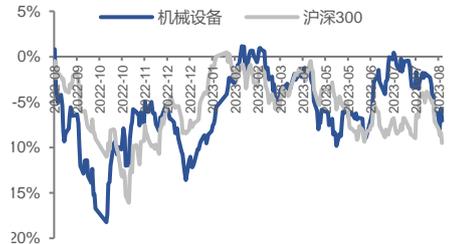


机械设备行业

相遇墨西哥，“走出去”全球布局开新篇

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



投资要点:

➢ “友岸外包”概念深化，墨西哥获外资青睐。墨西哥疫情后经济增长加速，自特朗普时期开始，进行税收改革，使用关税、技术禁运等贸易保护手段，美国不断加大对北美国家制造业供应链布局，加大对墨西哥、越南等新兴发展国家进口。因此墨西哥获外资青睐，2022年共计获取国外直接投资385.88亿美元，同比增长15.3%。我国企业顺应大趋，加速对墨西哥对外直接投资，墨西哥中资企业超2100家。

➢ 出于避免关税、贴近客户、稳定供应链等原因，主要在墨西哥新莱昂州和科阿韦拉州设立工厂。通过对我国轻工、机械、汽车领域对墨西哥设厂的梳理，我们发现：对于汽车行业来说，部分国内公司响应特斯拉、宝马等墨西哥工厂的建设，纷纷在墨西哥建厂布局，为后续合作提供便利；对于机械、轻工等行业来说，主要是因为：1、与美国这巨大的市场仅有一线之隔，有利于开拓海外市场；2、海外新工厂与国内工厂在产业链上形成协同；3、供应链时效性与稳定性有明显提升；4、降低国际关系动荡产生的影响，同时降低向北美市场出口的关税影响。

➢ 天时地利人和，墨西哥具备成为“北美代工厂”的基本条件。1) 地利：地理位置优越，东西环海、比邻美国、连接南北美洲桥梁，墨西哥海运港口码头共117个，逐渐形成具有竞争力的经济区位优势。2) 人和：传统制造业中心临适龄劳动人口减少，但墨西哥却有着充裕的年轻劳动力；另一方面，相较于中美，墨西哥的工资具备优越性，同时工人综合素质在不断提升。3) 天时：墨西哥具有较多成体系的制造业产业链集群，为后续发展提供动能；另外，墨西哥积极参加多边和区域经济合作，累计签署14个自由贸易协定加速国内产业发展，同时有较为完善的法规体系。

➢ 墨西哥发展缺陷仍明显，电力、稳定性、工人素质等领域待改善。相较于较为成熟的制造业来看，墨西哥仍存在较大差距：1、复盘越南，墨西哥电力系统或难以支撑制造业快速发展速度；2、制造业产业链只局限于几个行业，同时国家汇率、利息、通胀等经济与社会稳定性较弱。3、墨西哥劳动力经验不足，企业的所得税为30%，为OECD国家第二高，仅次于法国，关税的优越性被较高的所得税而掩埋。

➢ 投资建议：建议关注联德股份，绿的谐波。联德股份：客户大多为海外大客户，产品特点为定制化、小批量，公司毛利率行业领先。绿的谐波：产品为精密减速器，产品端、客户端、技术端均处于行业前列，实现了精密谐波减速器的规模化生产及销售，打破了国际品牌在机器人用谐波减速器领域的垄断，并实现批量出口。

➢ 风险提示：宏观经济环境恶化风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、汇率变动的风险、国际贸易摩擦风险。

团队成员

分析师 彭元立
执业证书编号：S0210522100001
邮箱：PYL3957@hfzq.com.cn

相关报告

- 《欧美传统车企加速电动化转型，新能源汽车装备出海正当其时》— 2023.08.25
- 《锂电池回收利用设备：新能源汽车景气受益者》— 2023.07.29
- 《北山地下实验室建设取得进展，乏燃料后处理推进带动运输容器需求：机械设备行业周报(06.05-06.11)》— 2023.06.12

正文目录

1	“友岸外包”概念深化，墨西哥获全球企业青睐	1
2	天时地利人和，具备成为“北美代工厂”的基本条件	7
2.1	地利：与美国接壤，港口、航空、铁路等基础设施完整	7
2.2	人和：劳动力充足，年龄、薪酬、质量方面展现性价比	8
2.3	天时：产业链集群，法律、税务、贸易协定等体系完善	9
2.4	不足：缺陷仍明显，电力、稳定性、工人素质等领域待改善	11
3	投资建议	14
3.1	联德股份：墨西哥建厂，深化下游客户全球合作	14
3.2	绿的谐波：联手三花智控，打破国际垄断第二步	16
4	风险提示	18

图表目录

图表 1：	特朗普和拜登时期相关政策	1
图表 2：	中国出口美国增速回落，墨西哥出口加速提升（百万美元）	2
图表 3：	中国下降份额与墨西哥增长份额相匹配	2
图表 4：	墨西哥吸收外资规模（百万美元）	2
图表 5：	我国对墨西哥的直接投资（亿美元）	3
图表 6：	我国部分企业在国外建厂的情况	3
图表 7：	北美华富山工业园	5
图表 8：	中国上市公司墨西哥布局图	6
图表 9：	墨西哥港口分布	7
图表 10：	墨西哥铁路分布	7
图表 11：	墨西哥生产相关费用情况	7
图表 12：	墨西哥、中国、美国人口增长速率（%）	8
图表 13：	墨西哥人口与劳动人数情况（千人，%）	8
图表 14：	美、中、墨西哥平均年龄对比（岁）	9
图表 15：	墨西哥劳动参与率（%）	9
图表 16：	中国和墨西哥制造业劳动力对比（美元/小时）	9
图表 17：	墨西哥 25 岁以上人口中完成小学、高中、高等教育情况	9
图表 18：	墨西哥产业情况	10
图表 19：	墨西哥签署的自由贸易协议	11
图表 20：	墨西哥用于出口与投资的法律法规	11
图表 21：	墨西哥税总和申报概览	11
图表 22：	越南发电量累计同比（十亿千瓦时）	12
图表 23：	墨西哥电力增长与 FDI 增速比较（%）	12
图表 24：	墨西哥与中国制造业产值占 GDP 比重（%）	12
图表 25：	中国制造业就业人数占比基本领先墨西哥（%）	12
图表 26：	中国每十万人犯罪人数显著低于墨西哥	13
图表 27：	中国比墨西哥通胀率更加稳定（%）	13
图表 28：	美国兑中国和墨西哥汇率波动情况	13
图表 29：	中国与墨西哥利率情况（%）	13
图表 30：	中国与墨西哥的税收对比	14
图表 31：	公司发展历程	14
图表 32：	公司主要产品与客户	15
图表 33：	公司近年营业收入与归母净利润（百万元）	15

图表 34: 公司近年毛利率与净利率 (%)	15
图表 35: 公司募集资金用途 (万元)	16
图表 36: 公司墨西哥工厂募集资金与用途 (万美元)	16
图表 37: 绿的谐波发展历程	17
图表 38: 绿的谐波营收变动 (单位: 百万, %)	18
图表 39: 绿的谐波净利润变动 (单位: 百万, %)	18
图表 40: 绿的毛利率、净利率变动 (单位: %, %)	18
图表 41: 四费率与期间费用率变动 (单位: %)	18

1 “友岸外包”概念深化，墨西哥获全球企业青睐

自特朗普时期开始，美国不断加大对中国制裁同时将制造业供应链转移至北美国家。1) 特朗普时期 (2017-2020): 进行税收改革，吸引大型跨国公司回迁; 使用关税、技术禁运等贸易保护手段，试图削减贸易逆差、保护本国制造业。2) 拜登时期 (2021-至今): 投资基础设施建设，补贴半导体、新能源等产业，在具有共同价值观的“友好”国家建立供应链。2022 年五月，开始推销“友岸外包”(friend-shoring) 概念，旨在强化与美国遵守同一规范和价值观的国家之间的联系，将贸易和产业链，特别是高技术产业链的构建限制在可信任的国家圈内。紧接着，《通货膨胀削减法案》出台：为电动车减 7500 美元的税，但电池组装、原材料采购、加工等必须在北美进行。

图表 1：特朗普和拜登时期相关政策

时间	政策/文件	相关内容
2017.01	制造业就业主动性计划	从国家战略的角度提出发展创新型经济与新兴制造业的完整规划。
2017.12	《减税和就业法案》	下调企业所得税率，简化降低个人所得税税率，对替代性最低限额，免税，抵扣进行调整，在跨境税制方面施行企业征税制，对于吸引美国大型跨国公司迁回本土营业具有积极作用。
2018-2020	发起一系列中美贸易摩擦	<p>2018 年 3 月 8 日，特朗普签署行政令，将于 15 天后对美国进口的钢铁和铝分别征收 25% 和 10% 的关税。</p> <p>2018 年 4 月 16 日，美国商务部重启对中兴通讯的制裁禁令，中兴通讯将被禁止以任何形式从美国进口商品。</p> <p>2018 年 6 月 15 日，将对价值 500 亿美元的输美产品征收 25% 的关税。</p> <p>2018 年 8 月 23 日起对另外 160 亿美元中国商品征收 25% 的关税，包括钢铁产品、电气机械、铁路产品、仪器和设备。</p> <p>2019 年 5 月 15 日，对价值 2000 亿美元的中国商品加征关税，关税从 10% 提高到 25%。</p> <p>2019 年 5 月 17 日，将华为列入“实体名单”。</p> <p>2019 年 8 月 5 日，指责中国为“汇率操纵国”。</p> <p>2019 年 8 月 15 日，对从中国进口的约 3000 亿美元商品加征 10% 关税，分两批自 2019 年 9 月 1 日、12 月 15 日起实施。</p> <p>2020 年 1 月 15 日，中美签署第一阶段贸易协议，其中包括购买承诺、金融市场准入、知识产权保护和执法等条款。</p> <p>2020 年 12 月 18 日，美国商务部工业和安全局宣布将中芯国际列入实体清单，以限制其获取美国关键技术。</p>
2021.01	《关于确保未来由美国工人在美国制造》行政令	要求美国政府最大限度地使用美国生产的产品，雇佣美国人服务。加强供应链建设，审查美国供应链，对关键工业部门的工人进行教育和再培训。
2021.06	《2021 美国创新和竞争法案》	由 1 个拨款方案和 4 个相互独立的法案构成，分别是芯片和 5G 紧急拨款方案、《无尽前沿法案》《2021 年战略竞争法案》《确保美国未来法案》以及《2021 年应对中国挑战法案》。
2021.11	《基础设施建设投资与就业法案》	计划在未来 8 年内投入 1.2 万亿美元的总支出。八个投资领域：修复重建道路桥梁、公共交通现代化、升级客运和货运铁路、升级机场和港口、升级电力基础设施、建立全国电动汽车充电网络、为美国家庭提供清洁饮用水、为美国人提供可靠的高速互联网。
2022.05	推销“友岸外包”(friend-shoring) 概念	旨在强化与美国遵守同一规范和价值观的国家之间的联系，将贸易和产业链，特别是高技术产业链的构建限制在可信任的国家圈内。
2022.07	《关于全球供应链合作联合声明》	在美国及其 17 个伙伴经济体政府联合举办“供应链部长级论坛”上提出，美国政府将“友岸”和“近岸”视为重振制造业的两大支撑。
2022.08	《芯片与科学法案》	提供为期 5 年总额 2800 亿美元的投资，用于支持半导体产业的芯片生产、技术研发、劳动力培养等领域。

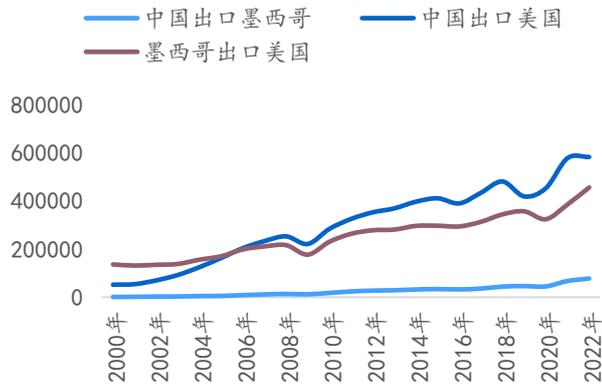
2022.08 《通胀削减法案》

计划将所筹资金中的 3690 亿美元用于投资补贴新能源与碳排放产业，640 亿美元用于改革医疗体系，并利用其中 3000 亿美元减少政府赤字，进而实现降低美国通货膨胀的政策目标。

数据来源：《国际经济评论》(2018 年第 2、3 期)，新华网，《南华早报》，新华社，人民日报，每日经济新闻，财政部网站，跨境金融监管，美国驻华大使馆和领事馆，新浪网，Mayer Brown，新浪财经，《美国拜登政府供应链政策及启示建议》(2023 史冬梅)，中国科学院科技战略咨询研究院，中国银行业杂志，人民网，《文化纵横》，《光明日报》(2023 王栋)，华福证券研究所

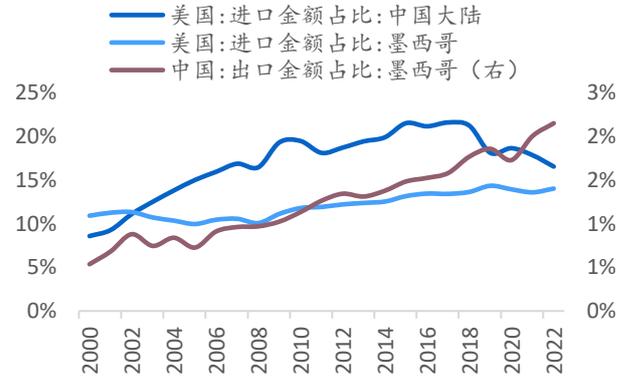
中国对美出口额仍然保持高位，虽份额下降，但对墨西哥出口份额上升。美国虽然通过政策直接调控自身的进口结构，但是现阶段仍无法完全限制其他国家与中国的贸易往来，需求呈现明显外溢的情况，中国仍在间接参与到与美国相关的贸易当中。例如，相较 2017 年，2022 年美国进口中国份额下降 5.05 pct，相应的墨西哥在美国进口份额上升 0.61 pct，中国通过对墨西哥增加出口（增长 0.57 pct），弥补所减少的部分份额，并通过从墨西哥设厂进行出口美国。

图表 2：中国出口美国增速回落，墨西哥出口加速提升（百万美元）



数据来源：Wind，华福证券研究所

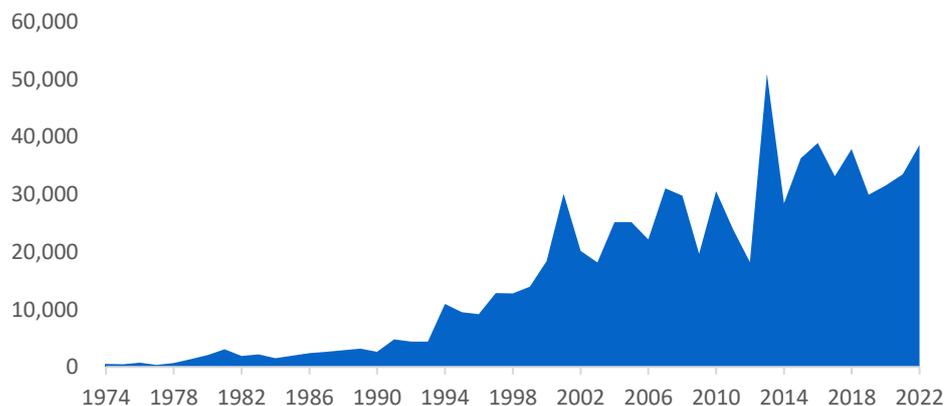
图表 3：中国下降份额与墨西哥增长份额相匹配



数据来源：Wind，华福证券研究所

墨西哥获外资青睐，FDI 逐年增长。拜登上任以来，美墨关系缓和，全球产业转移进程加速，墨西哥获得较多外资青睐，连续 3 年外国直接投资走高，2022 年共计获取国外直接投资 385.88 亿美元，同比增长 15.3%。

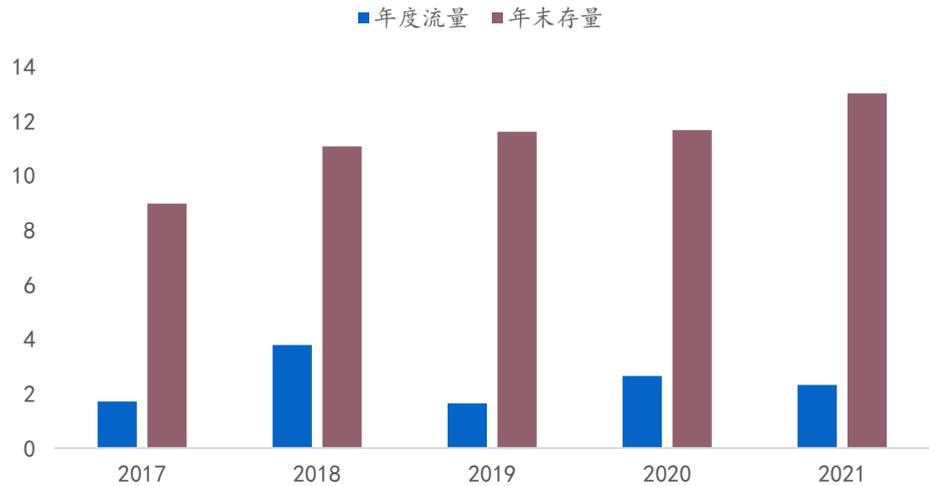
图表 4：墨西哥吸收外资规模（百万美元）



数据来源：Wind，华福证券研究所

我国加速对墨西哥对外直接投资，墨西哥中资企业超 2100 家。2021 年以来，中资企业赴墨投资步伐加快，在墨投资项目涉及领域包括传统能源及新能源、汽车及其零部件、基础设施建设等。据中国商务部统计，2021 年中国对墨西哥直接投资 2.32 亿美元，截至 2021 年末，中国对墨西哥投资存量 13.02 亿美元。同时根据墨西哥经济部数据显示，墨西哥中资企业总数超过 2100 家。

图表 5：我国对墨西哥的直接投资（亿美元）



数据来源：中国商务部、国家统计局和国家外汇管理局《2021 年度中国对外直接投资统计公报》，华福证券研究所

我国部分制造业开始计划性布局墨西哥工厂。对于汽车行业来说，部分国内公司响应特斯拉、宝马等墨西哥工厂的建设，纷纷在墨西哥建厂布局，为后续合作提供便利；另一方面是为了满足公司完善海外新能源汽车产业供应体系，深化国际市场布局，进一步拓展在新能源汽车结构件布局。对于其他在墨西哥建厂的企业，通过分析发现其客户大多为海外欧美大客户，主要是为了避免国际形势动荡对公司给海外客户销售产生影响，而墨西哥与全球 50 多个国家签订贸易协议，合作关系密切，对公司未来的海外布局有显著的积极影响。

图表 6：我国部分企业在国外建厂的情况

板块	公司	披露时间	工厂经营或规划情况
汽车	模塑科技	2018.02	MingHua de Mexico (墨西哥名华)，主要产品为汽车零部件、塑料制品、模塑高科技产品的研发、销售及技术咨询服务。
	新坐标	2018.02	新坐标(墨西哥)有限公司，为建设汽车零部件及其他机械零部件墨西哥基地项目，最终形成年产 100 万台套液压挺柱、滚轮摇臂和年产 100 万台套高压泵挺柱的生产规模及相应的研发和服务实力。
	新泉股份	2020.08	新泉(墨西哥)汽车零部件有限公司，为了于更好的服务公司客户，拓展海外市场；有助于公司把握汽车产业国际领域内的发展趋势和客户需求；主要是对汽车零部件的研发、设计、制造和销售。
	伯特利	2021.02	芜湖伯特利墨西哥有限责任公司，为了紧紧抓住汽车轻量化这一产业发展机遇，更好、更及时地服务海外客户，降低整车客户物流成本及因国际贸易政策波动面临的供应链风险，建设墨西哥年产 400 万件轻量化零部件建设项目。

机械	拓普集团	2022.09	拓普集团墨西哥有限公司，公司国际业务增长迅速，也为了给战略客户提供本地化供货及服务。主要生产轻量化底盘、内饰系统、热管理系统及机器人执行器等产品。
	凯众股份	2022.10	凯众墨西哥有限公司，有助于更好的服务公司客户，降低成本，提高供货效率，拓展海外市场；有助于公司把握汽车产业国际领域内的发展趋势和客户需求；主要生产减震元件等产品。
	骏创科技	2023.03	Junchuang Magnum S de RL de CV，为满足公司整体战略发展规划的需要，优化市场结构，开拓海外市场，进一步增强公司的综合竞争力；主要生产和销售汽车零部件。
	爱柯迪	2023.04	爱柯迪新能源技术有限责任公司，为了满足公司完善海外新能源汽车产业供应体系，深化国际市场布局，进一步拓展在新能源汽车结构件及三电系统零部件的布局，增强与全球知名的大型跨国汽车零部件供应商及新能源主机厂在全球范围内的全面、深度合作，提高客户黏性需求，加速公司战略目标的实现；主要做汽车类精密铝合金压铸件产品、模具、夹具等工装产品和有色金属合金铸造的产品销售。
	联德股份	2023.07	联德墨西哥有限公司，产品为压缩机、工程机械以及农业机械整机制造的精密零部件等，计划达产后可形成年产精密零部件 38000 件，其中：压缩机零部件 20000 件，工程机械零部件 10000 件，农业机械零部件 8000 件。
	大叶股份	2023.02	Daye Mexico S.A.de C.V.，有助于公司更好地开拓国际市场，增强园林机械产品的竞争力，同时有助于公司应对未来的贸易风险。主要是生产园林机械及配件、农业机具、园林机具等产品。
	唯科科技	2022.08	唯科墨西哥有限责任公司，可充分利用当地的环境、人才等优势，搭建公司海外生产平台，提升公司的整体生产水平；另一方面，公司产品消费市场主要为北美、欧洲等国家及地区，有利于贴近国际客户；主要从事注塑件产品的生产、销售。
	山东威达	2021.01	威达墨西哥制造有限公司，为进一步实施全球化战略，积极拓展公司国际业务，公司主要从事钻夹头、电动工具开关及配件、PCBA、电池包、精密铸造制品等销售，主要供货美洲市场，有利于促进公司产品海外出口增长，为公司培育新的利润增长点。
	时代新材	2017.02	博戈橡胶塑料（墨西哥）有限责任公司，为满足公司全资子公司新材德国的关键客户要求，实现新材德国的全球化战略布局，填补博戈在墨西哥布局的缺失，以打造墨西哥及北美地区中高端汽车减震降噪及轻量化解决方案的供应商；主要供应汽车橡胶与金属减震产品及汽车轻量化制品。
	力星股份	2022.10	一方面为了更好的服务现有客户，缩短供货周期的同时，增加供货弹性，提高客户满意度，以寻求更广的合作空间，提升公司在海外市场的综合竞争力；另一方面，为了以现有客户为基础进一步开拓美洲滚动体市场，提高市场占有率，进一步完善公司滚动体业务的全球产业链布局。
轻工	恒力液压	2021.09	设立 Hengli De Mexico 公司，主要是因为：1、进一步开拓北美市场，加速全球化业务布局，推进公司国际化发展战略；2、有助于完善海外供应体系，深化与全球客户的战略合作关系，加强海外客户的开发维护能力；3、有利于降低向北美市场出口的关税影响，提升公司产品的竞争能力。
	三花/绿的	2023.04	谐波减速器相关产品的研发、生产制造及销售。旨在共同拓展全球市场，实现产业联动及互利共赢。
	爱丽家居	2023.07	设立爱丽墨西哥地板有限责任公司，为了更好服务海外市场，提高公司在中高端弹性地板供应链中的地位，根据公司全球化运营发展战略。
	中源家居	2021.10	设立中源墨西哥有限公司，为加快生产、研发、市场的全球化布局，有效规避国际贸易壁垒，进一步完善公司战略发展布局，提高公司核心竞争力。
	顾家家居	2017.07	设立顾家家居墨西哥自建基地项目，布局墨西哥自建基地，有助于提高供货效率，提升客户满意度，丰富产品品类，为公司的产品在北美乃至全球的市场占有率提升提供坚实的保障。
	巨星科技	2022.11	设立墨西哥巨星新能有限公司，结合现有的中国、东南亚、美国、欧洲各处的制造基地，有利于最大程度使用各地区的资源优势，提高公司产品的国际竞争力。

数据来源：各公司公告，wind，华福证券研究所

出于避免关税、贴近客户、稳定供应链等原因，主要在墨西哥新莱昂州和科阿韦拉州设立工厂。通过对我国轻工、机械、汽车领域对墨西哥设厂的梳理，我们发现我国企业设厂地点主要在新莱昂州和科阿韦拉州这些靠近美墨边界，具有一定产业集群的地方，这主要有以下几方面原因：

1、与美国这巨大的市场仅有一线之隔，有利于开拓海外市场。拿液压市场为例子，根据调研机构 Markets and Markets 数据，2020 年全球液压市场规模约为 2,580 亿元，预计将于 2025 年稳步增长至 2,904 亿元，其中目前美国市场销售占比为 38%，为全球最大的液压市场。北美市场产能布局对于液压公司开拓美国这一全球最大市场，提升全球市场份额，以及完善海外供应体系，增加与国际客户合作的深度和广度具有重要战略意义。

2、海外新工厂与国内工厂在产业链上形成协同。华富山工业园董事长胡海介绍，华立海外工业园的投产企业绝大部分原材料、零部件都来自国内，有的甚至零部件百分百来自国内，仅在墨西哥完成最后一步的组装。据统计，华立海外工业园每 1 美元的产值就有 60 美分来自国内。

图表 7：北美华富山工业园



数据来源：浙商中心，华福证券研究所

3、供应链时效性与稳定性有明显提升。在供应链方面的优势主要体现在两方面：1、运输方式角度：随着全球贸易往来的持续增长，货物运输量的不断提升，很多港口都出现了运输能力匮乏的问题，这导致一些企业不得不通过内陆转运的方式将货物运送到更小一些的港口，其结果则是成本将会愈发增加。据 MoverDB 报告所述，把一个 20 英尺的集装箱从墨西哥运送到洛杉矶，平均花费为\$475，从菲律

宾起航则需\$706，而选择从孟加拉装运货物甚至需要花费\$1,000。而且如果企业将货物从墨西哥出口，则有更多的运输方式可供选择——卡车、铁路运输、空运和海运，您可以选择最适合自己企业的选项，以确保采用了最经济的运输方式。2、供应链灵活性：有的时候当客户需要了解实际情况时，可能仍然需要第一时间拿起电话，或直接赶到事发现场，查明真相。经常开展工厂、供应商和顾客之间的三方会谈是非常必要的，有助于及时了解下游客户的需求，加深与海外客户的关系。

4、降低国际关系动荡产生的影响，同时降低向北美市场出口的关税影响。一方面，美国开始推销“友岸外包”（friend-shoring）概念，旨在强化与美国遵守同一规范和价值观的国家之间的联系，将贸易和产业链，特别是高技术产业链的构建限制在可信任的国家圈内。另一方面，中美贸易战以来，国内公司产品被列入对美出口关税清单，出口到美国的产品面临较高的关税税率，大大削弱了公司产品在北美市场的竞争力。在墨西哥建厂将受益墨西哥的外贸协定的便利，享受关税优惠。

图表 8：中国上市公司墨西哥布局图



数据来源：各公司官网，华福证券研究所

2 天时地利人和，具备成为“北美代工厂”的基本条件

2.1 地利：与美国接壤，港口、航空、铁路等基础设施完整

地理位置优越，东西环海、比邻美国、连接南北美洲桥梁，逐渐形成具有竞争力的经济区位优势。墨西哥与美国接壤，美国是墨西哥最大的贸易伙伴。墨西哥的出口商品中，销往美国的比例高达 79%。根据 Tetakawi 数据显示，将一个 40 英尺的集装箱在一周时间内从墨西哥运往美国，其花费约为 1800 美元；若从中国运往美国，则需 3-5 周，而花费约为 4300 美元（运费会根据市场供需关系的变化而上下波动较大，本文数据仅供参考）。墨西哥海运港口码头共 117 个，其中，太平洋沿岸有港口和码头 58 个，墨西哥湾和加勒比地区有港口码头 59 个，能够到达大西洋和太平洋；且有铁路、国际机场和直达加拿大的 USMCA（原 NAFTA）高速公路，但铁路基础设施不够成熟。而深海港和国际航线更是将墨西哥和世界紧密连接在一起，从而缩短交货周期。

图表 9：墨西哥港口分布



数据来源：BANCOMEXT, Industrial Cost in Mexico, “走出去”导航, 华福证券研究所

图表 10：墨西哥铁路分布



数据来源：BANCOMEXT, Industrial Cost in Mexico, “走出去”导航, 华福证券研究所

墨西哥生产资源丰富，电、水、天然气等供应相对充足。1) 拥有丰富的矿产资源，银、钙硅石、镉、钼、铅、锌、硅藻土、盐、重晶石、氧化硅、石墨、石膏、金和铜产量均居世界前列。2) 电费：0.11 美元/度，与美国、加拿大持平。3) 天然气费：平均约为 0.037 至 0.0956 美元每立方米，价格根据地区和月使用量的变化会有较大差异。4) 水费：约为 0.007 美元每加仑，某些地区的水资源供应也成问题。5) 厂房租金：墨西哥的厂房租金极具竞争力，但随着近几年的越来越多的海外制造商来墨西哥建厂，该部分租金也水涨船高。

图表 11：墨西哥生产相关费用情况

项目	费用	具体情况
电费	工业电费平均约为 0.11 美元每度，与美国、加	某些地区电费较低，但气候特殊，需要对温度或湿度进行额外控制，这会抵消掉电费的价格优势。在不同地区，初始的通电费用、不同时

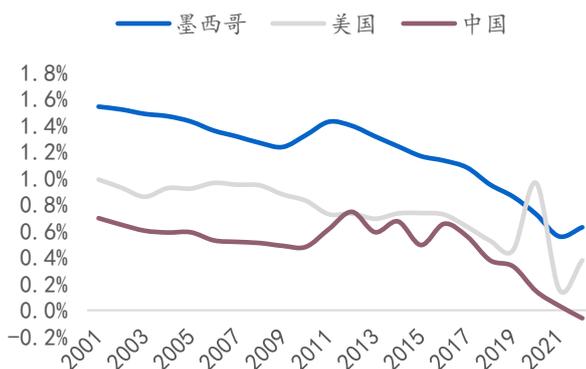
	拿大持平。	段的费率、电气公司的按需收费价格等也会存在差异。
天然气费	天然气的价格平均约为 0.037 至 0.0956 美元每立方米。	价格根据地区和月使用量的变化会有较大差异。不是墨西哥的所有工业园区都可以提供天然气供应。虽然为缓解需求，更多的天然气管道正在铺设当中，但通常情况下，企业仍愿意选择已经接通天然气管道的地区，以避免“未来天然气项目”的不确定性所带来的风险。
水费	墨西哥的水费一般约为 0.007 美元每加仑（根据以 Tetakawi 公司 Shelter 方式运营的 70 家企业的实际数据）。	和天然气类似，某些地区的水资源供应也成问题。企业需要和当地给排水公司沟通，明确用水的限制和排水的规定。此外，企业一定要考虑到增加给排水管道可能产生的费用。
厂房租金	三净租金价格介于每月每平方英尺 0.52 美元至 0.78 美元之间。	具有一定竞争力，但随着越来越多的海外制造商选择前往墨西哥“开疆拓土”，这激发了对于当地工业用地的海量需求。这使得制造商们能够在墨西哥各地的专门的工业园区内找到配套设施完善的一流的 A 级工业厂房。但美墨边境城市的可用工业用地已经所剩无几。例如，蒂华纳(Tijuana) 的厂房空置率非常低，而华雷斯城 (Ciudad Juárez) 的租赁价格更是大幅飙升。

数据来源：Tetakawi，华福证券研究所

2.2 人和：劳动力充足，年龄、薪酬、质量方面展现性价比

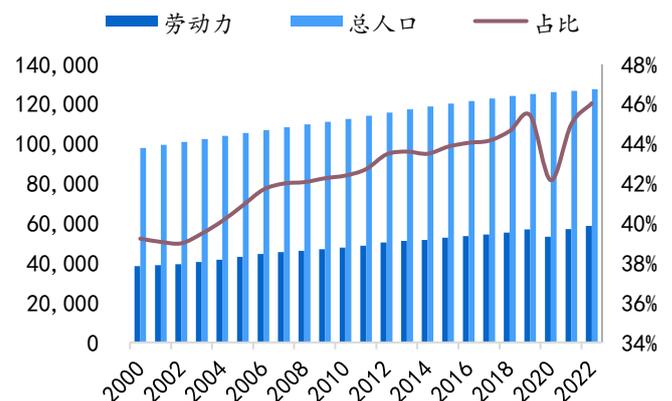
传统制造业中心正面临适龄劳动人口减少的压力，但墨西哥却有着充裕的年轻劳动力。近十年来，墨西哥的人口总量稳步增长，再加上外商直接投资的增长促进了求职者和用人单位的有效对接，使得墨西哥的劳动力数量呈持续上升的趋势。截至 2022 年，墨西哥的劳动力人口总量已经超过 5870 万，其中对本国制造业做出巨大贡献的熟练劳动力占据相当高的比例。就劳动力供给稳定性而言，墨西哥的人口年龄中位数只有 29.2 岁，相比之下，美国和中国的人口年龄中位数是 38 岁，平均年龄的优势会直观地让更多的海外制造商感受到墨西哥劳动力的长期稳定性。另一方面墨西哥的劳动参与率相对稳定，曾在一段时间内保持在 60%左右，这一比率充分反映了墨西哥 1.27 亿人口总量中的劳动力供给充足。

图表 12：墨西哥、中国、美国人口增长速率（%）



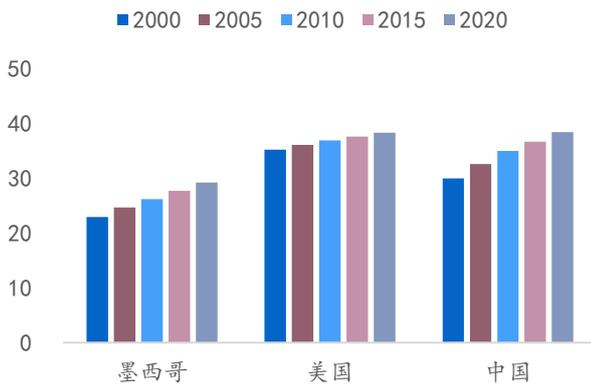
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 13：墨西哥人口与劳动人数情况（千人，%）



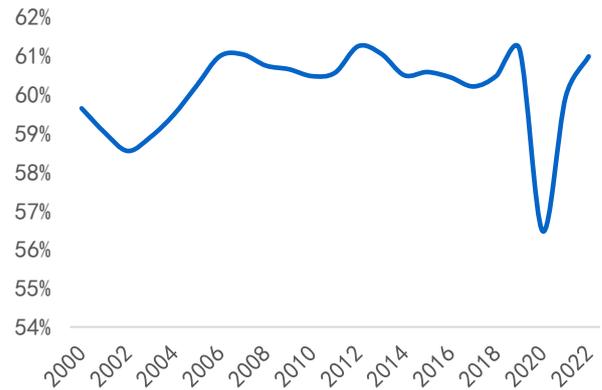
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 14: 美、中、墨西哥平均年龄对比 (岁)



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 15: 墨西哥劳动参与率 (%)



数据来源: Wind, 华福证券研究所

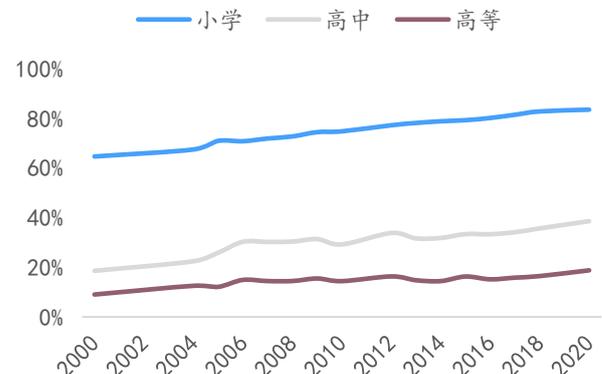
随着劳动力成本上涨,“墨西哥制造”初显优势。近年来,中国制造业的平均劳动力成本已经超过了墨西哥,2020年墨西哥时薪最低,为4.82美元/小时,而美国最高达到28美元/小时,中国逐年上升至6.5美元/小时。与此同时墨西哥的教育水平不断提升,根据Wind的统计数据,墨西哥的高等教育入学率(包括普通大学和职业技术学校)在2000年至2020年期间从9.03%增加到18.77%万,翻了不止一倍。

图表 16: 中国和墨西哥制造业劳动力对比 (美元/小时)



数据来源: Tetakawi, 华福证券研究所

图表 17: 墨西哥 25 岁以上人口中完成小学、高中、高等教育情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

2.3 天时: 产业链集群, 法律、税务、贸易协定等体系完善

具有较多成体系的制造业产业链集群,为后续发展提供动能。汽车业是墨西哥最大的制造业部门和最活跃的支柱产业之一,目前墨西哥是全球第七大汽车生产商和第四大出口商。同时,墨西哥是全球家电主要供应国之一,也是全球重要的电子产品组装和出口国。2017年,由华立集团、富通集团联合墨桑托斯家族共同投资

创立的北美华富山工业园在蒙特雷正式奠基开工，广泛吸纳汽车配件、电子通信、新能源材料等多产业部门，致力于打造成为各国企业在墨长足发展重要依托平台。截至 2021 年底，已有约 20 家企业正式入园，分别从事汽车零部件制造、电机制造、餐具与家居制造、智能家电制造等。

图表 18：墨西哥产业情况

行业	具体情况
航空航天制造业	航空航天制造业在墨西哥的外商直接投资中占比近一半。克雷塔罗州、索诺拉州、奇瓦瓦州、新莱昂州和下加利福尼亚州的产业集群中，有大约 300 家航空航天制造业公司在开展经营。其中包括原始设备制造商和 1 级、2 级和 3 级供应商。克雷塔罗州拥有最大的航空航天产业集群，并得到与庞巴迪（Bombardier）公司有伙伴关系的大学的支持。
汽车制造业	墨西哥的汽车制造业有长达一个世纪的历史，是世界第四大汽车零部件出口国。美国进口的整车中，来自墨西哥的占比最高。所以，汽车制造业是墨西哥最重要的产业之一。在墨西哥开展业务的 OEM 已有 10 家，它们一直与各级供应商网络进行合作，以提高生产力和出口能力。墨西哥的汽车制造商遍布国内各地，但主要集中在科阿韦拉州、圣路易斯波托西州、下加利福尼亚州、索诺拉州、新莱昂州、克雷塔罗州、哈利斯科州和瓜纳华托州。
医疗器械制造业	制造医疗器械的过程非常复杂。由于对精密度的要求很高，且一些器械的尺寸过小，所以有些工序通常需要手工制作。医疗器械流水线由许多部分组成，且需要技术纯熟的工人，而在墨西哥很容易找到此类人才。总的来说，在墨西哥从事医疗器械制造的相关企业有近 650 家，出口总额约 80 亿美元。绝大部分产品都出口至美国，占全部的 92%，其余部分出口至德国、意大利、西班牙、荷兰和日本。最大的医疗器械产业集群位于下加利福尼亚州，有 67 家公司。奇瓦瓦州、科阿韦拉州、新莱昂州、哈利斯科州、索诺拉州和塔毛利帕斯州紧随其后。
电子制造业	墨西哥的电子制造业为国内的许多其它类别的制造业提供配套服务。总体来说，墨西哥西部擅长从事航空航天、高科技产品、信息科技以及电子制造业的部件装配业务。这些州包括：下加利福尼亚州、索诺拉州、奇瓦瓦州、哈利斯科州和阿瓜斯卡连特斯州。相较而言，墨西哥东部则擅长制造电脑、家电和日常消费品。这些制造业务主要集中在科阿韦拉州、墨西哥城、新莱昂州、克雷塔罗州和塔毛利帕斯州。墨西哥的东西部均擅长生产汽车和电信的零部件。
家电和家具制造业	墨西哥是世界上第五大家电出口国，也是世界上重要的家具和日用品制造国。许多公司都倾向于靠近相关的产业集群，以共享同类别的劳动力和供应商网络。克雷塔罗州、特卡特、瓜达拉哈拉市、蒙特雷和萨尔蒂约对家电和家具制造商尤其具有吸引力。

数据来源：Tetakawi，墨西哥中华企业协会，华福证券研究所

积极参加多边和区域经济合作，累计签署 14 个自由贸易协定加速国内产业发展。一方面，墨西哥与世界各地 50 多个国家签订了 14 个自由贸易协定，叩开了北美市场乃至全球市场原材料和成品自由贸易的大门。同时 IMMEX 允许临时进口原材料或机器设备用于生产、加工或维修，随后出口或提供出口服务，而无需支付一般进口税和增值税。另一方面墨西哥是《美墨加贸易协定》（USMCA）的成员国，好处是能让在墨西哥生产制造的产品可以凭借更低的成本进入美国和加拿大市场。整个北美市场巨大，该自由贸易区内的企业可以自由开展贸易。

图表 19：墨西哥签署的自由贸易协议

自由贸易协定	签订对象国或组织	实施时间
北美自由贸易协定	美国、加拿大	1994年1月1日
墨西哥-哥伦比亚自由贸易协定	哥伦比亚	2011年8月2日
墨西哥-哥斯达黎加自由贸易协定	哥斯达黎加	1995年1月1日
墨西哥-尼加拉瓜自由贸易协定	尼加拉瓜	1998年7月1日
墨西哥-智利自由贸易协定	智利	1999年8月1日
墨西哥-欧盟自由贸易协定	欧盟	2000年7月1日
墨西哥-以色列自由贸易协定	以色列	2000年7月1日
墨西哥-北三角自由贸易协定	萨尔瓦多、危地马拉、洪都拉斯	2000年3月14日与萨尔瓦多和危地马拉， 2001年6月1日与洪都拉斯
墨西哥-欧洲自由贸易协会自由贸易协定“	挪威、冰岛、瑞士、卢森堡	2001年10月1日
墨西哥-乌拉圭经济合作协定	乌拉圭	2004年7月15日
墨西哥-日本自由贸易协福	日本自	2005年4月1日
墨西哥-秘鲁自由贸易协定	秘鲁	2012年2月1日
跨太平洋伙伴全面进步协定	文莱、马来西亚、新加坡、澳大利亚、新西兰、越南等 11 国	2018年3月8日
太平洋联盟自贸协定	哥伦比亚、智利、秘鲁	2015年7月20日
美墨加协定	美国、墨西哥、加拿大	2020年7月1日

数据来源：中国驻墨西哥大使馆经济商务处，中国商务部，华福证券研究所

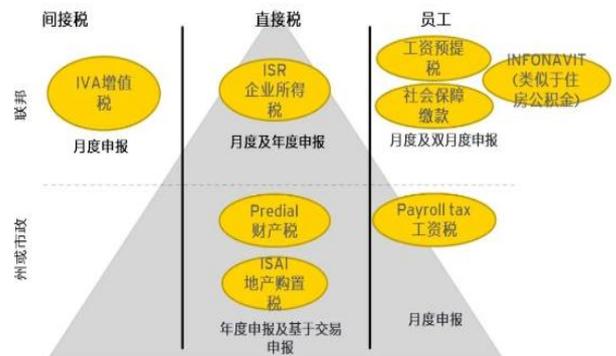
贸易与投资法律体系健全，税务体系相对完整。墨西哥与贸易、投资相关的法律主要包括《公司法》《外国投资法》《经济竞争法》《工业产权法》和《劳工法》等，体系健全完整保障海外投资者合法权益。在税务体系中，墨西哥实行联邦和地方两级课税制度，中央政府的税收收入占全国税收总额的绝大部分。例如企业所得税税率为 30%，个人所得税按照累进制计算，税率为 30%-35%。

图表 20：墨西哥用于出口与投资的法律法规

领域	法规
贸易	《贸易法典》
	《对外贸易法》
	《海关法》
	《海外投资法》
投资	《外国投资法》
	《联邦经济竞争法》
	《工业产权法》
	《公司法》
	《联邦劳动法》

数据来源：中国驻墨西哥大使馆经济商务处，中国商务部，华福证券研究所

图表 21：墨西哥税总和申报概览

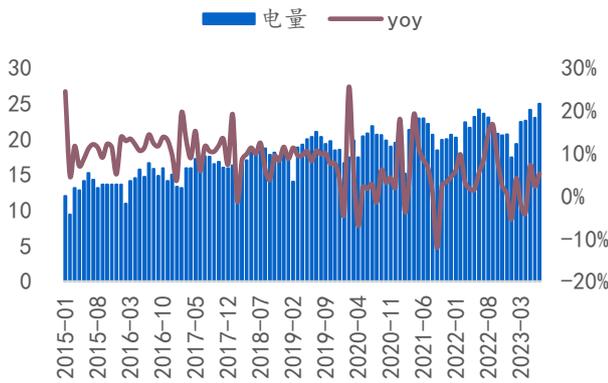


数据来源：安永 EY，华福证券研究所

2.4 不足：缺陷仍明显，电力、稳定性、工人素质等领域待改善

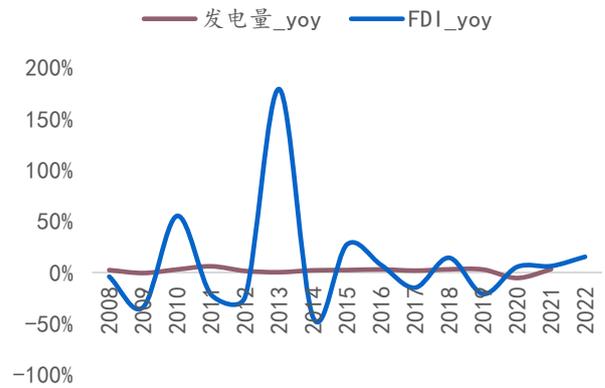
复盘越南，电力问题或也成墨西哥发展的局限。众所周知，电力是工业生产必不可少的资源，复盘今年的越南发展情况可以看出，受 2023 年全球气温冲高，工业生产和居民生活对电力的需求陡增，但在这时越南出现了严重的电荒情况。数据显示，越南今年电力生产增速大幅回落，远低于过去两年的平均水平。与中国相比，墨西哥发电量差距明显，同时从发电量增速角度上看，发电量增长情况低于吸收国外直接投资增速，预计未来用电量将成为墨西哥一大发展难点。

图表 22：越南发电量累计同比（十亿千瓦时）



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 23：墨西哥电力增长与 FDI 增速比较（%）



数据来源：Wind，华福证券研究所

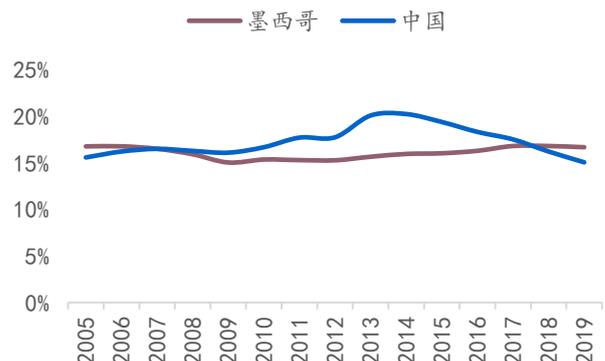
制造体系差距明显，墨西哥员工成熟度有待提升。根据前文我们可以知道，我国工人薪资略高于墨西哥工人，已不具备员工成本优势。但是中国的劳动力规模、制造业龙头地位和产业经验等方面远远超过了墨西哥，无法被墨西哥所取代或替代，虽然有部分企业计划在墨西哥建厂，但是不可否认差距依旧明显。另一方面，从工人综合素质上看，虽然墨西哥高等学历人数占比不断提升，未来依旧还有很长一段路程要走，同时中国制造业人数占比较墨西哥更高，2018 年之后受疫情影响，中国工业机器人产业兴起，机器替人效果显著导致占比下降，但中国领先地位依然明显。

图表 24：墨西哥与中国制造业产值占 GDP 比重（%）



数据来源：Wind，华福证券研究所

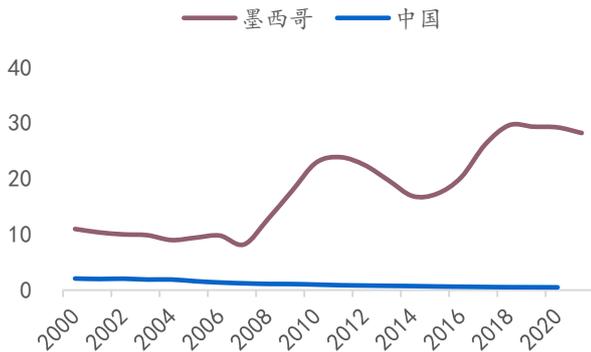
图表 25：中国制造业就业人数占比基本领先墨西哥（%）



数据来源：Wind，华福证券研究所

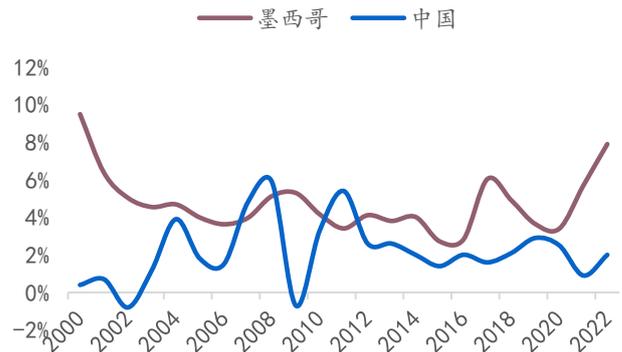
墨西哥社会与经济稳定性不足，当前通胀率破近十年最高。一方面墨西哥社会治安状况总体欠佳，凶杀、绑架、偷窃、抢劫和勒索等犯罪活动频发，治安问题削弱了企业的国际竞争力，减少了新的就业机会创造，阻碍了国民经济的发展。另一方面，工业制成品、原材料、能源等价格出现明显上涨，导致墨西哥通胀率达到近10年最高水平，汇率、利率市场均出现加大波动，对社会经济稳定运行产生较大影响。

图表 26: 中国每十万人犯罪人数显著低于墨西哥



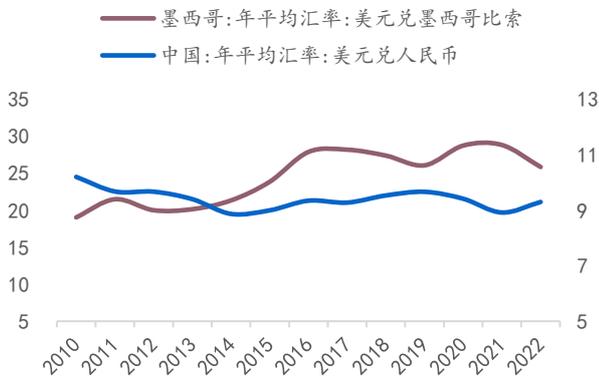
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 27: 中国比墨西哥通胀率更加稳定 (%)



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 28: 美国兑中国和墨西哥汇率波动情况



数据来源: wind, 华福证券研究所

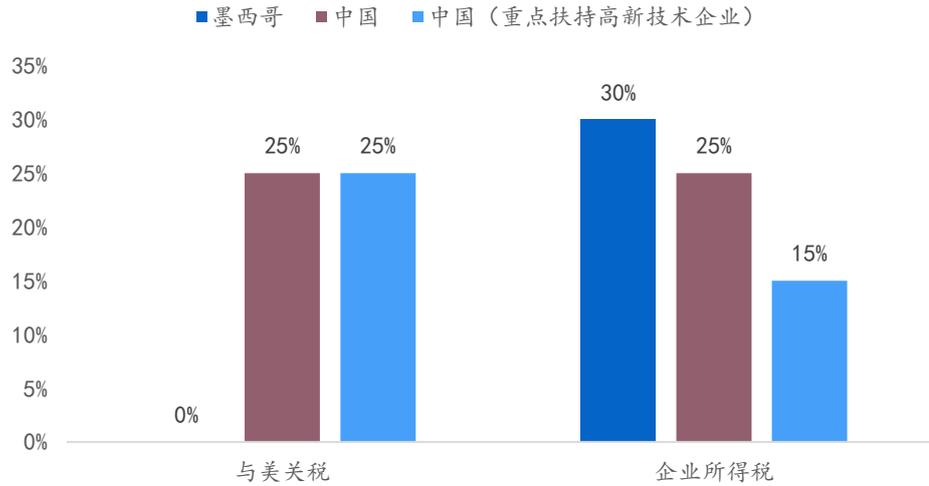
图表 29: 中国与墨西哥利率情况 (%)



数据来源: wind, 华福证券研究所

墨西哥建厂关税节省明显，但所得税处于高位。由于墨西哥与美国签署了美国-墨西哥-加拿大协议 (USMCA) 生效 (EIF)，导致墨西哥出口美国产品基本不收关税，而中国因为中美贸易摩擦导致平均关税税率为 25%。但墨西哥实行属人税制，征税对象是自然人或者法人。据经合组织 (OECD) 报告，目前墨西哥企业税率 (企业利润所得税) 为 30%，为 OECD 国家第二高，仅次于法国，高于中国的所得税税率。综合来看，在海外建厂在税收方面存在一定优势，但并不明显。

图表 30：中国与墨西哥的税收对比



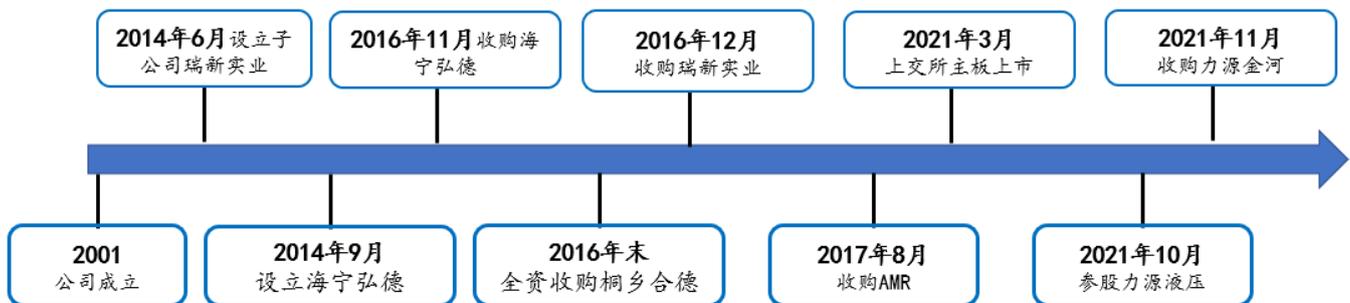
数据来源：各政府官网，《美墨加协议》，华福证券研究所

3 投资建议

3.1 联德股份：墨西哥建厂，深化下游客户全球合作

杭州联德精密机械股份有限公司砥砺前行 20 余载，先后收购多家公司。2016 年 11 月，收购海宁弘德，主要从事高精度机械零部件的机械加工和装配；2006 年 4 月设立的主要从事高精度机械零部件铸造的桐乡合德于 2016 年末被全资收购。2016 年 12 月收购瑞新实业，2017 年 8 月，AMUSA 收购 AMR，AMR 主要负责北美洲高精度机械零部件铸件的生产制造。2021 年分别参股力源液压和收购力源金河，一方面扩展液压零部件业务，有望与主业形成协同效应，另一方面有效扩充铸件和机加工产能。

图表 31：公司发展历程

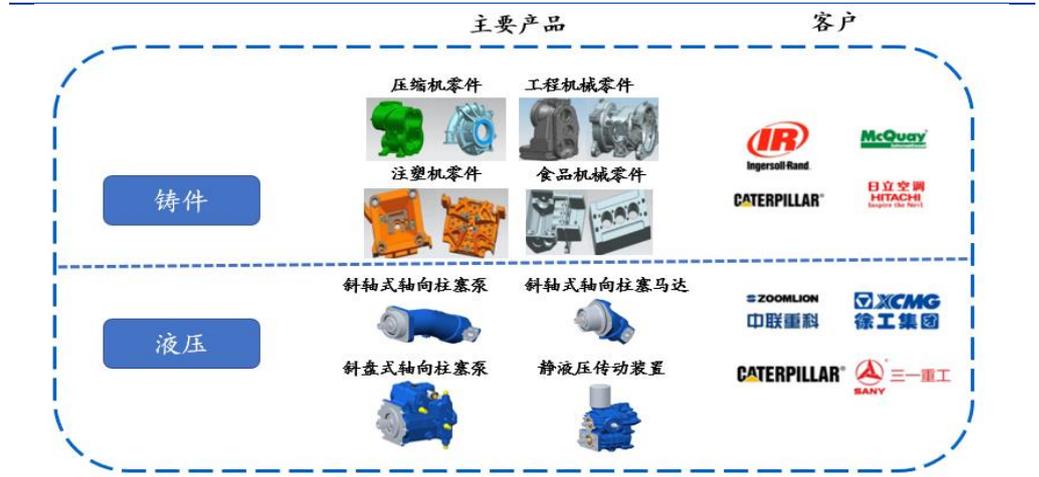


数据来源：联德股份招股说明书，公司官网，公司公告，华福证券研究所

公司产品主要用于压缩机、工程机械领域，积累大量优质海外客户资源。公司主要提供压缩机、工程机械等领域的精密零部件产品，客户包括 Johnson Controls

(江森自控)、Ingersoll Rand (英格索兰)、Caterpillar (卡特彼勒)、Carrier (开利空调)、McQuay (麦克维尔)、Hitachi (日立空调)、Dunham Bush (顿汉布什) 等。其中江森自控集团是世界上最主要的建筑设备自动化管理系统的生产商和工程承建商，

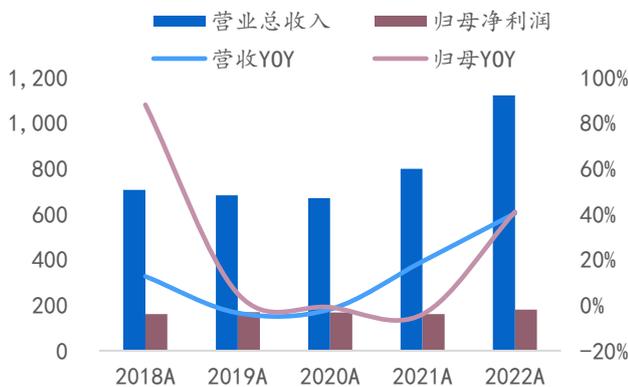
图表 32：公司主要产品与客户



数据来源：联德股份招股说明书，华福证券研究所

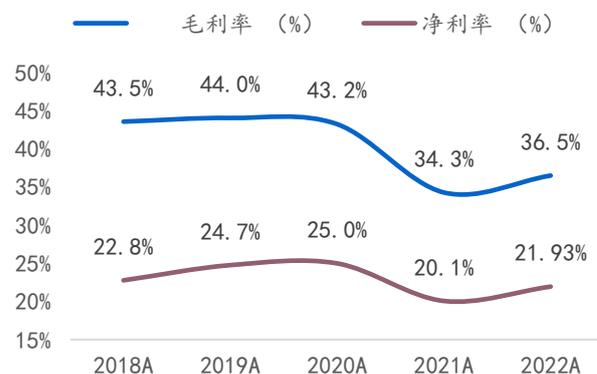
公司业绩稳健增长，毛利率维持高位。公司营业收入从 2016 年 4.23 亿元上升至 2019 年 6.82 亿元，CAGR 为 27.0%；2020-2021 受疫情影响，公司交付周期以及下游需求受到影响，分别实现营收 6.7 亿元和 7.99 亿元。2022 年主要得益于国内市场的平稳以及海外市场需求的大幅增加，再加上技改实现的产能扩张，实现营收 11.2 亿，同比增长 40.3%。公司毛利率水平较高，平均维持在 40%以上。2021 公司毛利率为 34.3%，净利率为 20.1%，同比分别下降 9.0pct 和 4.9pct，主要是原材料价格上涨和收购力源金河双重因素所致，2022 年开始逐渐回升。

图表 33：公司近年营业收入与归母净利润（百万元）



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 34：公司近年毛利率与净利率 (%)



数据来源：Wind，华福证券研究所

产品特点为定制化、小批量，IPO 募投项目投产与墨西哥工厂布局加速公司成长。公司生产的零部件大部分是根据客户需求定制的非标中间品，主要为下游设备制造商提供配套，因此公司与客户深度融合、存在较强的双向依赖性。截至 2020 年 6 月，公司共有 2,000 余个产品型号且每月均会根据客户需求不断推出新品。一方面，公司拟投入资金新建浙江明德生产基地，实现年新增 34,800 套高精度机械零部件技改项目，预计 2023 年底投产并产生收益。另一方面，公司计划在墨西哥建立工厂，一方面扩充机加工产能以及未来的铸造和液压的布局，另一方面是相应欧美客户的诉求，打消下游核心客户对中美关系紧张的顾虑，也更好的进行海外竞争，方便未来更好和海外客户供货和合作。

图表 35：公司募集资金用途（万元）

项目名称	投资资金	使用募集资金投资金额
高精度机械零部件生产建设项目	59606.5	57594.86
年新增 34,800 套高精度机械零部件技改项目	12688.4	7688.4
补充流动资金	40000	20839.69
合计	112294.9	86122.95

数据来源：联德股份招股说明书，华福证券研究所

图表 36：公司墨西哥工厂募集资金与用途（万美元）

项目名称	投资资金
土地投资	720
建设投资	1375
设备投资	3046
流动资金	515
合计	5656

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 绿的谐波：联手三花智控，打破国际垄断第二步

公司专业从事精密传动，产品主要为各类谐波减速器，与三花智控强强合作，加速开拓海外业务。谐波减速器主要用于降低电机输出转速，增大输出扭矩，工业机器人、协作机器人是现主要应用场景；其次还包括数控机床、航空航天、医疗器械、半导体生产设备、新能源装备等高端制造领域。与三花智控达成战略合作，建立墨西哥合资公司并由绿的控股。三花智控为全球新能源汽车的热管理龙头，是特斯拉汽车热管理系统核心供应商，与海外客户关系密切，具有客户及渠道优势。绿的谐波为国内谐波减速器龙头企业，产品技术壁垒高，是国内少数可以自主研发并实现规模化生产的谐波减速器厂商。该合作实现了双方优势互补，有望实现互利共赢。合资公司的成立为公司就近服务客户提供便利，有助于公司加快海外业务拓展，开拓增量市场，进一步拓宽了公司谐波业务的市场空间。

公司率先突破谐波减速器技术难点，在实现量产、突破垄断等方面均为国内前

列，是当前国内谐波减速器领域龙头。2003 年董事长左昱昱开始深入研究谐波啮合理论，2013 年公司首台谐波减速器上市销售。公司是一家专业从事精密传动装置研发、设计、生产和销售的高新技术企业，产品包括谐波减速器、机电一体化执行器及精密零部件。公司经过多年持续研发投入，实现了精密谐波减速器的规模化生产及销售，打破了国际品牌在机器人用谐波减速器领域的垄断，并实现批量出口。

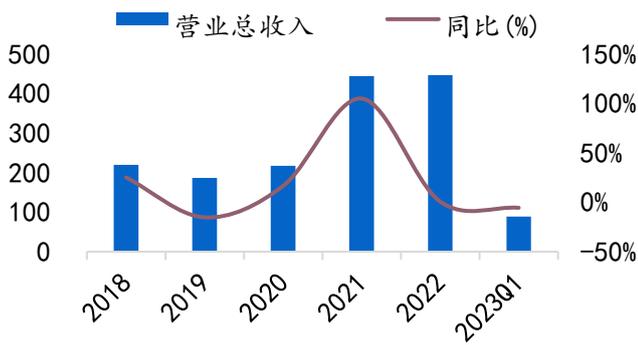
图表 37：绿的谐波发展历程

时间	事件
2011	承担了《机器人用谐波齿轮减速器》国家标准的编制任务。2010 年，制造出满足工业机器人使用标准的精密谐波减速器，开始在国内、外多家机构进行检验、测试。
2012	内部的各项测试基本完成，陆续有多家国际机器人生产商开始进行测试，公司尝试将绿的谐波减速器推向市场，
2013	绿的公司相继推出十四个系列近百种谐波减速器，产品逐渐被市场认可，实现年 3000 台的产销量。
2014	绿的谐波减速器在 3 家国外主流机器人制造商的检测中完成了 2 万小时精度寿命测试，在精度、寿命、稳定性、静音等方面，均达到或超越国外公司的同类产品水平；
2015	公司的精密谐波减速器产品系列已达十七个，年产能达到 7 万台；2015 年我们已在苏州中购土地 50 亩，从 2016 年开始将建设一个年产谐波减速器 50 万台的生产基地；完成 3 万台精密谐波减速器的产销目标，并实现将产品打入国际主流机器人厂商供应链。
2020	上交所科创板上市

数据来源：绿的谐波官网，华福证券研究所

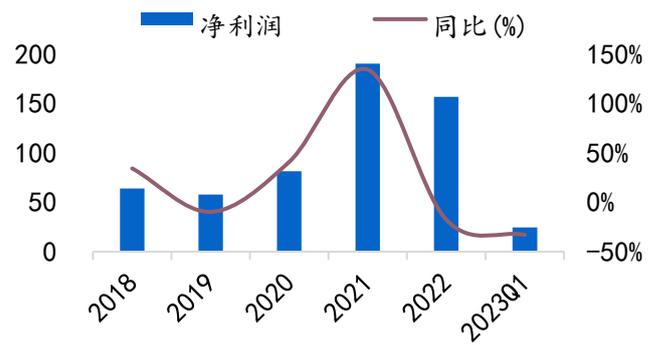
公司的核心产品竞争力：1) 技术层面：在谐波减速器结构设计、齿形研究、啮合原理、传动精度、疲劳寿命、振动噪声抑制、精密加工等方面持续进行研发投入，在抗磨新材料、润滑新技术、轴承优化、齿廓修形、独特材料处理等领域拥有核心技术。截至招股说明书签署日，公司共拥有 9 项发明专利和 72 项实用新型专利，并将相应专利技术和核心技术应用至谐波减速器和一体化执行器等产品中。2) 产品与客户层面：经过多年发展，公司产品凭借先进的制造工艺和优异而稳定的产品质量获得了国内主流机器人制造商的认可。谐波减速器主要终端客户包括新松机器人、新时达、埃夫特、埃斯顿、优必选、配天技术、Universal Robots 等国内外知名品牌及制造商，公司也是 ABB、通用电气、那智不二越、阿法拉伐等诸多国际高端装备制造企业的精密零配件供应商。3) 制造工艺与质量控制：公司现已拥有一系列精密制造和检测设备，掌握了精密测量、精密切削、小模齿轮加工、薄壁金属零部件制造等关键生产工艺，建立起了完备的谐波减速器生产制造体系。另一方面，公司通过了 ISO 9001 和 ISO 14001 国际质量体系认证，拥有国内先进的检测设备，并建立了从原材料入库、生产环节、零部件装配、成品检测至产品出库全过程质量控制体系。

图表 38: 绿的谐波营收变动 (单位: 百万, %)



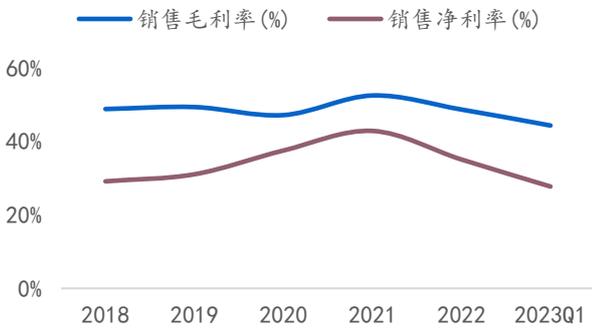
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 39: 绿的谐波净利润变动 (单位: 百万, %)



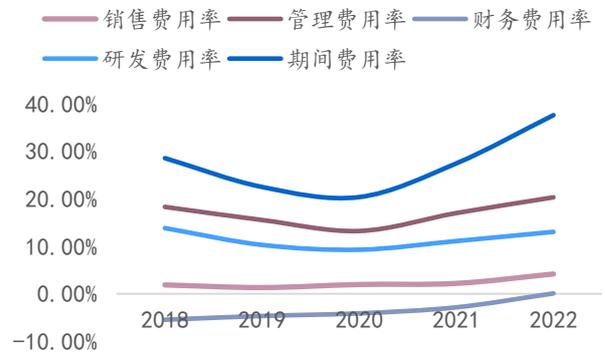
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 40: 绿的毛利率、净利率变动 (单位: %, %)



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 41: 四费率与期间费用率变动 (单位: %)



数据来源: Wind, 华福证券研究所

4 风险提示

宏观经济环境恶化风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、汇率变动的风险、国际贸易摩擦风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn