

福然德(605050.SH)买入(首次评级)

公司深度研究

市场价格(人民币): 13.06元

目标价格(人民币): 17.00元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.35	
已上市流通A股(亿股)	1.52	
总市值(亿元)	56.81	
年内股价最高最低(元)	20.67/10.11	
沪深300指数	4779	
上证指数	3523	
人民币(元)	成交金额(百万元)	
19.04	1200	
17.38	1000	
15.72	800	
14.06	600	
12.4	400	
10.74	200	
9.08	0	
210121	210421	
210721	211021	
220121		
成交金额	福然德	沪深300

汽车钢材物流供应链龙头，切入铝压铸赛道**公司基本情况(人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,481	6,689	9,577	11,496	13,261
营业收入增长率	-2.35%	22.04%	43.17%	20.05%	15.35%
归母净利润(百万元)	279	307	338	430	530
归母净利润增长率	-5.23%	9.95%	10.23%	26.96%	23.33%
摊薄每股收益(元)	0.775	0.706	0.778	0.988	1.218
每股经营性现金流净额	1.11	0.16	-0.12	0.34	0.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.31%	10.58%	10.90%	12.78%	14.40%
P/E	N/A	15.32	18.29	14.41	11.68
P/B	N/A	1.62	1.99	1.84	1.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 第三方钢材物流供应链企业，汽车板材加工产能快速释放
 - ✓ 我国汽车行业用钢占钢材消费总量 5%左右，2020 年我国汽车行业钢材消费量 5250 万吨。汽车用钢中钢板占比超过 50%，汽车行业钢材用量约占汽车总重量的 70%左右。汽车钢铁物流定价模式一般为“基材价格+综合服务费”。
 - ✓ 公司主要为中高端汽车、家电等行业企业或其配套厂商提供完整的钢材物流供应链服务，下游汽车钢材行业营收占比 60%，根据测算，2020 年公司在汽车钢材行业市占率约 7.5%，行业地位优势显著。
 - ✓ 公司经营模式为“以销定产”，实行“多对多”供应链体系，拥有九大加工中心，汽车板材加工产能 100 万吨，募投项目新增产能 71.5 万吨，并已于 2021 上半年陆续投产，产能处于爬坡期。此外，公司计划投资 3 亿元在安徽建设新能源汽车板加工项目，建设周期 18 个月。
- 依托产业集群优势，定增切入铝合金压铸赛道
 - ✓ 铝合金是应用最广泛的汽车轻量化材料，代替钢铁可使整车重量减轻 30%-40%。动力系统铝合金压铸件渗透率高于 90%，轻量化和一体化压铸趋势下，底盘和车身渗透率有望逐年提升。
 - ✓ 公司计划投资 4.8 亿元在安徽建设新能源汽车铝压铸生产基地项目，借助上游铝材资源（战略合作企业南山铝业）和下游客户资源，依托产业集群优势和客户优势，切入铝压铸赛道。项目建设周期 24 个月，公司分别购置了 3500 吨、4200 吨和 6200 吨三套压铸岛及周边配套设备。
 - ✓ 2021 年 7 月，公司与亚威携手发布激光落料技术，其材料利用率比冲压落料平均提高 10%以上，且无需模具，成本降低，柔性化落料生产。

盈利预测&投资建议

- 预计 21-23 年公司实现归母净利润分别为 3.38 亿元、4.30 亿元、5.30 亿元，实现 EPS 分别为 0.78 元、0.99 元、1.22 元，对应 PE 分别为 18 倍、14 倍、12 倍。估值采用 PE 法，给予公司 22 年 17 倍 PE，对应市值 73 亿元，目标价 17 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 下游行业波动风险；原材料价格波动风险；股东减持风险等。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
 niwenyi@gjzq.com.cn

内容目录

一、第三方钢材物流供应链服务企业	4
二、汽车用钢规模大，板材加工产能释放	6
2.1 汽车行业用钢需求量大，新能源汽车提供发展机遇	6
2.2 汽车板材供应链龙头，产能持续扩张	8
三、依托产业优势，切入铝合金压铸赛道	11
3.1 汽车轻量化大势所趋，铝压铸材料渗透率将提升	11
3.2 投资建设新能源汽车铝压铸生产基地项目	14
3.3 激光落料技术落地，推进智能加工供应链的高质量发展	15
四、盈利预测&投资建议	17
五、风险提示	18

图表目录

图表 1：公司产品分类	4
图表 2：公司营收（亿元）与增速（%）	4
图表 3：公司归母净利润（亿元）与增速（%）	4
图表 4：2020 年分产品营收占比（%）	5
图表 5：2020 年分行业营收占比（%）	5
图表 6：公司分产品毛利率（%）	5
图表 7：2020 年公司加工配送业务成本结构（%）	5
图表 8：钢材市场价格走势（元/吨）	5
图表 9：非公开发行募集资金使用计划	6
图表 10：中国汽车产量（万辆）与增速（%）	6
图表 11：中国新能源汽车产量（万辆）与增速（%）	6
图表 12：汽车用钢构成	7
图表 13：中国汽车行业钢材消费量（万吨）与增速（%）	7
图表 14：2020 年我国各车型钢材消耗量（万吨）与单辆车钢材耗量（吨/辆）	8
图表 15：汽车钢铁物流行业具有明显的区域性	8
图表 16：公司业务模式	9
图表 17：公司打破钢铁物流传统的模式	9
图表 18：公司业务布局	9
图表 19：公司 2020 年前五大客户销售情况	10
图表 20：公司 JIT 供货模式	11
图表 21：公司在建项目	11
图表 22：我国轻量化技术发展路线	12
图表 23：新能源汽车轻量化应用案例	12
图表 24：铝合金压铸件在汽车多领域均有应用	12

图表 25: 铝合金压铸件在车身部件的渗透率有望提升.....	13
图表 26: 海内外主要铝压铸件上市公司产品情况.....	13
图表 27: 特斯拉后底盘一体化压铸结构.....	14
图表 28: 特斯拉下一代全底盘压铸结构.....	14
图表 29: 投资建设新能源汽车铝压铸生产基地项目	15
图表 30: 大件薄料落料方法对照表.....	16
图表 31: 公司激光落料线.....	17
图表 32: 分业务盈利预测.....	17
图表 33: 可比公司估值表.....	18

一、第三方钢材物流供应链服务企业

- 公司主营业务为中高端汽车、家电等行业企业或其配套厂商提供完整的钢材物流供应链服务，包括采购、加工、仓储、套裁、包装、运输及配送等服务，以及相应的技术支持服务。
- 公司成立于 2004 年，前身为上海友钢钢材加工配送有限公司；2018 年 1 月，公司更名为福然德股份有限公司；2020 年 9 月，公司在上交所上市。公司实际控制人为崔建华和崔建兵兄弟，合计持股 65.17%。
- 公司销售的产品按是否经过加工分为加工配送类钢材和非加工配送类钢材，具体产品分为镀锌钢、冷轧钢、热轧钢、电工钢、彩涂钢等钢材卷料或板料，相关产品被用于中高端汽车及家电制造业等金属零部件的生产中。
- **加工配送：**公司根据下游客户订单进行采购后，按照客户对产品的具体需求对原材料进行进一步加工处理，然后进行销售；
- **非加工配送：**客户对产品无加工需求，公司根据客户订单进行采购后，按照客户的使用需求将产品直接进行销售。

图表 1：公司产品分类

序号	产品名称	用途
加工配送类	镀锌板（带）、冷轧板（带）、热轧板（带）、彩涂板（带）、铝板	汽车零部件、家电制造
	无取向电工钢带	电机制造（汽车、家电等）
非加工配送类	镀锌板卷、冷轧板卷、热轧板卷	汽车零部件配套、家电制造、贸易
	电工钢卷（无取向/有取向）	电机制造、电梯制造、贸易
	彩涂板卷	工业厂房建造、贸易

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 汽车钢材营收占比 60%，盈利能力稳定

- 2019 年，由于国内汽车产量同比下降 7.5%，公司营收与利润均有小幅度的下滑，整体经营稳健。2021 年前三季度，汽车市场回暖，公司营收 70.65 亿元，同比增长 64.95%，归母净利润 2.53 亿元，同比增长 28.18%。
- 分产品看，2020 年加工配送与非加工配送营收占比分别为 52%、47%。根据 2019 年数据，加工配送各产品中镀锌占比最高，其次是冷轧和热轧，彩涂和电工钢及其他占比较小；非加工配送各产品中冷轧和镀锌占比较高，热轧、彩涂、电工钢及其他占比较小。
- 分行业看，公司主要为汽车和家电行业等制造企业提供各类钢材供应链服务，2020 年汽车钢材产品的销售收入占比 60% 左右，为公司的主要业务收入来源，家电钢材占比 13%。

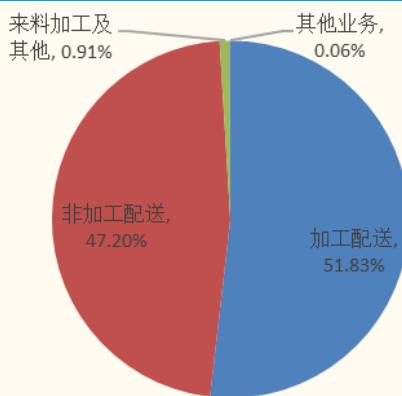
图表 2：公司营收（亿元）与增速（%）



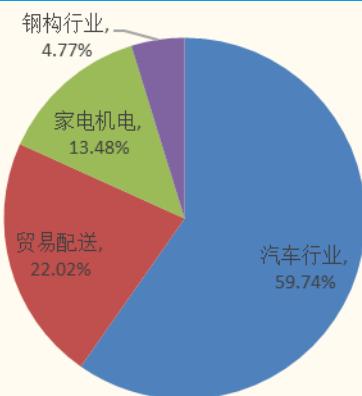
图表 3：公司归母净利润（亿元）与增速（%）



来源: wind, 国金证券研究所

图表 4: 2020 年分产品营收占比 (%)


来源: wind, 国金证券研究所

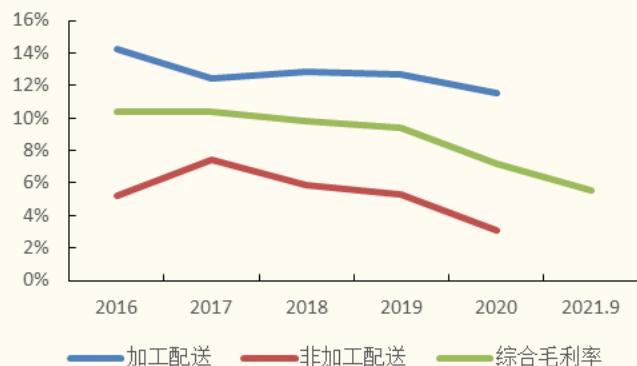
图表 5: 2020 年分行业营收占比 (%)


来源: wind, 国金证券研究所

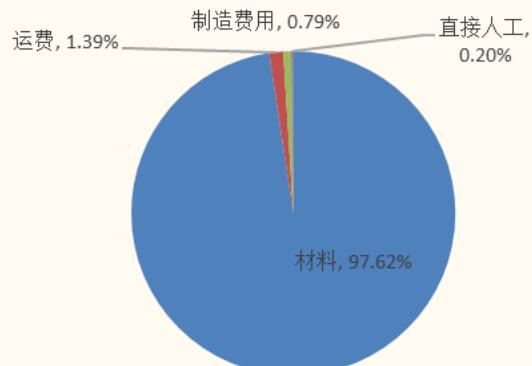
来源: wind, 国金证券研究所

■ 毛利率受多因素影响, 整体呈下滑趋势

- 2020 年, 由于会计准则的变化, 公司综合毛利率同比下降 2.25pcts。2021 年, 受原材料上涨约 20% 因素影响, 三季度综合毛利率较 2020 年下降 1.64pcts。分业务看, 加工配送毛利率较稳定, 非加工配送毛利率因市场竞争激烈明显下滑。
- 公司加工配送业务 98% 以上成本占比为原材料, 汽车家电板材等原材料属于大宗商品, 其价格受多方面因素影响波动较大。

图表 6: 公司分产品毛利率 (%)


来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 2020 年公司加工配送业务成本结构 (%)


来源: wind, 国金证券研究所

图表 8: 钢材市场价格走势 (元/吨)


来源: wind, 国金证券研究所

■ 非公开发行募集 6.5 亿元用于建设新能源汽车板和铝压铸项目

- 2021 年 11 月, 公司发布非公开发行 A 股股票预案, 数量不超过本次发行前公司总股本的 30%, 即不超过 1.3 亿股, 募集资金总额不超过 6.5 亿元, 扣除相关发行费用后的募集资金净额拟用于新能源汽车板生产基地项目、新能源汽车铝压铸建设项目和补充流动资金。
- 本次非公开发行 A 股股票方案已经公司第二届董事会第十三次会议审议通过, 尚需获得公司股东大会的审议通过以及中国证监会的核准。

图表 9: 非公开发行募集资金使用计划

序号	项目名称	项目投资额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
1	新能源汽车板生产基地项目	29,917.92	19,500.00
2	新能源汽车铝压铸建设项目	47,903.73	26,000.00
3	补充流动资金	19,500.00	19,500.00
合计		97,321.65	65,000.00

来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、汽车用钢规模大, 板材加工产能释放

2.1 汽车行业用钢需求量大, 新能源汽车提供发展机遇

我国汽车行业用钢占钢材消费总量 5%左右

- 近年来我国汽车行业处于稳定发展阶段, 根据中汽协数据, 2021 年 1-11 月, 汽车产销分别完成 2317.2 万辆和 2348.9 万辆, 同比分别增长 3.5% 和 4.5%, 我国巨大的汽车用钢量为钢铁物流及其细分行业提供了广阔的发展空间。
- “双碳” 目标提出的背景下, 下游新能源汽车行业有较大发展空间。根据中汽协数据, 2021 年 1-11 月, 新能源汽车产销分别为 302.3 万辆和 299 万辆, 同比均增长 1.7 倍, 已远超 2020 年全年产销量。
- 根据中汽协预测, 2022 年中国汽车总销量将达到 2750 万辆, 同比增长 5.4%。根据国金新能源组预测, 2022 年中国新能源车销量有望达到 500 万辆, 同比增长 56%。

图表 10: 中国汽车产量 (万辆) 与增速 (%)



图表 11: 中国新能源汽车产量 (万辆) 与增速 (%)



来源: 中汽协, 国金证券研究所

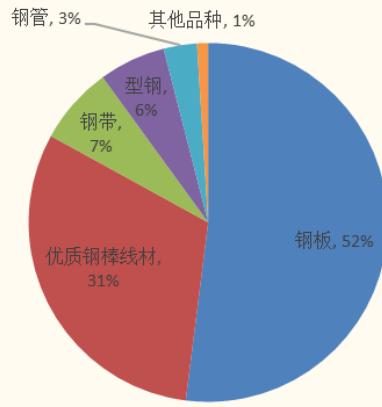
来源: 中汽协, 国金证券研究所

- 目前钢材是汽车制造的主要原料, 由于汽车制造用钢材品种较多, 包括钢板(冷轧板、热轧板、镀锌板等)、优质钢棒材(包括碳素结构钢、合金结构钢、弹簧钢、易切钢、冷镦钢、耐热钢等)、钢带、型钢、管材及其他品种。其中以钢板和优质钢材为主, 热轧板主要用于载重汽

车车架纵梁、横梁、车厢横梁、车轮轮辐、轿车的滚形车轮轮辋，轮辐等。冷轧板主要用于车身，要求钢板成形性能良好，表面质量好，厚度公差小。高端品牌乘用车车身用钢多为电镀锌板、热镀锌板。

- 以乘用车（包含轿车、SUV、MPV 和交叉型乘用车）为例，据前瞻产业研究院公布数据，汽车用钢中钢板占比最大，占全部用钢的 52% 左右，其次是优质钢（包括碳素结构钢、合金结构钢、弹簧钢、易切钢、冷镦钢、耐热钢等，其中齿轮钢用量最多）占 31%、带钢占 6.5%、型钢占 7%、钢管占 3%、金属制品及其他占 1%。

图表 12：汽车用钢构成



来源：公司招股说明书，前瞻产业研究院，国金证券研究所

- 汽车制造业是我国钢材消耗量较大的行业，我国汽车行业钢材消费量与汽车产量密切相关，近两年我国汽车产量连续下降，汽车行业钢材消费量也随之下降。2020 年，我国汽车行业钢材消费量 5250 万吨，同比下降 1.9%，占我国 2020 年钢材消费总量的比重为 5.3%。

图表 13：中国汽车行业钢材消费量（万吨）与增速（%）



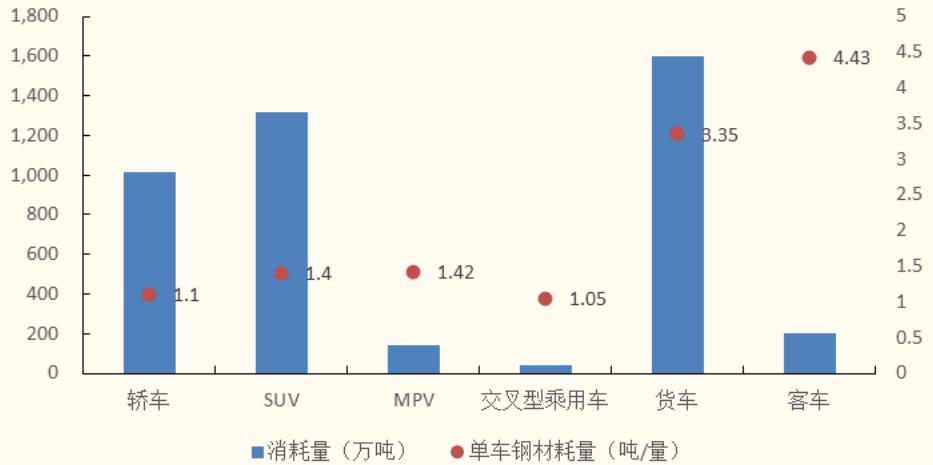
来源：《我国汽车行业用钢市场分析》，华经产业研究院，国金证券研究所

■ 汽车行业钢材用量约占汽车总重量的 70%左右

- 整车制造过程中，轿车单车钢材耗量 1.1 吨，SUV 单车钢材耗量 1.4 吨，MPV 单车钢材耗量 1.42 吨，交叉型乘用车单车钢材耗量 1.05 吨，火车单车钢材耗量 3.35 吨，客车单车钢材耗量 4.43 吨。
- 测算得出 2020 年整车制造各车型钢材消费量分别为轿车钢材消耗量 1011 万吨，SUV 钢材消耗量 1316 万吨，MPV 钢材消耗量 144 万吨，

交叉型乘用车钢材消耗量 41 万吨，客车钢材消耗量 201 万吨，货车钢材消耗量 1601 万吨。

图表 14：2020 年我国各车型钢材消耗量（万吨）与单辆车钢材耗量（吨/辆）



来源：《我国汽车行业用钢市场分析》，中国汽车工业协会，华经产业研究院，国金证券研究所

■ 汽车钢铁物流行业区域性特征显著，行业集中度与利润水平有望提升

- 汽车钢铁物流行业作为上游钢铁生产行业及下游汽车制造行业的中间环节，其行业的一般经营模式为根据下游客户需求向钢厂进行钢材采购，并按照终端客户需求进行加工后配送至客户，其定价模式一般为“基材价格+综合服务费”进行合理定价，其主要盈利来源于仓储、加工、配送等服务费用以及相关的 JIT、金融、信息等增值服务费用。
- 随着我国汽车产业的快速发展，汽车配套企业以整车厂为核心已经形成六大产业集群，分别为：东北汽车产业集群（黑龙江、吉林、辽宁）、环渤海汽车产业集群（北京、天津、河北）、长三角汽车产业集群（江苏、浙江、上海）、珠三角汽车产业集群（广东）、中部汽车产业集群（湖北、河南、安徽）和西南汽车产业集群（四川、重庆），因此汽车钢铁物流行业具有明显的区域性。

图表 15：汽车钢铁物流行业具有明显的区域性

汽车生产基地 代表性汽车企业

东北地区	一汽大众、一汽马自达、一汽解放、一汽通用、哈飞集团、华晨集团等
京津地区	北京现代、北京奔驰、一汽丰田、天津一汽、夏利、长城汽车等
华中地区	东风汽车、东风本田、东风悦达起亚、神龙汽车、广汽三菱等
西南地区	长安汽车、长安福特、长安铃木、长安沃尔沃、力帆汽车、一汽大众等
长三角地区	上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱、吉利汽车、江淮、奇瑞等
珠三角地区	广汽丰田、广汽本田、东风日产、长安雪铁龙、比亚迪等

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

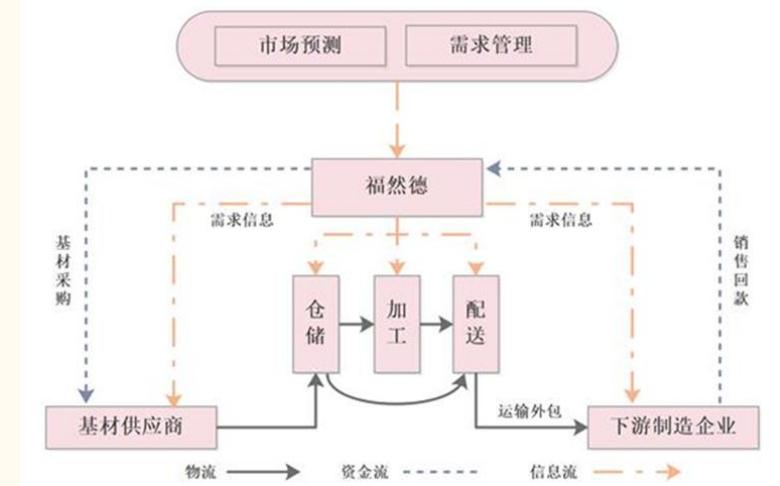
- 大型的汽车钢材物流供应链公司与国内主流汽车制造企业或上游钢铁制造企业逐渐形成了较稳定的合作关系。未来领先的大型汽车钢材物流供应链企业或将继续整合中小型物流企业，行业整体集中度将进一步提高。
- 随着行业内专业的第三方汽车钢铁物流企业的发展，企业的服务向多样化和深度化发展，行业内企业规模及市场覆盖能力整体增长，行业利润水平也将整体随之提升。

2.2 汽车板材供应链龙头，产能持续扩张

- “多对多”供应链体系，公司国内市占率约为 7.5%

- 根据前瞻产业研究院数据，汽车板材约占整体用钢的 52%左右，按此计算，2020 年汽车钢板需求量约为 2500 万吨。根据《中国冶金报》公布数据，按 39.50%的分销比例计算，通过分销渠道销售量约为 1000 万吨。2020 年公司汽车钢材销售量约 75 万吨，计算约占全国汽车钢材分销量的比例约 7.5%。
- 在业务模式上，公司打破了汽车钢铁物流基材供应商与整车厂商、家电厂商或其配套商等终端用户“一对一”、“一对多”或“多对一”供应的传统模式，利用自身规模化、信息化、品牌化优势，整合上游钢厂资源和下游终端用户需求，形成上游钢材基材供应商与终端用户“多对多”的供应链体系。

图表 16：公司业务模式



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：公司打破钢铁物流传统的模式

行业痛点	传统经营模式	公司经营模式
交易效率	由于存在多级分销商、代理商，传统钢贸流程在时间、资源方面均比较低效	直接对接终端客户需求和上游基材供应商供给，没有中间商环节，流程简单、高效，提高交易效率和价格透明度
供求信息	终端客户需求与上游钢材生产企业供给存在严重的信息不对称	直接收集终端客户需求信息，整合后对接上游钢材生产企业，信息传导直接、高效
抗风险能力、盈利能力	多层分销，逐层盘剥利润，各环节利润率较低；同时采用囤货销售模式，抗市场风险能力差	没有中间商挣差价，同时聚焦供应链价值增值环节，利润率高；以销定采模式，有效抵抗市场风险

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 九大生产基地，产业集群优势

- 公司整体业务布局围绕主流整车制造企业生产基地“临厂而建”，最大限度的贴近整车主机厂。目前公司在上海、重庆、长春建有生产基地，在南昌、佛山、青岛、成都、无锡、合肥、马鞍山等地设立销售子公司或办事处。
- 同时，公司还将继续扩展自身业务布局，目前公司已在宁德、开封、武汉、合肥等地新建加工配送中心，将形成“九大生产基地，辐射全国的营销网络”的业务布局。

图表 18：公司业务布局

子公司	主要经营地	建设状态	产能（万吨/年）
加工中心	上海然晟	建成	
	上海复岁	建成	
	重庆福然德	建成	100
	长春福然德	建成	
	武汉福然德	在建	24

	宁德福然德	宁德市	在建	19
	邯钢福然德	开封市	在建	24
	安徽福然德	舒城县	在建	
	安徽优尼科	舒城县	在建	
销售子公司 或办事处	万汇供应链	上海市	建成	
	上海久乐	上海市	建成	
	佛山友钢	佛山市	建成	
	南昌福然德	南昌市	建成	
	上海勤彤	上海市	建成	
	青岛福然德	青岛市	建成	
	马鞍山福然德	马鞍山市	建成	
	上海华汽钢	上海市	建成	

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 上下游资源稳定，规模优势显著

- 通过十余年的服务和开拓，公司凝聚了千余家稳定客户，并与国内主流汽车配套商、家电生产企业建立了战略合作。
- 上游，公司是宝武钢铁集团汽车板材的稳定服务商，是宝武钢铁集团彩涂、无取向电工钢产品认证经销商，是首钢集团汽车板材战略服务商，是邯宝钢铁、鞍钢蒂森克虏伯、本钢集团、唐山钢铁集团的汽车板年度协议服务商。
- 下游，认证通过后，公司已成为上汽大众、一汽大众、上汽乘用车、上汽通用、长安福特、沃尔沃、吉利汽车、江铃汽车等多个中高端合资品牌及自主品牌汽车配套商汽车钢板的稳定供应商。
- 公司 2020 年全年销售订单 70.08 亿元、实际完成销售 66.89 亿元，全年订单完成率为 95.45%。2020 年公司前五大客户销售占比 17.57%。

图表 19：公司 2020 年前五大客户销售情况

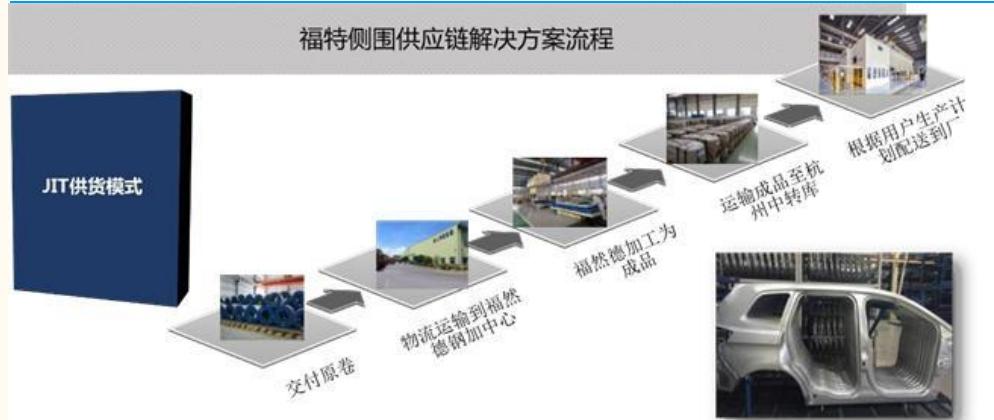
前五大客户	非加工配送 (万元)	加工配送 (万元)	2020 年营收占 比 (%)
中国宝武钢铁集团有限公司	30,186.48	3,175.97	4.99
张文瑾		29,902.58	4.47
陕西建设机械股份有限公司	18,947.79		2.83
顾灿兴	1,111.66	16,768.99	2.67
杭州市人民政府国有资产监督管理委员会	14,433.40	2,995.53	2.61

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 目前年加工能力 100 万吨，保供能力强

- 公司通过多年的发展和经验积累，一方面上游与国内主要的汽车钢材生产商建立了稳固的战略合作关系，能够提供各个钢厂不同规格、不同型号、不同特性的钢材原料。
- 目前公司在上海、重庆、长春三个生产基地配备 30 条生产线，年加工能力约 100 万吨左右，可加工钢材品类多达数百种，另外，公司在武汉、开封、宁德新建生产基地，全部达产后，可增加公司年加工能力约 67 万吨左右，另外，公司目前在三个生产基地建有仓库，仓储能力约为 310 万吨，能够最大限度的满足客户对产品的不同需求。
- 公司对部分客户实现 JIT (JustInTime) 的供货模式，即以小时为单位配送货物，在满足客户“保供”的前提下，实现客户“低库存”甚至“零库存”生产需求，同时提供完善的售后服务。

图表 20：公司 JIT 供货模式



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 拟投项目产能爬坡中，定增投建安徽新能源汽车板项目

- 公司 IPO 拟投项目中开封年剪切汽车钢板 24 万吨建设项目、武汉加工配送中心建设项目、宁德汽车板加工配送中心建设项目、上海加工配送中心产品升级优化等 4 个项目已于 2021 年上半年将陆续建成投产，完全达产时间 2-4 年，合计新增加工产能 71.5 万吨/年。
- 根据公告，公司拟设立全资子公司“安徽福然德汽车科技有限公司”投资建设新能源汽车板生产基地项目，总投资 3 亿元，建设周期 18 个月。项目达产后预计实现年均销售收入 85278.90 万元，达产后预计实现年均净利润 4390.79 万元。

图表 21：公司在建项目

项目名称	产能（万吨/年）	投资总额（万元）	项目类型	投产进度
开封年剪切汽车钢板 24 万吨建设项目	24	24,954.00	IPO 拟投项目	已投产
武汉加工配送中心建设项目	24	24,175.72	IPO 拟投项目	已投产
宁德汽车板加工配送中心建设项目	19	8,909.66	IPO 拟投项目	已投产
上海加工配送中心产品升级优化项目	4.5	4,917.18	IPO 拟投项目	已投产
营销网络与信息化管理平台升级建设项目		3,065.98	IPO 拟投项目	
安徽省舒城县杭埠园区新能源汽车板生产基地项目		29,917.92	定增项目	18 个月
合计	71.5			

来源：公司公告，公司招股说明书，国金证券研究所

三、依托产业优势，切入铝合金压铸赛道

3.1 汽车轻量化大势所趋，铝压铸材料渗透率将提升

■ 铝合金为汽车轻量化主要材料

- 汽车轻量化，是在保证汽车的强度、安全性和可靠性不降低的前提下，尽可能地降低汽车的整备质量，从而达到提高汽车的动力性、减少燃料消耗、降低排气污染的目的。新能源汽车发展过程中，续航里程是制约其发展和影响消费者选择的重要因素，在同等条件下，轻量化的车身无疑可以实现更高的续航里程。因此，新能源汽车发展将推动车用铝合金部件的发展。
- 铝的密度约为钢的 1/3，是应用最广泛的轻量化材料，铝代替传统的钢铁制造汽车零部件，可使整车重量减轻 30%-40%。其中铝质发动机可减重 30%，铝散热器比铜的轻 20%-40%，全铝车身比钢材减重 40% 以上，汽车铝轮毂可减重 30%。

- 政策上对铝合金等轻量化材料的鼓励导向也较为明显。2019年10月，国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2019年本）》，其中提到在鼓励类汽车类别中，将“铝合金、镁合金”列入轻量化材料应用项目。

图表 22：我国轻量化技术发展路线

	2020	2025	2030
车辆整备质量	较2015年减重10%	较2015年减重20%	较2015年减重35%
高强度钢	强度600MPa以上的AHSS钢应用达到50%	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的30%	2000MPa级以上钢材有一定比例的应用
铝合金	单车用铝量达到190kg	单车用铝量超过250kg	单车用铝量超过350kg
镁合金	单车用镁量达到15kg	单车使用镁合金25kg	单车使用镁合金55kg
碳纤维增强复合材料	碳纤维有一定使用量，成本比2015年降低50%	碳纤维使用量占车重2%，成本比上阶段降低50%	碳纤维使用量占车重5%，成本比上阶段降低50%

来源：《节能与新能源汽车技术路线图》，国金证券研究所

图表 23：新能源汽车轻量化应用案例

企业	车型	轻量化设计
特斯拉	Model S	全铝设计，95%结构采用铝合金材料
宝马	I系列	铝制底盘（碳纤维车身）
比亚迪	腾势	铝合金减速机支架、电机壳体、电池组外壳
江淮汽车	iEV 5	铝合金动力总成箱体
北京汽车	E150 II	铝合金动力总成箱体、电机壳体
长安汽车	逸动电动版	安全横梁、控制臂
上海蔚来	ES8	车身、底盘

来源：文灿股份可转债募集说明书，国金证券研究所

■ 轻量化趋势下铝合金压铸件渗透率有望提升

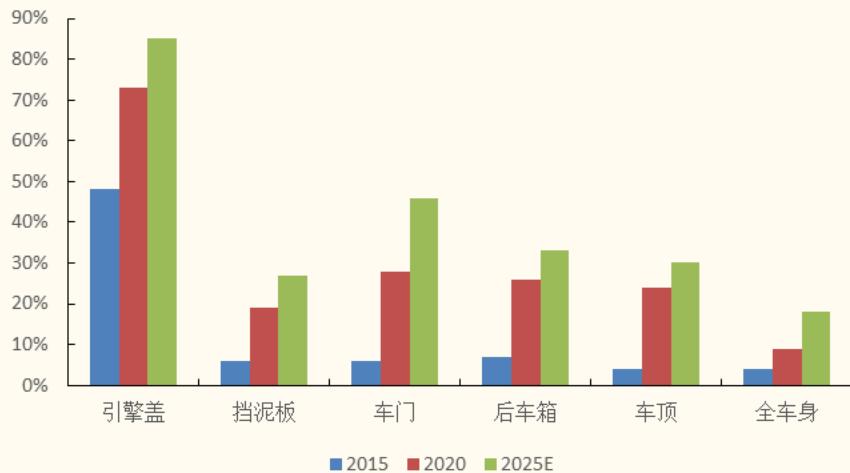
- 压铸是一种利用高压强制将金属熔液压入形状复杂的金属模内的一种精密铸造法，生产过程集合了材料、模具和工艺等各项技术能力，具备较高的技术壁垒，目前压铸技术是铝合金部件的主要生产方式。
- 铝合金压铸件在汽车引擎系统、传动系统、转向系统、制动系统及车身结构件均有广泛的应用。其中，动力系统铝合金的渗透率高于90%，底盘和车身结构件渗透率较低，在轻量化和一体化压铸背景下，有望逐步提升。

图表 24：铝合金压铸件在汽车多领域均有应用

分类	铝合金压铸件产品
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、横纵梁等

来源：文灿股份官网，泉峰汽车官网，国金证券研究所

图表 25：铝合金压铸件在车身部件的渗透率有望提升



来源: Ducker Worldwide, 文灿股份招股说明书, 国金证券研究所

- **铝压铸件行业集中度低, 竞争格局分散。**根据中国铸造协会数据, 我国压铸企业有 3000 多家, 其中汽车压铸件占压铸业总产量 70%, 汽车用压铸件中铝合金占比超 80%, 但绝大多数规模都比较小, 产量在万吨以上的仅有几十家, 竞争格局分散。国外成熟压铸企业数量较少, 但专业化程度高。

图表 26：海内外主要铝压铸件上市公司产品情况

公司	产品	
	大件	小件
Ryobi	发动机缸盖(10kg)、发动机缸体(12kg)、悬臂架(5kg)	发动机壳(0.2kg)
Ahresty	发动机缸盖(10kg)、发动机缸体(12kg)、悬臂架(5kg)、变速器(3-6kg)	后变速器壳(0.4kg)
Nemak	发动机缸体(12kg)、发电机支架(1.1kg)	发动机壳(0.2kg)机油泵外壳(0.22kg)
Georg Fischer	发动机缸盖(10kg)、发动机缸体(12kg)、进气歧管(2kg)	水泵泵体(0.5kg)
文灿股份	发动机缸体(12kg)、离合器壳(4.5kg)、汽车空调压缩机	油泵(1kg)、后变速器壳(0.4kg)
广东鸿图	发动机缸体(12kg)、发动机缸盖(10kg)、离合器壳(4.5kg)	滤油器(0.6kg)
派生科技	发动机缸体(12kg)进气歧管(2kg)	滤油器(0.6kg)、转向齿轮壳(0.7kg)
旭升股份	变矩器壳(4.5kg)、离合器壳(4.5kg)、发电机支架(1.1kg)	后变速器壳(0.4kg)
爱柯迪	进气歧管(2kg)	滤油器(0.6kg)、连杆(0.5kg)、转向盘(0.6kg)、滤油器(0.6kg)、启动电机(0.5kg)、制动踏板(0.5kg)、制动盘盖(0.4kg)

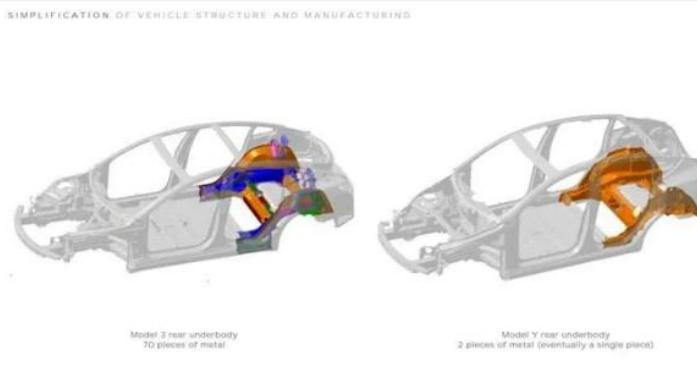
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

■ 传统车身制造工艺: 冲压-焊装-涂装-总装

- 主机厂的冲压车间主要负责生产高质量要求的大型外覆盖件 (侧围、发动机盖、翼子板、门外板等)。内部的结构件由分布在全国的供应商负责制造, 主机厂采购。
- 焊装车间在接收到冲压车间的覆盖件和供应商的结构件、分总成后, 将之组装连接 (包括焊接、铆接、涂胶等方式) 在一起, 形成汽车的白车身总成 (BIW)。
- 涂装车间负责对焊接完成后的 BIW 进行防腐和喷漆处理。

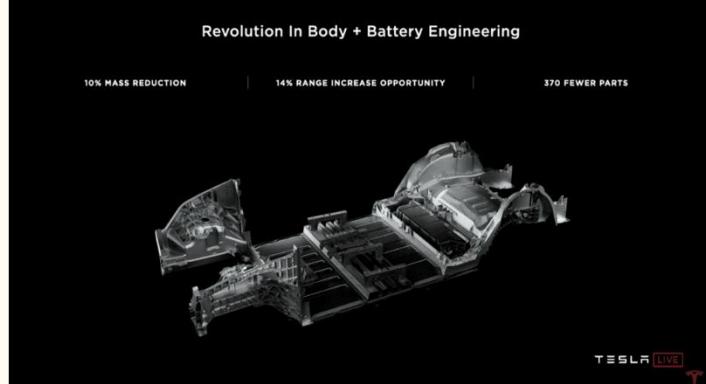
- 总装车间负责将电气、内外饰、动力总成等零部件组装到涂装后的BIW之上。
- **一体化压铸技术壁垒较高**
 - 材料方面，应用于大型一体压铸件的铝合金材料需要有优异的铸造性能，具备高延伸率及较高强度，以满足安全性能（碰撞测试）要求和零件连接要求。
 - 模具方面，由于压铸机的锁模力较大，模具受挤压后容易产生应力变形，因此对模具加工的平整度以及密封性有着很高的要求。
 - 设备方面，高真空压铸对压铸单元的性能要求大幅提升，一般要求压铸机具有大吨位和合模力、高压射重复性、短的填充时间、高的压射速度等特点。
 - 热处理工艺方面，为解决热处理过程中出现的变形问题，需要对压铸模具和压铸工艺进行系统的设计优化，合理布局充型顺序，使结构件整体实现顺序凝固。
- **特斯拉 Model Y 一体化压铸后底板总成，下车体总成重量降低 30%**
 - 2020 年 9 月，特斯拉宣布 Model Y 将采用一体化压铸后底板总成，利用 6000 吨压铸机 GigaPress 将 70 个零部件一体化压铸为 1-2 个大型铝铸件，可将下车体总成重量降低 30%，制造成本因此下降 40%。
 - 由于所有零件一次压铸成型，零件数量比 Model3 减少 79 个，焊点大约由 700-800 个减少到 50 个，由于应用了新的合金材料，特斯拉一体压铸的后底板总成不需要再进行热处理，制造时间由传统工艺的 1-2 小时缩减至 3-5 分钟，并且能够在厂内直接供货。
 - 特斯拉下一步计划将应用 2-3 个大型压铸件替换由 370 个零件组成的整个下车体总成，重量将进一步降低 10%，对应续航里程可增加 14%。

图表 27：特斯拉后底盘一体化压铸结构



来源：特斯拉官网，国金证券研究所

图表 28：特斯拉下一代全底盘压铸结构



来源：特斯拉官网，国金证券研究所

3.2 投资建设新能源汽车铝压铸生产基地项目

- 根据公告，公司拟设立全资子公司“安徽优尼科汽车科技有限公司”投资建设新能源汽车铝压铸生产基地项目，土地购置与固定资产投资额预计为人民币 4.8 亿元，建设周期不超过 24 个月。
- 公司将借助已有的上游铝材资源（战略合作单位南山铝业）和下游客户资源（主流汽车主机厂或其配套厂商），利用较为先进的铝压铸生产设备和生产工艺建设，在合肥或周边投资建设该项目。项目用地约 120 亩，建成约 4.85 万平方米的工业厂房，分别购置 3500 吨、4200 吨和 6200 吨合计三套压铸岛及周边配套设备。

图表 29：投资建设新能源汽车铝压铸生产基地项目

项目名称	投资总额（万元）	项目类型	建设周期	项目建设地点
新能源汽车铝压铸生产基地项目	47,903.73	定增	不超过 24 个月	安徽省舒城县杭埠园区

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 依托产业集群优势，客户高度重叠

- 本项目与公司目前的上游合作单位及下游客户关联度较高，且公司已掌握较为领先的铝压铸生产工艺并计划引进先进的铝压铸生产设备，且有合肥新能源汽车产业集群带来的汽车轻量化需求的加持。

■ 切入汽车结构轻量化赛道，提供多方位产品服务

- 随着市场竞争的日趋激烈，汽车零部件生产企业对上游供应商的需求已不仅是简单的仓储、加工、运输等方面需求，同时需结合汽车轻量化角度进行产品设计、加工以及先期介入业务等环节的整体考量。
- 公司从汽车板材的轻量化切入汽车结构构件和汽车底盘轻量化，两者核心理念与 EVI 的先期介入服务保持一致。此次通过铝压铸项目的建设实施，在有利于为客户提供汽车板供应链服务的同时还能为客户提供更具竞争力的产品，从而不断提升客户满意度。

■ 增强核心竞争力，提升盈利能力

- 近五年来，伴随着汽车轻量化政策的持续大力推行和新能源汽车产销量的迅速增长，铝合金压铸技术的难点不断得到攻克，全国铝合金产销量快速增长，铝合金在汽车行业的运用增速明显。因此，借助于公司已有的上下游客户资源，将有利于该项目的成功实施，同时还有助于增强公司核心竞争力以及提升市场持续盈利能力。

3.3 激光落料技术落地，推进智能加工供应链的高质量发展

激光落料的材料利用率比冲压落料平均提高 10%以上

传统上，用压力机把所需材料从板类母材上分离出来，称为落料。在汽车制造领域，目前出现的多种科技进步，对于汽车供应商来说是巨大的机遇。激光切割是先进制造方式之一，近年来在该领域得到了快速发展。

用激光切割机代替冲压落料线中的压力机，就形成了激光落料线，激光落料实现了完全数字化和柔性化落料生产，是重要的技术进步。与冲压落料相比，激光切割不需要冲裁搭边，排样不受模具限制而更灵活，因此激光落料的材料利用率比冲压落料平均提高 10%以上。

另一方面，由于使用卷板，材料利用率也显著高于使用定尺板的传统激光切割技术。材料利用率的提高，不仅带来经济效益，也显著降低了板材制造环节的碳排放。

在品质方面，激光落料必须克服传统激光切割存在的切缝渣瘤和切断不可靠的问题，才能应用于工业化落料生产，因此在激光落料线中需要使用新一代的激光切割机。新一代激光切割机采用皮带支撑和随动光缝替代了传统的齿板支撑，解决了上述问题，并使激光落料件的品质优于冲压落料件。

图表 30：大件薄料落料方法对照表

			传统冲压落料线	皮带支撑型激光连续落料线	往复型激光落料线	齿板支撑激光落料线	激光切割单机
落料件质量	表面质量	表面划伤 沾污 渣瘤	无 无 无	轻微		明显	明显
	边缘质量	毛刺	≤ 0.20mm	≤ 0.06mm			有，且位置不确定
	精度	尺寸精度 位置精度	由模具决定，与模具价格相关	± 0.25mm ± 0.10mm	± 0.15mm ± 0.08mm	± 0.30mm ± 0.20mm	± 0.25mm ± 0.10mm
	材料利用率	★★★★☆☆	★★★★★☆	★★★★★☆	★★★★★☆	★★★★★☆	★★★★☆☆
模具	生产效率	★★★★★	★★★★★☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆
	自动码垛	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆
	投资	有			无		
	制造周期	有			无		
场地占用	场地占用	有			无		
	产品切换	换模时间长			快		

来源：钣金与制作微信公众号，国金证券研究所

公司与亚威携手发布激光落料技术

2021年7月21日，公司-亚威“多激光头钢铝混合连续外板落料技术”发布会的设备启动仪式在公司上海宝山工厂举行，此次会议得到了汽车全产业链各界关注，宝武、蒂森、首钢、本钢、河钢、马钢等上游核心钢厂及铝合金生产企业代表一起参会，上汽通用、上汽乘用车、福特、吉利、沃尔沃以及国内主流新能源主机厂和重要配套企业共同见证。

公司与亚威凭借在汽车制造行业的多年经验，共同打造的柔性、高效的国产首台智能化多头联动高速激光落料，为先进汽车制造做出创新的尝试，使“无模”生产变为现实、为节材增效开辟了空间。

“多激光头钢铝混合连续外板落料技术”具有五大特点：一是程序保障，占地较少无需模具；二是多激光头，钢铝混合全部适用，普通高强全部满足，材料切换速保供，降本增效促发展；三是灵活性强，试模加工灵活性强，材料利用率可更高；四是选择性强，小批量高效可保供，产量提升模具保障；五是灵活保障，售后件虽无规律循，激光落料灵活保障。

■ **“多激光头钢铝混合连续外板落料技术”包含五大关键技术：**一是开卷校平定尺技术，二是激光切割技术，三是切割工艺技术，四是自动堆垛技术，五是电气控制技术基于PC、多通道同时控制的数控系统应用与开发。与传统压力落料线相比，激光落料线的加工总时间大幅缩短，材料利用率明显提高，材料总成本、堆垛板料费、单件成本显著降低。

图表 31：公司激光落料线



来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测&投资建议

- 预计 21-23 年加工配送业务营收分别为 50.27 亿元、62.84 亿元、75.41 亿元，毛利率分别为 8.5%、9%、9.5%。预计 21-23 年非加工配送业务营收分别为 44.20 亿元、50.83 亿元、55.91 亿元，毛利率均为 2.5%。预计 21-23 年其他业务营收均为 1.3 亿元。
- 产能：公司目前加工配送产能为 100 万吨，IPO 募投项目投产产能 71.5 万吨，产能有 70% 提升空间，目前处于爬坡阶段，预计 22-23 年产能逐步释放。
- 产量：根据经营情况，预计公司 20-21 年产量分别为 130 万吨、170 万吨。假设 22-23 年加工产能分别释放 50%、80%，预计 22-23 年产量分别为 200 万吨、230 万吨。安徽汽车板加工和铝压铸项目建设周期分别为 18 个月、24 个月，预计 22-23 年开始陆续投产。
- 综上，预计 21-23 年加工配送业务营收增速分别为 45%、25%、20%，21 年原材料涨价影响毛利率，新项目投产后利润水平有望提升。预计 22-23 年汽车销量稳步增长，21-23 年公司非加工配送业务营收增速分别为 40%、15%、10%，由于行业竞争激烈，利润空间可能压缩。
- 其他业务 21 年营收根据 21 上半年预测。

图表 32：分业务盈利预测

	2018A	2019A	2020A	2021 E	2022 E	2023 E
营业收入（亿元）	56.13	54.81	66.89	95.77	114.96	132.61
Yoy (%)	/	-2.35%	22.04%	43.17%	20.05%	15.35%
毛利（亿元）	5.49	5.16	4.79	5.70	7.25	8.89
毛利率（%）	9.78%	9.41%	7.16%	5.96%	6.31%	6.70%
加工配送						
营收（亿元）	29.21	28.74	34.67	50.27	62.84	75.41
yoy (%)	/	-1.60%	20.63%	45.00%	25.00%	20.00%
毛利（亿元）	3.76	3.64	3.59	4.27	5.66	7.16
毛利率（%）	12.87%	12.66%	10.37%	8.50%	9.00%	9.50%
非加工配送						
营收（亿元）	26.37	25.51	31.57	44.20	50.83	55.91

yoY (%)	/	-3.26%	23.76%	40.00%	15.00%	10.00%
毛利(亿元)	1.54	1.34	0.94	1.10	1.27	1.40
毛利率(%)	5.86%	5.27%	2.97%	2.50%	2.50%	2.50%
其他业务						
营收(亿元)	0.55	0.56	0.65	1.30	1.30	1.30
yoY (%)	/	1.24%	15.74%	100.00%	0.00%	0.00%
毛利(亿元)	0.19	0.18	0.26	0.33	0.33	0.33
毛利率(%)	33.92%	31.24%	39.53%	25.00%	25.00%	25.00%

来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

- 预计 21-23 年公司营收分别为 95.77 亿元、114.96 亿元、132.61 亿元，实现归母净利润分别为 3.38 亿元、4.30 亿元、5.30 亿元，实现 EPS 分别为 0.78 元、0.99 元、1.22 元，对应 PE 分别为 18 倍、14 倍、12 倍。
- 估值采用 PE 法，根据同行业可比公司估值结果，综合考虑公司钢铁物流业务规模与在建项目情况，给予公司 22 年 17 倍 PE，对应市值 73 亿元，目标价 17 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 33: 可比公司估值表

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002245	蔚蓝锂芯	24.30	0.68	1.02	1.46	33.93	22.77	15.83
002537	海联金汇	9.01						
600057	厦门象屿	8.51	0.99	1.19	1.44	8.94	7.43	6.15
000906	浙商中拓	12.02	1.30	1.64	2.07	8.77	6.93	5.48
中位数						8.94	7.43	6.15
平均数						17.21	12.38	9.16
605050	福然德	13.05	0.78	0.99	1.22	17.50	13.78	11.18

来源: wind, 国金证券研究所

注: 股价截至 2022.1.20

五、风险提示

- 下游行业波动风险。公司 80%以上的销售收入来源于终端用户，客户群体主要集中为国内优质的汽车、家电生产厂家或其配套商，整体占比比较高，下游汽车及家电行业的发展情况对公司的业绩水平会产生一定的影响。
- 主要原材料价格波动风险。公司产品所需的主要原材料为各种规格的钢材卷材，且原材料成本占整体营业成本比重较高。2021 年，受原材料上涨约 20%因素影响，三季度综合毛利率较 2020 年下降 1.64pcts。因此，钢材市场价格的波动会直接造成公司采购成本的波动。
- 未来终端用户需求变化的风险。目前公司客户群体主要集中为国内优质的汽车、家电生产厂家或其配套商。如未来上述领域的需求发生重大不利变化，将对公司未来业绩成长性带来不利影响。
- 销售区域集中的风险。报告期内，公司来自于华东地区客户的销售收入占当期主营业务收入的比重分别为 78.49%、79.53% 和 78.89%，占比比较高，若未来华东地区汽车行业出现下滑或主要汽车配套厂商与公司的合作关系出现恶化，将会对公司的生产经营带来一定的不利影响。
- 股东减持风险。公司于 2021 年 12 月 14 日收到傅桐合伙出具的《关于减持福然德股份有限公司股份的告知函》。因自身资金需求，傅桐合伙计划自本公告披露之日起 3 个交易日后的 6 个月内通过大宗交易方式及自本公告披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内通过集中竞价交易方式合计减持本公司股份数量不超过 2,610 万股，减持比例不超过公司股份总数的 6%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)					
主营业务收入	5,613	5,481	6,689	9,577	11,496	13,261	货币资金	497	771	920	1,011	1,100
增长率	-2.3%	22.0%	43.2%	20.0%	15.4%	应收账款	1,066	1,279	1,810	1,946	2,336	2,695
主营业务成本	-5,064	-4,965	-6,210	-9,006	-10,771	-12,373	存货	658	624	851	1,678	2,007
%销售收入	90.2%	90.6%	92.8%	94.0%	93.7%	其他流动资产	443	620	1,307	1,178	1,407	1,615
毛利	549	516	479	570	725	889	流动资产	2,664	3,294	4,888	5,813	6,851
%销售收入	9.8%	9.4%	7.2%	6.0%	6.3%	%总资产	87.1%	86.3%	89.7%	90.4%	91.2%	91.6%
营业税金及附加	-14	-13	-11	-15	-18	-21	长期投资	13	12	11	11	11
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	267	401	436	470	509	553
销售费用	-115	-107	-27	-34	-40	%总资产	8.7%	10.5%	8.0%	7.3%	6.8%	6.5%
%销售收入	2.0%	2.0%	0.4%	0.4%	0.4%	无形资产	106	103	101	126	129	133
管理费用	-48	-45	-44	-67	-80	非流动资产	394	524	559	620	662	709
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	%总资产	12.9%	13.7%	10.3%	9.6%	8.8%	8.4%
研发费用	0	-1	-1	-2	-2	资产总计	3,058	3,818	5,447	6,432	7,513	8,464
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	322	266	70	190	419	510
息税前利润 (EBIT)	373	351	396	453	584	726	应付款项	994	1,483	2,182	2,824	3,377
%销售收入	6.6%	6.4%	5.9%	4.7%	5.1%	其他流动负债	159	158	201	219	260	300
财务费用	-18	-12	-9	-29	-38	流动负债	1,475	1,907	2,453	3,233	4,056	4,689
%销售收入	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	6	4	16	0	0	其他长期负债	6	5	4	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	负债	1,481	1,912	2,457	3,239	4,062	4,695
投资收益	1	3	4	0	0	普通股股东权益	1,545	1,824	2,901	3,104	3,361	3,679
%销售收入	0.4%	0.9%	1.0%	0.1%	0.1%	其中：股本	360	360	435	435	435	435
税前利润	396	374	416	451	573	未分配利润	438	690	969	1,172	1,429	1,747
利润率	7.1%	6.8%	6.2%	4.7%	5.0%	少数股东权益	32	82	90	90	90	90
所得税	-100	-93	-103	-113	-143	负债股东权益合计	3,058	3,818	5,447	6,432	7,513	8,464
所得税率	25.3%	24.8%	24.8%	25.0%	25.0%							
净利润	296	281	313	338	430							
少数股东损益	1	2	6	0	0							
经营活动现金净流	218	401	69	-53	147	294						
资本开支	-65	-123	-85	-106	-95	-105						
投资	0	0	-370	271	0	0						
其他	1	3	1	0	0	0						
投资活动现金净流	-63	-119	-454	165	-95	-105						
股权筹资	28	48	788	0	0	0						
债权筹资	322	-59	-263	122	229	92						
其他	-291	-218	-187	-144	-192	-242						
筹资活动现金净流	58	-229	339	-22	37	-151						
现金净流量	213	53	-46	91	89	39						

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
买入	0	0	0	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402