

富奥股份 (000030) \ 汽车

——大众强周期提振公司业绩

重卡市场有望平稳回落，解放业绩有支撑

一汽解放占公司营收25%左右的比例，受益于重卡行情的高增长，上半年本部利润增速高达50%以上。由于此轮重卡行情叠加治超、新旧置换、黄标车淘汰，工程车需求持续旺盛等多重因素，我们认为行情持续性超预期。2018年重卡销量有望平稳回落，不会带来公司业绩的大幅波动，公司商用车业务仍有望保持平稳增长。

一汽大众将迎来产品释放和产能扩张强周期

2018-2020年一汽-大众将迎来产品释放和产能扩张强周期。3年时间，一汽-大众将推出近30款新产品，其中2018年共有11款，2019年预计投放12款，2020年预计投放7款。同时产能将由目前的180万辆迅速扩充至280-300万辆。另外一汽-大众将推出第三品牌，目标是7万元以下的经济型市场。同时一汽大众品牌将首次布局SUV市场，结合奥迪品牌，旗下未来至少有6款SUV车型。2018-2020年，一汽大众新车销量增速有望保持在15%以上。一汽大众相关零部件贡献富奥股份净利润的50%以上，有望对公司形成实质利好。

一汽新领导大刀阔斧改革切中要害，力度空前

一汽集团改革方案着力精准，切中要害，有望使企业管理更加顺畅，权责更加清晰，应对市场变化更加灵敏。这一轮改革力度强于预期，对集团旗下的个股都将是极大的利好。

首次覆盖，给予“推荐”评级

我们预计公司2017-2019年净利润分别为8.63亿元、10.01亿元和10.77亿元，EPS分别为0.66、0.76和0.82元，PE分别为14.1、12.1和11.3倍。

风险提示

- (1) 一汽集团改革效果不达预期；
- (2) 一汽解放销量快速下滑；
- (3) 一汽大众汽车销量增速不达预期。

投资建议：

推荐

首次覆盖

当前价格：

8.8元

目标价格：

10.8元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,259/1,252
流通A股市值 (百万元)	11,020
每股净资产 (元)	4.16
资产负债率 (%)	36.68
一年内最高/最低 (元)	9.75/7.70

一年内股价相对走势



马松 分析师

执业证书编号: S0590515090002

电话: 0510-85613713

邮箱: mas@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4,331.51	5,856.94	7,652.00	8,785.00	9,830.00
增长率 (%)	-13.54%	35.22%	30.65%	14.81%	11.90%
EBITDA (百万元)	699.03	950.70	949.03	1,119.22	1,216.57
净利润 (百万元)	503.22	676.71	848.52	989.27	1,058.68
增长率 (%)	-19.66%	34.48%	25.39%	16.59%	7.02%
EPS (元/股)	0.39	0.52	0.66	0.76	0.82
市盈率 (P/E)	22.62	16.82	13.41	11.50	10.75
市净率 (P/B)	2.43	2.20	1.97	1.75	1.57
EV/EBITDA	17.36	12.64	13.14	11.28	10.67

数据来源：公司公告，国联证券研究所

正文目录

1.	富奥股份：一汽集团零部件核心配套商	3
1.1.	七大系列产品，客户群体广泛	3
1.2.	17 上半年本部利润劲增 50% 以上	4
2.	重卡行业景气度持续，一汽解放稳居销量榜首	6
3.	未来三年一汽大众产能和新品投放均进入扩张周期	7
3.1.	一汽大众三年内将新增产能 120 万辆	7
3.2.	未来三年一汽大众将进入新车投放强周期	7
4.	一汽集团改革力度空前，有望取得超预期成果	9
5.	首次覆盖，给予“推荐”评级	10
6.	风险提示	10

图表目录

图表 1:	公司主要产品列表	3
图表 2:	公司国内市场主要客户分布	3
图表 3:	营业收入	4
图表 4:	归母净利润	4
图表 5:	净利润与联营收益对比	5
图表 6:	公司各项业务毛利率变化情况	5
图表 7:	主要联营子公司 2014-2016 权益净利润	5
图表 8:	集团子公司汽车销量变化	5
图表 9:	集团子公司营收变化	5
图表 10:	一汽主要分子公司单车价值追踪	6
图表 11:	重卡销量预测	6
图表 12:	解放重卡销量及市场份额占比	7
图表 13:	一汽大众产能规划	7
图表 14:	一汽大众历年新车型投放数量	8
图表 15:	美国 SUV 市场份额首超轿车	8
图表 16:	轿车市场销量及同比增速	8
图表 17:	一汽大众销量及同比增速	9
图表 18:	一汽集团改革方略	9
图表 19:	A 股可比公司 PE 估值水平	10
图表 20:	财务预测摘要	11

1. 富奥股份：一汽集团零部件核心配套商

富奥股份成立于1998年，富奥股份前身为一汽集团的全资子公司，2007年公司引入吉林省国资、民营资本，改制后，由一汽集团、天亿投资、亚东投资、宁波华翔及公司管理团队持股的股份公司，是汽车行业首家混合所有制企业。2013年3月借壳盛润股份上市。公司实际控制人为吉林省国资委。国资委下属的天亿投资和亚东投资为一致行动人，合计持有25.1%的股权，为公司控股股东。富奥股份拥有长春、天津、山东蓬莱、成都、佛山五大生产基地，33家下属公司，其中10家分公司、6家控股子公司和17家参股公司。

1.1. 七大系列产品，客户群体广泛

公司业务占比中乘用车和商用车的占比约为6:4。公司主要有七大系列产品，分别为汽车零部件环境系统、转向及传动系统、发动机附件系统、底盘附件系统、悬挂及行走系统、制动系统、其他附件等七大系列。

图表 1：公司七大系列产品

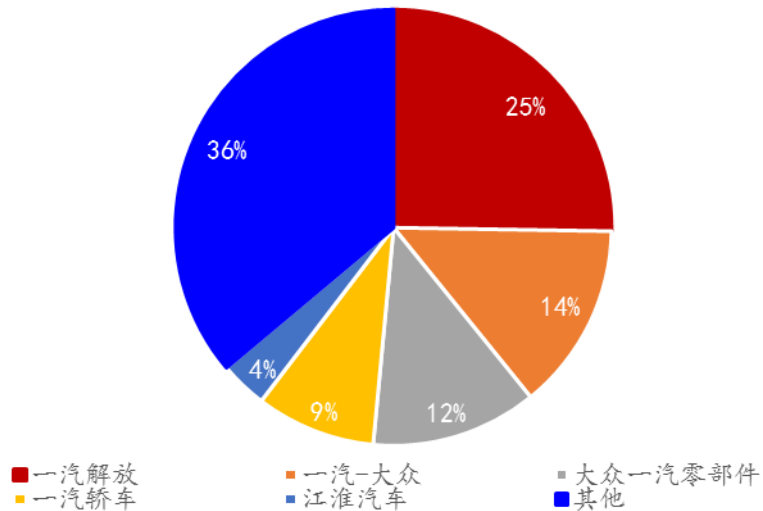


来源：公司官网、国联证券研究所

公司以汽车零部件整车配套为主要业务，具有广泛的客户基础，与国内众多整车客户保持长期稳定战略合作关系。国际主要整车客户有万国卡车、韩国大宇、美国康明斯、雷诺三星、南非大众、通用公司等。

公司前五大客户分别为一汽解放、一汽大众、大众一汽零部件有限公司、一汽轿车、江淮汽车等。

图表 2：公司国内市场主要客户分布

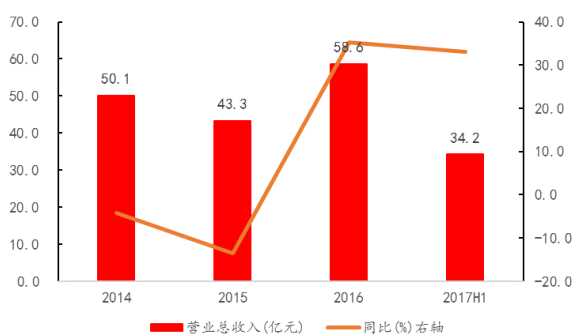


来源：公司 2016 年年报、国联证券研究所

1.2. 17 上半年本部利润劲增 50%以上

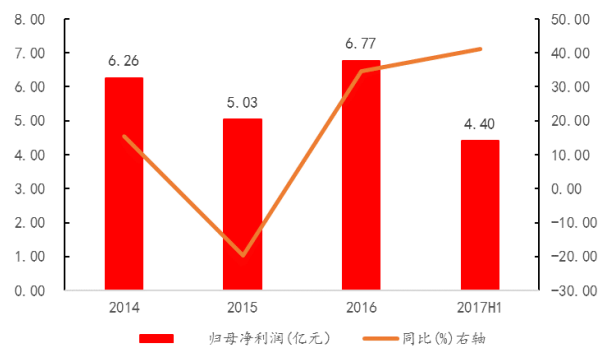
公司上半年营收及净利润均保持 30% 以上的增长，业绩拆分来看，联营投资收益为 2.8 亿元，同比微增 3%。该公司本部业务实现净利 1.6 亿元，同比增长 53%，公司本部业务下游客户主要为一汽解放，2017H1 一汽解放累计销量达到 13.1 万辆，同比增长 70%，全年销量有望达到 23.5 万辆。一汽解放作为重卡龙头对公司全年业绩拉动明显。

图表 3：2014-2017 年营业收入及同比增速



来源：wind、国联证券研究所

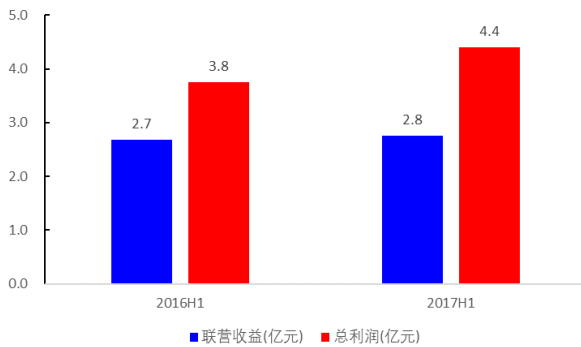
图表 4：2014-2017 年归母净利润及同比增速



来源：wind、国联证券研究所

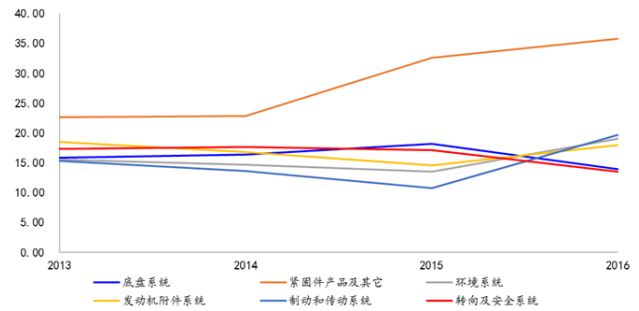
参股公司投资收益贡献 55% 左右的利润，主要来源于一汽大众配套。其中天合富奥汽车安全系统有限公司、采埃孚富奥底盘技术有限公司、天津富奥电装空调有限公司是联营公司贡献利润较多的三家。初步测算，我们认为一汽解放占其总利润的 25% 左右，一汽大众占其利润占比的 50% 左右。因此公司的业绩与一汽解放和一汽大众的业绩息息相关。除底盘系统和转向安全系统由于原材料涨价导致毛利降低之外，其余各项盈利指标均在不断改善。

图表 5: 净利润与联营收益对比



来源: wind、国联证券研究所

图表 6: 公司各项业务毛利率变化情况



来源: wind、国联证券研究所

天合富奥汽车安全系统有限公司、采埃孚富奥底盘技术有限公司、天津富奥电装空调有限公司是主要的三家联营公司，由于一汽大众上半年车型销量近微增 3.5%，因此三家联营公司业绩也基本稳定，总的盈利占比有所下滑。但是随着一汽大众产品和产能的强周期的到来，我们积极看好联营公司业绩出现大幅增长。

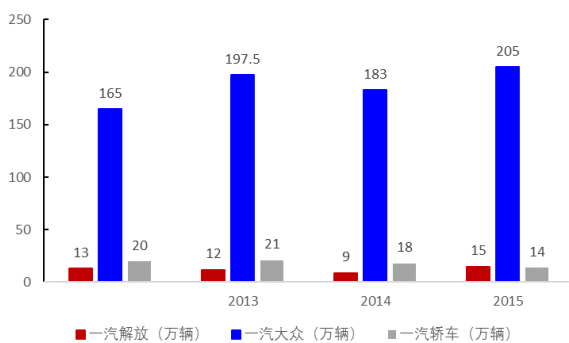
图表 7: 主要联营子公司 2014-2016 权益净利润

主要联营子公司	股权占比	权益净利润 (百万元)		
		2014	2015	2016
天合富奥汽车安全系统有限公司	0.4	110	116	138
采埃孚富奥底盘技术有限公司	0.49	73	74	75
天津富奥电装空调有限公司	0.4	64	62	76
三家子公司合计利润合计		248	252	289
三家子公司合计利润占比		36.9%	48.1%	42.8%

来源: wind、国联证券研究所

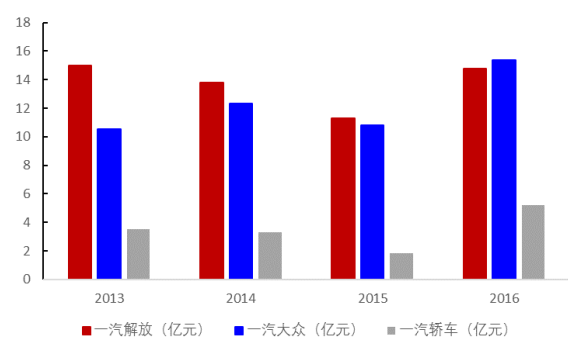
基于 2013-2016 年年报披露数据，我们对富奥股份零部件在一汽解放、一汽大众、一汽轿车等主要客户整车的单品价值做了近似估算。但是由于与大众联营的子公司贡献净利 55%左右，因此一汽大众的业绩表现将为公司带来更大的弹性。

图表 8: 集团子公司汽车销量变化



来源: 中汽协、第一商用车网、国联证券研究所

图表 9: 集团子公司营收变化



来源: wind、国联证券研究所

图表 10: 一汽主要分子公司单车价值追踪

	单车价值 (元)			
	2013	2014	2015	2016
一汽解放	11449	11847	13110	10043
一汽大众	637	624	591	751
一汽轿车	1750	1619	1059	3825

来源: 国联证券研究所

2. 重卡行业景气度持续, 一汽解放稳居销量榜首

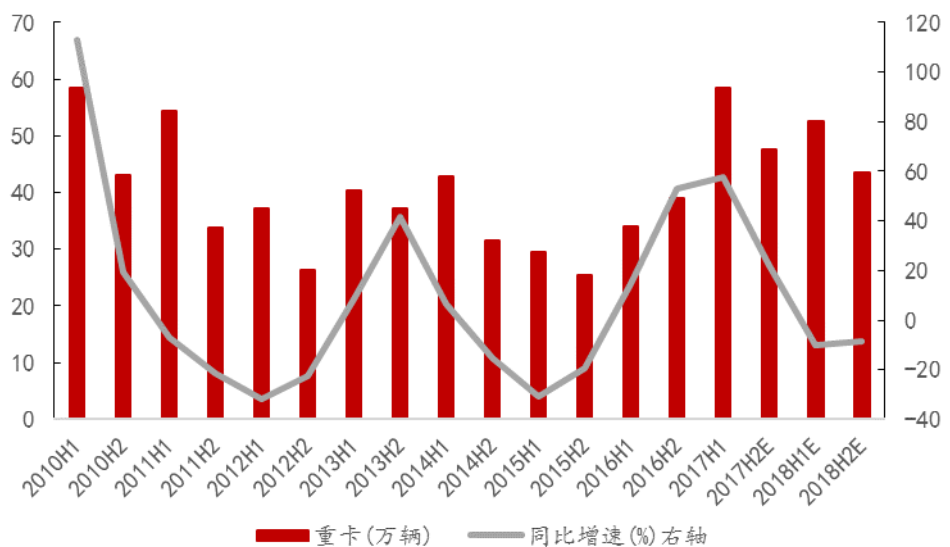
由于此轮重卡行情叠加治超、新旧置换、黄标车淘汰, 工程车需求持续旺盛等多重因素, 我们从各方面了解到, 重卡行业下半年订单充足, 库存量仍然处于低位, 因此重卡行情的持续性有望超预期。

今年 1-8 月, 我国重卡市场共销售 74.9 万辆, 同比增长 74%。全年重卡销量有望达到 100 万台。

根据《车辆运输治理方案》的要求, 2018 年 7 月 1 日起, 全面禁止不合规车辆通行。未来一段时间, 还有更多的存量置换需求将释放出来。

2018 年重卡销量同比将回落, 但预计回落幅度在 10% 左右。总体来说会保持相对平稳态势。

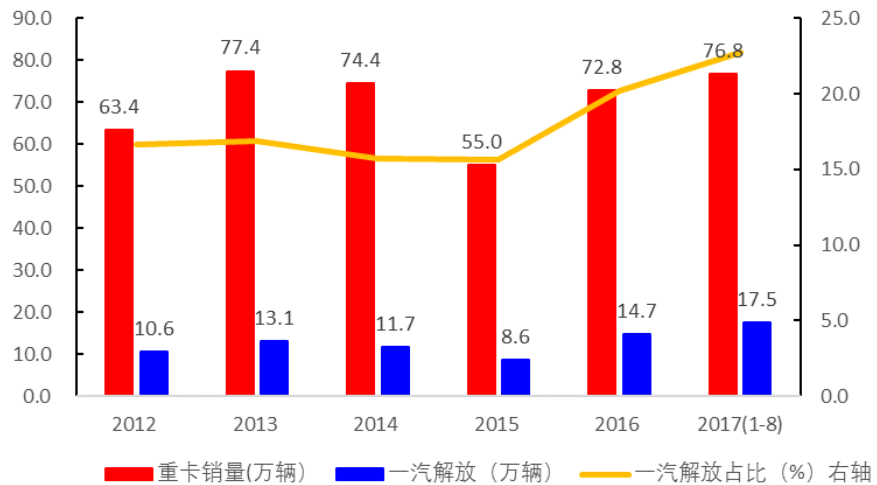
图表 11: 18 年重卡销量有望保持平稳



来源: 中汽协、国联证券研究所

一汽解放为本轮重卡行情龙头企业, 受益于重卡新产品的不断投放, 18 年解放的市场份额仍有望提升, 市场销量有望保持平稳。

图表 12: 解放重卡销量及市场份额逐年提升



来源: 中汽协、国联证券研究所

3. 未来三年一汽大众产能和新品投放均进入扩张周期

3.1. 一汽大众三年内将新增产能 120 万辆

一汽大众成立于 1991 年, 旗下包括大众和奥迪两个品牌, 包括未投产的总共拥有长春基地(以及改造升级)、成都基地、佛山基地、天津基地和青岛基地等五大生产基地, 由于大众产能利用率已达 90% 以上, 因此大众扩充产能的需求非常强烈。未来三年将进入大众的产能扩充周期, 预计扩充产能约 120 万辆。

预计在 2020 年可实现累计 280 万辆的标准产能, 以多班生产的方式可实现 300 万辆产能, 较 2016 年销量增长 65%, 到 2025 年, 新能源汽车将至少占公司产量的 25%。

图表 13: 2020 年一汽大众可达 280 辆标准产能

产能现状	投产时间	规划产能	生产车型	产能预测 (万辆)			
				2017	2018	2019	2020
长春基地	1991 年 2 月	100 万辆	新宝来、速腾、CC、蔚领、奥迪 A4L、A6L、奥迪 Q3、奥迪 Q5				
成都基地	2013 年 1 月	60 万辆	奥迪 A6 及其衍生车型, 一汽大众全新品牌轿车和 SUV				
佛山一期	2013 年 9 月	30 万辆	高尔夫家族和奥迪 A3 家族	180	250	280	280-300
佛山二期	2017 年 10 月	30 万辆	奥迪 X55、Q11、M77				
天津基地	2018 年 12 月	30 万辆	大众 T11、T22 全新车型				
青岛基地	2017 年 12 月	30 万辆	Q22、Q33 系列车型				

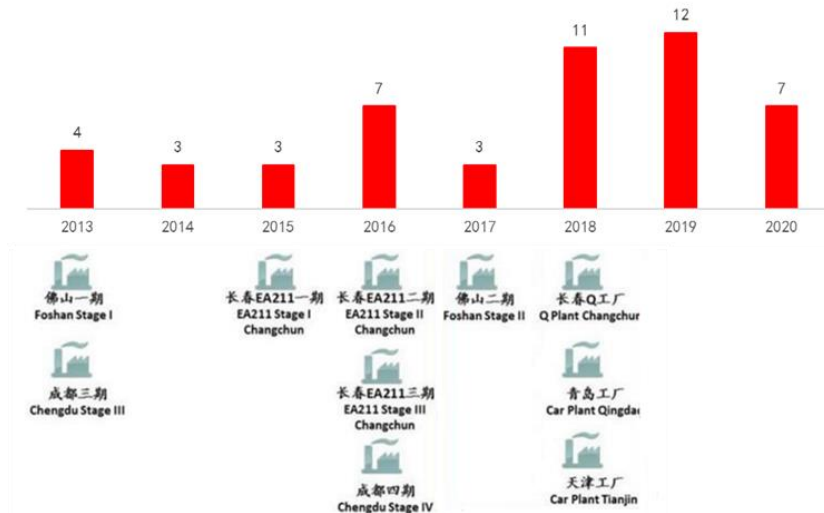
来源: 盖世汽车、国联证券研究所

3.2. 未来三年一汽大众将进入新车投放强周期

大众新车投放大周期, 2020 年前将投放 30 余款新车。随着一系列的产能布局,

一汽-大众也将为更多的产品投放提供坚实的产能基础预计到 2020 年，一汽-大众将推出近 30 款新产品，其中 2018 年共有 11 款新品投放，其中大众品牌 7 款，奥迪品牌 4 款；2019 年预计投放 12 款新品，其中大众品牌 6 款，奥迪品牌 3 款，第三品牌 3 款；2020 年预计投放 7 款。

图表 14: 未来三年一汽大众将投放 20 余款新车



来源：盖世汽车、国联证券研究所

一汽大众品牌下将受此拥有 SUV 车型。到 2018 年底，一汽大众旗下将有 6 款 SUV，其中大众品牌下 3 款，奥迪旗下 3 款。特别是大众品牌下，将首次拥有 SUV，弥补了其产品系列的短板。

2017-2018 年，市面上已有公开信息的一汽大众全新 SUV 车型包括四款，其中大众有 3 款，奥迪有一款，奥迪 Q5 将迎来 2018 新款，整个集团 SUV 车型将达六款。

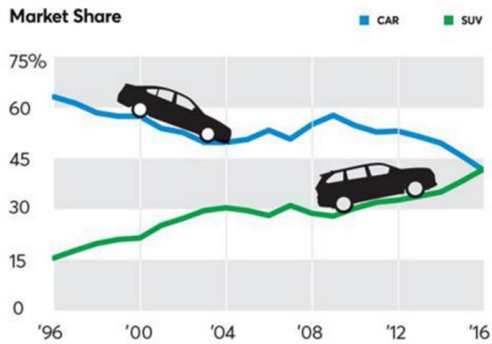
SUV 车型销量增速下滑，但仍处于成长期，仍有进一步成长空间，轿车市场进入微增长时代。从细分市场看，SUV 车型仍然处于成长期，仍有上行空间，17-18 年同比增速仍有望维持在 15%-20% 左右。乘用车处于成熟期，处于微增长阶段，今明两年甚至会出现负增长。因此在目前汽车市场的竞争环境下，及时推出数款 SUV 车型对其业绩提振无疑是非常有利的。

从美国市场看，2016 年 SUV 车型销量占比首次超过轿车，对比来看，国内 SUV 市场仍然还有进一步增长的空间。

图表 15: 美国 SUV 市场份额首超轿车

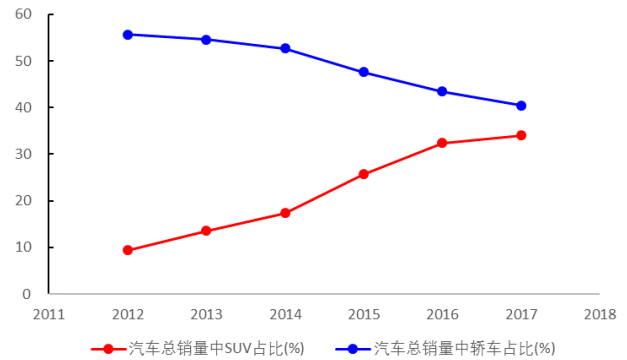
图表 16: 国内 SUV 份额仍有提升空间

Sales of Small, Midsized, and Large SUVs Surge Skyward*



© 2017 Consumer Reports. All Rights Reserved.

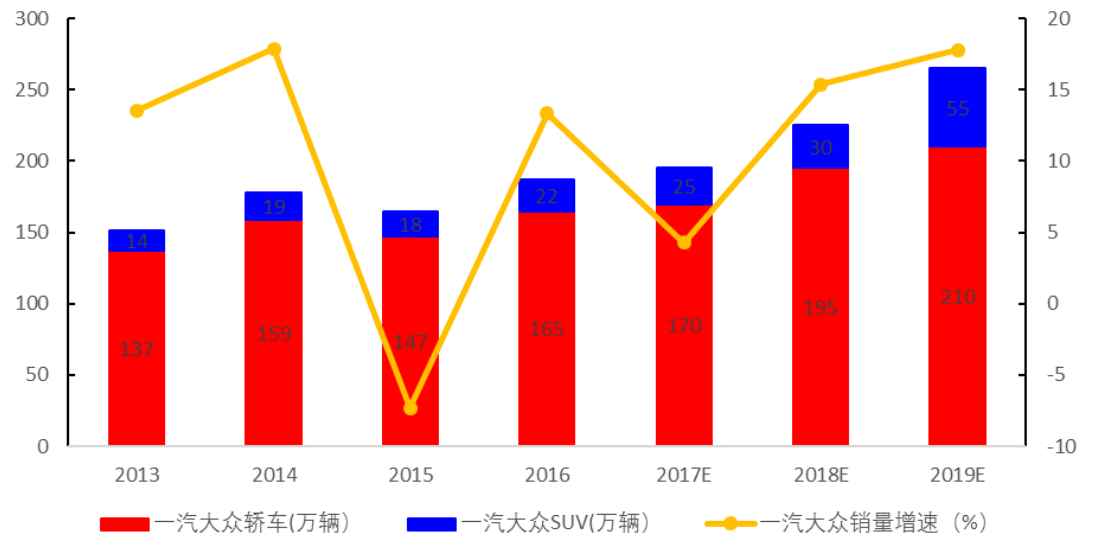
来源：行业资料、国联证券研究所



来源：中汽协、国联证券研究所

一汽大众 2017-2019 销量增速将不断提高。

图表 17：一汽大众未来三年销量将保持快速增长



来源：中汽协、国联证券研究所

4. 一汽集团改革力度空前，有望取得超预期成果

一汽新领导大刀阔斧改革切中要害，力度空前。2017年8月2日，一汽集团董事长，徐留平任一汽集团董事长、党委书记。上任之初，徐留平董事长便提出“一个月底一汽集团，两个月内给出改革发展方案，三个月内付诸实施。”但实际上履新仅一个多月，便开始了大刀阔斧的改革。主要改革措施如下：

图表 18：一汽集团改革方略

组织架构	部门分工
总部 设立研究总院、造型设计院、新能源开发院、智能网联开发院。	设立红旗工厂、营销服务部、运营红旗品牌的全价值链过程（研产供销），管控其他品牌及事业板块。 原一汽技术中心解散。研究总院奔腾品牌业务均向奔腾事业本部和分管副总汇报。造型设计院、新能源开发院、智能网联开发院直接向分管副总汇报。
设立奔腾事业部、解放事业部	全价值链过程（研产供销）功能封闭，为独立预算及考核单位，总部对其实施战略管控。 1) 将轿车公司、吉汽公司、夏利公司纳入奔腾事业部管理，奔腾开发院由奔腾事业本部管理。 2) 将解放公司、客车公司、一汽通用、商用车开发院、均由解放事业本部管理
合资板块	总部对其实施战略管控
金融板块	总部对其实施战略管控
资产经营板块	包括其他公司构成资产经营板块，总部对其实施战略管控或财务管控，分类推进混合所有制

来源：盖世汽车、国联证券研究所

这一次一汽集团改革特别是乘、商用车全价值链过程功能封闭管理可以说是着力精准，切中要害，有望使企业管理更加顺畅，权责更加清晰，应对市场变化更加灵敏。改革力度强于市场预期，未来管理有望更加高效，对应集团旗下的个股都将是极大的利好。

5. 首次覆盖，给予“推荐”评级

我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 8.63 亿元、10.01 亿元和 10.77 亿元，EPS 分别为 0.66、0.76 和 0.82 元，PE 分别为 14.1、12.1 和 11.3 倍。

图表 19：A 股可比公司 PE 估值水平

代码	公司名称	股价	16EPS	17EPS	18EPS	16PE	17PE	18PE
000030.SZ	富奥股份	8.95	0.52	0.66	0.76	17.72	14.13	12.12
600741.SH	华域汽车	21.57	—	2.09	2.29	8.95	10.30	9.43
002283.SZ	天润曲轴	27.98	0.17	0.27	0.34	54.18	25.55	20.32
002126.SZ	银轮股份	10.15	0.11	0.36	0.48	29.45	23.89	18.79
	均值						18.47	15.17

来源：Wind 国联证券研究所

6. 风险提示

- (1) 一汽集团改革效果不达预期；
- (2) 一汽解放销量快速下滑；
- (3) 一汽大众汽车销量增速不达预期。

图表 20: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	454.61	631.87	765.20	878.50	983.00	营业收入	4,331.5	5,856.9	7,652.0	8,785.0	9,830.0
应收账款+票据	2,061.1	2,436.1	2,748.8	3,378.45	3,647.64	营业成本	3,534.5	4,767.0	6,252.4	7,164.1	8,018.3
预付账款	28.39	44.49	55.00	60.00	65.00	营业税金及附加	27.18	54.25	57.39	64.13	69.79
存货	571.89	650.94	912.17	835.19	1,073.94	营业费用	169.62	241.74	302.25	345.25	384.35
其他	17.42	17.73	17.50	18.00	18.50	管理费用	497.19	571.12	638.94	715.98	791.31
流动资产合计	3,133.4	3,781.1	4,498.7	5,170.14	5,788.08	财务费用	5.92	-9.79	-4.87	3.51	11.09
长期股权投资	2,001.9	2,229.8	2,714.8	3,234.85	3,784.85	资产减值损失	10.10	29.41	18.50	19.30	19.50
固定资产	1,770.7	1,731.8	1,836.9	1,986.18	2,122.11	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	99.47	193.77	255.80	260.00	270.00	投资净收益	419.16	443.52	485.00	520.00	550.00
无形资产	276.51	296.83	291.23	285.63	280.03	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	111.03	145.59	165.25	165.83	166.42	营业利润	506.15	646.70	872.33	992.67	1,085.6
非流动资产合计	4,259.7	4,597.8	5,264.0	5,932.50	6,623.41	营业外净收益	30.01	59.13	0.19	25.19	5.19
资产总计	7,393.1	8,379.0	9,762.7	11,102.6	12,411.4	利润总额	536.15	705.83	872.52	1,017.8	1,090.8
短期借款	160.00	85.00	478.74	614.17	953.44	所得税	11.21	29.21	9.00	11.59	13.13
应付账款+票据	1,448.8	1,985.5	2,341.4	2,812.67	2,997.72	净利润	524.95	676.62	863.52	1,006.2	1,077.6
其他	302.40	336.13	349.99	360.49	370.82	少数股东损益	21.72	-0.09	15.00	17.00	19.00
流动负债合计	1,911.2	2,406.6	3,170.1	3,787.33	4,321.98	归属于母公司净	503.22	676.71	848.52	989.27	1,058.6
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	77.13	49.76	49.76	49.76	49.76						
其他	99.89	147.63	147.63	147.63	147.63						
非流动负债合计	177.02	197.39	197.39	197.39	197.39						
负债合计	2,088.2	2,604.0	3,367.5	3,984.72	4,519.37						
少数股东权益	620.49	600.89	615.89	632.89	651.89						
股本	1,293.2	1,293.2	1,293.2	1,293.25	1,293.25						
资本公积	523.70	529.76	529.76	529.76	529.76						
留存收益	2,867.4	3,351.0	3,956.3	4,662.02	5,417.22						
股东权益合计	5,304.9	5,774.9	6,395.2	7,117.92	7,892.12						
负债和股东权益总	7,393.1	8,379.0	9,762.7	11,102.6	12,411.4						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	89.55	263.42	378.33	461.67	522.62
折旧摊销	163.43	257.99	85.20	102.25	119.59
财务费用	4.11	-11.84	-8.69	-0.88	6.17
存货减少	83.06	-80.36	-261.23	76.98	-238.75
营运资金变动	-12.48	161.85	46.71	-153.35	-79.30
其它	12.44	13.04	18.50	19.30	19.50
经营活动现金流	340.12	604.10	258.82	505.96	349.82
资本支出	129.17	392.62	255.80	260.00	270.00
长期投资	183.47	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	745.94	376.81	-28.88	14.60	-4.94
投资活动现金流	433.30	-15.81	-284.68	-245.40	-274.94
债权融资	-185.55	-126.88	393.74	135.43	339.27
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-221.74	-198.57	-234.54	-282.70	-309.66
筹资活动现金流	-407.29	-325.45	159.20	-147.27	29.61
现金净增加额	365.47	263.34	133.33	113.30	104.50

主要财务比					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-13.54%	35.22%	30.65%	14.81%	11.90%
EBIT	-25.35%	29.33%	24.70%	17.73%	7.87%
EBITDA	-21.31%	36.00%	-0.18%	17.93%	8.70%
归属于母公司净	15.35%	34.48%	25.39%	16.59%	7.02%
获利能力					
毛利率	18.40%	18.61%	18.29%	18.45%	18.43%
净利率	12.12%	11.55%	11.28%	11.45%	10.96%
ROE	10.74%	13.08%	14.68%	15.25%	14.62%
ROIC	10.15%	11.35%	14.71%	14.27%	13.95%
偿债能力					
资产负债	28.25%	31.08%	34.49%	35.89%	36.41%
流动比率	1.64	1.57	1.42	1.37	1.34
速动比率	1.33	1.29	1.13	1.14	1.09
营运能力					
应收账款周转率	2.22	2.54	2.93	2.71	2.81
存货周转率	6.18	7.32	6.85	8.58	7.47
总资产周转率	0.59	0.70	0.78	0.79	0.79
每股指标(元)					
每股收益	0.39	0.52	0.66	0.76	0.82
每股经营现金流	0.26	0.47	0.20	0.39	0.27
每股净资产	3.62	4.00	4.47	5.01	5.60
估值比率					
市盈率	22.62	16.82	13.41	11.50	10.75
市净率	2.43	2.20	1.97	1.75	1.57
EV/EBITDA	17.36	12.64	13.14	11.28	10.67
EV/EBIT	22.66	17.35	14.44	12.42	11.84

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064