

新泉股份 (603179.SH)

三季度仪表板总成销量同比增长 49%，公司营收增速超越行业

买入

核心观点

公司前三季度归母净利润同比增长 78%。新泉股份 2023 年前三季度实现营收 73.19 亿元，同比+55%；实现归母净利润 5.61 亿元，同比+78%；单季度看，23Q3 收入 26.87 亿元，同比+41%，环比+9%；实现归母净利润 1.86 亿元，同比+26%，环比-17%。客户放量叠加产品拓展，公司业务量增长迅速，单三季度核心产品仪表板总成销量同比增长 49%，推动营收高增长。

公司三季度营收增速超越行业 35pct。23Q3 我国汽车销量同比+6%。新能源汽车销量同比+29%。公司营收增速超越行业核心原因在于下游客户销量快速增长及公司在核心客户配套份额提升。Q3 主要客户吉利销量 46 万辆，同比+23%；奇瑞销量 51 万辆，同比+22%；重点新能源客户理想销量 11 万辆，同比+296%，特斯拉全球销量 44 万辆，同比+27%。

23Q3 销售毛利率同比+0.05pct，23Q3 公司盈利能力保持稳健，销售毛利率 19.49%，同比基本持平，环比略降（-0.43pct），公司财务费用率环比+2.5pct，主要是受人民币汇率变动带来二、三季度汇兑损益差，三季度净利率 6.92%，同比略降（-0.78pct），环比-2.19pct（汇兑影响）。向后展望，Q4 传统车市旺季，公司有望受益于高配套份额的核心客户销量增长及新进入客户释放更多订单，业绩有望提升。

内饰平台化供应体系初步形成，外饰业务打开成长空间。公司在核心产品仪表板总成（单车价值量约 3000 元）基础上持续拓展品类，初步形成平台化供应体系，当前乘用车内饰件产品单车价值量 6500 元左右，商用车内饰产品单车价值量 4500 元左右，仪表板总成在国内乘用车市占率达 14%。同时公司扩展保险杠总成、前端模块、塑料尾门等外饰产品，单车价值总和约 2700 元，进一步打开业务布局。

积极开拓新能源汽车市场，产能释放打开成长空间。公司在现有制造基地基础上围绕主机厂在上海、西安、墨西哥三地新建工厂。2022 年公司继续推进芜湖外饰件生产基地建设、上海智能制造基地升级扩建项目（一期）、汽车饰件智能制造合肥基地建设项目、墨西哥产能扩充等，完善生产基地布局。

风险提示：行业销量下滑风险，新客户拓展不达预期风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。汽车行业形势好转，公司客户持续拓展，产能陆续释放，我们维持公司盈利预测，预计 2023-2025 年营收为 101.14/131.19/165.17 亿元，归母净利润为 7.95/11.15/14.51 亿元，对应 EPS 为 1.63/2.29/2.98 元，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)	4,613	6,947	10,114	13,119	16,517
(+/-%)	25.3%	50.6%	45.6%	29.7%	25.9%
净利润(百万元)	284	471	795	1115	1451
(+/-%)	10.2%	65.7%	68.9%	40.4%	30.0%
每股收益(元)	0.76	0.97	1.63	2.29	2.98
EBIT Margin	6.9%	8.5%	9.3%	10.0%	10.2%
净资产收益率(ROE)	7.7%	11.5%	17.4%	21.3%	23.8%
市盈率(PE)	61.4	48.2	28.5	20.3	15.6
EV/EBITDA	44.2	35.3	25.2	19.7	16.7
市净率(PB)	4.71	5.55	4.97	4.34	3.72

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

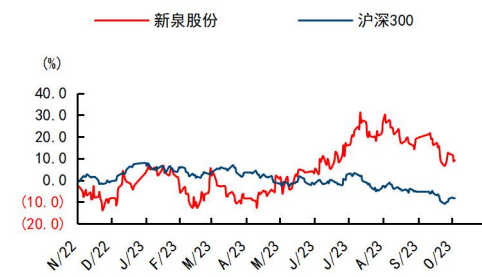
tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	45.47 元
总市值/流通市值	22158/22158 百万元
52 周最高价/最低价	56.67/35.59 元
近 3 个月日均成交额	190.22 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

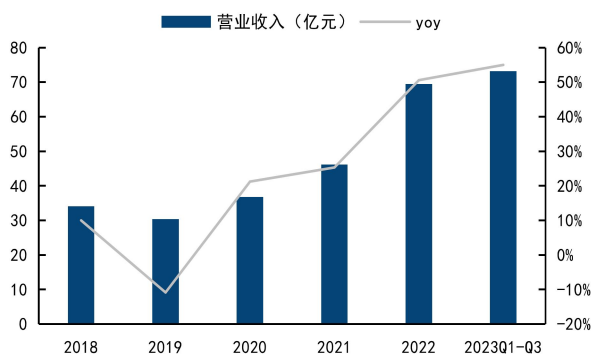
相关研究报告

- 《新泉股份 (603179.SH) - 2023 年上半年净利润同比增长 124%，前瞻布局碳纤维技术》——2023-09-01
- 《新泉股份 (603179.SH) - 半年度业绩预告点评-中报净利润预增 115%-127%，打造内饰平台化供应体系》——2023-07-14
- 《新泉股份 (603179.SH) - 2023 年一季报点评-完善生产基地布局，打造内饰平台化供应体系》——2023-05-04
- 《新泉股份 (603179.SH) - 2022 年年报点评-客户订单持续放量，内饰平台化供应体系初步形成》——2023-04-02
- 《新泉股份 (603179.SH) - 2022 年业绩快报点评-客户订单持续放量，四季度业绩创新高》——2023-03-14

公司前三季度归母净利润同比增长78%。新泉股份2023年前三季度实现营收73.19亿元，同比+55%；实现归母净利润5.61亿元，同比+78%；单季度看，23Q3收入26.87亿元，同比+41%，环比+9%；实现归母净利润1.86亿元，同比+26%，环比-17%。公司业务量增长迅速，单三季度核心产品仪表板总成销量同比增长49%，推动营收高增长，我们预计人民币汇率波动带来汇兑收益变动略影响公司三季度业绩表现。

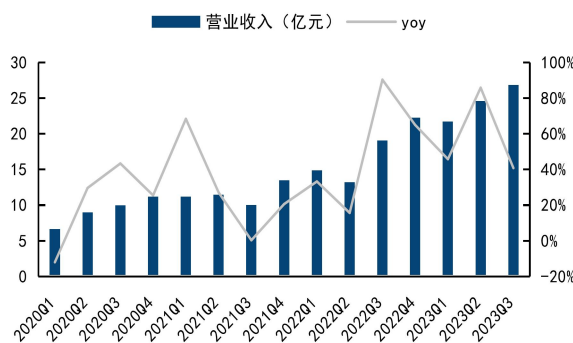
公司持续受益于下游客户放量及公司在核心客户内部分额提升，营收超越行业。我国汽车行业走出一季度市场过渡期，二季度形势明显好转，三季度“金9银10”销量环比提升。2023年三季度中国汽车销量782.76万辆，同比+5.6%，环比+9.3%。其中，新能源汽车销售253.05万辆，同比+28.7%，环比+17.2%，渗透率达32.3%。公司营收超越行业原因在于下游客户销量快速增长及公司在核心客户内部分额提升，单三季度公司主要客户吉利汽车总销量46万辆，同比+23%，环比+24%；奇瑞汽车销量51万辆，同比+22%，环比+24.6%；重点新能源客户理想销量11万辆，同比+296%，环比+21%，特斯拉全球销量44万辆，同比+27%，环比-7%。

图1：新泉股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



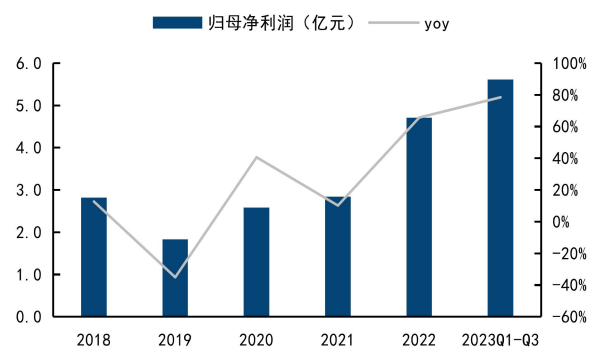
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：新泉股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



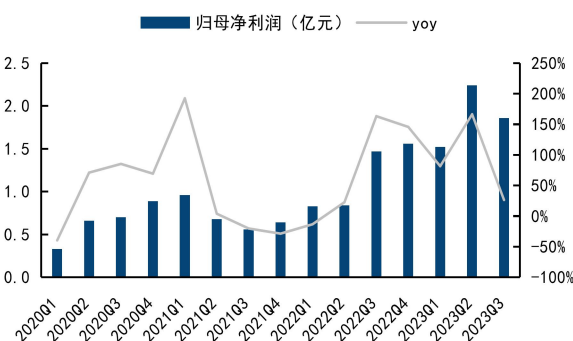
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：新泉股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：新泉股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

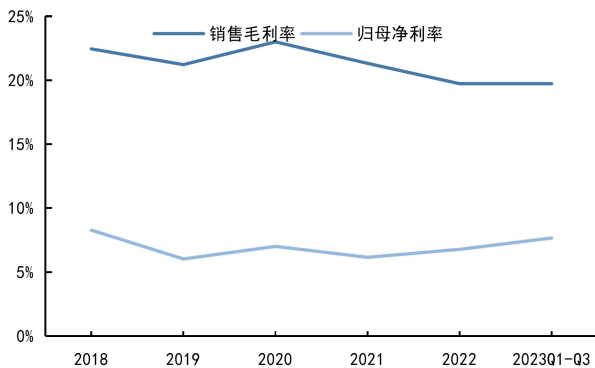


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司23年前三季度净利率同比提升1pct，2023年前三季度公司销售毛利率19.72%，同比提升0.41pct，归母净利率7.66%，同比提升1pct；单季度看，23Q3公司销售毛利率为19.49%，同比+0.05pct，环比-0.43pct。23Q3公司归母净利率为6.92%，同比-0.78pct，环比-2.19pct。

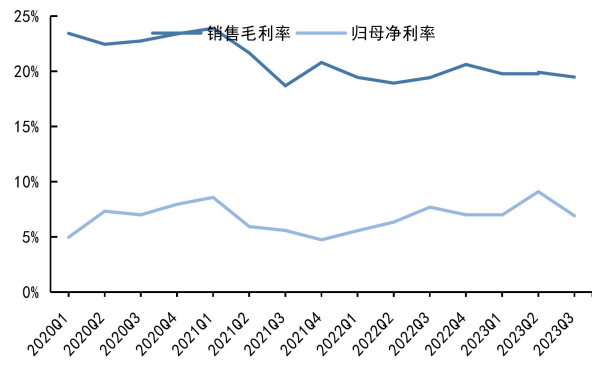
公司大力推行精益化管理，全面实施降本增效，2023 年前三季度公司销售/管理/研发费用率分别 1.93%/4.26%/4.24%，同比分别+0.17pct/-0.5pct/-0.4pct，单季度看，23Q3 公司销售/管理/研发费用率分别 1.90%/3.76%/3.91%，同比+0.48pct/-0.91pct/-0.08pct，环比-0.05pct/-0.63pct/-0.12pct，公司持续降本增效，从生产、采购、销售、包装运输、财务、人力等多个维度入手；同时，进一步强化工艺创新，优化工艺流程，提高产品生产效率、降低产品成本，将成本控制指标分解到各部门、各工段，有效落实降本措施。

图5：新泉股份毛利率及净利率情况（单位：%）



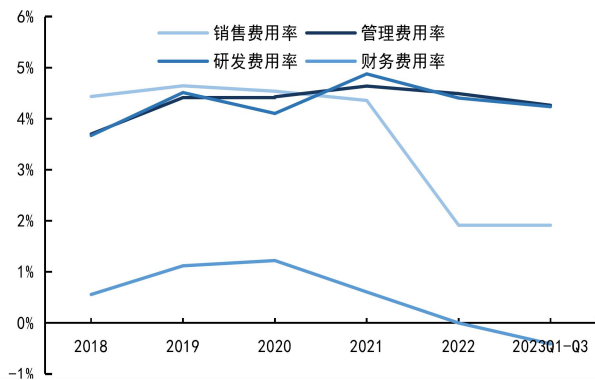
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：新泉股份单季毛利率及净利率情况（单位：%）



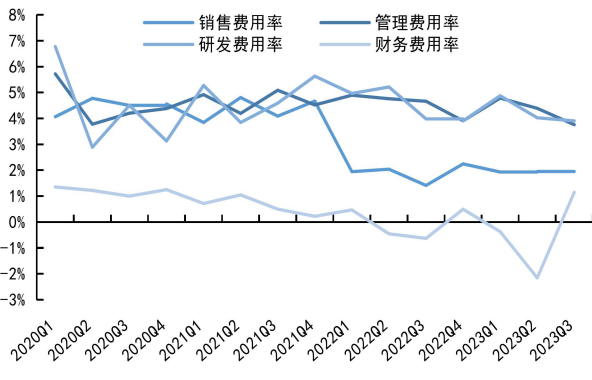
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：新泉股份四项费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：新泉股份单季四项费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司销售仪表板总成单三季度销量同比增长 48.72%。9 月 22 日，公司发布公告披露三季度经营情况，业务量显著增加，23Q3 公司销售仪表板总成 143.28 万套，同比增长 48.72%；顶置文件柜总成 3.7 万套，同比增长 35.19%；门内护板总成 46.54 万套，同比增长 57.97%；立柱护板总成 5.5 万套，同比下滑 19.42%；保险杠总成 3.42 万套，同比增长 30.41%；流水槽盖板总成 5.04 万套，同比下滑 37.54%。

表1：2023 年前三季度主要产品销量

项目	2023 年 1-9 月	2022 年 1-9 月	增长率	2023 年 7-9 月	增长率
仪表板总成	375.79	243.05	54.61%	143.28	48.72%
顶置文件柜总成	9.55	5.92	61.35%	3.70	35.19%
门内护板总成	112.93	72.93	54.85%	46.54	57.97%
立柱护板总成	17.34	17.54	-1.14%	5.50	-19.42%
保险杠总成	7.97	7.07	12.79%	3.42	30.41%

表1: 2023 年前三季度主要产品销量

项目	2023 年 1-9 月	2022 年 1-9 月	增长率	2023 年 7-9 月	增长率
流水槽盖板总成	15.12	17.56	-13.87%	5.04	-37.54%
其他	61.1	33.79	80.81%	18.71	17.69%
合计	599.8	397.86	50.76%	226.18	39.67%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

内饰平台化供应商，外饰业务打开成长空间。公司目前产品主要包括仪表板、门内护板、保险杠等，受益于公司在核心产品仪表板总成（单车价值量约 3000 元）基础上持续拓展品类，目前初步形成平台化供应体系，当前乘用车内饰件产品单车价值量 6500 元左右，商用车内饰产品单车价值量 4500 元左右。公司 2012 年推出保险杠总成产品，配套奇瑞等乘用车客户，2022 年 1 月成立芜湖全资子公司，专营保险杠总成、前端模块、塑料尾门等汽车外饰件系统业务，公司外饰件单车价值总和约 2700 元。

表2: 汽车内饰件单车价值量估算

	单车配套价值量
乘用车总和	7461
仪表板总成	3000
门板总成	2000
座椅背板	1000
立柱总成	435
落水槽	27
遮阳板	130
头枕	264
顶棚中央控制器	89
衣帽架	173
备胎盖	343
商用车总和	5334
仪表板总成	3000
门板总成	1000
座椅背板	500
顶柜总成	834

资料来源: 公司公告、产业信息网、国信证券经济研究所整理

仪表板总成是核心产品，公司市占率持续提升。公司产品主要包括仪表板、门内护板、保险杠等，仪表板总成是公司核心产品，公司以商用车仪表板总成业务起家，是国内中重卡车仪表板总成细分行业龙头，近几年市占率约为 25% 水平。同时乘用车业务不断放量，2020-2022 年公司在乘用车仪表板总成领域市占率从 5.6% 提升至 14%。

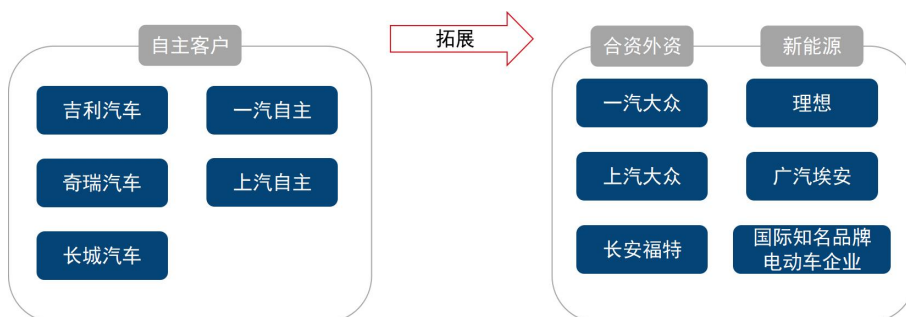
表3: 新泉股份仪表板总成市占率

类别	项目(万套、万辆、%)	2022	2021	2020
商用车	公司仪表板总成销量	18.50	41.53	52.47
	中、重型卡车 我国中、重型卡车产量	76.76	146.67	183.62
	公司市场占有率	24.1%	28.3%	28.6%
	公司仪表板总成销量	10.83	20.84	20.53
	轻、微型卡车 我国轻、微型卡车产量	212.50	269.94	294.25
	公司市场占有率	5.1%	7.7%	7.0%
乘用车	公司仪表板总成销量	332.59	185.99	111.73
	我国乘用车产量	2383.60	2140.80	1999.40
	公司市场占有率	14.0%	8.7%	5.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

优质客户结构贡献营收增量。公司客户结构逐步由自主向合资突破，国际战略稳步推进。此前公司客户主要以吉利、上汽自主、奇瑞等自主品牌为主，2019 年公司持续深化与上汽大众、一汽大众、长安福特等合资客户配套关系，获得了上汽大众 NE0、长安福特 Mustang、一汽大众新捷达 VS5/VS7 等新车型项目仪表板、门板重点产品的定点项目，突破合资客户。2020 年公司与上海大众、长安福特、国际知名品牌电动车企业等乘用车企业达成了合作关系，取得了部分新车型项目仪表板、副仪表板等重点产品的定点开发和制造，拓展外资客户。

图9：新泉股份不断扩展新客户群体



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

合理规划产能，持续扩产满足新客户新产品需求。公司已经在常州、丹阳、芜湖、宁波、北京、青岛、长春、鄂尔多斯、长沙、佛山、成都、宁德、重庆、西安、上海、杭州、合肥、天津、大连等 19 个城市设立生产制造基地，提高产品供应效率和准时交付能力，降低产品运输成本。结合现有客户未来新增车型以及潜在客户汽车饰件需求，公司围绕主机厂在上海、西安、墨西哥三地新建工厂，三地已分别于 2022 年 6 月和 12 月投产，进入量产爬坡期，总计新增产能仪表板总成 103 万套，门内护板 30 万套，立柱总成 15 万套，顶柜总成 2 万套及新产品座椅背板 170 万只。2022 年，公司持续推进芜湖外饰件生产基地建设，投资 5 亿元购地 65 亩，建设汽车保险杠、前端模块及轻量化塑料尾门生产制造项目，该项目投产后，预计新增年产值超 5 亿元。

表4：新泉股份现有产能（截至 2022 年年报）

项目	产品分类	产量（模次）	总产量（模次）	产能（模次）	产能利用率
大型产品	仪表板总成	3548214	3990103	4303738	92.71%
	顶柜总成	34443			
	保险杠总成	253624			
	其他（挡泥板等）	153822			
中型产品	门板总成	3690788	16834869	18190903	92.55%
	立柱总成	1148208			
	其他（后备门护板等）	11995873			
其他产品	落水槽	172978	631690	794880	79.47%
	其他（车门挡条、导流坝等）	458712			

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

注：1、设计产能：设计产能以生产人员和设备每年工作 250 天，每天工作 24 小时计算；

2、大部分仪表板总成计 1 个模次，部分计 2 个模次；1 套保险杠计 2 个模次；

3、1 套门内护板总成计 4 个模次，1 套立柱护板总成计 6 个模次；

4、1 套流水槽盖板总计 1 个模次。

上海智能制造基地升级扩建项目储备 50 万套座舱系统一体化集成产品，以满足上海地区整车客户的 Tier0.5 级业务合作需求。2022 年公司发布可转换债券预案，拟公开发行募资不超过人民币 11.60 亿元用于上海智能制造基地升级扩建项目（一期）、汽车饰件智能制造合肥基地建设项目等。上海智能制造基地升级扩建项目选址在临港奉贤园区，项目投资总额 6.79 亿元，项目建设期 2 年。公司计划建设新型产业配套基地满足上海地区整车客户的 Tier0.5 级业务合作需求。汽车饰件智能制造合肥基地建设项目投资总额 3.62 亿元，项目建设期 2 年。公司计划新增 30 万套仪表板总成和 20 万套门内护板产能，实现对合肥及周边地区整车厂客户的本地配套服务。

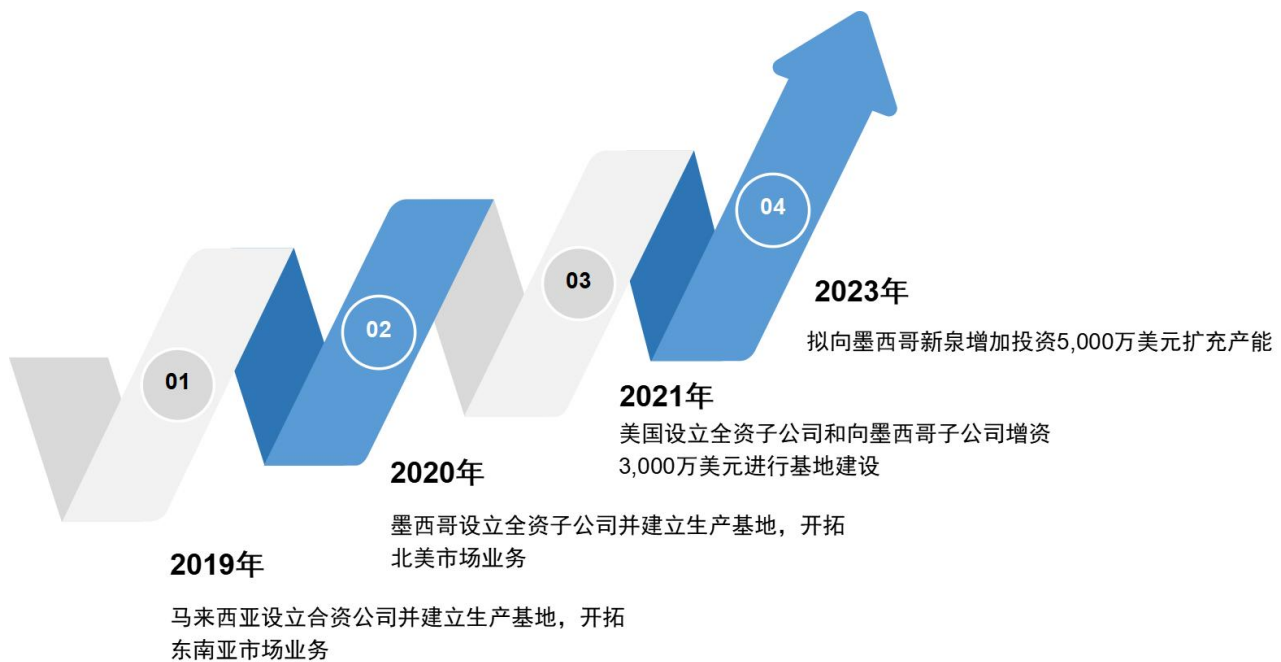
表5：公司新建工厂产能

项目	工厂名称	计划/实际投资金额	预计新增产能	预计投产时间/建设时间	预计满产效益
2020 年非公开募投项目	上海智能制造基地建设项目	4.58 亿元	50 万套仪表板总成、15 万套门内护板总成。	2022 年 6 月	营收 7.2 亿，净利润 0.6 亿。
	西安生产基地建设项目	3.43 亿元	28 万套仪表板总成、15 万套门内护板总成、15 万套立柱护板总成、2 万套顶置文件柜总成。	2022 年 6 月	营收 4.8 亿，净利润 0.3 亿。
	墨西哥生产基地建设项目	3600 万美元	25 万套仪表板总成、170 万只座椅背板。	2022 年 12 月	
专门借款/自筹	芜湖外饰生产建设基地建设项目	5.00 亿元	40 万套保险杠总成。	2023 年 3 月	年产值超 5 亿元
2023 年公开发行可转债	上海智能制造基地升级扩建项目（一期）	6.79 亿元	50 万套座舱系统一体化集成产品	总建设期 2 年	
	汽车饰件智能制造合肥基地建设项目	3.62 亿元	30 万套仪表板总成、20 万套门内护板。	2024 年 2 月	

资料来源：公司公告，公司环评报告，芜湖经济技术开发区官网，国信证券经济研究所整理

全球化战略持续推进。2019 年，公司在马来西亚设立合资公司并建立生产基地，开拓东南亚市场业务；2020 年，公司在墨西哥设立全资子公司并建立生产基地，开拓北美市场业务；2021 年，公司在美国设立全资子公司和向墨西哥子公司增资 3,000 万美元进行基地建设，将更好服务当地客户和开拓北美市场业务。2023 年 2 月，公司召开董事会拟向墨西哥新泉增加投资 5,000 万美元，以满足墨西哥新泉新增定点项目的产能扩充，更好的服务当地客户和开拓北美市场业务。2023 年 9 月，公司公告向墨西哥新泉增资 9500 万美元，同时设立新加坡全资子公司从事国际贸易和投资。2023 年 10 月，公司投资总额 2,000 万欧元设立斯洛伐克投资全资子公司用于汽车零部件的研发、设计、制造和销售，公司国际化战略得到进一步推进。

图10：公司持续推进全球化业务布局



资料来源：公司公告，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。公司客户持续拓展，产能陆续释放，我们维持公司盈利预测，预测公司 2023-2025 年营收为 101.14/131.19/165.17 亿元，同比增长 46%/30%/26%。归母净利润为 7.95/11.15/14.51 亿元，同比增长 69%/40%/30%，对应 EPS 为 1.63/2.29/2.98 元。给予公司 2024 年 28-30 倍 PE，一年期目标估值 64-69 元，维持“买入”评级。

表6：同类公司估值比较（20231101）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	2022A	EPS 2023E	2024E	2022A	PE 2023E	2024E
603730.SH	岱美股份	无评级	16.52	210	0.61	0.63	0.79	27	26	21
601689.SH	拓普集团	买入	65.10	717	1.54	2.18	3	42	30	22
603305.SH	旭升集团	买入	18.15	169	1.05	1.08	1.41	17	17	13
	平均				1.07	1.35	1.82	29	24	18
603179.SH	新泉股份	买入	45.47	222	0.97	1.63	2.29	47	28	20

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测 注：无评级岱美股份盈利预测来自 Wind 一致预期

风险提示：行业销量下滑风险，新客户拓展不达预期风险。

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	799	758	947	1089	1253	营业收入	4613	6947	10114	13119	16517
应收款项	1440	2042	2771	3594	4525	营业成本	3629	5576	8065	10369	13024
存货净额	1482	1750	2478	3191	4020	营业税金及附加	26	31	50	65	82
其他流动资产	1053	1378	2023	2624	3303	销售费用	201	133	202	262	330
流动资产合计	5056	6031	8322	10601	13204	管理费用	214	312	431	555	696
固定资产	1969	2611	3160	3453	3707	研发费用	225	306	430	558	702
无形资产及其他	228	276	265	254	243	财务费用	28	(0)	50	67	65
投资性房地产	154	415	415	415	415	投资收益	5	1	1	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(1)	1	0	0	0
资产总计	7406	9333	12162	14723	17568	其他收入	(206)	(359)	(430)	(558)	(702)
短期借款及交易性金融负债	570	695	1616	1635	1684	营业利润	311	537	887	1246	1620
应付款项	2574	3692	4956	6660	8390	营业外净收支	(9)	(13)	0	0	0
其他流动负债	127	365	509	656	827	利润总额	302	524	887	1246	1620
流动负债合计	3271	4752	7081	8950	10901	所得税费用	16	51	89	125	162
长期借款及应付债券	316	363	363	363	363	少数股东损益	2	2	4	6	7
其他长期负债	67	89	109	129	149	归属于母公司净利润	284	471	795	1115	1451
长期负债合计	383	452	472	492	512	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3654	5203	7553	9442	11412	净利润	284	471	795	1115	1451
少数股东权益	47	50	53	56	60	资产减值准备	2	(0)	1	0	0
股东权益	3705	4079	4556	5225	6096	折旧摊销	160	200	261	317	357
负债和股东权益总计	7406	9333	12162	14723	17568	公允价值变动损失	1	(1)	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	28	(0)	50	67	65
每股收益	0.76	0.97	1.63	2.29	2.98	营运资本变动	(229)	(80)	(672)	(267)	(518)
每股红利	0.40	0.30	0.65	0.92	1.19	其它	(1)	2	1	3	4
每股净资产	9.88	8.37	9.35	10.72	12.51	经营活动现金流	217	591	386	1170	1294
ROIC	6%	11%	14%	17%	19%	资本开支	0	(831)	(800)	(600)	(600)
ROE	8%	12%	17%	21%	24%	其它投资现金流	(281)	178	0	0	0
毛利率	21%	20%	20%	21%	21%	投资活动现金流	(281)	(653)	(800)	(600)	(600)
EBIT Margin	7%	8%	9%	10%	10%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	12%	12%	12%	负债净变化	(84)	47	0	0	0
收入增长	25%	51%	46%	30%	26%	支付股利、利息	(148)	(148)	(318)	(446)	(580)
净利润增长率	10%	66%	69%	40%	30%	其它融资现金流	(253)	223	921	19	49
资产负债率	50%	56%	63%	65%	65%	融资活动现金流	(722)	20	603	(428)	(531)
股息率	0.7%	0.7%	1.4%	2.0%	2.6%	现金净变动	(786)	(42)	189	142	163
P/E	61.4	48.2	29	20	16	货币资金的期初余额	1585	799	758	947	1089
P/B	4.7	5.6	5.0	4.3	3.7	货币资金的期末余额	799	758	947	1089	1253
EV/EBITDA	44.2	35.3	25.2	19.7	16.7	企业自由现金流	231	(180)	(368)	629	753
						权益自由现金流	(106)	89	508	588	744

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 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 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。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