

证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

宇通客车 (600066)
买入

汽车零部件 II

重大事件快评

(维持评级)

2019年04月22日

应需而变，待时而飞

证券分析师：梁超

0755-22940097

liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001

联系人：唐旭霞

tangxx@guosen.com.cn

事项：

我们近期梳理宇通客车在房车、燃料电池客车等新领域布局及进展。

国信汽车观点：新能源客车补贴下滑背景下（2020年完全退坡），宇通客车短期业绩承压。中长期来看，一方面城镇化率提升，高铁地铁对座位客车有一定替代，传统座位客车空间基本饱和，未来看稳定的更新需求，另一方面房车旅游和氢燃料电池均是国家政策的鼓励扶持方向，宇通客车应需而变，紧抓房车和燃料电池机遇开辟新品类。未来随着 1) 国家旅游宿营地基础设施和配套管理法规的完善，房车未来可能会成为客车市场的重要增长点。预计未来 3-5 年国内房车市场能维持 30% 以上增幅，宇通在房车领域深耕十年，凭借优质产品和售后服务有望实现销量、市占率的提升；2) 目前宇通客车在燃料电池车型、团队、研发方面均已具备成熟实力，2018 年实现燃料电池客车小批量供应（55 辆），“十城千辆”政策预期下有望持续增长。此外以 T7 为代表的高端商务客车和海外新能源市场也是宇通后续发力点，继续维持此前盈利预测，预计 19/20/21 年归母净利润 23.24/27.17/31.90 亿，对应 EPS 为 1.05/1.23/1.44 元，对应当前股价 PE 为 15.2/13.0/11.0X，可比公司 2019 年平均 PE 估值 20.73 倍，平均 PB 估值 2.4 倍，根据可比公司估值法，给予宇通客车一年期目标估值区间 18.9-21.77 元，当前（4 月 21 日收盘价）股价 15.92 元，距目标价仍有 19%-37% 提升空间，维持买入评级。

评论：

■ 政策鼓励房车游览模式，公路客车后新增成长

国家政策鼓励自驾车旅居生态。2016 年以来，国家针对房车露营、房车游览的政策越来越清楚，在国家政策的支撑下，全国各地正在加速房车营地缔造。根据全国各省区市房车营地的“十三五”规划，到 2020 年全国将建成由 4000 个房车营地组成的房车效劳设施网络。目前中国房车露营地已建成 800 多个，仅 2018 年就增加了 300 多个。2016 年年底国家发布《关于促进自驾车旅居车旅游发展的若干意见》，助推房车产业与特色小镇融合发展，2020 年初步构建起自驾车旅居车产业体系。

表 1：2016 年以来国家对房车的相关政策

时间	发布机构	发布文件	发展目标
2016 年 9 月	国家 6 部委	《关于加快推进 2016 年自驾车房车露营地建设的通知》	落实国务院提出的“加快自驾车房车营地建设，2016 年建设 500 个营地”的部署
2016 年 11 月	国家 11 部委	《关于促进自驾车旅居车旅游发展的若干意见》	到 2020 年，重点建成一批公共服务完善的自驾车旅居车旅游目的地，推出一批精品自驾车旅居车旅游线路，培育一批自驾游和营地连锁品牌企业，增强旅居车产品与使用管理技术保障能力，形成网络化的营地服务体系和完整的自驾车旅居车旅游产业链条，建成各类自驾车旅居车营地 2000 个，相关政策环境明显优化，产业规模快速壮大，发展质量和综合效益大幅提升，初步构建起自驾车旅居车旅游产业体系。
2017 年 2 月	国务院	《“十三五”现代综合交通运输	对自驾车、房车营地、配套生活服务功能区等领域的发展作了引导。

输体系发展规划》

2017年5月 国家8部委

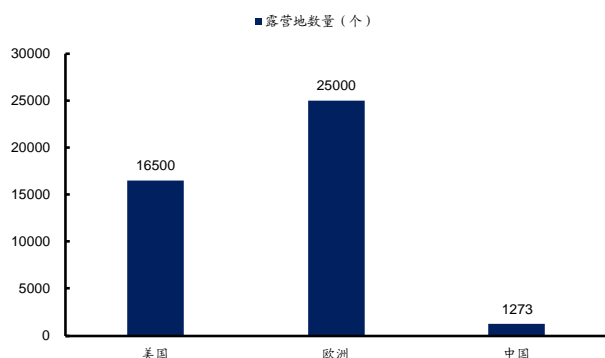
《汽车自驾运动营地发展规划》

到2020年将建成1000家专业性强、基础设施完善的汽车自驾运动营地，并初步形成“三圈三线”自驾线路和汽车自驾运动营地网络体系。

资料来源:各政府官网、国信证券经济研究所整理

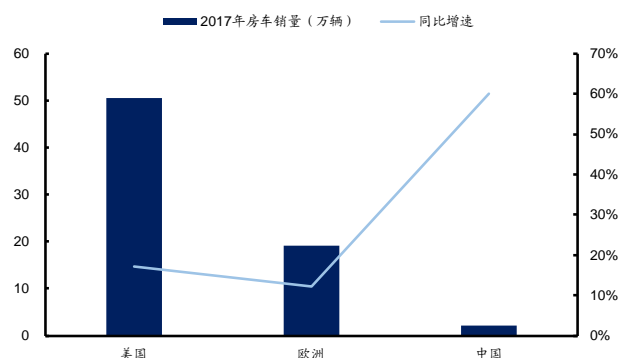
目前我国和海外露营地建设、房车数量差距悬殊，房车市场空间广阔。现在，我国的自驾车房车游与世界比较，还有不小的间隔。**1) 从露营地的视角对比海外来看**，美国有露营地 16500 个，每百万人拥有量为 51.72 个，欧洲有营地约 25000 个，每百万人拥有量为 33.88 个。中国截至 2017 年底细分和深化露营地总数 1273 个（已建成 825 个，在建 448 个）。**2) 从房车数量的视角来看**，根据美国房车工业协会公布的数据显示，2017 年美国房车销量为 50.46 万辆，比 2016 年的 43.07 万辆增长了 17.2%。根据欧洲工业协会公布显示，2017 年欧洲房车销量达到 19.06 万辆，同比增长了 12.1%。自行式房车和拖挂式房车市场均达到史上最高增长，从 2007 年开始保持 10 年连续强劲增长。而根据中国露营行业会议数据显示，2017 年我国房车销量 2.1 万辆（保有量 6.94 万辆），进口 1000+ 辆房车，出口 15000+ 辆房车，房车改装企业 300+，房车公告新车型 456 种，比 2016 年增长了 80%，全国租赁房车 3700+，租赁公司或俱乐部 500+ 等。

图 1：2017 年欧美中露营地数量比较



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：2017 年欧美中房车销量及同比增速



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

我们认为，相比房车行业发达的国家，我国露营地缺口较多、房车保有量、销量基数低，未来发展空间广阔。近年来在国家政策和地方政府的强力推动下，房车旅游持续升温，销量近两年增长 42.9%，我国房车行业已加速进入快车道。中国有望成为世界第四大房车旅游市场。

宇通房车沿袭宇通客车产研理念，有望成细分市场龙头。宇通客车房车部门 2009 年成立，至今已有 10 年历史。宇通房车传承了宇通客车的制造工艺优势，并通过与美国房车生产企业合作，建立了国外设计工作室，从产品设计、生产工艺规划均由美国专业房车设计师完成，配合宇通全金属车身、金刚封闭环、整车阴极电泳等成熟工艺结构，建立更高水平的研发制造能力。

图 3：宇通房车竞争优势

1、专用物料系统

- 依托宇通集团全球采购体系，整车物料均采用国内外成熟知名品牌产品，房车专用物料均为原装进口专用物料，确保每一件物料的品质及可靠性，并在抗压性、保温性、环保性、防火性能等方面同步欧美同类产品，产品更加环保、安全。

2、行业领先的研发制造能力

- 宇通房车传承了宇通客车的制造工艺优势，并通过与美国房车生产企业合作，建立了国外设计工作室，从产品设计、生产工艺规划均由美国专业房车设计师完成，配合宇通全金属车身、金刚封闭环、整车阴极电泳等成熟工艺结构，建立更高水平的研发制造能力。

3、强大完善的售后服务网络

- 拥有强大和完善的售后服务体系，宇通公司在全国范围内建立了800多家宇通客车特约的服务网点，除新疆、西藏等边远地区外，服务网点的平均服务半径小于60公里，为宇通房车用户打造了全面、周密、高效的服务保障网。

4、一体化设计及全工序生产

- 1、一体化设计：遵循房车特点，综合匹配底盘、外饰、内饰、电器各环节，从客户共性需求出发，不断提升车辆的特种功能；
- 2、全工序生产：制件、焊接、涂装、总装及特殊加工车间流水线作业，一次成型，避免二次改装对车辆的损害。

5、整车及零部件阴极电泳技术

- 宇通投资2亿多元建造的全球客车业先进的电泳生产线。电泳整体工艺由脱脂、磷化、电泳、烘干等16道工序组成，保证整车内外全方位的电泳，电泳后的漆膜可使车辆耐盐雾大于1000小时，保证整车8-10年不锈蚀。



资料来源:宇通客车官网、国信证券经济研究所整理

宇通客车房车品牌已覆盖 A 型、B 型、C 型自行式和拖挂式房车，给客户更多自由、个性化选择空间。

A 型房车是房车里最豪华的级别，此类房车大多以的重型底盘框架为基础，比如大型卡车或公交车底盘，此类房车配备了房车旅行所需要的几乎所有元素，一应俱全的装备非常适用于长途旅行。

B 型房车，是 ABC 型三类房车中体型最小的房车，得益于灵活的车身移动，B 型房车被认为是最适合上路，甚至面对一些苛刻的路况时，B 型房车的表现通常也是最令人满意的。B 型房车通常由箱式货车(Van)改装而来，车身的框架保持不变，或者车顶略作改动。

C 型房车介于超豪华的 A 型和便捷版 B 型之间，通常采用厢式货车(Van)的底盘外加车壳组合在一起，有的会在驾驶舱顶部设计一张床，称之为外凸式房车，也属于 C 型的一种。与 A 型房车的极尽奢华不同，C 型房车也能提供多种舒适的设计，价格也会更亲民一些。C 型房车更像是 A 型和 B 型的中和，具备了相对纤细的身材，可以灵活移动，又不失房车的舒适性。目前 C 型房车也是宇通推广数目最多的一类车型。

图 4: 宇通 A/B/C 型房车外观和内饰一览



资料来源:宇通客车官网、国信证券经济研究所整理

宇通房车型号以 C 型房车为主, 兼有 A 型/B 型/拖挂式/轻型商旅; 底盘配置有江铃全顺、奔驰、上汽大通、南京汽车、依维柯和郑州宇通 (自配) 几大来源; 价位方面, 拖挂式房车价格最为亲民, 在 15-20 万区间 (6-10 米拖挂), 其余国产版本底盘的房车价位主要在 40-60 万元, 进口底盘的房车价格在 90 万甚至以上。

表 2: 宇通官网上所有陈列房车型号、参数、标价一览

类型	型号	底盘厂家	排放标准	参考价
B 型房车	ZK5040XLJ2 黑金版	江铃汽车股份有限公司	国五	-
B 型房车	ZK5040XLJ4 英伦风房车	上海汽车商用车有限公司	国五	-
B 型房车	凯伦宾威 ZK5040XLJ 进口依维柯 B 型房车	-	-	-
B 型房车	凯伦宾威 ZK5049XLJ 奔驰 B 型房车	-	-	-
B 型房车	ZK5040XLJ2 房车--福特升降床版	江铃汽车股份有限公司	国五	-
C 型房车	ZK5041XLJ3 大通旅居版	上海汽车商用车有限公司	国五	45.8 万元
C 型房车	ZK5043XLJ6 国产依维柯单拓展房车	南京汽车集团有限公司	国五	56.8 万元
C 型房车	ZK5043XLJ6 国产依维柯舒适版房车	-	-	-
C 型房车	ZK5043XLJ7 国产依维柯双拓展	南京汽车集团有限公司	国五	62.8 万元
C 型房车	ZK5045XLJ2 房车-大顶进口依维柯版	依维柯股份有限公司苏扎拉工厂	国五	92.8 万元
C 型房车	ZK5048XLJ1 房车-奔驰双拓展版	奔驰	国四	-
C 型房车	凯伦宾威 依维柯双拓 ZK5043XLJ7 房车	-	-	-
C 型房车	凯伦宾威 国产依维柯无拓 ZK5043XLJ7 房车	南京汽车集团有限公司	国五	56.8 万元
C 型房车	凯伦宾威 进口依维柯小顶 ZK5045XLJ 房车	-	-	-
C 型房车	国产依维柯 2018 款 ZK5043XLJ7 (AD02 底盘双拓展)	-	-	-
C 型房车	国产依维柯 ZK5043XLJ6 双拓展	-	-	-
C 型房车	大通 ZK5041XLJ 小顶	-	-	-
C 型房车	大通 ZK5041XLJ3 大顶	-	-	-
拖挂式房车	凯伦宾威 6 米拖挂 ZK9025XLJ 房车	郑州宇通客车股份有限公司	-	-
轻型商旅车	ZK5031XLJ2 绅威商旅车	福建奔驰汽车工业有限公司	国五	-
轻型商旅车	ZK5049XLJ1 绅智商旅车	福建奔驰汽车工业有限公司	国五	79.8 万元

资料来源:宇通客车官网、国信证券经济研究所整理

宇通客车自 2009 年进入房车行业至今，宇通房车品牌——宇通凯伦宾威已经实现从年销几十台到千台的跨越，成为房车业界的第一品牌。2018 年，宇通房车实现了突破性进展，房车销量实现 1100 辆，同比增长 95.4%，细分市场市占率达 10%，2019 年宇通房车销量有望达 1800 辆，目标增速超 60%。未来随着国家旅游宿营地基础设施和配套管理法规的完善，房车未来可能会成为客车市场的重要增长点。预计未来 3-5 年国内房车市场能维持 30% 以上增幅，宇通在房车领域深耕十年，凭借优质产品和售后服务有望实现销量、市占率的提升。

■ 燃料电池万事具备，等待政策东风

宇通作为全球大中客龙头，是行业内最早研发燃料电池客车的企业之一，2009 年开发了第一代燃料电池客车，是国内首家通过燃料电池商用车资质认证的企业，取得了国内首个燃料电池客车正式的公告，建成了中原地区首个加氢站，获批客车行业首个燃料电池与氢能中心。宇通客车已经开发三代燃料电池客车产品，正在开发第四代。

表 3: 宇通客车燃料电池近期进展

时间	事件
2018 年 5 月 28 日	宇通 10.5 米氢燃料电池客车 ZK6105FCEVG1 型新品(F10)全球首发。
2018 年 8 月 16 日	GEF/UNDP“促进中国燃料电池汽车商业化发展”项目在河南郑州启动,2 辆 12 米燃料电池公交车在 727 路正式运营,累计运营里程已经超过 5 万公里。同时为满足首条示范线用氢需求,宇通建设并扩建加氢站,新增预冷装置,提升加氢效率,日加氢能力提高至 1210kg,可满足 60 辆公交日加氢需求。
2018 年 9 月 29 日	25 辆配置 60kW 燃料电池系统的 12 米公交车在张家口 1 路公交线路正式上线运营。
2018 年 12 月 14 日	10 辆宇通 10 米燃料电池公交车交付张家港公交公司,目前已开始试运行,并将于 2019 年 1 月中旬正式上线运营。
2018 年 12 月 29 日	在黑河-25°C 环境温度下,宇通燃料电池公交完成整车 8.2 分钟启动,满载 C-WTVC 工况下,完成 200km 路试试验验证的实力验证。
2019 年 1 月	中标张家口市区公交车采购项目,数量为 30 辆 11.5-12 米氢燃料电池带空调城市公交车(普通版,最后一排座椅 2+2 布置),中标总金额 8898 万元,单价 296.6 万元。

资料来源:宇通客车官网、国信证券经济研究所整理

目前宇通客车在燃料电池车型、团队、研发方面均已具备成熟实力。1) 车型方面，宇通客车已完成 10 米、12 米“双配置”燃料电池公交、9 米燃料电池团体车等热门车型，并已实现小规模示范运营。2) 团队方面，截至 2017 年，宇通已形成以 6 名博士、26 名硕士为核心的 45 人研发团队，专注于燃料电池系统集成与控制技术、车载氢系统集成与快速加氢技术及燃料电池测试评价技术方向的研究。3) 研发方面，宇通又获批组建行业首个燃料电池与氢能工程技术研究中心。该研发中心规划建设总面积达 1 万余平方米，涉及燃料电池整车、系统、电堆、车载氢系统等多项关键零部件的测试和开发。该中心的组建，将大大提升宇通氢燃料电池客车的技术研发实力，推动新能源客车行业技术进步，同时通过整车实际应用，推动燃料电池客车的产业化发展。

2018 年，宇通客车燃料电池公交实现了在郑州、张家口等地的批量推广应用，2018 年公司燃料电池车全年销量 55 台，收入 1.77 亿元，补贴 1500 万，公司燃料电池单车收入 322 万，单车补贴 27.3 万。

表 4: 2018 年宇通新能源客车销量、收入、补贴情况

	销量(辆)	收入(万)	补贴(万)	单车收入(万/辆)	单车补贴(万/辆)	单车收入同比	补贴同比
纯电动	22,744	1,502,184	390,402	66.05	17.17	2%	-27%
插电混	1,949	120,888	15,340	62.03	7.87	-1%	-37%
燃料电池	55	17,702	1,500	321.85	27.27	-	-
新能源整体	24,748	1,640,774	407,242	66.30	16.46	3%	-23%

资料来源:宇通客车年报、国信证券经济研究所整理

2019 年 1 月，宇通客车中标张家口市区公交车采购项目，数量为 30 辆 11.5-12 米氢燃料电池带空调城市公交车(普通版，最后一排座椅 2+2 布置)，中标总金额 8898 万元，单价 296.6 万元。2019 年氢燃料电池“十城千辆”的政策预期下，预计全国氢燃料电池销量有望达 1000 辆，宇通作为新能源客车龙头，2019 年燃料电池销量有望持续增长。长期来看，在中国燃料电池汽车技术路线图中氢燃料电池汽车发展规划：2020 年达 1 万辆，2025 年 10 万辆，2030 年 100 万辆。氢燃料电池有望成为纯电客车的重要补充，贡献新能源客车远期增量。

■ **投资建议：应需而变，待时而飞，维持买入评级**

国信汽车观点：新能源客车补贴下滑背景下（2020年完全退坡），宇通客车短期业绩承压。中长期来看，一方面城镇化率提升，高铁地铁对座位客车有一定替代，传统座位客车空间基本饱和，未来看稳定的更新需求，另一方面房车旅游和氢燃料电池均是国家政策的鼓励扶持方向，宇通客车应需而变，紧抓房车和燃料电池机遇开辟新品类。未来随着 1) 国家旅游宿营地基础设施和配套管理法规的完善，房车未来可能会成为客车市场的重要增长点。预计未来 3-5 年国内房车市场能维持 30% 以上增幅，宇通在房车领域深耕十年，凭借优质产品和售后服务有望实现销量、市占率的提升；2) 目前宇通客车在燃料电池车型、团队、研发方面均已具备成熟实力，2018 年实现燃料电池客车小批量供应（55 辆），“十城千辆”政策预期下有望持续增长。此外以 T7 为代表的高端商务客车和海外新能源市场也是宇通后续发力点，继续维持此前盈利预测，预计 19/20/21 年归母净利润 23.24/27.17/31.90 亿，对应 EPS 为 1.05/1.23/1.44 元，对应当前股价 PE 为 15.2/13.0/11.0X，可比公司 2019 年平均 PE 估值 20.73 倍，平均 PB 估值 2.4 倍，根据可比公司估值法，给予宇通客车一年期目标估值区间 18.9-21.77 元，当前（4 月 21 日收盘价）股价 15.92 元，距目标价仍有 19%-37% 提升空间，维持买入评级。

表 5：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
					2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
600104	上汽集团	买入	29.63	3462	3.18	3.45	3.72	9.32	8.59	7.97	1.3
002594	比亚迪	增持	60.13	1640	1.02	1.32	1.72	58.95	45.55	34.96	2.7
600660	福耀玻璃	增持	27.20	682	1.64	1.65	1.82	16.59	16.48	14.95	3.0
000338	潍柴动力	增持	13.78	1093	1.08	1.12	1.25	12.76	12.30	11.02	2.3
平均					1.73	1.89	2.13	24.40	20.73	17.22	2.4
600066	宇通客车	买入	15.92	352	1.04	1.05	1.23	15.31	15.16	12.94	2.1
一年期目标估值									21.77		18.9

资料来源:国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2912	7000	6000	6000
应收款项	19843	13538	14641	15230
存货净额	3833	1996	2159	2229
其他流动资产	1358	1318	1425	1482
流动资产合计	27968	23873	24246	24963
固定资产	4494	4390	4357	4389
无形资产及其他	1181	1134	1087	1040
投资性房地产	2482	2482	2482	2482
长期股权投资	674	654	634	614
资产总计	36799	32533	32805	33487
短期借款及交易性金融负债	24	5728	2994	1227
应付款项	13938	10643	11512	11889
其他流动负债	3814	4437	4800	4958
流动负债合计	17775	20809	19306	18073
长期借款及应付债券	19	4019	4019	4019
其他长期负债	2249	2749	3149	3449
长期负债合计	2268	6768	7168	7468
负债合计	20043	27577	26474	25541
少数股东权益	115	130	146	166
股东权益	16641	17803	19162	20757
负债和股东权益总计	36799	45509	45782	46463

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.04	1.05	1.23	1.44
每股红利	0.60	0.52	0.61	0.72
每股净资产	7.52	8.04	8.65	9.38
ROIC	27%	17%	21%	24%
ROE	14%	13%	14%	15%
毛利率	25%	26%	26%	26%
EBIT Margin	14%	9%	9%	9%
EBITDA Margin	16%	10%	10%	11%
收入增长	-4%	4%	8%	4%
净利润增长率	-26%	1%	17%	17%
资产负债率	55%	61%	58%	55%
息率	3.7%	3.3%	3.9%	4.5%
P/E	15.3	15.2	13.0	11.0
P/B	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	10.6	18.7	17.0	15.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	31746	32942	35626	37059
营业成本	23706	24530	26528	27410
营业税金及附加	195	165	178	185
销售费用	2512	2668	2886	2965
管理费用	772	2683	2897	3012
财务费用	325	422	313	223
投资收益	111	129	138	147
资产减值及公允价值变动	(351)	(300)	(200)	(100)
其他收入	(1529)	0	0	0
营业利润	2468	2304	2762	3312
营业外净收支	79	400	400	400
利润总额	2547	2704	3162	3712
所得税费用	218	352	411	483
少数股东损益	27	29	33	39
归属于母公司净利润	2301	2324	2717	3190

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2301	2324	2717	3190
资产减值准备	(360)	(15)	(10)	(5)
折旧摊销	657	462	491	521
公允价值变动损失	351	300	200	100
财务费用	325	422	313	223
营运资本变动	(516)	6001	248	112
其它	372	29	27	25
经营活动现金流	2805	9102	3673	3943
资本开支	(116)	(600)	(600)	(600)
其它投资现金流	175	0	0	0
投资活动现金流	50	(580)	(580)	(580)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(2)	0	0	0
支付股利、利息	(1321)	(1162)	(1359)	(1595)
其它融资现金流	215	(6272)	(2734)	(1768)
融资活动现金流	(2431)	(4434)	(4093)	(3363)
现金净变动	424	4088	(1000)	0
货币资金的期初余额	2488	2912	7000	6000
货币资金的期末余额	2912	7000	6000	6000
企业自由现金流	4195	8384	2868	3067
权益自由现金流	4408	1745	(139)	1105

相关研究报告

- 《宇通客车-600066-2018 年年报点评：业绩符合预期，低调蓄力储备新增长》 ——2019-04-03
- 《宇通客车-600066-2018 年中报点评：中报业绩不达预期，静候下半年盈利改善》 ——2018-08-29
- 《宇通客车-600066-重大事件快评：6 月销量回落，行业短期承压》 ——2018-07-04
- 《宇通客车-600066-重大事件快评：5 月抢装行情，新能源销量超预期》 ——2018-06-05
- 《宇通客车-600066-重大事件快评：4 月销量平稳，5 月销量有望改善》 ——2018-05-07

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032