

# 冷锻隐形冠军 开启全新成长

## 新坐标(603040)

### ► 精密冷锻龙头 业绩稳健增长

**精密冷锻龙头，业绩持续增长。**公司专注精密冷锻件，主要产品包括气门组（气门锁夹、气门弹簧盘、气门顶帽等）和气门传动组（液压挺柱、滚轮摇臂、高压泵挺柱、调节螺钉等），其中气门组市占率达30%以上，气门传动组自2015年起开始快速放量。客户涵盖乘用车和商用车，大众系占比近六成。公司2011-2019年营收/归母净利润CAGR分别为23.5%/22.3%，业绩稳健增长。

**盈利能力与营运能力均显著领先行业。**1) 净利率长年保持35%+，ROE有望回升至20%+；ROIC维持在16%+，对比富临精工/精锻科技/伊顿公司分别为13.0%/7.2%/7.0%。2) 管理费用率稳定在10%左右，销售费用率逐年下降至2019年的2.7%，研发费用率稳定在7%左右，领先行业；3) 2019年应收账款周转率达6.2次，对比富临精工/精锻科技/伊顿公司分别为3.4/4.9/4.0次；固定资产周转率达2.1次，对比富临精工/精锻科技/伊顿公司分别为2.3/0.9/4.4次。

**全产业链控本，毛利率高达60%+。**公司毛利率水平长期保持60%水平上，远超同业竞争对手，主要受益于全产业链控本：1) 在材料选择、线材自制等方面有专业判断能力，提高了良品率，减少材料损耗；2) 模具方面，公司100%自主研发设计并进行生产，减少了生产投入，降低成本消耗；3) 公司拥有多工位冷锻机、压力机等关键生产设备，设备自动化程度高，保证了生产效率，减少了人工成本，人均创利持续提升至2019年的27.7万元，富临精工/精锻科技/伊顿公司分别为25.4/10.4/15.3万元；4) 公司历来注重成本控制，并且将成本控制直接与绩效工资挂钩；5) 公司通过工艺和设备的改进提高了材料利用率及劳动生产率，进而减少了单位材料的耗用，摊薄了固定费用。

### ► 乘商齐发力 全球化启航

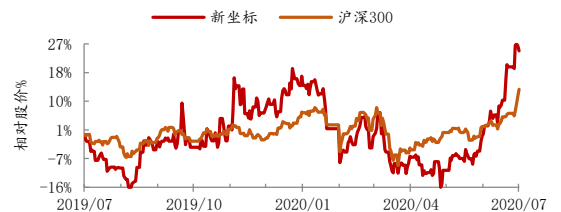
**大众+：从国内到海外，份额持续提升。**公司已获上海大众、一汽大众、欧洲大众、墨西哥大众、巴西大众项目定点并陆续实现批量供货。大众作为公司近年来增长较快、体量较大的项目，贡献营收能力迅速扩张，从2015年1,890万元跃升至2019年2.0亿元，新增EA211与EA888发动机摇臂挺柱配套，同时建设捷克/墨西哥工厂实现海外就近配套，随着份额的持续提升，预计2025年大众全球营收贡献有望突破7亿元。

**其他乘用车+：加速渗透，全球开拓。**公司持续拓展客户，陆续获得比亚迪、吉利、PSA全球、福特全球等多个项目定点，配套比例持续提升，预计2025年大众外现有乘用车业务有望贡献营收4亿元以上，其中福特全球贡献2.0亿元，PSA全球贡献1.2亿元（预计2023年贡献增量），比亚迪贡献5,400万元，吉利贡献3,750万元。全球车企降本诉求加大下，公司有望拓展更多客户并加速全球渗透。

**商用车+：需求向好+客户开拓，增量可期。**公司2018年起开始

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	增持
目标价格：	43.40
最新收盘价：	28.73
股票代码：	603040
52周最高价/最低价：	36.36/23.76
总市值(亿)	29.69
自由流通市值(亿)	29.51
自由流通股数(百万)	102.73



### 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

### 相关研究

1. 新坐标(603040) 2019年报&2020一季报点评：营收表现优于行业 全球化和多元化并行  
2020.04.22

进军商用车领域，陆续获得重汽、潍柴、MAN 等订单。我们测算重汽与潍柴 2019 年分别为公司贡献营收 1,250/740 万元，随着下游需求向好及订单逐渐放量，预计 2025 年柴油机配气机构产品的营收规模有望达到 3.7 亿元，其中潍柴、重汽、玉柴分别贡献营收 1.0 亿元/6,330 万元/7,125 万元。

### ► 精密冷锻横向拓展 打开成长空间

专注精密冷锻技术，研发实力造就产品拓展性。目前在气门组精密冷锻件领域市场地位稳固，市占率 30% 以上；在气门传动组精密冷锻件市场地位快速提升，加速获取新客户新项目。同时正在积极开拓精密冷锻件在汽车变速器、车身稳定系统、电动工具、家用电器行业及航空航天等领域的运用，目前已成功供货长安福特的变速器零部件、比亚迪的车身稳定系统零部件，并拥有博世、HI-LEX 等电动工具、拉索领域的客户，打开成长空间。

### 投资建议

考虑到公司在大众全球、比亚迪、吉利、长安福特等的份额提升以及商用车业务受益于下游高景气度的增长，预计 2020-2022 年归母净利润由 1.18/1.38/1.69 亿元调为 1.55/2.25/2.99 亿元，EPS 由 1.49/1.74/2.13 元调为 1.50/2.17/2.89 元，对应当前 PE 20 倍/13 倍/10 倍。参考可比公司估值，给予公司 2021 年 20 倍 PE 估值，目标价由 31.32 元上调至 43.40 元，由“增持”上调至“买入”评级。

### 风险提示

乘用车、商用车行业销量不及预期；海外业务运营不确定性；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)	301	336	424	605	788
YoY (%)	11.1%	11.6%	26.3%	42.7%	30.3%
归母净利润(百万元)	103	130	155	225	299
YoY (%)	-2.5%	27.0%	18.8%	45.2%	32.9%
毛利率 (%)	64.0%	63.6%	63.3%	63.1%	63.0%
每股收益 (元)	0.99	1.26	1.50	2.17	2.89
ROE	15.1%	16.5%	15.6%	18.0%	18.8%
市盈率	29.42	23.17	19.51	13.44	10.11

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 精密冷锻龙头 业绩稳健增长 .....	4
1.1. 业绩稳步增长 费用管控合理 .....	5
1.2. 全产业链控本 毛利率高达 60%+ .....	8
2. 高乘齐发力 全球化启航 .....	11
2.1. 大众+：从国内到海外 份额持续提升 .....	11
2.2. 其他乘用车+：加速渗透 全球开拓 .....	13
2.3. 商用车+：需求向好+客户开拓 增量可期 .....	14
3. 精密冷锻横向拓展 打开成长空间 .....	16
4. 投资建议 .....	18
5. 风险提示 .....	19

## 图表目录

表 1 公司与主要客户（一级供应商）合作情况 .....	11
表 2 公司主要大众配套工厂 .....	13
表 3 公司主要乘用车客户营收贡献预测 .....	13
表 4 公司主要竞争对手 .....	14
表 5 公司主要商用车客户营收贡献预测 .....	15
表 6 冷锻件技术发展规模与方向 .....	16
表 7 精密锻造成形技术分类 .....	16
表 8 公司主要研发技术 .....	17
表 9 公司分业务预测 .....	18
表 10 可比上市公司估值 .....	18
图 1 公司产品使用部分示意图 .....	4
图 2 精密冷锻件产品在汽油机配气系统的定位情况 .....	4
图 3 新坐标发展历程 .....	4
图 4 公司主要客户 .....	5
图 5 公司历年前五大客户占比情况 .....	5
图 6 公司营业收入及同比增速（亿元，%） .....	6
图 7 公司归母净利润及同比增速（亿元，%） .....	6
图 8 公司分产品营业收入占比（%） .....	6
图 9 公司分产品毛利及毛利率（亿元，%） .....	6
图 10 公司历年 ROE 及净利率与行业对比（%） .....	7
图 11 公司历年 ROIC 与主要竞争对手对比（%） .....	7
图 12 公司历年四项费用率（%） .....	7
图 13 公司及同业公司研发费用率（亿元，%） .....	7
图 14 公司及同业公司应收账款周转率（次） .....	8
图 15 公司及同业公司固定资产周转率（次） .....	8
图 16 公司毛利及同比增速（亿元，%） .....	8
图 17 公司毛利率与主要竞争对手毛利率（%） .....	8
图 18 公司全产业链研发流程图 .....	9
图 19 公司及同业公司人均创利能力（万元） .....	9
图 20 公司人均创收能力（万元） .....	9
图 21 公司配套 EA211 发动机摇臂结构示意图 .....	12
图 22 公司配套 EA888 发动机摇臂结构示意图 .....	12
图 23 大众营收贡献及同比增长（万元，%） .....	12
图 24 大众历年销量及同比增速（万辆，%） .....	12
图 25 国内乘用车、商用车产销及同比（万辆，%） .....	14
图 26 国内柴油机市场销量及同比（万台，%） .....	14
图 27 ABS、ESP 电控单元 .....	17
图 28 电控单元内部电磁阀 .....	17

## 1.精密冷锻龙头 业绩稳健增长

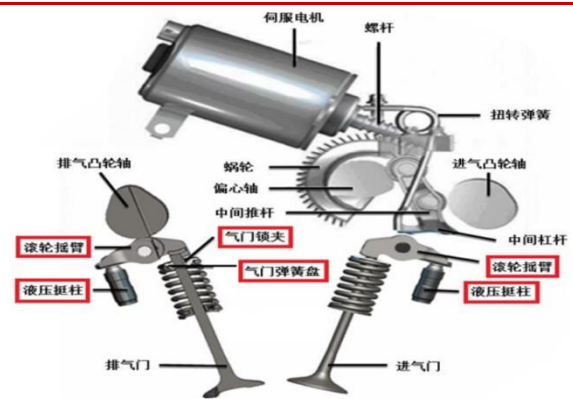
公司是精密冷锻件龙头。公司创立于 2002 年，2005 年起开始布局汽车发动机零部件市场，是一家专精于冷锻、精密成型工艺技术研发与生产的龙头企业。主要产品包括气门组（气门锁夹、气门弹簧盘、气门顶帽等）和气门传动组（液压挺柱、滚轮摇臂、高压泵挺柱、调节螺钉等），其中气门组市占率达 30% 以上，气门传动组自 2015 年起开始快速放量。同时，公司正在为电动工具、家用电器、安全系统、航空、精密设备等其他领域提供精密冷锻件产品和服务。

图 1 公司产品使用部分示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 精密冷锻件产品在汽油机配气系统的定位情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 新坐标发展历程



资料来源：公司官网, 华西证券研究所

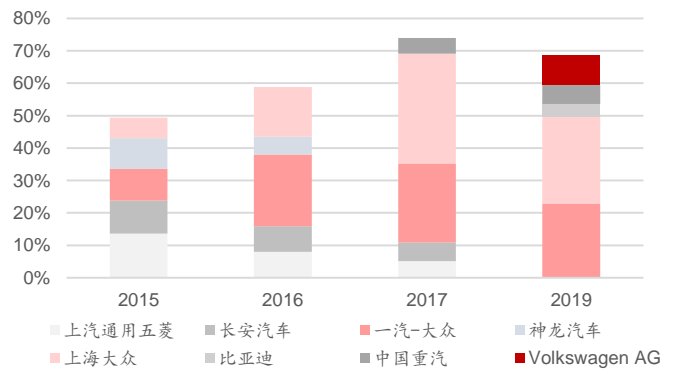
客户涵盖乘用车和商用车，大众系占比近六成。公司 90%以上的客户为汽车厂商，乘用车板块客户涵盖上汽通用五菱、上海大众、一汽大众、长安福特、比亚迪、吉利汽车等车企；商用车板块客户涵盖潍柴动力、中国重汽、五羊本田等品牌厂商。近年来，公司前五大客户主要包括大众全球、中国重汽、比亚迪等，其中 2019 年一汽大众、上海大众、大众集团合计占比接近六成，分别占比达 26.7%/22.9%/9.1%，2017 年起公司拓展重汽、比亚迪的业务布局，2019 年分别占比 5.8%/4.1%。

图 4 公司主要客户



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 5 公司历年前五大客户占比情况



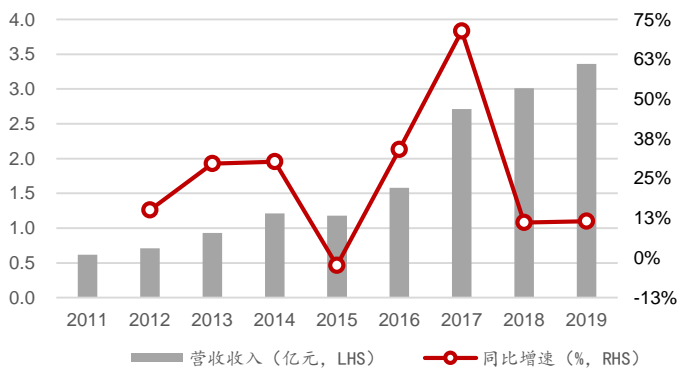
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 1.1. 业绩稳步增长 费用管控合理

**营业收入稳健增长：**2011-2019 年间，除 2015 年外，营收均保持着稳定的增长趋势，从 2011 年的 0.6 亿元到 2019 年的 3.4 亿元，复合年增长率为 23.5%。2018 年汽车行业市场低迷下，公司凭借江铃汽车、吉利汽车、中国重汽等乘用车、商用车领域客户的新项目实现销量逆势增长，同比增加 11.1%；2019 年公司进一步拓展海外市场，德国大众、奥迪等车企液压挺柱的出口量大幅增加，巴西大众、德国道依茨、美国 Generac 的产品量产销售，同时陆续获得 PSA、大众、奥迪等全球性新项目，营收实现同比 11.6% 的增长。

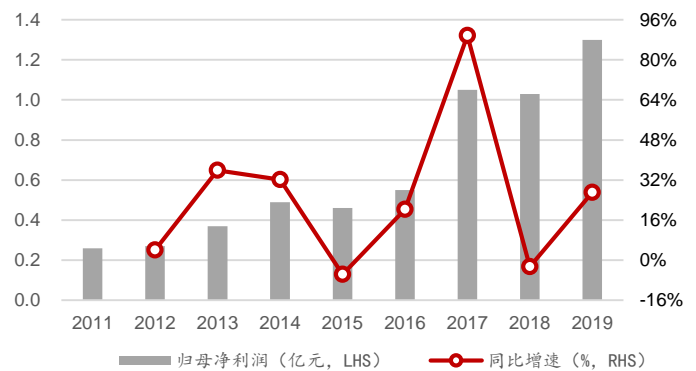
**归母净利持续向好：**除 2015、2018 年有小幅下跌外，2011-2019 年间均保持良好增长，从 2011 年的 0.3 亿元增长到 2019 年的 1.3 亿元，复合年增长率为 22.3%。2018 年公司拓展海外业务，建设欧美生产基地及研发投入持续增加使当期管理费用率和研发费用率同比增长 49.4%、18.8%，从而造成公司归母净利小幅下降；2019 年公司海外业务拓展，海外销售占主营业务收入 18.6%，比上年同期增长 533.9%；同时产品销量、出口量及客户订单保持增长使得公司归母净利同比增长 27.0%。

图 6 公司营业收入及同比增速 (亿元, %)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 7 公司归母净利润及同比增速 (亿元, %)

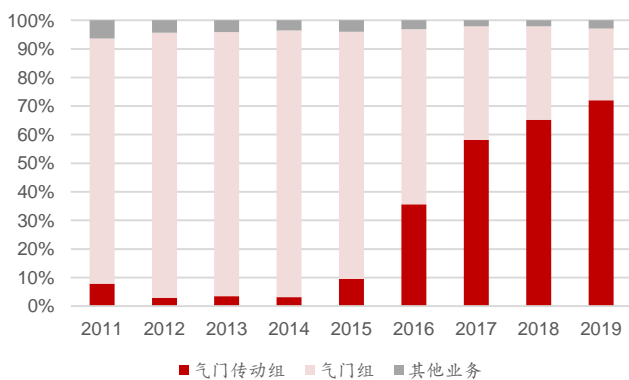


资料来源:公司公告, 华西证券研究所

**气门传动组贡献主要营收, 业务规模不断扩大。**气门传动组精密冷锻件和气门组精密冷锻件为公司的核心产品。根据目前年报数据估算, 气门组单车价值约 12 元, 市占率达 30%以上; 气门传动组单车价值约 134 元, 为气门组的 12 倍, 带动公司营收规模扩张。由于公司 2015 年起气门传动组主要配套大众体系, 随着大众营收贡献逐年提升, 气门传动组营收占比相应增加, 2019 年达 72.08%。

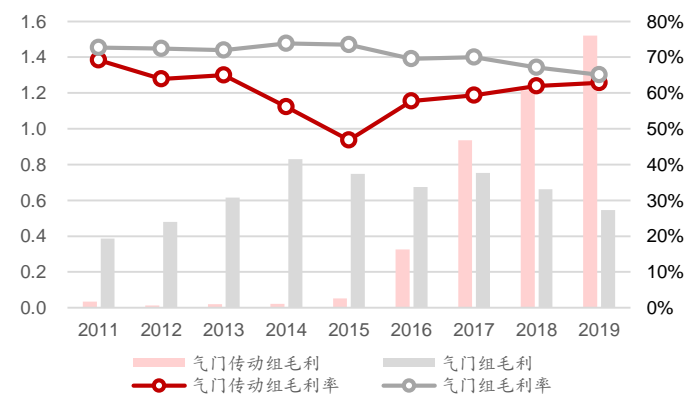
毛利率方面, 气门组整体结构趋于稳定, 产品毛利率略有下滑; 气门传动组毛利率自 2015 年配套大众后持续向上, 2019 年几乎与气门组产品持平。目前主要配套大众 EA211 发动机, 随着公司逐步扩大大众配套比例, 新产品 EA888 发动机配套份额逐步提升, 预计气门传动组营收占比有望持续提升。

图 8 公司分产品营业收入占比 (%)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 9 公司分产品毛利及毛利率 (亿元, %)

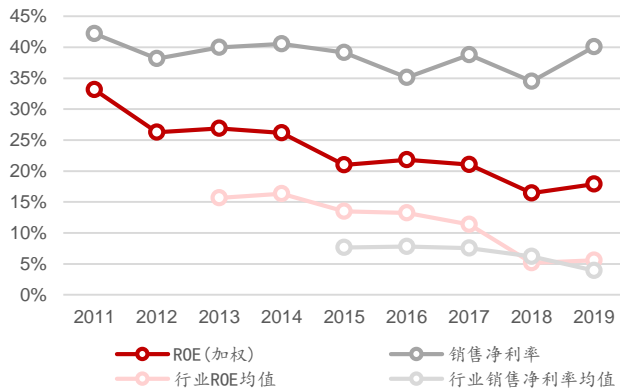


资料来源:公司公告, 华西证券研究所

**净利率保持 35%+, ROE 有望回升至 20%+:** 公司 ROE 在 2011 至 2016 年间保持在 20%以上, 销售净利率自 2011 年起一直维持在 35%以上; 由于 2017 年公司 IPO 上市及 2018 年公司股权激励、行业经营下滑等因素, ROE 由 2017 年的 21.0% 降至 2018 年 16.4%。2019 年公司营收增加, 净利率与 ROE 有所提升, 预计未来随疫情逐步控制, 客户订单落地, 建设工厂产能释放, 海外市场逐步开拓, ROE 有望企稳回升至 20%以上。

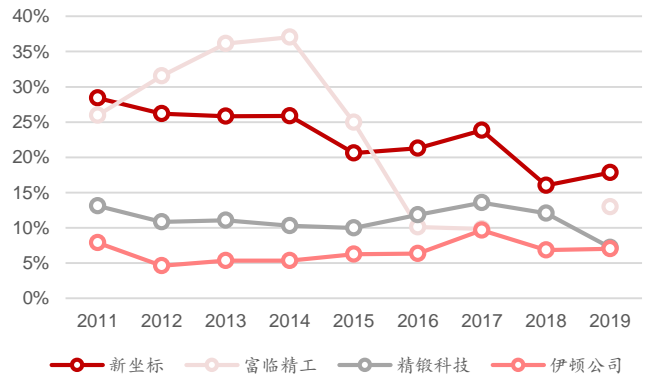
**ROE 和净利率显著高于行业，ROIC 远超竞争对手：**行业整体 ROE 水平自 2013 年来处于下滑趋势，2018/2019 年仅为 5.2%/5.6%，销售净利率自 2015 年起一直处于 7% 水平以下，公司 ROE 及净利率均长期高于行业水准；ROIC 方面，自 2016 年起公司始终位列主要竞争对手水平之上，并始终保持 16% 以上高位，在 2018 年整体下滑的情境下，2019 年回升至 17.9%，主要竞争对手富临精工、精锻科技、伊顿同年分别为 13.0%/7.2%/7.0%，公司资金使用能力与效果较好，预计今年 ROIC 水平进一步恢复并持续领先行业。

图 10 公司历年 ROE 及净利率与行业对比 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

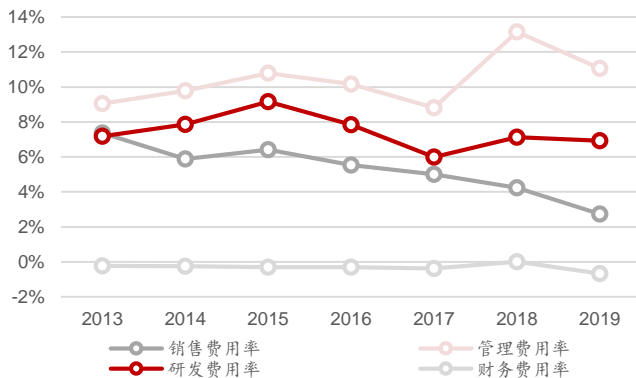
图 11 公司历年 ROIC 与主要竞争对手对比 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所  
注：富临精工 2018 年 ROIC 为 -74.98%

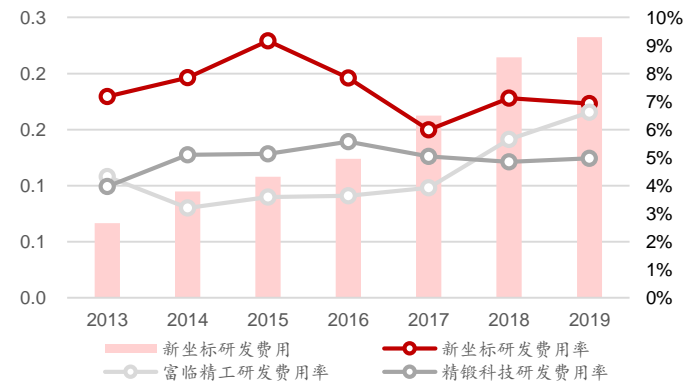
**四项费用总体平稳，研发费率行业领先。**公司管理费用率长期稳定在 10% 左右，2018 年公司开展海外业务，进军全球市场，开始在欧美建设生产基地，使得当期管理费用率增加至 13.2%；此外公司持续增加研发费用的投入，从 2013 年 665 万元增加至 2019 年 2,324 万元，研发费用率一直稳定在 7% 水平，处于行业领先水平。公司销售费用率长期呈下降趋势，由 2013 年 7.4% 降至 2019 年 2.7%，2016-2017 年销售费用率下降主要原因在于公司营收大幅上升，2018-2019 年主要由于公司开始新建海外及国内全产业链工厂使运输费、仓储费减少。

图 12 公司历年四项费用率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

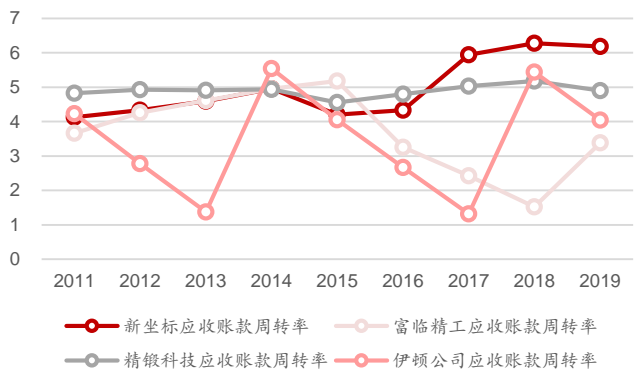
图 13 公司及同行业公司研发费用率 (亿元, %)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

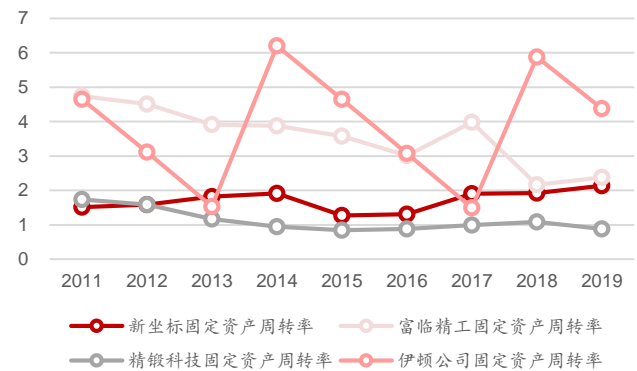
**应收账款周转高效，固定资产投入较低。**应收账款周转率方面，公司自 2017 年起显著领先同业公司水平，2019 年已达到 6.2 次，相较之下富临精工、精锻科技、伊顿公司分别为 3.4/4.9/4.0 次，公司收款速率高效，坏账损失小。固定资产周转率方面，尽管行业内金属件公司重资产属性明显，但公司由于产品体积小、自建模具与产线等因素，资本开支相对较少。2019 年公司固定资产周转率 2.1 次，位于行业中游水平。

图 14 公司及同业公司应收账款周转率（次）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 15 公司及同业公司固定资产周转率（次）

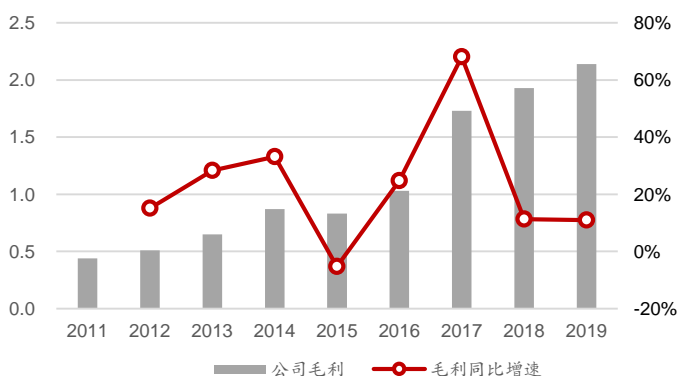


资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 1.2. 全产业链控本 毛利率高达 60%+

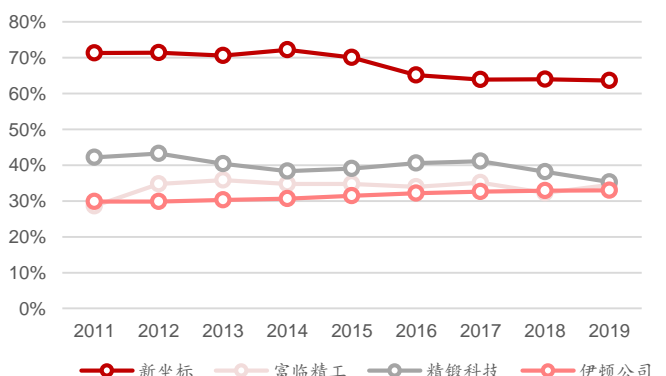
**毛利率长年 60%之上，远超同业竞争者。**公司总体销售毛利率长年保持较高水平正向增长，自 2011 年起一直维持在 60% 以上，毛利由 2011 年的 0.4 亿元增长至 2019 年的 2.1 亿元；主要竞争对手毛利率水平均在 20-40% 左右，公司历年毛利率水平远超前于同业竞争对手。

图 16 公司毛利及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 公司毛利率与主要竞争对手毛利率（%）



资料来源：wind，华西证券研究所



**高毛利源于全产业链控本。**从成本上来看，公司高水平的毛利率源自公司不断进行降本的研发和生产的优化：1) 公司在材料选择、线材自制等方面有专业判断能力，提高了良品率，减少材料损耗；2) 模具方面，公司 100%自主研发设计并进行生产，减少了生产投入，降低成本消耗；3) 公司拥有多工位冷镦机、压力机等关键生产设备，设备自动化程度高，保证了生产效率，减少了人工成本；4) 公司历来注重成本控制，并且将成本控制作为生产车间日常考核的一个指标，直接与绩效工资挂钩；5) 公司通过工艺和设备的改进提高了材料利用率及劳动生产率，进而减少了单位材料的耗用，摊薄了固定费用。

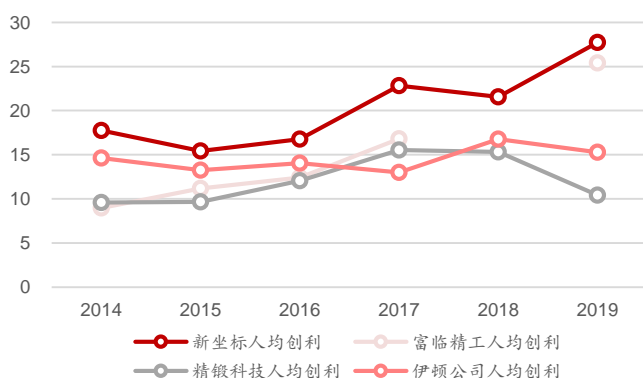
图 18 公司全产业链研发流程图



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

**优异的人均产出带来高毛利空间：**公司人均创利能力领先同行业公司，2017 年随着公司降本增效、海外拓张、提升技术实力等因素，人均创利较 2016 年实现 6 万元增量，2019 年在高效的人员管理与稳健的客户延伸过程中，人均创利能力达到 27.7 万元，远高于主要竞争对手富临精工与伊顿公司；此外公司人均创收能力自 2015 年来稳定增长，2019 年已达到 71.4 万元。公司优异的人均产出效果带来高毛利成长空间，预计未来在订单突破、在建工厂完工与技术优化的过程中有望进一步提升。

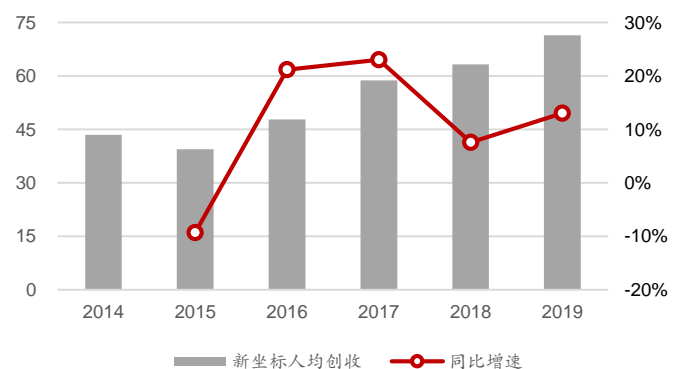
图 19 公司及同行业公司人均创利能力（万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：富临精工 2018 年人均创利为 -121.79 万元

图 20 公司人均创收能力（万元，%）



资料来源：wind，华西证券研究所

**湖州工厂年产 6 万吨冷锻线材，助力毛利未来提升空间。**湖州工厂（湖州新坐标材料科技有限公司）由公司投资 1.7 亿元于 2017 年 12 月设立，依托公司自主研发的无酸洗环保磷化工艺投资建设“年产 6 万吨冷锻线材环保精制项目”，提供自主研发的钢材表面处理技术，包括公司本身原材料与处理来料加工，项目计划建设期为 2 年。湖州工厂项目是公司适应高质量冷锻精制线材未来市场需求、积极拓展高端市场的一项重要措施，有利于推动产业升级，带动技术进步，同时完善公司上游产业链布局，预计达产后将进一步增加公司毛利水平和销售收入。

## 2. 商乘齐发力 全球化启航

**气门传动组加速获取新客户新项目：**公司已获上海大众/一汽大众、欧洲大众、墨西哥大众、巴西大众项目定点，各个项目进展顺利，并陆续实现批量供货；在大众体系之外，还获得比亚迪、潍柴动力、道依茨、江铃汽车、MAN 等国内外不同行业客户的多个项目定点。此外，公司在高压泵挺柱产品的客户开拓上也取得一定进展，目前已获上海大众/一汽大众、北京汽车、柳州五菱、比亚迪、PSA 全球等厂商的定点供货资格。

**欧美基地稳步建设，加速海外渗透：**2016 年获得福特的 Q1 供应商认证，进入福特全球供应体系；2018H2 起液压挺柱批量供货德国大众，并实现巴西大众、德国道依茨、美国 Generac 等的量产销售。随着捷克工厂（2017 年）、墨西哥工厂（2018 年）的有序建设，公司先后获得 PSA、大众、奥迪等全球性新项目，中长期看海外业务有望为公司贡献显著业绩增量。

表 1 公司与主要客户（一级供应商）合作情况

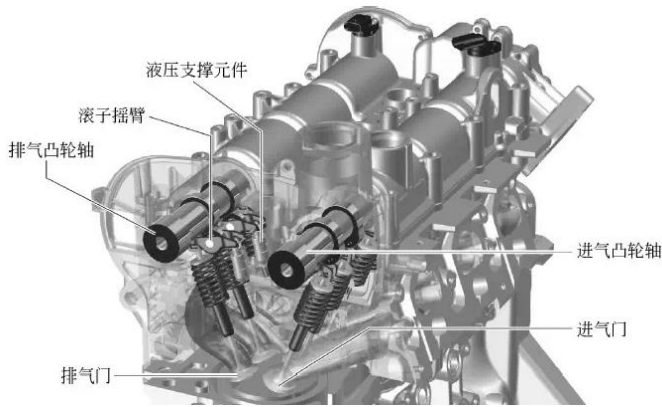
客户名称	新增订单时间	供应商资质/奖项	客户名称	新增订单时间
神龙汽车	2016 年及以前		中国重汽	2018 年
上汽通用五菱	2016 年及以前		大众全球	2018 年
上海通用	2016 年及以前	优秀供应商	吉利汽车	2018 年
福特全球	2016 年及以前	Q1 供应商认证	北京汽车	2018 年新客户
一汽大众	2017 年	优秀国产化供应商	广汽集团	2018 年
上海大众	2018 年		江铃汽车	2018 年新客户
上海大众动力总成	2018 年	优质质量奖、优秀进取奖	道依茨	2018 年新客户
比亚迪汽车	2018 年	最佳质量奖、优秀服务奖	MAN	2019 年新客户
潍柴动力	2018 年		PSA 全球	2019 年新客户

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 2.1. 大众+：从国内到海外 份额持续提升

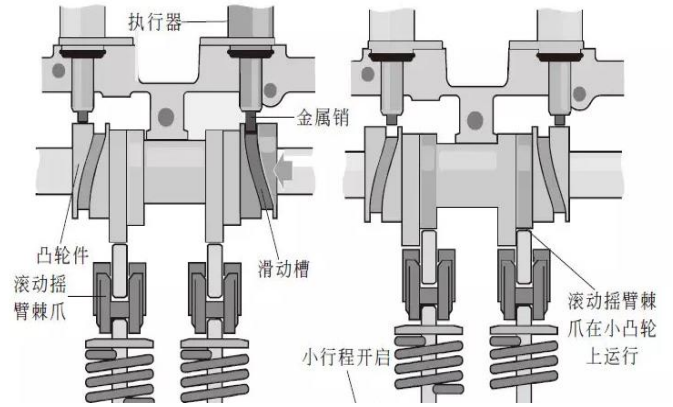
**已获多项目定点，陆续实现批量供货。**公司已获上海大众/一汽大众、欧洲大众、墨西哥大众、巴西大众项目定点，各个项目进展顺利，并陆续实现批量供货。作为公司近年来增长较快体量较大的项目，大众体系贡献营收能力迅速扩张，从 2015 年 1,890 万元跃升至 2019 年 2.0 亿元，新增 EA211 与 EA888 发动机摇臂挺柱配套，自 2019 年开始量产，有望逐步贡献业绩增量。作为公司长期稳定的合作伙伴，公司在大众体系的配套份额逐年提升，未来随着海外工厂的产能释放，相应产品有望在大众全球体系下进行更广泛地配套。

图 21 公司配套 EA211 发动机摇臂结构示意图



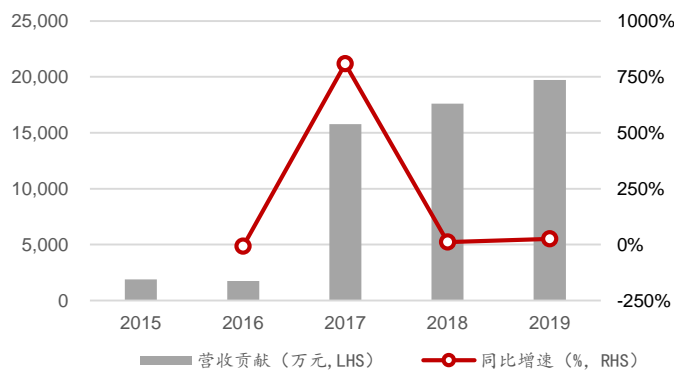
资料来源：汽车之家，华西证券研究所

图 22 公司配套 EA888 发动机摇臂结构示意图



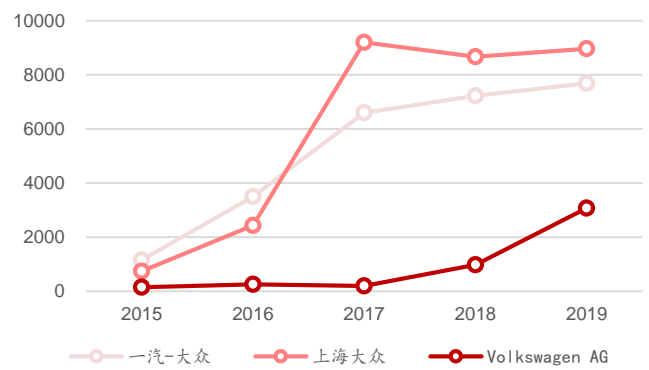
资料来源：汽车之家，华西证券研究所

图 23 大众营收贡献及同比增长（万元，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 24 公司来自大众体系营收情况（万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**随大众海外建厂，捷克和墨西哥工厂辐射欧美。**公司为大众体系提供液压挺柱、滚轮摇臂、高压泵挺柱配套，并相应布局建设配合大众体系的海外工厂，其中捷克工厂规划产能为年产 100 万台套液压挺柱、滚轮摇臂和年产 250 万台套高压泵挺柱；墨西哥工厂规划产能为年产 100 万台套液压挺柱、滚轮摇臂和年产 100 万台套高压泵挺柱。

随着捷克和墨西哥工厂的有序建设，公司完善的全球供应链体系优势凸显，为公司后续业务的持续稳定增长提供强有力的保证。我们测算目前公司在国内大众的配套比例约为 40%-50%，海外大众的配套比例约为 30%，预计未来 3-5 年公司在大众全球的配套比例有望突破 50%，对应营收贡献 7 亿元以上。

表 2 公司主要大众配套工厂

公司名称	设立时间	设立目标	投资额	设计产能	达产状态
新坐标（欧洲）有限公司	2017 年 10 月	海外市场产能布局：汽车零部件及其他机械零部件欧洲基地	1,000 万欧元	年产 100 万台套液压挺柱、滚轮摇臂；年产 250 万台套高压泵挺柱	建设中
新坐标（墨西哥）有限公司	2018 年 2 月	海外市场产能布局：汽车零部件及其他机械零部件墨西哥基地	900 万美元	年产 100 万台套液压挺柱、滚轮摇臂；年产 100 万台套高压泵挺柱	建设中

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2.2.其他乘用车+：加速渗透 全球开拓

**2025 年现有乘用车客户贡献营收规模有望达 4 亿元以上：**自 2018 年获比亚迪发动机挺柱摇臂订单后，公司近两年来在比亚迪的配套比例迅速增长，后续持续放量；此外公司在福特、吉利的订单量亦有望随着公司气门传动组产品优化延伸的过程中逐步增长。我们预计，公司 2025 年现有乘用车贡献营收规模有望达到 4 亿元以上，其中主要客户福特全球贡献 2.0 亿元，PSA 全球贡献 1.2 亿元（预计 2023 年贡献增量），比亚迪贡献 5,400 万元，吉利贡献 3,750 万元。如未来公司在 ABS&ESP 等新能源与自动驾驶端获取效果理想，份额仍有望进一步增长。

表 3 公司主要乘用车客户营收贡献预测

客户	供应产品	2019 年营收贡献（万元）	2020E（万元）	2025E（万元）
福特全球	变速箱/机械挺柱	400	5600	20000
PSA 全球	高压泵挺柱			12000
吉利	高压泵挺柱/摇臂挺柱	125	1500	3750
比亚迪	挺柱摇臂	1350	3500	5400
<b>合计</b>		<b>8100</b>	<b>13150</b>	<b>41150</b>

资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：比亚迪未来营收贡献中包含公司未来 ABS/ESP 开发在新能源汽车领域的合理应用量。

**海外市场拓展带动市占率提升：**2018 年下半年，公司于海外市场的销售拉开帷幕，当年新获墨西哥大众、巴西大众、美国 Generac 等多个海外项目定点，逐渐实现对乘用车领域海外客户的多维供货布局，2018-2019 年来供货量逐月呈爬坡式增长，带动公司市占率逐步提升。目前公司气门组市占率达 30% 以上，未来产品竞争平稳，市占率趋于稳定；气门传动组市占率 8%。未来随着海外疫情持续，公司不断提升大众配套比例的同时积极突破新客户订单，产品渗透率提升，气门传动组市场前景广阔，市占率有望达 30% 水平以上。

**疫情影响下危中存机：**气门组精密冷锻件目前主要竞争对手有杰德汽车零部件（Charter Automotive）、浙江黎明；气门传动组精密冷锻件的主要竞争对手有伊顿（EATON）、舍弗勒（Schaeffler）、富临精工等。公司在冷锻领域深耕十余年，在冷锻制造上有较高的技术壁垒，在工艺水平上有产品成本优势，且均与大众、比亚迪、潍柴等多家车企达成项目定点。疫情影响下危中存机，公司凭借性价比和快速响应能力，有望获取更多订单持续提升配套份额及开拓新客户。

表 4 公司主要竞争对手

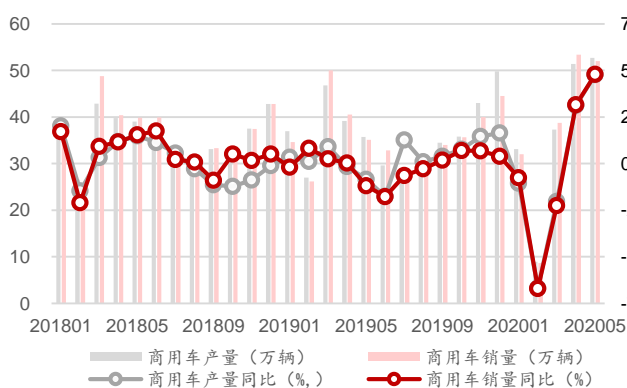
竞争对手	国家	简介	主要产品	主要客户
杰德汽车零部件	美国	公司为 Charter Manufacturing 的子公司，是一家世界级的一级和二级汽车工业工程部件供应商，总部位于威斯康星州密尔沃基，在世界各地设有制造、商业、技术和分销设施。	气门弹簧座、气门扳手、同步啮合滑键、液位指示器、扣环、芯塞	覆盖全球主要乘用车与商用车主机厂
浙江黎明	中国	公司为国内最大的气门锁片等发动机配气机构零件专业化生产厂，目前国内冷挤压气门锁片、弹簧座方面处于技术领先和行业垄断地位。	气门锁片、气门弹簧座、气门弹簧底座、气门挺柱、气门推杆、气门桥、气门旋转器	
伊顿 (EATON)	美国	公司由 97,000 多名员工组成，在超过 175 个国家/地区开展业务。专精电气、液压和机械动力，产品和解决方案应用于宇航、过滤、车辆、电气、液压等领域	发动机气门、滚子摇臂、发动机停缸技术、可变气门驱动系统、油泵挺筒	覆盖全球主要乘用车与商用车主机厂
舍弗勒 (Schaeffler)	德国	公司是全球范围内生产滚动轴承和直线运动产品的领导企业，也是汽车制造业中极富声誉的供应商之一，通过三个知名品牌—INA, FAG 和 LUK 积极活跃在汽车制造、工业制造和航空航天领域。	INA 和 FAG 品牌的滚动轴承、关节轴承、滑动轴承和直线运动产品	大众、长安福特、汉德车桥、广汽乘用车、沃尔沃
富临精工	中国	公司为专业从事汽车发动机精密零部件的研发、生产和销售的高新技术企业，产销量已经位居国内市场前列，具有较高的市场知名度。	液压挺柱、机械挺柱、液压张紧器、摇臂、喷嘴、发动机可变气门系统(VVT、VVL)、缸内直喷系统用高压油泵挺柱和泵壳、自动变速器及燃油喷射器	一汽大众、上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱、广汽丰田、长安福特、航天三菱、吉利、长城、联电、奇瑞、比亚迪、长安汽车、雷诺、PSA、思达耐、科勒、北美通用、印度康明斯、盖茨、辉门

资料来源：公司公告，盖世汽车，华西证券研究所

### 2.3.商用车+：需求向好+客户开拓 增量可期

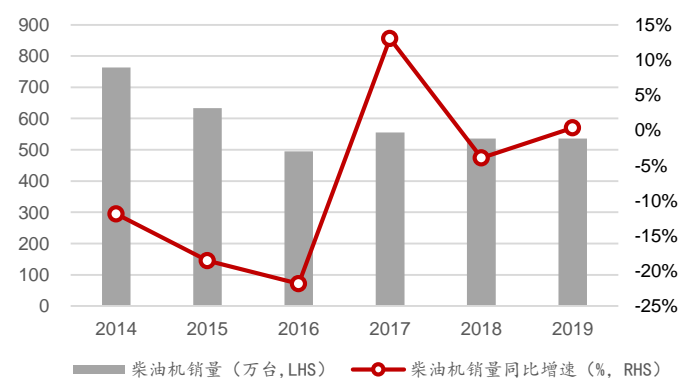
商用车高景气驱动柴油机市场需求向好。在基建投资回升、国III汽车淘汰、新能源物流车快速发展、治超加严等驱动下，2019年商用车年度产销分别完成 436.0 万辆和 432.4 万辆，分别同比+1.9%/-1.1%，表现好于乘用车，预计 2020 年重卡销量仍有望维持在较高水平，带动商用车整体销量增长，进而驱动柴油机销量增长。

图 25 国内乘用车、商用车产销及同比 (万辆, %)



资料来源：中汽协，华西证券研究所

图 26 国内柴油机市场销量及同比 (万台, %)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**柴油机产品优化布局，2022年规模有望突破3.7亿。**公司成功开发了针对商用车柴油机产品，新结构的液压挺柱解决了困扰客户多年的挺柱和凸轮的磨损问题，有效地延长了发动机的使用寿命；此外，公司对传统的柴油机用机械挺柱进行了优化设计，实现了产品的高耐磨、长寿命，材料利用率显著提高。2019年实现柴油机市场销售总计4,230万元，占主营业务收入12.6%，同比增长69.4%。我们预计，随着公司在商用车领域以及柴油机产品市场布局的进一步深入，2022年柴油机配气机构产品的营收规模有望达到3.7亿元水准。

**具体客户方面：**公司2018年起开始大幅推进商用车领域布局，在重汽、潍柴、MAN等客户的配套占比上升的同时不断开拓新的商用车企，例如新柴、玉柴、羊柴等。我们预计，重汽与潍柴2019年分别可为公司贡献营收1,250/740万元，随着公司进一步拓宽商用车市场布局以及柴油机产品优化，至2025年商用车客户营收规模可达3.7亿元，其中主要客户潍柴、重汽、玉柴分别可贡献1.0亿元、6,330万元、7,125万元。

表5 公司主要商用车客户营收贡献预测

客户	供应产品	2019年营收贡献(万元)	2020E(万元)	2025E(万元)
中国重汽	调节螺钉/机械挺柱	1250	1544	6330
潍柴动力	调节螺钉/机械挺柱	740	1450	10410
MAN	调节螺钉/机械挺柱/商用车推杆	338	650	5125
玉柴	调节螺钉/机械挺柱/商用车推杆	488	950	7125
新柴	调节螺钉/机械挺柱/商用车推杆	275	550	4125
道依茨	调节螺钉/机械挺柱/商用车推杆	238	475	3625
合计		3428	5619	36740

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.精密冷锻横向拓展 打开成长空间

精密冷锻技术应用广，市场空间大。当前汽车工业、智能驾驶、机床工业、家电与航空领域的飞速拓展，为精密冷锻件技术的发展提供了原动力。冷锻技术在我国的发展速度却与发达国家有很大的差距，我国生产的轿车上的冷锻件重量不足20kg，相当于发达国家的一半，开发潜力很大。据此公司正在积极开拓精密冷锻件在汽车变速器、车身稳定系统、电动工具、家用电器行业及航空航天等领域的运用，目前已成功供货长安福特的变速器零部件、比亚迪的车身稳定系统零部件，并拥有博世、HI-LEX 等电动工具、拉索领域的客户，为公司精密冷锻产品创造新的市场空间。

表 6 冷锻件技术发展规模与方向

生产模式	分序冷精锻	多工位冷精锻	单工位多动作冷精锻
技术要求	多台压机多副模具多次精锻成形，涉及中间退火及润滑。	单台压机多副模具单冲程成形单个零件，不涉及工序间退火处理。	单台压机单副模具单工位单冲程多动作
特点	工序长、使用设备多，占地面积大	一次性设备投资大	复杂制件一次精锻成形
适用领域	适合中、小批量生产	大批量或超大批量生产	大批量或超大批量生产
发展趋势	国内普遍使用	公司目前采用	仅有少数企业采用，行业发展主趋势

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 7 精密锻造成形技术分类

成形技术	定义	应用范围
热精锻成形	在再结晶温度之上利用高温作用致使材料变形而塑性	主要应用于曲轴、连杆、等速转向节销、轮毂和齿轮坯
温精锻成形	在再结晶温度之下某个合适的温度（750-850℃）下对金属进行锻压	主要应用于外座圈、轴套、半轴齿轮和啮合小齿轮
冷精锻成形	冷精锻是指在冷态下将金属毛坯放入模具模腔内，在强大的压力和一定的速度作用下，迫使金属从模腔中挤出，从而获得所需形状、尺寸以及具有一定力学性能的锻造方式	精密、形状复杂且可承受高负载的高强度零件
复合精锻成形	结合热、温、冷等多种锻造工艺在模具内利用外力使金属产生塑性流动和变形	各种齿轮、管接头等高强度零部件
等温锻造	使胚料在趋于恒定的温度下模锻成形	一般用于对变形温度较敏感、难成形的金属材料 and 零件，如钛合金、铝合金、镁合金等
闭塞锻造	在封闭凹模内通过一个或者两个冲头单向或双向复动挤压金属一次成形	适合形状复杂零件的生产制造，主要用于生产汽车半轴齿轮、十字轴、轿车等速万向节星形套
分流锻造	使材料填满模具成形部分的分流腔或分流通道，在模具容许压力范围内对材料进行塑性	主要应用于正齿轮、螺旋齿轮

资料来源：公司公告，华西证券研究所

布局新能源及自动驾驶，ABS 与 ESP 系统部件有望成为增长点。公司根据行业发展状况成立研发创新中心，加速研发汽车精密电子部件，布局新能源汽车及自动驾驶方向，成功开发了运用于汽车 ABS 和 ESP 等系统的核心部件—ECU 电控单元，其内部主要构成为电磁阀，通常使用二位三通阀或三位三通阀，单车配套价值可达 200 元以上，有望成为公司新的增长点。



图 27 ABS、ESP 电控单元



资料来源：汽车之家，华西证券研究所

图 28 电控单元内部电磁阀



资料来源：汽车之家，华西证券研究所

**研发实力造就产品延展性，有望开拓更多品类，打开成长空间：**

- 1) **自主专业研发团队实力强劲：**公司拥有冷精锻技术、气门组精密冷锻件、气门传动组精密冷锻件、发动机性能油耗研究、模具设计、设备自动化改造等方面的专业研发团队。研发人员熟悉汽车零部件的工作原理，拥有多种规格产品的设计开发经验，拥有多台设备自动化升级和开发制造的经验，并具备较强的模拟实验能力、CAE 等软件运用能力、模具设计开发制作能力以及快速维修响应能力。
- 2) **掌握多项核心研发技术：**公司已拥有境内专利 60 项（其中发明专利 27 项，实用新型专利 33 项），境外专利 12 项（其中发明专利 10 项，实用新型专利 2 项），包括气门锁夹一次成形工艺、气门锁夹模具设计开发技术、液压挺柱和滚轮摇臂的自动装配检测技术、柱状式液压挺柱、带象脚的液压挺柱、发动机用高压油泵滚子挺柱、柴油机滚轮摇臂等多项关键核心技术。

表 8 公司主要研发技术

技术名称	技术水平	成熟程度	创新情况
气门锁夹一次成形工艺	大批量生产	成熟	原始创新
气门锁夹模具设计开发技术	大批量生产	成熟	原始创新
气门弹簧座多工位快速、高效生产技术	大批量生产	成熟	原始创新
气门弹簧盘模具设计开发技术	大批量生产	成熟	原始创新
异形复杂零件的模具设计开发技术	批量生产	成熟	原始创新
异型冷锻件成型工艺	批量生产	成熟	原始创新
摇臂式液压挺柱壳体内壁外冲式冲孔技术	批量生产	较成熟	原始创新
液压挺柱和滚轮摇臂的自动装配检测技术	批量生产	较成熟	原始创新
液压挺柱和滚轮摇臂模具设计开发技术	批量生产	较成熟	原始创新

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 4.投资建议

**欧美基地稳步建设，加速海外渗透：**2016 年获得福特的 Q1 供应商认证，进入福特全球供应体系；2018H2 起液压挺柱批量供货德国大众，并实现巴西大众、德国道依茨、美国 Generac 等的量产销售。随着捷克工厂（2017 年）、墨西哥工厂（2018 年）的有序建设，公司先后获得 PSA、大众、奥迪等全球性新项目，中长期看海外业务有望为公司贡献显著业绩增量。

**新产品不断拓展，打开成长空间：**公司在气门组精密冷锻件领域市场地位稳固，市占率 30% 以上；在气门传动组精密冷锻件（主要为液压挺柱和滚轮摇臂）市场地位快速提升，加速获取新客户新项目。此外正在积极开拓精密冷锻件在汽车变速器、车身稳定系统、电动工具、家用电器行业及航空航天等领域的运用，目前已成功供货长安福特的变速器零部件、比亚迪的车身稳定系统零部件，并拥有博世、HILF 等电动工具、拉索领域的客户，打开成长空间。

考虑到公司在大众全球、比亚迪、吉利、长安福特等的份额提升以及商用车业务受益于下游高景气度的增长，预计 2020-2022 年归母净利润由 1.18/1.38/1.69 亿元调为 1.55/2.25/2.99 亿元，EPS 由 1.49/1.74/2.13 元调为 1.50/2.17/2.89 元，对应当前 PE 20 倍/13 倍/10 倍。参考可比公司估值，给予公司 2021 年 20 倍 PE 估值，目标价由 31.32 元上调至 43.40 元，由“增持”上调至“买入”评级。

表 9 公司分业务预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>合计</b>					
收入 (万元)	30,085.45	33,565.41	42,397.79	60,496.61	78,815.53
收入增速 (%)	11.1%	11.6%	26.3%	42.7%	30.3%
毛利 (万元)	19,252.17	21,352.18	26,837.80	38,173.36	49,653.79
毛利率 (%)	63.99	63.61	63.30	63.10	63.03
<b>分业务</b>					
<b>气门传动组精密冷锻件</b>					
收入 (万元)	19,601.99	24,192.29	33,627.28	50,659.50	67,478.46
收入增速 (%)	24.5%	23.4%	39%	51%	33%
毛利率 (%)	61.95	62.83	63.03	63.53	64.03
<b>气门组精密冷锻件</b>					
收入 (万元)	9,866.86	8,386.92	7,548.23	8,303.05	9,133.36
收入增速 (%)	-8%	-15%	-10%	10%	10%
毛利率 (%)	67.13	65.07	62.72	61.22	60.72
<b>其他精密冷锻件</b>					
收入 (万元)	409.55	770.36	1,001.47	1,301.91	1,952.86
收入增速 (%)	-9%	88%	30%	30%	50%
毛利率 (%)	85.28	66.46	62.46	60.46	59.46
其他业务 (万元)	215.84	224.47	233.45	242.79	215.84

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 10 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			
			EPS(元)							
			2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
300258.SZ	精锻科技	11.94	0.64	0.43	0.58	0.72	18.66	27.77	20.59	16.58
603809.SH	豪能股份	13.18	0.77	0.58	0.74	0.86	17.12	22.72	17.81	15.33
300432.SZ	富临精工	8.58	-4.67	1.18			-1.84	7.27		

资料来源：wind，华西证券研究所（收盘价截至 2020/7/3）

## 5.风险提示

乘用车、摩托车行业销量不及预期：公司产品目前主要应用于汽车、摩托车领域。2019年，我国汽车产业面临的压力进一步加大，产销量与行业主要经济效益指标均呈现负增长。同时，新冠肺炎疫情打乱了行业的正常运行节奏，短期内汽车的生产及销售受到一定程度的冲击；从长期看，中国国内新冠疫情尚未完全结束，世界其他国家亦有发生疫情，或将影响未来全球汽车产业格局。

海外业务运营不确定性：公司自2018H2实现对于海外客户的批量供货，海外收入持续增加。当海外市场受当地政治经济局势、法律体系和监管制度发生重大变化，将对公司当地运营形成一定风险。大国博弈、贸易摩擦、关税壁垒、外汇波动等一系列问题的出现，叠加全球政治经济的复杂性，都将增加公司海外业务不确定性。

客户拓展情况不及预期：公司正在积极拓展海外市场客户，由于受到影响，海外汽车市场受到冲击，需求下降使得客户拓展可能不及预期。

行业竞争加剧：公司所处的市场环境不断变化，潜在竞争者随时可能进入该行业，使得汽车冷精锻市场的竞争加剧，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：公司生产所需的主要材料是碳素钢、合金钢等，因此钢材价格波动对公司盈利能力有较大影响。近年来，钢材价格波动较大，直接影响公司的采购成本。若上述主要材料价格出现大幅上涨，将给公司带来一定的经营风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	336	424	605	788	净利润	135	160	232	308
YoY (%)	11.6%	26.3%	42.7%	30.3%	折旧和摊销	23	20	21	20
营业成本	122	156	223	292	营运资金变动	-29	-21	-25	-30
营业税金及附加	6	7	10	13	经营活动现金流	117	142	204	267
销售费用	9	12	16	21	资本开支	-80	-96	-93	-93
管理费用	37	59	79	95	投资	0	0	0	0
财务费用	-2	-3	-3	-3	投资活动现金流	-64	-81	-73	-66
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	4	24	0	0
投资收益	11	14	21	27	债务募资	0	0	0	0
营业利润	160	191	277	368	筹资活动现金流	-25	24	0	0
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	28	84	131	202
利润总额	160	191	277	368	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	26	31	45	59	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	135	160	232	308	营业收入增长率	11.6%	26.3%	42.7%	30.3%
归属于母公司净利润	130	155	225	299	净利润增长率	27.0%	18.8%	45.2%	32.9%
YoY (%)	27.0%	18.8%	45.2%	32.9%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.26	1.50	2.17	2.89	毛利率	63.6%	63.3%	63.1%	63.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	40.1%	37.7%	38.4%	39.1%
货币资金	247	331	462	664	总资产收益率 ROA	14.4%	13.6%	15.5%	16.2%
预付款项	2	2	3	4	净资产收益率 ROE	16.5%	15.6%	18.0%	18.8%
存货	48	66	92	121	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	254	281	323	370	流动比率	<b>6.76</b>	<b>6.49</b>	<b>5.89</b>	<b>5.92</b>
流动资产合计	551	680	881	1,159	速动比率	6.15	5.84	5.25	5.28
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	3.03	3.16	3.09	3.39
固定资产	158	182	215	257	资产负债率	10.5%	10.4%	11.3%	11.4%
无形资产	75	97	117	138	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	354	456	564	680	总资产周转率	0.37	0.37	0.42	0.43
资产合计	905	1,136	1,445	1,839	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.26	1.50	2.17	2.89
应付账款及票据	45	51	77	99	每股净资产	7.66	9.62	12.10	15.38
其他流动负债	36	54	73	97	每股经营现金流	1.13	1.37	1.97	2.59
流动负债合计	81	105	150	196	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	13	13	13	13	PE	23.17	19.51	13.44	10.11
非流动负债合计	13	13	13	13	PB	4.55	3.04	2.41	1.90
负债合计	95	118	163	209					
股本	79	103	103	103					
少数股东权益	19	24	31	41					
股东权益合计	810	1,018	1,282	1,630					
负债和股东权益合计	905	1,136	1,445	1,839					

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。

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。