

橡胶行业 2019 年前三季度业绩点评

2019 年 11 月 06 日

不惧国内车市低迷，轮胎行业持续向好 增持（维持）

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

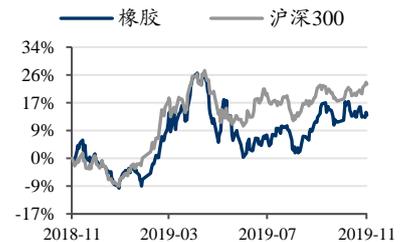
021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

投资要点

- **国际巨头业绩承压，国内轮胎行业向好：**国内宏观经济增速放缓，据国家统计局数据，我国前三季度乘用车产销量同比分别下滑 13%和 12%，配套胎市场受车市影响。国际轮胎三巨头 2019 年前三季度业绩均出现不同程度下滑，尤其是配套胎业务下滑明显；国产胎主要用于替换胎市场，凭借性价比优势，国内头部轮胎企业业绩持续向好。
- **国产胎性价比优势凸显，国产替换胎市场广阔：**随着生产技术的进步和管理水平的提高，国产轮胎正逐步向高品质、智慧化、绿色环保方向发展，从国内诸多轮胎企业为国际一二线轮胎企业做代工的角度也能印证这一事实。另一方面，2017 年美国从中国进口轮胎均价仅为 27.9 美元/条，仅为美国进口轮胎整体均价的 56%，即使考虑到高额反倾销税的因素，国产胎仍具有显著的价格优势。
- **海外产能是国产轮胎企业的最重要业绩增长点：**受益于显著的税收优势和成本优势，海外产能的盈利能力明显高于国内产能。上半年，赛轮轮胎的越南子公司和玲珑轮胎的泰国子公司均贡献了归母净利润的 60% 以上。未来随着新增产能的投放，相关企业海外产能的盈利水平有望持续提升，成为国产轮胎企业最重要的业绩增长点。
- **橡胶价格仍处于周期低位：**全球天胶产能过剩，且由于橡胶种植周期较长，一般不会出现产期内产能大幅缩减的情况，2019 年尽管出现泰国旱情和印尼病害等影响天胶产量等因素，但国际天胶供应量仍然处于高位；全球宏观经济增速放缓，轮胎产量自 2018 年来出现下滑，天胶需求端不振，原材料价格仍处于周期低位。
- **投资建议：**受益于海外产能的释放和原材料成本下降的影响，轮胎上市公司的业绩普遍有较强支撑。在外部贸易摩擦不确定性增强+内部集中度持续提升的背景下，随着海外优质产能的加速释放，包袱小、成本低的相关企业有望脱颖而出，推荐关注**赛轮轮胎、玲珑轮胎**。
- **风险提示：**全球贸易格局继续恶化的风险；原材料价格大幅波动的风险；海外子公司跨国经营的风险。

行业走势



相关研究

1、《橡胶：中报业绩持续向好，轮胎企业崛起进行时》
2019-09-01

表 1: 重点公司估值 (参考 2019 年 11 月 06 日收盘价)

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601058	赛轮轮胎	121.51	4.50	0.25	0.44	0.54	18.00	10.23	8.33	增持
601966	玲珑轮胎	248.88	20.74	0.98	1.29	1.51	21.16	16.08	13.74	买入

资料来源：wind，东吴证券研究所

1. 国际轮胎巨头业绩下滑，国内头部轮胎业绩向好

1.1. 国内乘用车产销量呈负增长趋势

剔除2月份春节的影响因素，中国乘用车市场产销量自2018年下半年开始全面进入负增长阶段。其中，2019年前三季度中国乘用车累计产量1506万辆，同比下降13%；累计销量1524万辆，同比下降12%。

图1：中国乘用车产量及同比（万辆，%）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图2：中国乘用车销量及同比（万辆，%）

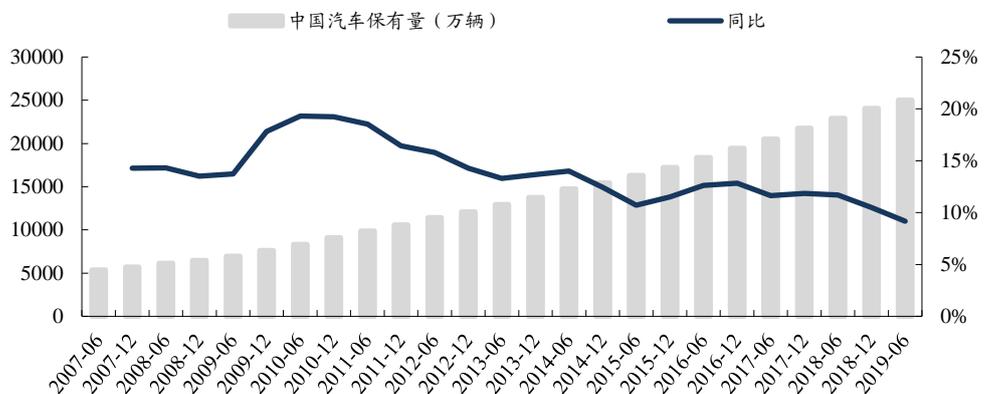


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

1.2. 乘用车保有量持续创新高，替换胎需求面得以支撑

受限于国内汽车产销量的负增长，中国汽车保有量增速同比有所下滑，但保有量绝对值仍在持续创新高。据公安部统计数据显示，截至2019年6月30日，我国汽车保有量达2.5亿辆，逼近美国2.53亿辆的水平，中国即将成为汽车保有量第一大国，也为轮胎企业提供一个广阔的轮胎替换胎市场。

图3：中国汽车保有量及增速

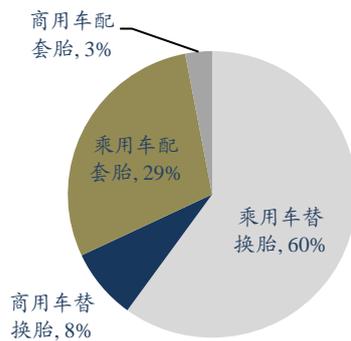


数据来源：公安部，东吴证券研究所

从全球和中国的两个角度看轮胎市场消费结构，乘用车和商用车的替换胎产比均远大于配套胎占比，且随着中国汽车市场的逐步成熟和国人消费理念的趋于理性，国内轮胎市场消费结构有望向全球轮胎市场消费结构接近，也就是说国内轮胎市场的替换胎占比有望进一步提高。

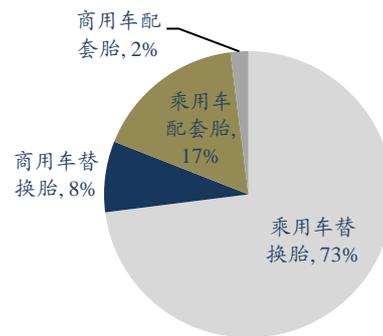
随着中国汽车市场产销量增速的下滑，国内轮胎市场的增量市场属性弱化、存量市场属性强化，替换胎市场占比已经进入上升通道，替换胎市场也成为轮胎企业竞争的关键战场。

图 4：中国轮胎市场消费结构



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图 5：全球轮胎市场消费结构



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

1.3. 配套胎需求低迷，国际龙头业绩承压

2019 年国际配套胎市场低迷，轮胎三巨头普利司通、米其林、固特异 2019 年前三季度业绩出现不同程度的下滑。

1.3.1. 米其林前三季度半钢配套胎需求下降 7%

米其林 2019Q3 财报表示今年的市场环境比预期更为严峻，前三季度公司的销售额达 178.97 亿欧元，较上年同期增长 10.4%，但增长主要源于包括收购芬纳、卡摩速、Multistrada 和 Masternaut 在内的业务整合。

在具体轮胎业务方面，集团轮胎销量同比微降 0.8%。其中，在乘用车和轻卡轮胎业务方面，米其林原配胎需求下降 7%。卡车轮胎业务方面，原配市场需求下滑 4%，替换市场萎缩 2%。

1.3.2. 固特异前三季度配套胎同比下降 8%

2019 前三季度固特异销售额 110 亿美元，同比下降 5%，轮胎销量为 1.157 亿条，同比下降了 2%，其中原配销量下降了 8%，替换轮胎出货量变化不大。前三季度净利润 8100 万美元，去年同期为 5.83 亿美元，同比下降 86%。

受全球汽车产量下降影响，固特异第三季度轮胎销量下降 1%至 4030 万，其中配套胎同比下降 5%，替换胎同比增长 1%。

从区域市场来看 2019Q3 季度，美国市场轮胎销量增长 1%，其中替换轮胎出货量增长 3%，由于北美汽车产量下降，以及通用汽车罢工等事件影响，原配轮胎出货量下降 7%；欧洲、中东和非洲地区轮胎销量下降 6%，其中替换轮胎出货量增长 5%，原配轮胎出货量下降 9%；亚太地区、受到中国市场的推动，轮胎销量增长 5%，其中替换轮胎出货量增长 7%，原配轮胎出货量增长 2%。

受业绩下滑压力的影响，为了提高企业营业利润，削减低利润、高成本产能以提高竞争力，固特异轮胎美国阿拉巴马州 Gadsden 工厂开始向一些员工启动自愿合同买断。这座工厂拥有 90 年历史，拥有 1600 名员工，主要生产乘用车和轻卡轮胎，设计产能为日产 2.5 万条，这项重组计划预计裁员 1100 人。

1.3.3. 普利司通下调全年业绩预期

普利司通尚未披露 Q3 财报，从中报数据可以看出，普利司通轮胎业务 2019 上半年销售收入为 1.46 万亿日元，同比下降 1.2%，归母净利润为 1187 亿日元，同比下降 11.8%。

基于 2019 上半年的不利业绩，普利司通在半年报中调整 2019 全年业绩预期。预测普利司通 2019 年营业收入将为 3.62 万亿日元，相比 2018 年下降 0.8%，对应利润同比下降 8.5%。

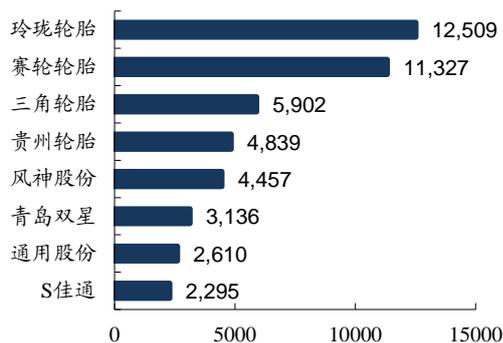
1.4. 国内头部轮胎企业业绩持续创新高

近日国内轮胎相关上市公司均已完成 2019 年度三季报的披露，总体来讲头部企业业绩表现靓丽，且利润增速远高于收入增速，主要由于海外产能业绩占比提升和出口退税增加。

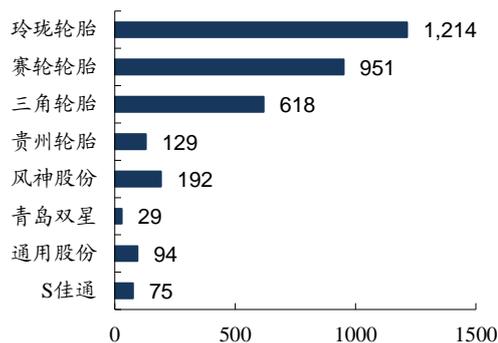
国内轮胎上市公司中，营收和利润居前三的仍然分别是玲珑轮胎、赛轮轮胎和三角轮胎，2019 年前三季度分别实现营收 125.09 亿元、113.27 亿元和 59.02 亿元，同比增长分别为 13.26%、10.14%和 6.61%；实现归母净利润分别为 12.14 亿元、9.51 亿元和 6.18 亿元，同比增长分别为 37.38%、83.94%、87.36%。

图 6: 国内轮胎上市公司 2019 前三季度营收 (百万
元)

图 7: 国内轮胎上市公司 2019 前三季度归母净利 (百万
元)



数据来源：wind，东吴证券研究所



数据来源：wind，东吴证券研究所

性价比优势显著，国产胎替换市场份额增加：国内头部轮胎企业的业绩增长主要源于经济增速下行压力下，原装配套胎在国内上市公司中的业绩占比较小，汽车产销量下滑对国内轮胎企业影响不大；同时，**国产替换胎以性价比优势在全球轮胎市场中占据优势地位**，从而得以在国际轮胎巨头业绩下滑的同时，国内轮胎企业抢占国际巨头市场份额实现业绩大幅提升。

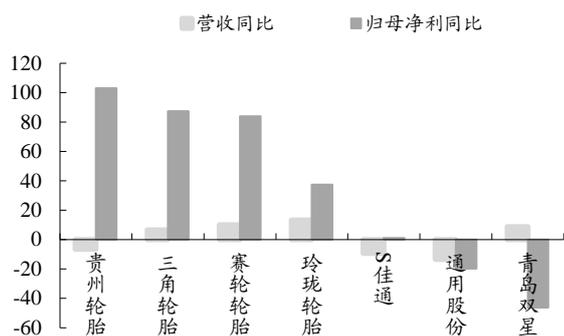
海外产能盈利能力强，利润增速远超营收增速：国内头部轮胎企业利润增速远超营收增速的主要因为海外产能的税收优势显著、盈利能力强，随着海外产能的逐渐放量，海外产能业绩占比提高。

税收优势源于当地政府的税收优惠政策和国际贸易关税壁垒：国内企业前往东南亚投资建厂享受当地政府不同程度的税收减免优惠；由于国产轮胎较低的生产成本，在国产胎出口贸易过程中，由于过低的出口价格，美国和欧盟先后多轮次对国产轮胎实施反倾销、反补贴调查，限制国内轮胎出口壁垒，而泰国、越南等地产能免受反倾销、反补贴的困扰，也可以规避中美贸易摩擦的影响，成为国内轮胎企业参与全球市场的重要窗口。

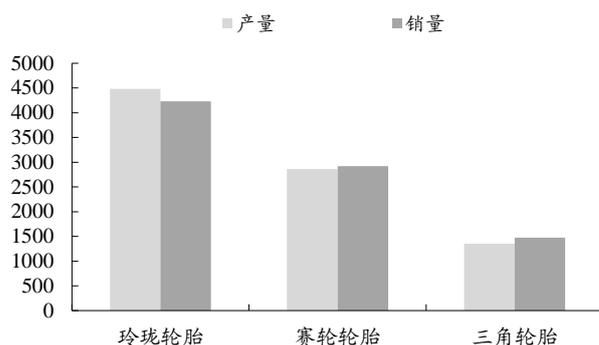
另外，国内增值税降税和轮胎出口退税率提高也有较大关系：我国针对轮胎行业的出口退税率自 2018 年 11 月 1 日由原来的 9% 提高至 13%，由于轮胎企业出口业务占比较大，出口退税率的提高大幅提升公司业绩。在 2019 中报业绩中，赛轮轮胎的税费返还占归母净利润的 12.6%，玲珑和风神均达到了 28.7%，三角轮胎更是高达 40%，可以说出口退税对当前的轮胎企业盈利能力至关重要。

图 8：国内轮胎上市公司 2019 前三季度营收和归母净利的同比增长 (%)

图 9：国内主要轮胎上市公司 2019 前三季度轮胎产销量 (万条)



数据来源: wind, 东吴证券研究所



数据来源: wind, 东吴证券研究所

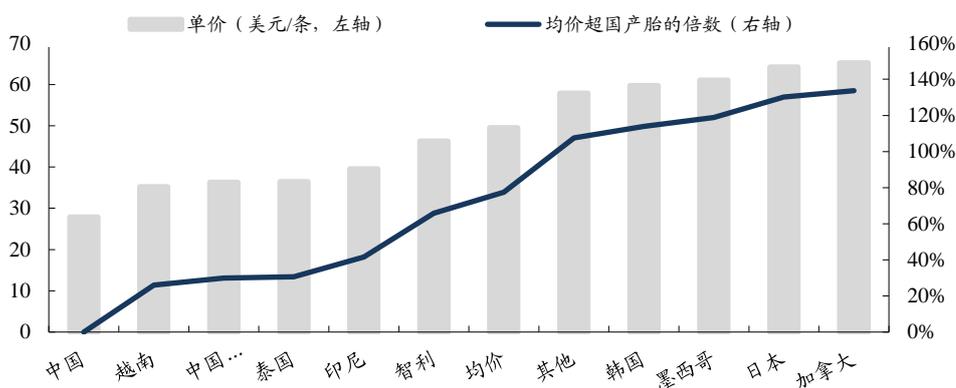
2. “质优价美+海外产能+橡胶价格低位”助推国内头部轮胎企业业绩持续增长

2.1. 国产胎质优价美，成为理性车主的替换胎首选

国产轮胎质量好转：随着生产技术的进步和管理水平的提高，国产轮胎正逐步向高品质、智慧化、绿色环保方向发展，从国内诸多轮胎企业为国际一二线轮胎企业做代工的角度也能印证这一事实。

国产轮胎价格低廉：从美国进口半钢胎看，2017年美国从中国进口轮胎均价仅为27.90美元/条，整体进口均价为49.52美元/条，国产胎价格仅为美国进口轮胎整体均价的56%。即便按照国内轮胎价格基数加征50%的关税，国产轮胎出口美国的单价仍然低于美国进口轮胎均值和绝大多数其他产地的轮胎单价，价格仍具备吸引力。

图 10: 2017 年美国进口半钢胎价格 (美元/条)



数据来源: 美国海关, CNKI, 东吴证券研究所

表 2: 2014 年以来分布我国轮胎企业遭受双反调查案例

案件类型	发起国	被调查产品	发起日期	终裁发布日期	原始调查结果	目前状态
反补贴	美国	乘用车、轻型卡车轮胎	2014/7/15	2015/6/15	20.73-100.77%反补贴税	执行中
反倾销	美国	乘用车、轻型卡车轮	2014/7/15	2015/6/15	14.35-87.99%反倾销税	执行中
反补贴	美国	乘用车、轻型卡车轮胎	2014/12/1	2018/3/12	佳通轮胎20.68%，固铂（昆山）轮胎有限公司16.16%，中策橡胶119.46%，被复审但未被单独审查企业19.84%。	执行中
反倾销	美国	乘用车、轻型卡车轮胎	2015/1/27	2018/3/12	青岛森麒麟4.41%，佳通轮胎1.50%，分别税率企业2.96%，全国税率企业76.46%	执行中
反倾销	美国	卡车、公共汽车轮胎	2015/7/01	2019/2/13	浦林成山9%，双钱22.57%，贵轮22.57%，其他企业单独税率9%，全国统一税率22.57%	执行中
反补贴	美国	卡车、公共汽车轮胎	2016/1/29	2017/2/22	中国对美国出口的卡客车轮胎没有对美国层内产业造成实质损害或实质损害威胁	中国胜诉
反倾销	美国	卡车、公共汽车轮胎	2016/1/29	2017/2/22	中国对美国出口的卡客车轮胎没有对美国层内产业造成实质损害或实质损害威胁	中国胜诉
反倾销	欧盟	卡客车轮胎	2017/8/11	2018/10/22	42.73%-61.76%从量税	执行中
反补贴	欧盟	卡客车新轮胎和翻新轮胎	2017/10/14	2018/11/12	42.73-61.76欧元（333.7-482.3元人民币）/条的固定税	执行中

数据来源：tireworld，东吴证券研究所

2.2. 海外产能税收优势显著

在双反和贸易摩擦背景下，2014年起国内头部轮胎企业纷纷布局海外产能，产能集中布局在泰国、越南等东南亚国家，除了可以规避国际贸易摩擦的影响，还可以获得当地政府的税收减免优惠，同时东南亚国家还具有天然橡胶成本优势和人工成本优势。

海外市场占比较重，出口受阻亟待突破：国内轮胎产能占全球产能的一半以上，据国家统计局数据，2018年我国生产轮胎8.16亿条，其中出口4.86亿条，半数以上轮胎产品通过国际贸易销往世界，因此轮胎出口市场是国内轮胎企业的重要市场。自2014年美国对国产轮胎实施双反调查以来，欧美国家分阶段进行多轮次双反调查，国产轮胎的出口市场屡遭重挫，尤其是2018年以来中美之间的贸易摩擦为国产轮胎的出口贸易带来较高的税收成本的贸易不确定性。

海外产能享有当地政府的税收优惠政策：以国内头部轮胎上市公司为例，玲珑轮胎泰国工厂企业所得税率为7%，享受8免5减半的优惠；玲珑轮胎塞尔维亚工厂企业所得税税率15%，享受10年免税的优惠政策；赛轮轮胎越南工厂企业所得税率为10%，享受4免9减半的优惠政策。目前海外产能都还处在税收优惠期间，相比于国内产能不足10%的净利率而言，税收减免直接大幅提升海外产能的盈利能力。

表3：部分国内轮胎企业的海外（拟在建）产能

建设主体	半钢胎 万条/年	全钢胎 万条/年	工程胎 万吨/年	斜交胎 万条/年	投产（预计）时间
赛轮越南	1000	120	5	-	已投产
赛轮固铂(越南)	-	240	-	-	2020年
中策泰国	850	210	1.2	30	已投产
玲珑泰国	1500	180	-	-	已投产

玲珑塞尔维 亚	1200	160	2	-	分三期 2021.3/2023.3/2025.3
森麒麟泰国	1200	-	-	-	已投产
双钱泰国(合 资)	-	150	5	-	已投产
三角美国	500	100	-	-	2020年中
通用泰国	600	100	-	-	2021年初

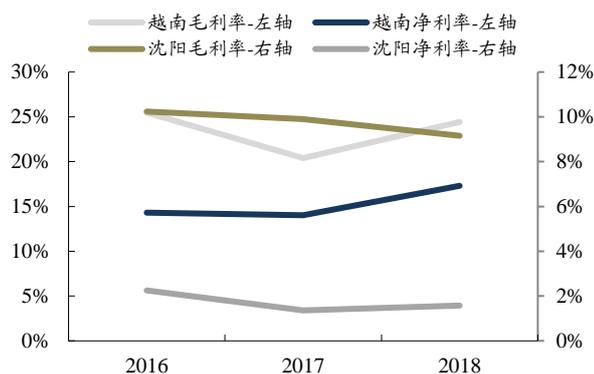
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

海外产能可以有效规避中美贸易摩擦：2018年美国对中国输美500亿美元商品加征25%关税的清单中，就将轮胎列入其中。国产轮胎出口美国在“双反”压力下本就不易，中美贸易摩擦又让轮胎出口雪上加霜。得益于中国头部轮胎走出去的战略，泰国、越南等地产能相继投产放量，为国产轮胎参与全球市场开辟出一个相对公平竞争的机会。

海外产能具备成本优势：泰国、越南等东南亚国家是全球天然橡胶主产地，天然橡胶作为轮胎生产过程中最重要的原材料之一，得益于天胶原产地优势，当地产能具备一定的成本优势。

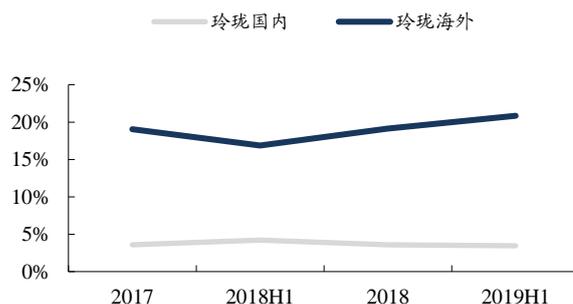
受益于显著的税收优势和成本优势，海外产能的盈利能力明显高于国内产能。以上市轮胎企业为例，赛轮越南子公司的净利率和ROE远远超过赛轮沈阳子公司，玲珑海外产能的净利率中枢在20%左右，而玲珑国内产能的净利率中枢不足4%，当前背景下海外产能优势得以彰显。

图 11：赛轮海内外产能毛利率和净利率对比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 12：玲珑海内外产能净利率对比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.3. 橡胶价格处于周期低位

从供给端看，短期内天胶产量大幅收缩的概率不大：天然橡胶较长的生长周期决定了很难出现极端大规模砍树行为，同时近年来各主产国天然橡胶产出保持稳定的增长，虽然2019年出现泰国早情和印尼病害等影响橡胶产量的因素，但是相较于增长的产能

而言，对橡胶产量影响不大。

从需求端看，宏观经济低迷拖累天胶需求：全球经济增速放缓，尤其是作为世界经济的重要引擎，中国的经济增速放缓，对橡胶消费量的影响是显而易见的。2019 全球汽车产销量出现负增长，中国汽车前三季度产量更是同比大幅下滑 13%，直接拖累轮胎需求的增长，进而带动橡胶消费的疲软。

由于橡胶的供给大概率不会短期内快速收缩，而橡胶需求疲软不振，从橡胶价格历史走势也可以看出 2019 年橡胶仍处于历史的低位。

图 13：天然橡胶和合成橡胶价格走势



数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 重点公司推荐逻辑

3.1. 赛轮轮胎海外优势凸显

量价齐升，成本下降，业绩大超预期：2019 年前三季度，公司累计生产轮胎 2860.98 万条，同比增长 6.70%，累计销售轮胎 2921.84 万条，同比增长 7.04%。在国内轮胎行业整体低迷的考验下，公司实现了产销量的逆势增长，盈利水平持续提高。值得一提的是，Q3 单季度业绩创新高，实现营业收入 42.35 亿，实现归母净利润 4.44 亿元，其中公司轮胎产品价格同比增长 5.64%，而天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线四项主要原材料总体价格同比下降 6.90%，加上海外产能强劲的盈利能力，业绩大超预期。

越南产能仍是公司利润的核心增长点：海外产能可有效规避贸易壁垒，盈利能力强劲、优势凸显，上半年越南子公司贡献了公司归母净利润的 60% 以上。2019 年已形成越南半钢胎产能 1000 万条/年，全钢胎产能 120 万条/年，非公路胎产能 5 万吨/年，2019 年底新增越南全钢胎权益产能 156 万条/年，随着新增产能的投放，公司海外产能的盈利水平有望持续提升。

推出股权激励计划，明确未来高增长目标：公司拟实施限制性股票激励计划，授予的限制性股票数量为 1.35 亿股，占总股本 5.0%，授予价格为 2.04 元/股。此次计划覆盖公司董事、高管、中层管理人员及核心骨干员工在内的 44 人，各年度业绩考核目标为以 2018 年净利润为基数，净利润增长率分别不低于 30%、60%、90%，这样的高增长目标进一步彰显了公司实现快速可持续发展的信心。

盈利预测：我们预计 2019~2021 年公司营收分别为 153.65 亿元、164.15 亿元、176.80 亿元，归母净利分别为 11.79 亿元、14.49 亿元、17.72 亿元，EPS 分别为 0.44 元、0.54 元、0.66 元。

风险提示：新增产能投产进度不及预期；原材料价格大幅波动不能及时向上传导；大股东股权质押率高存在质押股权被平仓风险。

3.2. 玲珑轮胎海外布局加速业绩释放

2019 年 Q3 业绩创新高，产销量逆势增长：公司前三季度实现归母净利润 12.14 亿元，其中 Q3 单季度实现 4.89 亿元，创历史新高。在汽车市场同比下滑的情况下，公司积极开拓销售市场，提升产品质量，实现 2019 年第三季度生产轮胎 1574.22 万条，同比增长 16.60%，销售轮胎 1470.50 万条，同比增长 10.85%。

天胶真菌病实际影响有限：泰国橡胶管理局近日表示，泰国主要橡胶种植区 Narathiwat 受到真菌病暴发的袭击，可能导致这一区域的产量减半。由于该地区的年产胶量约为 20 万吨，占泰国总产量的比例仅为 4%，且病情暂没有特别严重，同时考虑到公司天胶采购渠道遍布东南亚多个国家，因此，天胶真菌病导致对公司原材料成本增加的影响仍十分有限。

海外布局及新增产能投产加速业绩释放：公司的“5+3”全球战略推进顺利，在建产能包括湖北荆门、塞尔维亚等地项目，预计 2020 年产能将达到 9000 万条/年。其中，2019 年泰国产能形成 1500 万条/年半钢胎产能和 180 万条/年全钢胎产能，产能进一步放量拉升业绩；预计 2020 年底塞尔维亚工厂一期 350 万条半钢胎产能和 80 万条/年全钢胎产能投产，2021 年正式贡献增量利润。新增产能的投产有望持续加速公司业绩的释放。

供给侧改革尚未结束，轮胎头部企业有望由大变强：纵观全球市场，普利司通、米其林和固特异长期位居轮胎行业的前三甲，三者市场份额合计占比 38.6%。目前国内轮胎行业结构性过剩，随着供给侧改革的推进，中小产能逐渐出清，国内市场正处于向头部轮胎企业集中的过程中，中国轮胎企业有望由大变强，未来有望进一步提升市场份额。

专注打造战略力、产品力、创新力、品牌力四大核心动能：公司拥有全球 6 个研发机构、16000 多名员工，为全球多家知名汽车厂 100 多个生产基地提供配套服务，成为奥迪、大众、通用、福特、雷诺日产等世界一流汽车厂的全球供应商，产品销往 180 多个国家和地区，位居世界轮胎 20 强、稳保中国轮胎前 3 强，亚洲品牌 500 强，为实现

成为世界一流轮胎企业的战略目标奠定了坚实基础。

盈利预测我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 15.48 亿元、18.09 亿元和 22.46 亿元，EPS 分别为 1.29 元、1.51 元和 1.87 元。

风险提示：新产能投产进度不及预期；原材料价格大幅波动。

4. 风险提示

4.1. 全球贸易格局继续恶化的风险

中美双方历经数次交手，贸易格局仍不明朗，逆全球化趋势悄然形成，国际贸易壁垒陡然提高。如果全球贸易格局持续恶化，出口关税将严重影响相关标的的出口业务，进而对公司业绩造成较大影响。

4.2. 原材料价格大幅波动的风险

轮胎原材料的成本占比大约在 70%~80%，主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、炭黑，其中天然橡胶占比最大。天然橡胶产量受气候影响较大，供应端的不稳定造成价格大幅波动，对轮胎成本造成较大影响。

4.3. 海外子公司的跨国经营风险

赛轮、玲珑等公司均在海外建有生产基地，公司在海外的购、产、销均与受当地的政治、文化等影响，具有较大不确定性。

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>

