

# 旭升集团 (603305)

## 打造平台型轻量化企业，开启二次成长曲线

买入 (维持)

2023年03月01日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 谭行悦

执业证书: S0600121070041

tanxy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,023	4,525	7,035	9,506
同比	86%	50%	55%	35%
归属母公司净利润 (百万元)	413	696	1,054	1,462
同比	24%	68%	51%	39%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.62	1.04	1.58	2.19
P/E (现价&最新股本摊薄)	65.54	38.92	25.71	18.52

关键词: #第二曲线

### 投资要点

■ **深耕汽车轻量化领域，打造平台型轻量化企业。**旭升集团二十年深耕汽车轻量化领域，主要从事精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产和销售，借由核心客户 T 客户爆款车型放量收入规模持续提升，2022 年 Q1-Q3 实现营收 32.65 亿元，同比+62.3%。公司成本把控出色，盈利能力居同业公司前列，受益于铝合金大宗原材料价格回落，公司净利润率企稳回升，2022 年 Q1-Q3 实现归母净利润 4.85 亿元，同比增长 46.2%。公司通过募资扩产持续提升产能，在建项目投产后总产值有望达到 150 亿元以上，支撑公司向平台型轻量化企业进军。

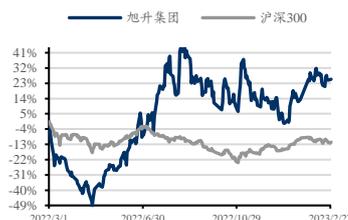
■ **铝合金轻量化市场持续扩容，自主轻量化公司成长空间广阔。**铝合金材料覆盖场景宽、应用空间广，在交通运输、储能、消费电子、通信等多个领域均有应用，根据 Precedence Research 测算，2022 年全球铝合金压铸市场空间达到 826.7 亿美元，2027 年预计达到 1169 亿美元。车载铝合金领域，受益于汽车电动化快速发展，汽车轻量化需求推动车用铝合金市场扩容，我们测算全国乘用车铝合金市场空间在 2025/2030 年分别为 417/581 亿美元。压铸行业发展历史悠久，国外公司具备先发优势占据主要市场份额，据我们测算，旭升集团、爱柯迪、文灿股份、广东鸿图等上市企业国内市场份额均在个位数，头部铝合金压铸企业有望通过“国内市场扩张+份额提升+海外产能转移”实现营收持续增长。

■ **压铸/锻造/挤压三大工艺全覆盖，产品拓展开拓第二成长曲线。**公司是行业内少有的同时掌握压铸、锻造、挤压三大铝合金成型工艺以及量产能力的企业，能够为客户提供系统性汽车轻量化解决方案，客户覆盖赛科利、采埃孚、宁德时代等汽车 Tier1 公司，T 客户、蔚来、长城、比亚迪等主流整车公司，同时拓展家用储能以及消费类的铝瓶业务，2022 年公司获得国内某新能源汽车客户定点项目 14 个，收到欧洲某餐饮设备、奶油充电器等产品进口商和分销商的铝瓶产品定点，收到国外某新能源客户家居储能产品定点，第二曲线初显，业务实现多维度、宽领域发展。同时，在行业整体政策和业务拓展驱动下，公司有望在海内外加速异地产能建设，助推营收进一步增长。

■ **盈利预测与投资评级:**我们维持公司 22-24 年营收预测为 45.3/70.4/95.1 亿元，同比分别为+50%/+55%/+35%，归母净利润分别为 7.0/10.5/14.6 亿元，同比分别为+68%/+51%/+39%，对应 EPS 分别为 1.04/1.58/2.19 元，对应 PE 分别为 38.9/25.7/18.5 倍，我们认为公司持续拓展产品品类优化客户结构，有望成长为轻量化平台型企业，维持“买入”评级。

■ **风险提示:**芯片供应短缺超出预期，下游需求复苏不及预期，铝合金价格波动超出预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	40.70
一年最低/最高价	17.78/48.60
市净率(倍)	5.03
流通 A 股市值(百万元)	27,129.89
总市值(百万元)	27,129.89

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.09
资产负债率(% ,LF)	44.08
总股本(百万股)	666.58
流通 A 股(百万股)	666.58

### 相关研究

《旭升集团(603305): 2022 年业绩预增公告点评: 打造平台型轻量化企业，业绩实现同比高增长》

2023-01-09

《旭升集团(603305): 2022 年三季报点评: 毛利率大幅提升，持续获取新客户订单》

2022-10-31

## 内容目录

<b>1. 铝合金材料具备性能优势，全球市场空间广阔</b>	<b>5</b>
1.1. 节能+高效+轻量化，铝合金压铸市场不断扩大	5
1.1.1. 交通运输占据最大市场份额，亚太地区具备最快增速	5
1.1.2. 储能+消费+工业级别应用，市场空间进一步打开	6
1.1.3. 环保+轻薄可靠，铝瓶逐步成为消费领域新趋势	7
1.1.4. 新能源整体进入爆发期，家庭储能渗透率快速提升	7
1.2. 借助原材料+人力资源优势，新能源提速助推国内市场增长	8
<b>2. 海外企业集中度高，营收增长相对平缓</b>	<b>10</b>
2.1. 海外市场配套成熟，头部企业相对集中	10
2.2. 能源+人工成本压力，海外企业产能扩张节奏放缓	11
2.3. 轻量化市场高增速，国内集中度有望持续提升	12
2.3.1. 国内企业市占率整体偏低，份额集中度有待提升	12
2.3.2. 成本+人力资源优势，承接海外产能转移	13
<b>3. 顺应新能源汽车轻量化趋势，产品及客户持续拓展</b>	<b>14</b>
3.1. 致力于汽车轻量化，覆盖铝合金核心产品	14
3.2. 股权结构清晰，集中稳定	14
3.3. 营收持续高增长，净利润率企稳回升	15
3.4. 客户多样性拓展，打造平台型轻量化企业	16
3.4.1. 持续推进客户多样性，产品品类跨域拓展	16
3.4.2. 产销配合驱动，打造平台型轻量化企业	17
<b>4. 三大核心工艺全覆盖，产品品类拓展打造平台企业</b>	<b>18</b>
4.1. 压铸/锻造/挤压三大工艺全覆盖，储能+消费类持续拓展	18
4.1.1. 工艺/尺寸类似，车用三电系统工艺与住宅储能通用	19
4.1.2. 铝瓶挤压生产工艺成熟，质量+成本助推成为优秀供应商	19
4.1.3. 产品+客户持续拓展，新订单加速释放	20
4.2. 海外需求持续增长，有望加速异地产能建设周期	20
<b>5. 盈利预测与投资评级</b>	<b>21</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1:	铝合金高压压铸过程.....	5
图 2:	全球铝合金市场份额分布 (2021 年) .....	5
图 3:	全球铝合金汽车零部件市场地域占比 (2022 年) .....	6
图 4:	全球不同区域铝合金市场增速概览.....	6
图 5:	车用铝合金应用范围扩展.....	6
图 6:	全球车用铝合金压铸零部件市场空间/亿美元 .....	6
图 7:	储能+消费电子+通信等应用领域扩展.....	7
图 8:	全球铝合金压铸市场测算/亿美元 .....	7
图 9:	PathWater 铝瓶瓶装水产品及其内部结构.....	7
图 10:	全球铝罐市场规模/亿美元 .....	7
图 11:	Tesla Power Wall 产品参数.....	8
图 12:	全球家用储能市场规模/亿美元 .....	8
图 13:	国内乘用车新能源渗透率快速提升.....	9
图 14:	中国单车铝合金用量测算 (kg/车) .....	9
图 15:	全国乘用车铝合金市场空间测算/亿美元 .....	9
图 16:	车用铝合金加工工艺占比.....	9
图 17:	全球各地区历年氧化铝产量/千吨 .....	10
图 18:	海外主要压铸企业营收/亿美元 .....	10
图 19:	全球铝合金头部企业市占率.....	10
图 20:	全球头部压铸企业历年营收/亿美元 .....	11
图 21:	Nemak 各区域营收占比.....	11
图 22:	Marinrea Honsel 欧洲营收及固定资产/亿美元 .....	11
图 23:	Marinrea Honsel 全球工厂布局.....	11
图 24:	压铸企业成本构成.....	12
图 25:	世界银行欧洲天然气价格(美元/百万英热单位).....	12
图 26:	美国部门生产力和成本指数.....	12
图 27:	国内头部压铸企业市场份额 (2021 年) .....	13
图 28:	头部压铸企业历年营收变化/亿元 .....	13
图 29:	国内外压铸企业毛利率.....	13
图 30:	国内外压铸企业利润率.....	13
图 31:	公司发展历程.....	14
图 32:	公司股权结构 (截至 2022 年 Q3) .....	15
图 33:	公司历年营收及增速/亿元 .....	15
图 34:	公司历年归母净利润及增速/亿元 .....	15
图 35:	公司及可比公司毛利率趋势.....	16
图 36:	公司及可比公司归母净利润率趋势.....	16
图 37:	T 客户营收及营收占比/亿元.....	16
图 38:	2021 年公司营收占比.....	16
图 39:	公司产能利用率情况.....	17
图 40:	公司各期末固定资产及当期资本投入/亿元 .....	17
图 41:	铝瓶挤压生产全过程.....	20

表 1:	头部铝合金压铸企业今年融资梳理/亿元 .....	14
表 2:	公司核心客户拓展时间及相关产品工艺 .....	16
表 3:	公司现有产能情况梳理（截至 2022 年 12 月） .....	18
表 4:	铝合金各产品工艺/设备参数 .....	19
表 5:	车用储能及住宅储能产品尺寸对比 .....	19
表 6:	2022 年新增客户定点项目梳理 .....	20
表 7:	国内部分新能源汽车相关企业海外生产基地布局梳理 .....	21
表 8:	国内主要储能企业生产基地布局梳理 .....	21
表 9:	旭升集团业绩预测拆分 .....	22
表 10:	可比公司估值（截至 2023 年 2 月 27 日） .....	22

## 1. 铝合金材料具备性能优势，全球市场空间广阔

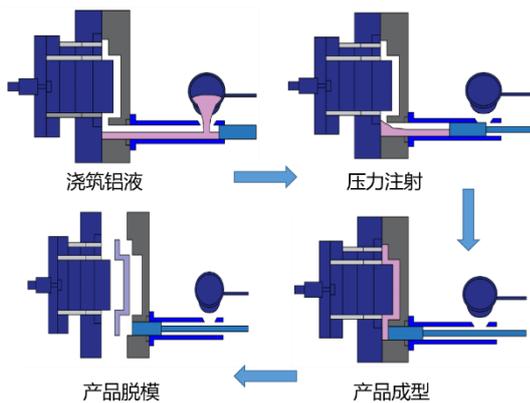
### 1.1. 节能+高效+轻量化，铝合金压铸市场不断扩大

有色金属压铸工艺具备悠久的历史，铝合金作为轻质合金能够在不减少强度的情况下制造非常轻便的零件，是有色合金铸造中非常重要的一环。除此之外它还具备耐腐蚀性、高强度/重量比、优异的导电性以及高可回收性等优点，目前广泛采用的高压压铸工艺能够有效的提升生产效率，降低成本，因此受到了各行各业的青睐。

#### 1.1.1. 交通运输占据最大市场份额，亚太地区具备最快增速

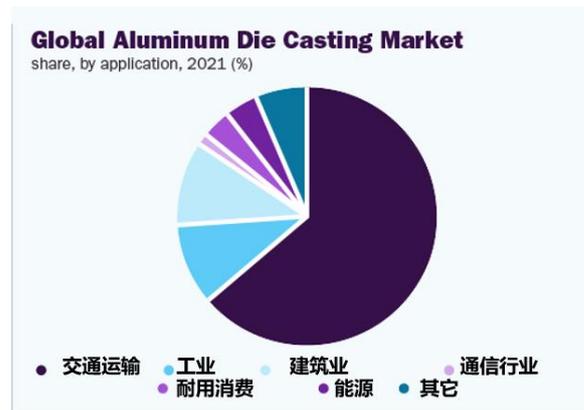
铝合金压铸产品在交通运输(汽车、飞机、铁路)、工业、建筑业(窗户、幕墙、预制建筑)、电子连接器、耐用消费、能源(储能)等领域都得到广泛的应用。其中最大的应用领域还是来自于交通运输，根据 Grand View Research 的数据，2021 年铝合金压铸市场中交通运输领域(汽车、飞机、铁路)所占到的份额达到 64%，是最重要的应用领域。

图1: 铝合金高压压铸过程



数据来源: IQS Directory, 东吴证券研究所绘制

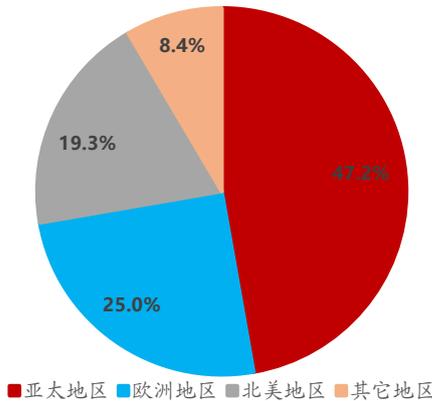
图2: 全球铝合金市场份额分布 (2021 年)



数据来源: Grand View Research, 东吴证券研究所

亚太地区是汽车工业最为强大的地区，中、日、韩三国以及印度处于汽车生产的前沿，不断增长的汽车行业，工业部门以及通信行业相关的需求不仅使得亚太地区占据最大的铝合金压铸市场份额，也具备最高的增速，根据 Mordor Intelligence 和 Straits Research 数据测算，2022 年全球汽车铝合金压铸零部件市场空间达到 259 亿美元，其中亚太地区占比达到 47.2%，2022-2030 年复合增速约为 6.1%，欧洲/北美地区的复合增速分别为 4.3%以及 5.9%。

图3: 全球铝合金汽车零部件市场地域占比 (2022 年)



数据来源: Straits Research, 东吴证券研究所测算

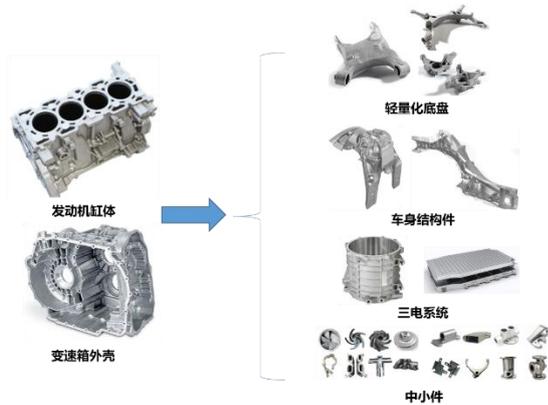
图4: 全球不同区域铝合金市场增速概览



数据来源: Mordor Intelligence, 东吴证券研究所

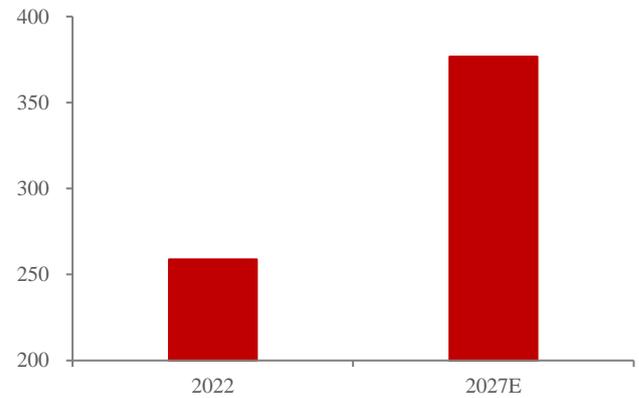
**动力系统->三电+结构件+底盘, 车用铝合金用量增长。**在燃油车时代, 汽车铝合金零部件核心用于汽车发动机缸体以及变速箱外壳, 单车用量有限。受益于汽车电动化快速发展, 车用铝合金适用范围快速扩展, 从三电系统 (电池、电驱、电控) 壳体->底盘系统 (转向节、控制臂、转向节) ->车身结构件 (减震塔、纵梁、底板总成) 以及中小精密压铸件等不断增加, 推动车用铝合金零部件市场快速增长, 根据 Motor Intelligence 测算, 2027 年全球汽车零部件铝合金压铸市场空间有望达到 376.6 亿美元, 复合增长率 >7%。

图5: 车用铝合金应用范围扩展



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所绘制

图6: 全球车用铝合金压铸零部件市场空间/亿美元

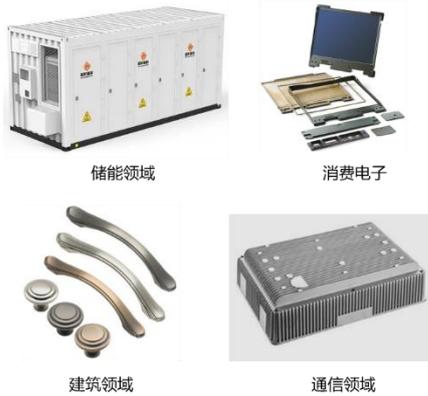


数据来源: Motor Intelligence, 东吴证券研究所

1.1.2. 储能+消费+工业级别应用, 市场空间进一步打开

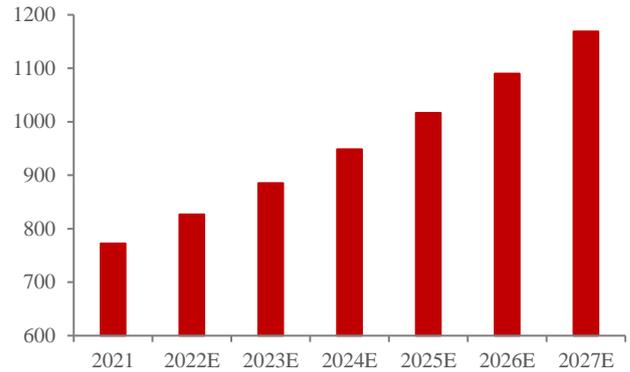
除了汽车、飞机等交通运输相关的应用之外, 铝合金压铸工艺可以在储能、消费电子、通信等多个领域进行应用, 根据 Precedence Research 测算, 2022 年全球铝合金压铸市场空间达到 826.7 亿美元, 是汽车零部件铝合金压铸市场的数倍, 2027 年预计达到 1169 亿美元。

图7: 储能+消费电子+通信等应用领域扩展



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所绘制

图8: 全球铝合金压铸市场测算/亿美元



数据来源：Precedence Research，东吴证券研究所绘制

1.1.3. 环保+轻薄可靠，铝瓶逐步成为消费领域新趋势

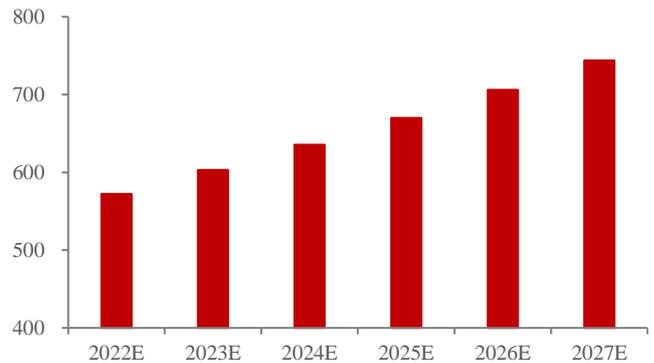
在消费领域，铝材因为耐腐蚀性、耐用性以及可回收的特性逐步受到品牌商和消费者的青睐。铝瓶目前主要用于食品饮料、化妆品、个人护理产品和药品领域，卓越的外观能够给消费者带来高端产品的感觉，同时铝瓶易于做出螺纹封口以便与其它设备（如泵或者喷雾剂）进行配对。越来越多的品牌开始从传统的塑料和玻璃瓶、罐子和其它类型的包装过渡到铝包装。包括英国的 Rewater，美国的 Heart Water、Open Water、Path Water，日本的 MUJI、国内的北京二锅头等。根据 Precedence Research 测算，全球铝罐（包括易拉罐及铝瓶）市场空间到 2027 年预计达到 744 亿美元，复合增长率 5.4%。

图9: PathWater 铝瓶瓶装水产品及其内部结构



数据来源：PATHWATER，东吴证券研究所

图10: 全球铝罐市场规模/亿美元



数据来源：Precedence Research，东吴证券研究所绘制

目前常见的碳酸饮料和啤酒相关的包装，基本采用铝冲压而成的两片罐，这种包装比较薄，若内部环境没有压力，则很容易变形，若饮用水类无压力液体装入后，在堆叠的情况下很容易变形。2000 年左右诞生于美国的冲击挤压（Impact Extrusion）技术，目前得到普遍的推广，成为铝瓶产品的主要加工技术之一。根据 DATA BRIDGE 测算，2021-2028 年全球铝瓶市场有望以 12.2% 的复合增长率增长，较铝罐复合增长率更快。

1.1.4. 新能源整体进入爆发期，家庭储能渗透率快速提升

储能系统是解决可再生能源不稳定性的必要条件，随着新能源产业链整体进入爆发期，储能市场变得非常重要。对于家用储能来说，通常与户用光伏系统配合使用。在能源转型和电价及补贴推动下，家庭储能渗透率快速提升。

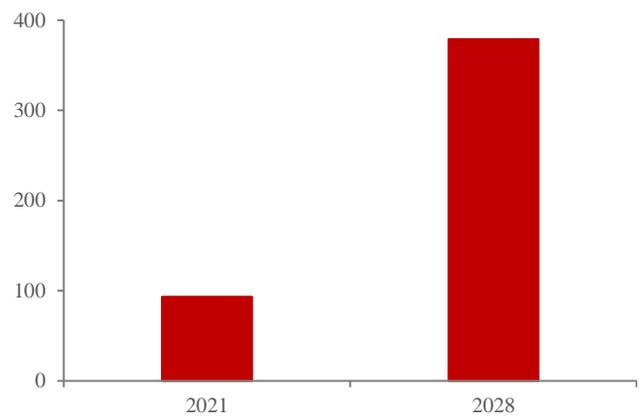
特斯拉 2015 年推出家用储能系统 Power Wall 系列，根据公司披露，截至 2021 年底已经完成 25 万套的累计装机量，2022 年三季度公司所有储能系统装机 2.1GWh，同比+62%。根据 Brandessence 测算，全球家用储能市场 2028 年有望达到 379 亿元，2021-2028 年复合增速达到 22.15%，具备非常大的增长潜力。

图11: Tesla Power Wall 产品参数



数据来源: Tesla 官网, 东吴证券研究所

图12: 全球家用储能市场规模/亿美元



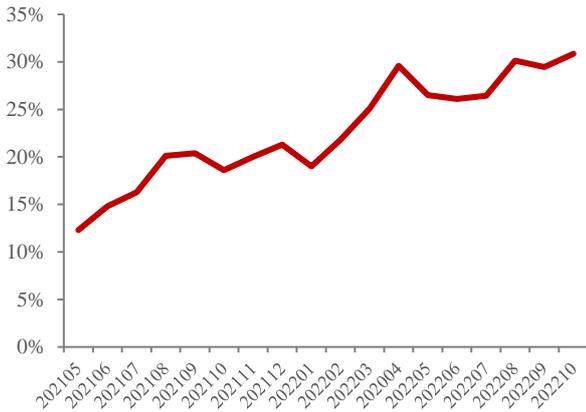
数据来源: Brandessence, 东吴证券研究所绘制

## 1.2. 借助原材料+人力资源优势，新能源提速助推国内市场增长

**新能源车渗透率提升助推车用铝合金用量快速增长。**受益于补贴政策的激励以及新能源相关产业链的逐步完善，国内乘用车新能源渗透率快速提升，根据乘联会数据披露，截至 2022 年 10 月国内新能源车渗透率已经达到 30.9%。

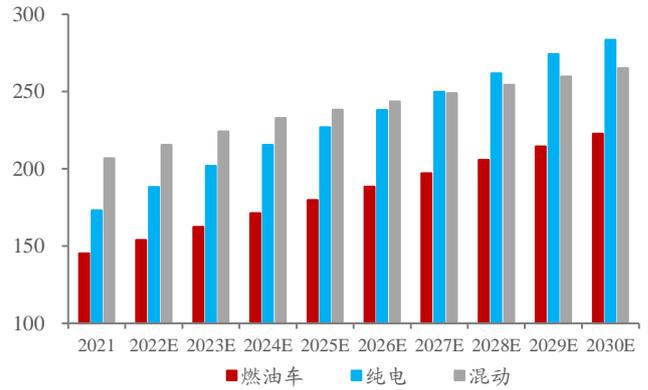
相较于传统燃油车，新能源车 (EV+PHEV) 因为整车重量以及续航的原因，铝合金单车用量有大幅提升，根据国际铝业协会测算，2021 年国内燃油车单车铝合金用量为 145.2kg，EV/PHEV 车型平均单车铝合金用量分别为 173.1/206.8kg，随着节能减排标准提升，铝合金用量持续增长，预计到 2025 年燃油车/EV/PHEV 三类车型的铝合金单车用量分别为 179.8/226.8/238.3kg。

图13: 国内乘用车新能源渗透率快速提升



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所绘制

图14: 中国单车铝合金用量测算 (kg/车)

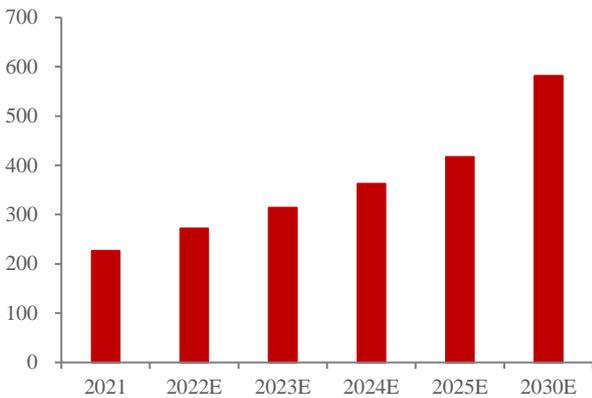


数据来源: 国际铝业协会, 东吴证券研究所绘制

基于单车铝合金用量以及燃油车及新能源车市场占比假设, 我们测算全国乘用车铝合金市场空间在 2025/2030 年分别为 417/581 亿美元, 2022-2025 年 CAGR 为 15.3%, 增速高于亚太地区整体增速。

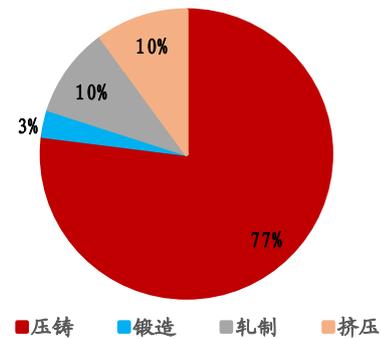
铝合金的加工工艺包括轧制、挤压、锻造和铸造, 按照位置和所需性能的不同, 采用不同的加工工艺。根据 2018 年发布的《铝合金在新能源汽车工业的应用现状及展望》中的内容, 各类铝合金工艺在汽车上的使用比例大约为: 铸造 77%, 轧制 10%, 挤压 10%, 锻压 3%, 铸造工艺是车用铝合金最为重要的加工工艺。

图15: 全国乘用车铝合金市场空间测算/亿美元



数据来源: 乘联会, 国际铝业, 东吴证券研究所测算

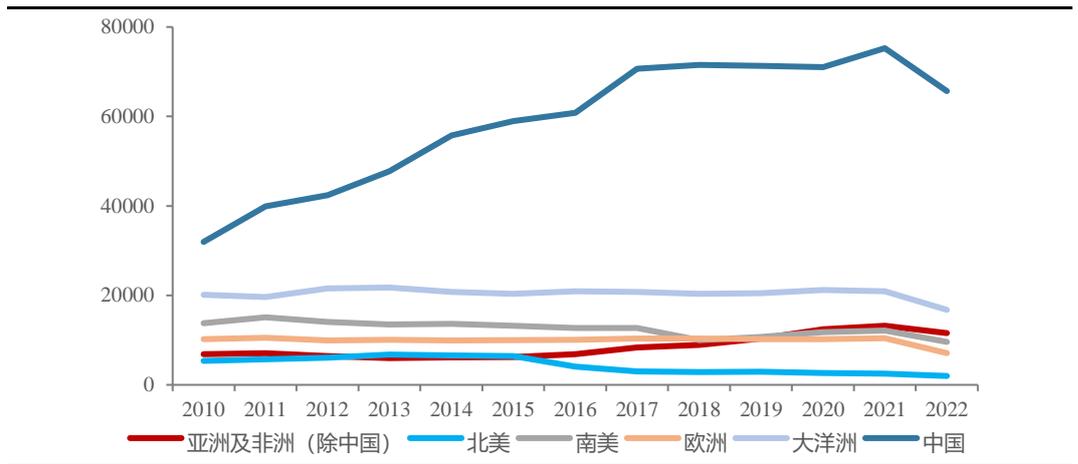
图16: 车用铝合金加工工艺占比



数据来源: 《铝合金在新能源汽车工业的应用现状及展望》, 东吴证券研究所

**全球最大原材料生产基地, 具备采购成本优势。**我国是铝合金压铸原材料氧化铝最大的生产国, 根据国际铝业协会的数据, 2021 年生产氧化铝约 7526 万吨, 占据全球氧化铝生产总量的 56%, 是最大的铝合金原材料出口国, 丰富的原材料供应为国内的铝合金压铸企业提供了采购成本优势。

图17: 全球各地区历年氧化铝产量/千吨



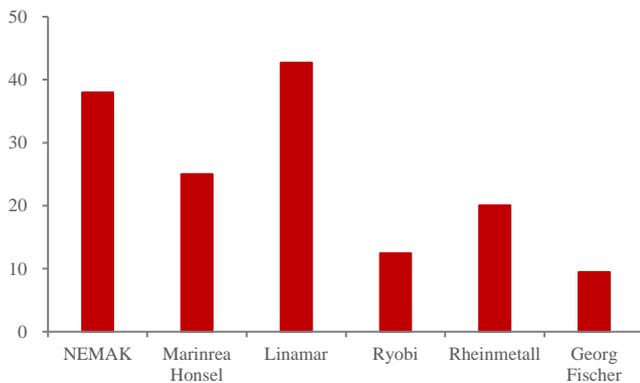
数据来源: 国际铝业协会, 东吴证券研究所绘制

## 2. 海外企业集中度高, 营收增长相对平缓

### 2.1. 海外市场配套成熟, 头部企业相对集中

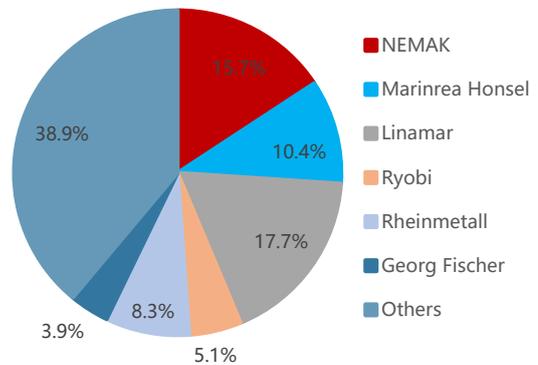
充分竞争行业, 海外企业头部集中度相对更高。就全球范围来说, 压铸行业是充分竞争的领域, 各个发达国家的压铸企业经营历史较长, 经营规模较大, 且在技术、客户资源方面有较强的优势, 领先于国内大多数汽车压铸件生产企业。其中墨西哥的 Nemak、加拿大的 Marinrea Honsel、Linamar 以及德国的 Rhein metall 属于规模领先的企业。

图18: 海外主要压铸企业营收/亿美元



数据来源: 各公司年报, 东吴证券研究所绘制

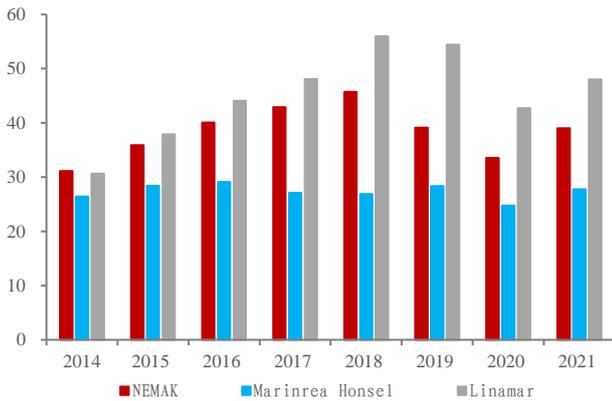
图19: 全球铝合金头部企业市占率



数据来源: 各公司年报, Motor Intelligence, 东吴证券研究所测算

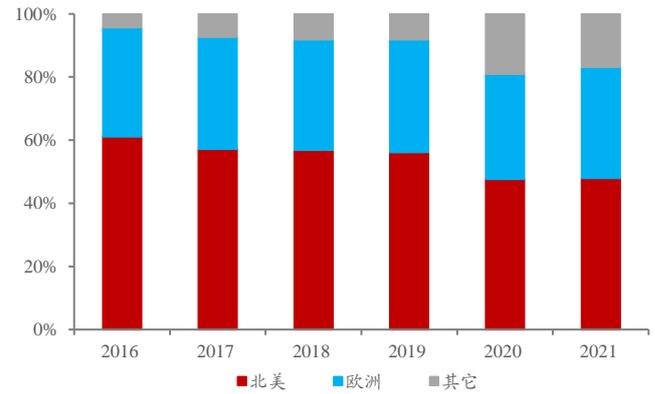
海外头部企业产品集中在动力系统, 成长性偏弱。对于海外头部汽车零部件压铸企业来说, 核心的产品主要是传统燃油车的发动机缸体以及变速箱壳体, 叠加海外(欧美)乘用车整体增速近年来相对疲弱, 各家企业营收近年基本保持稳定。

图20: 全球头部压铸企业历年营收/亿美元



数据来源: 各公司年报, 东吴证券研究所绘制

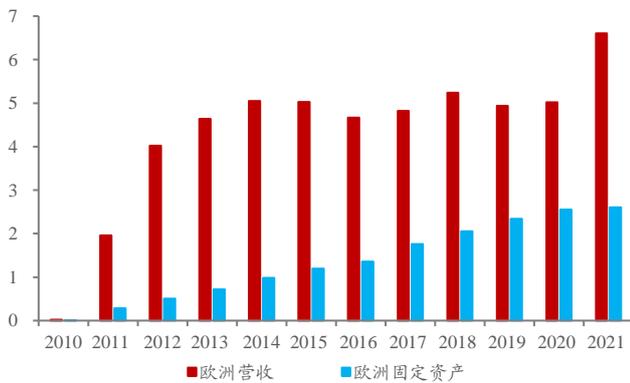
图21: Nematik 各区域营收占比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所绘制

**重资产行业, 产能扩张助推营收增长。**压铸行业数据重资产投入行业, 营收增长前提是产能持续投放, Marinrea Honsel 公司 2010-2014 年在欧洲的营收增长, 欧洲的固定资产同步持续增长。同时, 因为发动机缸体以及变速箱壳体等重量在 20kg 以上, 较难远程运输, 因此需要在各地就近建厂完成产能供应, 若客户需求发生波动, 各工厂之间产能难以及时调配。

图22: Marinrea Honsel 欧洲营收及固定资产/亿美元



数据来源: 各公司年报, 东吴证券研究所绘制

图23: Marinrea Honsel 全球工厂布局

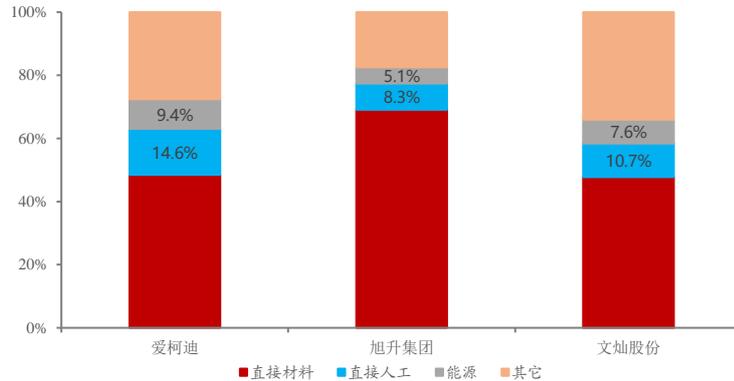


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所绘制

## 2.2. 能源+人工成本压力, 海外企业产能扩张节奏放缓

根据国内上市企业报表测算, 电力+天然气等能源成本在压铸企业的成本构成中, 占据了 5-10%的比例, 同时, 直接人工成本在成本构成中占据了 8-15%的比例。能源成本和人力成本的大幅提升, 致压铸企业毛利和利润的快速下降。

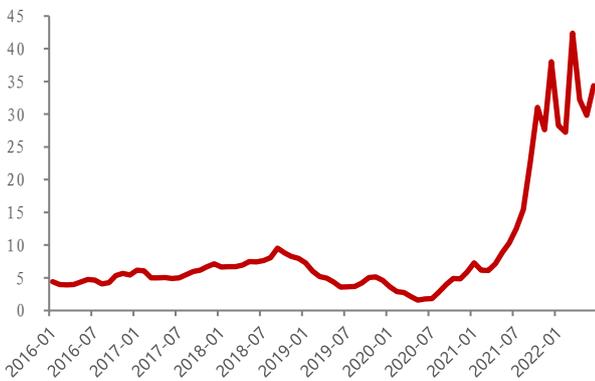
图24: 压铸企业成本构成



数据来源: 各公司招股说明书, 东吴证券研究所

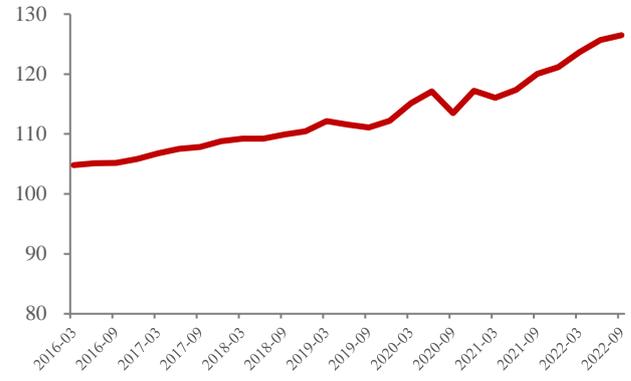
受到俄乌冲突以及疫情的影响, 欧洲能源价格 2021-2022 年有较大幅度的增长, 根据世界银行披露的欧洲天然气价格变化, 可以看到 2022 年天然气价格最高时是 2020 年低点价格的 20 倍, 能源价格的提升对欧洲压铸企业的经营带来较大的成本压力。同时因为疫情的影响, 美国生产力成本指数持续上涨, 人力成本的增加同样带给相关制造企业较大的成本压力。能源成本+人力成本的增加使得欧美压铸企业的产能扩张节奏放缓, 新增需求订单逐步向中国及其它地区转移。

图25: 世界银行欧洲天然气价格(美元/百万英热单位)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所绘制

图26: 美国部门生产力和成本指数



数据来源: 美国劳工部, 东吴证券研究所绘制

### 2.3. 轻量化市场高增速, 国内集中度有望持续提升

相较于海外企业, 国内铝合金压铸头部汽车零部件企业新增产能主要投放于新能源三电系统+轻量化底盘+车身结构件业务, 渗透率提升下营收具备持续增长潜力。

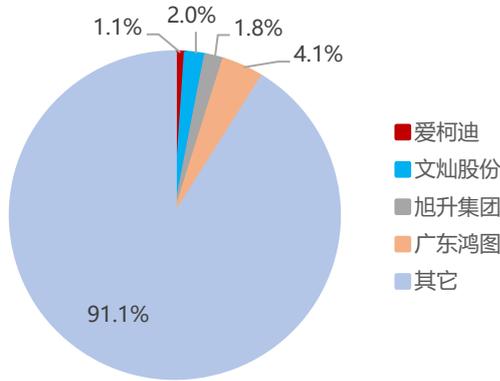
#### 2.3.1. 国内企业市占率整体偏低, 份额集中度有待提升

截至 2021 年底, 国内铝合金压铸零部件企业集中度较低, 根据中国铸造协会压铸分会的统计数据, 我国压铸企业数量约 6000 家, 大型压铸企业市场份额占比在 10%以

下。根据我们测算，包括旭升集团、爱柯迪、文灿股份、广东鸿图等上市企业国内市场份额均在个位数，市场集中度有望进一步提升。

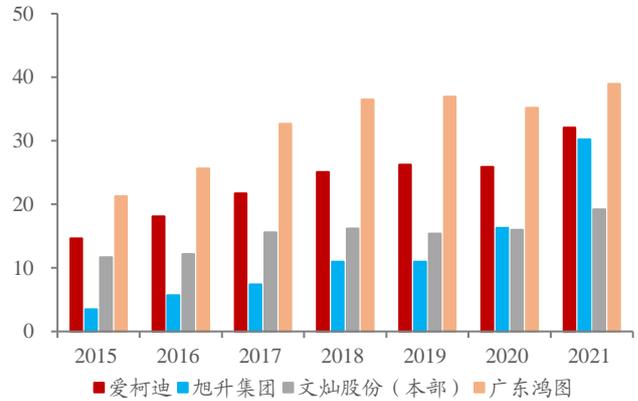
**国内市场扩张+份额提升+海外产能转移共同推动营收持续增长。**在多重因素助推下，头部铝合金压铸企业的营收近年来高增长，并有望持续保持。

图27：国内头部压铸企业市场份额（2021年）



数据来源：各公司年报，东吴证券研究所测算

图28：头部压铸企业历年营收变化/亿元

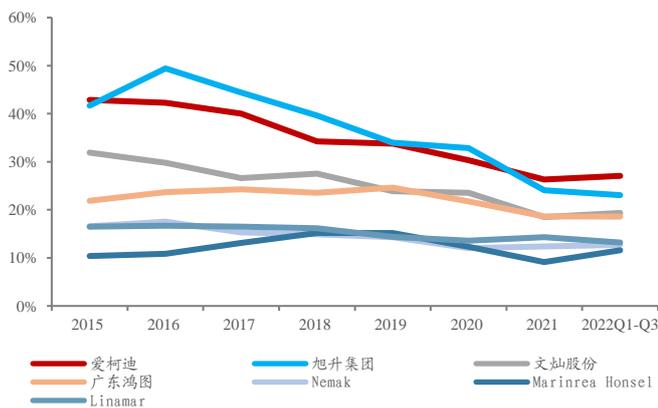


数据来源：公司年报，东吴证券研究所绘制

### 2.3.2. 成本+人力资源优势，承接海外产能转移

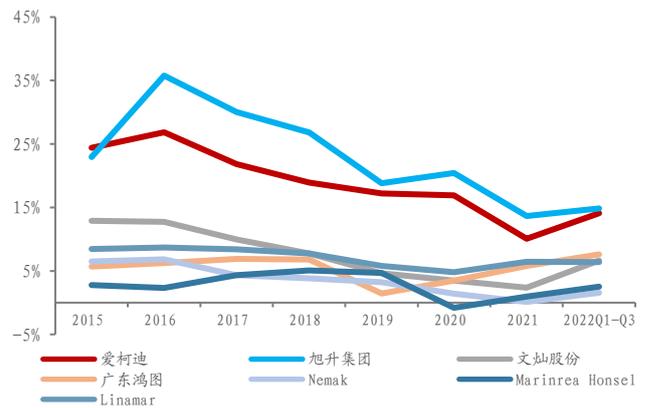
受益于国内新能源产业快速崛起以及作为第一大原材料生产基地的成本优势，国内铝合金压铸企业的毛利率整体高于海外企业，同时得益于较低的人力成本以及较高的生产效率，国内铝合金压铸企业整体利润率同样高于海外压铸企业。

图29：国内外压铸企业毛利率



数据来源：各公司年报，东吴证券研究所测算

图30：国内外压铸企业利润率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所绘制

**承接海外产能转移，有望实现更高速增长。**在海外压铸企业受到能源价格高企以及人力成本提升的双重压力下，新增的轻量化需求有望加速向国内转移。在订单的拉动下，国内头部铝合金企业纷纷通过融资的方式加速产能建设，有望实现更高速增长。

表1: 头部铝合金压铸企业今年融资梳理/亿元

	2018	2019	2020	2021	2022
旭升集团		12 (定增)		13.5 (可转债)	
爱柯迪					15.7 (可转债)
文灿股份		8 (定增)			35 (定增)
广东鸿图					22 (定增)

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

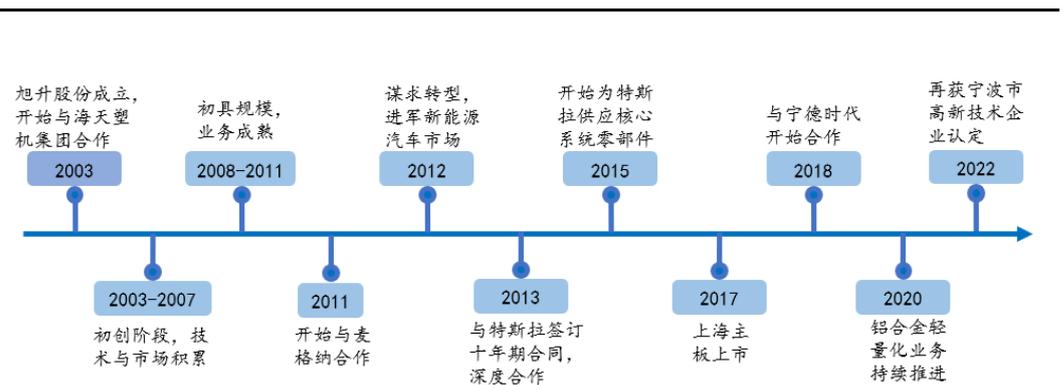
### 3. 顺应新能源汽车轻量化趋势, 产品及客户持续拓展

#### 3.1. 致力于汽车轻量化, 覆盖铝合金核心产品

宁波旭升集团成立于 2003 年 8 月, 致力于新能源汽车和汽车轻量化领域, 主要从事精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产和销售, 产品主要应用领域包括新能源汽车变速系统、传动系统、电池系统、悬挂系统等核心系统的精密机械加工零部件。目前公司具备压铸、锻造、挤出三大工艺, 基本覆盖汽车动力系统、底盘系统、电池系统最核心的铝合金产品。

公司的发展历程经历了“初创积累-转型突破-进军扩张”的阶段。2003 年至 2007 年公司逐步完成初创阶段技术与市场的积累, 并从模具加工业务延伸到铝压铸业务。2008 年至 2011 年公司铝压铸工业件业务走向成熟。2012 年至 2014 年是公司向新能源汽车领域转型阶段, 通过 T 客户供应商认证, 并在变速箱、电池等关键零部件方面实现多项技术和工艺突破。2017 年公司在上海主板上市, 之后公司又陆续开辟采埃孚、北极星、长城汽车、宁德时代等客户, 客户群体和产品种类不断拓展。

图31: 公司发展历程



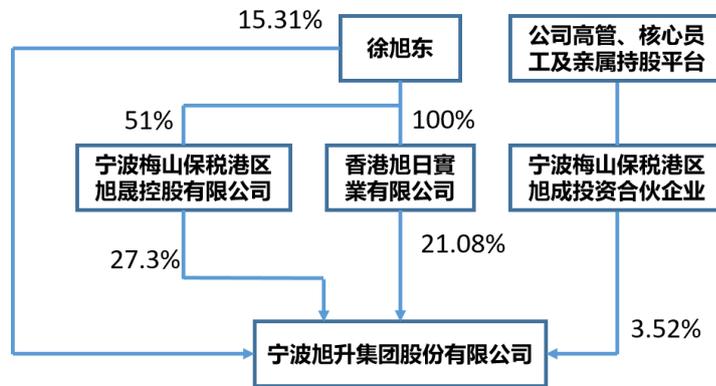
数据来源: 招股说明书, 公司公告, 东吴证券研究所

#### 3.2. 股权结构清晰, 集中稳定

**公司股权结构集中稳定。**公司控股股东、实际控制人为徐旭东先生, 截至 2022 年三季度, 直接持有公司 15.31% 的股权, 并通过控制旭晟控股、旭日实业二名法人股东间接持有公司 35.00% 的股权, 合计控制了公司 50.31% 的股权, 具备绝对控股权。旭成投

资为公司高管、核心员工及其亲属的持股平台，截至 2022 年三季度直接持有公司股份比例为 3.75%

图32: 公司股权结构 (截至 2022 年 Q3)

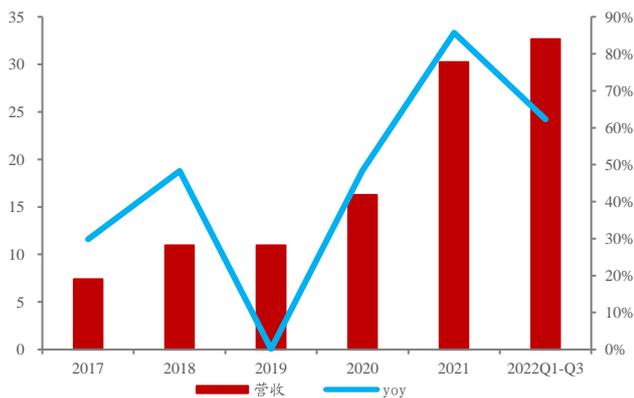


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所绘制

### 3.3. 营收持续高增长, 净利润率企稳回升

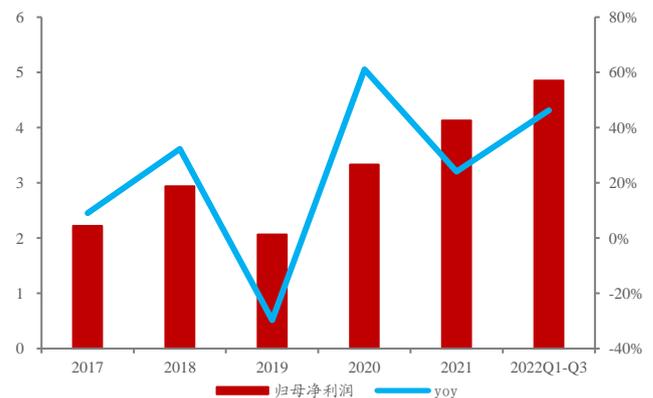
**营收持续高增长, 净利润稳步提升。**公司 2022 年 Q1-Q3 实现营收 32.65 亿元, 同比+62.3%, 其中以汽车类业务为主。2013 年公司与 T 客户签订框架合同, 随着 T 客户销量持续增长, 成为公司的第一大客户。同时借助于 T 客户的背书, 公司成功拓展新的国内外整车、零部件及动力电池客户, 产品和营收构成进一步优化。新能源车的普及将提升轻量化零部件的需求, 公司铝合金压铸业务营收有望继续高速增长。归母净利润自 2019 年起稳步提升, 2022 年 Q1-Q3 实现归母净利润 4.85 亿元, 同比增长 46.2%。

图33: 公司历年营收及增速/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图34: 公司历年归母净利润及增速/亿元

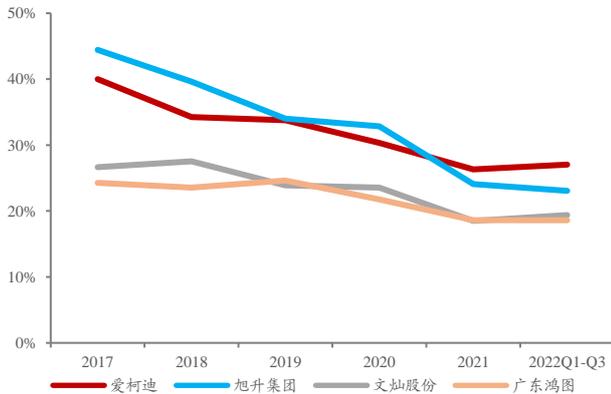


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**毛利率/净利润率位居可比公司前列, 大宗原材料价格回落助推净利润企稳回升。**自 2016 年起, 公司毛利率呈现逐年下降趋势, 但仍位于同行业前列水平。毛利率下降一是因为 T 客户新车型 Model 3/Y 毛利率较低, 车型放量拉低了平均毛利率水平; 二是受原材料价格以及海运费上涨的影响。2022 年, 受益于铝合金大宗原材料价格回落, 公司毛利率企稳回升, 三季度实现毛利率 25.6%。同时受益于公司较低的费用率, 2022 年 Q1-

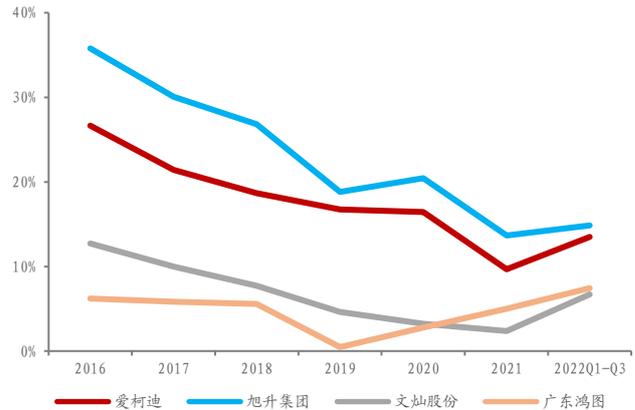
Q3 公司实现归母净利润率 14.9%，并有望进一步提升。

图35: 公司及可比公司毛利率趋势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图36: 公司及可比公司归母净利润率趋势



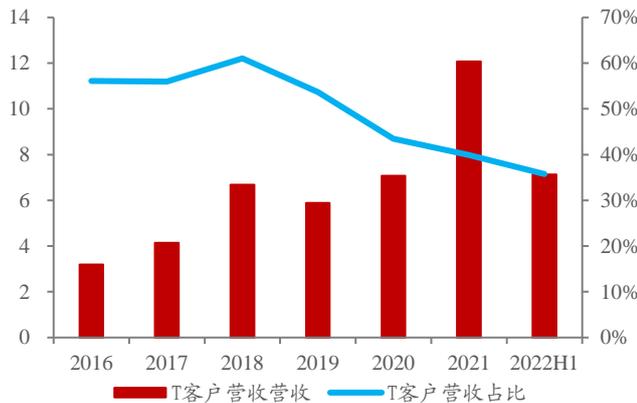
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.4. 客户多样性拓展, 打造平台型轻量化企业

#### 3.4.1. 持续推进客户多样性, 产品品类跨域拓展

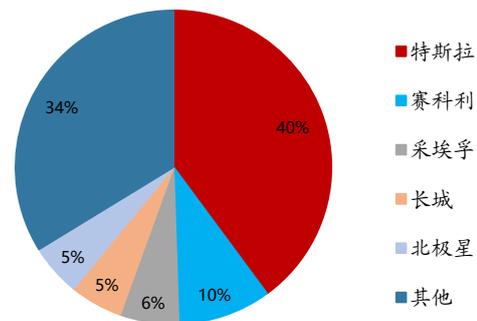
**T 客户为核心客户, 国内外客户多样化拓展。**公司第一大客户为 T 客户, 为其提供新能源汽车零部件, 包括变速箱箱体、电动变速箱悬挂、电池组外壳、箱体等。随 T 客户 Model 3/Y 放量, 公司对其销售收入持续增长, 2022 年 H1 达到 7.13 亿元, 同比+45.7%。

图37: T 客户营收及营收占比/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图38: 2021 年公司营收占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从 2017 年起, 公司开始为采埃孚、北极星和蔚来等客户批量供货, 与宁德时代、长城汽车和江淮汽车开始合作, 并陆续拓展了伊顿、伟创力、宝马、广汽、比亚迪等客户。从 2022 年开始, 公司开始拓展新能源汽车外的业务领域, 包括家用储能以及消费类的铝瓶业务, 营收的天花板进一步开启, 在其它客户营收增长的推动下, T 客户的营收占比持续下降, 2022 年 H1 达到 35.75%。

表2: 公司核心客户拓展时间及相关产品工艺

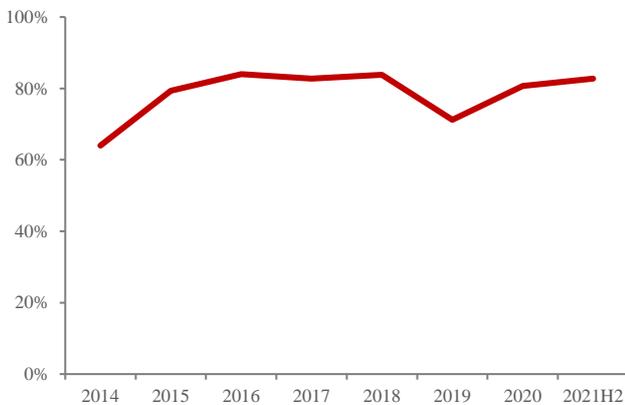
时间	客户名称	主要产品	工艺
2017	采埃孚	变速器壳	压铸
2017	北极星	变速器壳	锻压、压铸
2017	蔚来	动力总成零部件	压铸
2018	宁德时代	电池包组件	挤压、压铸
2018	长城汽车	壳体类零部件	锻压、压铸
2020	理想	转向节	锻压
2021	奔驰	电机壳体	压铸
2021	LUCID	动力系统部件	压铸
2022	头部新能源客户	电控箱体	压铸
2022	海外新能源客户	家用储能	压铸
2022	欧洲餐饮设备商	铝瓶	挤压

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.4.2. 产销配合驱动，打造平台型轻量化企业

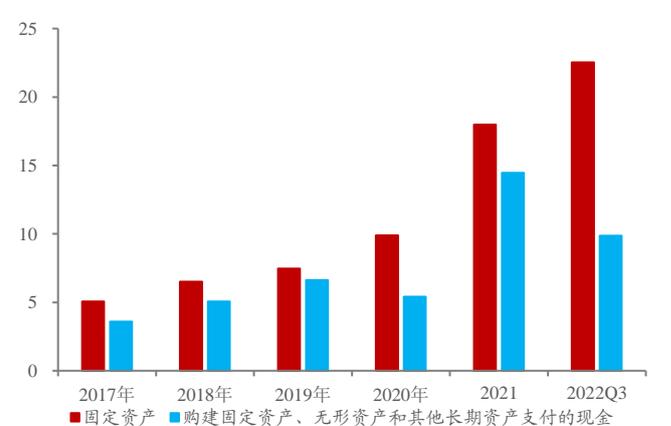
公司产能利用率水平较高。公司产成品的生产能力由加工产能决定，主要取决于各加工设备的工时，不同的加工设备加工同一种零件耗用的工时各不相同，根据生产工时计算公司产能利用率自 2016 年以来基本保持在 80%以上的较高水平，机加产能利用率已接近饱和。

图39：公司产能利用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图40：公司各期末固定资产及当期资本投入/亿元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新扩建产能扩大业务规模，逐步达产有望增厚公司业绩。为突破公司产能瓶颈，自 2017 年公司 IPO 以来不断募资扩产，公司现有已投产工厂占地为 771 亩，现有在建项目投产后占地共可达 1346 亩，我们预计可支持约 150 亿元营收体量。扩建产能产品包括公司三大工艺，为公司在新能源汽车和汽车轻量化领域进一步扩大业务规模提供产能保障，助力公司业绩稳步提升。此外，公司持续投入产能扩张，截至 2022 年三季度，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达 9.86 亿元，同比增速为 7.4%。

表3: 公司现有产能情况梳理 (截至 2022 年 12 月)

工厂序号	用途	投入资金/亿元	面积/亩
一号工厂			
二号工厂	IPO 前已有工厂	/	
三号工厂			167
四号工厂	轻量化汽车零部件 新能源配件装配	4.9 0.45	
五号工厂	轻量化零部件制造	8.5	102
六号工厂	精密铸锻件 (一期) 精密铸锻件 (二期)	6.5 4.8	130
七号工厂	高智能自动化项目	19.2	160
八号工厂	轻量化精密加工	4.1	52
九号工厂	高性能铝合金项目	11.4	160
十号工厂	湖州工厂	25	500
新工厂	北仑地区新建产能	/	75

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 4. 三大核心工艺全覆盖, 产品品类拓展打造平台企业

### 4.1. 压铸/锻造/挤压三大工艺全覆盖, 储能+消费类持续拓展

公司是目前行业内少有的同时掌握压铸、锻造、挤压三大铝合金成型工艺以及量产能力的企业, 除了能够为客户提供系统性汽车轻量化解决方案, 也能够借助自身工艺的完善性, 不断在储能及消费领域进行拓展。

在车用铝合金压铸领域, 公司核心专注于三电系统铸造, 设备集中在 2000-3000T 压铸机, 产品重量在 10-15kg; 在车用铝合金锻造领域, 公司主要集中在锻造控制臂领域, 产品重量在 3-5kg; 家用储能业务核心采用铝合金压铸工艺, 产品重量约 50-60kg; 铝瓶业务采用挤压工艺, 产品重量 0.5-2kg。

相较于发动机缸体及车身大型结构件等产品, 公司整体产品重量较小, 便于运输, 因此产能建设集中在浙江北仑及湖州两地, 便于产能调配, 不易浪费, 有效降低成本。

表4: 铝合金各产品工艺/设备参数

应用领域	大类	产品	重量	工艺	设备参数	
汽车	中小件	雨刮支架等	0.1-0.5kg	压铸	300-1200T	
		转向节	3-5kg	压铸	2000-3000T	
	底盘	副车架	15-25kg	压铸	4400T	
		控制臂	3-5kg	锻造	3000-5000KN	
	三电系统	电机外壳	10-15kg	压铸	2000-3000T	
		电池壳体	50-60kg	压铸	4000-6000T	
	结构件	减震塔	10kg	压铸	4400T	
		车门	15kg	压铸	4400T	
	工业	家用储能	外壳	50-60kg	压铸	4000-6000T
	消费	消费	铝瓶	0.5-2kg	挤压	2000-3000T

数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

#### 4.1.1. 工艺/尺寸类似, 车用三电系统工艺与住宅储能通用

特斯拉 Powerwall 系列住宅储能产品, 最大的尺寸 PowerWall+的外形尺寸分别为 1600mm\*750mm\*160mm, 与国标 GB/T 34013-2017 中间规定的蓄电池标准箱尺寸范围区间接近。同为铝合金压铸产品, 住宅储能因为不用考虑复杂的行车工况以及碰撞安全, 产品技术标准较车规级相对来说更低一些。旭升集团具备车规级别电池壳体压铸工艺和技术, 产品扩展到住宅储能具备很好的适用性。

表5: 车用储能及住宅储能产品尺寸对比

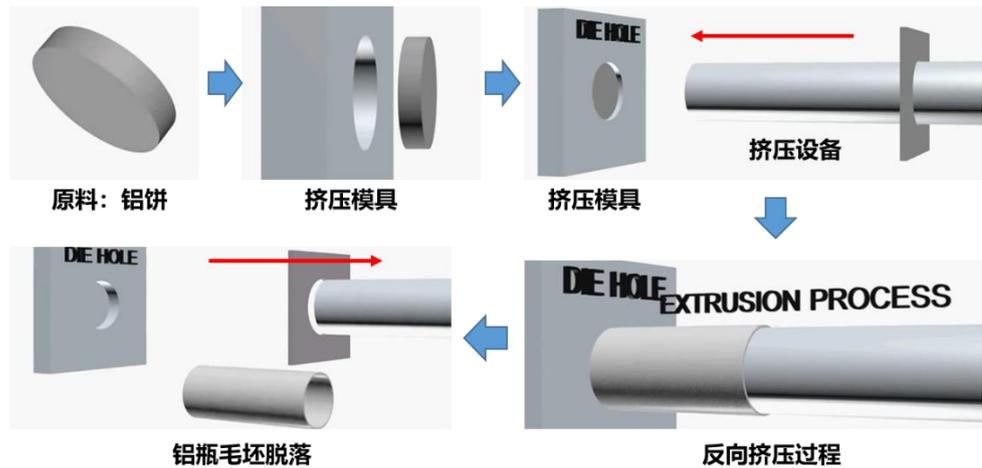
	产品类别	长/mm	宽/mm	高/mm	标准
特斯拉储能设备	Powerwall 1	1300	860	180	TESLA
	Powerwall 2	1151	752	146	
	Powerwall +	1600	750	160	
新能源车蓄电池标准箱尺寸	Model 1	896/1080	489	205-450	GB/T 34013-2017
	Model 2	820/1060/1200	630/660/680	215-275	
	Model 3	2190	690	233	
	Model 4	1015	720/800	215-275	
	Model 5	1030	999/1360/1722	251-548	

数据来源: 汽车之家, 特斯拉, 东吴证券研究所绘制

#### 4.1.2. 铝瓶挤压生产工艺成熟, 质量+成本助推成为优秀供应商

冲击挤压 (Impact Extrusion) 工艺 20 年前诞生于美国, 通过冲击挤压、修边、抛光、烘干、内涂、印刷、收颈等工艺后, 成为最终的产品, 目前国内的铝制气雾罐及铝瓶的生产工艺已经非常成熟, 对于消费类相关的铝瓶工艺质量检测和执行标准主要是《GB4806.10-2016》食品接触用涂料及涂层国标、《GB4806.9-2016》食品接触技术材料及制品国标、《GB9685-2016》食品接触材料及制品用添加剂使用标准等。旭升集团所具备的完善的质量控制体系和规模效应带来的低成本, 帮助公司在该领域具备强大竞争力。

图41: 铝瓶挤压生产全过程



数据来源: 冲压行业联盟, 东吴证券研究所

#### 4.1.3. 产品+客户持续拓展, 新订单加速释放

公司与特斯拉长期维持稳定合作关系, 在手订单充足。同时, 公司持续拓展新客户与订单, 扩充并优化客户体系。2022 年获得国内某新能源汽车客户定点项目 14 个, 有望成为新的客户增长点。下游切入铝瓶、户储业务, 均为产品市场领域的新开拓, 培育新的利润增长点, 新订单加速释放, 公司客户资源已覆盖了“北美、欧洲、亚太”三大全球新能源汽车的主要消费地区, 具备竞争力优势。

表6: 2022 年新增客户定点项目梳理

客户	产品	预计生命周期	预计年化收入
国内某新能源汽车	电控箱体等零部件	4-5 年	8.6 亿元
欧洲某餐饮设备、奶油充电器等产品进口商和分销商	铝瓶		8 亿元
国外某新能源客户	家居储能产品	5 年	6 亿元

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4.2. 海外需求持续增长, 有望加速异地产能建设周期

美国政府近年发布多项行政令与法规, 持续强调制造业回流, 有意降低对中国制造业的依赖。2018 年美国开始执行《301 条款》, 对除了豁免范围内的约 1300 多种进口中国商品施加 25% 的额外关税, 并于 2022 年 9 月宣布持续延期征收。

2022 年 8 月 16 日, 美国总统拜登正式签署《2022 年通胀削减法案》(Inflation Reduction Act), 涵盖气候变化、能源、医保、税改等多个领域, 其中对清洁能源的电动汽车和相关上下游行业推出了众多税收优惠, 加强行业供应链本土化。公司长期与特斯拉等海外顾客维持合作关系, 北美需求持续增长, 叠加出口税率压力, 海外建厂有益于应对国外新形势, 稳定客户关系, 巩固全球化客户体系。国内轻量化企业陆续开始全球生产基地布局, 公司有望加速海外生产基地布局进程。

表7: 国内部分新能源汽车相关企业海外生产基地布局梳理

公司名称	海外生产基地布局
拓普集团	波兰、墨西哥、美国
文灿股份	墨西哥、法国、匈牙利、塞尔维亚
爱柯迪	墨西哥
祥鑫科技	墨西哥
东山精密	芬兰、美国、墨西哥

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

**储能市场快速增长, 就近配套建厂节奏有望加速。**随着储能项目的广泛应用、技术水平的快速提升, 储能成为能源领域经济新增长点。受俄乌战争和欧洲能源价格飙升影响, 海外户储市场需求爆发, 公司也获得了海外户储的项目定点。国内储能企业业务快速增长, 同时生产基地相对来说较为分散, 相关压铸产品尺寸较大, 就地建厂配套有助提升公司生产效率, 降低运输成本, 进一步加强公司与客户之间的配套联系。

表8: 国内主要储能企业生产基地布局梳理

公司名称	生产基地布局
宁德时代	宁德、溧阳、宜宾、西宁、肇庆、宜春、上海、厦门、贵安、济宁、洛阳等
比亚迪	深圳、惠州、西安、青海、贵阳、重庆、长沙、蚌埠、济南、抚州、南宁、襄阳、绍兴、宁波、宜春、长春、台州等
亿纬锂能	荆门、惠州、成都、宁波、沈阳、启东、盐城等
双登集团	泰州、襄阳等
国轩高科	合肥、南京、南通、青岛、唐山、柳州、桐城、宜春等
科陆电子	深圳、南昌等
阳光能源	盐城、锦州等
上海电气集团	上海、东台、金昌、北安等

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

1) 现有土地储备产能持续释放, 1-10 号工厂以及北仑地区新工厂陆续建成投产, 合计大约 1346 亩土地; 2) T 客户及其它新能源乘用车客户销量持续增长; 3) 公司储能业务及消费类业务开拓顺利, 订单进一步增长, 公司成长为铝合金轻量化的平台型企业; 4) 公司异地(海外+全国)产能建设加速推进; 5) 原材料价格在合理范围内波动, 成本压力根据调价机制顺利传导, 毛利率稳步回升, 稳定在 24-25% 之间, 费用率基本持平。

基于以上核心假设, 我们预测公司 22-24 年营收预测为 45.3/70.4/95.1 亿元, 同比分别为 +50%/+55%/+35%, 归母净利润分别为 7.0/10.5/14.6 亿元, 同比分别为 +68%/+51%/+39%, 对应 EPS 分别为 1.04/1.58/2.19 元, 对应 PE 分别为 38.9/25.7/18.5 倍。

表9: 旭升集团业绩预测拆分

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业总收入/亿元	30.2	45.3	70.4	95.1	116.8
Yoy	85.8%	49.7%	55.5%	35.1%	22.9%
汽车类/亿元	26.9	42.0	66.4	90.8	112.3
Yoy	88.7%	55.7%	58.2%	36.8%	23.8%
综合毛利率	24.1%	23.9%	24.0%	24.5%	24.5%
期间费用/亿元	2.5	2.6	4.4	5.8	7.0
期间费用率	8.2%	5.7%	6.2%	6.1%	6.0%
销售费用/亿元	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6
销售费用率	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用/亿元	0.8	0.8	1.2	1.6	2.0
管理费用率	2.5%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
研发费用/亿元	1.3	1.6	2.5	3.2	3.9
研发费用率	4.3%	3.5%	3.5%	3.4%	3.3%
财务费用/亿元	0.2	0.0	0.4	0.5	0.6
财务费用率	0.7%	-0.1%	0.5%	0.5%	0.5%
归母净利润/亿元	4.1	7.0	10.5	14.6	18.1
归母净利润率	13.7%	15.4%	15.0%	15.4%	15.5%
Yoy	24.1%	68.4%	51.4%	38.7%	23.7%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们选取文灿股份、拓普集团、爱柯迪三家企业作为公司的可比公司, 2022-2024 年平均 PE 为 46/28/20 倍。我们认为公司持续拓展产品品类优化客户结构, 营收及业绩有望快速增长, 有望成长为轻量化平台型企业, 我们看好公司的长期发展, 维持“买入”评级。

表10: 可比公司估值 (截至 2023 年 2 月 27 日)

公司简称	证券代码	总市值/ 亿元	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
文灿股份*	603348.SH	157.96	2.56	5.90	7.78	61.70	26.77	20.30
拓普集团*	601689.SH	737.82	17.64	23.85	36.09	41.83	30.94	20.44
爱柯迪*	600933.SH	220.37	6.40	8.47	11.37	34.43	26.02	19.38
平均值						45.99	27.91	20.04
旭升集团*	603305.SH	270.83	6.96	10.54	14.62	38.91	25.70	18.52

数据来源: WIND, 东吴证券研究所(注: \*为东吴证券覆盖, 采用东吴证券预测数据, 其余采用 wind 一致预期)

## 6. 风险提示

**芯片供应短缺超出预期。**芯片短缺超出预期，会影响公司下游配套主机厂的产量供应，从而影响公司业绩。

**铝合金价格波动超出预期。**公司产品的主要原材料为铝合金，若铝价在短期内发生剧烈波动，可能给公司的当期经营业绩带来一定的不利影响。

**下游需求复苏不及预期。**如果全球疫新冠疫情控制低于预期，则对全球经济产生影响，从而影响乘用车需求的复苏。

## 旭升集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>4,665</b>	<b>6,135</b>	<b>8,713</b>	<b>11,616</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,023</b>	<b>4,525</b>	<b>7,035</b>	<b>9,506</b>
货币资金及交易性金融资产	2,602	3,272	4,243	5,522	营业成本(含金融类)	2,296	3,445	5,347	7,177
经营性应收款项	1,028	1,561	2,427	3,279	税金及附加	8	13	21	29
存货	920	1,133	1,831	2,556	销售费用	21	23	35	48
合同资产	0	0	0	0	管理费用	76	77	120	162
其他流动资产	114	169	213	258	研发费用	129	158	239	314
<b>非流动资产</b>	<b>3,513</b>	<b>4,107</b>	<b>4,703</b>	<b>5,298</b>	财务费用	22	140	165	185
长期股权投资	0	4	8	12	加:其他收益	18	72	84	91
固定资产及使用权资产	1,797	2,024	2,246	2,458	投资净收益	13	27	35	19
在建工程	1,251	1,550	1,849	2,148	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	361	425	497	577	减值损失	-38	-4	-4	-4
商誉	0	1	1	3	资产处置收益	0	5	0	0
长期待摊费用	2	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>467</b>	<b>770</b>	<b>1,224</b>	<b>1,699</b>
其他非流动资产	102	101	100	99	营业外净收支	-2	2	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8,178</b>	<b>10,241</b>	<b>13,416</b>	<b>16,914</b>	<b>利润总额</b>	<b>465</b>	<b>772</b>	<b>1,224</b>	<b>1,699</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,735</b>	<b>3,602</b>	<b>5,225</b>	<b>6,761</b>	减:所得税	53	77	171	238
短期借款及一年内到期的非流动负债	736	736	736	736	<b>净利润</b>	<b>413</b>	<b>695</b>	<b>1,052</b>	<b>1,461</b>
经营性应付款项	1,780	2,643	4,102	5,506	减:少数股东损益	-1	-1	-1	-1
合同负债	114	1	2	2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>413</b>	<b>696</b>	<b>1,054</b>	<b>1,462</b>
其他流动负债	104	223	386	517	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.62	1.04	1.58	2.19
非流动负债	1,786	2,286	2,786	3,286	EBIT	474	810	1,273	1,778
长期借款	400	400	400	400	EBITDA	598	1,098	1,618	2,184
应付债券	1,270	1,770	2,270	2,770	毛利率(%)	24.06	23.88	24.00	24.50
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	13.67	15.38	14.98	15.38
其他非流动负债	116	116	116	116	收入增长率(%)	85.77	49.67	55.47	35.13
<b>负债合计</b>	<b>4,521</b>	<b>5,889</b>	<b>8,011</b>	<b>10,047</b>	归母净利润增长率(%)	24.16	68.40	51.40	38.79
归属母公司股东权益	3,653	4,350	5,404	6,867					
少数股东权益	3	3	2	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,657</b>	<b>4,353</b>	<b>5,406</b>	<b>6,867</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,178</b>	<b>10,241</b>	<b>13,416</b>	<b>16,914</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	378	1,192	1,586	2,007	每股净资产(元)	8.02	9.58	11.93	15.21
投资活动现金流	-1,191	-851	-911	-987	最新发行在外股份(百万股)	667	667	667	667
筹资活动现金流	1,928	329	294	259	ROIC(%)	8.85	10.94	13.63	15.61
现金净增加额	1,103	670	970	1,280	ROE-摊薄(%)	11.31	16.00	19.50	21.29
折旧和摊销	124	288	345	407	资产负债率(%)	55.28	57.50	59.71	59.40
资本开支	-1,446	-873	-941	-1,001	P/E(现价&最新股本摊薄)	65.54	38.92	25.71	18.52
营运资本变动	-206	4	-105	-173	P/B(现价)	5.07	4.24	3.40	2.67

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

