

# 盛泰集团 (605138. SH)

## 海外需求疲软, 2023 上半年收入下滑 10%

**增持**

### 核心观点

**上半年收入下滑 10%, 扣非净利承压, 资产处置收益 9540 万元。**公司是纺纱、织造、染整、制衣一体化纺织集团。受国内外品牌去库存影响, 上半年收入下滑 10%至 25 亿元, 归母净利润减少 36%至 1.3 亿元。开机率不足导致毛利率下降。费用端, 公司海外借款占比较高, 海外加息导致财务费用增长; 同时整合海内外生产基地所发生的离职补偿、澳洲农场服务费等导致管理费用增长, 收入下降进一步令费用率承压。扣非净利率大幅下降至 1.9%, 扣非净利润减少 73%至 0.5 亿元。另外, 二季度公司为优化资产结构、回流现金, 将公司位于嵊州市经济开发区的一部分混合结构建筑、机器设备和排污权出售, 贡献 Q2 资产处置收益约 9540 万元。

**二季度收入环比下降, 同时终止拟购买资产计划。**二季度公司经营业绩未出现明显改善, 收入减少 15%, 降幅较一季度扩大, 且收入金额环比一季度小幅减少, 毛利率环比持平。同时, 公司在 8 月 16 日公告拟花费 7 亿元收购天虹贸易 42.8% 的股权, 原计划借助收购标的的节能减排经验技术完善公司污水处理能力、并实现规模扩大和产业链延伸。但 8 月 28 日公告终止该项收购计划, 与协议相关方互不追究责任, 主要考虑到交易条件尚不成熟。

**短期仍需关注品牌客户去库进展, 中长期积极扩张、提质增效。**短期国内外库存仍在去化过程, 需求有望逐步恢复, 关注后续订单和开机率的边际改善趋势。中长期, 公司已经和拉夫劳伦、优衣库、Lacoste、Hugoboss、FILA、李宁等优质品牌客户建立良好合作, 产品竞争力较优、产能扩张积极, 份额增长空间较大。同时智能化系统上线将实现工厂降本增效, 推动毛利率提升。

**风险提示:** 海外高通胀; 疫情反复; 原材料价格大幅波动; 汇率大幅波动。

**投资建议: 关注全产业链集团的中长期成长潜力。**公司具有业内稀缺的从纺纱到制衣全产业链模式, 通过较好的研发、品质、效率和交期切入高端品牌供应链。合作优质品牌、积极投入产能扩张及智能化升级, 中长期成长潜力充足, 利润率有较大改善空间。由于海外品牌客户订单恢复不及预期, 下调盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 2.5/3.2/4.0 亿元 (原为 3.9/4.8/5.7 亿元), 同同比变动-33%/+27%/+26%。由于盈利预测下调, 下调目标价至 8.6-9.2 元 (原为 11.2-12.0 元), 对应 2024 年 15-16x PE, 下调至“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

|             | 2021  | 2022  | 2023E  | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 5,157 | 5,966 | 5,643  | 6,463 | 7,191 |
| (+/-%)      | 9.7%  | 15.7% | -5.4%  | 14.5% | 11.3% |
| 净利润(百万元)    | 291   | 376   | 251    | 319   | 403   |
| (+/-%)      | -0.6% | 29.1% | -33.2% | 27.0% | 26.3% |
| 每股收益(元)     | 0.52  | 0.68  | 0.45   | 0.57  | 0.72  |
| EBIT Margin | 6.1%  | 9.0%  | 6.2%   | 8.1%  | 8.6%  |
| 净资产收益率(ROE) | 14.2% | 14.8% | 9.3%   | 10.9% | 12.5% |
| 市盈率(PE)     | 15.5  | 12.0  | 18.0   | 14.2  | 11.2  |
| EV/EBITDA   | 15.1  | 11.1  | 14.7   | 11.3  | 9.9   |
| 市净率(PB)     | 2.2   | 1.8   | 1.7    | 1.5   | 1.4   |

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

#### 纺织服饰 · 服装家纺

**证券分析师:** 丁诗洁 **联系人:** 关峻尹  
0755-81981391 0755-81982834  
dingshijie@guosen.com.cn guanjunyin@guosen.com.cn  
S0980520040004

#### 基础数据

|             |               |
|-------------|---------------|
| 投资评级        | 增持(下调)        |
| 合理估值        | 8.60 - 9.20 元 |
| 收盘价         | 8.14 元        |
| 总市值/流通市值    | 4522/2420 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 12.78/7.81 元  |
| 近 3 个月日均成交额 | 30.32 百万元     |

#### 市场走势



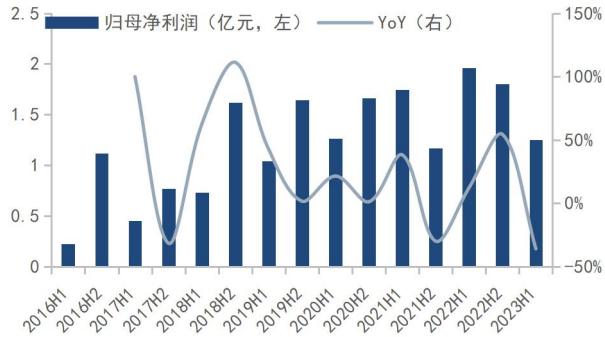
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

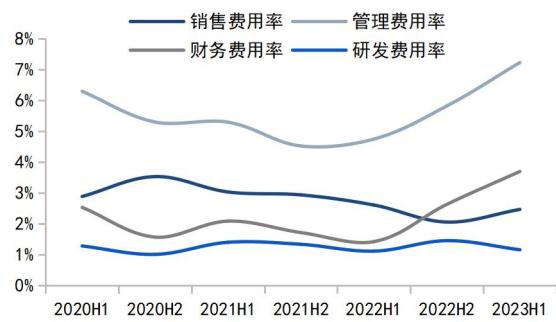
- 《盛泰集团 (605138. SH) - 海外需求疲软, 2023 一季度收入下滑 5%》 —— 2023-04-26
- 《盛泰集团 (605138. SH) - 三季度净利润上升 97%, 稳步提效促高质量成长》 —— 2022-10-29
- 《盛泰集团 (605138. SH) - 二季度扣非净利润增长 165%, 稳步提质增效》 —— 2022-08-29
- 《盛泰集团 (605138. SH) - 成本压力逐步可控, 一季度净利增长 43%》 —— 2022-04-20
- 《盛泰集团 (605138. SH) - 2022 年一季度业绩预计增长 42% 至 70%》 —— 2022-03-29

**图1：公司半年度营业收入及增速（亿元，%）**

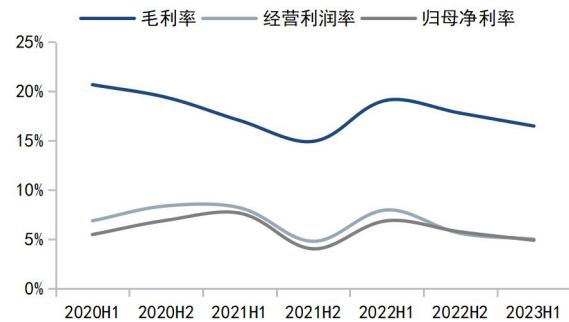

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图2：公司半年度净利润和增长（亿元，%）**


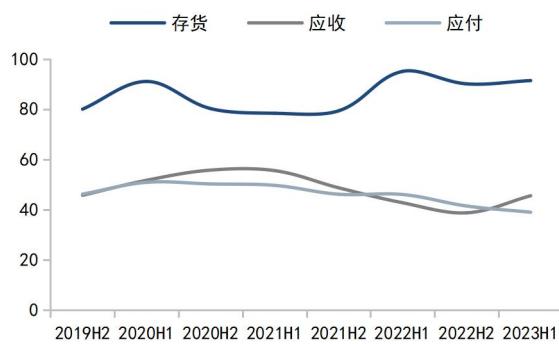
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图3：公司半年度利润率**


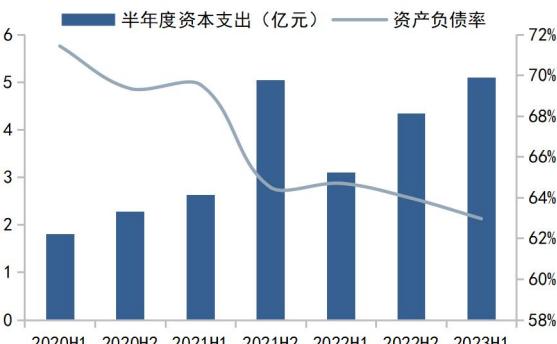
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图4：公司半年度费用率**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图5：公司半年度营运资金周转天数**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图6：公司半年度资本开支及资产负债率**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 由于订单恢复不及预期，下调盈利预测

公司二季度业绩表现低于预期，同时国内外品牌客户仍在去库阶段，订单恢复的进度及幅度均不及预期，因此我们下调公司2023年收入预期，同时由于开机率不足导致单位固定成本提升，收入预期下调导致固定费用率预期上升，因此我们下调毛利率预期、上调费用率预期。调整后假设如下：

- 1)预计2023-2025年公司收入同比变动-5%/+14%/+12%至56.4/64.6/71.9亿元(原为63.7/73.1/82.9亿元)。
- 2)预计2023-2025年公司毛利率分别为17.2%/18.6%/18.9%(原为18.1%/18.8%/19.0%)。
- 3)综上所述，预计2023-2025年归母净利润为2.5/3.2/4.0亿元(原为3.9/4.8/5.7亿元)，同比变动-33%/+27%/+26%。剔除资产处置收益、投资收益和公允价值变动的归母净利润为1.5/3.1/3.9亿元，同比变动-59%/+102%/+27%。

图7：公司盈利预测拆分假设

|                                   | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>收入(百万元)</b>                    | <b>5290</b>  | <b>5570</b>  | <b>4702</b>  | <b>5157</b>  | <b>5966</b>  | <b>5643</b>  | <b>6463</b>  | <b>7191</b>  |
| YoY                               | 14.5%        | 5.3%         | -15.6%       | 9.7%         | 15.7%        | -5.4%        | 14.5%        | 11.3%        |
| 纱线                                | 377          | 378          | 318          | 262          | 277          | 277          | 291          | 305          |
| YoY                               | 19.2%        | 0.2%         | -15.7%       | -17.7%       | 5.7%         | 0.0%         | 5.0%         | 4.8%         |
| 占比                                | 7.1%         | 6.8%         | 6.8%         | 5.1%         | 4.6%         | 4.9%         | 4.5%         | 4.2%         |
| 面料                                | 790          | 891          | 814          | 982          | 894          | 891          | 981          | 1076         |
| YoY                               | 20.5%        | 12.8%        | -8.7%        | 20.6%        | -8.9%        | -0.4%        | 10.1%        | 9.6%         |
| 占比                                | 14.9%        | 16.0%        | 17.3%        | 19.0%        | 15.0%        | 15.8%        | 15.2%        | 15.0%        |
| 成衣                                | 3863         | 4119         | 3160         | 3771         | 4689         | 4363         | 5074         | 5688         |
| YoY                               | 12.2%        | 6.6%         | -23.3%       | 19.3%        | 24.3%        | -6.9%        | 16.3%        | 12.1%        |
| 占比                                | 73.0%        | 74.0%        | 67.2%        | 73.1%        | 78.6%        | 77.3%        | 78.5%        | 79.1%        |
| <b>毛利率</b>                        | <b>19.1%</b> | <b>19.9%</b> | <b>20.0%</b> | <b>15.9%</b> | <b>18.4%</b> | <b>17.2%</b> | <b>18.6%</b> | <b>18.9%</b> |
| 纱线                                | 8.1%         | 8.2%         | 7.7%         | 13.7%        | 9.6%         | 10.0%        | 10.0%        | 10.0%        |
| 面料                                | 23.1%        | 23.0%        | 22.5%        | 13.7%        | 15.9%        | 15.6%        | 17.5%        | 17.7%        |
| 成衣                                | 19.1%        | 20.4%        | 20.6%        | 16.2%        | 18.7%        | 17.6%        | 19.0%        | 19.4%        |
| <b>费用率</b>                        |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 销售费用                              | 3.9%         | 3.9%         | 3.2%         | 3.0%         | 2.3%         | 2.4%         | 2.4%         | 2.4%         |
| 管理费用                              | 5.9%         | 5.8%         | 5.8%         | 4.9%         | 5.3%         | 6.7%         | 6.2%         | 6.0%         |
| 研发费用                              | 1.1%         | 1.3%         | 1.1%         | 1.4%         | 1.3%         | 1.2%         | 1.2%         | 1.2%         |
| 财务费用                              | 2.1%         | 2.3%         | 2.0%         | 1.9%         | 2.1%         | 3.1%         | 2.6%         | 2.5%         |
| <b>其他</b>                         |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 其他经营收益率                           | -0.1%        | -0.1%        | 0.5%         | 2.1%         | -0.2%        | 1.8%         | 0.1%         | 0.1%         |
| 所得税率                              | 15.6%        | 16.2%        | 17.1%        | 10.2%        | 6.3%         | 9.0%         | 9.0%         | 9.0%         |
| <b>归母净利润</b>                      | <b>235</b>   | <b>269</b>   | <b>293</b>   | <b>291</b>   | <b>376</b>   | <b>251</b>   | <b>319</b>   | <b>403</b>   |
| YoY                               | 93.2%        | 14.4%        | 9.0%         | -0.6%        | 29.1%        | -33.2%       | 27.0%        | 26.3%        |
| 归母净利率                             | 4.4%         | 4.8%         | 6.2%         | 5.6%         | 6.3%         | 4.4%         | 4.9%         | 5.6%         |
| <b>剔除资产处置收益、投资收益、公允价值变动的归母净利润</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 金额                                | <b>233</b>   | <b>266</b>   | <b>284</b>   | <b>193</b>   | <b>370</b>   | <b>152</b>   | <b>307</b>   | <b>390</b>   |
| YoY                               | 69.8%        | 14.1%        | 6.8%         | -32.2%       | 92.2%        | -59.0%       | 102.4%       | 26.9%        |
| 占收入比重                             | 4.4%         | 4.8%         | 6.0%         | 3.7%         | 6.2%         | 2.7%         | 4.8%         | 5.4%         |

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

## 投资建议：关注全产业链集团的中长期成长潜力

公司具有业内稀缺的从纺纱到制衣全产业链模式，通过较好的研发、品质、效率和交期切入高端品牌供应链。合作优质品牌、积极投入产能扩张及智能化升级，中长期成长潜力充足，利润率有较大改善空间。由于海外品牌客户订单恢复不及预期，下调盈利预测，预计2023-2025年归母净利润为2.5/3.2/4.0亿元(原为3.9/4.8/5.7亿元)，同比变动-33%/+27%/+26%。由于盈利预测下调，下调目标价至8.6-9.2元(原为

11.2-12.0元），对应2024年15-16x PE，下调至“增持”评级。

表1：盈利预测和财务指标

|             | 2021  | 2022  | 2023E  | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 5,157 | 5,966 | 5,643  | 6,463 | 7,191 |
| (+/-%)      | 9.7%  | 15.7% | -5.4%  | 14.5% | 11.3% |
| 净利润(百万元)    | 291   | 376   | 251    | 319   | 403   |
| (+/-%)      | -0.6% | 29.1% | -33.2% | 27.0% | 26.3% |
| 每股收益(元)     | 0.52  | 0.68  | 0.45   | 0.57  | 0.72  |
| EBIT Margin | 6.1%  | 9.0%  | 6.2%   | 8.1%  | 8.6%  |
| 净资产收益率(ROE) | 14.2% | 14.8% | 9.3%   | 10.9% | 12.5% |
| 市盈率(PE)     | 15.5  | 12.0  | 18.0   | 14.2  | 11.2  |
| EV/EBITDA   | 15.1  | 11.1  | 14.7   | 11.3  | 9.9   |
| 市净率(PB)     | 2.2   | 1.8   | 1.7    | 1.5   | 1.4   |

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

| 公司代码        | 公司名称 | 投资评级 | 收盘价人民币 | EPS   |       |       |       | PE          |             |             |             |
|-------------|------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|             |      |      |        | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
| 605138.SH   | 盛泰集团 | 增持   | 8.15   | 0.68  | 0.45  | 0.57  | 0.72  | 12.0        | 18.1        | 14.3        | 11.3        |
| <b>可比公司</b> |      |      |        |       |       |       |       |             |             |             |             |
| 2313.HK     | 申洲国际 | 买入   | 73.44  | 3.04  | 3.08  | 3.68  | 4.38  | 24.2        | 23.8        | 20.0        | 16.8        |
| 002003.SZ   | 伟星股份 | 买入   | 9.85   | 0.47  | 0.50  | 0.61  | 0.71  | 21.0        | 19.7        | 16.1        | 13.9        |
| 300979.SZ   | 华利集团 | 买入   | 53.80  | 2.77  | 2.69  | 3.18  | 3.74  | 19.4        | 20.0        | 16.9        | 14.4        |
| <b>平均值</b>  |      |      |        |       |       |       |       | <b>21.5</b> | <b>21.2</b> | <b>17.7</b> | <b>15.0</b> |

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）       | 2021        | 2022        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表（百万元）          | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 455         | 1162        | 600          | 600          | 600          | <b>营业收入</b>       | <b>5157</b>  | <b>5966</b>  | <b>5643</b>  | <b>6463</b>  | <b>7191</b>  |
| 应收款项             | 762         | 727         | 1042         | 1193         | 1328         | 营业成本              | 4339         | 4868         | 4675         | 5263         | 5830         |
| 存货净额             | 1193        | 1242        | 1197         | 1345         | 1488         | 营业税金及附加           | 31           | 28           | 40           | 45           | 50           |
| 其他流动资产           | 166         | 121         | 115          | 131          | 146          | 销售费用              | 154          | 139          | 135          | 155          | 173          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2716</b> | <b>3396</b> | <b>3097</b>  | <b>3413</b>  | <b>3705</b>  | 管理费用              | 321          | 394          | 446          | 478          | 518          |
| 固定资产             | 2396        | 2792        | 3253         | 3499         | 3699         | 财务费用              | 97           | 123          | 174          | 170          | 177          |
| 无形资产及其他          | 386         | 440         | 431          | 422          | 413          | 投资收益              | 29           | 9            | (5)          | 0            | 0            |
| 投资性房地产           | 458         | 549         | 549          | 549          | 549          | 资产减值及公允价值变动       | 44           | (65)         | 66           | (42)         | (46)         |
| 长期股权投资           | 22          | 165         | 165          | 165          | 165          | 其他收入              | 37           | 44           | 42           | 48           | 53           |
| <b>资产总计</b>      | <b>5977</b> | <b>7342</b> | <b>7495</b>  | <b>8048</b>  | <b>8532</b>  | 营业利润              | 326          | 403          | 277          | 358          | 450          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 2468        | 2596        | 2208         | 2318         | 2304         | 营业外净收支            | 9            | 7            | 6            | 0            | 0            |
| 应付款项             | 737         | 571         | 792          | 889          | 984          | 利润总额              | 334          | 410          | 282          | 358          | 450          |
| 其他流动负债           | 467         | 361         | 437          | 489          | 541          | <b>所得税费用</b>      | <b>34</b>    | <b>26</b>    | <b>25</b>    | <b>32</b>    | <b>41</b>    |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3672</b> | <b>3528</b> | <b>3437</b>  | <b>3697</b>  | <b>3829</b>  | 少数股东损益            | 9            | 8            | 6            | 6            | 7            |
| 长期借款及应付债券        | 7           | 925         | 925          | 925          | 925          | 归属于母公司净利润         | 291          | 376          | 251          | 319          | 403          |
| 其他长期负债           | 176         | 244         | 309          | 374          | 439          |                   |              |              |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>184</b>  | <b>1168</b> | <b>1233</b>  | <b>1298</b>  | <b>1363</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>3855</b> | <b>4696</b> | <b>4670</b>  | <b>4995</b>  | <b>5192</b>  | <b>净利润</b>        | <b>291</b>   | <b>376</b>   | <b>251</b>   | <b>319</b>   | <b>403</b>   |
| 少数股东权益           | 70          | 107         | 111          | 115          | 120          | 资产减值准备            | 11           | 21           | (62)         | 0            | 0            |
| 股东权益             | 2052        | 2539        | 2714         | 2938         | 3220         | 折旧摊销              | 241          | 295          | 276          | 321          | 362          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>5977</b> | <b>7342</b> | <b>7495</b>  | <b>8048</b>  | <b>8532</b>  | 公允价值变动损失          | (44)         | 65           | (66)         | 42           | 46           |
|                  |             |             |              |              |              | 财务费用              | 97           | 123          | 174          | 170          | 177          |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 营运资本变动            | (82)         | (244)        | 36           | (101)        | (82)         |
| 每股收益             | 0.52        | 0.68        | 0.45         | 0.57         | 0.72         | 其它                | (2)          | (13)         | 66           | 5            | 5            |
| 每股红利             | 0.29        | 0.38        | 0.14         | 0.17         | 0.22         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>415</b>   | <b>500</b>   | <b>501</b>   | <b>585</b>   | <b>735</b>   |
| 每股净资产            | 3.69        | 4.57        | 4.89         | 5.29         | 5.80         | 资本开支              | 0            | (633)        | (600)        | (600)        | (600)        |
| ROIC             | 7%          | 10%         | 5%           | 8%           | 9%           | 其它投资现金流           | (25)         | (3)          | 0            | 0            | 0            |
| ROE              | 14%         | 15%         | 9%           | 11%          | 13%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>7</b>     | <b>(780)</b> | <b>(600)</b> | <b>(600)</b> | <b>(600)</b> |
| 毛利率              | 16%         | 18%         | 17%          | 19%          | 19%          | 权益性融资             | (35)         | 748          | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 6%          | 9%          | 6%           | 8%           | 9%           | 负债净变化             | (25)         | 332          | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 11%         | 14%         | 11%          | 13%          | 14%          | 支付股利、利息           | (161)        | (210)        | (75)         | (96)         | (121)        |
| 收入增长             | 10%         | 16%         | -5%          | 15%          | 11%          | 其它融资现金流           | 137          | (6)          | (388)        | 110          | (14)         |
| 净利润增长率           | -1%         | 29%         | -33%         | 27%          | 26%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(271)</b> | <b>986</b>   | <b>(463)</b> | <b>15</b>    | <b>(135)</b> |
| 资产负债率            | 66%         | 65%         | 64%          | 63%          | 62%          | <b>现金净变动</b>      | <b>152</b>   | <b>707</b>   | <b>(562)</b> | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 息率               | 3.6%        | 4.6%        | 1.7%         | 2.1%         | 2.7%         | 货币资金的期初余额         | 304          | 455          | 1162         | 600          | 600          |
| P/E              | 15.5        | 12.0        | 18.0         | 14.2         | 11.2         | 货币资金的期末余额         | 455          | 1162         | 600          | 600          | 600          |
| P/B              | 2.2         | 1.8         | 1.7          | 1.5          | 1.4          | 企业自由现金流           | 0            | (78)         | 29           | 95           | 245          |
| EV/EBITDA        | 15.1        | 11.1        | 14.7         | 11.3         | 9.9          | 权益自由现金流           | 0            | 248          | (518)        | 47           | 67           |

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

| 投资评级标准  | 类别         | 级别 | 说明                     |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上     |
|   |            | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
|   |            | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间    |
|   |            | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上     |
|   | 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上   |
|   |            | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间  |
|   |            | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数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提供。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