

泉峰汽车 (603982.SH) 新能源业务多点开花，一体压铸孕育新机遇

2021年11月16日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

邓健全 (分析师)

dengjianquan@kysec.cn

证书编号: S0790521040001

日期	2021/11/15
当前股价(元)	38.51
一年最高最低(元)	41.58/14.70
总市值(亿元)	77.57
流通市值(亿元)	31.47
总股本(亿股)	2.01
流通股本(亿股)	0.82
近3个月换手率(%)	538.69

● 铝合金零部件产品矩阵丰富，新能源业务表现亮眼

泉峰汽车主要产品为汽车铝合金精密铸件及机加工件，覆盖汽车引擎、传动、转向、热交换系统等，燃油车及新能源车产品矩阵丰富。公司背靠资金、技术、客户资源雄厚的泉峰集团，承接了舍弗勒、法雷奥等优质 Tier 1 供应商客户资源。公司战略规划路径清晰，作为增长线的新能源零部件业务斩获多个重磅订单，产能有序扩张为公司长期成长提供保障。我们预计 2021-2023 年公司营收为 18.05/23.24/30.06 亿元，归母净利润为 1.72/2.43/3.51 亿元，EPS 为 0.85/1.21/1.74 元/股，对应当前股价 PE 为 45.2/31.9/22.1 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 业务升级路径清晰，产能有序扩张助力订单持续放量

公司业务发展规划分为退出线、成长底线、增长线、爆发线及天际线。退出线方面，公司引擎零部件拟退出内燃机应用领域，向新能源动力系统领域转型升级。成长底线方面，公司计划扩大现有核心产品的市场份额：热交换零部件绑定世界汽车空调巨头，助力业绩维持稳定；转向与制动零部件订单持续拓展，营收规模高速增长；传动零部件业务拓展至混动领域，进阶 Tier1 供应商，DCT 变速箱阀板业务贡献重要业绩增量。增长线方面，2021 年以来公司新能源业务多点开花，接连斩获重磅订单。爆发线及天际线方面，公司从单一的零部件业务逐步拓展到组件业务，并在轮毂电机、数字悬架系统等前沿领域展开布局。

● 一体压铸加快布局，蓝海市场孕育新机遇

轻量化趋势下，铝合金压铸件在汽车主要部件中的渗透率有望提升，车身结构件是铝压铸行业的蓝海市场。传统车身制造以冲压+焊接为核心工艺，特斯拉采取一体压铸的方式改良了传统压铸工艺，并应用于车身制造中。一体压铸具备较高的技术壁垒，公司加大研发及资源投入，在国内压铸厂商中步伐领先，有望迎来较大的发展机遇。

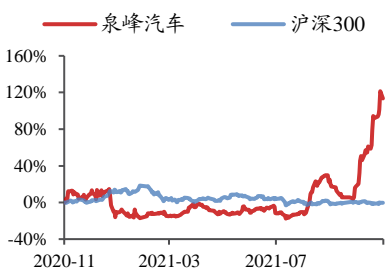
● **风险提示:** 乘用车销量不及预期、产能扩张进度不及预期、新能源汽车渗透率不及预期等

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,251	1,386	1,805	2,324	3,006
YOY(%)	4.0	10.8	30.3	28.7	29.4
归母净利润(百万元)	86	121	172	243	351
YOY(%)	-6.3	40.8	42.0	41.5	44.3
毛利率(%)	25.1	26.1	26.0	27.1	28.0
净利率(%)	6.9	8.7	9.5	10.5	11.7
ROE(%)	5.9	7.8	10.0	12.5	15.4
EPS(摊薄/元)	0.43	0.60	0.85	1.21	1.74
P/E(倍)	90.3	64.1	45.2	31.9	22.1
P/B(倍)	5.3	5.0	4.5	4.0	3.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

目 录

1、 泉峰汽车：铝合金零部件产品矩阵丰富，新能源业务表现亮眼.....	4
1.1、 铝压铸及机加工产品具备优势，广泛配套一级供应商.....	4
1.2、 新能源、传动业务毛利率较高，营收占比快速提升.....	6
2、 业务升级路径清晰，产能有序扩张助力订单持续放量.....	7
2.1、 退出线：引擎零部件产品升级，从内燃机向新能源应用领域转型.....	9
2.2、 成长底线：热交换、转向、传动零部件业务稳中有增.....	10
2.2.1、 热交换零部件：绑定汽车空调巨头，营收趋于稳定.....	10
2.2.2、 转向与制动零部件：新项目逐步拓展，业绩稳健增长.....	10
2.2.3、 传动零部件：进阶 Tier1 供应商，DCT 变速箱阀板业务贡献重要业绩增量.....	11
2.3、 增长线：前瞻性布局终迎收获，新能源汽车零部件持续放量.....	14
2.4、 爆发线&天际线：组件业务初露锋芒，天际线软件系统加大布局.....	16
3、 一体压铸加快布局，蓝海市场孕育新机遇.....	17
3.1、 汽车铝压铸件渗透率有望提升，特斯拉引领压铸技术升级趋势.....	17
3.2、 公司加大一体压铸投入，处于较为领先地位.....	19
4、 盈利预测与投资建议.....	19
4.1、 关键假设.....	19
4.2、 盈利预测及估值.....	20
5、 风险提示.....	21
附： 财务预测摘要.....	22

图表目录

图 1： 公司前身为南京德朔实业有限公司，2012 年泉峰汽车成立.....	5
图 2： 公司隶属于泉峰集团，实际控制人为潘龙泉.....	5
图 3： 公司传统压铸及机加工产品具备一定市场份额.....	6
图 4： 公司广泛配套 Tier 1 汽车零部件供应商.....	6
图 5： 公司新能源汽车、传动零部件业务营收占比（%）快速提升.....	6
图 6： 公司新能源汽车、传动零部件业务毛利率（%）近年来保持较高水平.....	6
图 7： 公司毛利率、净利率近年来稳中有升.....	7
图 8： 公司研发费用率在同行中处于较高水平.....	7
图 9： 2014-2020 年公司营收 CAGR 为 17.8%.....	7
图 10： 2014-2020 年公司归母净利润 CAGR 为 27.6%.....	7
图 11： 公司业务发展规划分为退出线、成长底线、增长线、爆发线及天际线.....	8
图 12： 2014-2020 年公司引擎零部件营收 CAGR 为 28.1%.....	9
图 13： 2018 年公司引擎零部件客户中舍弗勒营收占比为 44%.....	9
图 14： 公司热交换零部件营收趋于稳定.....	10
图 15： 世界汽车空调巨头有电装、马勒、法雷奥等.....	10
图 16： 公司转向与制动零部件营收稳步增长.....	11
图 17： 公司转向与制动零部件毛利率（%）有所提升.....	11
图 18： 公司传动零部件业务营收稳健增长.....	12
图 19： 公司传动零部件业务毛利率（%）稳步提升.....	12
图 20： 2016-2018 年公司 DCT 变速箱阀体营收快速提升（万元）.....	12


图 21: 2020H1 国内主流车企中大众、长城、比亚迪 DCT 占比较高.....	13
图 22: 近三年国内 CVT 及 DCT 变速器占比有所提升.....	13
图 23: 公司自动变速箱阀体产能利用率 (%) 持续提升.....	13
图 24: 公司 2021 年可转债募投项目中高端传动零部件销售单价预计较 2020 年销售单价将有明显提升.....	13
图 25: 公司新能源汽车零部件主要产品包括逆变器外壳、电机组件等.....	14
图 26: 2015-2020 年新能源汽车零部件营收 CAGR 为 90.5%.....	14
图 27: 公司新能源汽车零部件毛利率高于公司整体毛利率.....	14
图 28: 电机壳体产品占新能源营收比例较高.....	14
图 29: 公司设备利用率达到较高水平 (%).....	15
图 30: 大众 MEB 车型销量预计 2025 年达到 100 万辆.....	16
图 31: OTA 技术在汽车升级中发挥关键作用.....	16
图 32: 铝合金压铸件在汽车主要部件的渗透率有望提升.....	17
图 33: 传统车身制造需要对百种结构件进行数千次焊接.....	18
图 34: Model Y 采取一体压铸的方式将 Model 3 后底板 70 个部件集成为 1-2 个部件.....	18
表 1: 公司汽车零部件产品矩阵丰富.....	4
表 2: 公司战略规划路径清晰.....	8
表 3: 公司引擎零部件主要产品为正时链轮、节气门壳体、水泵壳体、张紧臂等.....	9
表 4: 公司汽车转向与刹车零部件间接配套 BBA 等豪华品牌主机厂.....	11
表 5: 2021 年以来, 公司新能源业务订单收获颇丰.....	15
表 6: 公司在多地布局项目, 扩充产能助力长远发展.....	16
表 7: 铝合金压铸件在汽车引擎、传动、转向、制动、车身结构件等领域均有应用.....	17
表 8: 公司营收拆分及预测.....	20
表 9: 可比上市公司估值 (PE/PEG).....	20

1、泉峰汽车：铝合金零部件产品矩阵丰富，新能源业务表现亮眼

1.1、铝压铸及机加工产品具备优势，广泛配套一级供应商

公司主要从事汽车铝合金精密压铸件及机加工件的研发、生产及销售，燃油车及新能源车零部件产品矩阵丰富。公司应用于燃油车的主要产品包括引擎、传动零部件等动力系统零部件，转向与刹车零部件等底盘零部件，以及热交换零部件；应用于新能源汽车的主要产品包括电机壳体组件、电控壳组件、车载充电器壳体组件等动力系统零部件。

表1：公司汽车零部件产品矩阵丰富

产品类别	产品名称	产品图例	主要客户	2021H1 营收占比
汽车传动零部件	DCT 变速箱阀体、离合器零件、变速箱零件、变矩器零件（定子、盘毂）		博格华纳、法雷奥、舍弗勒	35.98%
汽车引擎零部件	节气门壳体、正时链轮、张紧臂、冷却风扇零件等		博格华纳、舍弗勒、法雷奥、博泽、大陆	19.24%
新能源汽车零部件	电机壳体组件、逆变器壳体组件、逆变器壳体等		法雷奥、大陆、博世、联合汽车电子、蔚然动力	17.95%
汽车热交换零部件	气缸体组件（缸体、缸盖等）		马勒、法雷奥、康奈可	10.02%
汽车转向与刹车零部件	电动助力转向、制动器轴、真空泵轴、转向螺母、转向齿轮等		法雷奥、博世、大陆、麦格纳	10.29%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

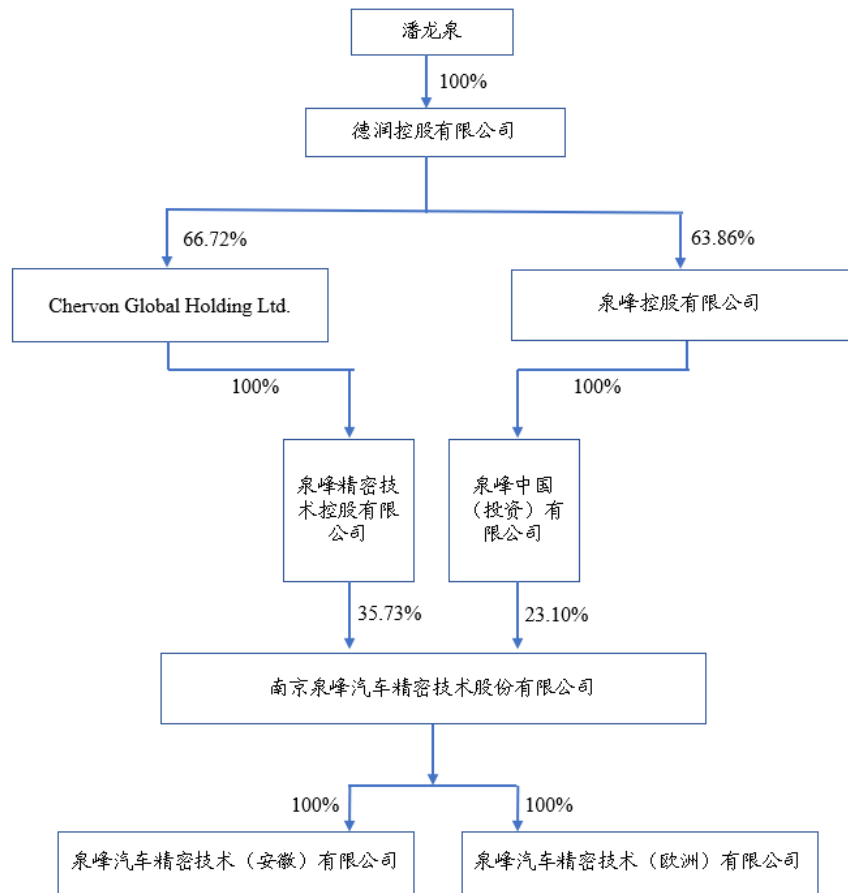
公司背靠资金、技术、客户资源雄厚的泉峰集团，承接了舍弗勒、法雷奥、江森自控等优质 Tier 1 供应商客户资源。公司前身南京德朔实业有限公司（泉峰集团电动工具生产销售板块的生产制造基地）成立于 1997 年，主要为博西华集团生产洗衣机注塑件。2007 年，德朔实业进入汽车零部件领域，与舍弗勒、法雷奥、江森自控等 Tier1 供应商建立合作关系，向其提供高精密度零部件加工设计和生产制造服务。泉峰汽车成立于 2012 年，自泉峰汽车正式设立后，汽车零部件业务开始独立运营，2019 年公司于上交所成功上市。

图1: 公司前身为南京德朔实业有限公司, 2012年泉峰汽车成立



资料来源: 公司官网、公司公告、开源证券研究所

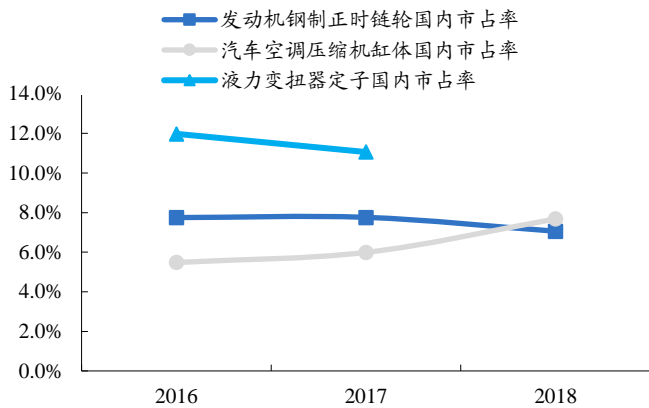
图2: 公司隶属于泉峰集团, 实际控制人为潘龙泉



资料来源: 公司公告、天眼查、泉峰控股公司公告、开源证券研究所

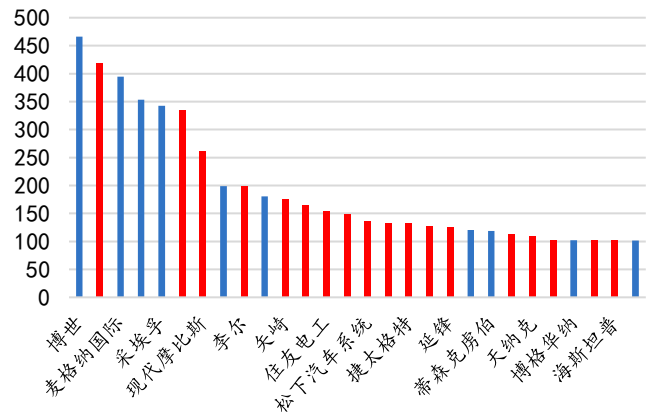
公司传统燃油车压铸及机加工产品证明实力, 广泛配套 tier 1 供应商。公司具备先进的压铸与机加工工艺, 传统燃油车细分产品具备一定市场规模。压铸产品方面, 公司年产汽车空调压缩机组件可装配的压缩机缸体超过 300 万套, 2018 年公司汽车空调压缩机缸体市占率为 7.68%。机加工产品方面, 公司年产发动机正时链轮可装配的发动机超过 300 万台, 2018 年公司发动机正时链轮市占率为 7.06%。公司具备优质的客户资源, 广泛配套一级零部件供应商。2019 年全球销售额超百亿的 28 家汽车零部件供应商中, 公司通过严格的供应商审核进入其中 10 家的采购体系, 体现了公司产品较强的竞争力。

图3: 公司传统压铸及机加工产品具有一定市场份额



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 公司广泛配套 Tier 1 汽车零部件供应商



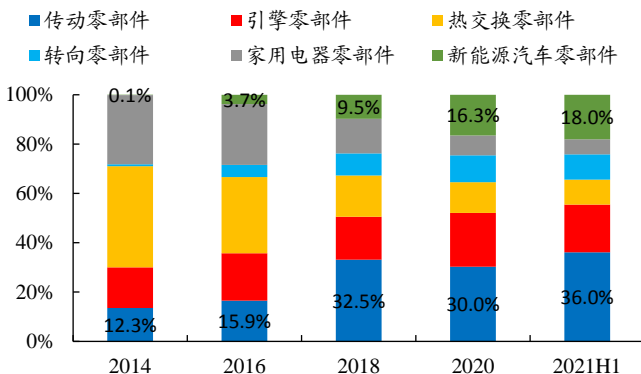
数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 蓝色为公司客户, 红色为非公司客户)

1.2、 新能源、传动业务毛利率较高，营收占比快速提升

公司毛利率较高的新能源及传动业务近年来营收占比快速提升。2014-2021H1，公司聚焦汽车零部件业务，家用电器及其他零部件营收占比持续下降；汽车零部件业务中，热交换零部件业务占比持续下降；新能源汽车零部件、传动零部件业务占比迅速提升。公司传动零部件和新能源零部件毛利率水平较高，占营收比例迅速增加，从而带动公司毛利率、净利率水平稳步增长。

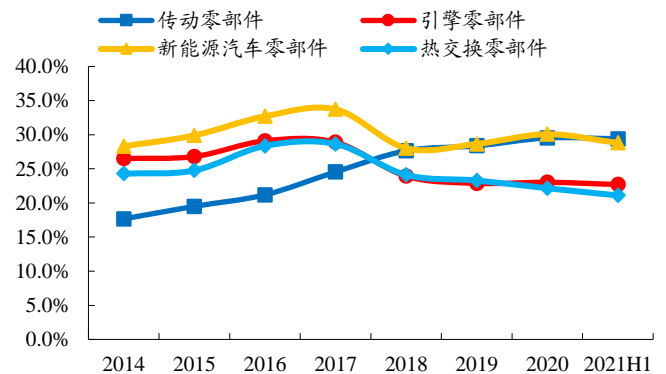
公司研发费用率基本维持在 6% 以上水平，在压铸行业内处于领先地位。技术研发是公司的核心竞争力之一，与传统的“来图加工”不同，公司更加注重客户应用，具备较强的同步设计开发能力。技术优势使公司与客户合作开发的新项目成功率较高，在新项目拓展方面具备较强竞争力。

图5: 公司新能源汽车、传动零部件业务营收占比 (%) 快速提升



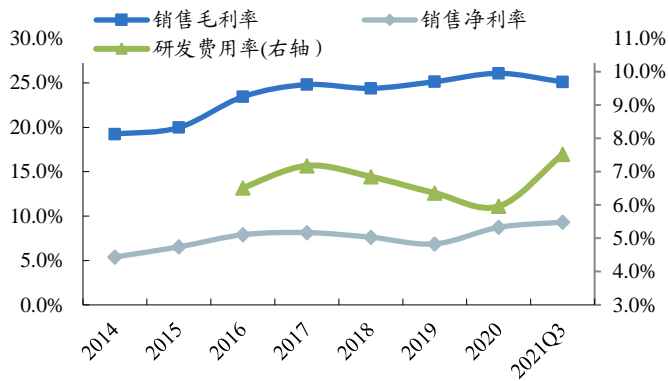
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 公司新能源汽车、传动零部件业务毛利率 (%) 近年来保持较高水平



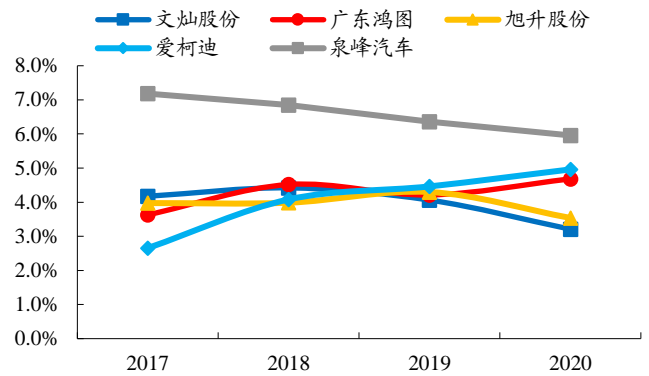
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图7: 公司毛利率、净利率近年来稳中有升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: 公司研发费用率在同行中处于较高水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

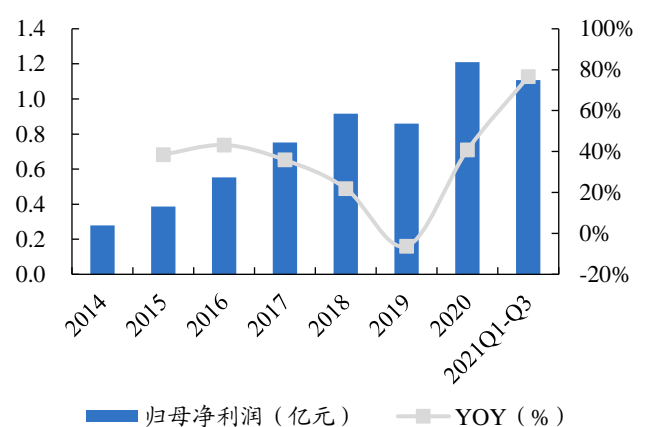
2014-2020 年公司营收利润稳健增长, 2021 年前三季度业绩增速亮眼。2014-2020 年公司营收 CAGR 为 17.8%, 归母净利润 CAGR 为 27.6%。受益于新能源零部件业务和自动变速器阀板业务的快速放量, 公司 2021 年前三季度业绩表现亮眼, 实现营业收入 11.9 亿元, 同比+30.7%, 实现归母净利润 1.1 亿元, 同比+76.7%。

图9: 2014-2020 年公司营收 CAGR 为 17.8%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图10: 2014-2020 年公司归母净利润 CAGR 为 27.6%

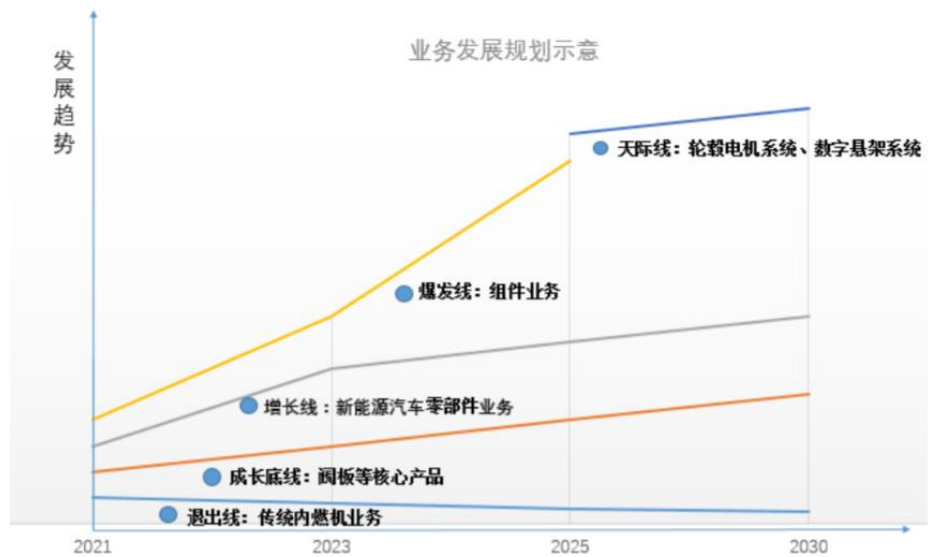


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、业务升级路径清晰, 产能有序扩张助力订单持续放量

公司业务规划路径清晰, 产品迭代循序渐进。汽车工业正在经历巨大的变革, 汽车已经由代步出行的工具, 演变成为移动的终端。由此不仅带来技术的更迭, 更带来全产业链的逻辑重组, 传统的整车厂、系统供应商、零部件供应商等层层分工的概念正发生深刻变化。公司根据自身当前经营情况, 制定业务发展战略规划, 力求将公司短期的稳健增长与中长期的战略增长无缝衔接。目前公司正处于内燃机业务逐步退出、核心产品稳定增长、新能源业务快速放量、爆发线与天际线路加大战略布局的阶段。

图11: 公司业务发展规划分为退出线、成长底线、增长线、爆发线及天际线



资料来源: 公司公告

表2: 公司战略规划路径清晰

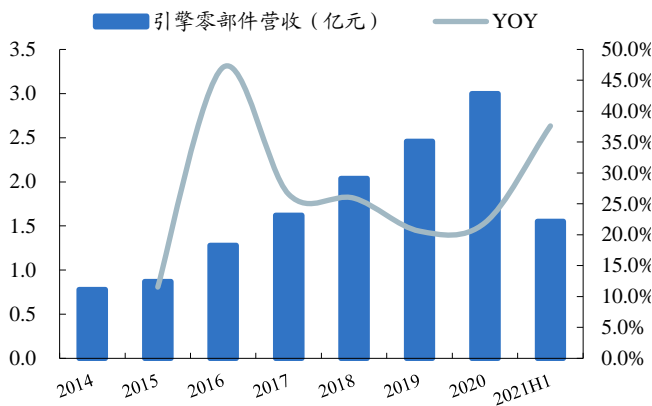
	战略规划	产品举例
退出线	全球整车厂几乎都已经停止了内燃机的研发, 公司也将逐步退出该领域, 释放资源, 用于成长线的业务发展。	发动机正时系统零部件、废气循环阀体、机油泵壳体、节气门壳体等
成长底线	扩大现有核心产品的市场份额, 尤其是要抓住国产替代的机遇, 将自动变速箱领域的相关产品, 在未来3年内, 力争实现倍数级增长。	换挡轴、DCT 变速箱阀体、阀芯等
增长线	顺应新能源车电气化与智能化的发展潮流, 发挥公司在这方面的技术积累以及先发优势, 在中国与欧洲两个新能源主流市场上发力, 以期实现跨越式增长。	电机壳体组件、电控壳体组件、逆变器壳体组件等
爆发线	针对下一代动力总成发展趋势, 公司将在新材料、新工艺以及创新性模组和系统总成方向大幅度投入资源, 争取实现业务的指数级增长。	围绕下一代动力总成布局
天际线	加大在软件系统上的投入, 研究中的数字悬架将具备 OTA 功能(无线升级功能), 直接触达客户。公司将不仅能够交付相关产品, 还能提供相关运营服务, 届时公司也将突破传统汽车零部件供应商的天花板, 具备服务运营商的能力。	布局轮毂电机系统、数字悬架系统等

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2.1、退出线：引擎零部件产品升级，从内燃机向新能源应用领域转型

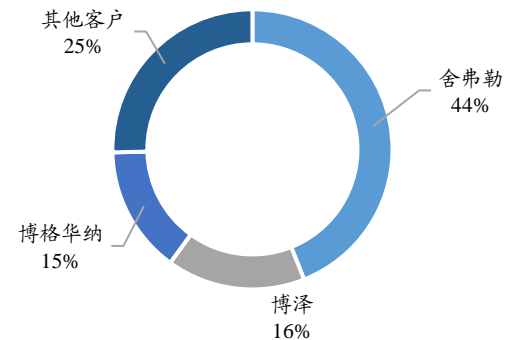
公司引擎零部件业务营收近年来稳健增长，产品升级方向为退出内燃机应用领域，向新能源动力系统领域逐步转型。公司引擎零部件营收从2014年的0.78亿元增长至2020年的3.00亿元，CAGR为25.2%。公司引擎零部件主要产品有正时链轮、节气门壳体、水泵壳体、张紧臂等，主要应用于内燃机相关领域，客户有舍弗勒、博格华纳、法雷奥等一级供应商，配套于长城、现代、本田、大众等主机厂。根据公司战略规划，长期来看，公司将逐步退出内燃机相关领域。与此同时，引擎零部件业务正加速向新能源领域转型。2020年公司在引擎业务方面拓展的电机端盖等新产品实现量产。

图12：2014-2020年公司引擎零部件营收 CAGR 为 28.1%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：2018年公司引擎零部件客户中舍弗勒营收占比为44%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表3：公司引擎零部件主要产品为正时链轮、节气门壳体、水泵壳体、张紧臂等

产品名称	主要功能	主要客户	配套整车厂
正时链轮	发动机配气系统的重要组成部分	博格华纳、舍弗勒、伊维氏集团	现代、通用、长安、长城、比亚迪
节气门壳体	控制空气进入发动机的一道可控阀门，称为是发动机的咽喉		现代、大众
水泵壳体	发动机冷却系统需要水泵提供动力，水泵壳体是水泵重要组成部分	舍弗勒集团	通用、吉利、长安
张紧臂	汽车传动系统的皮带张紧装置，使传动系统稳定安全可靠		现代、大众、本田、宝马、吉利、长安

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

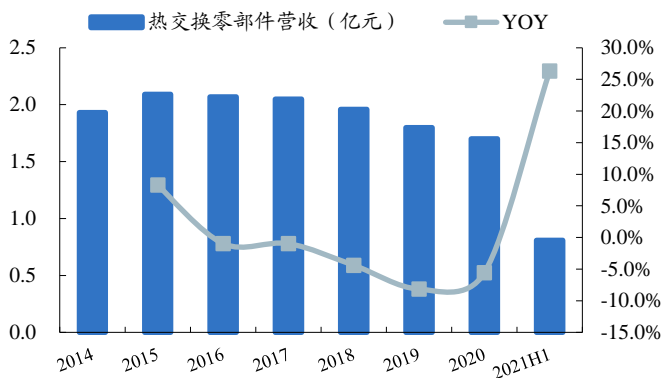
2.2、成长底线：热交换、转向、传动零部件业务稳中有增

2.2.1、热交换零部件：绑定汽车空调巨头，营收趋于稳定

成长底线方面，公司计划扩大现有核心产品的市场份额，目前公司现有核心产品主要分为三大类，分别为热交换零部件、转向零部件、传动零部件。

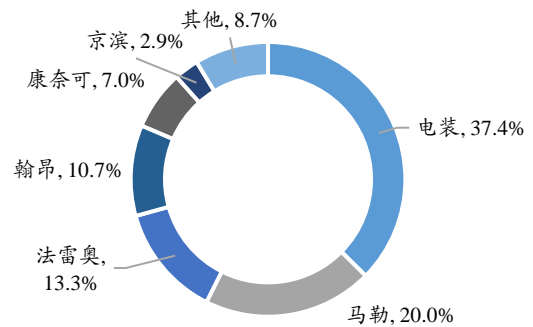
近年来热交换零部件业务营收规模较为稳定，长期绑定世界汽车空调巨头助力维持稳定业绩。公司在热交换零部件业务的主要产品为汽车空调压缩机组件及斜盘，其中气缸体组件占热交换零部件比例约为 80%，主要客户为法雷奥与马勒等 Tier1，广泛配套于宝马、丰田、本田、长安、通用等整车厂。世界汽车空调竞争格局中，法雷奥和马勒合计占据超过 30% 的份额，公司 2018 年热交换零部件下游客户中，法雷奥和马勒营收合计占比为 84.5%。公司与汽车空调巨头绑定较深，预计未来公司热交换零部件业务整体营收规模趋于稳定。

图14：公司热交换零部件营收趋于稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：世界汽车空调巨头有电装、马勒、法雷奥等



数据来源：产业信息网、开源证券研究所

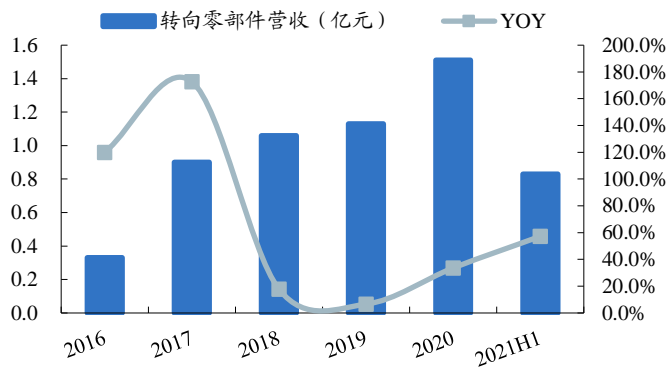
2.2.2、转向与制动零部件：新项目逐步拓展，业绩稳健增长

受益于订单的持续拓展，公司转向与制动零部件业务营收规模高速增长。2016-2020 年转向与制动零部件营收 CAGR 达 46%。公司转向与制动零部件产品有真空泵轴、转向齿轮及螺母、制动器轴等，主要客户有大陆、麦格纳、博世等一级供应商，间接配套宝马、奔驰、奥迪、大众、丰田、沃尔沃等整车厂。公司转向零部件以配套豪华品牌为主，毛利率高于其他传统主业，产品结构逐步优化，毛利率稳步提升。2020 年，匈牙利法雷奥 EPS 项目销售收入较 2019 年增长 2853 万元，博世华域转向齿轴的销售收入亦增长明显，因此汽车转向与刹车零部件业务 2020 年同比增长较快。

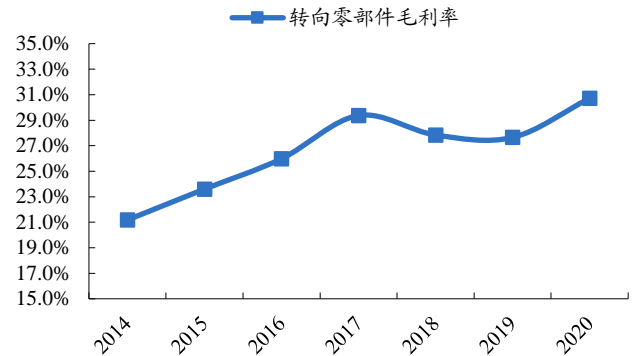
表4: 公司汽车转向与刹车零部件间接配套 BBA 等豪华品牌主机厂

类别	产品	功能	配套客户	配套主机厂
汽车转向与刹车零部件	真空泵轴	发电机上的真空泵又叫助力泵，是汽车制动和转向系统的助力装置	麦格纳集团	奔驰、丰田、东风雪铁龙
	转向齿轮与螺母	电子助力转向驱动的传动机构	博世集团	戴姆勒、宝马、福特、沃尔沃
	制动器轴	应用于电子手刹的执行零件	大陆集团	大众、奥迪

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图16: 公司转向与制动零部件营收稳步增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

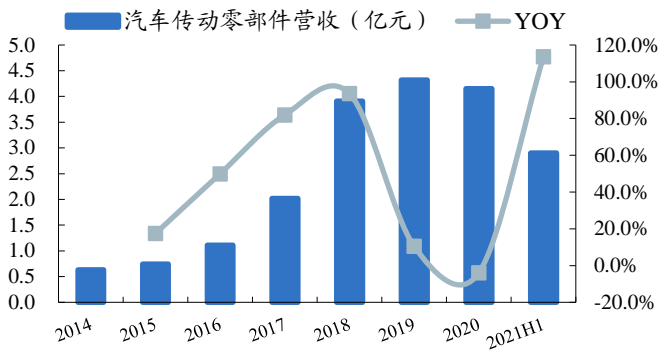
图17: 公司转向与制动零部件毛利率 (%) 有所提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2.3、传动零部件：进阶 Tier1 供应商，DCT 变速箱阀板业务贡献重要业绩增量

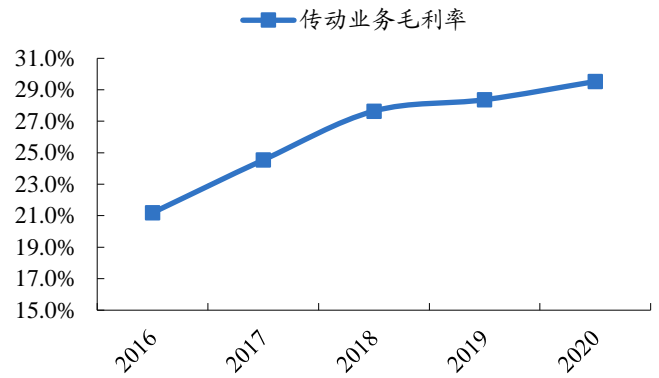
公司传动产品包括换挡轴、液力变矩器零件、DCT 变速箱阀体等，2020 年收入约占公司汽车零部件营收的三分之一。公司传动业务自 2015 年开始营收规模快速增加，主要是因为公司通过与博格华纳的紧密合作，抓住了长城 SUV 系列变速箱升级换代的机遇，DCT 变速箱阀体产品实现规模化配套。公司最初通过博格华纳、舍弗勒、法雷奥等供货整车厂，比如上汽、一汽、长安、长城等；从 2021 年开始，公司进入到长城的直供项目以及比亚迪的供应链，并将业务拓展至混动领域，阀体业务的拓展工作取得了一定的成效。DCT 变速箱阀体技术含量较高，附加值大，盈利能力高。据公司招股说明书，2018 第四季度 DCT 变速箱阀体毛利率约为 38.8%。

图18: 公司传动零部件业务营收稳健增长



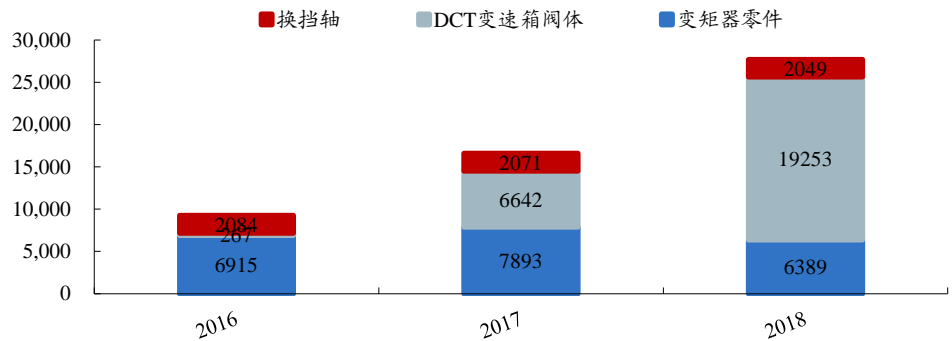
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图19: 公司传动零部件业务毛利率 (%) 稳步提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图20: 2016-2018 年公司 DCT 变速箱阀体营收快速提升 (万元)



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

近三年 DCT 在自动变速箱中的市场份额从 2018 年的 18.8% 提升至 2020H1 的 26.8%。根据 IHS 预测, 2025 年在合资品牌紧凑型 and 小型车中, DCT 双离合变速箱在自动挡车型里所占的比例大约为 55%。此外, 节能减排政策趋严, 据工信部, 匹配 DCT 双离合变速的车型整体燃油经济性比匹配 AT 变速箱的车型提高 6% 左右, 我们认为 DCT 渗透率有望进一步提升, 市场空间较为广阔。公司以 DCT 变速箱阀体为代表的传动核心产品, 已获得比亚迪、长城等客户的直供订单, 或将助力公司传动业务进一步增长。

图21: 2020H1 国内主流车企中大众、长城、比亚迪 DCT 占比较高

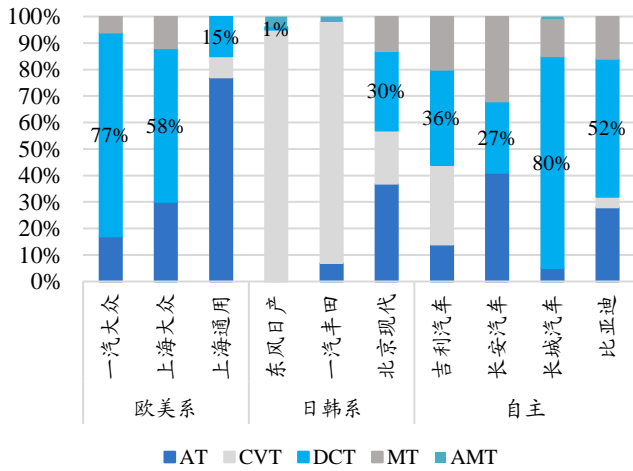
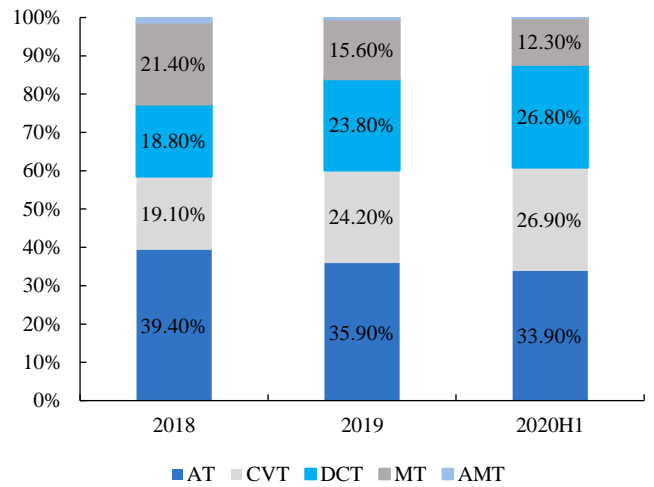


图22: 近三年国内 CVT 及 DCT 变速器占比有所提升



数据来源: 上险数、车聚网、开源证券研究所

数据来源: 上险数、车聚网、开源证券研究所

IPO 及可转债募资扩产助力自动变速箱阀板业务放量, 未来有望持续贡献增量。公司 2016-2018 年自动变速箱阀体产能利用率持续攀升, 于 2018 年达到 85.9%, 产能利用率接近瓶颈。2018 年 12 月末公司自动变速箱类零部件年产能约为 144 万套, 公司 IPO 募集资金 4.5 亿元投资年产 150 万套汽车零部件项目, 其中将新增自动变速箱零部件产能 120 万套。据公司投资者关系记录表, IPO 募投项目于 2020 年 4 月结项, 于 2020Q4 达到满产状态。2021H1 公司自动变速箱阀板业务销售收入同比增长 174.19%, 毛利率同比提升了 3.32pcts。2021 年公司发行可转债募集资金继续扩充传动零部件产能, 据公司可转债募集说明书, 2022-2024 年安徽综合性生产基地一期项目将逐步投产, 预计将使传动零部件新增年销量达到 117、273、390 万件, 新项目主要用于高端零部件制造, 预计高端传动零部件销售单价较 2020 年有望明显提升。

图23: 公司自动变速箱阀体产能利用率 (%) 持续提升

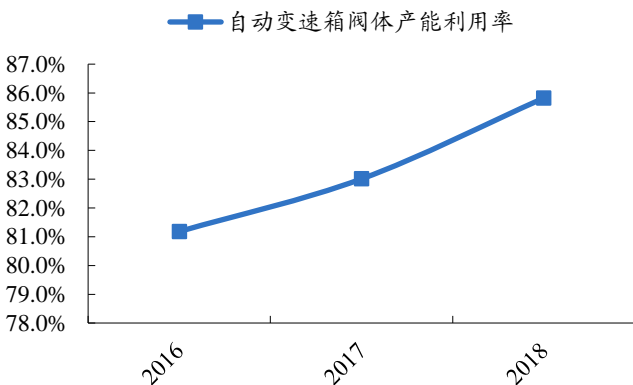
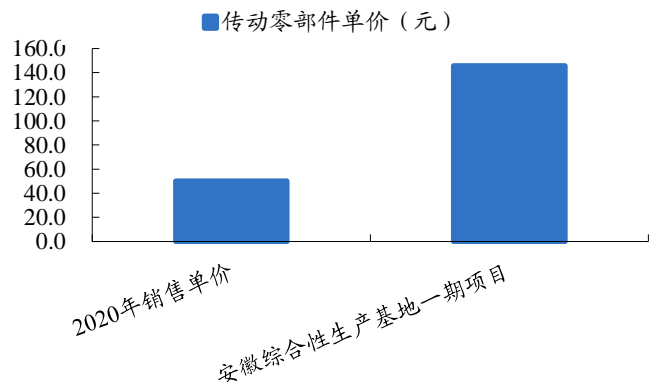


图24: 公司 2021 年可转债募投项目中高端传动零部件销售单价预计较 2020 年销售单价将有明显提升



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、公司可转债募集说明书、开源证券研究所

2.3、增长线：前瞻性布局终迎收获，新能源汽车零部件持续放量

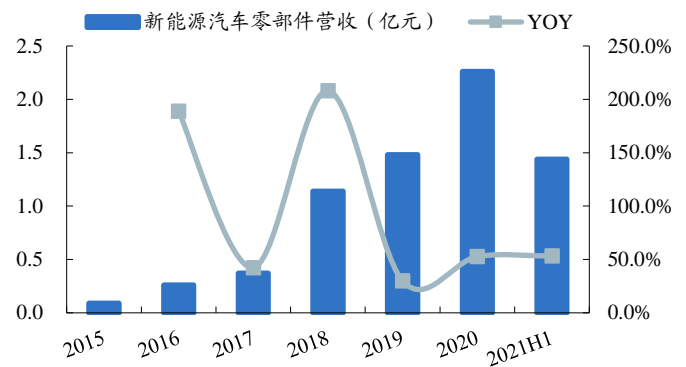
公司新能源汽车相关产品围绕“三电”系统不断完善升级，形成了以电机壳体组件、电控壳组件、逆变器壳体组件等动力总成重要零部件为主的产品结构。公司新能源汽车零部件营收快速增长，从2016年的0.09亿元增长至2020年的2.26亿元，CAGR为90.5%。受益于天津大陆MER3轴传动电机壳、PSA逆变器壳体、匈牙利博世的宝马系列逆变器壳体以及联合汽车电子公司的多个项目的增量，2020年公司新能源业务实现大幅增长。公司新能源汽车零部件客户广泛，如长城、比亚迪、宝马、大众、奥迪、戴姆勒、标致雪铁龙、雷诺、沃尔沃、捷豹路虎、本田、日产、现代、福特野马、蔚来等。

图25：公司新能源汽车零部件主要产品包括逆变器外壳、电机组件等



资料来源：公司官网

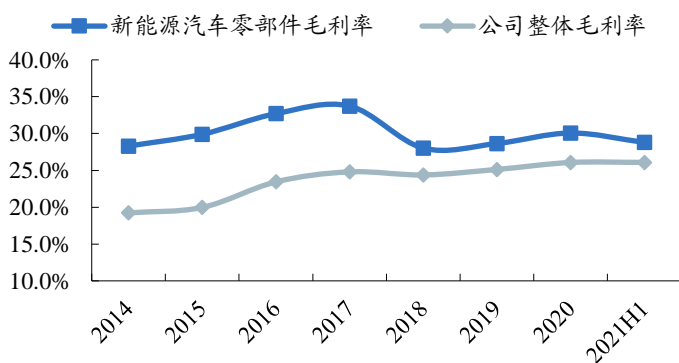
图26：2015-2020年新能源汽车零部件营收 CAGR 为 90.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

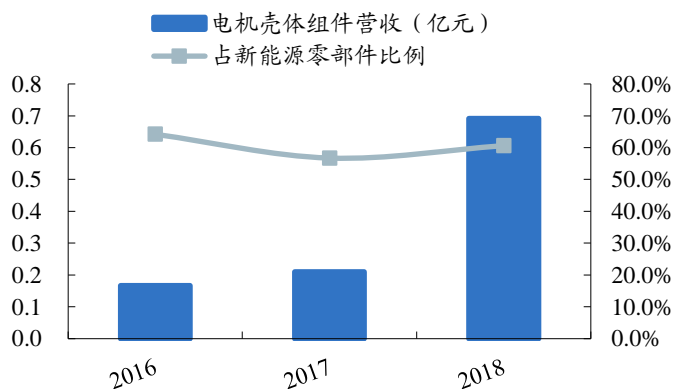
近年来公司新能源汽车零部件业务毛利率相对稳定，高于公司整体毛利率水平。分产品来看，2016-2018年电机壳体产品占新能源零部件营收比例较高，约为60%。公司2018年电机壳体组件营收快速增加，主要系对法雷奥集团供应的电机壳体组件进入量产。

图27：公司新能源汽车零部件毛利率高于公司整体毛利率



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：电机壳体产品占新能源营收比例较高



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

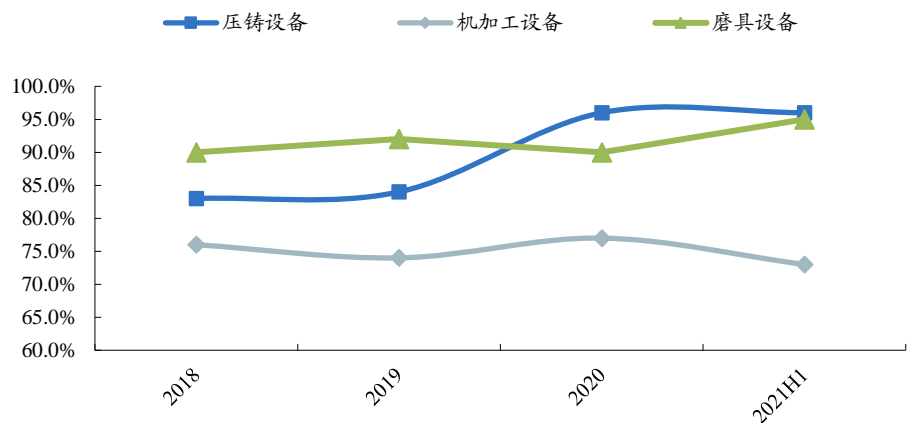
2021年以来公司新能源业务多点开花，接连斩获重磅订单。公司已披露的订单主要包括：变速箱阀板配套比亚迪超级混动平台；变速器壳体组件配套长城柠檬平台；新能源汽车电机壳体和电控壳体供货采埃孚，间接配套吉利路特斯；氢燃料系统400v壳体和700v壳体供货博世。此外，公司已成功通过相关客户的准入审核，新能源业务将拓展至电池构件领域，这标志着公司产品实现了对新能源汽车“三电系统”的覆盖。

表5：2021年以来，公司新能源业务订单收获颇丰

客户	项目产品	金额	预计供货时间
弗迪动力	变速箱阀板终端装配比亚迪秦 plus-dmi 平台	4 亿元	2021-2025 年
蜂巢传动	变速器壳体组件配套长城柠檬平台	12 亿元	2021-2025 年
采埃孚	新能源汽车电机壳体和电控壳体	3.75 亿元	2022-2030 年
美资电动车	-	-	2021H1 开始
博世	氢燃料系统 400v 壳体、700v 壳体	-	研发顺利，将根据需求量产交付

资料来源：公司公告、公司 2021 年中报、开源证券研究所

积极进行产能扩张，助力长远发展。据公司可转债募集说明书及投资者活动记录表，公司压铸设备 2021H1 利用率达 96%，目前产能较为紧张，公司 2021 年起新获取订单数目较多，目前扩产工厂迫在眉睫。随着订单的逐步增多且设备利用率接近瓶颈，公司在马鞍山、天津、匈牙利等地投资项目进行扩产。公司目前订单较为饱满，预计产能释放后或将为公司带来显著业绩增量。

图29：公司设备利用率达到较高水平（%）


数据来源：公司可转债募集说明书、开源证券研究所

表6: 公司在多地布局项目, 扩充产能助力长远发展

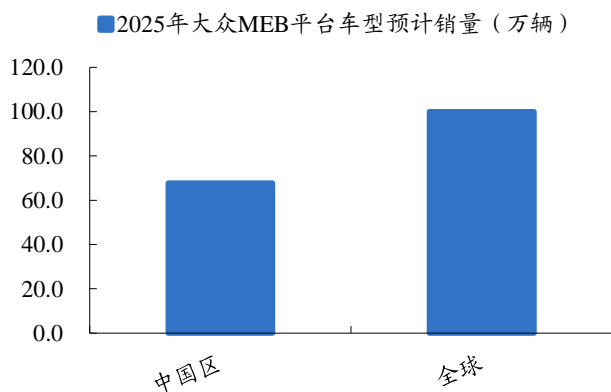
基地选址	投资金额	规划周期	年产能	业绩预期	投产预期	备注
马鞍山分公司	一期 13 亿元	36 个月	4 万吨铝压铸	一期满产 11.2 亿元营收	2021 年 10 月	汽车零部件智能制造项目 (一期)
	二期 7.5 亿元					-
匈牙利研发和生产基地	不超过 6000 万欧元	12 个月	200 万件	营收 3374 万欧元, 利润 457 万欧元	2022 年中期	主要用于新建新能源汽车零部件以及转向系统零部件生产线
天津分公司	1.5 亿元	4 个月	-	-	进入量产模式	主要进行新能源汽车零部件的机加工业务

资料来源: 公司公告、公司微信公众号、开源证券研究所

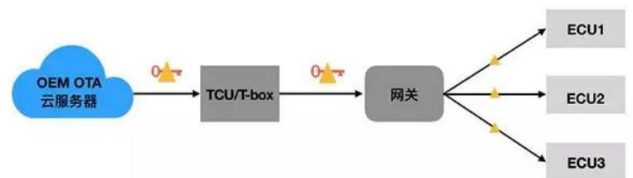
2.4、爆发线&天际线: 组件业务初露锋芒, 天际线软件系统加大布局

公司从单一的零部件业务逐步拓展到组件业务, 不断提高产品附加值。目前公司获得大陆集团电子驻车模组业务, 为大陆集团电子刹车系统配套组件, 量产配套大众 MEB 平台。大众汽车计划 2025 年 MEB 平台车型全球销量为 100 万台, 其中中国区销售占比将达到 2/3, 将覆盖大众汽车集团旗下的 4 个品牌共 27 款车型。大众 MEB 平台即将进入放量期, 有望为公司贡献营收增量。

公司爆发线业务初露锋芒, 展望未来, 公司将针对下一代动力总成发展趋势, 在新材料、新工艺以及创新性模组和系统总成方向大幅度投入资源, 争取突破传统汽车零部件行业价值链的格局。天际线方面, 公司将加大在软件系统上的投入, 研究中的数字悬架将具备 OTA 功能 (无线升级功能), 直接触达客户。公司力争突破传统汽车零部件供应商的天花板, 具备服务运营商的能力。

图30: 大众 MEB 车型销量预计 2025 年达到 100 万辆


数据来源: 爱卡汽车、开源证券研究所

图31: OTA 技术在汽车升级中发挥关键作用


资料来源: Ofweek

3、一体压铸加快布局，蓝海市场孕育新机遇

3.1、汽车铝压铸件渗透率有望提升，特斯拉引领压铸技术升级趋势

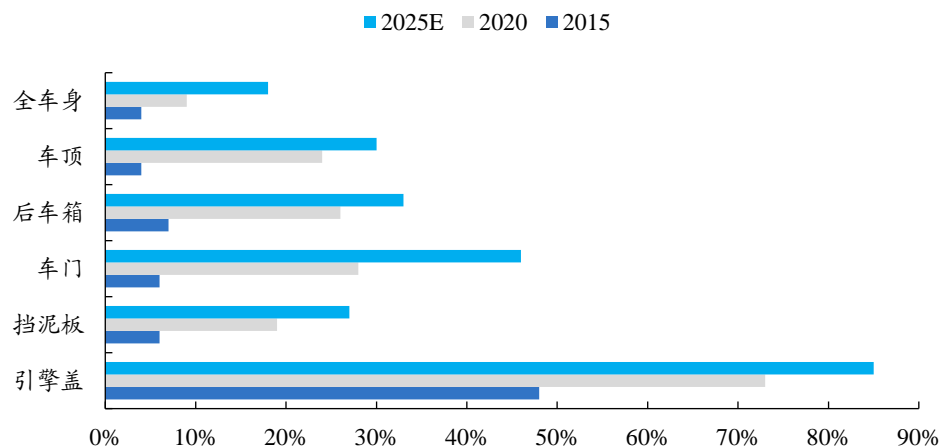
轻量化趋势下，铝合金压铸件在汽车主要部件中的渗透率有望提升，车身结构件是铝压铸行业的蓝海市场。压铸是一种利用高压强制将金属熔液压入形状复杂的金属模内的一种精密铸造法，目前压铸技术是铝合金部件的主要生产方式。铝合金材料压铸件较于钢材而言，在降低重量的同时能够实现较为复杂的结构并满足力学性能要求，近年来其在汽车各个主要部件的使用率都明显提升。铝合金压铸件在汽车引擎系统、传动系统、转向系统、制动系统及车身结构件均有广泛的应用。根据国际铝业协会数据，2018年传统燃油车中铝合金车身结构件渗透率为3%，电动汽车中渗透率为8%，是汽车部件中铝合金材料渗透程度最低的，车身结构件是铝合金压铸行业中的蓝海市场。

表7：铝合金压铸件在汽车引擎、传动、转向、制动、车身结构件等领域均有应用

分类	典型铝合金压铸件产品举例
引擎系统	缸体、缸体盖、缸盖罩、水泵壳体、发电机壳体等
传动系统	变速器壳体、变速器油路板、离合器壳体等
转向系统	齿条壳体、转向管柱等
制动系统	活塞、刹车踏板等
车身结构件	覆盖件（车盖、车门等）、保险杠支架、减震塔盖、纵横梁等

资料来源：文灿股份官网、泉峰汽车官网、开源证券研究所

图32：铝合金压铸件在汽车主要部件的渗透率有望提升

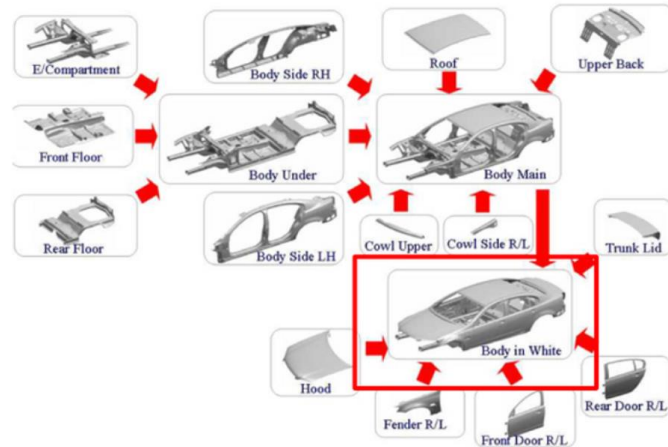


数据来源：Ducker Worldwide、文灿股份招股说明书、开源证券研究所

传统汽车车身制造以冲压+焊接为核心工艺。压铸是大多数汽车零部件制造的第一道核心工艺，焊接指将车身结构件如车身横梁、骨架等数百种零件进行数千次焊接进行连接。传统汽车车身制造工序较多，生产时间较长。

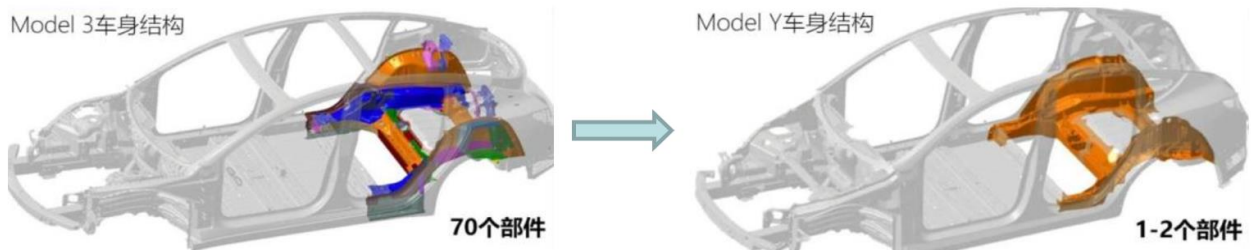
特斯拉采取一体压铸的方式改良了传统压铸工艺，并应用于车身制造中。以目前已经应用该技术的 ModelY 后底板制造为例，其使用 6000T 压铸机一体成型，零件数从 70 多个减少为 1-2 个，焊点大约由 700-800 个减少到 50 个，同时制造时间由原来的 1-2 小时缩减至 3-5 分钟，效率大幅提升。

图33: 传统车身制造需要对百种结构件进行数千次焊接



资料来源: Azuko Technical Institute

图34: Model Y 采取一体压铸的方式将 Model 3 后底板 70 个部件集成为 1-2 个部件



资料来源: 汽车之家

一体压铸具备较高的技术壁垒，主要体现在材料、模具、设备、热处理工艺等方面。材料方面，应用于大型一体压铸件的铝合金材料需要有优异的铸造性能，具备高延伸率及较高强度，以满足安全性能(碰撞测试)要求和零件连接要求。模具方面，由于压铸机的锁模力较大，模具受挤压后容易产生应力变形，因此对模具加工的平整度以及密封性有着很高的要求。设备方面，高真空压铸对压铸单元的性能要求大幅提升，一般要求压铸机具有大吨位和合模力、高压射重复性、短的填充时间、高的压射速度等特点。热处理工艺方面，为解决热处理过程中出现的变形问题，需要对压铸模具和压铸工艺进行系统的设计优化，合理布局充型顺序，使结构件整体实现顺序凝固。

3.2、公司加大一体压铸投入，处于较为领先地位

在一体压铸技术领域，公司加大研发及资源投入。截至 2021H1，南京总部的 2700T 压铸机已经进入量产使用状态，5000T 的压铸机已完成调试，预计 2021 年下半年起将用于产品量产。马鞍山生产基地作为公司最主要的大型压铸产能部署地，总投资额约 20.5 亿元，其中固定资产投资 11 亿元，首批将增设 2700T 两台，3000T、4200T、4400T、6000T、8000T 各一台大型压铸设备。此外，公司的匈牙利工厂也将布局大型压铸设备，抓住技术变革的机遇，进一步提升公司在欧洲市场的竞争力。

国内压铸厂商中，泉峰汽车、文灿股份、拓普集团步伐领先。与国内其他压铸厂商相比，泉峰汽车一体压铸进展迅速，2700T 压铸机已进入量产使用状态，5000T 的压铸机完成安装调试，并且将新增 7 台大型压铸设备。文灿股份在一体压铸领域亦具备较强竞争力，2021H1 订购包括 2 台 6000T、3 台 4500T、1 台 3500T、1 台 2800T 共 7 台大型压铸机。文灿股份目前已经获得一体化车身结构件后地板项目的定点，在大型一体化车身结构件产品领域位于行业前列。拓普集团于 2021 年 9 月与力劲科技签约 21 台压铸单元，将围绕汽车轻量化及大型汽车结构件一体化成型项目展开布局。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

汽车传动零部件：从 2021 年开始，公司传动零部件进入到长城的直供项目以及比亚迪的供应链，产能有序扩张助力增长。预计 2021-2023 年公司汽车传动零部件营收分别为 5.82、7.56、9.45 亿元，毛利率为 29.5%、30.0%、30.5%。

汽车转向与刹车零部件业务：法雷奥 EPS 及博世华域转向齿轴订单持续放量，未来或稳步贡献增量业绩。预计 2021-2023 年公司转向与刹车零部件业务营收分别为 1.81、2.26、2.71 亿元，毛利率为 29.0%、29.5%、30.0%。

新能源汽车零部件业务：公司新能源汽车零部件业务订单饱满，同时积极扩充产能，为长期增长提供动力。预计 2021-2023 年公司新能源汽车零部件业务营收分别为 3.62、5.60、8.41 亿元，毛利率为 28.8%、29.5%、30.2%。

汽车引擎零部件业务：博格华纳、马勒等项目量产贡献增量，电机端盖业务拓展助力引擎零部件向新能源领域升级。预计 2021-2023 年公司汽车引擎零部件业务营收分别为 3.60、4.25、4.93 亿元，毛利率为 22.8%、23.0%、23.0%。

表8: 公司营收拆分及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
汽车传动零部件营收 (百万元)	432.1	415.4	581.6	756.1	945.1
YOY	11%	-4%	40%	30%	25%
毛利率	28.4%	29.5%	29.5%	30.0%	30.5%
汽车转向与刹车零部件营收 (百万元)	113.2	150.7	180.8	226.0	271.2
YOY	7%	33%	20%	25%	20%
毛利率	27.7%	30.7%	29.0%	29.5%	30.0%
新能源汽车零部件营收 (百万元)	147.8	225.9	361.5	560.3	840.5
YOY	29%	53%	60%	55%	50%
毛利率	28.7%	30.1%	28.8%	29.5%	30.2%
汽车引擎零部件营收 (百万元)	246.1	300.0	360.0	424.8	492.8
YOY	20%	22%	20%	18%	16%
毛利率	22.9%	23.0%	22.8%	23.0%	23.0%
汽车热交换零部件营收 (百万元)	179.9	170.1	176.9	185.7	191.3
YOY	-8%	-5%	4%	5%	3%
毛利率	23.3%	22.2%	21.2%	21.5%	21.5%
家用电器零部件营收 (百万元)	112.8	110.4	104.9	99.7	94.7
YOY	-32%	-2%	-5%	-5%	-5%
毛利率	13.6%	13.2%	12.2%	12.0%	12.0%
其他业务营收 (百万元)	29.6	25.6	24.3	23.1	21.9
YOY	-1.2%	-13.8%	-5.0%	-5.0%	-5.0%

数据来源: Wind、公司年报、开源证券研究所

4.2、盈利预测及估值

综上, 预计 2021-2023 年公司营收为 18.05、23.24、30.06 亿元, 归母净利润为 1.72、2.43、3.51 亿元, EPS 为 0.85、1.21、1.74 元/股, 对应当前股价 PE 为 45.2、31.9、22.1 倍, 行业 3 家可比公司 PE 均值为 57.3、33.2、24.3 倍。我们认为公司一体压铸布局较为领先, 新能源汽车零部件业务或将为公司贡献重要业绩增量, 首次覆盖给予“买入”评级。

表9: 可比上市公司估值 (PE/PEG)

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	PE			EPS			PEG
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	(2023)
603348.SH	文灿股份	买入	113.65	43.35	86.70	37.70	22.58	0.50	1.15	1.92	0.29
600933.SH	爱柯迪	未评级	150.16	17.44	32.89	23.07	19.09	0.53	0.76	0.91	0.91
601689.SH	拓普集团	买入	629.71	57.14	52.42	38.87	31.22	1.09	1.47	1.83	1.17
	均值				57.34	33.21	24.30				
603982.SH	泉峰汽车	买入	77.57	38.51	45.16	31.92	22.12	0.85	1.21	1.74	0.50

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘日期为 2021/11/15, 爱柯迪盈利预测数据来自 Wind 一致预测; 文灿股份、拓普集团盈利预测数据来自开源汽车团队)

5、风险提示

乘用车销量不及预期、产能扩张进度不及预期、新能源汽车渗透率不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1064	1156	1520	1819	2365
现金	195	271	361	465	601
应收票据及应收账款	301	371	603	618	932
其他应收款	4	5	8	9	12
预付账款	4	6	7	10	13
存货	259	297	385	523	621
其他流动资产	300	206	156	194	185
非流动资产	1055	1075	1281	1516	1970
长期投资	0	0	14	19	25
固定资产	909	902	1106	1345	1789
无形资产	76	81	78	77	76
其他非流动资产	70	92	82	76	80
资产总计	2118	2231	2800	3335	4335
流动负债	458	649	750	1084	978
短期借款	95	178	345	333	261
应付票据及应付账款	280	352	305	604	571
其他流动负债	83	120	100	146	145
非流动负债	196	23	-21	-41	-43
长期借款	183	0	-38	-61	-61
其他非流动负债	12	23	17	21	19
负债合计	654	672	729	1043	935
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	200	201	201	201	201
资本公积	979	994	994	994	994
留存收益	286	377	522	714	1007
归属母公司股东权益	1465	1560	2072	2292	3400
负债和股东权益	2118	2231	2800	3335	4335

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	285	212	159	344	486
净利润	86	121	172	243	351
折旧摊销	110	120	107	139	186
财务费用	30	16	19	24	25
投资损失	0	-1	-4	-2	-3
营运资金变动	54	-71	-128	-62	-71
其他经营现金流	5	28	-7	2	-3
投资活动现金流	-242	6	-164	-174	-236
资本支出	112	127	203	231	445
长期投资	-130	132	-14	-8	-6
其他投资现金流	-260	265	25	49	203
筹资活动现金流	25	-133	-113	-35	-51
短期借款	-213	82	-41	21	-10
长期借款	-134	-183	-38	-16	0
普通股增加	50	1	0	0	0
资本公积增加	402	15	0	0	0
其他筹资现金流	-81	-49	-34	-39	-40
现金净增加额	69	86	-118	136	199

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1251	1386	1805	2324	3006
营业成本	936	1025	1335	1694	2163
营业税金及附加	7	11	11	15	20
营业费用	38	41	52	67	84
管理费用	75	84	105	130	162
研发费用	80	83	108	139	180
财务费用	30	16	19	24	25
资产减值损失	-3	-0	0	0	0
其他收益	6	7	7	6	7
公允价值变动收益	1	2	0	1	1
投资净收益	0	1	4	2	3
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	92	133	186	263	381
营业外收入	1	2	1	1	2
营业外支出	0	1	0	0	1
利润总额	92	134	187	264	382
所得税	7	13	16	21	31
净利润	86	121	172	243	351
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	86	121	172	243	351
EBITDA	213	253	296	404	564
EPS(元)	0.43	0.60	0.85	1.21	1.74

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	4.0	10.8	30.3	28.7	29.4
营业利润(%)	-5.2	44.7	40.4	41.1	44.9
归属于母公司净利润(%)	-6.3	40.8	42.0	41.5	44.3
获利能力					
毛利率(%)	25.1	26.1	26.0	27.1	28.0
净利率(%)	6.9	8.7	9.5	10.5	11.7
ROE(%)	5.9	7.8	10.0	12.5	15.4
ROIC(%)	5.5	6.9	8.5	11.0	14.0
偿债能力					
资产负债率(%)	30.9	30.1	26.0	31.3	21.6
净负债比率(%)	5.8	-6.0	-3.1	-9.9	-17.6
流动比率	2.3	1.8	2.0	1.7	2.4
速动比率	1.3	1.0	1.3	1.0	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	3.6	4.1	3.7	3.8	3.9
应付账款周转率	3.9	3.2	4.1	3.7	3.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.60	0.85	1.21	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.42	1.05	0.79	1.71	2.41
每股净资产(最新摊薄)	7.27	7.74	8.52	9.65	11.32
估值比率					
P/E	90.3	64.1	45.2	31.9	22.1
P/B	5.3	5.0	4.5	4.0	3.4
EV/EBITDA	36.4	30.3	26.1	18.7	13.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn