

华伍股份 (300095.SZ)

机械基础部件行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

市场价格 (人民币): 9.61 元
 目标价格 (人民币): 13.00-13.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 232.19
 总市值(百万元) 2,987.04
 年内股价最高最低(元) 18.73/6.98
 沪深 300 指数 2948.03



工业制动器行业龙头，拓展轨交领域打开空间

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.200	0.169	0.247	0.337	0.432
每股净资产(元)	3.86	2.62	3.39	3.55	3.86
每股经营性现金流(元)	0.30	0.35	0.11	0.05	-0.00
市盈率(倍)	49.31	89.74	38.86	28.51	22.25
行业优化市盈率(倍)	56.31	94.30	69.75	69.75	69.75
净利润增长率(%)	-37.85%	26.81%	47.55%	36.31%	28.14%
净资产收益率(%)	5.18%	6.46%	6.08%	7.93%	9.34%
总股本(百万股)	205.46	308.19	310.83	310.83	310.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内工业制动器行业龙头，多行业布局打开成长空间：**华伍股份是国内工业制动器行业的龙头企业，在传统的起重运输设备、港机等领域的制动器市场具有很高的市场份额。近年来，公司积极布局风电、轨交等新兴领域，风电制动系统目前已经得到市场认可，收购上海庞丰未来有望在轨交制动领域逐步实现进口替代。
- **风电制动系统根基渐稳，推动业绩稳健增长：**公司自上市之初就开始布局风电制动系统，近三年来，公司风电制动系统业务呈现每年翻番增长。我们预测风电行业投资总体保持平稳增长，公司近年来已经陆续突破国内外知名风电大客户，未来几年有望持续提升其市场份额，推动业绩实现 20%左右的快速增长。
- **进军轨道交通制动系统业务打开市场空间：**国内轨交制动系统市场空间超过 100 亿，但 80% 以上的市场被外资企业垄断，具备很大的进口替代空间。2015 年公司完成了对上海庞丰的全资收购，并实现了初步的整合效果，庞丰在轨交领域技术储备和项目经验丰富，特别是在低地板轻轨车辆制动系统方面具备竞争优势。我们认为公司有望在低地板车领域弯道超车，未来有望在地铁、动车等轨交制动领域形成进口替代。

盈利预测

- 我们预测公司 2016-2018 年的主营业务收入分别为 7.00/8.52/10.75 亿元，分别同比增长 23.7%/21.7%/26.2%，归母净利润 0.77/1.05/1.34 亿元，分别同比增长 47.55%/36.31%/28.14%，EPS 分别为 0.25/0.34/0.43 元（考虑 2016 年公司增发 647 万股摊薄后的 EPS 分别为 0.24/0.33/0.42 元），对应 PE 分别为 39/29/22 倍（考虑增发 647 万股摊薄后为 40/29/23 倍）。

投资建议

- 我们认为公司在传统制动器制造领域的竞争优势明显，且有能力复制到其他行业。公司整体业绩稳健增长，同时进军轨交制动领域有望打开成长空间。公司当前市值较小，未来有较大的成长空间，我们给予公司“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 13 元。

风险

- 国内风电投资放缓、轨道交通制动系统业务拓展缓慢。

沈伟杰 联系人
 (8621)60870933
 shenweijie@gjzq.com.cn

徐才华 分析师 SAC 执业编号: S1130516010004
 (8610)66216932
 xucaihua@gjzq.com.cn

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004
 (8621)60230252
 panyili@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司是国内制动系统行业龙头.....	4
1.1、深耕行业缔造龙头企业.....	4
1.2、专注主业，经营业绩稳健.....	4
2、风电制动系统业务快速成长，传统制动器业务保持平稳.....	7
2.1、风电市场回暖带动制动系统升温.....	7
2.2、技术积累逐步发力，风电制动器业务快速增长.....	8
2.3、传统制动器业务将维持平稳.....	9
3、轨交制动系统打开成长空间.....	11
3.1、轨交制动市场广阔.....	11
3.2、收购上海庞丰，把握轨交制动系统进口替代机遇.....	11
3.3、动车组制动系统被国外巨头垄断，进口替代空间较大.....	13
3.4、国际巨头竞争优势明显，国内企业逐步追赶.....	13
4、盈利预测与投资建议.....	16
4.1、关键假设与盈利预测.....	16
4.2、投资建议.....	16

图表目录

图表 1：公司产品种类丰富，应用领域广阔.....	4
图表 2：营业收入逐年增长.....	5
图表 3：近年来净利润变动情况.....	5
图表 4：近年来分产品收入情况.....	5
图表 5：2015 年公司主营业务收入构成.....	5
图表 6：公司主要产品毛利率较高.....	5
图表 7：净资产收益率与销售净利率稳定.....	5
图表 8：华伍股份子公司情况.....	6
图表 9：2009-2014 年国内风电新增及累计装机容量.....	7
图表 10：风电整机成本结构.....	8
图表 11：2020 年我国风电制动器市场规模将达到 15 亿元.....	8
图表 12：公司风电制动系统发展历程.....	8
图表 13：全球新增风机销售容量排名前十的制造商.....	9
图表 14：西门子风力发电与可再生能源业务收入.....	9
图表 15：振华重工近两年来港机订单逐步回暖.....	10
图表 16：轨交制动系统市场规模测算.....	11
图表 17：华伍股份收购上海庞丰历程.....	12
图表 18：上海庞丰在轨道交通制动系统领域有丰富技术储备.....	13
图表 19：国内轨道交通制动系统供应商.....	13
图表 20：克诺尔集团营业收入情况.....	14

图表 21: 克诺尔集团净利润情况	14
图表 22: 2014 年克诺尔轨交制动系统在中国的销售情况	14
图表 23: 华伍股份定增项目“轨道交通车辆制动系统产业化建设”概览	15
图表 24: 公司主营业务预测——按收入拆分	17

1、公司是国内制动系统行业龙头

1.1、深耕行业缔造龙头企业

- 公司是国内工业制动器行业的龙头企业，也是工业制动器行业唯一一家上市公司。公司主要从事工业制动器及其控制系统的研发、设计、制造和销售，是目前国内规模最大、产品品种最全、行业覆盖面最广，并且具备较强自主创新能力的工业制动器专业生产商和工业制动系统解决方案提供商。
- 公司产品包括盘式制动器、块式制动器、防风制动器等各种类型，可广泛应用于起重运输机械、冶金设备、船舶及海上重工、风电及核电设备等领域。此外，公司通过收购上海庞丰 100% 股权进入轨交设备制动系统制造领域，逐步打开公司的成长空间。
- 制动器是使机械中的运动件停止或减速的传动部件，是工业装备中的“刹车器”，作为传动机构中一个不可或缺的重要安全控制环节，广泛应用于装备制造业。

图表 1：公司产品种类丰富，应用领域广阔



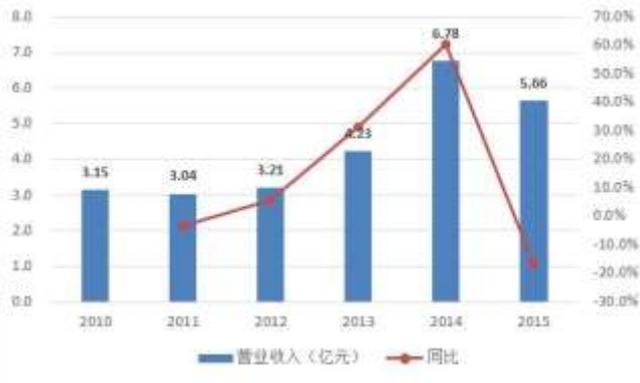
来源：公司网站，国金证券研究所

- 公司竞争力突出，产品市占率居行业首位。公司是我国工业制动器行业标准的起草单位，现行八项行业标准中有七项标准是由公司起草的。公司市场占有率多年来连续居行业首位，其中传统的港机制动器市场占有率高达 60% 以上，起重运输设备制动器的市场占有率接近 50%，新业务风电制动器市场占有率逐步提升至 15% 以上（估算值）。

1.2、专注主业，经营业绩稳健

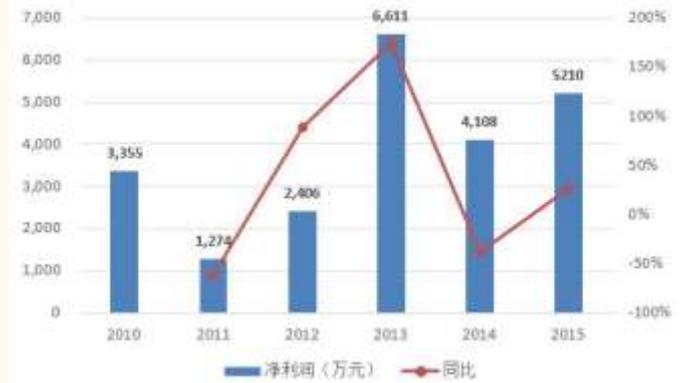
- 营业收入持续增长，净利润在波动中增加。公司近年来收入持续增长，主要是得益于其产品销售的增加和外延扩张的推进。2011—2014 年，公司营业收入从 3.04 亿增长到 6.78 亿，增幅为 123%，2015 年收入下滑至 5.66 亿元，主要因子公司力华信能源贸易业务同比下滑幅度较大，但该业务毛利率低，对于公司净利润影响不大；2011-2015 净利润从 1,274 万增长到 5210 万，其中，2013 年业绩增幅较大，净利润同比增长 175%，主要是来自于转让华伍重工 85% 股权取得投资收益 3335 万。

图表 2：营业收入逐年增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：近年来净利润变动情况



来源：wind，国金证券研究所

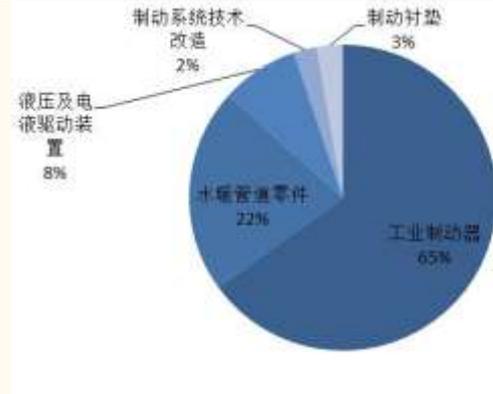
- 工业制动器是公司收入主要来源，近三年占比均在 50%以上。得益于公司在风电制动系统这一领域的逐步突破，其工业制动器收入从 2012 年的 1.62 亿增长到 2015 年的 3.24 亿，占整体营业收入比例约 65%，其中风电制动器业务收入占工业制动器业务收入比例接近 50%。此外，公司于 2013 年收购金贸流体后，水暖管道零件业务的收入占比也比较高，2015 年实现收入 1.08 亿元，占比 19%。

图表 4：近年来分产品收入情况



来源：wind，国金证券研究所

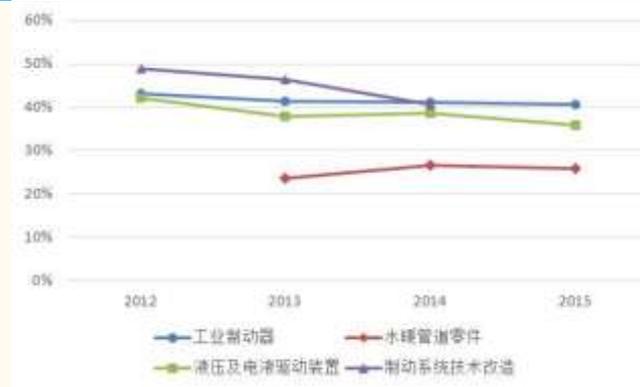
图表 5：2015 年公司主营业务收入构成



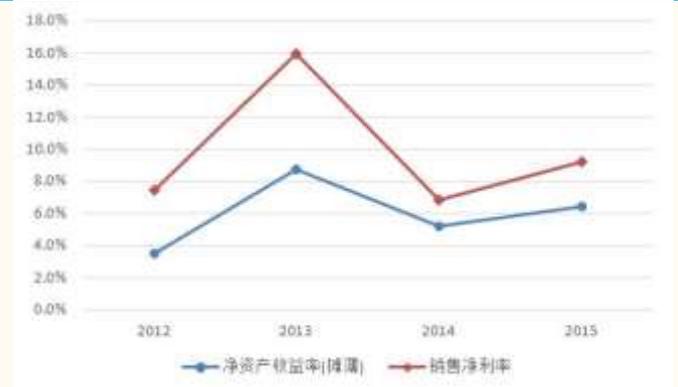
来源：wind，国金证券研究所

- 公司盈利能力较为稳定。从毛利率来看，工业制动器毛利率较高，近年由于竞争的因素，略有下滑，总体维持在 40%以上；水暖管道零件毛利率相比较低，在 25%左右。从盈利能力看，除 2013 年因转让股权有较高投资收益，使得净资产收益率有较大提升外，公司净资产收益率与销售净利率基本稳定。

图表 6：公司主要产品毛利率较高



图表 7：净资产收益率与销售净利率稳定



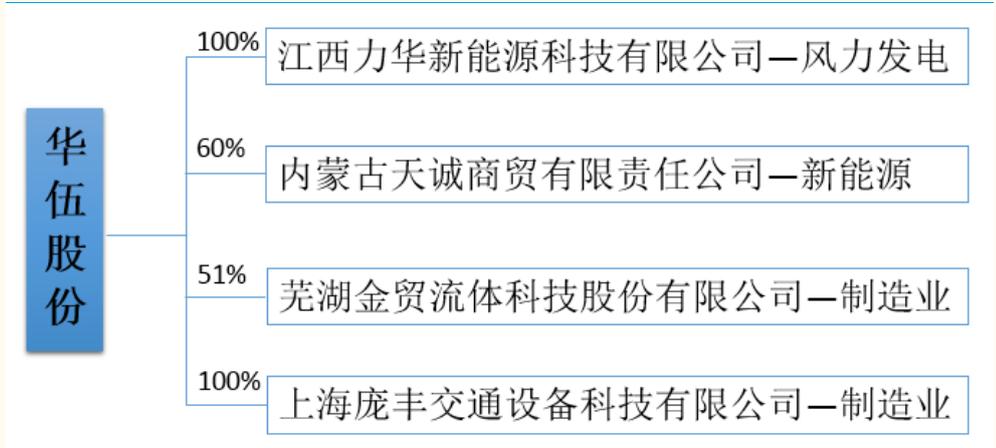
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

1.3、公司激励充分，上下一心打造国内制动系统行业龙头

- 公司高管团队激励充分，先后做过股权激励和员工持股计划。公司董事长聂景华先生为公司的实际控制人，持股比例达 34.17%（增发前）。公司总经理、副总经理等高管以及技术核心团队均持有公司股份。公司在 2013 年 8 月对核心骨干进行了股权激励，授予 219.3 万股限制性股票，并在此后两年业绩兑现后实现解锁。此外，公司三年期定增部分对公司第 1 期员工持股计划发行，筹集资金总额不超过 9951.60 万元，覆盖公司高管、核心骨干以及员工等共计 269 人，认购价格为 6.18 元/股。目前，公司的增发方案已获得证监会批文，近期有望完成。
- 除本部制动器业务外，公司目前现有上海庞丰、金贸流体、内蒙天诚、力华新能源等主要子公司，涵盖制动系统制造、新能源和贸易等几大业务领域。

图表 8：华伍股份子公司情况



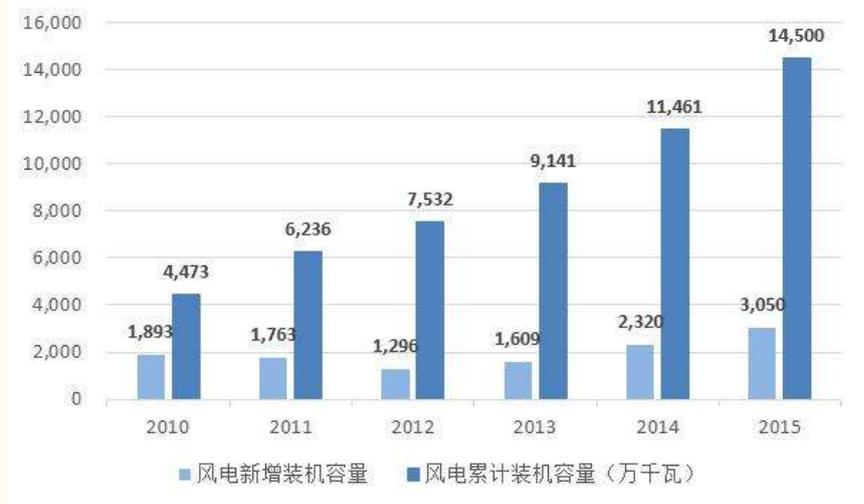
来源：公司公告，国金证券研究所

2、风电制动系统业务快速成长，传统制动器业务保持平稳

2.1、风电市场回暖带动制动系统升温

- **风电市场逐步回暖。**2013 年国家能源局连续出台一系列政策，加强风电产业监测和评价体系建设，有针对性地解决弃风限电问题，强化规划的引领作用，有序推进风电基地建设。在此之下，风电场建设有所加快，风电市场出现了平稳回升的势头。
- **近年来风电新增装机容量逐渐增加。**2013 年全国风电新增装机容量 1,609 万千瓦，相比 2012 年增加 313 万千瓦，是自 2010 年以来风电新增装机容量首次企稳回升。2014 年全国风电产业继续保持增长势头，新增装机容量 2,320 万千瓦，累计装机容量达到 1.15 亿千瓦。据中国风能协会的最新数据，2015 年中国风电新增装机 3050 万千瓦，同比上升 31.5%，累计装机 1.45 亿千瓦，同比上升 26.6%。

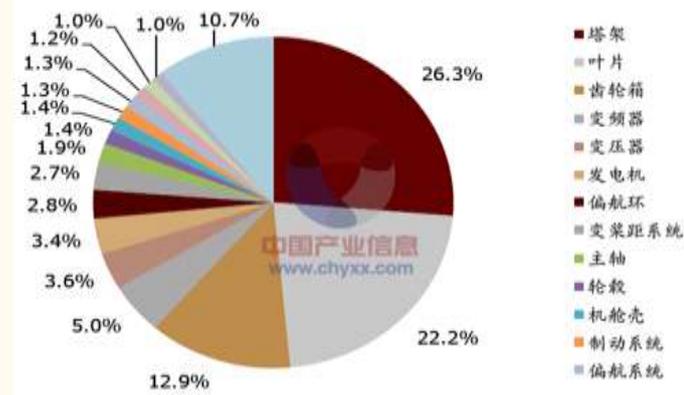
图表 9：2009-2014 年国内风电新增及累计装机容量



来源：中国风能协会，国金证券研究所

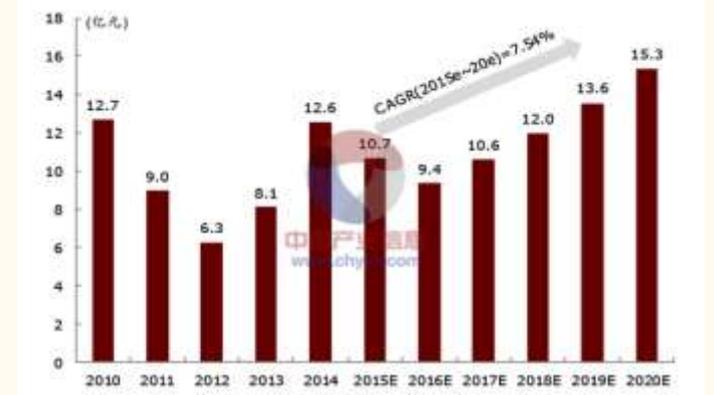
- **风力发电占比未来逐步提高，行业具备长期增长潜力。**根据《中国风电发展路线图 2050》，在中性情景下，到 2020 年，全国风电累计装机容量达到 2 亿千瓦，到 2030 年，全国风电累计装机容量达到 4 亿千瓦，到 2050 年，全国风电累计装机容量达到 10 亿千瓦，2010~2050 年 CAGR 为 8%。在乐观情景下，到 2020 年，全国风电累计装机容量达到 3 亿千瓦，到 2030 年，全国风电累计装机容量达到 12 亿千瓦，到 2050 年，全国风电累计装机容量达到 20 亿千瓦，2010~2050 年 CAGR 为 10%。
- **全国已提出 2020 年非化石能源比例达到 15% 的发展目标，按现行能源统计口径初步测算，到 2020 年风电并网容量应不少于 2 亿千瓦。**由于“十二五”期间的风电建设进程超预期出原有规划，我们预计“十三五”期末总体装机量有望超出这 2 亿千瓦的目标，结合《中国风电发展路线图 2050》，我们预计 2020 年风电装机总量将达到 2.5 亿千瓦。
- **风电制动器行业规模超十亿元，未来有望保持稳健增长。**风电行业投资在经历了 2012 年的低谷后逐步回暖，风电机组招标价格近年来逐步回升，2014 年国产风电机组平均价格达 4000 元/千瓦以上。我们假设未来几年风电机组招标价格维持现有景气度水平，制动器成本在整机造价中占比为 1.32%，参考中国产业信息网的测算，未来几年风电制动器行业将保持 7% 以上的增长，到 2020 年，行业规模将达 15 亿元。

图表 10：风电整机成本结构



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 11：2020 年我国风电制动器市场规模将达到 15 亿元

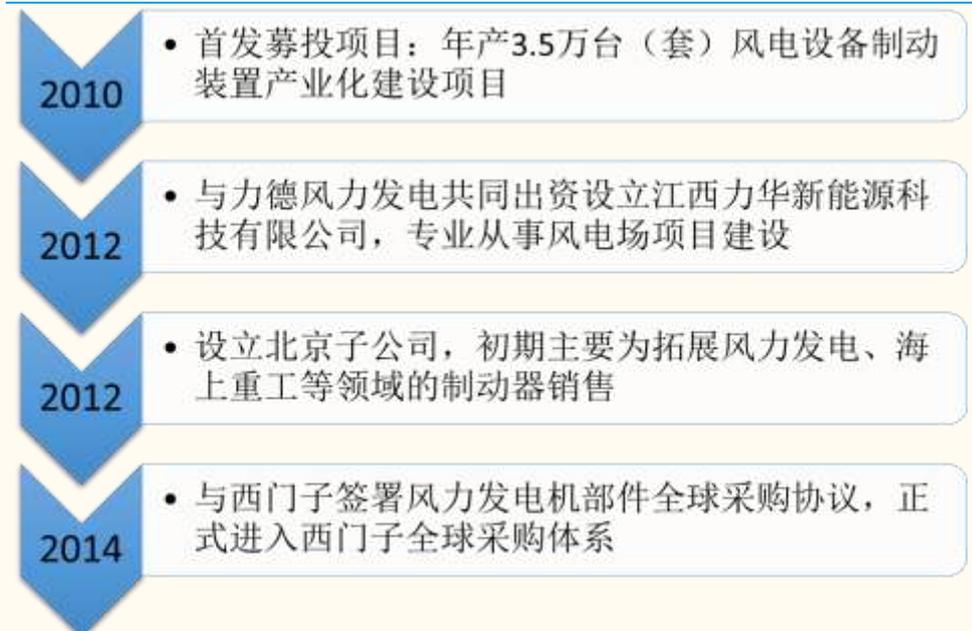


来源：中国产业信息网，国金证券研究所

2.2、技术积累逐步发力，风电制动器业务快速增长

- **行业垄断格局逐步打破，国内制动器企业逐步崛起。**此前，我国风电设备的主轴制动以及 1.5MW 以上的偏航制动 95% 以上由国外的专业厂商供应，丹麦 Svendborg、西班牙 Antec 以及其在国内的代理商占据着绝大多数市场份额，国内自主品牌厂商的份额很小。近年来，随着华伍股份、焦作制动等公司逐步切入风电制动器领域，凭借着稳定的性能和明显的价格优势快速抢占市场份额。
- 公司自 2010 年上市之初就开始准备风电制动系统业务，募集资金中有 9,616 万用于“年产 3.5 万台（套）风电设备制动装置产业化建设项目”。经过多年的努力，公司在传统制动器制造方面的优势逐步拓展至风电领域，2013 年借助风电行业回暖，公司风电产品在中站站稳脚跟，近两年来陆续突破风电机组制造行业龙头，其市场份额已接近或超过原先的一些国外品牌。

图表 12：公司风电制动系统发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

- **突破国内风电主机厂，带动公司业绩快速增长。**由于风电机组制造的技术难度高，市场集中度较高，因此，对于零部件供应商来说，其下游客户较为集中，切入大客户供应体系意味着其产品质量得到初步认可，随着合作

关系的深化，订单有望持续性增长。2014年，公司在客户拓展上取得很大突破，基本进入了国内主流风电主机厂（如金风科技、湘电、上海电气等）的供应体系，使得其收入规模快速增长，全年确认销售收入超过1亿元。2015年，公司在此基础上继续拓展客户、增强服务，所接订单继续保持快速增长。金风科技已经成为公司的第一大客户，2015年对其实现销售收入达8942万元，占比达15.80%。

- **进入西门子风力发电部件全球采购体系，打开风电制动器业务成长空间。** 2014年4月，公司与西门子签署了期限3年的风力发电机部件全球采购框架协议，约定公司将在全球范围内以优先的采购条件为西门子及其子公司提供风机部件。
- 西门子是全球领先的风电整机制造商，2013-2014年风机新增销售容量排名全球第二，市场份额约为10%，在海上风电业务方面处于全球领先地位。公司的风电制动器进入西门子采购体系之后，标志着其产品获得全球领先的客户认可，对公司市场知名度和品牌影响力都有较大提升，有助于其产品打开全球市场，对其未来业绩增长将形成支撑。

图表 13：全球新增风机销售容量排名前十的制造商

序号	制造商	2013年新增装机容量 (MW)	2013年占全球比例 (%)	2014年新增装机容量 (MW)	2014年占全球比例 (%)
1	维斯塔斯 (丹麦)	4893	13.1	6254	12.3
2	西门子 (德国)	2776	7.4	5068	9.9
3	GE 风能 (美国)	2458	6.6	4624	9.1
4	金风科技 (中国)	4112	11.0	4593	9.0
5	Enercon (德国)	3687	9.8	3957	7.8
6	苏司兰集团 (印度)	1995	5.3	2947	5.8
7	联合动力 (中国)	1488	4.0	2593	5.1
8	歌美飒 (西班牙)	2069	5.5	2399	4.7
9	明阳风电 (中国)	1297	3.5	2263	4.4
10	远景能源 (中国)	1142	3.0	1963	3.8
	其它	11560	30.8	14566	28.2
	全球总计	37478	100	51227	100

来源：A BTM NAVIGANT WIND REPORT 2015，国金证券研究所

图表 14：西门子风力发电与可再生能源业务收入



来源：Bloomberg，国金证券研究所

- **预计公司未来几年风电制动器业务收入有望保持 15%左右的快速增长。** 按照公司现有的业务收入规模测算，我们预计当前其市场份额约为 10%，仍然处于较低水平。在进入国内主流厂商的风电制动器供应商名单后，公司在制动器领域的传统制造优势将得以体现，在产品质量、品牌、招投标价格、售后服务等各个方面的优势将复制过来，提升其市场份额。风电制动器行业未来总体保持 7.5%左右的平稳增长，我们认为未来两三年是风电制动器行业竞争格局逐步走向固化的时期，公司有望获得更多的市场份额，预计会保持 15%左右的增长。

2.3、传统制动器业务将维持平稳

- **公司的制动器传统应用领域主要为港机、起重机械设备等领域。** 经过多年发展，公司已经在港机领域形成了明显的竞争力，其市场份额高达 50%以上（估算值），未来的市场主要在于存量市场的维护而非增量市场。公司通过加强服务增强客户粘性，为维护现有市场份额和现有销售收入保驾护航。
- **港机需求回暖，港机龙头振华重工订单持续性增长。** 2002-2007 年是国内港口码头的快速成长期，经过十几年的发展，很多码头已经到了近两年，国内港口码头出现大规模更新改造的现象。2014 年 6 月，国家交通运输部发布了《交通运输部关于推进港口转型升级的指导意见》，提出要提升港口信息化水平，促进港口服务高效便捷，在港口信息化应用、港口装备智能化水平以及智慧港口建设等方面给与指导意见。在此背景下，国内港机企业的订单水平出现回升，特别是以龙头企业振华重工为代表，订单回暖态势十分明显。

图表 15: 振华重工近两年来港机订单逐步回暖



来源: 振华重工年报, 国金证券研究所

- **探索智慧码头改造业务, 增强用户粘性。**公司近两年正积极拓展智慧码头改造业务, 借助现代化的通讯技术手段, 对原有的制动器产品进行升级, 对于产品的运行状态进行实时的监控, 以提高售后服务的效率, 未来将具备在线监测、联网监控等功能。目前该套系统已经在一些客户现场得到应用, 包括厦门远海自动化码头项目、广州南沙港新建码头等大型项目, 预计未来将扩展至更多的自动化码头项目中。
- 在经济性形势不好的情形下, 公司传统制动器下游应用行业面临着一定的下滑压力, 公司主要通过开发新产品、拓展新行业、加大营销力度等手段维持销售收入的平稳增长。

3、轨交制动系统打开成长空间

3.1、轨交制动市场广阔

- **制动系统是列车运营安全的守护神，市场空间广阔。**牵引系统、制动系统和网络控制系统为轨道交通装备行业三大核心系统，制动系统决定列车能否安全平稳地停下来，是列车运营安全的“守护神”。目前，轨道交通产业属于国家重点产业发展方向，随着城镇化的发展具有极大的发展空间。高铁、地铁、现代有轨电车、货运机车提速及重载化、普速铁路电气化提速的项目数量急剧增多，当前国内制动系统年均采购额为 80-100 亿。
- **高铁动车组制动系统市场规模超 80 亿元，城轨交通列车制动系统市场规模超 20 亿元。**我们按照铁路行业未来几年 10% 的复合增长率对动车组招标投标数量和价值进行预测。此外，考虑到城轨交通未来发展空间巨大，我们给与 20% 的复合增长率给与预测，由于制动系统占设备投资比例一般可达 10% 以上，我们预测到 2018 年，轨交制动系统行业规模将达 145 亿元。
- “十二五”期间，全国铁路固定资产投资完成额达 3.58 万亿元，新增历程 3.05 万公里，是景气度最高的五年。铁道部相关人士预计“十三五”期间铁路投资规模有望在 3.5-3.8 万亿，部分年份规模将超过 8000 亿。我们认为，铁路基建投资是国家维持 GDP 增长的主要投资手段之一，仍将保持较高的景气度。由于高铁、动车的客运量增长，国内动车组列车的招标量将保持较快增长。我们预计未来几年动车组列车的复合增速为 10%。
- 2014 年末，全国 22 个城市共开通城市轨道交通运营线路长度 3173 公里，其中，地铁 2361 公里，占 74.4%；轻轨 239 公里，占 7.5%。这也就意味着此前我国发布的《城市公共交通“十二五”发展规划纲要》提出的到“十二五”末全国城市轨道交通运营里程将达到 3300 公里的目标基本能够超额实现。“十三五”期间，城市化进程将继续进行，城市轨交仍然有很大的发展空间，据交通运输协会专家表示，到 2020 年中国的规划里程数将达到 10000 公里并将由主要集中在省会等一线城市转变为向二线、三线城市扩展。我们预计未来几年城市轨交设备的复合增长率达 20%。

图表 16：轨交制动系统市场规模测算

		2015E	2016E	2017E	2018E
	招标量（标准列）	467	514	565	610
动车组	列车总价	821.92	904.11	994.52	1074.09
	制动占比	10%	10%	10%	10%
	制动系统	82.19	90.41	99.45	107.41
城轨交通	年投资	218.53	262.24	314.69	377.62
	制动占比	10%	10%	10%	10%
	制动系统	21.85	26.22	31.47	37.76
合计	制动系统	104	117	131	145

来源：铁投网，国金证券研究所

3.2、收购上海庞丰，把握轨交制动系统进口替代机遇

- **收购上海庞丰进军轨交制动领域。**2014 年 9 月，公司投资 5566 万元，收购并增资上海庞丰交通设备科技有限公司，占其 54.53% 的股权。2015 年 8 月，公司再次出资 5001.7 万元收购了上海庞丰其他股东的全部股权，持有上海庞丰 100% 股权。与庞丰的合作，为华伍跻身轨道交通市场奠定了基础，缩短了公司实现轨道交通板块战略的进程。

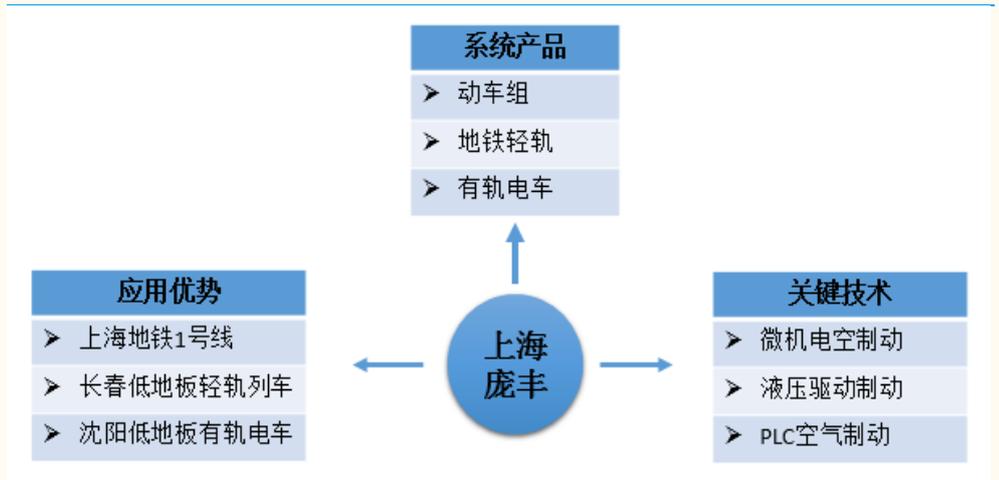
图表 17：华伍股份收购上海庞丰历程

日期	交易对方	出资额（万元）	收购股权比例	累计持股比例
2014年9月	玖焯投资等	5,565.66	54.53%	54.53%
2015年8月	吴萌岭等	5,001.70	45.47%	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 上海庞丰交通设备科技有限公司是一家专业从事轨道交通车辆制动系统、零部件制造的企业，拥有一支由国内轨道交通车辆专家、教授、博士、硕士、高级工程师，以及生产第一线高级技师组成的人才队伍，并且与同济大学长期合作。
- 上海庞丰技术储备丰富，已研制出具有自主知识产权的低地板轻轨车辆制动系统。庞丰自主开发的制动系统可应用于地铁、低地板轻轨、磁悬浮和动车组等轨道交通领域。装车项目包括上海地铁一号线、长春低地板轻轨列车、新式磁浮式轨道巡检车、科技部实验平台车等。公司自主研发的国内首套具有自主知识产权的低地板轻轨车辆制动系统已通过中国交通运输协会、城市轨道交通专业委员会组织举办的专家技术评审。
- 低地板有轨电车最显著的特点是造价低、节能环保，其轨道可直接在现有马路上铺设，车辆在地面停靠，现代有轨电车运行系统建造成本仅为地铁的 1/4 到 1/3，且工期短，污染少。由这种车辆构建起的城市有轨电车运载系统，载客量、乘坐舒适感、稳定性均高于公共汽车，且兼备城市观光功能。此前该技术被阿尔斯通、西门子、庞巴迪等欧洲巨头掌握，造价昂贵。2013 年，中国北车唐车公司研制的 100%低地板现代有轨电车下线标志着国产低地板电车的技术突破，目前该项技术已经在长春、沈阳、大连等城市得到应用。目前全球有 30 多个国家 140 多个城市采用了低地板车交通系统，而国内市场目前仍然处于起步阶段，未来有较大的发展空间。
- 有轨电车市场前景广阔，有轨电车制动系统市场规模约 6 亿元。当前国内总体运行的公里数不到 500 公里，而未来全国各地规划投建的有 5000 公里以上，有非常大的增长空间。根据中国轨道交通协会 2015 年 4 月份发布的数据显示，全国已有超过 100 个城市规划建设有轨电车，截至 2014 年年底，南京、大连、长春、上海等 7 个城市运营总里程达到 134 公里。2015 年，青岛、淮安、珠海等城市将相继开通运营有轨电车。到 2020 年，国内的有轨电车线路将超过 2000 公里，按照每公里 1.3 亿元的投资额估算，2015-2020 年的投资总额将达 2426 亿元，年均投资额达 400 多亿元。初期规划的初期规划的有轨电车线路基本按照每公里一列车进行配属，按照每列车 2000 万元估算，国内有轨电车年均采购额达 62 亿元，对应的制动系统市场规模约为 6 亿元。
- 庞丰有望在有轨电车领域弯道超车。目前我国轨交制动系统领域国产化率仍较低，大部分市场被德国克诺尔集团占据，其在高铁、机车等制动系统领域优势明显，但是在现代有轨电车领域克诺尔也处于开拓阶段。上海庞丰研制的低地板轻轨车辆制动系统已通过专家技术评审、具有自主知识产权，在此市场具备一定的优势。

图表 18：上海庞丰在轨道交通制动系统领域有丰富技术储备



来源：公司公告，国金证券研究所

- 上海庞丰技术储备加上华伍股份在产业化和市场能力方面的优势，两者融合于上市公司平台之上，能够发挥出更大的协同效应，为华伍快速进入轨道交通制动系统领域、开拓市场份额打下坚实基础，也将会推动我国轨交制动系统产品进一步实现进口替代，强化自主化发展能力。

3.3、动车组制动系统被国外巨头垄断，进口替代空间较大

- 国内轨交制动系统几乎被国际巨头垄断，采购成本较高。国际上先进的制动系统主要出自德国克诺尔和法国法维莱公司，目前中国高铁和大功率机车上装载的制动系统也大多依赖于这两家公司，行业呈现垄断竞争格局。国内地铁车辆采用的制动系统主要由德国克诺尔公司和中国铁道科学研究院机车车辆研究所提供。
- 国外公司对制动系统核心技术保密，且备件采购周期长、价格昂贵，加大了制动系统的维修难度，导致列车的维修时间过长，检修成本也大大增加。因此，轨交制动系统的国产化十分有必要。

图表 19：国内轨道交通制动系统供应商



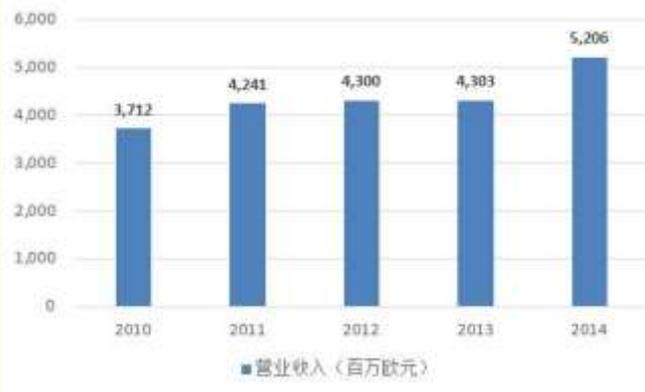
来源：国金证券研究所

3.4、国际巨头竞争优势明显，国内企业逐步追赶

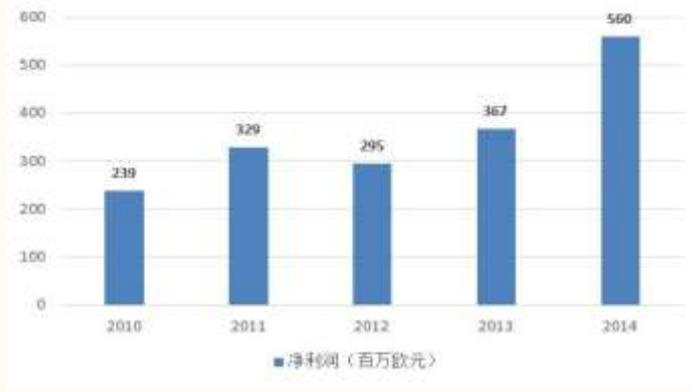
- 克诺尔集团——世界领先的轨道车辆和商用车辆制动系统的制造商。克诺尔总部位于德国慕尼黑，2014 年，克诺尔集团销售额达 52.06 亿欧元，实现净利润 5.6 亿欧元。集团业务分为两个部分：

- **轨道车辆系统业务部：**提供用于城市交通的传统车辆（如地铁和电车、货运列车、客运列车、高速列车等）制动系统。除了制动系统外，还包括了智能登车系统、空调设备、控制组件、摩擦材料以及驾驶员辅助系统。此外，轨道车辆事业部还提供驾驶模拟装置和电子学习系统，旨在为列车工作人员提供培训。
- **商用车系统业务部：**向客户提供卡车、客车、挂车和农用设备的制动系统。在底盘系统业务领域，克诺尔在电子控制、辅助驾驶系统以及供气系统方面处于领先地位。除制动系统外，其它产品线包括传动线以及柴油发动机的扭转振动减振器。

图表 20：克诺尔集团营业收入情况



图表 21：克诺尔集团净利润情况

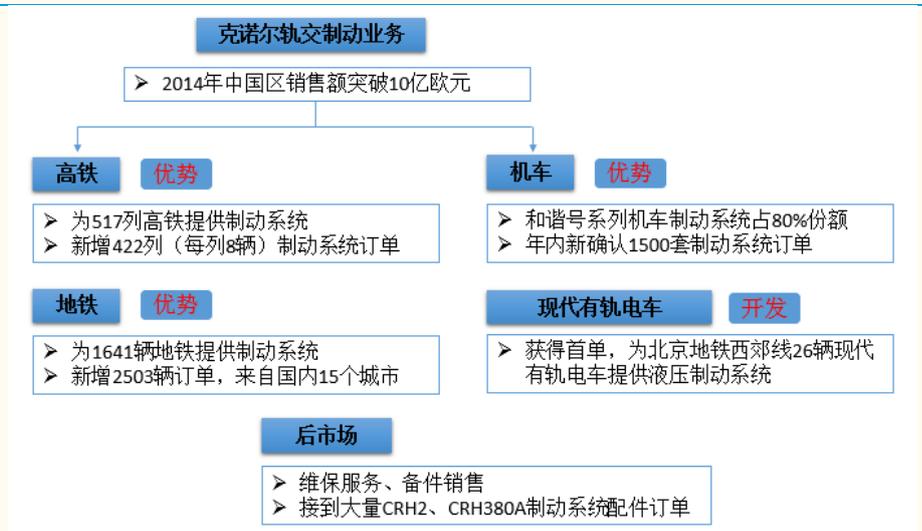


来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

- **受益于中国高铁建设扩张，中国区轨交系统营业收入超 10 亿欧元。**中国高铁建设的迅速扩张为克诺尔集团带来了大量订单，2014 年，其中国区业务收入超 10 亿欧元。2014 年克诺尔为国内 517 列高铁提供了制动系统，年内新增订单包括 422 列高铁的制动系统，其中有 270 列也将装备其门系统，有 100 列装备其空调系统。此外，克诺尔还接到了大量 CRH2 和 CRH380A 高速列车的制动系统配件订单，包括制动钳、制动盘和制动衬块等。
- 在火车机车制动系统领域，克诺尔集团 CCBII 制动系统在中国和谐号系列机车里已经应用了 8,262 套，占有 80% 市场份额；2014 年新确认了 1,500 套订单。地铁制动领域，克诺尔 2014 年为 1,641 辆地铁提供了制动系统，公司还收到了来自中国 15 个城市的 18 个地铁项目总计 2,503 辆地铁的制动系统订单。城市轻轨方面，克诺尔于 2014 年获得首单，为北京地铁西郊线 26 辆现代有轨电车提供液压制动系统。

图表 22：2014 年克诺尔轨交制动系统在中国的销售情况



来源：克诺尔集团 2014 年报，国金证券研究所

- 克诺尔在轨交制动多个领域已占有较大优势，但在现代有轨电车制动系统方面尚处于开拓阶段。从克诺尔集团 2014 年的经营数据来看，其在中国轨交制动系统领域已然占据了较大的优势地位；尤其是在高铁、火车机车、地铁等方面，其领先的市场份额反映了克诺尔在制动系统产品技术、质量、营销等方面的优势，短时间内难以有其他对手匹敌。但是在城市现代有轨电车制动系统领域，克诺尔集团也处于开拓阶段，优势尚不明显，是国内企业的突破点。
- 国内科研院所和企业轨道车辆制动系统领域逐步实现突破。1) 国内的铁科院车辆所目前已经具备了生产地铁制动系统的能力并且通过了广泛的装车验证，在天津滨海线、天津地铁和沈阳地铁等项目上实现了供应。2) 在机车制动系统领域，国内北车自主研发的 JZ-8 型机车制动系统的世界“重载之王”—HXD2 型电力机车在包头西机务段圆满完成了 10 万公里的运营考核，将进入小批量的正式装车运营。3) 在高铁制动领域，南京海泰通过与日本 Nabtesco 和 Faiveley 合作，引进日本和德国的高速动车和地铁制动系统技术，经过消化、吸收后，目前已经成为国内 CRH2 型动车组制动系统的主要供应商，并在地铁城际市场陆续承接了多个项目。
- 公司定增加码轨道交通制动系统业务。华伍股份于 2015 年 5 月公布了定增预案，拟投入 2.56 亿元进行“轨道交通车辆制动系统产业化建设项目”。项目建设期约 2 年，预计第 5 年达产，产量为 750 列轨道交通车辆制动系统，预计平均每年实现销售收入 9.03 亿元、净利润 8004.9 万元。

图表 23：华伍股份定增项目“轨道交通车辆制动系统产业化建设”概览

项目投资	建设时间	产出产品	产出效益
25,563.8 万元	建设期 2 年，第 3 年投产并达到设计产能的 60%，第 5 年达产 100%	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 轨道交通制动系统 750 列； ➢ 轨道交通车辆基础制动装置 1 万套、制动盘 5000 个； ➢ 轨道交通车辆制动闸片闸瓦 4 万片； 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 预计平均每年实现销售收入 9.03 亿元、净利润 8004.9 万元 ➢ 税后回收期为 4.73 年（含建设期）

来源：国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设与盈利预测

- 根据前文判断，我们认为公司依靠产品升级和开拓新应用领域保持传统制动器业务将保持平稳增长，收入规模约达 1.8 亿元。而风电制动器业务则得益于大客户对公司产品的认可度不断提升，未来几年仍然有望保持 10-20%左右快速的增长。我们预测公司 2016-2018 年的工业制动器总体销售收入分别为 3.8、4.3、4.8 亿元，分别同比增长 17.13%、13.16%和 11.63%。
- **液压与电液驱动装置**主要为工业制动器提供动力，在自动化码头改造等领域有所应用，该业务未来的增长趋势与工业制动器基本匹配，预测制动系统配件未来三年的业务收入分别为 0.5、0.6、0.7 亿元。
- **轨交制动系统**方面，公司完成对庞丰的控股后，对其市场策略进行了调整和改进，充分发挥了庞丰的技术优势。2015 年庞丰实现销售收入达 3000 多万元，首次实现扭亏为盈，显示出较好的整合效果。我们预计未来几年庞丰将保持每年翻番以上的高速增长，预测业务收入分别为 0.7、1.4 和 2.8 亿元。
- **水暖管道**为子公司金贸流体的业务，以出口外贸为主，跟公司主业相关性不大，我们预计其未来三年的业务收入分别为 1.20、1.32 和 1.45 亿元。
- 此外，公司在 2015 年中报调整了业务收入结构，把原有的制动系统技术改造、制动衬垫等都合并到了工业制动器业务板块中。故，我们在盈利预测中为方便起见，将这些项目 2014 年之前的并入到其他项中。
- 综上，我们预测公司 2016-2018 年的主营业务收入分别为 7.00/8.52/10.75 亿元，分别同比增长 23.7%/21.7%/26.2%，归母净利润 0.77/1.05/1.34 亿元，分别同比增长 47.55%/36.31%/28.14%，EPS 分别为 0.25/0.34/0.43 元（考虑 2016 年公司增发 647 万股摊薄后的 EPS 分别为 0.24/0.33/0.42 元），对应 PE 分别为 39/29/22 倍（考虑增发 647 万股摊薄后为 40/29/23 倍）。

4.2、投资建议

- 我们认为公司在传统起重运输设备和港机制动器制造领域的竞争优势十分明显，且近年来公司在风电制动系统领域取得的快速突破证明了这种能力有复制到其他领域的潜力。目前，公司在风电制动器领域根基渐稳，未来有望保持较快发展，同时公司通过收购庞丰进军轨交制动系统有望打开成长空间。公司当前市值较小，未来有较大的成长空间，我们给予公司“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 13 元。

图表 24: 公司主营业务预测——按收入拆分

项 目	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
工业制动器							
销售收入 (百万元)	162.15	219.84	260.91	324.43	380.00	430.00	480.00
增长率 (YOY)		35.58%	18.68%	24.35%	17.13%	13.16%	11.63%
毛利率	43.15%	41.52%	41.22%	40.65%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	92.18	128.56	153.36	192.55	228.00	258.00	288.00
增长率 (YOY)		39.47%	19.29%	25.55%	18.41%	13.16%	11.63%
毛利 (百万元)	69.97	91.28	107.55	131.88	152.00	172.00	192.00
增长率 (YOY)		30.46%	17.82%	22.63%	15.26%	13.16%	11.63%
占总销售额比重	50.48%	52.01%	38.49%	57.32%	54.29%	50.47%	44.65%
占主营业务利润比重	53.88%	59.91%	56.53%	62.90%	59.75%	55.02%	47.77%
液压及电液驱动装置							
销售收入 (百万元)	61.09	57.75	61.91	40.67	50.00	60.00	70.00
增长率 (YOY)		-5.47%	7.20%	-34.31%	22.94%	20.00%	16.67%
毛利率	42.12%	37.83%	38.70%	35.95%	36.00%	36.00%	36.00%
销售成本 (百万元)	35.36	35.90	37.95	26.05	32.00	38.40	44.80
增长率 (YOY)		1.54%	5.70%	-31.36%	22.84%	20.00%	16.67%
毛利 (百万元)	25.73	21.85	23.96	14.62	18.00	21.60	25.20
增长率 (YOY)		-15.10%	9.67%	-38.98%	23.11%	20.00%	16.67%
占总销售额比重	19.02%	13.66%	9.13%	7.19%	7.14%	7.04%	6.51%
占主营业务利润比重	19.81%	14.34%	12.59%	6.97%	7.08%	6.91%	6.27%
轨道交通制动系统							
销售收入 (百万元)			2.48	25.60	70.00	140.00	280.00
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	932.26%	173.44%	100.00%	100.00%
毛利率			47.18%	40.00%	36.00%	38.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	1.31	15.36	44.80	86.80	168.00
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	1072.58%	191.67%	93.75%	93.55%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	1.17	10.24	25.20	53.20	112.00
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	775.17%	146.09%	111.11%	110.53%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.37%	4.52%	10.00%	16.43%	26.05%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.61%	4.88%	9.91%	17.02%	27.87%
水暖管道零件							
销售收入 (百万元)		11.21	134.77	107.89	120.00	132.00	145.00
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	1102.23%	-19.95%	11.22%	10.00%	9.85%
毛利率		23.66%	26.49%	25.82%	26.00%	26.00%	26.00%
销售成本 (百万元)	0.00	8.56	99.07	80.03	88.80	97.68	107.30
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	1057.66%	-19.22%	10.95%	10.00%	9.85%
毛利 (百万元)	0.00	2.65	35.70	27.86	31.20	34.32	37.70
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	1246.03%	-21.97%	12.00%	10.00%	9.85%
占总销售额比重	0.00%	2.65%	19.88%	19.06%	17.14%	15.49%	13.49%
占主营业务利润比重	0.00%	1.74%	18.76%	13.29%	12.26%	10.98%	9.38%
其他							
销售收入 (百万元)	97.97	133.92	217.84	67.41	80.00	90.00	100.00
增长率 (YOY)		36.69%	62.66%	-69.06%	18.68%	12.50%	11.11%
毛利率	34.88%	27.31%	10.04%	37.20%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	63.80	97.35	195.96	42.33	52.00	58.50	65.00
增长率 (YOY)		52.59%	101.29%	-78.40%	22.83%	12.50%	11.11%
毛利 (百万元)	34.17	36.57	21.88	25.08	28.00	31.50	35.00
增长率 (YOY)		7.02%	-40.17%	14.61%	11.66%	12.50%	11.11%
占总销售额比重	30.50%	31.68%	32.13%	11.91%	11.43%	10.56%	9.30%
占主营业务利润比重	94.85%	84.21%	42.98%	46.86%	40.00%	36.97%	32.56%
销售总收入 (百万元)	321.21	422.72	677.91	566.00	700.00	852.00	1075.00
销售总成本 (百万元)	191.34	270.37	487.65	356.32	445.60	539.38	673.10
毛利 (百万元)	129.87	152.35	190.26	209.68	254.40	312.62	401.90
平均毛利率	40.43%	36.04%	28.07%	37.05%	36.34%	36.69%	37.39%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	423	678	566	700	852	1,075	货币资金	165	144	161	289	161	170
增长率		60.4%	-16.5%	23.7%	21.7%	26.2%	应收款项	325	334	366	418	508	641
主营业务成本	-266	-484	-356	-446	-539	-673	存货	190	210	210	244	296	369
%销售收入	63.0%	71.4%	63.0%	63.7%	63.3%	62.6%	其他流动资产	46	43	24	29	34	42
毛利	156	194	210	254	313	402	流动资产	726	731	760	980	999	1,222
%销售收入	37.0%	28.6%	37.0%	36.3%	36.7%	37.4%	%总资产	68.4%	64.5%	63.7%	66.0%	63.4%	68.0%
营业税金及附加	-4	-5	-5	-6	-8	-10	长期投资	5	5	12	13	12	12
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	277	285	285	411	476	468
营业费用	-43	-51	-54	-70	-85	-108	%总资产	26.1%	25.1%	23.9%	27.7%	30.2%	26.0%
%销售收入	10.3%	7.5%	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%	无形资产	51	106	116	78	86	93
管理费用	-62	-71	-82	-84	-102	-129	非流动资产	335	402	434	504	576	575
%销售收入	14.7%	10.4%	14.5%	12.0%	12.0%	12.0%	%总资产	31.6%	35.5%	36.3%	34.0%	36.6%	32.0%
息税前利润 (EBIT)	47	67	69	94	118	156	资产总计	1,061	1,133	1,194	1,484	1,575	1,797
%销售收入	11.1%	9.9%	12.2%	13.5%	13.8%	14.5%	短期借款	175	183	205	0	0	59
财务费用	-9	-11	-9	-2	5	1	应付款项	60	73	100	114	138	173
%销售收入	2.2%	1.6%	1.6%	0.3%	-0.5%	-0.1%	其他流动负债	4	7	18	35	38	44
资产减值损失	-3	-3	-3	-3	-1	-1	流动负债	240	263	323	149	177	275
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	33	0	-1	0	0	0	其他长期负债	8	2	7	5	4	5
%税前利润	46.5%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	247	265	330	154	181	281
营业利润	68	53	56	89	122	156	普通股股东权益	755	794	807	1,265	1,322	1,438
营业利润率	16.2%	7.8%	10.0%	12.7%	14.3%	14.5%	少数股东权益	59	74	58	65	72	79
营业外收支	3	2	10	10	10	10	负债股东权益合计	1,061	1,133	1,194	1,484	1,575	1,797
税前利润	72	55	66	99	132	166							
利润率	17.0%	8.2%	11.7%	14.1%	15.4%	15.5%	比率分析						
所得税	-4	-9	-9	-15	-20	-25		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	5.9%	16.3%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标						
净利润	67	46	57	84	112	141	每股收益	0.646	0.200	0.169	0.247	0.337	0.432
少数股东损益	1	5	5	7	7	7	每股净资产	7.383	3.864	2.618	3.392	3.545	3.855
归属于母公司的净利润	66	41	52	77	105	134	每股经营现金净流	-0.326	0.299	0.345	0.106	0.050	-0.001
净利率	15.6%	6.1%	9.2%	11.0%	12.3%	12.5%	每股股利	0.000	0.100	0.050	0.050	0.050	0.050
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.75%	5.18%	6.46%	6.08%	7.93%	9.34%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	6.23%	3.63%	4.36%	5.18%	6.65%	7.47%
净利润	67	46	57	84	112	141	投入资本收益率	4.47%	5.34%	5.58%	6.02%	7.17%	8.40%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	33	35	37	36	38	42	主营业务收入增长率	31.60%	60.37%	-16.51%	23.67%	21.71%	26.17%
非经营收益	-24	11	11	1	-10	-8	EBIT 增长率	16.49%	42.74%	3.16%	35.97%	24.88%	32.51%
营运资金变动	-109	-31	1	-81	-121	-176	净利润增长率	174.81%	-37.85%	26.81%	47.55%	36.31%	28.14%
经营活动现金净流	-33	61	106	40	19	0	总资产增长率	16.08%	6.79%	5.34%	24.27%	6.19%	14.08%
资本开支	-8	-36	-51	-98	-99	-30	资产管理能力						
投资	-10	-55	-41	-1	0	0	应收账款周转天数	142.3	125.1	179.8	180.0	180.0	180.0
其他	64	20	6	0	0	0	存货周转天数	216.7	150.6	214.8	200.0	200.0	200.0
投资活动现金净流	46	-70	-86	-99	-99	-30	应付账款周转天数	55.9	33.2	57.3	60.0	60.0	60.0
股权募资	11	4	0	400	-29	0	固定资产周转天数	238.5	146.3	182.6	150.2	130.1	100.3
债权募资	-50	5	21	-205	0	60	偿债能力						
其他	-16	-1	-31	-7	-19	-21	净负债/股东权益	1.24%	4.45%	5.09%	-21.77%	-11.58%	-7.28%
筹资活动现金净流	-56	8	-10	188	-48	39	EBIT 利息保障倍数	5.0	6.1	7.6	46.1	-25.2	-105.8
现金净流量	-43	0	10	129	-128	9	资产负债率	23.31%	23.39%	27.57%	10.37%	11.52%	15.62%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,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,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。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD