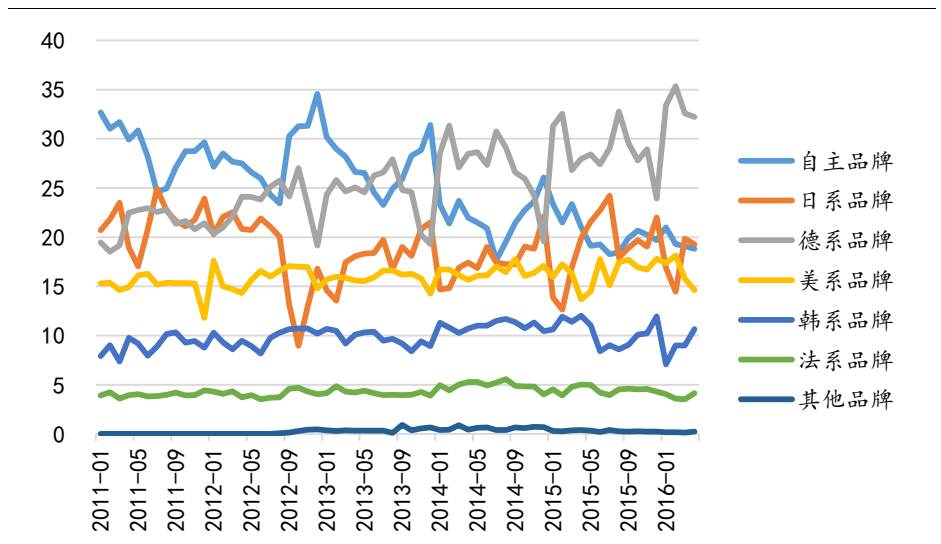


图 13 各派系乘用车市场占有率 (%)



资料来源: Wind, 九州研究

图 14 各派系轿车市场占有率 (%)



资料来源: Wind, 九州研究

3、行业竞争格局总览

我国的汽车设计市场由以下三类汽车设计公司组成:

(1) 国外设计公司: 国外汽车设计公司因其经验丰富的设计人员、专业完善的试验试制设备以及积累的数据库, 再加上其与本国汽车企业悠久的历史, 几乎承担了国内合资汽车企业所有的设计开发任务。此外, 由于目前国内的设计技术力量稍显薄弱, 本土的汽车企业, 如一汽集团、东风、上汽集团等, 也将其大部分的汽车开发业务委托给国外设计公司进行。

(2) 依附于汽车生产企业的汽车设计机构: 我国的汽车设计机构以依附于汽车生产企业为主, 合计占国内汽车生产总量 80% 以上的前 10 名汽车企业 (集团), 如上汽集团、一汽集团、东风集团、长安集团等, 基本上拥有自己的研发机构。

相比于其他市场参与者, 依附于汽车生产企业的汽车设计机构主要作为汽



车制造商的专属服务机构而出现，市场化程度明显不足，同时，国内的汽车生产企业起步较晚，整体设计能力不足，该等汽车设计机构常与外部的汽车设计公司共同合作进行新车型的开发。

(3) 独立的汽车设计公司：处于成长阶段，技术人员一般以高校为依托，或以从大型汽车制造厂商中分离出来的部分技术骨干为主。相比于国外的汽车设计公司，大部分国内汽车设计公司规模较小，创新能力和设计能力不足，所占市场份额较少，持续增长较为不易。

在 C 级以下轿车整车设计开发领域，由于该等轿车市场竞争的日趋激烈，对于整车制造商的成本控制能力要求越来越高，首先表现在汽车设计、验证和模具开发领域的成本控制，而在品质相同的情况下，国内独立汽车设计开发公司在整车设计开发的成本方面具有优势，特别是基于对中国文化的深刻了解，可将本土文化与现代创意设计紧密结合，更易于获得本土消费者的欢迎。这使得独立汽车设计公司将逐步蚕食境外汽车设计公司份额。

在 C 级及以上级别的轿车整车设计领域，由于轿车销售利润仍然较为丰厚，并且国内独立汽车设计公司在设计理念、文化概念和高端轿车的设计品质等方面暂时仍很难达到境外汽车设计公司的在该等轿车方面的设计水平，短时间内很难撼动境外汽车设计公司在该领域的市场地位。

根据同济同捷公司提供的市场调研数据，2007 年国内总外包设计费用达 43 亿元，总外包试制费用 34 亿元，而本土主要的独立的汽车设计公司分别获取约 4.1 亿和 3 亿的份额，分别占总外包金额的 9.6%和 9.8%。

国内有规模的汽车设计公司在十余家左右，上海同捷科技股份有限公司（原名：上海同济同捷科技股份有限公司），阿尔特汽车技术有限公司，北京长城华冠汽车技术开发有限公司，苏州奥杰汽车技术有限公司，上海双杰科技有限公司，芜湖佳景科技有限公司，上海龙创汽车设计有限公司和简式国际汽车设计有限公司属于行业内第一梯队。

表格 7 国内主要汽车设计公司技术说明

公司名称	设计范围	技术源泉
上海龙创汽车设计有限公司	车身设计为主	公司造型创意团队核心来自法国；工程结构设计核心团队来自于泛亚、上汽汽车研究院及海外汽车研发回归人员；CAE(分析)团队由中外合作共建；由来自二汽的几名研究员级高工组成公司的专家团队。
上海同捷科技有限公司	整车设计	创业团队来自与一汽合作的哈工大汽车技术研究所。
阿尔特（中国）汽车技术有限公司	整车设计	董事长曾担任三菱汽车公司开发部主任，技术团队由清华大学的汽车专业人才和国内外汽车专家组成。
北京长城华冠汽车技术开发有限公司	整车设计	工程师多数为来自国内外汽车生产主机厂设计部门的设计人员。
苏州奥杰汽车技术有限公司	底盘设计为主	公司核心员工都来源于国内外汽车主机厂研发中心，在汽车底盘设计领域有丰富的经验。
上海双杰科技有限公司	车身设计为主	员工主要毕业于清华、吉林工大和湖南大学等著名汽车院校，分别在上汽、大众、一汽、南汽等汽车公司接受过多年的理论和实践培训，实践和专业化能力。
芜湖佳景科技有限公司	整车设计	工程师全部来自于中国大型汽车主机厂的技术中心，均有轻型商用车和轿车平台设计研发的经验。2001 年，与奇瑞公司联合投资成立佳景科技。
简式国际汽车设计有限公司	整车设计	总经理曾担任北汽福田副总裁，设计人员来自国内外汽车主机厂和其它设计公司。

资料来源：机械工业第四设计研究院，九州研究



国内汽车企业的技术开发可以分为内部开发，控股开发，国内外联合研发和委托研发四种。

内部开发：设立技术研发中心，在人员配置、资金投入等方面数量庞大，研发手段、方式等不断创新；控股研发：为了引进国内外一些先进技术或人才，通过参股或控股方式，拥有国外研发机构或关键零部件的研发中心；国内外联合研发：与各高校或独立研发机构通过项目合作方式联合研发整车、关键技术过零部件总成项目；委托研发：将汽车开发分成多个部分，专业性强的部分委托专业的第三方研发机构进行合作开发，拥有自主知识产权。

从汽车研发的流程来看，可以大致分为三部分，第一部分是纯设计阶段，包括概念设计及造型以及结构设计；第二部分是试制，包括仿真、虚拟样机和主模型及试制；第三部分是试验阶段，包括样车制造试验及认证和模具制造。

根据行业内的相关统计，在整车设计费用中纯设计费用约占 28%，试制费用约占 34%，试验费用约占 38%。而整车制造商一般自行开发设计任务的 50%左右，其余部分、包括全部设计费用的 50%及试制费用的 30%用于外包。

图 15 国内汽车企业的技术开发流程及费用分配比例



资料来源：公司公开资料，九州研究

四、公司持续增长可期

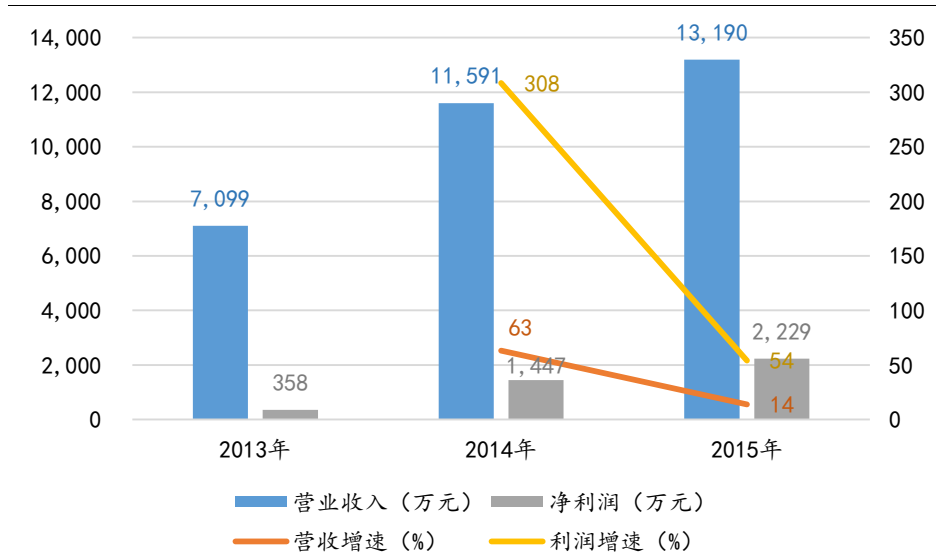
公司 2013-2015 年营收和利润大幅增长，毛利率和净利率稳步提升。公司 2015 年尝试开始航空业务的拓展，当年取得实质性进展并形成收入贡献。公司 2008 年至 2015 年的复合增长率达到 49.62%，逐步扩大市场份额，目前公司处于行业前三的位置。

1、利润高速增长，进入航空设计领域

2014 年公司主营业务收入 1.16 亿元，同比增长 63.28%，净利润 1446.75 万元，同比增长 308.39%；2015 年营业收入 1.32 亿元，同比增长 13.80%，净利润 2228.68 万元，同比增长 54.09%。

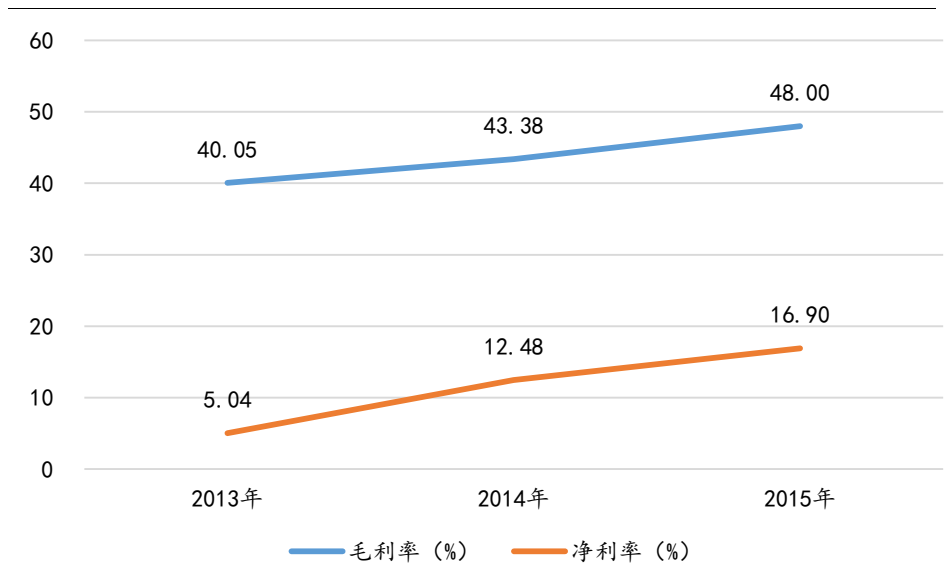


图 16 公司收入利润维持较高增速



资料来源：公司公开资料，九州研究

图 17 公司毛利率与净利率水平稳步提升

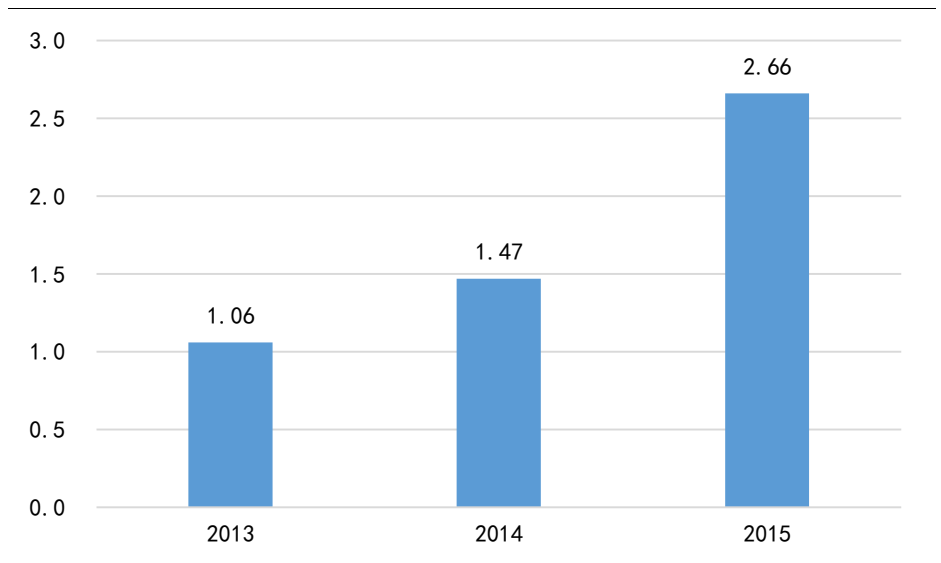


资料来源：公司公开资料，九州研究

公司 2015 年已签署订单金额达 2.66 亿，超过 2014 年全年 1.47 亿订单，实现 80.95% 的增速，截至 2015 年 12 月 31 日，公司订单余额达 1.82 亿元，这些订单将陆续在 2016 年和 2017 年实现收入。



图 18 公司订单金额大幅增长（亿元）



资料来源：公司公开资料，九州研究

公司 2015 年尝试开始航空业务的拓展，当年取得实质性进展并形成收入贡献。

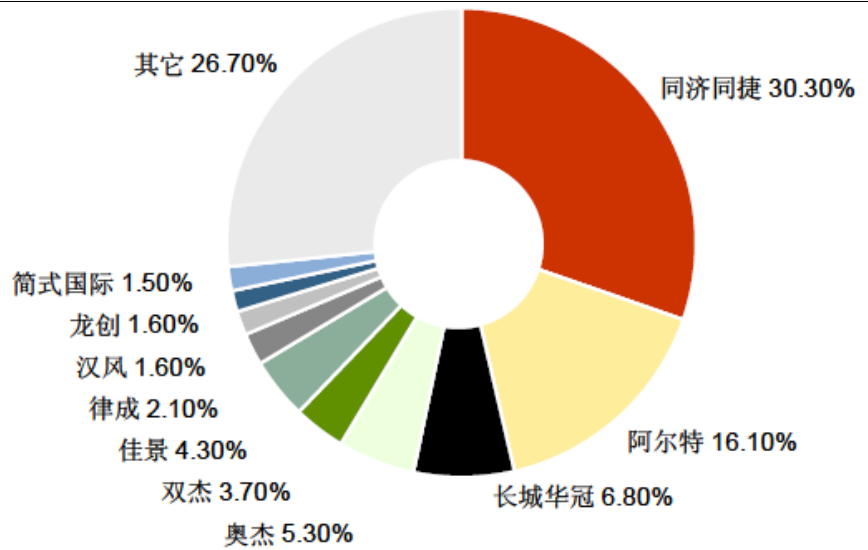
2、市场份额不断扩大

由于汽车设计是包含造型设计、汽车工程设计等系统性、综合性、全专业的设计工程，各个环节的集成配合程度直接影响到整车产品的质量和工艺水平，因此在长期设计实践中摸索并总结的设计经验是企业优势的重要体现。公司拥有完整的国外汽车公司设计标准、试验标准、流程标准，同时公司在过去 10 年中通过不断总结、消化，逐步形成了自己的标准和流程体系；拥有较为完整的车型结构数据库、性能数据库。长期的项目实践培养了公司各设计团队良好的协作氛围和优秀的综合设计能力，使得公司在汽车设计总体水平方面优势明显。

公司市场份额也在逐步提升。2008 年根据统计的数据显示，公司所占市场份额为 1.6%。2008 年市场占有率排名第一的是同济同捷为 30.3%，其当年的营业收入为 14,886.45 万元，可以推算预计 2008 年的公司营业收入大概为 786.08 万元。2015 年公司的营业收入 13,190.09 万元，可推算出公司 2008 年至 2015 年的复合增长率达到 49.62%，并且公司逐步扩大市场份额，与行业第一的同济同捷的营收规模逐步缩小并且有望逐步实现超越，目前公司处于行业前三的位置。

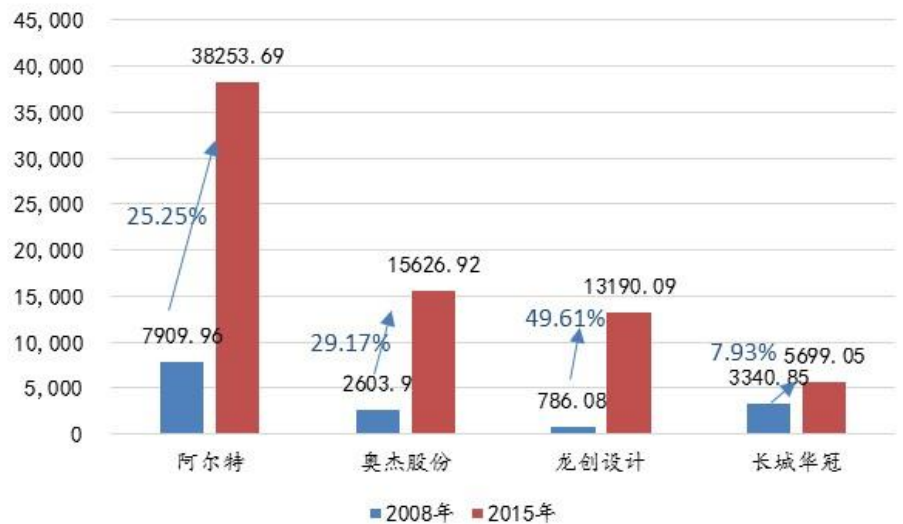


图 19 2008 年主要汽车设计公司所占市场份额



资料来源：机械工业第四设计研究院《中国汽车设计行业发展咨询报告》，九州研究

图 20 公司 2008-2015 年复合增长率达到 49.61%



资料来源：公司公开资料，九州研究

五、盈利预测与估值

核心假设：

- 1、行业增速得益于汽车设计环节占汽车总成本的比例提升以及国内自主设计相对国外设计占比提升，据推算，未来几年每年将有至少 72.83 亿元的汽车设计开发工作可以作为委托业务。
- 2、公司技术壁垒逐步巩固，市场占有率稳步提高，未来三年营收增速保持在 38%。
- 3、公司在完善既有业务同时开拓航空设计等业务，盈利能力稳定，公司未来三年毛利率维持在 48%。

预计公司 2016 至 2018 年营业收入为 1.82 亿元、2.51 亿元和 3.47 亿元，



归属母公司股东净利润为 2,871 万元、4,042 万元和 5,619 万元，摊薄每股收益为 0.49 元、0.70 元和 0.97 元，对应 PE 分别 22.19 倍、15.76 倍和 11.34 倍。对比拥有相似业务的新三板挂牌公司的股价表现以及主板汽车服务业估值情况，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表格 8 公司盈利预测表

财务和估值数据摘要					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	115.91	131.90	182.02	251.19	346.65
增长率(%)	63.28%	13.80%	38.00%	38.00%	38.00%
归属母公司股东净利润	14.47	22.29	28.71	40.42	56.19
增长率(%)	308.39%	54.09%	28.78%	40.80%	39.02%
每股收益(EPS)	0.25	0.38	0.49	0.70	0.97
市盈率(P/E)	44.04	28.58	22.19	15.76	11.34
市净率(P/B)	22.73	6.52	5.04	3.82	2.86
EV/EBITDA	11.59	19.82	15.73	11.28	7.94

资料来源: Wind, 九州研究

表格 9 可比公司主要财务数据

公司简称	股票代码	市值(亿元)	增发/收盘价(元)	PE	收入(亿元)		净利润(万元)		毛利率(%)		净利率(%)	
					2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
阿尔特	836019.00	14.86	7.49	30.98	3.15	3.83	1,522	4,797	33.60	34.29	4.84	12.54
奥杰股份	833436.00	2.69	8.50	12.83	1.12	1.56	1,059	2,094	33.77	36.84	9.45	13.40
长城华冠	833581.00	20.85	15.64	-	0.45	0.57	-1,619	-2,175	35.85	43.62	-36.22	-38.16
平均		12.80	10.54	21.90	1.57	1.99	321	1,572	34.41	38.25	-7.31	-4.07
龙创设计	832954.00	6.37	10.98	28.57	1.16	1.32	1,447	2,229	43.38	48.00	12.48	16.90

资料来源: Wind, 九州研究

图 21 行业近五年平均估值为 41 倍 PE



资料来源: Wind, 九州研究



六、风险提示

- 1、设计人才流失风险；
- 2、行业竞争风险；
- 3、业务开发拓展不及预期的风险。



附表：三表预测（单位：百万元）

利润表						现金流量表					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	115.91	131.90	182.02	251.19	346.65	经营性现金净流量	-2.10	28.20	21.70	17.50	32.31
减：营业成本	65.63	68.58	94.65	130.61	180.25	投资性现金净流量	-6.73	-13.76	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	0.55	0.77	1.06	1.47	2.02	筹资性现金净流量	2.46	45.07	-19.31	1.45	2.05
营业费用	2.41	3.86	4.27	5.90	8.14	现金流量净额	-6.37	59.60	2.40	18.95	34.36
管理费用	31.02	34.55	47.68	65.80	90.80	财务分析					
财务费用	1.52	1.43	-0.68	-1.45	-2.05		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
资产减值损失	1.24	1.15	1.15	1.15	1.15	收益率					
加：投资收益	-0.28	1.14	0.00	0.00	0.00	毛利率	43.38%	48.00%	48.00%	48.00%	48.00%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	三费/销售收入	30.15%	30.21%	28.17%	27.97%	27.95%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT/销售收入	15.85%	20.73%	18.25%	18.42%	18.55%
营业利润	13.26	22.69	33.89	47.72	66.33	EBITDA/销售收入	17.77%	23.18%	20.40%	19.98%	19.36%
加：其他非经营损益	3.78	3.17	0.00	0.00	0.00	销售净利率	12.48%	16.90%	15.83%	16.15%	16.27%
利润总额	17.05	25.86	33.89	47.72	66.33	资产获利率					
减：所得税	2.58	3.58	5.08	7.16	9.95	ROE	51.61%	22.82%	22.71%	24.23%	25.20%
净利润	14.47	22.29	28.81	40.56	56.38	ROA	33.60%	20.09%	23.20%	23.68%	25.35%
减：少数股东损益	0.00	-0.01	0.10	0.14	0.19	ROIC	48.74%	44.34%	42.37%	53.47%	57.01%
归属母公司股东净利润	14.47	22.29	28.71	40.42	56.19	增长率					
资产负债表						销售收入增长率	63.28%	13.80%	38.00%	38.00%	38.00%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	EBIT 增长率	234.54	48.89%	21.44%	39.31%	38.94%
货币资金	-6.27	52.43	54.83	73.78	108.14	EBITDA 增长率	189.13	48.48%	21.47%	35.15%	33.72%
应收和预付款项	44.35	48.36	65.13	91.49	124.64	净利润增长率	304.13	54.05%	29.25%	40.80%	39.02%
存货	2.81	9.96	2.88	14.84	9.61	总资产增长率	19.20%	149.05%	5.14%	36.47%	29.84%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股东权益增长率	79.38%	248.42%	29.39%	31.98%	33.69%
长期股权投资	0.70	3.31	3.31	3.31	3.31	资本结构					
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	48.72%	28.20%	11.59%	14.45%	11.88%
固定资产和在建工程	7.00	14.83	11.30	7.77	4.25	带息债务/总负债	86.04%	48.93%	51.38%	49.06%	46.85%
无形资产和开发支出	1.56	2.53	2.07	1.62	1.17	流动比率	71.34%	52.05%	0.00%	0.00%	0.00%
其他非流动资产	4.52	4.72	3.63	2.53	2.53	速动比率	153.54	288.50%	740.62	637.97	804.18
资产总计	54.67	136.15	143.15	195.35	253.65	资产管理效率					
短期借款	19.00	19.98	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	2.12	0.97	1.27	1.29	1.37
应付和预收款项	7.63	16.77	14.95	26.59	28.50	固定资产周转率	17.11	8.96	16.10	32.31	81.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	1.64	1.64	1.64	1.64	存货周转率	2.76	2.99	3.18	3.04	3.14
负债合计	26.63	38.39	16.59	28.23	30.14	业绩和估值指标					
股本	20.00	58.03	58.03	58.03	58.03		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
资本公积	6.14	15.46	15.46	15.46	15.46	EBITDA	20.59	30.58	37.14	50.20	67.12
留存收益	1.90	24.19	52.90	93.32	149.51	PE	44.04	28.58	22.19	15.76	11.34
归属母公司股东权益	28.03	97.68	126.39	166.81	223.00	PEG	1.08	0.79	N/A	N/A	N/A
少数股东权益	0.00	0.08	0.18	0.31	0.51	PB	22.73	6.52	5.04	3.82	2.86
股东权益合计	28.03	97.76	126.56	167.12	223.51	EV/EBITDA	11.59	19.82	15.73	11.28	7.94
负债和股东权益合计	54.67	136.15	143.15	195.35	253.65	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind, 九州研究



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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

九州证券研究中心秉承九鼎投资国内顶尖的PE投研基因，坚守价值投资理念，从整体上聚焦新三板，对三板股票覆盖面广，是国内三板研究力量最多的券商之一，目前三板团队成员包括：

熊波 西南财经大学金融学硕士，9年金融监管和证券从业经验，现任战略和研究中心负责人。

王朗其 美国阿拉巴马大学商学院硕士，5年证券从业经验，2010-2014年在方正证券研究所任社会服务业分析师。新三板研究领域：文化传媒及社会服务业。

林红垒 工学学士，经济学硕士，7年证券从业经验，先后供职于广发证券研发中心、民生证券研究院、渤海海胜股权基金管理公司。新三板研究领域：能源环保。

汪晓波 北京大学管理学硕士，信息技术与金融复合专业背景，曾任职于全球100强企业、亚太区知名金融研究机构。新三板研究领域：TMT。

徐曼 英属哥伦比亚大学经济学硕士，沈阳药科大学药事管理硕士，拥有全球500强医药企业从业经验。新三板研究领域：医药生物。

夏利 工学、金融学双硕士，曾先后任职于央企研究院、央企资产管理公司。新三板研究领域：材料。

朱艺泓 约翰·霍普金斯大学国际经济学硕士，中国人民大学国际政治经济学学士。新三板研究领域：消费。



投资评级体系

类别	评级	说明
股票评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上;
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间;
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间;
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上;
行业评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上;
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上;

法律声明

本报告由九州证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载内容，均基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性和完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测，仅供客户作参考之用，不构成对所述证券买卖的出价或征价。

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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所刊载信息或所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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司或关联机构将来可能会寻求持有本报告中所提及的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。

根据法律法规要求，我公司各部门及分支机构之间已建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券并进行证券交易。由此可能因利益冲突，产生管理风险或道德风险，请客户了解并关注相关风险，自主审慎做出投资决策并自行承担投资后果。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

联系方式

机构销售：

李哲 座机 010-5767-2102 手机 13810325959

研究中心：

孙霖 座机 010-5665-8738 手机 18701299522