

泉峰汽车（603982）：泉心全意铝压铸，风云际会新能源

2022年2月16日

强烈推荐/首次

泉峰汽车 公司报告

公司是国内铝合金精密压铸件的优质供应商。公司产品覆盖汽车传动系统、引擎系统、热交换系统、转向系统和新能源汽车零部件等领域。成立初期公司选择了差异化布局，把“技术创新”和“新能源业务”作为发展的突破口。近年公司在传动系统、新能源零部件业务的收入录得高增长。

明确发展规划，把握近期稳健增长和中长期战略增长。根据现有业务发展和行业长期变革趋势，公司制定了5条业务线：退出线（传统内燃机业务）、成长底线（阀板等核心产品）、增长线（新能源汽车零部件业务）、爆发线（组件业务）和天际线（轮毂电机系统、数字悬架系统）。根据发展规划，近2-3年公司的传动零部件业务和新能源零部件业务将受益于新能源行业的快速发展而保持高增长。此外，一体化压铸领域也是现在公司研发投入的重点。

新能源市场快速发展，公司在该领域深耕数年，较友商具备先发优势。新能源行业快速发展，相关电动车用铝压铸产品仍处于升级变化中，为在该领域积累多年的国内供应商提供了更多机会。公司2013年便与德国西门子合作开发电驱动相关业务，其先发优势主要体现在：（1）拥有将近10年的新能源产品研发和量产的经验；（2）与国际知名Tier 1有深厚的新能源产品合作基础，为公司获取新订单的能力背书。公司在马鞍山、南京、匈牙利均规划了新能源产品的产能建设，预计达产后马鞍山工厂的新能源产值为4.3亿，南京新能源生产基地为5.2亿。

把握自主车企布局DCT的发展机遇，公司以DCT相关产品为核心的传动业务将受益。DCT是目前国内变速箱市场上的主流方案，油耗低且能够兼容混合动力车型。几家主流自主车企均在DCT有布局，并实现了量产。公司传动产品除间供长城、上汽、一汽、长安外，还获得了比亚迪、长城、长安等车企的直接订单，市场认可度较高。随着IPO产能释放，将助力公司传动业务增长。

加速布局一体化压铸，打开发展新空间。由于新能源汽车对轻量化的诉求比传统燃油车更高，集成化设计、车身结构件、三电系统壳体、底盘件等一体化压铸的方案正成为行业革新的新赛道。公司较早布局一体化压铸，大型压铸机将主要用于“多合一”组件、电池构件及车身构件相关业务。根据公告信息，公司5000T压铸机已经投入使用并量产，6000T和8000T压铸机也将陆续到厂。

盈利预测及投资评级：当前汽车行业处于向电动化、智能化快速发展的变革阶段，相关零部件仍在不断升级变化中，对供应商的技术研发和同步开发能力提出了更高的要求。新能源汽车渗透率快速提升，我们看好公司在新能源、传动零部件等核心业务的市场竞争力和产能布局，公司成长可期。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为1.62、2.47和3.34亿元，对应EPS分别为0.81、1.23和1.66元。2022年2月15日收盘价对应2021-2023年PE值分别为37、24和18倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：乘用车销量不及预期；上游原材料价格上涨；缺芯恢复情况不及预期；新产能建设进度不及预期。

公司简介：

公司主要从事汽车关键零部件的研发、生产、销售，产品主要应用于中高端汽车。公司具备强大的产品研发和生产制造能力，逐步成为世界级汽车零部件一级供应商的一站式合作伙伴。公司坚持“以市场为导向，以客户为中心”的发展战略，在行业内以高质量标准、高执行力、诚信守约获得客户的一致认可。

资料来源：公司公告、WIND

未来3-6个月重大事项提示：

2022-04-28 预计披露2021年年报

发债及交叉持股介绍：

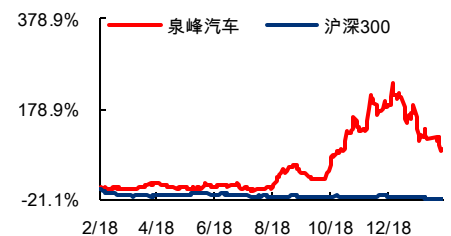
2021-09-14 发行6.2亿元6年期可转换公司债

泉峰控股（2285.HK）通过子公司持有公司23.12%可流通股

交易数据

52周股价区间（元）	51.28-14.85
总市值（亿元）	59.18
流通市值（亿元）	24.01
总股本/流通A股（万股）	20,142/20,142
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	6.92

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：李金锦

010-66554142

lijj-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521030003

分析师：张觉尹

021-25102897

zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070004

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,251	1,386	1,693	2,705	3,444
增长率(%)	4.0%	10.8%	22.1%	59.8%	27.3%
净归母净利润(百万元)	86	121	162	247	334
增长率(%)	-6.3%	40.8%	34.1%	52.2%	35.1%
净资产收益率(%)	5.9%	7.8%	9.5%	12.9%	15.2%
每股收益(元)	0.47	0.60	0.81	1.23	1.66
PE	63.2	49.5	37.2	24.4	18.1
PB	4.1	3.9	3.5	3.1	2.7

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 志存高远、精益求精的铝压铸供应商	4
1.1 以差异化切入铝压铸行业	4
1.2 重视创新和全球化的经营理念，引领公司发展突破	6
1.2.1 研发能力处于行业可比公司领先水平	7
1.2.2 具备全球化视野，布局海外市场	8
1.3 明确发展路径，顺应趋势积极布局	9
1.3.1 制定业务发展规划，兼顾近期稳健增长和中长期战略增长	9
1.3.2 布局一体化压铸新赛道	10
2. 新能源市场快速发展，公司具备先发优势	11
2.1 新能源车市场快速发展，有望重塑铝压铸行业格局	11
2.2 公司较早布局新能源零部件领域，具备先发优势	13
2.3 把握中国与欧洲新能源市场发展机遇，募资建厂以匹配需求	14
3. 把握国产替代机遇，以 DCT 产品为核心的传动业务将受益	15
4. 主要结论	18
5. 风险提示	19
相关报告汇总	21

插图目录

图 1： 公司主要工艺与产品	4
图 2： 公司各汽车系统零部件业务的占比	4
图 3： 公司近年营业收入与 YOY	5
图 4： 公司近年归母净利润与 YOY	5
图 5： 泉峰汽车股权结构图	6
图 6： 潘龙泉先生的三大业务板块	6
图 7： 公司近年研发费用与 YOY	7
图 8： 行业可比公司研发费用率	7
图 9： 公司近年研发人员数量	7
图 10： 2020 年行业可比公司研发人员数量与占比	7
图 11： 公司近年外销营收与 YOY	8
图 12： 公司近年分地区营收占比	8
图 13： 公司客户在全球知名汽车零部件供应商中的分布情况	9
图 14： 公司业务发展规划示意图	10
图 15： 特斯拉后车身结构-Model3 的 70 个部件变为 Model Y 的 2 个部件	10
图 16： 中国新能源汽车销量与渗透率	11
图 17： 欧洲新能源汽车销量与渗透率	11
图 18： 应用于大众汽车的高压铸造电池包下壳体	11
图 19： 应用于宝马的高压铸造电池包下壳体	11

图 20: 高真空压铸技术在车身的典型应用部位	12
图 21: 北美轻型车平均单车用铝量: 纯电动车 vs 燃油车 (单位: 磅)	12
图 22: 公司新能源零部件业务收入及占比	13
图 23: 公司新能源零部件与整体汽车零部件毛利率比较	13
图 24: 公司汽车传动零部件产品	15
图 25: 公司传动零部件业务收入及占比	16
图 26: 公司传动零部件与整体汽车零部件毛利率比较	16
图 27: 公司传动零部件对博格华纳的售价和销量	17
图 28: 长城汽车哈弗与 WEY 品牌销量 (单位: 万辆)	17
图 29: 公司募投项目自动变速箱类零部件销量 (单位: 件)	17
图 30: 公司募投项目自动变速箱类零部件产能利用率	17

表格目录

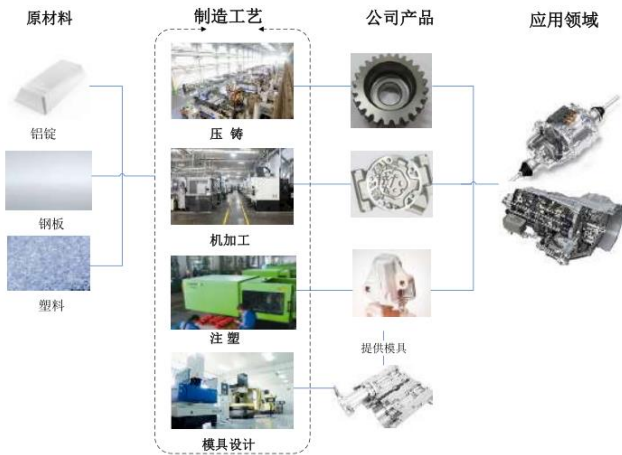
表 1: 公司的主要产品	4
表 2: 主要铝压铸上市公司成立时间与上市时间	5
表 3: 公司的主要客户	5
表 4: 公司主要工艺	8
表 5: 国内部分铝合金压铸企业概况	13
表 6: 公司募集资金投资项目	14
表 7: 公司在建产能概况	15
表 8: 主流自主车企的自研 DCT 情况	16
表 9: 2021 年公司获得的传动零部件产品定点	17
表 10: 混合动力乘用车的发展目标	18

1. 志存高远、精益求精的铝压铸供应商

1.1 以差异化切入铝压铸行业

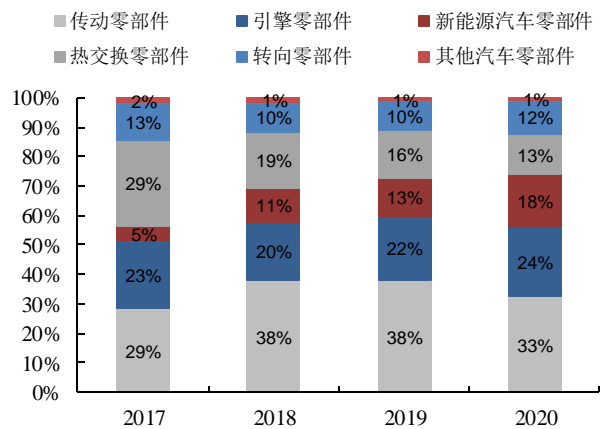
泉峰汽车成立于 2012 年，2019 年在 A 股上市。公司主要产品包括汽车零部件和家电零部件等，2020 年汽车零部件的营收占比达 92%，掌握的制造工艺主要有压铸、机加工、模具制造和注塑成型等。目前公司积极拓展轻量化、电气化、智能化相关产品，包括汽车动力系统、电气化底盘、视觉等领域的零部件。

图1：公司主要工艺与产品



资料来源：公司招股说明书；东兴证券研究所

图2：公司各汽车系统零部件业务的占比



资料来源：Wind；东兴证券研究所

表1：公司的主要产品

应用车型的动力系统	产品品类	产品名称
新能源汽车	动力系统零部件	电机壳体组件、电控壳组件、车载充电器壳体组件等
	电气化底盘零部件	电子驻车执行器、轮毂减速器等
	视觉零部件	双目支架组件、单目支架等
燃油车	动力系统零部件	发动机正时零件、自动变速箱控制阀体、电磁阀零部件、离合器零部件、变速箱齿轮等
	底盘零部件	转向零部件、制动器零部件等

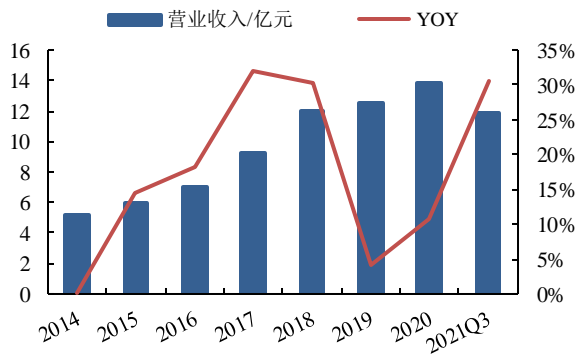
资料来源：公司公告；东兴证券研究所

虽成立较晚，通过差异化布局，公司规模得以迅速发展。公司成立于 2012 年，彼时相关的零部件供应链已经比较完善，几家头部铝压铸企业都已积累了十几年的压铸经验。所以公司选择走差异化路线，把“技术创新”和“新能源业务”作为业务发展的突破口。“技术创新”方面，公司优先选择竞标难度低、技术难度高的项目与客户开始合作，逐步提升客户的渗透率；“新能源业务”方面，公司在成立当年就开始和西门子合作研发新能源汽车零部件业务，第一个新能源汽车零件项目于 2014 年量产。公司作为国内铝压铸行业的后起之秀，快速发展主要得益于其成立初期的差异化布局。2020 年公司营收规模达 13.9 亿元，2015-2020 年营收的 5 年复合增速为 19%。

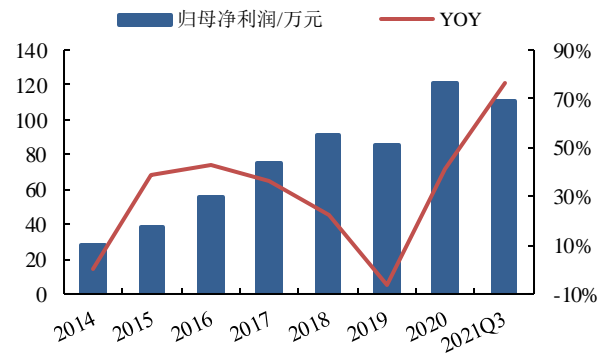
表2: 主要铝压铸上市公司成立时间与上市时间

公司名称	成立时间	上市时间
文灿股份	1998 年	2018 年
嵘泰股份	2000 年	2021 年
广东鸿图	2000 年	2006 年
旭升股份	2003 年	2017 年
爱柯迪	2003 年	2017 年
泉峰汽车	2012 年	2019 年

资料来源: Wind; 东兴证券研究所

图3: 公司近年营业收入与 YOY


资料来源: Wind; 东兴证券研究所

图4: 公司近年归母净利润与 YOY


资料来源: Wind; 东兴证券研究所

公司现在的客户结构呈现国际知名汽车零部件 Tier 1 和主机厂交织的情况。公司早期客户都是国际知名的汽车零部件 Tier 1, 包括法雷奥、博世、舍弗勒、博格华纳等, 终端客户涵盖了德、日、法、美四大整车系列。在当前国内新能源汽车市场迅速发展为零部件供应商提供的机遇下, 公司凭借较快的响应能力和长期的技术经验积累, 开始进入一些自主品牌车企的直供体系, 包括长城、比亚迪、蔚来等。以公司的核心产品 DCT 变速箱阀体为例, 之前主要通过博格华纳为长城汽车的燃油车型供货, 现在公司还通过长城旗下的蜂巢传动直接为其混动车型供应相关产品。

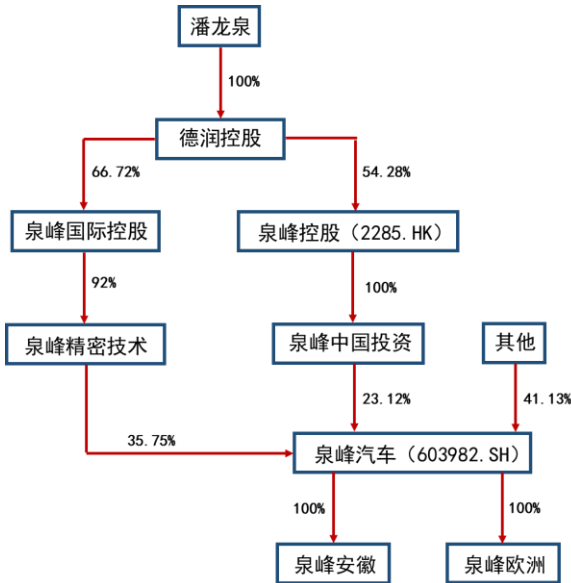
表3: 公司的主要客户

具体客户名单	
新能源客户	蜂巢传动 (长城汽车旗下)、弗迪动力 (比亚迪旗下)、蔚然动力 (蔚来旗下)、爱驰汽车、博世、博格华纳、采埃孚、法雷奥-西门子、西门子、纬湃科技、联合汽车电子等
燃油车客户	博世、博格华纳、法雷奥、大陆、马勒、马瑞利、舍弗勒、麦格纳、蒂森克虏伯

资料来源: 公司公告; 东兴证券研究所

股权集中, 实控人潘龙泉先生持股超 50%。董事长潘龙泉先生是公司实际控制人, 通过泉峰精密 (35.75%) 和泉峰中国投资 (23.12%) 间接控制泉峰汽车 58.87% 的股份。

图5：泉峰汽车股权结构图

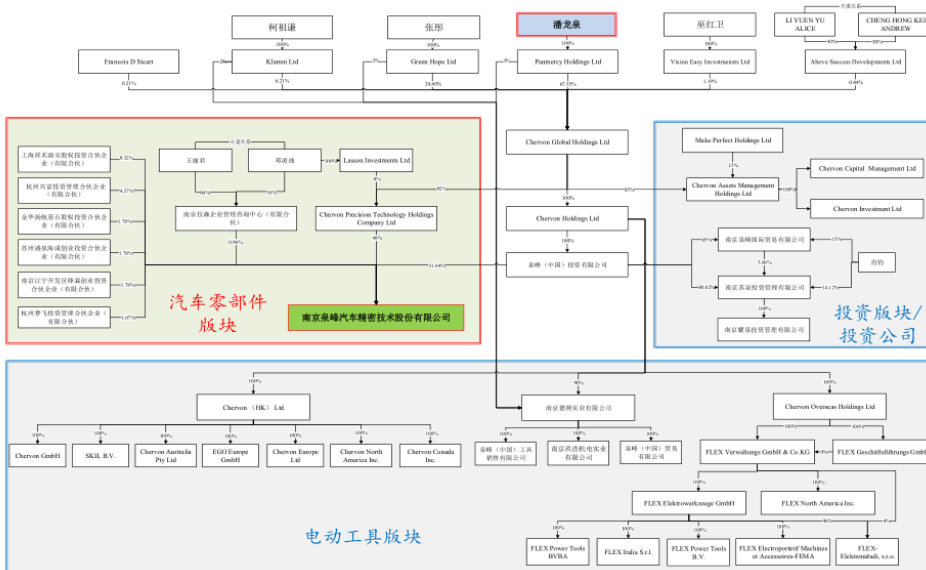


资料来源：Wind；东兴证券研究所

1.2 重视创新和全球化的经营理念，引领公司发展突破

董事长潘龙泉先生重视创新与研发、全球化的经营理念一以贯之，是引领公司发展的准绳。潘龙泉先生于1999年成立泉峰控股，开始经营电动工具生产与销售业务，之后发展了汽车零部件业务和投资业务。泉峰控股的招股说明书显示，泉峰控股（2021年12月30日在港股上市，股票代码为2285.HK）目前是中国第一大电动工具及户外动力设备的全球供应商。从泉峰控股的发展历程可以看出，外贸公司出身的潘龙泉先生在公司经营中关注海外业务与布局，在生产制造方面重视研发、追求创新。而这些经营理念也渗透入泉峰汽车的日常生产与经营之中。

图6：潘龙泉先生的三大业务板块

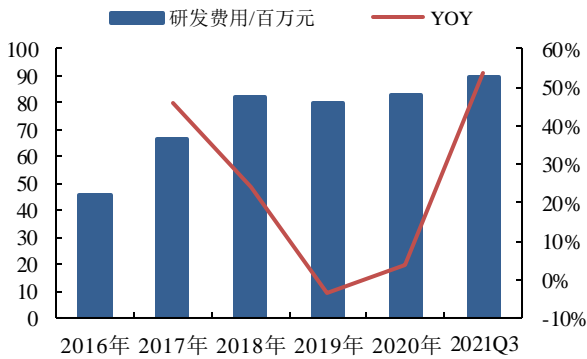


资料来源：公司招股说明书；东兴证券研究所

1.2.1 研发能力处于行业可比公司领先水平

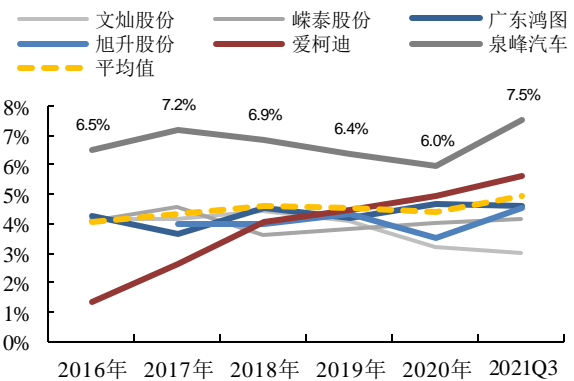
公司的研发投入在行业可比公司中处于领先水平。由于公司进入国内铝压铸行业较晚, 所以选择了技术创新的差异化发展路线, 这使得公司始终保持较高的研发费用投入。2018-2020 年公司的研发费用均在 0.8 亿元左右, 2021 年前三季度的研发费用则接近 0.9 亿元, 已超过前几年的全年水平。从研发费用率来看, 公司该指标一直处于行业可比公司的领先水平, 始终保持在 6% 以上。2021 年前三季度公司的研发费用率为 7.5%, 同期行业均值为 4.9%。从研发人员数量来看, 公司 2017 年加大了研发人员的招聘, 近年稳定在 300 人左右, 2020 年公司研发人员占员工总数的 15%。

图7: 公司近年研发费用与 YOY



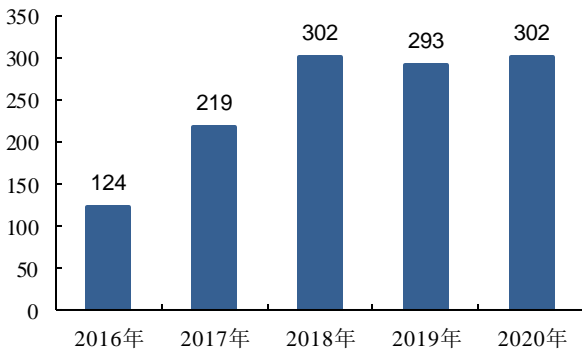
资料来源: Wind; 东兴证券研究所

图8: 行业可比公司研发费用率



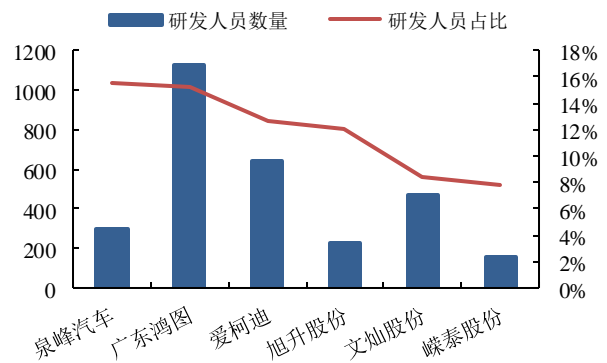
资料来源: Wind; 东兴证券研究所 注: 平均值为 6 家铝压铸可比公司的均值

图9: 公司近年研发人员数量



资料来源: Wind; 东兴证券研究所

图10: 2020 年行业可比公司研发人员数量与占比



资料来源: Wind; 东兴证券研究所

不同于传统的“来图加工”, 公司的研发内容包括项目研发、工艺研发和技术研发。(1) 项目研发: 根据和客户签订的协议, 开发新的汽车零部件项目, 最终目的是实现项目量产。项目研发是目前研发费用的主要投入方向。(2) 工艺研发: 项目量产, 为了进一步提高生产效率和产品品质而进行的工艺升级。(3) 技术研发: 自主开发新的技术, 根据行业发展方向, 提前进行业务布局。公司会主动向客户推荐研发成果, 目前技术研发的占比在逐年提高。

研发创新赋能工艺精进，助力公司产品类拓展。截至 2020 年末，公司累计获得授权发明专利 6 件，实用新型专利 89 件。依托在铝合金焊接、消失型芯铸造及精密齿圈制造技术等创新性技术，公司开拓了电机壳体、转向系统零部件及电子制动、驻车等系统零部件产品，为公司产品拓展和业务发展提供了广阔的空间。

表4：公司主要工艺

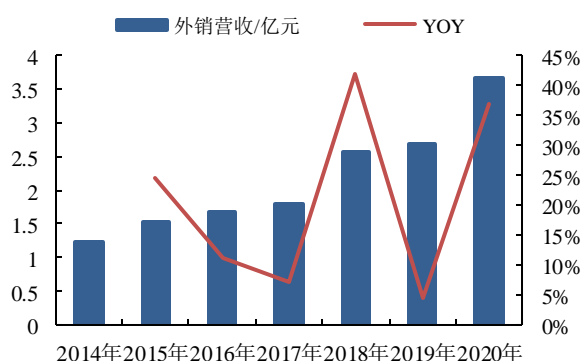
技术名称	优势及用途
高真空压铸技术	满足高密封的产品要求，同时也可焊接
独特的珩磨技术	实现超高位置精度，可大幅度提高汽车液压系统的响应性能
消失型芯铸造技术	已经投入量产，应用于电动汽车逆变器的复杂冷却回路，公司正进一步深度开发该技术，拓展技术应用
行星减速机	应用于防务以及其他非道路领域

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

1.2.2 具备全球化视野，布局海外市场

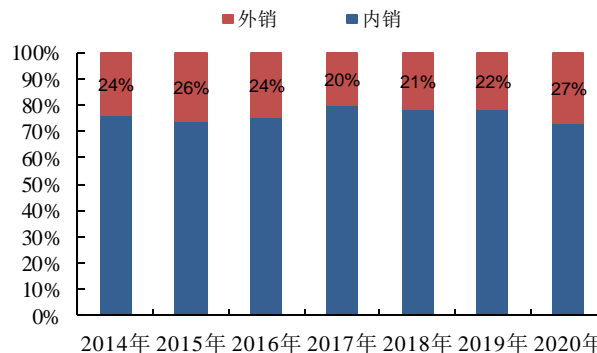
公司重视海外布局，近年外销营收占比均在 20% 以上。在巩固并扩大国内销售业务的基础上，公司积极推进国际化的销售战略，布局全球产业链。泉峰汽车近年的外销产品占比均在 20% 以上，目前业务已覆盖欧洲、美洲、亚洲的汽车工业发达地区。2020 年公司外销收入同比增速 36.8%，主要受益于欧洲新能源汽车市场的大幅增长。

图11：公司近年外销营收与 YOY



资料来源：Wind；东兴证券研究所

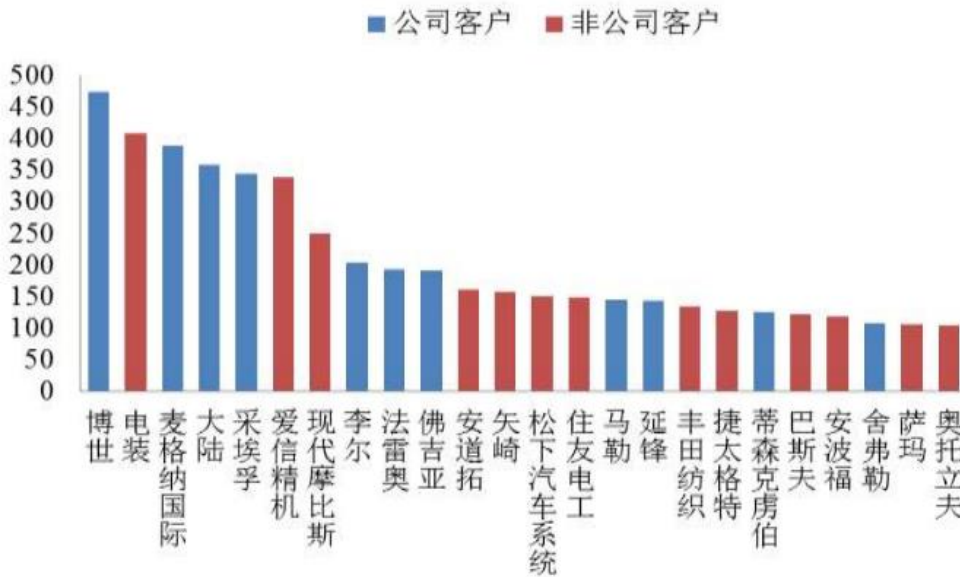
图12：公司近年分地区营收占比



资料来源：Wind；东兴证券研究所

公司与国际知名 tier 1 建立了深厚的合作关系。公司客户以欧美系汽车一级零部件供应商在国内设立的子公司或合资企业为主，与部分主要客户的合作历史可以追溯至公司成立前身——德朔实业汽车制造事业部。2006 年德朔实业开始为法雷奥集团提供汽车空调压缩机壳体等铝压铸件，2012 年泉峰汽车成立后承接了相关业务，并从汽车热交换零部件扩展到汽车传动零部件。

图13: 公司客户在全球知名汽车零部件供应商中的分布情况



资料来源: 公司招股说明书; 东兴证券研究所 注: 左轴为相应零部件供应商2017年全球汽车零部件配套营业收入(单位: 亿美元)

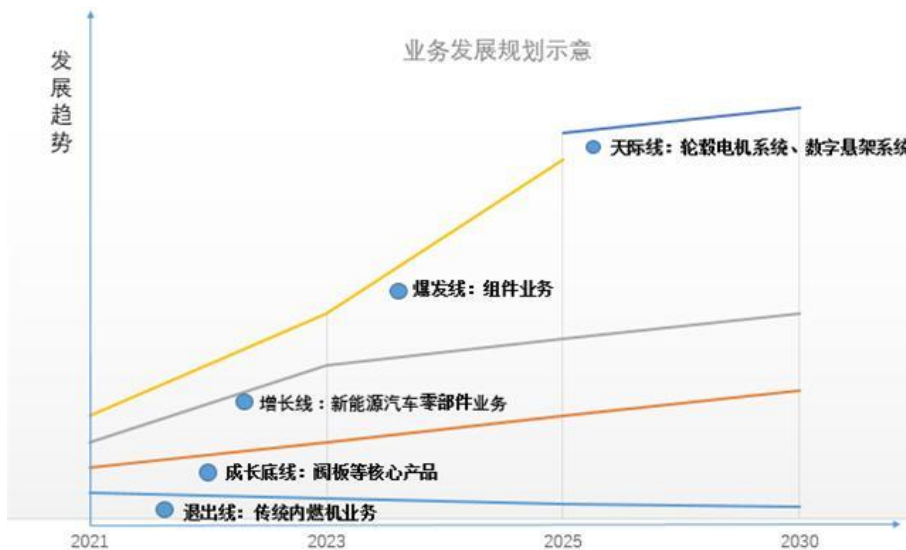
1.3 明确发展路径, 顺应趋势积极布局

1.3.1 制定业务发展规划, 兼顾近期稳健增长和中长期战略增长

制定明晰的发展规划, 做好稳增长与中长期战略增长的衔接。电动化、智能化、网联化、共享化是未来汽车行业发展的大趋势, 对汽车零部件企业的技术研发、同步开发能力提出了更高的要求, 同时也在重塑产业链的格局。考虑到现有业务发展与行业长期变革趋势, 公司制定了5条业务线:

- 退出线: 因为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;
- 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; 为公司战略布局的业务成长, 奠定坚实的基础;
- 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;
- 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, 突破传统汽车零部件行业价值链的格局;
- 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。

图14：公司业务发展规划示意图



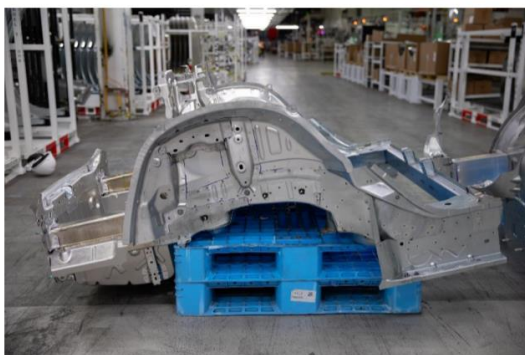
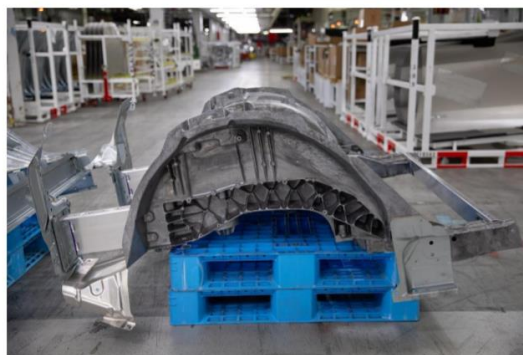
资料来源：公司公告；东兴证券研究所

1.3.2 布局一体化压铸新赛道

轻量化与集成化驱动一体化压铸技术发展，目前该技术在行业中的主要应用领域有三电结构件、车身结构件和底盘件。汽车零部件集成化设计的主要优点有：（1）缩减零部件数量，可以达到轻量化、节约成本的目的；（2）能够简化主机厂的装配，提高生产合格率。比如，在电驱动技术方面，三合一方案就是将电控、电机和减速器集成为一体。考虑到续航里程，新能源车对轻量化的诉求会比传统燃油车更高，零部件集成化设计、车身结构件、三电系统壳体、底盘件等一体化压铸的方案正成为行业革新的新赛道。一体压铸工艺的效率，可以降低制造成本。多合一壳体的产品已有较多厂商实现量产，而车身结构件因为产品体积大且复杂，需要解决的技术问题更多，所以目前只有特斯拉实现了一体化成型的车身后底板的量产。

图15：特斯拉后车身结构-Model3 的 70 个部件变为 ModelY 的 2 个部件

SIMPLIFICATION OF VEHICLE STRUCTURE AND MANUFACTURING

Model 3 rear underbody
70 pieces of metalModel Y rear underbody
2 pieces of metal (eventually a single piece)

资料来源：特斯拉官网，东兴证券研究所

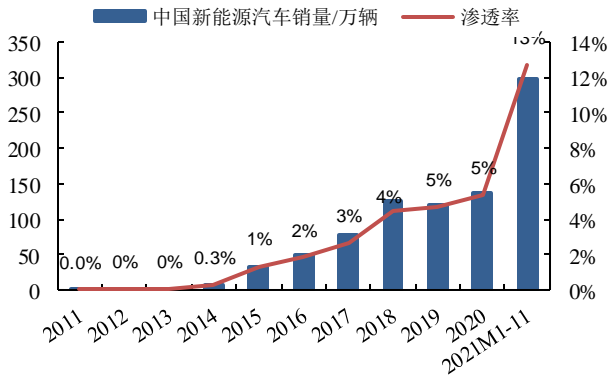
公司购入大吨位压铸机布局一体化压铸, 目前部分产品已实现量产。根据公告信息, 公司 5000T 压铸机已经投入使用, 主要用于生产蜂巢能源的五合一变速器壳体组件, 6000T 和 8000T 的压铸机预计将在 2022 年 6 月和 8 月到厂。从技术储备来说, 公司的大型压铸机将主要用于“多合一”组件、电池构件及车身构件相关业务。目前公司研发的工艺技术已经在 5000T 的产品中得到了很好的应用, 后续也会进一步应用在其他相关产品上。

2. 新能源市场快速发展, 公司具备先发优势

2.1 新能源车市场快速发展, 有望重塑铝压铸行业格局

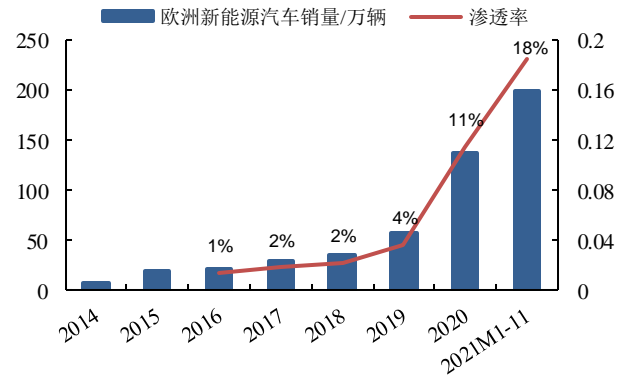
新能源汽车市场发展迅速, 渗透率快速提升。在政策支持和产业技术进步的推动下, 中国与欧洲市场的新能源汽车产销量迅速扩大, 市场认可度不断提高。2021 年 1-11 月中国新能源汽车销量为 299 万辆, 同比增长 170%, 渗透率为 13%。2021 年 1-11 月欧洲新能源汽车销量为 199 万辆, 渗透率为 18%。

图 16: 中国新能源汽车销量与渗透率



资料来源: Wind; 东兴证券研究所

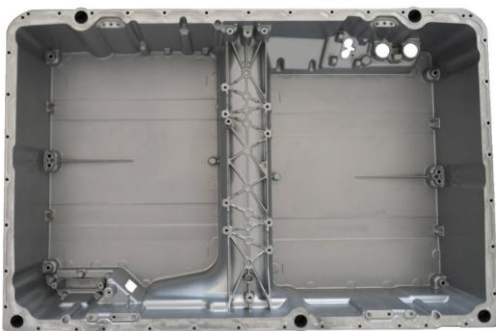
图 17: 欧洲新能源汽车销量与渗透率



资料来源: carsalesbase, insideevs; 东兴证券研究所

电动化催生了铝合金压铸行业的新赛道。电动车比燃油车少了发动机系统, 但增加的电池包、电驱动系统等壳体仍采用铝合金材质, 而且因为需要集成冷却系统, 制造工艺上会更加复杂。此外, 与燃油车相比, 电动车在车身、底盘结构件上更加积极地采用铝合金压铸件。随着高真空压铸工艺、大吨位压铸机的发展, 铝合金压铸的结构件可以满足性能上的要求, 使得该类产品在新能源车得以普及。

图 18: 应用于大众汽车的高压铸造电池包下壳体



资料来源: georgfischer 官网, 东兴证券研究所

图 19: 应用于宝马的高压铸造电池包下壳体



资料来源: georgfischer 官网, 东兴证券研究所

图20：高真空压铸技术在车身的典型应用部位

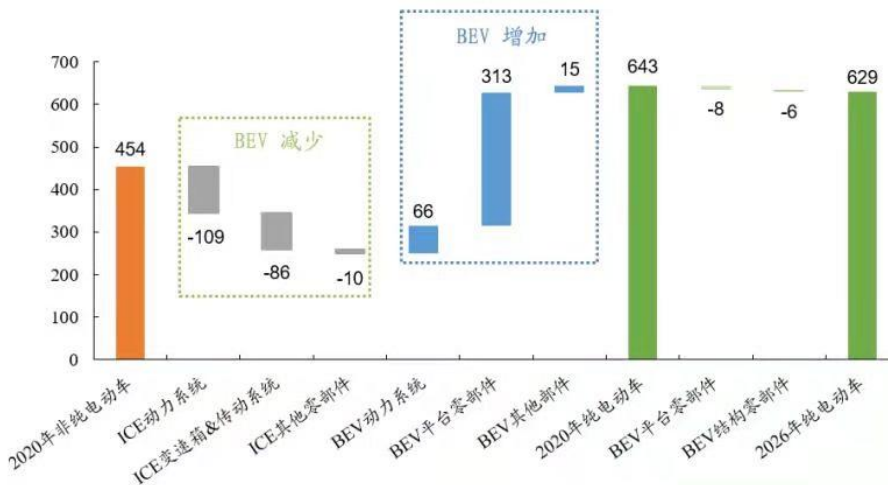
表2 铝合金高真空压铸件典型应用部位推荐表

序号	名称	推荐星级	应用车型	备注
1	前减震器塔	★★★★★	电动车、高端燃油车	
2	后减震器塔	★★★★	电动车、高端燃油车	
3	后地板纵梁	★★★★	电动车、高端燃油车	
4	发动机舱后纵梁前段	★★★★	电动车、高端燃油车	
5	中通道加强件	★★★	电动车	
6	A柱模块	★★★	电动车	
7	A/C/D柱上接头	★★	电动车	
8	其他件	/	电动车	

资料来源：《高真空压铸铝合金车身应用部位推荐研究》；东兴证券研究所

据 DuckerFrontier 统计测算，2020 年北美轻型车中纯电动车型比燃油车型的平均单车用铝量多 189 磅，其中内燃机和变速箱等非纯电动车的必需零部件减少了 205 磅，而大量运用铝的电池壳体、电机壳体、车身等零部件增加了 394 磅。随着纯电动车的级别下探，2026 年纯电动车的单车用铝量将比 2020 年减少 14 磅。

图21：北美轻型车平均单车用铝量：纯电动车 vs 燃油车（单位：磅）



资料来源：DuckerFrontier，东兴证券研究所

注：平台零部件包括白车身、覆盖件、底盘、悬架、车架等；结构零部件包括动力系统、传动系统、变速箱、内饰、热交换器等。

传统铝合金压铸的行业格局相对稳固，电动化将有望重塑该格局。传统铝压铸零部件供应商中，外资企业以 Tier 1 为主，凭借掌握高端工艺和客户资源等优势，在动力系统、传动系统领域具有较强的话语权；国内企业以 Tier 2 为主，凭借成本低、服务好、效率高等优势在部分细分领域来实现缓慢替代。随着新能源汽车市场迅速发展，电动车用铝合金压铸产品仍处于升级变化中，这对供应商的技术工艺、设计水平、同步开发能力等都提出了更高的要求。我们认为，在当前变局下，燃油车时代铝压铸行业形成的稳固格局有望被打破，一些在该领域积累多年的国内企业有望凭借更快的响应速度和市场开拓能力成为新赛道的领军者。

表5: 国内部分铝合金压铸企业概况

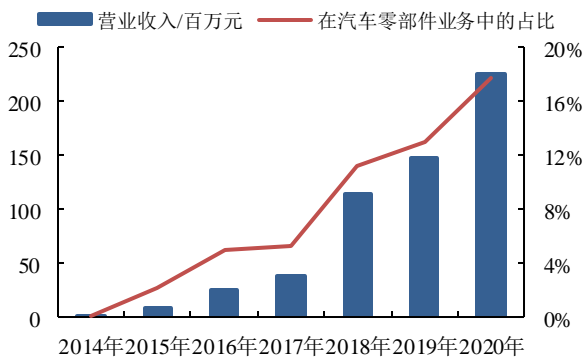
公司名称	产品应用领域	主要客户
华域皮尔博格	发动机缸体缸盖、结构件及新能源铝合金件等	一汽大众、上汽大众、上汽通用等
文灿股份	发动机系统、变速箱系统、底盘系统、制动系统、车身结构件等	采埃孚天合、威伯科、法雷奥、格特拉克、博世; 通用汽车、奔驰、长城汽车、大众、特斯拉、吉利、上海蔚来
爱柯迪	雨刮系统、转向系统、刹车系统等	法雷奥、博世、格特拉克、克诺尔、麦格纳、电产以及博格华纳、大陆、马勒、耐世特、舍弗勒、蒂森克虏伯、采埃孚
广东鸿图	发动机系统、变速箱系统、悬挂系统、三电系统等	通用、FCA、沃尔沃、日产、本田、丰田、吉利、广汽
嵘泰股份	转向系统、传动系统、发动机系统精密压铸件	博世、博世华域、采埃孚、威伯科、蒂森克虏伯、捷成唯科
泉峰汽车	空调系统、传动、发动机零部件及三电壳体	法雷奥、博世、舍弗勒、博格华纳、康奈可、马勒等
重庆渝江压铸	发动机系统、变速箱系统、悬挂系统、三电系统等	大众、福特等
肇庆动力	电机壳体、底盘支架、电池外壳、电控箱、发动机	克莱斯勒、福特、通用、本田、菲亚特、广汽三菱、广汽传祺
精工汽车压铸分公司	发动机、变速箱、底盘和三电系统	长城汽车
肇庆本田金属有限公司	活塞、汽缸盖及泵类壳体, 副车架	东风本田、广汽本田
弗迪动力精工中心	汽车发动机、变速箱以及新能源汽车铝合金压铸件	比亚迪

资料来源: 华域皮尔博格、文灿股份、爱柯迪、广东鸿图、嵘泰股份、泉峰汽车、重庆渝江压铸、肇庆动力、精工汽车、肇庆本田金属有限公司、弗迪动力公司官网, 公司公告, 东兴证券研究所

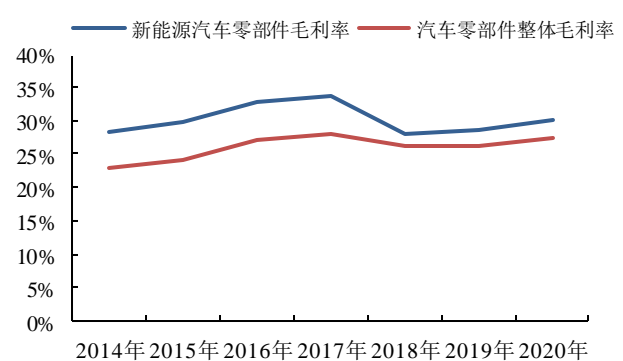
2.2 公司较早布局新能源零部件领域, 具备先发优势

公司进入新能源领域的时间较早, 彼时国内新能源车市场还处于起步阶段。2014 年公司进入新能源汽车零部件领域, 供应法雷奥集团和西门子集团的电动机马达壳体组件产品开始量产。当时国内的新能源汽车市场还处于发展初期, 根据中汽协数据, 2014 年中国新能源汽车销量仅 7 万辆, 渗透率不到 1%。所以公司较早进入新能源汽车零部件领域并为国际 Tier 1 供货, 较友商具备一定的先发优势。

伴随新能源市场的快速发展, 公司深耕数年的该业务也迅速崛起。公司近年新能源汽车零部件业务体量不断增长, 2020 年该业务营业收入 2.3 亿元, 占公司汽车零部件业务收入的 17.8%, 成为公司第三大支柱板块。2020 年公司新能源汽车零部件业务主要增量项目有天津大陆 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和联合汽车电子公司的多个项目。

图22: 公司新能源零部件业务收入及占比


资料来源: Wind; 东兴证券研究所

图23: 公司新能源零部件与整体汽车零部件毛利率比较


资料来源: Wind; 东兴证券研究所

公司在新能源汽车零部件产品的先发优势主要体现在：

- **拥有将近 10 年的新能源产品研发与量产的经验：**与国内友商相比，公司是较早进入新能源零部件领域的，且早期以欧洲市场为主，从 2013 年至今已有将近 10 年的研发与量产经验。在首个量产的新能源产品——电动机马达壳体组件的生产上，公司采用铝合金压铸工艺取代了传统的重力铸造，实现对复杂零部件的一次成型，具备更高的生产效率和更优异的产品质量，提高了公司在该产品上的议价能力。
- **与国际知名 Tier 1 有深厚的新能源产品合作基础，为公司获取新订单的能力背书：**2013 年公司便开始与德国西门子合作开发电驱动相关业务，2014 年为法雷奥、西门子供应电动机马达壳体组件。公司凭借较强的研发创新能力和稳定的产品质量进入了国际 Tier 1 的供应体系，并保持着长期稳定的合作关系。

2.3 把握中国与欧洲新能源市场发展机遇，募资建厂以匹配需求

电动化是未来全球汽车行业发展的趋势，新能源产能建设是公司业务拓展的重要基础。根据公司公告，随着新能源市场的发展，客户对公司产品的需求已逐渐超过公司现有产能，目前主要生产设备产能处于饱和状态。为募集产能建设资金，2021 年 9 月 14 日公司公开发行可转换公司债券，募集资金 6.2 亿元，拟投资位于安徽马鞍山的高端汽车零部件智能制造项目（一期）；2021 年 12 月 30 日公司公告非公开发行 A 股股票预案，募集资金不超过 22.84 亿元，拟投资位于马鞍山的高端汽车零部件智能制造项目（二期）、位于匈牙利的汽车零部件智能制造欧洲生产基地项目和位于南京的新能源零部件生产基地项目等。

表6：公司募集资金投资项目

	公告时间	投资项目	投资总额	拟投入募集资金
公开发行可转换公司债券	2021 年 9 月	马鞍山工厂（一期）	104,907 万元	62,000 万元
		马鞍山工厂（二期）	100,273 万元	83,564 万元
非公开发行 A 股股票（预案）	2021 年 12 月	匈牙利工厂	43,827.23 万元	37,912.26 万元
		南京新能源生产基地	46,437.48 万元	38,884.48 万元
		补充流动资金及偿还贷款	68,000 万元	68,000 万元

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

马鞍山工厂和南京新能源生产基地采用智能化产线，提高生产效率。目前公司国内的在建产能有马鞍山工厂和南京新能源生产基地。根据方案，马鞍山工厂规划产能 2.9 亿件，其中新能源汽车零部件 320 万件（预计销售总额 4.3 亿元），南京新能源生产基地规划了 5.2 亿元的新能源零部件产值。此外，该项目将建设智能制造生产线，通过引进先进智能、高效节能的生产装备，打造数字化、智能化制造工厂，提升生产效率。

匈牙利工厂可以提升公司对欧洲客户的供给能力，助力公司国际竞争力的提升。欧洲新能源市场的迅速发展为公司提供了契机，公司部分欧洲市场客户对产品的需求量增大。据公司公告引 Marklines 数据显示，2020 年全球新能源汽车销量达 305 万辆，其中欧洲市场约占 40%。根据方案，匈牙利工厂主要生产新能源汽车零部件和转向系统零部件，规划产能 200 万件，预计 2022 年中下旬量产。我们认为，匈牙利工厂建成后可以提升公司对欧洲客户的供给能力，缩短交货周期，提升国际竞争力，有望在快速发展的欧洲新能源市场中进一步提升市场份额。

表7: 公司在建产能概况

	马鞍山工厂	匈牙利工厂	南京新能源生产基地
主要产品	新能源汽车零部件、传动系统零部件、热交换零部件、引擎零部件、转向与刹车零部件	新能源汽车零部件、转向系统零部件	新能源汽车零部件
产能	2940 万件	200 万件	未披露
产值	171,005 万元	3,374 万欧元	52,460 万元
预计投产时间	部分产能已投产	2022 年中下旬	未披露

资料来源: 公司公告; 东兴证券研究所

3. 把握国产替代机遇, 以 DCT 产品为核心的传动业务将受益

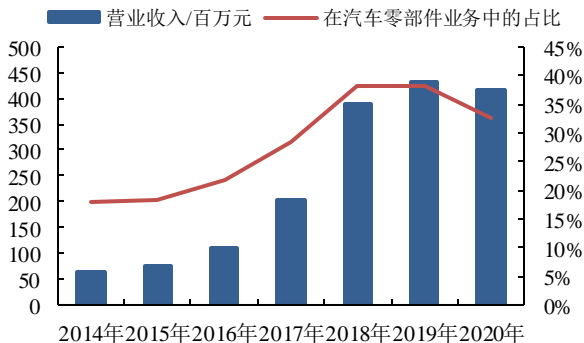
汽车传动零部件是公司主营业务的重要组成部分, 2018-2020 年该业务收入占比均在 30% 以上。公司传动零部件产品主要有定子、盘毂、DCT 变速箱阀体、换挡轴等。2017 年开始随着公司为博格华纳生产的 DCT 变速箱阀体产品的量产及出货, 传动零部件业务收入快速增长。公司近年传动零部件业务毛利率提升, 主要因为新产品量产后的降本增效以及高毛利率产品销量占比上升。

图24: 公司汽车传动零部件产品



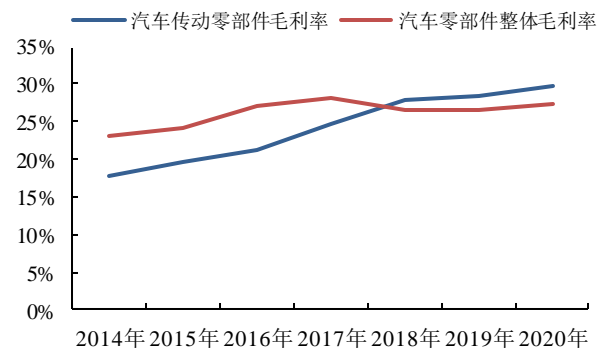
资料来源: 公司官网; 东兴证券研究所

图25：公司传动零部件业务收入及占比



资料来源：Wind；东兴证券研究所

图26：公司传动零部件与整体汽车零部件毛利率比较



资料来源：Wind；东兴证券研究所

DCT（双离合自动变速器）的燃油经济性好，且研发难度相对较低，是目前自主车企自研变速箱的主流方案。在目前的汽车自动变速器中，DCT的优势在于换挡速度快且平顺、效率高和油耗低，而且可以兼容混动车型。随着汽车油耗标准的提高和未来混动车型渗透率提升的预期，DCT在国内汽车变速箱市场的发展势头较为强劲。近年自主车企相继自研变速器，其中燃油经济性好、研发难度相对较低的DCT成为主流。目前长城、长安、上汽、吉利等主流自主车企均已实现自研DCT并量产。

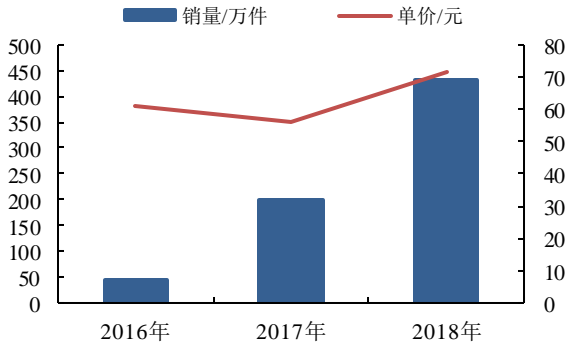
表8：主流自主车企的自研DCT情况

自主车企	自研DCT
长城	7DCT、9DCT
长安	5DCT、7DCT
上汽	6DCT、7DCT
广汽	7DCT
奇瑞	6DCT、7DCT
吉利	7DCT
比亚迪	6DCT

资料来源：东兴证券研究所根据公开信息整理 注：不完全整理，或有疏漏

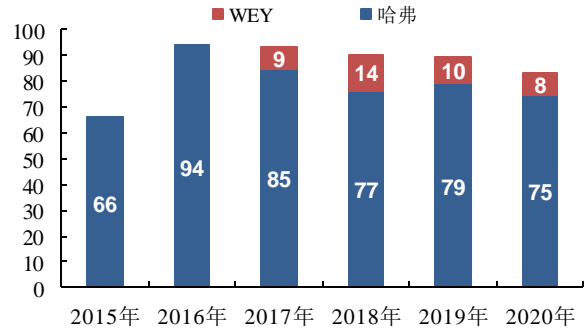
把握住了长城SUV升级换代和变速箱Tier1本土化生产的发展机遇，公司DCT阀体业务快速增长。汽车自动变速器最核心的关键部件是电液控制模块，而公司生产的DCT变速箱阀体是电液控制模块最核心的载体。凭借与舍弗勒合作传动零部件积累的良好口碑，2015年公司抓住博格华纳变速箱生产本土化的机遇，取得其DCT变速箱阀体的订单，终端配套长城汽车旗下的哈弗和WEY车型。根据招股说明书，公司2016-2018年配套长城汽车的相关零部件收入持续高速增长，年均复合增长率高达393%。

图27: 公司传动零部件对博格华纳的售价和销量



资料来源: 公司招股说明书; 东兴证券研究所

图28: 长城汽车哈弗与WEY品牌销量 (单位: 万辆)



资料来源: Wind; 东兴证券研究所

凭借高质量的产品产出, 公司获得多家自主车企的直供订单。经过多年的终端市场检验, 公司的传动系统产品以优异的质量表现获得众多客户的一致认可, 除通过系统供应商广泛配套于长城、上汽、一汽、长安外, 还获得了比亚迪、长城、长安等多家车企的直供订单。2021年至今, 公司分别获得了弗迪动力(比亚迪旗下)的4亿元变速箱阀板订单、蜂巢传动(长城旗下)的12亿元变速器壳体组件订单和重庆青山工业(长安旗下)的17亿元变速器箱体订单。

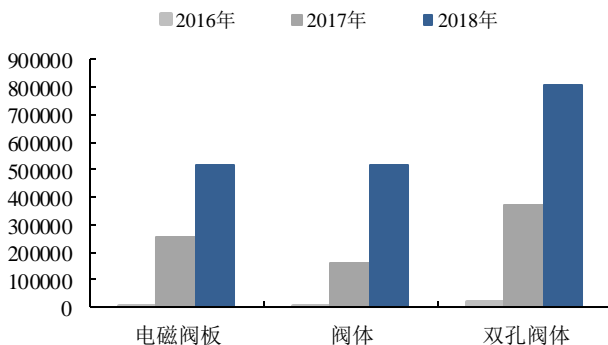
表9: 2021年公司获得的传动零部件产品定点

公告时间	公司名称	供应产品	终端车型	合同金额	合同履行期限
2021.3.10	弗迪动力	变速箱阀板	秦 plus DM-i	4 亿	5 年
2021.8.26	蜂巢传动	变速器壳体组件	混动柠檬平台车型	12 亿	5 年
2021.12.31	重庆青山工业	变速器箱体	长安旗下车型	17 亿	5 年

资料来源: 公司公告; 东兴证券研究所

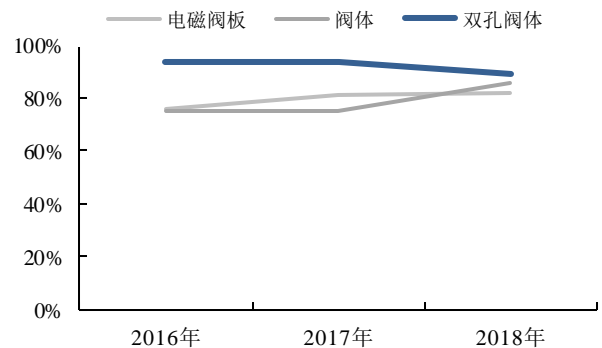
IPO 募投项目投产, 助力公司传动零部件业务进一步提升。根据招股说明书, 公司募得的部分资金将投资年产 120 万套的自动变速箱类零件项目, 具体产品包括电磁阀板、阀体和双孔阀体。2016-2018 年公司募投项目自动变速箱类零部件的平均产能利用率均超 80%, 生产状态趋于饱和。2019 年该项目开始投产, 2020 年四季度达到满产状态, 有效缓解了汽车传动零部件产能不足的情况。

图29: 公司募投项目自动变速箱类零部件销量 (单位: 件)



资料来源: 公司招股说明书; 东兴证券研究所

图30: 公司募投项目自动变速箱类零部件产能利用率



资料来源: 公司招股说明书; 东兴证券研究所

DCT 将受益于自主车企的向上突破和混动路线的快速发展，公司以 DCT 产品为核心的传动业务有望持续放量。从技术层面来说，DCT 电动化的技术拓展较灵活，具备开发多种技术路线的可能性，包括与 P2、P2.5、P3 等构型结合。在 DCT 基础上拓展电动化产品，大部分零部件可用，车企可以充分利用已有的 DCT 产业链，减少成本。所以在国内主流自主车企已掌握 DCT 制造技术的基础上，基于 DCT 开发的混动路线也受到其青睐，比如长城柠檬混动系统、长安蓝鲸 IDD 混动系统、吉利雷神混动系统等。在节能减排标准日益趋严和双碳目标完成时点确定的大背景下，混动车型（HEV+PHEV）将是汽车行业发展的重要路线之一。根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，我们测算至 2025、2030 年我国混动汽车市场规模将分别达到 1076 万辆、1339 万辆，对应 2020-2025 年复合增速为 75%。我们认为，受益于混动路线的发展和自主品牌的向上突破，国内 DCT 行业将迎来较快发展。

表10：混合动力乘用车的发展目标

	2025 年	2030 年	2035 年
油耗	5.3L/100km (WLTC)	4.5L/100km (WLTC)	4.0L/100km (WLTC)
新车占传统能源乘用车的比例	50%-60%	75%-85%	100%

资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，东兴证券研究所

4. 主要结论

公司是国内铝合金精密压铸件的优质供应商。公司产品覆盖汽车传动系统、引擎系统、热交换系统、转向系统和新能源汽车零部件等领域。成立初期公司选择了差异化布局，把“技术创新”和“新能源业务”作为发展的突破口。近年公司在传动系统、新能源零部件业务的收入录得高增长。

明确发展规划，把握近期稳健增长和中长期战略增长。根据现有业务发展和行业长期变革趋势，公司制定了 5 条业务线：退出线（传统内燃机业务）、成长底线（阀板等核心产品）、增长线（新能源汽车零部件业务）、爆发线（组件业务）和天际线（轮毂电机系统、数字悬架系统）。根据发展规划，近 2-3 年公司的传动零部件业务和新能源零部件业务将受益于新能源行业的快速发展而保持高增长。此外，一体化压铸领域也是现在公司研发投入的重点。

新能源市场快速发展，公司在该领域深耕数年，较友商具备先发优势。新能源行业快速发展，相关电动车用铝压铸产品仍处于升级变化中，为在该领域积累多年的国内供应商提供了更多机会。公司 2013 年便与德国西门子合作开发电驱动相关业务，其先发优势主要体现在：（1）拥有将近 10 年的新能源产品研发和量产的经验；（2）与国际知名 Tier 1 有深厚的新能源产品合作基础，为公司获取新订单的能力背书。公司在马鞍山、南京、匈牙利均规划了新能源产品的产能建设，预计达产后马鞍山工厂的新能源产值为 4.3 亿，南京新能源生产基地为 5.2 亿。

把握自主车企布局 DCT 的发展机遇，公司以 DCT 相关产品为核心的传动业务将受益。DCT 是目前国内变速箱市场上的主流方案，油耗低且能够兼容混动车型。几家主流自主车企均在 DCT 有布局，并实现了量产。公司传动产品除间供长城、上汽、一汽、长安外，还获得了比亚迪、长城、长安等车企的直供订单，市场认可度较高。随着 IPO 产能释放，将助力公司传动业务增长。

加速布局一体化压铸，打开发展新空间。由于新能源汽车对轻量化的诉求比传统燃油车更高，集成化设计、车身结构件、三电系统壳体、底盘件等一体化压铸的方案正成为行业革新的新赛道。公司较早布局一体化压

铸，大型压铸机将主要用于“多合一”组件、电池构件及车身构件相关业务。根据公告信息，公司 5000T 压铸机已经投入使用并量产，6000T 和 8000T 压铸机也将陆续到厂。

盈利预测及投资评级：当前汽车行业处于向电动化、智能化快速发展的变革阶段，相关零部件仍在不断升级变化中，对供应商的技术研发和同步开发能力提出了更高的要求。新能源汽车渗透率快速提升，我们看好公司在新能源、传动零部件等核心业务的市场竞争力和产能布局，公司成长可期。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.62、2.47 和 3.34 亿元，对应 EPS 分别为 0.81、1.23 和 1.66 元。2022 年 2 月 15 日收盘价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 37、24 和 18 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

乘用车销量不及预期；上游原材料价格上涨；缺芯恢复情况不及预期；新产能建设进度不及预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	1064	1156	1282	1841	2225	营业收入	1251	1386	1693	2705	3444
货币资金	195	271	299	414	473	营业成本	936	1025	1264	1963	2473
应收账款	301	371	417	667	849	营业税金及附加	7	11	12	19	24
其他应收款	4	5	6	10	13	营业费用	38	41	59	81	103
预付款项	4	6	6	6	6	管理费用	75	84	92	162	210
存货	259	297	346	538	677	财务费用	30	16	17	27	34
其他流动资产	59	9	9	9	9	研发费用	80	83	110	189	241
非流动资产合计	1055	1075	1536	1933	2295	资产减值损失	-3	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	1	2	2	2	2
固定资产	909	902	1180	1501	1803	投资净收益	0	1	0	0	0
无形资产	76	81	128	173	216	加: 其他收益	6	7	38	6	6
其他非流动资产	16	35	50	42	46	营业利润	92	133	177	270	366
资产总计	2118	2231	2818	3774	4520	营业外收入	1	2	2	2	2
流动负债合计	458	649	1081	1835	2295	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	95	178	515	1023	1302	利润总额	92	134	178	271	367
应付账款	261	334	377	585	737	所得税	7	13	16	24	33
预收款项	1	0	0	0	0	净利润	86	121	162	247	334
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	196	23	28	20	24	归属母公司净利润	86	121	162	247	334
长期借款	183	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	654	672	1109	1856	2319	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	4.01%	10.81%	22.15%	59.83%	27.30%
实收资本(或股本)	200	201	201	201	201	营业利润增长	-5.19%	44.75%	33.56%	52.52%	35.18%
资本公积	979	994	994	994	994	归属于母公司净利润增长	-6.27%	40.82%	34.12%	52.24%	35.06%
未分配利润	257	336	458	643	893	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1465	1560	1709	1919	2202	毛利率(%)	25.13%	26.06%	25.31%	27.43%	28.21%
负债和所有者权益	2118	2231	2818	3774	4520	净利率(%)	6.87%	8.73%	9.58%	9.13%	9.68%
现金流量表						偿债能力					
	单位: 百万元					总资产净利润率(%)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)					
经营活动现金流	285	212	290	217	423	营运能力					
净利润	86	121	162	247	334	总资产周转率	0.62	0.64	0.67	0.82	0.83
折旧摊销	110	120	109	151	197	应收账款周转率	4	4	4	5	5
财务费用	30	16	17	27	34	应付账款周转率	5.38	4.66	4.76	5.62	5.21
应收帐款减少	92	-71	-46	-250	-182	每股指标(元)					
预收帐款增加	0	-1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.60	0.81	1.23	1.66
投资活动现金流	-242	6	-569	-546	-558	每股净现金流(最新摊薄)	0.34	0.42	0.30	1.14	1.29
公允价值变动收益	1	2	2	2	2	每股净资产(最新摊薄)	7.32	7.74	8.49	9.52	10.93
长期投资减少	0	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	0	1	0	0	0	P/E	63.22	49.55	37.20	24.43	18.09
筹资活动现金流	25	-133	339	559	394	P/B	4.09	3.87	3.53	3.15	2.74
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	26.94	22.43	20.70	14.89	11.55
长期借款增加	-134	-183	0	0	0						
普通股增加	50	1	0	0	0						
资本公积增加	402	15	0	0	0						
现金净增加额	68	85	60	229	259						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	汽车行业: 新能源补贴退坡符合预期, 需求驱动成主导	2022-01-04
行业深度报告	东兴证券汽车行业 2022 年度策略: 行业周期复苏与零部件格局重塑	2021-12-06
行业深度报告	【东兴汽车】汽车行业研究报告: 智能驾驶之路	2021-05-18
行业普通报告	汽车行业报告: 智能电动化下自主企业大机遇	2021-04-20

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009 年至今曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526