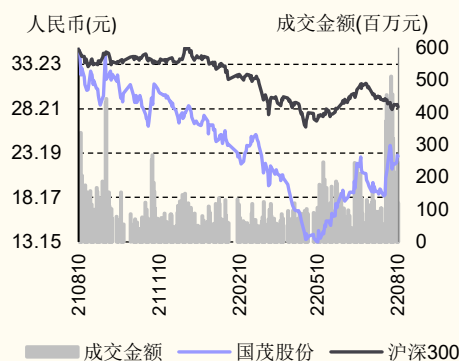


市场价格(人民币): 22.85元

目标价格(人民币): 36.79元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.63
已上市流通A股(亿股)	6.51
总市值(亿元)	151.39
年内股价最高最低(元)	34.83/13.15
沪深300指数	4110
上证指数	3230



通用减速机龙头，横向布局打开市场空间

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,184	2,944	3,412	4,668	5,703
营业收入增长率	15.21%	34.81%	15.87%	36.83%	22.18%
归母净利润(百万元)	359	462	570	762	938
归母净利润增长率	26.56%	28.66%	23.46%	33.53%	23.14%
摊薄每股收益(元)	0.760	0.976	0.861	1.150	1.416
每股经营性现金流净额	0.87	0.84	0.85	1.25	1.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.18%	15.64%	17.14%	19.58%	20.26%
P/E	34.97	39.84	26.54	19.87	16.14
P/B	4.96	6.23	4.55	3.89	3.27

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司主营通用减速机业务，横向拓展打开业绩空间：**公司深耕通用减速机领域多年，产品品类齐全，不断突破下游客户，拓展如徐工机械、东起机械、宏工科技等国内重点公司。中期来看，公司主营业务有望受益通用自动化行业β实现业绩高增长，同时积极拓展工程机械专用减速机以及GNORD高端减速机业务，多元化发展有望推动23/24年公司营收同比37%/22%的业绩高增长。
- **千亿级减速机赛道下国产替代进程加速，公司有望充分受益：**减速机作为工业动力传动的基础件，与自动化市场增速强相关。随着年底自动化市场的逐步复苏，我们假定2022-24年自动化市场同比增速分别为11%/25%/20%，则2024年减速机销量有望达到1882万台，对应市场规模千亿级别。当下通用减速机市场整体呈现较为分散的竞争格局，随着国产减速机性能与外资品牌逐渐缩小，国产替代进程持续加速。公司作为内资品牌龙头，营收业内领先，盈利能力稳定，同时财务费用率远低于同业竞争对手，公司现金流状况良好，有望充分受益国产替代浪潮。
- **公司三大核心竞争力构建护城河，未来成长可期：**①公司产品+渠道优势双管齐下，对标SEW更具性价比。同时公司的“经销+直销”销售体系以较低成本开拓市场，快速提高品牌效应，营运能力行业领先。②公司切入专用减速机行业，以塔机入手，GLW系列回转减速机和GTR系列卷扬机均已批量出货，加速跨领域拓展。同时全资子公司捷诺进军高端市场，紧抓新能源机遇增长迅速，随着23年年产9万台GNORD高端减速机产能逐步落地，有望实现高端品牌突围。③公司募投项目产能释放在即，实现每年约11-12万台产能释放，持续扩大市场份额，同时公司内生+外延并举，布局上游零部件自制以及垂直整合原材料铸件环节，进一步提高公司全产业链议价能力。

投资建议与盈利预测

- 预计公司2022-2024年归母净利润为5.67、7.71、9.49亿元，对应PE分别为27/20/16倍。参考可比公司估值，考虑到公司作为通用减速机龙头企业，有望受益通用自动化复苏，同时积极切入专用减速机（工程机械等）与高端减速机（捷诺品牌）领域，未来业绩有望迎来高增长，给予公司2023年32倍估值，目标价36.79元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

- 通用自动化复苏不及预期、产能释放不及预期风险、原材料价格波动风险、新产品放量不及预期、限售股解禁风险。

满在朋 分析师 SAC 执业编号: S1130522030002
manzaipeng@gjzq.com.cn

秦亚男 分析师 SAC 执业编号: S1130522030005
qinyanan@gjzq.com.cn

内容目录

1. 深耕通用减速机二十载，向高端减速机切入.....	4
1.1 公司减速机产品线丰富，从通用到高端.....	4
1.2 公司整体盈利能力稳定，业绩有望回升.....	5
1.3 股权激励绑定核心员工，彰显公司业绩高增长信心.....	6
2. 减速机市场千亿赛道，龙头企业有望持续受益.....	6
2.1 通用自动化有望年底复苏，减速机市场长坡厚雪.....	6
2.2 减速机市场格局分散，国产替代正当时.....	9
3. 内生外延并举，三大核心竞争力共筑公司护城河.....	11
3.1 核心竞争力一：对标 SEW，“产品+渠道”双管齐下提高市占率.....	11
3.2 核心竞争力二：以塔机切入专用设备，渗透高端减速机市场.....	13
3.3 核心竞争力三：募投产能逐渐释放，布局上游穿越原材料周期.....	15
4. 盈利预测与投资建议.....	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 投资建议及估值.....	18
5. 风险提示.....	18

图表目录

图表 1: 公司主要产品介绍.....	4
图表 2: 公司下游主要客户情况.....	4
图表 3: 公司各业务板块结构占比.....	5
图表 4: 三大主营产品毛利率情况.....	5
图表 5: 2014-2022Q1 公司营收及同比增速.....	5
图表 6: 2014-2022Q1 公司归母净利润及同比增速.....	5
图表 7: 公司毛利率与净利率较稳定.....	6
图表 8: 公司整体费用率管控情况良好.....	6
图表 9: 限制性股票解锁条件.....	6
图表 10: 减速机行业销售收入同比与宏观经济相关.....	7
图表 11: 通用减速机产品下游应用领域分散.....	7
图表 12: 中游通用机械行业需求复苏有望下半年附近启动.....	7
图表 13: 当下通用自动化行业需求进入磨底阶段.....	8
图表 14: 国内减速机产量增速回升.....	8
图表 15: 预计 2024 年我国减速机市场规模有望达 1882 亿元.....	9
图表 16: 全球减速机市场由 SEW、佛兰德引领.....	9
图表 17: 国内减速机市场格局较为分散.....	9
图表 18: 减速机行业主要公司基本情况.....	9
图表 19: 减速机产品进口数量持续降低.....	10
图表 20: 减速机产品进出口单价持续上升.....	10

图表 21: 内资减速机品牌市场份额不断提升	10
图表 22: 内资减速机企业营业收入不断提升	10
图表 23: 公司整体毛利率较为稳定	11
图表 24: 公司净利率优于竞争对手	11
图表 25: 公司管理费用率情况远低于竞争对手	11
图表 26: 公司财务费用率远低于竞争对手	11
图表 27: SEW 主要减速机产品介绍	12
图表 28: SEW 全球网点分布	12
图表 29: SEW 与公司主要产品最大功率输出差距较小	12
图表 30: 公司存货周转天数少于同业可比公司	13
图表 31: 公司应收账款周转天数少于同业可比公司	13
图表 32: 挖机和塔机合计为专用工程机械市场的 66%	13
图表 33: 捷诺产品营收及销量情况	14
图表 34: 公司高端减速机基本情况介绍	14
图表 35: 2020-2024 年公司 GNORD 减速机产能、产量和销量预测	14
图表 36: 2016-2022 年公司新增 35 万台减速机产能、产量和销量预测	15
图表 37: 公司募投项目具体情况	15
图表 38: “35 万台减速机项目”达产状态原辅材料年耗量	15
图表 39: 公司减速机成本构成	16
图表 40: 铸件在原材料采购成本中占比较大	16
图表 41: 公司通过提价稳定毛利率不受原材料价格情况	16
图表 42: 公司盈利预测	17
图表 43: 可比公司估值比较	18

1. 深耕通用减速机二十载，向高端减速机切入

1.1 公司减速机产品线丰富，从通用到高端

- 公司为通用减速机龙头，产品线丰富，对应下游应用领域广泛。公司聚焦齿轮减速机、摆线针轮减速机两大业务条线，通用产品矩阵丰富，目前有3万多种零部件类别，已生产出的产品型号达15万种以上。其中，齿轮减速机根据功率不同分为模块化减速机和大功率减速机。

图表 1: 公司主要产品介绍

产品类别	图示	基本介绍	应用领域
齿轮减速机		1、所有零部件均按高度模块化技术设计。 2、传递功率覆盖0.12-200kW，广泛应用于中小功率工业传动领域。 3、结构中包含减速机与电机的快速接口，便于电机的安装。 4、传动比划分细，安装形式几乎不受限制，因此，应用范围非常广泛，是公司在目标市场中最受欢迎的产品之一。	广泛应用于环保、建筑、电力、化工、食品、物流、塑料、橡胶、矿山、冶金、水利、饲料、纺织、印染等领域。
		1、传递功率较大，最高可达5100kW，承载能力高。 2、结构中不包含减速机与电机的快速接口，电机可以根据客户需求灵活配置。 3、使用寿命长，易于拆装，传动效率高，运转平稳。	广泛应用于冶金、矿山、化工、环保、水泥、建筑、电力、石油、船舶、水利、塑料、橡胶等领域。
摆线针轮减速机		1、属于采用少齿差行星式传动原理及摆线针齿啮合的减速机，齿形为摆线形。 2、结构紧凑体积小。 3、单级传动比大。 4、运转平稳噪声低，拆装方便，易维修。	广泛应用于环保、建筑、电力、化工、食品、纺织、印染、饲料、环保、冶金、矿山、石油等领域。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司深度绑定下游客户，长期保持较好客户粘性。公司在减速机行业经验丰富，产品与下游多个龙头企业形成稳固长久的合作关系，采取直销与经销相结合的方式，在维系老客户的同时，不断加大营销力度，实现老客户份额和新客户渗透的双重突破，2020年河南矿山起重机械有限公司、江苏润鼎智能装备制造有限公司等长期客户实现销量同比大幅增长。同时，公司减速机销量持续上升，基本维持满产满销的理想状态，长期保持较好客户粘性。

图表 2: 公司下游主要客户情况

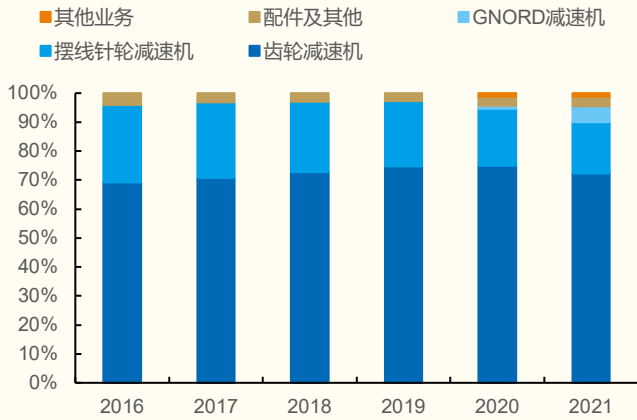


来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司主营通用减速机产品，近年开始聚焦高端减速机业务。公司主营产品为齿轮减速机和摆线针轮减速机。其中，齿轮减速机为公司拳头产品，结构占比总收入70%以上，其毛利率也高于其他产品。同时，公司近年来积

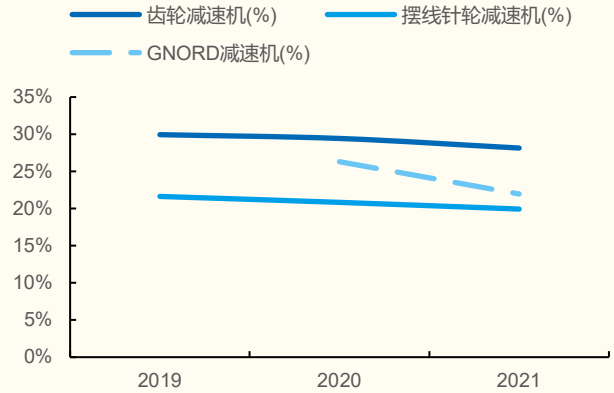
极布局高端减速机，GNORD 减速机作为公司大力拓展的产品，2021 年实现营收 1.65 亿元，同比增长 599.95%，结构占比显著提升，自 2020 年的 1.08% 升至 2021 年的 5.62%。

图表 3: 公司各业务板块结构占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 三大主营产品毛利率情况

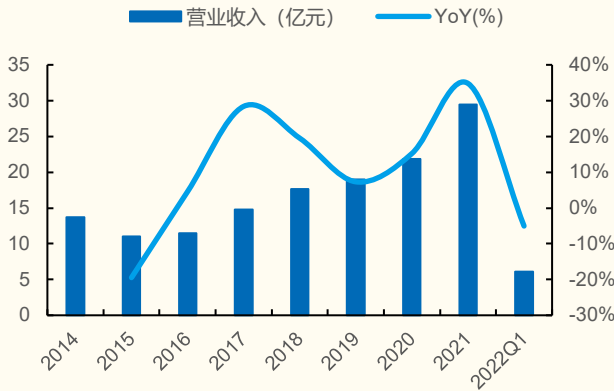


来源: Wind, 国金证券研究所

1.2 公司整体盈利能力稳定，业绩有望回升

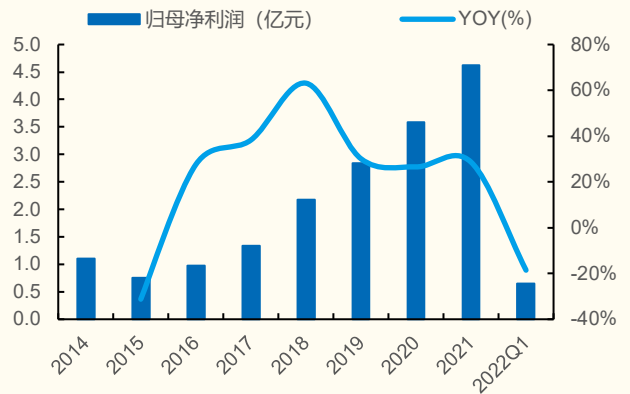
- 公司营收短期承压，自动化行业复苏有望带动公司业绩向好。公司 2021 年实现营收 29.44 亿元，同比增长 34.81%，公司 21 年产品提价对冲原材料成本上涨，齿轮减速机实现销量 36.5 万台。22 年 Q1 受疫情影响，营收为 6.10 亿元，同比增速降至-5.05%。2021 年归母净利润为 4.62 亿元，同比增长 28.66%。预计 22 年短期承压后，受益通用自动化行业复苏，公司 23 年营收同比增速有望回升。

图表 5: 2014-2022Q1 公司营收及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

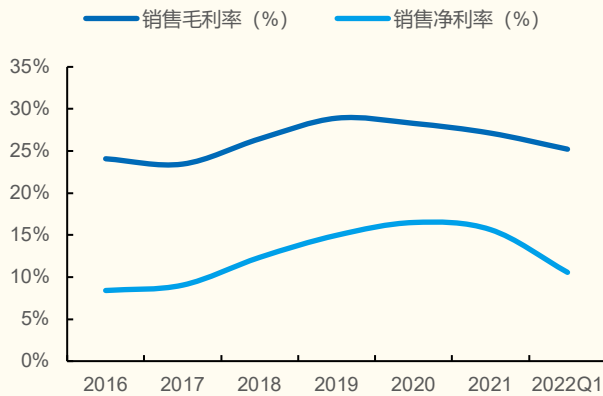
图表 6: 2014-2022Q1 公司归母净利润及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

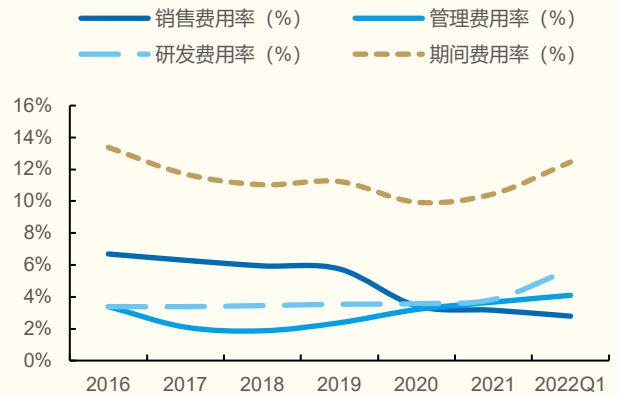
- 公司整体盈利水平较为稳定，受原材料价格影响较小。公司应对原材料成本上涨时，通过提价稳定毛利率。22 年 Q1 受疫情小幅扰动，同比有所下滑。未来随着规模效应扩大，零件自制率提高压低成本，公司盈利能力有望进一步提升。
- 公司费用管控良好，布局高端减速机产品加大研发投入。公司销售费用率持续降低，2021 年、2022Q1 销售费用率分别为 3.17%、2.78%。公司管理费用率由于股权激励费用及职工薪酬的增加有所上升，预计未来在公司规模效应下，管理费用率有望维稳。此外，公司重视技术研发创新，开发行业前沿的新产品、优化和改进现有工艺，研发费用率逐年提高，22 年 Q1 研发费用率达到 5.75%，同比增长 1.9pcts。

图表 7: 公司毛利率与净利率较稳定



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 公司整体费用率管控情况良好



来源: Wind, 国金证券研究所

1.3 股权激励绑定核心员工, 彰显公司业绩高增长信心

- 公司积极实施股权激励, 公司于 2020 年发布股权激励计划, 以 9.48 元/股价格向 166 人授予限制性股票 924.50 万股。公司 2021 年 7 月再度发布公告, 向 37 名核心技术(业务)人员以 9.23 元/股授予预留部分的 75.5 万股限制性股票。此次股权激励有利于提升核心员工的积极性和创造性, 同时彰显公司对于未来业绩高增长的信心。
- 业绩考核目标锚定公司业绩稳定增长大趋势。根据公司此次股权激励业绩考核目标, 2022-2024 年公司归属上市公司股东的净利润不低于 4.00、4.80、6.00 亿元, 对应同比增速分别为 19.40%、20%、25%。考虑到 2021 年公司净利润为 4.60 亿元, 远超业绩考核目标 4.00 亿元, 预计公司有极大希望超过 2022 年业绩考核目标。

图表 9: 限制性股票解锁条件

	解除限售期	业绩考核目标
首次授予的限制性股票	第一个解除限售期	2020 年公司净利润不低于 2.90 亿元
	第二个解除限售期	2021 年公司净利润不低于 3.35 亿元
	第三个解除限售期	2022 年公司净利润不低于 4.00 亿元
	第四个解除限售期	2023 年公司净利润不低于 4.80 亿元
	第五个解除限售期	2024 年公司净利润不低于 6.00 亿元
预留授予的限制性股票	第一个解除限售期	2021 年公司净利润不低于 3.35 亿元
	第二个解除限售期	2022 年公司净利润不低于 4.00 亿元
	第三个解除限售期	2023 年公司净利润不低于 4.80 亿元
	第四个解除限售期	2024 年公司净利润不低于 6.00 亿元

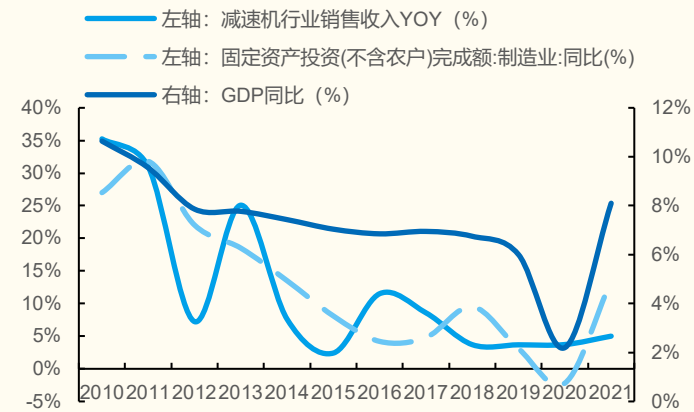
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2. 减速机市场千亿赛道, 龙头企业有望持续受益

2.1 通用自动化有望年底复苏, 减速机市场长坡厚雪

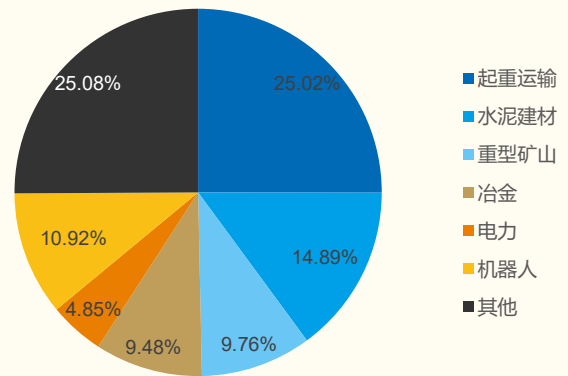
- 减速机行业下游应用领域广泛, 其周期性受单个行业需求变化影响较小, 整体景气度与宏观经济关联性较高。减速机作为工业动力传动不可缺少的重要基础部件之一, 下游各行业应用广泛, 且占比分散, 整体抗周期能力强。综合来看, 减速机行业销售收入增速与制造业投资增速和 GDP 增速息息相关。根据国家统计局数据公布, 21 年我国制造业固定资产投资同比增长 13.5%, GDP 增速为 8.1%, 宏观经济整体发展稳中向好, 有望带动减速机行业收入增速回升。

图表 10: 减速机行业销售收入同比与宏观经济相关



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 通用减速机产品下游应用领域分散



来源: 中国机械工业联合会, 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

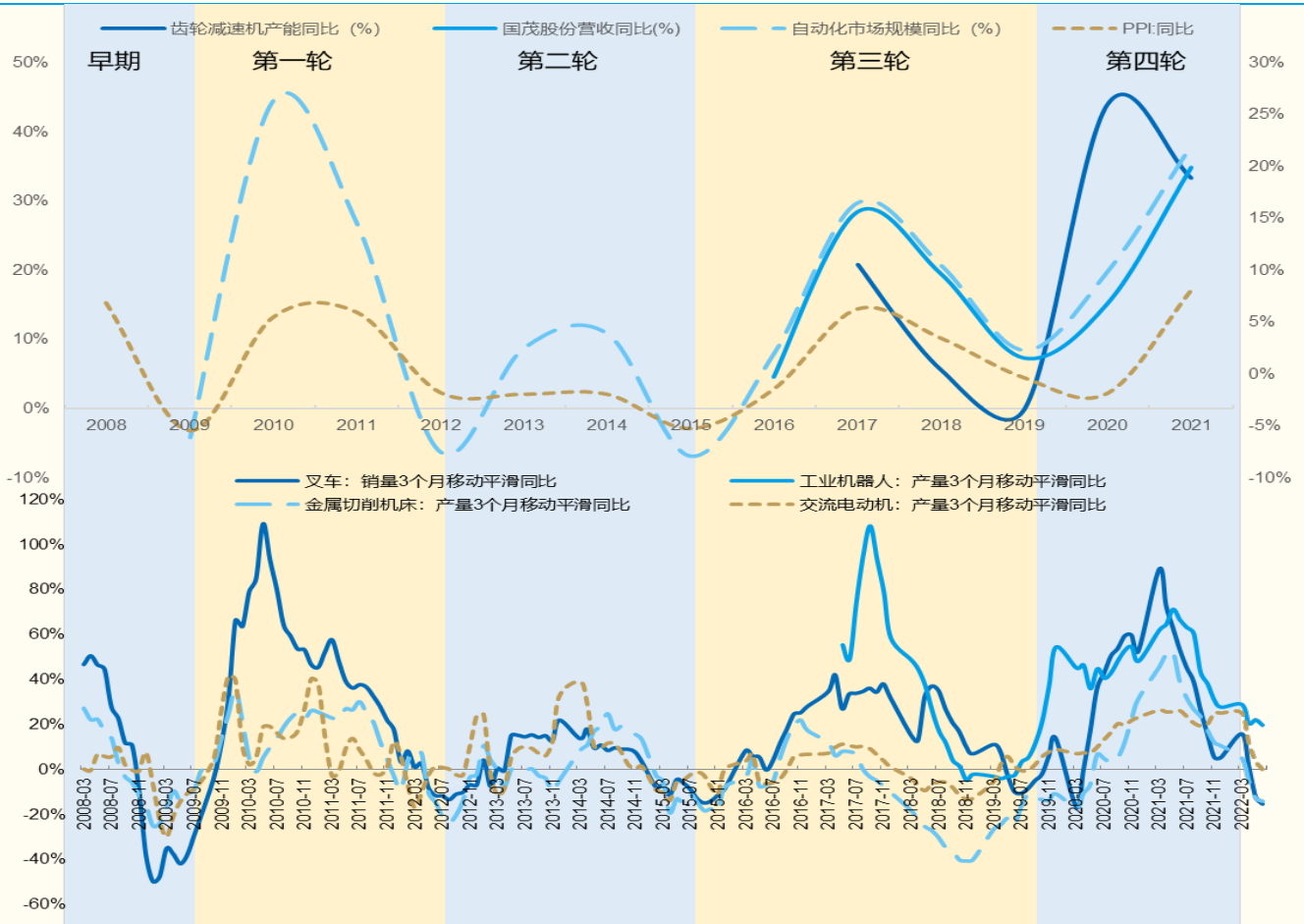
- 当下通用自动化处于疫情后磨底阶段, 新一轮通用机械行业需求有望年底开始上行。通用机械作为产业链中游资本品, 需求周期约为 3-4 年, 我们选取减速机所用场景如工业机器人、机床、叉车等典型通用资本品产销量数据三个月移动平滑同比数据来表征行业变化趋势。可以看出, 行业需求从 2021 年年初开始边际走弱, 根据行业需求下降历史均值 22 个月时间推算, 则新一轮需求上升周期有望于今年年底启动, 我们预计本轮周期以 23 年开始上行, 24 年 9 月达到峰值。
- 公司业绩与自动化周期协频共振, 预计业绩增速随 23 年需求复苏走强。选取公司 2016-2021 年营收同比增速和产能扩张增速对比可以看出, 公司营收和产能增速均与自动化周期呈现强相关性。21 年公司营收同比增速较快主要系上半年公司产品提价, 下游厂商集中采购产品, 量价齐升所致, 短期看, 22 年营收虽受自动化行业磨底, 增速短期承压, 但中期来看, 公司营收有望受益行业 β 红利, 23、24 年营收同比有望走强。

图表 12: 中游通用机械行业需求复苏有望下半年附近启动

设备周期	起点	峰值 (高点)	上升时长	下降时长	历时
周期 1	2009/02	2010/01	12	31	43
周期 2	2012/08	2014/03	20	20	40
周期 3	2015/11	2017/09	23	21	44
周期 4	2019/06	2021/03	22	22	44
周期 5	2023/01	2024/09	22	-	-

来源: Wind, 国金证券研究所

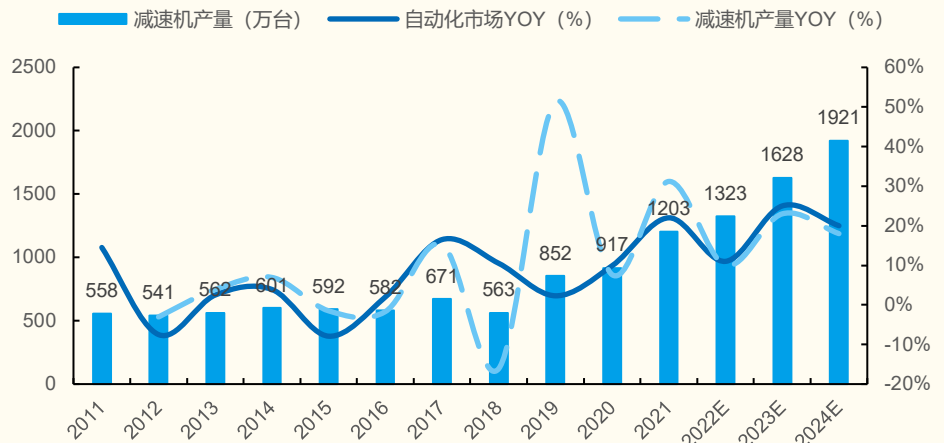
图表 13: 当下通用自动化行业需求进入磨底阶段



来源: Wind, 工控网, 公司招股说明书, 公司公告, 国金证券研究所

■ **减速机产量增速回暖, 预计 2024 年我国市场规模将达 1882 亿元。**伴随下游自动化市场复苏, 减速机产量维持较好的增长态势, 2021 年我国减速机产量突破 1200 万台, 同比增长 31.2%。考虑到减速机产量与自动化市场紧密相关, 假设其减速机产量同比分别为 10%/23%/18%, 则对应 24 年减速机产量有望达到 1921 万台。假设减速机行业产销率达 98%左右, 22-24 年分别假设减速机单价为 1.05/1.05/1 万元/台 (据单价自 19 年逐步下降), 则对应 2024 年我国减速机市场规模将达到 1882 亿元左右。

图表 14: 国内减速机产量增速回升



来源: 前瞻产业研究院, 智研咨询, 工控网, 国金证券研究所

图表 15: 预计 2024 年我国减速机市场规模有望达 1882 亿元

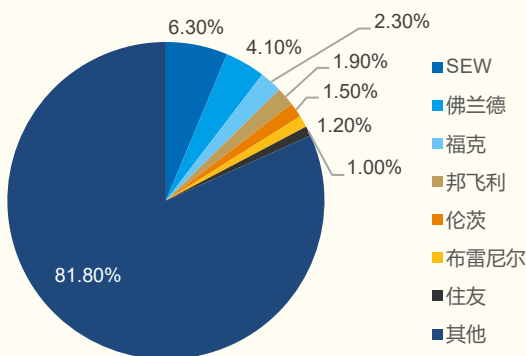
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
减速机销量 (万台)	834.96	898.66	1178.94	1296.83	1595.11	1882.22
YOY (%)	51.33%	7.63%	31.19%	10.00%	23.00%	18.00%
单价 (元/台)	13833	13331	106701	10500	10500	10000
市场规模 (亿元)	1155	1198	1258	1361.68	1674.86	1882.22
YOY (%)	3.68%	3.72%	5.01%	8.24%	23.00%	12.38%

来源: 智研咨询, 中国通用机械工业协会减变速机分会, 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

2.2 减速机市场格局分散, 国产替代正当时

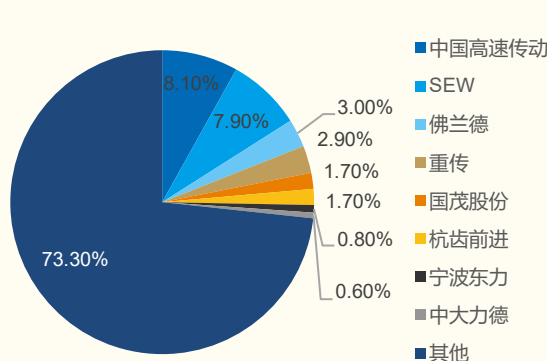
- **减速机行业整体竞争格局处于较为分散阶段, 行业集中度较低。**减速机对应行业众多, 各细分市场企业竞争激烈, 传统制造强国德、日等在减速机领域具有先发优势, 以 SEW 和 FLENDER 为代表的外资龙头企业占据大部分市场份额。国内减速机市场呈现中低端两级分化趋势, 外资如 SEW、FLENDER 等海外厂商垄断高端市场, 国茂股份、宁波东力、中大力德等内资则定位中端, 二者合计占据了近 40% 份额, 其余超过 60% 的市场份额则由众多内资低端小厂商所占据, 整体市场仍然以中低端为主。

图表 16: 全球减速机市场由 SEW、佛兰德引领



来源: Bloomberg, 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

图表 17: 国内减速机市场格局较为分散



来源: 国家统计局, 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

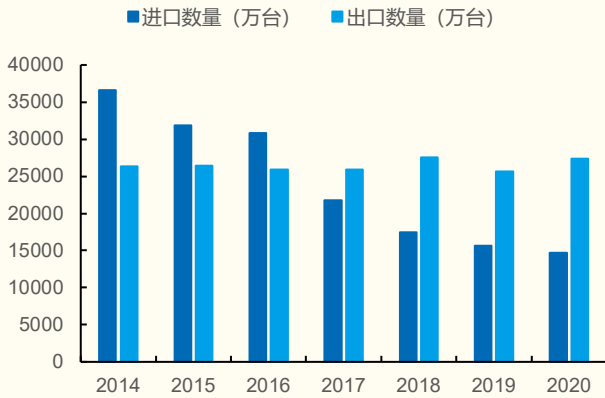
图表 18: 减速机行业主要公司基本情况

企业名称	公司简介及经营状况	生产及销售规模
SEW-传动设备 (天津)	成立于 1931 年。SEW-传动设备 (天津) 有限公司于 1994 年 6 月在中国成立, 主要产品包括各种系列减速机、电机和变频控制设备	SEW 集团的销售额超过 30 亿欧元
FLENDER 传动系统	成立于 1899 年。主要产品包括各种用途的减速机、联轴器、齿轮马达和电机	2021 年营收预计超过 20 亿欧元
国茂股份	成立于 1993 年, 主要产品包括模块化减速机、大功率减速机和摆线针轮减速机	2021 年营收为 29.44 亿元
宁波东力	成立于 1998 年, 主营业务为齿轮箱、电机、电控门等的生产、销售及供应链管理服务等, 其齿轮箱产品主要应用于冶金、矿山等行业	2021 年宁波东力传动设备产品的营业收入为 14.09 亿元
江苏泰隆	成立于 1999 年, 主要产品包括摆线针轮减速机、圆柱齿轮减速机、中硬齿轮硬齿面减速机等	未披露

来源: 公司招股说明书, Wind, 江苏泰隆官网, 西门子官网, 国金证券研究所

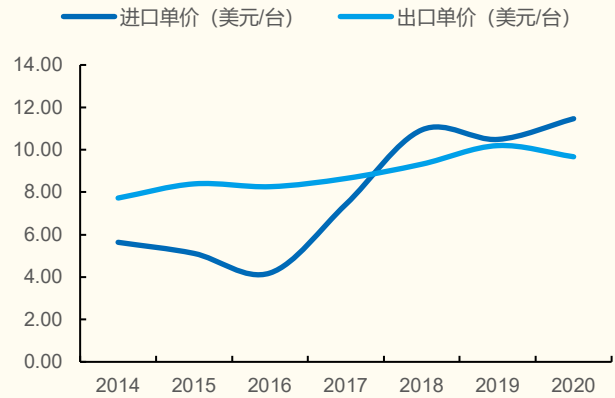
- **减速机进口数量持续降低，产品单价持续上升，国产替代正当其时。**从中国海关公布数据来看，减速机制造行业产品出口数量保持稳定上升趋势，而进口数量持续降低，截至2020年，减速机进口数量仅为出口数量一半左右。同时自2014年以来，减速机进出口单价持续上升，量价双向提升推动国产品牌替代。

图表 19: 减速机产品进口数量持续降低



来源: 华经情报网, 国金证券研究所

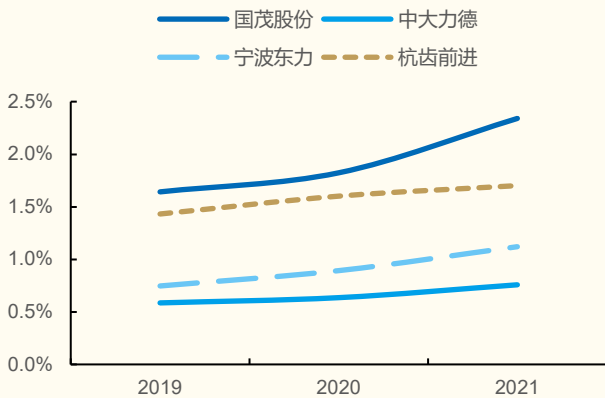
图表 20: 减速机产品进出口单价持续上升



来源: 华经情报网, 国金证券研究所

- **内资品牌市场份额持续提升，公司表现优于同业可比，有望充分受益国产替代。**当下国内大型减速机企业国茂股份、宁波东力、中大力德和杭齿前进产品质量、生产技术以及售后服务不断提升，市场份额不断提升，2019-2021年间分别提升0.7%、0.37%、0.17%、0.27%。国茂股份作为内资品牌通用减速机龙头，2021年实现营收29.44亿元，营收规模远高于同业可比公司中大力德（9.53亿元）、宁波东力（14.09亿元）、杭齿前进（21.40亿元），行业地位更高。

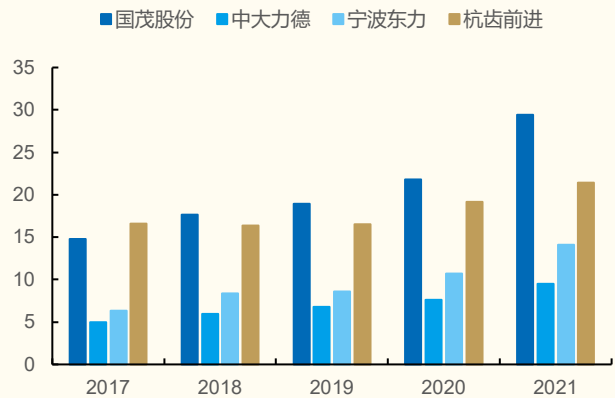
图表 21: 内资减速机品牌市场份额不断提升



来源: Wind, 中国通用机械工业协会减变速机分会, 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

注: 宁波东力选取传动板块营收

图表 22: 内资减速机企业营业收入不断提升

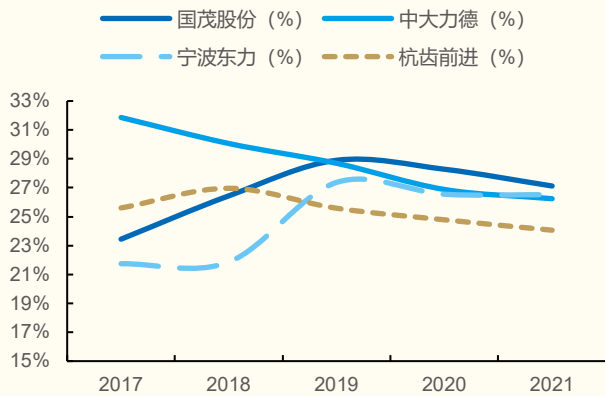


来源: Wind, 国金证券研究所

注: 宁波东力选取传动板块营收

- **公司盈利能力稳定，整体治理结构优于竞争对手。**公司相较内资竞争对手，在毛利率、净利率等关键指标上表现亮眼，整体盈利能力突出。公司管理费用占营业收入的比例较同行业低，系组织架构较为扁平化，行政管理体系统运作效率较高。财务费用率较低主要系公司报告期内无银行贷款。

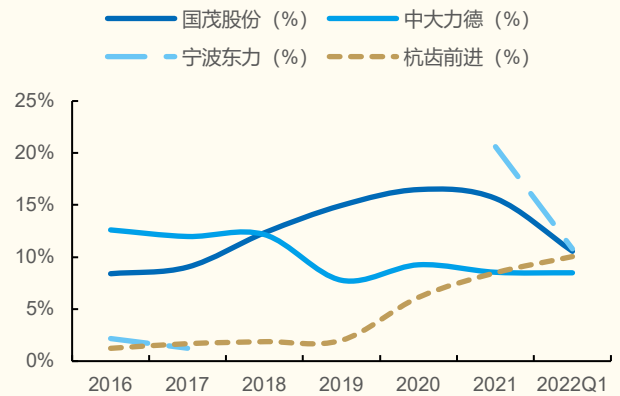
图表 23: 公司整体毛利率较为稳定



来源: Wind, 国金证券研究所

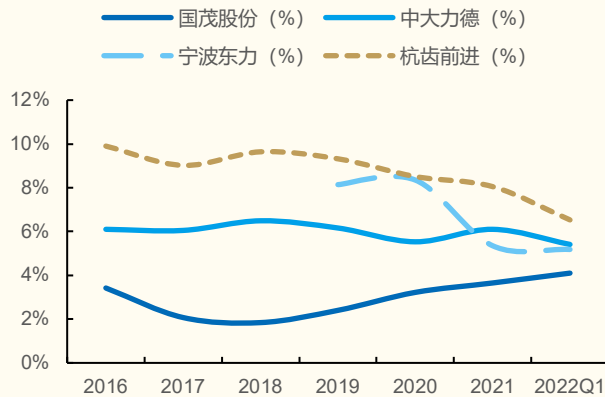
注: 宁波东力取传动设备板块毛利率

图表 24: 公司净利率优于竞争对手



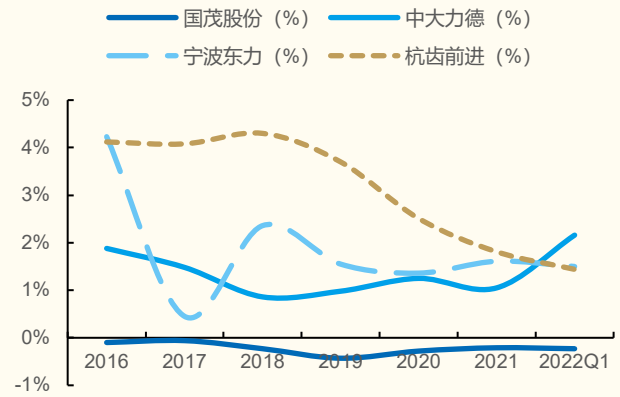
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 25: 公司管理费用率情况远低于竞争对手



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 26: 公司财务费用率远低于竞争对手



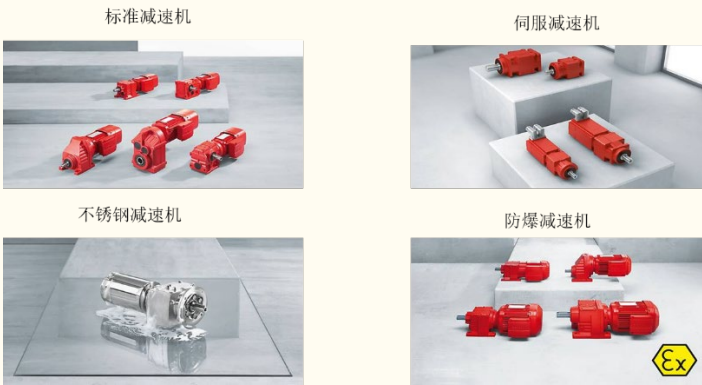
来源: Wind, 国金证券研究所

3. 内生外延并举, 三大核心竞争力共筑公司护城河

3.1 核心竞争力一: 对标 SEW, “产品+渠道”双管齐下提高市占率

- **SEW 作为全球通用减速机龙头, 生产技术和市场占有率均居世界前列。** SEW 产品包括系列减速机、电机和变频控制设备等。其旗下 SEW-传动设备有限公司采用全套进口设备和工艺, 按照德国 SEW 标准向国内外客户提供各类优质的工业减速器、减速电机及变频控制设备。当下, SEW 在全球范围内拥有 16 个制造厂、77 个装配中心和 200 多个销售服务办事处, 2019 年在全球市场份额达到 6.3%。

图表 27: SEW 主要减速机产品介绍



来源: SEW 官网, 国金证券研究所

图表 28: SEW 全球网点分布



来源: SEW 官网, 国金证券研究所

- 公司产品相较 SEW 产品更具性价比优势。随着公司的持续研发投入, 产品性能与外资龙头差距持续缩小。尽管公司在最大扭矩方面与 SEW 相差较大, 最高仅为 2600kN.m, 远低于 SEW 的 5200kN.m, 但较高的齿轮比弥补了最大扭矩方面的相对劣势, 最大功率可达 12000KW, 综合输出功率并无太大差距。相同输出功率上公司产品价格更低, 依靠规模效应和产品高性价比, 公司产品持续放量抢占市场份额。

图表 29: SEW 与公司主要产品最大功率输出差距较小

公司	分类	减速机系列	齿轮比	最大扭矩 kN.m
SEW	行星减速机	P 系列工业减速机	140-4000	631
		P.MC 系列工业减速机	140-4000	359
		XP 系列工业减速机	22-3600	5200
		P-X 系列工业减速机	28-550	550
		X 系列工业减速机	12.5-450	631
	齿轮减速机	MC 系列工业减速机	7.1-112	65
		N 系列工业减速机	1-7.1	248
		ML 系列工业减速机	14-280	1480
		GF 系列工业减速机	3.78-31434	18
		GK 系列工业减速机	5.36-29414	50
国茂股份	齿轮减速机	GR 系列工业减速机	1.3-26995	36.6
		GS 系列工业减速机	9.1-33818	6.5
	摆线针轮减速机	PV 系列工业减速机	1.25-450	950
		GM 系列工业减速机	1.3-33000	50
		GX 系列工业减速机	25-4000	2600
		BLD 系列工业减速机	7-650000	30
		BWD 系列工业减速机	7-650000	30

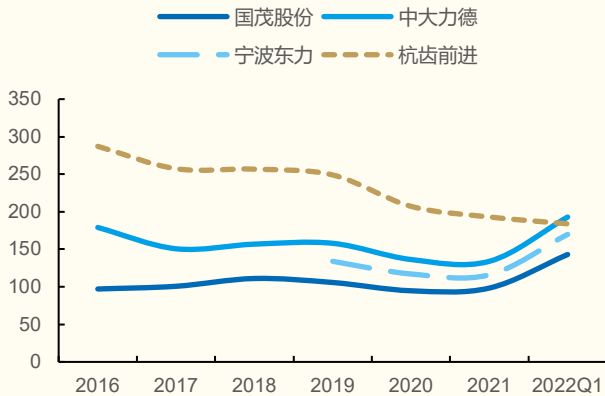
来源: SEW 官网, 公司官网, 国金证券研究所

- 公司采用“直销+经销”销售模式提高品牌效应和覆盖面。通过直销, 公司可以从方案设计、生产到售后服务为客户提供全方位服务。直销团队可以直接与客户对接, 及时了解反馈客户实时需求, 提升反应速度, 为客户提供高质量服务。同时, 公司拥有一支稳定、忠诚、分布广泛的经销商团队, 可以通过经销商以低成本持续开拓市场范围, 扩大销售规模, 提升市场占有率。
- 公司采取分级销售体制, 运转良好。公司具有三类经销商和两类直销客户。A 类经销商每年年初会与公司签订销售框架合同, 同时还负责拓展与管理其余经销商及终端客户。A 类经销商推荐的经销商为 B 类经销商, 公司直接拓展和管理的经销商为一般经销商。经由经销商推荐的直销客户为经销

商推荐的终端客户，公司直接拓展和管理的直销客户则为公司开发的终端客户。

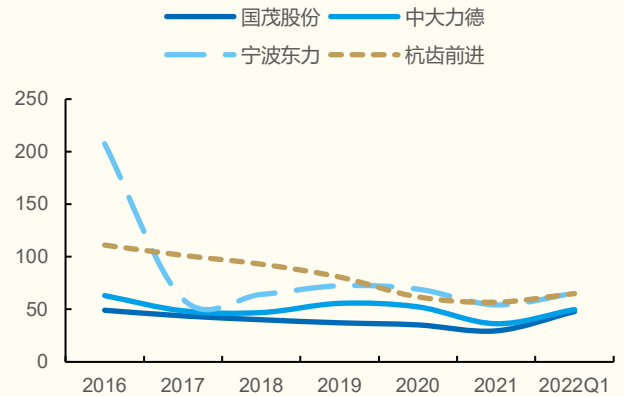
- **公司在营运能力方面远超同行业公司，经营效率卓越。**公司相较宁波东力与中大力德，经销比重更大，该模式有助于开拓市场和打造品牌影响力。同时公司积极推进数字化与“集中制造+分散组装”理念，缩短制造与运营周期。对比公司与宁波东力、中大力德和中国高速传动，2017-2021年公司存货周转天数和应收账款周转天数均明显低于同行业上市公司，彰显公司经销体制的优越性。

图表 30: 公司存货周转天数少于同业可比公司



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 31: 公司应收账款周转天数少于同业可比公司

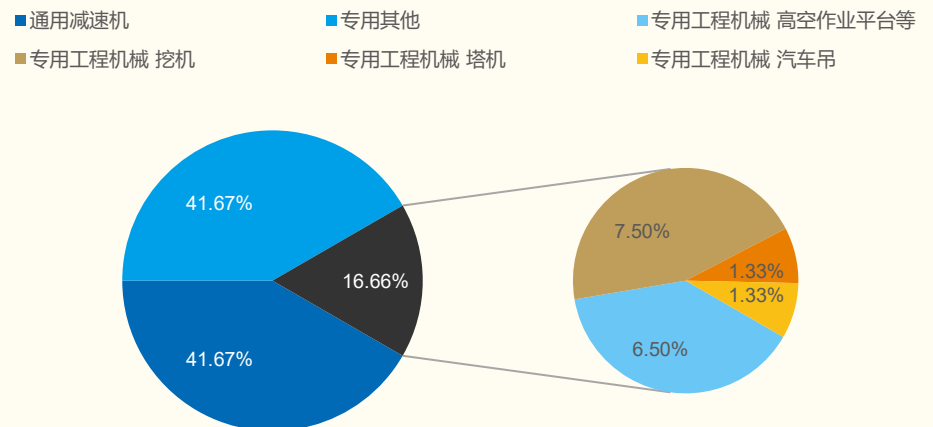


来源: Wind, 国金证券研究所

3.2 核心竞争力二: 以塔机切入专用设备, 渗透高端减速机市场

- **专用减速机主要应用于挖机、塔机、汽车起重机、高空作业平台等，挖机和塔机合计占比约 66%。**其中，挖机配套的行走和回转减速机对于技术水平要求较高，主要被川崎、斗山、邦飞利等国际巨头占领。而塔机技术要求相对较低，且以国产为主，主流厂商包括中联重工、徐工、永茂控股等等，适宜国产厂商试水。

图表 32: 挖机和塔机合计为专用工程机械市场的 66%



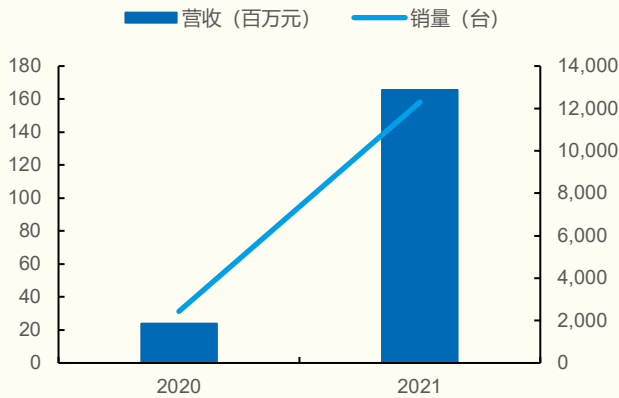
来源: 立鼎产业研究中心, 国金证券研究所

- **公司以塔机为切入口，与下游龙头达成合作。**2019 年公司用于建筑行业的塔机回转减速机试制成功，目前已经实现批量生产，产品质量稳定可靠。目前，公司已经与中联重科、徐工集团、河南东起、山东临工等客户建立了合作关系，未来订单和出货量有望再创新高。同时，除塔机专用减速机

外，其他工程机械领域新品如用于水平定向钻、机库门、启闭机的减速机样品均已成功交付客户，有望为后续市场拓展打下基础。

- **公司积极横向布局，专用减速机向光伏领域拓展。**公司在光伏领域持续加大投入力度，开拓新客户。公司相关减速机产品可配套应用于集中式光伏电站的跟踪支架。2022年3月，公司与国能江苏、江苏中信博签署战略合作协议，力争进一步拓展减速机产品在光伏电站领域的运用。
- **公司并购莱克斯诺部分业务，进军高端减速机市场。**高端减速机方面，2020年，公司全资子公司捷诺收购常州莱克斯诺在中国与齿轮箱有关的部分业务及业务资产，以“GNORD”品牌开拓高端减速机市场。2021年捷诺实现快速放量，销量迅速突破万台，营收规模达到1.65亿元。捷诺传动目前的主要产品系列为S4系列齿轮马达、CZ齿轮箱及ABB机器人专用齿轮箱，主要应用于新能源、制药、橡塑、化工等领域。

图表 33: 捷诺产品营收及销量情况



来源: Wind, 国金证券研究所

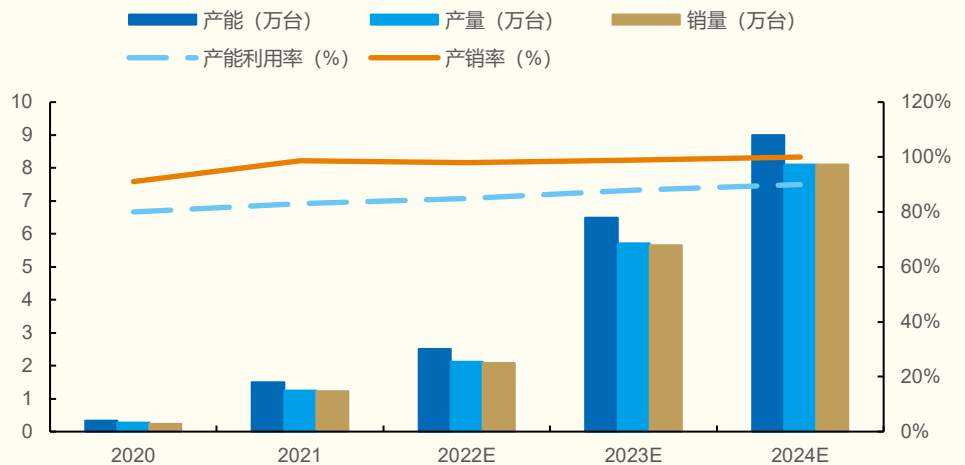
图表 34: 公司高端减速机基本情况介绍

开发领域	研发速度及成果
高端减速机	①SHE2 超高扭矩系列齿轮箱: 升级后的新机扭矩提升 20%以上。
	②大功率 MGHB 系列减速机: 可全面替代进口减速机
	③ABB 机器人用减速机新品 5500 型号: 已通过挪威满负荷疲劳测试, 温升、振动、回转精度、轴承承伤等方面表现优异, 实现小批量供货
	④非标 HB 系列产品: 成功运用于振华港机美国项目, 获得客户认可

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **高端减速机扩建项目达产后有望实现产约 9 万台，带动业绩增量。**2021年3月，公司根据当前经营情况及未来发展情况，以现金出资方式向子公司捷诺传动增资 2 亿元。当前，捷诺传动正稳步推进高端减速机扩建项目，基建主体预计 2023 年一季度完工，后继设备将陆续进厂，项目达产后，预计将形成年产约 9 万台高端减速机产能。随着下游需求趋于高端化和国产替代进程加快，捷诺将助力公司逐鹿高端市场。

图表 35: 2020-2024 年公司 GNORD 减速机产能、产量和销量预测



来源: 公司公告, 国金证券研究所

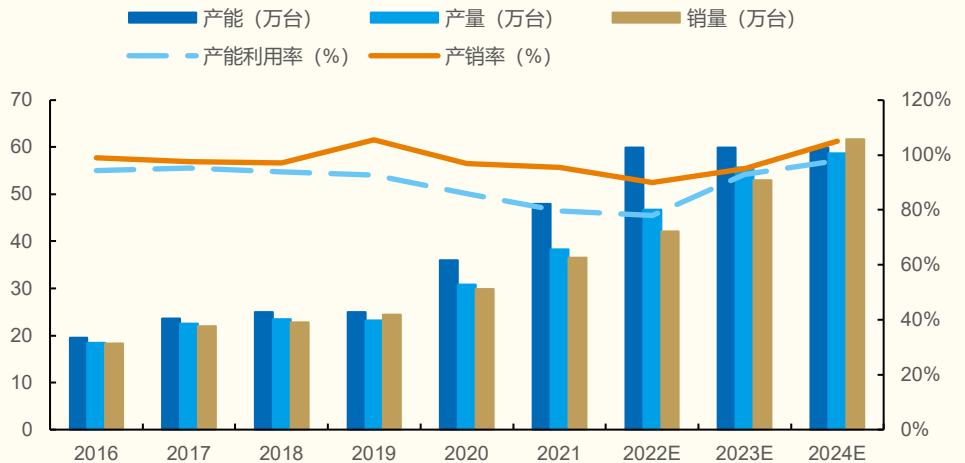
- **下游需求激增，客户开发良好。**捷诺紧抓新能源锂电池行业蓬勃发展的机遇，大力开拓锂电浆料搅拌减速机市场，重点客户如无锡罗斯、广州红尚、

宏工科技、金银河等销售额均实现大幅增长。2021年12月，捷诺与宏工科技签订了2,800万元的战略合作协议，为2022年的发展奠定坚实基础。

3.3 核心竞争力三：募投产能逐渐释放，布局上游穿越原材料周期

- **35万台减速机项目产能年底释放，放量有望进一步提升市场份额。**随着募投项目的稳步推进，公司减速机产能持续爬坡，截至2021年底项目产能已达到约23万台，预计2022年底再释放12万台，协助公司大幅扩张提高市场占有率。

图表 36：2016-2022 年公司新增 35 万台减速机产能、产量和销量预测



来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司推进“160万件齿轮项目”项目扩大产品竞争优势。**该项目建设期共4年，均分为两期，每期各新增80万件齿轮产能。该项目的投产可以给公司带来多方面的竞争优势。项目保证齿轮的及时充足供应，有利于减速机稳定生产；同时公司自主生产可以更好地保证齿轮质量，进而提升减速机稳定性。除此之外，该项目可以协助降低采购成本，提高公司成本控制能力，延伸产业链，充分发挥上下游协同效应。

图表 37：公司募投项目具体情况

项目名称	投资总额 (亿元)	募集资金投资额 (亿元)	购置设备 (台)	建筑面积 (平方米)
年产 35 万台减速机	6.5	4.5	215	100792
年产 160 万件齿轮	3	3	232	31778
研发中心建设	0.5	0.5	60	2520
合计	10	8	507	135090

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **项目投产后基本满足公司新增产能需求，有望实现减速机齿轮 100%自制。**根据募投资料，公司的“35万件齿轮项目”年需齿轮161.2万件。当前，“160万件齿轮项目”扩产进度与“35万台减速机项目”大体保持一致，有望实现新增减速机产能齿轮的100%自制，大大降低对于外购零部件的依赖，增强公司减速机产品在质量、成本、技术等方面的核心竞争力。

图表 38：“35万台减速机项目”达产状态原辅材料年耗量

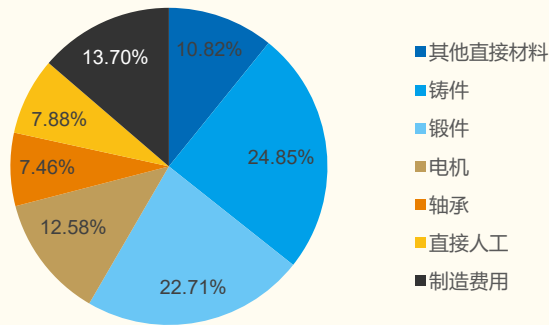
序号	名称	单位	年耗量
1	减速机箱体	万件	35.18
2	齿轮	万件	161.8
3	输出轴	万件	35.18
4	轴承	万件	202.3

5	油封	万件	202.3
6	法兰	万件	44
7	蜗轮蜗杆	万套	10.6

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

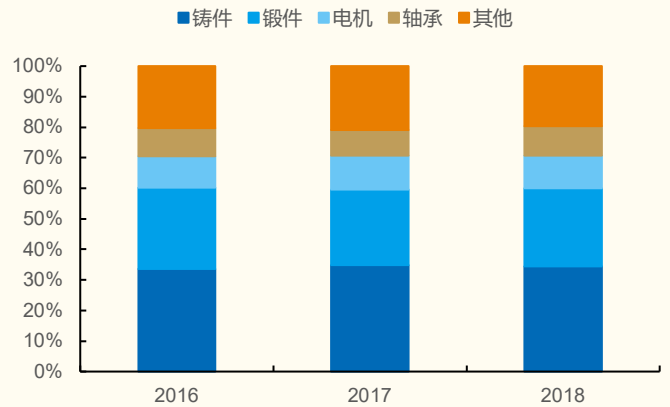
- **减速机产品成本主要为原材料成本。**参考公司减速机产品成本主要由直接材料、直接人工和制造费用三部分组成，2018年直接材料占比为78.42%。直接材料中铸件、锻件、轴承等主要由钢材、生铁、铜材等大宗原材料制成。其中，铸件在公司原材料采购成本中占比较大，2016-2018年分别占比33.7%、34.8%、34.4%。因此，上游的整合以及下游的议价能力是彰显公司稳定盈利水平的关键所在。
- **公司控股泛凯斯特，布局上游铸件环节，提升产业链议价能力。**2020年，公司以1500万元收购泛凯斯特51%的股权，入主泛凯斯特。泛凯斯特原为公司铸件供应商，其主要产品为各类牌号的灰铁件与球铁件。收购泛凯斯特打通了上游铸件原材料生产环节，与公司减速机产品形成协同效应，有利于进一步压缩生产成本，拓宽公司盈利空间。

图表 39：公司减速机成本构成



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

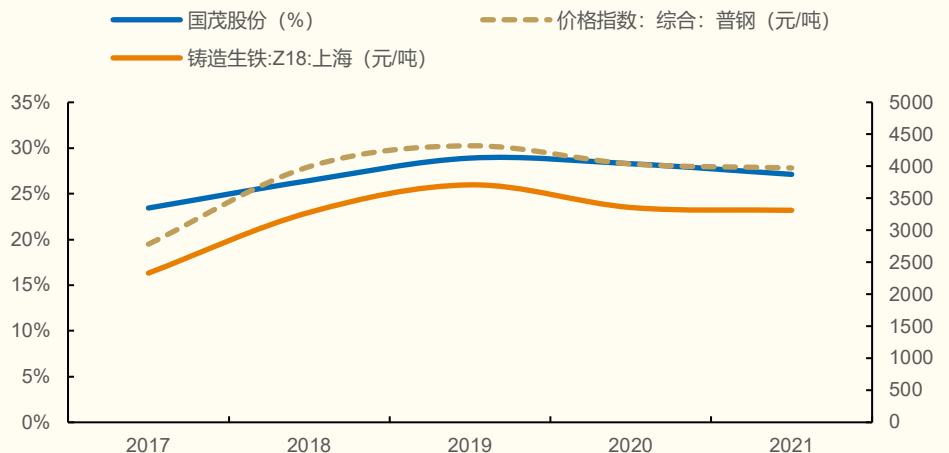
图表 40：铸件在原材料采购成本中占比较大



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **相较可比公司，公司产品议价能力更强。**2017-2018年间大宗原材料连续上涨的情况下，公司多次涨价转嫁上游成本压力，毛利率不降反升，2018年同比增长3%。同时在大宗原材料价格走低的情况下公司产品单价大体保持相对稳定，对应毛利率持续维持在高位，体现了公司在产业链中的优势地位。随着公司投资泛凯斯特和零部件自制率提高，降本增效，公司在产业链中优势将进一步增强。

图表 41：公司通过提价稳定毛利率不受原材料价格情况



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 宁波东力取传动设备板块毛利率, 中大力德 2017-2020 取减速器板块毛利率, 2021 年则取精密减速器板块毛利率

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- 结合公司募投扩产情况, 对公司三大主营业务板块齿轮减速机、摆线针轮减速机以及 GNORD 减速机进行预测:
- **齿轮减速机&摆线针轮减速机:** 考虑到募投项目逐渐投产, 每年将新增 10-12 万台产能, 预计 2022 年底 35 万台新增产能可全部释放, 则对应齿轮减速机销量有望达到 42/53/62 万台左右, 预计整体齿轮减速机 2022-24 年营收增速分别为 14.56%/28.02%/18.44%, 摆线针轮减速机整体营收基本保持稳定。毛利率方面, 随着公司铸件自给率提升, 同时积极布局上游原材料产业, 原材料价格波动对毛利率影响减小, 预计毛利率保持稳定, 其齿轮减速机/摆线针轮减速机毛利率分别为 29%/20%左右。
- **GNORD 减速机:** 公司 GNORD 作为公司新进业务板块, 增长势头强劲, 预计 23 年 9 万台高端减速机产能开始持续爬坡, 业绩有望迎来高增长, 预计 2022-2024 年营收同比增速分别为 69.97%/177.97%/45.11%。毛利率方面, 随着品牌效应叠加公司销售布局的逐步推进, 毛利率水平有望逐步回升, 预计 2022-2024 年 GNORD 减速机毛利率分别为 23%/24%/25%。
- **费用率方面,** 公司长期保持较好费用管控能力, 鉴于公司在内资通用减速机的龙头地位, 且下游龙头客户深入绑定, 预计其销售费用率/管理费用率将继续维持。
- 综上, 预计 2022-24 年收入分别为 34.12/46.68/57.03 亿元, 同比增长分别为 15.87%/36.83%/22.18%。

图表 42: 公司盈利预测

单位 (亿元)		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
齿轮减速机	收入	1401.35	1636.75	2131.04	2,441.33	3,125.50	3,701.93
	增速 (%)	10.20%	16.80%	30.20%	14.56%	28.02%	18.44%
	毛利率 (%)	29.94%	29.43%	28.14%	29.00%	29.00%	29.00%
摆线针轮减速机	收入	423.02	429.46	516.51	511.53	519.94	538.89
	增速 (%)	-0.26%	1.52%	20.27%	-0.96%	1.65%	3.64%
	毛利率 (%)	21.63%	20.83%	19.93%	20.00%	20.00%	20.00%
GNORD 减速机	收入		23.63	165.40	281.14	781.47	1,134.00
	增速 (%)			599.96%	69.97%	177.97%	45.11%
	毛利率 (%)		26.32%	21.96%	23.00%	24.00%	25.00%
配件业务	收入	50.89	68.29	99.80	139.72	195.61	273.85
	增速 (%)	14.69%	34.19%	46.14%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率 (%)	41.68%	36.24%	31.48%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	收入	20.47	25.95	31.54	37.85	45.42	54.50
	增速 (%)	-22.61%	26.77%	21.54%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 (%)	76.55%	59.85%	89.51%	80.00%	80.00%	80.00%
总计	总收入	1895.73	2184.08	2944.29	3411.56	4667.94	5703.17
	增速 (%)	7.31%	15.21%	34.81%	15.87%	36.83%	22.18%
	毛利率 (%)	28.90%	28.28%	27.12%	27.76%	27.70%	27.89%

资料来源: Wind, 国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

- 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 5.67、7.71、9.49 亿元，对应 PE 分别为 27/20/16 倍。考虑到同业可比宁波东力、中大力德暂无万得一致预测，我们选取精密减速机行业的绿的谐波、双环传动以及同样具有通用属性的核心零部件龙头恒立液压、机械密封件龙头中密控股作为可比公司，参考可比公司估值，公司作为通用减速机龙头企业，有望受益通用自动化复苏，同时积极切入专用减速机（工程机械等）与高端减速机（捷诺品牌）领域，未来业绩有望迎来高增长，给予公司 2023 年 32 倍估值，目标价 36.79 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 43：可比公司估值比较

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)					PE				
				2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
1	601100	恒立液压	50.46	1.73	2.06	1.87	1.95	2.25	30	25	27	26	22
2	300470	中密控股	40.55	1.08	1.39	1.69	2.07	2.51	37	29	24	20	16
3	002472	双环传动	37.33	0.08	0.46	0.68	0.98	1.31	467	81	55	38	28
4	688017	绿的谐波	186.00	0.82	1.57	1.60	2.21	2.95	227	118	117	84	63
		中位数									40	32	25
	603915	国茂股份	22.96	0.77	0.99	0.86	1.16	1.43	30	23	27	20	16

来源：Wind，国金证券研究所（注：中密控股、双环传动、绿的谐波取万得一致预测，估值日期 2022 年 8 月 10 日）

5. 风险提示

- **通用自动化复苏不及预期风险。**减速机作为工业自动化传动的重要基础部件之一，其景气度与宏观经济强相关，具有较强 β 属性，当下自动化复苏不及预期，可能导致公司整体盈利能力下降的风险。
- **产能释放不及预期风险。**公司根据募集资金实施投资项目存在不可预见因素，后续产能释放节奏放缓，可能会对公司整体业绩水平造成一定影响。
- **原材料价格波动风险。**公司产品的原材料包括铸件、锻件、电机、轴承等，主要为钢材、生铁等大宗原材料加工，原材料价格的波动将给公司的生产经营带来一定程度的影响。
- **新产品放量不及预期风险。**公司积极开拓工程机械领域专用减速机以及捷诺品牌高端减速机产品，当下工程机械领域仍以塔机为主，若后续其他品类减速机放量进度较慢，同时在高端品类延伸上不及预期，则业绩增长弹性将会有所弱化。
- **限售股解禁风险。**公司于 2022 年 6 月 15 日解禁定向增发机构限售股份 47376 万股，占解禁前流通股 266.97%，占解禁后流通股 72.75%，占公司总股本 71.51%。

单击或点击此处输入文字。

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)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	1,896	2,184	2,944	3,412	4,668	5,703	货币资金	759	1,102	801	848	1,261	1,877	
增长率		15.2%	34.8%	15.9%	36.8%	22.2%	应收款项	614	746	911	987	1,350	1,649	
主营业务成本	-1,348	-1,566	-2,146	-2,464	-3,375	-4,113	存货	370	454	718	810	1,110	1,352	
%销售收入	71.1%	71.7%	72.9%	72.2%	72.3%	72.1%	其他流动资产	805	625	767	772	775	778	
毛利	548	618	799	947	1,293	1,591	流动资产	2,548	2,928	3,197	3,417	4,496	5,657	
%销售收入	28.9%	28.3%	27.1%	27.8%	27.7%	27.9%	%总资产	76.2%	73.1%	67.9%	66.5%	70.6%	74.0%	
营业税金及附加	-16	-16	-15	-20	-28	-34	长期投资	27	26	204	204	204	204	
%销售收入	0.9%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	594	828	978	1,123	1,242	1,335	
销售费用	-109	-75	-93	-109	-149	-183	%总资产	17.8%	20.7%	20.8%	21.8%	19.5%	17.5%	
%销售收入	5.8%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	无形资产	133	160	196	224	251	276	
管理费用	-45	-70	-108	-126	-173	-211	非流动资产	795	1,075	1,512	1,724	1,870	1,987	
%销售收入	2.4%	3.2%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	%总资产	23.8%	26.9%	32.1%	33.5%	29.4%	26.0%	
研发费用	-67	-78	-113	-133	-182	-222	资产总计	3,343	4,003	4,708	5,141	6,366	7,644	
%销售收入	3.5%	3.6%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%	短期借款	0	0	1	3	3	3	
息税前利润 (EBIT)	310	378	470	558	761	940	应付款项	860	1,198	1,413	1,508	2,066	2,517	
%销售收入	16.4%	17.3%	16.0%	16.4%	16.3%	16.5%	其他流动负债	210	236	277	291	395	482	
财务费用	8	6	6	16	21	31	流动负债	1,070	1,434	1,692	1,802	2,463	3,001	
%销售收入	-0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.5%	-0.4%	-0.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-14	-13	-19	0	0	0	其他长期负债	23	28	57	5	6	7	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,093	1,463	1,749	1,807	2,469	3,008	
投资收益	11	38	53	60	70	80	普通股股东权益	2,250	2,533	2,954	3,328	3,891	4,630	
%税前利润	3.3%	9.2%	10.1%	9.3%	8.1%	7.5%	其中：股本	463	473	473	663	663	663	
营业利润	318	411	516	641	859	1,059	未分配利润	605	836	1,134	1,506	2,069	2,808	
营业利润率	16.8%	18.8%	17.5%	18.8%	18.4%	18.6%	少数股东权益	0	7	6	6	6	6	
营业外收支	9	5	7	7	7	7	负债股东权益合计	3,343	4,003	4,708	5,141	6,366	7,644	
税前利润	327	416	522	648	866	1,066	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	17.3%	19.0%	17.7%	19.0%	18.5%	18.7%	每股指标							
所得税	-44	-56	-62	-78	-104	-128	每股收益	0.612	0.760	0.976	0.861	1.150	1.416	
所得税率	13.3%	13.4%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%	每股净资产	4.856	5.361	6.242	5.024	5.873	6.989	
净利润	284	360	460	570	762	938	每股经营现金净流	0.648	0.875	0.844	0.847	1.252	1.543	
少数股东损益	0	1	-2	0	0	0	每股股利	0.200	0.250	0.300	0.300	0.300	0.300	
归属于母公司的净利润	284	359	462	570	762	938	回报率							
净利率	15.0%	16.4%	15.7%	16.7%	16.3%	16.4%	净资产收益率	12.61%	14.18%	15.64%	17.14%	19.58%	20.26%	
							总资产收益率	8.49%	8.97%	9.81%	11.10%	11.97%	12.27%	
							投入资本收益率	11.94%	12.88%	13.98%	14.72%	17.17%	17.84%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	7.31%	15.21%	34.81%	15.87%	36.83%	22.18%	
							EBIT增长率	22.05%	21.82%	24.40%	18.79%	36.29%	23.61%	
							净利润增长率	30.13%	26.56%	28.66%	23.46%	33.53%	23.14%	
							总资产增长率	53.71%	19.75%	17.62%	9.18%	23.84%	20.08%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	37.7	35.7	30.0	35.0	35.0	35.0	
							存货周转天数	107.3	96.1	99.7	120.0	120.0	120.0	
							应付账款周转天数	68.9	72.6	65.2	70.0	70.0	70.0	
							固定资产周转天数	81.4	115.2	116.5	110.6	89.0	78.4	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-69.30%	-67.02%	-52.35%	-47.87%	-51.55%	-56.61%	
							EBIT利息保障倍数	-38.4	-62.2	-74.3	-34.9	-36.6	-29.9	
							资产负债率	32.69%	36.54%	37.15%	35.15%	38.79%	39.35%	

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	2	7	7	24
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	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
----	----	----	----	-----

来源：国金证券研究所

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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