

# 玲珑轮胎 (601966.SH)

## 盈利能力环比修复，二季度净利润转正

**买入**

### 核心观点

**二季度营收环比-7%，净利润转正。**2022H1 实现营收 84.03 亿元，同比-16.29%，归母净利润 1.11 亿元，同比-85.69%，扣非净利润 0.11 亿元，同比-98.40%；单 Q2 实现营收 40.52 亿元，同比-19.79%（Q2 玲珑轮胎销量同比-19.55%，环比-14.18%，销售收入同比-20.11%），环比-6.88%；Q2 归母净利润为 2.03 亿元，同比-27.44%，环比扭亏为盈（Q1 为-0.92 亿元），扣非净利润 1.74 亿元，同比-22.02%；EPS 为 0.14 元/股，同比-30%。

**盈利能力环比修复，费率管控得当。**公司 22Q2 的净利率为 5.00%，同比-0.53pct，环比+7.11pct，Q2 毛利率为 14.73%，环比+3.68pct，同比-5.65pct；盈利能力环比修复主要系 1) **提价格**：价格向下游传导逐渐得到落实；2) **增价值**：配套板块中高端车型+中高端产品+中高端品牌持续渗透；整体来看 Q2 公司轮胎产品价格同比-0.69%，环比+8.15%，叠加行业层面海运费下行等促进成本压力释放等多方面因素的催化；费率管控得当，22Q2 四费率合计 10.59%，同比-2.73pct，22Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.75%/3.63%/4.59%/-0.38%，环比+0.01pct/-0.22pct/-0.68pct/-1.78pct，同比分别-1.74pct/+0.48pct/-0.25pct/-1.22pct。

**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、零售等方面皆有布局：1) **产能端**：中短期看欧洲工厂带来盈利能力边际修复（6 月首模轮胎下线，工程进度 43.61%），泰国工厂回暖（22H1 净利润 5.25 亿元，环比 21H2 +9.31%），长期看“7+5”战略下的全球化市场拓展；2) **配套端**：看好配套业务结构调整，中高端产品+中高端车型+中高端品牌渗透提速（22H1 国内配套主胎份额占比超 85%，配 17 寸以上产品环比 21H2+5.2%）以及新能源配套推进（22H1 玲珑新能源乘用车轮胎配套量同比+86%）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”，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，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 34/17x，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)	14.7	41.2	34.2	16.7	11.1
EV/EBITDA	11.5	23.0	17.8	12.5	10.4
市净率 (PB)	1.97	1.99	1.91	1.79	1.62

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

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	23.70 元
总市值/流通市值	35005/32256 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	463.36 百万元

#### 市场走势



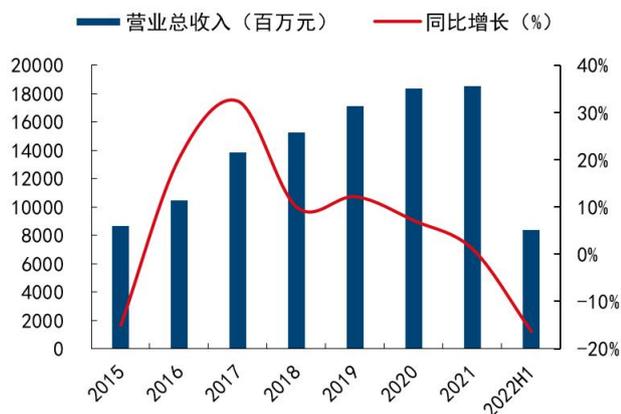
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《玲珑轮胎 (601966.SH) - 二季度净利润转正，业绩上行拐点已现》——2022-07-17
- 《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

公司发布 2022H1 财报，2022H1 实现营收 84.03 亿元，同比-16.29%，归母净利润 1.11 亿元，同比-85.69%，扣非净利润 0.11 亿元，同比-98.40%；单 Q2 实现营收 40.52 亿元，同比-19.79%（Q2 轮胎销量同比-19.6%，销售收入同比-20.11%），环比-6.88%；Q2 归母净利润为 2.03 亿元，同比-27.44%，环比扭亏为盈（Q1 为-0.92 亿元），扣非净利润 1.74 亿元，同比-22.02%；EPS 为 0.14 元/股，同比-30%。

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



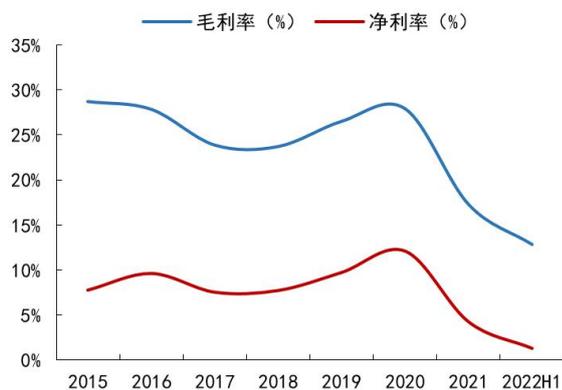
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 22Q2 净利率为 5.00%，同比-0.53pct，环比+7.11pct，Q2 毛利率为 14.73%，环比+3.68pct，同比-5.65pct；整体来看 Q2 公司自产自销轮胎产品价格环比 Q1+8.15%，叠加行业层面海运费下行等促进成本压力释放等多方面因素的催化，公司盈利能力实现环比回暖。

1) **提价格**：价格向下游传导逐渐落实，对毛利改善明显；（其中 22H1 公司对零售板块 4、6 月均进行提价，单次价格调整提高 2%-5%）。

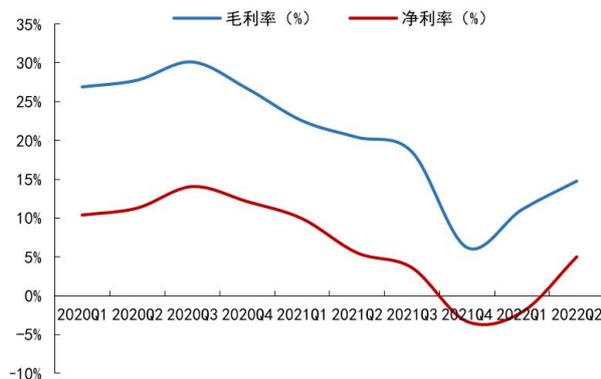
2) **增价值**：配套板块结构调整，提高中高端车型+中高端产品+中高端品牌在配套板块中的占比（Q2 国内配套业务毛利率环比大约+7pct）；

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

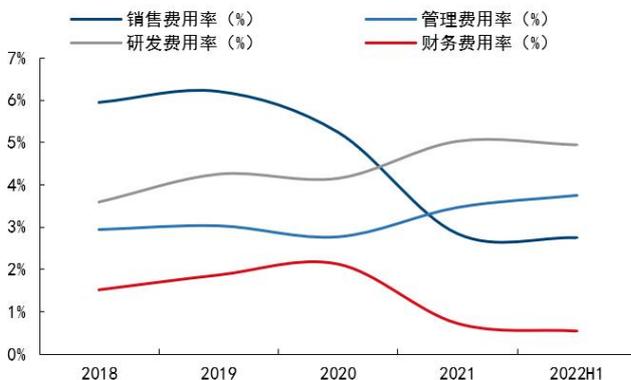
费率管控得当，2022H1 公司销售费用为 2.31 亿元，同比-51.39%，主要系运杂费转入营业成本所致；管理费用为 3.14 亿元，同比微增 2.15%；财务费用为 0.45 亿元，同比+188.27%，主要系汇兑收益减少所致；研发费用为 4.15 亿元，同比-9.33%，主要系材料费用减少所致；分拆季度来看，2022 年 Q2 四费率合计 10.59%，同比-2.73pct，2022Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.75%/3.63%/4.59%/-0.38%，环比分别+0.01pct/-0.22pct/-0.68pct/-1.78pct，同比分别-1.74pct/+0.48pct/-0.25pct/-1.22pct。

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；

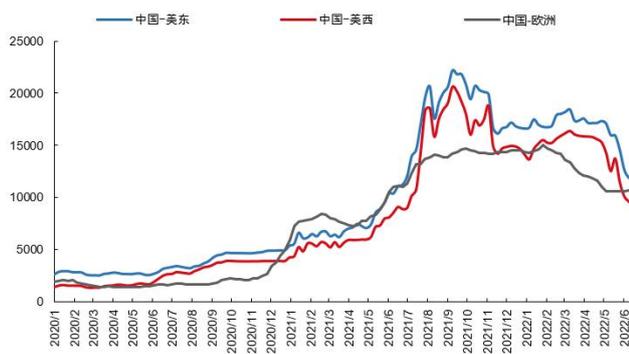
**核心逻辑：**公司作为国产半钢胎龙头，我们认为短期看成本压力释放+购置税减征下车市回暖+新能源放量带来的盈利空间；中期看欧洲工厂带来的盈利弹性；长期看公司“7+5”战略推进，配套对替代的拉动效应持续兑现，玲珑作为国产轮胎龙头，品牌力+产品力持续上行，全球市占率抬升：

**短期修复：成本压力释放+终端需求边际回暖**

**成本压力持续释放。**公司 22H1 原材料采购价格同比上涨（Q2 综合采购成本环比+2.99%，同比+7.79%），物流运输及能源成本也在上升。跟踪数据来看，自 7 月起随国际油价形势的松动，原材料价格开始回落，另外全球多国从 1 月份开始逐步放开疫情完全管控措施，船舶准班率和周转效率大幅回升，舱位供给增加，海运费逐渐下降，在成本压力持续释放的催化下，公司利润有望回升。截至 8 月数

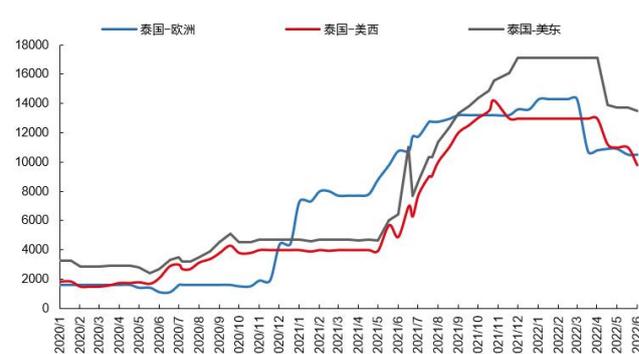
据，海运费下行，以泰国航线为例，泰国到欧洲/美西/美东的海运费价格环比7月分别-16.4%/-14.9%/-2.0%；较年初分别-40.0%/-51.5%/-42.7%；原材料价格上涨趋缓；天然橡胶均价环比7月-0.6%，较年初-15.7%；合成橡胶均价环比7月-6.8%，较年初-8.2%；碳黑均价9700元/吨，环比7月+0.6%，较年初+1.0%；按轮胎用量构成（天然38%、合成16%、碳黑28%）加权综合成本价格环比7月-1.7%，较年初-9.7%。

图9：我国出口集装箱运费（美元/FEU）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图10：泰国出口集装箱运费（美元/FEU）



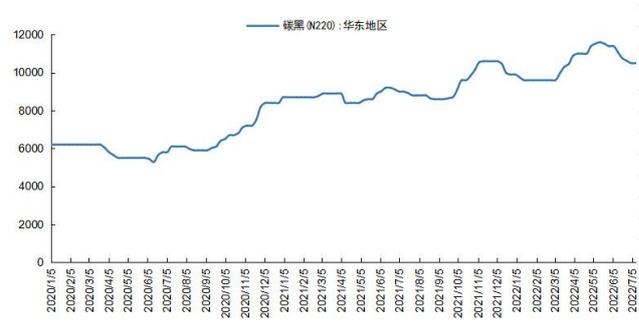
资料来源：TNSC，国信证券经济研究所整理

图11：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

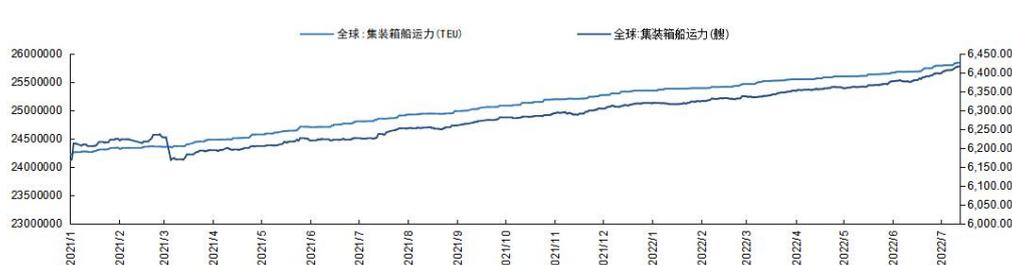
图12：碳黑价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，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13：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

**需求回暖可期：**进入下半年，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，汽车销量有望持续改善（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%）。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+货车车贷延期还本付息等（全钢）的三重加持下，轮胎行业有望进入业绩上行通道。

图14：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15：2022年我国乘用车销量（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和预测

### 中长期支撑：产能扩张+配套渗透+零售放量共振

**产能：**欧洲工厂带来盈利弹性+全球“7+5”战略推进+配套拉动替代效应持续兑现  
**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，有望复刻泰国工厂佳绩：**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。

**公司持续推进实行“7+5”战略布局。**国内：拥有招远、德州、柳州、荆门、长春5个生产基地，陕西和安徽工厂正进行前期规划；从区位看七大生产基地将形成对我国各地的全面覆盖；海外：泰国、欧洲（6月完成硫化机安装调试且首模轮胎下线）建设生产基地，并在全球范围内继续考察建厂。截至21年底合计产能8206万条（全钢6800+半钢1400万条，至2030年产能有望达1.6亿条）；通过7+5战略布局，形成与主机厂配套最佳服务半径，全面赋能零售服务体系，提升交付效率，推进研发、管理、服务全球化、区域化、本土化发展。并通过大数据、区块链、5G、工业机器人等尖端技术的应用，实现产品的全生命周期覆盖。

图 16: 玲珑轮胎“7+5”长期战略



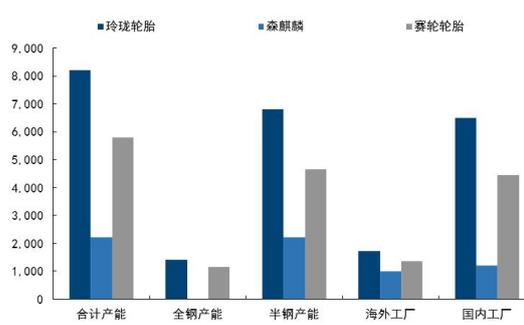
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

图 17: 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 18: 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）

### 零售：新零售战略持续升级，启动玲珑新零售 3.0

**新零售助力公司国内零售板块持续提升。**2022 年虽然上半年整体销量有所下滑，公司持续调整渠道结构、产品结构、市场结构。上半年强化 2.0 店铺建设的同时积极打造烟台、青岛等样板城市、样板门店，强化培训，目前已初步搭建以半钢“玲珑养车驿站”、全钢“玲珑卡友之家”为主体的新零售 2.0 门店服务销售体系。半钢替换市场“中高端+L6 五新一高”产品的销售占比达到 30%以上，全钢替换市场“中高端+L6 五新一高”产品的销售占比接近 40%；同时通过“暖春行动”的推进，对大修厂、综合维保店、一线轮胎品牌的品牌店实现持续渗透和销量提升，全钢已成功进入“四通一达”等长途干线运输行列。上半年持续加强与传化物流、卡友地带等业务互联，并重点开发集团客户，进一步丰富客户群体结构。

### 配套：品牌力拓展建设新局面，国际化配套再上新台阶

**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，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：



资料来源：公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

**表1：玲珑轮胎分季度产销、价格、收入拆解**

玲珑轮胎分季度产量拆解							
<b>2018</b>							
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		
<b>2019</b>							
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		
<b>2020</b>							
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		
<b>2021</b>							
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		
<b>2022</b>							
Q1	轮胎	1672	1571	429687	273	-9.00%	-3.50%
Q2	轮胎	1518	1348	398804	296	-0.69%	-19.55%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测：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，另外在经营端，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34/17x，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
			20220826	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600660.SH	福耀玻璃	995	38.12	1.21	1.83	2.19	32	21	17				买入
601799.SH	星宇股份	432	151.30	3.32	4.94	6.36	46	31	24				买入
601058.SH	赛轮轮胎	367	11.98	0.43	0.62	0.94	28	19	13				-
	平均						35	24	18				
601966.SH	玲珑轮胎	350	23.70	0.57	0.69	1.42	41	34	17				买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测 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)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4287	2317	2300	2300	3883	<b>营业收入</b>	<b>18383</b>	<b>18579</b>	<b>21621</b>	<b>25019</b>	<b>29207</b>
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
<b>流动资产合计</b>	<b>11901</b>	<b>11543</b>	<b>12877</b>	<b>14208</b>	<b>17672</b>	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)
<b>资产总计</b>	<b>29299</b>	<b>34139</b>	<b>36155</b>	<b>37883</b>	<b>41574</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>2311</b>	<b>714</b>	<b>861</b>	<b>1763</b>	<b>2653</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>11166</b>	<b>16142</b>	<b>17212</b>	<b>17366</b>	<b>18864</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2220</b>	<b>789</b>	<b>951</b>	<b>1948</b>	<b>2932</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1620</b>	<b>1609</b>	<b>1956</b>	<b>2303</b>	<b>2650</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>12787</b>	<b>17751</b>	<b>19167</b>	<b>19668</b>	<b>21513</b>	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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29299</b>	<b>34139</b>	<b>36155</b>	<b>37883</b>	<b>41574</b>	公允价值变动损失	(173)	(315)	180	250	250
						财务费用	392	134	307	278	232
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	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	<b>经营活动现金流</b>	<b>3584</b>	<b>1021</b>	<b>3086</b>	<b>4113</b>	<b>5492</b>
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%	<b>投资活动现金流</b>	<b>23</b>	<b>(5726)</b>	<b>(2501)</b>	<b>(2501)</b>	<b>(2501)</b>
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%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3065)</b>	<b>2735</b>	<b>(602)</b>	<b>(1612)</b>	<b>(1409)</b>
资产负债率	44%	52%	53%	52%	52%	<b>现金净变动</b>	<b>543</b>	<b>(1970)</b>	<b>(17)</b>	<b>0</b>	<b>1583</b>
股息率	2.2%	2.5%	1.1%	2.2%	3.3%	货币资金的期初余额	3744	4287	2317	2300	2300
P/E	14.7	41.2	34.2	16.7	11.1	货币资金的期末余额	4287	2317	2300	2300	3883
P/B	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6	企业自由现金流	0	(4068)	969	1986	3314
EV/EBITDA	11.5	23.0	17.8	12.5	10.4	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±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±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