

行业研究/深度研究

2018年09月12日

行业评级:

交运设备 增持(维持)
汽车零部件II 增持(维持)

谢志才 执业证书编号: S0570512070062
研究员 0755-82492295
xiezhicai@htsc.com

陈燕平 执业证书编号: S0570518080002
研究员 021-38476102
chenyanping@htsc.com

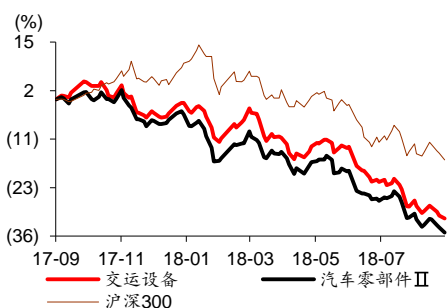
李弘扬 执业证书编号: S0570517030001
研究员 0755-82492080
lihongyang@htsc.com

刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

相关研究

- 1 《交运设备: 行业周报(第三十六周)》
2018.09
- 2 《交运设备: 销量环比改善, 自主强者恒强》
2018.09
- 3 《交运设备: 汽车行业中期: 业绩增速显著
收窄》2018.09

一年内行业走势图



资料来源: Wind

坚持独立自主开发, 成就韩国汽车工业

韩国汽车产业发展研究深度报告

从组装工厂到世界领先, 坚持独立自主成就韩国汽车工业

韩国汽车产业的发展属于产业主导型发展模式, 以自主开发、自主建设、自主生产、自主销售为指导思想。尽管在整个产业建立之初, 韩国汽车工业并不拥有完整的汽车设计制造技术, 只能通过从外国企业进行技术转移, 但为了保证民族汽车工业的独立发展, 韩国企业坚持自主创新, 坚持企业的独立性和话语权底线, 形成自己独立的技术研发能力, 2017年韩国民族品牌现代起亚汽车集团全球销量超700万辆, 为世界第五大汽车集团。我们认为, 坚持自主开发成就了后来居上的韩国汽车工业, 中国自主车企需坚持走自主开发的道路, 可关注优秀自主品牌整车和零部件企业。

政府产业政策支持, 整车和零部件企业合力促进韩国汽车工业崛起

发展历程曲折, 多因素促成韩国汽车工业崛起。韩国汽车工业先后经历了进口零部件组装汽车, 积累汽车制造技术; 吸收消化外资技术, 提高国产化程度; 专业分工提高生产能力, 放开管制进军国际市场; 亚洲金融危机后重新起飞, 打造现代起亚国际品牌的四个阶段。整个发展过程中, 政府通过政策积极引导, 培育发展了现代摩比斯和万都等掌握核心技术的零部件企业, 整车企业在吸收外资技术的前提下不断提升国产化水平, 坚持自主开发, 同时政府分阶段放开外资准入, 充分竞争提升了本土企业的研发水平, 促进了新车型与新技术的推出, 加快了韩国汽车的国际化进程。

同为汽车工业后发国家, 中国自主车企需坚持走自主开发路线

中国汽车产业曾长期是产业依附型发展模式, 即主要依附发达国家的资本和技术, 缺乏自主权。长期以来, 中国车企销量榜单一直被合资品牌占据, 据乘联会数据, 2017年车企销量前十企业中, 前五大均为合资企业, 自主品牌吉利汽车、长安汽车和长城汽车分列六至八位。部分合资车企虽然实现了引进车型90%以上的国产化率, 但未能克服外资技术的依赖并形成自身的开发能力和独立的自主知识产权品牌。我们认为, 通过自主开发, 吉利汽车、长城汽车、上汽乘用车和广汽乘用车等部分中国自主车企正不断走出正向开发的发展道路, 未来有望实现国内外市场份额的不断提升。

吸取中国韩系车销量下滑教训, 自主车企需提升车型配置水平

2017年, 受行业增速放缓以及韩国萨德事件的扰动, 韩系现代和起亚车型在中国销量同比分别大幅下滑31%和45%, 同时韩系车在中国市场的整体市占率从2014年高峰时期的8.96%逐渐下降至4.63%。我们认为, 韩系车销量下滑表面上的因素主要是行业增速放缓和政治因素扰动, 深层次的原因是中国自主品牌实力不断提升, 美系和德系合资品牌不断下移导致韩系车产品性价比的滑落, 中国自主车企未来需吸取韩系车销量下滑的教训, 提高车型配置水平, 提升产品竞争力。

韩系车将以价换量, 中国优势零部件企业或将迎新发展机遇

根据我们产业调研, 韩国企业为提振中国区域销量水平, 同时提升其在中国工厂的产能利用率, 未来将加强车型本土化开发, 同时降低售价以促进销量。我们认为, 韩系车型的降价, 或将进一步加剧中国乘用车市场的竞争, 自主车企需提升车型配置水平应对挑战。另一方面, 韩系车在成本压力下, 未来或将增加中国本土零部件的供应比例, 以期降低成本, 提升利润率, 我们认为若韩系车企供应体系进一步开放, 对中国本土优势零部件企业或是机遇, 可关注华域汽车、福耀玻璃、星宇股份和拓普集团等优秀自主零部件企业。

风险提示: 汽车行业增长不及预期、中国自主车企发展不及预期、韩系车企采购中国本土零部件进度不及预期、零部件企业发展不及预期。

正文目录

坚持独立自主开发，成就韩国汽车工业	4
从进口零部件组装厂到全球领先的汽车工业国	4
一体三翼，韩国汽车工业的领头羊：现代起亚汽车集团	6
从组装工厂到全球汽车品牌：现代汽车公司	6
现代汽车公司的发展历程	6
双轮车起步，命运多舛的国际汽车制造商：起亚汽车公司	7
起亚汽车公司发展历程	8
从集装箱生产商到国际第七大汽车零部件供应商：现代摩比斯	9
现代摩比斯三大经营板块：配件模块、核心配件系统和售后配件业务	9
现代摩比斯发展历程及国际化进程	11
被外资收购的韩国民族企业：大宇汽车和双龙汽车	12
从韩国民族骄傲沦为通用子公司：大宇汽车	12
与通用分分合合，大宇汽车曲折的发展历程	12
印度跨国集团旗下韩国 SUV 专业制造商：双龙汽车	13
几度易主，归入印度跨国集团旗下	13
同外资厂商技术合作，从吉普制造商到专业 SUV 品牌	13
专注汽车核心零部件研发生产——万都集团	14
专注汽车零部件研发生产，提供四大系统业务	14
万都发展历程及国际化进程	16
借鉴韩国汽车发展历程，启示中国汽车产业发展	17
五大因素助力韩国汽车产业升级，坚持独立自主开发是关键	17
同为汽车后发国家，中国车企需坚持自主开发道路	18

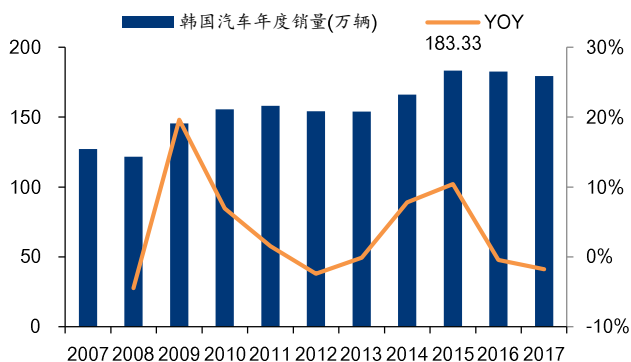
图表目录

图表 1: 2016-17 年韩国国内汽车销量微幅下滑	4
图表 2: 近年来韩国本土汽车年度产量基本保持平稳	4
图表 3: 现代起亚集团全球年度销量走势	4
图表 4: 现代汽车 1993-2017 营业收入	6
图表 5: 现代汽车 1993-2017 净利润	6
图表 6: 现代 1990 年至今产销及出口里程碑	7
图表 7: 起亚汽车 1993-2017 营业收入	7
图表 8: 起亚汽车 1993-2017 净利润	7
图表 9: 起亚汽车公司 2011-17 年研发投入占比	8
图表 10: 2017 年世界前十汽车零部件供应商	9
图表 11: 现代摩比斯 1995-2017 营业收入	9
图表 12: 现代摩比斯 1995-2017 净利润	9
图表 13: 现代摩比斯零部件业务	10
图表 14: 现代摩比斯模块制造业务	10
图表 15: 现代摩比斯供应全球 OEM 市场	11
图表 16: 通用韩国 2007-2017 营业收入	12
图表 17: 通用韩国 2007-2017 净利润	12
图表 18: 双龙汽车 2000-2017 营业收入	13
图表 19: 双龙汽车 2000-2017 净利润	13
图表 20: 万都 2010-2017 营业收入	14
图表 21: 万都 2010-2017 净利润	14
图表 22: 万都制动系统结构图	14
图表 23: 万都转向系统结构图	15
图表 24: 万都悬架系统结构图	15
图表 25: 万都驾驶辅助系统结构图	15
图表 26: 万都国际研发中心布局	16
图表 27: 韩国政府关于汽车产业的法律政策	17
图表 28: 韩国七大汽车零部件供应商 (世界排名前 100)	18
图表 29: 世界排名前 100 的中国六大汽车零部件供应商	19
图表 30: 北京现代 2008 年以来销量及增速水平	19
图表 31: 东风悦达起亚 2008 年以来销量及增速水平	19
图表 32: 2017 年韩系车销量占比下降明显	19
图表 33: 现代起亚车型配置率低于行业平均水平	20

坚持独立自主开发，成就韩国汽车工业

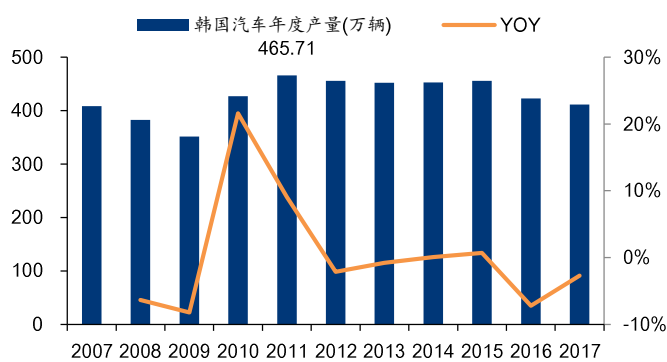
韩国汽车工业发展在全球范围内处于较为领先地位。据 Markline 数据，从韩国国内销量看，2010 年以来，韩国国内销量一直稳定在 150 万辆以上，2015 年达到销量顶峰约 183 万辆，2016-17 年销量微幅下滑。若按韩国本土产量看，2007 年以来一直维持在 400 万辆上下，2011 年达产量顶峰约 466 万辆。若按韩国汽车品牌全球销量看，2014 年现代起亚集团全球销量近 800 万辆，2017 年其全球销量约 720 万辆，位列全球大型汽车集团第五位，2017 年前四大依次是大众集团（1025 万辆）、通用汽车（998 万辆）、丰田集团（984 万辆）和雷诺日产联盟（878 万辆）。

图表1：2016-17 年韩国国内汽车销量微幅下滑



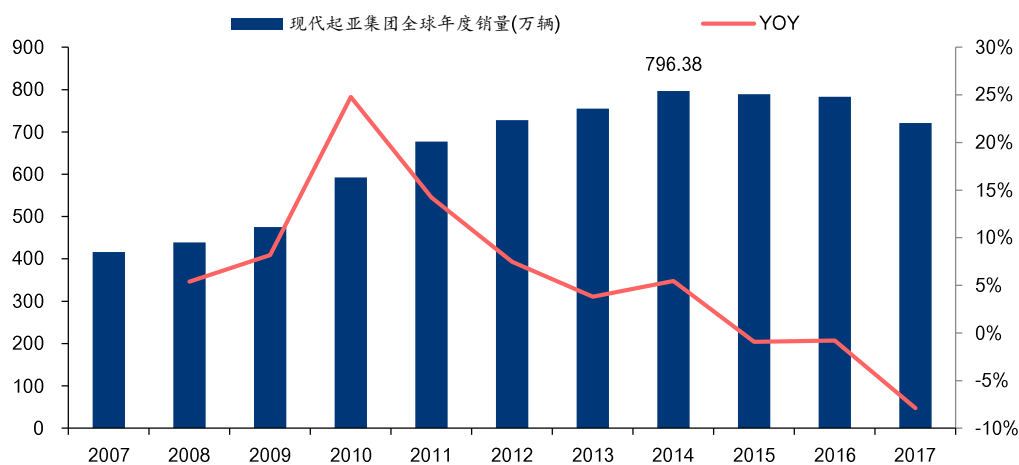
资料来源：Markline，华泰证券研究所

图表2：近年来韩国本土汽车年度产量基本保持平稳



资料来源：Markline，华泰证券研究所

图表3：现代起亚集团全球年度销量走势



资料来源：Markline、华泰证券研究所

从进口零部件组装厂到全球领先的汽车工业国

韩国汽车工业起步于上世纪五十年代，从一无所有到 2014 年顶峰时韩国现代起亚品牌全球销量合计超 796 万辆，前后可分为四个主要发展历程。

1955-1970：进口零部件组装汽车，积累汽车制造技术。1955 年，大宇汽车的前身“新进工业社”，以美军威利吉普车为基础，手工制作出韩国首辆汽车“始发汽车”，为韩国汽车产业的开端。此阶段，韩国汽车公司主要通过和欧美先进的汽车制造商合作，以进口零部件组装汽车的方式进行生产，积累汽车制造技术。在政府的扶植下，韩国汽车工业出现了新国、新进、亚细亚、现代等与欧美汽车公司合作进口零件和组装汽车的企业。

1971-1980：吸收消化外资技术，提高国产化程度。在这一阶段，政府引导汽车及汽车零部件进行国产化，韩国汽车公司在吸收消化外资技术的基础上，研发制造自主汽车发动机和整车，韩国成为亚洲第二个真正拥有汽车工业的国家。韩国汽车工业形成现代、起亚、亚细亚和高丽通用四大汽车生产企业的格局，并开始向海外出口汽车，汽车也成为韩国十大出口商品之一。

1980-1997：专业分工提高生产能力，放开管制进军国际市场。1980年，韩国爆发光州起义，政局动荡和第二次石油危机使韩国经济出现负增长。为重振汽车产业，政府引导各厂商实施生产分工，以提高生产能力和质量。现代和大宇被安排集中生产小轿车；起亚和东亚集中生产消防车和小型货车；亚细亚主要生产吉普车等。1987年开始，政府逐渐放开汽车市场管制，韩国本土车企面临外资品牌的竞争压力，各车企加快新车型推出速度，加速进入国际市场，先后进入东南亚、北美、欧洲和日本。

1998年至今：亚洲金融危机后重新起飞，现代起亚集团打造国际品牌。1997年，亚洲金融危机爆发，韩国由危机前的世界第五大汽车生产国下滑到第八位。危机爆发后，大宇汽车、双龙汽车和三星汽车陆续被外资财团收购，起亚汽车破产被现代汽车收购组成韩国现代起亚集团。据 Markline 数据，2017年现代起亚汽车集团汽车全球销量达 721 万辆，排名位列世界第五。

韩国汽车产业链的主要企业包括 5 家整车制造商与 7 家零部件供应商。整车厂商包括现代汽车公司、起亚汽车公司、双龙汽车公司、通用韩国公司（原大宇汽车）及雷诺三星。我们在整车厂商中选择具备代表性的前四家进行详细介绍和分析。零部件供应商中世界排名前 100 的包括现代摩比斯、现代威亚、万都、Hanons System、现代派沃森、现代岱摩斯和现代凯菲克。我们在零部件供应商中选择现代摩比斯和万都公司进行详细介绍和分析。

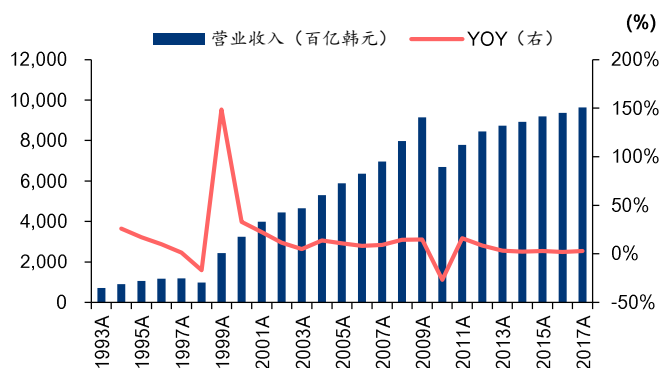
一体三翼，韩国汽车工业的领头羊：现代起亚汽车集团

根据 Markline 统计的 2017 年汽车生产量排名，现代起亚汽车集团位列世界第五大汽车制造商。现代起亚汽车集团为韩国第二大跨国集团，旗下最重要的三翼分别为现代汽车公司、起亚汽车公司和零部件供应商现代摩比斯，根据起亚和现代摩比斯公司官网数据，截止 2017 年 12 月，起亚汽车公司第一大股东为现代汽车公司，持股比例为 33.88%；现代摩比斯第一大股东为起亚汽车公司，持股比例为 16.88%。

从组装工厂到全球汽车品牌：现代汽车公司

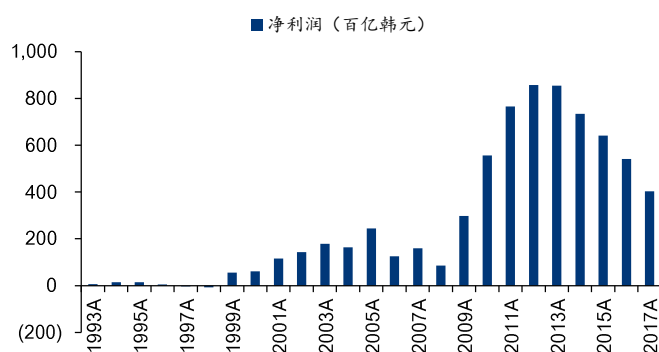
现代汽车公司，成立于 1967 年，总部设在韩国首尔，主营业务为在世界范围内生产和销售轿车、SUV、商用车以及环保汽车（包括插电式混合动力汽车、电动汽车、混合动力汽车和燃料电池汽车）。2015-17 年，现代汽车营业收入分别为 919587、936490 和 963761 亿韩元，净利润分别为 64173、54064 和 40328 亿韩元；按 2018 年 9 月 9 日人民币韩元汇率 164.8 计算，该营收和净利分别对应人民币 5,580、5,683 和 5,848 亿元，389、328 和 245 亿元。

图表4：现代汽车 1993-2017 营业收入



资料来源：S&P Capital IQ，华泰证券研究所

图表5：现代汽车 1993-2017 净利润



资料来源：S&P Capital IQ，华泰证券研究所

现代汽车公司的发展历程

创业阶段由福特汽车提供技术，以 CKD 方式生产。1967 年，现代汽车公司成立。1968 年，通过与福特汽车英国分公司合作，公司开始以 CKD 方式大量生产 Cortina 牌小汽车。同年蔚山组装工厂建成。

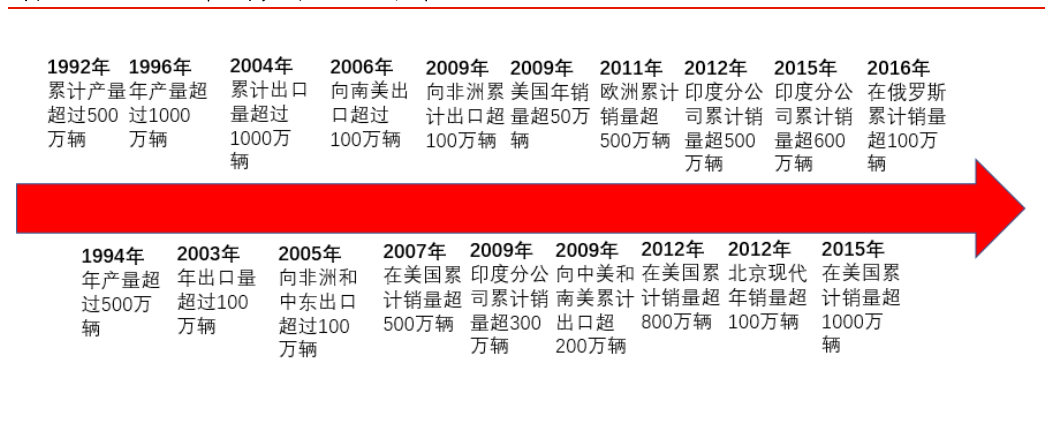
与福特汽车终止合作，开始自主生产汽车。现代汽车通过 CDK 生产，积累了汽车组装的生产技术。1973 年第一次石油危机爆发后，福特汽车战略收缩，终止与现代的合作。1976 年，韩国第一辆自主生产的乘用车——“现代 Pony”投放市场。

出口海外市场，开启全球扩张历程。Pony 投放市场同年，现代汽车将 Pony 出口到南美洲国家厄瓜多尔，开启韩国汽车海外出口先河。1985 年，“Pony Excel”投放市场，同年，公司设立美国分公司，1986 年公司开始向美国出口“Pony Excel”汽车，1987 年起连续三年成为美国销售量最大的进口紧凑型汽车。根据公司官网数据，1989 年，“Pony Excel”汽车的累计海外出口量超过 100 万辆。此外，1985-1990 年现代汽车先后上市 Pony Excel、Grandeur（大型豪华汽车）、Sonata（中型豪华轿车）、Elantra 及 Scoupe 等车型。

二十世纪 90 年代后，现代汽车公司的发展可以从两方面概述：一是产量和出口量持续攀升，逐渐成就世界品牌；二是注重自主研发掌握高端核心技术，尤其是发动机以及新能源汽车的研发制造。

产量及出口量急速攀升，全球化进程加速。1992年，现代汽车以其概念车型HCD-I向世界首次描述了现代对未来的展望，这也是韩国的首例概念车型，其后的产品包括一系列的HCD概念车型。1995-2016年，公司在本土建成全州商用车工厂和牙山工厂，并先后在土耳其、印度、中国、美国、俄罗斯、捷克和巴西等国家设立工厂。该阶段，公司持续推出多款轿车、SUV和商用车新车型，产量和出口量迅速攀升。随着公司技术积累以及新车型的更新换代，现代汽车在世界的口碑向好，品牌效应逐渐聚集，2001年Sante Fe车型在美国客户满意度调查中荣获第一名，2007年Azera在J.D. Power客户满意度调查中蝉联第一名，2016年五个车型在中国客户满意度调查中荣获第一名。

图表6：现代1990年至今产销及出口里程碑



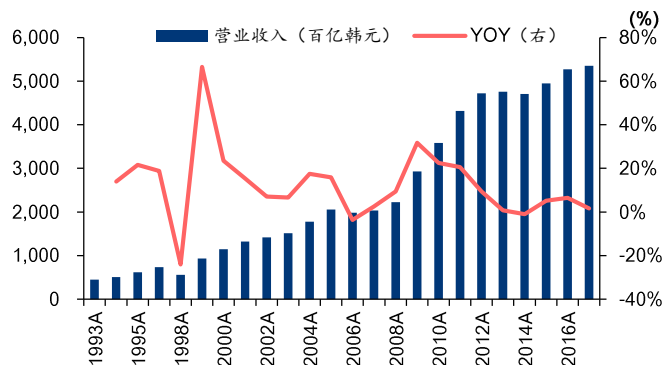
资料来源：公司官网、华泰证券研究所

全球设立技术中心，注重发动机核心技术及新能源汽车研发。现代汽车在韩国南阳、欧洲、美国和中国等多地设立研发、设计及大数据中心。公司注重发动机自主开发，1991年公司研发了Alpha发动机，为韩国首个自主制造的汽车发动机。随后，公司持续推出新型发动机，包括柴油、清洁型及新能源汽车发动机。公司的新能源汽车研发起步较早，1994年即研发出太阳能及燃料电池汽车，2003年研发出世界首例为燃料电池汽车使用的超高压氢存储系统。公司多年来推出多款新能源乘用车及商用车车型，2017年展示新一代燃料电池电动车的概念车型，展现公司对未来汽车主题的理解和追求。

双轮车起步，命运多舛的国际汽车制造商：起亚汽车公司

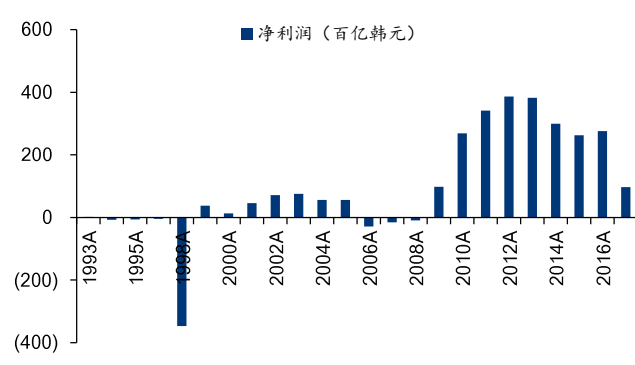
起亚汽车公司，成立于1944年，总部设在韩国首尔，主营业务为在世界范围内生产和销售汽车零部件，公司提供乘用车、休闲车、商用车以及混合动力汽车、插电式混合动力汽车和电动车。2015-17年，公司营业收入为495,214、527,129和535,357亿韩元，净利润分别为26,306、27,546和9,680亿韩元；按2018年9月9日人民币韩元汇率164.8计算，该营收和净利分别对应人民币3,005、3,199和3,249亿元，160、167和59亿元。

图表7：起亚汽车1993-2017营业收入



资料来源：S&P Capital IQ, 华泰证券研究所

图表8：起亚汽车1993-2017净利润



资料来源：S&P Capital IQ, 华泰证券研究所

起亚汽车公司发展历程

三十年艰难创业期，从双轮车零部件到四轮汽车。1944年，起亚汽车公司的前身京城精密工业成立，主要生产钢管和自行车零部件。1952年，公司生产出韩国首辆自行车 Samchully，公司改名起亚工业公司，意为“崛起亚洲”。1957年开始生产摩托车；1961年，起亚生产了韩国第一辆自主品牌摩托车 C-100。1962年，三轮汽车 K-360 正式投产。1971年公司推出四轮厢式货车 Titan，当时韩国经济飞速发展，轻型多用途货车受到创业期小公司和个体户青睐，Titan 销量快速攀升。1973年，Brisa 皮卡正式投产；1974年，Brisa 乘用车上市。经历近三十年，起亚汽车成功实现了从生产双轮车零部件到制造四轮汽车的华丽转身。

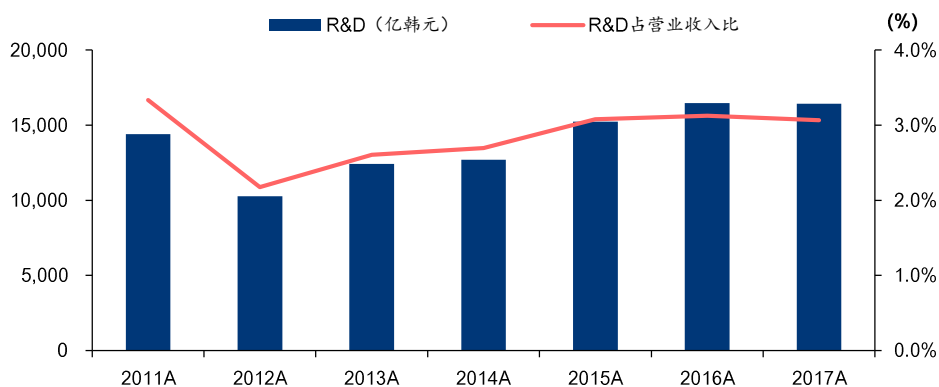
同外资合作积累造车经验，奠定海外扩张基础。为借鉴国际汽车制造商的先进经验，1979年，起亚争取到标致 604 与菲亚特 132 的生产权进行批量生产，积累批量造车经验。1986年7月，公司与福特汽车公司签订了产权合作协议，将公司 10% 的产权转让给福特汽车公司，此外，公司 8% 的产权转让给马自达公司，2% 的产权转让给伊藤忠商事，公司通过将 20% 的产权转让给跨国公司，为进入海外市场铺路。同年，公司与福特和马自达三方合作开发的紧凑型汽车 Pride 投产。1987年 Pride 进入美国市场，随后几年，Pride 陆续为公司打开了台湾、伊朗、菲律宾和中国市场。

进军欧洲遭遇金融危机，被竞争对手现代汽车收购。1990年，起亚工业公司更名为起亚汽车公司。1992年，公司在美国设立分公司。1992年，公司首款独立开发的乘用车 Sophia 正式投产，并成功进入欧洲市场。1997年亚洲金融危机前夕，公司在欧洲大力扩张，设立 26 家子公司，负责汽车出口及生产业务。金融危机爆发后，公司无力偿债，1998年被韩国政府指定由现代汽车公司收购，成为现代起亚汽车集团旗下成员。

金融危机后加速全球化进程，海外销量加速攀升。1997年金融危机后，起亚汽车凭借多年积累的深厚技术底蕴，加速全球化进程，汽车产销量及海外出口量迅速攀升。2007年，在中国的第二天工厂投产，斯洛伐克工厂投产，2010年美国佐治亚工厂投产，2017年，公司在印度成立制造工厂。

注重自主研发和设计，国际品牌效应集聚。2003年，起亚公司在韩国南阳设立起亚汽车研发中心，2008年，在北美建成设计中心。根据 Statista 数据计算，起亚汽车 2013-2017 年研发投入占营业收入比在 3% 左右。根据公司官网介绍，2001 和 2004 年，起亚汽车在韩国本土分别获得韩国品质大奖和韩国服务质量指数第一名称号。2006 年起，起亚汽车在国际各大奖项开始崭露头角，国际品牌效应集聚，如锐欧在 J.D.Power 品质排行榜中位列紧凑型车类别的第一名。

图表9：起亚汽车公司 2011-17 年研发投入占比



资料来源：Statista, S&P Capital IQ, 华泰证券研究所

从集装箱生产商到国际第七大汽车零部件供应商：现代摩比斯

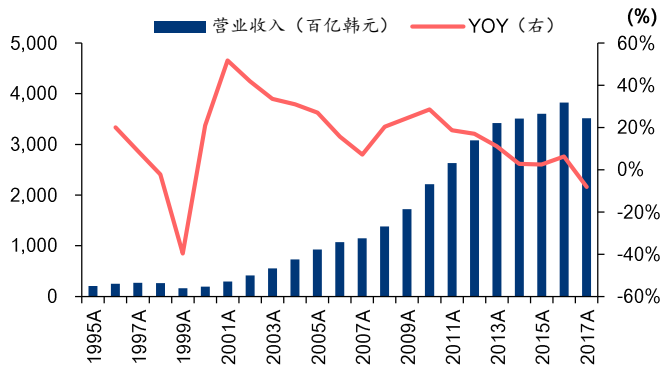
现代摩比斯前身为现代精工，成立于1977年，于2000年更名为现代摩比斯，总部位于韩国首尔，是韩国第一大汽车零部件供应商，生产销售汽车模块、核心汽车零部件及售后市场零部件。据Automotive News数据，按汽车市场业务配套营收口径，现代摩比斯公司2017年在全球汽车供应商领域排名中位列世界第七位。2015-17年，公司实现营业收入分别为360,198、382,618和351,446亿韩元，净利润分别为30,554、30,378和15,682亿韩元。按2018年9月9日人民币韩元汇率164.8计算，该营收和净利分别对应人民币约2,186、2,322和2,133亿元，185、184和95亿元。

图表10：2017年世界前十汽车零部件供应商

排名	公司	国家	2017年汽车配套市场营收(亿美元)
1	罗伯特博世	德国	475.00
2	电装	日本	407.82
3	麦格纳国际	加拿大	389.46
4	大陆	德国	359.10
5	采埃孚	德国	344.81
6	爱信精机	日本	338.37
7	现代摩比斯	韩国	249.84
8	李尔	美国	204.67
9	法雷奥	法国	193.60
10	佛吉亚	法国	191.70

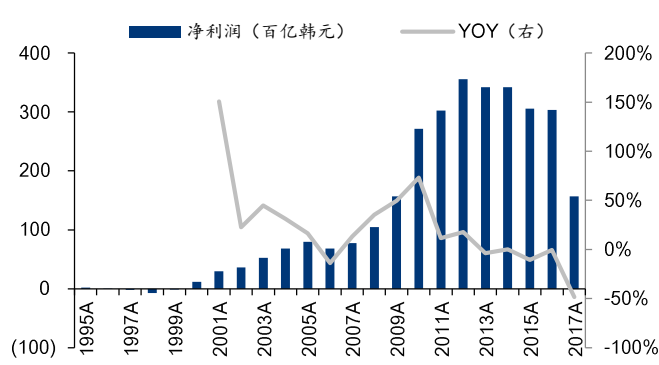
资料来源：Automotive News、华泰证券研究所

图表11：现代摩比斯1995-2017营业收入



资料来源：S&P Capital IQ，华泰证券研究所

图表12：现代摩比斯1995-2017净利润



资料来源：S&P Capital IQ，华泰证券研究所

现代摩比斯三大经营板块：配件模块、核心配件系统和售后配件业务

现代摩比斯涉及的业务广泛，除了轮胎，玻璃及车身制造，其他汽车零部件几乎均有涉及，其业务可主要分为三大板块：配件模块、核心配件系统及售后配件业务。

图表13: 现代摩比斯零部件业务



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

配件模块化全球领先, 与整车企业进行全流程合作。现代摩比斯作为“配件模块化”领先企业, 通过先进的模式化平台提供三大核心零部件模块总成(底盘、驾驶舱、前围)。从设计、试验等研发初期阶段开始与整车企业进行合作, 开发并生产适合汽车特性的配件模块。

图表14: 现代摩比斯模块制造业务



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

核心配件制造覆盖八大系统, 注重环保及智能化。现代摩比斯基于领先的技术力量, 不仅注重汽车的舒适度和驾驶性能, 还将研究重点放在充分考虑到道路安全和环境的各种核心配件上。通过与电子、IT领域结合, 为汽车提供驱动电动机以及电池系统。核心配件制造板块提供八大系统业务, 包括驾驶员辅助系统、机电系统、汽车环保型部件、安全系统、车灯系统、制动系统、转向系统以及汽车多媒体系统。

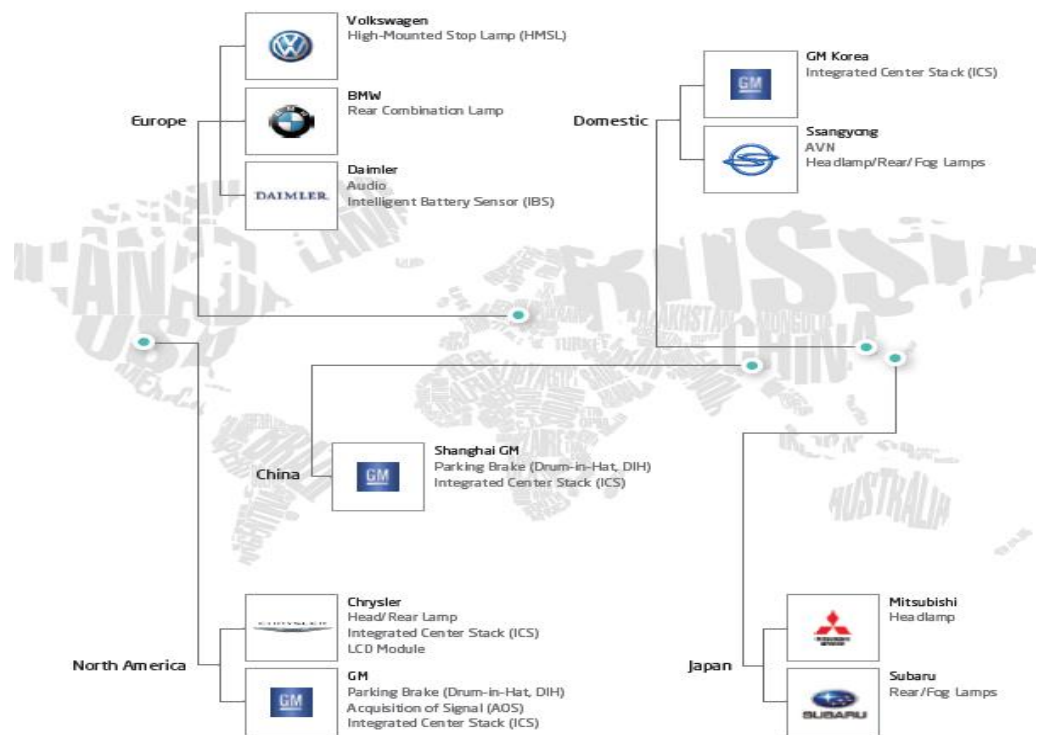
现代摩比斯发展历程及国际化进程

两度转型，从集装箱到汽车零部件供应商。现代摩比斯前身现代精工成立于 1977 年，为集装箱制造商。1985 年与现代车辆公司合并，1987 年，Mabuk-ri 技术研发中心揭幕，次年开始启动四驱车辆研发，并于 1991 年和 1995 年分别推出 Galloper (4WD) 和 Santamo 车型。亚洲金融危机后，公司将整车生产事业转让给现代汽车公司，于 1999 年正式投产新型底盘供应现代汽车，从此，公司转型成为汽车零部件供应商。公司于 2000 年接收现代汽车及起亚汽车的零部件售后业务，并正式更名为现代摩比斯。

搭乘整车厂商海外扩张东风，加速海外建厂供应全球 OEM 市场。进入 21 世纪，随着现代汽车及起亚汽车的海外扩张，摩比斯开启全球化进程，先后在中国、美国、斯洛伐克、印度、捷克、巴西、土耳其、墨西哥等国家建厂，以供应全球 OEM 市场。目前，公司除供应现代起亚汽车集团中的现代汽车及起亚汽车外，还在本土供应通用韩国（大宇）和双龙，在中国供应上汽通用，在日本供应三菱和斯巴鲁，在北美供应通用和克莱斯勒，在欧洲供应大众、宝马和戴姆勒。

大力支持零部件核心技术研发，全球配套研发中心。公司致力于开发三大核心模块——底盘模块、驾驶舱模块和 FEM，以及安全气囊，制动系统，转向系统、悬挂系统，车灯，汽车多媒体和汽车电子单位等核心零部件。同时，公司正研究开发具备更高附加值的、引领未来汽车工业的汽车零部件，例如与混合动力相关的零部件，安全控制系统等。公司在德国、美国、印度和中国拥有国际技术研发中心，在韩国本土、瑞典、新西兰和中国设有测试中心，具备全球配套研发能力。

图表15： 现代摩比斯供应全球 OEM 市场



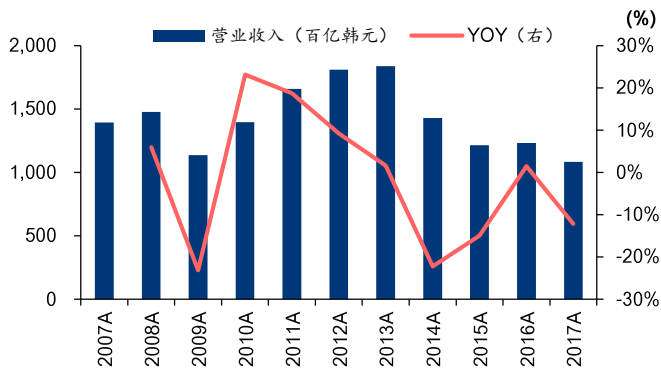
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

被外资收购的韩国民族企业：大宇汽车和双龙汽车

从韩国民族骄傲沦为通用子公司：大宇汽车

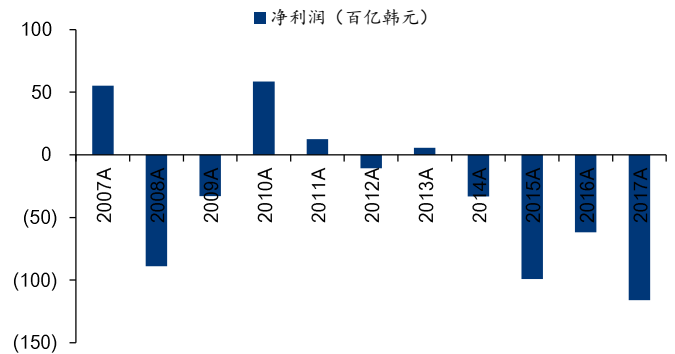
通用韩国公司为通用汽车公司的子公司，原为著名的大宇汽车公司，在韩国从事汽车的设计、开发、生产和销售。该公司主要生产乘用车、跑车和轻型商用车，主要采用雪佛兰和Alpheon品牌。该公司还为通用汽车在中国、乌兹别克斯坦、墨西哥、印度、哥伦比亚、俄罗斯和其他国家的工厂提供装配工具。通用韩国公司通过5个区域分销商系统的销售网络服务客户，向国际汽车制造商出口产品。2015-17年公司营业收入分别为121,398、123,116和108,117亿韩元，净利润为分别为-9,930.32、-6,194.45和-11,601.7亿韩元。按2018年9月9日人民币韩元汇率164.8计算，该营收和净利分别对应人民币约737、747和656亿元，-60、-38和-70亿元。

图表16：通用韩国 2007-2017 营业收入



资料来源：S&P Capital IQ, 华泰证券研究所

图表17：通用韩国 2007-2017 净利润



资料来源：S&P Capital IQ, 华泰证券研究所

与通用分分合合，大宇汽车曲折的发展历程

大宇汽车数度更换合作对象。1937年韩国机械制造公司成立，在1962年更名为Saenara汽车，主要业务为生产并销售日产蓝鸟PL310车型。1965年更名为新进汽车并与日本丰田进行合作。1972年，丰田退出，新进汽车开始与通用汽车合作，生产霍顿Torana、雪佛兰1700等车型，并在1976年更名为世韩汽车。1983年通用韩国公司把世韩汽车的经营权让给了占有一半股份的大宇集团，世韩汽车更名为大宇汽车。

引入贴牌生产模式，走低价高效率路线。大宇集团入主后重新定位大宇汽车品牌，于1986年新建工厂，将生产效率提高到每两分钟生产一辆汽车，同时严控汽车成本和质量，大量使用自制零部件，走低价汽车路线。大宇汽车成立之初无自主车型，以引入贴牌生产模式为主，主要合作厂商为日产、通用和铃木。

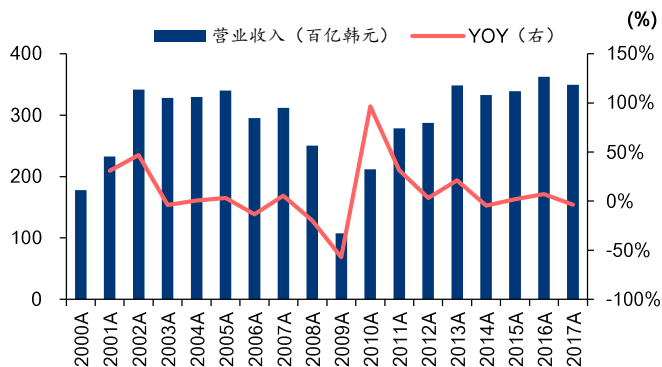
开启自主研发生产，大宇品牌自成一家。1996年起，大宇汽车不再满足于贴牌生产，开启自主研发生产车型，由意大利设计师设计造型，先后推出大宇Lanos、大宇中型轿车Nubira、中型车Leganza和微型车Matiz，从此，大宇所有级别的车型全部脱离对外资平台的依赖，成为韩国民族汽车的骄傲。

金融危机来临仍盲目扩张，破产遭收购沦为通用子公司。1998年，大宇汽车无视亚洲金融危机，贷款收购双龙汽车进行扩张，在1999年至2002年间推出了Korando、Masso、Honker等款贴大宇品牌的双龙SUV。1999年公司出现资金链断裂，宣布破产。通用公司收购大宇汽车乘用车部门，成立通用大宇汽车公司，并于2011年，将公司名更为通用韩国公司。大宇自主研发的Matiz、Nubira、Leganza等车型都纳入通用车型体系，成为别克凯越、雪佛兰景程等热销车型，大宇汽车从此融入了通用公司的全球汽车战略中。

印度跨国集团旗下韩国 SUV 专业制造商：双龙汽车

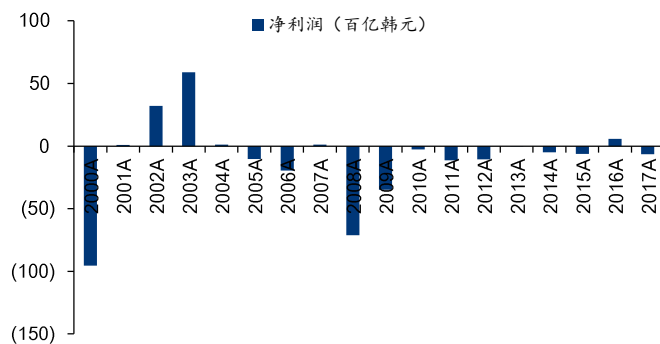
双龙汽车公司成立于 1954 年，总部设在韩国的平泽，是印度跨国集团 Mahindra & Mahindra 旗下子公司。公司在韩国和国际上生产和销售汽车和零部件，主要是 Rexton、Korando 和 Tivoli 等品牌的系列 SUV，在 126 个国家拥有约 1500 家销售网络。2015-17 年，公司营业收入分别为 33,901、36,285 和 34,946 亿韩元，净利润分别为 -619、581 和 -658 亿韩元。按 2018 年 9 月 9 日人民币韩元汇率 164.8 计算，该营收和净利分别对应人民币约 206、220 和 212 亿元，-3.8、3.5 和 -4 亿元。

图表18： 双龙汽车 2000-2017 营业收入



资料来源：S&P Capital IQ，华泰证券研究所

图表19： 双龙汽车 2000-2017 净利润



资料来源：S&P Capital IQ，华泰证券研究所

几度易主，归入印度跨国集团旗下

双龙汽车于 1954 年建立，原本是两家独立公司——河东涣汽车以及东方汽车。在 1963 年，两家公司合并。1988 年被双龙集团收购改为双龙汽车。1997 年，大宇汽车收购双龙汽车，后因大宇财团出现财政问题又于 2000 年被出售。2004 年，上海汽车工业(集团)总公司收购了双龙汽车 49% 的股份。2005 年，上海汽车集团股份有限公司完成韩国双龙汽车公司的股权交割手续，获得双龙汽车 51.33% 的股份，正式成为其第一大股东。2009 年 4 月，双龙汽车工会与韩国警方发生暴力冲突，进入破产程序。随后上汽减持双龙汽车股份从控股股东变为小股东。2010 年，印度 Mahindra & Mahindra 收购双龙汽车 70% 股份，正式成为其控股股东。

同外资厂商技术合作，从吉普制造商到专业 SUV 品牌

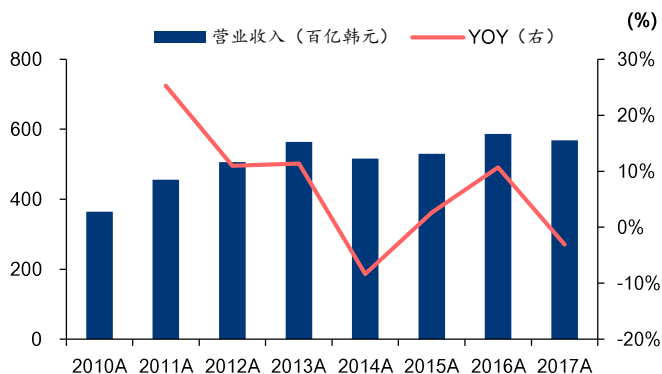
在美国援助下开启吉普时代。上世纪 50 年代，朝鲜战争刚刚结束，双龙前身在美国 Willys 专业军用越野车公司援助下，合作生产军用吉普，开创韩国军用吉普时代。1967 年，公司与新进汽车公司形成合作，于 1974 年正式成立合资的新进吉普汽车公司，同年与 AMC 美国汽车公司达成技术合作伙伴关系，开发硬顶、软蓬顶越野车。随后，公司先后制造销售出多种吉普车，在韩国处于吉普车领导地位。

同奔驰公司进行技术合作进入 SUV 时代。上世纪 90 年代，公司与梅赛德斯奔驰形成战略合作伙伴关系进行技术合作，共同开发汽油发动机、柴油发动机和乘用车，共同制造出第一款中型 SUV 即双龙 Musso，同时，这也给了双龙汽车借助奔驰的销售网络进入新市场的机会。双龙汽车吸收外资技术进行整合，同时设立研发中心进行自主研发，其后不断推出新型 SUV，现旗下拥有 Rexton、Musso、Xlv、Tivoli、Korando 和 Rodius 等多个 SUV 品牌。

专注汽车核心零部件研发生产——万都集团

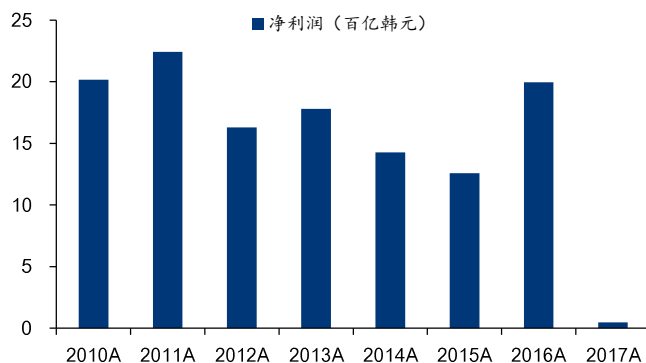
万都前身为现代远洋，成立于1962年，总部位于韩国城南市，主要产品包括制动系统、转向、悬架系统、ADAS（辅助驾驶系统）等。根据Automotive News数据，万都在2017年全球汽车零部件供应商营收统计排名中位列第46位，是韩国第三大汽车零部件供应商。2015-17年，公司营业收入分别为52,992、58,664、56,847亿韩元，净利润分别为1,258、1,995、48亿韩元。按2018年9月9日人民币韩元汇率164.8计算，该营收和净利分别对应人民币约322、356和345亿元，7.6、12.1和0.3亿元。

图表20：万都2010-2017营业收入



资料来源：S&P Capital IQ, 华泰证券研究所

图表21：万都2010-2017净利润

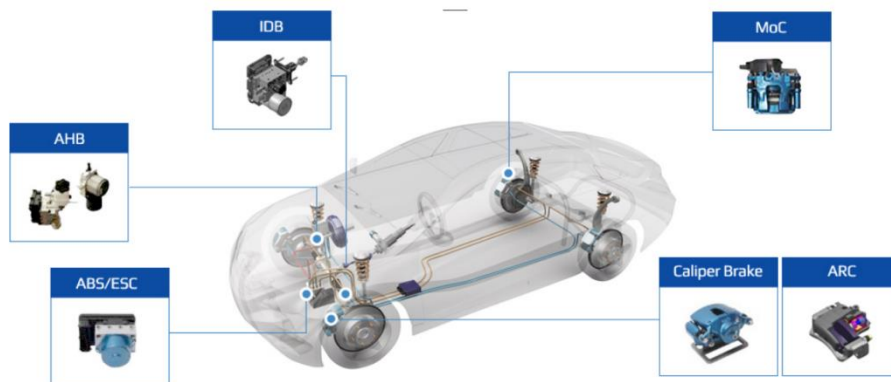


资料来源：S&P Capital IQ, 华泰证券研究所

专注汽车零部件研发生产，提供四大系统业务

制动系统供应全球整车厂商。万都制动系统不仅供应韩国整车厂商，还供应通用、宝马、大众、标致雪铁龙、菲亚特等世界顶级汽车品牌，技术与品质获得世界认可。针对以金砖四国为主的新兴市场汽车企业，公司逐渐扩大全球市场份额。万都在制动系统提供的主要产品包括制动钳、制动主缸及助力器、鼓式制动器、电子式驻车制动系统、ABS、TCS、ESC、用于环保车辆的第三代主动液压助力、集成动态制动器和主动收缩制动钳等。

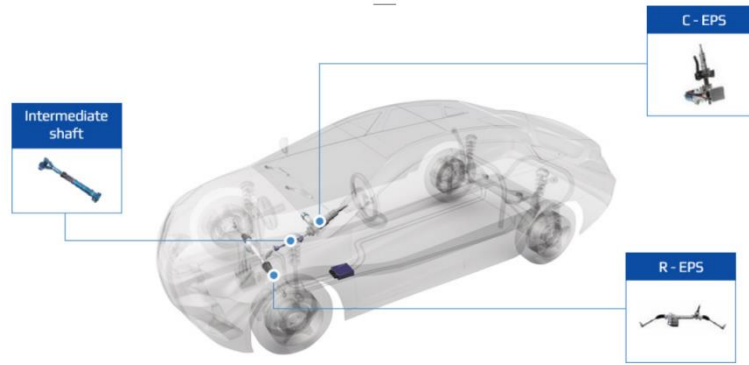
图表22：万都制动系统结构图



资料来源：公司官网, 华泰证券研究所

转向系统融合尖端自主研发技术。2009年，万都成为韩国首个、世界第四个成功自主开发出C-EPS（管柱式电动助力转向器）的公司，技术力量和质量得到高度认可。C-EPS产品融合了机械、电气、电子等尖端技术，公司在转向系统提供的主要产品包括转向装置系统、手动转向装置、液压动力转向装置、中间轴、转向柱和电力转向系统。

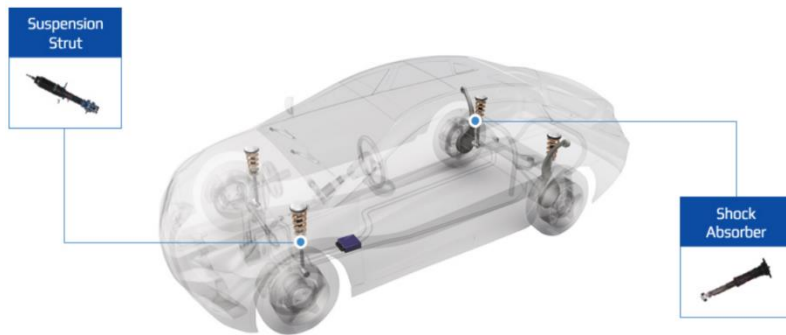
图表23: 万都转向系统结构图



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

悬架系统产品品类多。万都悬架系统在韩国首次自主开发出 HCD 阀、SFD 阀、RS 阀等适用于未来智能汽车的尖端产品。公司在悬架系统提供的主要产品包括减震器弹簧模块、减震器、悬架杆、自吸式和半主动悬架系统。

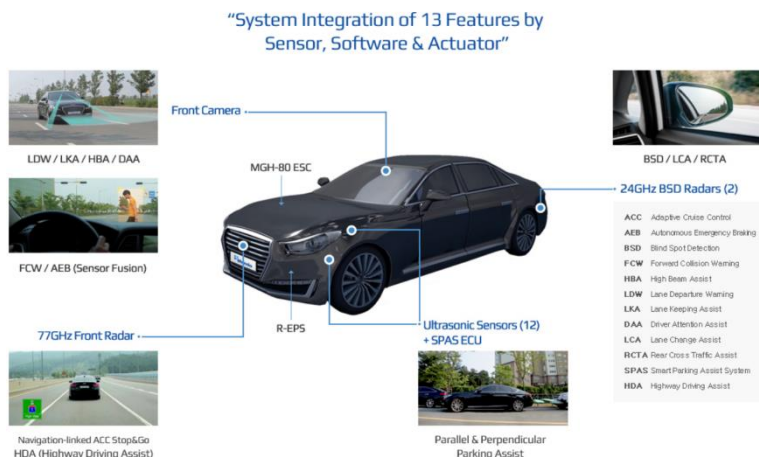
图表24: 万都悬架系统结构图



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

驾驶辅助系统提高汽车安全性。万都驾驶辅助系统 (ADAS) 提供减轻驾驶员驾驶负担等便利性功能, 如通过探测停车空间和辅助停车等提升驾驶的便利性; 通过防止车道偏离和碰撞来预防事故。公司在驾驶辅助系统提供的主要产品包括智能巡航控制、车道保持辅助、智能停车辅助、盲点检测和自动紧急制动系统。

图表25: 万都驾驶辅助系统结构图



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

万都发展历程及国际化进程

取经日本三菱，本土建厂奠定基础。1962年，万都前身现代远洋创立。1970年，现代远洋与 Mitsubishi Electric Corp.进行技术合作，生产 Starter、Alternator 及 Distributor 等产品。1984年，公司创立中央研究所。1988-1995年，平泽制动工厂、原洲铸件工厂和原洲转向工厂和益山悬架工厂先后竣工，为公司在韩国国内生产奠定基础。

海外设立分公司，获国际著名整车厂商认可。1995年起，公司先后在马来西亚、美国、土耳其、印度、中国、墨西哥设立分公司或建厂。2005年，公司供货俄罗斯伏尔加汽车。2009年，公司获得现代起亚五星认证，并开始供货标致雪铁龙。2010年获得宝马订单，自此进入欧洲豪华车市场，并先后成为大众、日产、通用、菲亚特等国际著名整车厂商的零部件供应商。

国际配套研发中心，以核心技术取胜。万都注重产品研发，公司在全球范围内有强大的研发基础，在中国、美国、印度和非洲设有技术中心，在韩国本土、中国、美国、瑞典和新西兰设有汽车测试中心。

图表26：万都国际研发中心布局



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

借鉴韩国汽车发展历程，启示中国汽车产业发展

五大因素助力韩国汽车产业升级，坚持独立自主开发是关键

韩国汽车起步晚、基础差，却能迎头赶上欧美发达国家，位居世界汽车工业实力前列。基于之前的对于韩国汽车产业、整车和零部件巨头发展历程的分析，我们认为有以下几个因素促成了韩国汽车产业崛起。

先吸收消化外资企业先进技术，后自主研发并不断走向国际。韩国现存的现代、起亚等本土整车制造商，在创业初期基础薄弱，均是通过与外资先进企业合作，引进技术积累生产经验，学习技术并加以消化提升国产化水平，自主研发推出自主车型，大企业逐渐成为骨干企业集团，参与海外竞争开启全球化进程。

政府法律政策积极引导，推动汽车产业发展。1970年前后，韩国政府积极推动汽车及汽车零部件国产化，虽然在初期导致韩国汽车质量下滑，但从根本上促进了汽车制造商消化吸收外资技术，自主研发关键零部件，积极推出新车型。1980年前后，韩国经济疲弱，政府强制各整车厂商进行专业分工，提高了生产效率与质量。

图表27： 韩国政府关于汽车产业的法律政策

时间	法律政策	政策效果
1962	汽车工业保护法	通过进口许可制定保护国内汽车工业；整合国内汽车工业为实现汽车国产化做好铺垫
1969	发展汽车工业基本计划	提出1972年实现小轿车国产化，1974年大轿车国产化的目标
1967	机械工业振兴法	制定145种汽车零部件为国产化对象，68家零部件工厂为国产化工厂，以提高韩国汽车零部件的国产化率
1970	汽车工业育成计划	提高汽车零部件国产化率
1972	第三个经济五年计划	整顿和发展汽车工业被列为重点之一
1973	重化学工业化宣言、汽车工业扶植法	将汽车工业列入“十大战略产业”之一
1974	汽车工业振兴长期计划	将汽车工业列为政府予以扶持的国家战略产业和出口产业
1975	中小企业系列化促进法	进一步将轿车生产放在首要位置
1981	汽车工业合理化措施	通过实现生产的专业化，增强竞争力，提高汽车的生产能力和质量
1983	汽车进口自由化方案	逐步放开汽车市场，降低关税，解除国内整车企业的进入限制

资料来源：汽车观察、华泰证券研究所

放开外资进入，充分竞争提升本土企业自主研发水平。由于早期韩国汽车工业规模小，竞争力不高，政府对进口车实施了较为严格的限制政策。但1983年政府出台《汽车进口自由化方案》，根据该方案从1986年开始放宽进口限制，大幅降低进口关税，直至1989年实行进口全面自由化。1990年代中期以后，政府不再限制外商投资比例，韩国市场完全开放，雷诺、通用、塔塔等外资进入了韩国，韩国本土的汽车制造商直接与外资品牌竞争。我们认为，激烈竞争环境反而促进了本土企业的自主研发实力的提升和海外扩张动力，促进了新车型与新技术的推出，加快了韩国汽车的国际化进程。

政策引领培育发展，掌握汽车核心零部件技术。韩国成为汽车强国，不仅依赖整车企业，更依赖强大的零部件体系。韩国通过制定整个产业零部件的标准化政策，在核心零部件领域引领和培育自主可控的配套体系，关键零部件体系始终处于汽车工业体系核心地位。韩国拥有国际领先的一级供应商，如现代摩比斯和万都，通过模块化供应，提供系统化解决方案，助力整车企业平台化发展，促进整车企业低成本开发，提升开发速度。

图表28: 韩国七大汽车零部件供应商(世界排名前100)

排名	品牌	主营产品	2017 配套营业收入 (亿美元)
7	现代摩比斯	汽车电子, 信息娱乐, ADAS, EV 系统, 模块系统, 照明, 安全气囊和制动器	249.84
38	现代威亚	半轴, 侧轴, 发动机, 分动箱, 动力传输装置, 底盘模块, 车轴, 材料零件和涡轮增压器	70.59
46	万都	制动器, 转向, 悬架, 雷达, 摄像头, 超声波, 充电器和组件以及高度自动化驾驶底盘系统	51.75
48	Hanon Systems	热能和能源管理, 采暖通风和空调, 动力总成冷却, 压缩机, 流体输送, 热能和排放解决方案	49.39
57	现代派沃森	自动变速箱	39.51
59	现代岱摩斯	手动变速箱, DCT, 车轴和座椅系统	38.83
96	现代凯菲克	汽车电子管理系统 - 控制单元, 传感器, 执行器和模块	15.53

资料来源: Automotive News、华泰证券研究所

国民支持国货, 出口海外倒逼汽车质量提升。韩国政府在 1962 年推出《汽车工业保护法》, 保护国内汽车工业, 韩国国民也具有高度民族自豪感, 乐于支持本国汽车品牌, 对韩国汽车业发展起到一定程度的积极作用。同时, 韩国本土大量汽车出口海外, 这要求韩国汽车的品质必须达到西方发达国家的质量标准, 才能获得相应市场, 这也倒逼韩国汽车制造商加大产品研发和质量控制力度。21 世纪后, 韩国汽车在国际上逐渐摆脱了价廉但质量差的形象, 现代汽车多款车型在海外客户满意度调查中获得良好的口碑。

同为汽车后发国家, 中国车企需坚持自主开发道路

坚持独立自主, 韩国汽车产业后来居上。韩国汽车产业的发展属于产业主导型发展模式, 以自主开发、自主建设、自主生产、自主销售为指导思想。尽管在整个产业建立之初, 韩国汽车工业并不拥有完整的汽车设计制造技术, 只能通过从外国企业进行技术转移, 但为了保证民族汽车工业的独立发展, 韩国企业坚持自主创新, 坚持企业的独立性和话语权底线, 克服对外来技术的依赖, 形成自己独立的技术研发能力。我们认为, 坚持自主开发成就了后来居上的韩国汽车工业。

同为汽车工业后发国家, 中国自主车企需坚持走自主开发路线。中国汽车产业曾长期是产业依附型发展模式, 即主要依附发达国家的资本和技术, 缺乏自主权。长期以来, 中国车企销量榜单一直被合资品牌占据, 据乘联会数据, 2017 年车企销量前十企业中, 前五大均为合资企业, 自主品牌吉利汽车、长安汽车和长城汽车分列六至八位。部分合资车企虽然实现了引进车型 90% 以上的国产化比例, 但未能克服外资技术的依赖, 未能形成自身的整车开发能力和独立的自主知识产权品牌。相比韩国现代汽车 2017 年全球超 423 万辆销量, 中国自主品牌销量最大的吉利汽车 2017 年销量为 120 万辆, 整体实力依然存在差距。我们认为, 通过自主开发, 吉利汽车、长城汽车、上汽乘用车和广汽乘用车等部分中国自主车企正不断走出正向开发的发展道路, 未来有望实现国内市场份额的不断提升。

借鉴韩国经验, 加强扶持和培育汽车零部件核心技术的研发。国内自主零部件供应商尚未掌握关键的核心技术, 如排名国内第一、世界第十六位的华域延锋, 虽然营收体量较大, 但主营产品为附加值相对低的内饰件, 而韩国零部件供应商如现代摩比斯、万都, 主营产品均为关键的核心零部件, 通过模块化供应, 提供系统化解决方案。我们认为, 我国政府和整车企业需要继续加强扶持和培育零部件企业掌握核心技术并不断向产业壁垒高、具备动力性和安全性要求的高端化方向升级。

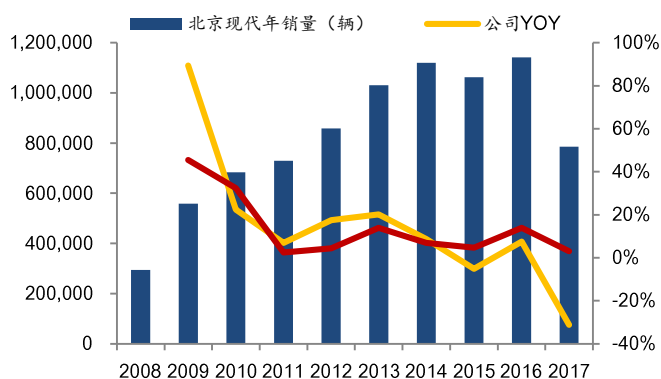
图表29：世界排名前100的中国六大汽车零部件供应商

排名	品牌	主营产品	2017 配套营业收入 (亿美元)
16	华域延锋	内饰, 外饰, 电子, 座椅和安全	142.78
65	北京海纳川	车身系统, 内部系统, 外部底盘系统, 电子零件系统和座椅系统	37
71	中信戴卡	铝合金轮毂和铝铸件	30.52
79	德昌电机	冷却风扇模块, 发动机和变速箱油泵, 发动机执行器和阀门 动力转向电机, HVAC 和照明执行器, 电动机, 开关, 螺线管和柔性 PCB	23.36
80	五菱工业	底盘, 内饰和外饰件和发动机	22.78
92	敏实集团	饰件, 车身结构件, 装饰件, 车顶架, 座椅系统和电池外壳	17.5

资料来源: Automotive News、华泰证券研究所

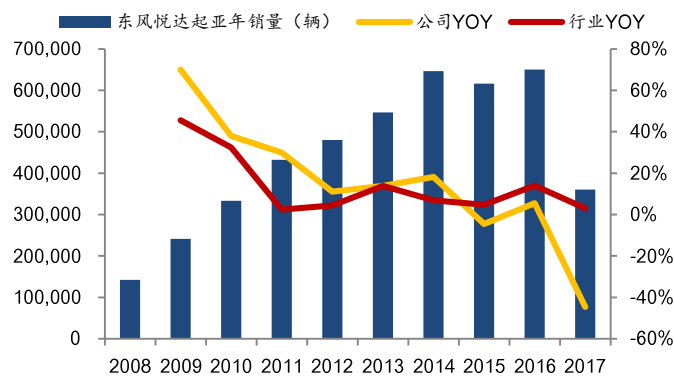
吸取中国韩系车销量下滑教训, 自主车企需提升车型配置水平。2017年, 受行业增速放缓以及韩国萨德事件的扰动, 韩系现代和起亚车型在中国销量同比分别大幅下滑 31%和 45%, 同时韩系车在中国市场的整体市占率从 2014 年高峰时期的 8.96%下降至 4.63%。我们认为, 韩系车销量下滑表面上的因素主要是行业增速放缓和政治因素扰动, 深层次的原因是自主品牌实力不断提升, 美系和德系合资品牌不断下移导致韩系车产品性价比的滑落。根据易车研究院数据, 2005 年以来, 韩系车的配置率水平整体低于行业, 在行业增速放缓背景下, 韩系车整体竞争力大幅下降, 导致销量快速下滑。我们认为, 中国自主车企未来需吸取韩系车销量下滑的教训, 提升车型配置水平, 提高产品竞争力。

图表30：北京现代 2008 年以来销量及增速水平



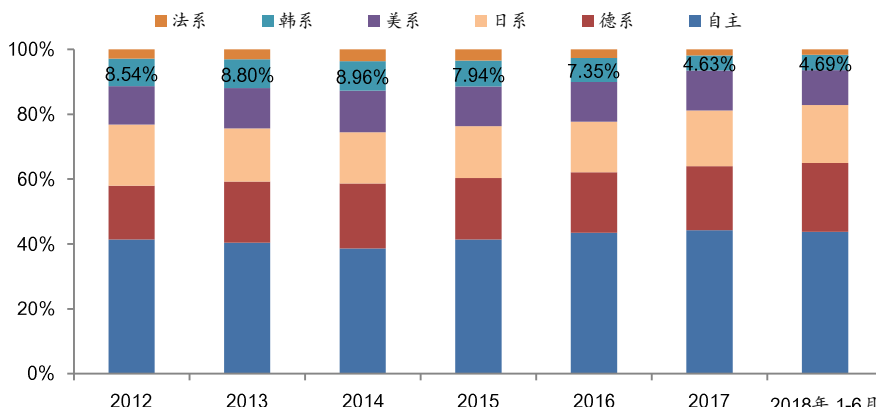
资料来源: Marklines, 华泰证券研究所

图表31：东风悦达起亚 2008 年以来销量及增速水平



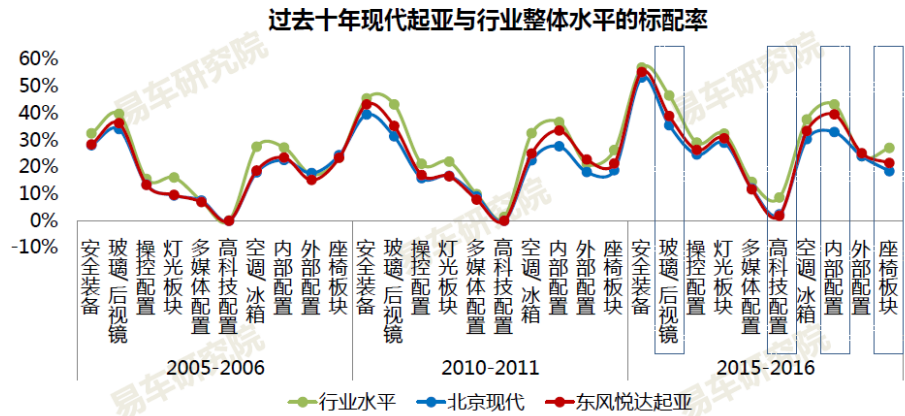
资料来源: Marklines, 华泰证券研究所

图表32：2017 年韩系车销量占比下降明显



资料来源: 中汽协, 华泰证券研究所

图表33：现代起亚车型配置率低于行业平均水平



资料来源：易车研究院，华泰证券研究所

韩系车将以价换量，中国优势零部件企业或将迎新发展机遇。根据我们产业调研，韩国企业为提振中国区域销量水平，同时提升其在中国工厂的产能利用率，未来将加强车型本土化开发，同时降低售价以促进销量。我们认为，韩系车型的降价，或将进一步加剧中国乘用车市场的竞争，自主车企需提升车型配置水平应对挑战。另一方面，韩系车在成本压力下，未来或将增加中国本土零部件的供应比例，以期降低成本，提升利润率，我们认为若韩系车企供应体系进一步开放，对中国本土优势零部件企业或是机遇，可关注华域汽车、福耀玻璃、星宇股份和拓普集团等优秀自主零部件企业。

风险提示：汽车行业增长不及预期、中国自主车企发展不及预期、韩系车企采购中国本土零部件进度不及预期、零部件企业发展不及预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com