

嵘泰股份（605133）：被低估的汽车转向系统铝铸件龙头

——系列深度报告之二

当前市场对公司的关注点主要集中在新能源业务所贡献的业绩弹性，而对公司 EPS（电动助力转向系统）转向器壳体的全球市场份额提升的预期不充分，本报告将探讨公司该业务的成长性。

嵘泰股份是国内 EPS 转向器铝铸件行业的龙头。汽车转向系统零部件是公司主营业务的重要组成部分（营收占比 60%+）。电动助力转向器壳体是优势产品，2021 年公司该产品在国内乘用车市场的占有率达 21.5%，处于行业领先地位。

EPS 是目前乘用车转向系统的主流方案，转向器壳体对制造商的技术和经验有较高要求。欧美日等发达汽车市场的 EPS 渗透率均达到较高水平，高工智能汽车研究院数据显示 2021 年国内乘用车前装 EPS 搭载率达 98%。全球 EPS 市场由捷太格特、耐世特、博世、采埃孚、NSK、蒂森克虏伯等 Tier 1 主导。转向器壳体是汽车转向系统的重要安全件，质量标准极其苛刻，内部结构复杂，对铝压铸企业的制造技术、经验积累、模具设计均有较高的要求。

全球 EPS 转向器壳体市场分散，Tier 2 通过绑定合作多年的 Tier 1 在某个地区获得较高市场份额。为 Tier 1 供应转向器壳体的 Tier 2 包括 Tier 1 旗下压铸企业和第三方压铸企业（数量众多）。EPS 市场集中度高，大部分 Tier 1 出于成本考虑会就近选择供应商，欧洲、北美、日本、中国等汽车市场的 Tier 2 通过绑定合作多年的 Tier 1 成长为地区龙头，如嵘泰股份、Bocar、TCG、NSC 等。这类转向器壳体头部 Tier 2 专注于压铸领域，通常有几十年的技术和经验积累。嵘泰股份则是抓住了博世 EPS 国产化的机遇得以在 10 年间成长为该细分领域的区域龙头，招股说明书显示嵘泰股份已与头部 EPS Tier 1 中的 4 家（除捷太格特、NSK）建立了稳定的合作关系。

公司转向业务的成长可期。（1）电动化趋势不会对公司转向器壳体业务产生冲击：公司转向系统产品在新能源车上具备通用性，且已在新能源车上应用。线控转向系统主要是取消了方向盘和转向器之间的机械连接，对转向器壳体影响不大。（2）莱昂嵘泰订单进入放量期，北美市场贡献增量：莱昂嵘泰是公司在墨西哥设立的子公司，对接北美客户，工厂符合 USMCA 原产地条款，能有效减少贸易摩擦的影响。目前在手订单充足，客户包括博世、采埃孚、耐世特、万都等。随着北美疫情缓解，莱昂工厂产能恢复明显，2022H1 营收同比增长 71%，净利率达到 8.2%，接下来在手订单将持续放量。

盈利预测及投资评级：公司是电动助力转向器壳体的隐形冠军，在手订单充沛。借助墨西哥子公司拓展北美市场，公司转向业务的全球市场份额有望进一步提升。我们看好公司转向业务的成长性，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.53、2.20、3.03 亿元，对应 EPS 分别为 0.94、1.36、1.87 元。2022 年 10 月 25 日收盘价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 33、23 和 17 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：因疫情和缺芯导致乘用车产销不及预期；上游原材料价格上涨；新产能建设进度不及预期；新能源订单拓展情况不及预期。

2022 年 10 月 25 日

推荐/维持

嵘泰股份

公司报告

公司简介：

公司是江苏省科学技术委员会、江苏省财政厅、国税局、地税局联合认定的高新技术企业，主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，主要产品为通过压铸和精密机加工工艺生产的铝合金汽车零部件，主要应用于汽车转向系统、传动系统、制动系统等领域，业务覆盖全球汽车市场。

资料来源：公司公告、WIND

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

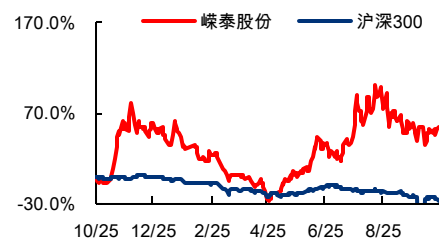
发债及交叉持股介绍：

2022-08-11 发行 6.5 亿元嵘泰转债

交易数据

52 周股价区间（元）	38.0-13.92
总市值（亿元）	47.15
流通市值（亿元）	11.63
总股本/流通 A 股（万股）	16,219/16,219
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	12.99

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

执业证书编号：

lijj-yjs@dxzq.net.cn

S1480521030003

分析师：张觉尹

021-25102897

执业证书编号：

zhangjueyin@dxzq.net.cn

S1480521070004

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	991	1,163	1,589	2,067	2,630
增长率（%）	0.0%	17.3%	36.6%	30.1%	27.2%
归母净利润（百万元）	128	101	153	220	303
增长率（%）	-19.3%	-21.3%	52.0%	44.2%	37.6%
净资产收益率（%）	15.0%	6.1%	8.7%	11.5%	14.3%
每股收益(元)	1.06	0.66	0.94	1.36	1.87
PE	29.3	47.0	32.9	22.8	16.6
PB	4.4	3.0	2.9	2.6	2.4

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 深耕细研，国内汽车转向铝铸件细分龙头	4
2. EPS 由国际 Tier 1 主导，转向器壳体供应商黏性强	6
2.1 EPS 是目前转向系统的主流方案，由国际 Tier 1 主导	6
2.2 EPS 转向器壳体的技术附加值高，客户黏性强	9
3. 公司转向业务的成长可期	12
3.1 电动智能化趋势下，公司转向产品的预期差	12
3.2 公司进入博世转向全球采购体系，开拓境外业务	13
3.3 莱昂嵘泰：公司拓展和巩固北美市场的桥头堡	15
4. 主要结论	17
5. 风险提示	18
相关报告汇总	20

插图目录

图 1： 公司转向系统产品简介	4
图 2： 公司转向系统零部件收入及占比	4
图 3： 公司转向器壳体零部件在国内乘用车市场的占有率	4
图 4： 公司各系统零部件毛利率	5
图 5： 公司与友商的转向系统零部件毛利率比较	5
图 6： 液压助力转向系统	7
图 7： 管柱式电动助力转向系统	7
图 8： 2021 年中国前装市场 EPS 供应商排行	8
图 9： 双齿轮式电动助力转向系统	9
图 10： 嵘泰股份生产的转向器长壳体	9
图 11： 转向器长壳体的模具结构复杂	10
图 12： 全球乘用车 EPS 转向器壳体市场规模	12
图 13： 线控转向系统的方向盘与转向器之间通过 ECU 传递指令	13
图 14： 汽车产业链的多层次分工	13
图 15： 嵘泰股份境外收入及 YOY	14
图 16： 嵘泰股份境外收入占比	14
图 17： 公司对博世境外的销售额及占境外输入的比重	15
图 18： 公司对蒂森克虏伯境外的销售额及占境外输入的比重	15
图 19： 莱昂嵘泰股权结构图	15
图 20： 公司通过莱昂嵘泰对美国销售收入及占比	15
图 21： 根据 USMCA 原产地条款，75%原产比例的汽车被认定为“北美制造”	16
图 22： 时任墨西哥大使考察莱昂嵘泰工厂	16
图 23： 莱昂嵘泰营收与利润	17
图 24： 莱昂嵘泰产能利用率	17

表格目录

表 1：截至 2020H1 公司已经签订且正在履行的转向系统类销售合同	5
表 2：2021 年公司前五名客户	6
表 3：国内 EPS 头部 Tier 1 在华布局	8
表 4：全球转向器壳体领域的四家龙头压铸企业	11
表 5：公司对博世、蒂森克虏伯境外转向系统零部件的销售额和占比	14
表 6：莱昂嵘泰募投项目的客户与对应产品	17

1. 深耕细研，国内汽车转向铝铸件细分龙头

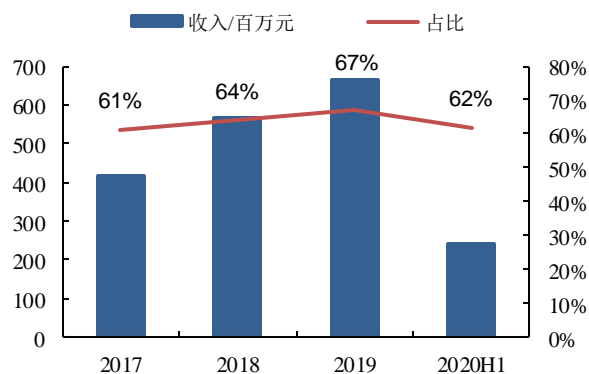
公司深耕汽车铝铸件领域，是国内 EPS（电动助力转向器）铝铸壳体的龙头。嵘泰股份成立于 2000 年，在汽车铝合金精密压铸件领域深耕多年，主要产品涵盖汽车转向系统、汽车传动系统、汽车制动系统等。汽车转向系统零部件是公司主营业务的重要组成部分，营收占比约六成，主要产品有转向器壳体、转向管柱、伺服壳体、端盖等。电动助力转向器壳体是公司转向系统零部件中的优势产品，根据公司可转债上市公告书，2021 年该产品在国内乘用车市场的占有率达 21.5%，处于行业领先地位。

图1：公司转向系统产品简介

产品名称	产品图例	主要客户	对应终端整车品牌
转向长壳体、转向管柱、伺服壳体、端盖		博世、采埃孚、蒂森克虏伯、耐世特	上汽集团 SAIC MOTOR

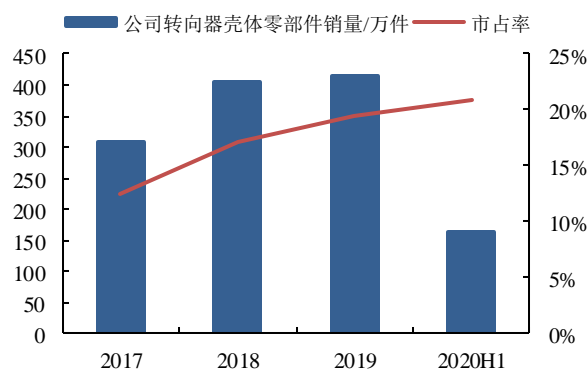
资料来源：嵘泰股份招股说明书；东兴证券研究所

图2：公司转向系统零部件收入及占比



资料来源：Wind；东兴证券研究所

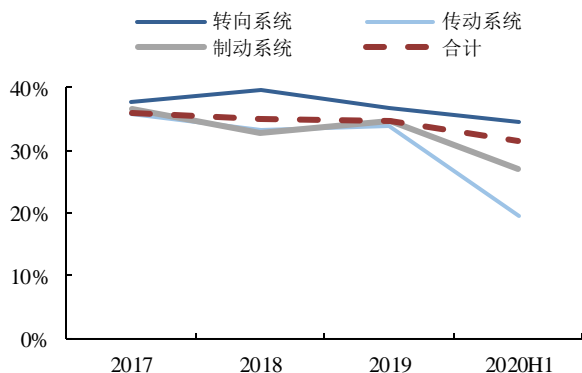
图3：公司转向器壳体零部件在国内乘用车市场的占有率



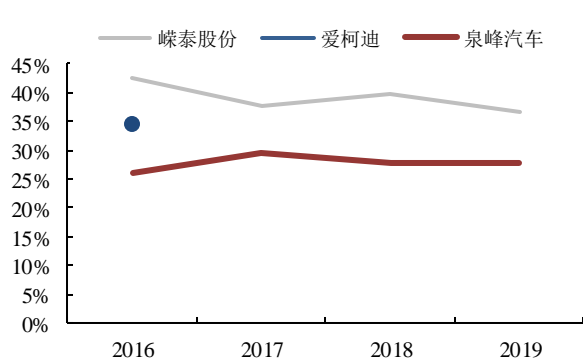
资料来源：嵘泰股份招股说明书；东兴证券研究所 注：公司转向系统压铸件销量已剔除外销部分，按一件转向系统对应一辆整车模拟计算

转向系统类产品的毛利率水平处于行业前列，历史上不受原材料涨价影响时在 34% 以上。2017-2020H1 公司转向系统零部件毛利率均在 34% 以上（该期间运费还未计入成本科目，不影响毛利率），高于公司其他产品。2019 年转向系统零部件毛利率下降 2.98 pcts，主要因为部分转向系统零部件订单逐步由莱昂嵘泰承接，彼时莱昂嵘泰尚未完全达产，单位成本较高，拉低了毛利率。

铝压铸产品种类繁多，压铸企业的产品各有侧重，我们横向对比了公布过转向系统零部件毛利率的几家上市友商。由于友商仅在招股说明书中详细披露细分品类的毛利率，故可提取的数据不多。嵘泰股份转向系统零部件的毛利率水平处于行业前列。一方面因为嵘泰股份多年聚焦转向系统领域，积累的客户资源、技术能力等综合优势为产品的稳定获利能力提供了保障，另一方面公司作为该细分领域的龙头具备一定的规模效应。

图4：公司各系统零部件毛利率


资料来源：Wind；东兴证券研究所

图5：公司与友商的转向系统零部件毛利率比较


资料来源：Wind；东兴证券研究所 注：各铝压铸企业的产品侧重不同，且仅在招股说明书中公布细分产品毛利率，故选取了公布该数据的公司进行比较

与转向系统零部件的头部 Tier 1 建立了稳定的合作关系。博世、采埃孚、蒂森克虏伯、耐世特、捷太格特、NSK 是全球转向系统零部件领域领先的一级供应商。除捷太格特、NSK 外，公司已与其中四家建立了稳定的合作关系，2021 年这四家 Tier 1 合计营收占公司总营收的 83.8%。

表1：截至 2020H1 公司已经签订且正在履行的转向系统类销售合同

合同对方	嵘泰签订主体	签署时间
博世	嵘泰工业	2016 年 3 月
		2016 年 5 月
		2017 年 4 月
		2018 年 8 月
		2020 年 4 月
耐世特	莱昂嵘泰	2020 年 4 月
		2019 年 9 月
采埃孚	莱昂嵘泰	2019 年 6 月
蒂森克虏伯	嵘泰工业	2014 年 7 月
		2020 年 6 月
		2016 年 2 月
		2017 年 1 月
		2019 年 7 月

资料来源：嵘泰股份招股说明书；东兴证券研究所

表2：2021 年公司前五名客户

客户	营业收入/百万元	占公司总营收的比例
博世	435.0	37.41%
采埃孚	275.8	23.72%
蒂森克虏伯	231.8	19.93%
捷成唯科（大连）	36.6	3.15%
耐世特	31.7	2.73%

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

与大众有深厚的合作关系，并切入国内外主流车企的供应体系。2011 年公司与博世合作电动助力转向系统国产化项目（PQ35 平台转向长壳体），并于 2013 年实现量产，是上汽大众、一汽大众 EPS 首个国产化项目。公司与大众深入合作，先后供应其 PQ35、MQB 等平台。因为与大众有多年合作历史的背书，公司转向系统产品还进入通用、奔驰、宝马、吉利、沃尔沃、本田等主流车企的供应链体系。

2. EPS 由国际 Tier1 主导，转向器壳体供应商黏性强

2.1 EPS 是目前转向系统的主流方案，由国际 Tier 1 主导

汽车转向系统与驾驶体验感密切相关，属于汽车“安全件”范畴。汽车转向系统是指为实现汽车的转弯而设置的系统，由转向机、方向盘、转向机构和转向轮等组成。其工作原理是作用在方向盘上的控制力，通过转向机和转向机构使转向轮偏转一定的角度，从而实现汽车的转向。转向系统的性能直接关系到汽车的操纵稳定性和舒适性，对于行车安全起着重要的作用。

早期转向系统以机械转向系统为主，优点是结构简单、成本低廉。但由于机械转向系统的转向力全部来自驾驶员人力，操作费力。之后发展出助力转向系统，即在原本的机械转向基础上加入助力装置，大大提升了驾驶体验。

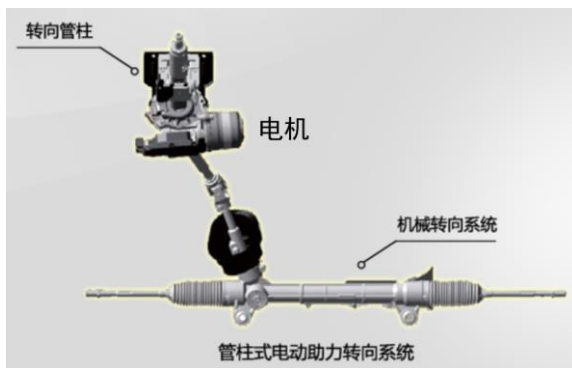
根据助力装置的不同，助力转向系统分为液压助力（HPS）、电子液压助力（EHPS）和电动助力（EPS）。HPS 是在机械转向系统的基础上增加了液压助力装置，由液压泵推动液压油，经转阀分配至转向器上不同的活塞腔，从而实现对助力方向与大小的调节。EHPS 是将 HPS 中发动机驱动液压泵改为由电机驱动液压泵，相较于 HPS 可以降低能耗。电动助力转向系统通过电机提供动力，电子控制单元（ECU）可根据车速及驾驶员施加在方向盘上的力判断需要输出的辅助力矩，从而控制转向系统。

图6：液压助力转向系统



资料来源：博世华域官网；东兴证券研究所

图7：管柱式电动助力转向系统



资料来源：博世华域官网；东兴证券研究所

EPS 较 HPS 的优势明显，是目前乘用车转向系统的主流配置方案。高工智能汽车研究院监测数据显示，2021 年国内市场新车（乘用车，不含进出口）前装标配搭载 EPS 上险量为 1989.93 万辆，同比增长 8.3%，渗透率达 97.6%。欧洲、美国、日本等发达汽车市场的乘用车 EPS 搭载率均达到较高水平，如美国 2021 年该数值为 98.2%。与 HPS 相比，EPS 的主要优势有：

- **结构简单，占用空间少：**除伺服单元外，EPS 无需任何主要部件（如转向泵、转向阀、转向缸、高压油管储油罐等），可减轻重量并简化车辆内部安装。
- **节能环保：**EPS 的工作与车辆发动机无关，电机只有在车辆需转向时才提供电能，直线行驶时不工作，不消耗电能。根据 JTEKT 官网数据，EPS 的油耗较 HPS 可减少 3%-5%。
- **适配性强：**EPS 具有良好的模块化设计，不需要针对不同的系统重新进行设计、试验、加工等，为适配不同的车型提供了灵活性。
- **智能化程度高：**EPS 通过电信号与全车各相关系统间进行信号传输，实现精准、及时和智能化的控制。根据来自扭矩传感器的转向信号，控制单元可以快速进行转向辅助和转向修正。

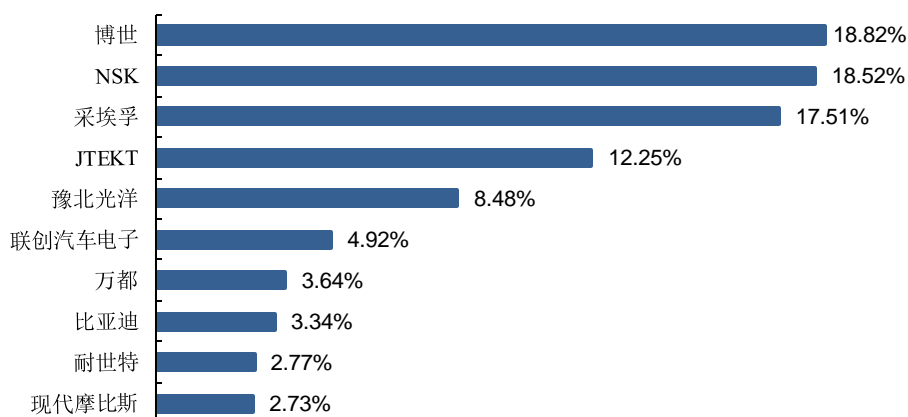
HPS、EHPS 主要应用在商用车上，但也在逐渐被 EPS 取代。由于 HPS、EHPS 的价格低廉且负载能力高，所以通常应用在商用车，尤其是重型车辆上。2020 年中国商用车转向系统以 HPS 和 EHPS 为主，其中 EHPS 的占比达到 40.1%。但 HPS 耗电量大，且会造成液压油泄露，不符合节能环保的大趋势，随着厂商开发出可实现高辅助动力的 EPS，HPS 在商用车市场的份额将逐渐被 EPS 抢占。

线控转向系统（SBW）是未来转向系统的发展趋势，但还未广泛应用，EPS 仍是主流。SBW 与 EPS 最大的区别在于，前者通过 ECU 来传递指令，而不是方向盘与齿条之间的机械连接，具有响应速度快、重量更轻、碰撞安全性更高的特点。不过由于成本高、技术要求高等限制，目前不具备取代 EPS 的条件。

竞争格局：JTEKT、耐世特、博世、采埃孚、NSK 等国际知名 Tier 1 主导全球 EPS 市场，并通过独资或合资的方式布局中国市场。根据 QYResearch 统计，全球 EPS 市场的 CR3 超 50%，其中 JTEKT 是第一大厂商。具体到中国市场，高工智能汽车研究院监测数据显示，2021 年国内前装 EPS 市场 CR5 为 75.6%，前三名博世、NSK、采埃孚的市场份额分别为 18.8%、18.5%和 17.5%。国际 Tier 1 通过独资或合资的方式进入中国 EPS 市场，终端供应合资品牌和豪华品牌，并渗透进自主品牌。比如，博世通过与华域汽车合资经

营转向系统业务，与德系车企绑定；JTEKT 转向业务的主要终端客户为日系车企，外商独资、中外合资两种形式都有。

图8：2021 年中国前装市场 EPS 供应商排行



资料来源：高工智能汽车研究院；东兴证券研究所

表3：国内 EPS 头部 Tier 1 在华布局

	在华公司	公司类型	股东信息
博世	博世华域转向系统有限公司	中外合资	博世 51%、华域汽车 49%
NSK	东莞恩斯克转向器有限公司	外商合资	恩斯克投资有限公司 89.45%、NSK 10.55%
	杭州恩斯克汽车零部件有限公司	外国法人独资	恩斯克投资有限公司 100%
采埃孚	采埃孚富奥底盘技术(长春)有限公司	中外合资	采埃孚 51%、富奥汽车 49%
	采埃孚汽车科技(上海)有限公司	外国法人独资	耐世特亚太集团有限公司 100%
JTEKT	捷太格特转向系统(厦门)有限公司	外商投资、非独资	捷太格特(中国)投资有限公司 66.5%、JTEKT 28.5%、丰田通商 5.0%
	豫北光洋转向器有限公司	中外合资	豫北(新乡)汽车动力 49%、JTEKT 30.95%、捷太格特(中国)投资有限公司 10.25%、冈谷钢机 9.8%

资料来源：博世华域官网、NSK 官网、采埃孚官网、JTEKT 官网、豫北光洋官网，Wind；东兴证券研究所不完全统计

注：恩斯克投资有限公司为 NSK 在华全资子公司，捷太格特(中国)投资有限公司为 JTEKT 在华全资子公司

整车厂对 EPS 供应商有较强的黏性，长期看转向系统的行业集中度将提升。全球 EPS 市场经过几十年的发展已经高度成熟，以 JTEKT、博世、采埃孚为首的头部 Tier 1 凭借技术和客户优势占据了大部分市场份额。伴随自动驾驶技术的发展，EPS 功能也随之增加，如耐世特官网显示 EPS 可支持车道保持、停车辅助、交通拥堵辅助等 ADAS 功能，这对供应商的软件开发能力提出了更高要求，行业龙头在这方面的技术与经验积累更丰富，积淀较少、同步开发能力弱的尾部企业将在产业升级的过程中被淘汰。另一方面，由于更换系统供应商需要大量的二次开发成本且认证时间较长，故主机厂不会轻易更换 EPS 供应商，所以市场份额将向头部集中。

2.2 EPS 转向器壳体的技术附加值高，客户黏性强

转向器是汽车转向系统的重要组成部分。助力转向系统都是在机械转向系统的基础上加入助力装置（液压泵、电机），机械转向系统由转向操纵系统、转向器和转向传动机构三大部分组成。转向器位于转向盘与转向摇臂之间，其功用是将驾驶员加在转向盘上的力矩放大，并降低速度，改变力的传递方向。

图9：双齿轮式电动助力转向系统



资料来源：博世官网；东兴证券研究所

图10：嵘泰股份生产的转向器长壳体

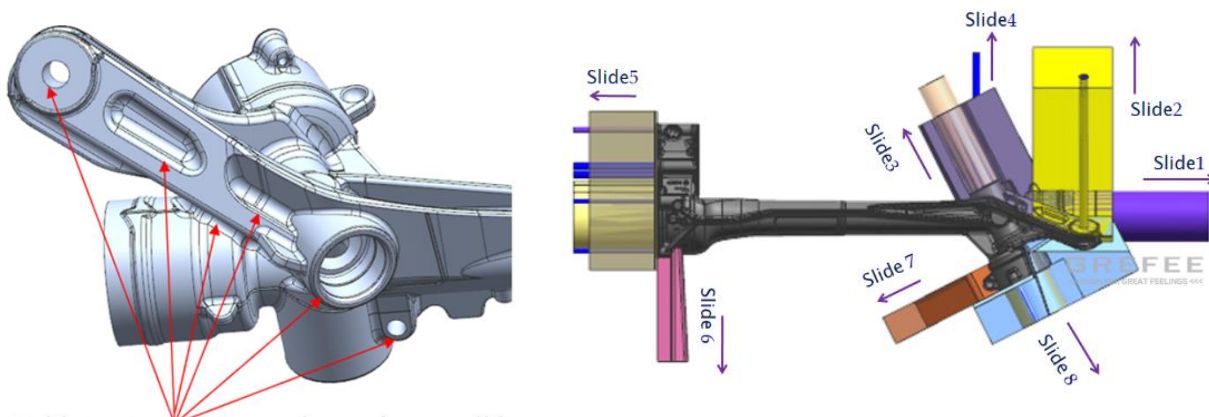


资料来源：嵘泰股份官网；东兴证券研究所

转向器壳体起到保护和固定转向器内部零件的作用，技术门槛较高。转向器壳体是汽车转向系统的重要安全件，质量标准苛刻，内部结构较复杂，对铝压铸企业的制造技术、经验积累、模具设计均有较高的要求，具体体现在：

- **技术工艺：**转向器壳体的作用是保护和固定转向器内部零件，属于转向系统中重要的安全件。若转向器壳体出现断裂，将对驾驶员和乘客的人身安全造成较大损失，所以转向器壳体的产品质量直接关系到汽车驾驶的安全性，故具有较高技术附加值。转向器壳体的质量标准极其苛刻，要求铸件本身能够达到一定的力学强度，这就需要生产者在高真空压铸和热处理工艺上有较多的积累。
- **经验积累：**转向器壳体通常长度在 0.5 米以上，内部结构复杂，铝液从模具浇注口到末端的技术参数保持一致是产品质量的重要保障。这需要企业在压铸工艺和经验上的积累，包括对铝液流动性、填充速度、浇注温度等方面的控制。
- **模具设计与制造：**模具决定了压铸件的形状、尺寸、质量和内部组织，是精密压铸件生产过程中的关键环节。转向器壳体模具的结构复杂，同一位置上有多个不同角度的滑块（模具专业术语，即图 11 中的 slide），这对制造商的模具设计和制造能力提出了较高要求。

图11：转向器长壳体的模具结构复杂



资料来源：GREFEE 官网；东兴证券研究所

注：滑块是在模具的开模动作中能够按垂直于开合模方向或与开合模方向成一定角度滑动的模具组件，即图中的 slide

基于转向器壳体对汽车驾驶安全的重要性，其客户黏性强。EPS 壳体属于汽车转向系统的安全件，为保证产品质量和供货及时性，客户会对该类产品的性能进行长达数年且严格的性能测试。更换核心零部件供应商，意味着客户需要承担高昂的二次开发成本和较长时间的认证等待时间，所以确立合作关系后客户通常不会轻易调整供应商。少数情况下部分主机厂和 Tier 1 基于成本、效率等因素的考量，可能会在全球采购中选择之前合作更为理想的 Tier 2 替代原有供应商，如嵘泰股份的转向器壳体产品因为和中国博世的合作关系而进入了北美博世该产品的供应链体系。

国内竞争格局：国内整体压铸行业格局分散，2020H1 嵘泰股份在国内乘用车转向器壳体领域的市占率超 20%，已处于行业领先地位。转向器壳体的技术门槛高，并非所有压铸企业都具备生产的能力，而且在生产过程中保证较高的良品率是市场竞争的关键。爱柯迪、重庆渝江等国内领先的压铸企业也把转向器壳体作为业务之一，但从规模效应和实现成本效益最大化的角度来看，它们在该产品上的竞争优势不如嵘泰股份。

全球竞争格局：EPS 市场集中度高，但转向器壳体市场分散。为 Tier 1 供应转向器壳体的 Tier 2 主要分为两种：①Tier 1 旗下压铸企业，如 2018 年博世为保证向宝马转向系统零部件的供应而收购了一家意大利压铸企业 Albertini Cesare（后更名为 EDIM）；②第三方压铸企业，参与者众多，该细分领域的龙头如嵘泰股份（中国）、Bocar（墨西哥）、TCG（奥地利）、NSC（日本）等。

我们研究了转向器壳体领域，大部分 Tier 1 出于成本考虑会就近选择供应商，从全球范围看，欧洲、北美、日本、中国等汽车市场的 Tier 2 能够通过绑定合作多年的 Tier 1 在该地区获得较高的市场份额，成长为该地区的龙头。这类转向器壳体的头部 Tier 2 专注于压铸领域，通常有几十年的技术和经验积累。嵘泰股份则是抓住了博世 EPS 国产化的机遇得以在 10 年间成长为该细分领域的龙头之一，墨西哥工厂为其在北美市场竞争提供了支点。

- （1）**在铝压铸行业深耕几十年，技术积累丰富：**除嵘泰股份外，Bocar、TCG、NSC 的成立年份都较为久远，它们地处汽车发达市场所在区域（北美、欧洲、日本），伴随当地的汽车行业经历了较长时间的发展。嵘泰股份成立 20 余年，凭借在成本、响应速度、生产效率等方面的优势，拿下博世 EPS 转向器壳体国产化订单，在中国汽车市场的快速发展中实现了业务拓展。

- (2) **产业链地位以 Tier 2 为主：**嵘泰股份、TCG、NSC 主要在中小铝铸件领域深耕，压铸机吨位在 3000T 以下，在产业链中扮演了 Tier 2 的角色。Bocar 生产的底盘结构件通常直接供应主机厂，所以同时扮演了 Tier 1 和 Tier 2 的角色。日系车企的供应链体系相对封闭，NSC 等日本转向系统领域的 Tier 2 通过绑定在全球 EPS 市场份额最高的 JTEKT（日企）实现向海外地区拓展。NSC 官网显示，丰田卡罗拉、本田 CRV 车型在北美市场的转向器壳体均由 NSC 供应。嵘泰股份、Bocar、TCG 通过博世、耐世特等国际 Tier 1 向德系、美系、中系主机厂供货。
- (3) **海外建厂满足产能需求：**除了本土工厂外，嵘泰股份、Bocar、NSC 均在海外有产能布局（TCG 中国合资公司的主营业务非压铸）。做到本土细分领域的龙头后，海外就近建厂可以提升公司在物流成本、响应速度方面的优势，利于跟随 Tier 1 拓展全球业务。

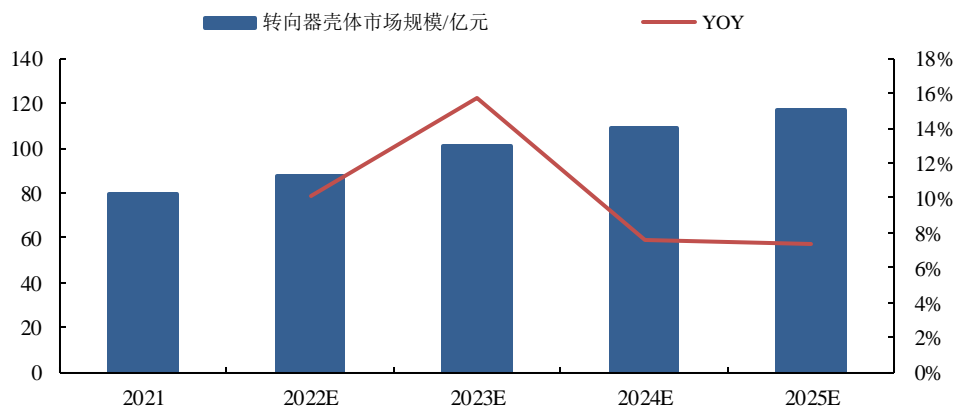
表4：全球转向器壳体领域的四家龙头压铸企业

	嵘泰股份	Bocar	TCG	NSC
国家	中国	墨西哥	奥地利	日本
主营业务	高压压铸、模具	高压压铸、半永久模具、注塑成型	高压压铸、注塑成型、机油冷却泵	模具、高压压铸、重力压铸
涉及行业	汽车、摩托车	汽车、航天航空	汽车	汽车、电子设备
压铸业务涵盖的汽车系统	汽车转向系统、汽车传动系统、汽车发动机系统、汽车制动系统、新能源汽车零部件	汽车转向系统、汽车发动系统、汽车传动系统、底盘结构件、新能源汽车零部件	汽车转向系统、汽车传动系统、汽车发动机系统、汽车冷却系统	汽车转向系统、汽车空调配件、汽车发动机系统、汽车传动系统、新能源汽车零部件
成立时间	2000 年	1958 年（1967 年开始压铸业务）	1985 年	1966 年
工厂分布	中国（3）、墨西哥（1）	墨西哥（6）、美国（1）	奥地利（4）、中国（1）	日本（3）、泰国（4）、中国（1）
收入规模	1.8 亿美元（2021 年）	未披露	1.9 亿欧元（2021 年）	1.4 亿美元（2021 年）
压铸机台数	40 多台（350T-2700T）	未披露	31 台（340T-2800T）	79 台（350T-1650T）
Tier 1 客户	博世、TK、采埃孚、耐世特、博格华纳、麦格纳等	博格华纳、博世、弗吉亚、海拉、JTEKT、耐世特、采埃孚、延锋等	博世、大陆、弗吉亚、麦格纳、法雷奥、采埃孚等	NSK、大陆、JTEKT、采埃孚、法雷奥、爱信精机、博世、日立汽车、三菱电机等
终端客户	大众、通用、奔驰、宝马、奥迪、福特、沃尔沃、本田、吉利、长城、比亚迪等	奥迪、宝马、福特、通用、本田、马自达、奔驰、日产、STELLANTIS、丰田、大众等	奥迪、宝马、戴姆勒、通用、保时捷、劳斯莱斯、大众等	丰田、日产、铃木、本田、三菱等

资料来源：嵘泰股份、Bocar、TCG、NSC 官网；东兴证券研究所

根据我们测算，2025 年全球乘用车 EPS 转向器壳体市场规模有望突破百亿。在节能减排趋势和新能源汽车渗透率提升的推动下，全球 EPS 渗透率将进一步提升，主要增长地区是印度等新兴汽车市场。印度目前的乘用车 EPS 渗透率不超过 40%，和发达汽车市场的渗透率水平仍有较大差距。我们以嵘泰股份招股说明书计算得到的海外转向器壳体的售价为参考，并假设 2025 年全球乘用车 EPS 渗透率有望达到 98%，测算可得全球乘用车 EPS 转向器壳体有望在 2025 年突破百亿。

图12：全球乘用车 EPS 转向器壳体市场规模



资料来源：statista、researchandmarkets、嵘泰股份招股说明书；东兴证券研究所

3. 公司转向业务的成长可期

目前市场对公司转向业务的预期差主要在于：（1）电动化对公司传统转向系统零部件的冲击；（2）中美贸易摩擦对公司拓展北美市场的扰动。我们认为，公司转向系统产品在新能源车上具备通用性，不会受到电动化的影响，且公司产品已在新能源车上应用。莱昂嵘泰作为公司开拓北美市场的桥头堡，符合 USMCA 原产地条款，能够减少贸易摩擦的影响。之前莱昂嵘泰亏损主要因为北美疫情影响到工厂产能爬坡，现该扰动已消退，工厂在手订单将加速放量。

3.1 电动智能化趋势下，公司转向产品的预期差

转向系统产品在新能源车与传统燃油车上具备通用性。与传统汽车相比，新能源汽车的主要差异在于动力来源的不同，而在汽车整体构造、零部件构成上仍有较强的一致性。公司的转向系统零部件产品具有通用性，能够匹配包括新能源汽车在内的多种车型。

公司优势产品--EPS 转向器壳体不会受到电动化的冲击。对于应用在新能源车和燃油车上的 EPS 而言，二者的主要区别在于外形结构调整。那么对于生产转向器壳体的嵘泰来说，公司需要根据客户所给的图纸进行模具的调整，但制造难度差别不大，所以我们判断公司的优势产品并不会受到电动化的冲击。

公司转向系统零部件从已经在新能源车上应用。根据招股说明书，截至 2020 年，公司已与博世、蒂森克虏伯等 Tier 1 在新能源汽车领域展开合作，转向系统零部件产品已应用至大众、本田、沃尔沃、奔驰、宝马等部分新能源车型。

EPS 在新能源乘用车上的渗透率高于燃油乘用车，电动化将促进其发展。由于纯电动汽车取消了内燃机，不能通过内燃机驱动液压助力油泵的方式来实现液压助力，所以绝大部分纯电动车采用 EPS。而且在节能减排的大趋势下，燃油经济性更好的 EPS 更受新能源车的青睐。随着新能源车的渗透率不断提升，电动化推动 EPS 的渗透率也在提升。

线控转向系统是智能化发展下的大趋势，但中短期对公司影响不大。随着汽车智能化的发展，搭载线控转向系统是未来汽车的发展趋势。受限于技术发展，线控转向系统的广泛普及还需要时日，目前主要在高端车型

上使用，近几年不会对电动助力转向系统的渗透率产生较大冲击。而且，相较于电动助力转向系统，线控转向系统主要是取消了方向盘和转向器之间的机械连接--转向轴，对公司生产的转向器壳体的影响不大。

图13：线控转向系统的方向盘与转向器之间通过 ECU 传递指令

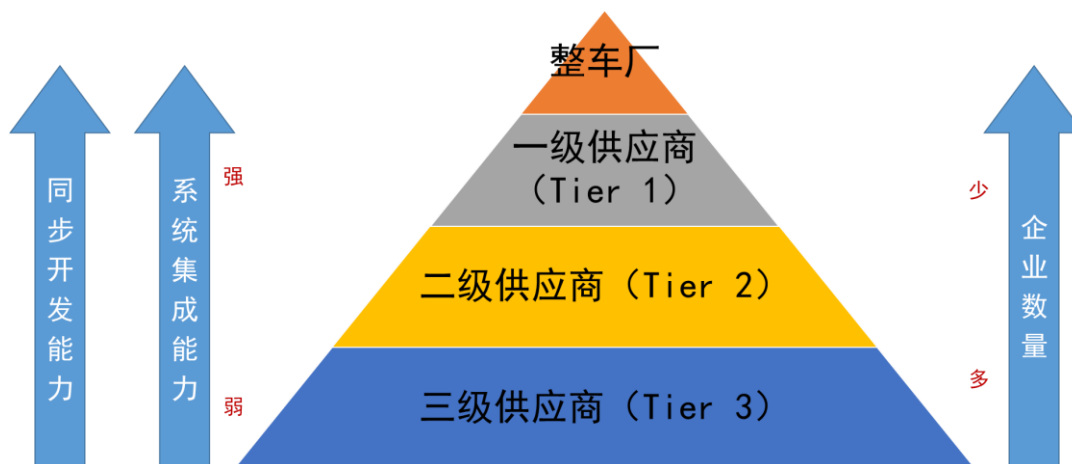


资料来源：JTEKT 官网；东兴证券研究所

3.2 公司进入博世转向全球采购体系，开拓境外业务

全球汽车供应链格局处于变化之中，一些 Tier 2 凭借在成本、响应速度等方面的优势，进入 Tier 1 的全球供应体系。汽车行业经过长期发展，目前形成了整车厂、Tier 1、Tier 2、Tier 3 等多层次分工的行业格局。整车厂与 Tier 1 以知名跨国企业为主，基于严格的产品质量和技术水平要求，之前跨国 Tier 1 的境外业务主要与欧美、日本等上游零部件供应商合作。基于在成本、生产效率、响应速度等方面的优势，国内部分具有较强技术水平的 Tier 2 已经能够配套全球知名 Tier 1，通过在各自细分领域的长期深耕，建立了较强的技术壁垒和竞争优势。

图14：汽车产业链的多层次分工



资料来源：东兴证券研究所整理

在与博世、蒂森克虏伯等 Tier 1 的境内主体建立了持续、稳定的合作关系后，公司逐步开发其境外订单，参与到 Tier 1 的全球采购体系，使扩大全球市场份额成为现实。2011 年公司与博世合作 EPS 国产化项目(PQ35 平台转向长壳体)，并于 2013 年实现量产。凭借较高的产品设计研发能力、较强的成本控制能力、稳定的供

货能力和较快的响应能力，2016 年博世与公司签定《战略供应商合作协议》约定 MQB 平台项目供货份额，并同时约定优先推荐公司进入博世全球采购系统。

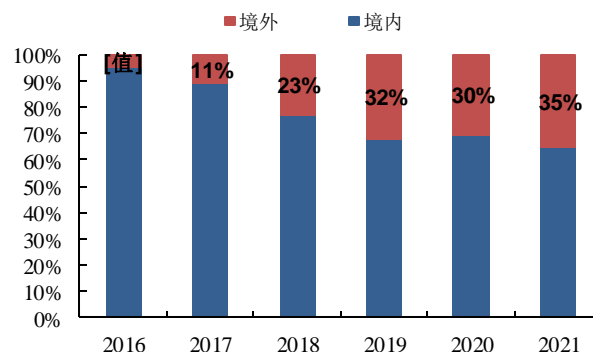
境外客户订单释放，公司境外收入实现快速增长，其中转向系统零部件贡献约 60% 收入。近年来公司境外收入快速增长，2016-2021 年的 5 年 CAGR 为 70%。公司境外收入占比不断攀升，2021 年达到 35%。境外收入的快速增长，得益于公司对博世与蒂森克虏伯的境外分支机构的销售金额增加。因为博世和蒂森克虏伯为公司前两大境外客户，我们根据公司对二者的境外转向业务销售额计算，判断转向系统零部件占公司境外收入的比重超六成。

图15：嵘泰股份境外收入及 YOY



资料来源：Wind；东兴证券研究所

图16：嵘泰股份境外收入占比



资料来源：Wind；东兴证券研究所

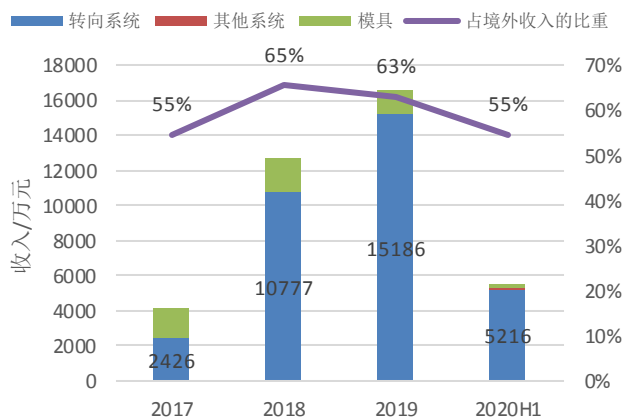
表5：公司对博世、蒂森克虏伯境外转向系统零部件的销售额和占比

年度	客户	公司的境外转向业务销售额/万元	占公司境外收入的比重
2017	博世	2,426	32.3%
	蒂森克虏伯	2,351	31.3%
	合计	4,776	63.6%
2018	博世	10,777	55.3%
	蒂森克虏伯	2,395	12.3%
	合计	13,173	67.6%
2019	博世	15,186	54.5%
	蒂森克虏伯	3,786	13.6%
	合计	18,972	68.1%

资料来源：嵘泰股份招股说明书；东兴证券研究所

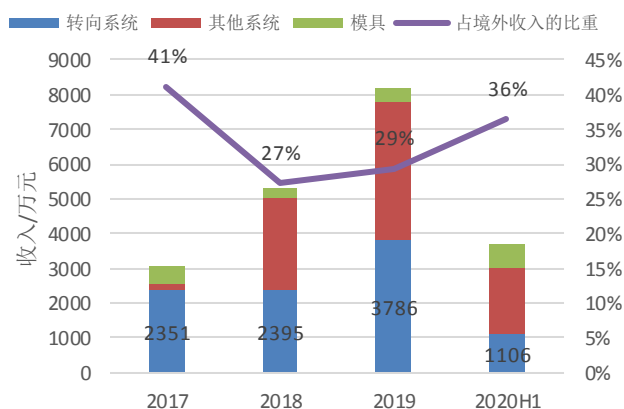
公司对博世境外销售的主要产品为转向系统零部件，2017-2019 年收入快速增长，主要因为 2016 年公司开始向美国博世供货，且供应的转向系统零部件种类逐渐丰富。公司对蒂森克虏伯境外销售的产品为转向系统零部件和其他系统零部件，2017-2019 年销售金额稳步增长主要因为原有供应的零部件产品需求增长以及新产品项目需求量的逐步释放。

图17：公司对博世境外的销售额及占境外输入的比重



资料来源：嵘泰股份招股说明书；东兴证券研究所

图18：公司对蒂森克虏伯境外的销售额及占境外输入的比重

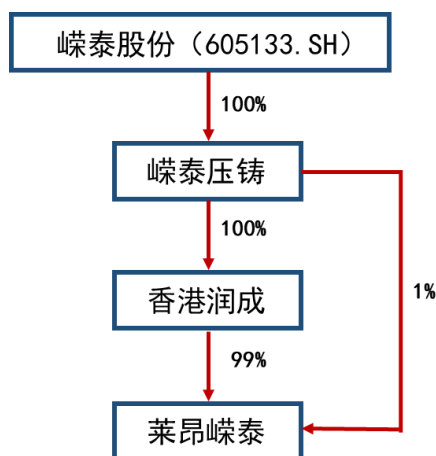


资料来源：嵘泰股份招股说明书；东兴证券研究所

3.3 莱昂嵘泰：公司拓展和巩固北美市场的桥头堡

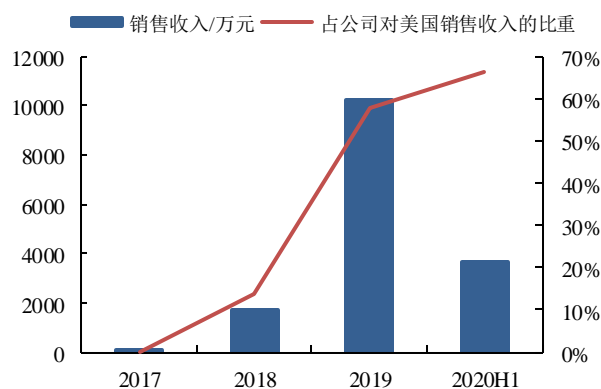
设立墨西哥子公司--莱昂嵘泰，逐步承接公司北美订单。莱昂嵘泰成立于2016年，是公司在墨西哥设立的境外子公司，主营汽车精密压铸件的生产与销售。莱昂嵘泰对接北美客户，在物流成本和响应速度上较国内厂商具备优势，能够增加公司原有境外客户的黏性。公司的北美订单已逐步由莱昂嵘泰承接。截至2020H1，公司通过莱昂嵘泰对美国销售收入占公司美国销售收入的比重达66.4%。

图19：莱昂嵘泰股权结构图



资料来源：嵘泰股份招股说明书；东兴证券研究所

图20：公司通过莱昂嵘泰对美国销售收入及占比



资料来源：嵘泰股份招股说明书；东兴证券研究所

莱昂嵘泰能够减少贸易摩擦带来的影响，是公司提升在北美地区市场竞争力的重要一环。莱昂嵘泰于2017年获得墨西哥IMMEX项目批准文件。根据USMCA规定，达到原产地标准的汽车才可享受零关税。根据最新的USMCA原产地条款，北美整车厂对北美地区（美加墨三国）汽车零部件厂商的采购比例达到75%才能够被认定为“北美制造”。原产比例的提高，使得美国博世等Tier 1加大了在北美地区采购零部件的比例。此外，将于2023年实施的美国《通胀削减法案》要求所有部件最终组装均在北美完成的新能源汽车才可享受新能源税收抵免，物流距离较近的供应商更具备竞争优势。在现有政策下，莱昂嵘泰承接公司在北美的业务，公司由国内直接出口美国的销售收入占比逐步下降，能够减少贸易摩擦带来的影响。莱昂嵘泰将成为公司巩固北美地区业务的桥头堡。

图21: 根据 USMCA 原产地条款, 75%原产比例的汽车被认定为“北美制造”

UNITED STATES-MEXICO-CANADA TRADE FACT SHEET Rebalancing Trade to Support Manufacturing

The United States, Mexico, and Canada have reached an agreement that supports North American manufacturing and mutually beneficial trade. The new United States-Mexico-Canada Agreement (USMCA) will create more balanced, reciprocal trade that supports high-paying jobs for Americans and grows the North American economies.

RULES OF ORIGIN AND ORIGIN PROCEDURES

The United States, Mexico, and Canada have concluded substantive discussions on new rules of origin and origin procedures, including product-specific rules for passenger vehicles, light trucks, and auto parts. This update to the rules of origin will provide greater incentives to source goods and materials in the United States and North America.

Key Achievement: Increasing Regional Value Content Rule

This deal encourages United States manufacturing and regional economic growth by requiring that 75 percent of auto content be made in North America.

资料来源: USTR 官网; 东兴证券研究所

公司总部从治理、人财物管理等方面对莱昂嵘泰进行有效控制。公司治理方面, 莱昂嵘泰采用总经理负责制, 中方总经理全面负责整体运营, 定期向总部汇报经营情况。人事管理方面, 莱昂嵘泰建立分级授权制度, 总经理和财务负责人由公司直接任命委派, 同时在当地招募生产、销售、法务、财务等人才, 以适应本地化经营和业务拓展的需求。财务管理方面, 莱昂嵘泰财务采用双重领导并以总部垂直管理为主。

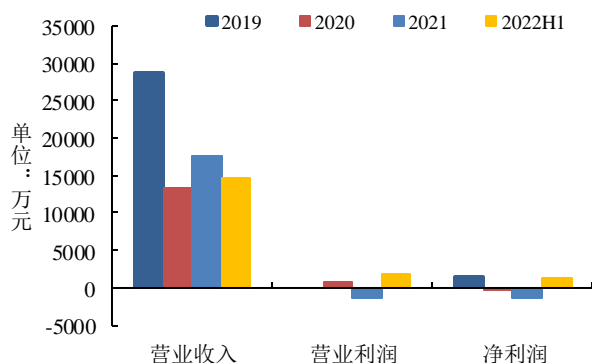
图22: 时任墨西哥大使考察莱昂嵘泰工厂



资料来源: 嵘泰股份官网; 东兴证券研究所

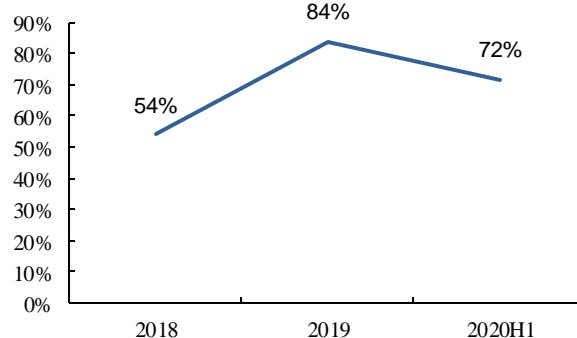
北美疫情缓解, 莱昂工厂产能逐步恢复, 营收和盈利能力稳步提升。莱昂嵘泰 2018 年开始试生产, 产能逐渐爬坡, 但 2020 年疫情导致工厂出现停产情况, 对应 2018-2020H1 产能利用率分别为 54%、84%、72%, 营收和利润均未达预期。2022H1 北美疫情缓解后, 莱昂嵘泰产能恢复明显, 2022H1 实现营收 1.5 亿元, 同比增长 70.9%, 已超 2020 年全年营收。从盈利水平看, 2019 年莱昂嵘泰净利率(净利率=净利润/营业收入)为 4.5%, 2020-2021 年受疫情影响为负数, 2022H1 达到 8.2%, 提升显著。可以看出, 随着生产规模扩大、生产效率提高, 莱昂嵘泰的生产规模效应渐显, 其盈利能力有望继续改善。

图23：莱昂嵘泰营收与利润



资料来源：Wind；东兴证券研究所 注：2019年营业利润未公布

图24：莱昂嵘泰产能利用率



资料来源：嵘泰股份招股说明书；东兴证券研究所

在手订单充足，产能提升带动业绩持续释放。根据公司公告，莱昂嵘泰目前在手订单客户包括博世、采埃孚、耐世特、万都等，产品覆盖转向系统、传动系统和新能源电机系统。我们认为，随着莱昂工厂产能的大幅提升，订单释放将带动业绩提升。基于莱昂嵘泰的优势，公司与战略客户达成长期合作协议，同时加大新客户的开拓力度，未来境外收入有望稳步提升。

表6：莱昂嵘泰募投项目的客户与对应产品

客户	产品名称	终端客户	应用系统
博世	MQB、L21B、D2UC、15PL 壳体	大众、日产、通用、丰田	转向系统
采埃孚	EL58 变速箱壳体	PACCAR、STELLANTIS	传动系统
万都	GE2 转向长壳体	福特	转向系统
博世	电机壳体、GM L246 转向长壳体	RIVIAN、北美通用	新能源电机
耐世特	BT1XX、BV1HX 转向长壳体	北美通用	转向系统

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

4. 主要结论

嵘泰股份是国内电动助力转向器铝铸壳体行业的龙头。汽车转向系统零部件是公司主营业务的重要组成部分（营收占比 60%+）。电动助力转向器壳体是优势产品，2021 年公司该产品在国内乘用车市场的占有率达 21.5%，处于行业领先地位。

EPS（电动助力转向系统）是目前乘用车转向系统的主流方案，转向器壳体对制造商的技术和经验有较高要求。欧美日等发达汽车市场的 EPS 渗透率均达到较高水平，高工智能汽车研究院数据显示 2021 年国内乘用车前装 EPS 搭载率达 98%。全球 EPS 市场由 JTEKT、耐世特、博世、采埃孚、NSK、TK 等 Tier 1 主导。转向器壳体是汽车转向系统的重要安全件，质量标准极其苛刻，内部结构复杂，对铝压铸企业的制造技术、经验积累、模具设计均有较高要求。

全球 EPS 转向器壳体市场分散，Tier 2 通过绑定合作多年的 Tier 1 在某个地区获得较高市场份额。为 Tier 1 供应转向器壳体的 Tier 2 包括 Tier 1 旗下压铸企业和第三方压铸企业（数量众多）。EPS 市场集中度高，大部分 Tier 1 出于成本考虑会就近选择供应商，欧洲、北美、日本、中国等汽车市场的 Tier 2 通过绑定合作多

年的 Tier 1 成长为地区龙头，如嵘泰股份、Bocar、TCG、NSC 等。这类转向器壳体头部 Tier 2 专注于压铸领域，通常有几十年的技术和经验积累。嵘泰股份则是抓住了博世 EPS 国产化的机遇得以在 10 年间成长为该细分领域的区域龙头，招股说明书显示嵘泰股份已与头部 EPS Tier 1 中的 4 家（除 JTEKT、NSK）建立了稳定的合作关系。

公司转向业务的成长性被低估。（1）电动化趋势不会对公司转向器壳体业务产生冲击：公司转向系统产品在新能源车上具备通用性，且已在新能源车上应用。线控转向系统主要是取消了方向盘和转向器之间的机械连接，对转向器壳体影响不大。（2）莱昂嵘泰订单进入放量期，北美市场贡献增量：莱昂嵘泰是公司在墨西哥设立的子公司，对接北美客户，工厂符合 USMCA 原产地条款，能有效减少贸易摩擦的影响。目前在手订单充足，客户包括博世、采埃孚、耐世特、万都等。随着北美疫情缓解，莱昂工厂产能恢复明显，2022H1 营收同比增长 71%，净利率达到 8.2%，接下来在手订单将持续放量。

盈利预测及投资评级：公司是电动助力转向器壳体的隐形冠军，在手订单充沛。借助墨西哥子公司拓展北美市场，公司转向业务的全球市场份额有望进一步提升。我们看好公司转向业务的成长性，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.53、2.20、3.03 亿元，对应 EPS 分别为 0.94、1.36、1.87 元。2022 年 10 月 25 日收盘价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 33、23 和 17 倍。维持“推荐”评级。

5. 风险提示

因疫情和缺芯导致乘用车产销不及预期；上游原材料价格上涨；新产能建设进度不及预期；新能源订单拓展情况不及预期。

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		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	703	1043	1189	1495	1920	营业收入	991	1163	1589	2067	2630
货币资金	97	156	218	257	367	营业成本	673	871	1164	1498	1894
应收账款	335	342	502	653	831	营业税金及附加	8	6	8	11	14
其他应收款	1	1	2	2	3	营业费用	14	17	22	27	34
预付款项	8	11	11	11	11	管理费用	96	110	143	176	210
存货	197	288	363	468	591	财务费用	17	13	16	21	26
其他流动资产	22	37	37	37	37	研发费用	40	47	71	89	105
非流动资产合计	914	1125	1222	1338	1351	资产减值损失	-5	-2	0	0	0
长期股权投资	6	5	5	5	5	公允价值变动收益	0	3	0	0	0
固定资产	753	783	927	1014	1016	投资净收益	-2	0	0	0	0
无形资产	63	73	109	139	163	加：其他收益	20	18	18	18	18
其他非流动资产	21	57	29	29	29	营业利润	154	117	182	264	364
资产总计	1616	2167	2412	2833	3270	营业外收入	3	2	2	2	2
流动负债合计	698	447	582	849	1074	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	417	97	133	273	347	利润总额	157	119	184	266	366
应付账款	153	201	263	339	428	所得税	29	19	32	46	63
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	128	101	153	220	303
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	66	71	71	71	71	归属母公司净利润	128	101	153	220	303
长期借款	22	26	26	26	26	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	764	517	652	919	1144	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0						
实收资本（或股本）	120	160	162	162	162	营业收入增长	0.03%	17.34%	36.60%	30.11%	27.25%
资本公积	200	908	908	908	908	营业利润增长	-18.49	-24.07%	55.61%	44.76%	37.97%
未分配利润	519	573	670	811	1003	归属于母公司净利润增长	-19.28	-21.26%	51.97%	44.19%	37.63%
归属母公司股东权益合计	852	1650	1759	1914	2126	获利能力					
负债和所有者权益	1616	2167	2412	2833	3270						
现金流量表						毛利率(%)	32.06%	25.14%	26.72%	27.51%	27.97%
						净利率(%)	12.89%	8.65%	9.63%	10.67%	11.54%
						总资产净利润(%)	7.91%	4.64%	6.35%	7.79%	9.29%
						ROE(%)	14.99%	6.10%	8.70%	11.53%	14.29%
经营活动现金流	278	124	200	512	586	偿债能力					
净利润	128	101	153	220	303						
折旧摊销	140	147	180	239	293	资产负债率(%)	47%	24%	27%	32%	35%
财务费用	17	13	16	21	26	流动比率	1.01	2.33	2.04	1.76	1.79
应收账款减少	-25	-7	-160	20	-50	速动比率	0.72	1.69	1.42	1.21	1.23
预收账款增加	-2	0	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-144	-440	-114	-355	-305						
公允价值变动收益	0	3	0	0	0	总资产周转率	0.63	0.61	0.69	0.79	0.86
长期投资减少	0	0	0	0	0	应收账款周转率	3.07	3.44	3.77	3.58	3.55
投资收益	-2	0	0	0	0	应付账款周转率	5.98	6.57	6.84	6.87	6.86
筹资活动现金流	-103	380	-29	-98	-186	每股指标（元）					
应付债券增加	0	0	0	0	0						
长期借款增加	14	4	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.06	0.66	0.94	1.36	1.87
普通股增加	0	40	2	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.25	0.40	0.35	0.37	0.59
资本公积增加	0	708	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.10	10.31	10.85	11.80	13.11
现金净增加额	30	64	57	59	96	估值比率					
						P/E	29.27	47.02	32.91	22.83	16.58
						P/B	4.37	3.01	2.86	2.63	2.37
						EV/EBITDA	13.04	17.76	13.17	9.74	7.42

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
公司普通报告	嵘泰股份（605133）：疫情扰动下营收增长，新能源业务进入放量期	2022-08-31
公司普通报告	嵘泰股份（605133）：再获比亚迪订单，新能源业务增长可期	2022-08-29
公司普通报告	嵘泰股份（605133）：可转债获批，加速新能源转型和全球化布局	2022-06-28
公司普通报告	嵘泰股份（605133）：营收同比增长，新能源业务放量	2022-05-09
公司深度报告	嵘泰股份（605133）：精耕转向铝铸件，加速推进新能源业务	2022-04-13
行业普通报告	汽车行业跟踪点评：6月销量快速反弹，下半年政策拉动叠加供需改善行业复苏可期	2022-07-12
行业深度报告	汽车零部件铝压铸行业报告：铝压铸前景广阔，一体化压铸渐行渐近	2022-05-27
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

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，美国市场基准为标普 500 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，美国市场基准为标普 500 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

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526