

伟星股份 (002003.SZ)

全年收入增长 34%，拉链钮扣龙头份额持续提升

买入

核心观点

拉链业务快速增长，推动全年收入提升 34.4%。2021 年公司收入 33.6 亿，同比增长 34.4%；扣非后归母净利润 4.3 亿，增长 87.2%，主要是由于拉链业务的快速增长和钮扣业务的稳健增长所推动。会计准则变化使毛利率和销售费用率均下降 2.3 个百分点，毛利率为 38.0%，可比口径提升约 1.5 个百分点，各产品毛利率均有上升；公司的智能化降本增效取得成效，在股权激励费用率增加 0.5 个百分点的情况下，四项费用率合计下降 1.2 个百分点。

下半年增长势头强劲，毛利率受生产成本上升影响。单看 2021 年下半年，公司收入 28.7 亿，同比增长 36.9%；扣非后归母净利润 2.1 亿，同比增长 57.6%，增长的加速主要由拉链业务和海外客户订单的强劲增长推动；下半年受生产成本上升影响毛利率 36.7%，减少 0.8 个百分点。单四季度来看，公司收入 9.8 亿，同比增长 44.8%；扣非后归母净利润 0.5 亿，同比增长 40.2%，增长势头强劲；毛利率为 31.9%，主要受会计准则变动和新设子公司并表影响，可比口径下预计减少约 1 个百分点。

符合下游快反和时尚设计需求，拉链钮扣双龙头“强者恒强”。从下游需求来看，服装行业的快反、时尚设计需求强烈，对上游辅料企业在规模、设计、快反方面要求提高，辅料行业集中度进一步提升。从生产与管理方面来看，公司一方面推行智能化提效增强竞争力，另一方面稳步推进海内外工业园的建设，中长期产能提升和效率释放将推动公司稳步成长。从产品方面看，公司成立临海星瑞强化产品设计壁垒，年内开发新产品 584 款、首创无水染色技术，持续巩固产品和技术优势。

风险提示：下游需求疲弱；疫情反复影响原材料供应和产品出口。

投资建议：短期受疫情影响中长期具备份额提升潜力，维持“买入”评级

公司经过多年积累，具备规模、成本、技术、快速响应等多方面核心优势，近年智能化与国际化战略驱动公司恢复快速增长，未来公司有望进一步提高客户份额，对标国际龙头成长空间广阔。由于 3 月国内疫情反复可能影响下游服装企业的需求和海外成衣工厂的开工，从而对公司的接单情况造成一定压力，我们小幅下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 5.1/6.7/7.1 亿元（原为 5.3/6.3 亿元），同比增长 14.6%/16.9%/17.9%，EPS 分别为 0.64/0.75/0.99 元，当前股价对应 PE 分别为 18.5x/15.9x/13.4x，由于盈利预测的下调，合理估值下调至 15.4-16.2 元（2023 年 PE20-21x，原为 16.2-16.9 元），维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,496	3,356	3,911	4,578	5,418
(+/-%)	-8.7%	34.4%	16.6%	17.0%	18.3%
净利润(百万元)	396	449	514	601	708
(+/-%)	36.3%	13.2%	14.6%	16.9%	17.9%
每股收益(元)	0.51	0.56	0.64	0.75	0.89
EBIT Margin	18.1%	20.4%	14.9%	15.4%	15.6%
净资产收益率 (ROE)	15.7%	16.7%	18.1%	19.8%	21.9%
市盈率 (PE)	23.4	21.2	18.5	15.9	13.4
EV/EBITDA	16.2	12.6	14.6	12.1	10.3
市净率 (PB)	3.68	3.54	3.35	3.15	2.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·纺织制造

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

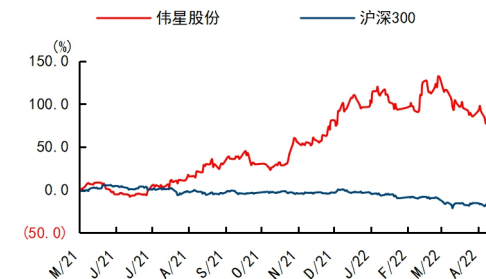
dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	11.94 元
总市值/流通市值	9528/7713 百万元
52 周最高价/最低价	15.64/6.03 元
近 3 个月日均成交额	72.35 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《伟星股份-002003-国内拉链钮扣双料冠军蓄势待发》——2022-01-29
- 《伟星股份-002003-购入北斗资产，布局军工领域》——2015-10-19
- 《伟星股份-002003-2013 年年报点评：13 年业绩同比增长 23.8%，拉链业务成看点》——2014-03-24
- 《伟星股份 2009 财报点评：盈利符合预期，需求持续向好》——2010-04-26
- 《伟星股份中报点评：拉链逆势扩张，市场份额显著攀升》——2009-08-31

拉链业务快速增长，推动全年收入提升 34.4%

拉链业务推动全年收入增长 34%，扣非后归母净利润增长 87%。2021 全年实现营业收入 33.6 亿元，同比增长 34.4%，在 20 年收入负增长的前提下，21 年收入增速同比上升 500%；归母净利润 4.5 亿元，同比增长 13.2%，主要由于 2020 年同期收到政府补助和股权处置收益等，产生了约 1.4 亿元的非经常性损益。扣非后归母净利润为 4.3 亿元，同比增长 87%。

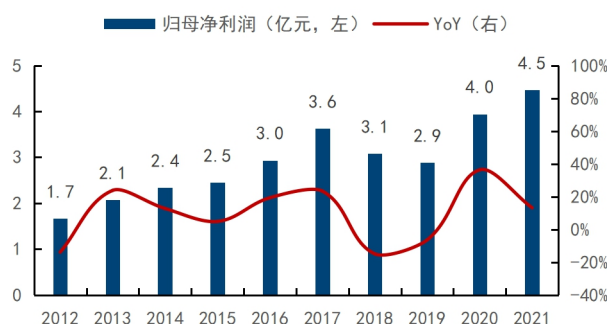
分产品来看，拉链业务快速增长，钮扣业务成长稳健。拉链业务营收 18.4 亿元同比增长 37.9%，主要由于报告期内加大优质客户拓展；钮扣业务营收 13.9 亿元，同比增长 24.1%；其他服装辅料营收 0.8 亿元，同比增长 217.9%，主要由于报告期内新品类的拓展。

分地区来看，国际订单增长迅猛。国内营收 24.5 亿元，同比增长 29.6%；国外营收 9.1 亿元，同比增 49.9%，主要系辅料产品国际竞争力提升，获取得国外订单增长较多。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。备注：2020 年和 2021 年财务数据采取新口径，2020 年比 2019 年财务数据变动百分比采用原口径计算（本报告下同）。

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司 2018-2021 分产品营业收入（单位：亿元）

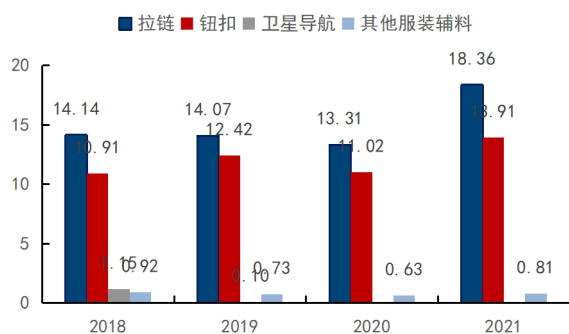
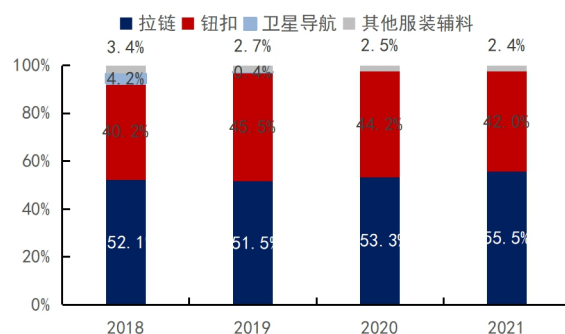


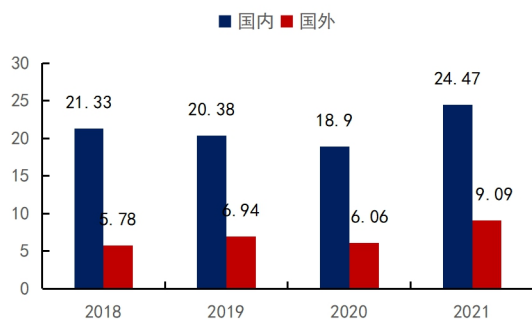
图4：公司 2018-2021 分产品收入占比（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

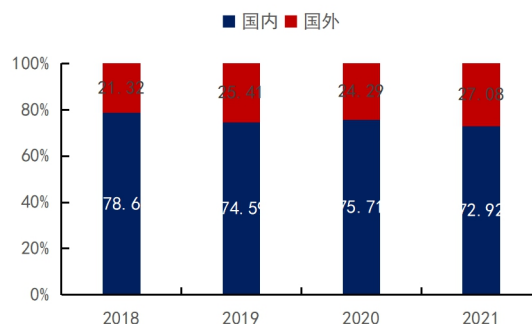
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司 2018-2021 分地区营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司 2018-2021 分地区收入占比 (单位: %)



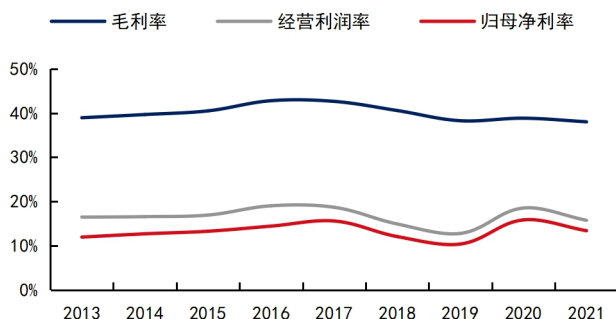
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

可比口径毛利率提升, 四项费用率微降。包装运输费用调整至营业成本对毛利率和销售费用率的负面影响为 2.3 个百分点, 2021 全年毛利率为 38.0%, 同比提升 1.5 个百分点; 销售费用率为 7.8%, 同比下降 2.7 个百分点, 可比口径来看下降 0.4 个百分点。管理费用率下降 0.4 个百分点至 9.3%, 其中还包括股权激励费用 0.7 个百分点的影响 (2020 年股权激励费用率为 0.2%), 可比口径下不含股权激励费的管理费用率下降 0.9 个百分点, 主要由于智能化降本增效成果的显现。研发费用率维持 4.1%。财务费用率均下降 0.4 个百分点至 0.7%。研发费用率 4.1%, 与去年同期持平。四项费用率合计为 22.0%, 下降 3.5 个百分点, 可比口径下降 1.2 个百分点。

毛利率分产品来看, 拉链/纽扣业务的毛利率均下滑 0.2 个百分点至 36.4%/41.5%, 可比口径下各产品毛利率均有上升。

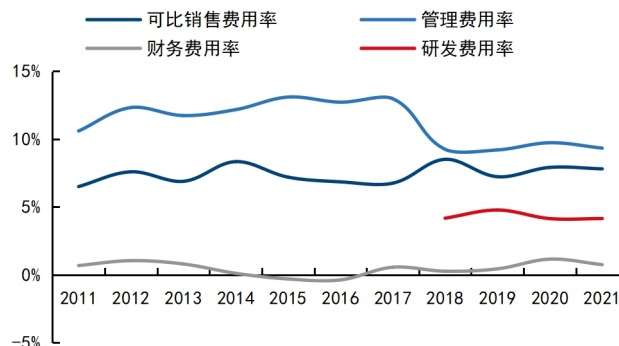
毛利率分地区来看, 国内/国外毛利率分别同比下降 0.1/3.5 个百分点至 37.0%/40.9%, 国际市场毛利率下降主要系原材料价格上涨以及疫情影响下国际运费的上升, 国内市场可比口径下毛利率预计有提升。

图7: 公司毛利率、经营利润率、归母净利率变化情况



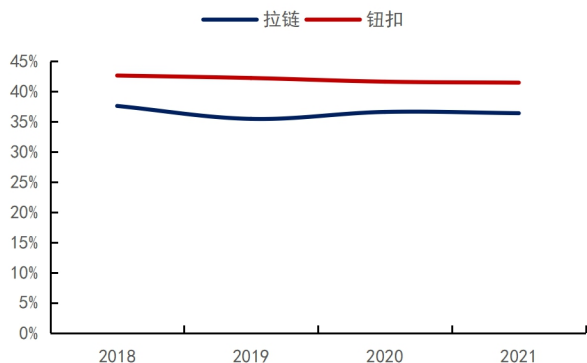
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司四项费用率变化情况



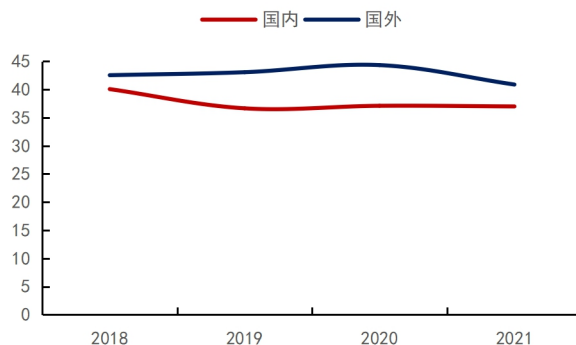
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司 2018-2021 分产品毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

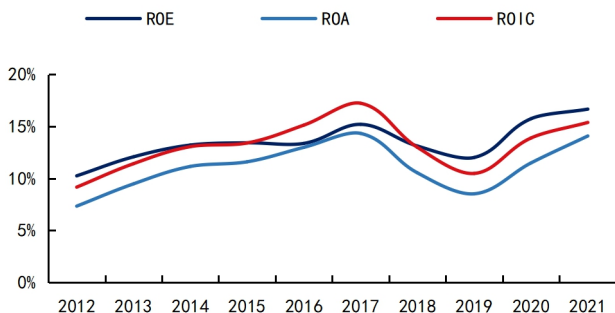
图10：公司 2018-2021 分地区毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

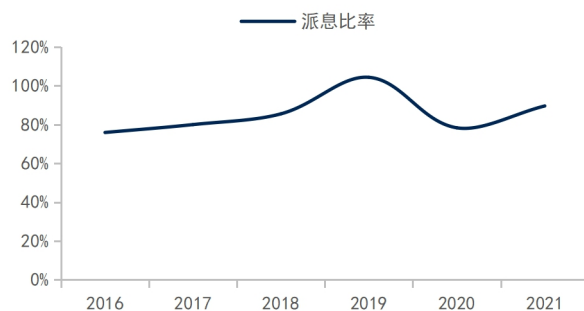
盈利能力增强，派息比率 89.6%。21 年 ROE/ROA/ROIC 分别同比增加 0.9/2.9/1.5 个百分点至 16.7%/14.1%/15.4%，盈利能力增强。分红预案 10 转 3 派 5（税前），派息比例达 89.6%。

图11：公司 ROE、ROA 及 ROIC



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

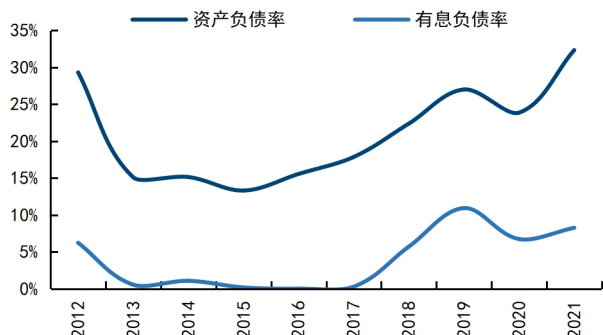
图12：公司派息比率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

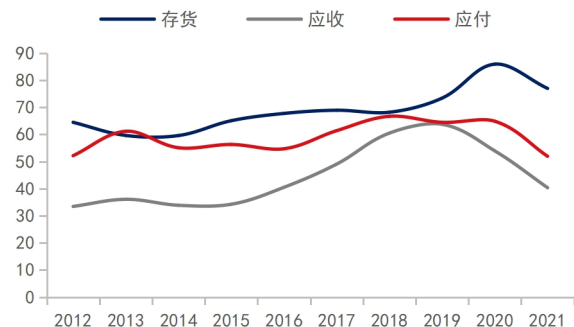
资产负债率处于健康水平，主要流动资产周转加快。21 年资产负债率为 34.2%，同比增加 8.5 个百分点；其中有息负债率为 8.2%，同比增加 1.5 个百分点，处于健康水平。存货/应收账款/应付账款周转加快，分别缩短 9/14/13 天至 77/52/40 天，库存绝对值方面，拉链产品库存量同比上升 85.2%，主要由于 2021 年末较去年同期订单增长较多，期末待发商品增加所致。在供应链受到影响的情况下，流动资产周转天数仍保持健康水平，与公司运用智能化系统整合供应链，缩短原材料采购周期、生产周期以及交货周期有关。

图13: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

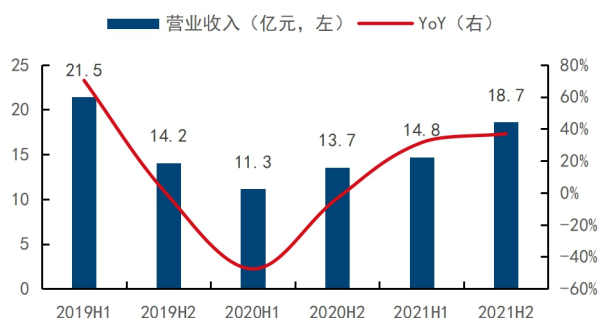
下半年增长势头强劲, 毛利率受生产成本上升影响

单看下半年, 营业收入增长提速, 主要由拉链业务和海外客户订单的强劲增长推动。公司营业收入 18.7 亿元, 同比增长 36.9%, 增速比上半年加快 5.5 个百分点, 主要是由拉链业务的强劲增长推动的。归母净利润为 7.6 亿元, 同比增长 42.2%; 扣非后归母净利润 2.1 亿元, 同比增长 57.6%。

收入分品类看, 公司拉链/钮扣收入分别为 10.3/7.7 亿元, 分别同比增长 45.7%/21.4%。

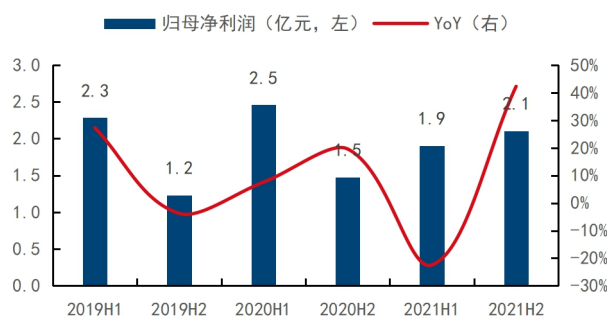
收入分地区看, 公司国内/国外收入分别为 13.5/5.2 亿元, 分别同比增长 24.7%/82.9%, 国外收入增长主要是由于国际订单的强劲增长。

图15: 公司半年度收入及变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 公司半年度归母净利润及变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

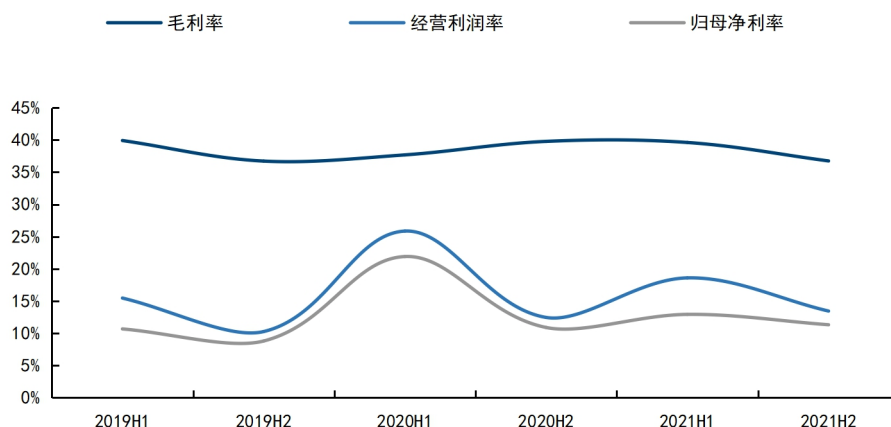
下半年毛利率有所下降, 主要由于生产成本的上升。公司在 2021 年会计口径发生 2 次调整, 2021 年上半年将运输费调整至营业成本, 对毛利率和销售费用率产生约 1.7 个百分点的负面影响; 2021 年末将运输费和包装费均调整至营业成本, 合计对毛利率和销售费用率产生约 2.2 至 2.3 个百分点的负面影响。2021 上半年/

下半年表观毛利率分别为 39.6%/36.7%，可比口径下分别同比增加 3.6 个百分点/减少 0.8 个百分点，下半年毛利率降低主要受生产要素成本上升的影响。

毛利率分产品来看，2021 下半年拉链/钮扣的毛利率分别为 34.5%/42.3%，如果假设会计准则调整对拉链和钮扣的影响相同，毛利率预计分别同比减少 1.9/增加 3.5 个百分点。

分地区来看，2021 下半年国内/国外毛利率分别为 35.8%/39.2%，海外毛利率下降的原因主要是受到运输费用上升的影响。

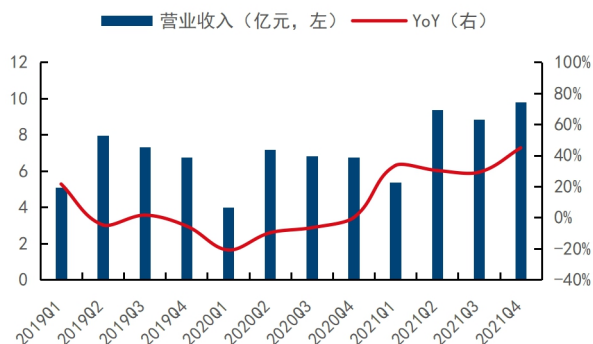
图 17: 公司半年度利润率及变化情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

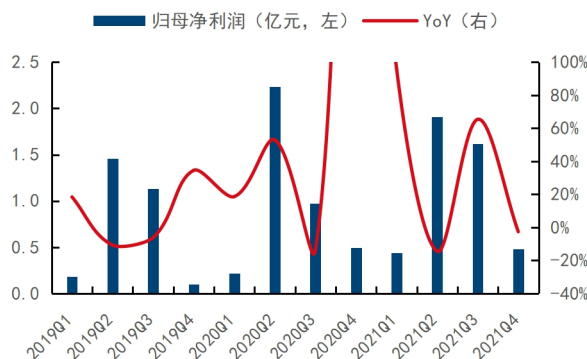
单看第四季度，公司营业收入 9.8 亿元，同比增长 44.8%，增速比第三季度加快 15.7 个百分点；归母净利润 0.5 亿元，同比减少 2.7%，主要由于 2020 年同期收到政府补助和股权处置收益产生的非经常性损益。扣非后归母净利润 0.5 亿元，同比增长 40.2%。第四季度毛利率为 31.9%，主要由于会计口径调整和新设子公司杭州伟星服饰并表合计影响约 7 个百分点，可比口径毛利率同比下降约 1 个百分点。

图 18: 公司单季度营业收入及变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 公司单季度归母净利润及变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

符合下游快反和时尚设计需求，拉链钮扣双龙头“强者恒强”

从下游需求来看，服装行业的快反、时尚设计需求强烈，辅料行业强者愈强。消费者对中高档品牌服饰的需求不断增加；同时，下游品牌服装企业对辅料企业在产销规模、时尚设计、快速响应和服务等方面提出了更高的要求，因而具备综合竞争实力并享有一定品牌美誉度的规模企业相对更具竞争优势，“强者恒强”现象愈加明显，行业集中度进一步提升。

从生产与管理方面来看，公司一方面推行智能化提效增强竞争力，另一方面稳步推进产能扩建，中长期将推动公司稳步成长。通过浪潮 GS 系统整合供应链，收集全国营销网点的客户订单和反馈，并进行订单汇总、统一排产，公司的准时交货率提升了 18 个百分点，日产量提高 3 倍，生产周期缩短 32%、库存统计准确率达到 95%-98%。此外，公司还通过细化投入产出主线分析，并通过集采优势，实现降本增效。在扩产方面，公司有序推进孟加拉工业园三期工程、邵家渡工业园、头门港工业园、潍坊工业园和越南工业园的建设，中长期产能将逐步释放。

从产品和工艺方面，公司持续创新扩大优势。2021 年内，公司一方面积极把握趋势性变化，多维度发力，实现产品领先；3 月 24 日公司联合东莞瑞翔新材料（拥有 40 项拉链专利）成立临海星瑞，主营防水拉链与服装热压业务，强化自身业务壁垒。另一方面，公司注重技术、工艺创新，打造高技术含量的核心拳头产品。年内公司持续加码绿色制造工艺技术、行业首创无水染色技术等，积极开发“五新产品”（新材料、新工艺、新技术、新结构、新体验）584 款，形成专利 136 项，其中行业首创产品 30 款，收纳专用拉链获得德国红点奖。

盈利预测：主要假设条件及结果

由于公司 2022 年 3 月开始受到国内疫情反复的影响，我们对公司未来业绩预测作出相应调整：其中 2022 年收入预期调整为 39.1 亿元（原为 37.6 亿元），同比增加 16.6%（原为 15.8%）；2022 年毛利率预期下调至 37.4%（原为 41%）；2022 年净利润下调至 5.1 亿元（原为 5.3 亿元）。

1、收入：2022 年第一季度公司国际客户订单旺盛，而国内客户需求疲弱，此外生产要素成本上升，公司可能略微提价以转嫁成本，预计 2022 年收入端有望实现 16.6% 的增长，高于此前预期。展望 2023-2024 年，公司的智能化生产领先、规模优势显著、快速响应能力强，有望维持高双位数的收入增长，2024 年预计越南工业园投产，收入增长有望加速。

2、毛利率：2021 年开始会计准则调整，运输费和包装费计入营业成本，对毛利率造成 2.3 个百分点的负面影响，此外原材料和其他生产要素成本上升毛利率承压，预计 2022 年毛利率为 37.4%。展望 2023-2024 年，由于行业竞争较为激烈但公司竞争力强劲，毛利率预计维持在 37% 以上的水平。

3、归母净利润：2022 年毛利率承压、股份支付费用较高，且疫情期间运输费和销售费用率可能进一步增加，预计归母净利润为 5.1 亿元（原为 5.3 亿元）。展望 2023-2024 年，股权支付费用率降低，归母净利润有望实现高双位数的成长。

表1：盈利预测主要假设条件及结果

项目	百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收	合计	2496.1	3355.7	3911.2	4577.9	5417.6
	YoY	-8.7%	34.4%	16.6%	17.0%	18.3%
	拉链	1330.9	1836.0	2226.5	2695.2	3274.2
	YoY	-5.4%	37.9%	21.3%	21.0%	21.5%
	钮扣	1101.8	1390.6	1579.6	1746.1	1965.9
	YoY	-11.3%	26.2%	13.6%	10.5%	12.6%
其他辅料	合计	25.4	80.8	105.1	136.6	177.5
	YoY	-65.2%	217.9%	30.0%	30.0%	30.0%
	YoY	-65.2%	217.9%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	合计	38.8%	38.0%	37.4%	37.4%	37.3%
	拉链	36.6%	36.4%	35.9%	36.0%	36.0%
	钮扣	41.6%	41.4%	40.9%	41.0%	41.0%
	其他辅料	16.0%	-1.3%	16.0%	20.0%	20.0%
归母净利润	合计	396.3	448.6	513.6	596.2	700.4
	YoY	36.3%	13.2%	14.5%	16.1%	17.5%
归母净利率	合计	15.9%	13.4%	13.1%	13.0%	12.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

投资建议：短期受疫情影响中长期具备份额提升潜力，维持“买入”评级

公司经过多年积累，具备规模、成本、技术、快速响应等多方面核心优势，近年智能化与国际化战略驱动公司恢复快速增长，未来公司有望进一步提高客户份额，对标国际龙头成长空间广阔。由于3月国内疫情反复可能影响下游服装企业的需求和海外成衣工厂的开工，从而对公司的接单情况造成一定压力，我们小幅下调盈利预测，预计公司2022-2024年净利润分别为5.1/6.7/7.1亿元（原为5.3/6.3亿元），同比增长14.6%/16.9%/17.9%，EPS分别为0.64/0.75/0.99元，当前股价对应PE分别为18.5x/15.9x/13.4x，由于盈利预测的下调，合理估值下调至15.4-16.2元（2023年PE20-21x，原为16.2-16.9元），维持“买入”评级。

表2：可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS				PE			
代码	名称	评级	人民币	2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
002003	伟星股份	买入	11.94	0.51	0.56	0.64	0.75	23.38	21.23	18.53	15.86
同类公司											
603055	台华新材	买入	10.30	0.16	0.56	0.72	1.07	64.38	18.42	14.31	9.63
300979	华利集团	买入	70.10	1.79	2.37	3.13	4.00	39.16	29.56	22.41	17.53
02313	申洲国际	买入	83.18	3.40	2.24	3.88	5.02	24.46	37.13	21.42	16.56
1476	儒鸿	无评级	107.43	3.57	4.32	5.39	6.28	30.08	24.85	19.94	17.11
1477	聚阳实业	无评级	40.30	2.10	2.58	2.95	3.31	19.15	15.63	13.64	12.16

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测 注：台华新材2021年EPS为预测值、无评级公司的盈利预测来自彭博一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2023E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	673	634	1204	1156	1100	营业收入	2496	3356	3911	4578	5418
应收款项	325	427	498	583	690	营业成本	1527	2080	2449	2864	3397
存货净额	340	550	660	766	907	营业税金及附加	23	31	36	42	50
其他流动资产	192	153	178	208	247	销售费用	262	262	305	357	422
流动资产合计	1530	1764	2539	2714	2943	管理费用	243	313	382	423	480
固定资产	1475	1692	1171	1358	1570	研发费用	103	139	156	188	222
无形资产及其他	317	309	293	278	262	财务费用	29	25	27	29	31
投资性房地产	45	215	215	215	215	投资收益	117	12	33	25	30
长期股权投资	37	60	54	54	54	资产减值及公允价值变动	8	(1)	(12)	(28)	(52)
资产总计	3403	4039	4273	4619	5044	其他收入	(77)	(134)	47	52	59
短期借款及交易性金融负债	224	366	402	442	487	营业利润	462	528	608	708	835
应付款项	237	364	436	507	600	营业外净收支	(4)	(12)	(14)	(16)	(19)
其他流动负债	257	439	418	484	571	利润总额	459	516	594	692	816
流动负债合计	718	1168	1257	1433	1657	所得税费用	63	70	81	94	111
长期借款及应付债券	15	5	(4)	(14)	(23)	少数股东损益	(1)	(3)	(1)	(3)	(4)
其他长期负债	80	134	134	134	134	归属于母公司净利润	396	449	514	601	708
长期负债合计	95	138	130	120	110	现金流量表（百万元）					
负债合计	812	1306	1387	1553	1767	净利润	396	449	514	601	708
少数股东权益	73	40	40	39	37	资产减值准备	3	6	876	185	183
股东权益	2518	2693	2847	3027	3240	折旧摊销	169	174	165	210	252
负债和股东权益总计	3403	4039	4273	4619	5044	公允价值变动损失	(8)	1	12	28	52
关键财务与估值指标						财务费用	29	25	27	29	31
每股收益	0.51	0.56	0.64	0.75	0.89	营运资本变动	449	(75)	722	100	76
每股红利	0.42	0.41	0.45	0.53	0.62	其它	(3)	(6)	(876)	(186)	(184)
每股净资产	3.25	3.37	3.57	3.79	4.06	经营活动现金流	1006	548	1413	938	1088
ROIC	14%	20%	18%	22%	24%	资本开支	0	(385)	(517)	(595)	(684)
ROE	16%	17%	18%	20%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	39%	38%	37%	37%	37%	投资活动现金流	(6)	(409)	(511)	(595)	(684)
EBIT Margin	18%	20%	15%	15%	16%	权益性融资	(11)	104	0	0	0
EBITDA Margin	25%	26%	19%	20%	20%	负债净变化	(11)	(10)	(9)	(10)	(10)
收入增长	-9%	34%	17%	17%	18%	支付股利、利息	(323)	(324)	(360)	(421)	(496)
净利润增长率	36%	13%	15%	17%	18%	其它融资现金流	(5)	386	37	40	44
资产负债率	24%	32%	32%	34%	35%	融资活动现金流	(686)	(178)	(332)	(390)	(461)
息率	3.4%	3.4%	3.8%	4.4%	5.2%	现金净变动	314	(39)	570	(47)	(57)
P/E	23.4	21.2	18.5	15.9	13.4	货币资金的期初余额	359	673	634	1204	1156
P/B	3.7	3.5	3.3	3.1	2.9	货币资金的期末余额	673	634	1204	1156	1100
EV/EBITDA	16.2	12.6	14.6	12.1	10.3	企业自由现金流	0	306	873	323	375
						权益自由现金流	0	682	877	328	383

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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