



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 买入 (维持)

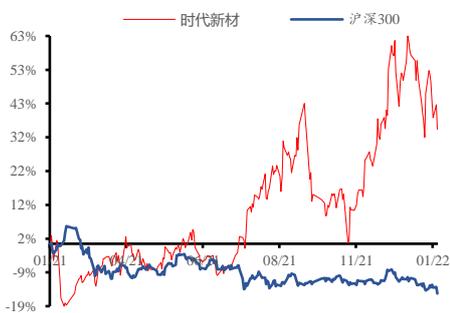
行业: 电力设备  
日期: 2022年1月28日

分析师: 彭毅  
Tel: 021-53686136  
E-mail: pengyi@shzq.com  
SAC 编号: S0870521100001

### 基本数据

最新收盘价 (元)	11.86
12mth A 股价格区间 (元)	14.36-7.13
总股本 (百万股)	802.80
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	95.21

### 最近一年股票与沪深 300 比较



### 相关报告:

《时代新材 (600458.SH) \_ “改革、减隔震、风电、新材料” 四轮驱动, 开启新“时代”》

——2021年12月03日

## 时代新材深度跟踪报告二: 减振降噪板块行业龙头

### ■ 投资摘要

公司深化央企改革, 新建工业工程事业部, 工业减震板块战略地位提升。

为进一步深化国企改革, 推进公司治理体系和治理能力现代化, 提升公司的经营效率, 公司新设工业工程事业部, 进一步降本提效, 为公司各业务的业绩考核和指标制定奠定基础。

**减隔震行业空间大, 壁垒深厚。**

减隔震技术被广泛地运用在国民生活中, 包括建筑行业、工业行业、国防军工、核电领域等均有应用, 市场空间大。而通过产品服务一体化以及技术积淀、产品口碑为行业树立起两道壁垒, 后来者较难居上。

**轨交减振行业增长稳健, 公司产品规模位列全球第一。**

轨道交通减振降噪主要用于降低因列车运行引起的噪声与振动对敏感目标的影响。国内市场受益于“八纵八横”高铁网建设和十四五期间新增3000公里的城轨建设目标, 增长稳定; 国外市场前景广阔, 可扩展空间较大; 2025年轨道交通产业对高分子材料的需求规模将达到200亿。公司以轨交减振起家, 轨交车辆减振领域规模位列全球第一, 2021H1公司轨道交通事业分部的净利润为2.63亿元, 同比增长36%, 承担公司业绩压舱石重任。

**政策推动建筑减隔震行业迎来新增长, 为公司打开新空间。**

我国地震多发但抗震技术相对落后, 2021年5月通过的《建筑工程抗震管理条例》提出强制性要求, 快速推动我国建筑减震行业的发展, 除政策加持外, 减隔震技术助力碳中和或将进一步刺激行业需求, 预计2025年市场空间将超百亿元。公司是桥梁与建筑减隔震赛道第一梯队, 产品丰富应用广泛, 逐步发力建筑减隔震, 订单增长值得期待。

**LNG减震为刚需, 公司产品加速国产替代。**

随着“煤改气”及天然气“产供储销”体系建设的推进, 天然气需求增加为必然趋势, LNG减震是刚需。市场规模来看, 至2025年, 我国LNG接收站总接收能力将达到1.5亿 t/a。LNG减震方面, 公司研发出HDR800高阻尼橡胶隔震支座, 打破国外技术垄断, 加速国产替代。

**风电行业景气上行, 公司风电减振产品行业领先。**

碳中和背景下, 风电行业景气上行, “十四五”中国风电年均新增装机50GW以上, 海上风电2022装机或下滑, 但仍为长期增长源头, 陆上风电2022年装机有所支撑。2025年全球/中国风电叶片减振市场规模仍有增长空间。公司作为风电减振降噪行业标准制定者, 地位处于行业前列。

**军用直升机缺口仍大, 军工减隔震值得期待。**

对标美国, 我国军用直升机有较大缺口, 近年来军用经费攀升, 我国国防支出稳步上升, 并预计仍将保持, 我国军用直升机购置有所保障。公司自2012年获得进入军品市场的全部资质后, 收购军品公司, 公司减振降噪核心技术逐步向军工领域快速延伸, 进一步开拓军工市场。

### ■ 投资建议

减隔震技术应用范围广, 竞争壁垒高, 行业空间大。轨交减震行业伴随城轨高铁建设增长稳健, 建筑减隔震迎来政策红利期, LNG 减隔震

在能源转型大背景下为刚需，风电减隔震景气上行，军工减隔震行业窗口逐渐打开。公司深耕减隔震行业，多业务并举，且为多行业翘楚。我们预计公司 2021-2023 年的营业收入增速分别是-3.9%、15.6%和 14.3%，归母净利润增速分别为-39.9%、136.3%和 52.3%，对应 PE 估值分别为 48X、20X 和 13X，维持“买入”评级。

#### ■ 风险提示

疫情反复，汽车产业不景气的风险；工业减震产品推广不及预期的风险；销量不及预期的风险。

#### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	15080	14490	16752	19146
年增长率	27.0%	-3.9%	15.6%	14.3%
归母净利润	327	196	465	707
年增长率	262.5%	-39.9%	136.7%	52.1%
每股收益（元）	0.41	0.24	0.58	0.88
市盈率（X）	20.76	48.49	20.49	13.47
市净率（X）	1.43	1.94	1.83	1.67

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022 年 01 月 25 日收盘价）

## 目 录

<b>1 减隔震技术应用范围广，竞争壁垒高</b> .....	<b>5</b>
1.1 减隔震技术在国民生活中广泛应用，市场空间大 .....	5
1.2 减隔震行业竞争壁垒高，后来者难居上 .....	5
1.3 深化国企改革，时代新材新建工业工程事业部 .....	6
<b>2 轨交减振行业增长稳健，公司产品规模位列全球第一</b> .....	<b>6</b>
2.1 轨交减振原理简介 .....	6
2.2 市场规模：国内规模稳健增长，海外市场高歌猛进 .....	7
2.3 时代新材：轨交车辆减振领域规模全球第一 .....	10
<b>3 政策推动建筑减隔震行业迎来新增长，为公司打开新空间</b> .....	<b>11</b>
3.1 政策推动建筑减隔震行业迎来新增长 .....	11
3.2 时代新材：桥梁与建筑减隔震赛道第一梯队 .....	14
<b>4 LNG 减震为刚需，公司产品加速国产替代</b> .....	<b>15</b>
4.1 天然气需求增加为必然趋势，LNG 减震是刚需 .....	15
4.2 时代新材：打破技术壁垒，加速国产替代 .....	17
<b>5 风电行业景气上行，公司风电减振产品行业领先</b> .....	<b>18</b>
5.1 碳中和背景下，风电行业景气上行 .....	18
5.2 时代新材：风电减振降噪行业标准制定者，地位行业领先 .....	19
<b>6 军工整机产品缺口仍大，军工减隔震值得期待</b> .....	<b>20</b>
6.1 我国军工整机产品缺口仍大 .....	20
6.2 获全资质与收购并举，军工市场未来可期 .....	21
<b>7 盈利预测</b> .....	<b>21</b>
<b>8 投资建议</b> .....	<b>23</b>
<b>9 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图

图 1 时代新材业务单元与部门 .....	6
图 2 轨道交通噪声与振动的传播途径 .....	7
图 3 轨道交通噪声与振动措施主要包括噪声控制和振动控制 两方面 .....	7
图 4 全国铁路累计营业里程及固定资产投资额 .....	8
图 5 年新增铁路营业里程（万公里） .....	8
图 6 我国“八纵八横”中长期铁路规划图 .....	8
图 7 轨道铁路建成长度情况 .....	9
图 8 正在建设城轨公里数（公里） .....	9
图 9 十三五、十四五期间规划新增城轨里程 .....	9
图 10 全球轨道交通装备行业市场规模预测（亿欧元） .....	10
图 11 时代新材为中国标准动车组提供核心减振弹性元件 .....	10
图 12 轨道交通行业收入（亿元）及增速（%） .....	11
图 13 传统抗震技术 vs 隔震技术 .....	12
图 14 我国地震烈度情况分布图 .....	14
图 15 桥梁及建筑工程减隔震产品及其市场应用状况 .....	14

图 16 LNG 储罐及体积.....	16
图 17 新材 HDR800 高阻尼橡胶隔震支座.....	18
图 18 国内海上风电装机量稳步提升.....	19
图 19 中国年度陆地风电装机容量 (GW) .....	19
图 20 各国 2021 年在役军机 (架) 及占比 (%) .....	20
图 21 中美军用直升机数量 (架) 对比.....	20
图 22 2015 年-2020 年我国国防支出 (亿元) 及增速 (%) .....	20
图 23 2010-2017 年国防支出中装备费 (亿元) 及占比.....	20
图 24 轨道交通建设分部收入 (亿元) 及增速 (%) .....	22
图 25 轨道交通建设分部净利润 (亿元) 及增速 (%) .....	22

## 表

表 1 震安科技、时代新材参与行业标准制定.....	5
表 2 国内外重大地震死亡人数对比 .....	12
表 3 建筑隔震技术与建筑减震技术 .....	13
表 4 时代新材承接桥梁减震大型项目一览 .....	15
表 5 在建 LNG 接收站项目 .....	17
表 6 中国及全球风电叶片减振市场增速预测.....	19
表 7 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 亿元人民币) .....	23

## 1 减隔震技术应用范围广，竞争壁垒高

### 1.1 减隔震技术在国民生活中广泛应用，市场空间大

**减隔震被广泛运用在日常生活中。**减隔震技术及产品应用广，包括建筑减隔震在学校、医院、福利机构、机场、桥梁等以及居民住宅领域中运用，在工业领域包括轨道交通、LNG 减震、风电减振、汽车减振、大型工厂、摩托车、家电、飞机等，甚至是在国防军工、核电领域中均有使用。

### 1.2 减隔震行业竞争壁垒高，后来者难居上

**产品服务一体化构建行业壁垒。**减隔震行业虽然属于制造业，但由于应用范围广，技术需求不同，各项目需要产品和服务因项目而异。对于大型项目公司需要根据项目特殊需求和施工条件等进行产品设计和生产，特定的需求增强客户粘性和行业壁垒。

**技术和口碑为行业竖起第二道门槛。**建筑减隔震行业涉及项目重要性高、技术性强，公司领先的技术研究、丰富的工程经验、过硬的产品质量及深远品牌影响力是后来者进入行业的第二道门槛。部分经验丰富的公司参与国家标准、地方标准以及行业标准的制定，作为行业的领军者和先行者，后来者难以居上。

表 1 震安科技、时代新材参与行业标准制定

参与公司	标准名称	标准类别
震安科技	《建筑工程叠层橡胶隔震支座性能要求和检验标准》	云南省地方标准
震安科技	《建筑隔震工程应用技术标准》	河北省工程建设地方标准
震安科技	《建筑隔震橡胶支座》	建筑工业行业标准
震安科技	《建筑摩擦隔震技术规程》	建筑行业标准
震安科技	《北京市建筑减隔震技术规程》	北京市地方标准
时代新材	《风力发电机组用橡胶弹性元件通用技术条件》	国家标准
时代新材	《桥梁用黏滞流体阻尼器》	交通运输行业标准
时代新材	《铁路应用 橡胶悬挂部件 第 2 部分:质量控制和批准程序》	国际标准
时代新材	《铁路应用 橡胶悬挂部件 第 1 部分:橡胶弹性元件性能和试验方法》	国际标准

资料来源：震安科技、时代新材公司公告，株洲网，北极星电力网，上海证券研究所

### 1.3 深化国企改革，时代新材新建工业工程事业部

时代新材新设工业工程事业部，进一步降本提效。为加快落实国企改革三年行动部署，进一步深化国企改革，推进公司治理体系和治理能力现代化，提升公司的经营效率，时代新材新设工业工程事业部，为公司各业务的业绩考核和指标制定奠定基础，公司工业减震板块战略地位或提升。

图 1 时代新材业务单元与部门



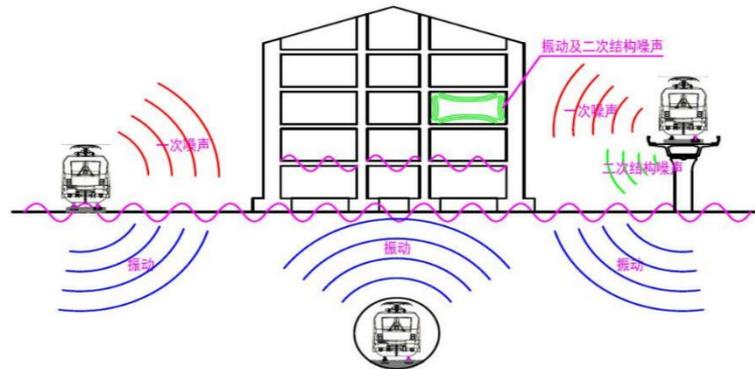
资料来源：时代新材微信公众号，上海证券研究所

## 2 轨交减振行业增长稳健，公司产品规模位列全球第一

### 2.1 轨交减振原理简介

轨道交通噪声与振动污染主要包括一次噪声、振动及由其引起的二次辐射噪声污染。轨道交通减振降噪主要用于降低因列车运行引起的噪声与振动对敏感目标的影响。如图所示，轨道交通噪声与振动污染主要包括一次噪声、振动及由其引起的二次辐射噪声污染。其中一次噪声主要包括牵引机车噪声、轮轨噪声、受电弓及车辆空气动力性噪声；轨道交通的振动及二次辐射噪声污染则是由于车轮与轨道之间的相互作用而产生振动，振动通过轨道及其下部结构传播至土壤，对沿线建筑物的平稳性、精密仪器，仪表的精度灵敏度以及沿线居民的正常生活均有影响。

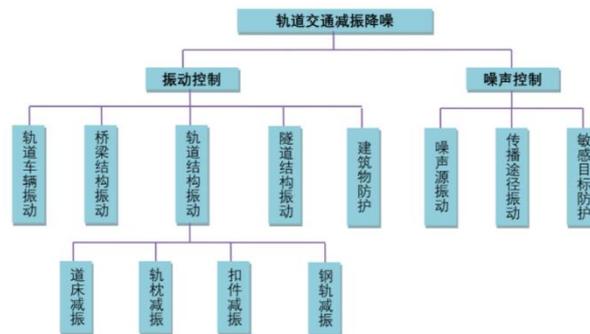
图 2 轨道交通噪声与振动的传播途径



资料来源：天铁转债募集说明书，上海证券研究所

轨道交通噪声与振动的控制方法主要围绕噪声控制和振动控制展开。对于轨道交通产生的噪声和振动基本的控制原则为优先对噪声或振动源进行控制，此外对靠近污染源采取传播途径的控制技术措施，最后考虑对敏感目标的防护措施。根据噪声与振动来源不同，主要采取噪声控制和振动控制两个措施。

图 3 轨道交通噪声与振动措施主要包括噪声控制和振动控制两方面



资料来源：天铁转债募集说明书，上海证券研究所

## 2.2 市场规模：国内规模稳健增长，海外市场高歌猛进

轨交减振的市场规模分国内和海外两个市场来看，国内整体市场规模整体呈稳健增长，海外市场则高歌猛进。

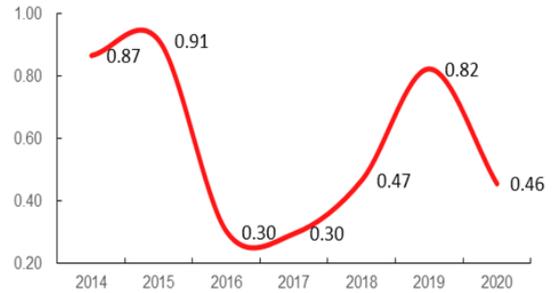
**铁路轨道：**铁路市场固定投资额中枢或将下移。2014-2020 年，全国铁路固定资产投资保持在 8000 亿元上下波动，铁路运营里程稳步从 10.31 万公里增至 14.63 万公里。随着全国铁路网的覆盖度提升，我们认为铁路投资放缓是大趋势，铁路固定投资额和铁路运营里程增速中枢将下移。

图 4 全国铁路累计营业里程及固定资产投资额



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 5 年新增铁路营业里程 (万公里)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

“八纵八横”高铁网建设规划助力高铁建设投资增加。2016 年 7 月 13 日, 国家发改委、交通运输部、中国铁路总公司联合印发《中长期铁路网规划》明确提出构建“八纵八横”高速铁路主通道。据统计, “八纵八横”规划总里程约 4.56 万公里, 截至 2021 年 3 月仍有 30% 约 1.37 万公里的里程需建设, 预计到 2026 年左右建成。

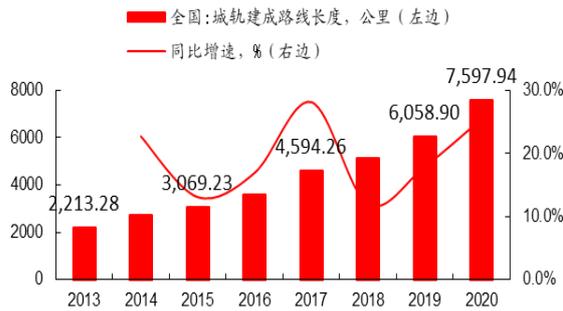
图 6 我国“八纵八横”中长期铁路规划图



资料来源: 时代新材微信公众号, 上海证券研究所

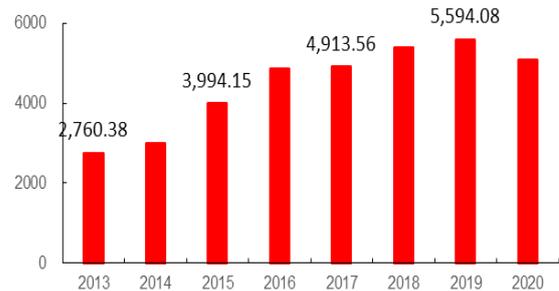
城市轨道交通: 中期看在建设项目规模大, 长期看国家远景目标规划, 城市轨道交通发展确定性高。2013-2020 年, 我国城市轨道交通线路长度从 2213.28 公里增至 7597.94 公里, CAGR 达 19.27%, 2020 年在建轨道交通长度仍有 5093.55 公里, 中期行业增长确定性高。

图 7 轨道交通建成长度情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所

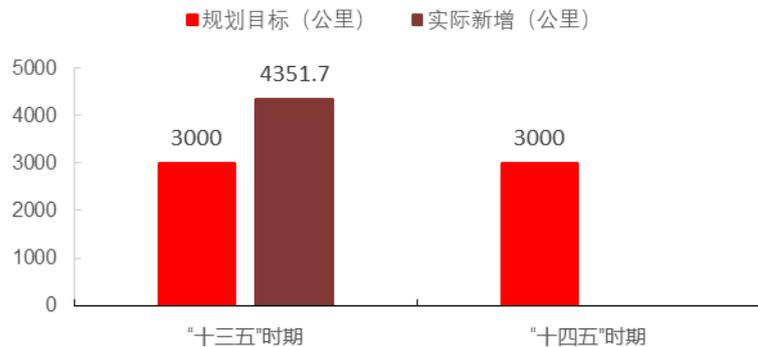
图 8 正在建设城轨公里数 (公里)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

十四五期间我国将新增 3000 公里城市轨道交通运营里程。长期来看，国家每五年会对城轨运营里程设定远景目标，提供增长潜在锚。2021 年国家发布的《十四五规划和 2035 年远景目标纲要草案》中就提出了“十四五”期间我国将新增 3000 公里城市轨道交通运营里程，行业市场长期空间广阔。

图 9 十三五、十四五期间规划新增城轨里程



资料来源: 前瞻产业研究院, 上海证券研究所

海外市场前景广阔，可扩展市场空间较大。近几年，全球轨道交通装备市场呈现出稳健增长的态势，据德国 SCI Verkehr 和前瞻产业研究院统计预测，2020 年全球轨交装备市场规模 546 亿欧元，2025 年有望达 666 亿欧元，年复合增长率为 4%，轨道交通装备市场需求潜力巨大。从市场分布来看，中国、美国、俄罗斯拥有全球最大的铁路网，是全球轨道交通装备制造业最大的市场；中东、南非、亚洲、南美等地区则呈现出轨道交通装备的较大需求，海外市场是我国轨道交通装备制造业持续发展的蓝海。

图 10 全球轨道交通装备行业市场规模预测（亿欧元）



资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

**2025 年轨道交通产业对高分子材料的需求规模将达到 200 亿。**从国内市场来看，铁轨方面“八纵八横”铁路建设规划将在 5 年内带来 1.37 万公里的铁路里程建设；城轨方面十四五期间我国将新增 3000 公里城市轨道交通运营里程；国外市场来看全球轨交装备市场规模增长强劲。据时代新材年报数据显示，预计到 2025 年，轨道交通产业对高分子材料的需求规模将达到 200 亿，为我国轨交产业发展和高分子材料在轨交产业的发展带来机遇。

### 2.3 时代新材：轨交车辆减振领域规模全球第一

轨交减振起家，规模位列全球第一。公司最早的业务是做轨交减振系列产品，经过多年耕耘公司目前在全球轨道交通车辆减振领域规模第一，是轨道车辆减振系统方案提供者和减振产品研发制造品类最为齐全的企业之一。公司致力于成为国内外轨道交通弹性元件领域技术领先、质量可靠的主导供应商以及国际高端装备领域减振降噪方案提供者。

图 11 时代新材为中国标准动车组提供核心减振弹性元件



资料来源：时代新材微信公众号，上海证券研究所

轨交市场持续平稳发展，承担公司业绩压舱石。公司轨道交通请务必阅读尾页重要声明

通市场继续保持平稳发展的态势，轨道交通产业整合原中国中车下机车车辆领域空气弹簧及橡胶金属件业务后，产业规模进一步扩大，综合实力亦进一步增强，担负起了公司“压舱石”的重任。2020年轨道交通建设分部营业收入为27.36亿元，占公司总营收的18.14%。受益于行业稳健增长，轨道交通建设分部将持续为公司注入增长。

图 12 轨道交通行业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

地铁上盖物业等衍生需求亦是公司发展重要方向。地铁上盖物业人民生活水平的提高刺激对减震降噪的需求，地铁上盖物业是典型的例子。地铁下穿产生振动和噪音，对周边居民的生活质量带来了困扰，随着居民生活水平的提高对居住环境的舒适度需求提升，地铁上盖物业的减震降噪需求凸显。2020年公司签订无锡地铁上盖物业系统减振降噪项目，集成减振实现重要突破，而且此项目不是单纯的提供减震降噪产品，而是针对上盖物业工况条件进行仿真测试、实验，针对性地设计出符合条件的产品，并进行集成供应。

### 3 政策推动建筑减隔震行业迎来新增长，为公司打开新空间

#### 3.1 政策推动建筑减隔震行业迎来新增长

我国地震多发，但抗震技术相对落后。我国地处欧亚板块东南部，我国地处欧亚板块东南部，地质构造复杂，受太平洋板块、印度洋板块的挤压作用，地震断裂带十分发育，地震活动范围广、强度大、频率高。绝大多数省份都发生过6级以上强烈地震。根据20世纪全球资料统计，仅占全球陆地面积7%的中国国土上，发生了35%的7级以上大陆地震。历史上我国发生过多次强烈地震，造成了严重的伤亡。（来源：中国地震局）但在同等强度的地震下，

发展中国家由于抗震技术落后，没有像发达国家大量采用建筑隔震技术，受到地震的伤害更为严重。

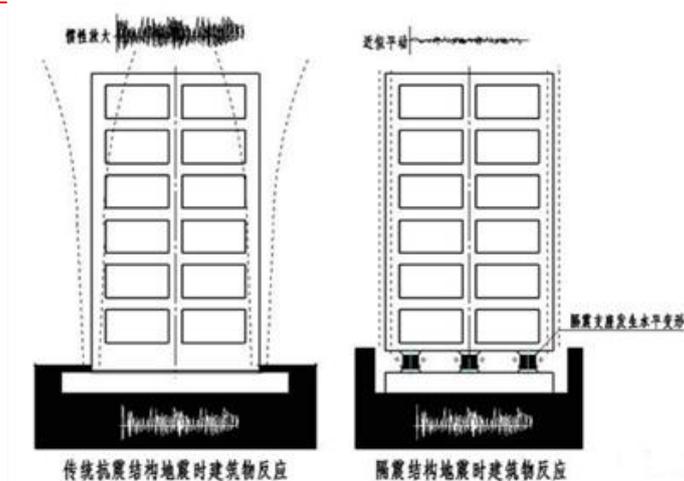
表 2 国内外重大地震死亡人数对比

国家	中国	伊朗	巴基斯坦	美国	日本	日本
地震	2008 年汶川大地震	2003 年伊朗巴姆地震	2005 年巴基斯坦地震	1989 年美国加州洛马普里埃塔地震	1995 年日本阪神地震	2011 年日本东日本大地震
震级	8.0 级	8.6 级	7.8 级	7.1 级	7.3 级	9.0 级
死亡人数	6.9 万人	3.1 万人	3.9 万人	63 人	6500 人	1.6 万人

资料来源：震安科技招股说明书，上海证券研究所

建筑减隔震技术比传统抗震方式效果更好。传统抗震技术通过增强结构强度来抵抗地震，内部结构构件消耗地震能量被破坏后累计到一定程度反而会引起房屋坍塌。减震技术则是在建筑物某些部位设置耗能装置，通过该装置产生摩擦、弯曲、弹塑性滞回变形来耗散或吸收地震输入结构能量以抗震。隔震技术是在建筑物的基础或下部结构与上部结构之间设置隔震装置，形成隔震层，隔离地震向上部结构传递，采用隔震技术可以减少房屋建筑物上部结构的地震作用 50%-80%。

图 13 传统抗震技术 vs 隔震技术



资料来源：震安科技招股说明书，上海证券研究所

**表 3 建筑隔震技术与建筑减震技术**

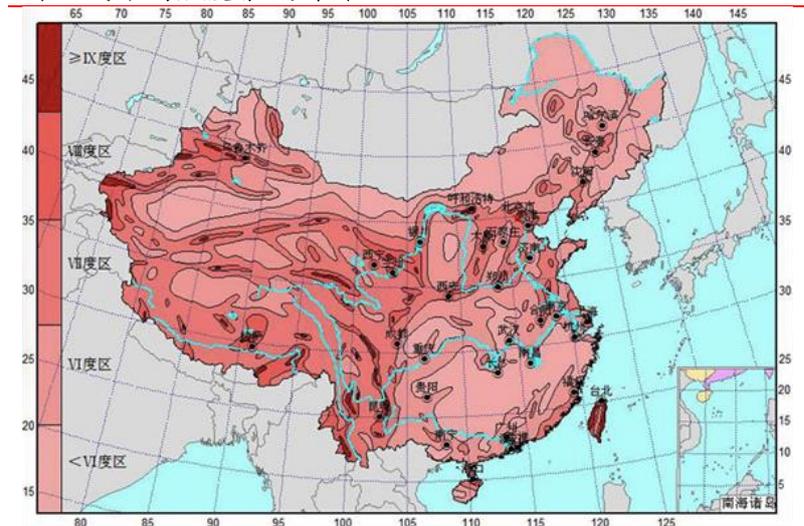
项目	建筑隔震技术	建筑减震技术
抗震效果	降低地震作用的 50%-80%	降低地震作用的 20%-30%
抗震立足点	立足于“隔”	立足于“抗”
设计难易程度	比较简单，易操作	比较复杂，繁琐
经济性	良好的经济性	经济性不明显，有可能增加工程造价
安全储备	安全储备大，震后建筑物不维修或简单维修即可恢复使用	安全储备小，震后仍需修复后才能使用
应用范围	注意用于抗地震	应用范围广，可用于抗地震、抗风震

资料来源：震安科技招股说明书，上海证券研究所

**政策推动建筑减隔震行业快速发展。**《建设工程抗震管理条例》于 2021 年 5 月 12 日国务院第 135 次常务会议通过，其中提出位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的学校、幼儿园、医院、养老机构、儿童福利机构、应急指挥中心、应急避难场所、广播电视等已经建成的建筑进行抗震加固时，应当经充分论证后采用隔震减震等技术，保证其抗震性能符合抗震设防强制性标准。对于重点地区和重点建筑物，减隔震技术的运用成为刚需。条例的颁发将显著推动建筑减隔震市场的发展，提高建筑减隔震产品的渗透率。

**除政策加持外，减隔震技术助力碳中和或将进一步刺激行业需求。**震安科技 2021 中报中测算，在 7 度以上地区建筑应用减隔震技术可降度设计上部结构，降低钢材水泥用量。而中国地震网信息显示，我国有 41% 的国土、一半以上的城市位于地震基本烈度 7 度及 7 度以上地区。预计建筑应用减隔震技术后，8 度/9 度地区建筑分别减少钢材使用量 20%、30% 左右，减隔震渗透率每提高 10%，可实现降碳 1000 万吨/年以上，助力我国建材业减排约 1%。减隔震既能够有效应对地震危害，同时能够有效助力降碳减排，其应用需求增加。

图 14 我国地震烈度情况分布图



资料来源：震安科技招股说明书，上海证券研究所

### 3.2 时代新材：桥梁与建筑减隔震赛道第一梯队

公司在桥梁与建筑减隔震行业产品丰富，应用广泛，为第一梯队。公司是橡胶减震领域的集大成者，在工业减震领域也处于第一梯队的研发团队，产品技术和质量过硬。产品在桥梁和建筑减隔震（振）方面有丰富的应用。

图 15 桥梁及建筑工程减隔震产品及其市场应用状况

产品线	主要产品	已取得的标志性应用业绩
常规支座	盆式支座	应用于连镇铁路、蒙华铁路、赣深铁路、郑万铁路等。
	球型钢支座	
	双曲面支座	
特种支座	调高（测力）支座	应用于厦深铁路、云桂线、拉林铁路、玉磨铁路等。
	摩擦摆支座	
	弹塑性钢阻尼支座	
	速度锁定支座	
	拉索减震支座	
	托拉拔支座	
橡胶支座	转体支座	应用于港珠澳大桥、潮汕环线、晋中人民医院、成都博物馆、唐山 LNG 接收站等。
	天然橡胶支座	
	铅芯橡胶支座	
	高阻尼橡胶支座	
阻尼器	滑板支座（钢阻尼）	完成沪昆客专贵州段北盘江项目、大临铁路等。
	三维隔震（振）支座	
	黏滞流体阻尼器	
	速度锁定器	
	磁流变阻尼器	
	调谐质量阻尼器	
止水产品	防层曲/钢阻尼器	广应用于港珠澳大桥、舟山港主通道工程、襄阳市东西轴线鱼梁洲项目等。
	粘弹性阻尼器	
弹性体伸缩缝	隧道通用止水带	应用于武九客专、济青高速、杭甬铁路、郑阜铁路等。
桥梁检查车	沉管隧道止水带特种防水止水产品	
防撞装置	钢桁架检查车 梁底检查车 变截面检查车 过墩检查车 拱桥检查车	完成纳界河上强检查车、沪昆客专北盘江特大桥检查车、云桂线南盘江特大桥检查车等订单交付。
导风栏杆	橡胶护舷复合材料防撞护舷自浮式柔性防撞装置	完成白龙江特大桥、大临澜沧江特大桥等订单交付。
灌浆套筒	导风栏杆	完成沪昆客专北盘江特大桥导风栏杆、云桂线南盘江特大桥导风栏杆等订单交付。
桥梁顶升与工程维护	灌浆套筒	完成上海 S26 公路入城段、长沙湘府路高架、呼和浩特城市快速改造工程等订单交付。
	桥梁顶升支座维护保养 支座更换 支座机械调高/液压调高 伸缩缝维护保养 伸缩缝更换	完成武广高铁不停运顶升及支座更换、广珠城际顶升支座维护等。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

建筑减隔震订单增长值得期待。公司在建筑减隔震赛道技术沉淀深厚，深受认可，在山东潍坊奠基，安装公司隔震支座后可

抗8度地震的公寓刷新了国内隔震建筑高度记录，2020年建筑抗震市场全年新增订单1.2亿元。随着强制性政策推出，行业扩容，新业务实现新突破，此外建筑减隔震赛道在公司内部也获得更多关注，订单增长未来可期。

公司在桥梁减隔震方面位于行业前列。公司承接多个大型桥梁减震项目，尤其是2014年负责承做港珠澳大桥橡胶隔振支座，此产品尺寸为世界之最，承接项目布局全球，2020年年报提出公司力争在桥梁减震产品领域进入行业前三。

表4 时代新材承接桥梁减震大型项目一览

时间	项目内容	项目难度 (规模)
2014年	港珠澳大桥“超大高阻尼橡胶隔震支座”供货单位	产品尺寸为世界之最
2015年	北盘江特大桥项目桥梁测力球型钢支座订单	北盘江大桥是世界上第一座上承式推力转体式铁路钢管混凝土拱桥，其跨度、高度、转体重量和转盘大小居世界同类型桥梁之首
2016年	“瓦赫达特——亚湾”铁路项目	桥梁支座首次进入中亚市场
2019年	珠海机场（含金海公路大桥代建工程）的桥梁支座项目设计及制造	包含超大吨位12000T球型支座的设计及制造（难度极大）
2020年	桥梁支座统招市场中标兰张项目	1.04亿元订单（年度最大）

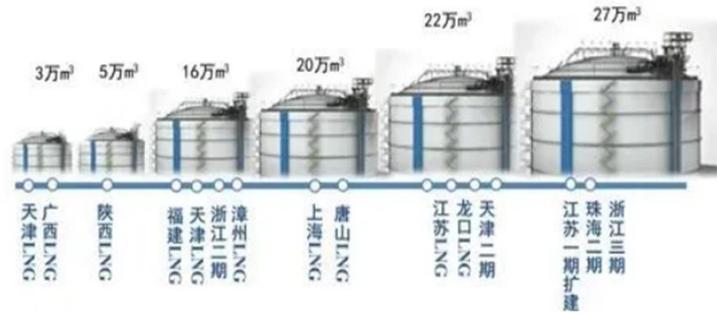
资料来源：公司公告，公司官网，上海证券研究所

## 4 LNG 减震为刚需，公司产品加速国产替代

### 4.1 天然气需求增加为必然趋势，LNG 减震是刚需

在我国，LNG 减震技术的应用不可或缺。天然气作为清洁能源需求的增加是我国能源发展的必经趋势，其国内产量及进口量都将进一步扩大，其中 LNG（大型液化天然气）储罐在产销环节中起着至关重要的作用。在我国作为地震多发地区的大环境下，大型 LNG 储罐若在地震作用下发生结构破坏则极易引发严重的次生灾害，对国民经济和社会造成巨大损失，因此 LNG 减震具有不可比拟的作用，亦是今后发展的方向。

图 16 LNG 储罐及体积



资料来源：中国海油微信公众号，上海证券研究所

2025 年我国 LNG 接收站总接受能力将达  $1.5 \times 10^8$  t/a。随着“煤改气”及天然气“产供储销”体系建设的推进，天然气的需求逐步提升，LNG 接收站的数量亦处于稳步上升的状态。截至 2021 年 5 月，中国大陆已建成 22 座 LNG 接收站，总接收能力为 9230 万 t/a，截至 2021 年 5 月，我国在建（包括新建和扩建）的 LNG 接收站有 21 个，总接收能力为 5775 万 t/a，预计在未来 4 年内逐渐投产，到 2025 年，我国 LNG 接收站总接收能力将达到 1.5 亿 t/a。[资料来源：《LNG 接收站的发展趋势》（刘筠竹）]

表 5 在建 LNG 接收站项目

项目名称	建设单位	项目性质	接收能力/ (t/a)	预计投产时间
浙江舟山 LNG 工程二期	新奥集团	扩建	200×10 <sup>4</sup>	2021 年 6 月
江苏 LNG 三期工程	中石油	扩建	0	2021 年 7 月
江阴 LNG 集散中心项目	中天能源	新建	200×10 <sup>4</sup>	2021 年 7 月
唐山 LNG 应急调峰保障工程	中石油	扩建	0	2021 年 8 月
青岛 LNG 二期工程	中石化	扩建	100×10 <sup>4</sup>	2021 年 8 月
浙江嘉兴（平湖）应急调峰 储存站	嘉燃、杭 燃	新建	100×10 <sup>4</sup>	2021 年 8 月
江苏滨海 LNG 接收站	中海油	新建	300×10 <sup>4</sup>	2021 年 9 月
潮州闽粤经济合作区 LNG 储 配点	中天能源	新建	100×10 <sup>4</sup>	2021 年 12 月
天津 LNG 二期项目	国家管网	扩建	0	2021- 2023 年
漳州 LNG 接收站	国家管网	新建	300×10 <sup>4</sup>	2022 年
江阴 LNG 调峰储备站	江苏嘉盛	新建	200×10 <sup>4</sup>	2022 年
广州 LNG 应急调峰气源站	广州燃气	新建	100×10 <sup>4</sup>	2022 年
天津南港 LNG 接收站	北京燃气	新建	100×10 <sup>4</sup>	2022- 2024 年
曹妃甸新天 LNG 接收站	曹妃甸新 天	新建	700×10 <sup>4</sup>	2022- 2024 年
龙口南山 LNG 接收站	国家管网	新建	500×10 <sup>4</sup>	2023 年
潮州华瀛 LNG 接收站	华瀛集团	新建	600×10 <sup>4</sup>	2023 年
江苏 LNG 储运调峰项目	江苏国信	新建	295×10 <sup>4</sup>	2023 年
温州华港 LNG 储运调峰项目	华峰集团	新建	300×10 <sup>4</sup>	2023 年
深圳（迭福北）LNG 应急调 峰站	国家管网	新建	300×10 <sup>4</sup>	2024 年
烟台西港区 LNG 接收站	协鑫集团	新建	500×10 <sup>4</sup>	2024 年

资料来源：《LNG 接收站的发展趋势》（刘筠竹），上海证券研究所

#### 4.2 时代新材：打破技术壁垒，加速国产替代

**HDR800 高阻尼橡胶隔震支座打破国外技术垄断，助力国家建设。**公司自 2012 年来持续研究创新积累经验，最终研发出符合唐山 LNG 接收站项目需求的高阻尼橡胶隔震支座，实现了 LNG 储罐用高阻尼橡胶隔震支座产品国产化，打破国外技术垄断。

图 17 新材 HDR800 高阻尼橡胶隔震支座



资料来源：时代新材微信公众号，上海证券研究所

技术屡获突破，2019 年成国内首家具备 20 万  $m^3$ LNG 储罐隔震产品生产资格的厂家。自公司取得中国石油唐山 LNG 储罐用高阻尼隔震橡胶支座订单，打破了国外产品的垄断，加快国产化 LNG 储罐高阻尼隔震橡胶支座项目的系列化设计进程，并在江苏南通 LNG 储罐建设中成功交付，时代新材成为国内首家具备 20 万  $m^3$ LNG 储罐隔震产品生产资格的厂家。

## 5 风电行业景气上行，公司风电减振产品行业领先

### 5.1 碳中和背景下，风电行业景气上行

“十四五”中国风电年均新增装机 50GW 以上。基于碳达峰路径要求，我国陆续推出《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》，《关于印发各省级行政区域 2020 年可再生能源电力消纳责任权重的通知》等一系列政策，明确 2030 年非化石能源占一次能源消费比重达到 25%左右。在此基调下，全球 400 余家风能企业的代表在 2020 年 10 月的国际风能大会上以《风能北京宣言》方式，提出“十四五”中国风电年均新增装机 50GW 以上，2025 年后年均新增装机容量应不低于 60GW，风电装机容量中枢上移。

海上风电 2022 装机或下滑，陆上风电 2022 年装机有所支撑。据 CWEA 测算，我国海上风资源技术开发潜力超 3500GW，资源禀赋得天独厚。新冠疫情下，海上风电发展显现出强韧性，2020

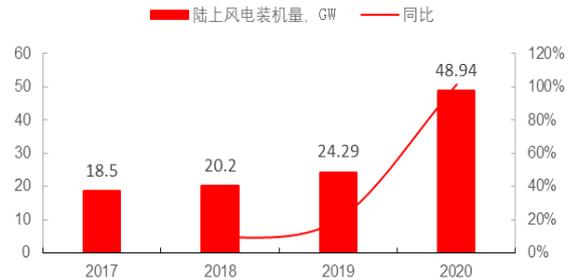
年我国海上风电新增装机量创新高达 3.1GW，首次超过欧洲跃升至全球第一，受 2021 抢装影响，2022 海上风电装机或下滑，但长期需求和基本面不改，仍为重要增长源头。陆上风电 2021 年以后新核准的陆上风电能源项目全部平价上网，预计受电价和收益率大幅下降影响，风电新增装机量会有所下滑，但目前已有江苏、广东、浙江等省市明确在“十四五”期间新增风电装机规模分别要达到 9.1，17 和 4.5GW，2022 年陆上风电装机量仍有一定增长。

图 18 国内海上风电装机量稳步提升



资料来源: GWEC, 上海证券研究所

图 19 中国年度陆地风电装机容量 (GW)



资料来源: GWEC, 上海证券研究所

2025 年全球/中国风电叶片减振市场规模仍有增长空间。根据 GWEC 提供的全球及中国风电新增装机量及其增速测算中国及全球风电减振市场规模，我们测算得 2025 年全球/中国风电叶片减振市场规模仍有增长空间。

表 6 中国及全球风电叶片减振市场增速预测

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球风电新增装机 (GW)	87.5	81.1	90.5	98	112.2
YOY		-7.31%	11.59%	8.29%	14.49%
中国风电新增装机 (GW)	30	37	40	42.5	45
YOY		23.33%	8.11%	6.25%	5.88%

资料来源: GWEC, 上海证券研究所

## 5.2 时代新材：风电减振降噪行业标准制定者，地位行业领先

风电减振行业领头羊。公司自 2003 年起涉足风电减振行业，凭借卓越的研发能力及对市场的快速响应能力，已成长为行业领头羊，与国际著名风机整机制造商 Vestas、Siemens、Suzlon、Alstom、Acciona 合作。并主导起草国家标准《风力发电机组用橡胶弹性元件通用技术条件》，填补了国内风电减振领域的标准空白，树立公司行业领先的地位。

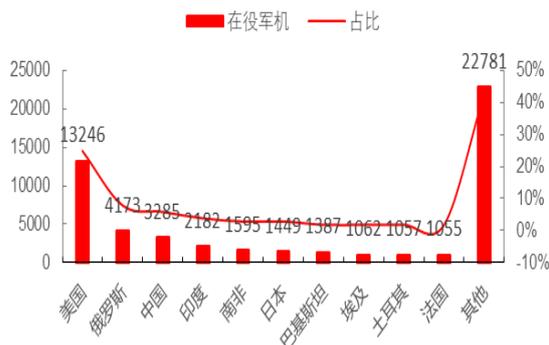
## 6 军工整机产品缺口仍大，军工减隔震值得期待

### 6.1 我国军工整机产品缺口仍大

减震降噪技术及产品在军工行业有着广泛且重要的应用。应用场景包括坦克、装甲车、高射炮、歼击机、直升机、运输机、轰炸机、预警机、教练机和无人机等，减震降噪技术不仅能减震消能，减少器械之间的摩擦减少设备磨损对于军用设备有着更为重要的意义。

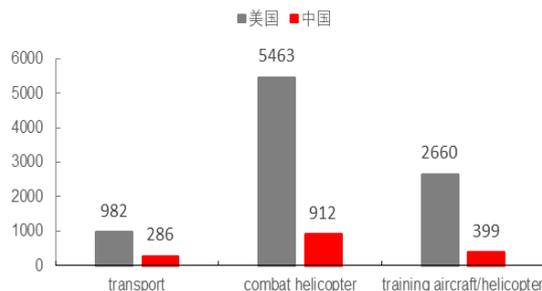
对标美国，我国军工整机产品有较大缺口。根据最新发布的《World Air Forces 2022》数据显示，2021 年我国在役军机为 3285 架，占比为 6%，远低于美国的 25%。我国的军用直升机同美国差距亦明显，我国 2021 年在役运输机/战斗机/训练机为 286/912/399 架，仅为美国的 29%/17%/15%，可见我国军工整机产品仍有较大缺口和增长空间。

图 20 各国 2021 年在役军机（架）及占比（%）



资料来源：《World Air Forces 2022》，上海证券研究所

图 21 中美军用直升机数量（架）对比



资料来源：《World Air Forces 2022》，上海证券研究所

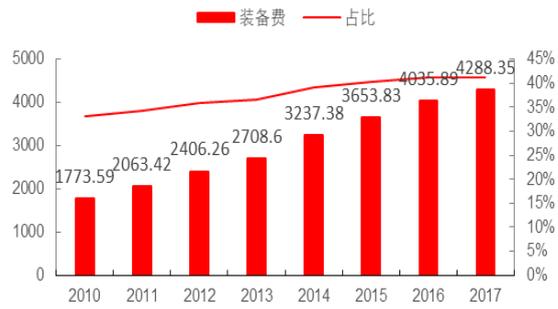
近年来军用经费攀升，军工产品购置有所保障。自 2015 年以来，我国国防支出稳步上升，“十四五”规划明确指出，要加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一，我国的国防支出保持 6% 以上的增速，预计仍将保持，其中装备费在国防支出中的占比处于稳步提升的态势，2017 年装备费占国防支出的 41.4%，军工产品购置有所保障。

图 22 2015 年-2020 年我国国防支出（亿元）及增速（%）

图 23 2010-2017 年国防支出中装备费（亿元）及占比



资料来源: Wind, 上海证券研究所



资料来源: 国务院新闻办公室官网, 上海证券研究所

## 6.2 获全资质与收购并举，军工市场未来可期

获军品市场全资质与收购并举，公司掘金军工市场。公司自2012年获得进入军品市场的全部资质后，逐步承接多个替代进口的军工开发项目，产品涵盖海陆空领域。2011年，公司增资控股中国兵器旗下的的力克橡塑公司，公司减振降噪核心技术逐步向军工、重卡等产业领域快速延伸，进一步开拓军工市场。

## 7 盈利预测

### 1、减隔震业务：

(1) 轨交减振：轨交减振及其他板块包括公司轨交减振板块、桥梁建筑减隔震、LNG 减震、风电减震及军工减隔震业务板块，其中轨交减震营收占比大，2020/2021H1 轨道交通建设分部收入为 29.76/18.77 亿元，净利润为 3.64/2.63 亿元。我们预计轨交减振板块营收分别为 29、30 和 31 亿元，毛利率维持在 34%左右。

(2) 工业减振：由于公司轨交减隔震收入占比大，桥梁建筑减隔震、LNG 减震、风电减震及军工减隔震业务板块占比相对小，因此参照轨交减隔震行业公司对此部分进行估值。目前公司减震业务多条线并行，持续释放营收。我们认为该业务有望实现较高增长，预计 2021-2023 年，工业减振营收分别为 3、5 和 8 亿元，毛利率维持在 44%左右。

图 24 轨道交通建设分部收入（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 25 轨道交通建设分部净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

**2、风电板块：“十四五”期间风电装机中枢有望上移至 50GW，赛道景气度高。**公司作为风电叶片制造双寡头之一，具备集团内部产业链协同以及新材料研发的优势。营收方面：根据风电装机规模的测算以及中车集团风电产业链的规划指引，我们预计 2021-2023 年公司风电板块营收分别为 53 亿元、66 亿元和 81 亿元，保持高速增长。毛利率方面：受原材料高企、招标价格持续下行的影响，今年叶片板块毛利率走低。

随着原材料价格回调，产成品价格一定幅度上调，公司一系列降本增效措施实施落地，2023 年毛利率有望回升至 12% 左右。

**3、汽车板块：2018-2020 年，全球汽车产量从 7629 万辆下滑至 6861 万辆，公司汽车减震业务营收从 64.87 亿元降至 52.49 亿元，表现出较强关联性。**汽车产量未来大概率趋于平缓，但结构性存在调整，新能源汽车产量占比逐年提升。公司积极推进新能源汽车减震产品研发，已进入特斯拉，保时捷等一线车企供应链，我们预计 2021-2023 年公司汽车板块营收分别为 57.00、62.70 和 67.72 亿元，维持稳健增长。受德国地区高昂人工成本影响，公司汽车业务一直处于亏损状态，但净利率已从 2018 年的 -8% 收窄至 2020 年的 -5%。目前公司控股股东中车所战略入股德国博戈，支持新材德国建设低成本地区产能以及拓展中国区业务，缓解高昂人工成本压力，我们预计该业务板块有望于 2023 年实现盈亏平衡。

**4、新材料板块：**新材料板块营收占比较小，2020 年营收占比仅为 2%。目前，芳纶产品实现技术突破、产品国产化替代是该板块的主要增长点，但囿于芳纶产业链投资周期长，目前还处于亏损状态。现公司已进入相关公司供应链，并计划通过引入战略投

资者进行产能扩充，规模效应将凸显，亏损率大幅收窄。我们预计 2021-2023 年，芳纶产品的营收分别为 0.7、1.4 和 2.24 亿元，维持高速增长，毛利率则伴随营收增长缓步提升。

表 7 公司分业务增速与毛利预测（单位：亿元人民币）

分业务收入测算	2020A	2024E	2022E	2023E	2024E
风力发电	68.83	96.99	66.25	80.83	96.99
汽车	52.49	70.42	62.70	67.72	70.42
轨道交通：轨交	27.36	31.69	29.87	30.77	31.69
轨道交通：工业		9.95	5.10	7.65	9.95
芳纶	0.3	2.912	1.4	2.24	2.912
分业务收入增速					
风力发电	196.04%	20%	25%	22%	20%
汽车	-13.88%	4%	10%	8%	4%
轨道交通：轨交	7.13%	3%	3%	3%	3%
轨道交通：工业		30%	70%	50%	30%
芳纶	50%	30%	100%	60%	30%
分业务毛利率					
风力发电	17.04%	12%	11%	12%	12%
汽车	10.46%	14.60%	12.50%	13.40%	14.60%
轨道交通：轨交	33.89%	34%	34%	34%	34%
轨道交通：工业		44%	44%	44%	44%
芳纶	14.62%	17.2%	15.60%	16.10%	17.2%
分业务毛利测算					
风力发电	11.73	11.64	7.29	9.70	11.64
汽车	5.49	10.28	7.84	9.07	10.28
轨道交通：轨交	9.27	10.77	10.16	10.46	10.77
轨道交通：工业		4.38	2.24	3.37	4.38
芳纶	0.04	0.50	0.22	0.36	0.50
归母净利润					
	3.27	8.90	4.64	7.07	8.90

资料来源：Wind，上海证券研究所

## 8 投资建议

减隔震技术应用范围广，竞争壁垒高，行业空间大。轨交减隔震行业伴随城轨高铁建设增长稳健，建筑减隔震迎来政策红利期，LNG 减隔震在能源转型大背景下为刚需，风电减隔震景气上行，军工减隔震行业窗口逐渐打开。公司深耕减隔震行业，多业务并举，且为多行业翘楚。我们预计公司 2021-2023 年的营业收入增速分别是-3.9%、15.6%和 14.3%，归母净利润增速分别为-39.9%、

136.3%和 52.3%，对应 PE 估值分别为 48X、20X 和 13X，维持“买入”评级。

## 9 风险提示

1、疫情反复，汽车产业不景气的风险：公司汽车减震产品业绩受下游汽车产量影响较大，疫情反复导致的汽车产销继续维持走弱，会影响公司销量；

2、工业减震产品推广不及预期的风险：工业减震市场广阔，若缺少相关人员的布局和市场上的推广，该部分业绩增速后期可能会放缓；

3、销量不及预期的风险：公司拓展市场速度不及预期导致产品销量不及预期。

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2416	4081	4261	4635
应收票据及应收账款	2667	2712	3041	3451
存货	2918	2446	2848	3428
其他流动资产	2631	2023	2772	2887
流动资产合计	10632	11262	12923	14402
长期股权投资	370	380	390	400
投资性房地产	22	22	23	24
固定资产	2961	2774	2768	2716
在建工程	262	281	289	220
无形资产	374	324	322	333
其他非流动资产	1375	1326	1303	1324
非流动资产合计	5365	5107	5095	5016
<b>资产总计</b>	<b>15996</b>	<b>16369</b>	<b>18017</b>	<b>19418</b>
短期借款	241	0	0	0
应付票据及应付账款	5856	5416	6276	7186
合同负债	483	310	390	486
其他流动负债	2087	2473	2760	2843
流动负债合计	8666	8200	9425	10514
长期借款	112	792	892	581
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2280	2290	2289	2380
非流动负债合计	2392	3082	3181	2961
<b>负债合计</b>	<b>11058</b>	<b>11282</b>	<b>12606</b>	<b>13475</b>
股本	803	803	803	803
资本公积	3055	3055	3055	3055
留存收益	1317	1445	1775	2286
归属母公司股东权益	4779	4908	5208	5691
少数股东权益	159	180	203	252
<b>股东权益合计</b>	<b>4938</b>	<b>5088</b>	<b>5411</b>	<b>5943</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>15996</b>	<b>16369</b>	<b>18017</b>	<b>19418</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>2418</b>	<b>1624</b>	<b>604</b>	<b>1279</b>
净利润	322	217	488	755
折旧摊销	575	369	393	409
营运资金变动	1285	830	-492	-6
其他	236	208	216	120
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-409</b>	<b>-31</b>	<b>-470</b>	<b>-406</b>
资本支出	-360	-132	-451	-360
投资变动	0	138	-16	-14
其他	-49	-37	-3	-32
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-1846</b>	<b>83</b>	<b>45</b>	<b>-502</b>
债权融资	-1109	368	268	-232
股权融资	105	0	0	0
其他	-842	-285	-223	-270
<b>现金净流量</b>	<b>158</b>	<b>1665</b>	<b>181</b>	<b>374</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>15080</b>	<b>14490</b>	<b>16752</b>	<b>19146</b>
营业成本	12399	12378	13973	15863
营业税金及附加	67	54	64	71
销售费用	718	500	647	737
管理费用	551	514	591	664
研发费用	691	627	729	808
财务费用	126	30	31	21
资产减值损失	-122	-103	-77	4
投资收益	-15	14	6	11
公允价值变动损益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>370</b>	<b>234</b>	<b>657</b>	<b>1014</b>
营业外收支净额	24	35	-29	-28
<b>利润总额</b>	<b>394</b>	<b>269</b>	<b>627</b>	<b>986</b>
所得税	72	51	139	231
净利润	322	217	488	755
少数股东损益	-5	21	23	48
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>327</b>	<b>196</b>	<b>465</b>	<b>707</b>

## 主要指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	17.8%	14.6%	16.6%	17.1%
净利率	2.2%	1.4%	2.8%	3.7%
净资产收益率	6.8%	4.0%	8.9%	12.4%
资产回报率	2.0%	1.2%	2.6%	3.6%
投资回报率	6.6%	4.8%	7.6%	9.7%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	27.0%	-3.9%	15.6%	14.3%
EBIT 增长率	386.4%	-24.1%	79.7%	33.9%
归母净利润增长率	262.5%	-39.9%	136.7%	52.1%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.41	0.24	0.58	0.88
每股净资产	5.95	6.11	6.49	7.09
每股经营现金流	3.01	2.02	0.75	1.59
每股股利				
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.94	0.89	0.93	0.99
应收账款周转率	6.49	5.97	6.30	6.24
存货周转率	4.25	5.06	4.91	4.63
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	69.1%	68.9%	70.0%	69.4%
流动比率	1.23	1.37	1.37	1.37
速动比率	0.86	1.03	1.02	1.00
<b>估值指标</b>				
P/E	20.76	48.49	20.49	13.47
P/B	1.43	1.94	1.83	1.67
EV/EBITDA	5.58	9.45	6.57	4.85

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。