

玲珑轮胎 (601966.SH)

二季度净利润转正，业绩上行拐点已现

买入

核心观点

二季度利润转正，业绩反转上行拐点已现。公司发布业绩预告，预计 22H1 归母净利润 1.1 亿元，同比-86%，单拆 Q2 来看，预计 Q2 实现归母净利润 2.0 亿元，同比-28%，环比改善显著（Q1 为-0.9 亿元）；22H1 预计实现扣非净利润 0.13 亿元，同比-98%，预计 Q2 实现扣非净利润 1.76 亿元，环比扭亏为盈（Q1 为-1.63 亿元），整体来看公司依旧受到 1) 原材料成本上涨；2) 疫情对供应链、生产、销售等环节的压力；3) 终端需求下滑的影响，但以上因素在 Q2 已逐渐改善，行业基本面向好，公司业绩上行拐点已现。

原材料及海运成本压力缓解，行业基本面有望持续复苏。海运费方面，截至 7 月前中旬，中国港口到美东、美西、欧洲港口集装箱运价指数较年初分别-40.8%、-45.7%、-26.6%；泰国港口到美东、美西、欧洲港口集装箱运价指数较年初分别-41.5%、-43.0%、-27.3%，海运费下行趋势明显；原材料方面，天然橡胶、合成橡胶、炭黑价格较年初分别-11.3%、-4.9%、+6.1%，原材料价格整体上涨趋缓；终端需求层面，车市回暖明显（6 月汽车销量 250 万辆，同比+24%），下半年随疫情缓解以及稳经济方针下，预计基建有望回暖+新车型上市带来新动力，需求延续可期。

产能、配套、零售全方位布局，看好公司业绩向上持续突破。公司在产能、配套、零售等方面皆有全面、前瞻性布局：1) 产能端：中短期看欧洲工厂带来盈利能力边际修复（有望复刻泰国工厂佳绩），长期看“7+5”战略下的全球化市场拓展；2) 配套端：看好配套业务在中高端产品+中高端车型+中高端品牌渗透提速；配套战略推进=提振盈利能力+拉动零售需求；3) 零售端：看好新零售战略驱动利润稳定增长。另外公司将由传统“以销定产”逐渐转变为“以价值流为核心的柔性定制化生产模式”，优化产品结构，满足用户的多元化需求，看好公司市场竞争力日益提升。

风险提示：行业复苏不及预期，疫情影响，项目落地不及预期。

投资建议：有拐点+有空间的国内半钢龙头，维持“买入”评级

公司作为国内半钢胎企业龙头，实行“7+5”战略，配套持续高端化突破，海外产能持续增加。旗下半钢和全钢胎产品具较强的竞争力，2020 年起公司渠道生态发力，线上线下结合开启新零售元年。维持此前盈利预测，预计 22-23 年净利润分别为 9.5/19.5 亿元，对应 PE 42/20x，维持一年期目标价 35.5 元，对应 2023 年 PE 25x，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)	18,383	18,579	21,621	25,019	29,207
(+/-%)	7.1%	1.1%	16.4%	15.7%	16.7%
净利润(百万元)	2220	789	951	1948	2932
(+/-%)	33.1%	-64.5%	20.6%	104.8%	50.5%
每股收益(元)	1.62	0.57	0.69	1.42	2.14
EBIT Margin	15.2%	5.4%	6.3%	9.3%	10.9%
净资产收益率 (ROE)	13.5%	4.8%	5.6%	10.7%	14.6%
市盈率 (PE)	17.9	50.2	41.6	20.3	13.5
EV/EBITDA	13.3	26.2	20.3	14.2	11.8
市净率 (PB)	2.40	2.42	2.33	2.17	1.97

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

汽车 · 汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：戴仕远

daishiyuan@guosen.com.cn

S0980521060004

联系人：余晓飞

0755-81981306

yuxiaofei1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	28.86 元
总市值/流通市值	42626/39278 百万元
52 周最高价/最低价	44.21/16.50 元
近 3 个月日均成交额	454.21 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

《玲珑轮胎 (601966.SH) - 底部已现，下半年有望量利双增》——2022-07-04

《国信证券-玲珑轮胎-601966-2021 年三季报点评：原材料及海运成本拖累，单三季度利润承压》——2021-11-03

《玲珑轮胎-601966-2021 年中报点评：营收同比增长 22%，原材料价格上涨致业绩承压》——2021-09-01

《玲珑轮胎-601966-重大事件快评：国内第六大基地立项陕西，全球“7+5”战略推进》——2021-06-15

《玲珑轮胎-601966-2021 年一季报点评：符合预期，轮胎产品价格齐升》——2021-04-28

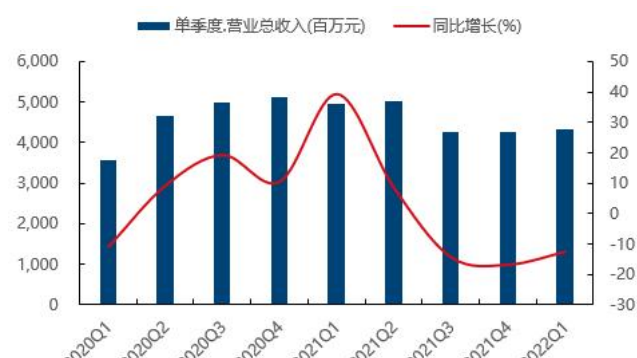
公司发布 22H1 业绩预告, 22H1 实现归母净利润 1.1 亿元, 同比-86%, 扣非净利润 0.13 亿元, 同比-98%; 单拆 Q2 来看, 实现利润 2.0 亿元, 同比-28%, 环比 Q1 的-0.9 亿元改善显著, **业绩拐点正在兑现**。业绩预减主要系上半年 1) 原材料成本上涨; 2) 疫情对供应链、生产、销售等环节造成一定压力; 3) 疫情、缺芯等因素导致终端车市需求下滑, 商用车依旧低迷;

图1: 公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及增速



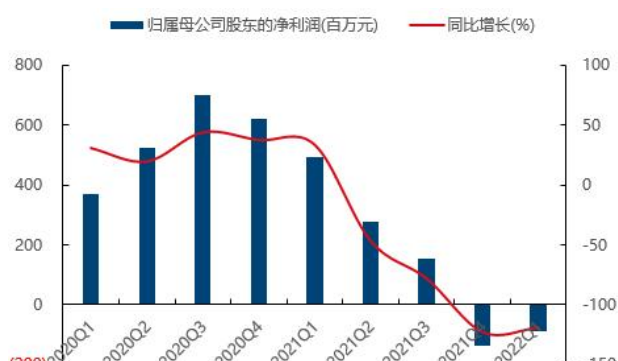
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度净利润及增速



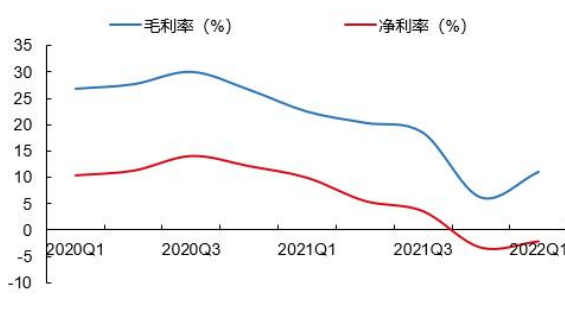
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率和净利率



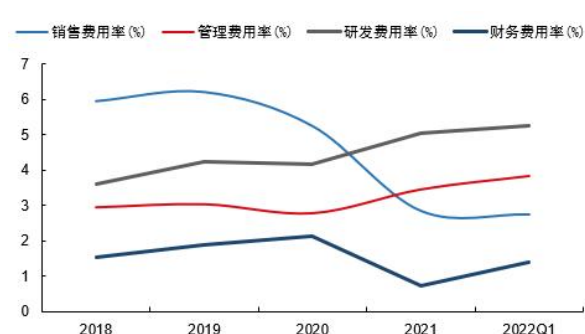
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：研发费用及费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理；

随疫情缓解，俄乌冲突影响逐渐消化，叠加陆续出台的刺激政策，轮胎行业产业链持续修复，行业环境逐渐向好。我们认为在前次跟踪报告中归纳出在4大因素的催化下，玲珑轮胎业绩有望迎来转机。催化点1（最直接）：海运费下行，出口松弛，原材料价格上涨趋缓；催化点2（立足终端）：车市产销回暖，新能源车高增长；稳经济方针下基建（全钢）有望回暖；催化点3：塞尔维亚产能释放在即，有望持续拓展高毛利欧美市场份额，复刻泰国工厂佳绩；以及催化点4（立足中长期视角）：配套战略推进，高端品牌+高端车型+高端产品持续渗透，提振板块盈利能力并形成对零售需求的有效拉动。以后视镜视角，我们认为催化点1成本压力趋缓（催化点1）与终端需求回暖（催化点2）是玲珑Q2业绩拐点的核心因素；未来行业环境持续改善，再叠加塞尔维亚产能的释放（催化点3）、配套业务成长（催化点4），玲珑有望业绩不断兑现、迈上新台阶。

● 催化点一（最直接）：海运费下行，出口松弛，原材料价格上涨趋缓

海运费降价明显，运力情况持续回暖。截止7月10日数据，中国港口来看，中国港口到美东、美西、欧洲港口集装箱运价指数分别为9882美元/FEU、7409美元/FEU、10471美元/FEU，环比6月同期分别-17.0%、-22.7%、-2.1%，相较于年初运价分别-40.8%、-45.7%、-26.6%；泰国港口来看，截至7月14日，根据TNSC数据，泰国港口到美东、美西、欧洲港口集装箱运价指数分别为10000美元/FEU、7400美元/FEU、10400美元/FEU，环比6月同期分别-25.9%、-24.5%、-1.0%，相较于年初运价分别-41.5%、-43.0%、-27.3%，海运费价格降价趋势明显；

图9：我国出口集装箱运费（美元/FEU）

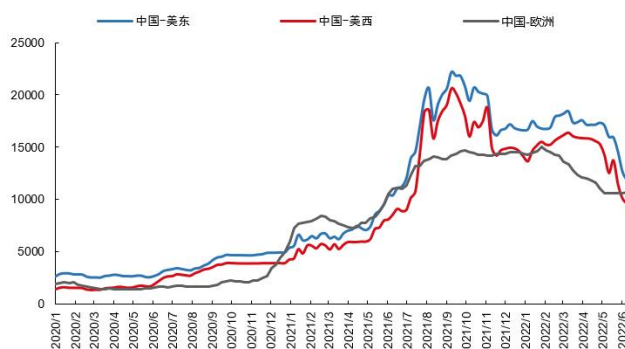
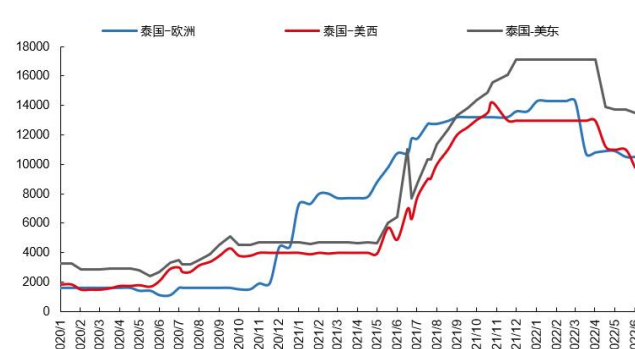


图10：泰国出口集装箱运费（美元/FEU）



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

资料来源: TNSC, 国信证券经济研究所整理

全球集装箱运力情况来看,截至7月中旬,全球集装箱船运力处于持续增长的趋势。预计随海运费价格持续下降,以及全球集装箱运力的进一步释放,出口货运紧张的局面将逐渐缓解,预计轮胎工厂出口的发货速度将持续回升。

图11: 全球集装箱船运力情况 (TEU) (艘)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

原材料价格拐点逐渐明朗, 开工率回暖。原材料是影响轮胎生产商成本的最关键因素(原材料成本普遍占7-8成),从原材料价格来看,截至7月14日,天然橡胶价格为12150元/吨,环比6月同期-6.2%,相较于年初-11.3%,价格呈下降趋势;合成橡胶价格为13600元/吨,环比6月同期-9.3%,相较于年初-4.9%;碳黑的价格截至7月10日为10500元/吨,环比6月同期-5.2%,相较于年初+6.1%。**开工率及产量有望进入上行车道。**从开工率数据来看,截至7月14日,我国汽车半钢胎开工率为65.0%,环比6月同期提升0.4pct;全钢胎开工率为59.3%,环比6月同期+0.3pct。我们认为今年年初以来受制于海运及原材料价格的压力以及终端车市的需求萎靡,轮胎开工率一直维持在偏低水平,随下半年车市回暖叠加原材料价格及海运费趋缓下行,我国轮胎产量有望实现恢复性增长。

图12: 我国橡胶价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 碳黑价格走势 (元/吨)



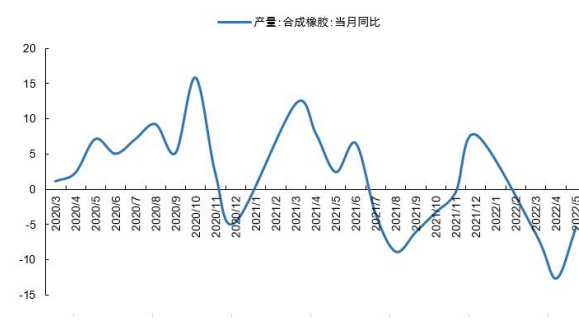
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14：我国橡胶外胎产量（万条）及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15：我国合成橡胶产量同比（%）降幅收窄

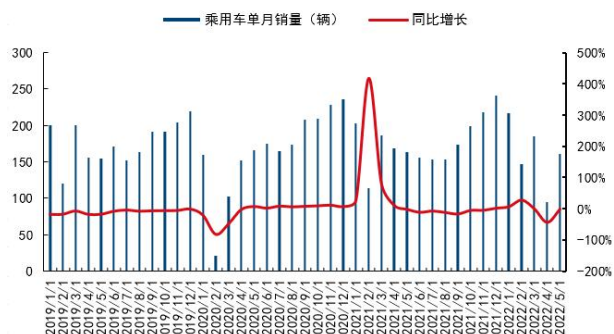


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

● 催化点2（立足终端）：车市回暖延续+基建回暖有望

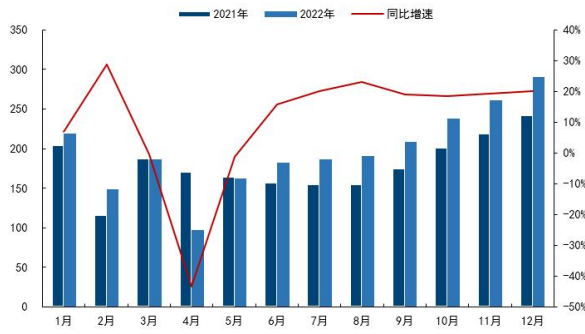
进入下半年，我们认为随购置税减征政策持续深化，叠加下半年新车型的陆续上市带来的增长新动能，搭配各地消费刺激政策的催化，汽车销量有望环比显著改善（预计2022年中新能源乘用车585万辆+燃油乘用车1785万辆+商用车435万辆，同比+7%）。另外根据公安部数据，截至2022年Q1，我国汽车保有量3.07亿辆，相较于2021年底+1.7%。我们认为在2022年下半年乘用车汽车销量确定性的回暖（配套+半钢），汽车保有量基数大（替换），以及国家稳经济、稳增长方针下基建有望回暖（全钢）的三重加持下，轮胎行业有望进入业绩上行通道。

图16：我国乘用车销量（万辆）及增速（%）



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图17：2022年我国乘用车销量预测（万辆）及增速预测（%）



资料来源：中汽协，乘联会，国信证券经济研究所整理

● 催化点3：欧洲产能释放在即，有望复刻泰国佳绩，拓展高毛利欧美市场

塞尔维亚工厂落地在即，有望修复公司盈利能力。塞尔维亚工厂规划产能1360万条/年（全钢160万条+半钢1200万条），并有望近于阶段开始逐渐投产。我们认为伴随塞尔维亚工厂产能的释放较有意义：1）**量**：有利于就近配套客户，提升海外市场份额；2）**利**：欧洲工厂就近供货欧洲区域客户（较多主机厂总部落于欧洲，利于缓解运费波动带来的成本压力，另外从欧洲工厂可以向美国供货，有效规避关税，提升利润率；3）**品牌力**：塞尔维亚工厂是国内轮胎企业在欧洲落地的第一座工厂，利于提高玲珑品牌在欧洲的知名度，另外欧洲产地的轮胎在销售至很多客户时有望享受一定溢价。

长期“7+5”战略扩大产能版图，保证产销增长。2021年公司将产能战略调整为“7+5”（国内7工厂+海外5工厂）战略，公司目前在国内拥有德州、柳州、荆

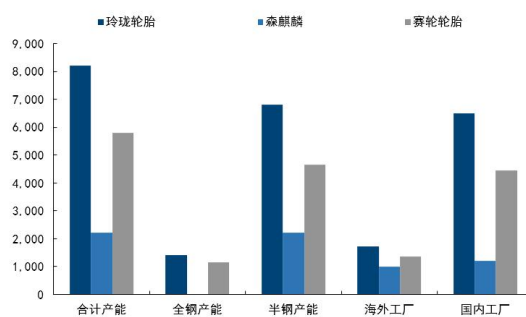
门、长春五大生产基地，海外拥有泰国及正在建设的塞尔维亚基地，截至 21 年底已有产能 8206 万条（全钢 6800 万条+半钢 1400 万条），产能总量、半钢产能总量均国内领先。2021 年基地的扩产（柳州、荆门等）及建设（塞尔维亚、长春等）给公司的成本、费用带来一定压力，但也形成巨大的产能储备，预计公司在 2022-2025 年，新增产能有望超过 2000 万条，逐渐形成配套主机厂的最佳服务半径，保障产销增长。

图 18: 玲珑轮胎产能 (万条)



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图19：我国领先轮胎企业产能对比（万条）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：截至 21 年年报）

- **催化点4（立足中长期视角）：配套战略推进=提振盈利能力+拉动零售需求**

客户群拓展，配套单价上升，配套板块盈利有望改善。配套业务认证壁垒极高且周期漫长，因此配套业务本身就是主机厂对轮胎产品质量的一种背书，利于在消费者群体中树立良好的品牌形象，我们认为配套业务是胎企成长为一线企业的标配。玲珑战略坚持配套战略，连续多年位居中国配套首位：

1) **客户层面**：公司为进入全球 10 大车企中 7 家的配套体系，实现对德系、欧系、美系、日系等重点车系的配套，车企配套轮胎累计超 2 亿条。在新能源配套领域，公司成功配套五菱宏光 MINI EV、E200、E300、比亚迪秦 EV、秦 Plus、宋 PRO、元 Plus、一汽红旗高端电动车 EQM5、E-HS3、E-HS9 等车型，21 年整体市占率接近 20%（国内第一），销量增速 182%，不断拓展中高档汽车领域配套。

2) 单价层面：公司配套业务车型逐渐向**高端品牌+高端车型+高端产品**持续渗透，另外随汽车产销回暖，搭配公司的相应措施，公司对主机厂涨价有望顺利传导，提升配套单车价值量，改善配套板块盈利能力。

图20: 玲珑轮胎产能 (万条)



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图21：我国领先轮胎企业产能对比（万条）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：截至 21 年年报）

表1：玲珑轮胎分季度产销、价格、收入拆解

玲珑轮胎分季度价值拆解							
2017		产量/万条	销量/万条	收入/万元	单价/元	单价同比增速	销量同比增速
Q1	轮胎	1283	1236	332640	269		
Q2	轮胎	1160	1142	332089	291		
Q3	轮胎	1277	1261	354573	281		
Q4	轮胎	1304	1272	357896	281		
全年		5025	4911	1377198	280		
2018							
Q1	轮胎	1284	1236	348470	282	4.70%	0.10%
Q2	轮胎	1405	1325	369355	279	-4.20%	16.10%
Q3	轮胎	1350	1327	375290	283	0.60%	5.20%
Q4	轮胎	1484	1457	421588	289	2.80%	14.60%
全年		5523	5345	1514703	283		
2019							
Q1	轮胎	1445	1381	403463	292	3.70%	11.70%
Q2	轮胎	1461	1377	423167	307	10.30%	3.90%
Q3	轮胎	1574	1471	415872	283	0.00%	10.90%
Q4	轮胎	1714	1671	461761	276	-4.50%	14.70%
全年		6195	5899	1704263	289		
2020							
Q1	轮胎	1461	1220	354601	291	-0.50%	-11.70%
Q2	轮胎	1389	1490	459523	308	0.40%	8.20%
Q3	轮胎	1819	1744	493244	283	0.00%	18.60%
Q4	轮胎	1928	1879	502200	267	-3.30%	12.40%
全年		6597	6333	1809568	286		
2021							
Q1	轮胎	1779	1629	489360	300	3.30%	33.50%
Q2	轮胎	1791	1676	499174	298	-3.50%	12.50%
Q3	轮胎	1610	1541	421916	274	-3.20%	-11.60%
Q4	轮胎	1847	1625	415953	256	-4.20%	-13.50%
全年		7027	6471	1826402	282		
2022							
Q1	轮胎	1672	1571	429687	273	-9.00%	-3.50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司配套拉动效应尚具较大成长空间。轮胎作为整车较少具有品牌标识的汽车零部件具有较强的品牌属性以及用户黏度。替换市场中每辆家用乘用车平均 4-5 年需更换，商用车以及非公路车的替换系数更高。中国千人汽车保有量 2021 年为 213 辆，同比+7.3%，仍低于欧美日等发达国家 600-800 辆的水平。根据米其林整理的全球各大地区的轮胎协会发布的数据显示，2021 年度全球配套与替换市场比例为 1:3-4，玲珑目前该比例为 1:1（国内，截至 2021 年年报）。随公司技术实力（研发投入占比行业领先）带来产品力的提升，叠加公司短期“承压”式开拓配套客户，玲珑轮胎通过配套拉动效应以及高性价比优势在替换市场仍具较大上升空间。

公司在产能、配套、零售等方面皆有全面、前瞻性布局：1) 产能端：中短期看欧洲工厂带来盈利能力边际修复，有望复刻泰国工厂佳绩，长期看“7+5”战略下的全球化市场拓展；2) 配套端：配套业务在中高端产品+中高端车型+中高端品牌渗透提速；推进配套战略=提振盈利能力+拉动零售需求；3) 零售端：看好新零售战略驱动利润稳定增长。另外，公司将由传统“以销定产”逐渐转变为“以价值流为核心的柔性定制化生产模式”，优化产品结构，满足用户的多元化需求，看好公司市场竞争力日益提升。维持此前盈利预测，预计22-23年净利润分别为9.5/19.5亿元，对应PE分别42/20x，维持一年期目标价35.5元（对应23年25倍PE），维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	市值 (亿)	股价(元)	每股盈利（元）			市盈率			评级
			20220715	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600660.SH	福耀玻璃	1091	41.81	1.21	1.83	2.19	35	23	19	买入
601799.SH	星宇股份	519	181.70	3.32	4.94	6.36	55	37	29	买入
601058.SH	赛轮轮胎	350	11.44	0.43	0.63	0.96	27	18	12	-
	平均						39	26	20	
601966.SH	玲珑轮胎	426	28.86	0.57	0.69	1.42	50	42	20	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

备注：赛轮轮胎预测为Wind一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4287	2317	2300	2300	3883	营业收入	18383	18579	21621	25019	29207
应收款项	2784	3297	3850	4455	5201	营业成本	13253	15372	17614	19424	22204
存货净额	2875	4534	5117	5594	6424	营业税金及附加	105	100	116	134	166
其他流动资产	1927	1363	1578	1826	2132	销售费用	963	529	606	876	1051
流动资产合计	11901	11543	12877	14208	17672	管理费用	509	642	826	987	1124
固定资产	13429	17560	18277	18709	18971	研发费用	763	934	1087	1270	1490
无形资产及其他	769	900	865	830	795	财务费用	392	134	307	278	232
投资性房地产	3170	4106	4106	4106	4106	投资收益	9	(29)	(8)	(20)	(20)
长期股权投资	30	29	29	29	29	资产减值及公允价值变动	173	315	(180)	(250)	(250)
资产总计	29299	34139	36155	37883	41574	其他收入	(1025)	(1358)	(1087)	(1270)	(1490)
短期借款及交易性金融负债	2926	6465	6216	5324	5000	营业利润	2319	730	877	1780	2670
应付款项	5779	6852	7773	8463	9746	营业外净收支	(8)	(16)	(16)	(16)	(16)
其他流动负债	2461	2825	3223	3579	4118	利润总额	2311	714	861	1763	2653
流动负债合计	11166	16142	17212	17366	18864	所得税费用	91	(75)	(90)	(184)	(278)
长期借款及应付债券	1078	719	719	719	719	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)
其他长期负债	543	890	1237	1584	1931	归属于母公司净利润	2220	789	951	1948	2932
长期负债合计	1620	1609	1956	2303	2650	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	12787	17751	19167	19668	21513	净利润	2220	789	951	1948	2932
少数股东权益	6	6	6	5	5	资产减值准备	(62)	121	112	16	8
股东权益	16506	16383	16982	18209	20056	折旧摊销	1158	1188	1527	1838	2016
负债和股东权益总计	29299	34139	36155	37883	41574	公允价值变动损失	(173)	(315)	180	250	250
						财务费用	392	134	307	278	232
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	379	(640)	428	77	296
每股收益	1.62	0.57	0.69	1.42	2.14	其它	62	(121)	(112)	(16)	(8)
每股红利	0.52	0.59	0.26	0.53	0.79	经营活动现金流	3584	1021	3086	4113	5492
每股净资产	12.02	11.94	12.38	13.27	14.62	资本开支	0	(5723)	(2501)	(2501)	(2501)
ROIC	11.56%	4.52%	5%	10%	14%	其它投资现金流	54	(3)	0	0	0
ROE	13.45%	4.81%	6%	11%	15%	投资活动现金流	23	(5726)	(2501)	(2501)	(2501)
毛利率	28%	17%	19%	22%	24%	权益性融资	(67)	0	0	0	0
EBIT Margin	15%	5%	6%	9%	11%	负债净变化	(1296)	(359)	0	0	0
EBITDA Margin	21%	12%	13%	17%	18%	支付股利、利息	(715)	(803)	(352)	(721)	(1085)
收入增长	7%	1%	16%	16%	17%	其它融资现金流	1025	5058	(250)	(891)	(324)
净利润增长率	33%	-64%	21%	105%	50%	融资活动现金流	(3065)	2735	(602)	(1612)	(1409)
资产负债率	44%	52%	53%	52%	52%	现金净变动	543	(1970)	(17)	0	1583
股息率	1.8%	2.0%	0.9%	1.8%	2.7%	货币资金的期初余额	3744	4287	2317	2300	2300
P/E	17.9	50.2	41.6	20.3	13.5	货币资金的期末余额	4287	2317	2300	2300	3883
P/B	2.4	2.4	2.3	2.2	2.0	企业自由现金流	0	(4068)	969	1986	3314
EV/EBITDA	13.3	26.2	20.3	14.2	11.8	权益自由现金流	0	631	380	787	2734

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