

转型推动二次腾飞

万丰奥威 (002085.SZ)

推荐 首次评级

投资要点:

- 转型驱动公司的成长性,有望带来业务发展的二次腾飞。
- 铝轮毂具备节能性、散热好、轻量化、耐腐蚀、加工性好等综合优势,正在逐步替代钢车轮。预计到 2015 年铝轮毂市场空间为 480 亿元,成长空间广阔。
- 公司汽轮业务通过自身的调整转型具备成长性,主要体现在: (1) **市场结构的转型**: 公司由以国外售后市场为主的结构转向以国内原装配套市场为主。(2) **配套结构的转型**: 由自主及合资品牌的入门级车为主的配套结构,逐渐转向以合资品牌中高端车型高附加值产品为主。(3) **客户结构的转型**: 由小批量分散客户向大规模单一客户集中。未来三年内,三大生产基地的建成达产,产能将增长 40%。随着市场结构、配套结构和客户结构的优化,自动化率的提升,新工艺的投入使用,新签订单的提价,公司汽轮业务盈利能力也将稳步提升。预计汽轮业务近三年收入增速为 18.5%、20.4%、23.2%,利润增速快于收入增速。
- 公司进行业务转型,培育新的利润增长点的步伐从未停歇。子公司万丰镁业的军工及新材料业务收入和利润保持稳定增长,且均有望取得突破。
- 参股卡耐新能源,以电池作为新能源汽车业务的切入点,卡耐新能源拥有强大的股东背景和先进的技术储备,业务拓展顺利,产品小批量试产,公司有望享有新能源汽车的估值溢价。
- 预计 2013-2015 年,公司净利润增速分别为 16%、20%、22%,EPS 分别为 0.74、0.89、1.08,对应 PE 为 10.9x、9.1x、7.5x,且公司 2012 年股息收益率达到 5.7%,预计未来股息率有望进一步提高,因此股价具备安全边际。考虑到公司的成长性,我们认为合理估值水平应给予 15x,合理估值区间为 11 元。给予“推荐”评级。
- 股价催化剂是中报业绩超预期及 2014 年 7 月增发股东解禁。
- 主要风险因素: 公司新建项目达产进度低于预期。

主要财务指标

指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3,933	4,091	4,560	5,138	5,900
营业收入增长率	107.5%	4.0%	11.5%	12.7%	14.8%
净利润(百万元)	224	248	289	345	421
净利润增长率	69%	11%	16%	20%	22%
EPS(元)	0.57	0.64	0.74	0.89	1.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	15%	16%	16%	16%	16%
P/E	14.1	12.7	10.9	9.1	7.5
P/B	2.1	2.0	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	11.0	9.6	9.4	7.9	6.6

分析师

杨华超

☎: (8621) 2025 2681

✉: yanghuachao@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512050003

戴卡娜

☎: (8610) 66568028

✉: daikana@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512080002

特别鸣谢:

张熙

☎: (8610) 83574030

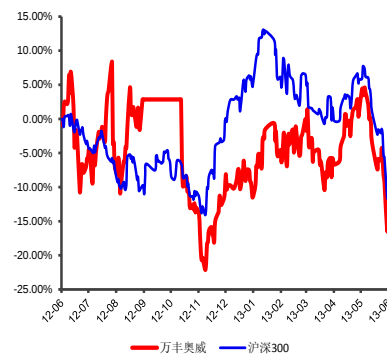
✉: zhangxi_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130112050222

市场数据 时间 2013.06.26

A 股收盘价(元)	8.08
A 股一年内最高价(元)	9.65
A 股一年内最低价(元)	7.33
上证指数	1951.5
市净率	1.95
总股本(万股)	39010
实际流通 A 股(万股)	13477
限售的流通 A 股(万股)	25533

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

转型驱动公司的成长性,有望带来业务发展的二次腾飞。

1、转型驱动公司汽轮业务具备成长性

公司汽轮业务通过自身的调整转型具备成长性,主要体现在:(1) **市场结构的转型**: 公司由以国外售后市场为主的结构转向以国内原装配套市场为主。(2) **配套结构的转型**: 由自主及合资品牌的入门级车为主的配套结构,逐渐转向以合资品牌中高端车型高附加值产品为主。(3) **客户结构的转型**: 由小批量的分散客户向大规模的单一客户集中。未来三年内,三大生产基地的建成达产,产能将增长 40%。随着市场结构、配套结构和客户结构的优化,自动化率的提升,新工艺的投入使用,新签订单的提价,公司汽轮业务盈利能力也将稳步提升。预计汽轮业务近三年收入增速为 18.5%、20.4%、23.2%,利润增速快于收入增速。

2、摩轮业务保持稳定,竞争优势明显。

3、公司进行业务转型,培育新的利润增长点的步伐从未停歇。子公司万丰镁业的军工及新材料业务收入和利润保持稳定增长,且均有望取得突破。

4、参股耐新能源,以电池作为新能源汽车业务的切入点,卡耐新能源拥有强大的股东背景和先进的技术储备,业务拓展顺利,产品小批量试产,公司有望享有新能源汽车的估值溢价。

我们与市场不同的观点:

在行业整体景气度下降的背景下,市场认为零部件厂商竞争激烈,同时遭遇整车厂的价格下降压力,公司业绩增速下降,成长性下降。我们认为,公司主动调整了其业务发展方向,通过内部的挖潜降本和业务转型,依然具备业绩增长的确性和成长性。

估值与投资建议:

我们认为公司自身业务转型所带来的变化,将驱动公司盈利能力的提升和业绩增长。预计 2013-2015 年,净利润增速分别为 16%、20%、22%,EPS 分别为 0.74、0.89、1.08,对应 PE 为 10.9x、9.1x、7.5x,且公司 2012 年股息收益率达到 5.69%,预计未来股息率有望进一步提高,因此股价具备安全边际。考虑到公司的成长性,我们认为合理估值水平应给予 15x,合理估值水平为 11 元。

股价表现的催化剂:

- 1、公司中报业绩增长超预期
- 2、分红、送配比例超预期
- 3、2014 年 7 月,增发股东解禁

主要风险因素:

- 1、乘用车增速受经济影响低于预期; 2、公司新建项目达产进度低于预期

目 录

一、公司总体情况	1
(一) 公司目前主要产品	1
(二) 女浙商打造出轮毂行业里的“隐形冠军”	1
(三) 公司业绩增长保持稳定，盈利能力稳步提升	2
二、公司汽车铝轮毂业务具备成长性	4
(一) 乘用车铝合金轮毂配置受到市场青睐	4
(二) 汽车铝轮毂的市场空间依然广阔	5
(三) 公司汽轮业务：转型促成长	6
(四) 新产能的释放投产也保障了汽轮业务具成长性	7
(五) 汽轮业务盈利能力将得以提升	7
三、摩轮业务为“现金牛”业务，将稳步发展	8
(一) 摩轮业务仍然有发展空间	9
(二) 摩轮业务具备竞争优势	10
四、业务转型一直在进行，培育军工及新材料成为新的增长点	11
五、以电池业务为切入点，进入新能源汽车领域	12
七、公司估值与投资建议	14
(一) 公司估值	14
(二) 投资建议	14
八、风险分析	15
表 格 目 录	20

一、公司总体情况

公司是一家主营铝合金车轮的企业，其生产的铝合金车轮主要应用于汽车及摩托车，是国内最大的铝轮毂制造企业之一。目前拥有浙江新昌、宁波北仑、山东威海、广东江门共四个生产基地，具备 1200 万件汽车铝轮毂产能及 1800 万件摩托车铝轮毂产能。

（一）公司目前主要产品

图 1：汽车铝轮毂



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 2：摩托车铝轮毂



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

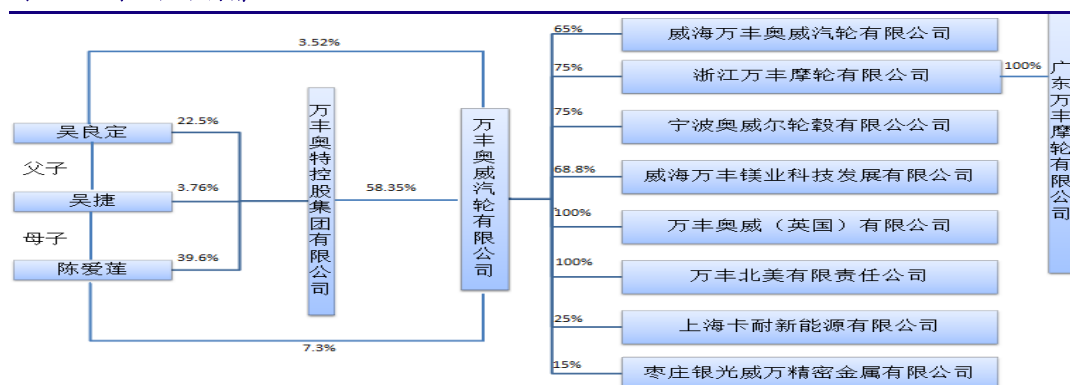
（二）女浙商打造出轮毂行业里的“隐形冠军”

公司董事长陈爱莲女士，全国优秀中国特色社会主义建设者、中国经营大师、全国优秀创业企业家、紫荆花杯杰出企业家、全国机械工业劳动模范、全国三八红旗手、中国十大杰出女性、中国杰出创业女性、中国优秀女企业家、华夏巾帼爱心使者、风云浙商、浙江省光彩事业特殊贡献奖、浙江省优秀党务工作者、首届世界浙商大会企业家创新奖等称号；全国人大代表、中共十七大党代表，浙江省第十一次、第十二次、第十三次党代表，绍兴市第五次、第六次、第七次党代表；绍兴市第四届、第五届、第七届人大代表、绍兴市人大常委会委员；中共新昌县委第十一届、第十二届候补委员、第十三届委员、新昌县妇联副主席等。

担任中国企业联合会副会长、浙江省工商联副主席、浙江省人民政府特约咨询委员、上海浙江商会执行副会长及女企业家联谊会会长等社会职务。

1994 年，陈爱莲带领团队在一无资金、二无厂房、三无装备的情况下，向银行贷款 50 万元，租用了闲置的造纸厂厂房，又除了 50 万元的设备上马铝轮项目。20 年时间，万丰奥特集团从行业的追随者迅速跃升为行业的领跑者，涉足汽车部件、机械装备、金融投资、新能新材等产业。其中，集团旗下的主营业务汽车部件以年产 3000 多万件的规模，实现了行业细分市场的全球领跑。

图 3：公司股权结构情况



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

表 1：主要控股子公司业务及盈利情况

主要子公司	持股比例	主营业务	2012 年营业收入 (万元)	2012 年净利润 (万元)
威海万丰奥威汽轮有限公司	65%	汽车铝合金车轮	70054	8878
浙江万丰摩轮有限公司	75%	摩托车铝合金车轮	148358	18941
宁波奥威尔轮毂有限公司	75%	汽车铝合金车轮	26933	-508
威海万丰镁业科技发展有限公司	68.80%	金属、非金属材料研究、开发、制造、销售	12470	875
万丰奥威（英国）有限公司	100%	汽车铝合金车轮的生产与销售	399	-61
万丰北美有限责任公司	100%	汽车零部件销售、设计研发和售后服务	1670	-46
广东万丰摩轮有限公司	75%	摩托车铝合金车轮	33914	2050
上海卡耐新能源有限公司	25%	研发、生产电动汽车和混合动力汽车用锂离子电池	70	28
枣庄银光威万精密金属有限公司	15%	铝镁合金制品压铸及深加工、销售	642	13

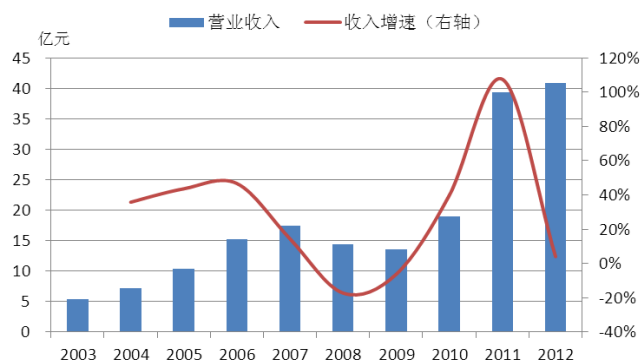
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

（三）公司业绩增长保持稳定，盈利能力稳步提升

公司近几年来收入及利润增速保持稳定增长，盈利能力稳步提升。2008 年受国际金融危机的影响，海外市场需求出现急剧萎缩，加之公司做铝锭套保业务亏损，对盈利形成拖累，业绩达到谷底。但从 2008 年后，收入及利润保持稳定增长，2011 年摩轮业务成功注入上市公司，致使收入、利润大增。公司的盈利能力基本与行业及市场增速相匹配，2008 年后，毛利率及净利率水平平均稳步提升，目前已达到 20% 的综合毛利水平，9% 的净利润率水平。

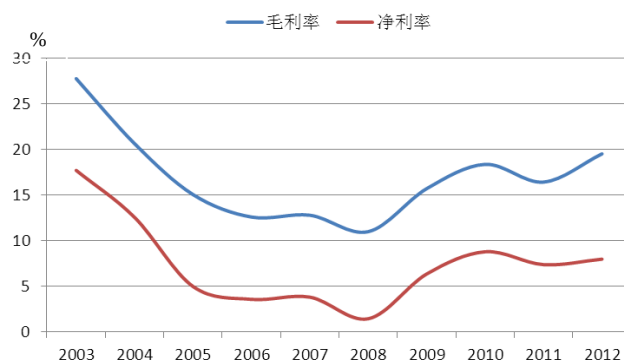
从产品结构来看，目前汽轮业务与摩轮业务的收入和利润基本持平，汽轮占比略高。分区域来看，国外市场业务占比逐步降低，国内市场占比提升，至 2012 年，国内、国外业务利润基本平分秋色。

图 4：公司营业收入及同比增速



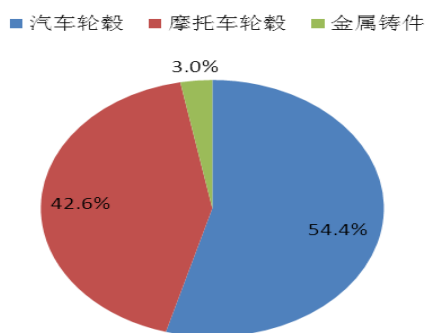
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 5：公司盈利情况



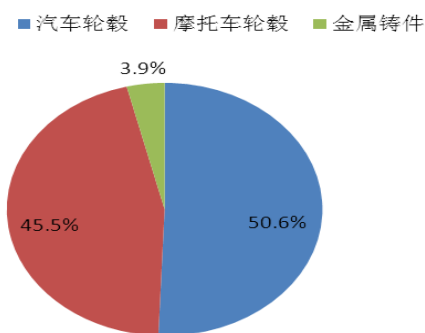
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 6：分产品收入贡献



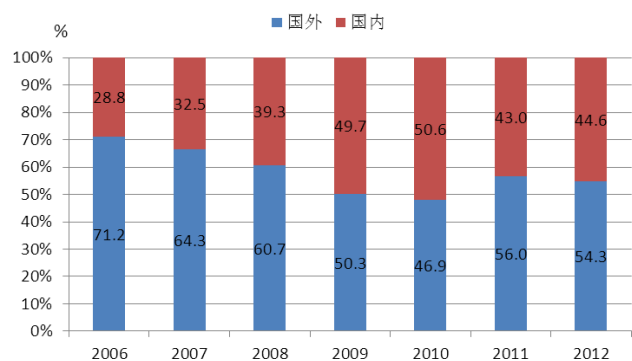
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 8：分产品利润贡献



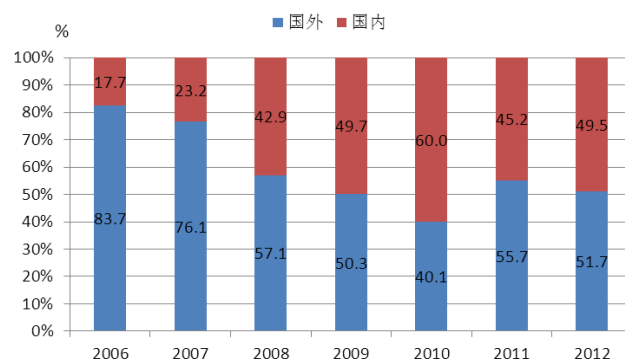
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 7：国内外业务收入结构变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 9：国内外业务利润结构变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

二、公司汽车铝轮毂业务具备成长性

（一）乘用车铝合金轮毂配置受到市场青睐

汽车车轮是汽车行驶系统中的重要部件之一，承受着车辆的垂直负荷、横向力、驱动（制动）扭矩及车辆在行驶过程中所产生的各种应力。由于车轮是高速迴转运动的零件，因此要求其尺寸精度高，不平衡度小，支撑轮胎的轮辋外形（轮廓、尺寸、形状）准确，质量轻并具有一定的刚度、弹性和耐疲劳性。

由于制造技术和生产成本的原因，在过去的相当长时期内，钢制车轮在汽车车轮的生产中占据着统治地位。但随着汽车工业的发展，人们对汽车各项性能指标要求的提高，各国政府对节能、环保法规的日趋严格，世界各国的汽车及零部件厂商都在努力寻找汽车轻量化的途径，而汽车行驶系统的轻量化不仅可以减轻汽车的整车质量，还因减少了汽车非簧载质量而使其行驶性和行驶舒适性都有所提高，也能有效减少排放。因而，受益于汽车轻量化的趋势，铝合金汽车车轮越来越受到市场青睐。

汽车铝合金车轮以其美观、节能、散热好、轻量化、耐腐蚀、加工性好等综合优势正在逐步替代钢车轮。

表 2：铝合金轮毂与钢制轮毂的区别

类别	优点	体现	应用领域
铝合金轮毂	质量轻，能节能降耗	铝轮毂与钢轮毂相比，重量可减轻 30%-40%；在车速为 90-120km/h 时，油耗可减少 0.0138L/100km	轿车、SUV、MPV
	震动小，驾乘更舒适	铝的减震性及平衡性能优于钢，铝车轮比钢车轮的震动程度减轻 12%	
	散热性好	铝的导热性优于钢，而且轮毂表面的设计有利于散热，使用铝轮毂可减少积热，减少爆胎的危险，提高安全性	
	美观、漂亮	铝车轮可以设计加工成各种花纹结构，通过表面处理形成不同的色泽或通过电镀形成镀层，最大限度满足各类使用者的审美要求	
钢制轮毂	承载性能好	钢板属于韧性材料，当其达到疲劳极限时不会出现突然破碎的情况	重卡、客车、微车
	经济型，价格低廉	钢板材料的价格只有铝合金材料价格的 1/3-1/4	

资料来源：中国银河证券研究部

(二) 汽车铝轮毂的市场空间依然广阔

我们对汽车铝轮毂行业的市场空间进行测算。

假设 2013-2015 年乘用车行业销量增速保守估计为 5%，至 2015 年底乘用车新车销量近 1800 万辆，70% 的乘用车配置铝制轮毂，一辆乘用车配套 4 件铝轮，国内 OEM 市场所需铝轮数量达到 5000 多万件。

假设售后市场铝轮需求为 OEM 市场的 10%，预计 2015 年 AM 市场铝轮需求将达到 1000 万件。

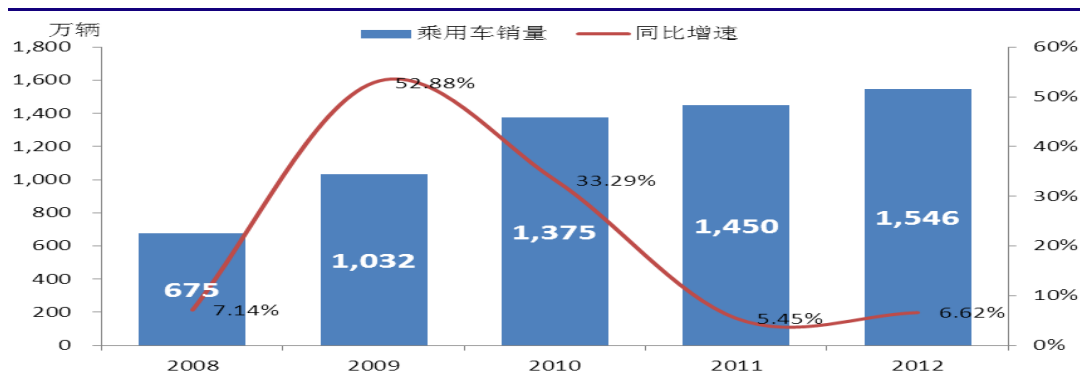
按照每件铝轮 250 元的平均售价，每辆乘用车所需一套铝轮（4 件）的平均成本测算，2015 年原厂（OEM）与售后（AM）市场的铝轮毂市场空间为 480 亿元。

表 3：乘用车铝轮毂市场空间测算

	乘用车销量 (万辆)	OEM (万件)	AM (万件)	合计 (万件)	市场空间 (亿元)
2008	675	1889	378	2267	181
2009	1032	2888	578	3466	277
2010	1375	3850	770	4620	370
2011	1450	4059	812	4871	390
2012	1546	4328	866	5194	415
2013E	1623	4544	909	5453	436
2014E	1704	4772	954	5726	458
2015E	1789	5010	1002	6012	481

资料来源：中国银河证券研究部

图 10：乘用车稳步增长



资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

（三）公司汽轮业务：转型促成长

1、市场结构的转型是公司成长的主要来源

公司主动调整配套市场结构，从以前的国外 AM 市场逐步转向国内 OEM 市场。

公司发展起点高，技术及品牌竞争优势明显，最早配套于国外售后市场。公司发展主要经历了三大阶段：

1、1997-2008 年，产品配套市场主要以国外售后市场为主，海外售后市场的盈利能力更强，当时 OEM 市场与 AM 市场的收入比重为 3:7，国内与国外市场的收入比重也为 3:7。

2、但经历了 2008 年金融危机后，海外需求出现萎缩，国内汽车消费进入高速成长期，公司根据市场的变化主动调整了其市场配套的方向，逐步转向国内 OEM 市场。2008-2012 年，OEM 市场与 AM 市场的结构由 3:7 调整至 8:2，但 OEM 客户主要以合资品牌的入门级车型为主。国内与国外市场的收入基本对半均衡。

3、2013 年起，公司正继续优化其配套市场的结构，提升国内 OEM 市场的比重，将国内 OEM 市场占比继续提升至 85%。且产品结构上，以中高端乘用车客户为主，也将不断提升高附加值产品的配套比例。

目前公司在国内 OEM 市场份额仅 9% 左右，依靠其技术、品牌及质量优势，占比提升至 15-20% 仍有较大空间。

2、客户结构的转型是公司成长的另一来源

在加大国内 OEM 市场配套份额的同时，在客户结构上，公司也进行了主动调整，由小批量的分散客户向大规模的单一采购客户集中。

在 OEM 市场，公司已经确立将着力打造“三个 300 万，三个 150 万，三个 50 万”的集中客户。从目前的在手订单来看，已经确定了大众及通用 2 个 300 万套的客户，克莱斯勒为潜在放量客户。公司也在继续扩大宝马及奔驰的供货份额。从 OEM 市场潜在客户的拓展情况来看，有望在日系车的配套体系里取得突破。2013 年下半年开始，本田、日产逐步批量供货，公司也成功进入了丰田的配套体系。日系车的配套数量达到 100-200 万件。

在售后市场的客户结构方面，公司确立将以欧洲和日本为主，也向大批量，集中的供应商进行供货倾斜。

公司确立了以“美、欧、日、韩系”“2+5+3+1”的客户配套体系。客户将集中至美系（通用+福特）、欧系（宝马、大众、奔驰、菲亚特-克莱斯勒、PSA）、日系（本田、丰田、日产）、韩系（现代集团）。

(四) 新产能的释放投产也保障了汽轮业务的成长性

新产能的释放投产为公司成长性的有力保障。

公司现有汽轮产能为 1200 万套，至 2015 年有望扩张至 1700 万套，在现有的产能基础上增长 40%。增长主要来源于：

(1) 吉林基地，吉林基地一期将建立 200 万件汽车轮毂项目，配套与一汽大众、华晨宝马、北盛通用，预计将于 2013 年年底建成，2014 年开始试生产。

(2) 新昌基地，新昌基地现有的产能为 600-700 万件，为了满足大批量 OEM 客户的需求，新昌基地将通过技术改造及新建生产线的方式扩大产能，新昌基地 2014-2015 年产能将达到 900-1000 万件，在现有产能技术上扩张 50%。

(3) 潜在扩产计划，公司或将前往重庆建立生产基地。重庆拥有良好的客户资源，可配套于福特、长安等客户，当地政府对招商引资的动力强烈，且重庆拥有丰富在天然气资源，与当地的铝厂合作，通过铝水直供技术能降低部分生产成本。

表 4：公司现有产能情况（单位：万件）

产品	2012 年			2011 年		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量
汽轮	1200	1008	997	1000	883	875
摩轮	1800	1748	1740	1800	1781	1778

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

表 5：公司汽轮生产基地产能布局情况（单位：万件）

	2012 年	2015 年 E
新昌基地	600-700	1000
宁波	150	150
威海	350	350
吉林	0	200-300
合计	1100-1200	1700-1800

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

(五) 汽轮业务盈利能力将得以提升

我们认为，公司汽轮业务的盈利能力将得到提升，主要原因在于：

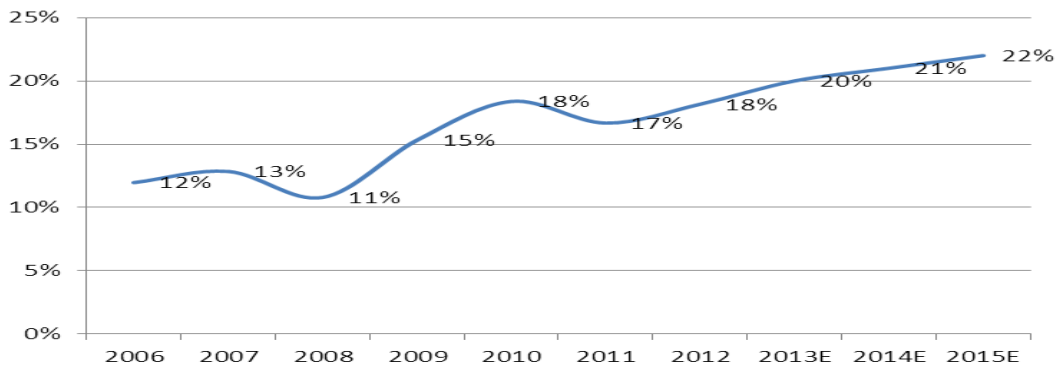
(1) 客户结构的变化带来盈利能力的提升：由于公司 OEM 客户比重提升，由小批量，多批次的生产逐步转变为集中化，规模化生产。在设计和生产工艺上，尤其是模具的使用效率将大幅提升，规模效应体现，将带动盈利能力提升。

(2) 生产自动化率提升：公司从去年下半年起对工厂进行了生产的自动化及物流、检测自动化改造，精益生产效率提升，生产成本略有降低。

(3) **新工艺的投入使用**: 公司也在不断进行工艺的创新, 尤其在抛光及涂装工艺上, 公司采用了特种油漆对抛光及涂装工艺进行了改进, 也对冷却工艺的改进。通过技改和新工艺的使用, 共节约 5-8% 的生产成本

(4) **新签订单小幅提价**: 今年以来公司下游订单充足, 产能利用率高企, 对新项目进行了 3%-5% 的小幅提价。

图 11: 汽轮业务毛利率稳步提升



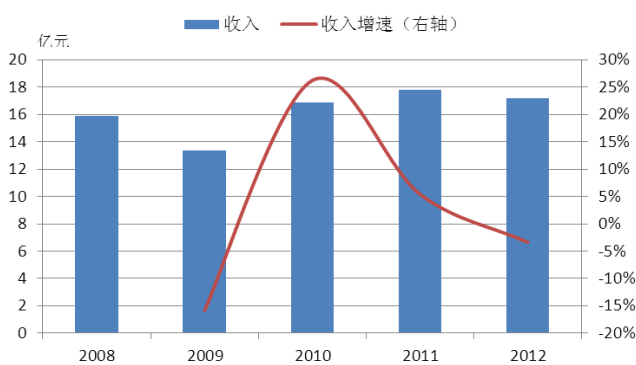
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

三、摩轮业务为“现金牛”业务, 将稳步发展

公司的摩托车轮毂业务发展稳定, 主要聚焦于中高端客户, 形成了“本田为主, 雅马哈、铃木为辅”的市场布局。以海外市场为主, 形成了“印度市场、国内优质市场、印尼市场”为主的销售区域。

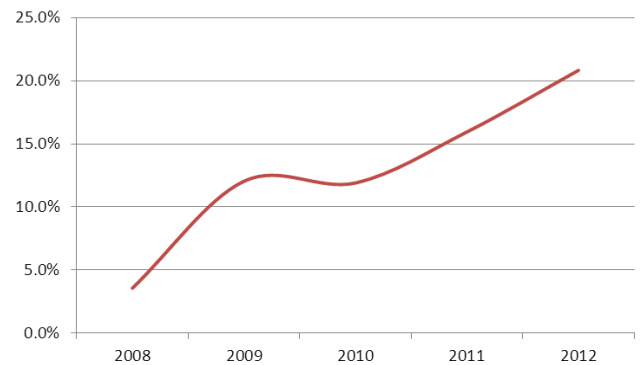
对于摩轮业务公司不会横向扩张, 将加深纵向发展力度, 提高产品的附加值和生产的自动化率, 寻求产品向更精更高端的方向发展。

图 12: 摩轮业务收入及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 13: 摩轮业务毛利率逐年提升

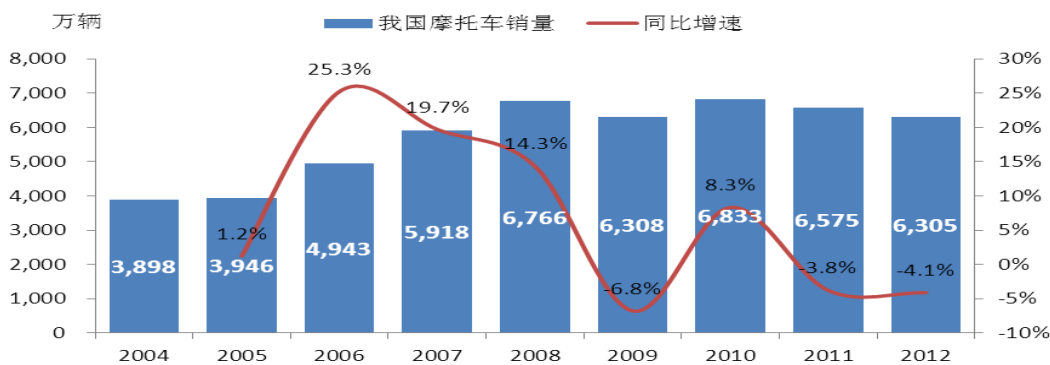


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

(一) 摩托业务仍然有发展空间

摩托车有其灵活轻便, 价格便宜的优势, 主要的消费市场在经济欠发达地区。我国已经连续 17 年成为世界摩托车产量第一大国。当前中国摩托车市场的结构: 大约 1/3 出口, 2/3 内销; 其中 2/3 内销量中大概有 20% 销往城市, 80% 销往农村市场。在全国有 186 禁摩城市的情况下, 摩托车现在已经成为中、低收入人群的最基本的交通工具, 因此, 我国摩托车销量产销规模已经保持稳定。

图 14: 我国摩托车销量及增速

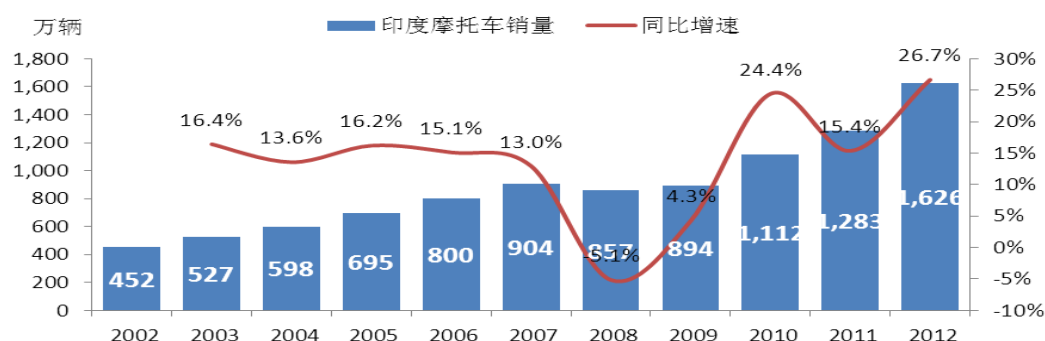


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

摩托车在印度仍有较大成长空间。在印度城乡各地, 摩托车是最主要的交通工具。上下班高峰时段, 摩托车队几乎溢到了人行道上。根据印度政府 2010 年的统计, 在购买家庭交通工具方面, 印度少量富裕家庭选择汽车, 其余中低收入的家庭主要选择摩托车。印度交通不发达, 停车场严重短缺, 大部分白领阶层为了行动方便, 也把摩托车当成主要交通工具。2012 年印度摩托车销量达到 1626 万辆, 同比增长 26.7%。我们认为印度的摩托车销量仍将保持 20% 左右的增长。

公司在印度市场的配套已经具有明显优势, 印度的铝制摩轮的行业标准由公司制定。印度的配套主要为印度本田, 印度塔塔等优质客户。

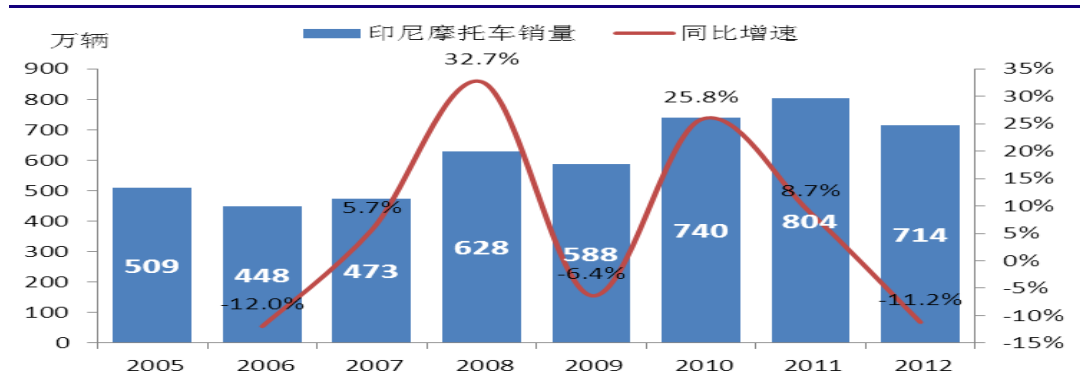
图 15: 印度摩托车高增长销量



资料来源: CEIC, 中国银河证券研究部

印度尼西亚是继中国和印度之后的全球第三大摩托车市场。印尼也由于其岛国的地理环境，及特殊的摩托车消费偏好，使得摩托车成为当地百姓最主要的交通方式。而且跨国知名摩托车工业如雅马哈（Yamaha）、本田（Honda）和铃木（Suzuki）也在印尼投资兴建摩托车工厂。公司目前在印尼的市场拓展刚刚起步，份额较小，未来提升空间较大。

图 16：印尼摩托车销量情况



资料来源：CEIC，中国银河证券研究部

（二）摩轮业务具备竞争优势

公司摩轮业务的核心竞争力体现在：

1、规模优势明显。公司的摩托车铝轮的产能达到年产 2000 万套，占据了全球 20%以上的市场份额，遥遥领先于竞争对手。在出口方面，印度、印尼等国的领先摩轮企业的产能基本在 100-200 万套。

2、客户资源稳定。摩轮在国内的客户集中，主要以大长江和钱江摩托为主，且合作关系一直稳定，国内客户的收入占比约为 30%。

国际客户主要集中于本田、铃木、雅马哈、比亚乔等高端客户。本田是目前世界上最大的摩托车生产厂商，多年来公司一直与印度本田、印尼本田、英雄本田等保持着良好的合作关系。

未来公司将进一步巩固印度市场，逐步进入印尼的中高端市场。

3、盈利能力强。摩轮业务收入基本稳定在 17 亿元左右，但公司通过自身客户结构的变化及降本增效工作，毛利率逐年提升，目前已基本稳定在 20%左右。预计公司摩轮业务仍将保持个位数稳定增长，毛利率水平也将得以维持。

四、业务转型一直在进行，培育军工及新材料成为新的增长点

公司进行业务转型，培育新的业务增长点的步伐一直都在进行。

2012年6月2日，公司以4.4倍PE的价格收购了其集团下属的威海万丰镁业科技发展有限公司，持有其68.8%的股权。

威海万丰镁业成立于2002年11月，主营轻合金材料及高端车部件的研发和生产，是我国较早进行镁合金材料及汽车零部件，尤其是镁合金车轮等力学结构件研发的企业，尤其在镁合金材料及零部件研究中取得了重要突破。

万丰镁业先后承担了国家科技部“十一五”“863”高科技计划项目，国际合作计划项目，中小企业创新基金计划项目，火炬计划，“十二五”国家科技支撑计划项目等多项国家级科技计划，作为行业标准、国家标准的主要起草单位。分别起草了“汽车车轮用镁合金铸件”，“汽车车轮用铸造镁合金”，“电动车轮用镁合金铸件”等三项国家标准。公司已累计申请专利32项，获得授权专利14项，其中发明专利4项。

近几年来万丰镁业积极拓展市场，不断提升资产质量，提高规模效应，提增产品附加值，降低产品成本，主营业务收入和净利润实现持续增长，业绩和盈利能力持续改善，业务竞争力不断增强，目前该公司已完成了乘用车镁合金车轮的研发和试验。公司也引来了上汽集团、美国通用、日本丰田等主机厂在新能源汽车配套的前期考评。

万丰镁业目前业务共四大板块：

(1) 镁合金+铝合金摩托车轮毂业务。镁合金与铝合金轮毂业务目前是万丰镁业业务占比中最大的一块，收入占比达50%，其中镁合金轮毂20%，铝合金30%左右，产品技术壁垒高，主要配套于高端摩托车（宝马、哈雷、杜卡迪等）。公司镁合金轮毂业务技术实力雄厚，国内无竞争对手，收入、利润将快速增长。

(2) 军工产品部件。万丰镁业已顺利通过军工二级保密资质认证，目前正配合航天科技、航天科工集团做一些通信产品件的研发，也承担国防科工局的新材料研发、生产工作，如石墨烯、石墨纤维、钛材料等复合材料。

(3) 镁合金结构件。应用于新能源车及摩托车车架的结构件，满足目前汽车轻量化的需求。

(4) 镁合金材料。加入特殊材料配方，比常规镁合金材料硬度更高，应用于平板电脑面板，目前仍在进行小批量试生产。

我们预计未来2-3年镁轮与铝轮业务继续保持稳步发展，军工及新材料业务收入和利润有望取得突破。预计2013年收入增速将超过50%，有望达到2亿元，盈利能力也将有小幅提升。

表 6: 万丰镁业近年来盈利情况 (单位: 万元)

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
收入	4973.39	10487.62	11268.99	12470.2
净利润	310.45	743.23	577.34	874.5
净利润率	6.2%	7.1%	5.1%	7.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

五、以电池业务为切入点, 进入新能源汽车领域

公司不断追求业务的转型与创新。2011 年开始, 公司以电池业务为切入点, 进军新能源汽车领域。2011 年 5 月, 公司出资 3600 万元, 认购卡耐新能源新增的注册资本 3000 万元, 持有卡耐新能源公司 15% 股份。2012 年 12 月 19 日, 继续出资 4500 万元, 共持有其 25% 的股份。

卡耐新能源有限公司是联合中国汽车技术研究中心, 日本英耐时株式会社、ENAX USA, Inc., 西安兰德新能源汽车技术开发有限公司以及阿尔特 (中国) 汽车技术有限公司一起共同成立的中外合资公司, 专门生产高性能三元材料动力锂电池。

卡耐新能源公司的竞争优势在于:

1、强大的股东背景支持。中国汽车技术研究中心是卡耐新能源公司的第一大股东, 持有其 38.8% 的股份。中国汽车技术研究中心是重大关键性汽车标准的制定者, 同时也承担着汽车产品强制性标准检验、实验, 也是国家认监委认可的汽车行业唯一质量体系认证机构。在新能源汽车技术路线和标准制定方面, 中汽研能发挥其经验和资源优势, 对卡耐新能源提供业务支持。

2、先进的技术储备。卡耐新能源的股东之一, 日本 ENAX 株式会社的创始人是世界上第一块商用锂离子电池的发明人, 多年来一直致力于研制出功率更为强大的动力电池, 其开发的动力电池是世界上效能最好的, 并在日立等公司的评选中屡次获得最优。

3、前期业务拓展进展顺利, 产品正小批量试产。上海卡耐新能源公司所生产的三元材料锂离子动力电池, 采用叠片式软包装形式, 其电池能量密度比目前国内市场上的磷酸铁锂电池高 35%, 将对解决电动汽车续航里程不足的问题是一种有效的解决方案。与磷酸铁锂电池、钴酸锂电池等相比, 三元材料锂电池有很多优势, 是比较适合的车用锂电池。目前, 三元材料锂电池能量密度能够达到 160Wh/kg, 已经明显高于其他材料的电池。另外, 其低温特性、功率特性以及高温储存性也优于其他材料的电池。随着技术的不断提高, 三元材料锂电池的能量密度还会有很大的上升空间。目前, 该卡耐已与多家整车企业客户开展合作, 开发设计动力电池系统, 产品也在小批量实验过程中。

我们认为, 卡耐新能源业务短期内对公司形成明显业绩贡献仍有难度, 但是是公司进入新能源汽车领域的第一步, 若新能源汽车政策和消费市场取得突破, 三元锂电池技术得以广泛应用, 公司将享有更高的新能源汽车的估值溢价。

图 17: 锂电池单体



资料来源:公司资料

图 18: 锂电池模块

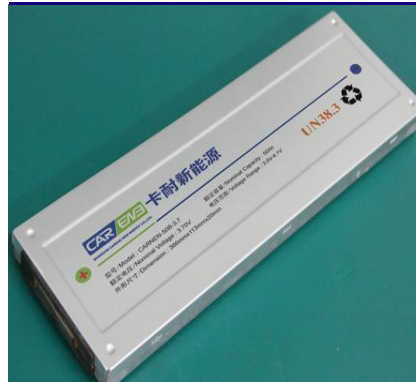


图 19: 锂电池包



六、高股息收益率，凸显安全边际

2012 年公司股息收益率达到 5.69%，预计未来股息率有望进一步提高。公司近年来保持了很高的分红比例，2011、2012 年分红占净利润的比例为 78.5%和 85.7%，2012 年股息收益率达到 5.69%，在零部件个股中位于前列。我们预计公司将继续保持高分红的政策，因此股价具备明显安全边际。

表 7: 公司历年分红情况

报告期	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009 年报	2011 中报	2012 中报
除息日	2007-05-28	2008-05-20	2009-06-26	2010-06-17	2011-09-21	2012-08-22
送股总数 (股)	12,925,000					
转增总数 (股)	12,925,000					
每股派息 (税前)	0.01	0.15	0.10	0.15	0.50	0.50
每股派息 (税后)	0.004	0.135	0.09	0.135	0.45	0.45
税前派息 (元)	2,585,000	42,652,500	28,435,000	42,652,500	195,049,484	195,049,484
税后派息 (元)	1,034,000	38,387,250	25,591,500	38,387,250	175,544,536	175,544,536
税前股息收益率	0.09%	1.74%	1.22%	1.79%	4.11%	5.69%
税后股息收益率	0.03%	1.57%	1.09%	1.61%	3.70%	5.12%

资料来源:Wind, 中国银河证券研究部

七、公司估值与投资建议

(一) 公司估值

我们选取行业内其他可比的零部件企业作为可比样本，2012、2013 年可比样本平均 PE 分别为 15.7 倍、12.5 倍。我们认为公司自身业务转型所带来的变化，将驱动公司盈利能力的提升和业绩增长。预计 2013-2015 年，净利润增速分别为 16%、20%、22%，EPS 分别为 0.74、0.89、1.08，对应 PE 为 10.9x、9.1x、7.5x，且公司 2012 年股息收益率达到 5.69%，预计未来股息率有望进一步提高，因此股价具备安全边际。考虑到公司的成长性，我们认为合理估值水平应给予 15x，合理估值区间为 11 元。

表 8: 可比公司估值水平

证券代码	证券简称	2012/5/16 收盘价	EPS		PE		PB	总市值 (亿元)
			2012E	2013E	2012E	2013E		
002662.SZ	京威股份	20.6	1.31	1.65	15.7	12.5	7.5	62
000887.SZ	中鼎股份	10.09	0.61	0.72	17.4	14.8	4.3	60
002595.SZ	豪迈科技	18.76	1.32	1.65	14.8	11.9	1.9	38
300258.SZ	精锻科技	22.54	1.17	1.53	20.3	15.5	2.5	23
002454.SZ	松芝股份	10.57	0.76	0.81	14.6	13.7	1.8	33
601799.SH	星宇股份	12.28	0.75	0.85	17.1	15.1	1.7	29
600699.SH	均胜电子	10.87	0.45	0.54	24.9	20.8	7.5	43
002472.SZ	双环传动	9.55	0.86	1.09	15.1	11.9	2.0	27
平均					17.4	14.4		

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

(二) 投资建议

转型驱动公司的成长性，有望带来业务发展的二次腾飞。

1、转型驱动公司汽轮业务具备成长性

公司汽轮业务通过自身的调整转型具备成长性，主要体现在：(1) **市场结构的转型**：公司由以国外售后市场为主的结构转向以国内原装配套市场为主。(2) **配套结构的转型**：由自主及合资品牌的入门级车为主的配套结构，逐渐转向以合资品牌中高端车型高附加值产品为主。(3) **客户结构的转型**：由小批量的分散客户向大规模的单一客户集中。未来三年内，三大生产基地的建成达产，产能将增长 40%。随着市场结构、配套结构和客户结构的优化，自动化率的提升，新工艺的投入使用，新签订单的提价，公司汽轮业务盈利能力也将稳步提升。预计汽轮业务近三年收入增速为 18.5%、20.4%、23.2%，利润增速快于收入增速。

2、摩轮业务保持稳定，竞争优势明显。

3、公司进行业务转型，培育新的利润增长点的步伐从未停歇。子公司万丰镁业的军工及新材料业务收入和利润保持稳定增长，且均有望取得突破。

4、参股耐新能源，以电池作为新能源汽车业务的切入点，卡耐新能源拥有强大的股东背景和先进的技术储备，业务拓展顺利，产品小批量试产，公司有望享有新能源汽车的估值溢价。

八、风险分析

1、乘用车增速受经济影响低于预期；2、公司新建项目达产进度低于预期

表 9：公司主要业务情况

单位：千万元	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	131.48	184.80	389.35	404.48	450.84	508.07	583.37
汽轮业务收入	131.48	184.80	211.32	219.96	260.54	313.59	386.40
汽轮销量（万件）			875.20	997.45	1147.07	1353.54	1651.32
摩轮业务收入			178.03	172.41	177.58	181.13	182.95
摩轮销量（万件）			1777.75	1740.27	1827.28	1918.65	1937.83
金属铸件				12.11	12.72	13.35	14.02
营业收入增速	-5.6%	40.6%	110.7%	3.9%	11.5%	12.7%	14.8%
汽轮业务收入增速	-5.6%	40.6%	14.4%	4.1%	18.5%	20.4%	23.2%
汽轮销量（万件）				14.0%	15.0%	18.0%	22.0%
摩轮业务收入增速				-3.2%	3.0%	2.0%	1.0%
摩轮销量（万件）				-2.1%	5.0%	5.0%	1.0%
金属铸件					5.0%	5.0%	5.0%
营业收入构成							
汽轮合计	100.0%	100.0%	54.3%	54.4%	57.8%	61.7%	66.2%
摩轮	0.0%	0.0%	45.7%	42.6%	39.4%	35.7%	31.4%
金属铸件	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	2.8%	2.6%	2.4%
毛利率	15.3%	18.4%	16.3%	19.5%	19.9%	20.3%	20.7%
汽轮	15.32%	18.38%	16.67%	18.16%	19.60%	20.00%	20.50%
摩轮			15.94%	20.83%	20.00%	20.50%	20.70%
金属铸件				25.19%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：中国银河证券研究部

表 10：公司财务报表预测（万元）

关键指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	107.53%	4.00%	11.46%	12.69%	14.82%
净利润增长率	68.66%	10.89%	16.23%	19.63%	21.91%
EBITDA 增长率	65.19%	14.07%	6.54%	19.58%	19.42%
EBIT 增长率	77.61%	14.88%	15.51%	18.62%	18.82%
估值指标					
PE	14	13	11	9	7
PB	2	2	2	1	1

EV/EBITDA	11	10	9	8	7
EV/EBIT	12	11	10	8	7
EV/NOPLAT	14	12	11	10	8
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	1
盈利能力(%)					
毛利率	16.42%	19.51%	19.91%	20.31%	20.67%
EBITDA 率	9.64%	10.57%	10.10%	10.72%	11.15%
EBIT 率	8.63%	9.53%	9.88%	10.40%	10.76%
税前净利润率	8.47%	9.20%	10.28%	10.42%	10.59%
税后净利润率(归属母公司)	5.69%	6.07%	6.33%	6.72%	7.13%
ROA	11.30%	10.77%	12.07%	11.78%	11.68%
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.17%	16.14%	15.80%	15.90%	16.23%
经营性 ROIC	13.59%	15.38%	15.03%	16.17%	17.45%
WACC	9.59%	9.43%	9.59%	9.58%	9.63%
ROIC-WACC	4.01%	5.94%	5.45%	6.59%	7.83%
资本结构					
资产负债率	30.41%	37.44%	30.56%	28.86%	27.84%
权益乘数	1.44	1.60	1.44	1.41	1.39
流动资产/总资产	57.22%	58.36%	58.69%	62.01%	65.63%
非流动资产/总资产	42.78%	41.64%	41.31%	37.99%	34.37%
有形资产/总资产	93.97%	93.89%	94.72%	95.60%	96.40%
流动负债/总负债	81.79%	65.32%	76.11%	67.54%	70.13%
非流动负债/总负债	18.21%	34.68%	23.89%	32.46%	29.87%
有息负债/总投入资本	12.39%	20.32%	11.44%	11.08%	8.88%
权益/总投入资本	82.22%	86.24%	90.10%	97.92%	106.12%
偿债能力					
流动比率	2.30	2.39	2.52	3.18	3.36
速动比率	1.84	1.95	2.08	2.67	2.86
归属母公司权益/有息债务	5.48	3.44	6.27	6.98	9.44
有形资产/有息债务	8.96	6.37	10.75	11.87	15.96
已获利息倍数(EBIT/利息费用)	79.55	19.44	NA	NA	NA
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.57	0.64	0.74	0.89	1.08
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.34	0.79	0.47	0.87	1.02
每股自由现金流(FCFF)	(0.50)	1.55	(0.16)	0.37	0.44
每股净资产	3.78	3.94	4.68	5.57	6.65
每股销售收入	10.08	10.49	11.69	13.17	15.12
每股 EBITDA	0.97	1.11	1.18	1.41	1.69

营运能力

应收账款周转率	7.26	6.11	6.21	6.04	6.27
应收账款周转天数	49.57	58.91	57.94	59.62	57.44
存货周转率	15.02	10.66	10.95	11.23	11.22
存货周转天数	23.97	33.76	32.86	32.07	32.09
应付账款周转率	18.34	13.77	14.53	14.47	14.68
应付账款周转天数	19.63	26.14	24.77	24.88	24.53
营业周期	73.54	92.67	90.81	91.68	89.53
现金周期	53.91	66.53	66.04	66.80	65.00
总资产周转率	1.91	1.46	1.44	1.43	1.40

杜邦分析

ROE（归属母公司）	15.17%	16.14%	15.80%	15.90%	16.23%
归属母公司净利润占比	77.10%	76.10%	72.40%	75.84%	79.28%
销售净利率	7.38%	7.98%	8.74%	8.86%	9.00%
总资产周转率	1.91	1.46	1.44	1.43	1.40
权益乘数（杜邦分析）	1.40	1.82	1.73	1.65	1.62

ROIC 分解

获利能力-经营利润率（EBIT/收入）	8.63%	9.53%	9.88%	10.40%	10.76%
资本效率-投入资本周转率	2.33	1.87	1.92	1.92	2.00
1-税率	87.13%	86.68%	85.00%	85.00%	85.00%

收益质量

经营活动净收益/利润总额	92.39%	96.17%	92.11%	93.17%	94.13%
价值变动净收益/利润总额	5.70%	2.13%	6.40%	5.60%	4.80%
营业外收支净额/利润总额	1.91%	1.70%	1.49%	1.23%	1.07%
所得税/利润总额	12.87%	13.32%	15.00%	15.00%	15.00%

现金流量

经营活动现金流量净额/经营活动净收益	43.02%	85.05%	42.48%	68.33%	67.88%
自由现金流	(196.33)	604.10	(63.22)	144.44	173.58

资料来源：银河证券、上市公司

利润表（百万元）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3,933	4,091	4,560	5,138	5,900
营业成本	3,288	3,293	3,652	4,095	4,680
折旧和摊销	40	42	10	17	23
营业税费	16	18	19	22	25
销售费用	93	97	108	122	140
管理费用	202	289	328	363	417
财务费用	31	28	18	35	47
资产减值损失	(5)	4	2	3	3
公允价值变动损益	6	(4)	0	0	0
投资收益	13	12	30	30	30
营业利润	327	370	462	529	618

利润总额	333	376	469	536	625
少数股东损益	66	78	110	110	110
归属母公司净利润	224	248	289	345	421
EPS(按最新预测年度股本计算历史 EPS)	0.57	0.64	0.74	0.89	1.08
NOPLAT	295.72	337.95	382.80	454.06	539.53
EBIT	339.41	389.90	450.36	534.19	634.74
EBITDA	379.01	432.35	460.63	550.80	657.74

资料来源：银河证券、上市公司

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
总资产	2,570	3,030	3,304	3,865	4,546
流动资产	1,471	1,768	1,939	2,397	2,983
货币资金	215	493	444	714	999
交易型金融资产	14	10	0	0	0
应收帐款	692	647	821	881	1,002
应收票据	176	180	195	225	256
其他应收款	15	7	15	15	16
存货	295	323	344	386	449
非流动资产	1,099	1,262	1,365	1,468	1,562
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	36	39	39	39	39
固定资产	843	978	1,083	1,182	1,275
无形资产	113	139	132	125	119
总负债	782	1,134	1,010	1,115	1,265
无息负债	512	688	719	804	991
有息负债	270	447	291	311	275
股东权益	1,788	1,895	2,294	2,749	3,280
股本	390	390	390	390	390
公积金	578	586	615	649	669
未分配利润	509	563	823	1,133	1,535
少数股东权益	313	357	467	577	687
归属母公司权益	1,476	1,538	1,827	2,172	2,593
Vd	270	447	291	311	275
Ve	3,777	3,867	4,087	4,307	4,527
EV	4,164	4,169	4,339	4,365	4,338
IC	2,175	2,198	2,546	2,808	3,091

资料来源：银河证券、上市公司

现金流量表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	132	308	184	341	399
净利润	224	248	289	345	421
折旧摊销	40	42	10	17	23

净营运资金增加	610	(118)	266	192	248
其他	(741)	135	(382)	(213)	(293)
投资活动产生现金流	(45)	(128)	(80)	(90)	(90)
净资本支出	(113)	(139)	120	120	120
长期投资变化	36	39	0	0	0
其他资产变化	32	(28)	(200)	(210)	(210)
融资活动现金流	31	507	(153)	19	(24)
股本变化	106	0	0	0	0
债务净变化	80	177	(155)	20	(37)
无息负债变化	200	176	31	86	187
净现金流	118	688	(50)	270	285

资料来源：银河证券、上市公司

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 汽车铝轮毂.....	1
图 2: 摩托车铝轮毂.....	1
图 3: 公司股权结构情况.....	2
图 4: 公司营业收入及同比增速.....	3
图 5: 公司盈利情况.....	3
图 6: 分产品收入贡献.....	3
图 7: 国内外业务收入结构变化.....	3
图 8: 分产品利润贡献.....	3
图 9: 国内外业务利润结构变化.....	3
图 10: 乘用车稳步增长.....	5
图 11: 汽轮业务毛利率稳步提升.....	8
图 12: 摩轮业务收入及增速.....	8
图 13: 摩轮业务毛利率逐年提升.....	8
图 14: 我国摩托车销量及增速.....	9
图 15: 印度摩托车高增长销量.....	9
图 16: 印尼摩托车销量情况.....	10
图 17: 锂电池单体.....	13
图 18: 锂电池模块.....	13
图 19: 锂电池包.....	13

表格目录

表 1: 主要控股子公司业务及盈利情况.....	2
表 2: 铝合金轮毂与钢制轮毂的区别.....	4
表 3: 乘用车铝轮毂市场空间测算.....	5
表 4: 公司现有产能情况（单位：万件）.....	7
表 5: 公司各生产基地产能布局情况（单位：万件）.....	7
表 6: 万丰镁业近年来盈利情况（单位：万元）.....	12
表 7: 公司历年分红情况.....	13
表 8: 可比公司估值水平.....	14
表 9: 公司主要业务情况.....	15
表 10: 公司财务报表预测（万元）.....	15

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

杨华超，戴卡娜，行业证券分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn