精锻科技（300258.SZ）

买入

海外业务成长叠加新能源产品放量，公司业绩稳定增长

核心观点

2022年出口毛利率提升8pct，单四季度净利润同比增长89%。得益于新能源+出口业务持续放量，精锻22年营收18.08亿元，同比+27.0%，归母2.47亿元，同比+44.0%，扣非2.15亿元，同比+74.0%，毛利率28.4%，同比-0.8pct，预计主要系总成类产品（22年毛利率25.6%，同比+2.9pct）占比提升所致；海外业务逐渐成长为精锻重要业绩支撑，22年出口营收5.89亿元，占比33.5%，毛利率+7.5pct至36.0%；22年研发费率5.7%，同比+0.5pct（募投项目等产品研发增加），财务费率同比-2.3pct（汇兑影响），22年净利率13.7%，同比+1.6pct。22Q4营收5.39亿元，同环比+34.9%/+6.3%，归母0.74亿元，同环比+88.8%/+10.5%，扣非0.67亿元，同环比+268.3%/+1.1%，22Q4四费费率13.4%，同环比-4.1pct/+2.0pct，环比上升主要系汇率波动等因素拉高财务费率5.5pct；22Q4净利率13.6%，同环比+3.9pct/+0.5pct，环比提升主要系所得税计提影响（所得税22Q4为-217万元，22Q3为1624万元）。

2023年第一季度净利润同比增长9%。精锻科技23Q1实现营收4.48亿元，同环比+10.8%/-16.8%，归母净利润0.46亿元，同环比+9.1%/-37.3%，扣非0.43亿元，同环比+15.6%/-36.4%；23Q1公司毛利率28.0%，同比持平，环比+1.67pct（预计主要系出口业务放量增厚毛利），净利率为10.3%，同环比-0.2pct/-3.4pct，环比下滑预计主要系1）费用率提升：23Q1公司四费费率16.7%，同环比+1.4pct/+3.3pct，其中研发费率环比+2.3pct，管理费率环比+1.0pct；以及2）其他收益减少：23Q1公司其他收益项目（主要为政府补助）为187万元（22Q4为926万元，22Q1为312万元）。

新能源业务放量叠加海外布局产能，看好公司业绩持续上行。精锻以锻造工艺、模具制造等为基础：1）品类拓展：单齿轮→差速器总成（22总成类产品营收同比+85%），后续减速器齿轮+轻量化底盘有望放量；2）客户调整：早期绑定大众（占比4成），当下斩获自主品牌、新势力、北美大客户订单；3）海外建厂：拟于泰国投资4.5亿元建厂，长期看有望提振盈利能力（22年出口毛利率高于国内10.4pct）；22年精锻新能源产品营收同比+148%，看好公司进入电动时代业绩持续上行（预计23年新能源业务占比超30%）。

风险提示：行业复苏不及预期，新品研发及客户拓展不及预期。

投资建议：国内乘用车差速器齿轮龙头，维持“买入”评级

考虑到终端价格战带来市场需求波动，下调盈利预测，预计23-25归母净利润2.9/3.7/4.6亿元（原3.2/4.1/4.8亿元），EPS为0.60/0.76/0.95元（原0.66/0.84/1.00元），对应PE为17/13/10x，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）	1,423	1,808	2,226	2,695	3,237
（+/-%）	18.3%	27.0%	23.1%	21.1%	20.1%
净利润（百万元）	172	247	288	368	456
（+/-%）	10.3%	44.0%	16.3%	28.0%	23.9%
每股收益（元）	0.36	0.51	0.60	0.76	0.95
EBIT Margin	14.7%	14.1%	14.9%	15.2%	15.6%
净资产收益率（ROE）	5.5%	7.4%	8.2%	9.8%	11.3%
市盈率（PE）	27.6	19.1	16.5	12.9	10.4
EV/EBITDA	14.5	13.4	10.8	8.9	7.8
市净率（PB）	1.51	1.42	1.34	1.26	1.17

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	9.83元
总市值/流通市值	4736/4558百万元
52周最高价/最低价	16.02/7.45元
近3个月日均成交额	63.59百万元

市场走势

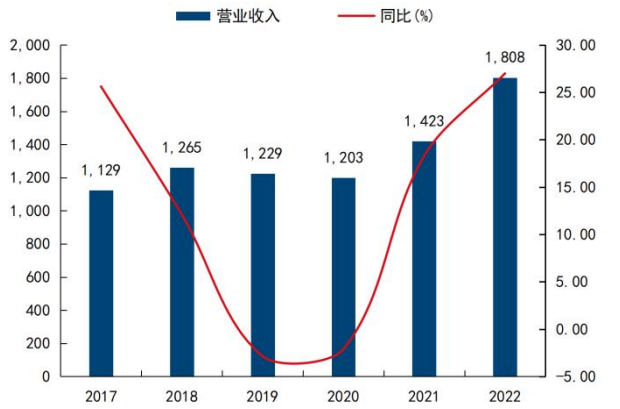
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《精锻科技（300258.SZ）-新能源业务放量推动经营周期上行，2022年净利润同比增长39%-44%》——2023-01-20
《精锻科技（300258.SZ）-单三季度营收同比增长51%，净利润同比增长118%》——2022-10-26
《精锻科技（300258.SZ）-国内乘用车精锻齿轮细分赛道龙头》——2022-08-29

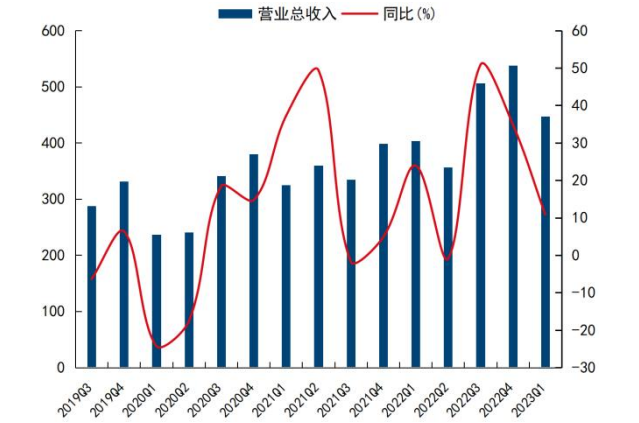
业绩概述：得益于新能源+出口业务持续放量，精锻22年营收18.08亿元，同比+27.0%，归母2.47亿元，同比+44.0%，扣非2.15亿元，同比+74.0%；22Q4营收5.39亿元，同环比+34.9%/+6.3%，归母0.74亿元，同环比+88.8%/+10.5%，扣非0.67亿元，同环比+268.3%/+1.1%；23Q1实现营收4.48亿元，同环比+10.8%/-16.8%，归母净利润0.46亿元，同环比+9.1%/-37.3%，扣非0.43亿元，同环比+15.6%/-36.4%。

图1：精锻科技营业收入（百万元）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：精锻科技单季度营业收入（百万元）及增速（%）

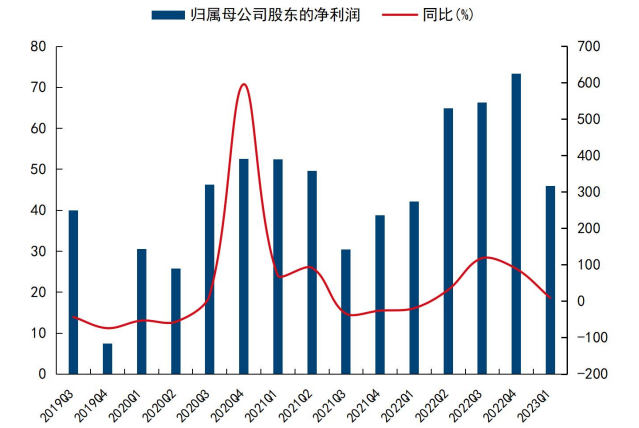


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：精锻科技净利润（百万元）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：精锻科技单季度净利润（百万元）及增速（%）



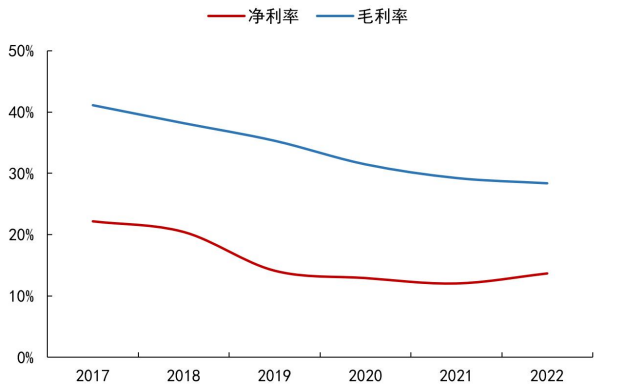
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

费率来看，2022年精锻科技研发费率5.7%，同比+0.5pct(募投项目等新产品研发增加)，财务费率同比-2.3pct；22Q4四费费率13.4%，同环比-4.1pct/+2.0pct，环比上升主要系汇率波动等因素拉高财务费率5.5pct；23Q1公司销售/管理/研发/财务费率分别为0.50%/7.02%/6.04%/3.15%，同比-0.17pct/+0.07pct/+0.24pct/+1.26pct。

盈利能力来看，2022年公司毛利率28.4%，同比-0.8pct，预计主要系总成类产品（22年毛利率25.6%，同比+2.9pct）占比提升所致；海外业务逐渐成长为精锻重要业绩支撑，22年出口营收5.89亿元，占比33.5%，毛利率+7.5pct至36.0%；22年净利率13.7%，同比+1.6pct；22Q4净利率13.6%，同环比+3.9/+0.5pct，环比提升主要系所得税项计提影响（所得税22Q4为-217万元，22Q3为1624万元）。23Q1公司毛利率28.0%，同比持平，环比+1.67pct（预计主要系出口业务放量增厚毛利），净利率为10.3%，同环比-0.2pct/-3.4pct，环比下滑预计主要系1)费用率提升：23Q1公司四费费率16.7%，

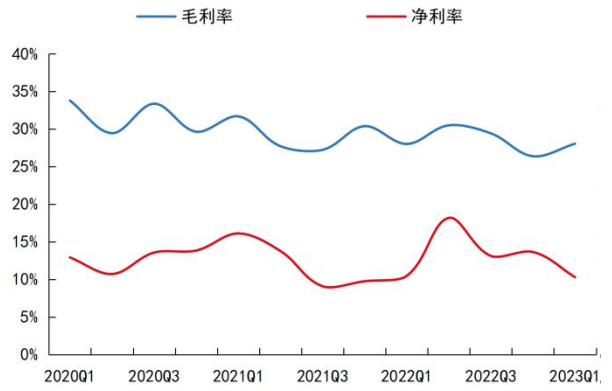
同环比+1.4pct/+3.3pct；以及 2）其他收益减少：23Q1 公司其他收益条目（主要为政府补助）为 187 万元（22Q4 为 926 万元，22Q1 为 312 万元）。

图5：精锻科技毛利率和净利率（%）



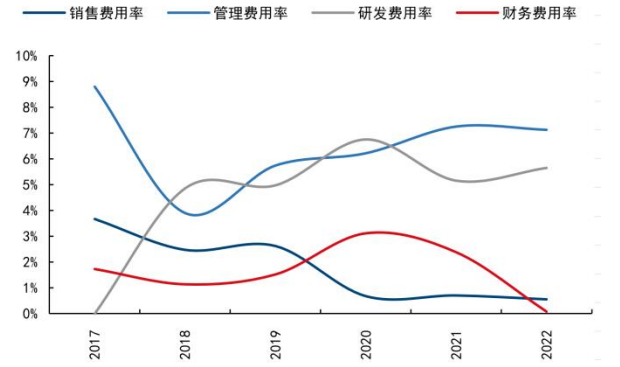
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：精锻科技单季度毛利率和净利率（%）



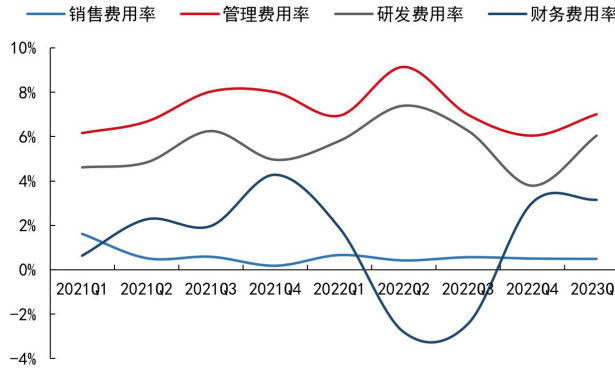
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：精锻科技年度四费费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

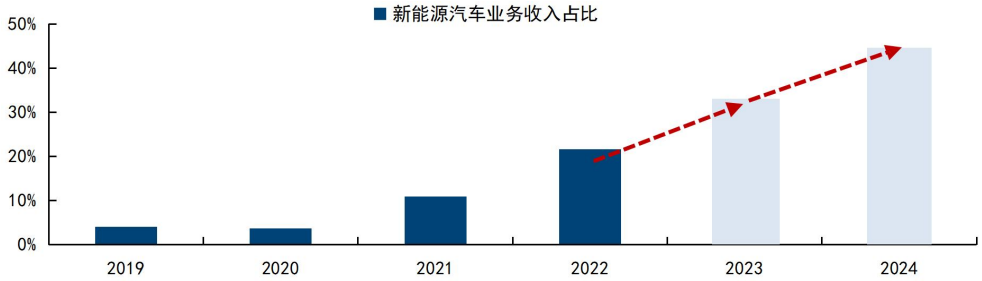
图8：精锻科技季度四费费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新能源汽车业务比例持续提升。2019-2022H1 新能源车业务收入占主营收入比例为 4.07%、3.70%、10.92%及 13.59%，22Q1-3 新能源车销售额占主营比重 19.41%，2022 年新能源占比 21.56%；2023 年占比有望超 30%。随未来新能源汽车市场的持续放量，公司新能源业务有望成为核心成长动力。

图9：公司新能源业务占比规划



资料来源：公司公告，2022 年 8 月 16 日公司《投资者关系活动记录表》，国信证券经济研究所整理

产品结构来看，业绩核心支撑来自锥齿轮类+结合齿类+总成类+其他产品类。根据 2022H1 以上业务分别占主营比重 50.8%、11.6%、13.2%、24.4%，2022 年以上业务分别占比 47.8%、10.9%、16.8%、24.5%；**1）锥齿轮类：**整体营收占比逐年下降，主要系差速器总成等产品收入逐年上量；**2）总成类：**可实现差速器功能的完整整体，单件价值量约 200-300 元；公司差速器总成营收、占比稳定增长（占比由 2019 年 4%提升至 2022H1 的 14%再到 2022 年 16.8%），毛利率也随规模效应释放而实现增长，2022 年总成类产品毛利率 25.6%，同比+2.9pct；差速器齿轮相关产品（总成+齿轮类）合计营收占比约 65%，是公司业务的核心来源；3）结合齿类：用于汽车变速器总成，营收占比约 11%，平均单件价格约 30 元。

表1：精锻科技营收结构

	营收（亿元）	同比	主营占比	毛利率	同比
锥齿轮类	8.41	12.8%	47.8%	33.3%	+2.86pct
结合齿类	1.91	10.8%	10.9%	18.9%	+0.40pct
总成类	2.95	85.1%	16.8%	25.6%	+2.94pct
其他产品类	4.31	45.3%	24.5%	17.1%	-0.93pct

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司主要产品及价值量

产品名称	产品主要用途	产品图片	主要应用领域	平均价值量（元/件）
差速器锥齿轮类产品	差速器锥齿轮类产品包括半轴齿轮和行星齿轮，主要用于汽车差速器总成。差速器是汽车驱动系统的主要部件，作用是在汽车转弯过程中，允许两边半轴以不同的转速旋转，同时传递动力，减少轮胎与地面的摩擦，防止车轮打滑。		传统燃油车、油电混动车、纯电动车	20元左右
差速器总成	可以实现差速器功能的一个完整整体。		传统燃油车、油电混动车、纯电动车	200元左右
变速器结合齿类产品	变速器结合齿类产品包含结合齿和齿圈，主要用于汽车变速器总成，主要用于改变传动比、扩大驱动轮转矩和转速的变化范围，以适应经常变化的行驶条件，同时使发动机在功率较高而油耗较低的情况下工作。		传统燃油车、油电混动车	30元左右
其他产品（异形件、轴类件、盘类件、VVT等）	主要有变速器离合器驱动盘毂、变速器传动轴，驻车锁片、驻车抓及电机轴、汽车发动机进排气正时系统（VVT）等。		传统燃油车、油电混动车、纯电动车	-

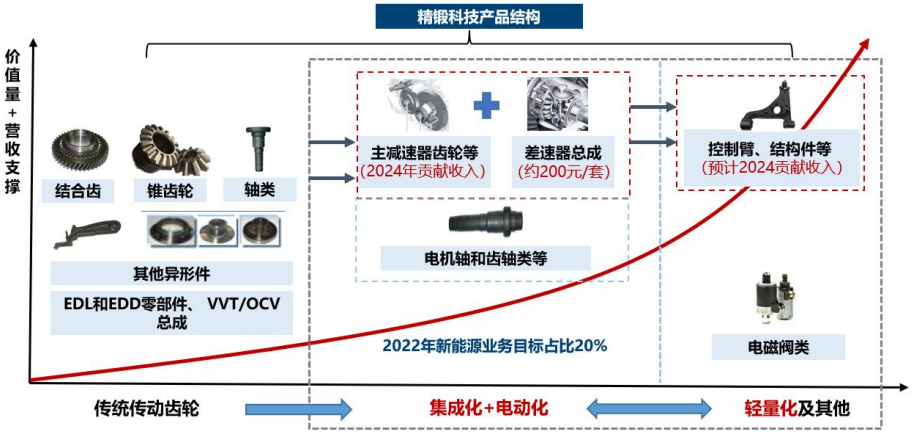
资料来源：公司公告，公司官方网站，国信证券经济研究所整理

精锻科技成长三大核心支撑：1）产品总成化+电动化+轻量化；2）客户向新能源切换；3）产能扩张加码。

产品端：单一齿轮向差速器总成延展，同时布局减速器齿轮

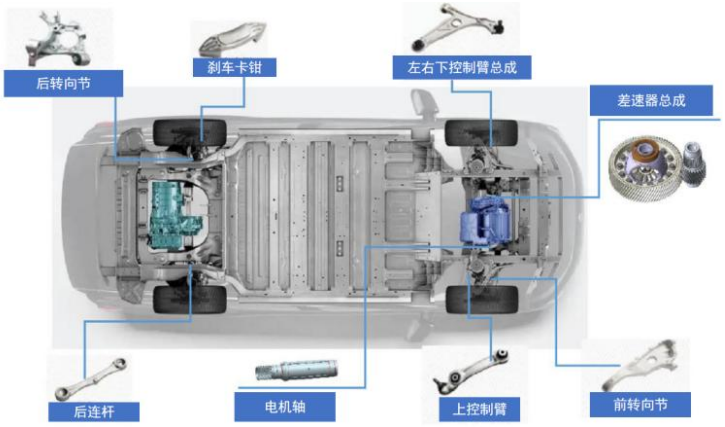
- **差速器总成：**公司延伸发展差速器总成及行星架总成，逐渐实现集成式供货，单套价值由 100 元（4 颗锥齿轮）左右提升至 200 元左右(差速器总成）。锥齿轮+差速器总成逐渐成为公司业务的重要支撑（占主营比重 65%），公司在差速器总成及行星架总成方面已具备了自主正向系统开发能力及长期积累的技术优势。另外客户出于降低成本考虑，总成化、模块化采购趋势明显，由原先的采购齿轮和壳体等零件自行装配，逐渐变为直接采购差速器总成，为精锻科技发展差速器总成带来机遇。
- **减速器齿轮：**2020 年公司定向增发拟投入 3.85 亿元建设新能源汽车轻量化关键零部件生产项目，项目建成后公司将形成包括生产公司新增产品减齿轮年产 210 万件，有望在 2023 年年底完工，于 2024 年贡献营收。
- **轻量化转向节、控制臂：**2020 年公司定向增发拟建设年产 360 万件新能源汽车轻量化关键零部件产能，其中年产转向节 80 万件，控制臂 70 万件，有望在 2023 年年底完工，二者为公司新增产品，采用铝合金锻造工艺，生产工艺技术与公司现有锻造铝合金涡盘工艺相同，有望延续公司技术优势，助力公司卡位轻量化增量市场。

图11：精锻科技产品拓展路径



资料来源：精锻科技公告，汽车维修技术网，太平洋汽车网，国信证券经济研究所整理

图12：公司产品布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2022 年公司新立项的新产品项目 46 项；完成样件提交/小批量试生产的项目 68 项；实现批产的新项目 16 项，客户覆盖北美、日韩、欧洲等外资客户以及国内的各大主机厂及 Tier1 的零部件供应商，彰显公司产品的全球竞争力。下一步公司将不断拓展新能源电动车领域和轻量化领域的新客户新产品。

客户：从大众独大到新能源客户全方位拓展

客户拓展能力是企业最核心的竞争壁垒之一。传统时代，精锻科技早期深耕燃油车市场，绑定大众（占比 3 成）等以及国际零部件 Tier1，实现从 0→1 的成长；“新”时代，随新能源市场的持续放量，公司凭借自身技术沉淀+客户积累+产品供应能力，陆续获得自主车企、造车新势力等客户的定点，对北美大客户的差速器总成项目也已在 2022 年下半年启供，客户矩阵日益丰富，实现从 1→N 的跨越，随优质新能源客户的持续放量，叠加购置税减征刺激下燃油车销量的回暖，公司有望开启 1→N 的新上行通道。公司产品主要为大众、通用、福特、奔驰、奥迪、宝马、丰田、日产、克莱斯勒、菲亚特、长安、长城、奇瑞、吉利、江淮、上汽、红旗、比亚迪、蔚来、理想、小鹏、零跑、北美大客户等公司众多车型配套，是目前国内乘用车精锻齿轮细分行业的龙头企业。

图13：公司客户由传统车企与零部件厂商向全方面拓展

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

产能：产能布局多维加码备战新能源时代

面对终端持续释放的需求，公司积极布局产能。截至 2021 年公司锥齿轮/结合齿/差速器总成的产能分别为 5276/1452/92 万件（套）/年。在建产能中，锥齿轮产能合计规划产能 2000 万件/年，截至 2021 年末已逐步建成达产 1400 万件/年，剩余 600 万件产能将在未来两年逐步建成达产；结合齿类合计规划产能 600 万件/年，截至 2021 年末已逐步建成达产 380 万件/年，剩余 220 万件/年未建产能，将根据实际情况确认后续建设规划；差速器总成的产能为 92 万套/年，未来将逐渐建设 330 万套/年的产能。

表2：公司重要产能布局

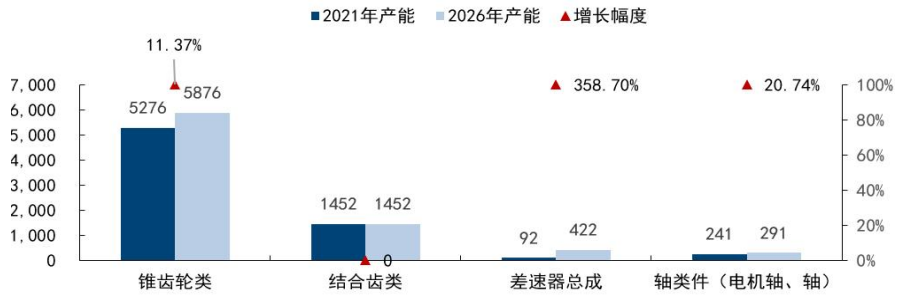
主体	项目名称	主要产品	规划产能	已建产能
精锻科技	新能源汽车电驱传动部件产业化项目	电动车差速器总成	180	—
		电机轴	50	—
	新能源汽车轻量化关键零部件生产项目	主减速齿轮锻件	210	—
		铝合金锻件	150	—
	新能源汽车空调压缩机铝合金涡盘精锻件和电机轴超精加工	铝合金涡盘	400	200
		电机轴	61.1	61.1
天津传动	天津太平洋传动科技有限公司传动齿轮项目一期	锥齿轮	1200	800
		结合齿	300	200
		轴	180	180

	年产 2 万套模具及 150 万套差速器总成项目	差速器总成	150	—
		模具	2	—
宁波电控	新能源汽车电控系统关键零部件制造项目	相位器	90	—
		电磁阀	90	—
重庆精工	高端精密齿轮制造项目	锥齿轮	800	600
		结合齿	300	180

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 截至 2022 年；

公司根据自身战略规划与客户需求，积极布局产能。预计 2026 年锥齿轮类、结合齿类、差速器总成类、轴类件（电机轴、轴）产能有望分别达 5876 万件/1452 万件/422 万件/291 万件，较 21 年分别+11%/0%/+359%/21%。另外与差速器总成配套的主减速器齿轮产能有望 2024 年贡献收入（首轮规划 60 万套）。

图14：公司产能布局（万件、万套/年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

制造升级+效率提升+新品研发并举：产线自动化，工厂智能化 2022 年精锻科技本部 PLM 产品生命周期管理项目 1.5 期顺利结题验收；成功实施 5G+MEC 智能工厂专网、智能立体化仓库、EAM 设备全生命周期管理、生产设备的 5G 数字化采集项目。公司大力推进和组织实施作业流程自动化和机器人自动化作业产线改造等技改项目，有效应对当前人口负增长形势下的招工难题；加大研发投入，海内外市场新品开发态势良好；致力于企业基础研发能力建设、设备效能管理、物流效率提升等多方面的能力建设，为企业高质量可持续健康发展提供良好基础能力保证。

2023 年精锻战略布局方向：

- **产品端：**1）加快新能源电驱动模块的市场开发，巩固市场领先地位，为公司 2024 年业绩增长提供保障；2）加快轻量化铝合金零件市场的开发。
- **产能端：**1）弥补产能：完善差速器壳体加工、主减齿轮和齿轴、电机轴等零件以及差速器总成自动化装配的产能，并同步提升管理水平、质量绩效和出产效率，以满足客户的交付进度和质量要求。
- **研发端：**丰富研发试验装备，继续强化设计开发能力，强化实验验证、测试能力，提升正向开发实力。
- **管理端：**推进实施智能化制造，提升内部管理水平和管理效率：2022 年集团推动子公司 MES 和 PLM 上线。2023 年公司将进一步加大机器人应用技术改造方案，推进关键设备互联互通，提升数字化、网络化、智能化的管理能力。
- **市场端：**1）寻求对外投资合作机会，基于业务拓展需要，关注并购机会和潜在的合作对象，扩大海外市场市占率；2）推进国外生产基地的建设，从而获得更多海外市场订单：基于当前复杂的国际形势，国外客户已在重点关注供应链的风险和关税的影响，**2023 年公司将积极推进泰国工厂的建设，并同步**

考虑北美和欧洲生产基地的规划，以积极响应客户的需求，力争获得更多的出口项目，确保出口业务的稳定增长（22 年国内销售收入同比+25.90%，出口销售收入同比+32.29%；国内销售占主营比例 66.49%，出口产品销售额占主营业务比例 33.51%）。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

总体而言，我们看好精锻科技产品矩阵升级、客户结构调整、产能海外布局的三大举措持续夯实公司中长期竞争力，并看好精锻科技产线自动化+工厂智能化建设的效益逐步释放，后续精锻有望随经营周期（资本开支趋稳）与需求周期（需求复苏）共振进入业绩增长快车道。考虑到终端竞争激烈带来的价格战及市场需求波动，下调盈利预测，预计 23-25 年归母净利润 2.9/3.7/4.6 亿元（原 3.2/4.1/4.8 亿元），EPS 为 0.60/0.76/0.95 元（原 0.66/0.84/1.00 元），对应 PE 为 17/13/10x，维持“买入”评级。

表3：可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS 2022A/E	EPS 2023	EPS 2024	PE 2022A/E	PE 2023	PE 2024
002472.SZ	双环传动	未评级	23.16	197	0.68	0.95	1.25	34	24	19
601689.SH	拓普集团	买入	51.85	571	1.54	2.13	2.97	34	24	17
	平均							34	24	18
300258.SZ	精锻科技	买入	9.83	47	0.51	0.60	0.76	19	17	13

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据时间为 4 月 22 日收盘价；未评级公司双环传动预测来自 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	583	718	476	502	704
应收款项	397	472	427	517	621
存货净额	360	492	341	414	503
其他流动资产	65	52	65	78	94
流动资产合计	**1897**	**2046**	**1608**	**1811**	**2221**
固定资产	2431	2753	2822	2856	2862
无形资产及其他	189	227	219	211	202
投资性房地产	186	384	384	384	384
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	**4703**	**5409**	**5032**	**5261**	**5670**
短期借款及交易性金融负债	858	1289	500	300	200
应付款项	381	526	644	782	951
其他流动负债	89	91	194	236	271
流动负债合计	**1328**	**1906**	**1338**	**1318**	**1422**
长期借款及应付债券	148	64	64	64	64
其他长期负债	80	87	94	108	122
长期负债合计	**227**	**151**	**158**	**172**	**186**
负债合计	**1556**	**2057**	**1497**	**1490**	**1608**
少数股东权益	7	8	8	8	9
股东权益	3141	3344	3528	3762	4053
负债和股东权益总计	**4703**	**5409**	**5032**	**5261**	**5670**

关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	0.36	0.51	0.60	0.76	0.95
每股红利	0.18	0.19	0.22	0.28	0.34
每股净资产	6.52	6.94	7.32	7.81	8.41
ROIC	5%	6%	7%	10%	12%
ROE	5%	7%	8%	10%	11%
毛利率	29%	28%	28%	28%	29%
EBIT Margin	15%	14%	15%	15%	16%
EBITDA Margin	30%	28%	26%	26%	25%
收入增长	18%	27%	23%	21%	20%
净利润增长率	10%	44%	16%	28%	24%
资产负债率	33%	38%	30%	28%	29%
股息率	1.8%	1.9%	2.2%	2.8%	3.5%
P/E	27.6	19.1	16.5	12.9	10.4
P/B	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	14.5	13.4	10.8	8.9	7.8

利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	**1423**	**1808**	**2226**	**2695**	**3237**
营业成本	1007	1295	1599	1929	2308
营业税金及附加	20	18	22	27	33
销售费用	10	10	11	13	16
管理费用	103	129	146	176	207
研发费用	73	102	117	140	168
财务费用	34	1	29	9	(1)
投资收益	15	5	15	8	9
资产减值及公允价值变动	10	11	11	12	6
其他收入	(75)	(90)	(117)	(140)	(168)
营业利润	199	281	328	420	521
营业外净收支	(0)	2	0	0	0
利润总额	**199**	**282**	**328**	**420**	**521**
所得税费用	27	35	40	51	64
少数股东损益	0	0	1	1	1
归属于母公司净利润	**172**	**247**	**288**	**368**	**456**

现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	172	247	288	368	456
资产减值准备	(2)	1	3	0	0
折旧摊销	223	253	248	287	308
公允价值变动损失	(10)	(11)	(11)	(12)	(6)
财务费用	34	1	29	9	(1)
营运资本变动	142	(237)	416	17	9
其它	3	(1)	(2)	0	0
经营活动现金流	**527**	**253**	**941**	**661**	**768**
资本开支	0	(575)	(301)	(301)	(301)
其它投资现金流	(101)	180	11	0	0
投资活动现金流	**(101)**	**(395)**	**(290)**	**(301)**	**(301)**
权益性融资	(6)	0	0	0	0
负债净变化	(80)	(83)	0	0	0
支付股利、利息	(84)	(90)	(104)	(134)	(166)
其它融资现金流	57	622	(789)	(200)	(100)
融资活动现金流	**(277)**	**277**	**(893)**	**(334)**	**(266)**
现金净变动	**149**	**135**	**(242)**	**26**	**202**
货币资金的期初余额	434	583	718	476	502
货币资金的期末余额	583	718	476	502	704
企业自由现金流	0	(336)	653	362	460
权益自由现金流	0	203	(160)	155	360

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