

兴民钢圈 (002355)

中性/首次评级

股价: RMB13.2

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

黄未樵
SAC 执业证书编号:S1000510120018
(0755)8236 6964
huangwq@mail.htlhsc.com.cn

联系人

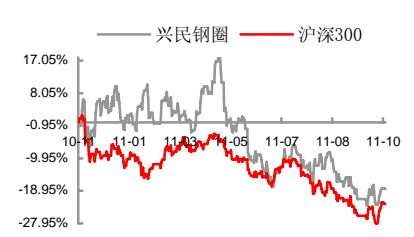
丁云波
(0755)8249 2384
dingyunbo@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	210
流通 A 股 (百万股)	210
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	2,777

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

全国布局, 成就龙头

- 行业成长空间依然广阔。虽然从技术角度看, 参照发达国家经验, 以 20 年的时间尺度来衡量, 钢轮在乘用车领域面临逐渐被替代的风险, 但我们认为在成本优势、技术进步的影响下, 未来 5 年钢轮在我国低端乘用车、商用车等领域依然具有广阔的应用空间。根据我们的测算, 在未来 5 年钢轮与铝轮配套比例不发生大幅变动的假设下, 全球钢轮市场空间约为 320 亿元。其中, 国内 OEM、AM 市场需求分别约为 0.96 亿套、0.2 亿套, 市场价值约为 120 亿元, 较 2010 年仍有 80% 的增长空间。
- 兴民钢圈作为我国钢轮行业的龙头企业, 其成长优势来自以下三方面: 1) **技术研发优势**: 公司具有完整的研究生产体系, 在轻量化旋压技术、高强度焊接技术、跳动量精度控制技术方面处于业内领先, 具备与整车厂同步研发的配套能力。2) **产品升级优势**: 根据公司的产能规划, 至 2015 年公司高毛利的无内胎钢轮产能将逐步达到 2500 万套, 产能占比由 2011 年 65.6% 提高至 75.8%。3) **多元化渠道布局优势**: 公司 2009 年以来由于产能紧张, 75% 以上的产品为 OEM 配套。未来随着产能的释放, 在巩固 OEM 渠道优势的同时, 公司有望凭借 OEM 配套带来的品牌优势继续加大对国内售后市场与海外市场的开拓、培育。
- 盈利预测**: 如公司非公开定向增发于 2012 年完成, 我们预计 2011 年~2013 年归属母公司净利润分别为 1.22 亿元、1.68 亿元、2.29 亿元, 同比增长分别为 28.2%、37.1%、36.6%; 对应 EPS 分别为 0.58 元、0.60 元、0.82 元, PE 分别为 22.8 倍、22.0 倍、16.1 倍。虽然短期公司并不具备估值优势, 但若从我国汽车行业长期向好、零部件行业规模总量不断提升的角度出发, 对于长期价值投资者而言, 在目前行业景气低点介入、持有零部件龙头企业, 我们认为风险与收益是相匹配的, 尤其对于钢制车轮这种国内企业优势明显、集中度伴随优势企业产能扩张确定性提高的行业。首次覆盖给予“中性”评级。
- 风险提示**: 原材料成本大幅上涨; 若下游需求持续低迷, 可能导致盈利能力与产能规模不匹配、公司短期经营质量大幅下滑。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,340	1,553	1,970	2,457
(+/-%)	25.5%	15.9%	26.8%	24.7%
归属母公司净利润(百万元)	96	122	168	229
(+/-%)	22.0%	28.2%	37.1%	36.6%
EPS(元)	0.45	0.58	0.60	0.82
P/E(倍)	29.1	22.8	22.0	16.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

投资视角	4
公司简介	4
成本优势、技术进步奠定钢轮市场地位	6
低成本是钢轮最大的应用优势	6
技术进步弱化替代风险	7
汽车钢轮：中国企业最具竞争力的零部件子行业之一	8
国内市场仍有增长空间	8
多路径扩展海外市场	10
行业“马太效应”愈发明显	13
公司竞争力分析	16
技术优势明显	16
高毛利产品占比逐年上升	16
多元化渠道布局扩展市场空间	17
募投项目分析：短期面临市场开拓压力	18
盈利预测与估值	20
风险提示	20

图表目录

图 1:	公司股本结构图	5
图 2:	公司历年营业收入、净利润及同比增速	5
图 3:	我国乘用车领域钢轮市场占有率	6
图 4:	2009 年部分车企轿车钢轮配套率	7
图 5:	2009 年部分车企 SUV 钢轮配套率	7
图 6:	我国钢制车轮历年产量与增速	8
图 7:	我国历年卡车产量及同比增速	9
图 8:	日本城市化期间卡车销量增速曲线	9
图 9:	韩国城市化期间卡车销量增速曲线	10
图 10:	我国钢制车轮历年出口金额与增速	11
图 11:	我国钢制车轮出口额地区分布 (2009 年)	11
图 12:	发达国家商用车历年产量及同比增速	11
图 13:	北美最大钢制车轮企业 Accuride International 连年亏损	12
图 14:	海外新兴市场汽车产量	13
图 15:	海外新兴市场汽车产量占比不断提高	13
图 16:	美国等发达国家上世纪 90 年代即基本普及无内胎重卡车轮	14
图 17:	近年来公司研发投入大幅增加	16
图 18:	公司各产品毛利率对比	17
图 19:	近年来公司无内胎产品收入占比不断提升	17
图 20:	公司产能规划结构	17
图 21:	公司近年来不同渠道销售收入占比	18
图 22:	公司对北汽福田销售收入占比	18
图 23:	公司对长安汽车销售收入占比	18
表格 1:	公司部分管理层持股情况	5
表格 2:	主要类型车轮优缺点比较	6
表格 3:	主要合金钢力学性能	7
表格 4:	我国钢制车轮海外市场开拓路径	10
表格 5:	我国钢制车轮行业格局演化	13
表格 6:	2009 年我国钢轮市场结构	14
表格 7:	我国主要钢制车轮 OEM 配套关系	15
表格 8:	公司部分在研项目	16
表格 9:	2010 年公司主要客户销售收入占比	18
表格 10:	公司非公开发行股票预案	19
表格 11:	公司 2015 年规划产能分布	19
表格 12:	钢轮行业主要规划新增产能	19
表格 13:	部分汽车零部件公司估值比较	20

投资视角

参照发达国家经验，以 20 年的时间尺度来衡量，钢轮在我国乘用车等领域有被铝轮逐步完全替代的风险。但在成本优势、技术进步等因素的影响下，未来 5 年内钢制车轮在低端乘用车、商用车等领域依然具有广阔的市场空间。根据我们的测算，在未来 5 年钢轮与铝轮配套比例不发生大幅变动的假设下，全球钢轮市场空间约为 320 亿元，其中，国内 OEM、AM 市场需求分别约为 0.96 亿套、0.2 亿套，市场价值约为 120 亿元，较 2010 年仍有 80% 的增长空间。

2009 年我国规模以上的钢制车轮生产企业为 36 家，前四家产量占比为 52.1%，行业集中度仍较为分散。从**产品升级、OEM 配套关系逐步清晰**的角度看，我们认为未来行业集中度将进一步提高，拥有技术、融资渠道优势的企业将逐步胜出。

兴民钢圈作为我国钢轮行业的龙头企业，其成长优势来自以下三方面：1) **技术研发优势**：公司具有完整的研究生产体系，在轻量化旋压技术、高强度焊接技术、跳动量精度控制技术方面处于业内领先水平，具备与整车厂同步研发的配套能力。2) **产品升级优势**：根据公司的产能规划，至 2015 年公司高毛利的无内胎钢轮产能将逐步达到 2500 万套，产能占比由 2011 年 65.6% 提高至 75.8%。3) **多元化渠道布局优势**：公司 2009 年以来由于产能紧张，75% 以上的产品为 OEM 配套。未来随着产能的释放，在巩固 OEM 渠道优势的同时，公司有望凭借 OEM 配套带来的品牌优势继续加大对国内售后市场与海外市场的开拓、培育。

如公司非公开定向增发于 2012 年完成，我们预计 2011 年~2013 年归属母公司净利润分别为 1.22 亿元、1.68 亿元、2.29 亿元，对应 EPS 分别为 0.58 元、0.60 元、0.82 元，PE 分别为 22.8 倍、22.0 倍、16.1 倍。

从估值水平上看，目前 A 股汽车零部件上市公司 2011 年平均动态 PE 在 20 倍左右，短期公司并不具备估值优势。但若从我国汽车行业长期向好、零部件行业规模总量不断提升的角度出发，对于长期价值投资者而言，在目前行业景气低点介入、持有零部件龙头企业，我们认为风险与收益是相匹配的，尤其对于钢制车轮这种国内企业优势明显、集中度伴随优势企业产能扩张确定性提高的行业。首次覆盖给予“中性”评级。

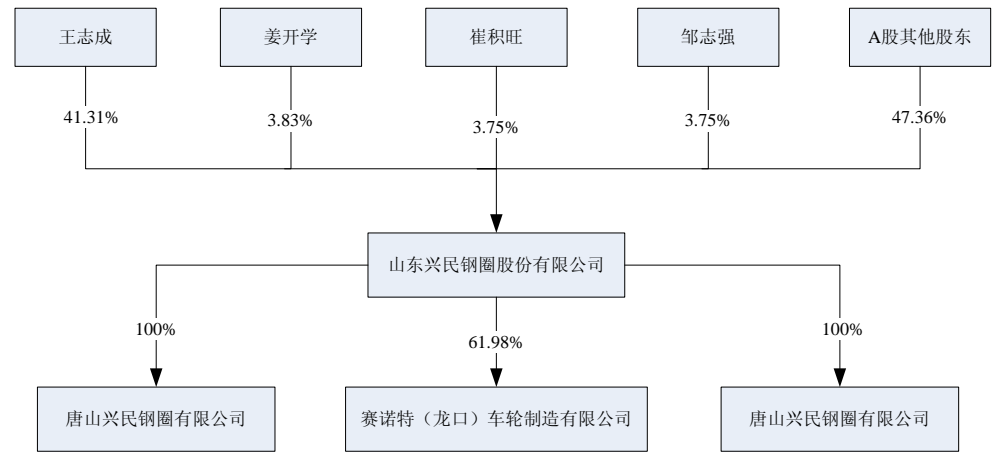
公司经营层面的风险提示：相对于竞争对手，公司的产能规划、投放策略均较为激进，在行业无内胎钢轮产能大幅释放的背景下，如下游轻量化车型需求增速低于预期，产能的集中释放将使得公司面临一定的客户开拓压力，由此可能带来盈利能力与产能规模不匹配的问题，导致公司短期经营质量下降。

公司简介

公司是我国钢制车轮行业的优秀民营企业之一，钢轮产品销量排名全国第一。2010 年 2 月，公司发行 5260 万份 A 股、募资 7.06 亿元（其中超募资金约 4.6 亿元）用于年产 200 万套高强度轻型无内胎钢制车轮建设项目，发行后总股本为 21040 万股。

公司管理层多为企业创业元老，对于行业、公司基本面与发展路径有着非常清晰的认识，并且持有一定数量的股权，个人利益与公司利益高度一致。

图 1： 公司股本结构图



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

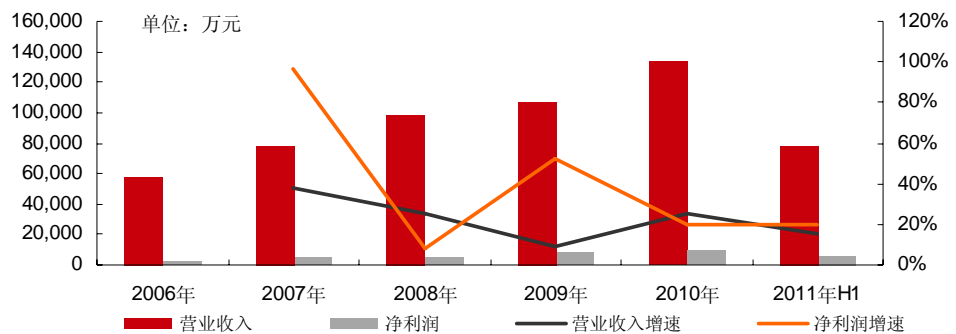
表格 1： 公司部分管理层持股情况

姓名	职务	持股数（万）
姜开学	总经理、董事	804.78
崔积旺	副总经理、董事	789.00
邹志强	副总经理、董事	789.00
崔积和	副总经理、董秘	157.80
王兵	副总经理、董事	142.02
刘荫成	财务总监	100.00

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

公司产品涵盖无内胎钢制车轮、工程机械钢制车轮、卡车钢制车轮、农用车钢制车轮等，产品拥有 1000 多个规格型号，为目前国内钢制车轮品种最为齐全的企业之一。在我国汽车行业快速发展的背景下，2010 年公司营业收入达 13.4 亿元，近 5 年复合增速达 22.52%。今年上半年，在汽车行业景气下滑的环境下，公司实现营业收入 7.77 亿元、归属母公司净利润 0.54 亿元，同比增长分别为 15.06%、20.97%。

图 2： 公司历年营业收入、净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

成本优势、技术进步奠定钢轮市场地位

低成本是钢轮最大的应用优势

目前，车轮所用材料绝大多数为合金钢、铝合金，更为轻质昂贵的碳纤维车轮仅应用在部分赛车领域。由于铝合金具有重量轻、机加工性能好、散热快等优势，自上世纪80年代以来，铝轮在发达国家乘用车领域已基本完成了对钢轮的替代。参照发达国家经验，以20年的时间尺度来看，钢轮在乘用车等领域有被铝轮逐步完全替代的风险。但在成本优势、技术进步等因素的影响下，中期来看，钢制车轮在低端乘用车等领域仍然有广阔的市场空间，尤其在卡车等有载重要求的商用车领域。

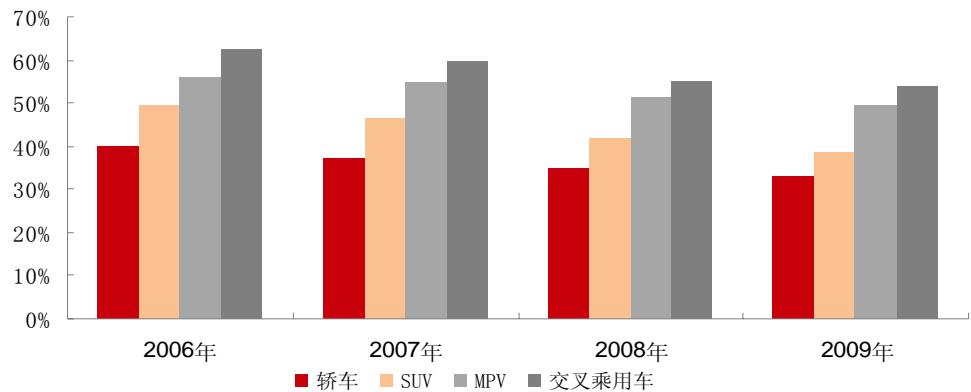
表格 2：主要类型车轮优缺点比较

名称	优点	缺点	应用领域
钢制车轮	1) 安全性能好：由于钢板属韧性材料，当其达到疲劳极限时不会出现突然破碎的情况，只能从小裂纹开始逐步扩大，容易被发现；2) 钢制车轮材料密度均匀一致，平衡指标优良；3) 价格低廉：钢板材料的价格只有铝合金材料价格的1/4~1/3。	1) 重量较铝轮重，装备在汽车上后较铝轮耗油量，尤其对于重型载货车而言；2) 产品精度低于铝轮；3) 产品成型较难，外形不够丰富。	绝大多数工程机械、农用机械、卡车、客车、特种机械等领域，低端乘用车领域。
铝合金车轮	1) 重量轻；2) 精度高：铝车轮属脆性材料，易于机械加工，从而使车轮的端径跳、平面度等指标较钢轮有所提高；3) 导热系数大，散热性好，长时间高速行驶有利于保护轮胎；4) 外形丰富、美观。	1) 安全性能低于钢轮；2) 平衡指标低于钢轮；3) 价格远高于钢轮；4) 生产过程废品较钢轮高。	乘用车领域，在美国等发达国家，卡车、客车领域应用也逐渐广泛。

资料来源：兴民钢圈招股说明书，华泰联合证券研究所

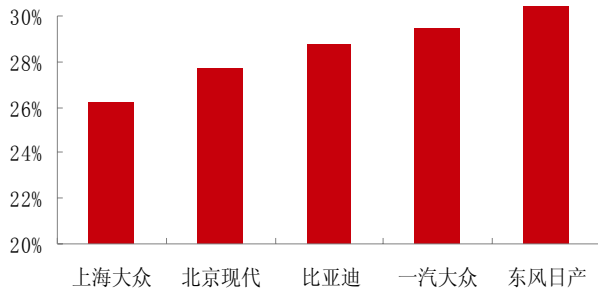
目前，我国乘用车钢轮配套比例依然较高，产品主要集中在低端车型领域，如上海通用的科鲁兹等低配车型。据统计，2009年我国轿车、SUV、MPV、交叉乘用车钢轮配套率分别为33.0%、38.7%、49.8%、53.7%。近年来，受钢轮新材料、新工艺的应用、以及消费者购车更为理性的影响，钢制车轮在乘用车领域的配套率下降趋势呈放缓迹象。

图 3：我国乘用车领域钢轮市场占有率



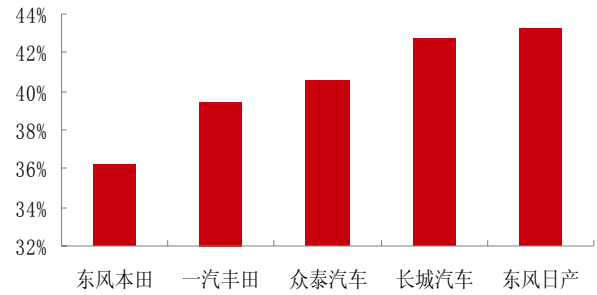
资料来源：中国社会经济调查研究中心，华泰联合证券研究所

图 4: 2009 年部分车企轿车钢轮配套率



资料来源: 中国社会经济调查研究中心, 华泰联合证券研究所

图 5: 2009 年部分车企 SUV 钢轮配套率



资料来源: 中国社会经济调查研究中心, 华泰联合证券研究所

技术进步弱化替代风险

新材料的应用

与铝合金车轮典型材料 A356 相比, 目前钢轮广泛采用的热轧低碳钢 (HRLC) 在比强度 (强度/密度) 方面存在较大的差距。根据典型材料参数计算, HRLC 的密度为 A356 铝合金的 3 倍左右, 强度只有 2 倍左右。理论上, 制造同等强度的车轮所耗 HRLC 钢材的重量为 A356 铝材的 1.5 倍左右, 因此, 运用新型高强度、加工性能好的合金钢是未来提高钢制车轮在轻量化、外形加工等方面竞争力的技术趋势之一。

经过多年研发, 以微合金钢 HSLA、双相钢 (DP)、贝氏体钢 (Bainitic Steel) 等为代表的高强度钢已逐步应用到车轮领域, 并形成了北美、欧洲两大流派。北美和日本主要采用 HSLA 作为轻量化车轮的标准轮辐材料, 而欧洲则主要采用 DP 双相钢。目前已有抗拉强度达 600MPa 的双相钢得到广泛应用, 未来的趋势是使用更高抗拉强度的 DP800 双相钢和 TRIP 残余奥氏体钢。近年来我国钢铁行业经过大量研发, 在 HSLA 微合金钢与 DP 双相钢领域均取得了一系列进展, 目前产品质量已基本能满足车轮钢材性能要求。

表格 3: 主要合金钢力学性能

合金钢种类	力学性能特点
HSLA 微合金钢	屈服强度 350~400MPa 级的钢种占大多数, 目前应用最为广泛的是 16Mn 钢。
DP 双相钢	双相钢是低碳钢或低合金高强度钢经临界区热处理或控制轧制后而获得, 一般将铁素体与奥氏体相组织组成的钢称为双相不锈钢, 将铁素体与马氏体相组织组成的钢称为双相钢。典型的双相钢屈服强度 σ_s 为 310MPa, 拉伸强度 σ_b 为 655MPa; 由马氏体或奥氏体与铁素体基体两相组织构成的钢。
BS 贝氏体钢	其化学组成是低碳和低合金元素, 含碳量一般 $<0.05\%$, 主要合金元素是 Mn, Cr, Ni, Mo, B 等。贝氏体组织通常通过空冷或控制冷却速度得到。这类钢具有高强度 (530~1500MPa)、高韧性、且抗拉强度随贝氏体转变温度的降低而提高, 工艺性能 (可焊性和成型性) 较好。

资料来源: 华泰联合证券研究所

先进旋压加工工艺的应用

车轮轮辐旋压技术是实现钢制车轮轻量化的另一条技术路径, 该技术是借助有关设备和工装的旋转, 利用材料塑性, 对被加工材料施力并采用逐点 (或局部) 连续变形的

方式,使其成形为空心回转体形状的一种无切削加工工艺,加工完的弓箭厚度均匀变薄,各项工艺参数均优于冲压拉伸。相对传统工艺,旋压工艺能节省用料 20%左右,减轻轮辐重量 25%左右,而强度能大幅提高 20%左右。

外形加工技术的进步

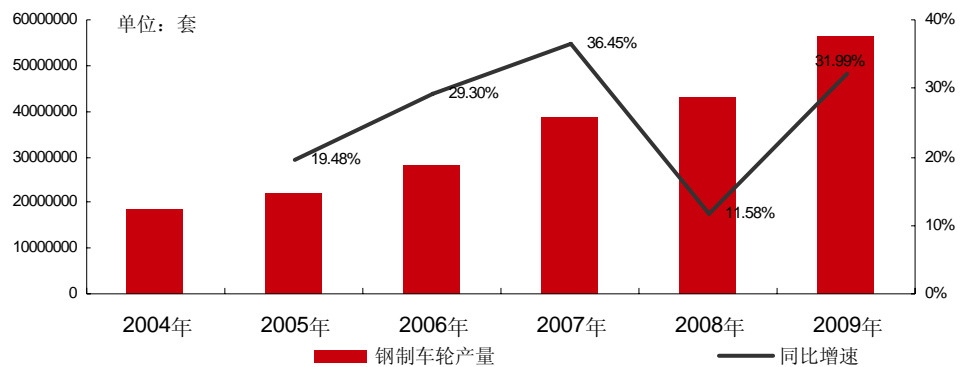
与铝合金等轻质材料相比,钢材由于机加工成型难度大,外形相对较为单一。为满足乘用车消费者对于车轮外形时尚的追求,以新材料的应用为基础,近年来钢制车轮行业在外观技术方面进行了一系列的研发,以半表面车轮、全表面车轮、大通风孔(HVA)等为代表的新型车轮技术工艺日渐成熟,在丰富车轮外形的同时,轻量化的技术理念也得到了充分的体现。

汽车钢轮：中国企业最具竞争力的零部件子行业之一

国内市场仍有增长空间

相对于其他众多汽车零部件由外资企业主导的行业局面,由于钢制车轮技术门槛较低且技术更新周期较长,依靠国内低成本优势,我国钢轮企业在国内市场竞争中处于绝对优势地位,充分分享了过去 10 年来我国汽车工业快速崛起的盛宴。根据中汽协统计口径,2009 年我国钢制车轮产量为 5650 万套,自 2004 年以来复合增速达 25.43%。

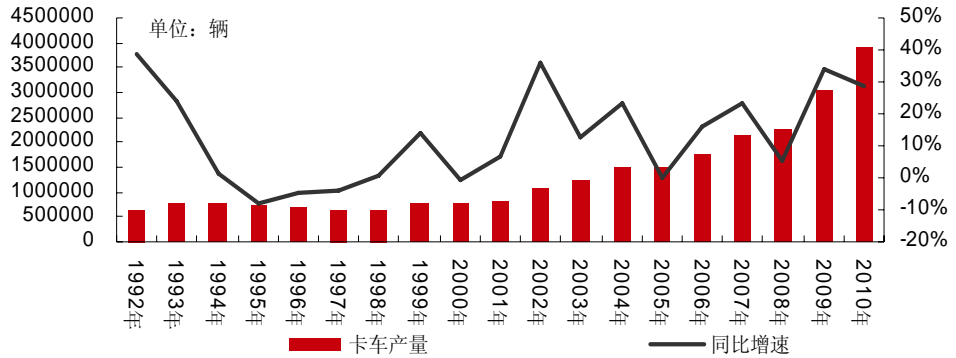
图 6： 我国钢制车轮历年产量与增速



资料来源：中国汽车工业年鉴，华泰联合证券研究所

2011 年以来,我国汽车行业受宏观经济政策紧缩、汽车消费刺激政策退出等不利因素影响,销量增速明显放缓,前 9 个月累计销量 1363.35 万辆,同比增长 3.62%。其中,卡车(含非完整车辆、半挂牵引车)累计销量 273.93 万辆,同比下滑 6.41%,市场对于未来以卡车为主的商用车市场增长空间存在一定的疑虑。作为具有相似经济增长轨迹的可比对象,日本、韩国在城市化阶段的固定资本形成额增速与卡车销量数据或许可为我们提供有价值的参考。

图 7： 我国历年卡车产量及同比增速

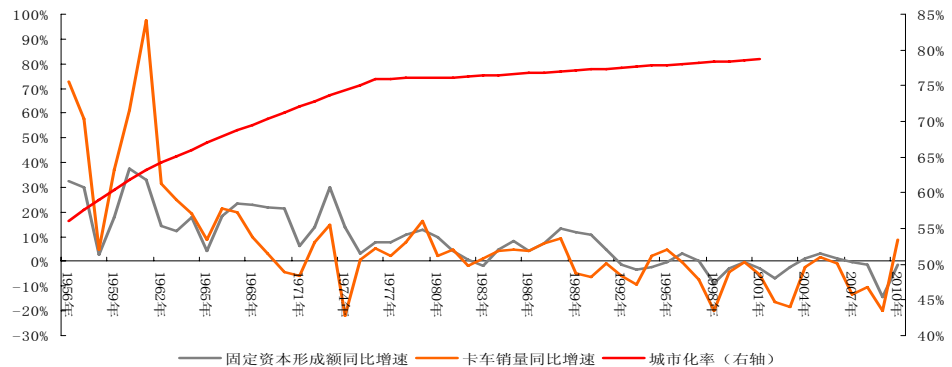


资料来源：中国汽车工业协会，华泰联合证券研究所

一般认为日本经济起飞始于 1956 年，其此时城市化率在 57% 左右，至 1970 年达到 72.1%，基本完成城市化进程。此间，日本固定资本形成额年复合增速为 19.5%，带动其国内卡车销量年复合增长 25.6%，并在 1969 年达到阶段性销量高点—177.2 万辆。此后，日本固定资本形成额虽然在 1973 年出现大幅反弹，但总体趋势呈现出增速持续放缓，且波动幅度加大的现象。1969 年至 1988 年（销量顶点—298.0 万辆）期间，日本固定资本形成额年复合增速仅 9.2%，卡车销量复合增速仅 2.77%。

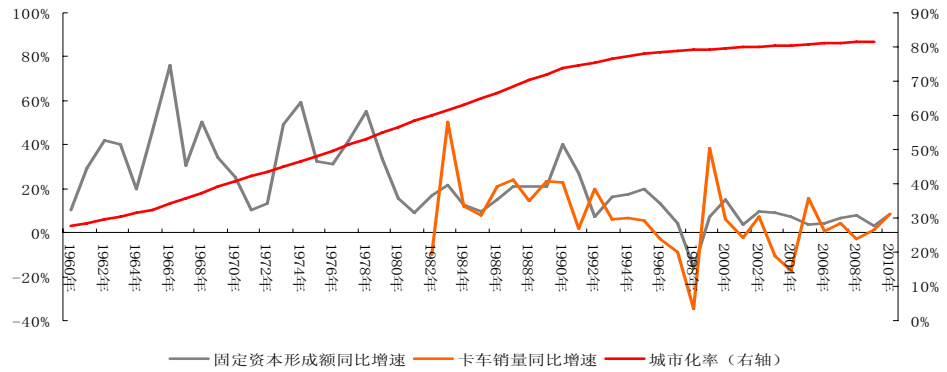
韩国从 1960 年代开始固定资本形成额即处于高增长阶段，至 1980 年，其年复合增速达 35.9%。但由于城市化进程起点低，至 1980 年其城市化率也仅为 56.7%，城市化水平依然具有深化空间。此后，韩国固定资本形成额增速依然保持较高水平，1980 年至 1995 年（韩国卡车销量顶点—29.7 万辆）期间，年复合增速达 18.1%，推动其城市化率达到了 78.2%。根据有统计的数据计算，1981 年~1995 年韩国卡车销量复合增速为 13.9%。此后，在固定资本投资增速下滑的带动下，2010 年韩国卡车销量（25.45 万辆）较 1995 年销量顶点下滑了 14.3%，且波动幅度加大。

图 8： 日本城市化期间卡车销量增速曲线



资料来源：CEIC，日本国家统计局，华泰联合证券研究所

图 9： 韩国城市化期间卡车销量增速曲线



资料来源: CEIC, 韩国国家统计局, 华泰联合证券研究所

从日本、韩国的城市化进程来看, 两国在城市化率从 57%左右到 75%左右的时间段内 (15 年左右), 社会固定资本形成额复合增速在 18%~20%之间。期间两国卡车销量复合增速虽差别较大, 但均属高增长, 日本 1956 年~1970 年卡车销量年均增速为 25.6%, 韩国 1980 年~1995 年年均增速为 14.3%。

截至 2009 年底, 我国城市化率为 46.6%, 即使考虑到 1.5 亿人左右的农民工群体, 当前我国城市化率水平也只有 58%左右。静态地参考日韩城市化进程的历史轨迹, 在国内社会稳定、地缘政治格局不发生大变动的情景下, 未来至少 10 年, 以基建、房地产为代表的固定资产投资增速仍将维持 15%~20%的区间水平。考虑到我国卡车的保有量基数较大, 谨慎地估计, 未来 5 年卡车等商用车销量复合增速应在 10%左右。

根据我们的测算, 在未来 5 年钢轮与铝轮配套比例不发生大幅变动的假设下, 国内钢轮需求将由 2010 年的 0.64 亿套左右增长至 2016 年的 1.16 亿套左右, 其中国内 OEM 配套需求将达 0.96 亿套左右, AM 维修市场需求约为 0.2 亿套。

多路径扩展海外市场

近年来, 我国钢制车轮行业的产品开发能力、装备工艺水平不断提升, 依靠产品的高性价比, 海外出口市场开拓迅猛发展。以海关产品统计口径测算, 2010 年我国钢制车轮出口金额约为 4.97 亿美元, 近 5 年复合增速达 33.4%。从产品销售渠道上来看, 目前我国钢制车轮企业已逐渐摆脱了对原有单一渠道的依赖---通过代理商进入海外低门槛的 AM 售后维修市场, 具有产品、渠道开发能力的优势企业开始寻求更高层次的配套渠道: 建立 AM 品牌直销渠道、通过海外一级零部件供应商进入 OEM 市场、作为一级零部件供应商进入海外 OEM 市场。

表格 4: 我国钢制车轮海外市场开拓路径

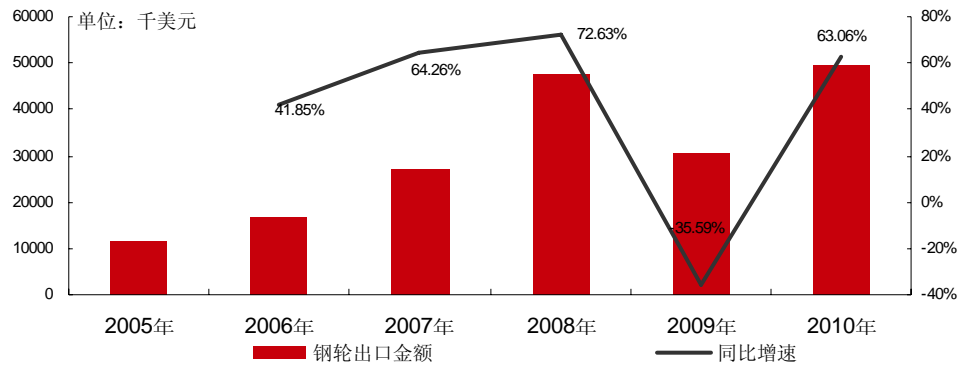
市场路径	通过代理商进入海外 AM 售后市场	建立 AM 直销渠道, 培育品牌	通过海外一级零部件供应商进入 OEM 市场	作为一级零部件供应商进入海外 OEM 市场
市场特征	类似于贴牌生产, 产品质量只需经过第三方认证即可, 进入壁垒低。在早期企业缺	对企业的渠道建设能力、成本控制能力、品牌培育能力、抗风险能力等要求较	此方式的特点类似于贴牌生产, 但相对于通过代理商进入 AM 市场, 规模、技术	除了对供应商的配套能力、产品质量等方面的高要求外, 产品的认证更为严格、

乏海外市场经验的情况下，高，需要有一定的海外市场壁垒均大为提高。此模式是了解、切入 AM 市场营销经验。场最快捷的方式。

复杂。由于一级零部件供应商与整车厂的同步研发优势，新车产品推出之后，配套关系较为稳定。

资料来源：华泰联合证券研究所

图 10：我国钢制车轮历年出口金额与增速



资料来源：中国海关总署，华泰联合证券研究所

注：1) 统计口径包含海关商品号 87087010~87087060；2) 以上商品可能含有铝轮，但根据我们的调研，铝轮在以上商品统计口径里占比非常小。

发达国家市场：容量大，但短期面临贸易壁垒风险

根据 2009 年海关统计数据测算，发达国家市场占我国钢轮出口额的 50.42%，其中美国、加拿大是单个市场占比前两位的国家，分别为 30.34%、8.02%。2010 年，发达国家商用车（含皮卡）产量 964.7 万辆，同比增长 39.3%，基本恢复到金融危机前的水平，以 10 年的使用周期计算，截至 2010 年，发达国家的商用车保有量约为 1.3 亿辆。根据我们的估算，整个发达国家钢轮市场空间在 140 亿元左右，其中 AM 维修市场空间约为 80 亿元。2010 年我国钢轮在发达国家市场份额约为 12%，产品主要集中在 AM 售后维修市场，但金固股份等企业已逐渐介入 OEM 配套渠道。

图 11：我国钢制车轮出口额地区分布（2009 年）

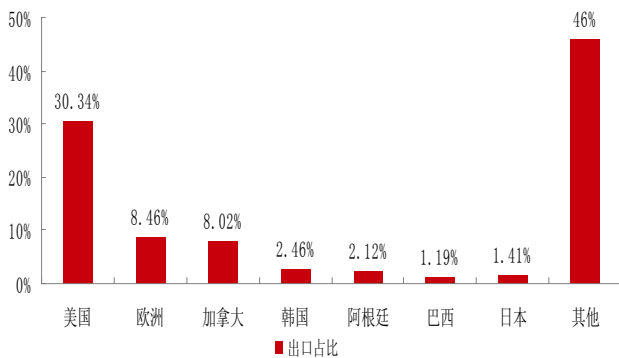
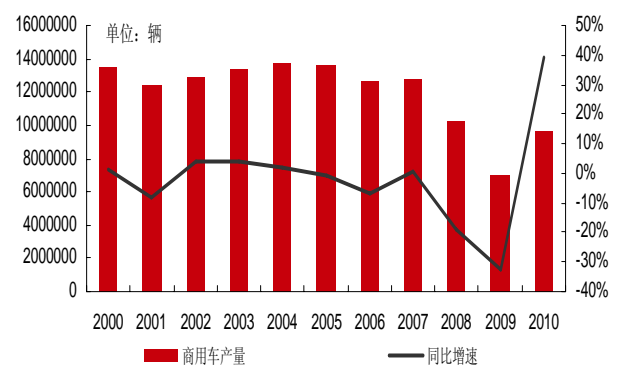


图 12：发达国家商用车历年产量及同比增速



资料来源：中国海关总署，OICA，华泰联合证券研究所

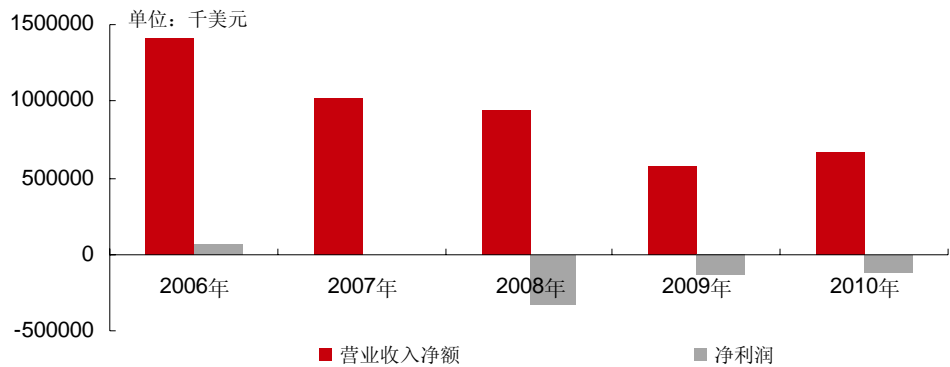
注：皮卡包含在商用车统计口径内。

在海外成熟汽车市场，钢轮行业经过几十年的兼并重组，OEM 市场格局早已较为稳定，并在技术、市场层面形成了一定的产业联盟。北美钢制车轮市场基本上由 Hayes Lemmerz International, ArvinMeritor 和 Accuride 三个制造商所瓜分；而日本市场则基本由 Topy, Central Motor Wheel 和 Ring Techs 瓜分；在欧洲市场, Hayes Lemmerz International, Michelin Wheel Division 和 Magnetto Wheels 三个集团分享了绝大部分的钢轮市场份额。

近年来，在行业技术更新进展缓慢的背景下，面对中国高性价比钢制车轮在 AM、OEM 市场的全面冲击，部分海外巨头面临巨大的市场压力，尤其是在金融危机的冲击下。以北美最大的钢制车轮企业 Accuride International 为例，其自 2007 年以来即连年亏损；2009 年 5 月，全球最大的钢轮企业 Hayes Lemmerz 也申请了破产保护，申请文件显示公司的总资产价值为 13.4 亿美元，负债额为 14.1 亿美元。

欧美主要钢轮企业的大幅亏损使得相关企业发起反倾销、反补贴等贸易壁垒成为顺理成章的事情。继今年 8 月份美国商务部宣布对中国进口的钢轮征收 26.24%~46.59% 的反补贴关税后，10 月又宣布对中国钢轮征收 110.58%~193.54% 的反倾销关税。虽然短期看，我国钢轮出口在美国等发达国家市场面临一定的贸易壁垒风险，但中长期来看，在汽车产业全球化分工的大背景下，相对于发达国家而言，低成本比较优势使得我国钢轮企业在欧美市场依然具有向上发展空间。

图 13：北美最大钢制车轮企业 Accuride International 连年亏损



资料来源：Accuride International 年报，华泰联合证券研究所

海外新兴市场：市场分散，但成长空间大

2009 年，海外新兴市场占我国钢轮出口额的 49.58%，由于市场较为分散，单个国家出口额占比较小，阿根廷、巴西作为汽车产量在新兴市场中较高的国家，出口额占比也仅为 2.12% 和 1.19%。然而，作为整体来看，近年来新兴经济体的汽车市场表现却为中国企业带来了极大的机遇。

自 2000 年以来，海外新兴经济体的汽车产量由 894.2 万辆稳步增长至 2010 年的 2145.6 万辆，年复合增速为 9.15%，全球产量占比由 15.32% 迅速提高至 2010 年的 27.56%，预计未来 5~10 年内海外新兴经济体的汽车产量仍有望保持 10% 左右的复

合增速。根测算，2010年海外新兴经济体的钢轮市场空间约为60亿元左右，我国钢轮市场占比在30%左右。鉴于新兴经济体工业基础较差的现实，我们认为中国钢轮企业的市场份额还有望进一步提高。

图 14： 海外新兴市场汽车产量

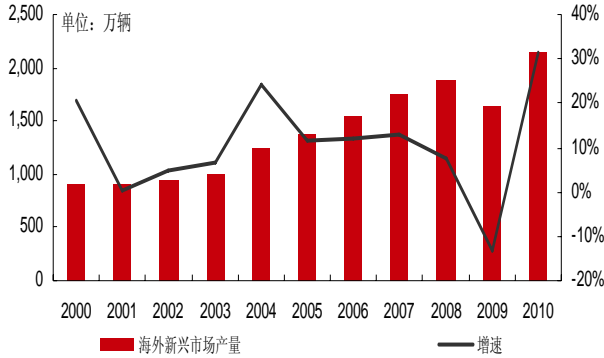
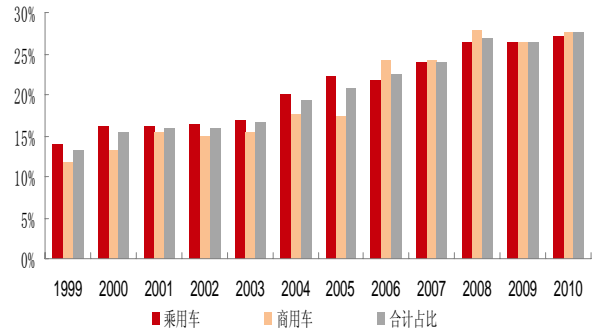


图 15： 海外新兴市场汽车产量占比不断提高



资料来源：OICA，华泰联合证券研究所

注：海外新兴市场产量指扣除发达国家、中国后的产量。

行业“马太效应”愈发明显

从技术角度来看，钢制车轮行业是进入门槛较低的汽车零部件子行业之一，行业竞争非常激烈。上世纪90年代以前，由于政策、资源的限制，我国钢制车轮行业基本为国有企业所垄断。90年代以后，随着我国汽车工业的加速起跑，以兴民钢圈、正兴车轮等为代表的民营企业凭借优秀的成本控制能力、市场营销能力迅速成长，先后突破了AM和OEM市场，逐渐成为市场主流。国有车轮企业面对激烈的市场竞争，除了少数整车厂内部配套企业外，多数打上了时代的烙印——国企破产、兼并重组。

表格 5：我国钢制车轮行业格局演化

时间	1990年代以前	1990年代~2000年代	2000年代~至今	未来
行业特征	全国汽车工业资源为一汽、东风、重汽等国企垄断，钢轮除了大部分由整车厂内部工厂配套之外，其余多由独立的国有车轮企业供应，如山东济宁车轮、成都新宝钢圈等。	我国汽车工业处于起跑阶段，售后维修市场需求逐渐扩大，以兴民钢圈、正兴车轮等为代表的民营企业进入AM售后市场。此阶段，行业格局依然是“国强民弱”的格局，小作坊式的民营钢轮企业为数众多，售后市场秩序较为混乱。	我国汽车工业迅猛发展，OEM配套需求旺盛，除了有内部配套的整车厂外，钢轮OEM配套基本实现市场化。民营企业依靠成本优势和稳定的产品质量，在OEM与AM市场渠道方面均占有绝对优势。此阶段，整个行业市场集中度逐渐加强，以兴民、金固、正兴等为代表的民营钢轮企业纷纷登陆资本市场，寻求更大的发展空间。	OEM市场对供应商的配套能力要求逐渐加强，装备升级能力、成本控制能力、同步研发能力、市场快速反应能力等决定了行业集中度将进一步提高。登陆资本市场的民营钢轮企业有望依靠融资优势实现规模、技术水平双提升。

资料来源：华泰联合证券研究所

根据《中国汽车工业年鉴（2010年）》统计资料，2009年我国规模以上的钢制车轮生产企业为36家，其中产量500万套左右的只有正兴车轮、兴民钢圈、东风车轮、金固股份等4家公司，四家产量占比为52.1%，行业集中度仍较为分散。从产品升级、OEM配套关系逐步清晰的角度看，我们认为未来行业集中度将进一步提高，拥有技术、融资渠道优势的企业将逐步胜出。

表格 6：2009 年我国钢轮市场结构

公司名称	产量/万套	市场份额	备注
正兴车轮	1000	17.70%	民营企业
兴民钢圈	921	16.31%	民营企业
东风车轮	546.2	9.67%	国营企业
金固股份	472.8	8.37%	民营企业
一汽富维	308.8	5.47%	国营企业
山东通力	275	4.87%	民营企业
山东盛泰	204	3.61%	民营企业
吉凯恩	161	2.85%	外资企业
万向钱潮（桂林）	159.4	2.82%	民营企业
江淮车轮	124.9	2.21%	国营企业
合计	4173.1	73.88%	--

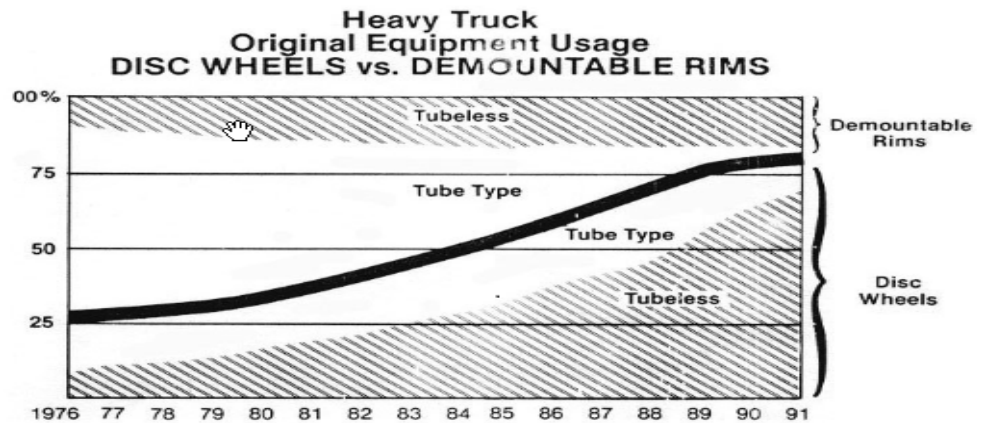
资料来源：中国汽车工业年鉴（2010年），华泰联合证券研究所

产品升级：滚型无内胎钢轮加速替代型钢车轮

按所匹配的轮胎类型分，钢制车轮可以分为有内胎型钢车轮和无内胎滚型车轮。由于无内胎子午轮胎具有工作温度较低、质量轻、安全性好等优点，上世纪90年代，欧美等发达国家在卡车等商用车领域即基本普及无内胎技术。我国由于卡车用户长期存在的超载需求，销量主要集中在有内胎型钢车轮，轻量化的无内胎滚型钢轮主要应用在部分豪华客车领域。随着《公路安全保护条例》等政策法规的严格执行以及物流类用户对于燃油经济性的敏感度提高，目前我国已完全具备了在重卡等商用车领域普及无内胎技术的法律、市场需求环境，未来滚型钢轮将加速替代型钢车轮。

相比型钢车轮，无内胎滚型车轮对气密性要求非常高，为提高产品精度，加工成型均采用滚型、旋压工艺。由于此类设备多为进口，新建一条产能200万套的无内胎钢轮所需要的投资最低为2500万美元，对行业内大多数企业均形成了较高的资金壁垒，目前仅有兴民钢圈、金固股份、日上集团、正兴车轮等形成了较大产能。

图 16： 美国等发达国家上世纪 90 年代即基本普及无内胎重卡车轮



资料来源：行业资料，华泰联合证券研究所

OEM 配套关系：伴随优势企业全国布局而逐渐清晰

当前，除了重汽、东风、一汽等企业有较大内部配套产能外，其他整车厂多依靠外部独立车轮供应商，而车轮产能分散的行业特征直接导致了 OEM 配套关系较为混乱。同时，由于物流成本较高，钢轮配套半径一般控制在 1000 公里左右，在部分优势企业全国布局之前，行业具有明显的区域配套特征。2010 年以来，以兴民钢圈、正兴车轮、金固股份等为代表的企业依靠资本市场融资渠道的优势，为保持客户粘性，跟随整车企业就近建厂，不断扩充产能。未来随着产能的集中释放，我们认为整车厂出于零部件质量控制的考虑，精简钢轮供应商势在必行，OEM 配套关系将逐渐清晰。

表格 7：我国主要钢制车轮 OEM 配套关系

公司名称	市场定位	产能
正兴车轮	在全国拥有销售网点 4000 余个，是我国钢轮行业最大的 AM 市场供应商。OEM 客户包括上汽红岩、包头北奔、中国重汽、一汽解放、郑州宇通等。	1300 万套
兴民钢圈	产品主要定位为国内 OEM 市场，主要客户包括北汽福田、河北长安、郑州宇通等。	1600 万套
金固股份	产品均为滚型车轮，其中 5° 小型车轮为公司主要产品，65% 左右产量用于出口。国内客户主要为比亚迪、东风渝安、通用五菱、东风柳汽、江淮、金龙等。	700 万套
东风车轮	产品主要配套东风汽车体系，包括武汉神龙汽车、东风起亚悦达，外部客户包括奇瑞、昌河、长安、江淮等。	700 万套
一汽富维	产品覆盖一汽集团的全部车型，同时为一汽大众、上海大众等轿车企业配套滚型车轮。	400 万套
日上集团	专注于载重钢轮细分市场，产品主要为出口。国内客户主要包括中集集团、陕汽、厦门金龙等。	360 万套

资料来源：华泰联合证券研究所

公司竞争力分析

技术优势明显

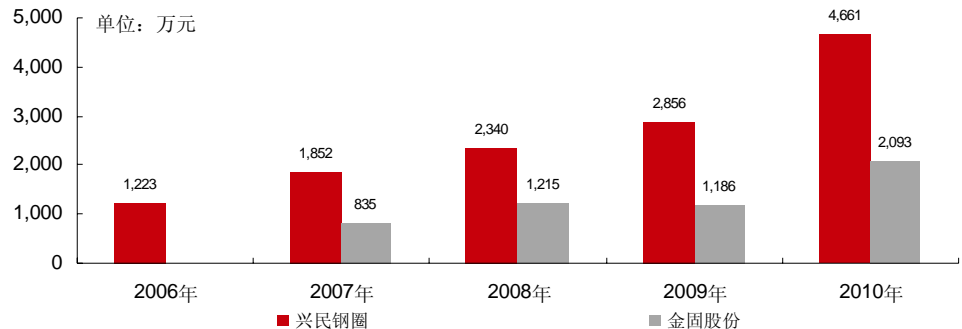
经过多年积累，公司在钢制车轮领域已经形成了完整的研发→模具→热处理→生产加工→实验室测试的技术体系，并在多个方面实现了技术、工艺水平升级：1) 轻量化方面，等厚滚型技术→变截面不等厚轮辋旋压技术；2) 高强度，有光焊接→直流无闪光焊接技术；3) 跳动量精度控制，传统焊接→微变型焊接技术。近年来，公司每年均投入大量研发费用用于开发轻量化、高强度产品，形成了很强的同步研发能力。

表格 8：公司部分在研项目

项目名称	应用领域	研发方式	研发阶段
高强度轿车车轮用钢项目	钢铁冶金	合作研发	已掌握
压差气密检测技术	气密性检测	单独开发	正在研发
钢制轻量化车轮的制造技术	车轮制造	单独开发	正在研发
钢制车轮风孔整体式模具	模具制造	单独开发	正在研发

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

图 17：近年来公司研发投入大幅增加

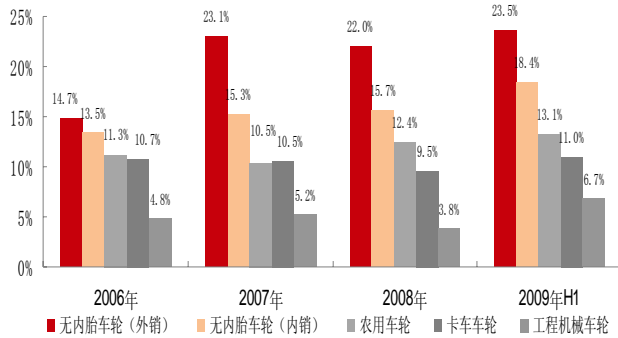


资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

高毛利产品占比逐年上升

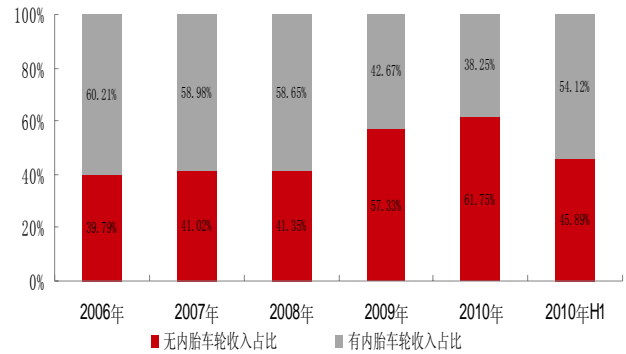
兴民钢圈产品涵盖无内胎车轮、农用车轮、卡车车轮、工程机械车轮等 4 大类，产品规格多达 1000 余种，是我国车轮行业产品系列最为齐全的公司之一。近年来，公司为适应市场需求，产能逐渐向高毛利产品倾斜，无内胎产品收入占比由 2006 年的 39.79% 大幅提升至 2010 年的 61.75%。今年上半年，交叉乘用车等车型受刺激政策取消冲击，销量大幅下滑，公司无内胎产品收入占比下滑至 45.89%，但长期来看，随着下游需求的不断升级，技术壁垒相对较高的高毛利无内胎产品仍将是未来公司研发、生产的重点。根据公司的产能规划，2015 年公司无内胎钢轮产能将达到 2500 万套，产能占比将由 2011 年的 65.6% 提高至 75.8%。

图 18: 公司各产品毛利率对比



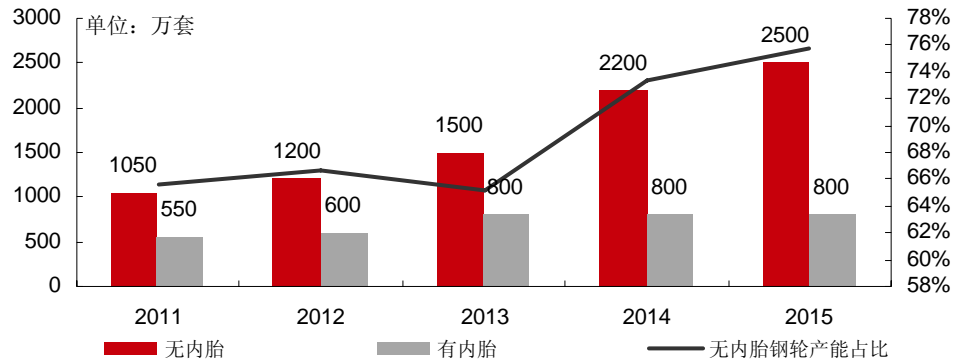
资料来源: 公司招股说明书, 华泰联合证券研究所

图 19: 近年来公司无内胎产品收入占比不断提升



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 20: 公司产能规划结构



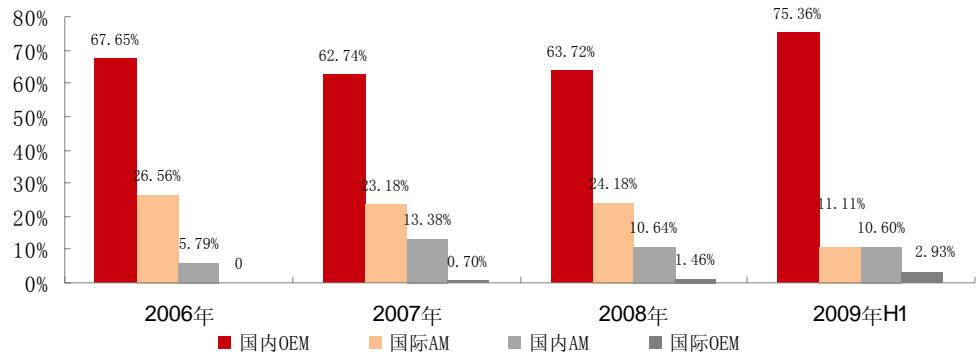
资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

多元化渠道布局扩展市场空间

从销售渠道开拓方面来看, 与正兴、金固等优先发展售后、出口市场不同, 公司多年来一直采取国内 OEM 配套市场优先的市场战略, 与福田汽车、长安汽车、金龙客车等 10 余家整车厂建立了战略合作伙伴关系, 客户粘性非常高。以福田汽车为例, 今年以来, 兴民钢圈的配套比例已由先前的 70% 进一步提升至 80%。由于 OEM 配套市场在产品质量控制、认证周期等方面均较 AM 售后市场严格, 进入壁垒相对较高, 我们认为公司长期以来的 OEM 市场品牌对于未来产能释放后新客户的开拓具有重要的促进作用。

在国内 OEM 之外其他渠道开拓方面, 2009 年以来由于国内 OEM 配套需求的大幅增加, 公司在产能不足的情况下主动放弃了部分国际、国内 AM 售后市场, 未来随着产能的释放, 公司有望凭借 OEM 配套带来的品牌优势继续加大对售后市场的开拓、培育。同时, 我们也注意到, 自 2007 年以来公司在海外 OEM 配套市场上取得了突破性进展, 国际 OEM 销售收入占比从 07 年的 0.7%, 快速增长到了 09 年上半年的 2.93%。目前, 公司的主要海外 OEM 客户包括帕卡等北美重卡厂商。

图 21： 公司近年来不同渠道销售收入占比



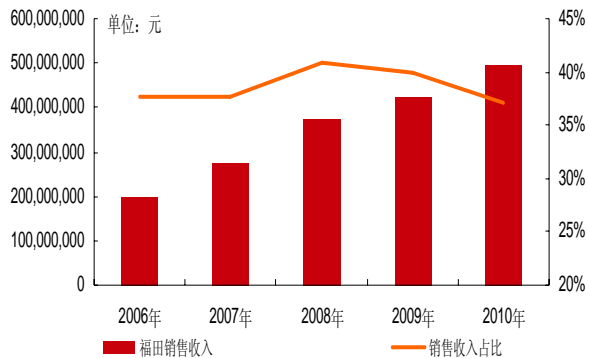
资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

表格 9： 2010 年公司主要客户销售收入占比

客户名称	销售收入（元）	营业收入占比
北汽福田汽车股份有限公司	497,681,517.49	37.15%
美国 TBC 公司	110,731,028.80	8.27%
重庆长安汽车股份有限公司	77,760,202.17	5.80%
合计	686,172,748.46	51.22%

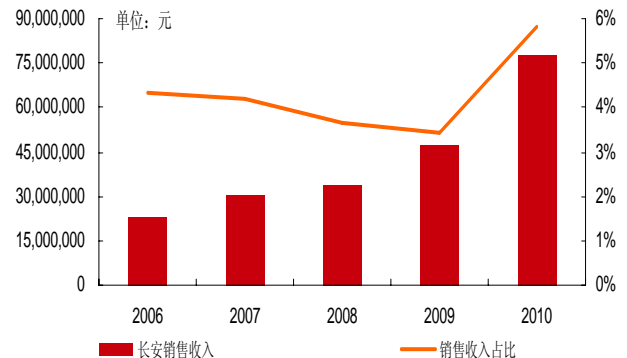
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 22： 公司对北汽福田销售收入占比



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 23： 公司对长安汽车销售收入占比



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

募投项目分析：短期面临市场开拓压力

到今年年底，公司山东龙口总部基地产能约为 1600 万套，客户主要包括福田汽车、河北长安、海外 AM 客户等。2010 年募投新增的 200 万套商用车钢轮产能利用率目前在 80% 左右。

2011 年 8 月 22 日，公司非公开发行股票预案获中国证监会审批通过。根据发行预案，公司拟发行不超过 7000 万股、发行价不低于 13.24 元，融资（含发行费用）不超过 10.5 亿元用于河北唐山与湖北咸宁两个高强度轻量化车轮项目，募投项目主要为无内

胎钢轮产能。若增发预案进展顺利，预计公司唐山项目将于 2012 年底全面达产，湖北咸宁基地将于 2013 年底逐渐释放产能，2015 年公司各类钢轮产能将达 3300 万套。

表格 10：公司非公开发行股票预案

序号	募投资金项目	总投资额（万元）	使用本次募集资金金额（万元）
1	唐山兴民钢圈有限公司高强度轻型钢制车轮项目	70000.00	30000.00
2	咸宁兴民钢圈有限公司高强度轻型钢制车轮项目	70,076.00	70,076.00
	合计	140,076.00	100,076.00

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表格 11：公司 2015 年规划产能分布

产能基地	产能	OEM 目标客户
山东龙口	1600 万套，包含新建的 200 万套商用车无内胎、400 万套乘用车无内胎	福田、河北长安、通用东岳、五菱、北奔、华晨、海外出口等
河北唐山	300 万套乘用车无内胎 400 万套商用车无内胎	
湖北咸宁	400 万套乘用车无内胎	重庆长安、江淮、比亚迪、吉利、通用五菱、华菱、北汽福田长沙、上汽红岩等
	600 万套商用车	
产能合计	3300 万套	

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

对于钢制车轮而言，其内在的技术周期属性决定了短期内行业任何一家企业均不可能依靠技术要素大幅提升市场竞争力，规模扩张仍是企业强化自身市场地位的重要途径之一。除兴民钢圈之外，近期行业内规划新增的无内胎钢轮产能约为 2000 万套，并在产能布局上与公司呈交叉竞争的格局。短期来看，相对于竞争对手，公司的产能规划、投放策略均较为激进，在行业无内胎产能大幅释放的背景下，如下游轻量化车型需求增速低于预期，产能的集中释放将使得公司面临一定的客户开拓压力，由此可能带来盈利能力与产能规模不匹配的问题，导致短期经营质量下降。

从中长期来看，在我国汽车行业趋势性向上、钢轮行业集中度确定性提升的背景下，我们认为公司跟随整车厂就近建厂的全国战略布局对于其成本控制、客户开拓具有非常积极的意义，公司成长空间依然值得期待。

表格 12：钢轮行业主要规划新增产能

公司名称	新增产能
正兴车轮	募资 4150 万美元用于扩充国内钢轮生产线，估计新增无内胎产能在 300 万套左右。公司生产基地包括漳州、廊坊、合肥、成都 4 个工厂，2010 年总产能为 1250 万套。其中，有内胎型钢车轮产能 892 万套，无内胎钢轮产能 356 万套，产能利用率分别为 89.6%、80.9%。
金固股份	新增富阳 350 套、成都 250 套、济南 600 万套产能。
日上集团	新增厦门无内胎载重钢轮 150 万套、四川南充 200 万套。
一汽富维	新增成都 130 万套无内胎产能，配套一汽大众的捷达车型。

合计

1980 万套

资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测与估值

我们预计 2011 年~2013 年公司合并营业收入分别为 15.53 亿元、19.70 亿元、24.57 亿元，归属母公司所有者净利润分别为 1.22 亿元、1.68 亿元、2.29 亿元，同比增速分别为 27.08%、37.70%、36.31%。假设公司非公开定向增发于 2012 年完成，对应 2011 年~2013 年 EPS 分别为 0.58 元、0.60 元、0.82 元，对应 11 月 1 日收盘价 13.2 元，动态 PE 分别为 22.8 倍、22.0 倍、16.1 倍。

从估值水平上看，目前 A 股汽车零部件上市公司 2011 年平均动态 PE 在 20 倍左右，短期公司并不具备估值优势。但若从我国汽车行业长期向好、零部件行业规模总量不断提升的角度出发，对于长期价值投资者而言，在目前行业景气低点介入、持有零部件龙头企业，我们认为风险与收益是相匹配的，尤其对于钢制车轮这种国内企业优势明显、集中度伴随优势企业产能扩张确定性提高的行业。

表格 13：部分汽车零部件公司估值比较

上市公司	EPS/元			PE		
	2011 年	2012 年	2013 年	2011 年	2012 年	2013 年
金固股份	0.52	0.74	--	20.09	13.91	--
日上集团	0.59	0.79	0.98	19.79	14.80	11.93
远东传动	0.88	1.13	1.39	16.58	12.89	10.43
中原内配	1.54	2.00	2.53	18.54	14.20	11.28
松芝股份	0.94	1.19	1.48	14.83	11.77	9.42
中鼎股份	0.66	0.83	1.03	17.16	13.61	10.95
西泵股份	1.15	1.68	2.22	20.70	14.11	10.72
天润曲轴	0.55	0.73	0.92	23.87	18.05	14.37
亚太股份	0.47	0.59	0.73	19.14	15.12	12.21
万里扬	0.50	0.68	0.85	21.69	15.98	12.73
顺荣股份	0.73	1.03	1.32	18.73	13.37	10.42
万安科技	0.98	1.19	1.43	17.35	14.32	11.90
精锻科技	0.89	1.19	1.57	31.59	23.47	17.82
豪迈科技	1.21	1.60	2.02	20.03	15.16	12.06
平均值	--	--	--	20.00	15.05	12.02
兴民钢圈	0.58	0.60	0.82	22.8	22.0	16.1

资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

注：假设兴民钢圈定向增发于 2012 年完成，表中 2012 年、2013 年 EPS、PE 按全面摊薄后计算。

风险提示

- 1、若宏观经济政策持续紧缩，重卡等商用车的景气复苏时点将出现一定程度的延缓，导致对钢制车轮需求的下滑；

- 2、若人民币升值、海外反倾销贸易壁垒持续强化，公司出口业务开拓将受到一定程度的影响；
- 3、若钢价等原材料价格出现持续小幅度上扬，将导致公司成本转移时间的滞后，影响当期毛利率水平；
- 4、若行业产能短期大规模释放，公司新客户开拓未达预期，将影响公司新增产能利用率，进而影响当期毛利率水平。
- 5、若公司非公开定向增发低于预期，产能急剧扩张可能对公司经营质量、财务状况带来一定程度的负面影响。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,146	1,048	1,689	1,848	营业收入	1,340	1,553	1,970	2,457
现金	497	466	936	848	营业成本	1,122	1,297	1,626	2,004
应收账款	88	91	117	150	营业税金及附加	2.47	2.86	3.55	4.42
其他应收	1	1	2	2	营业费用	52.08	52.83	70.92	89.19
预付账款	133	131	152	209	管理费用	31.99	28.83	37.74	50.45
存货	380	313	414	558	财务费用	1.35	6.77	4.34	-0.70
其他流动	46	46	68	81	资产减值损失	1.94	0.46	0.46	0.96
非流动资产	630	880	1,170	1,408	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	0.04	0.08	0.06	0.06
固定资产	258	601	1,134	1,268	营业利润	128	164	226	309
无形资产	25	29	31	33	营业外收入	0.75	3.15	1.95	2.55
其他非流	343	247	2	102	营业外支出	0.11	1.00	1.00	1.00
资产总计	1,776	1,928	2,859	3,256	利润总额	129	166	227	310
流动负债	592	648	504	700	所得税	33	42	57	78
短期借款	190	438	200	300	净利润	96	125	171	233
应付账款	161	137	199	248	少数股东损益	0.61	2.19	2.72	3.09
其他流动	241	73	106	152	归属母公司净利	96	122	168	229
非流动负	5	2	2	3	EBITDA	152	224	343	475
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.45	0.58	0.60	0.82
其他非流	5	2	2	3					
负债合计	597	649	507	703	主要财务比率				
少数股东	26	29	31	34	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	210	210	280	280	成长能力				
资本公积	694	694	1,551	1,551	营业收入	25.5%	15.9%	26.8%	24.7%
留存收益	248	346	490	687	营业利润	21.6%	28.0%	38.1%	36.4%
归属母公	1,152	1,251	2,321	2,518	归属母公司净利	22.0%	28.2%	37.2%	36.6%
负债和股	1,776	1,928	2,859	3,256	获利能力				
					毛利率(%)	16.3%	16.5%	17.4%	18.4%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%
					ROE(%)	8.3%	9.8%	7.2%	9.1%
					ROIC(%)	11.1%	10.3%	10.7%	11.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	33.6%	33.7%	17.7%	21.6%
					净负债比率(%)	31.84	67.39	39.48	42.66%
					流动比率	1.94	1.62	3.35	2.64
					速动比率	1.29	1.14	2.53	1.84
					营运能力				
					总资产周转率	1.03	0.84	0.82	0.80
					应收账款周转率	17	17	18	17
					应付账款周转率	8.40	8.71	9.70	8.97
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.45	0.58	0.80	1.09
					每股经营现金流	-0.52	0.27	1.01	1.18
					每股净资产(最)	5.48	5.94	11.03	11.97
					估值比率				
					P/E	29.41	22.8	22.0	16.1
					P/B	2.44	2.25	1.21	1.12
					EV/EBITDA	17	11	7	5

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
 基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
 增持 股价超越基准 10%-20%
 中性 股价相对基准波动在 ± 10% 之间
 减持 股价弱于基准 10%-20%
 卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

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

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
 邮政编码: 518048
 电话: 86 755 8249 3932
 传真: 86 755 8249 2062
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
 邮政编码: 200120
 电话: 86 21 5010 6028
 传真: 86 21 6849 8501
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。