

日上集团(002593)

报告日期: 2023年05月30日

区域钢制品龙头，双轮驱动业绩有望触底回升

——日上集团首次覆盖深度报告

投资要点

□ 钢结构+轮毂双主业发展，区域钢制品龙头制造商

公司为区域钢制品企业龙头，双主业轮毂和钢结构业务稳健经营。2022年整体市场环境复杂，受国内商用车需求转弱、出口承压、原材料价格高位波动等多重不利因素影响，公司整体经营状况有所下滑。2022年公司实现营收/归母净利润 33.78/0.29 亿元，同比-10.6%/-72.6%；2023年一季度业绩有所好转，23Q1 公司实现营收/归母净利润 8.62/0.16 亿元，同比+5.5%/+11.2%。行业拐点已至，业绩有望触底回升。

□ 钢结构需求空间足，公司立足区域市场、深耕细分领域，打造品牌绝对优势

1) 行业端：钢结构需求空间足、政策持续加码。“双碳”目标背景下，装配式建筑推动政策持续加码，钢结构建筑也多次作为重点建设领域。钢结构协会于 21 年 10 月发布《钢结构行业“十四五”规划及 2035 年远景目标》，提出到 25 年/35 年末，全国钢结构用量达到 1.4/2.0 亿吨，占粗钢产量比例 15%/25%以上，新建钢结构建筑占新建建筑面积比例超 15%/40%。对标发达国家，当前国内建筑钢结构渗透率仍存在差距，市场发展空间巨大。同时，钢结构细分市场中，石油化工、市政交通等行业快速发展，建设需求旺盛。

2) 公司端：钢结构业务聚焦石油化工及高端工业厂房细分领域，挖掘重点区域市场，打造区域钢结构制造龙头。产能上，至今公司钢结构年产能已超过 35 万吨，近五年钢结构年产量稳居行业前 30 名。业务布局上，公司着重深耕石化/设备钢结构工程、市政/桥梁及轨道交通、大型高端工业厂房、高层钢结构建筑等四大细分领域钢结构业务，依托子公司新长诚 NCC 及四大生产基地，推进海内外业务发展，服务可辐射范围包括华东/华南地区、西南/西北地区、以及海外出口市场。客户及项目经验上，二十几年来，持续跟日本 JGC、千代田、美国福陆、中石化 SEI、中石油寰球、中建、中铁、中冶等几十家大型国内外 EPC 公司保有长期项目合作，在钢结构工程尤其是工业建筑和设备钢结构领域积累了深厚经验。经过二十多年业务发展，公司已在钢结构市场、尤其是在石油炼化及化工领域形成独特竞争优势，打造出“新长诚 NCC”品牌的强大影响力。

□ 轮毂行业利空出尽拐点上行，公司优化布局打开成长空间

1) 行业端：国内市场利空出尽，钢轮需求有望复苏；此前受多重因素影响，商用车整体需求放缓。随着 2022 年底我国疫情防控政策优化，交通运输业稳步恢复，客运及旅游复苏加快，叠加各地工程赶工催生的运货需求，2023 年商用车需求复苏确定性较高。作为广泛应用于卡车及客车等商用车的关键零部件-钢制轮毂市场需求也有望复苏，且随着我国品牌整车从“国内”走向“海外”的全球化趋势，海外市场对于钢制轮毂需求预计维持韧性。同时，乘用车零部件的轻量化趋势明确，轻质化的锻造铝圈市场需求向好，未来铝合金车轮产销预计持续增长。

2) 公司端：公司系国内商用车钢轮最大出口商。产能布局上，现已布局南充、越南、漳州、唐山曹妃甸等 5 个地区 7 个车轮生产工厂，国内外产能布局同步推进。公司钢轮年产能已超过 600 万只，后续曹妃甸和越南两大新工厂投产后，钢轮产能将进一步扩大。资质技术上，公司已通过多项资质认证，钢制车轮的品质稳定性已经达到业内领先水平；技术上持续投入积累，巩固品牌地位。新业务开拓上，公司顺应新能源汽车轻量化趋势，开拓锻造铝圈产能切入乘用车市场。2022 年铝圈收入/产量同比+18.18%/+1.60%，占公司车轮业务营收占比已达 7.48%，较 2021 年占比提升 2.51pct；同时公司正推进新产能布局，计划新增福建日上锻造和日上车轮（越南）两大锻造铝圈生产线，项目落地后锻造铝圈预计将新增 5 条生产线及 125 万只年产能。

投资评级：增持(首次)

分析师：匡培钦

执业证书号：S1230520070003

kuangpeiqin@stocke.com.cn

研究助理：陈依晗

chenyihan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 3.57
总市值(百万元)	2,869.77
总股本(百万股)	803.86

股票走势图



相关报告

- 1 《钢构业务有所放缓，钢轮业务扩张改善盈利能力-日上集团 2019.10.31 季报点评》 2019.10.31
- 2 《国内外钢构业务下滑，钢圈业务稳增长——日上集团 2019H1 点评》 2019.09.06
- 3 《立足钢构、钢轮制造业务，全年业绩稳步增长——日上集团 2018 年年报点评》 2019.03.13

□ 盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入为 40.12、50.19、60.29 亿元，同比增加 18.78%、25.09%、20.12%，实现归母净利润 0.99、1.41、1.96 亿元，同比增长 241.49%、42.08%、39.16%，对应 EPS 为 0.12、0.17、0.24 元。现价对应 PE 为 29.02、20.42、14.67 倍。基于 PEG 估值情况，估值水平处于低估区间，首次覆盖，我们给予“增持”评级。

□ 风险提示

汽车车轮业务投产进度不及预期；钢结构装配式建筑渗透率提升速度不及预期；钢材价格上涨幅度及持续时间超预期；海外业务开展不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3378	4012	5019	6029
(+/-) (%)	-10.60%	18.78%	25.09%	20.12%
归母净利润	29	99	141	196
(+/-) (%)	-72.64%	241.49%	42.08%	39.16%
每股收益(元)	0.04	0.12	0.17	0.24
P/E	99.09	29.02	20.42	14.67

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 钢结构+轮毂双主业发展，区域钢制品龙头制造商	6
1.1 深耕钢制品行业，股权结构长期维稳，业务稳健经营	6
1.2 汽车车轮&钢结构双主业发展，产品竞争力持续增强	7
1.3 行业拐点已至，业绩有望触底回升	8
2 钢结构需求空间足，公司立足区域市场、深耕细分领域，打造品牌绝对优势	9
2.1 政策端持续加码，钢结构行业需求空间足	9
2.2 聚焦石化领域、挖掘区域市场，打造细分赛道龙头	11
2.3 产能居前、项目经验丰富，海内外品牌效应显现	14
3 轮毂行业利空出尽拐点上行，公司优化布局打开成长空间	16
3.1 车轮行业：商用车出口坚挺内需回升，乘用车轻量化打开空间	16
3.1.1 商用车出口韧性凸显，国内市场利空出尽，钢轮需求有望复苏	17
3.1.2 乘用车轻量化创造需求增量，锻造铝圈市场持续向好	19
3.2 商用车钢轮最大出口商，新产能即将投产+资质技术优势巩固品牌地位	19
3.3 公司顺应新能源汽车轻量化趋势，开拓锻造铝圈产能切入乘用车市场	22
4 盈利预测与估值	24
4.1 盈利预测	24
4.2 估值及投资建议	27
5 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	6
图 2: 公司股权结构集中, 截至 23Q1 实控人为吴子文夫妇.....	6
图 3: 公司主营业务为轮毂和钢结构业务, 双主业发展.....	7
图 4: 23Q1, 公司营业收入同比+5.5%.....	7
图 5: 23Q1, 公司归母净利同比+11.2%.....	7
图 6: 2022 年公司综合毛利率/归母净利率分别 7.30%/0.86%.....	8
图 7: 2017-2022 年, 期间费用率大幅降低 4.39pct.....	8
图 8: 2022 年公司资产负债率 53%, 保持在适宜水平.....	8
图 9: 2022 年, 经营性现金流净流入增加较多.....	8
图 10: 2016-2021 年, 我国钢结构产量年复合增速 11.7%.....	10
图 11: 16-21 年, 我国钢结构占粗钢比值由 6.9%提升至 9.4%.....	10
图 12: 2017-2022 年, 我国石化行业固投 CAGR+7.2%.....	11
图 13: 2017-2022 年, 我国交通运输行业固投 CAGR+3.8%.....	11
图 14: 2017-2022 年, 我国水利市政行业固投 CAGR+3.0%.....	11
图 15: 公司钢结构业务发展历程.....	12
图 16: 公司拥有福建厦门、漳州华安、四川南充、越南北宁等 4 个钢结构加工生产基地.....	13
图 17: 钢结构业务 2022 年实现营业收入 19.2 亿元, 同比+4.15%.....	14
图 18: 钢结构业务 2022 年毛利率降至 7.81%.....	14
图 19: 客户遍布海内外市场, 大多保持良好长期项目合作关系, 多为行业龙头企业.....	15
图 20: 轮毂材料分类.....	16
图 21: 2022 年我国汽车行业产量 2702 万辆, 同比增长 3.4%.....	17
图 22: 2022 年我国汽车出口达到 311 万辆, 同比增长 54.4%.....	17
图 23: 2022 年我国商用车产量 318 万辆, 同比减少 31.9%.....	17
图 24: 2022 年商用车累计出口 64.9 万辆, 同比增长 35.8%.....	17
图 25: 2023 年 1-3 月公路货运量/客运量累计同比+5.19%/+1.01%.....	18
图 26: 2022 年/2023 年 Q1 基建投资完成额同比+11.52%/+10.82%.....	18
图 27: 2023 年 1-4 月商用车产销累计同比增长 8.84%/8.92%.....	18
图 28: 2023 年 1-4 月商用车出口数和金额同比增长 37.6%/74.4%.....	18
图 29: 2022 年我国乘用车产量 2384 万辆, 同比增长 11.15%.....	19
图 30: 2022 年我国新能源汽车产量 706 万辆, 同比增长 99.1%.....	19
图 31: 曹妃甸钢轮基地 2023 年上半年即将投产.....	20
图 32: 越南日上基地今年 4 月获得营业执照, 预计 2024 年将试投产.....	21
图 33: 2019 年以来公司车轮产品年产量.....	21
图 34: 2013 年以来公司车轮产品收入结构占比.....	21
图 35: 2019 年以来公司铝圈车轮产品年产量及同比增速.....	23
图 36: 2018 年以来公司铝圈车轮产品收入稳步增长.....	23
表 1: 中央各部委大力推进装配式钢结构建筑发展.....	9
表 2: 公司钢结构主要产品及重点细分领域.....	12
表 3: 截至 2022 年底, 公司在手或新承接项目一览.....	13
表 4: 公司在钢结构业务方面拥有完整的资质认证和运作体系.....	14
表 5: 2022 年公司完成的钢轮新产品和新工艺研发.....	22

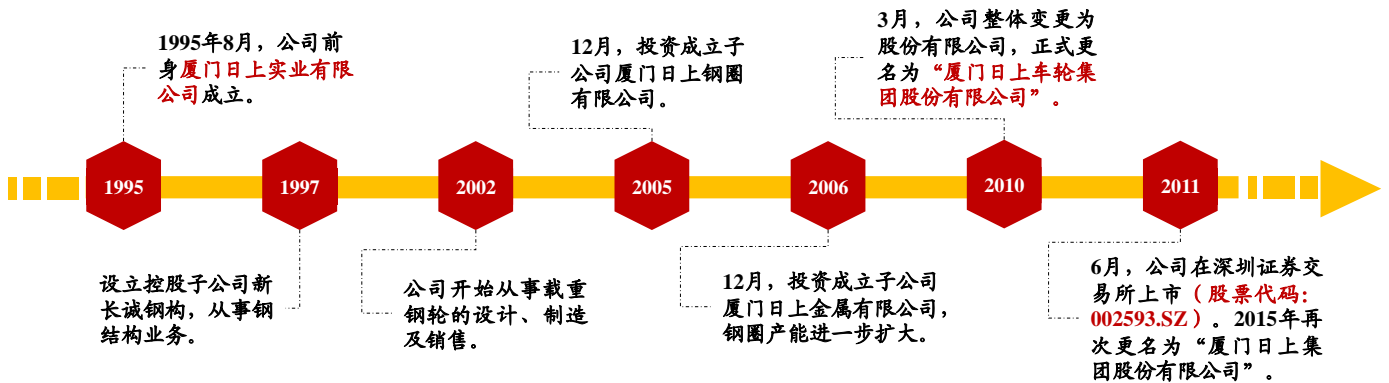
表 6: 公司福建日上锻造和日上车轮 (越南) 两大锻造铝圈生产线	23
表 7: 汽车车轮业务及钢结构业务过去产销及预测情况一览	24
表 8: 汽车车轮业务及钢结构业务过去单价及预测情况一览	25
表 9: 营收拆分及预测 (单位: 百万元)	26
表 10: 各业务毛利率预测	26
表 11: 简易盈利预测表 (百万元)	27
表 12: PEG 估值 (2023.5.29)	27
表 13: 可比公司估值表 (2023.5.29)	28
表附录: 三大报表预测值	29

1 钢结构+轮毂双主业发展，区域钢制品龙头制造商

1.1 深耕钢制品行业，股权结构长期维稳，业务稳健经营

区域钢制品企业龙头，双主业稳健经营。厦门日上集团股份有限公司成立于1995年8月，至今已形成双主业发展，业务范围包括汽车车轮的研发、生产、销售和钢结构建筑设计、制作、安装。1997年，公司设立控股子公司新长诚钢构，从事钢结构设计、制造、销售及安装；2002年起公司开始从事载重钢轮的设计、制造及销售，并于2005年12月、2006年12月先后投资成立子公司厦门日上钢圈有限公司、厦门日上金属有限公司，进一步扩大钢圈产能。2010年3月，公司整体变更为股份有限公司，正式更名为“厦门日上车轮集团股份有限公司”；次年6月，公司成功在深圳证券交易所上市，股票代码002593.SZ。2015年再次更名为“厦门日上集团股份有限公司”。经过十余年持续发展，公司已成为国内大型钢制品企业之一，载重钢轮、钢结构产品均拥有较领先市场地位。

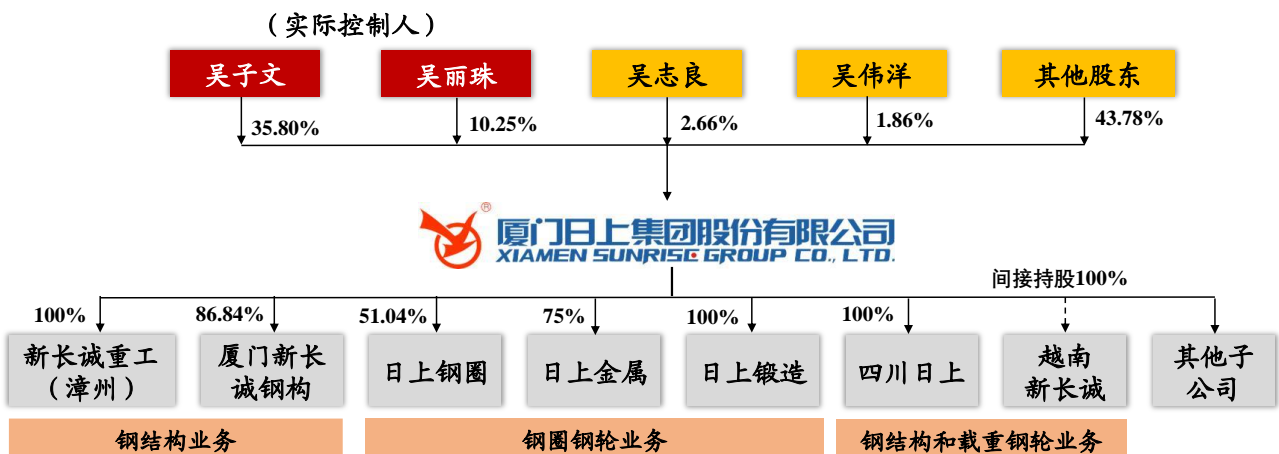
图1：公司历史沿革



资料来源：Wind，公司公告，公司官网，浙商证券研究所

股权结构较为集中，持股长期稳定。自1995年公司创立以来，公司实际控制人一直为吴子文、吴丽珠夫妇；截至2023Q1，两人分别持有公司35.80%、10.25%股份，合计持股比例为46.05%。吴子文为公司董事长兼总经理，拥有多年行业从业经验及管理经验。

图2：公司股权结构集中，截至23Q1实控人为吴子文夫妇

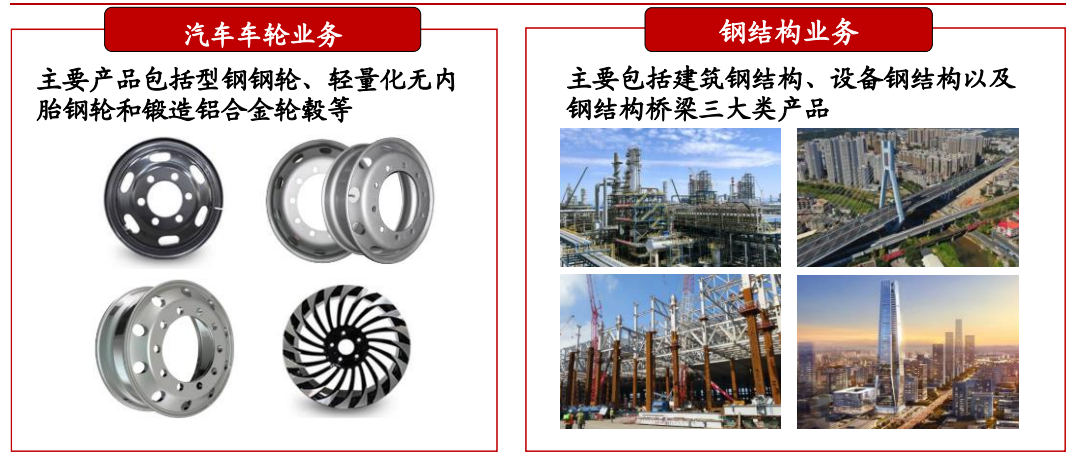


资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

1.2 汽车车轮&钢结构双主业发展，产品竞争力持续增强

公司一直专注汽车车轮和钢结构双主业业务的稳健经营。1) 汽车车轮业务：主要产品包括型钢钢轮、轻量化无内胎钢轮和锻造铝合金轮毂，产品主要用于国内外商用车领域；2) 钢结构业务：主要产品类型为建筑钢结构、设备钢结构及钢结构桥梁三大类，着重深耕石化/设备钢结构工程、市政/桥梁及轨道交通、大型高端工业厂房、高层钢结构建筑等四大细分领域。至今两大业务已有十余年发展经验，市场影响力及竞争力均不断增强。

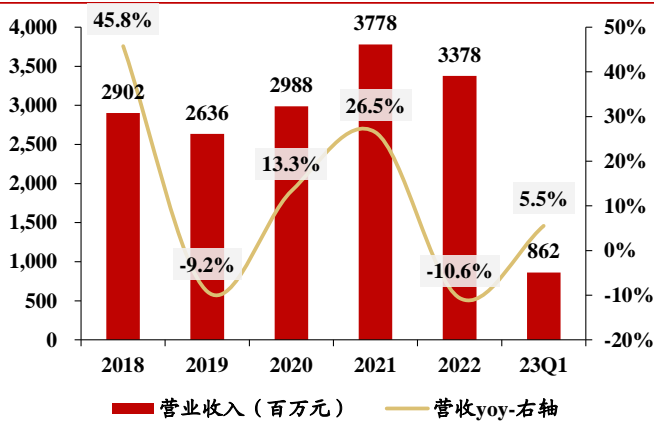
图3：公司主营业务为轮毂和钢结构业务，双主业发展



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

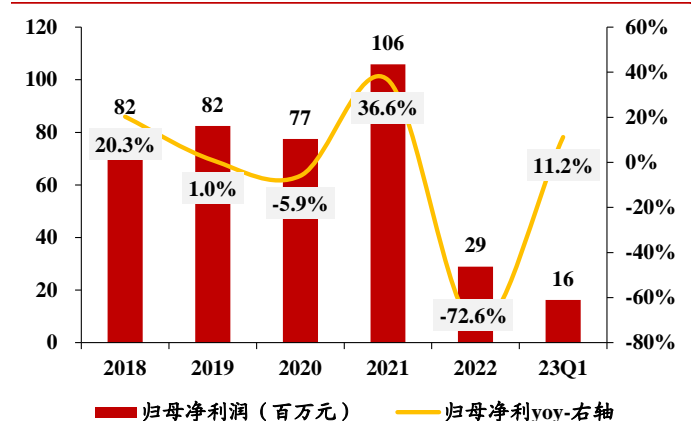
整体经营稳健，22年受严峻市场环境影响，业绩承压。2022年整体市场环境复杂，受国内商用车需求转弱、出口承压、原材料价格高位波动等多重不利因素影响，公司整体经营状况有所下滑。2022年公司实现营业收入33.78亿元，同比下滑10.6%；2022年录得归母净利润0.29亿元，同比下降72.6%。23Q1公司实现营业收入8.62亿元，同比+5.5%；对应录得归母净利0.16亿元，同比增长11.2%。

图4：23Q1，公司营业收入同比+5.5%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：23Q1，公司归母净利润同比+11.2%

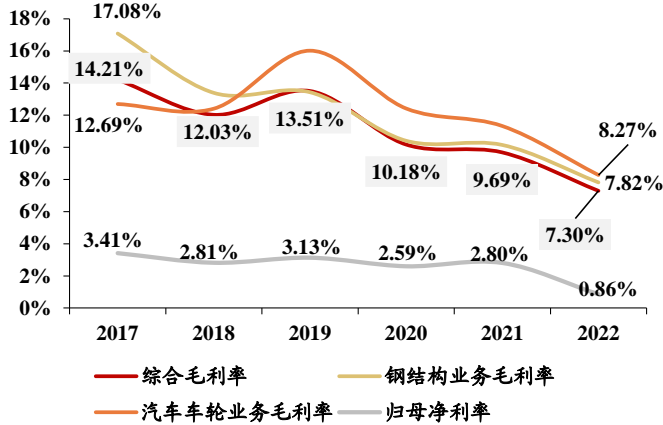


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 行业拐点已至，业绩有望触底回升

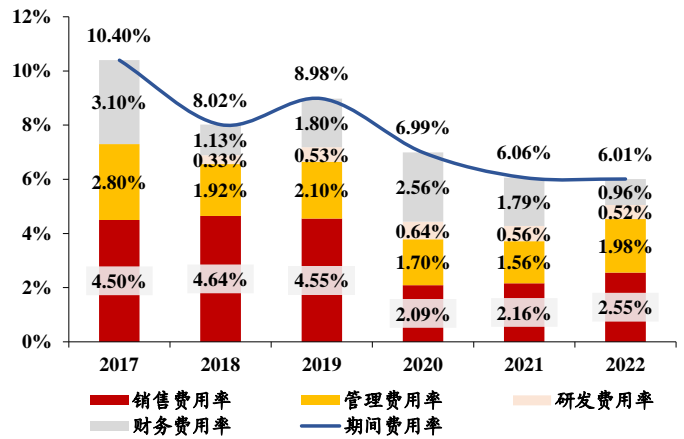
业务承压拖累毛利率，费用管控持续优化。2017-2022年，公司综合毛利率从14.21%下降至7.30%。我们分析一方面系汽车车轮业务受国内商用车需求转弱影响、行业整体业务承压，同时公司本身营业成本有所增加；另一方面，钢结构业务受原材料价格波动、疫情影响生产销售致使库存积压进一步抬高成本等多因素影响，公司业务毛利率出现一定下滑。费用端看，2017-2022年，公司期间费用率从10.40%大幅下降至6.01%，整体下降4.39pct，销售、管理、财务费用率均有不同程度的下降，费用管控能力逐年增强。

图6：2022年公司综合毛利率/归母净利润率分别7.30%/0.86%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：2017-2022年，期间费用率大幅降低4.39pct

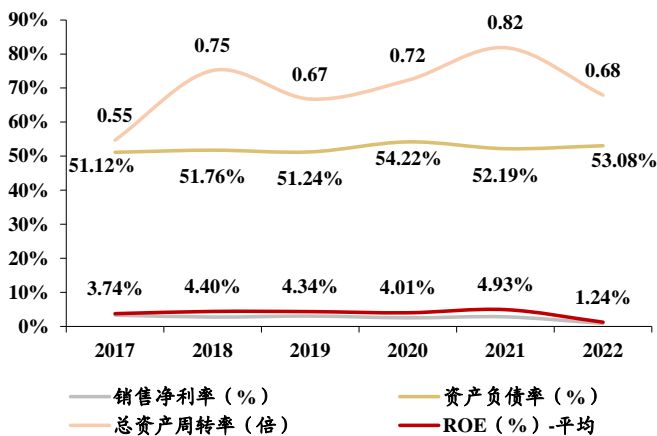


资料来源：Wind，浙商证券研究所

ROE受周转率、销售净利率影响有所下降。2019-2021年，公司总资产周转率显著加快，且销售净利率增加较多，整体ROE指标出现明显增长，盈利能力增强；但2022年受多重不利因素影响周转放缓，同时22年业务整体承压，毛利率下滑较多带动销售净利率也有一定下跌，净资产收益率在2022年有较明显下降。

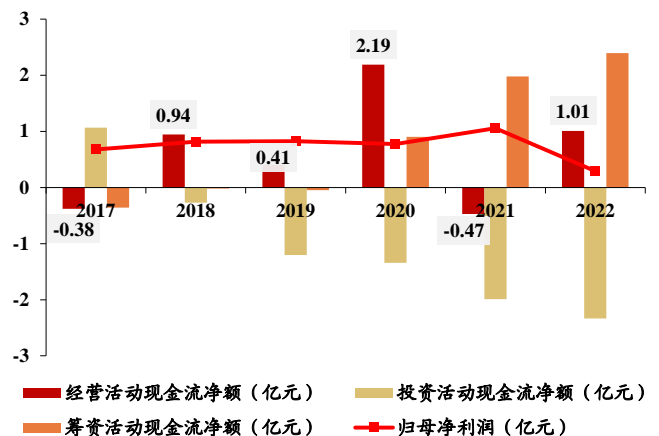
投资活动支出增加较多，经营性现金流净流入增加。经营性现金流方面，净额由2017年-0.38亿元波动增至2022年1.01亿元。投资性现金流净流出逐年增加，主要系公司购置相关资产及购买较多理财产品等所致。

图8：2022年公司资产负债率53%，保持在适宜水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：2022年，经营性现金流净流入增加较多



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 钢结构需求空间足，公司立足区域市场、深耕细分领域，打造品牌绝对优势

2.1 政策端持续加码，钢结构行业需求空间足

政策端推动装配式建筑再加码，降碳效果显著。2021年10月下旬，中央发布三大重磅政策，要求加快推进新型工业化，推动智能建造和建筑工业化协同发展，大力推进装配式建筑，重点推广钢结构住宅建设，推广绿色低碳建材和绿色建造方式。2022年1月，住建部发布的《“十四五”建筑业发展规划》提出，**到2025年，装配式建筑占新建建筑的比例达30%以上**；22年7月，住建部、国家发改委印发《城乡建设领域碳达峰实施方案》，要求推进绿色低碳建造，大力发展装配式建筑，推广钢结构住宅，**到2030年装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到40%**。推行装配式建筑的相关政策持续加码，钢结构建筑也多次作为重点建设领域。

表1：中央各部委大力推进装配式钢结构建筑发展

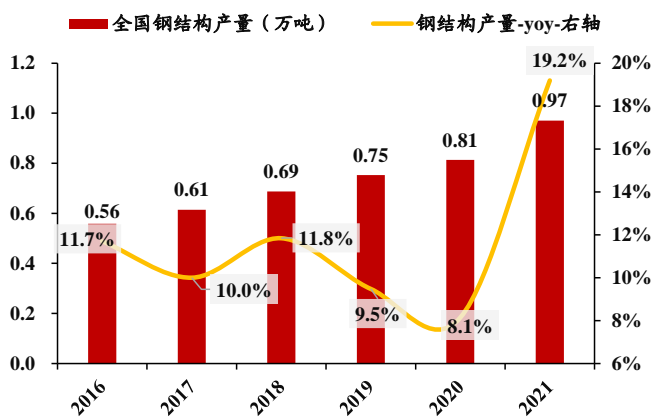
时间	部门	文件	建筑节能要点
2021.10.21	中办、国办	《关于推动城乡建设绿色低碳发展的意见》	· 大力发展装配式建筑，重点推动钢结构装配式住宅建设，不断提升构件标准化水平，推动形成完整产业链，推动智能建造和建筑工业化协同发展。
2021.10.24	中共中央、国务院	《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	· 大力发展节能低碳建筑。持续提高新建建筑节能标准，加快推进超低能耗、近零能耗、低碳建筑规模化发展。大力推进城镇既有建筑和市政基础设施节能改造，提升建筑节能低碳水平。 · 全面推广绿色低碳建材，推动建筑材料循环利用。
2021.10.26	国务院	《2030年前碳达峰行动方案》	· 推广绿色低碳建材和绿色建造方式，加快推进新型建筑工业化，大力发展装配式建筑，推广钢结构住宅，推动建材循环利用，强化绿色设计和绿色施工管理。 · 加强适用于不同气候区、不同建筑类型的节能低碳技术研发和推广，推动超低能耗建筑、低碳建筑规模化发展。加快推进居住建筑和公共建筑节能改造，持续推动老旧供热管网等市政基础设施节能降碳改造。
2022.1.25	住房和城乡建设部	《“十四五”建筑业发展规划》	· 到2025年，装配式建筑占新建建筑的比例达30%以上；新建建筑施工现场建筑垃圾排放量控制在每万平方米300吨以下，建筑废弃物处理和再利用的市场机制初步形成，建设一批绿色建造示范工程； · 到2035年，建筑业发展质量和效益大幅提升，建筑工业化全面实现，建筑品质显著提升，产业整体优势明显增强，迈入智能建造世界强国行列。 · 装配式建筑和BIM技术是重点发展方向，建筑工程总承包模式和全过程工程咨询服务模式是建筑工程的重点发展模式。
2022.3.11	住房和城乡建设部	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	· 到2025年，完成既有建筑节能改造面积3.5亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑0.5亿平方米以上，装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到30%； · 大力发展钢结构建筑，鼓励医院、学校等公共建筑优先采用钢结构建筑，积极推进钢结构住宅和农房建设，完善钢结构建筑防火、防腐等性能与技术措施。
2022.5.23	中共中央、国务院	《乡村建设行动实施方案》	· 乡村建设推行绿色规划、绿色设计、绿色建设，因地制宜推广装配式钢结构、木竹结构等安全可靠的新型建造方式。 · 中央预算内投资将乡村建设行动作为重点积极予以支持，土地出让收入用于农业农村部分可按规定统筹安排支持乡村建设。

2022.5.25	财政部	《财政支持做好碳达峰碳中和工作的意见》	<ul style="list-style-type: none"> · 支持重点行业领域绿色低碳转型。支持北方采暖地区开展既有城镇居住建筑节能改造和农房节能改造，促进城乡建设领域实现碳达峰碳中和。 · 建立健全绿色低碳产品的政府采购需求标准体系，分类制定绿色建筑和绿色建材政府采购需求标准。 · 大力推广应用装配式建筑和绿色建材，促进建筑品质提升。
2022.7.13	住房和城乡建设部、国家发展改革委	《城乡建设领域碳达峰实施方案》	<ul style="list-style-type: none"> · 推进绿色低碳建造：大力发展装配式建筑，推广钢结构住宅，到 2030 年装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到 40%。 · 建设绿色低碳住宅：积极推广装配化装修。 · 推进绿色低碳农房建设：鼓励就地取材和利用乡土材料，推广使用绿色建材，鼓励选用装配式钢结构、木结构等建造方式。

资料来源：中央各部委，浙商证券研究所

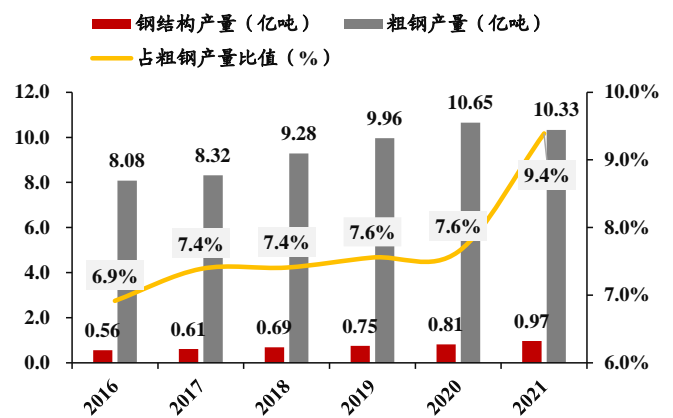
钢结构需求空间足、政策持续加码。 钢结构协会于 21 年 10 月发布《钢结构行业“十四五”规划及 2035 年远景目标》，提出到 25 年/35 年末，全国钢结构用量达到 1.4/2.0 亿吨，占粗钢产量比例 15%/25%以上，新建钢结构建筑占新建建筑面积比例超 15%/40%。3 月 11 日，住建部印发《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》，强调大力发展钢结构建筑，鼓励医院、学校等公共建筑优先采用钢结构建筑。2021 年，我国粗钢产量 10.33 亿吨，国内建筑钢结构总产量 9700 万吨，钢结构占粗钢比例仅 9.4%，较 2020 年占比 8.9%有所提升，但对比发达国家建筑钢结构跟钢材产量占比达 20-30%的水平仍存在差距，国内钢结构市场发展空间巨大。

图10：2016-2021年，我国钢结构产量年复合增速 11.7%



资料来源：Wind，中国建筑金属结构协会，浙商证券研究所

图11：16-21年，我国钢结构占粗钢比值由 6.9%提升至 9.4%

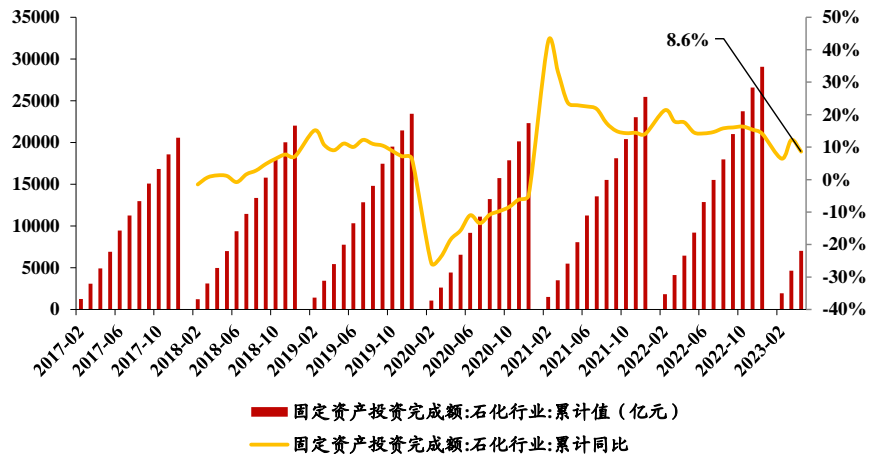


资料来源：Wind，中国建筑金属结构协会，浙商证券研究所

钢结构建筑有望凭借节能降碳、安全可靠等多方面优越性能，在基建、公建、工业厂房等多领域得到快速发展。 相较于装配式其他结构建筑，钢结构具备更低碳排放强度；同时，钢材强度高承重力强、塑性及精确度高、施工方便快捷，在工业厂房、公共建筑、基建市政等领域具备更为优越的性能及应用条件。

钢结构细分市场中，石油化工、市政交通等行业快速发展，建设需求旺盛。 从固定资产投资增速看，2017~2022 年，国内石化行业、交通行业、水利市政行业固定资产投资完成总额稳中有增，年均复合增长率分别达到+7.2%、+3.8%、+3.0%，带动石化、市政、交通等领域钢结构市场保持快速增长。根据此前上市公司招股说明书预计，未来2010-2030年间，国内年均石化钢结构市场规模将达到 65 万吨，市场潜力巨大。

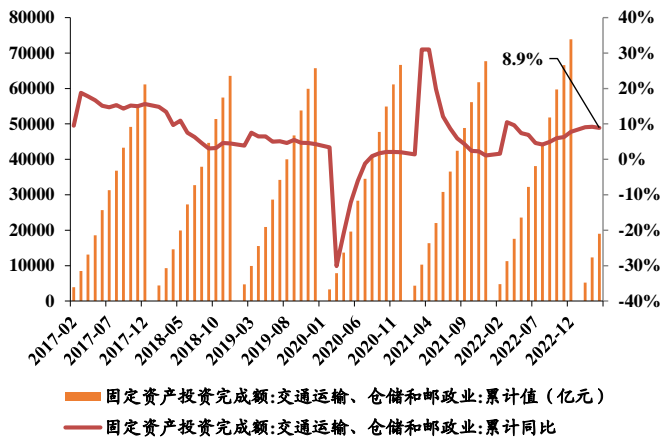
图12: 2017-2022年,我国石化行业固投 CAGR+7.2%



资料来源: Wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

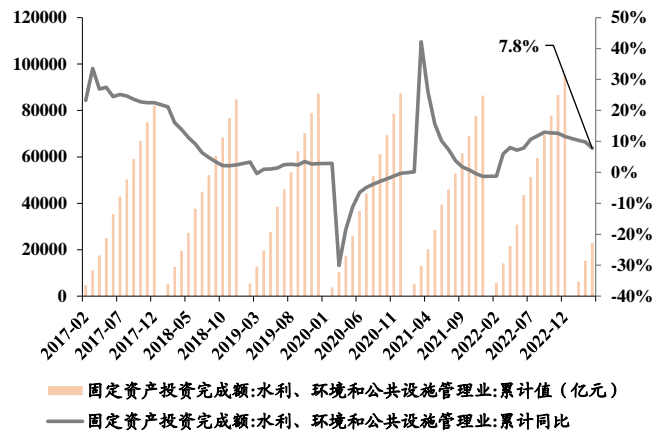
注: 石化行业数据为“石油和天然气开采业”、“石油、煤炭及其他燃料加工业”、“化学原料及化学制品制造业”和“化学纤维制造业”的加总

图13: 2017-2022年,我国交通运输行业固投 CAGR+3.8%



资料来源: Wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

图14: 2017-2022年,我国水利市政行业固投 CAGR+3.0%



资料来源: Wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

2.2 聚焦石化领域、挖掘区域市场，打造细分赛道龙头

钢结构业务聚焦石油化工及高端工业厂房细分领域，成为区域钢结构制造龙头。公司钢结构业务包括钢结构的设计、制造和安装，同时还拥有自主完善的钢结构及围护配套系统。具体产品类型包括建筑钢结构、设备钢结构以及钢结构桥梁三大类，其中建筑钢结构包含工业厂房、物流仓储、公共建筑、高层建筑、住宅建筑等，设备钢结构包含石油化工、能源电力等，桥梁钢结构包含市政桥梁、公路桥梁、轨道交通等领域。细分市场领域方面，公司着重深耕石化/设备钢结构工程、市政/桥梁及轨道交通、大型高端工业厂房、高层钢结构建筑等四大细分领域的钢结构业务。

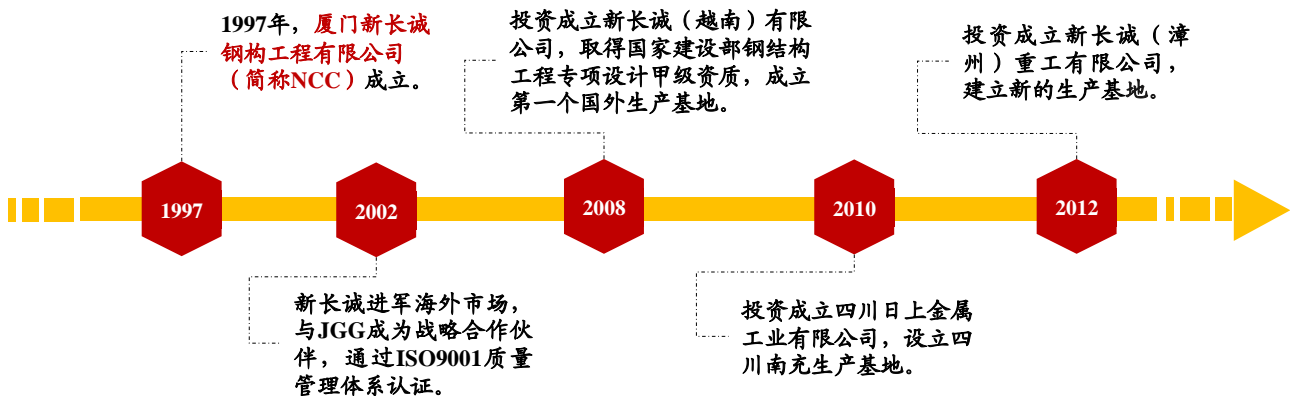
表2: 公司钢结构主要产品及重点细分领域

产品类型	具体产品体系	重点细分领域	工程示意图	
建筑钢结构	工业厂房、物流仓储、公共建	· 大型高端工业厂房建筑、高层建筑、住宅建筑等	· 高层钢结构建筑	
设备钢结构	石油化工、能源电力等	· 石化/设备钢结构工程		
钢结构桥梁	市政桥梁、公路桥梁、轨道交通等	· 市政/桥梁及轨道交通等		

资料来源: 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

打造“新长诚 NCC”品牌, 依托四大生产基地、海内外业务共同推进。公司钢结构业务主要由子公司厦门新长诚钢构工程有限公司(简称 NCC)负责, 通过参与工程招投标取得订单, 并根据不同项目需求提供钢结构加工卖料或工程施工承包服务。厦门新长诚为公司控股子公司, 成立于 1997 年, 一直从事工程钢结构体系的研发、设计、制作、安装与服务。2002 年, 新长诚进军海外市场, 为此后公司钢结构业务走出海外奠定良好基础; 2008 年海外布局战略重心调整, 公司在越南投资成立新长诚越南有限公司, 建立公司第一个国外生产基地; 2010 年为响应西部大开发战略、开拓西南市场, 公司投资成立四川日上金属工业有限公司, 设立四川南充生产基地; 随公司钢结构业务发展、产能需求增加, 公司于 2012 年投资成立新长诚(漳州)重工有限公司, 建立新的生产基地。

图 15: 公司钢结构业务发展历程



资料来源: Wind, 公司官网, 浙商证券研究所

立足区域市场，深耕细分领域，稳健经营。截至2022年底，NCC新长诚已拥有福建厦门、漳州华安、四川南充、越南北宁等4个钢结构加工生产基地，总占地面积93万平方米，厂房总面积55万平方米，拥有多条钢结构加工生产线，钢构件年加工能力超过35万吨；相关围护配套金属围护系统产品年产量达200万平方米。随着上层政策加码及绿色建筑、装配式钢结构建筑行业的发展，公司钢结构业务已逐步转型升级，业务领域逐步扩大，国内外客户认可度增加，成功升级成为“绿色建筑工业化集成系统提供商”。

图16: 公司拥有福建厦门、漳州华安、四川南充、越南北宁等4个钢结构加工生产基地



资料来源: Wind, 公司官网, 浙商证券研究所

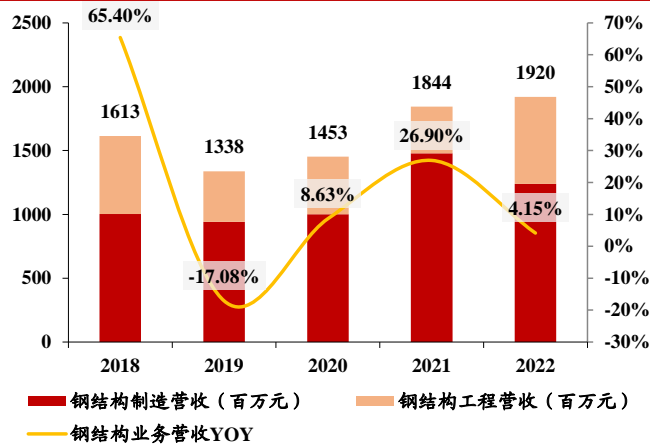
各领域均有项目推进，区域优势地位明显。公司在石化设备钢结构、大型工业厂房、体育场馆、高层建筑以及钢结构桥梁等细分领域，在福建、广东、广西、四川、重庆、贵州、陕西等地区具有明显区域优势地位。截至2022年底，公司细分领域均有众多在手项目推进，未来业绩保障充分。2018-2022年，公司钢结构业务营业收入从16.13亿元增长至19.20亿元，2022年同比增长4.15%；对应毛利率从13.39%降低至7.81%，2022年毛利率下降较多主要系原材料价格高位波动影响，原材料库存成本较高拖累钢结构产品毛利率。

表3: 截至2022年底，公司在手或新承接项目一览

项目类别	项目名称
石化/设备钢结构领域	中石油广东炼化一体化项目、中石化广东巴斯夫项目、惠州美孚乙烯项目、万华MDI项目、宁波英力士ABS项目、宁波台化PTA项目、乐山协鑫颗粒硅项目等
市政/公建/桥梁/轨道交通领域	西安比亚迪电轨项目、珠海凤凰山步道、南充空港新城钢桥梁等
大型工业厂房领域	比亚迪深汕工业园、坪山新能源项目、绍兴中芯国际项目、深圳大数据项目、宁德时代厦门项目、联盛PMI项目、安徽南玻光伏玻璃项目、宁德时代四川项目、雅迪天津项目、湖北保洋项目、西门子联晟项目等
高层建筑及公共场馆领域	深圳城脉大厦、深圳安邦财险大厦、深圳龙华美术馆、重庆博物馆、三星堆博物馆、晋江机场等

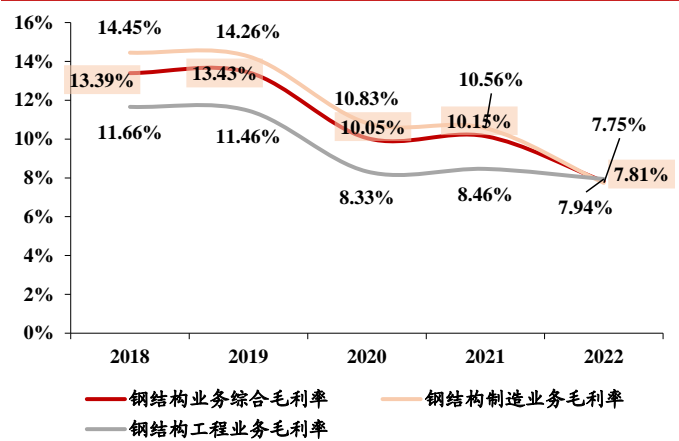
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图17: 钢结构业务 2022 年实现营业收入 19.2 亿元, 同比+4.15%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 钢结构业务 2022 年毛利率降至 7.81%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3 产能居前、项目经验丰富，海内外品牌效应显现

资质完备，产能排名稳居行业前列。公司现已获得众多甲（壹）级、特级资质且拥有完整运作体系，涵盖公司在钢结构及房建领域主营业务范围，助力提升公司综合实力，且为公司承接国内外各类钢结构工程项目奠定坚实基础。目前公司钢结构年产能已超过 35 万吨，2022/2021 年钢结构产量分别 22.1/22.8 万吨；全国范围看，2021 年产量超 20 万吨的钢结构企业还不到 40 家，公司生产能力位居全国前列，近 5 年钢结构年产量排名均稳定在前 30 名以内。

表4: 公司在钢结构业务方面拥有完整的资质认证和运作体系

项目类别	项目名称
资质认证	钢结构工程设计专项甲级资质、建筑工程设计综合乙级资质、钢结构工程专业承包壹级资质、房建工程施工总承包二级资质、中国钢结构制造企业特级资质、建筑金属屋（墙）面设计与施工特级资质
体系认证	ISO9001 质量体系认证、GB/T50430 工程建设施工企业质量管理规范认证、ISO14001 环境管理体系认证、OHSAS45001 职业健康安全管理体系认证、欧盟 CE 认证、欧标 ISO-3834 认证、美标和欧标焊工资格认证、美国钢结构协会 AISC 认证、加拿大焊接协会 CWB 认证等

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

大型项目经验丰富，专业技术及管理团队积累深厚，已形成良好市场信誉和品牌效应，持续增厚竞争实力。公司拥有 200 人规模的钢结构研发设计和项目管理团队，尤其在钢结构工程的深化设计、节点设计以及加工详图方面经验和能力突出；且客户资源丰富，二十几年来，持续跟日本 JGC、千代田、三菱、中国台湾中鼎、美国福陆、中石化 SEI、中石油寰球、中建、中铁、中冶等几十家大型国内外 EPC 公司保有长期项目合作，在钢结构工程尤其是工业建筑和设备钢结构领域积累了深厚经验，项目遍及东南亚、中东、美洲、非洲各地，并多次获得中国建筑钢结构金奖、金钢奖、闽江杯奖等众多奖项。

技术水平先进，国际一流钢构制造基地和加工生产线铸造石化设备钢结构领域深厚护城河。设备钢结构具有构件复杂非标，加工精度、焊接标准、抛丸除锈、镀锌/油漆等品质要求高等特点，全螺栓连接、防腐等级高、施工工期紧、发货配套要求高、海运依靠集装箱等特点。公司在厦门、漳州、南充、越南均设有生产基地，服务可辐射范围包括华东/华南地区、西南/西北地区、以及海外出口市场，主要生产线均引进国际一流加工设备，确

了公司在应对复杂钢结构加工尤其是石化设备钢结构领域上的强竞争优势；同时，随着工厂数字化、自动化、智能化改造的逐步推进，公司精细化管理体系构建逐渐完善，预期将持续助力公司在海内外市场及石化设备钢结构领域竞争中赢得优势。

经过二十多年业务发展，公司已在钢结构市场、尤其是在石油炼化及化工领域形成独特竞争优势，目前已成为区域市场细分领域的制造龙头企业，打造出“新长诚 NCC”品牌的强大影响力。

图19: 客户遍布海内外市场，大多保持良好长期项目合作关系，多为行业龙头企业



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3 轮毂行业利空出尽拐点上行，公司优化布局打开成长空间

3.1 车轮行业：商用车出口坚挺内需回升，乘用车轻量化打开空间

车轮上承载轮胎的金属零件称为轮毂，轮毂也被称为轮圈、轱辘或胎铃，外形为圆桶形，并位于轴心处。按材质分类，通常可以分为钢制轮毂、合金轮毂和复合材料轮毂等。

钢制轮毂：早在上世纪初钢板辐式轮毂就已出现，钢材是最早用于制造汽车轮毂的，该材料制造的轮毂具有高强度、耐磨以及优异的散热性能等优点，根据生产工艺不同，钢制车轮可被分为型钢车轮和无内胎钢制车轮。尽管近年来出现了越来越多的轻量化材料用于制造汽车轮毂，但因钢铁轮毂制造工艺简单，性能出众且成本低廉，故仍占据一定汽车轮毂市场份额，主要应用于商用车、中低档乘用车以及特种车辆。

合金轮毂：包括铝合金、镁合金轮毂，其中以铝合金轮毂最为常见，铝合金轮毂主要材料是铝，又加入了锰、镁等金属材料制作而成，相对钢轮毂该类轮毂具备重量轻、美观、节能效果明显散热快、尺寸精度高等特点，但其耐冲击性能较弱、价格相对较高，多被应用于乘用车领域。而镁合金轮毂是指使用镁合金材料制造的轮毂，该类轮毂具有轻质、强度高、减震性能好等优点，但制造价格昂贵并需要进行防腐蚀处理。

复合材料轮毂：其中碳纤维复合材料轮毂居多，该类轮毂采用了碳纤维复合材料制成，碳纤维复合材料是一种由纤维和树脂相结合的材料，具有轻量化、高强度、耐腐蚀、易修复等优点，但制造价格最贵，多用于高端车型、自行车。

图20：轮毂材料分类



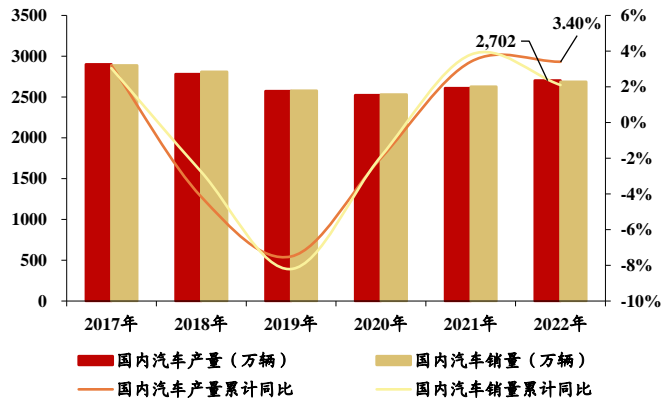
资料来源：浙商证券研究所

当前车轮行业以钢制轮毂（常见于卡车、客车等商用车）和铝合金轮毂（常见于乘用车）两种类型占据主导地位。汽车车轮行业是汽车行业的重要组成部分，处于整车制造生产企业的上游，归属于汽车零部件领域，可分为首次销售原始市场和维护和改造为主的后市场。因为汽车轮胎更换需求的存在，在一定程度上抵消了汽车行业波动的影响，所以尽管车轮行业的周期性基本上与汽车行业同步，但波动幅度相对较小。

我国汽车行业稳健发展具备强大韧性，海外市场地位持续提升

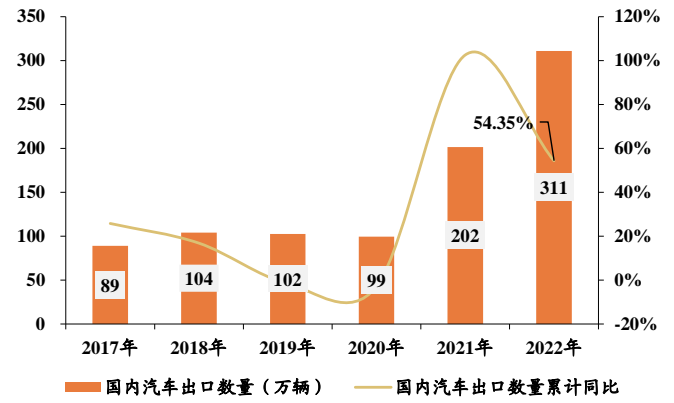
2022年我国汽车产销分别完成2702万辆和2686万辆，同比增长3.4%和2.1%，连续14年位居全球第一，全年面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力下仍展现出强大的发展韧性，从海外出口角度来看，由于我国汽车行业全球竞争力的大幅提升以及海外供给不足等因素，2022年我国汽车出口达到311万辆，同比大幅增长54.4%，有效驱动了行业的整体向上增长。从近年来发展来看，在我国车企国际地位提升以及新能源车市场的蓬勃发展，我国汽车市场产销从2020年走出低谷，2021年和2022年连续两年同比正向增长，出口成绩更为亮眼，近两年出口增速分别达到103%和54%，海外市场空间广阔。

图21：2022年我国汽车行业产量2702万辆，同比增长3.4%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图22：2022年我国汽车出口达到311万辆，同比增长54.4%



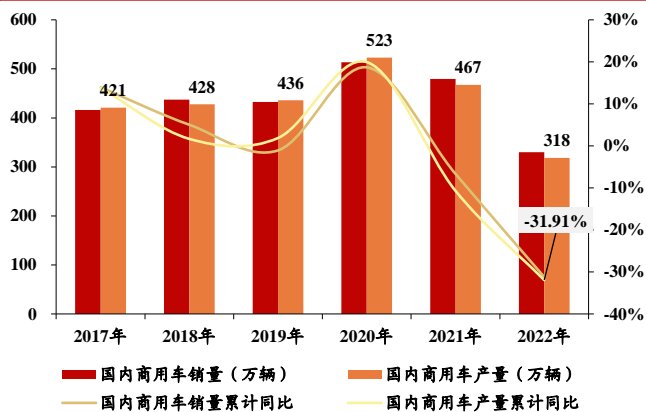
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1.1 商用车出口韧性凸显，国内市场利空出尽，钢轮需求有望复苏

从细分市场看，近年来商用车和乘用车市场呈现分化趋势。商用车中货车方面受到2021年国家国五和国六排放标准切换影响（2021年7月禁售国五柴油车）以及2020年的蓝天保卫战淘汰国三车型，叠加超载治理政策重卡市场在2020-2021年出现了一轮较长时间的需求透支。而2022年多地物流受疫情影响，基建和房地产工程项目开工不及预期，导致货车产销同比降幅较大。商用车中客车方面，受疫情对旅游、客运和城市公交车的需求影响，客车市场也持续低迷，导致整体商用车需求放缓。

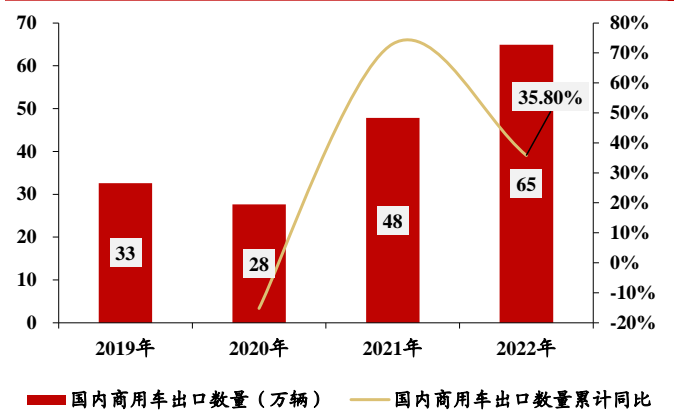
2022年我国商用车产销分别完成318.5万辆和330万辆，同比分别下降31.9%和31.2%，商用车行业处于叠加因素作用下的运行低位。但海外市场表现亮眼，2022年商用车累计出口65万辆，同比增长35.8%，出口金额达到177亿美元，同比增长47.1%，反映出我国商用车品牌海外影响力正不断提升，商用车出口韧性较强。

图23：2022年我国商用车产量318万辆，同比减少31.9%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

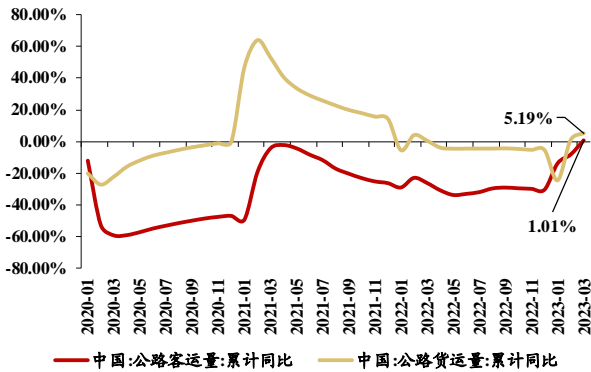
图24：2022年商用车累计出口64.9万辆，同比增长35.8%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

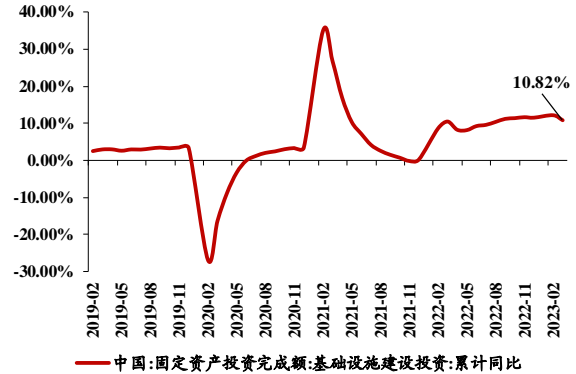
随着 2022 年底我国疫情防控政策优化，据中国交通运输部部长李小鹏 2023 年 2 月 23 日在国务院新闻办公室召开的新闻发布会上介绍，我国交通物流运行全面恢复正常，交通“大动脉”和“微循环”基本畅通。随着我国社会经济逐渐回归正常，截止 2023Q1 我国公路货运量、公路客运量分别实现 85.7 亿吨、9.79 亿人，同比分别增长 5.19%、1.01%，我国交通运输业稳步恢复。叠加 2022 年来，我国基础设施建设固定资产投资完成额的较高增长（2022/2023Q1 同比+11.52%/+10.82%），国家对基建拉动经济的重视程度在不断增强，随着疫情因素逐步消散，各地工程项目的陆续开工有望催生货车增长新需求，客运及旅游的快速复苏也将带动各类客车需求增长新动能，2023 年商用车需求复苏确定性较高。

图25： 2023 年 1-3 月公路货运量/客运量累计同比+5.19%/+1.01%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图26： 2022 年/2023 年 Q1 基建投资完成额同比+11.52%/+10.82%

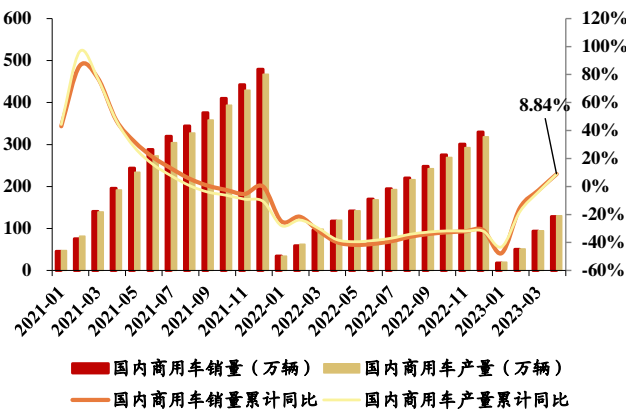


资料来源：Wind，浙商证券研究所

根据浙商证券汽车团队在 2022 年 12 月 26 日发布的《重卡周期见底——行业专题报告》中测算，2023 年重卡销量仅剩余 20 万左右的透支量，预计 2023 年 4 月份左右透支出清。考虑到疫情压制等不利因素逐步消散，我们认为 2023 年商用车市场预计将逐步走出低位，从中汽协披露数据看，2023 年 1-4 月商用车产销量累计同比分别增长 8.84%、8.92%，市场逐步复苏，而商用车出口在高基数下仍然保持强势，1-4 月出口数量和金额分别同比增长 37.6%/74.4%。

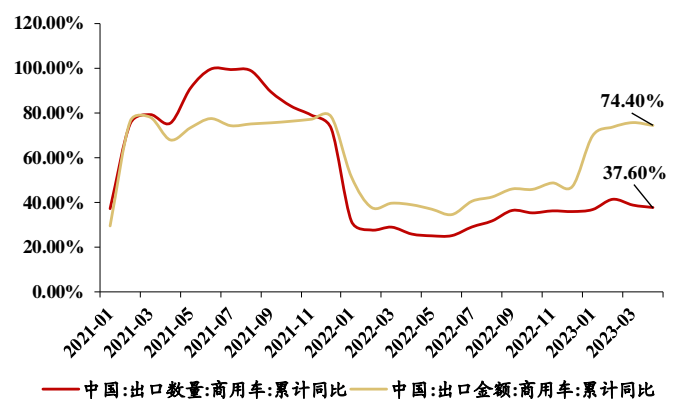
通常来看，商用车轮胎往往 1-2 年便需要更换一次轮胎，考虑到前期疫情对于商用车更新换代频率造成了一定压制，叠加我国当前商用车庞大保有量带来的车轮自然更新需求释放，作为广泛应用于卡车及客车等商用车的关键零部件-钢制轮毂市场需求有望复苏，且随着我国品牌整车从“国内”走向“海外”的全球化趋势，海外市场对于钢制轮毂需求预计维持韧性。

图27： 2023 年 1-4 月商用车产销累计同比增长 8.84%/8.92%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图28： 2023 年 1-4 月商用车出口数和金额同比增长 37.6%/74.4%

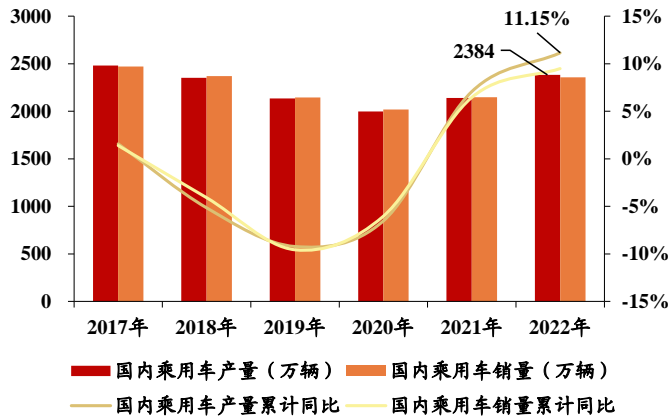


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1.2 乘用车轻量化创造需求增量，锻造铝圈市场持续向好

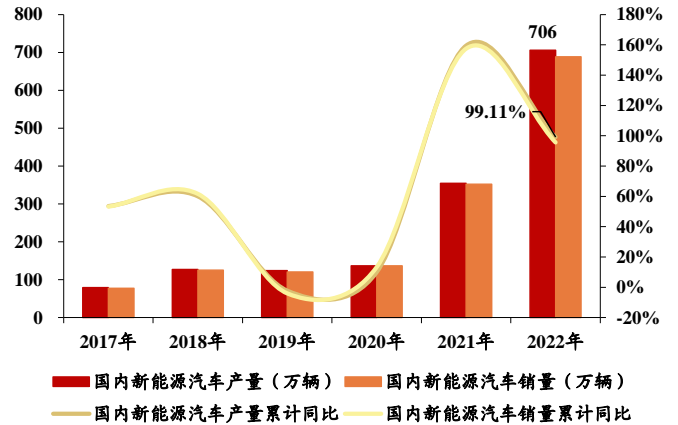
2022年在购置税减半等一系列稳增长、促消费等政策拉动下，乘用车市场整体向好，产销分别完成2384万辆和2356万辆，同比分别增长11.2%和9.5%，市场呈现“新能源车全面发展+传统燃油车高端升级”的整体特征，其中新能源汽车产销分别完成706万辆和689万辆，同比分别增长99.1%和95.6%，有效带动乘用车市场及汽车市场平稳发展。

图29: 2022年我国乘用车产量2384万辆，同比增长11.15%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图30: 2022年我国新能源汽车产量706万辆，同比增长99.1%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

结合2020年10月27日，由工业和信息化部指导、中国汽车工程学会组织编写的《节能与新能源汽车技术路线图2.0》，指出未来我国汽车发展技术低碳与智能两大发展方向，并基于国家碳中和碳达峰发展目标制定了汽车产业绿色发展目标即“2035年我国汽车产业的发展目标，至2035年，碳排放总量较峰值下降20%以上”。碳减排已经成为我国乃至全世界车企共识，主要汽车制造商接连出台“脱碳”长远目标，相关政策已传至铝合金车轮行业。根据欧洲铝业协会研究，燃油汽车质量每降低10%，可降低油耗8%；纯电动汽车整车重量若降低10kg，续航里程增加2.5km，因此不论是对于新能源车还是对于燃油车，乘用车零部件的轻量化趋势明确，轻质化的锻造铝圈市场需求向好，未来铝合金车轮产销预计持续增长。

3.2 商用车钢轮最大出口商，新产能即将投产+资质技术优势巩固品牌地位

公司是国内领先的汽车钢轮厂商，是国内汽车零部件企业百强，亦是全国商用车钢轮最大出口商，钢轮出口量位居国内同行业首位。生产的钢轮产品包括轻量化无内胎钢轮、型钢钢轮两类，被广泛应用于国内外客车、货车、牵引车、微卡、特种车辆等商用车领域，“日上”车轮是国内领先的车轮品牌。从公司地区布局看：公司依托其厦门总部沿海优势，陆续布局了南充、越南、漳州、唐山曹妃甸等5个地区7个车轮生产工厂，国内外产能布局同步推进，可充分满足内销和出口市场的需求。公司钢轮年产能已超过600万只，后续曹妃甸和越南两大新工厂投产后，钢轮产能将进一步扩大。

新区域布局 1，曹妃甸钢轮基地 2023 年上半年即将投产：2021 年下半年公司全资子公司河北日上车轮开始新建河北曹妃甸车轮生产基地，该项目总投资 3.7 亿元，总占地面积约 213 亩，主要用于钢材开平、落料加工及钢制轮的生产，投资期限为 3-5 年，年钢制轮毂产量约 470 万只（包含大圈 120 万只、中圈 150 万只，小圈 150 万只，农机工程专用圈 50 万只）。根据公司 2022 年年报披露，曹妃甸第一期项目预计将于 2023 年上半年投产，项目进展符合预期。

该基地选址在公司重要原材料供应商-首钢钢铁园区附近，同时曹妃甸位于渤海湾中心地带，海运便利。该项目的投产将优化物流成本，解决国内外基地的原材料加工，从原材料供应上再降成本，优化原材料供应链体系。同时，公司在北方大省建厂可以满足东北、华北区域客户的供货需求，持续提升市场份额。

图31：曹妃甸钢轮基地 2023 年上半年即将投产



资料来源：曹妃甸发布公众号，浙商证券研究所

新区域布局 2，越南项目获得营业执照，预计 2024 年将试投产：2023 年 1 月公司基于跨国战略规划及业务发展需要，拟在越南设立全资子公司日上车轮（越南）有限公司，实施建设轻量化锻造铝合金轮毂智能制造项目，项目拟投资 5500 万美元，计划购买或租赁 11 万平方米土地、自建厂房和购置设备，建设 2 条锻造铝合金轮毂生产线和配套部分钢制车轮生产线等，建成达产后预计实现年产 50 万只锻造铝轮和 200 万只钢制车轮。公司已于 2023 年 4 月中旬获得由越南广宁省发布的《投资许可证》，并完成了新增实施主体日上车轮（越南）有限公司的登记手续，预计越南日上项目明年将试投产。公司早在 2008 年便于越南北宁市早有布局，越南 NCC 有限公司独资兴建了占地面积 5.0 万平方米的钢轮生产基地，产品主要用在出口欧洲、美国市场以及东南亚周边辐射国家市场。我们认为，本次在越南新增的日上车轮项目是依托前期公司越南 NCC 在当地树立的优质品牌背书而打造的，该项目作为公司国际化企业布局的开始，有望逐步开启公司车轮产能全球化布局。

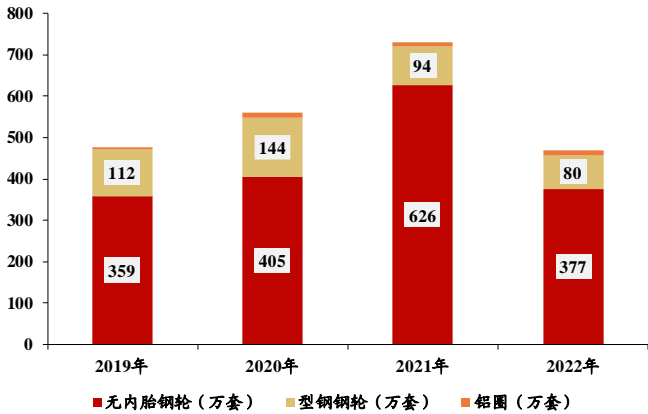
图32: 越南日上基地今年4月获得营业执照, 预计2024年将试投产



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

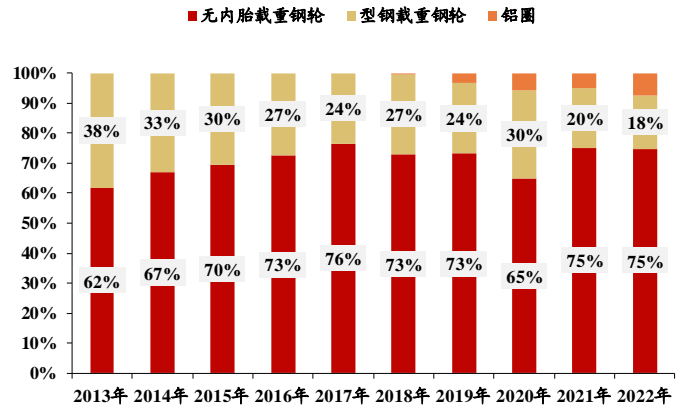
从产品种类看: 根据生产工艺不同, 钢制车轮可被分为型钢车轮和无内胎钢制车轮。无内胎轮胎被称为真空胎或空心轮胎, 其内胎功能由外胎腔内的气密性更好的胶层提供。无内胎轮胎弹性高、耐磨、附着力好且散热性能出色。因此, 从钢制车轮的发展趋势来看, 高强钢-轻量化的无内胎钢制车轮将逐步替代型钢车轮。从年产量角度看, 近年来公司生产的无内胎钢制车轮产量显著高于型钢车轮。从产品收入结构看, 型钢车轮收入比例从2013年38%降至2022年车轮总收入的18%, 公司产品布局整体符合行业发展趋势。

图33: 2019年以来公司车轮产品年产量



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图34: 2013年以来公司车轮产品收入结构占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从资质技术优势看: 截止2022年底, 公司已通过了IATF16949:2016质量体系认证, 公司车轮产品通过美国DOT产品注册、美国SMITHERS、美国STL、德国TÜV测试认证, 钢制车轮的品质稳定性已经达到业内领先水平。公司旗下车轮实验中心取得中国合格评定国家认可委员会(CNAS)认证资格, 可进行产品材料力学性能、车轮弯曲、径向疲劳和涂料耐盐雾等一系列性能试验。**在车轮产品制造模式方面,** 公司通过有限元分析(FEA)开展前期研发, 提升研发效率, 优化提高产品性能。**在车轮生产线方面,** 公司引进了德国WF公司高精度进口数控旋压设备、高精密冲床、数控立车等设备在内的半自动钢圈生产线, 保证轮辐成型精度稳定可靠; 引进美国林肯焊机和日本KOKUSAI伺服控制的在线自

动检测谐波(端、径跳)、动平衡等设备,保证产品品质、精度,引进德国的涂装生产线、静电喷涂设备,采用国际先进的 PPG 阴极电泳漆、静电粉体,保证产品表面涂层质量和产品使用寿命,同时产品制作完成后通过编码实现 15 年品质追踪管理。

此外,公司取得了多项模具发明专利和实用新型专利,为新产品研发提供了了技术保障。2022 年公司完成了 17.5 对称结构通用轮辋产品、22.5×11.75 无内胎钢制轻量化车轮、钢制车轮埋弧焊工艺等 10 项钢轮新产品和关键技术的研发投入,能够有效提高钢圈质量及制作效率,同时提升公司产品市场竞争力。

表5: 2022 年公司完成的钢轮新产品和新工艺研发

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
17.5 对称结构通用轮辋产品研发项目	新产品研发	已完成
无内胎钢制旋压轮辐冲中螺孔自动化方案研发项目	新产品研发	已完成
16×5.5J 轻卡车车轮辋自动化卧式扩涨模具的研发	新工艺开发	已完成
22.5×9.00 外置气门嘴产品高承载系数产品的研发项目	新工艺开发	已完成
16×6K 轻量化产品性能提升的研发项目	新工艺开发	已完成
钢制车轮埋弧焊工艺提升的研发项目	新产品研发	已完成
22.5×9.00 无内胎钢制车轮组立端径跳提升的工艺研发项目	新产品开发	已完成
22.5×11.75 无内胎钢制轮辋同心度提升的研发项目	新工艺开发	已完成
22.5 寸无内胎轻量化轮辐冲孔和风孔倒角自动回转模研发项目	新工艺开发	已完成
22.5×11.75 无内胎钢制轻量化车轮的研发项目	新工艺开发	已完成

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

从销售渠道和销售模式看:公司钢制车轮业务依托多个优质沿海和海外生产基地业已形成了全球销售渠道,对比欧美日发达国家的车轮巨头的产能全球化销售模式,公司相比国内其他车轮生产企业具备国际化先发优势。**在整车原装配套市场(OE)**,公司基于 OE 客户信用度较高、履约能力较强的特点,根据不同客户给予一定的信用账期,成功进入了中集车辆、上汽红岩、中国重汽、吉利汽车、大运汽车、东风柳汽和 Facchini(巴西)等数十家大型商用车厂的供应商体系,外销客户付款方式主要采用 D/P、L/C 方式付款。**在维修替换销售市场(AM)**,公司考察选择渠道覆盖面较广、销售能力较强的长期合作伙伴作为国内经销商或海外代理商,并对 AM 客户建立了专门的信用管理体系,对于经营规模较大、履约信用良好的 AM 客户给予一定的信用额度,其他 AM 客户主要为款到发货。公司当前拥有覆盖 31 个省市自治区的 100 余家国内一级经销商、覆盖 70 多个国家地区的 150 多家海外代理商。

经过多年发展公司的钢制轮毂业务已在国内同行业中率先形成国内外 OE 市场、AM 市场共同发展的良好格局。全球销售渠道网络为公司后续锻造铝圈等新产品的推广和销售奠定了扎实的市场基础。

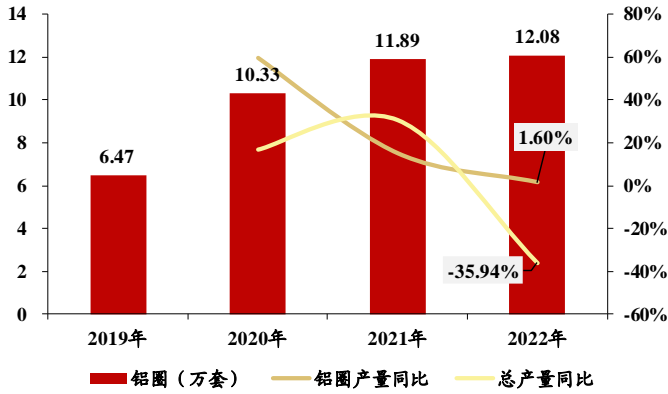
3.3 公司顺应新能源汽车轻量化趋势,开拓锻造铝圈产能切入乘用车市场

随着国内汽车行业碳排放标准日趋严格、节能环保的需求日益凸显,轻量环保的产业趋势明显。作为汽车重要零配件的车轮轮毂,其用材向轻量化、节省资源、高性能方向发展是必然需求,而铝合金被认为是 21 世纪最富于开发和应用潜力的“绿色材料”,铝合金汽车轮毂在现代汽车的轻量化中将扮演极为重要的角色。对比钢制轮毂同等体积的铝合金轮毂平均轻 2kg,对于 5 座的轿车将一年约节省 40L 汽油。而锻造铝轮产品对比同规格的铸造轮,锻造铝轮的强度可提升三分之一且产品重量比铸造轮减少三分之一,锻造铝轮轻

量化优势更为明显。因此，锻造铝合金轮毂将是汽车“轻量化”、“低碳化”变革和“新材料”创新战略的重要组成部分，未来锻造铝轮在乘用车市场应用前景广阔。

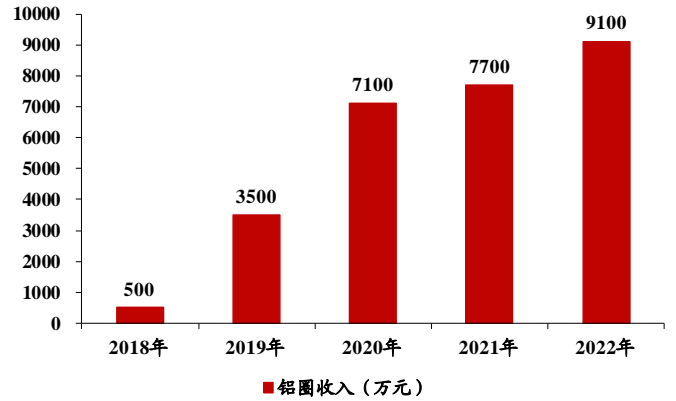
公司在2017年便开始锻造铝圈产能布局，公司自行研发的锻造铝圈已经通过了美国SMITHERS、美国STL、德国TÜV测试认证，客户反馈良好。近年来公司铝圈产品产量和营业收入逐步增加，2022年铝圈收入占公司车轮业务占比已达7.48%，较2021年占比提升2.51pct，同时铝圈业务在公司其他业务经营阶段性承压时仍能保证收入/产量分别同比增长18.18%/1.60%，显示了公司该品类的需求韧性以及市场竞争力。

图35：2019年以来公司铝圈车轮产品年产量及同比增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图36：2018年以来公司铝圈车轮产品收入稳步增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

同时公司正在不断开展推进新产能布局，计划通过非公开发行股票定增募集资金结合自筹资金开展了福建日上锻造和日上车轮（越南）两大锻造铝圈生产线布局，若项目推进顺利将为公司的锻造铝圈新增5条生产线以及125万只年产能。我们认为，公司未来有望依托锻造铝轮产品抓住新能源汽车轻量化的市场需求，在满足商用车客户需求的同时也逐步切入乘用车市场，打造业务新增点。

表6：公司福建日上锻造和日上车轮（越南）两大锻造铝圈生产线

内容	福建日上锻造有限公司	日上车轮（越南）有限公司	合计
投资总额 (亿元人民币)	4.5	3.85	8.35
募集资金使用 (亿元人民币)	1.18	2.00	3.18
锻造铝合金生产线数量(条)	3	2	5
建成后锻造铝合金产能(万只)	75	50	125
建设地点	福建省漳州市华安县丰山镇 九龙工业园区	越南广宁省广安镇天丰区 北天丰工业区	-
建设期	2024年12月	2024年12月	-

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

➤ 产销端:

根据公司历年年报披露产销数据情况:

1) **汽车车轮业务:** 销量上, 2020/2021/2022 年公司汽车车轮总销售量分别实现 554.20/713.58/504.72 万套, 同比分别+19.39%/+28.76%/-29.27%; 其中 2022 年无内胎钢轮/型钢钢轮/铝圈分别实现销售量 409.99/82.70/12.03 万套, 同比分别-30.26%/-27.67%/+5.90%。**产量上**, 2020/2021/2022 年公司汽车车轮总生产量分别实现 559.32/731.74/468.76 万套, 同比分别+17.01%/+30.83%/-35.94%; 其中 2022 年无内胎钢轮/型钢钢轮/铝圈分别实现生产量 376.54/80.14/12.08 万套, 同比分别-39.84%/-14.66%/+1.60%。**销量上**, 预计三类车轮销量均保持良好增长, 其中铝轮业务为公司未来重点扩张业务, 销量增速预计较快; 我们预计 2023/2024/2025 年汽车车轮销售量分别实现 604.46/753.63/909.83 万套, 同比分别+19.76%/+24.68%/+20.73%。

2) **钢结构业务:** 销量上, 2020/2021/2022 年公司钢结构总销售量分别实现 20.05/23.82/24.07 万吨, 同比分别+11.95%/+18.80%/+1.05%; **产量上**, 2020/2021/2022 年公司钢结构总生产量分别实现 18.87/22.80/22.10 万吨, 同比分别+2.72%/+20.83%/-3.07%。行业不利因素消除, 预计销量恢复到此前增速水平, 我们预计 2023/2024/2025 年钢结构销量分别 26.48/30.45/35.02 万吨, 同比分别+10%/+15%/+15%。

表7: 汽车车轮业务及钢结构业务过去产销及预测情况一览

产销情况	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
汽车车轮行业 (单位: 万套)							
总销售量	464.19	554.20	713.58	504.72	604.46	753.63	909.83
YOY	1.50%	19.39%	28.76%	-29.27%	19.76%	24.68%	20.73%
其中: 无内胎钢轮	352.89	395.19	587.88	409.99	491.99	610.07	732.08
其中: 型钢钢轮	106.35	147.84	114.34	82.70	99.24	127.03	156.24
其中: 铝圈	4.95	11.17	11.36	12.03	13.23	16.54	21.50
总生产量	477.76	559.32	731.74	468.76	602.97	771.84	983.84
YOY	5.66%	17.07%	30.83%	-35.94%	28.63%	28.01%	27.47%
其中: 无内胎钢轮	359.00	404.84	625.94	376.54	489.50	636.35	827.26
其中: 型钢钢轮	112.29	144.15	93.91	80.14	100.18	120.21	138.24
其中: 铝圈	6.47	10.33	11.89	12.08	13.29	15.28	18.34
库存量	-	-	100.51	136.47	134.97	153.18	227.20
钢结构行业 (单位: 万吨)							
总销售量	17.91	20.05	23.82	24.07	26.48	30.45	35.02
YOY	-17.24%	11.95%	18.80%	1.05%	10.00%	15.00%	15.00%
总生产量	18.37	18.87	22.80	22.10	26.08	31.29	37.55
YOY	-13.14%	2.72%	20.83%	-3.07%	18.00%	20.00%	20.00%
库存量	-	-	7.39	5.42	5.02	5.87	8.40

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

➤ **单价端:**

根据公司历年年报披露各业务营收及产销情况，大致可计算出业务对应平均单价，参照以往平均单价情况，我们预计：2023/2024/2025 年汽车车轮业务平均单价分别 247.87/261.47/268.49 元/套，同比分别+2.92%/+5.49%/+2.68%；2023/2024/2025 年钢结构业务平均单价分别 8353/8771/8946 元/吨，同比分别+4.69%/+5.00%/+2.00%。

表8: 汽车车轮业务及钢结构业务过去单价及预测情况一览

产销情况	2021	2022	2023E	2024E	2025E
汽车车轮业务平均单价 (元/套)	216.98	240.85	247.87	261.47	268.49
YOY	-5.72%	11.00%	2.92%	5.49%	2.68%
其中: 无内胎钢轮	197.91	221.94	228.60	240.02	244.83
其中: 型钢钢轮	269.12	259.63	272.61	288.96	294.74
其中: 铝圈	678.79	756.28	778.96	841.28	883.35
钢结构平均单价 (元/吨)	7741.39	7978.60	8353.11	8770.77	8946.18
YOY	6.82%	3.06%	4.69%	5.00%	2.00%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

➤ **营收端:**

公司汽车车轮和钢结构业务双主业稳健并行经营。其中汽车车轮业务为销售业务，收入确认是以出库单上的销售数量和合同单价的乘积作为计量金额；钢结构业务中钢结构制造业务为材料销售业务，收入确认同样是以出库单上的销售数量和合同单价的乘积作为计量金额，钢结构工程业务则是根据项目施工进度确定履约进度，并按履约进度确认收入。

1) **汽车车轮业务:** 根据公司公告，受商用车行业整体下降影响，2022 年公司汽车车轮销售业务出现一定程度下滑，整体销量出现一定下降；同时车轮产能利用率不足致使营业成本上升、以及销售价格调整等多因素造成车轮业务整体毛利率下行，但公司整体市场份额维稳。预期上述不利因素未来三年将大幅消减，公司车轮业务呈现蓬勃发展态势。根据销售量及单价预测结转，我们预计 2023-2025 年，无内胎车轮业务营收增速 23.60%/30.20%/22.40%；型钢钢轮业务营收增速 26.00%/35.68%/25.46%；铝圈业务营收增速 13.30%/35.00%/36.50%；

2) **钢结构业务:** 考虑到公司未披露钢结构工程订单情况，无法按订单结转法预测未来营收情况，因此钢结构业务部分营收预测均按照销售数量和合同单价相乘的方式计算。按照过去三年钢结构制造和钢结构工程在钢结构业务中平均占比情况，分摊两部分子业务的销售量，根据销售量及单价预测结转，我们预计 2023-2025 年，钢结构制造业务营收增速 22.43%/20.75%/17.30%；钢结构工程营收增速 1.97%/20.75%/17.30%。

3) **其他业务:** 我们预计 2023-2025 年，其他业务营收增速 25.00%/25.00%/20.00%。

对应得到 2023-2025 年公司总营收分别 40.12 亿元、50.19 亿元、60.29 亿元，同比分别增长 18.78%、25.09%、20.12%。

表9: 营收拆分及预测 (单位: 百万元)

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2988	3778	3378	4012	5019	6029
YOY	13.33%	26.47%	-10.60%	18.78%	25.09%	20.12%
汽车车轮业务	1275	1548	1216	1498	1971	2443
YOY	15.79%	21.40%	-21.49%	23.25%	31.52%	23.97%
其中: 无内胎车轮业务	828	1163	910	1125	1464	1792
YOY	2.73%	40.58%	-21.79%	23.60%	30.20%	22.40%
其中: 型钢钢轮业务	377	308	215	271	367	461
YOY	44.99%	-18.29%	-30.22%	26.00%	35.68%	25.46%
其中: 铝圈业务	71	77	91	103	139	190
YOY	102.27%	8.33%	17.99%	13.30%	35.00%	36.50%
钢结构业务	1453	1844	1920	2212	2671	3133
YOY	8.63%	26.90%	4.15%	15.16%	20.75%	17.30%
其中: 钢结构制造业务	1001	1479	1238	1516	1831	2147
YOY	6.25%	47.78%	-16.27%	22.43%	20.75%	17.30%
其中: 钢结构工程业务	452	365	682	696	840	985
YOY	14.31%	-19.31%	86.89%	1.97%	20.75%	17.30%
其他业务	259	386	242	302	378	454
YOY	31.44%	48.98%	-37.35%	25.00%	25.00%	20.00%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

► 利润端:

1) **汽车车轮业务:** 去年受多方复杂因素影响, 公司车轮业务整体毛利率下行, 但公司整体市场份额维稳。随着行业整体逐步复苏需求增强、公司产能利用率提升及未来管理方面能力持续提升, 经验不断积累, 我们预计 2023-2025 年该部分业务毛利率有望持续提升。

2) **钢结构业务:** 钢材生产成本预计将随下游石油化工、汽车、机械等行业需求变化而波动, 人工成本、动力成本变动不大。此前受疫情等多因素影响, 生产端受阻承压, 整体营业成本有所上升, 毛利率下降; 当前不利因素已消除, 预计业务毛利率逐步回升。综合考虑, 我们预计 2023-2025 年钢结构制造业务毛利率提升较快, 钢结构工程业务稳中有升。

3) **综合毛利率:** 经测算, 最终预计 2023-2025 年公司综合毛利率分别 9.45%、9.88%、10.36%, 综合毛利率有望持续回升。

4) **归母净利润:** 我们最终预计 2023-2025 年公司归母净利润分别 0.99、1.41、1.96 亿元, 同比分别+241.49%、+42.08%、+39.16%。

表10: 各业务毛利率预测

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
综合毛利率	10.18%	9.69%	7.30%	9.45%	9.88%	10.36%
汽车车轮业务	12.41%	11.32%	8.27%	11.37%	11.82%	12.26%
其中: 无内胎车轮业务	15.45%	13.26%	9.45%	13.20%	13.63%	14.10%
其中: 型钢钢轮业务	6.73%	5.61%	5.00%	6.10%	6.75%	7.35%

其中：铝圈业务	7.12%	4.93%	4.21%	5.20%	6.10%	6.80%
钢结构业务	10.05%	10.15%	7.81%	9.33%	9.78%	10.33%
其中：钢结构制造业务	10.83%	10.56%	7.75%	9.89%	10.40%	10.90%
其中：钢结构工程业务	8.33%	8.46%	7.94%	8.10%	8.42%	9.10%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

表11：简易盈利预测表（百万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3378	4012	5019	6029
YOY	-10.60%	18.78%	25.09%	20.12%
营业成本	3132	3633	4523	5404
YOY	7.30%	9.45%	9.88%	10.36%
毛利率	7.30%	9.45%	9.88%	10.36%
归母净利润	29	99	141	196
YOY	-72.64%	241.49%	42.08%	39.16%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

4.2 估值及投资建议

从 PEG 视角看：日上集团所处行业包括装配式钢结构和汽车车轮行业，考虑到公司所处行业空间大、业务成长动能足，剔除 2022 年低基数影响，看公司 23-25 年归母净利润复合增速达 40.6%，我们认为公司系优质成长股，可以采取 PEG 估值法分析。按当前市值计算，2023 年对应 PE 为 29.02 倍，对应 PEG=0.72 < 1，估值水平处于低估区间，具备较高投资安全边际。

日上集团为区域细分钢结构行业龙头，预计公司 2023-2025 年营业收入为 40.12、50.19、60.29 亿元，同比增加 18.78%、25.09%、20.12%，实现归母净利润 0.99、1.41、1.96 亿元，同比增长 241.49%、42.08%、39.16%，对应 EPS 为 0.12、0.17、0.24 元。现价对应 PE 为 29.02、20.42、14.67 倍。基于 PEG 估值情况，23 年对应 PEG 为 0.71 小于 1，估值水平处于低估区间，首次覆盖，我们给予“增持”评级。

表12：PEG 估值（2023.5.29）

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3378	4012	5019	6029
YOY	-10.60%	18.78%	25.09%	20.12%
归母净利润	28.96	98.90	140.52	195.56
YOY	-72.64%	241.49%	42.08%	39.16%
EPS	0.04	0.12	0.17	0.24
PE	99.09	29.02	20.42	14.67
2023-2025CAGR		40.6%		
PEG		0.71		

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表13: 可比公司估值表 (2023.5.29)

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PE					PB(LF)
			2022A	TTM	2023E	2024E	2025E	
钢结构业务								
002541.SZ	鸿路钢构	200.45	17.24	16.75	13.19	10.59	8.78	2.45
600496.SH	精工钢构	76.49	10.83	10.81	8.93	7.46	6.23	0.95
600477.SH	杭萧钢构	96.90	36.17	34.80	23.14	19.68	15.49	1.88
002135.SZ	东南网架	77.39	26.63	29.57	14.83	13.02	11.27	1.22
002743.SZ	富煌钢构	24.55	24.73	23.55	14.88	10.19	8.21	0.78
	加权平均	-		21.98	21.91	14.89	12.31	1.81
轮毂业务								
002085.SZ	万丰奥威	139.42	17.23	16.28	13.80	11.29	9.37	2.21
002488.SZ	金固股份	64.52	58.68	120.01	33.09	21.16	14.34	1.60
	加权平均	-	-	30.35	49.10	19.90	14.41	10.94
002593.SZ	日上集团	28.70	99.09	93.76	29.02	20.42	14.67	1.22

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 风险提示

1、汽车车轮业务投产进度不及预期; 公司现有 5 个地区 7 个车轮生产工厂, 用于满足内销和出口市场的需求。公司当前钢轮年产能已超过 600 万只, 后续曹妃甸和越南两大新工厂投产后, 预期钢轮产能将进一步扩大、进一步支持经营规模扩大。但项目投产进度可能不及预期, 导致车轮产品产量增速不及预期, 销售端也将受到影响、进而影响业绩增速。

2、钢结构装配式建筑渗透率提升速度不及预期; 装配式钢结构建筑在国内整体建筑行业中渗透率还比较低, 对标海外发达国家仍存在较大提升空间, 公司钢结构业务未来增长受到行业整体渗透率提升速度影响。若行业钢结构建筑渗透率提升速度不及预期, 下游需求提升过慢, 对公司钢结构业务未来提升速度存在影响。

3、钢材价格上涨幅度及持续时间超预期; 公司钢结构业务加工原材料为钢材, 生产销售模式为成本加成模式, 如钢材价格处于正常波动区间, 公司可对自身库存进行灵活调配; 但若钢材价格长时间大起大落, 价格波动过大且持续时间过长, 钢材价格把控存在难度, 整体库存管理难度也将提升, 成本管理上预计压力加大, 进而对营业成本造成影响。

4、海外业务开展不及预期。 当前公司积极开拓海外市场, 目前已是国内商用车钢轮最大出口商, 营销渠道上公司钢制车轮业务业已形成全球销售渠道, 覆盖 70 多个国家地区的 150 多家海外代理商; 2022 年公司海外业务占比已达到 30.6%。公司销售策略上紧抓海外市场机遇、重点深耕海外出口市场, 海外业务比例不断提升, 如业务开展不及预期, 可能对业绩带来一定影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3495	3968	4697	5459
现金	756	817	898	1006
交易性金融资产	1	1	1	1
应收账款	727	866	1063	1280
其它应收款	29	26	35	44
预付账款	95	150	196	207
存货	1422	1697	2068	2483
其他	464	413	436	438
非流动资产	1526	1695	1992	2281
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1011	1175	1430	1690
无形资产	176	183	193	197
在建工程	190	209	231	255
其他	149	129	138	138
资产总计	5022	5663	6690	7740
流动负债	2476	3050	3970	4860
短期借款	1052	1464	2059	2586
应付款项	1077	1312	1594	1928
预收账款	0	0	0	0
其他	347	275	317	347
非流动负债	190	198	203	206
长期借款	188	196	201	204
其他	2	2	2	2
负债合计	2665	3248	4173	5066
少数股东权益	17	17	18	20
归属母公司股东权益	2340	2398	2499	2654
负债和股东权益	5022	5663	6690	7740

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	101	134	23	178
净利润	29	99	142	197
折旧摊销	115	128	144	163
财务费用	32	60	88	116
投资损失	6	1	4	2
营运资金变动	(110)	106	29	114
其它	28	(260)	(383)	(415)
投资活动现金流	(233)	(317)	(436)	(454)
资本支出	(190)	(305)	(417)	(443)
长期投资	0	0	0	0
其他	(43)	(12)	(19)	(11)
筹资活动现金流	240	244	495	384
短期借款	200	411	595	527
长期借款	8	8	5	3
其他	31	(175)	(105)	(146)
现金净增加额	107	60	82	108

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3378	4012	5019	6029
营业成本	3132	3633	4523	5404
营业税金及附加	24	25	30	32
营业费用	86	94	115	133
管理费用	67	78	97	113
研发费用	18	22	27	31
财务费用	32	60	88	116
资产减值损失	(6)	(6)	(2)	1
公允价值变动损益	1	0	0	0
投资净收益	(6)	(1)	(4)	(2)
其他经营收益	43	29	31	34
营业利润	41	113	159	232
营业外收支	(4)	(1)	(2)	(2)
利润总额	37	112	158	230
所得税	8	13	16	33
净利润	29	99	142	197
少数股东损益	0	0	1	2
归属母公司净利润	29	99	141	196
EBITDA	189	301	385	501
EPS (最新摊薄)	0.04	0.12	0.17	0.24

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-10.60%	18.78%	25.09%	20.12%
营业利润	-60.55%	174.16%	41.12%	45.66%
归属母公司净利润	-72.64%	241.49%	42.08%	39.16%
获利能力				
毛利率	7.30%	9.45%	9.88%	10.36%
净利率	0.87%	2.47%	2.83%	3.27%
ROE	1.23%	4.15%	5.70%	7.54%
ROIC	1.57%	3.71%	4.47%	5.21%
偿债能力				
资产负债率	53.07%	57.35%	62.38%	65.45%
净负债比率	52.43%	53.61%	56.65%	57.32%
流动比率	1.41	1.30	1.18	1.12
速动比率	0.84	0.74	0.66	0.61
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.75	0.81	0.84
应收账款周转率	4.75	5.36	5.51	5.42
应付账款周转率	14.63	15.16	16.10	15.60
每股指标(元)				
每股收益	0.04	0.12	0.17	0.24
每股经营现金	0.13	0.17	0.03	0.22
每股净资产	2.91	2.98	3.11	3.30
估值比率				
P/E	99.09	29.02	20.42	14.67
P/B	1.23	1.20	1.15	1.08
EV/EBITDA	18.78	12.66	11.30	9.55

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>