

# 新泉股份 (603179.SH)

## 二季度营收增速超越行业，产品盈利能力持续提升

优于大市

### 核心观点

公司单季度收入同比增长 27%，再创二季度新高。新泉股份 2024 年第二季度实现收入 31.17 亿元，同比+26.74%，超越行业 23pct；归母净利润 2.06 亿元，同比下滑，环比+1.13%，主要受汇兑变动及公司转债费用影响，加回汇后公司经营性净利润同比增长 44%。公司处于十年内第三轮高速增长期，从历史数据看，公司业绩基本符合中国汽车行业走势，增速超越行业，核心受益于下游客户销量及公司在客户内配套份额提升。根据中汽协，二季度中国汽车产量 729 万辆，同比+3.7%，公司核心客户销量增长迅速，吉利/奇瑞/比亚迪二季度销量同比+25%/39%/40%；优质新势力客户理想销量同比+25%。

24Q2 毛利率同/环比接近持平，公司 24Q2 毛利率为 19.86%，同/环比接近持平；归母净利率为 6.60%，同比-2.5pct，环比-0.10pct。公司销量/管理/研发/财务费用率分别 1.64%/4.36%/3.72%/1.64%，同比-0.32/-0.03/-0.30/+3.79pct，受转债费用影响财务费用同比上升，公司 24Q2 经营性净利率(扣非归母净利润加回转债费用)约 8%，同比提升近 1pct。

内饰平台化供应体系初步形成，外饰业务打开成长空间，客户结构及规模效应带动产品利润率持续提升。公司在核心产品仪表板总成(单车价值约 3000 元)基础上持续拓展品类，初步形成平台化供应体系，乘用车内饰单车价值约 6500 元，商用车内饰单车价值约 4500 元，仪表板总成在国内市占率达 18%，扩展保险杠总成等外饰产品，单车价值约 2700 元。

全球化布局持续推进，产能释放打开成长空间。公司围绕主机厂持续推进合肥、安庆、常州、上海、墨西哥等地产能建设，在建产能预计新增 210 万套仪表板总成、120 万套门板、40 万套座椅背板和 90 万套保险杠总成等配套。公司进一步在斯洛伐克投资 6500 万欧元设立子公司，在美国投资 5000 万美元(加利福尼亚州投资 400 万美元，得克萨斯州投资 4600 万)设立下子公司，用于研发、制造、销售，海外市场持续拓展。

**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：**小幅下调盈利预测，维持“优大于市”评级。公司客户持续拓展，产能陆续释放，考虑上半年市场价格战导致公司客户销量增速不及预期，我们小幅下调盈利预测，预测公司 24-26 年营收为 130/167/208 亿元(原预测值为 133/168/209 亿元)；24-26 年归母净利润为 10.6/13.8/17.9 亿元(原预测值为 11.2/14.7/18.3 亿元)；给予公司 2024 年 22-24 倍 PE，更新一年期目标估值 48-52 元，维持“优大于市”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,947	10,572	12,989	16,689	20,831
(+/-%)	50.6%	52.2%	22.9%	28.5%	24.8%
净利润(百万元)	471	806	1060	1382	1793
(+/-%)	65.7%	71.2%	31.6%	30.4%	29.7%
每股收益(元)	0.97	1.65	2.18	2.84	3.68
EBIT Margin	8.5%	9.3%	9.6%	9.6%	9.8%
净资产收益率 (ROE)	11.5%	16.2%	18.3%	20.0%	21.5%
市盈率 (PE)	39.3	23.0	17.5	13.4	10.3
EV/EBITDA	30.1	21.4	17.7	15.2	13.1
市净率 (PB)	4.54	3.73	3.19	2.68	2.22

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 联系人：余珊  
0755-81981814 0755-81982555  
tangxx@guosen.com.cn yushan1@guosen.com.cn  
S0980519080002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	37.91 元
总市值/流通市值	18474/18474 百万元
52 周最高价/最低价	54.69/32.54 元
近 3 个月日均成交额	129.65 百万元

#### 市场走势



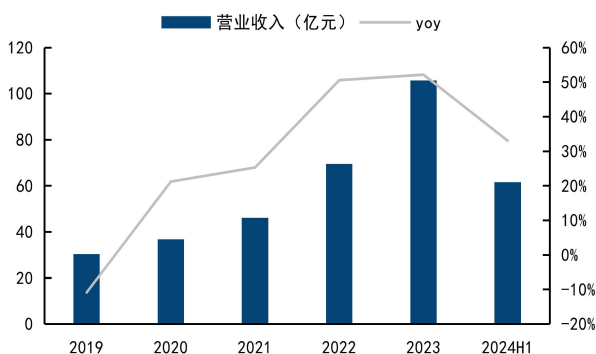
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《新泉股份(603179.SH) - 一季度营收同比增长 40%，第三期员工持股计划稳步推进》——2024-05-06
- 《新泉股份(603179.SH) - 2023 年营收同比增长 52%，持续拓展海外业务布局》——2024-03-26
- 《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》——2023-11-02
- 《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

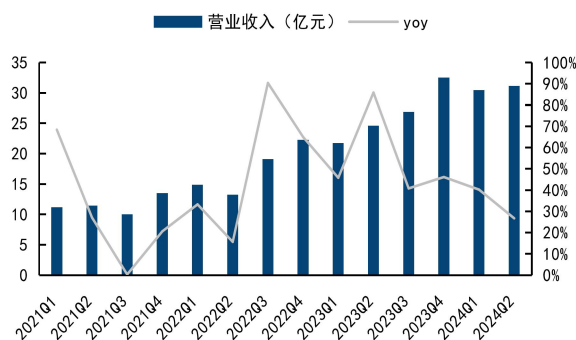
公司二季度收入同比增长 27%，再创二季度新高。新泉股份 2024 年第二季度实现营业收入 31.17 亿元，同比+26.74%，环比+2.30%；归母净利润 2.06 亿元，同比有所下滑，环比+1.13%，主要受汇兑变动及公司转债费用影响，加回汇兑及转债费用后公司经营性净利润同比增长 44%。公司处于十年内第三轮高速增长期，从历史数据看，公司季度间表现基本符合中国汽车行业走势，同时增速超越行业整体，核心受益于下游客户销量及公司在客户内配套份额提升。根据中汽协数据，二季度中国汽车产量 729 万辆，同比增长 3.7%，而公司核心客户销量增长迅速，吉利/奇瑞/比亚迪二季度销量同比增长 25%/39%/40%；优质新势力客户理想销量同比增长 25%。

图1: 新泉股份营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



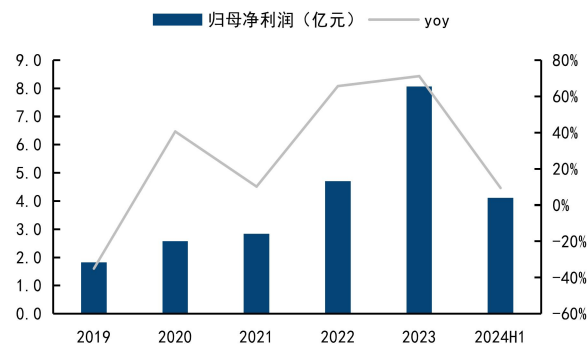
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 新泉股份单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



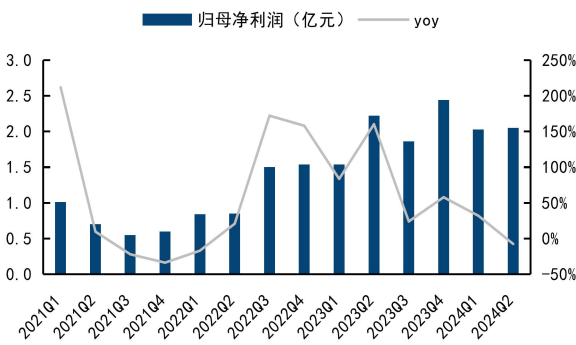
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

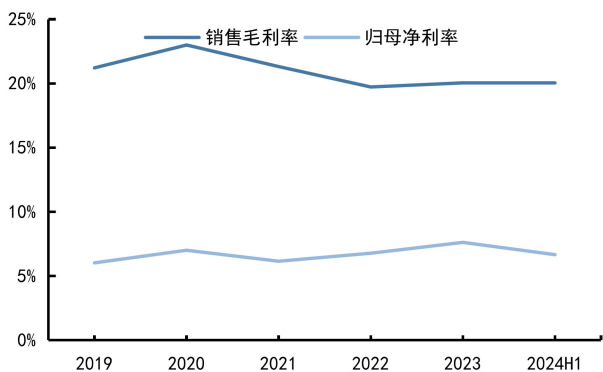
图4: 新泉股份单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

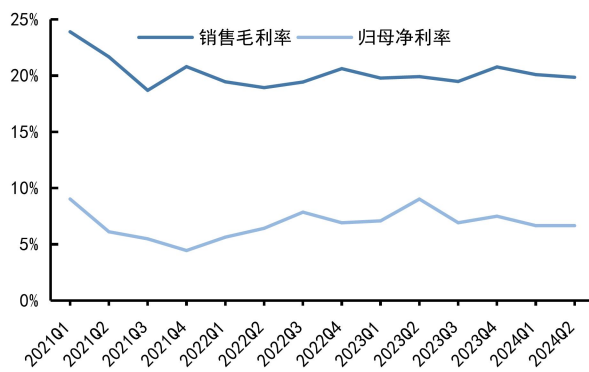
24Q2 毛利率同环比接近持平，公司 24Q2 毛利率为 19.86%，同比-0.06pct，环比-0.24pct；归母净利率为 6.60%，同比-2.5pct，环比-0.10pct。公司销量/管理/研发/财务费用率分别为 1.64%/4.36%/3.72%/1.64%，同比-0.32/-0.03/-0.30/+3.79pct，财务费用同比明显上升，主要是转债费用影响。同时考虑公司去年为正向汇兑收益，今年是负向汇兑损失，考虑加回汇兑及转债费用后，公司经营性净利率表现可观。

图5: 新泉股份毛利率及净利率情况 (单位: %)



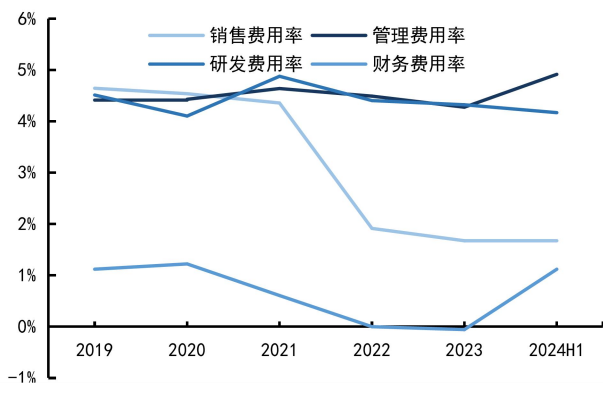
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 新泉股份单季毛利率及净利率情况 (单位: %)



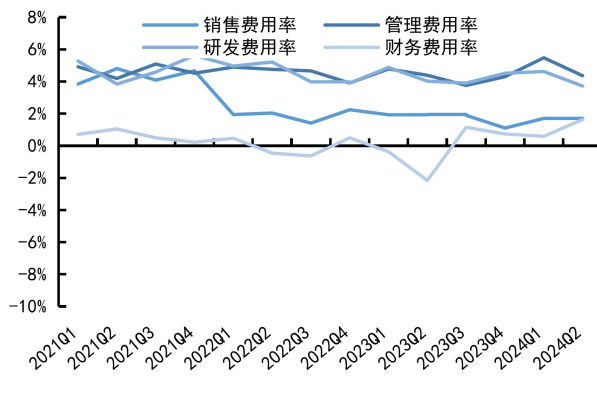
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

**内饰平台化供应商，外饰打开成长空间。**公司目前产品主要包括仪表盘、门内护板、保险杠等，受益于公司在核心产品仪表盘总成（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1: 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
仪表盘总成	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
仪表盘总成	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，2020-2023 年公司在乘用车仪表板总成领域市占率从 5.6%提升至 17.7%。

表2: 新泉股份仪表板总成市占率

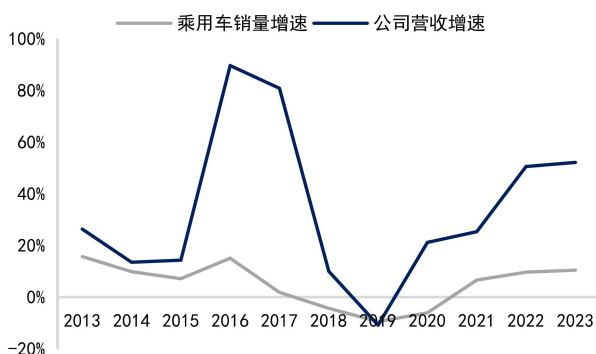
类别	项目(万套、万辆、%)	2022	2021	2020
商用车	公司仪表板总成销量	18.50	41.53	52.47
	中、重型卡车 我国中、重型卡车产量	76.76	146.67	183.62
	公司市场占有率	24.1%	28.3%	28.6%
	公司仪表板总成销量	10.83	20.84	20.53
	轻、微型卡车 我国轻、微型卡车产量	212.50	269.94	294.25
	公司市场占有率	5.1%	7.7%	7.0%
乘用车	公司仪表板总成销量	332.59	185.99	111.73
	我国乘用车产量	2383.60	2140.80	1999.40
	公司市场占有率	14.0%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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

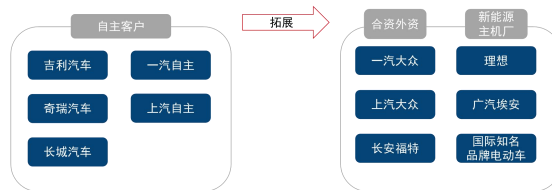
**管理层战略眼光卓越，优质客户赋能，2013-2023 年公司营收复合增速超越行业 28pct。**复盘历史，公司 2013 年至 2023 年营收复合增速为 31.3%，远超乘用车行业销量复合增速的 3.8%及汽车行业销量的 3.17%。其中除 2019 年受乘用车销量影响，公司增速略低于行业外，其余年份，公司营收增速远超行业增长。其中，一部分来自公司产品种类及单价提升；另一部分来自公司管理层卓越眼光赋能下客户销量增长。公司乘用车业务起家于自主品牌，与奇瑞、吉利、上汽自主等主流自主品牌深度绑定，享受自主品牌份额提升带来营收高速增长。2019 年，公司持续深化与上汽大众、一汽大众、长安福特等合资客户配套关系，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，拓展新市场。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: 公司营收增速超越行业

图10: 公司客户结构覆盖全面



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

**受益于规模效应及客户结构升级, 公司核心产品毛利率提升。**2023年, 公司仪表板总成与门板总成仍为公司核心业务, 两项收入合计占主营业务收入的91.85%; 受益于公司下游乘用车客户订单量增长, 上述两项业务收入同比分别增长53.13%和37.08%, 规模效应持续兑现; 叠加客户结构升级, 2023年公司仪表板总成和门板总成毛利率分别同比上升0.50个百分点和1.77个百分点, 公司主营业务毛利率同比上升0.36个百分点至20.55%。

表3: 公司核心产品毛利率显著提升

	2022年收入	2022年占比	2022年毛利率	2023年收入	2023年占比	2023年毛利率
仪表板总成	45.6	72.90%	21.52%	69.83	73.45%	22.02%
顶柜总成	0.54	0.86%	12.24%	135	142.00%	12.26%
门板总成	12.76	20.39%	14.66%	17.49	18.40%	16.43%
内饰附件	2.63	4.21%	23.48%	3.71	3.90%	19.79%
保险杠总成	0.43	0.69%	20.72%	0.92	0.97%	31.33%
外饰附件	0.59	0.94%	29.44%	1.78	1.87%	5.26%
合计	62.55	100.00%	20.19%	95.07	100.00%	20.55%

资料来源: 公司公告, 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, 公司围绕主机厂持续推进合肥、安庆、常州、上海、墨西哥等地产能建设, 在建产能预计新增210万套仪表板总成、120万套门内护板、40万套座椅背板和90万套保险杠总成等产能配套。同时公司进一步在斯洛伐克投资6500万欧元设立全资子公司, 投资5000万美元在美国设立下属子公司, 拓展海外市场业务布局。

表4: 新泉股份产能情况 (截至2023年年报)

项目	产品分类	已建成产能			
		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	6,627,984	7,216,646	7,420,032	97.26%
	顶柜总成	187,236			
	保险杠总成	366,611			
	其他 (挡泥板等)	34,815			
中型产品	门板总成	5,957,764	29,831,700	29,656,183	100.59%

立柱总成	1,489,704			
其他（后备门护板等）	22,384,232			
落水槽	272,118	732,798	991,008	73.94%
其他产品 其他（车门挡条、导流坝等）	460,680			

在建产能

在建产能工厂名称	计划投资金额（万元）	预计投产日期	预计产能
芜湖外饰生产基地项目	50,000.00	2023年3月	40万套汽车保险杠总成
汽车饰件智能制造合肥基地建设项目	36,162.72	2024年2月	30万套仪表板总成、20万套门内护板总成
上海智能制造基地升级扩建项目（一期）	67,874.14	2025年6月	50万套仪表板总成
常州饰件系统智能制造基地建设项目	100,227.25	2026年6月	50万套保险杠总成、50万套汽车轮眉饰板、50万套尾门/翼子板总成、50万套门内护板总成
安庆新泉汽车饰件智能制造基地建设项目	22,000.00	2024年12月	50万套仪表板总成、50万套门内护板总成
墨西哥生产基地扩建项目	9,500万美元	2024年12月	80万套仪表板总成、40万套座椅背板

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；

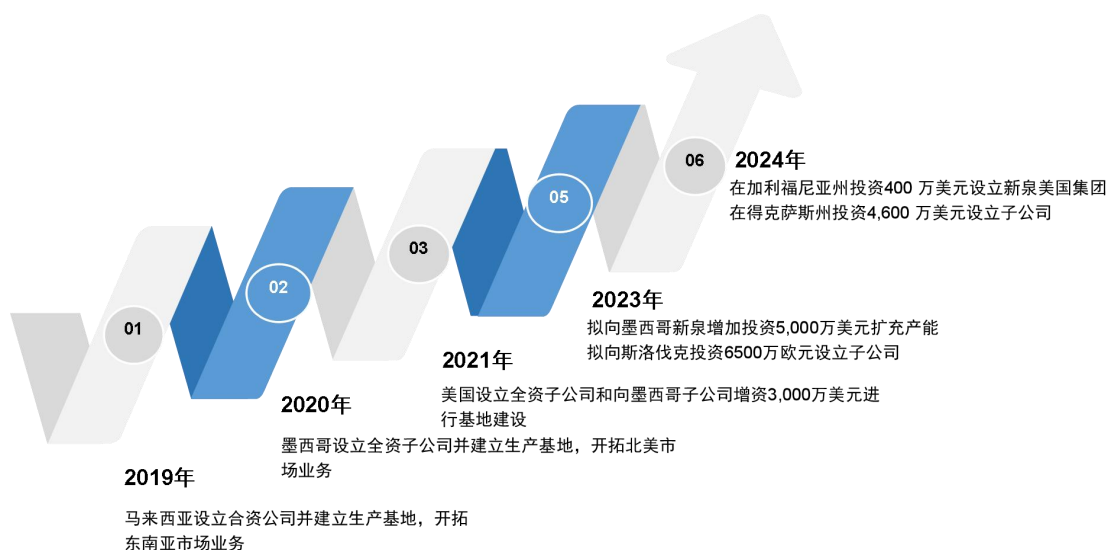
2、大部分仪表板总成计1个模次，部分计2个模次；1套保险杠计2个模次；

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套流水槽盖板总成计1个模次。

**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6,000万欧元（含24年3月公告增资4500万欧元）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。2024年3月，公司公告在加利福尼亚州投资400万美元设立新泉美国集团；在得克萨斯州投资4,600万美元设立子公司，负责汽车零部件研发、设计、制造和销售。

图11：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：小幅下调盈利预测，维持“优大于市”评级。**公司客户持续拓展，产能陆续释放，考虑公司核心竞争力持续增强，在手订单充足，考虑上半年市场价格战导致公司客户销量增速不及预期，我们小幅下调盈利预测，预测公司 24-26 年营收为 130/167/208 亿元（原预测值为 133/168/209 亿元）；归母净利润为 10.6/13.8/17.9 亿元（原预测值为 11.2/14.7/18.3 亿元），同比增长 32%/30%/30%，给予公司 2024 年 22-24 倍 PE，更新一年期目标估值 48-52 元，维持“优大于市”评级。

表5: 同类公司估值比较 (20240901)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
603730.SH	岱美股份	无评级	9.19	152	0.51	0.54	0.64	18	17	14
601689.SH	拓普集团	优大于市	33.66	568	1.95	1.77	2.45	17	19	14
	平均				1.23	1.16	1.55	18	18	14
603179.SH	新泉股份	优大于市	37.99	185	1.65	2.18	2.84	23	17	13

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	758	1416	1769	2035	2475	<b>营业收入</b>	<b>6947</b>	<b>10572</b>	<b>12989</b>	<b>16689</b>	<b>20831</b>
应收款项	2042	3140	3559	4572	5707	营业成本	5576	8452	10285	13216	16463
存货净额	1750	2475	3151	4065	5082	营业税金及附加	31	51	65	83	104
其他流动资产	1378	2070	2598	3338	4166	销售费用	133	177	266	342	427
<b>流动资产合计</b>	<b>6031</b>	<b>9109</b>	<b>11086</b>	<b>14018</b>	<b>17439</b>	管理费用	312	452	564	721	896
固定资产	2611	3456	3907	4108	4269	研发费用	306	457	565	726	906
无形资产及其他	276	372	357	342	327	财务费用	(0)	(6)	68	69	47
投资性房地产	415	504	504	504	504	投资收益	1	1	1	3	3
长期股权投资	0	6	6	6	6	资产减值及公允价值变动	1	(5)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9333</b>	<b>13447</b>	<b>15860</b>	<b>18978</b>	<b>22546</b>	其他收入	(359)	(513)	(565)	(726)	(906)
短期借款及交易性金融负债	695	709	1467	1092	874	营业利润	537	928	1177	1535	1991
应付款项	3692	5670	6302	8483	10605	营业外净收支	(13)	(14)	0	0	0
其他流动负债	365	493	649	837	1046	<b>利润总额</b>	<b>524</b>	<b>914</b>	<b>1177</b>	<b>1535</b>	<b>1991</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4752</b>	<b>6873</b>	<b>8418</b>	<b>10411</b>	<b>12525</b>	所得税费用	51	109	118	153	199
长期借款及应付债券	363	1445	1445	1445	1445	少数股东损益	2	(0)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	89	124	144	164	184	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>471</b>	<b>806</b>	<b>1060</b>	<b>1382</b>	<b>1793</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>452</b>	<b>1569</b>	<b>1589</b>	<b>1609</b>	<b>1629</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>5203</b>	<b>8442</b>	<b>10007</b>	<b>12020</b>	<b>14154</b>	<b>净利润</b>	471	806	1060	1382	1793
少数股东权益	50	48	48	47	47	资产减值准备	(0)	1	1	0	0
股东权益	4079	4957	5805	6911	8345	折旧摊销	200	275	363	414	453
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9333</b>	<b>13447</b>	<b>15860</b>	<b>18978</b>	<b>22546</b>	公允价值变动损失	(1)	5	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(0)	(6)	68	69	47
每股收益	0.97	1.65	2.18	2.84	3.68	营运资本变动	(80)	(461)	(814)	(279)	(628)
每股红利	0.30	0.37	0.44	0.57	0.74	其它	2	(2)	(1)	(1)	(1)
每股净资产	8.37	10.17	11.91	14.18	17.13	<b>经营活动现金流</b>	<b>591</b>	<b>625</b>	<b>608</b>	<b>1517</b>	<b>1617</b>
ROIC	11%	14%	13%	15%	18%	资本开支	0	(1103)	(800)	(600)	(600)
ROE	12%	16%	18%	20%	21%	其它投资现金流	178	94	0	0	0
毛利率	20%	20%	21%	21%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>178</b>	<b>(1015)</b>	<b>(800)</b>	<b>(600)</b>	<b>(600)</b>
EBIT Margin	8%	9%	10%	10%	10%	权益性融资	10	1152	0	0	0
EBITDA Margin	11%	12%	12%	12%	12%	负债净变化	47	105	0	0	0
收入增长	51%	52%	23%	28%	25%	支付股利、利息	(148)	(179)	(212)	(276)	(359)
净利润增长率	66%	71%	32%	30%	30%	其它融资现金流	(619)	43	757	(375)	(218)
资产负债率	56%	63%	63%	64%	63%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(811)</b>	<b>1048</b>	<b>545</b>	<b>(651)</b>	<b>(577)</b>
股息率	0.8%	1.0%	1.1%	1.5%	1.9%	<b>现金净变动</b>	<b>(42)</b>	<b>658</b>	<b>354</b>	<b>265</b>	<b>441</b>
P/E	39.3	23.0	17	13	10	货币资金的期初余额	799	758	1416	1769	2035
P/B	4.5	3.7	3.2	2.7	2.2	货币资金的期末余额	758	1416	1769	2035	2475
EV/EBITDA	30.1	21.4	17.7	15.2	13.1	企业自由现金流	651	(424)	(131)	976	1056
						权益自由现金流	79	(275)	565	539	796

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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