

# 旭升集团 (603305.SH)

买入

## 2022 年归母净利润预计同比增长 61%-78%，产能释放规模效应显现

## ◆ 公司研究 · 公司快评

## ◆ 汽车 · 汽车零部件

## ◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：唐旭霞 0755-81981814 tangxx@guosen.com.cn  
联系人：王少南 021-60375446 wangshaonan@guosen.com.cn

执证编码：S0980519080002

### 事项：

**公司公告：**公司发布业绩预增公告，预计 2022 年年度实现归母净利润 6.65-7.35 亿元，同比增长 60.93%-77.87%，预计实现扣非归母净利润 6.25-6.95 亿元，同比增长 62.02%-80.17%。

**国信汽车观点：**1) 公司深耕新能源轻量化，具备三大工艺能力，产业布局完善。公司 2013-2021 年收入增速 CAGR 达 45%，营收保持高增长的同时盈利能力领先同行，2022 年前三季度期间费用率 5.7%，归母净利率达 14.9%。我们认为公司业绩增长来源于：1、聚焦于新能源，先发优势与长期的工艺积累；2、深度合作新能源优质客户，规模效应更加明显；3、优秀的公司管理，费用率低。公司具备压铸、锻造、挤压三大铝合金加工工艺的能力，具备模具设计及制造、新能源产品开发、机加工工艺、焊接工艺等技术，产业布局完善。

2) 持续开发主流客户与进行产能投入，保证长期增长动力。公司于 2013 年开始合作特斯拉，2022H1 来自于特斯拉收入 7.1 亿元，同比增长 45.7%，占收入比重 35.8%。同时，公司加大对自主品牌的客户导入，2022 年获得国内某新能源客户的定点共 14 个，预计对应年销售总金额 8.6 亿元，全生命周期 36.8 亿元。产能方面，现有 1-9 号工厂全部达产预计产值可达 80 亿元，公司于 2022 年 12 月进一步获得北仑区工业用地 74 亩土地使用权，湖州南浔工厂计划总投资 25 亿元，预计 25-26 年逐步放量，保证长期的产能匹配。

3) 基于三大工艺，提高系统总成部件的开发能力，开发新增长点，平台化能力显现。公司建立系统集成事业部，开发包括新能源汽车控制臂系统、底盘系统、前后防撞梁系统、电池盒以及新能源三电系统总成等产品，丰富产品类别，保证长期竞争优势与增长潜力。同时，公司 2022 年获得户用储能客户、铝瓶客户的定点，户储铝部件项目预计 5 年生命周期，年化 6 亿元收入，铝瓶项目预计年化 8 亿元收入，基于现有的工艺水平，开拓新的增长点，平台化能力显现。

我们维持盈利预测，我们预测公司 2022-2024 年归属母公司净利润 7.00/10.08/13.15 亿元，同比增长 69.5%/43.9%/30.5%，每股收益分别为 1.05/1.51/1.97 元，现价对应 PE 分别为 34/23/18 倍，公司随主流新能源客户放量，新客户、新产品稳步推进，成长性和确定性高，维持“买入”评级。

### 评论：

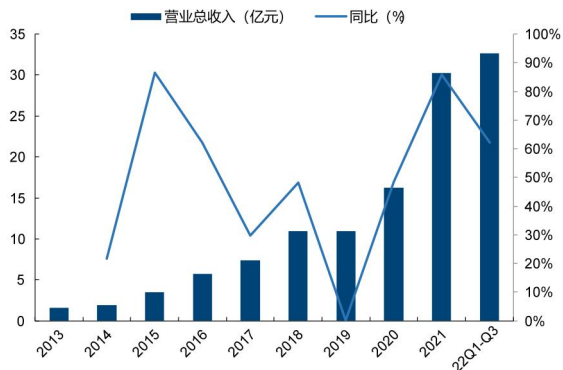
## ◆ 公司深耕新能源轻量化，产能逐步释放规模效应凸显。

根据公司发布的业绩预告，预计 2022 年年度实现归母净利润为 6.65-7.35 亿元，同比增长 60.93%-77.87%，预计实现扣非归母净利润 6.25-6.95 亿元，同比增长 62.02%-80.17%。其中 2022Q4 预计实现归母净利润 1.80-2.50 亿元，同比+121%~+207%（21Q4 为 0.81 亿元），环比-15%~+19%（22Q3 为 2.10 亿元）。

公司 2013-2021 年收入从 1.55 亿元增长至 30.23 亿元，CAGR=45%，公司 2013-2021 归母净利润从 0.23 亿元增长至 4.13 亿元，CAGR=43%。我们预计公司的业绩增长来源于：1、公司收入的高增长源于大客户特斯拉（2021 年收入占比 40%）的持续放量，聚焦于新能源优质大客户，在单一车型或者单一平台车型上规模效应更加明显；2、全产业链布局与优秀的生产工艺，公司具有独立的压铸模具设计和制造能力，公司开发的模具热平衡系统，控制局部温度改变铸件表面应力分布，能够减低因热量不平衡导致的变形与气孔，我们预计较高的生产工艺能力与良率提升了公司产品的品质与毛利率；3、得益于优质的客户与优秀的公

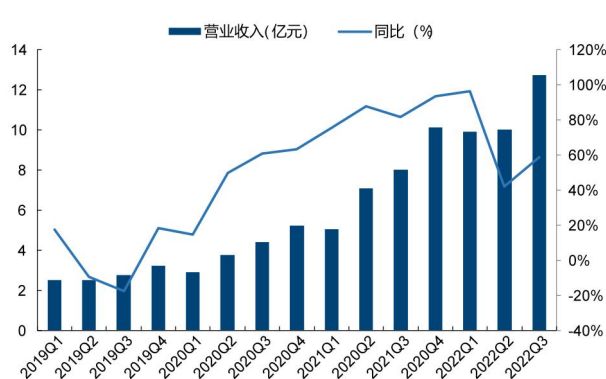
司管理，以及公司收入快速增长的规模效应，公司的销售费用、管理费用费用率较低。在收入的规模效应下，费用率进一步下降，2022 前三季度销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.49%、1.71%、3.64%、-0.12%，同比-0.13pct、-1.03pct、-0.88pct、-0.34pct。

图1：公司营业收入及增速



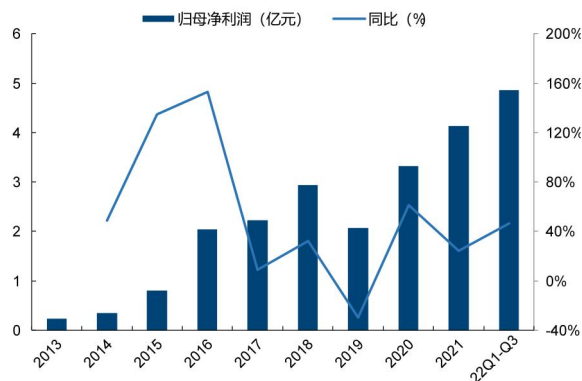
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



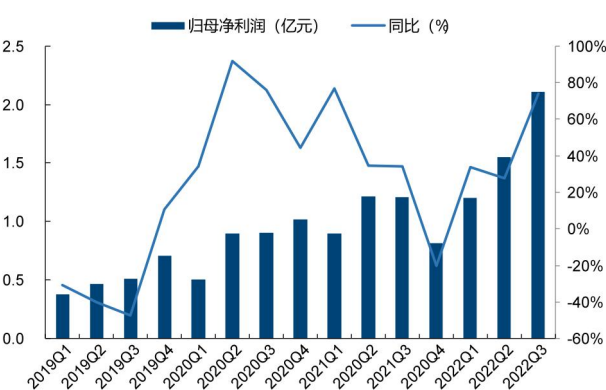
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司净利润及增速



资料来源：公司公告，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，国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率

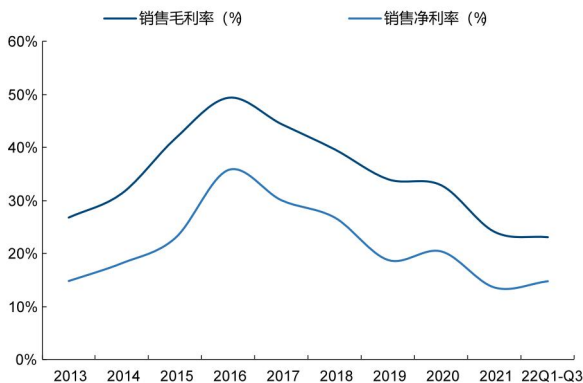
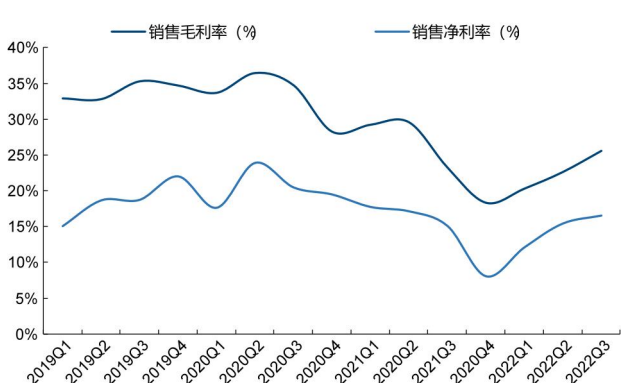


图6：公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司已掌握压铸、锻造、挤压等铝合金成型工艺，精密压铸汽车零部件生产属于技术密集型行业，对于环节中的设计、模具制造、压铸、工艺优化等需要长期的技术积累。公司长期深耕汽车精密铝合金零部件生产与研发，拥有自主研发铝合金材料配方，拥有模具设计、生产能力，在工艺、设备、材料上具有综合性优势。同时，加大研发力度，2021 年研发费用 1.3 亿，占营收比重提升至 4.28%，建立系统集成事业部，开发包括新能源汽车控制臂系统、底盘系统、前后防撞梁系统、电池盒以及新能源三电系统总成等产品，产品多元化、集成化发展。

#### ◆ 产能持续释放，保证长期增长动力。

公司上市前已有压铸件产能 2518 万件，汽车类产品 2016 年产量 894 万件，目前浙江北仑布局十大工厂，其中 1-5 号工厂以高压压铸工艺为主，并且已经全部达产，6 号工厂以锻造为主，一期已经达产，二期预计于 2023 年底达产。7 号工厂新增挤压工艺，8、9 号工厂是对现有工艺、精密机加工的产能扩充，预计 2023 年逐步达产，1-9 号工厂占地面积约 800 亩，全部达产预计产值可达 80 亿元。同时，公司与 2022 年 12 月 2 日发布公告，获得北仑区工业用地 74 亩土地使用权，湖州南浔工厂总占地面积 542 亩，总投资 25 亿元，分两期建设，一期投资 13.66 亿元，公司预计一期达产后年收入 18.45 亿元，总项目预计在 25-26 年逐步释放产能。

表 1：旭升集团工厂投建情况

| 工厂         | 资金来源                  | 项目                        | 投资额<br>(亿元) | 占地面<br>积 (亩)             | 工艺及类别           | 达产/预计时间                       | 达产后预计业绩贡<br>献                |
|------------|-----------------------|---------------------------|-------------|--------------------------|-----------------|-------------------------------|------------------------------|
| 四厂         | 2017 年上市募集<br>资金投资项目  | 轻量化及环保型铝镁合金汽车<br>零部件制造项目  | 4.90        |                          | 压铸、锻造、<br>精密机加工 | 24 个月，已达产                     | 净利润 1.38 亿元。                 |
| 五厂         | 2019 年非公开募<br>投项目     | 汽车轻量化零部件制造及总部<br>中心项目     | 8.50        | 111                      | 压铸、锻造、<br>精密机加工 | 24 个月，已达产                     | 营收 9.61 亿元，净<br>利润 1.95 亿元。  |
| 六厂         | 2018 年公开发行<br>可转债     | 新能源汽车精密铸锻件项目<br>(一期)      | 6.40        | 110                      | 锻造、精密机<br>加工    | 24 个月，已达产                     | 营收 5.88 亿元，净<br>利润 1.87 亿元。  |
|            | 2019 年非公开募<br>投项目     | 新能源汽车精密铸锻件项目<br>(二期)      | 4.80        |                          | 锻造、精密机<br>加工    | 28 个月，预计<br>2023 年 12 月达<br>产 | 营收 5.64 亿元，净<br>利润 1.26 亿元。  |
|            | 2021 年自有资金<br>和自筹资金   | 新增铸锻件项目                   | 0.83        |                          | 锻造、精密机<br>加工    |                               |                              |
| 七厂         | 2020 年自有资金<br>和自筹资金   | 2020 年高智能自动化工厂            | 19.20       | 160                      | 压铸、挤压、<br>精密机加工 | 36 个月，预计<br>2023 年 6 月达产      |                              |
| 八厂         | 2021 年公开发行<br>可转债募投项目 | 轻量化铝型材精密加工项目              | 4.05        | 52                       | 精密机加工           | 24 个月                         | 营收 5.60 亿元，净<br>利润 7807 万元。  |
| 九厂         |                       | 高性能铝合金汽车零部件项目             | 11.42       | 160                      | 压铸、精密机<br>加工    | 36 个月                         | 营收 14.67 亿元，<br>净利润 2.98 亿元。 |
| 十厂         | 2022 年自有资金<br>和自筹资金   | 年产 120 万套轻量化汽车<br>关键零部件项目 | 6.40        | 74                       | 挤压、压铸、<br>精密机加工 | 24 个月                         |                              |
| 湖州南<br>浔工厂 | 2022 年自有资金<br>和自筹资金   | 新能源汽车动力总成项目               | 13.66       | 合计 542<br>亩，共投<br>资 25 亿 | 精密机加工           |                               | 营收 18.45 亿元。                 |

资料来源：公司公告，环评公告，国信证券经济研究所整理

表 2：公司现有产能梳理

| 工厂        | 项目              | 年产能     | 工厂        | 项目                   | 年产能      |
|-----------|-----------------|---------|-----------|----------------------|----------|
| 一厂（压铸）    | 注塑机配件铝压铸件       | 60 万套   | 六厂（锻造）    | 连杆                   | 805 万件   |
|           | 高压致密铝合金铸件       | 31 万套   |           | 扭臂                   | 140 万件   |
|           | 汽车变速器铝压铸止推片     | 200 万套  |           | 转向节                  | 145 万件   |
|           | 铝压铸民用件          | 1500 吨  |           | 下摆臂                  | 145 万件   |
| 二厂（压铸）    | 压铸模具            | 220 套   | 七厂（挤压、压铸） | 挤压毛坯件                | 30000 吨  |
|           | 新能源汽车变速箱壳体等零部件  | 1000 万件 |           | 电池包导轨                | 4800 吨   |
|           | 新能源汽车变速箱油泵和壳体   | 80 万套   |           | 保险杠                  | 5600 吨   |
|           | 新能源汽车散热器壳体      | 50 万套   |           | 电池托架型材               | 6400 吨   |
| 三厂（压铸）    | 汽车用铝镁合金压铸件      | 5000 吨  |           | 中央防护滑板               | 2800 吨   |
|           | 新能源汽车零部件压铸模具及产品 | 1000 万件 |           | 储能器                  | 400 吨    |
| 四厂（压铸）    | 汽车铝镁合金零部件制造项目   | 810 万套  |           | 传动系统壳体               | 16000 吨  |
| 五厂（压铸）    | 差速器壳体           | 100 万件  |           | 电池系统壳体               | 10000 吨  |
|           | 变速箱壳体           | 30 万件   |           | 悬挂系统壳体               | 8000 吨   |
|           | 电机壳体            | 20 万件   |           | 合计                   | 10000 万件 |
|           | 车架支座            | 60 万件   | 八厂（压铸、挤压） | 传动系统壳体               | 234 万件   |
|           | 电池组模块           | 10 万件   |           | 电池系统部件               | 57 万件    |
|           | 散热器总成           | 10 万件   |           | 车身部件（车门、车架）          | 50 万件    |
|           | 其他铝结构件          | 150 万件  | 九厂（压铸+挤压） | 传动系统壳体               | 62 万件    |
| 十厂（压铸、挤压） | 储能器             | 80 万套   |           | 电池系统部件（电池包导轨、电池包长条等） | 95 万件    |
|           | 新能源汽车零部件        | 40 万套   | 湖州南浔工厂    | 新能源汽车动力总成项目          | 未知       |

资料来源：公司公告，环评公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 长期合作特斯拉，客户持续开拓，增长确定性强。

公司与特斯拉合作时间长，合作逐步深入。公司 2013 年 7 月通过了特斯拉的供应商认证，并于 10 月与特斯拉签订了通用合同，2014 年中，公司一共参与并获得特斯拉定点的开发项目 30 个，2015 年与特斯拉合作进一步深化，为特斯拉供应通用平台变速箱箱体（Model S/X），配套种类不断增加。

2016 年公司获得 Model 3 用变速箱箱体的部分订单，并于同年 9 月开始小批量供货。2017-2018 年开始研发悬挂系统、车身系统用铝合金件、电动卡车 Semi 相关合作项目，截至 2019 年获得 Model 3 和 Model Y 的动力系统壳体（压铸）、电池壳体零部件（型材）、底盘零部件（铸锻）等定点，合作进一步深入。

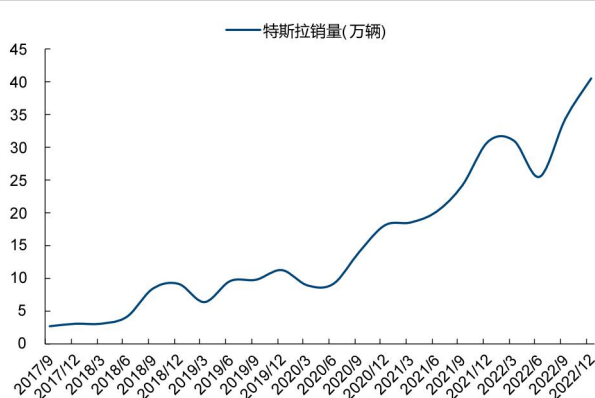
公司 2014 年来自于特斯拉收入仅为 2862 万元，2021 年来自于特斯拉收入已达 12.1 亿元，同比增长 70.6%，占营收比重达 39.9%，2022H1 来自于特斯拉收入 7.1 亿元，同比增长 45.7%，占收入比重 35.8%。特斯拉 2022 年累计销量 131 万辆，同比增长 40%，支撑公司业绩的持续增长。

图7：对特斯拉销售收入贡献与占比

图8：特斯拉销量（季度）



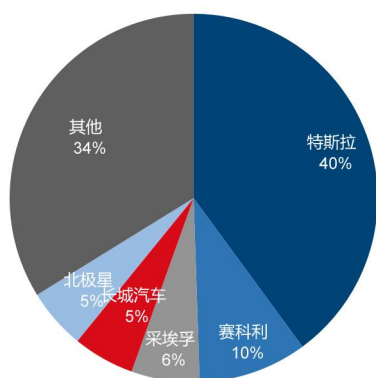
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

目前特斯拉仍为当前第一大客户，但特斯拉占比有所下降源于公司积极开拓新客户，丰富客户结构，目前已覆盖北美、欧洲、亚太核心整车企业与 Tier1，包括 Rivian、Lucid、北极星、比亚迪、长城汽车、蔚来、理想、小鹏、零跑、采埃孚、法雷奥、西门子、宁德时代、赛科利、亿纬锂能等。

图9：公司前五大客户结构（2021 年报）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司合作客户情况



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

公司深耕精密铝合金零部件，特斯拉轻量化解决方案供应商，同时客户拓展顺利，业务开拓有序，我们维持盈利预测，预测公司 2022-2024 年归属母公司净利润 7.00/10.08/13.15 亿元，同比增长 69.5%/43.9%/30.5%，每股收益分别为 1.05/1.51/1.97 元。

我们选取拓普集团、三花智控、文灿股份、广东鸿图作为可比公司。截至 2023 年 1 月 8 日收盘价，对应当前市值，公司 22-24 年分别为 34/23/18 倍，公司随主流新能源客户放量，新客户、新产品稳步推进，成长性和确定性高，维持“买入”评级。

表3：同类公司估值比较（20230108）

| 公司<br>代码  | 公司<br>名称 | 投资<br>评级 | 收盘<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|-----------|----------|----------|-----------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |          |          |           |             | 2021A | 2022E | 2023E | 2021A | 2022E | 2023E |
| 601689.SH | 拓普集团     | 买入       | 63.80     | 703         | 0.92  | 1.59  | 2.15  | 69    | 40    | 30    |
| 002050.SZ | 三花智控     | 买入       | 21.08     | 757         | 0.47  | 0.64  | 0.83  | 45    | 33    | 25    |
| 603348.SH | 文灿股份     | 买入       | 65.16     | 172         | 0.37  | 1.38  | 2.40  | 176   | 47    | 27    |
| 002101.SZ | 广东鸿图     | 买入       | 22.99     | 122         | 0.57  | 0.90  | 1.04  | 40    | 26    | 22    |
|           | 平均       |          |           |             | 0.58  | 1.13  | 1.61  | 83    | 36    | 26    |
| 603305.SH | 旭升集团     | 买入       | 35.46     | 236         | 0.92  | 1.05  | 1.51  | 38    | 34    | 23    |

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

#### ◆ 风险提示

新能源汽车销量不及预期、原材料涨价风险、同业竞争风险、政策风险、客户拓展风险、市场风险、技术风险。

#### 相关研究报告：

《国信证券-汽车汽配-一体化压铸专题报告：从 Model Y 看铝压铸向大型化、一体化发展》——2022-02-25

《旭升股份（603305.SH）-2022 年三季报点评-三季度归母净利润同比增长 74%，新业务稳步推进》——2022-11-01

《旭升股份（603305.SH）-切入户储赛道，开拓新增长点》——2022-09-21

## 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         | 688         | 2079        | 2000         | 2500         | 3397         | 营业收入              | 1628         | 3023          | 4757          | 6959         | 9077         |
| 应收款项             | 440         | 985         | 1303         | 1716         | 1989         | 营业成本              | 1093         | 2296          | 3619          | 5341         | 7008         |
| 存货净额             | 434         | 920         | 1397         | 2130         | 2797         | 营业税金及附加           | 8            | 8             | 12            | 18           | 23           |
| 其他流动资产           | 57          | 157         | 168          | 283          | 387          | 销售费用              | 12           | 21            | 29            | 42           | 55           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2389</b> | <b>4665</b> | <b>6068</b>  | <b>7830</b>  | <b>9770</b>  | 管理费用              | 70           | 76            | 85            | 122          | 154          |
| 固定资产             | 1858        | 3048        | 3312         | 3511         | 3674         | 研发费用              | 58           | 129           | 166           | 244          | 318          |
| 无形资产及其他          | 268         | 361         | 343          | 325          | 307          | 财务费用              | 20           | 22            | 52            | 48           | 26           |
| 投资性房地产           | 77          | 104         | 104          | 104          | 104          | 投资收益              | 9            | 13            | 0             | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 资产减值及公允价值变动       | 12           | 11            | 0             | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>4592</b> | <b>8178</b> | <b>9827</b>  | <b>11769</b> | <b>13854</b> | 其他收入              | (58)         | (157)         | (166)         | (244)        | (318)        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 100         | 736         | 944          | 794          | 700          | 营业利润              | 388          | 467           | 794           | 1144         | 1492         |
| 应付款项             | 896         | 1780        | 2609         | 3742         | 4953         | 营业外净收支            | (0)          | (2)           | 0             | 0            | 0            |
| 其他流动负债           | 181         | 219         | 350          | 632          | 729          | <b>利润总额</b>       | <b>387</b>   | <b>465</b>    | <b>794</b>    | <b>1144</b>  | <b>1492</b>  |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1177</b> | <b>2735</b> | <b>3902</b>  | <b>5168</b>  | <b>6382</b>  | 所得税费用             | 54           | 53            | 95            | 137          | 179          |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 1670        | 1670         | 1670         | 1670         | 少数股东损益            | (0)          | (1)           | (1)           | (2)          | (2)          |
| 其他长期负债           | 88          | 116         | 151          | 186          | 221          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>333</b>   | <b>413</b>    | <b>700</b>    | <b>1008</b>  | <b>1315</b>  |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>88</b>   | <b>1786</b> | <b>1821</b>  | <b>1856</b>  | <b>1891</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>1265</b> | <b>4521</b> | <b>5723</b>  | <b>7024</b>  | <b>8273</b>  | 净利润               | 333          | 413           | 700           | 1008         | 1315         |
| 少数股东权益           | 4           | 3           | 3            | 2            | 0            | 资产减值准备            | (0)          | 5             | 6             | 1            | 1            |
| 股东权益             | 3323        | 3653        | 4101         | 4743         | 5581         | 折旧摊销              | 102          | 124           | 249           | 318          | 354          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>4592</b> | <b>8178</b> | <b>9827</b>  | <b>11769</b> | <b>13854</b> | 公允价值变动损失          | (12)         | (11)          | 0             | 0            | 0            |
| <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> | 财务费用              | 20           | 22            | 52            | 48           | 26           |
| 每股收益             | 0.74        | 0.92        | 1.05         | 1.51         | 1.97         | 营运资本变动            | 140          | (202)         | 195           | 190          | 300          |
| 每股红利             | 0.00        | 0.34        | 0.38         | 0.55         | 0.72         | 其它                | 0            | (6)           | (7)           | (2)          | (2)          |
| 每股净资产            | 7.43        | 8.17        | 6.15         | 7.12         | 8.37         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>564</b>   | <b>323</b>    | <b>1142</b>   | <b>1516</b>  | <b>1968</b>  |
| ROIC             | 14%         | 10%         | 13%          | 18%          | 22%          | 资本开支              | 0            | (1324)        | (500)         | (500)        | (500)        |
| ROE              | 10%         | 11%         | 17%          | 21%          | 24%          | 其它投资现金流           | (768)        | 246           | (677)         | 0            | 0            |
| 毛利率              | 33%         | 24%         | 24%          | 23%          | 23%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(768)</b> | <b>(1078)</b> | <b>(1177)</b> | <b>(500)</b> | <b>(500)</b> |
| EBIT Margin      | 24%         | 16%         | 18%          | 17%          | 17%          | 权益性融资             | (11)         | 0             | 0             | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 30%         | 20%         | 23%          | 22%          | 21%          | 负债净变化             | 0            | 400           | 0             | 0            | 0            |
| 收入增长             | 48%         | 86%         | 57%          | 46%          | 30%          | 支付股利、利息           | (2)          | (150)         | (252)         | (366)        | (477)        |
| 净利润增长率           | 61%         | 24%         | 69%          | 44%          | 30%          | 其它融资现金流           | 539          | 1646          | 208           | (150)        | (94)         |
| 资产负债率            | 28%         | 55%         | 58%          | 60%          | 60%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>525</b>   | <b>2146</b>   | <b>(44)</b>   | <b>(516)</b> | <b>(572)</b> |
| 股息率              | 0.0%        | 0.9%        | 1.6%         | 2.3%         | 3.0%         | <b>现金净变动</b>      | <b>320</b>   | <b>1391</b>   | <b>(79)</b>   | <b>500</b>   | <b>897</b>   |
| P/E              | 48          | 38          | 34           | 23           | 18           | 货币资金的期初余额         | 368          | 688           | 2079          | 2000         | 2500         |
| P/B              | 4.8         | 4.3         | 5.8          | 5.0          | 4.2          | 货币资金的期末余额         | 688          | 2079          | 2000          | 2500         | 3397         |
| EV/EBITDA        | 35.0        | 33.0        | 26.8         | 20.3         | 17.0         | 企业自由现金流           | 575          | (965)         | 688           | 1058         | 1490         |
|                  |             |             |              |              |              | 权益自由现金流           | 1115         | 1081          | 849           | 865          | 1374         |

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<br>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<br>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