

# 旭升集团（603305.SH）-2022 年年报点评

**买入**
**盈利能力持续提升，集成化发展和储能业务开拓新增长点**

## 核心观点

旭升集团 2022 年收入同比增长 47%，归母净利润同比增长 70%。公司 2022 年实现营业收入 44.54 亿元，同比增长 47.3%，实现归母净利润 7.01 亿元，同比增长 69.7%，实现扣非归母净利润 6.54 亿元，同比增长 69.6%。2022Q4 实现营业收入 11.89 亿元，同比增长 17.6%，环比下降 6.5%，实现归母净利润 2.16 亿元，同比增长 165.3%，环比增长 2.6%，实现扣非归母净利润 1.96 亿元，同比增长 172.6%，环比下降 5.2%。公司伴随主流新能源客户放量，第一大客户收入贡献提升至 15.31 亿元（占营收比重 34%），且 2022 年获得国内某新能源客户的定点共 14 个，预计年销售总金额 8.6 亿元，新增客户进展顺利，营收保持高增长。

### 全产业链布局铸就核心竞争优势，叠加规模效应，盈利能力持续改善。

公司 2022 年销售毛利率 23.91%，同比-0.15pct，销售净利率 15.72%，同比 +2.07pct。公司 2022Q1-Q4 单季度毛利率分别为 20.28%/22.61%/25.57%/26.26%，单季度净利率分别为 12.08%/15.42%/16.53%/18.15%，季度间盈利能力持续改善。2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.56%/2.01%/3.89%/-0.29%，同比-0.15pct/-0.52pct/-0.39pct/-1.03pct。公司已具备铝合金配方自主研发能力、模具自主研发能力、产品开发能力、铸造工艺、机加工工艺、焊接工艺等全产业链环节能力，保障全生命周期的良品率，盈利能力稳健。

### 横向拓展至储能领域，纵向完成零部件集成化布局，提升产品附加值，保障长期增长动力。

公司掌握压铸、锻造、挤压等铝合金三大工艺，基于底层工艺持续研发投入，开拓新增长点：1、2022 年成立集成事业部，产品品类从动力系统、底盘系统结构件拓展至集成化产品，当前在研项目包括储能壳体总成、防撞梁总成、电池包总成等；2、切入户用储能铝部件业务、铝瓶业务，2022Q4 实现户储一体结构件的量产交付，23 年将进一步推进和丰富储能类产品的布局。

**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。

**投资建议：**维持 23、24 年盈利预测，维持“买入”评级。预计公司 2023-2025 年归属母公司净利润 10.08/13.15/16.91 亿元，同比增长 43.7%/30.4%/28.6%。每股收益 23-25 年分别为 1.51/1.97/2.54 元，当前股价对应 PE 为 24/18/14 倍，公司随主流新能源客户放量，产业链布局完善，新业务稳步推进，成长性和确定性强，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,023	4,454	6,959	9,077	11,602
(+/-%)	85.8%	47.3%	56.3%	30.4%	27.8%
净利润(百万元)	413	701	1008	1315	1691
(+/-%)	24.2%	69.7%	43.7%	30.4%	28.6%
每股收益(元)	0.92	1.05	1.51	1.97	2.54
EBIT Margin	16.3%	17.2%	17.3%	17.4%	17.5%
净资产收益率 (ROE)	11.3%	12.5%	12.9%	14.7%	16.3%
市盈率 (PE)	38.6	33.9	23.6	18.1	14.1
EV/EBITDA	33.2	28.2	18.2	14.9	12.4
市净率 (PB)	4.36	4.24	3.04	2.66	2.29

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

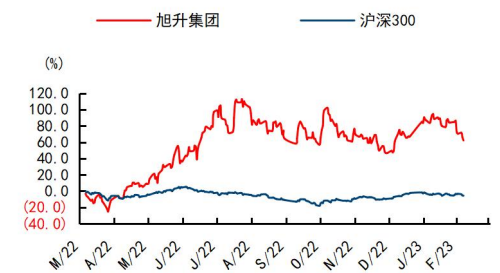
证券分析师：唐旭霞  
 0755-81981814  
 tangxx@guosen.com.cn  
 S0980519080002

联系人：王少南  
 021-60375446  
 wangshaonan@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	46.00 - 53.00 元
收盘价	35.67 元
总市值/流通市值	23777/23777 百万元
52 周最高价/最低价	48.60/17.78 元
近 3 个月日均成交额	292.06 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

- 《旭升集团（603305.SH）-深耕新能源轻量化，开启品类扩张新周期》——2023-02-01
- 《旭升集团（603305.SH）-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》——2023-01-09
- 《旭升股份（603305.SH）-2022 年三季度报点评-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

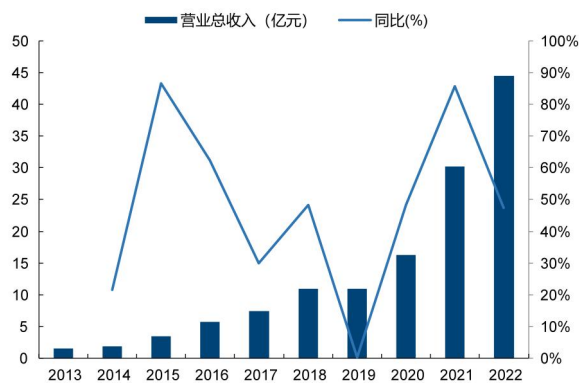
**旭升集团 2022 年收入同比增长 47%，归母净利润同比增长 70%。**公司 2022 年实现营业收入 44.54 亿元，同比增长 47.3%，实现归母净利润 7.01 亿元，同比增长 69.7%，实现扣非归母净利润 6.54 亿元，同比增长 69.6%。2022Q4 实现营业收入 11.89 亿元，同比增长 17.6%，环比下降 6.5%，实现归母净利润 2.16 亿元，同比增长 165.3%，环比增长 2.6%，实现扣非归母净利润 1.96 亿元，同比增长 172.6%，环比下降 5.2%。公司客户结构良好，业绩伴随主流新能源客户放量，Q4 单季度收入环比减少或与外部疫情干扰以及大客户短期产线调整有关。

**全产业链布局铸就核心竞争优势，叠加规模效应，盈利能力持续改善。**公司 2022 年销售毛利率 23.91%，同比-0.15pct，销售净利率 15.72%，同比+2.07pct。公司 2022Q1-Q4 单季度毛利率分别为 20.28%/22.61%/25.57%/26.26%，单季度净利率分别为 12.08%/15.42%/16.53%/18.15%，季度间盈利能力持续改善。2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.56%/2.01%/3.89%/-0.29%，同比-0.15pct/-0.52pct/-0.39pct/-1.03pct。我们认为公司盈利能力的改善得益于公司全产业链布局的核心竞争优势与产能放量的规模效应。公司从模具做起，长期积累已具备铝合金配方自主研发能力、模具自主研发能力、产品开发能力、铸造工艺、机加工工艺、焊接工艺等全产业链环节能力，保障全生命周期的良品率。

**得益于产能释放的规模效应，期间费用率有所下降。**2022 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.56%、2.01%、3.89%、-0.29%，同比-0.15pct、-0.52pct、-0.39pct、-1.03pct。2022Q4 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.74%、2.82%、4.55%、-0.78%，同比-0.13pct、+0.74pct、+0.77pct、-2.52pct，环比+0.13pct、+1.13pct、+1.28pct、-0.04pct。费用率整体下降预计得益于公司收入快速增长的规模效应。财务费用减少主要源于汇兑收益增加，2022 年汇兑收益 7296.92 万元，占公司利润总额比重 9.33%。

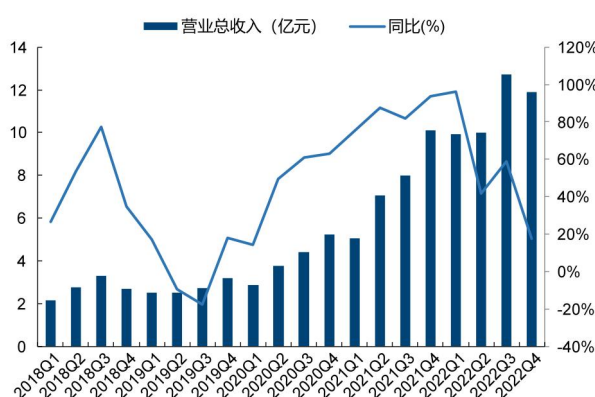
**经营效率保持稳健。**公司 2020-2022 年应收账款周转率分别为 5.38、4.34、3.98，存货周转率分别为 2.98、3.39、2.99，总资产周转率分别为 0.46、0.47、0.50，保持较为稳健水平。

图1：公司营业收入及增速



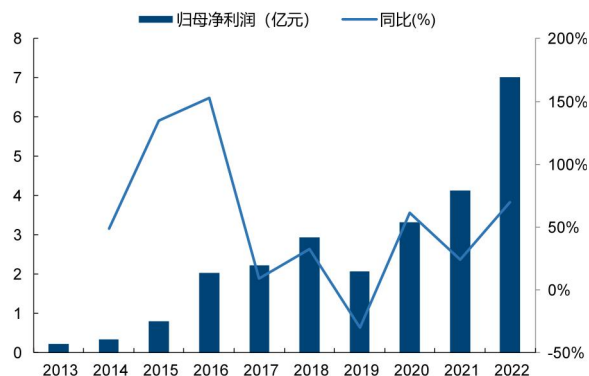
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



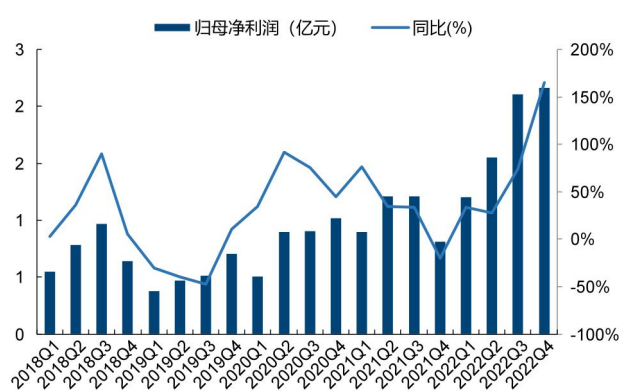
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 公司净利润及增速



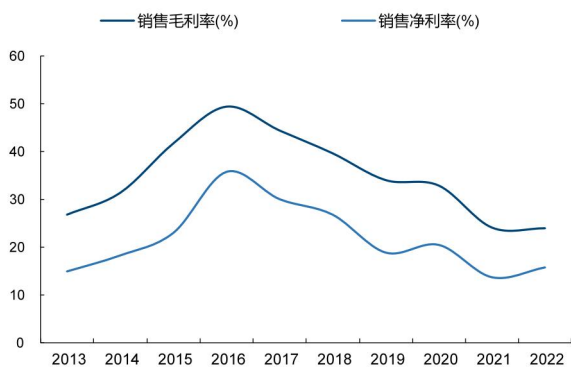
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度净利润及增速



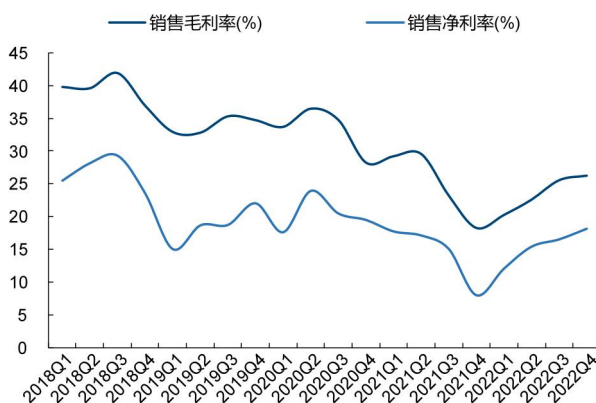
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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

**基于底层铝加工工艺拓展成长曲线, 公司产品从三电壳体为主拓展至三电壳体+底盘铸锻件+车身结构件三大类产品, 单车价值量逐步增加至 4000 元以上。**

公司目前业务下游应用集成在汽车行业, 应用于三电系统、散热器、电气设备、底盘系统、车身等领域。产品工艺主要为压铸、锻造、挤压三大工艺。

压铸: 1) 三电壳体, 包括电池壳体、电机壳体和端盖、变速箱箱体、逆变器壳体等产品; 2) 电气壳体, 包括充电系统保护壳体和端盖等产品; 3) 热管理壳体, 散热器阀板等产品。根据公司八厂、九厂公告, 电机、变速箱壳体预计 400-500 元/件, 预估公司三电壳体(电池壳体、变速箱壳体、电机壳体、逆变器壳体等)、热管理壳体单车价值量 1500-2000 元左右。

锻造: 底盘件, 包括连杆、扭臂、转向节、下摆臂等产品。单车可配套连杆 8-12 个, 扭臂 1-2 个, 转向节 2 个, 下摆臂 2 个, 单车价值量预计 1200-1600 元左右(结合公司预估达产后年化收入计算)。

挤压: 1) 电池包型材(用于铝挤压电池托盘, 电池包导轨、长条等); 2) 车身件, 包括车门(单价 600 元/件)、车门支架、保险杠、防撞梁、门槛梁等产品。单车价值量预计增量 2000 元以上。

图7：公司成长曲线



资料来源：公司公告，欧洲铝业，泉峰汽车公司公告，爱柯迪公司公告，国信证券经济研究所整理及预测注：单车价值量为研究员参考各公司公告产品预估，实际根据产品尺寸、工艺难度会有偏差。

**公司汽车业务量价齐升，产品谱系拓展和集成化布局提高单车价值量和产品附加值。**

公司汽车板块业务 2022 年营收 40.44 亿元，同比增长 50%，销量 3858 万件，同比增长 25%，单价 105 元/件，同比增长 20%，公司产品价值量的提升得益于产品谱系的拓展，以及集成化的发展，公司拟开发产品本质上均基于三大工艺，并逐步实现系统集成化。公司于 2022 年成立了集成事业部，产品品类由动力系统、底盘系统结构件等原优势品类拓宽至部件集成化产品，当前公司在研项目包括储能壳体总成、防撞梁总成、电池包总成等。

表1：汽车业务营收与销量情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
收入 (亿元)	5.40	8.68	9.07	14.27	26.94	40.44
yoy		61%	4%	57%	89%	50%
销量 (万件)	1220	1527	1319	1905	3078	3858
yoy		25%	-14%	45%	62%	25%
单价 (元/件)	44	57	69	75	88	105
yoy		29%	21%	9%	17%	20%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

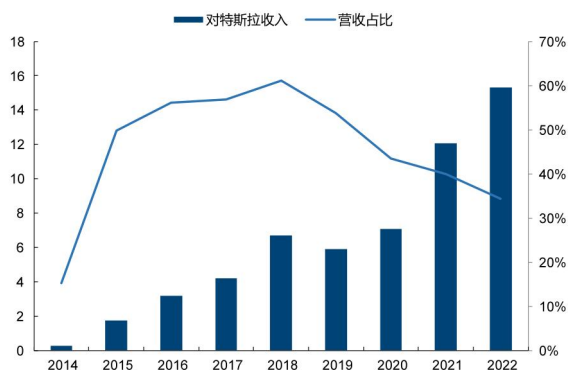
**长期合作特斯拉，客户持续开拓，形成与主流新能源客户的合作，增长确定性强。**

公司最早于 2013 年与特斯拉达成合作关系，在新能源车领域实现突破，并稳定合作至今，通过与特斯拉合作，持续开发新模具、新产品，从个别零部件起步，发展至供应传动系统（变速箱箱体）、悬挂系统（电动机、变速箱悬挂）、电池系统（电池组外壳、箱体、冷却系统组件）等核心系统零部件，长期积累了新能源汽车零部件的设计、研发、生产技术。2014-2022 年公司对特斯拉销售收入分别从 0.3 亿元增长至 15.31 亿元，年化增长率 64%，2022 年特斯拉占收入比重约

为 34%。

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、蔚来、理想、小鹏、零跑等新势力车企，以及比亚迪、长城汽车、大众等传统车企，以及采埃孚、法雷奥、西门子、海斯坦普、宁德时代、赛科利等 tier1 企业。2022 年第二-第五大客户收入分别为 3.79 亿元、2.66 亿元、2.27 亿元、2.20 亿元。2022 年获得国内某新能源客户的定点共 14 个，预计年销售总金额 8.6 亿元，新增客户进展顺利。

图8：特斯拉对公司收入贡献及比重



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：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

**加快产能布局，保障交付能力。铝合金加工行业属于重资产行业，公司的成长性主要源于产能的扩张带来的收入增长。**

目前公司于北仑区布局十大工厂，其中 1-5 号工厂以高压压铸工艺为主，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 号、9 号工厂预计是对现有工艺、机加工产能的扩充，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。十号工厂目前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，一期投资 13.66 亿元（总投资 25 亿元），用于新能源汽车动力总成项目，公司预计达产后年收入 18.45 亿元，预计从 25 年开始逐步释放产能。

公司发布可转债预案，拟发行可转债总额不超过人民币 28 亿元，用于新能源动力总成项目、轻量化汽车关键零部件项目、汽车轻量化结构件绿色制造项目。

- 1、新能源汽车动力总成项目：新增电池系统壳体总成 50 万套、电控系统结构件 146 万套、控制系统结构件 100 万套的产能。项目实施主体为旭升汽车精密技术（湖州）有限公司，对应工厂为湖州南浔工厂，项目建设周期为 36 个月。
- 2、轻量化汽车关键零部件项目：新增传动系统结构件 130 万套、电控系统壳体总成 60 万套和电池系统结构件 25 万套的产能。项目实施主体为宁波旭升集团有限公司，根据地址判断为六厂的新增项目，项目建设周期为 24 个月。
- 3、汽车轻量化结构件绿色制造项目：新增传动系统结构件 80 万套和轻量化车身结构件 70 万套的产能。项目实施主体为宁波旭升集团有限公司，根据地址判断为十厂的项目，项目建设周期为 24 个月。

**表2: 发行可转债资金用途**

项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
新能源汽车动力总成项目	136601	126000
轻量化汽车关键零部件项目	69653	64000
汽车轻量化结构件绿色制造项目	34706	34000
补充流动资金	56000	56000
合计	296961	280000

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**表3: 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	七厂 (挤压+压铸)	1、挤压毛坯件	30000 吨
	高压致密铝合金铸件	31 万套		2、机加工挤压件	
	汽车变速器铝压铸止推片	200 万套		2.1、电池包导轨	4800 吨
	铝压铸民用件	1500 吨		2.2、保险杠	5600 吨
二厂 (压铸)	压铸模具	220 套		2.3、电池托架型材	6400 吨
	新能源汽车变速箱壳体等零部件	1000 万件		2.4、中央防护滑板	2800 吨
	新能源汽车变速箱油泵和壳体	80 万套		2.5、储能器	400 吨
	新能源汽车散热器壳体	50 万套		3、机加工压铸件	
三厂 (压铸)	汽车用铝镁合金压铸件	5000 吨		3.1、传动系统壳体	16000 吨
	新能源汽车零部件压铸模具及产品	1000 万件		3.2、电池系统壳体	10000 吨
四厂 (压铸)	汽车铝镁合金零部件制造项目	810 万套	3.3、悬挂系统壳体	8000 吨	
五厂 (机加工)	传动系统壳体 (差速器壳体、变速箱壳体、电机壳体)	150 万件	八厂 (机加工)	传动系统壳体	234 万件
	车架支座	60 万件		电池系统部件	57 万件
	电池组模块	10 万件		车身部件 (车门、车架)	50 万件
	散热器总成	10 万件	九厂 (压铸+挤压)	传动系统壳体	62 万件
	连杆、扭臂、转向节 (对六厂的机加工)	340 万件		电池系统部件 (电池包导轨、电池包长条等)	95 万件
	其他铝结构件	150 万件		传动系统结构件	130 万套
六厂 (锻造)	连杆	770 万件	十厂 (压铸+挤压)	电控系统壳体总成	60 万套
	扭臂	135 万件		电池系统结构件	25 万套
	转向节	140 万件		电池系统壳体总成	50 万套
	下摆臂	150 万件	湖州南浔工厂 (压铸+挤压)	电控系统结构件	146 万套
	传动系统结构件	80 万套		控制系统结构件	100 万套
	车身结构件	70 万套			

资料来源: 公司公告, 公司项目环评报告, 国信证券经济研究所整理

注: 产能数据为公司项目公告与环评报告数据, 实际根据生产情况或有差异

**盈利预测与投资建议：维持 23、24 年盈利预测，维持“买入”评级。**

公司深耕精密铝合金零部件，客户拓展顺利，新业务开拓有序，盈利能力稳健，维持盈利预测，预测公司 2023–2025 年营业收入 69.59/90.77/116.02 亿元，同比增长 56.3%/30.4%/27.8%。预计公司 2023–2025 年归属母公司净利润 10.08/13.15/16.91 亿元，同比增长 43.7%/30.4%/28.6%。每股收益 23–25 年分别为 1.51/1.97/2.54 元。

我们选取拓普集团、三花智控、文灿股份、广东鸿图、爱柯迪作为可比公司。截至 2023 年 3 月 8 日收盘价，公司对应当前市值，2023–2025 年 PE 分别为 24/18/14 倍，公司随主流新能源客户放量，产业链布局完善，新业务稳步推进，成长性和确定性强，维持“买入”评级。

表 4: 同类公司估值比较 (20230308)

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601689.SH	拓普集团	买入	58.63	646	0.92	1.62	2.15	64	36	27
002050.SZ	三花智控	买入	23.86	857	0.47	0.76	0.87	51	31	27
603348.SH	文灿股份	买入	52.81	139	0.38	1.38	2.40	139	38	22
002101.SZ	广东鸿图	买入	22.70	120	0.57	0.90	1.04	40	25	22
600933.SH	爱柯迪	增持	23.80	210	0.36	0.63	0.84	66	38	28
	平均				0.54	1.06	1.46	72	34	25
603305.SH	旭升集团	买入	35.67	238	0.92	1.05	1.51	39	34	24

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2079	2327	2522	3125	3871	营业收入	3023	4454	6959	9077	11602
应收款项	985	1275	1907	2487	3179	营业成本	2296	3389	5322	6950	8893
存货净额	920	1344	2115	2773	3564	营业税金及附加	8	14	22	28	36
其他流动资产	157	51	209	272	348	销售费用	21	25	42	46	58
<b>流动资产合计</b>	<b>4665</b>	<b>5058</b>	<b>7052</b>	<b>8957</b>	<b>11262</b>	管理费用	76	89	113	141	168
固定资产	3048	3985	4850	5639	6153	研发费用	129	173	257	336	418
无形资产及其他	361	455	432	410	387	财务费用	22	(13)	20	32	44
投资性房地产	104	126	126	126	126	投资收益	13	31	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	11	10	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8178</b>	<b>9624</b>	<b>12461</b>	<b>15132</b>	<b>17929</b>	其他收入	(157)	(207)	(257)	(336)	(418)
短期借款及交易性金融负债	736	1072	1200	1573	1400	营业利润	467	784	1184	1544	1986
应付款项	1780	1799	2747	3241	4166	营业外净收支	(2)	(2)	0	0	0
其他流动负债	219	224	350	458	588	<b>利润总额</b>	<b>465</b>	<b>782</b>	<b>1184</b>	<b>1544</b>	<b>1986</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2735</b>	<b>3095</b>	<b>4296</b>	<b>5272</b>	<b>6154</b>	所得税费用	53	82	178	232	298
长期借款及应付债券	1670	700	54	554	954	少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(2)	(3)
其他长期负债	116	204	284	364	444	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>413</b>	<b>701</b>	<b>1008</b>	<b>1315</b>	<b>1691</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1786</b>	<b>904</b>	<b>338</b>	<b>918</b>	<b>1398</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>4521</b>	<b>3999</b>	<b>4635</b>	<b>6190</b>	<b>7552</b>	净利润	413	701	1008	1315	1691
少数股东权益	3	12	11	9	7	资产减值准备	5	9	4	4	4
股东权益	3653	5613	7815	8932	10370	折旧摊销	124	222	353	429	505
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8178</b>	<b>9624</b>	<b>12461</b>	<b>15132</b>	<b>17929</b>	公允价值变动损失	(11)	(10)	0	0	0
						财务费用	22	(13)	20	32	44
关键财务与估值指标						营运资本变动	(202)	(509)	(403)	(615)	(420)
每股收益	0.92	1.05	1.51	1.97	2.54	其它	(6)	(10)	(6)	(6)	(6)
每股红利	0.34	0.10	0.23	0.30	0.38	<b>经营活动现金流</b>	<b>323</b>	<b>404</b>	<b>957</b>	<b>1127</b>	<b>1773</b>
每股净资产	8.17	8.42	11.72	13.40	15.56	资本开支	0	(1168)	(1200)	(1200)	(1000)
ROIC	10%	11%	13%	14%	15%	其它投资现金流	246	462	(239)	0	0
ROE	11%	12%	13%	15%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>246</b>	<b>(706)</b>	<b>(1439)</b>	<b>(1200)</b>	<b>(1000)</b>
毛利率	24%	24%	24%	23%	23%	权益性融资	(12)	11	0	0	0
EBIT Margin	16%	17%	17%	17%	17%	负债净变化	400	300	700	500	400
EBITDA Margin	20%	22%	22%	22%	22%	支付股利、利息	(150)	(69)	(151)	(197)	(254)
收入增长	86%	47%	56%	30%	28%	其它融资现金流	334	76	128	373	(173)
净利润增长率	24%	70%	44%	30%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>822</b>	<b>550</b>	<b>677</b>	<b>676</b>	<b>(27)</b>
资产负债率	55%	42%	37%	41%	42%	<b>现金净变动</b>	<b>1391</b>	<b>248</b>	<b>195</b>	<b>603</b>	<b>746</b>
股息率	0.6%	0.3%	0.6%	0.8%	1.1%	货币资金的期初余额	688	2079	2327	2522	3125
P/E	39	34	24	18	14	货币资金的期末余额	2079	2327	2522	3125	3871
P/B	4.4	4.2	3.0	2.7	2.3	企业自由现金流	359	(771)	(227)	(46)	810
EV/EBITDA	33.2	28.2	18.2	14.9	12.4	权益自由现金流	1093	(395)	582	800	1000

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