



Research and  
Development Center

# 轮胎行业的十字路口

2019年8月7日

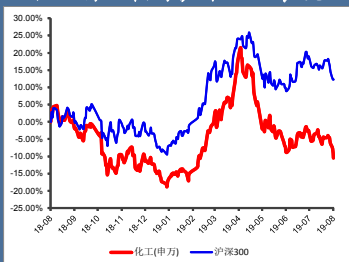
张燕生 化工行业首席分析师  
刘 栋 行业分析师  
黄永光 行业分析师  
葛韶峰 行业分析师

## 证券研究报告

### 行业研究——深度研究

#### 化工行业

化工行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

张燕生 行业分析师

执业编号：S1500517050001

联系电话：+86 10 83326708

邮箱：

zhangyansheng@cindasc.com

刘 栋 行业分析师

执业编号：S1500517060001

联系电话：+86 10 83326796

邮箱：

liudong@cindasc.com

黄永光 行业分析师

执业编号：S1500515080001

联系电话：+86 21 61678592

邮箱：

huangyongguang@cindasc.com

葛韶峰 行业分析师

执业编号：S1500518090002

联系电话：+86 10 83326705

邮箱：

geshaofeng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 轮胎行业的十字路口

2019年8月7日

### 本期内容提要：

- ◆ **全球轮胎市场格局的变化：**2002年至2017年这十五年间，全球轮胎行业并未出现整合度提升的趋势。中国轮胎快速扩大在全球轮胎市场中的份额主要是商用车轮胎产品。近年中国轮胎不断提升品牌形象，开始以自主品牌配套供应A级和B级乘用车轮胎市场。
- ◆ **乘用车销量出现向下拐点：**2017年底中国乘用车销量迎来拐点，2018年6月之后到2019年6月，中国乘用车月度销量的同比变化已经连续12个月为负。欧美国家的乘用车销量也在下滑。
- ◆ **共享汽车多样化满足出行需求：**我们的日常生活中已经出现不少案例，消费者可以方便的享有产品的使用权而不再必须拥有其产权。共享个人交通工具是目前这个趋势中最大、最成功的品类，分时复用提高了交通工具的使用效率，降低了使用者的成本。但另一方面的影响是，会抑制或降低对交通工具的需求数量。造成乘用车销量的下滑原因中，共享汽车可能今天尚不是最重要的原因，未来却是最大的威胁因素。
- ◆ **乘用车轮胎前方的灰犀牛：**除了对乘用车需求数量的抑制以外，共享汽车更大的影响是对轮胎产品价格的负面影响。共享汽车情景下，消费者更多的享有使用权而不拥有汽车。汽车的产权将向上游转移。乘用车轮胎将从消费品转换为生产资料。乘用车轮胎的品牌溢价空间将会压缩。共享汽车趋势下，汽车的客户群体发生变化，乘用车轮胎产品的客户也随之变化。乘用车轮胎市场特性将可能靠拢对标商用车轮胎市场。
- ◆ **风险因素：**贸易战及国内降杠杆等因素导致宏观经济快速下行，交通运输需求下降；自然灾害等因素导致天然橡胶价格剧烈波动；人民币汇率贬值导致天然橡胶采购成本升高。

## 目录

引言	1
一、前十五年全球轮胎市场格局的变化	2
二、乘用车销量出现向下拐点	4
三、共享汽车多样化满足出行需求	6
四、乘用车轮胎前方的灰犀牛	8
五、轮胎行业投资建议	9
(一) 重新审视乘用车轮胎和商用车轮胎估值	9
(二) 国际化布局的轮胎企业将脱颖而出	9
(三) 投资扩产拉动业绩的正循环	10
(四) 附录	10
六、风险提示	12

## 图表目录

图表 1: 全球轮胎市场、TOP3、TOP6 销售额 (亿美元)	2
图表 2: 全球轮胎厂商市场份额变化	3
图表 3: 中国乘用车月销量 (万辆) 及同比变化	4
图表 4: 美国乘用车年度销量 (万辆) 及同比变化	5
图表 5: 欧洲乘用车月度销量 (万辆) 及同比变化	5
图表 6: 美国商用车年度销量 (万辆) 及同比变化	6
图表 7: 欧洲商用车年度销量 (万辆) 及同比变化	6
图表 8: 优步季度出行订单数 (百万次)	7
图表 9: 轮胎上市公司 PE、PB、PS、EV/EBITDA 倍数	10
图表 10: 轮胎上市公司 PE	11
图表 11: 轮胎上市公司 PB	11
图表 12: 轮胎上市公司 PS	11
图表 13: 轮胎上市公司 EV/EBITDA	11
图表 14: 轮胎上市公司产能分布 (万条/年)	12

## 引言

对事物的占有不再像曾经那样重要，而对事物的使用则比以往更加重要。

——《必然》K.K

研究轮胎行业的发展趋势，卖方研究员可能关注的是下一季度，投资经理可能关注的是下一年，业内的职业经理人可能关注的是未来三年，而类似姓氏倍耐力的家族要关心的是基业如何长青。

人们更倾向于解决每天眼前面临的问题，不喜欢对未来远期的事情进行思考。因为这种思考是枯燥而孤独的，就此做出的选择也是彷徨的。并且要为一个远期才能得到的结果负责的话，这种抉择是人们在当下都希望趋避的。

## 一、前十五年全球轮胎市场格局的变化

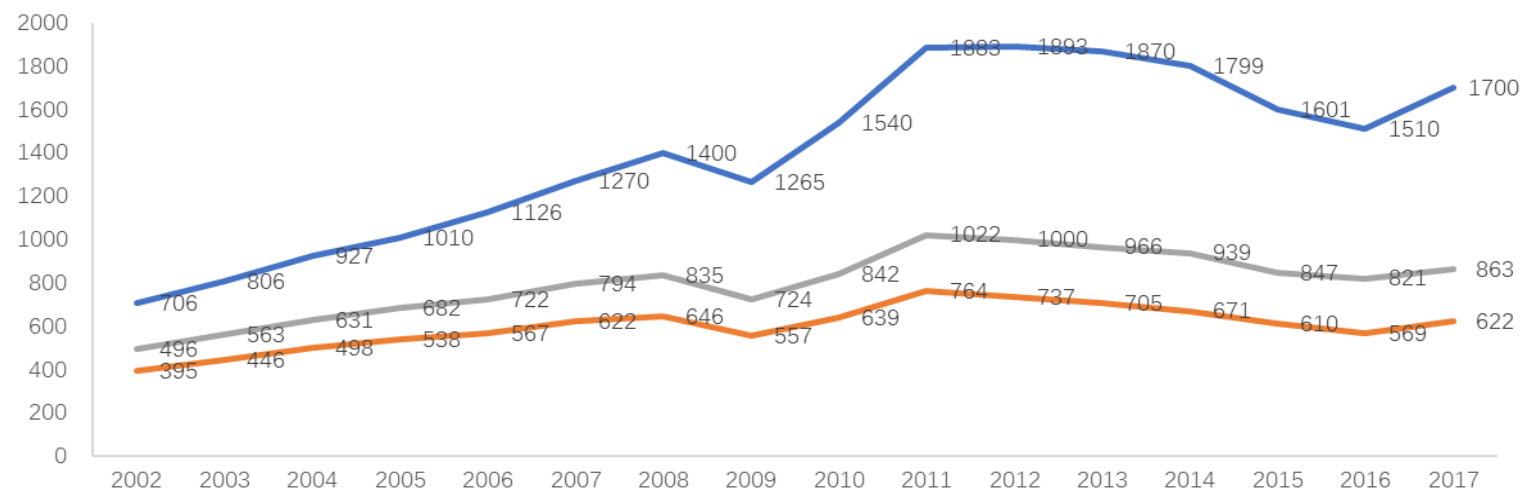
2001年11月11日中国加入WTO，承诺从2002年起逐年降低进口整车和零部件的进口关税。2002年也成为了中国汽车市场的“井喷”元年。中国汽车产销量飞速攀升，至2009年首次超越美国，成为了全球汽车产销第一大国。汽车从普通人家庭望尘莫及的大额资产，逐步变成“私家车”，甚至泛滥到政府不得不推出“摇号”、“拍卖号牌”等政策限制其购买。

2002年起汽车行业的爆发式增长带动了上游轮胎行业的快速发展，催生了天然橡胶价格的一轮长牛。

全球轮胎市场2002年销售额706亿美元，2017年增长至1700亿美元，年复合增长率6%。期间经历了两次波动，一是2009年的全球经济危机，二是2012年之后大宗能源化工商品的下降周期，在2016年触底反弹。

在最近的十几年间，全球轮胎行业前三名虽然名次有若干次交替变化，但前三名厂商未变，分别是米其林、普利司通和固特异。前三名2017年的合计收入相比2007年没有变化。全球轮胎行业的四、五、六名也是名次交替变化，厂商未变，分别是德国大陆、倍耐力和住友。

图表 1: 全球轮胎市场、TOP3、TOP6 销售额 (亿美元)

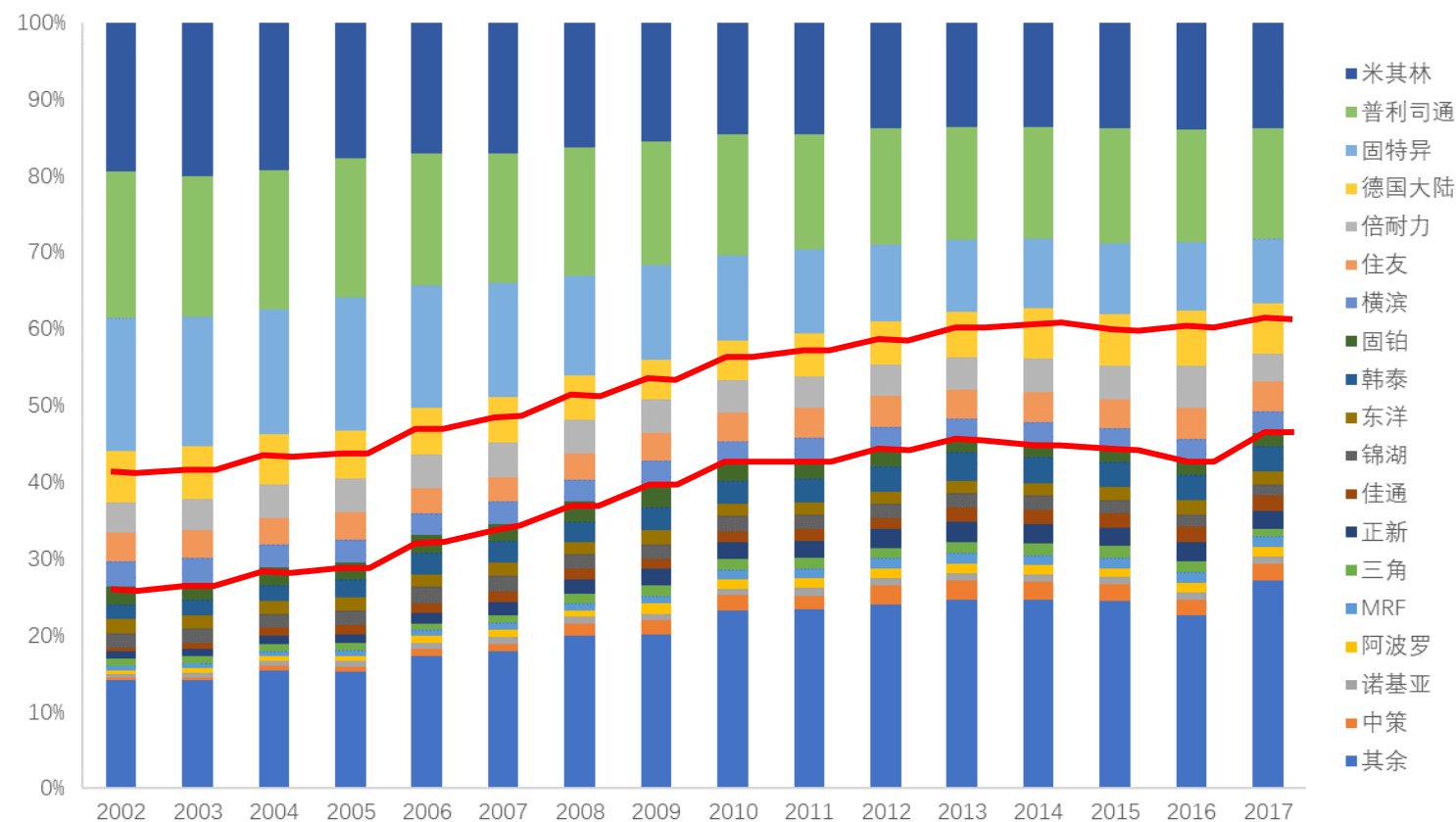


资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

2002年至2017年这十五年间，全球轮胎行业并未出现整合度提升的趋势。相反，行业CR3从2002年的56%下降到2017年的37%；行业CR6从2002年的70%下降到2017年的51%。

整合度下降的主要原因是中国轮胎企业的快速成长。2002 年在全球轮胎企业排行榜中最靠前的中国企业是 12 名的台湾正新、13 名的山东三角、14 名的山东成山、18 名的佳通。而在 2017 年排行榜前 20 名中有了家中国企业，分别是第 9 名正新、第 10 名中策、第 11 名佳通、第 17 名玲珑、第 18 名恒丰、第 19 名赛轮金宇。

图表 2: 全球轮胎厂商市场份额变化



资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

中国轮胎快速扩大在全球轮胎市场中的份额主要是商用车轮胎产品。轮胎依据用途可以分为两大类，一是乘用车轮胎 (Passenger Tire)，二是商用车轮胎 (Commercial Tire)，包括卡车和巴士轮胎 (TBR)、工程机械轮胎 (OTR) 和航空轮胎等。中国轮胎的主力领域在 TBR 市场，占有七成以上的全球市场份额。而在近年，中国轮胎不断提升品牌形象，开始以自主品牌配套供应 A 级和 B 级乘用车轮胎市场。

在下一个十五年，中国轮胎厂商能否继续当前的趋势，树立起消费品市场中的品牌形象，从第一梯队国际厂商手中攫取乘用

车轮胎市场份额，通过品牌溢价获得高回报，跻身全球轮胎前五的行列？

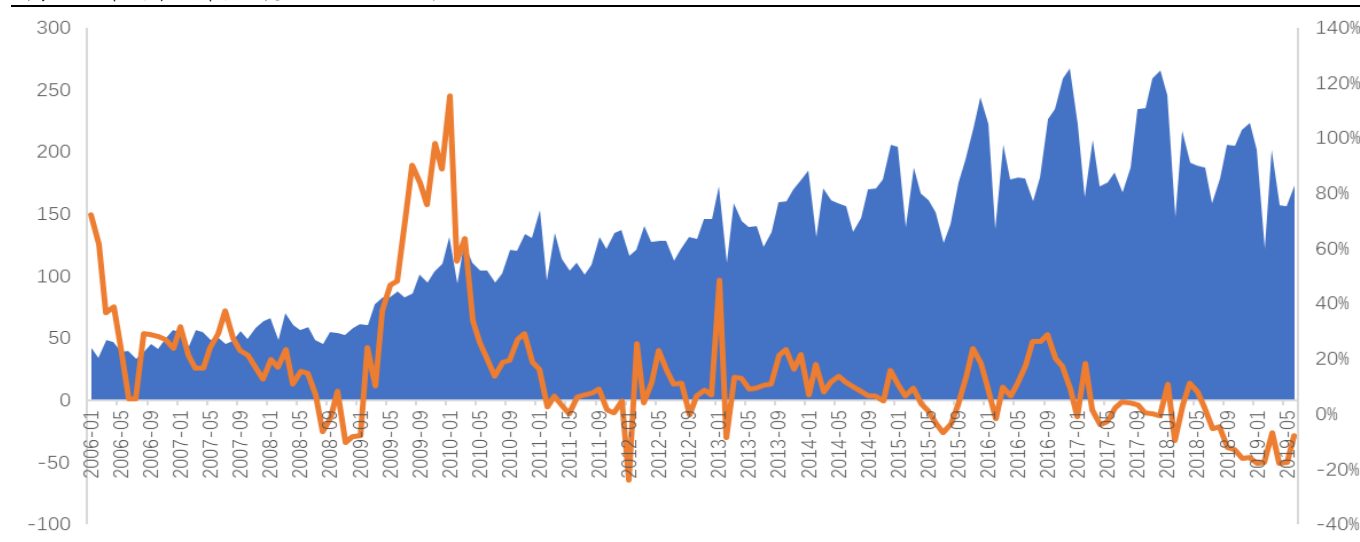
还是说大风起于青萍之末，可能对行业产生深远影响的变化正在酝酿甚至发生，轮胎厂商无论中外、不分梯队是否该未雨绸缪，谋定长远的战略方向？

## 二、乘用车销量出现向下拐点

2017 年底中国乘用车销量迎来拐点，2018 年乘用车销售 2367 万辆相比 2017 年的 2474 万辆下降了 4.5%。2019 年上半年乘用车销量 1012 万辆，相比 2018 年又同比下滑了超过 15%。2018 年 6 月之后到 2019 年 6 月，中国乘用车月度销量的同比变化已经连续 12 个月为负。

乘用车销量的下滑，影响因素很多，如宏观经济供给侧结构性改革过程中的 GDP 增速降档、居民杠杆率高企导致的消费意愿下降等，其中一个重要因素可能是 2018 年初开始爆发的中美贸易摩擦对我国实体经济的负面影响。

图表 3：中国乘用车月销量（万辆）及同比变化



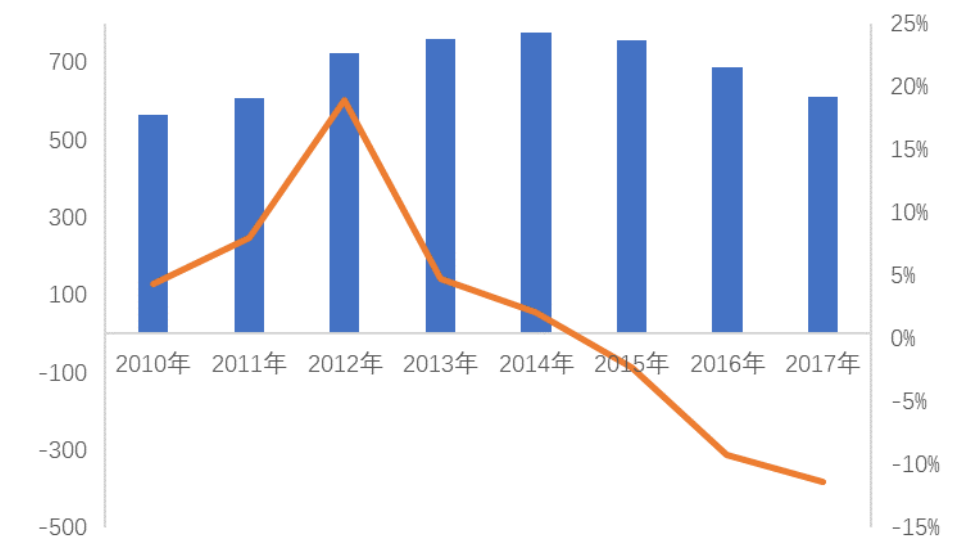
资料来源：中汽协，信达证券研发中心

然而我们观察美国的汽车市场，发现乘用车销量从 2009 年经济危机后的一轮复苏在 2014 年达到顶峰，2015 年之后销量也

是逐年下降。2017年乘用车销量相比2014年顶峰已经下降了21%。

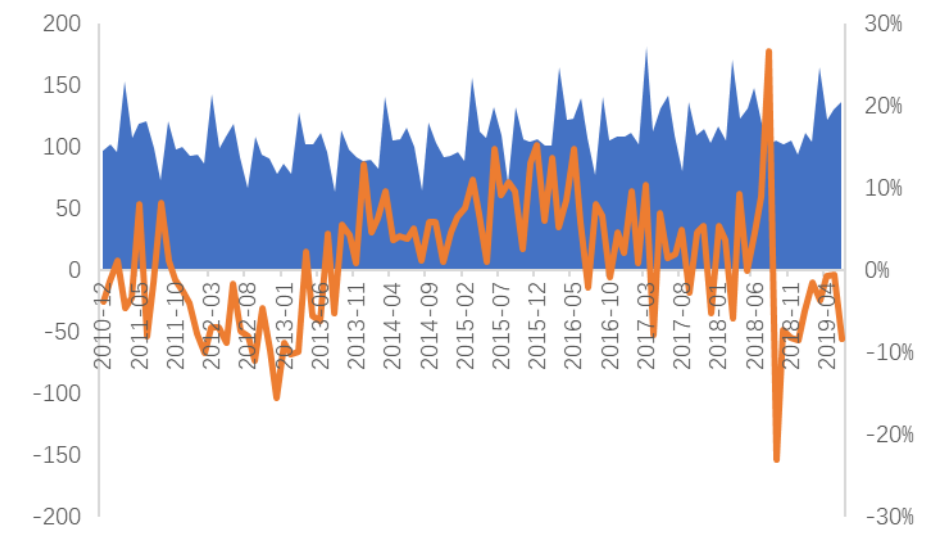
我们观察欧洲的汽车市场，发现乘用车销量也是从2009年经济危机后复苏，一路缓慢增长，但月度销量在2017年初达到顶点，之后波动中开始小幅下滑。2018年9月至2019年6月，同比增速已经连续10个月为负。

图表4: 美国乘用车年度销量(万辆)及同比变化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

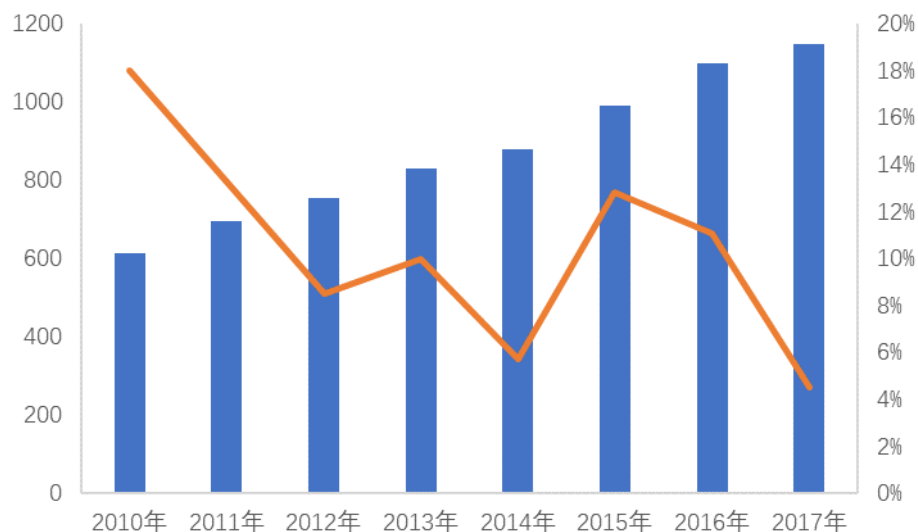
图表5: 欧洲乘用车月度销量(万辆)及同比变化



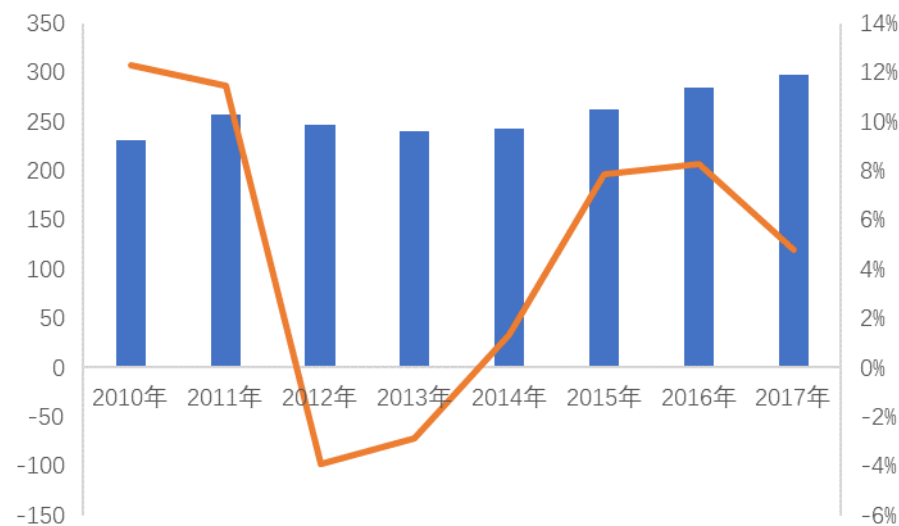
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

不仅我们，欧美国家的乘用车销量也在下滑。然而观察更能反映经济运行状况的商用车销售情况：美国商用车销量从2009年经济危机后一直保持增长，而欧洲的商用车销量近几年也保持了稳步增长。可见经济形势尚属平稳，那么乘用车销量的大面积下滑隐含了哪些未惹人注意的因素呢？



**图表 6: 美国商用车年度销量 (万辆) 及同比变化**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图表 7: 欧洲商用车年度销量 (万辆) 及同比变化**


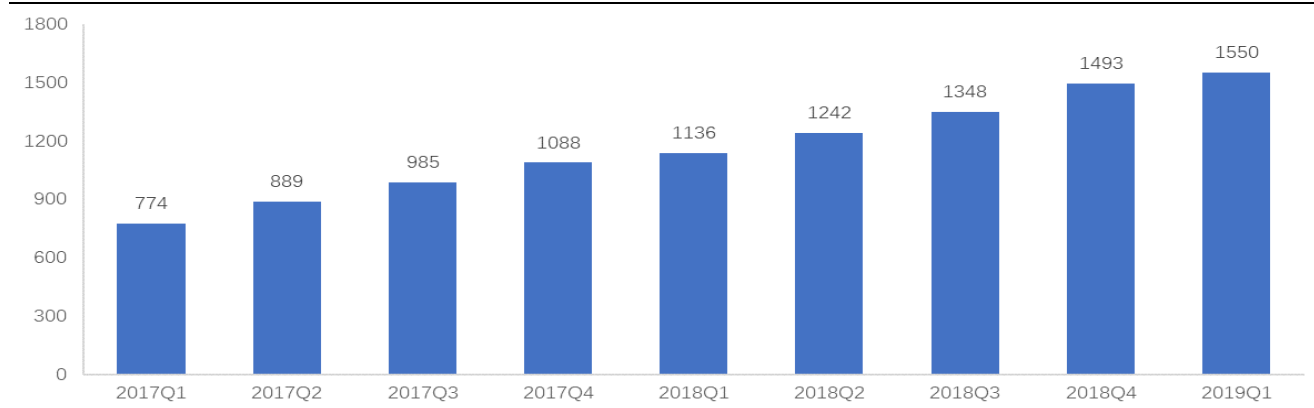
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、共享汽车多样化满足出行需求

虽然从长期看, 全球经济不断增长、人均收入不断提高的趋势的不用质疑的, 对应在人们出行需求的满足上, 人均汽车拥有量也应该不断提升。尽管汽车价格与人均收入的比值在不断降低, 消费汽车应该变得越来越容易, 然而土地、道路资源却是有限的, 会构成乘用车消费的限制条件。乘用车的使用会从单纯的车数量提升逐渐向使用效率提升转变。

在过去十年中, 多样化的汽车使用方式快速萌芽和成长。共享汽车包括传统的汽车租赁、出租车, 和近年出现的网约车、P2P 租车、B2C 的分时共享, 以及未来自动驾驶技术成熟时的无人驾驶汽车服务。共享汽车一方面方便了人们的出行, 另一方面提高了汽车的使用效率。

全球最大的共享汽车公司优步成立于 2009 年, 近年随着网络基础设施的成熟, 业务量快速增长, 2019 年一季度出行订单数量达到 15.5 亿次, 比 2017 年一季度翻一番。

**图表 8: 优步季度出行订单数 (百万次)**


资料来源: Uber, 信达证券研发中心

我国最大的共享汽车公司滴滴在其《智能出行大数据报告》中公布其 2015 年共运营了 14.3 亿订单, 总里程达到了 128 亿公里, 而到了 2018 年这个数字已经快速增长到 488 亿公里。

北京交通发展研究中心的研究数据表明北京私人小汽车年均行驶里程约为 1.5 万公里。照此估算的话, 488 亿公里相当于 325 万辆私家车的年行驶距离。

被称为“硅谷精神之父”和“世界互联网教父”的美国作家凯文·凯利 (Kevin Kelly) 在其分析科技发展趋势的著作《必然》中提到: “当我们推进减物质化、去中心化、即时性、协同平台化和云端等所有这些方面的发展时, 使用权将逐步取代所有权。对于日常生活中的大部分事物, 对事物的使用将会胜过对其拥有。”

在我们的日常生活中已经出现不少这类案例, 汽车、自行车、住宿、高档服装, 甚至充电宝, 消费者可以方便的享有其使用权而不再必须拥有其产权。

共享个人交通工具是目前这个趋势中最大、最成功的品类, 分时复用提高了交通工具的使用效率, 降低了使用者的成本。但另一方面的影响是, 会抑制或降低对交通工具的需求数量。这对生产者来说可不是个太好的消息。

造成乘用车销量的下滑原因中, 共享汽车可能今天尚不是最重要的原因, 未来却是最大的威胁因素。

与乘用车数量息息相关的乘用车轮胎会受到什么影响呢?

## 四、乘用车轮胎前方的灰犀牛

乘用车轮胎是消耗品，其需求数量  $Q$  受到 3 种消耗因素影响：

$$Q=f(W)+f(A)+f(D)$$

$W$  磨损消耗：轮胎正常磨损消耗，与行驶里程正相关。

$A$  事故消耗：轮胎意外受到穿刺、磕碰而损坏，其概率也与行程里程正相关。

$D$  耐候消耗：橡胶制品在恶劣的户外工况下，即便静置也会随时间老化，因此其消耗也与轮胎的使用时间正相关。

共享汽车改变的是满足人们出行需求的方式，而不是出行需求本身，因此  $W$  和  $A$  并没有变化。共享汽车降低汽车数量，也就是会降低耐候状态下的  $D$ 。综合来看，共享汽车对未来乘用车轮胎需求量的影响是负面的。

除了对乘用车需求数量的抑制以外，更大的影响是对产品价格的负面影响。

共享汽车情景下，消费者更多的享有使用权而不拥有汽车。汽车的产权将向上游转移。乘用车轮胎将从消费品转换为生产资料。乘用车轮胎的品牌溢价空间将会压缩。

影响选择轮胎产品有多种因素，包括舒适性、燃油经济性、耐久性、安全性等，最主要的因素还是安全性。而选择品牌只是选择安全性的抓手。个人消费者选择乘用车轮胎时，无法通过专业知识、验证数据来判断安全性，品牌是企业多年声誉的积累，因此个人消费者可以通过选择品牌来达到确保安全性的目的。这是品牌溢价存在的根本逻辑。

而当产品的客户由个人消费者变成企业时，由于企业可以具备专业的判断能力，品牌的影响力将大大削弱。虽然大品牌产品依靠更好的质量还可以卖得高价，但品牌溢价部分已经难以实现。

共享汽车趋势下，汽车的客户群体发生变化，乘用车轮胎产品的客户也随之变化。乘用车轮胎市场特性将可能靠拢对标商用车轮胎市场。

## 五、轮胎行业投资建议

### （一）重新审视乘用车轮胎和商用车轮胎估值

虽然我国轮胎企业在过去十五年发足狂奔，占领了大部分商用车轮胎市场，开始进入国际品牌的乘用车轮胎阵地。但时移世易，我们的企业在变化，市场也在变化，当我们占领乘用车轮胎市场时，却可能不再是我们出发时的目标。

如前文所述，乘用车轮胎未来可能会逐渐褪去消费品属性，品牌溢价空间会减小。而在商用车轮胎领域，却是从谷底回升，产品不断升级。这种升级并非是制造商推动的，而是市场需求推动的。商用车司机平均每月行驶里程超过 1 万公里，平均每天驾驶时间超过 8 小时，司机群体越来越重视工作条件的舒适性。而 TBR 产品，尤其是车辆导向轮的轮胎均一性对驾驶舒适性影响很大。TBR 需求正在出现高端化倾向，这是中国轮胎企业中有技术实力者面临的新机遇。

乘用车轮胎市场存在泡沫要被挤出，商用车轮胎底部扎实上行，最终盈利水平可能会收敛趋同。国际一线厂商会逐渐退守品牌溢价最后的阵地——高端乘用车轮胎市场，逐渐退出普通乘用车轮胎市场和商用车轮胎市场。国际二线厂商未来将面临较大挑战，可能会谋求与其它竞争者的合作。中国厂商无论在乘用车轮胎还是商用车轮胎产品，都应继续做大份额和产品升级。

作为投资者，不应过高估计乘用车轮胎估值，也可以注意挖掘市场对商用车轮胎过份悲观估值的机会。

### （二）国际化布局的轮胎企业将脱颖而出

轮胎制造是劳动力密集型产业，有轮胎产业布局的国家和地区多数会有贸易壁垒对本国产业进行保护。贸易壁垒既是挑战也是机会。对于国际化布局的轮胎企业，则可以享受壁垒保护下市场的高利润。

我国多家排名前列的轮胎企业都已经布局了海外工厂，包括中策、玲珑、赛轮、浦林成山、通用等，有能力跨过国际布局门槛的企业将与国内其它企业间的距离不断拉大。

**2018 年开始的中美贸易摩擦不断升级，轮胎行业是化工行业所有子行业中受贸易战影响最小的子行业之一。原因是轮胎行业多年来一直不断受到各种贸易壁垒制裁，但从未上升到国家支持的层次，企业在逆境中顽强的通过国际布局，现在逐渐开始摆脱了贸易制裁的影响。**

### （三）投资扩产拉动业绩的正循环

决定一家轮胎厂产品品牌、价格层次的，不是使用里程最长的那一条，而是最短的那一条。

轮胎的可靠性、均一性是轮胎产品最重要的竞争力。国际一流厂商保证产品均一性是靠其几十年积累的精细管理经验、生产流程的控制。而国内轮胎厂近十几年走的是一条大干快上的路线，在精细管理方面是弱项。近年多家国内轮胎企业都在建设所谓的智能工厂，其实主要目的并不是使产品性能更高或者成本更低，而是通过自动化来确保产品的均一性。因此，轮胎行业出现了与其它化工子行业不同的特点。一个煤化工企业的新、老装置生产出的产品相同，但成本不同。而一个轮胎企业的新、老生产线生产出的产品成本相同，但质量不同导致价格不同。

**投资新产能，生产更高质量的轮胎产品，获得更好的利润和现金流，有能力进行持续的资本支出建设新产能，构成了国内轮胎企业投资拉动业绩的正循环。投资者应关注已经步入这种正循环的龙头轮胎企业。**

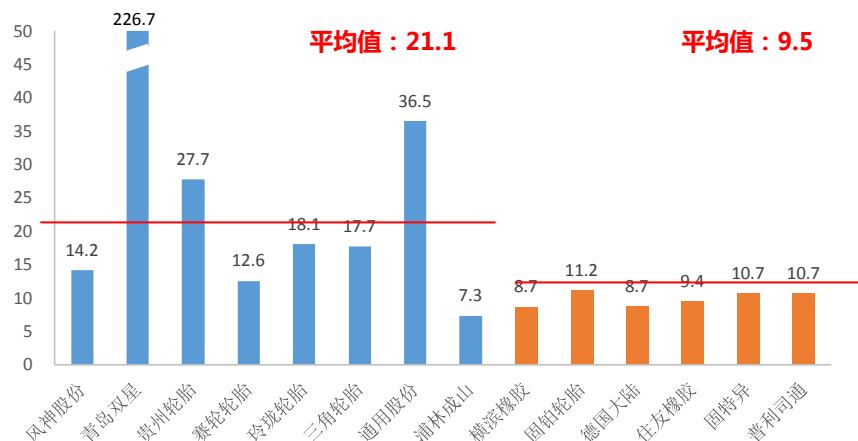
### （四）附录

图表 9：轮胎上市公司 PE、PB、PS、EV/EBITDA 倍数

公司	PE	PB	PS	EV/EBITDA
风神股份	14.2	1.4	0.5	8.5
青岛双星	226.7	0.9	0.9	14.1
贵州轮胎	27.7	1.0	0.5	7.8
赛轮轮胎	12.6	1.5	0.7	6.3
玲珑轮胎	18.1	2.4	1.4	11.2
三角轮胎	17.7	1.0	1.3	9.1
通用股份	36.5	1.5	1.4	12.6
浦林成山	7.3	1.3	0.7	3.4
横滨橡胶	8.7	0.8	0.5	5.8
固铂轮胎	11.2	1.1	0.5	4.1
德国大陆	8.7	1.3	0.6	4.8
住友橡胶	9.4	0.7	0.4	4.8
固特异	10.7	1.4	0.7	4.4
普利司通	10.7	1.3	0.9	5.2

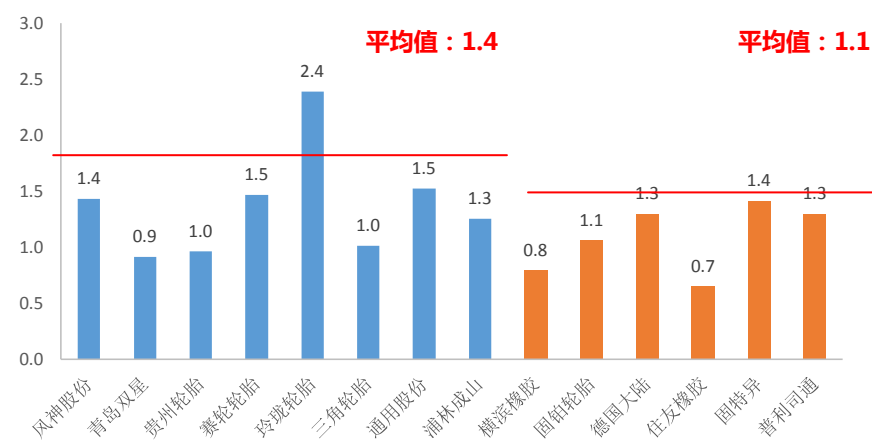
资料来源：Bloomberg, Wind, 信达证券研发中心

注：2019-08-06 收盘价计算

**图表 10: 轮胎上市公司 PE**


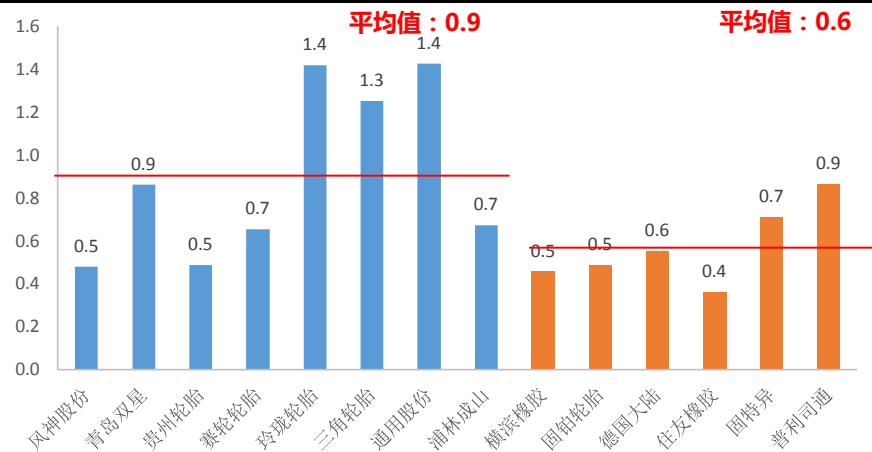
资料来源: Bloomberg, Wind, 信达证券研发中心

注: 2019-08-06 收盘价计算

**图表 11: 轮胎上市公司 PB**


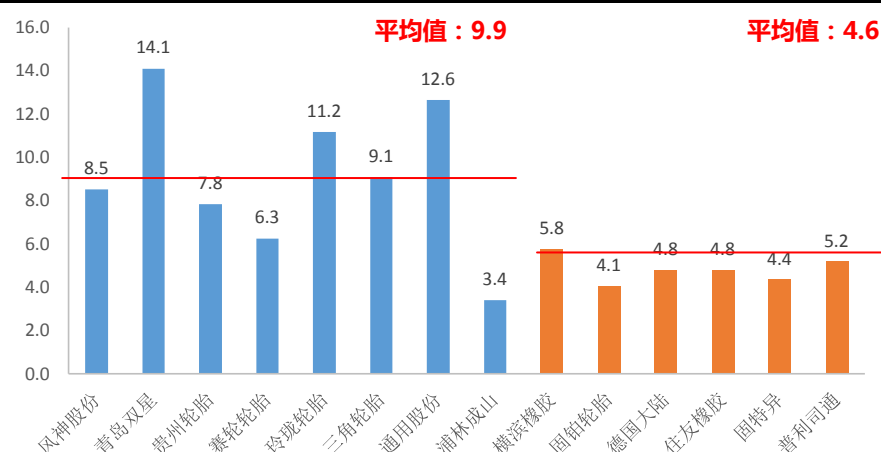
资料来源: Bloomberg, Wind, 信达证券研发中心

注: 2019-08-06 收盘价计算

**图表 12: 轮胎上市公司 PS**


资料来源: Bloomberg, Wind, 信达证券研发中心

注: 2019-08-06 收盘价计算

**图表 13: 轮胎上市公司 EV/EBITDA**


资料来源: Bloomberg, Wind, 信达证券研发中心

注: 2019-08-06 收盘价计算

**图表 14: 轮胎上市公司产能分布 (万条/年)**

上市公司	TBR	其中: 海外 TBR	PCR	其中: 海外 PCR
赛轮轮胎	560	120	4000	1000
玲珑轮胎	895	145	5450	1300
三角轮胎	500		1400	
风神股份	780			
通用股份	400			

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 六、风险因素

贸易战及国内降杠杆等因素导致宏观经济快速下行, 交通运输需求下降;

自然灾害等因素导致天然橡胶价格剧烈波动;

人民币汇率贬值导致天然橡胶采购成本升高。

## 化工研究小组简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获**2019第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名**。

**张燕生**，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团7年管理工作经验。2015年3月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

**黄永光**，浙江大学材料学硕士，7年工业领域销售业务工作经验，对光伏新能源产业链较为熟悉，准确把握行业运营规律。2013年7月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

**刘栋**，清华大学工学博士，中国人民大学经济学硕士，2年民航咨询从业经验。2015年3月加入信达证券研发中心，现从事能源化工行业和交通物流行业研究。

**葛韶峰**，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016年7月加入信达证券研发中心，从事能源化工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。