

业绩逆势增长 汽车轮毂轴承单元新星

兆丰股份(300695)

事件概述

公司发布 2019 年年报：2019 年实现营收 5.6 亿元，同比增长 12.4%；归母净利 2.1 亿元，同比增长 9.3%，扣非归母净利 2.0 亿元，同比增长 31.6%；拟每 10 股派发现金股利 30.0 元（含税）。其中，2019Q4 营收 1.8 亿元，同比增长 37.7%；归母净利 0.8 亿元，同比增长 37.7%，扣非归母净利 0.7 亿元，对比 2018 年 Q4 0.2 亿元。

分析判断：

► 2019 年业绩显著回升 受益于贸易环境改善

公司主营汽车轮毂轴承单元，主要面向汽车零部件连锁经销商和独立品牌制造商，产品覆盖世界上包括奔驰、宝马、奥迪、福特、通用、克莱斯勒、大众、本田、丰田、标致等在内的主要中高档乘用车、商用车的车系车型。2019 年境外收入达到 3.6 亿元，同比增长 92.2%，占营收的比例为 64.7%。2019 年公司营收同比增长 12.4%，其中 2019Q4 同比增长 30.7%，大幅增长主要受益于：1) 公司产品主要面向欧美汽车后市场，主要客户是海外汽车零部件连锁经销商和独立品牌制造商，受车市销量影响较小；2) 2018 年 12 月底，美国国际贸易法院裁定支持公司关于中国出口的圆锥滚子轴承及其零件产品反倾销税命令的抗辩，公司取得单独税率资格，单独税率 7.04%，对公司出口业务影响较 2018 年显著减小。2019Q4 公司营收达 1.8 亿元，同比增长 37.7%，环比增长 7.2%。

► 产品结构优化毛利率提升 费用管控持续加强

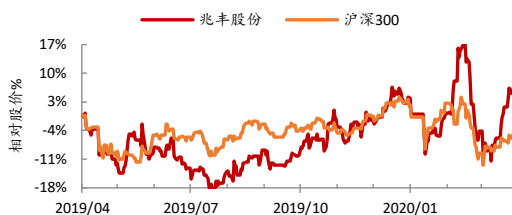
2019 年公司毛利率为 48.2%，同比提升 4.1pct，其中营收占比 81.1%的第三代汽车轮毂毛利率为 50.5%，同比提升 4.7pct，我们判断主要受益于产品结构优化。2019 年研发费用同比上升 8.4%，研发费用率同比下降 0.2pct 至 6.1%，主因公司成立主机事业部，开始配套主机厂进行开发；销售费用率同比上升 0.2pct 至 1.9%，管理费用率同比下降 0.2pct 至 5.5%，财务费用率下降 4.4pct 至 -9.4%，费用管控持续加强。其中 2019Q4 毛利率为 47.3%，同比提升 2.8pct，环比提升 7.1pct；净利率为 42.2%，同比下滑 4.8pct，环比提升 6.8pct。销售费用率、管理费用率和研发费用率分别达 2.4%/4.5%/6.9%，同比 +0.7pct/+1.9pct/+1.0pct，环比 +0.7pct/+0.2pct/+2.6pct。

► 积极布局主机厂 双轮驱动未来可期

公司在深耕北美以及欧洲发达国家汽车后市场的前提下，积极布局汽车主机厂，成立主机事业部，配备了相应的产品工程和应用工程团队，初步进入自主品牌主机厂供应链，双轮驱动初见成效。公司目前已通过北汽项目和比亚迪汽车供应商资质审核，并开始供货，打开了新的成长空间。“年产 360 万套汽车轮毂轴承单元扩能项目”预计于 2020 年 12 月竣工，产能扩大为双轮驱

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	75.60
最新收盘价：	64.45
股票代码：	300695
52 周最高价/最低价：	69.62/48.7
总市值(亿)	42.97
自由流通市值(亿)	10.75
自由流通股数(百万)	16.68



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系人：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn

动打下坚实基础。此外“年产 3000 万只汽车轮毂精密锻车件项目”也预计 2020 年 12 月落成，整合上游产业，充分保障生产供应，提高交付效率，满足客户需求。

投资建议

我们看好公司在传统欧美汽车后市场业务持续稳定，及对于国内主机厂业务的开拓对营收的拉动，考虑到海外疫情的影响，预计公司 2020/2021/2022 年 EPS 为 3.46/3.78 /4.40 元，当前股价对应 PE 分别为 18.6/17.1/14.6 倍，参考行业平均估值，给予 2021 年 20 倍 PE 估值，目标价为 75.6 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

海外市场受到疫情影响不及预期；客户拓展情况不及预期；行业竞争加剧；原材料成本提升等。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	497	559	539	591	675
YoY (%)	-18.3%	12.4%	-3.6%	9.7%	14.2%
归母净利润(百万元)	196	214	231	252	294
YoY (%)	-4.4%	9.3%	7.8%	9.0%	16.6%
毛利率 (%)	44.2%	47.7%	52.9%	53.4%	54.4%
每股收益 (元)	2.94	3.21	3.46	3.78	4.40
ROE	11.4%	11.4%	10.7%	10.2%	10.3%
市盈率	21.93	20.06	18.61	17.07	14.64

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 汽车轮毂轴承单元新星	5
1.1. 根植于汽车轮毂开发 产品覆盖广	5
1.2. 面向汽车后市场 出口主导	6
1.3. 公司业绩度过拐点 进入上升通道	8
2. 汽车轮毂：后市场+主机厂双轮驱动	11
2.1. 汽车轮毂行业	11
2.2. 汽车后市场取决于保有量 市场规模大	12
2.3. 汽车主机厂需求空间大 国产替代开启	16
3. 扩能计划+新增生产工厂 产能扩张助推增长	18
4. 投资建议	22
5. 风险提示	23

图表目录

表 1 主要客户及合作渊源	7
表 2 各代汽车轮毂轴承单元通用结构及优点	11
表 3 汽车零部件售后市场体系	13
表 4 美国汽车品牌连锁商情况表	14
表 5 公司独立品牌制造商客户情况表	14
表 6 全球竞争对手轮毂轴承单元大致规模、技术水平	17
表 7 国内竞争对手轮毂轴承单元大致规模、技术水平	17
表 8 公司 IPO 募集资金投资项目	19
表 9 公司产能扩建情况及营收测算	21
表 10 公司分业务预测	22
图 1 公司各代系营业收入（亿元）	6
图 2 公司 2018 年产品结构（%）	6
图 3 公司发展历程	6
图 4 公司股权结构	6
图 5 2013-2018 年各渠道销售占比（%）	7
图 6 2013-2016 年独立品牌客户营收（亿元）	7
图 7 公司前五大客户营业收入（亿元）	8
图 8 公司客户结构（%）	8
图 9 公司产品价格变化（元/套）	8
图 10 公司产品销量变化（万套）	8
图 11 公司营业收入及同比增速（亿元；%）	9
图 12 公司归母净利及同比增速（亿元；%）	9
图 13 公司境内外营业收入及同比增速（亿元；%）	9
图 14 公司境内外营业收入占比（%）	9
图 15 公司盈利情况（%）	10
图 16 公司销售净利率、资产负债率、总资产周转率（%）	10
图 17 公司费用情况（%）	10
图 18 公司研发人员数量及占比（名，%）	10
图 19 汽车轮毂轴承单元示意图	11
图 20 第三代汽车轮毂轴承单元	11
图 21 汽零部件配套及售后市场图	12
图 22 中国汽零后市场发展历程	13
图 23 2019 年全球人均汽车保有量前 20 位国家及保有量（辆）	15
图 24 我国汽车保有量及增长（万辆，%）	15
图 25 我国汽车千人保有量及增长（辆，%）	15
图 26 我国乘用车保有量及增速（万辆；%）	16

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 27 我国商用车保有量及增速 (万辆; %)	16
图 28 我国汽车生产量及增速 (万辆; %)	16
图 29 我国汽车销售量及增速 (万辆; %)	16
图 30 2017-2019H1 主机厂开拓情况	18
图 31 公司和万向钱潮 2018 年产能和生产量 (套)	19
图 32 公司和万向钱潮轮毂营业收入 (亿元)	19
图 33 公司产能利用率 (%)	19
图 34 公司季度资本开支及同比增速 (万元; %)	20

1.汽车轮毂轴承单元新星

1.1.根植于汽车轮毂开发 产品覆盖广

公司深耕汽车轮毂轴承单元。公司是一家专业生产汽车轮毂轴承单元的汽车零部件制造企业，产品包括第一代、第二代和第三代共 3600 余种各类型轴承单元，覆盖世界上包括奔驰、宝马、奥迪、福特、通用、克莱斯勒、大众、本田、丰田、标致等在内的主要中高档乘用车、商用车的车系车型。

图 3 公司各代汽车轮毂产品

第一代产品



第二代产品

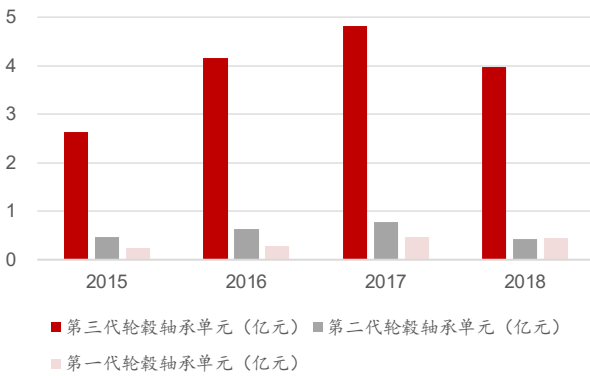


第三代产品



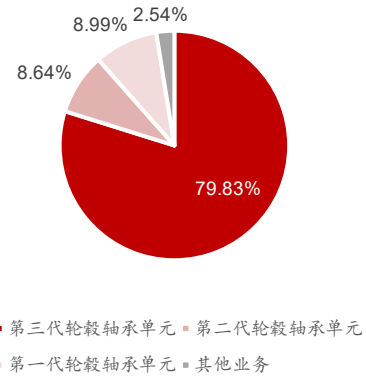
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 1 公司各代系营业收入（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 公司 2018 年产品结构（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

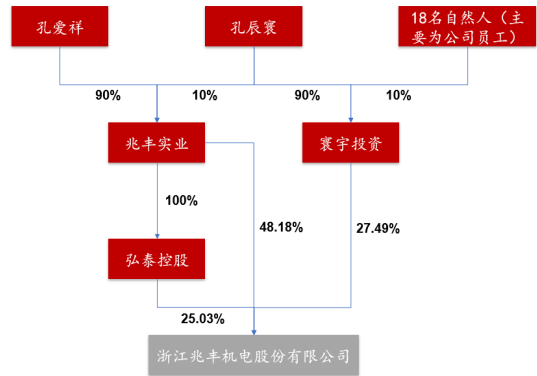
公司于 2002 年成立，股权非常集中。2002 年 11 月，杭州兆丰汽车零部件制造有限公司成立；2009 年 12 月整体变更为浙江兆丰机电股份有限公司；2017 年 9 月登陆创业板市场。公司控股股东为兆丰实业，直接持有公司 48.18% 股份，并通过弘泰控股间接持有公司 25.03% 股份。孔爱祥和孔辰寰父子合计持有公司 97.32% 股份，是公司的实际控制人，股权非常集中。

图 3 公司发展历程



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 公司股权结构结构

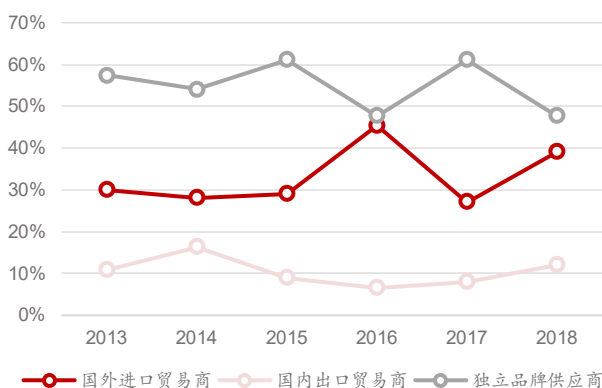


资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2. 面向汽车后市场 出口主导

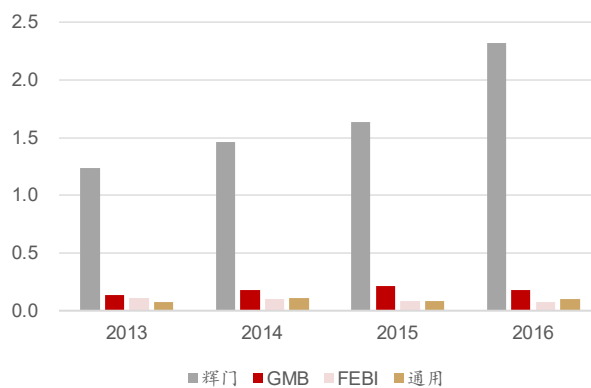
公司主要面向汽车零部件连锁经销商和独立品牌制造商。公司主要通过两种渠道拓展业务：1) 通过贸易商和独立品牌制造商出口到北美的产品，进入到了美国大型汽车零部件连锁经销商中的 AutoZone、NAPA 和 Advance 的连锁体系销售；2) 与国际知名的汽车零部件独立品牌制造商开展合作，为其贴牌生产。

图 5 2013-2018 年各渠道销售占比 (%)



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 6 2013-2016 年独立品牌客户营收 (亿元)



资料来源：Wind，华西证券研究所

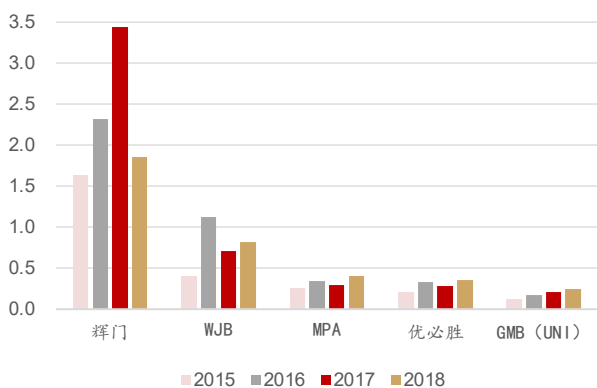
客户资源主要为北美系。公司为辉门、斯凯孚、德尔福、通用、FEBI、GMB 等多家国际知名的独立品牌零部件制造商贴牌生产轮毂轴承单元产品，并间接进入到出口配套和售后市场的高档次产品市场。公司目前主要客户为辉门、WJB、MPA、优必胜、GMB、UNI。

表 1 主要客户及合作渊源

客户名称	合作渊源
辉门	辉门系美国纳斯达克上市公司。2008 年，公司与辉门墨西哥开始初步的小规模生产合作。通过与辉门墨西哥 1 年的合作，公司产品质量、供货及时率都得到辉门的认可。2009 年，辉门派出总部工程团队对公司轮毂轴承单元的生产进行考察、体系审核和产品验证，经过数年多轮审核和验证，公司的管理水平、技术能力、质量控制水平等均通过辉门的审核。随后，辉门逐步将其订单转移至公司处进行生产。经过长期合作，双方已经形成稳定的合作关系，并在新产品开发、新市场开拓等方面有广泛深入的合作。
WJB	WJB 系北美最大的专业轴承批发商之一，WJB 采购的公司产品主要向北美售后市场客户销售，包括 Advance 等汽配连锁经销商。2008 年，WJB 与美国公司在产品展销会上开始接触。2011 年随着双方不断深入了解，应市场形势需要双方开始直接合作。通过近几年的产品市场反馈及公司制造能力的更新换代，双方已形成稳定的合作关系。
MPA	MPA 系美国纳斯达克上市公司。主要向北美售后市场客户销售，包括 Autozone 等大型汽配连锁经销商。2014 年，MPA 因公司产品质量较高，主动拜访发行人寻求合作，初步洽谈后双方有意向开展业务合作。双方于 2015 年初正式开展业务合作。
优必胜	优必胜系 UBC 在国内子公司，UBC1962 年成立于北美，系国际知名的综合性轴承制造商和服务商。主要客户为国际配套市场及售后市场。2009 年初主动拜访公司寻求业务合作。优必胜于 2009 年派出工程团队对公司进行考察、体系审核和产品验证，经过多轮审核和验证，公司的管理水平、技术能力、质量控制水平等能满足 UBC 产品的生产要求。2010 年全面批准了发行人成为优必胜供应商资格，开始业务合作。
GMB	GMB 系日本 GMB 株式会社在美国的附属企业，日本 GMB 株式会社成立于 1943 年，主要为汽车配套厂商提供万向节、水泵、轴承等。GMB 主要销售对象为北美售后市场客户，包括 O'Reilly 等汽配连锁经销商。2008 年，GMB 与公司初次商业接触并建立合作关系。
UNI	Uni-Select Inc. 在加拿大从事汽车产品分及机动车辆油漆与相关产品销售业务。从事汽车修补和工业油漆及相关产品销售业务。汽车产品（加拿大）部门通过加拿大网络从事修补和工业油漆及相关产品等汽车售后零部件的销售业务。

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

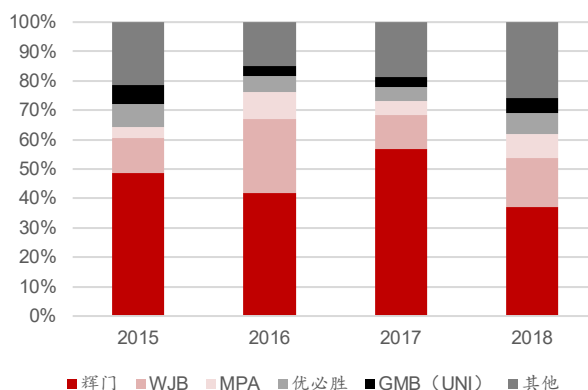
图 7 公司前五大客户营业收入（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

注：2017 年第五大客户变为 UNI

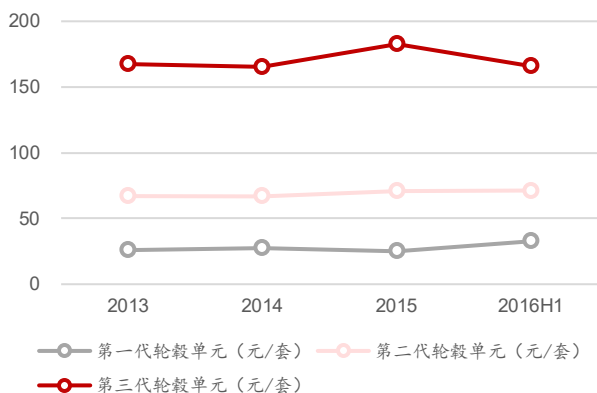
图 8 公司客户结构（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

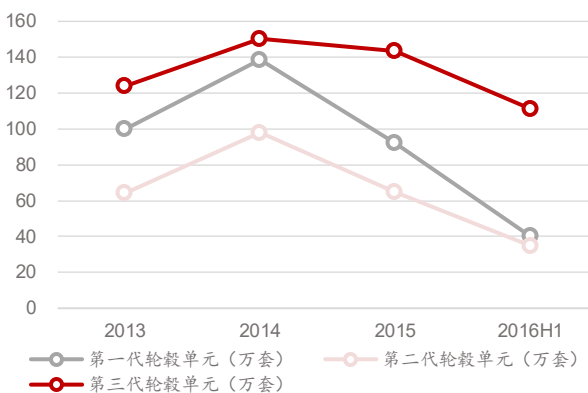
注：2017 年第五大客户变为 UNI

图 9 公司产品价格变化（元/套）



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 10 公司产品销量变化（万套）

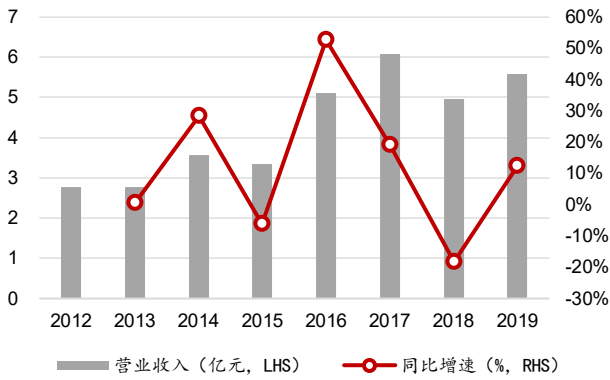


资料来源：公司招股书，华西证券研究所

1.3. 公司业绩度过拐点 进入上升通道

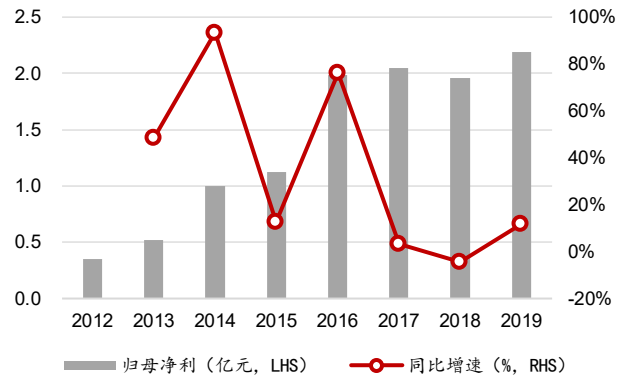
2019 年营业收入、归母净利润开始回升。公司 2017 年由于 IPO 导致管理费用大幅上升，归母净利润增速严重下滑；公司 2018 年营业收入下滑明显，原因为公司出口业务收入的比重较高，国际经济贸易环境的变化对公司影响较大，受美国圆锥滚子轴承反倾销和中美贸易战影响，公司美国出口业务受到较大影响，公司 2018 年境外营收增速-42.6%，境外收入占比下滑至 38.2%。公司 2019 年营业收入为 5.6 亿元，较 2018 年 5.0 亿元上升 12.4pct。公司归母净利润增速 2019 年由负转正，归母净利润达到 2.2 元，较 2018 年上升 10.6pct。主要原因在于公司主要销售市场为汽车后市场，受车市销量影响很小，公司稳定发展售后市场的基础上，有针对性地精准切入主机市场，双轮驱动公司业绩增长。

图 11 公司营业收入及同比增速（亿元；%）



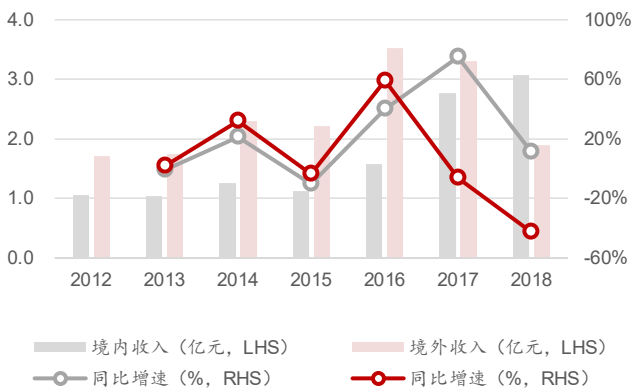
资料来源：wind，华西证券研究所

图 12 公司归母净利润及同比增速（亿元；%）



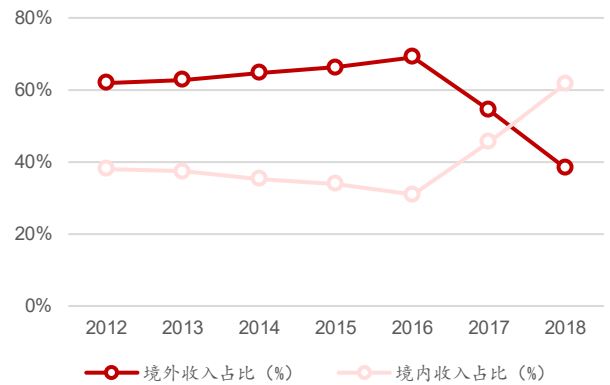
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 13 公司境内外营业收入及同比增速（亿元；%）



资料来源：wind，华西证券研究所

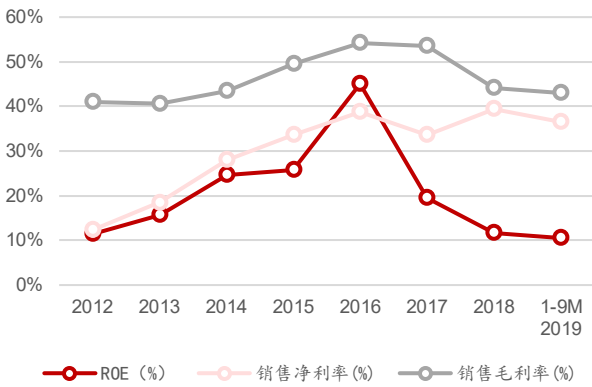
图 14 公司境内外营业收入占比（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

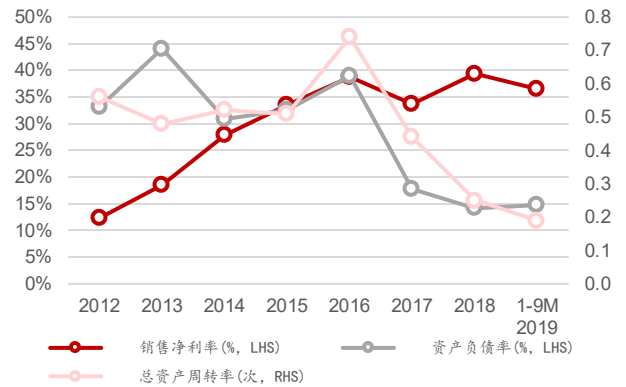
公司 ROE 在 2017 年之后快速下降。公司 ROE2016 年达到最高 45.0%，2017 年之快速下滑。主要原因是公司销售净利率保持稳定，而 2017 年公司完成 IPO 之后导致资产负债率从上市前的接近 38.9% 下降到 14.7%，权益乘数下降较多，从而致使 ROE 明显下降。

图 15 公司盈利情况 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

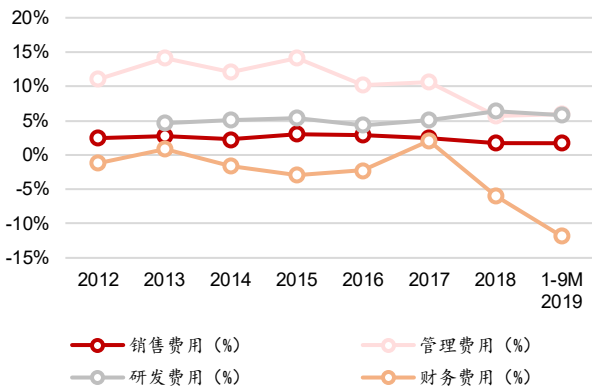
图 16 公司销售净利率、资产负债率、总资产周转率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

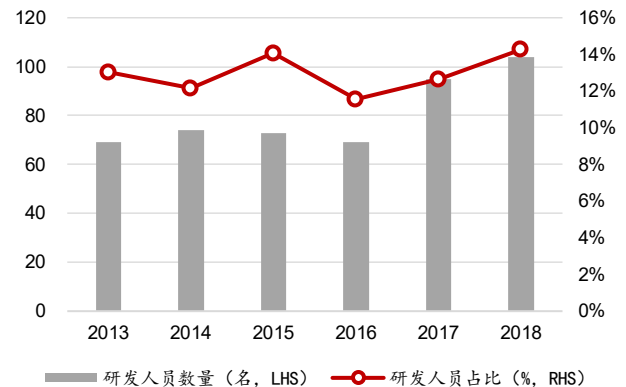
研发投入持续加大, 技术人员逐年增加。公司 2013 年研发费用率 4.6%, 2019 年为 6.1%, 达到行业上游水准。2018 年公司研发人员达到 104 名, 占全体员工的比例达 14.3%, 处于行业领先地位。研发费用加大和研发人员占比保证公司研发能力的加强, 为公司在技术上处于领先地位打下坚实基础。2017 至 2018 年, 公司研究院完成了国家高端软件项目“汽车第三代轮毂轴承单元智能装配线集成控制系统开发”和浙江省重大科技项目“汽车第三代轮毂轴承单元智能装配线研发与关键技术研究”的验收, 并新开发各种型号汽车轮毂轴承单元 100 余种, 新增专利 12 项。

图 17 公司费用情况 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 18 公司研发人员数量及占比 (名, %)



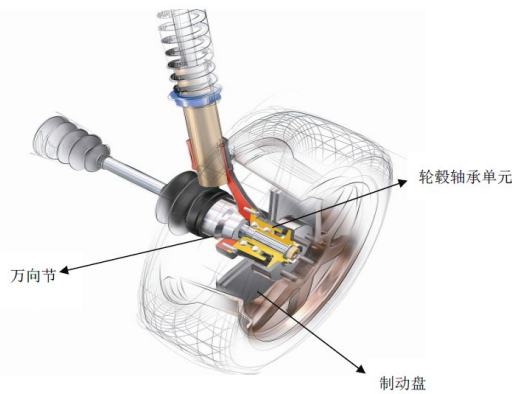
资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.汽车轮毂：后市场+主机厂双轮驱动

2.1. 汽车轮毂行业

汽车轮毂轴承是汽车驱动结构的关键部件。汽车轮毂轴承是应用于汽车轮轴处用来承重和为轮毂的转动提供精确引导的核心零部件。在汽车行驶过程中，汽车轮毂轴承既承受径向力，又承受轴向力，同时高速运转，是汽车驱动结构中的关键零部件之一，也是关系到汽车行驶安全的零部件之一。汽车轮毂轴承单元是将轮毂轴承安装法兰、轮毂轴承、轮毂与刹车盘或轮轴的连接心轴、以及相关的密封件、轮速传感器和磁性编码器等主要零部件一体化设计并制造的汽车零部件产品。

图 19 汽车轮毂轴承单元示意图



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 20 第三代汽车轮毂轴承单元



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

汽车轮毂轴承单元在各车型上广泛应用。汽车轮毂轴承单元在 20 世纪 80 年代以来得到了快速发展，被广泛用于乘用车中，也在各类载重汽车中形成了扩大应用的趋势。在历经第一代和第二代轴承单元之后，20 世纪 90 年代，国外开始批量生产第三代轮毂轴承单元，首先被应用在各类乘用车上，以后很快在中型商用车上批量应用。

表 2 各代汽车轮毂轴承单元通用结构及优点

轮毂轴承单元代系	通用结构	主要优点
第一代	将原两套分立的角接触球轴承或圆锥滚子轴承集成为一套外圈整体式、内圈背对背的组合。	出厂前预先设定好最佳工作游隙，使用安装时无需调整，一次性专业润滑，安装方便、结构紧凑、性能可靠。
第二代	将轮毂轴承外圈与相配合的安装凸缘制成一体的结构。	除具有第一代的全部优点外，由于其外圈与安装凸缘整合为一体，刚性好，可靠性高，重量较轻，并可有效缩短生产周期。
第三代	将轮毂轴承与联接轮毂的安装凸缘、联接万向节的凸缘芯轴以及传感器集成为一个总成部件。其中内置轮速传感器的第三代轮毂轴承单元已成为发展趋势。	与第二代轮毂轴承单元相比，其整体刚性更好、承载能力更强、可靠性更高；并且内置轮速传感器，实现了机电一体化发展。

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

表 2 国内外主要车系汽车轮毂轴承单元更新情况

车系	更新情况
美系车	90%以上的乘用车和轻卡都已经采用了第三代轮毂轴承单元，为第三代轮毂轴承单元应用最为广泛的车系。
欧系车	更新换代速度慢于美系。中档及中低档的大部分车型仍采用第二代，一些比较老的车型如捷达、桑塔纳、富康等尚采用第一代。新推出的中、高档车型（如宝马车 5 系列、7 系列越野

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	车系列，奔驰 G500 等) 的驱动轮都采用了第三代轮毂轴承单元。
日系车	豪华车型、越野车型和轻卡的驱动轮均已使用第三代轮毂轴承单元。
韩系车	应用情况与日系车十分相似。
国内自主品牌	上汽、东风、一汽、广汽、长安、长城、吉利、比亚迪、奇瑞等国内知名自主品牌的中高档车型已经使用第三代轮毂轴承单元。

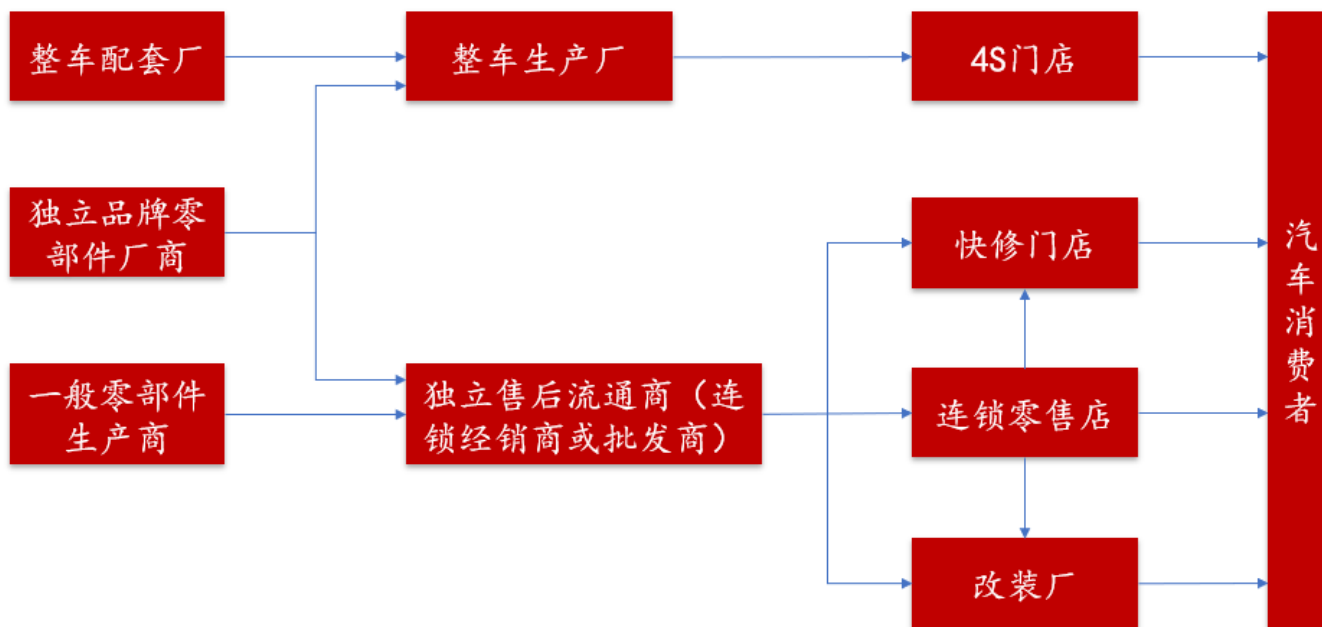
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

公司汽车轮毂轴承产品种类齐全。公司目前已经成功开发并量产汽车轮毂轴承单元第一、二、三代产品，并且获得国际 45 个国家和地区的 55 个机构组织的认可；同时公司承接的工信部“使用寿命 25 万公里以上轿车第三代轮毂轴承单元产业化”项目列为国家重大科技成果转化项目并于 2014 年 12 月公司研究院被评定为浙江省级重点企业研究院。

2.2. 汽车后市场取决于保有量 市场规模大

汽车后市场：从 4S 体系转为社会独立体系。汽车零部件市场售后市场主要为在用车辆提供维修保养所需的零部件，位于汽车产业链的下游。早期，配套与售后的零部件供应均附属于整车厂，售后维修与整车销售一体化，主要通过整车厂推出的 4S 体系实行单一品牌维修。20 世纪 90 年代以后，以欧美发达国家为发端，汽车零部件售后市场快速与整车销售分离，向着以社会独立售后体系为主导的模式转型，并蓬勃发展，成为与配套市场比肩发展的重要市场。

图 21 汽零部件配套及售后市场图



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

目前，国内以 4S 门店为主导地位，欧美发达国家，独立售后体系占据主导地位。这主要是国内和欧美汽车消费水平和汽车保有量差距较大，欧美汽车维修市场需求巨大，再加上汽车消费者经济实力、消费偏好、地理环境等日益分化和多样，单一品牌特约维修的 4S 体系无法满足需要。

在北美，汽车车型多达上千种，而每辆车的配件多达上万种，如果汽车修理厂直接面对零部件供应商，不仅难度大，而且也会严重影响技术保障和服务质量，因此，发展了以快修连锁为主要形式的规模化、品牌化和网络化模式。

在欧洲，单一国家的国土面积较小的原因，其独立售后体系以批发分销为主要形式。批发商是流通的重要环节，他们通过自己的网络，包括连锁店、专营店和其它用户等，在维修厂周围布点，发挥着美国连锁经销商一样的重要作用。

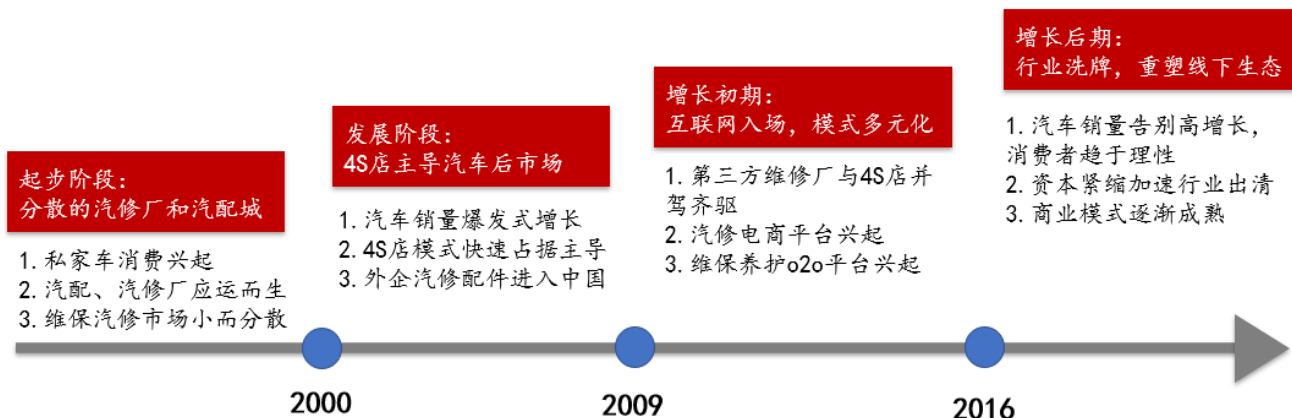
表 3 汽车零部件售后市场体系

体系	零部件供应商	销售路径	备注
传统 4S 门店体系	整车配套厂	借用整车厂的品牌，并通过整车厂的 4S 体系进行	国内市场主导地位
社会独立售后体系	独立品牌零部件厂商	以自己的品牌为配套和售后市场生产供应零部件	直接以自有品牌进入售后市场的企业还较少
	一般零部件厂商	以商品品牌、贴牌服务商或独立品牌制造商的品牌进入到售后市场	国外市场主导地位

资料来源：华西证券研究所

中国独立后市场份快速提升。中国独立后市场渠道的市场份额从 90 年代不足 10%增长到现在 35%，尽管如此，仍有很多客户会首选 4S 店，主要是消费者对独立后市场中的第三方服务提供商的不信任造成的，这种不信任体现在配件质量参差不齐、价格信息不透明、门店服务技术偏低和售后保障体系不完善四个方面。但随着数字化时代的到来，大数据分析、人工智能、SaaS 系统等技术汽车后市场领域更为广泛地应用，线下连锁店逐渐扩大规模，品牌力越来越强，服务趋于标准化和流程化，将会促进市场信息更加透明，服务更加高效。预计未来 5~10 年独立后市场会快速发展，成熟度提升，4S 店的市场份额将被压缩，独立后市场的市场份额有望超过 4S 店。

图 22 中国汽零后市场发展历程



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

所以公司主要通过两条销售途径出口到北美。1) 贸易商。公司产品进入到美国大型汽车零部件连锁经销商中的 AutoZone、NAPA 和 Advance 的连锁体系销售。这些大型连锁经销商管理规范、营销渠道发达、信誉度良好，在售后市场中占有较高地位，其经销的产品具有较高的价格和品质。

表 4 美国汽车品牌连锁商情况表

连锁商名字	概况	主要销售对象	配件品种
AutoZone	1979 年创立，是美国 500 强企业。在美国及墨西哥境内共设 9 个分销中心，供应所属 4,457 家基层连锁店。	以 DIY 客户为主要服务对象，其 DIY 客户占其总销售额的 95% 以上。	全部为轿车和轻型货车，以 7-10 年车龄的汽车为主要服务对象。
NAPA	1925 年成立，为美国纽交所上市公司 GenuineParts 子品牌，在美国有 64 家 NAPA 汽车配件经销中心和 6,000 家 NAPA 汽车配件商店。	汽车修理厂、重型机械修理厂、汽车美容店和自助维修客户等。	为各种汽车、卡车（重型和轻型）、船舶、雪地机动车、拖拉机和其农设备、休闲车辆和其他应用提供 30 多万种不同的零部件。
Advance	1932 年创立，是美国 500 强企业。在北美运营超过 6500 家店铺	专业的汽车零部件、有关附件和维护用品的零售商	经营全车配件，其拥有庞大的数据库系统，包括十年以上车型的原厂部件、替代件、车辆修理信息，为修理厂提供数据支持。

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

2) 独立品牌制造商。汽车零部件独立品牌制造商在自己生产的同时，也注重选择部分技术、质量和成本控制能力较好的企业作为其协作供应商，为其贴牌生产，扩大其零部件供应。公司取得了辉门、斯凯孚、德尔福、通用、FEBI、GMB 等多家国际知名的独立品牌零部件制造商的订单或生产指令，根据其技术要求，为其贴牌生产轮毂轴承单元产品。

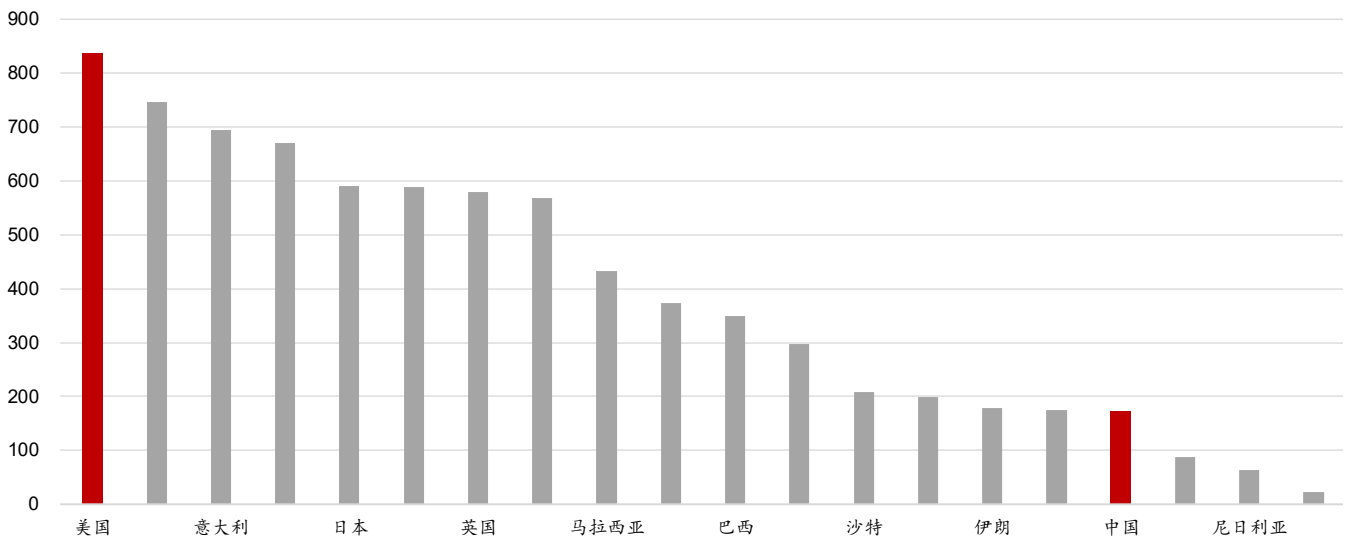
表 5 公司独立品牌制造商客户情况表

客户名称	客户概况
辉门	辉门公司是总部设于美国密执安州萨斯菲尔德的一个全球性汽车配件制造供应商，为世界较多著名汽车制造商提供主机产品，并有完善的售后经销网络。
斯凯孚	成立于 1907 年的世界最大轴承生产商，公司总部位于瑞典哥德堡，轴承产量占全球同类产品总产量的 20%。
德尔福	全球领先的汽车与汽车电子零部件及系统技术供应商，产品几乎涵盖了现代汽车零部件工业的主要领域，世界 500 强企业。
通用	通用汽车公司为全球主要汽车制造商之一，同时也是全球主要的汽车零部件采购商和供应商，其 ACDelco 品牌在全球汽车零部件售后市场占有重要地位，世界 500 强企业。
FEBI	一家有着 160 多年历史的德国企业，在汽车零部件售后市场处于国际领先地位，在 69 个国家设有分支机构。
GMB	日本 GMB 株式会社设在美国的附属企业。日本 GMB 株式会社成立于 1943 年，主要生产万向节、水泵、轴承等汽车零部件。

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

售后市场的规模取决于汽车保有量。售后市场与汽车保有量、车主的经济实力、消费偏好等有较为紧密的联系，而规模则取决于汽车保有量。目前，全球售后市场的业务主要集中在欧美地区。北美和欧洲地区占全球汽车保有量的比例超过四成，加之汽车消费历史较长，售后市场规模巨大。以美国为例，2019 年，其 3.2 亿人口约有 27 亿辆汽车，千人汽车拥有量约 840 辆，成为发展最早和最成熟发达的售后市场；而我国千人汽车拥有量只有不到 180 辆，由此导致售后市场差距巨大。

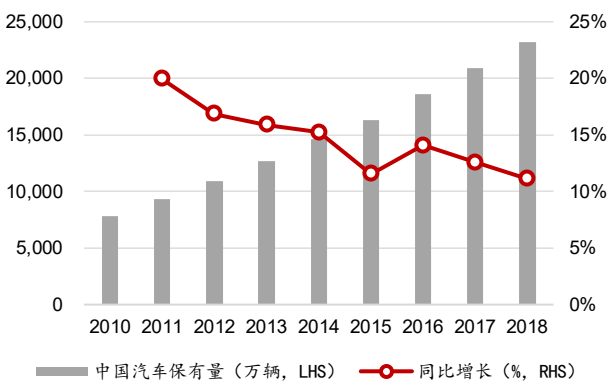
图 23 2019 年全球人均汽车保有量前 20 位国家及保有量（辆）



资料来源：华西证券研究所

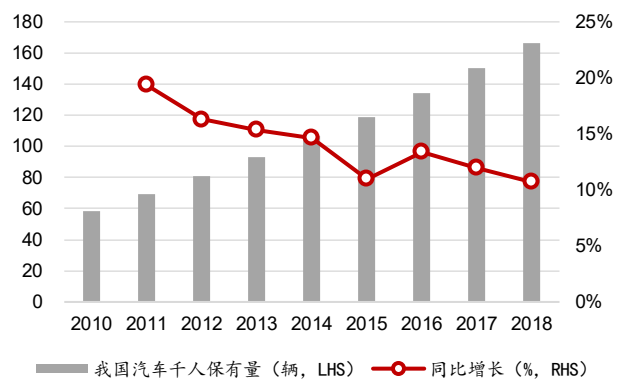
汽车保有量提升带动汽车后市场规模增长。我国汽车保有量不断提升，从 2010 年的 0.78 亿辆到 2018 年的 2.3 亿辆，年复合增长率 14.6%，总体保有量仅低于美国位于世界第二；汽车保有量的提升带动汽车后市场的蓬勃发展，根据中国流通协会测算，我国汽车后市场规模已经突破万亿，庞大的保有量市场为汽车售后服务提供巨大发展空间。

图 24 我国汽车保有量及增长（万辆，%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 25 我国汽车千人保有量及增长（辆，%）

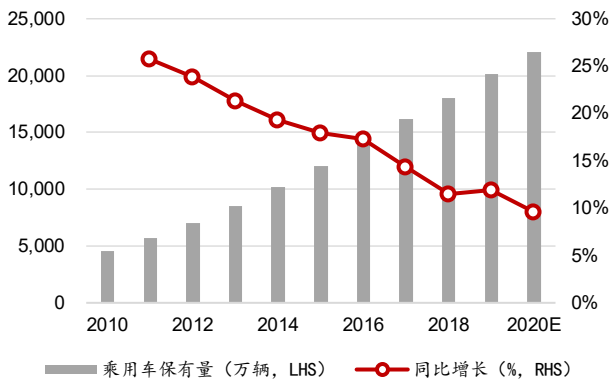


资料来源：wind，华西证券研究所

乘用车+商用车保有量提升汽车后市场轮毂需求量巨大。2018 年，我国乘用车保有量达到 1.8 亿辆，商用车 2600 万辆，售后市场汽车轮毂轴承单元需求量按“保有量（辆）×4（套/辆）×轮毂轴承单元使用率×年均维修率”的公式测算，2018 年国内轮毂轴承单元的售后市场规模约为 12426.6 万套，目前公司产能仅占汽车后市场规模不到 5%，未来发展空间巨大。根据 2019 年以及 2020 年汽车销量估算，我国汽车

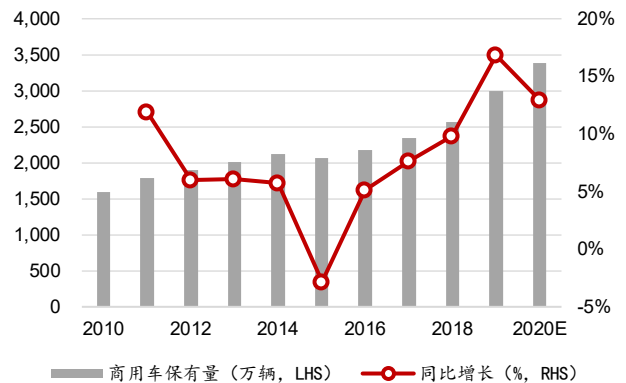
保有量将超过 2 亿辆，预计 2020 年国内轮毂轴承单元的售后市场规模将超过 14000 万套，2025 年将超过 20000 万套。

图 26 我国乘用车保有量及增速（万辆；%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 27 我国商用车保有量及增速（万辆；%）

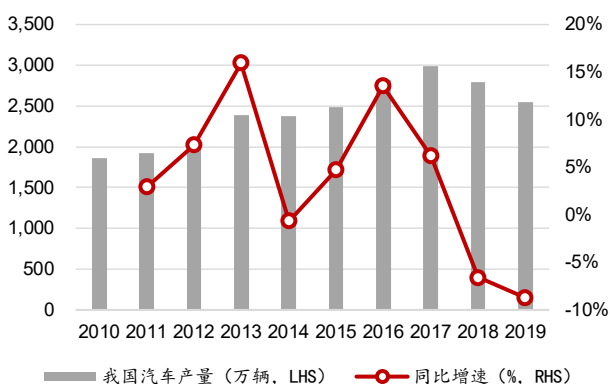


资料来源：wind，华西证券研究所

2.3. 汽车主机厂需求空间大 国产替代开启

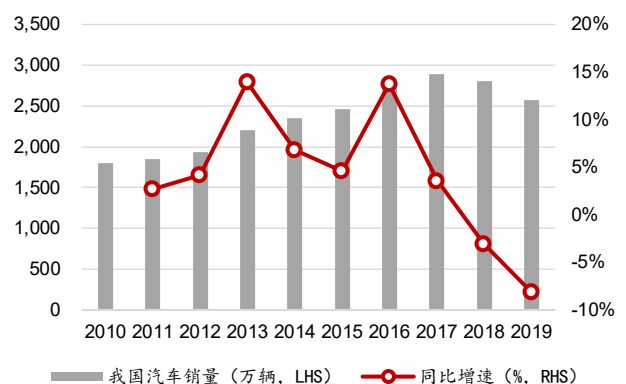
汽车轮毂轴承单元在整车主机厂同样规模很大。根据国家统计局数据，我国汽车产业在过去近十年经历了快速发展，已经是世界最大汽车生产国和销售国，并一直保持至今。2019 年，我国汽车保有量达 1.72 亿辆，新车销量达 2,575.45 万辆，均创历史新高。主机厂汽车轮毂轴承单元需求量按“保有量（辆）×4（套/辆）×轮毂轴承单元使用率”的公式测算，2019 年国内轮毂轴承单元的售后市场规模约为 10301.8 万套，市场空间同样巨大。

图 28 我国汽车生产量及增速（万辆；%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 29 我国汽车销售量及增速（万辆；%）



资料来源：wind，华西证券研究所

全球主机厂轮毂竞争格局较为激烈。国际先进的轮毂轴承单元生产商，包括瑞典斯凯孚、美国 TIMKEN、德国 FAG、日本 NSK、JTEKT、NTN 等，占据绝大部分世界主要车系的单元配套市场。国外主要竞争企业为瑞典斯凯孚、美国 TIMKEN、德国 FAG、日本 NSK、JTEKT 和 NTN。

表 6 全球竞争对手轮毂轴承单元大致规模、技术水平

竞争对手	大致规模	技术水平
美国TIMKEN	28.72 亿美元 (包含轮毂轴承单元)	1、全球最大的圆锥滚子轴承制造商，第二大轴承制造商。 2、Timken 研发了分析工具，通过对整体系统的要求进行分析来优化Timken 轴承产品Timken 的SYBER 分析软件把诸如轴的弯曲变形、轴承座的变形、润滑、温度和许多其他的环境和操作因素统统考虑在内。 3、铁姆肯设计的生产工艺确保了Timken 生产出符合标准的产品。 4、热处理、先进磨加工、复杂组件与装配和精密加工等工艺的研发和精工。
JTEKT (捷太格特)	约合116.19亿美元 (包括轮毂轴承单元)	综合轴承产品制造商，汽车轴承是特别擅长的领域之一。JTEKT 已经建立大型轴承技术开发中心，引入超大型轴承评价实验机及高速铁路车辆用轴承实验机，用于模拟实机的使用环境对轴承进行测评。JTEKT 把产业机械领域定位为着力强化发展的领域。
NTN (恩梯恩)	约合59.51亿美元 (包括轮毂轴承单元)	世界综合性精密机械制造厂家之一；为日本汽车、工业轴承的主要制造商。产品型号达到15万种。轴承外圈直径从1 毫米的微型轴承到直径高达5 米的超大型轴承；从流体动压等滑动轴承到滚动轴承；从滚珠轴承到滚子轴承。NTN 轴承精度达到1 纳米的精密度，用于轨道卫星、航空等工业领域。全球共有5 个研究中心。
瑞典斯凯孚	未上市，无法取得财务数据	SKF 优秀的工程师们经常组队到各工厂稽核生产流程的工序。美国福特汽车对其供应商的质量评估系统范围不单包括产品、工作表现，设计及制造；更对供应商提供技术支援的能力、及时供货、市场领导地位、价格定位、适应力和灵活性及创新几方面的表现评估，并对最佳表现者颁赠“Q1 质量第一奖座”，作为福特汽车供应商的20家SKF 工厂全数获得此奖项。SKF 也曾荣获通用汽车、大众汽车、墨西哥日产、佳士拿、劳斯莱斯、奥迪、英国铁路、Black&Decker、亚特拉科普柯颁赠的同类殊荣。
德国 FAG	未公布FAG 相关销售数据	象征德国工业技术的最高成就，广泛应用于各行各业中，其它品牌轴承不能胜任的地方，其代表作有高速、高精度主轴轴承，极限转速高于任何其它品牌。而这种优良特性普遍反映在FAG 的所有轴承上，即具有较高的极限转速和承载力。
万向钱潮	约31.7亿人民币	公司是目前国内最大的独立汽车系统零部件专业生产供应商之一，技术已达到国际先进水平，国内市场和国际市场占有率分别达到60%和10%左右。公司底盘业务拥有目前国内唯一的模块化底盘技术，具有较高的技术壁垒。公司自主开发的聚合物锂离子动力电池，已顺利通过国家“863”计划锂离子电池两家指定检测机构的性能测试。

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

国内市场汽车轮毂轴承单元主要由外商合资或独资企业提供。如瑞典斯凯孚在我国的工厂不仅为上海大众、一汽大众、东风神龙、上海通用、长安福特等配套，还为我国自主品牌轿车长安、华晨、奇瑞等配套。近年来，国内已有少数自主品牌的轮毂轴承单元生产企业，通过技术创新，开始进入配套市场，如万向钱潮，已为大众、长安、奇瑞、比亚迪等整车厂家提供配套。国内主要竞争企业为万向钱潮、本公司、瓦房店轴承集团有限责任公司、湖北新火炬科技股份有限公司。

表 7 国内竞争对手轮毂轴承单元大致规模、技术水平

竞争对手	竞争对手情况
万向钱潮	创办于 1969 年，1994 年上市；为国内主要汽车零部件制造商，生产底盘及悬架系统、汽车制动系统、汽车传动系统、轮毂单元、轴承、精密件、工程机械零部件等汽车零部件。 其子公司浙江万向精工有限公司为专业汽车轮毂轴承单元生产企业；主要面向配套市场，国内主要配套整车制造商包括上海大众、一汽大众等。
瓦房店轴承集团有限责任公司	始建于 1938 年，是中国轴承工业的发源地，是中国最大的轴承制造企业，在世界轴承行业排名第八位。 在国内外拥有 8 大产品制造基地，共23 家制造工厂，拥有国家级企业技术中心，国家轴承产品检测试验中心和 中国轴承行业唯一的“国家大型轴承工程技术研究中心”等科研开发机构。 大连光洋瓦轴汽车轴承有限公司成立于 1996 年8 月，是由瓦房店轴承集团有限责任公司和JTEKT 以及日本丰田通商株式会社三方合资组建的，专业化、自动化生产汽车轮毂轴承及轴承单元。
湖北新火炬科技股份有限公司	原襄樊星火轴承有限公司，创建于1988 年，属双林股份（股票代码300100）的全资子公司，高新技术企业。 主要生产和经营汽车轮毂轴承单元，目前产销量较大，为“国家汽车及零部件出口基地企业”。
瑞典斯凯孚	总部设立于瑞典哥特堡，是全球领先的滚动轴承和密封件供应商，具有全球行业领袖地位。 斯凯孚通过同中国著名轴承企业合作，于 1994 年成立了斯凯孚汽车轴承有限公司，1998 年成立了大连斯凯孚瓦轴轴承有限公司，2001 年成立了斯凯孚（上海）轴承有限公司，扩大了在中国的业务。斯凯孚在中国的业务

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	可分成两部分：工业业务及汽车业务；业务范围覆盖了瑞典斯凯孚五大技术平台，即：轴承及轴承单元、密封件、润滑系统、机电一体化和服务。
美国 TIMKEN	成立于 1899 年，总部所在地为美国俄亥俄州坎顿市。 全球最大的圆锥滚子轴承制造商，第二大轴承制造商。TIMKEN 于1996年起在中国开展业务，目前已在中国烟台、无锡和苏州设立生产企业。
德国 FAG	成立于 1883 年，总部位于德国施魏因富特。2001 年起，FAG 成为德国舍弗勒集团的一部分。 是世界上第一家滚动轴承生产厂，滚动轴承工业的先驱，其高速、高精度主轴轴承，极限转速高于其它品牌。
日本 NSK	成立于 1916 年，是日本国内第一家设计生产轴承的厂商。 其产品涉及汽车、精密机械及部件、机电等领域，在精密加工方面具有技术优势。
日本 JTEKT	JTEKT 的前身，是1921年成立的光洋精工（Koyo）株式会社和1941年成立的丰田工机（TOYODA）株式会社。光洋精工（Koyo）株式会社和丰田工机（TOYODA）株式会社于2006年合并，创立全新的JTEKT。 是一家综合轴承产品制造商，汽车轴承是特别擅长的领域之一。
日本 NTN	1918 年成立，总部位于日本大阪。 世界综合性精密机械制造厂家之一；为日本汽车、工业轴承的主要制造商。

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

公司积极向国内整车主机厂拓展业务布局。经过三年的持续开拓，公司在 2017 年成为陕西汉德车桥、安徽华菱汽车及东南汽车等商用车及乘用车厂商的供应商，并已实现批量供货；在 2018 年上半年获得华晨汽车的项目定点，进入小批量供货阶段；下半年通过菲亚特克莱斯勒汽车公司 FCA 的供应商资质审核；2019 年上半年通过北汽潜在供应商审核。

图 30 2017-2019H1 主机厂开拓情况



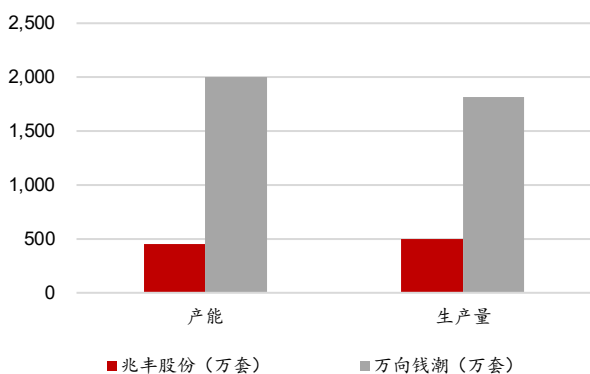
资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 扩能计划+新增生产工厂 产能扩张助推增长

产能落后限制营收规模扩张。产能限制公司现有规模和制约公司承接大规模订单的能力，扩大产能成为公司进一步发展的迫切任务。和同类公司万向钱潮相比，产能差距和与之带来的营收差距明显。

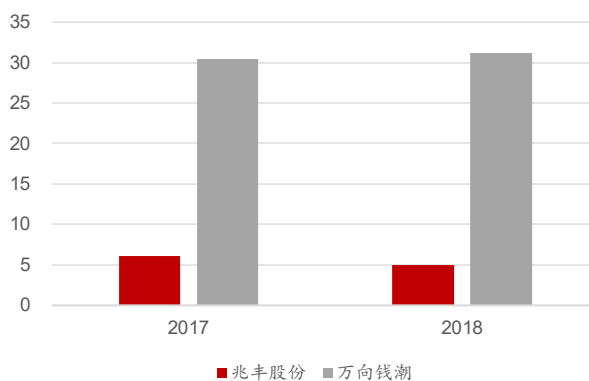
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 31 公司和万向钱潮 2018 年产能和生产量 (套)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 32 公司和万向钱潮轮毂营业收入 (亿元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

IPO募资近10亿元剑指产能扩张。为了解决产能不足限制规模问题，公司于 2017年9月在创业板上市，募资近10亿元用来扩大产能，其中包括年产360万套汽车轮毂轴承单元扩能项目和年产3000万只汽车轮毂轴承单元精密锻车件智能化工厂建设项目。

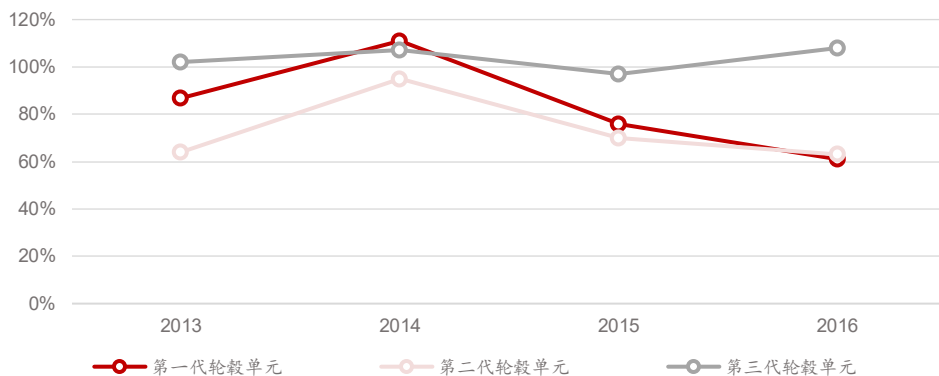
表 8 公司 IPO 募集资金投资项目

投资项目	预计投资总额	累计投资金额	2019H1 状态	项目达到可使用状态日期
年产 360 万套汽车轮毂轴承单元扩能项目	23,669 万元	7424.31 万元	在建	2020 年 12 月 31 日
企业技术中心升级改造项目	9,983 万元	1117.72 万元	在建	2020 年 12 月 31 日
电动汽车轮毂电机驱动及控制系统研发项目			在建	2020 年 12 月 31 日
汽车轮毂轴承单元自动化、智能化改造项目	8,239 万元	1326.58 万元	在建	2020 年 12 月 31 日
年产 3000 万只汽车轮毂轴承单元精密锻车件智能化工厂建设项目	48,869 万元	5526.19 万元	在建	2020 年 12 月 31 日

资料来源：公司公告，华西证券研究所

高产能利用率坚定扩张决心。公司上市之前第三代轮毂的产能利用率基本在 100%以上，处于超负荷状态；而第一代轮毂和第二代轮毂的产能利用也基本在 70%以上。公司第三代轮毂营业收入占比超过 80%，由此可见公司产能严重不足，制约公司规模进一步扩张。因此公司 2017 年完成 IPO 开始实施生产扩能计划，提升公司产能容量。

图 33 公司产能利用率 (%)

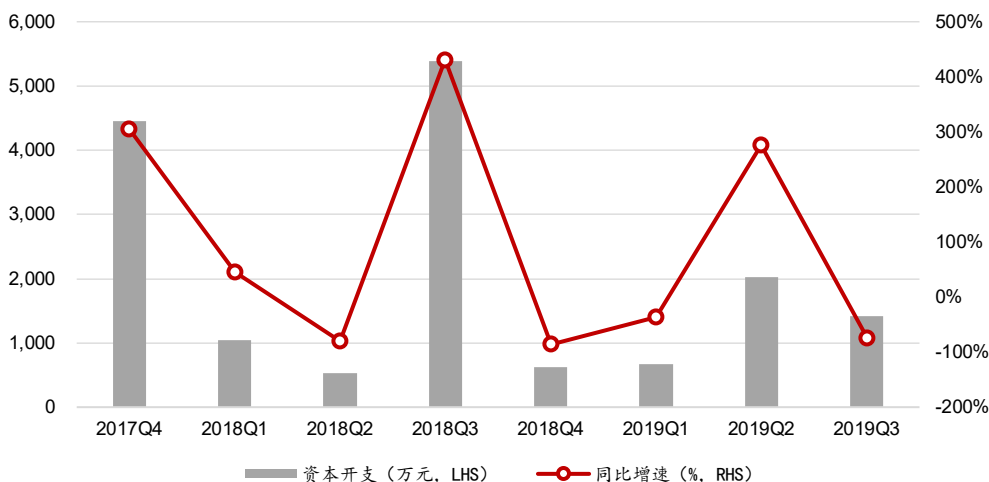


资料来源：Wind，华西证券研究所

2017Q4-2019Q3 公司保持较高的资本开支水平，在完成 IPO 融资之后实行产能扩张项目，并且新增一个智能化工厂项目，进行产能储备。2017/2018/2019Q1-Q3 资本开支分别为 0.6 亿元/0.7 亿元/0.5 亿元，同比增速分别为 336.4%/22.7%/-37.7%，主要原因为 17 年产能扩张项目完成，智能化工厂项目进入建设阶段，导致资本开支上升，短期资金压力较大。2018 年 Q3 资本开支大幅上升系年产 3000 万只汽车轮毂轴承单元精密锻车件智能化工厂建设项目支付土地购置款所致。

公司目前在杭州萧山区拥有两个生产工厂，年产 360 万套汽车轮毂轴承单元扩能项目和年产 3000 万只汽车轮毂轴承单元精密锻车件智能化工厂建设项目完工之后，公司将拥有 3 个生产工厂，产能将达到年产 700 万套汽车轮毂的规模。

图 34 公司季度资本开支及同比增速 (万元；%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

年产 360 万套汽车轮毂单元扩能项目，产能大幅爬坡。公司 2017 年开始布局产能扩张，新增年产 360 万套汽车轮毂轴承单元扩能项目，预计将带来 160 万套第二代轮毂轴承单元、100 万套第三代圆锥滚子轮毂轴承单元、100 万套第三代双列球轮毂轴承单元系的产能。按 2017 公司公布的招股书中的单价来计算，满产状态下新的

扩能项目每年预计将为公司带来约 4.6 亿元的营收；若以 80%的产能利用率来算，将为公司带来 3.7 亿元的营收。

表 9 公司产能扩建情况及营收测算

产品名称	销售单价 (元)	新增产能 (万套)	新增产值 (亿元)
第二代轮毂轴承单元系列	65	160	1.04
第三代圆锥滚子轮毂轴承单元系列	215	100	2.15
第三代双列球轮毂轴承单元系列	145	100	1.45
合计			4.64

资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

年产 3000 万只汽车轮毂精密锻车件项目，整合上游产业。公司 2018 年开始布局整合上游产业，随着公司智能制造转型升级的需要，对锻、车件供应商的配套协作水平提出了更高的要求，而上游的锻造、车加工工厂由于自身经济实力较弱，改善工艺和引进先进设备的意愿不高，未来将无法满足公司的配套协作要求。公司拟投资新建的精密锻件智能化工厂，利用智能制造技术，采用行业领先的设备和工艺，与公司现有管理流程融合，能更充分保障生产供应，提高交付效率，满足客户需求。

4.投资建议

我们看好公司在传统欧美汽车后市场业务持续稳定，及对于国内主机厂业务的开拓对营收的拉动，考虑到海外疫情的影响，盈利预测公司 2020/2021/2022 年 EPS 为 3.46/3.78 /4.40 元，当前股价对应 PE 为 18.6/17.1/14.6 倍，参考行业，给予 2021 年 20 倍 PE 估值，目标价为 75.6 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 10 公司分业务预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计					
收入 (万元)	49,738.70	55,919.66	53,891.47	59,123.70	67,491.02
收入增速 (%)	-18.3%	12.4%	-3.6%	9.7%	14.2%
毛利 (万元)	21,960.18	30,173.97	28,519.77	31,577.50	36,720.07
毛利率 (%)	44.15	53.96	52.92	53.41	54.41
分业务					
汽车轮毂轴承单元 (万元)	48,473.85	54,497.63	52,256.13	57,243.06	65,328.29
收入增速 (%)	-20.0%	12.4%	-4.1%	9.5%	14.1%
毛利率 (%)	44.16	54.16	53.16	53.66	54.66
转向节 (万元)	1,090.70	1,254.30	1,442.45	1,658.82	1,090.70
收入增速 (%)	12.4%	15.0%	15.0%	15.0%	12.4%
毛利率 (%)	40.15	40.15	39.15	39.65	40.65
其他业务 (万元)	294.71	331.33	381.03	438.19	503.92

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 11 可比上市公司估值

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	可比公司				P/E			
			2017A	2018A	2019A	2020E	2017A	2018A	2019A	2020E
000559.SZ	万向钱潮	5.12	0.32	0.26	0.19	0.38	31.70	19.51	27.58	13.47
002085.SZ	万丰奥威	6.94	0.41	0.44	0.44	0.44	43.47	17.68	19.84	15.91
	平均值						37.59	18.60	23.71	14.69

资料来源：wind，华西证券研究所（收盘价截至 2020/4/20）

5. 风险提示

海外市场受到疫情影响不及预期：新冠肺炎疫情在全球传播，给全球汽车产业带来巨大冲击，市场需求骤降，供应链风险加大。

客户拓展情况不及预期：公司积极拓展主机市场客户，由于主机配套客户壁垒高，审核周期长，目前国内进入主机配套的汽车轮毂轴承单元企业较少，主机市场客户拓展可能不及预期。

行业竞争加剧：汽车轮毂轴承单元售后市场的竞争加剧，为保持竞争优势，销售价格可能会出现进一步下滑。

原材料成本提升等：公司产品主要原材料为钢材，目前钢材价格居于高位，一旦钢材价格继续上升，将导致公司产品成本进一步提升。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	559	539	591	675	净利润	214	231	252	294
YoY (%)	12.4%	-3.6%	9.7%	14.2%	折旧和摊销	24	7	5	6
营业成本	293	254	275	308	营运资金变动	-69	-3	-13	-12
营业税金及附加	5	6	6	7	经营活动现金流	152	221	233	273
销售费用	11	10	11	13	资本开支	-88	-50	-46	-47
管理费用	31	30	33	37	投资	-35	0	0	0
财务费用	-53	-32	-35	-39	投资活动现金流	1,053	-37	-35	-33
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	1	13	10	13	债务募资	0	0	0	0
营业利润	250	269	294	342	筹资活动现金流	-68	0	0	0
营业外收支	-1	-1	-1	-1	现金净流量	1,140	184	198	239
利润总额	249	268	293	341	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	35	37	41	48	成长能力 (%)				
净利润	214	231	252	294	营业收入增长率	12.4%	-3.6%	9.7%	14.2%
归属于母公司净利润	214	231	252	294	净利润增长率	9.3%	7.8%	9.0%	16.6%
YoY (%)	9.3%	7.8%	9.0%	16.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	3.21	3.46	3.78	4.40	毛利率	47.7%	52.9%	53.4%	54.4%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	38.3%	42.9%	42.6%	43.5%
货币资金	1,429	1,613	1,811	2,050	总资产收益率 ROA	9.7%	9.4%	9.0%	9.1%
预付款项	1	1	1	1	净资产收益率 ROE	11.4%	10.7%	10.2%	10.3%
存货	80	64	71	79	偿债能力 (%)				
其他流动资产	292	262	294	331	流动比率	5.61	7.16	7.31	7.44
流动资产合计	1,802	1,939	2,176	2,461	速动比率	5.36	6.92	7.07	7.20
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	4.45	5.96	6.08	6.20
固定资产	190	239	308	397	资产负债率	15.5%	12.0%	11.4%	11.0%
无形资产	68	83	92	104	经营效率 (%)				
非流动资产合计	416	510	621	753	总资产周转率	0.25	0.22	0.21	0.21
资产合计	2,218	2,449	2,798	3,214	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	3.21	3.46	3.78	4.40
应付账款及票据	264	213	237	263	每股净资产	28.10	32.33	37.16	42.90
其他流动负债	57	57	60	68	每股经营现金流	2.27	3.31	3.49	4.09
流动负债合计	321	271	298	331	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	22	22	22	22	PE	20.06	18.61	17.07	14.64
非流动负债合计	22	22	22	22	PB	2.13	1.99	1.73	1.50
负债合计	343	293	320	353					
股本	67	67	67	67					
少数股东权益	1	1	1	1					
股东权益合计	1,875	2,156	2,478	2,861					
负债和股东权益合计	2,218	2,449	2,798	3,214					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。