

## 威唐工业 (300707.SZ)

### 至暗时刻已过，新业务打开第二增长曲线

威唐工业从模具到冲压件及电池箱体垂直开拓，技术相互承接；新客户开拓顺利，冲压件进入放量期；海外新能源汽车渗透率处于起步阶段，公司获越南造车新势力 VinFast 定点。原压制公司利润的汇率、运价、原材料价格等因素在 22 年有望得到缓解，预计公司 2022-2023 年实现净利润为 1、1.49 亿元，同比 +115%、49%，对应 PE 28.5、19.1。首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

- **进口替代+更新加速，模具行业稳定增长。**公司主营汽车中高端模具，直接供货给世界主流零部件供应商，如麦格纳集团、博泽集团、李尔公司等。目前我国高端汽车模具自给率仅 40%，随我国新能源汽车产业发展，进口替代空间广阔；新车型发布提速，由长达 4 年的开发周期缩短至 1-3 年。
- **斩获顶级客户，积极扩产，有望共享成长红利。**2016 年开始从事冲压件生产，现已进入主流新能源车企一级供应商，销量成倍增长。冲压件正进入快速放量期，公司第一大客户（占比超 50%）广受消费者喜爱，且产线自动化水平高，扩产节奏快，公司同步加快冲压件产能建设，有望共享客户成长红利。
- **电池箱体行业仍处于导入期，有望打开收入增长新曲线。**2019 年成立威唐新能源储备电池箱体技术，2021 年获越南造车新势力 VinFast 定点项目，现处于行业导入期，新兴厂商具备切入机会。VinFast 是越南首家成熟的汽车制造商，背靠集团 Vingroup 为越南最大综合集团，Vingroup 已为 VinFast 投资 50 亿美元。近期 VinFast 向客户交付了首批 VF e34 电动车，并计划 2022 年在全球范围内销售 4.2 万辆电动车。
- **至暗时刻已过，多重利润压制因素将逐步缓解。**公司海外收入总占比超过 70%，其中出口美国占 30%~57%。各业务原材料占总成本比 40%~70%。中美贸易摩擦给公司带来高额的关税负担，人民币升值侵蚀公司营收及毛利，海运价格及原材料飙升提高公司成本，多重因素使得近年来公司利润承压。曙光将现，美联储预计加息 3-4 次，届时海内外利差缩小，人民币汇率有望回落。随着疫情逐步缓解，海运运力紧张将缓解，现国际航线运价已开始下滑。原材料供需错配有望逐步缓解，当下在政策调控下，上涨趋势已暂缓。
- **投资建议：**预计公司 2021-2023 年营收为 7.18、11.41、16.96 亿元，同比+29%、59%、49%；归母净利润为 0.46、1、1.49 亿元，同比+46%、115%、49%，对应 PE 61.3、28.5、19.1。首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**全球汽车行业低迷、人民币升值、海运及原材料价格维持高位。

#### 财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	403	555	718	1141	1696
同比增长	-21%	38%	29%	59%	49%
营业利润(百万元)	44	37	54	117	174
同比增长	-55%	-15%	46%	116%	49%
归母净利润(百万元)	37	32	46	100	149
同比增长	-56%	-13%	46%	115%	49%
每股收益(元)	0.23	0.20	0.30	0.64	0.95
PE	77.6	89.6	61.3	28.5	19.1
PB	4.4	4.0	3.8	3.3	2.9

资料来源：公司数据、招商证券

### 强烈推荐-A (首次)

中游制造/机械  
当前股价：18.51 元

#### 基础数据

总股本(万股)	15703
已上市流通股(万股)	11128
总市值(亿元)	29
流通市值(亿元)	21
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	2.9
资产负债率	40.4%
主要股东	张锡亮
主要股东持股比例	19.43%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	13	8
相对表现	6	19	19



资料来源：公司数据、招商证券

刘荣 S1090511040001  
liur@cmschina.com.cn  
吴洋 研究助理  
wuyang2@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、立足模具业务，稳步进军同源新行业	4
1、中高端汽车冲压模具制造商，多年技术储备将发力	4
2、冲压领域同源延申，模具、冲压件、电池箱体全供应	4
3、利润承压，底部已至	6
二、精进传统模具，突破电车新板块	7
1、进口替代+更新加速，双逻辑确立模具长期增长	7
2、造车新势力入场，冲压零部件格局变动	9
3、电池箱体打开第三增长曲线	10
三、静候反转，至暗时刻已过	12
1、人民币升值趋势暂缓	12
2、海运价格及海运拥堵程度缓解	15
3、美国通胀高企，关税下调预期增强	15
四、投资建议及风险提示	15
1、投资建议	15
2、风险提示	16

## 图表目录

图 1: 公司发展示意图	4
图 2: 各业务历史营收及增速	6
图 3: 各业务毛利率	6
图 4: 公司模具业务毛利率与对手对比	6
图 5: 公司冲压件业务毛利率与对手对比	6
图 6: 公司历史营收及增速	7
图 7: 公司历史净利润及增速	7
图 8: 公司历史毛净利率	7
图 9: 公司历史费用率	7
图 10: 中国汽车模具市场规模	9
图 11: 中国模具出口交货值	9
图 12: 中国汽车新车型注册数	9

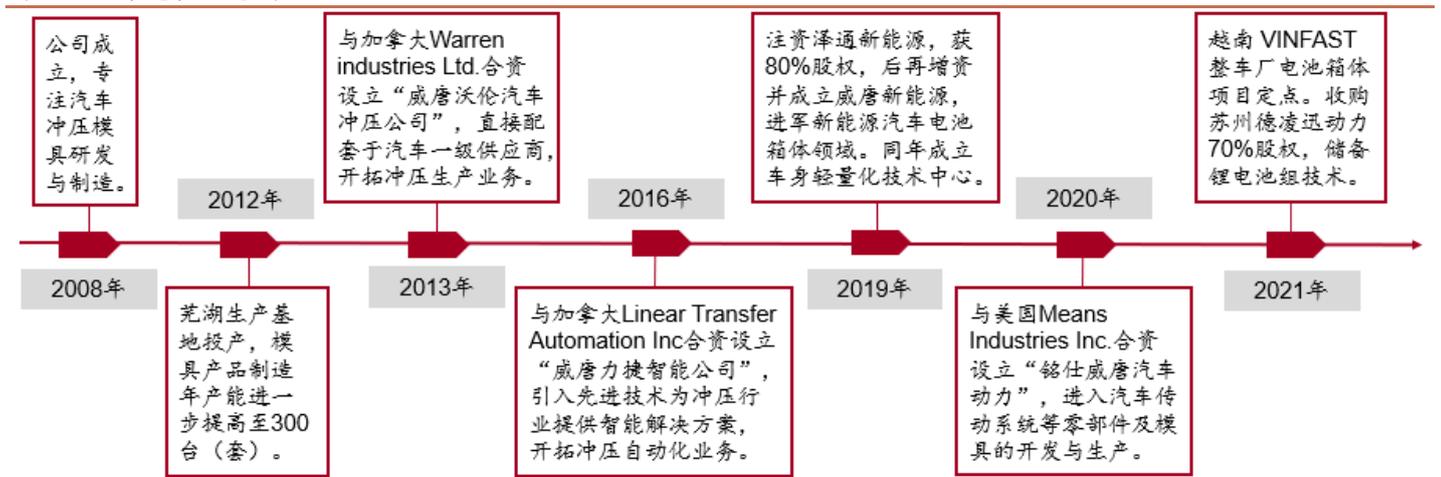
图 13: 中国新能源汽车销量.....	9
图 14: 冲压零部件在车身上应用 .....	10
图 15: 纯电车销量前五品牌.....	10
图 16: 冲压零部件在车身上应用 .....	10
图 17: 电池箱体市场规模及电动汽车渗透率 .....	10
图 19: 公司海外收入占比 .....	12
图 20: 公司季度利润与事件节点 .....	12
图 21: 人民币对美元汇率 .....	13
图 22: 近两年 CCFI 运价指数.....	15
图 23: 近半年 WCI 运价指数和 CCFI 运价指数.....	15
图 24: 威唐工业历史 PE Band .....	17
图 25: 威唐工业历史 PB Band .....	17
表 1: 公司产业结构.....	5
表 2: 各类工艺模具简介 .....	8
表 3: 当前电池箱体工艺路线.....	11
表 4: Vinfast 三款电动 SUV 参数 .....	12
表 5: 汇率变动对营收的影响.....	13
表 6: 本轮人民币升值过程中央行采取的逆周期调节政策 .....	14
表 7: 销敏感性分析-汇率变动对营收的影响.....	14
表 8: 敏感性分析-汇率变动对毛利率的影响.....	14
表 9: 销售收入结构预测.....	16
附: 财务预测表.....	18

## 一、立足模具业务，稳步进军同源新行业

### 1、中高端汽车冲压模具制造商，多年技术储备将发力

威唐工业主营汽车冲压模具，后向下延展至冲压件及电池箱体业务。公司于2008年创立于无锡，专注于汽车冲压模具的研发与制造，依托卓越的研发能力获得海内外客户的青睐。2013年，与加拿大Warren industries Ltd.合资设立“威唐沃伦汽车冲压公司”，直接配套于汽车一级供应商，开拓冲压生产业务。2016年，与加拿大Linear Transfer Automation Inc 合资设立“威唐力捷智能公司”，引入先进技术为冲压行业提供智能解决方案，开拓冲压自动化业务。2019年，公司注资泽通新能源，获80%股权，后再增资并成立威唐新能源，进军新能源汽车电池箱体领域。同年成立车身轻量化技术中心。2020年，与美国Means Industries Inc.合资设立“铭仕威唐汽车动力”，进入汽车传动系统等零部件及模具的开发与生产。2021年，越南VINFAST 整车厂电池箱体项目定点，及收购苏州德凌迅动力70%股权，储备锂电池组技术。公司模具业务主要面向海外，销售与服务中心已全球布局，覆盖加拿大、德国、美国等地区。产能方面，公司共5个生产基地，主业模具产能2011年年产能达300台（套），2019年无锡生产基地二期厂房竣工，年产能进一步扩大至500台（套），无锡生产基地三期厂房正在筹建中。公司现已被认定为“江苏省工程技术研究中心”、“无锡市复杂精密冲压模具工程技术研究中心”，并被中国模具工业协会评为“模具出口重点企业”。公司获得众多国际知名企业认可，其中汽车冲压模具产品直接客户包括：麦格纳集团、博泽集团、李尔公司等；使用公司研发、设计的模具所制造的冲压零部件，最终配套应用于保时捷、特斯拉、奔驰、宝马、奥迪、捷豹、路虎、大众、通用、福特、克莱斯勒、本田等全球知名汽车集团旗下的众多车型。

图 1：公司发展示意图

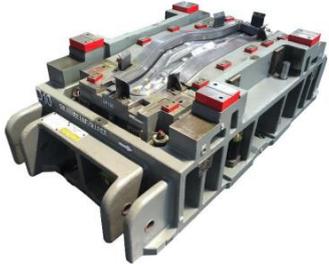
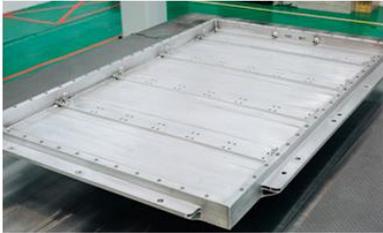


资料来源：公司公告、招商证券

### 2、冲压领域同源延申，模具、冲压件、电池箱体全供应

公司主营业务分四大板块：冲压模具，冲压零部件，电池箱体及自动化解方案。公司专注于冲压模具，主要应用于汽车白车身、车门系统、座椅系统、排气系统等零部件生产。与竞争对手存在部分差别，天汽模冲压模具主要应用于轿车侧围模具、车门内板模具；祥鑫科技冲压模具主要应用于发动机冷却系统、座椅系统、天窗等。2013年，凭借公司对汽车冲压件产品的市场需求、工艺流程、销售渠道的深入了解，从设备端向下延展至冲压件制造，主要生产车身覆盖件、变速箱、座椅系统，产品现已进入知名新能源车供应链。公司2019年开始储备电池箱体技术，现已获得越南造车新势力VINFAST 定点项目，并正与多家国内厂商进行商务接洽，新能源汽车渗透率持续提升，销量屡超预期，目前行业正处于技术导入期、配套厂商洗牌期，新兴厂商具备切入机会。

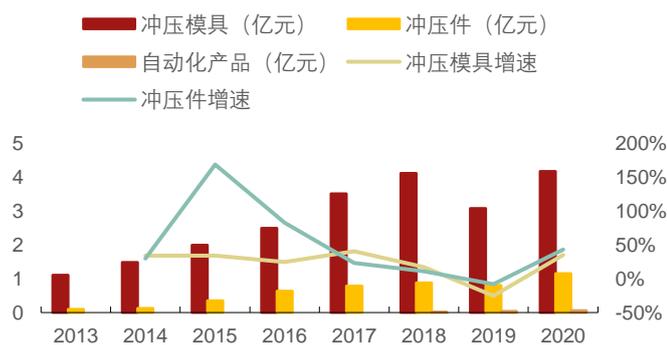
表 1: 公司产业结构

分类	图示	产品说明	客户
冲压模具		生产级进模、连线模及传递模等在内的各类大中型精密复杂的模具产品。公司模具涵盖汽车白车身、车门系统、座椅系统、仪表盘系统、排气系统与底盘系统。	麦格纳集团、博泽集团、李尔公司、海斯坦普等
冲压产品		提供优质的汽车冲压件、焊接件及装配总成件及一系列的配套服务。主要产品包括：座椅系统、车门系统、油箱、卡车离合器、白车身体件、电池包系统与仪表盘系统。	最终应用于宝马、奔驰、通用、奥迪和大众等一系列进口或国产汽车
电池包系统解决方案		生产钢制或铝制冲压电池包上盖、铝挤压下托盘总成、钢铝混合轻量化结构总成、电池模组金属组件、铝挤压零部件总成。	越南 VINFAST 整车厂
自动化解决方案		白车身自动化、冲压自动化。	工业自动化：绿控传动等；冲压自动化：麦格纳集团等

资料来源：公司官网、招商证券

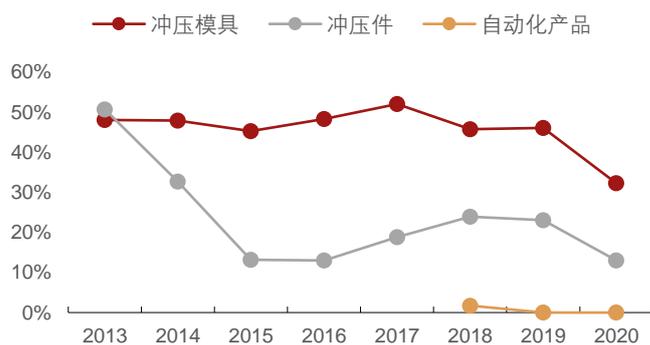
公司冲压模具及冲压零部件营收增长稳定，近两年盈利能力受中美贸易摩擦、疫情影响略有下滑。模具业务营收 7 年复合增速达 20.9%，冲压件业务营收 7 年复合增速达 41.9%。公司模具主要供应海外客户，海外汽车制造业历史悠久、格局稳定，公司模具板块增长逻辑为承接海外汽车产业集群向外转移。我国较其他发展中国家具备技术优势，相较欧美日等国具有成本优势，在此背景下公司营收总体保持稳增。受 19 年汽车制造业整体不景气，20 年疫情后的海运运费上涨、运输周期长交货收入确认慢、人民币升值等因素，公司营收及利润均受到压制，现已处于底部。毛利率上，冲压模具毛利率 20 年前维持在 45% 左右，冲压零部件毛利率 20 年前维持在 20% 左右。冲压模具属于汽车产业链前段，参与整车设计环节，技术附加价值高，毛利率较高；冲压零部件属于汽车产业链中段，主要是制造，处于“微笑曲线”中段，核心为降本增效，行业毛利率水平处于 18%~22%。

图 2: 各业务历史营收及增速



资料来源: Wind、招商证券

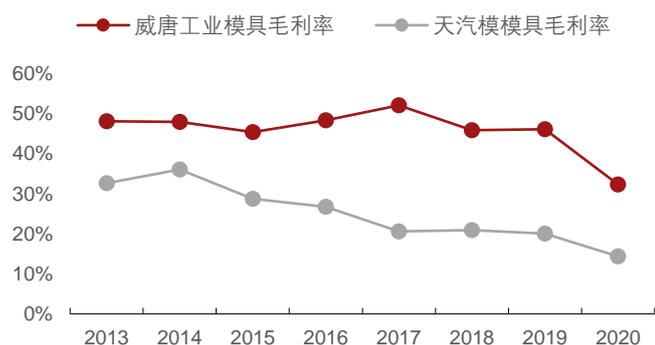
图 3: 各业务毛利率



资料来源: Wind、招商证券

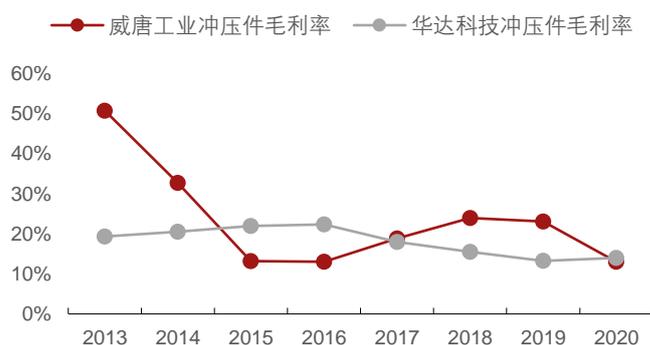
横向对比, 公司冲压模具毛利率高于行业水平, 因为公司主要客户为海外客户 (马丁瑞尔系、博泽系、奇昊系、麦格纳系等), 而国内其他模具制造商主要客户为国内客户。海内外冲压模具行业分工上有区别, 职责归属不同导致模具设计重视程度不同。国内汽车主机厂商将冲压零部件下放至一级供应商, 但并未提供模具方面的支持, 国内专门生产模具的企业的民营企业 (如天汽模、成飞集成等) 收入承压, 进而限制国产模具的盈利能力、质量及设计。海外汽车主机厂注重模具设计, 承担设计相应费用, 海内外车企使用模具的价格差异反应到模具制造商上则为毛利率差异。反观冲压件业务, 公司冲压零部件毛利率与行业主流公司一致, 制造壁垒相对更低, 依赖配套主机厂, 同时受上游原材料价格影响, 行业毛利率空间较小。

图 4: 公司模具业务毛利率与对手对比



资料来源: Wind、招商证券

图 5: 公司冲压件业务毛利率与对手对比

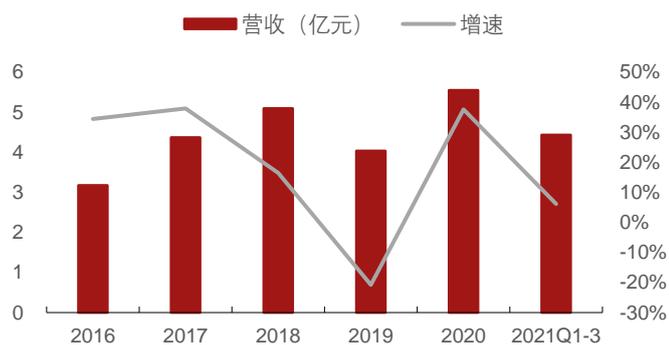


资料来源: Wind、招商证券

### 3、利润承压, 底部已至

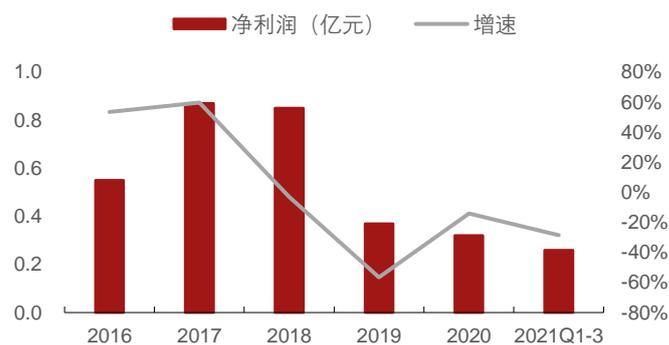
收入端除 19 年全球行业需求萎靡下滑外, 均保持增长; 利润端自 18 年起开始承压, 19 年后大幅下滑, 现已至底部。18 年上半年人民币汇率处于历史高位, 下半年中美贸易摩擦不断升级, 直至 19 年中旬, 美国 2000 亿美元清单商品额外加征关税提高至 25% (汽车冲压模具在加征清单内), 公司历年美国地区销售金额在 30% 左右, 其中 20H1 高达 57%, 贸易摩擦不仅产生大量额外关税, 还加重双方企业对政策不确定性的担忧, 影响原定采购计划, 新签订单减少。同时, 19 年全球汽车市场低迷, 19 年公司营收同比-21%, 净利润同比-57%。20 年疫情背景下, 全球宽松的货币政策刺激消费, 中国率先复工复产, 制造业回流, 公司收入大规模增长, 同比+38%。但 20 年下半年进入弱美元周期, 人民币持续升值; 原材料价格大幅上涨后维持高位; 公司海外收入占比高达 70%, 国际运力紧张, 运价高企, 影响利润, 港口及内陆河道堵塞, 拖延收入确认。

图 6: 公司历史营收及增速



资料来源: Wind、招商证券

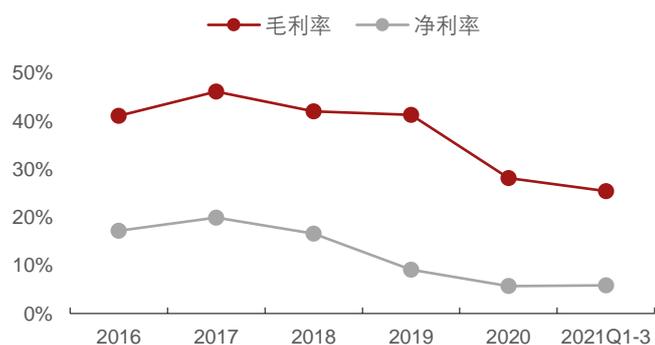
图 7: 公司历史净利润及增速



资料来源: Wind、招商证券

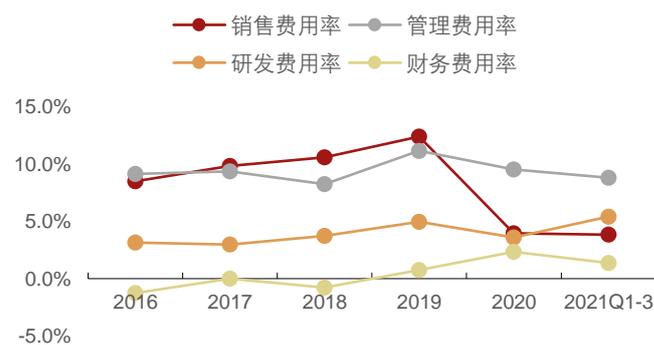
18 年 9 月 24 日起, 美国对 2000 亿美元清单加征额外 10% 关税, 19 年 5 月 10 日提升至 25%。公司将关税计入销售费用中的物流费项, 受关税提升影响, 18 年公司销售费用率同比+0.8pct, 19 年同比+1.8pct; 据公司可转债募集书, 19 及 20Q1-2 实际产生的额外关税为 1165.67 万元、1849.85 万元。20 年毛利率大幅下降原因为会计计提方式改变, 运费计入营业成本进而影响毛利率, 20 年公司销售费用率同比-8.4pct, 加回后毛利率同比-4.8pct (加回前同比-13.2pct), 该部分毛利率下降主因原材料上涨、运价上涨。

图 8: 公司历史毛净利率



资料来源: Wind、招商证券

图 9: 公司历史费用率



资料来源: Wind、招商证券

## 二、精进传统模具, 突破电车新板块

### 1、进口替代+更新加速, 双逻辑确立模具长期增长

冲压仍为汽车制造主要工艺, 模具涉及车型设计, 属技术密集型产品。冲压是指借助于常规或专用冲压设备的动力, 使金属板料在模具里直接受到变形力并进行变形, 从而获得一定形状, 尺寸和性能的产品零件。冲压件模具是乘用车车身生产的重要装备, 其设计和制造时间约占汽车开发周期的 2/3, 一般生产一款普通的轿车需要 1000 至 1500 多套冲压模具, 约占整车生产所需全部模具产值的 40% 左右。每款改款车平均约 25% 的模具需要更换。乘用车冲压件模具具有尺寸大、工作型面复杂、技术标准高等特点, 属于技术密集型产品。

表 2: 各类工艺模具简介

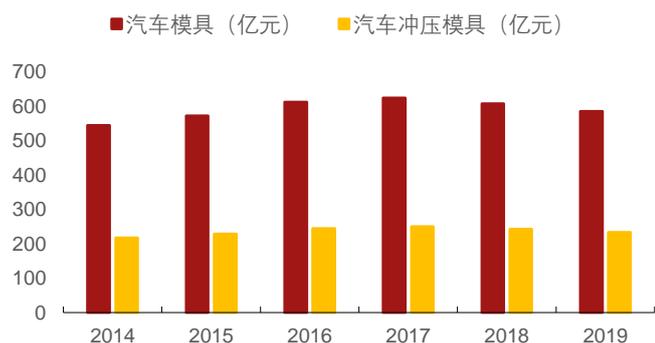
模具类别	冲压模具	注塑模具	铸造模具	锻造模具
工艺过程	冲压	注塑	铸造	锻造
加工材料	金属板材	熔融塑料	熔融金属	棒料或铸锭
模具加工方法	通过模具使金属板材产生塑性变形或分离而获得成品零件的一种成型工艺方法	受热融化的材料由高压射入模腔, 经冷却固化后, 得到成品的方法	将金属熔炼成符合一定要求的液体并浇进铸型里, 经冷却凝固、清整处理后得到预定形状、尺寸和性能的铸件的方法	利用压力机和模具使金属材料产生塑性变形, 从而获得具有一定力学性能、一定形状和尺寸的零件的方法
工艺设备				
模具寿命	高精密多工位级进模寿命约 100 万次	1000 万次左右	压铸模具寿命 15 万次左右	冷精密锻模模具寿命约 0.8-2.5 万件
加工成品	金属冲压件	注塑件	金属铸件	金属锻件
典型应用领域	汽车金属结构件、通信设备及办公设备的框架及箱体等	汽车内饰件、日常塑料件	箱体类零件、缸体类零件	曲轴类零件、连杆类零件

资料来源: 祥鑫科技公告、招商证券

我国冲压模具企业可分为三大类: (1) 国内大型汽车主机厂附属的模具开发企业 (一汽模、二汽模、比亚迪模具等), (2) 独立运营的民营企业 (例如天汽模、威唐工业、祥鑫科技、合力科技等), (3) 小规模厂商。民营企业中按客户归属又可分为内销为主 (天汽模客户以国内主机厂及合资主机厂为主, 如奇瑞、长城、一汽大众、上海大众等) 及外销为主 (威唐工业客户均为国际汽车零部件供应商, 如麦格纳、奇昊、伊思灵豪森等)。大型主机厂附属模具企业技术先进, 生产规模大, 服务对象较为单一。独立运营的民营企业规模更小, 技术在细分领域有竞争力, 面向国内客户的企业更侧重性价比, 面向海外客户的企业更注重设计与质量。

**多重因素模具市场规模微降, 长期高端模具进口替代及海外产业链转移助力行业成长。** 2011-2018 年, 全球汽车销量由 7988 万辆增长至 9563 万辆, 复合增速 2.6%, 2020 年下滑至 7803 万辆。类似的, 我国汽车模具市场于 2017 年达到峰值, 后因中美贸易摩擦、全球汽车行业消费低迷, 模具市场随汽车产销量同步下滑。每年汽车模具市场约 600 亿, 其中冲压模具市场约 230 亿, 占比 38%。我国模具出口交货值约为 400 亿, 其中冲压模具约占 35%, 对应市场 140 亿。目前我国低端汽车冲压模具市场饱和、竞争激烈, 而高端模具依赖进口 (自给率 40%), 具备高端模具设计、生产能力的企业将随着国产新能源汽车替换进程实现进口替代。同时, 海外模具产业出于降本考虑, 正在向兼具较高技术水平, 同步开发能力, 又有较低人力成本的中国转移。

图 10: 中国汽车模具市场规模



资料来源: 中国模具工业协会、招商证券

图 11: 中国模具出口交货值



资料来源: 国家统计局、招商证券  
注: 2015-2017 数据缺失

**新车型发布提速, 新能源车提升模具市场空间。**全新车型开发周期已由原来的 4 年左右缩短到 1-3 年, 改款車型由原来的 6-24 个月缩短至 4-15 个月。同时新能源汽车渗透率持续超预期, 根据招商汽车组预测, 2022 年新能源汽车销量将达 550 万台。新能源汽车仍处于快速上量阶段, 产品矩阵未定型, 模具更新频率高于成熟油车车型。

图 12: 中国汽车新车型注册数



资料来源: 工信部、招商证券

图 13: 中国新能源汽车销量



资料来源: 中汽协、招商证券

**客户、技术两大核心优势相互强化, 公司模具行业地位稳固。**公司模具客户大部分为海外一流零部件供应商 (如麦格纳集团、博泽集团、奇昊集团等), 该类客户具备技术与资金优势, 最终配套于一流车企。模具是技术密集型产品, 产业链靠近整车设计, 价值量主要在设计、精加工、调试三环节上, 且模具可分为手动、半自动、全自动生产, 公司主要生产适配自动化生产线的模具以满足海外客户需求。凭借多年与海外一流零部件供应商合作及公司自身不断的技术开发与经验积累, 现公司已具备汽车全冲压件模具 (内外覆盖件, 车身结构件, 大型底盘件), 级进模、传递模、联线模组的生产能力。

**可转债募投项目为公司大型冲压模具再添助益。**公司 2020 年发行可转债募集 3.01 亿元用于大型精密冲压模具智能生产线建设项目。该项目投资总额 4.04 亿元, 主要产品为汽车外覆盖件 (如四门两盖、翼子板等)、大型底盘件的模具的生产, 预计 2023 年达产, 达产后将形成年产 23 套大型高精度复杂汽车冲压模具, 单套均价超 1400 万元, 公司年营收预计增加 3.22 亿元, 利润总额预计增加 8098.96 万元。

## 2、造车新势力入场, 冲压零部件格局变动

**当前车身零部件仍以冲压件为主, 造车新势力入场为公司冲压零部件业务提供机会。**冲压件订单汽车制造工艺中有 60%~70% 的金属零部件需冲压加工成形, 冲压件广泛应用于车身覆盖件、车内支撑件、结构加强件, 以及大量的汽车零部件如发动机的排气和进油弯管及消声器、空心凸轮轴、油底壳、发动机支架、框架结构件、横纵梁等, 平均每辆车上包含 1500 余个冲压件。除 Model Y 的后底板及 Cybertruck 的前桥可实现较稳定的一体压铸成型外, 绝大部分零部件仍需要通过冲压焊接的方式生产。一方面, 一体压铸技术仍处于验证阶段, 大吨位压铸机产能供给有限, 生产工艺仍需调试、磨合, 当前良品率较低, 整个新能源汽车产业当前一体压铸工艺下产能难以跟上爆发的需求, 冲压零

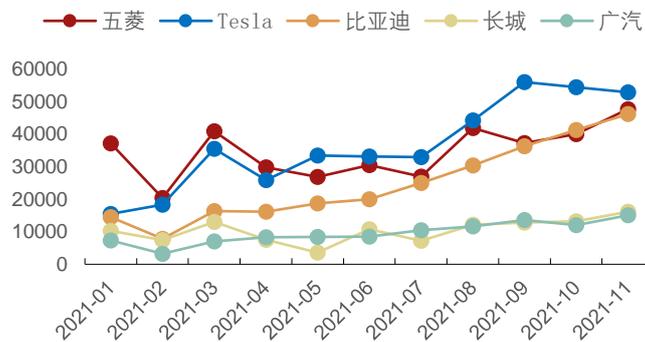
部件在产量上仍占据主导地位；另一方面，冲压可以使材料内部产生预应力以增强零件的机械强度，而压铸模具通常也为钢，加上钢的熔点过高（1500度），压铸件的主要成分为铝（熔点660度），因此冲压高强度高板是汽车安全件的刚需，压铸件难以达到安全件所需强度。公司冲压件以车身结构件、安全件为主，受一体压铸件影响小。传统车企已有稳定的零部件供应体系，但造车新势力工业基础薄弱，整个零部件供应体系仍在导入期，公司更易配套进入新势力供应商体系。现公司冲压零部件主要供应给新能源汽车，且大客户为主流新能源车企，且此客户正处于产能快速爬坡期，公司冲压零部件业务有望大幅提升。

图 14：冲压零部件在车身上应用



资料来源：《汽车结构》、招商证券

图 15：纯电车销量前五品牌



资料来源：Marklines、招商证券

### 3、电池箱体打开第三增长曲线

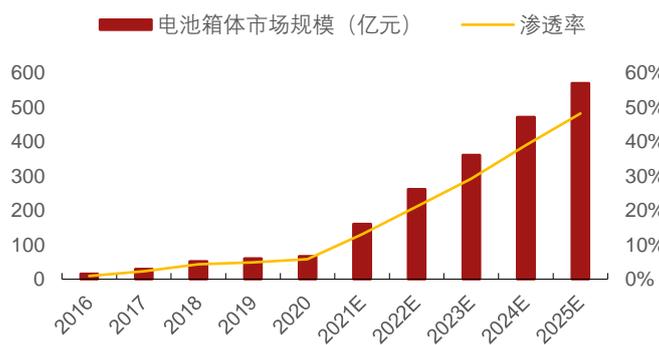
电池箱体 22 年市场规模最高可达 261 亿元。电池箱体与电芯、电池管理系统构成动力电池系统。其中电芯作为动力电池的能量储存单元，电池管理系统用于动力电池电芯的管理和监控，而动力电池箱体作为电池系统载体的同时，对电池各相关子系统的安全性、密封性、防冲撞能力以及集成效应起到了关键作用。当前新能源汽车渗透率持续超预期，据招商汽车预测，21 年新能源汽车销量将达 330 万台，22 年达 550 万台，电池箱体单价 4000-5000，假设年降 5%，22 年电池箱体市场规模最高将达 261 亿元，25 年最高将达 570 亿元。

图 16：新能源汽车电池系统



资料来源：大众官网、招商证券

图 17：电池箱体市场规模及电动汽车渗透率



资料来源：Marklines、招商证券

按照材料成型工艺分类，目前动力电池箱体主要有三大技术路线，即冲压、铝合金压铸和铝合金挤压成型。上壳体以冲压为主，下壳体主要工艺为铝合金挤压成型机铝合金压铸两种方式。公司现具有钢制、铝制冲压电池包上盖，铝挤压下托盘总成，钢铝混合轻量化结构总成生产能力。

表 3: 当前电池箱体工艺路线

工艺技术	优点	缺点	使用场景	代表车型
冲压	强度及刚性高，成本低	延伸度及震动、冲击强度不足	钢制多，铝制需要整车企业具备较强车身、底盘集成设计能力	Tesla Model3
铝合金压铸	不需要进一步的焊接工序，综合力学性能强	易发生欠铸、裂纹、冷隔、凹陷、气孔等，碰撞后易变形	受模具尺寸限制，主要应用于小尺寸电池包	Nissan Leaf、Volt（钢制）、大众 Golf GTE 插电混动、Audi e-tron、BMW X5 插电混动（铝制）
铝合金挤压成型	成本较低，能提供较大的刚度及刚性	需要复杂的焊接工艺	当前主流，可广泛适用于各种尺寸的电池包	宝马 IX3、大众 MEB 等主流电动平台

资料来源：《新能源汽车电池托盘应用现状及发展趋势》、招商证券

图 18: 公司电池箱体相关产品



资料来源：公司公告、招商证券

公司获 VinFast 电池箱体定点，VinFast 电动车进展已加速。2021 年 5 月公司取得越南造车新势力 VinFast 电池箱体总成的定点，项目预计生命周期为 5 年。VinFast 背靠集团 Vingroup 为越南最大综合集团（现市值 159 亿美元）。2021 年 12 月 21 日，Vingroup 计划发行国际债券为 VinFast 部门融资 15 亿美元，截至目前 Vingroup 已为 VinFast 投资 50 亿美元。VinFast 自主生产的燃油汽车 2019 年进入市场，成为越南首家成熟的汽车制造商，2021 年 12 月 25 日，VinFast 宣布向客户交付了首批 VF e34 电动车。2022 年 1 月 6 日接受 VF e35 和 VF e36 的预定。VinFast 计划 2022 年在全球范围内销售 4.2 万辆电动车，高于此前计划的 1.5 万辆。

表 4: Vinfast 三款电动 SUV 参数

型号	VF e34 (C 级电动 SUV)	VF e35 (D 级紧凑型电动 SUV)	VF e36 (E 级紧凑型电动 SUV)
图片			
售价	6.9 亿越南盾 (约 19.4 万人民币)	预定费 1 亿越南盾 (约 2.8 万人民币)	
尺寸(mm)	4.3*1.793*1.613	4.750x1.900x1.660	5.12*2*1.721
最大功率	110kW	150kW (单电机) 300kW (双电机)	300kW (双电机)
电池容量	42 kWh	106kWh	106kWh
续航里程	300km	402km	563km
最大扭矩	242Nm	640Nm	640Nm
自动驾驶级别		L3	L3
其他特点	支持快速充电, 充电 18 分钟后可行 驶 180 公里	采用先进的高级驾驶辅助系统(ADAS), 如车道保持辅助、碰撞缓解、驾驶员监 控、自动泊车和智能召唤	

资料来源: 公司数据、汽车之家、招商证券

### 三、静候反转，至暗时刻已过

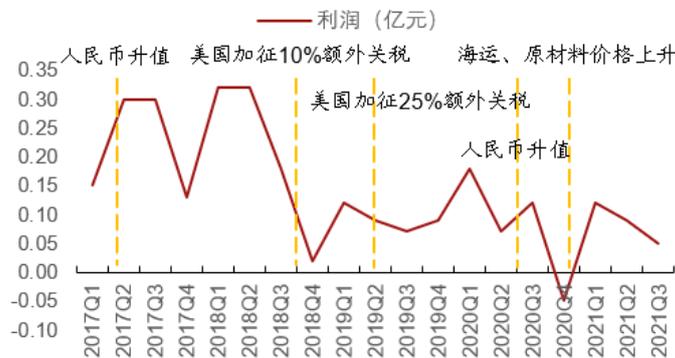
公司业务以出口为主，海外收入总占比超过 70% (几乎全为模具业务)，其中出口美国占总收入比 30% 左右 (除 2020 年，占比达 57%)。公司模具业务中原材料占总成本 40% 左右，冲压件业务中原材料占总成本 70%。近年来，中美贸易摩擦给公司带来高额的关税负担，人民币升值侵蚀公司营收及毛利，海运价格及原材料飙升提高公司成本，多重因素使得近年来公司利润承压，但至暗时刻已过，曙光即在眼前。

图 19: 公司海外收入占比



资料来源: Wind、招商证券

图 20: 公司季度利润与事件节点

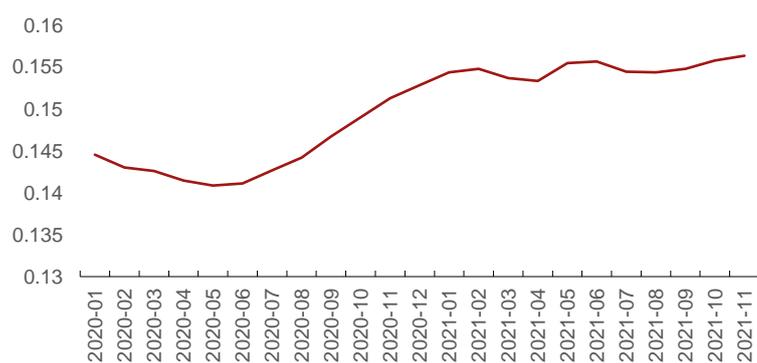


资料来源: Wind、招商证券

### 1、人民币升值趋势暂缓

公司模具业务在签订销售合同到最终实现销售存在较长的生产周期，且外销业务合同以外币定价，汇率波动对公司存在较大影响，直接影响模具业务收入及毛利率。根据公司照顾说明书，2014-2017Q1 汇率波动对公司营收最高达+1430 万元，占营收 4.5%；对毛利率影响最高达+2.78%。在海外疫情反复，订单回流中国，贸易顺差维持高位及美国量化宽松政策的共同作用下，人民币自 2020 年 6 月开始持续升值，至今升值超 10%。在升值过程中，不仅影响公司实际收入及毛利，同时影响公司收入、利润同比，因此若未来人民币贬值，可两方面改善业绩。

图 21: 人民币对美元汇率



资料来源: Wind、招商证券

表 5: 汇率变动对营收的影响

	2014	2015	2016	2017Q1
营业收入	16314	23569.45	31676.28	8455.48
营业成本	8656.59	14011.64	18646.59	4728.76
毛利率	46.94%	40.55%	41.13%	44.07%
其中: 外币折算营业收入	11670.14	17878.14	23001.87	5956.83
海外业务占比	71.53%	75.85%	72.62%	70.45%
测算的外币折算下的营业收入	11738.33	18580.31	21571.1	5869.58
汇率变动对营业收入的影响	-68.19	-702.17	1430.77	87.25
影响金额占当期营业收入的比例	-0.42%	-2.98%	4.52%	1.03%
测算的外币折算下的毛利率	47.16%	42.27%	38.35%	43.49%
影响金额对当期毛利率的影响比例	-0.22%	-1.72%	2.78%	0.58%
年均中间价-人民币兑美元汇率	0.1628	0.1634	0.1539	0.1450
年均中间价-人民币兑美元汇率同比	0.90%	0.37%	-5.77%	

资料来源: 公司招股说明书、招商证券测算

尽管央行已退出了对汇率的常态式干预, 但出于经济增长的考虑又不希望人民币升值过快, 因而倾向于采用一些市场化措施进行调节。展望 2022, 市场预期美联储将加息 3-4 次, 如若美联储超预期大幅加息后, 势必将推升美债收益率, 缩小境内外利差, 跨境资本可能从包括中国在内的新兴市场流出, 推动包括人民币在内的新兴市场货币贬值。

表 6: 本轮人民币升值过程中央行采取的逆周期调节政策

时间	措施	评价
2020 年 9 月 30 日	18 家金融机构合计获配 33.6 亿美元的新增 QDII 额度	温和
2020 年 10 月 12 日	远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20% 下调为 0	强信号
2020 年 10 月 27 日	逆周期因子淡出人民币对美元中间价报价	强信号
2020 年 11 月 29 日	扩大 QDLP/QDIE 北上深试点规模, 新增海南、重庆开展试点 QDLP	资本项目开放
2020 年 11 月 30 日	国家外汇管理局向 23 家机构发放 QDII 额度 42.96 亿美元	温和
2020 年 12 月 2 日	《金融时报》报道人民银行和香港金管局正在研究债券市场南向通, 目前据称南向通可能于 2021 年 7 月开通	资本项目开放
2020 年 12 月 4 日	国家外汇管理局已批准深圳合格境内投资者境外投资 (QDIE) 试点规模由 50 亿美元增加到 100 亿美元。	温和
2021 年 1 月 5 日	央行、外汇局决定将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1	强信号
2021 年 1 月 31 日	国家外汇管理局向 21 家金融机构发放 QDII 投资额度 90.2 亿美元	温和
2021 年 3 月 31 日	国家外汇管理局向 11 家金融机构发放 QDII 投资额度 88.5 亿美元	温和
2021 年 5 月 31 日	自 2021 年 6 月 15 日起, 上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点, 即外汇存款准备金率由现行的 5% 提高到 7%	强信号
2021 年 5 月 31 日	中国外汇局截至 5 月 31 日批准 1370.19 亿美元的 QDII 投资额度, 较 3 月末上升了 24.5 亿美元	温和
2021 年 12 月 9 日	自 12 月 15 日起, 上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点, 由现行的 7% 提高到 9%	强信号

资料来源: 央行、外管局、招商证券

以下为未来一年汇率变动对公司营收及毛利率的敏感性分析。假设公司海外业务占比为 70%, 兑其他货币汇率波动与兑美元汇率保持一致, 除汇率影响外的毛利率为 30%, 我们得到若未来人民币贬值 3%, 营收将增加 2.16%, 毛利率提升 1.5%。

表 7: 销敏感性分析-汇率变动对营收的影响

人民币兑美元 汇率同比	-8%	-7%	-6%	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%
营收变动	6.09%	5.27%	4.47%	3.68%	2.92%	2.16%	1.43%	0.71%	0.00%	-0.69%	-1.37%	-2.04%

资料来源: 招商证券测算

表 8: 敏感性分析-汇率变动对毛利率的影响

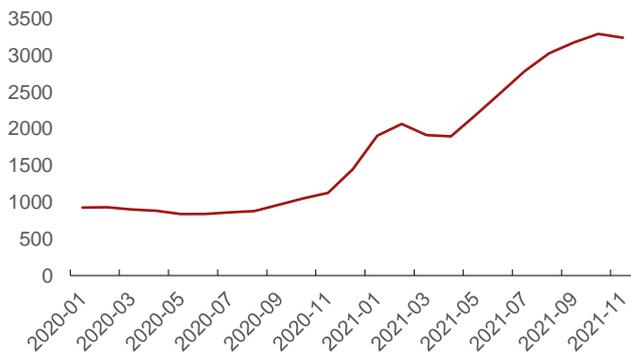
人民币兑美元 汇率 同比	-8%	-7%	-6%	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%
综合 毛利率												
45%	3.2%	2.8%	2.4%	2.0%	1.6%	1.2%	0.8%	0.4%	0.0%	-0.4%	-0.8%	-1.1%
40%	3.4%	3.0%	2.6%	2.1%	1.7%	1.3%	0.8%	0.4%	0.0%	-0.4%	-0.8%	-1.2%
35%	3.7%	3.3%	2.8%	2.3%	1.8%	1.4%	0.9%	0.5%	0.0%	-0.5%	-0.9%	-1.4%
30%	4.0%	3.5%	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%	-1.5%
25%	4.3%	3.8%	3.2%	2.7%	2.1%	1.6%	1.1%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%	-1.6%
20%	4.6%	4.0%	3.4%	2.8%	2.3%	1.7%	1.1%	0.6%	0.0%	-0.6%	-1.1%	-1.7%

资料来源: 招商证券测算

## 2、海运价格及海运拥堵程度缓解

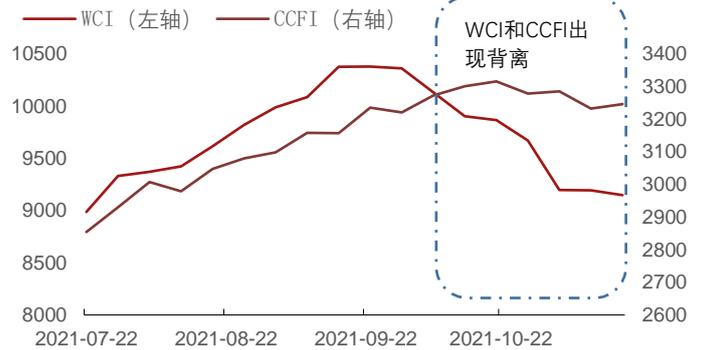
2021年11月以来，海外需求的大幅增长，海运运力不足及海外内陆水道拥堵，出口运费大幅飙升，美国西海岸的清关效率缓慢，内陆运输堵塞，影响出口商品交货确认收入。2020年11月至今CCFI(中国出口集装箱指数)增长188%，但2021年9月底开始，WCI(全球集装箱运价指数)先一步开始下跌，主因海外疫情逐步缓解，中国因仍前期出口企业在手订单依旧高企，出口保持旺盛，运力依旧紧张，但预计2022年海运将逐步回归正常水平，运价下降冲减成本及确认因港口、内陆航道堵塞未确认收入部分将计入收入，带来更高的盈利预期。公司除海外收入占比、美国收入占比高外，因模具的特殊属性，公司运费占收入比高达6.1%(已剔除含在其中的关税)，在招商机械板块385个标的中占比最高，在海运价格下降后，利润弹性更大。

图 22: 近两年 CCFI 运价指数



资料来源: Wind、招商证券  
注: CCFI 为中国出口集装箱运价指数

图 23: 近半年 WCI 运价指数和 CCFI 运价指数



资料来源: Wind、招商证券  
注: WCI 为 Drewry 全球集装箱运价指数

## 3、美国通胀高企，关税下调预期增强

2018年9月9日，美国政府宣布对从我国进口的2000亿美元商品加征关税，具体分为两个阶段：2018年9月24日起加征关税税率为10%；2019年1月1日起将税率调高至25%(正式实施时间后被推迟至2019年5月10日)。公司主要出口产品为汽车冲压模具，属于被加征关税产品，利润受到影响。根据公司可转债募集书，公司2019-2020H1向美国地区销售额达1.21亿元、1.44亿元，占收入的30.76%、57.39%，其中额外承担关税为1165.67万元、1849.85万元。且由于贸易摩擦导致公司2018年底至2019年初新接订单较少。

美国11月CPI同比+6.8%，创39年来最高水平。在疫情下，美国高度依赖中国商品，高额关税部分亦由美方企业承担，最终转移至消费者。在11月13日的美国国务卿布林肯便就疫情后段的全球供应链紧张问题和全球经济复苏问题与我国进行了讨论，于此同时美国财政部长也考虑以“互惠方式”降低前届政府指定的针对性关税。11月16日，中美元首进行了视频会晤后，美方24家商会行会联名写信以敦促白宫降低对中国商品的关税，因为本轮货币宽松+成本推动型通胀可能导致越发严重的经济问题，关税的持续加征只会进一步推动生产者成本上涨，激化通胀问题。目前美国已宣布重启有关549项产品的关税豁免审查，明年贸易摩擦情况有望得到缓解。这549个品类的选择标准包括：“美国国内产能”、“替代采购是否取得进展”、以及“是否对美国国内的中小企业、雇用和供应链产生负面影响”等。

## 四、投资建议及风险提示

### 1、投资建议

**汽车冲压模具业务：**公司模具业务以出口为主，海外客户为主流汽车零部件供应商，如麦格纳集团、博泽集团、李尔公司、海斯坦普等。除2019年全球汽车行业不景气外，公司模具业务保持平稳增长。随着各国政府发布燃油车禁售令及相关鼓励新能源汽车产业建设的政策颁布，海外新能源车替换燃油车进程加速，车企继续增加设备投资。新能源

车型设计仍为形成成熟稳定的格局，当下模具更换频率更高，叠加海外汽车产业链全球分工进一步向中国转移模具产业，整体市场稳健扩大。2021 年因海运运力紧张，美国内陆河道堵塞，部分订单无法交货确认收入，该部分订单将集中在 2022 年确认收入。自 2020 下半年来，人民币升值、运费及原材料价格大幅上涨，公司毛利率承压，预计 2022 年年中开始逐步好转，2023 年回归常态。综上，我们预计 2021-2023 年模具业务收入增速为+1.85、31.61、16.4%；毛利率为 32%、34.5%、36%（2020 年更改会计准则后，运费记入营业成本影响毛利率，前后毛利率不可直接横向比较）。

**汽车冲压件业务：**公司汽车冲压件成功打入主流新能源车企供应链，并积极开拓其他新能源汽车客户，2021 年已开始放量，2022-2023 将继续保持高速增长。2020 年公司新冲压件仍处于起步阶段，与新能源车企处于磨合期，良率仍有较大提升空间，毛利率较低，但随着产量提升，磨合期平稳过渡，公司冲压件毛利率将逐步回升至行业平均水平。综上，我们预计 2021-2023 年冲压件业务收入增速为+129.13、75.5、65.75%；毛利率为 17.5%、19%、20%。

**电池箱体业务：**公司获得越南造车新势力 VinFast 电池箱体项目定点，VinFast 是越南首家成熟的汽车制造商，背靠越南最大的综合集团 Vingroup，实力雄厚，未来在越南新能源车市场潜力较大。目前海外新能源汽车渗透率较低，电池箱体仍处于导入期，公司具备长期冲压模具、冲压零部件生产经验，2019 年成立威唐新能源开始储备电池箱体技术，有望在行业快速变革洗牌阶段，分得一杯羹。我们预计 2022-2023 年电池箱体业务收入为 0.75 亿、2.14 亿元；毛利率为 25%。

**投资建议：**公司业务从模具到冲压件及电池箱体垂直开拓，技术相互承接；新客户开拓顺利，冲压件进入放量期；海外新能源汽车渗透率处于起步阶段，公司获越南造车新势力 VinFast 定点，未来有望打开第二增长曲线。我们预计公司 2021-2023 年营收为 7.18、11.41、16.96 亿元，同比+29%、59%、49%；归母净利润为 0.46、1、1.49 亿元，同比+46%、115%、49%，对应 PE 61.3、28.5、19.1。首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

表 9：销售收入结构预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（万元）	43137.6	50174.6	39454.8	54020.2	69913.7	111153.0	165207.1
模具	35240.3	41270.0	30929.8	41823.8	42597.6	56062.7	65257.0
冲压件	7897.2	8759.1	8108.0	11642.6	26676.6	46818.1	77602.1
自动化设备		145.4	416.9	553.6	639.4	772.1	972.9
电池箱体						7500	21375
收入增长率		16.3%	-21.4%	36.9%	29.4%	59.0%	48.6%
模具		17.11%	-25.05%	35.22%	1.85%	31.61%	16.40%
冲压件		10.91%	-7.43%	43.59%	129.13%	75.50%	65.75%
自动化设备			186.71%	32.79%	15.50%	20.75%	26.00%
电池箱体							185%
毛利率	45.95%	41.84%	41.23%	28.15%	26.49%	27.27%	27.06%
模具	52.03%	45.79%	46.09%	32.27%	32.00%	34.50%	36.00%
冲压件	18.83%	23.92%	23.02%	13.02%	17.50%	19.00%	20.00%
自动化设备		1.73%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
电池箱体						24.00%	25.00%

资料来源：公司数据、招商证券

## 2、风险提示

**宏观经济及全球汽车行业波动风险：**公司属于汽车产业链中的设备及零部件制造商，若出现经济疲软、汽车消费低迷情况，公司不仅将面临销售困难的境况，下游主机厂将向上游施压，进一步影响设备及零部件厂商的盈利水平，回款时间。回顾公司历史业绩，尽管也出现中美贸易摩擦、海运及原材料价格大涨、人民币升值等困难，2019 年全球性汽车市场疲软对公司营收利润影响最大。

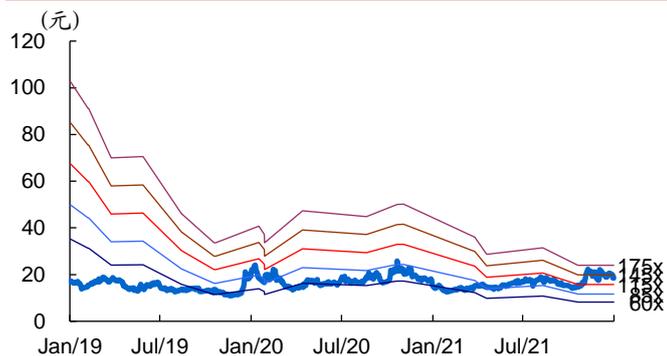
**汇率波动的风险：**公司海外收入占比例达 70%以上。由于模具业务在签订销售合同到最终实现销售存在较长的生产

周期，且外销业务的合同定价以外币定价，人民币汇率过高将直接影响公司模具业务的毛利水平。

**海运价格持续高位的风险：**自疫情后，全球运力紧张，其中以我国最为突出，海运价格飙升。因模具本身体积、重量均属于大型器件，且客户均为海外客户，公司过往运费占营收比达 6.1%，超过绝大多数公司。若未来海运价格继续维持高位，将继续侵蚀公司利润。

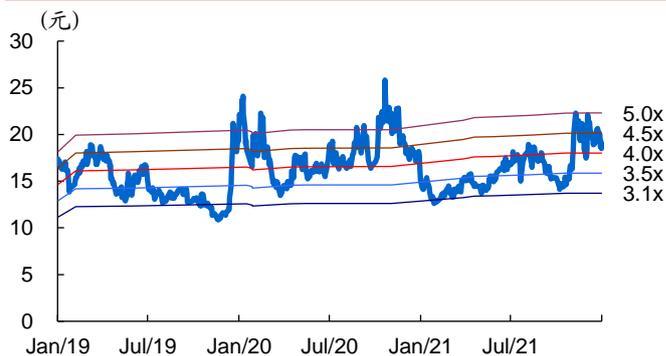
**原材料价格持续高位的风险：**公司产品原材料占比高，其中钢材占模具材料成本的 30%以上，占冲压件材料成本的 70%以上。2020 年三季度以来，原材料价格持续攀升，对转移成本困难的中游行业造成较大影响。若未来原材料继续维持高位，将继续侵蚀公司利润。

图 24: 威唐工业历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 25: 威唐工业历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	567	839	934	1116	1391
现金	230	484	528	497	465
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	4	5	7	11
应收款项	131	171	163	260	386
其它应收款	1	2	3	4	6
存货	193	166	219	322	486
其他	9	12	16	26	38
<b>非流动资产</b>	314	367	346	329	313
长期股权投资	1	0	0	0	0
固定资产	232	242	231	222	214
无形资产	43	61	55	49	44
其他	38	64	60	56	54
<b>资产总计</b>	<b>881</b>	<b>1206</b>	<b>1280</b>	<b>1444</b>	<b>1704</b>
<b>流动负债</b>	210	194	226	298	425
短期借款	40	30	22	0	0
应付账款	77	66	87	137	203
预收账款	59	57	75	118	177
其他	35	42	42	44	45
<b>长期负债</b>	13	288	288	288	288
长期借款	0	10	10	10	10
其他	13	278	278	278	278
<b>负债合计</b>	<b>223</b>	<b>482</b>	<b>514</b>	<b>586</b>	<b>713</b>
股本	157	157	157	157	157
资本公积金	234	274	274	274	274
留存收益	257	284	326	419	553
少数股东权益	9	8	8	8	7
归属于母公司所有者权益	649	715	757	850	984
<b>负债及权益合计</b>	<b>881</b>	<b>1206</b>	<b>1280</b>	<b>1444</b>	<b>1704</b>

现金流量表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	58	35	74	15	(2)
归母净利润	37	32	46	100	149
折旧摊销	28	34	40	37	35
财务费用	2	5	1	(0)	(1)
投资收益	(2)	(0)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(12)	(42)	(6)	(152)	(200)
其它	5	6	(4)	32	18
<b>投资活动现金流</b>	(57)	(72)	(17)	(17)	(17)
资本支出	(60)	(73)	(20)	(20)	(20)
其他投资	3	1	3	3	3
<b>筹资活动现金流</b>	(59)	293	(13)	(29)	(14)
借款变动	(27)	14	(8)	(22)	0
普通股增加	0	(0)	0	0	0
资本公积增加	(11)	40	0	0	0
股利分配	(16)	(6)	(5)	(7)	(15)
其他	(5)	246	(1)	0	1
<b>现金净增加额</b>	<b>(58)</b>	<b>257</b>	<b>44</b>	<b>(31)</b>	<b>(32)</b>

利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	403	555	718	1141	1696
营业成本	237	399	528	830	1237
营业税金及附加	4	6	7	12	17
营业费用	50	22	27	35	53
管理费用	45	53	63	92	137
研发费用	20	20	32	48	71
财务费用	3	13	1	(0)	(1)
资产减值损失	(5)	(9)	(9)	(10)	(10)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	1	3	3	3	3
投资收益	2	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	44	37	54	117	174
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	44	37	54	117	174
所得税	7	6	8	18	26
少数股东损益	0	(0)	(0)	(1)	(1)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>37</b>	<b>32</b>	<b>46</b>	<b>100</b>	<b>149</b>

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-21%	38%	29%	59%	49%
营业利润	-55%	-15%	46%	116%	49%
归母净利润	-56%	-13%	46%	115%	49%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.3%	28.1%	26.5%	27.3%	27.1%
净利率	9.1%	5.7%	6.5%	8.8%	8.8%
ROE	5.7%	4.4%	6.1%	11.8%	15.1%
ROIC	5.5%	5.5%	5.9%	11.4%	14.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	25.4%	40.0%	40.2%	40.6%	41.9%
净负债比率	4.5%	3.3%	2.5%	0.7%	0.6%
流动比率	2.7	4.3	4.1	3.7	3.3
速动比率	1.8	3.5	3.2	2.7	2.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.8	1.0
存货周转率	1.6	2.2	2.7	3.1	3.1
应收帐款周转率	3.0	3.6	4.2	5.2	5.1
应付帐款周转率	3.8	5.6	6.9	7.4	7.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.23	0.20	0.30	0.64	0.95
每股经营现金	0.37	0.22	0.47	0.09	-0.01
每股净资产	4.13	4.56	4.82	5.41	6.27
每股股利	0.04	0.03	0.04	0.09	0.14
<b>估值比率</b>					
PE	77.6	89.6	61.3	28.5	19.1
PB	4.4	4.0	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	39.9	56.2	29.9	18.4	13.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队: 7 次上榜《新财富》机械行业最佳分析师, 连续两年第一名, 三年第二名, 两年第五名。连续 5 年上 榜水晶球卖方机械行业最佳分析师, 连续三年第一名。2012、2013、2018 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2019 年获 WIND 和金牛最佳分析师第一名。2020 年获 WIND 最佳分析师第四名, 金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息, 但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价, 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。除法律或规则规定必须承担的责任外, 本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载, 否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。