



纽威数控 (688697.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

有望受益顺周期+国产替代双轮驱动

公司介绍：

中高端机床领军企业，上半年利润高增长，产能持续扩张。公司收入以中高端机床为主，营收、归母净利润从17年6.36/0.21亿元增长至22年18.46/2.62亿元，公司预计1H23实现归母净利润1.48至1.56亿元，同比增长27%至33.87%继续保持高增长。公司23年2月与苏州科技城管委会签订了战略合作意向书，项目规划产能10亿元，产能扩张加速成长。

投资逻辑：

公司业绩表现优异，近年展示了较强“α”属性。一方面与机床工具工业协会披露的协会重点联系企业数据相比，公司营收、归母净利润增速近年整体高于行业水平，22/1Q23公司营收增速分别为7.76%/23.49%，高于协会重点联系企业的-0.3%/-1.1%；22/1H23公司归母净利润增速分别为55.59%/30.44%（业绩预告中值），高于协会重点联系企业的43.7%/-17.4%。一方面与可比公司相比，公司收入增速较高且净利率近年快速提升迈入行业前列，展示了较强“α”属性。

周期：公司有望受益机床顺周期复苏。根据机床工具工业协会数据，协会重点联系企业收入21年同比增长26.2%，但增幅逐月收窄，22年增速收窄至0.3%，1Q23同比下降1.1%，1H23同比回正到增长2.6%，且增幅有逐月扩大趋势，同时考虑当前稳增长政策不断出台助力经济复苏，机床行业景气度有望逐步复苏。

成长：政策催化国产替代加速，公司积极布局航空航天、风电、新能源汽车等市场。根据公司公告信息，竞争对手主要来自于日本、韩国和中国台湾，公司以高性价比+提供全套解决方案能力构筑核心竞争力，持续推进国产替代。近年来，国家多部门发布政策支持中国高端机床发展，催化国产替代加速，行业层面存积极变化。公司紧抓行业机会，近年在航空航天、风电、新能源汽车等行业加码布局，以新开发的针对性专机切入市场实现突破，助力公司实现业绩高增长。

盈利预测、估值和评级

预计公司23至25年分别实现归母净利润3.16/4.05/5.18亿元，对应当前PE21X/17X/13X，考虑公司近年展示了较强“α”属性，后续有望受益顺周期复苏+国产替代加速双重催化，伴随产能扩张继续保持高增长趋势，给与公司24年25倍PE，对应目标价31元/股，首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示

机床行业景气度复苏不及预期，限售股解禁。

机械组

分析师：满在朋（执业S1130522030002）

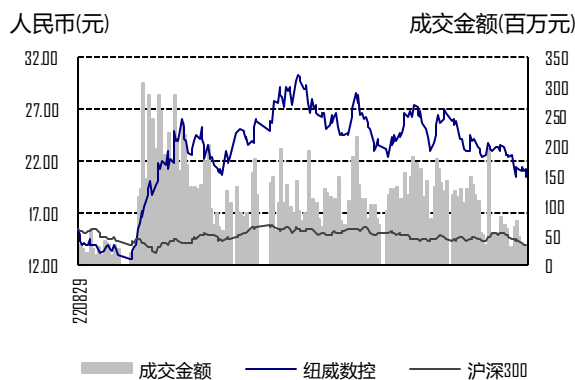
manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：李嘉伦（执业S1130522060003）

lijialun@gjzq.com.cn

市价（人民币）：20.49元

目标价（人民币）：31.00元



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,713	1,846	2,266	2,794	3,423
营业收入增长率	47.06%	7.76%	22.77%	23.33%	22.48%
归母净利润(百万元)	169	262	316	405	518
归母净利润增长率	62.06%	55.59%	20.58%	28.09%	27.98%
摊薄每股收益(元)	0.516	0.803	0.968	1.240	1.587
每股经营性现金流净额	0.67	0.77	0.81	0.89	1.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.58%	18.46%	19.83%	21.67%	22.97%
P/E	39.71	25.52	21.17	16.53	12.91
P/B	5.39	4.71	4.20	3.58	2.97

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 中高档机床领军企业，业绩表现优异“α”属性较强	4
1.1 公司专注中高端机床，业绩表现优异	4
1.2 公司实现“逆周期”成长“α”属性较强，基本面数据处可比公司第一梯队	6
1.3 三期产能持续释放，四期产能规划落地打开成长空间	8
1.4 近年全球化布局，海外收入高增长	8
2. 周期：公司有望受益机床行业顺周期复苏	8
2.1“大周期”：两轮全球制造业转移，促成中国机床“黄金 10 年”与整体需求的下降，目前正处更新换代需求高峰	8
2.2“小周期”：1H23 行业依旧处于下行区间，有望在 23 年逐步见底进入复苏区间	9
3. 成长：政策催化国产替代加速，公司积极布局航空航天、风电、新能源汽车等市场	11
3.1“自主可控”相关政策、资金扶持，国产替代加速	11
3.2 公司紧抓国产替代机遇，积极开拓航空航天、风电、新能源汽车等市场	14
4. 盈利预测	19
5. 风险提示	20

图表目录

图表 1：公司产品类型丰富	4
图表 2：公司收入以各类加工中心为主	5
图表 3：公司营业收入持续增长	5
图表 4：公司归母净利润快速增长	5
图表 5：公司各产品毛利率近年稳中有升，产品结构持续优化	6
图表 6：公司销售、管理费用率下降，研发费用率较为稳定	6
图表 7：公司净利率呈快速提升趋势	6
图表 8：公司近年营收增速整体领先行业水平	7
图表 9：公司近年归母净利润增速整体领先行业水平	7
图表 10：公司收入体量仅次于创世纪、海天精工、秦川机床	7
图表 11：公司在可比公司中收入增速较高	7
图表 12：公司毛利率处于行业平均水平	7
图表 13：公司净利率逐步走向行业前列	7
图表 14：公司 IPO 募投项目已开始投产	8
图表 15：公司海外营收增长较快	8
图表 16：公司 22 年海外收入占比快速提升	8
图表 17：中国机床市场消费额在 2011 年达到高峰后整体规模下降	9



图表 18:	按照数控机床平均寿命 10 年计算, 当前正处更新换代高峰.....	9
图表 19:	1H23 协会重点联系企业收入增速逐月由负转正.....	10
图表 20:	1H23 金切机床订单回暖.....	10
图表 21:	1H23 金属成形机床新签订单同比下降.....	10
图表 22:	有望逐步由被动去库进入主动补库阶段.....	11
图表 23:	稳增长政策催化下, 制造业投资也有望开始复苏.....	11
图表 24:	22 年金属加工机床进口额 66 亿美元.....	12
图表 26:	高档数控机床国产化率略有提升但仍处于低位.....	12
图表 28:	公司 20 年下游以通用设备和汽车为主.....	14
图表 29:	公司五轴龙门加工中心助力“大飞机”起飞.....	15
图表 30:	公司机翼和机身解决方案.....	15
图表 31:	1H23 风电装机高增长.....	16
图表 32:	公司为风电行业开发多款专机.....	16
图表 33:	新能源汽车有大量金属壳体加工需求.....	17
图表 34:	近年新能源汽车销量快速爆发.....	17
图表 35:	车企资本开支快速提升.....	17
图表 36:	乘用车自主品牌占比快速提升为国产设备带来机会.....	18
图表 37:	新能源汽车零部件材料/设计/工艺变化打破原有机床市场格局.....	18
图表 38:	公司目前已有近 30 款产品适用于新能源汽车行业加工, 高度重视赛道成长机会.....	19
图表 39:	公司分业务预测.....	20
图表 40:	公司可比公司估值.....	20



1. 中高档机床领军企业，业绩表现优异 “α” 属性较强

1.1 公司专注中高端机床，业绩表现优异

公司专注中高档数控机床，现有大型加工中心、立式数控机床、卧式数控机床等系列 200 多种型号产品，广泛应用于汽车、新能源、航空航天、工程机械、模具、阀门、自动化装备、电子设备、通用设备等行业，产品已销售至全球 40 多个国家或地区。

公司根据产品规格、行程及主轴方向对产品类型进行了划分，主要包括大型加工中心、立式数控机床、卧式数控机床等主要产品种类，其中，规格及行程较大产品为大型加工中心，规格及行程相对较小产品为立式、卧式数控机床，立式、卧式数控机床中主轴方向垂直的为立式数控机床，主轴方向水平的为卧式数控机床。

图表1：公司产品类型丰富

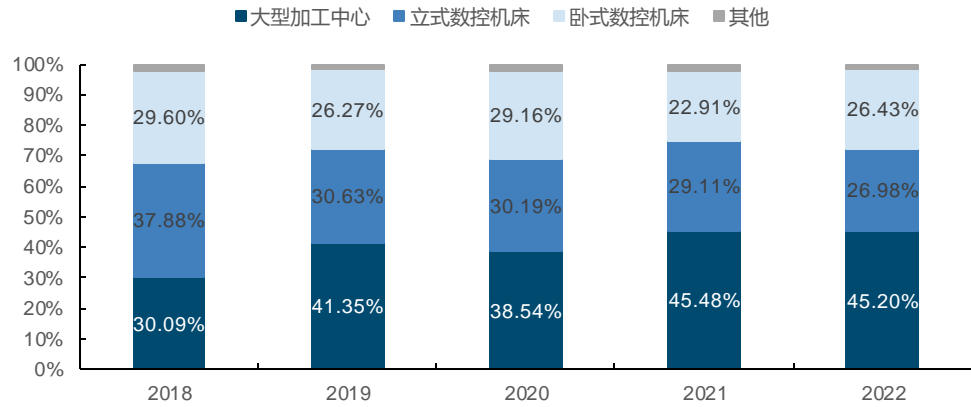


来源：公司官网，国金证券研究所

公司 22 年大型加工中心、立式数控机床、卧式数控机床收入占比分别为 45.20%、25.98% 和 26.43%。立式加工中心受制造业景气度影响较大，故 22 年占比有所下降。



图表2: 公司收入以各类加工中心为主

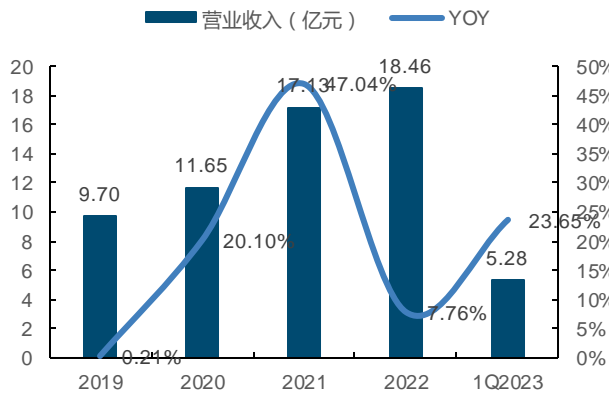


来源: Wind, 国金证券研究所

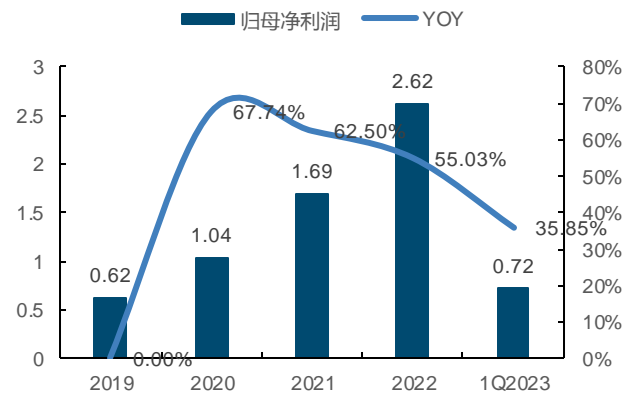
近年公司营业收入和归母净利润持续增长, 2023 年第一季度, 公司实现营业收入 5.28 亿元, 同比增长 23.65%。公司归母净利润增速较快, 2022 年归母净利润 2.62 亿, 同比增长 55.03%, 2023 年第一季度归母净利润 0.72 亿元, 同比增长 35.85%。

根据公司公告信息, 预计 1H23 实现归母净利润 1.48 至 1.56 亿元, 同比增长 27%至 33.87%, 继续保持高增长。

图表3: 公司营业收入持续增长



图表4: 公司归母净利润快速增长



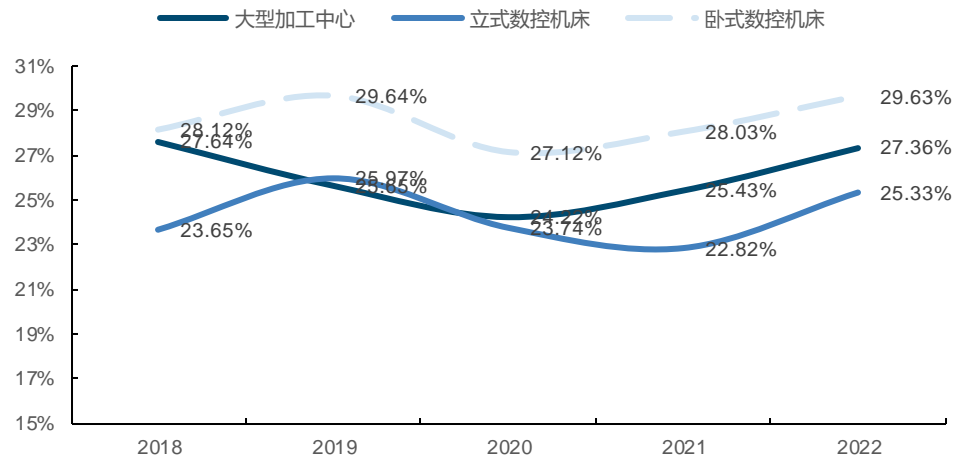
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

公司近年各产品毛利率稳中有升, 一方面受益于规模扩大带来的规模化效应, 一方面伴随公司在航空航天、汽车、风电等行业持续开拓, 高端产品占比有所提升, 产品结构优化带来更高毛利率。



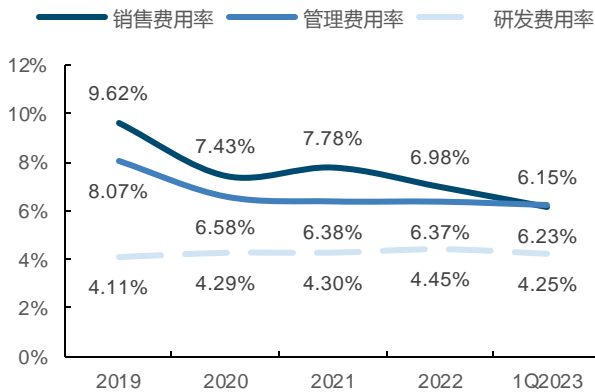
图表5: 公司各产品毛利率近年稳中有升, 产品结构持续优化



来源: Wind, 国金证券研究所

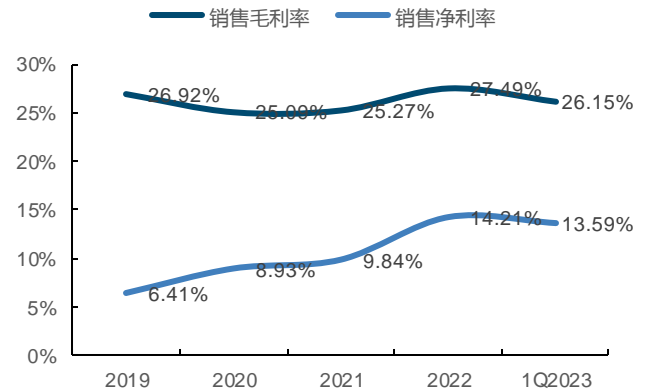
公司收入规模扩大同时整体毛利率较为平稳, 销售、管理费用率持续下降, 得以实现净利率快速提升, 22年净利率 14.24% 相比 2019 年实现了翻倍以上增长。公司研发投入不断加大, 伴随收入规模提升研发费用率基本平稳。

图表6: 公司销售、管理费用率下降, 研发费用率较为稳定



来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 公司净利率呈快速提升趋势



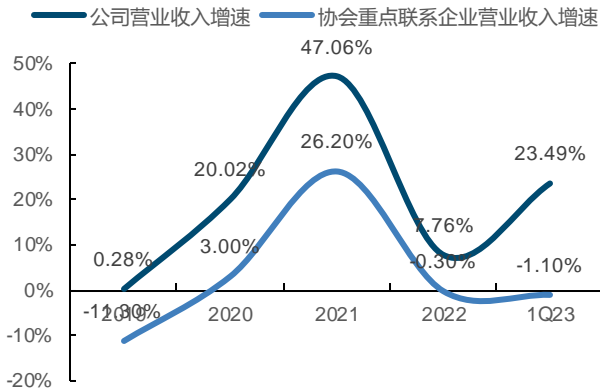
来源: Wind, 国金证券研究所

1.2 公司实现“逆周期”成长“α”属性较强, 基本面数据处可公司第一梯队

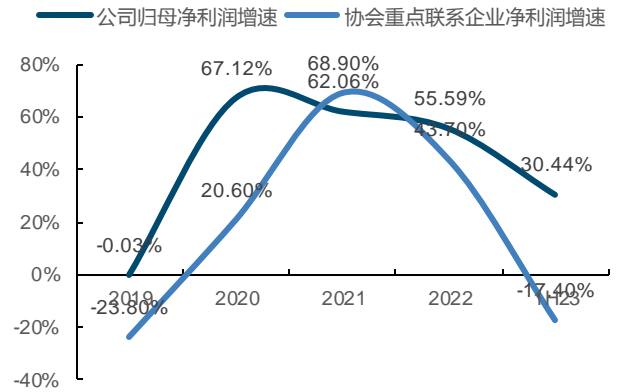
公司近年收入、利润增速领先机床行业水平, 尤其是利润增速表现优异。将公司业绩增速与机床工具工业协会披露的协会重点联系企业数据进行比较, 公司业绩增速也呈现较明显的周期性, 但增速整体高于协会重点联系企业水平。尤其是 1H23 行业景气度偏弱, 协会重点联系企业利润增速分别为-17.4%, 而公司归母净利润增速分别为 27%至 33.87%。



图表8: 公司近年营收增速整体领先行业水平



图表9: 公司近年归母净利润增速整体领先行业水平



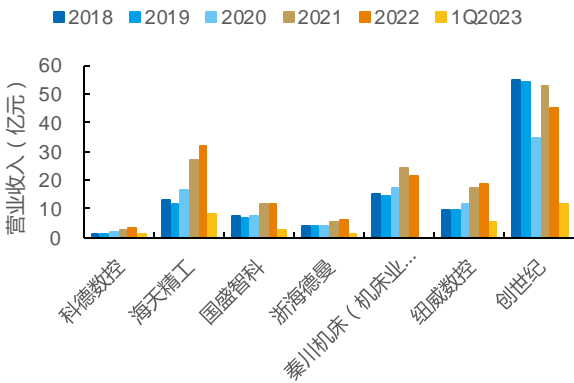
来源: 机床工具工业协会, 国金证券研究所

来源: 机床工具工业协会, 国金证券研究所

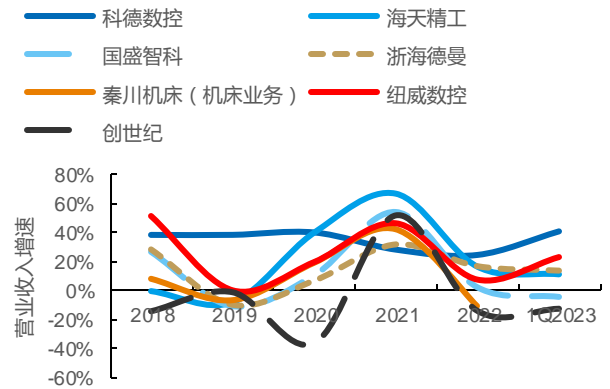
注: 2019/2020 年协会重点联系企业净利润增速采用机床工具行业规上利润增速代替; 公司 1H23 归母净利润增速取自业绩预告中值

与可比公司相比, 公司收入规模小于创世纪、海天精工、秦川机床, 但近年净利率快速提升, 迈入行业前列。

图表10: 公司收入体量仅次于创世纪、海天精工、秦川机床



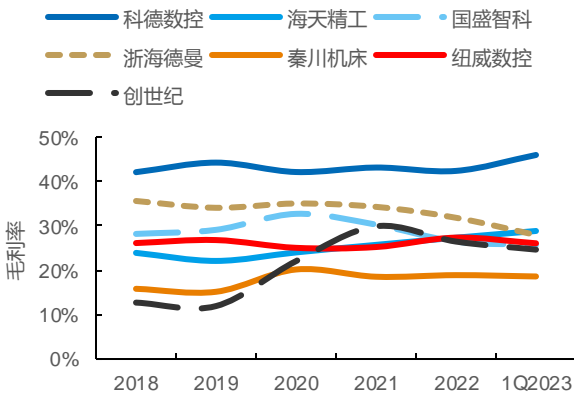
图表11: 公司在可比公司中收入增速较高



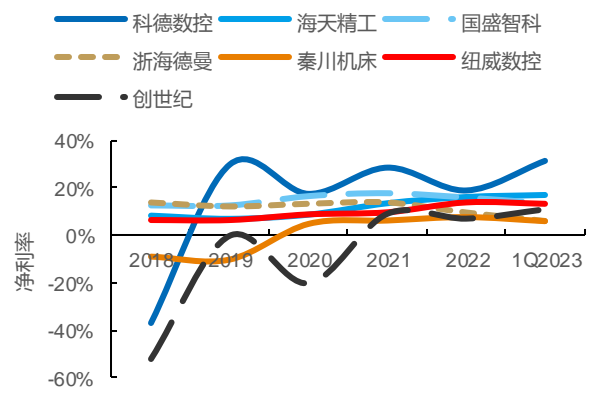
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 公司毛利率处于行业平均水平



图表13: 公司净利率逐步走向行业前列



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



1.3 三期产能持续释放，四期产能规划落地打开成长空间

公司 IPO 募投项目三期中高端数控机床产业化项目已与 22 年开始投产，根据公告信息，预计在 23 年底投产 75%，到 24 年完全投产。

图表14：公司 IPO 募投项目已开始投产

项目名称	调整后募集资金 投资总额 (亿元)	截至 2022 年末 累计投入募集资 金总额 (亿元)	截至 2022 年末 累计投入进度	项目达到预定可 使用状态日期	本项目已实现 的效益 (万元)
三期中高端数控 机床产业化项目	3.32	2.15	64.62%	2022.07	0.12
研发建设项目	1.00	0.51	50.90%	2023.10	不适用

来源：公司公告，国金证券研究所

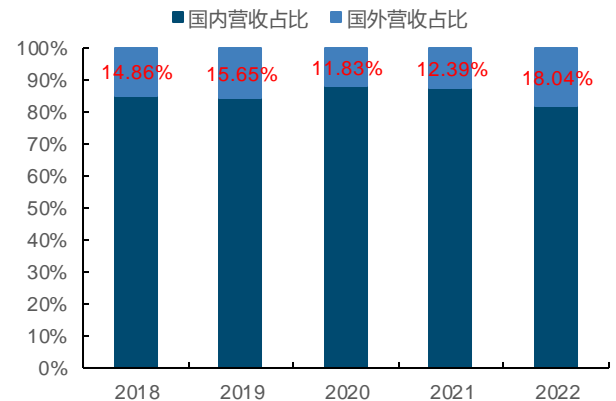
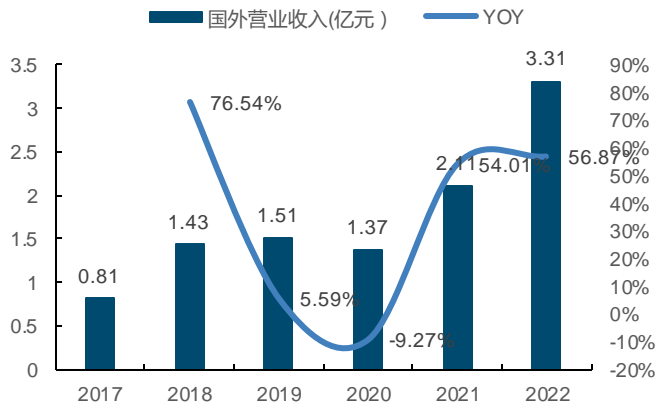
根据公司公告信息，一、二、三期设计产值为 25 亿元/年，目前公司四期规划基本落地，2023 年 02 月 28 日与苏州科技城管委会签订了战略合作意向书，规划新增生产数控装备及核心功能部件 2500 台（套）以上，建设 6 万多平方米智能制造车间，项目规划产值 10 亿元，新项目预计 2025 年投产，项目达产后，公司总产值将达到 35 亿元。

1.4 近年全球化布局，海外收入高增长

公司坚持全球化战略布局，重视海外市场。公司较早成立了外销部，组建了比较完善的海外销售网络，公司产品已销售至全球 40 多个国家或地区。2022 年公司海外收入 3.31 亿元，同比增长 56.87%，占收入比例为 18.04%，未来占收入比重有望进一步提升。

图表15：公司海外营收增长较快

图表16：公司 22 年海外收入占比快速提升



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

2. 周期：公司有望受益机床行业顺周期复苏

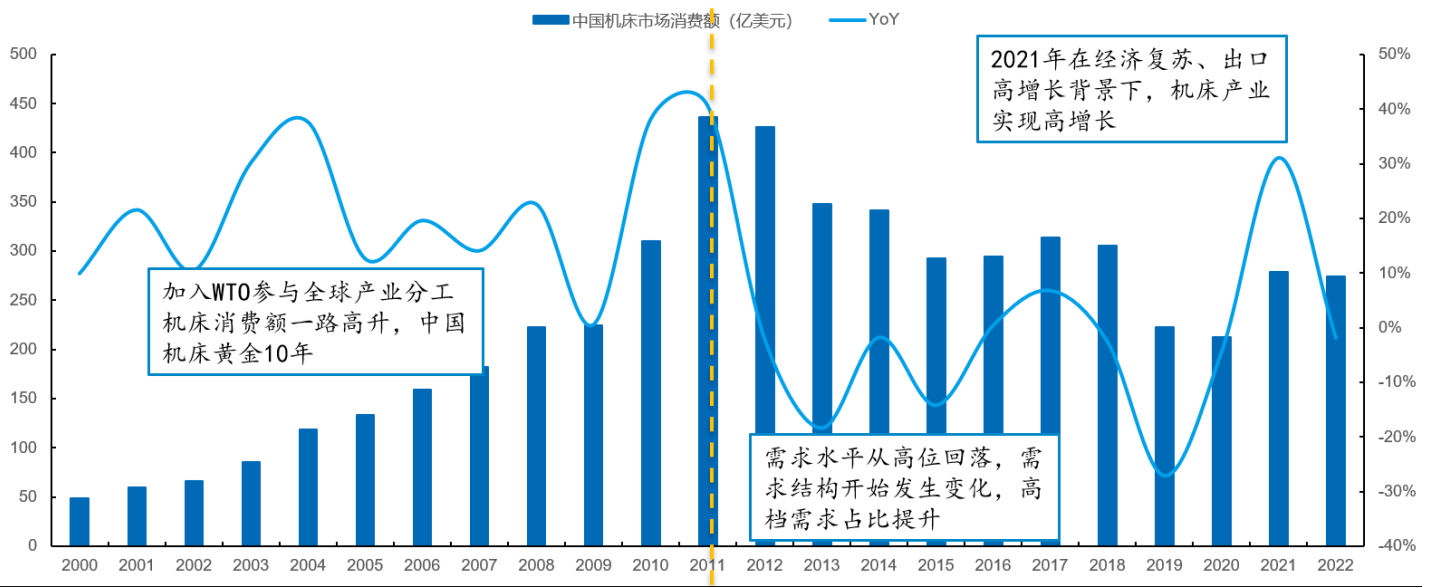
2.1 “大周期”：两轮全球制造业转移，促成中国机床“黄金 10 年”与整体需求的下降，目前正处更新换代需求高峰

2000 年开始中国承接了全球制造业转移，机床作为制造业的基础随着需求快速爆发，2000 年后中国机床产出与消费均高速增长，并在 2011 年达到峰值。而在 2008 年全球金融危机爆发后，全球制造业已开始新一轮转移，一方面发达国家从“去工业化”走向“再工业化”，推出一系列鼓励先进制造业发展的政策和措施，带动了部分高端制造业回流与机床消费额全球占比的提升；一方面部分中低端制造业流向东南亚、南亚、拉美地区国家，也迁移了一部分机床消费，最终导致国内机床总消费额持续性的下降。

根据中国机床工具工业协会数据，22 年我国金属加工机床消费额 274.1 亿美元，同比降低 1.9%，其中金属切削机床消费额 184.4 亿美元，同比降低 4.3%；金属成形机床消费额 89.7 亿美元，同比增长 3.5%。



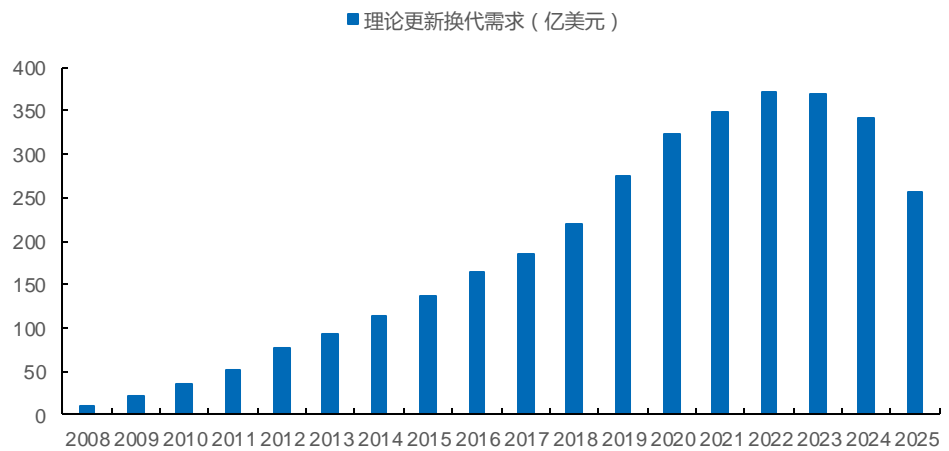
图表17：中国机床市场消费额在2011年达到高峰后整体规模下降



来源：机床工具工业协会，国金证券研究所

按照数控机床平均寿命 10 年计算，目前正经历一轮更新换代高峰，同时疫情导致更新换代需求释放有所滞后，后续受制造业景气度复苏、信贷宽松等因素催化有望放量。

图表18：按照数控机床平均寿命 10 年计算，当前正处更新换代高峰



来源：机床工具工业协会，国金证券研究所

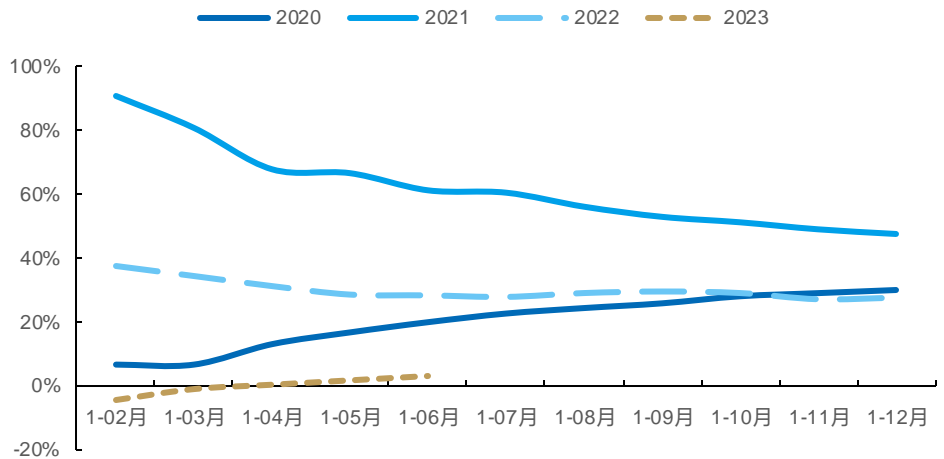
注：基于中国机床市场消费额进行计算，按照 X 年消费额从第 X+8 年开始每年更新换代 20%，到第 X+12 年完全更换进行测算

2.2 “小周期”：1H23 行业依旧处于下行区间，有望在 23 年逐步见底进入复苏区间

根据中国机床工具工业协会数据，21 年协会重点联系企业营业收入同比高增 26.2%，到 22 年增速逐步收窄，全年同比下降 0.3%。1H23 协会重点联系企业累计营业收入同比增长 2.6%，增速逐月放大。



图表19: 1H23 协会重点联系企业收入增速逐月由负转正

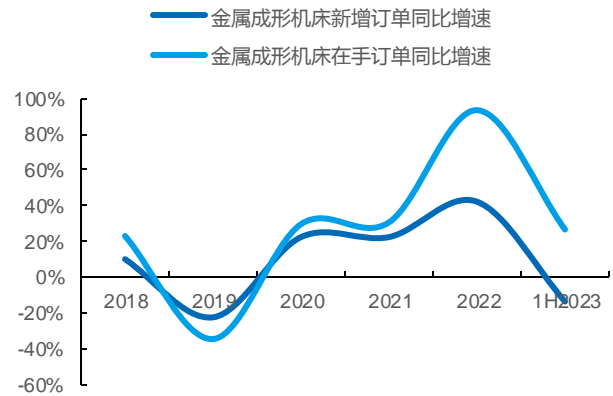
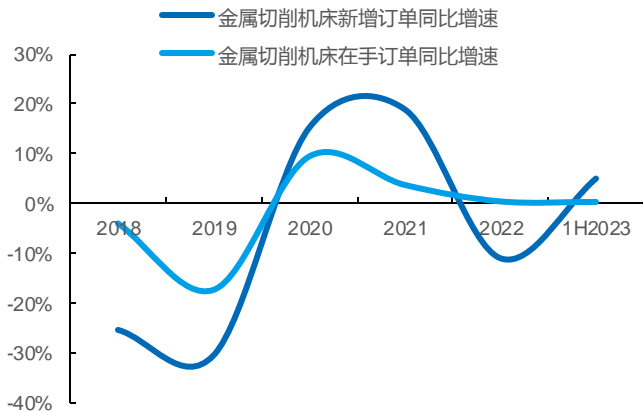


来源：中国机床工具工业协会，国金证券研究所

1H23 协会重点联系企业中，金属切削机床新签订单、在手订单同比均保持增长，扭转了 22 年的颓势；金属成形机床新签订单则同比下降，主要由于 22 年新能源汽车行业投资比较集中，导致金属成形机床订单基数较高。

图表20: 1H23 金切机床订单回暖

图表21: 1H23 金属成形机床新签订单同比下降



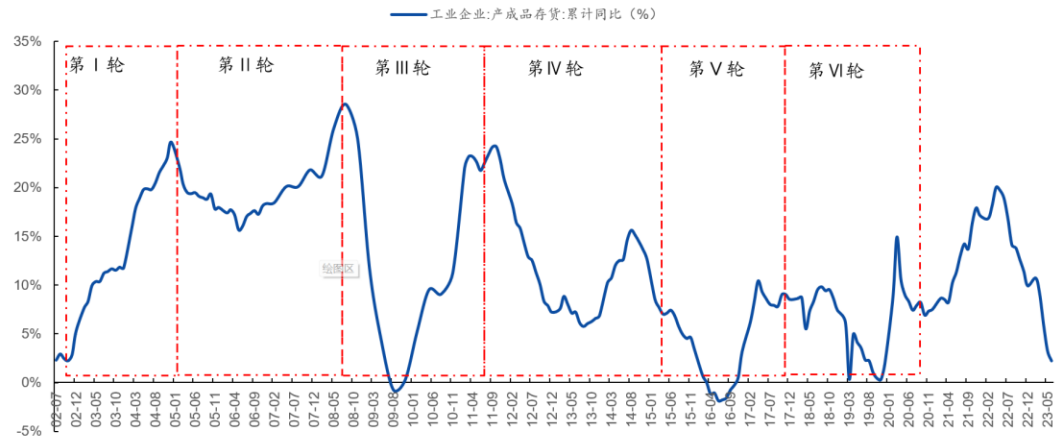
来源：机床工具工业协会，国金证券研究所

来源：机床工具工业协会，国金证券研究所

结合中游产成品库存数据，有望进入下一轮复苏区间。自 2000 年工业化以来，我国工业产成品库存经历了 6 轮完整的周期，每轮周期长度相对稳定，持续时间约为 3-4 年。本轮库存周期的开始为 2019 年 11 月，补库存周期持续至 2021 年 11 月，随后进入去库存阶段。目前中游产成品库存增速逐步见底，有望由被动去库阶段进入主动补库阶段，工业利润稳步回升。



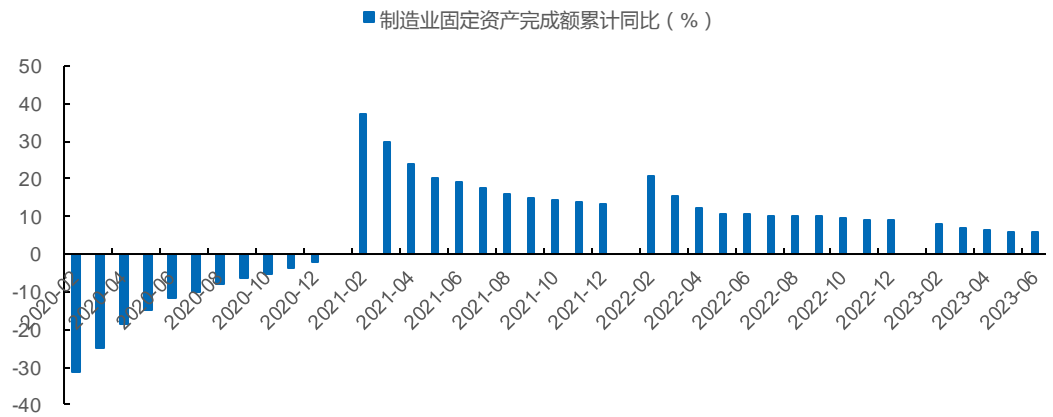
图22: 有望逐步由被动去库进入主动补库阶段



来源: Wind, 国金证券研究所

稳增长政策催化下，制造业投资也有望开始复苏。从23年5月底以来，各地区各部门抓紧推动稳经济一揽子政策落实落地，相关配套政策和实施细则应出尽出，政策效应加快释放，经济延续了恢复发展的态势。8月24日国务院召开常务会议，再次就稳住经济大盘作出全面部署，追加19项接续政策，追加政策包括政策性开发性金融工具、专项债、支持民营企业发展、基建等方面，有望带动制造业投资复苏。

图23: 稳增长政策催化下，制造业投资也有望开始复苏



来源: Wind, 国金证券研究所

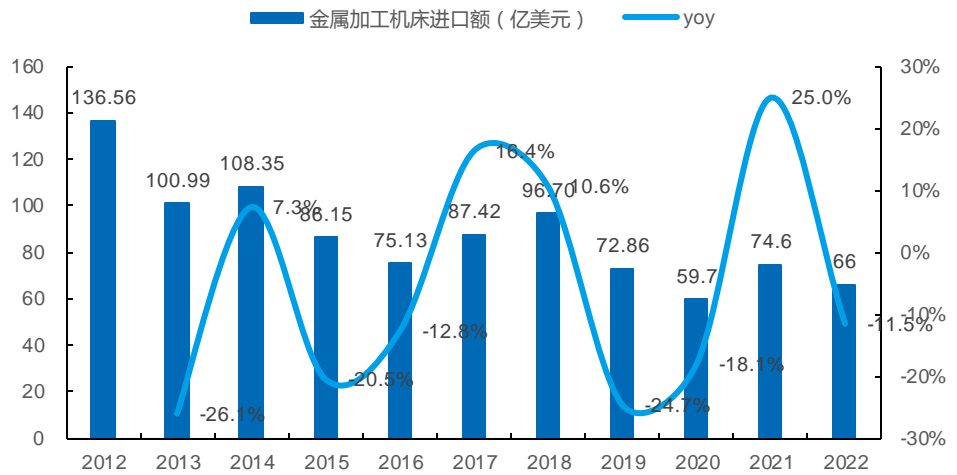
3.成长：政策催化国产替代加速，公司积极布局航空航天、风电、新能源汽车等市场

3.1 “自主可控”相关政策、资金扶持，国产替代加速

根据中国机床工具工业协会数据，22年我国金属加工机床进口额66亿美元，同比下降11.5%，其中金属切削机床进口额56.1亿美元，同比下降10.1%；金属成形机床进口额9.9亿美元，同比下降19.0%，潜在进口替代空间较大。



图表24: 22年金属加工机床进口额66亿美元



来源: Wind, 中国机床工具工业协会, 国金证券研究所

德、日企业统治全球高端市场, 高端机床国产化率较低。机床行业完全竞争, 德国、日本、美国为主要机床大国, 海外品牌在技术、规模、品牌影响力方面均处于领先地位。

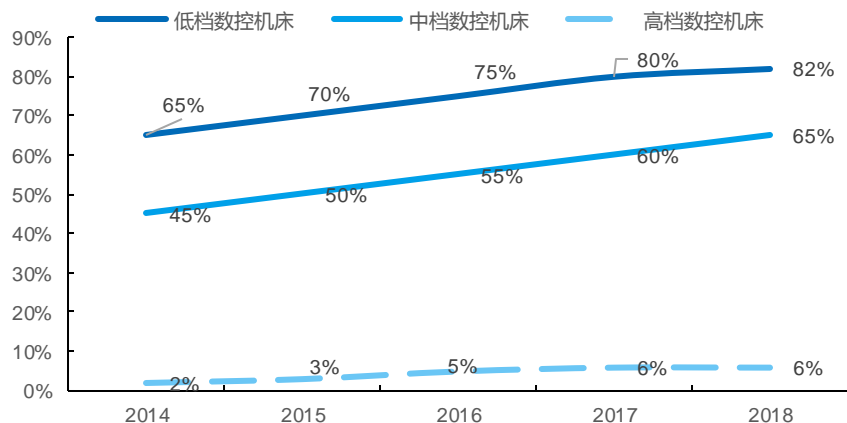
图表25: 全球数控机床龙头企业

2008年			2019年		
企业	国家	产值 (亿美元)	企业	国家	产值 (亿美元)
山崎马扎克	日本	25.3	山崎马扎克	日本	52.8
德玛吉	德国	25.1	通快	德国	42.4
通快	德国	21.4	德玛吉森精机	德国	38.2
天田	日本	19	马格	美国	32.6
大隈	日本	16.7	天田	日本	31.1
马格	美国	16.5	大隈	日本	19.4
沈阳机床	中国	16.3	牧野	日本	18.8
森精机	日本	15.7	格劳博集团	德国	16.8
捷太格特	日本	15.3	哈斯	美国	14.8
大连机床	中国	15.3	埃马克	德国	8.7

来源: 赛迪顾问, 华夏幸福研究院, 国金证券研究所

根据前瞻产业研究院数据, 到2018年国内高端机床国产化率仅6%, 国内高端市场基本上被海外企业垄断。

图表26: 高档数控机床国产化率略有提升但仍处于低位





来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

从高端数控系统到高端机床均为制高端制造产业链核心，为国家战略性物资，西方国家与日本均对中国实行出口限制和监督使用政策，在目前国际局势紧张背景下有更加严格的趋势，以限制中国国防技术发展。

目前国内政策帮扶、投资帮扶力度加大，有望加速国产替代推进：

1) 政策帮扶：针对中国高端机床产业发展政策频出，近年来，工信部、国家发改委、国资委等多个部门发布相关政策支持中国高端数控机床发展。

图表27：近年来多部门发布政策支持中国高端数控机床发展

日期	发布部门	政策名称	主要内容
2019.10	江西工信局	《制造业设计能力提升专项行动计划(2019-2022年)》	将“高档数控机床及配套数控系统：五轴及以上联动数控机床，数控系统，高精度、高性能的切削工具、量具量仪和磨料模具”列为鼓励发展项目
2020.06	工信部	《工业通信职业技能提升行动计划实施方案》	为数控机床等制造强国、网络强国建设重点领域提供培训平台、实训基地，形成一批可复制可推广的新技能培训经验做法，并且剔除2年内开展各类职业技能培训50万人次以上的要求，以期为制造强国、网络安全建设提供坚强技能人才保障
2020.09	国家发改委	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点新增长极的指导意见》	加快高端装备制造产业补短板。重点支持工业机器人、建筑、医疗等特种机器人、高端仪器仪表、轨道交通装备、高档五轴数控机床、节能异步牵引电动机、高端医疗装备和制药装备。
2021.08	国资委	《国资委党委扩大会议》	针对工业母机等加强关键核心技术攻关，努力打造原创技术“策源地”，肩负起产业链“链主”责任，开展补链强链专项行动，加强上下游产业协同。
2022.09	财政部、税务总局	《关于加大支持科技创新税前扣除力度的公告》	高新技术企业在2022年10月1日至2022年12月31日期间新购置的设备、器具，允许当年一次性全额在计算应纳税所得额时扣除，并允许在税前实行100%加计扣除。
2022.09	工信部	“大力发展装备制造业”新闻发布会	做好工业母机行业顶层设计，统筹各项政策，积极推进专项接续，完善协同创新体系，突破关键核心技术，完善新型举国体制，突出企业创新主体地位推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。实施产业基础再造工程和重大技术装备攻关工程，支持专精特新企业发展，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展；在关系安全性发展的领域加快补齐短板，提升战略性资源供应保障能力。推动战略性新兴产业融合集群发展，构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎
2022.10	中共中央办公厅	习近平在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告	打好关键核心技术攻坚战，提高大飞机、航空发动机及燃气轮机、船舶与海洋工程装备、高端数控机床等重大技术装备自主设计和系统集成能力
2022.11	工业和信息化部、国家发展改革委、国务院国资委	《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》	打好关键核心技术攻坚战，提高大飞机、航空发动机及燃气轮机、船舶与海洋工程装备、高端数控机床等重大技术装备自主设计和系统集成能力
2022.12	中共中央国务院	《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》	优先选择新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、高端仪器、航空航天装备、船舶与海洋工程装备、先进轨道交通装备等重点行业和重点领域。高质量推动关键核心技术攻关，加大对传统制造业改造，加大对战略新兴产业，也包括集成电路、工业母机等关键领域的科技投入，提升基础研究和应用基础研究的能力
2023.02	国务院、国资委	新闻发布会	提升基础研究和应用基础研究的能力

来源：财政部，税务总局，中国政府网，国金证券研究所

最新税收补贴政策出炉，支持力度进一步加大。7月17日财政部与税务总局发布《关于工业母机企业增值税加计抵减政策的通知》，从23年1月1日到27年12月31日，对销售先进工业母机、关键功能部件、数控系统的企业，允许按当期可抵扣进项税额加计15%抵减企业应纳增值税税额，但企业需符合特定要求。



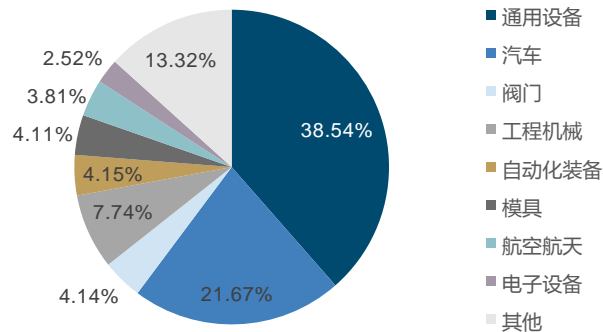
2) 投资帮扶：工业母机产业投资基金开始参与上市公司投资

- 中国通用技术集团原本就拥有机床研究院、齐二机床、哈量等公司，在 2019 年 4 月和 12 月分别对大连机床集团、沈阳机床集团实施重组，2021 年 5 月还与天津市国资委签署深化战略合作备忘录，双方共同出资 100 亿元，深耕高档精密数控机床、关键功能部件及工业互联网服务等产业领域，机床已成为通用技术集团核心主业之一。
- 国家制造业转型基金 2019 年成立，已投资较多机床企业。2019 年 11 月，中国中车发布公告与 19 名股东成立国家制造业转型升级基金股份有限公司（转型基金），注册资本 1472 亿元，主要围绕新材料、新一代信息技术、电力装备等领域的成长期、成熟期企业开展投资。2022 年 6 月转型基金参与科德数控定增，拟认购 1.5 亿元。2021 年 11 月投资日发精机 3 亿元。2021 年 10 月投资创世纪 5.94 亿元。同时转型基金开始涉及机床产业链上游企业，战略入股苏州长城精工科技股份有限公司（原常熟长城轴承有限公司），有望加速机床产业链成熟。
- 两支中证机床 ETF 上市，加强机床产业链投资。华夏基金、国泰基金的两支中证机床 ETF 已经上市，为首次获批上市的机床领域基金产品。两支 ETF 均追踪中证机床指数，涉及机床整机及数控系统、主轴、切削工具等关键零部件的设计、制造和服务等领域的上市公司。
- 工业母机产业投资基金 22 年 11 月成立，注册资本 150 亿元，有望针对工业母机产业链进行更有针对性的投资帮扶。目前已参与了秦川机床定增，认购金额 1 亿元支持秦川机床发展。

3.2 公司紧抓国产替代机遇，积极开拓航空航天、风电、新能源汽车等市场

根据公司招股说明书信息，公司产品主要应用于通用设备、汽车、阀门、工程机械、自动化装备、模具、航空航天、电子设备等行业，下游应用非常广泛，2020 年通用设备行业占收比 38.54%，汽车行业占比 21.67%。

图表28：公司 20 年下游以通用设备和汽车为主



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

在国产替代加速背景下公司积极布局新能源汽车、风电、航空航天等市场且取得良好结果：

1) 航空航天：公司五轴龙门加工中心助力“大飞机”起飞

根据纽威工会信息，公司五轴龙门加工中心参与了 C919 的尾翼等关键零部件制造，单台机床价格超过 500 万元。



图表29: 公司五轴龙门加工中心助力“大飞机”起飞



来源: 纽威工会, 国金证券研究所

公司各型装备参与国产大飞机机鼻段机身、前后段机身、中端机身、机翼、机尾、起落架等多个部位零件的加工, 研发、生产了近 100 台高精度数控机床发往国内各飞机设备制造厂。

图表30: 公司机翼和机身解决方案

民用航空-飞机机身加工	民用航空-飞机机翼加工
 <p>加工特点: 飞机机身结构件的典型零件有梁、筋、肋板、框、壁板、接头、滑轨等类件。且以扁平件、细长件、多腔件和超薄壁隔框结构件为主。毛坯为板材、锻件和铝合金挤压型材。材料利用率仅为5%-10%左右, 原材料去除量大。目前, 国内飞机零件, 90%以上为铝合金及钛合金件, 少量为不锈钢。这些零件都是薄壁结构, 形状复杂, 外形变斜角变化大, 外形多为双曲面, 要求成形精确。</p>	 <p>加工特点: 1.材料为复合材料, 难加工材料 2.薄壁件容易变形 3.形位公差要求严格 4.形状复杂, 外形变斜角变化大, 外形多为双曲面, 要求成形精确。</p>
<p>推荐机型: PM系列龙门加工中心</p> <p>设备基本要求: 1.主要关键零件均采用树脂砂高强度优质铸件, 刚性好, 稳定性强。 2.采用进口滚动导轨, PM20HA及以下型号为两导轨, PM25HA及以上型号为3导轨, 保证机床具有优良的承载性能。 3.采用进口滚珠垂直导轨, 摩擦小, 承载能力强, 高速滑动小, 低速无爬行, 定位精度及精度保持性好。 4.选用进口主轴, 扭矩大、转速高, 充分满足镗铣及钻孔加工; 滑枕采用大截面贴塑导轨, 四面环抱结构, 保证切削加工的平稳, 特别适用强力切削, 大孔镗削及使用角度头的五面加工。</p>	<p>推荐机型: PM2560U龙门加工中心</p> <p>设备基本要求: 1.五轴五联动龙门五面体 2.机床选择德国进口高速电主轴A/C联动双探头 3.采用重载滚柱直线导轨, 摩擦力小、承载能力强、高速振动小、低速无爬行、定位精度高 4.主要铸件均经过有限元分析, 筋格布置合理, 充分满足机床高扭矩切削的需要 5.配置高性能HEIDENHAIN ITNC640数控系统, 保证机床控制的稳定性, 也保证了用户要求的数控加工功能和辅助功能 6.X、Y、Z三轴采用HEIDENHAIN进给驱动电机, 稳定性好, 运行可靠</p>
<p>加工工艺流程 采用五轴五联动龙门五面体, 正反粗、精各两序加工 OP10: 粗加工机翼背面 OP20: 粗加工机翼正面 OP30: 精加工机翼背面 OP40: 精加工机翼正面</p>	

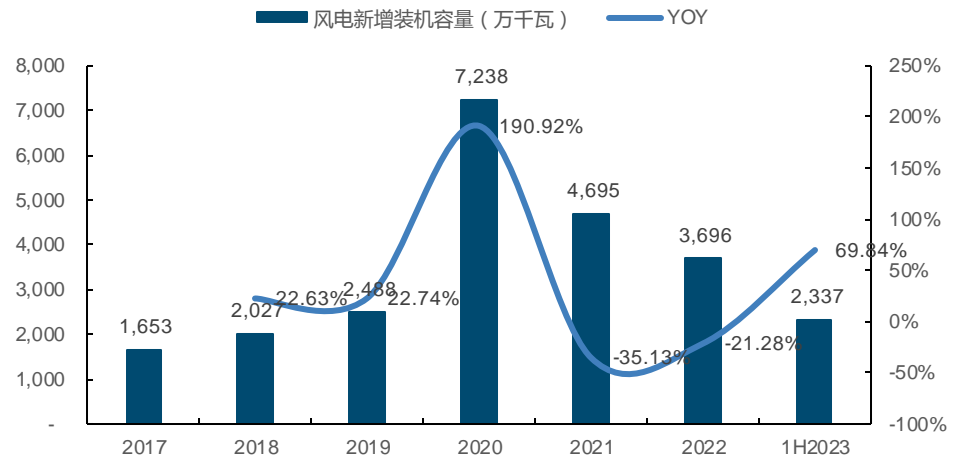
来源: 公司官网, 国金证券研究所

2) 风电: 开发落地多款专机, 有望受益风电行业成长

经过 21 年风电装机大年, 22 年风电装机量显著回落, 全年度处于低迷期, 但 23 年上半年风电新增装机容量达 23.37GW, 同比增长 69.84%, 风电新增装机量实现高增长。



图表31: 1H23 风电装机高增长



来源: 国家能源统计局, 国金证券研究所

风电设备大型零部件的加工在机床的使用上与公司产品重叠度较高, 公司产品有较大潜在应用前景。同时公司积极布局, 为风电行业开发数控立式定梁风电行业专用车床、大型数控卧式车床等。

图表32: 公司为风电行业开发多款专机

项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	应用情景
HB 系列数控卧式铣镗床的研发	已结题	提升卧式铣镗床的加工精度、智能化	适合交通、新能源 (风电)、石油、工程机械等行业复杂精密箱体类零件的加工
数控立式车床 VNL400/VNL500 的研发	已结题	提高立式车床的刚度和抗振性, 满足大型零件加工	广泛应用于风电、核电、水电阀门等壳体类、环类零件
重型龙门加工中心的研发	已结题	产品模块化设计, 将提升产品的性能及订单响应速度	应用于航空航天、轨道交通、风电、机床、船舶等行业大型零件加工
数控立式定梁风电行业专用车床的研发	样机性能提升阶段	研发适用于风电行业典型工件加工的数控立式定梁风专用车床	风电行业
大型数控卧式车床的研发	样机性能提升阶段	提升机床重切能力, 提高加工精度和效率	应用于船舶、风电设备等行业大型零部件车削加工
高性能数控刨台卧式铣镗床的研发	整机装配调试阶段	研发高性能数控铣镗床	适用于重型机械、风电、矿山机械、大型环保设备等行业的零件加工

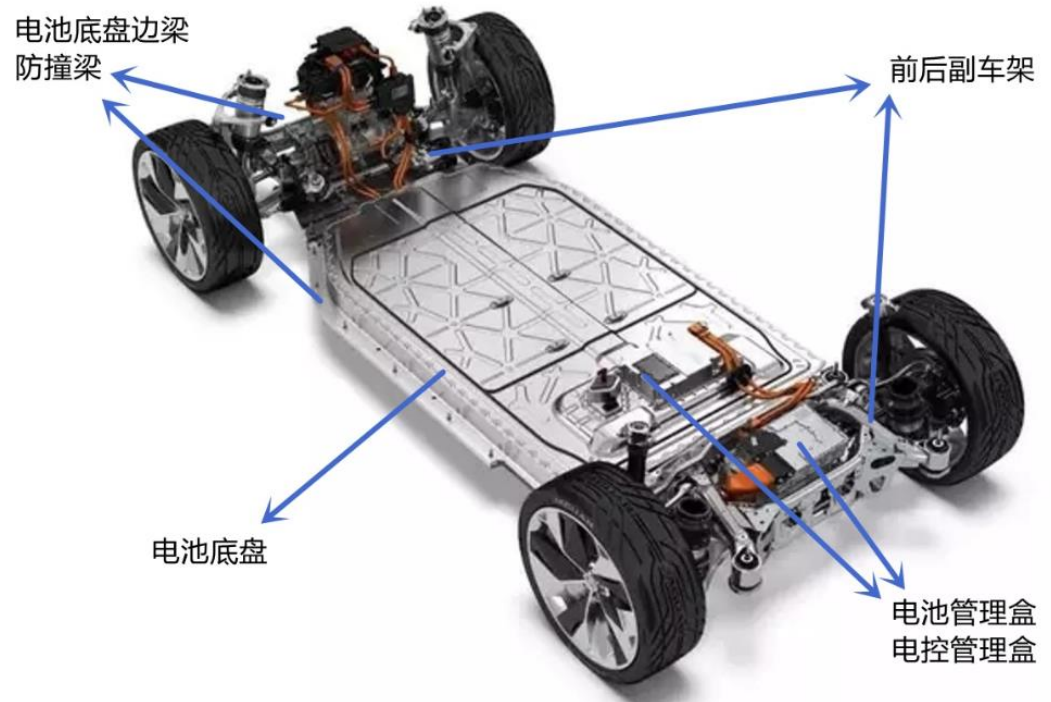
来源: 公司公告, 国金证券研究所

3) 新能源汽车: 公司近两年新能源汽车行业收入占比逐年提升, 22 年达到 10% 左右

新能源汽车有“电机、电池、电控”三大核心部件, 即新能源汽车的“三电系统”。电机由上下端盖和壳体组成, 电池成组后也需要壳体保护和金属散热系统, 而电控组件也需要壳体来保护, 所以, 新能源汽车的制造, 需要大量的金属壳体加工。



图表33: 新能源汽车有大量金属壳体加工需求

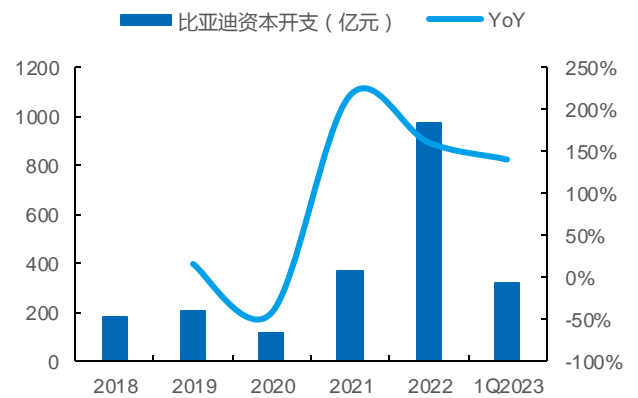
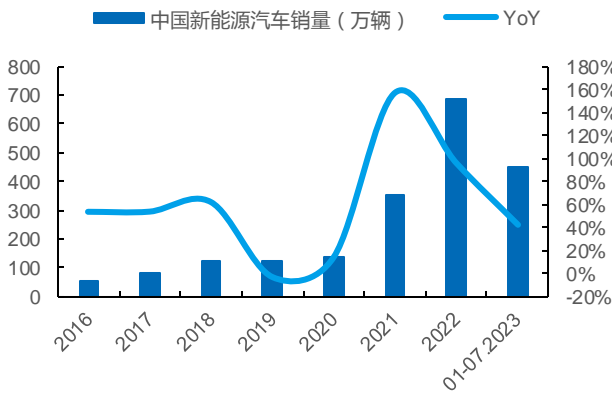


来源: 海天精工官网, 国金证券研究所

新能源汽车 22 年销量 688.66 万辆, 同比增长 95.61%, 行业的高增长自然伴随着资本开支的快速扩张, 也带动了整体机床需求的提升。

图表34: 近年新能源汽车销量快速爆发

图表35: 车企资本开支快速提升



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

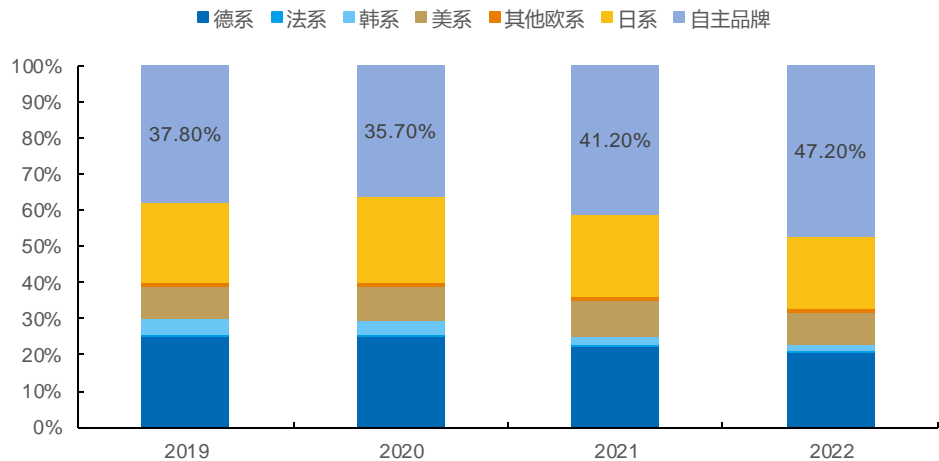
注: 选取购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金作为资本开支数据

除行业增长带来的需求提升外, 我们认为自主品牌占比提升、新工艺变化等因素让市场份额在向国内企业倾斜, 国产替代加速:

根据易车数据, 近年自主品牌市场份额占比快速提升, 从 2019 年 37.9% 提升至 2022 年 47.3%, 头部企业比亚迪 22 年销量登顶, 份额达到 8.8%。自主品牌通过新能源车快速抢占市场, 而我们认为自主品牌对于国产设备的认可度更高, 为国产机床企业带来新的机会。



图表36: 乘用车自主品牌占比快速提升为国产设备带来机会



来源: 易车, 乘联会, 国金证券研究所

零部件材料/设计/工艺变化打破原有市场格局。汽车市场竞争激烈, 在降本推动下, 经过多年发展燃油车零部件加工机床经历了自动生产线、加工中心、高速加工中心迭代已经较为成熟, 市场被海外机床企业主导, 国内企业难以破局。但新能源汽车零部件一方面大量采用铝合金材料, 一方面工艺/设计也有变化, 对于机床尺寸/构造/联动轴数要求都有变化, 针对新能源领域推出专机才能更好满足市场需求, 这就打破了原有市场格局。

图表37: 新能源汽车零部件材料/设计/工艺变化打破原有机床市场格局



来源: 《精密铝合金结构件的无人化制造技术》, 国金证券研究所

公司目前已有近 30 款产品适合于新能源汽车, 例如卧车、立车针对新能源汽车电机轴、电机壳类零件加工; 立式加工中心针对新能源汽车的电驱控制器壳体、散热片组、轮毂等零件加工; 卧式加工中心针对变速箱壳体的高速高效率零件加工等。此外, 公司高度重视相关赛道, 已成立新能源汽车专项小组, 致力于效率更高、成本更低的专机研发。



图表38：公司目前已有近30款产品适用于新能源汽车行业加工，高度重视赛道成长机会

产品系列名称	示意图	产品功能与应用	产品技术特点
新能源汽车行业龙门加工中心系列		适用于新能源汽车行业大型铝合金类零件高效率加工。	机床采用龙门框架式、横梁移动，床身和工作台一体式结构，三轴采用齿轮齿条传动，具有高速、高刚性、高精度、高动态响应等特点。
新能源汽车行业卧式加工中心系列		主要应用于新能源汽车行业4轴或5轴加工需求，大规格的轻金属工件，例如结构件、电池盒、前后副车架等。	机床布局按照T型整体床身，轻量化运动部件，中空丝杠冷却，配置自制高速电主轴。
新能源汽车行业立式加工中心系列		主要应用于新能源汽车行业中的长条型零件加工，例如边梁总成、防撞梁总成等。	全动柱结构，固定工作台或交换工作台，X轴采用高精度齿轮齿条传动，实现高速运动，直联主轴。
新能源汽车行业数控立式车床系列		主要应用与新能源电机壳、刹车盘等零件加工。	采用双车刀刀座设计，可同时加工零件两个面，确保加工面平行度，调整方便快捷，加工精度和效率高。

来源：公司公告，国金证券研究所

4. 盈利预测

盈利预测核心假设：

1) 大型加工中心：

收入增速：公司大型加工中心 20/21 年收入增速分别为 73.53%/7.09%，受行业需求变化增速有一定波动，考虑公司产品应用范围广，而根据公司公告信息，23 年航天航空、光伏、风电、新能源车、半导体等行业市场需求稳定增长，公司大型加工中心有望保持稳健增长，预计 23 至 25 年收入增速分别为 15.26%/23.6%/23.6%。

毛利率：公司大型加工中心近年毛利率稳中有升，毛利率提升驱动力我们认为主要是公司高端占比提升（例如五轴龙门加工中心，以科德数控五轴机床作为参考毛利率在 42%-43% 左右），预计该驱动力后续仍有一定持续性，预计公司 23 至 25 年毛利率分别为 27.5%/28%/28.5%。

2) 立式数控机床：

收入增速：立式数控机床在下游应用上更加偏向通用机械等领域，受制造业景气度扰动较大，22 年公司立式数控机床销售量受行业低景气度影响同比下降 12.88%，23 年我们预计机床行业景气度将有所回升，预计 23 至 25 年公司立式数控机床增速分别为 25%/20%/20%。

毛利率：立式数控机床竞争较为激烈，预计公司毛利率稳定在 25.5% 左右。

3) 卧式数控机床：

收入增速：公司三期厂房生产重点为立式加工中心、卧式加工中心等，伴随产能扩张公司积极开拓下游应用领域，近年实现了卧式数控机床收入持续增长，预计公司卧式数控机床 23 至 25 年收入增速分别为 33.9%/28.75%/23.6%。

毛利率：公司卧式数控机床近年毛利率稳中有升，毛利率提升驱动力我们认为主要是公司高端占比提升（例如五轴卧式加工中心，以科德数控五轴机床作为参考毛利率在 42%-43% 左右），预计该驱动力后续仍有一定持续性，预计公司 23 至 25 年毛利率分别为 30.5%/31%/31.5%。

4) 费用率：

销售费用率：公司近年销售费用率持续下降，23 年疫情影响减弱预计销售费用中的差旅费增速将提升，但总体仍保持下降趋势，预计 23 至 25 年销售费用率分别为 6.47%/5.94%/5.47%。

管理费用率：公司近年管理费用率持续下降，预计 23 至 25 年管理费用率分别为 1.81%/1.67%/1.53%。

研发费用率：预计公司持续加大研发投入，研发费用率提升并维持在 5%。

5) 综上，预计公司 23 至 25 年分别实现归母净利润 3.16/4.05/5.18 亿元，对应当前



PE21X/17X/13X。

图表39：公司分业务预测

	亿元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
大型加工中心	收入	4.49	7.79	8.34	9.61	11.88	14.69
	YoY	11.86%	73.53%	7.09%	15.26%	23.60%	23.60%
	毛利率	24.22%	25.43%	27.36%	27.50%	28.00%	28.50%
立式数控机床	收入	3.52	4.99	4.98	6.23	7.47	8.96
	YoY	18.30%	41.78%	-0.10%	25.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	23.74%	22.82%	25.33%	25.50%	25.50%	25.50%
卧式数控机床	收入	3.40	3.92	4.88	6.53	8.28	10.23
	YoY	33.23%	15.55%	24.36%	33.90%	26.69%	23.60%
	毛利率	27.12%	28.03%	29.63%	30.50%	31.00%	31.50%
其他业务	收入	0.24	0.44	0.26	0.29	0.31	0.35
	YoY	41.18%	83.33%	-40.91%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	35.33%	25.86%	34.92%	34.92%	34.92%	34.92%
营业收入		11.65	11.65	17.13	18.46	22.66	27.94
毛利率		25.09%	25.09%	25.27%	27.52%	27.91%	28.30%

来源：Wind，国金证券研究所

选择海天精工、科德数控、秦川机床、豪迈科技作为公司可比公司，可比公司 23 至 25 年估值中位数分别为 30X/23X/18X。考虑公司近年展示了较强“α”属性，后续有望受益顺周期复苏+国产替代加速双重催化，伴随产能扩张继续保持高增长趋势，给与公司 24 年 25 倍 PE，对应目标价 31 元/股，首次覆盖给与“增持”评级。

图表40：公司可比公司估值

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
601882.SH	海天精工	146	3.71	5.21	6.01	7.64	9.37	39	28	24	19	16
688305.SH	科德数控	69	0.73	0.60	1.13	1.76	2.45	95	115	61	39	28
000837.SZ	秦川机床	118	2.81	2.75	3.32	4.41	6.00	42	43	36	27	20
002595.SZ	豪迈科技	250	10.53	12.00	13.74	16.17	18.21	24	21	18	15	14
	中位数							41	36	30	23	18
688697.SH	纽威数控	67	1.69	2.62	3.16	4.05	5.18	40	26	21	17	13

来源：Wind，国金证券研究所；其中豪迈科技取自 Wind2023 年 8 月 27 日一致预期

5. 风险提示

机床行业景气度复苏不及预期：我们结合协会重点联系企业营收、订单等数据叠加行业周期性判断机床行业景气度有望逐步走向复苏，若复苏力度不及预期，或对公司业绩造成不利影响。

限售股解禁：公司在 2023 年 9 月 18 日将有 408.33 万股首发战略配售股份上市流通，预计占解禁前流通股 5.26%；预计占解禁后流通股 5%；预计占总股本 1.25%，或对股价造成一定扰动。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,165	1,713	1,846	2,266	2,794	3,423
增长率		47.1%	7.8%	22.8%	23.3%	22.5%
主营业务成本	-872	-1,280	-1,338	-1,633	-2,004	-2,441
%销售收入	74.9%	74.7%	72.5%	72.1%	71.7%	71.3%
毛利	292	433	507	632	791	982
%销售收入	25.1%	25.3%	27.5%	27.9%	28.3%	28.7%
营业税金及附加	-9	-7	-7	-9	-11	-14
%销售收入	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-86	-133	-129	-147	-166	-187
%销售收入	7.4%	7.8%	7.0%	6.5%	5.9%	5.5%
管理费用	-27	-36	-36	-41	-47	-52
%销售收入	2.3%	2.1%	1.9%	1.8%	1.7%	1.5%
研发费用	-50	-74	-82	-113	-140	-171
%销售收入	4.3%	4.3%	4.4%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	121	184	254	323	427	557
%销售收入	10.3%	10.7%	13.7%	14.2%	15.3%	16.3%
财务费用	-8	-2	0	-5	-6	-4
%销售收入	0.6%	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-2	-13	-4	-4	-6	-8
公允价值变动收益	0	2	12	0	0	0
投资收益	1	7	15	15	15	15
%税前利润	1.1%	3.5%	5.2%	4.2%	3.3%	2.6%
营业利润	117	183	298	348	450	581
营业利润率	10.1%	10.7%	16.1%	15.4%	16.1%	17.0%
营业外收支	1	6	-5	5	5	5
税前利润	119	189	293	353	455	586
利润率	10.2%	11.0%	15.9%	15.6%	16.3%	17.1%
所得税	-15	-20	-31	-37	-50	-67
所得税率	12.3%	10.7%	10.5%	10.5%	11.0%	11.5%
净利润	104	169	262	316	405	518
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	104	169	262	316	405	518
净利率	8.9%	9.8%	14.2%	14.0%	14.5%	15.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	104	169	262	316	405	518
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	30	42	39	57	71	91
非经营收益	1	-14	-16	-11	-12	-15
营运资金变动	-62	21	-31	-98	-173	-183
经营活动现金净流	72	218	253	264	291	411
资本开支	-34	-118	-144	-193	-195	-95
投资	37	-651	-80	0	0	0
其他	1	7	17	15	15	15
投资活动现金净流	4	-762	-206	-178	-180	-80
股权募资	0	572	0	0	0	0
债权募资	-137	-16	145	-64	40	-180
其他	71	15	-79	-150	-138	-136
筹资活动现金净流	-66	571	66	-214	-98	-316
现金净流量	10	27	116	-127	13	15

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	66	90	185	58	71	86
应收款项	579	805	779	906	1,108	1,302
存货	633	754	886	937	1,147	1,394
其他流动资产	133	747	832	837	842	849
流动资产	1,412	2,397	2,682	2,738	3,168	3,631
%总资产	82.4%	84.6%	82.5%	79.4%	78.9%	80.8%
长期投资	1	1	1	1	1	1
固定资产	216	297	435	584	721	740
%总资产	12.6%	10.5%	13.4%	16.9%	18.0%	16.5%
无形资产	64	64	64	62	60	58
非流动资产	301	436	568	711	846	863
%总资产	17.6%	15.4%	17.5%	20.6%	21.1%	19.2%
资产总计	1,712	2,832	3,250	3,449	4,014	4,493
短期借款	104	85	235	199	239	58
应付款项	722	896	947	1,074	1,222	1,373
其他流动负债	380	591	619	582	684	805
流动负债	1,206	1,573	1,801	1,855	2,145	2,237
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	19	28	0	0	0
负债	1,214	1,591	1,829	1,855	2,145	2,237
普通股股东权益	499	1,241	1,421	1,595	1,869	2,257
其中：股本	245	327	327	327	327	327
未分配利润	156	308	462	648	922	1,310
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,712	2,832	3,250	3,449	4,014	4,493

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.424	0.516	0.803	0.968	1.240	1.587
每股净资产	2.036	3.799	4.350	4.881	5.721	6.908
每股经营现金净流	0.296	0.667	0.774	0.810	0.891	1.259
每股股利	0.000	0.000	0.250	0.400	0.400	0.400
回报率						
净资产收益率	20.85%	13.58%	18.46%	19.83%	21.67%	22.97%
总资产收益率	6.07%	5.95%	8.07%	9.17%	10.09%	11.54%
投入资本收益率	17.54%	12.36%	13.71%	16.10%	18.04%	21.30%
增长率						
主营业务收入增长率	20.02%	47.06%	7.76%	22.77%	23.33%	22.48%
EBIT 增长率	49.29%	52.31%	38.13%	27.19%	32.49%	30.37%
净利润增长率	67.12%	62.06%	55.59%	20.58%	28.09%	27.98%
总资产增长率	20.07%	65.40%	14.73%	6.14%	16.37%	11.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.0	22.5	29.1	29.0	28.0	26.0
存货周转天数	243.1	197.8	223.6	210.0	210.0	210.0
应付账款周转天数	134.8	121.2	130.3	130.0	120.0	110.0
固定资产周转天数	67.2	46.5	74.1	68.3	60.2	61.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.41%	-56.99%	-52.27%	-40.85%	-33.39%	-36.31%
EBIT 利息保障倍数	15.9	87.8	775.8	63.8	67.6	155.6
资产负债率	70.88%	56.18%	56.28%	53.77%	53.43%	49.78%

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

来源：聚源数据

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

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。



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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究