

# 策略实操专题（十五）

## 估值新视角：EV/EBITDA 指标的应用

### 核心观点

**估值因子的进化：从利润主导到现金流主导。**投资者根据企业所处行业、预期收益或市场波动赋予其一个倍数即估值，此时企业的价值可近似看作估值与盈利的乘积。在估值指标中采用最多的为市盈率（PE）和企业价值/息税折旧及摊销前利润（EV/EBITDA）。两者并不是互斥的，只是在为不同的基本面指标定价：PE 是利润的倍数，而 EV/EBITDA 是现金流的倍数。

**估值法的劣势在于对利润端的绝对专注，对资本运用的效率（ROIC）、增长的持续性和未来风险（如商业模式）考虑较少。**随着上市公司对无形资产的投资逐步增加，其收益和投入资本的价值都存在低估，这导致估值法在不同时间维度上的可比性有所下降。同时，其优势在于为投资者提供股票横向比价的工具，能够比较方便地与其他指标配合，形成直观的投资逻辑。

**PE 和 EV/EBITDA 的相关性很高，但两者仍表现出一些差异：**PE 是杠杆比率，是在扣除融资成本之后测量的，因此将股权的市场价值与归属于股东的收益联系起来。而 EV/EBITDA 是无杠杆的，息税折旧及摊销前利润是息税前利润（EBIT）加上折旧和收购无形资产的摊销（DA），并不扣除融资成本或税费。估值的另一个特征为，PE 通常高于 EV/EBITDA。假设样本公司没有债务或多余现金，企业市值（P）等于企业价值（EV），而盈利（E）将低于息税折旧及摊销前利润（EBITDA）。由于分子相同，分母较低，因此 PE 在理论上是高于 EV/EBITDA 倍数的，当然这在盈利为正数时才成立。

**本文将 EBITDA 与 EBIT 的比值作为“折旧因子”，折旧因子越高意味着板块在折旧和摊销中的花费越多。**总的来看，公司在折旧和摊销上花费的金额是其资本密集度、预计资产寿命和其资产价值的函数。在 A 股上市公司中，折旧因子对企业经济利润的影响并不显著。虽然资产的折旧和摊销是投资收入和成本之间的“价差”，价差越大，经济利润率越低。但在实际数据中，ROIC 会受到多重因素的影响，如税率、经营利润率、资本周转率等等，因而 A 股上市公司的经济利润率与折旧因子的相关关系较为微弱。

**EBITDA 预测增速高于中位数的企业估值表现更好，体现出从未来价值映射到现在的“戴维斯双击”。**而对于经济利润率来说，其表现迎来分化：在低 EBITDA 增速预测下，高经济利润率企业有更高的估值，而在高 EBITDA 增速预测下，低经济利润率企业有更高的估值。主要原因在于 EBITDA 预测增速较高的时候，当下经济利润率较低意味着企业实现该增速的可能性较大，投资者更愿意为这种边际改善承担风险价值的付费意愿。

**估值变化对涨跌幅的解释因个股成长周期而异，总体来说 EV/EBITDA 更为有效。**基准结果显示：（1）全部个股口径下，EV/EBITDA 变化对涨跌幅的解释力度更强；（2）处于成熟期、衰退期、增长期和复苏期的股票，EV/EBITDA 表现优于 PE，仅在淘汰期股票适用于 PE 指标。

**以 EV/EBITDA 上下两倍标准差作为合理的估值区间，有利于对行情的预判。**历史上，EV/EBITDA 接近或突破上下两倍标准差后迎来反转的概率较高。行业层面看，机械设备、轻工制造均已接近估值下界，估值继续向下的可能性较弱。

**风险提示：**海外地缘冲突尚未缓解；美联储降息节奏和幅度的不确定性；文中各类资产和产品、个股仅作数据梳理，不构成任何投资推荐意见。

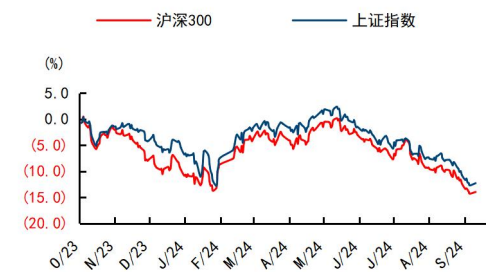
### 策略研究·策略专题

**证券分析师：王开**      **联系人：郭兰滨**  
 021-60933132              010-88005497  
 wangkai8@guosen.com.cn      guolanbin@guosen.com.cn  
 S0980521030001

#### 基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	5155.73/-3.67
创业板/月涨跌幅 (%)	1533.47/-3.64
AH 股价差指数	149.08
A 股总/流通市值 (万亿元)	62.55/57.49

#### 市场走势



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《资金跟踪与市场结构周观察（第三十三期）-微观流动性持续向下调整》——2024-09-17
- 《资金跟踪与市场结构周观察（第三十二期）-市场成交下行，股市资金净流出》——2024-09-10
- 《根据中报资本周期定位挖掘细分行业》——2024-09-08
- 《策略周思考-两个背离，如何破局》——2024-09-08
- 《ESG 专题研究-出海型企业实质性 ESG 议题变迁》——2024-09-04

## 内容目录

从估值看定价：PE 与 EV/EBITDA .....	4
EV/EBITDA 倍数的进一步剖析 .....	6
对 EV/EBITDA 倍数的预期，以及估值指标对比 .....	8
结论 .....	12
风险提示 .....	13

## 图表目录

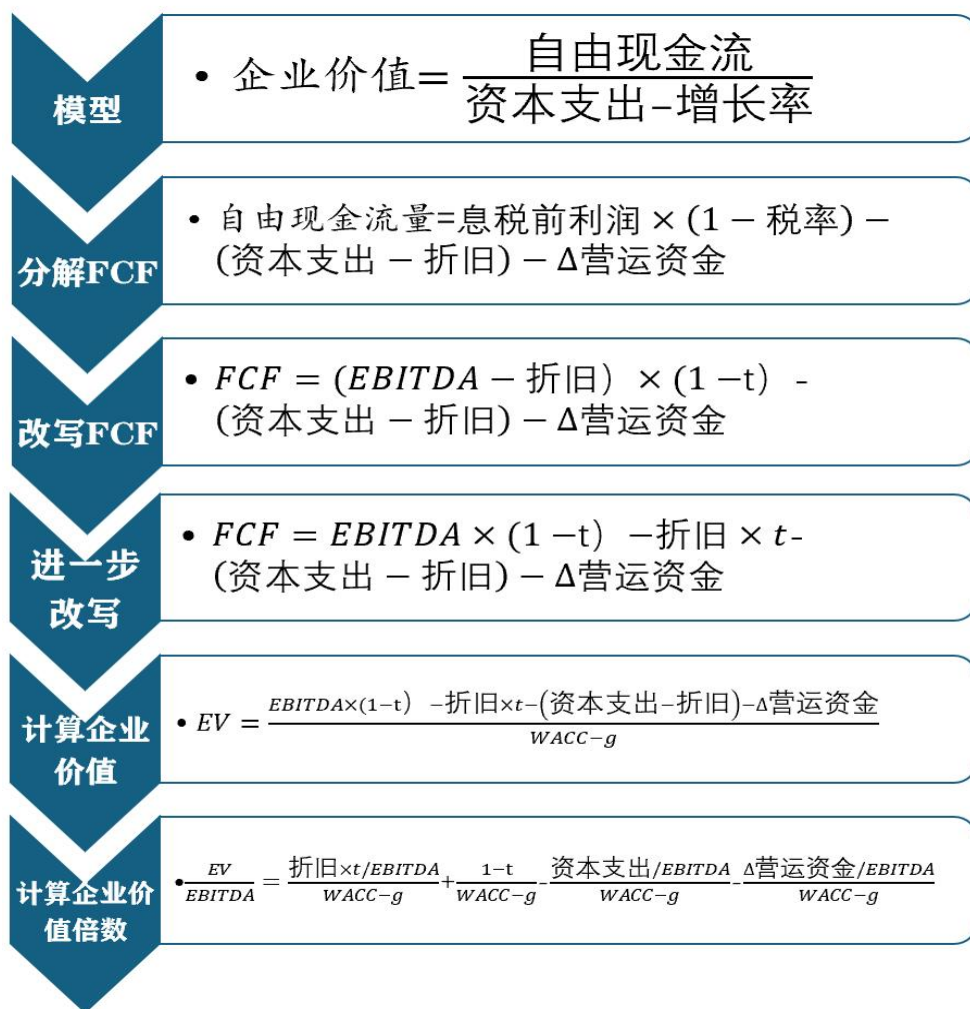
图 1: EV/EBITDA 的计算方法: 流程与步骤 .....	4
图 2: 两种估值法的对比: PE 和 EV/EBITDA .....	5
图 3: PE 和 EV/EBITDA 的差异对比 .....	6
图 4: 一级行业视角: ROIC 和资产负债率 .....	6
图 5: 二级行业视角: ROIC 和资产负债率 .....	6
图 6: 大类行业的折旧因子计算 .....	7
图 7: 企业经济利润率与 EBITDA 折旧因子 .....	7
图 8: A 股核心资产折旧与摊销中的摊销占比 .....	8
图 9: 在不同的企业经济利润率和 EBITDA 预期增速下, EV/EBITDA 的表现 .....	10
图 10: 在不同发展周期的个股中, 两类估值指标对涨跌的指示效果 .....	11
图 11: 万得全 A 与 PE .....	11
图 12: 万得全 A 与 EV/EBITDA .....	11
图 13: 热门行业与冷门行业的 EV/EBITDA 表现 .....	12

## 从估值看定价：PE 与 EV/EBITDA

从企业的预期收益或现金流出发，有两种视角可以判断企业的价值：第一种是估值，投资者根据企业所处行业、预期收益或市场波动赋予其一个倍数，这个倍数就是估值，此时企业的价值就是估值与盈利的乘积；第二种是定价，投资者根据企业的运营模式、现金流或收益的稳定性确立合理的股价范围，代表了公司的价值，并根据实际股价与公司价值的关系做出投资决策，此时企业的估值也可以通过企业价值得出。

根据 CFA 协会的调查，其成员中大部分人都在使用估值法，而在估值指标中采用最多的为市盈率（PE）和企业价值/息税折旧及摊销前利润（EV/EBITDA）。两者并不是互斥的，只是在为不同的基本面指标定价：PE 是利润的倍数，而 EV/EBITDA 是现金流的倍数。国内 A 股市场投资人对 PE 指标更为熟悉，在利润主导的行情研判中 PE 发挥过重要作用，而当前环境下基于现金流研判市场的指示意义更强，因此可以借助 EV/EBITDA 来辅助研判。

图1: EV/EBITDA 的计算方法：流程与步骤



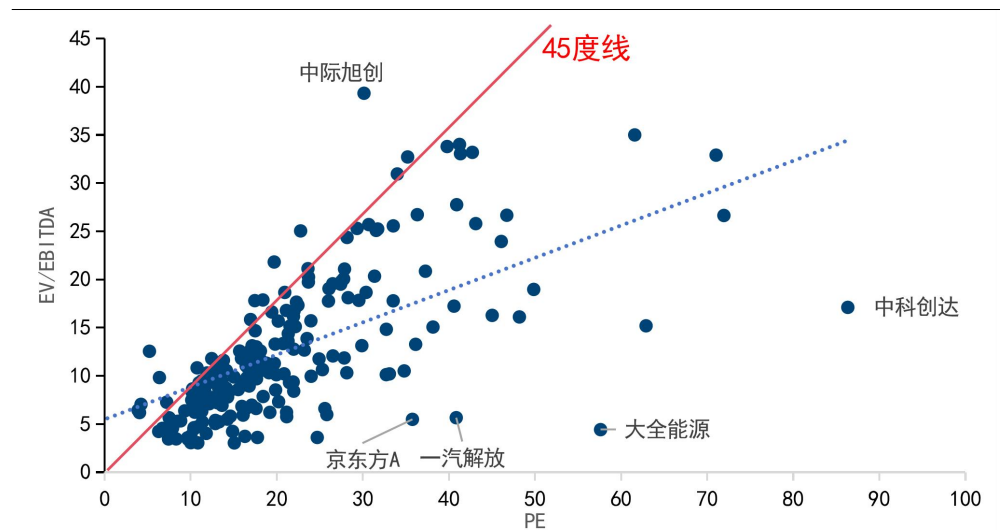
资料来源：黄达，张杰，《金融学（第六版）》，中国人民大学出版社，国信证券经济研究所绘制

在股票市场分析中，估值法的优劣对比非常鲜明。其劣势在于对利润的绝对专注，对资本运行的效率（ROIC）、增长的持续性和未来风险（商业模式）考虑较少。其优势在于为投资者提供股票横向比价的工具，能够比较方便地与其他指标配合，形成投资逻辑。特别是随着上市公司对无形资产的投资不断增加，其收益和投入资本都有相当程度的低估，这导致估值法在不同时间维度上的可比性有所下降。

长期来看，高市盈率的股票往往会在未来的一段时间内跑输低市盈率股票，这就是市场所提到的“价值回归”、“价值洼地”等概念的基础，也是PB-ROE框架的基本原理。市盈率可以作为衡量回报率的先行指标，高估值反映了对未来价值创造和增长的过于乐观的观测前景，对短期利润的兑现提出更高要求，利润稍有波动股价便有“戴维斯双杀”的风险，反之亦然。

以沪深300成分股为例，PE和EV/EBITDA的相关性很高，但两者仍表现出一些差异。PE更接近一个杠杆比率，是在扣除融资成本之后测量的，因此将股权的市场价值与归属于股东的收益联系起来。而EV/EBITDA是无杠杆考虑，比较了公司的企业价值与息税折旧及摊销前利润：企业价值等于股权市值（包括优先股）加上债务和其他负债，减去现金；息税折旧摊销前利润是息税前利润（EBIT）加上折旧和收购无形资产的摊销（DA），并不扣除融资成本或税费。

图2：两种估值法的对比：PE和EV/EBITDA



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：使用2024/9/3数据；采用沪深300非金融房地产成分股；仅保留了EV/EBITDA和PE同时位于5%-95%分位数区间内的个股；文中个股仅作数据梳理，不构成任何投资建议

估值指标对比的另一个特征是，同一标的PE大多数情形下高于EV/EBITDA。假设样本公司没有债务或多余现金，企业市值（P）等于企业价值（EV），而盈利（E）将低于息税折旧及摊销前利润（EBITDA）。由于分子相同，分母较低，因此PE将高于EV/EBITDA倍数。但这种关系对于负盈利的公司不成立，此时PE为负，而EV/EBITDA则可能是正数。

图3: PE 和 EV/EBITDA 的差异对比

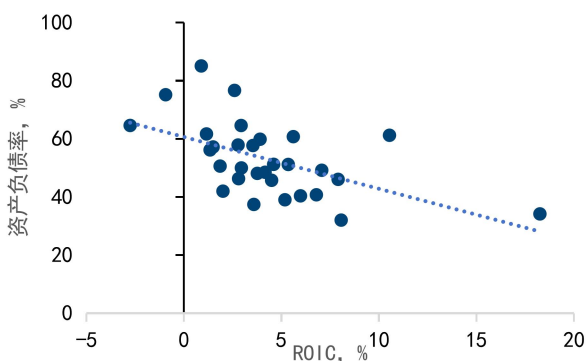
影响因素	原因	如何影响
<b>投资方式</b>		
<b>有形投资</b>	有形资产越多, 折旧越高, 这会降低净利润, 但对 EBITDA 没有影响	有形资产密集型企业, 折旧与营业收入的比重更高
<b>无形投资</b>	较高的销售和管理费用 (SG&A) 反映了内部无形投资	相对于有形资产密集的企业, 无形资产会降低 EBIT、收入和 EBITDA
<b>资本结构</b>		
<b>杠杆</b>	利息费用反映在 P/E 中, 但不反映在 EV/EBITDA 中	增加资产负债率会导致: -当未杠杆化的 P/E 大于 1/债务成本时, P/E 更高 -当未杠杆化的 P/E 小于 1/债务成本时, P/E 更低
<b>现金持有量</b>	利息收入反映在 P/E 中, 但不反映在 EV/EBITDA 中	提高或降低 P/E
<b>营业外支出</b>	减少净利润, 但对 EBITDA 没有影响	使得 P/E 相对于 EV/EBITDA 增加
<b>税率</b>	税收降低净利润, 但对 EBITDA 没有影响	高税率使 P/E 相对于 EV/EBITDA 增加

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

估值倍数的差异, 也来源于资本结构的差异, 即一家公司用来为其增长融资的债务和股权的组合。债务以利息支出的形式存在显性成本。而股权的隐性成本却无法在财务报表反映出来。资本结构变化对市盈率的影响方向是不确定的, 不妨做一个情景假设: 一家完全由股权融资、没有多余现金的公司, 现在计划引入债务。此时, 市盈率的分子端“P”不受影响, 因为其只反映了股权的价值, 但分母端“E”会因利息支出(扣除税收节省)而下降, 这意味着 PE 倍数上升。而增加债务会增加“EV”, 因为其主要由股权和债务构成, 但这对 EBITDA 没有影响, 这意味着此时 EV/EBITDA 的倍数也会上升。

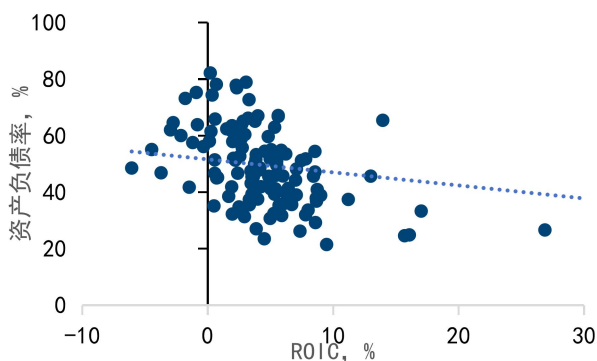
因此, 企业的资产负债结构对估值的方向也有影响。啄食顺序理论认为, 一个健康的公司成长模式中, 其资金来源应依次按照“自有资金、债务、股权”的顺序获取。在这种模式下, ROIC 低的企业产生的现金流不足以为企业提供资金, 因此需要发行债券或股票。所以高 ROIC 的行业往往具有较低的资产负债率, 而 ROIC 低的行业资产负债率较高, 在 A 股一级行业和二级行业中都可以发现这一规律。

图4: 一级行业视角: ROIC 和资产负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 申万一级行业; 仅保留了资产负债率和 ROIC 同时位于 5%-95%分位数区间内的行业; 2024 年中报口径

图5: 二级行业视角: ROIC 和资产负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 申万二级行业; 仅保留了资产负债率和 ROIC 同时位于 5%-95%分位数区间内的行业; 2024 年中报口径

## EV/EBITDA 倍数的进一步剖析

使用EV/EBITDA时应注意EBITDA的内部结构。EBITDA——息税折旧及摊销前利润，等于营业利润（EBIT）和折旧摊销（DA）的和。其中，EBIT是企业盈利能力的体现，而DA代表了公司正常经营中，维持其资本支出所需的费用。这意味着对于EBITDA一致的两个公司来说，EBIT较高的公司价值更高。

各个大类板块的折旧摊销占比有所不同，其中科技板块较为突出。数据显示，原材料（43%）、交通运输（46%）和科技（53%）板块的折旧摊销占比高于A股整体水平（40%），而金融地产（33%）、资源能源（38%）、工业服务（39%）、消费（24%）板块的折旧摊销占比低于A股整体水平。总的来看，公司在折旧和摊销上花费的金额是其资本密集度、预计资产寿命和其资产价值的函数。我们以EBITDA与EBIT的比值作为“折旧因子”，折旧因子越高意味着板块在折旧和摊销中的花费越多。

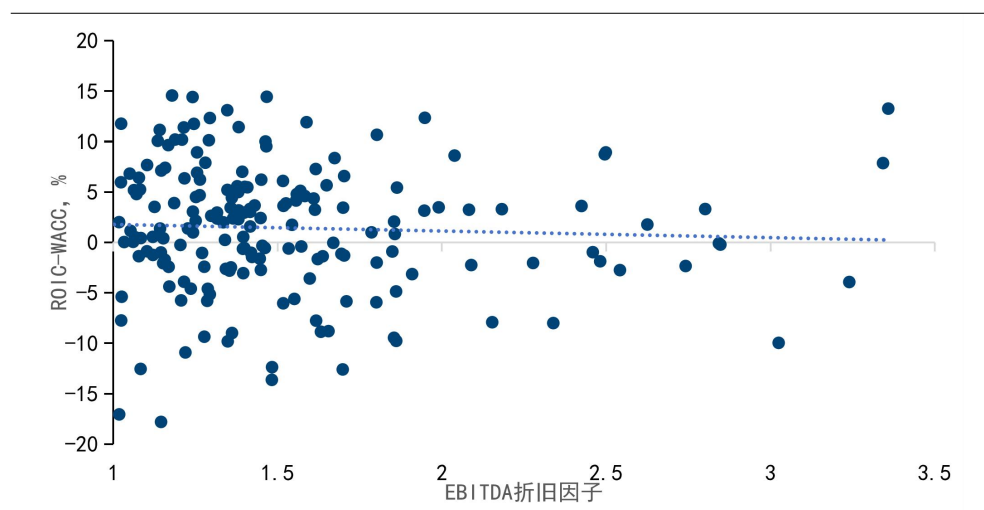
图6: 大类行业的折旧因子计算

大类行业	EBIT 占比	DA 占比	折旧因子
金融地产	67%	33%	1.5
资源能源	62%	38%	1.6
原材料	57%	43%	1.8
设备制造	60%	40%	1.7
工业服务	61%	39%	1.6
交通运输	54%	46%	1.9
消费	76%	24%	1.3
科技	47%	53%	2.1
总体	60%	40%	1.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: EBIT、EBITDA 采用反推法计算; 2024 年中报口径

在我国上市公司中，折旧因子对企业经济利润的影响并不显著。一般而言，以“投资回报率（ROIC）-加权资本成本（WACC）”表示的经济利润率和折旧因子是负相关的，因为资产的折旧和摊销是投资收入和成本之间的“价差”，价差越大，经济利润率越低。但在实际数据中，ROIC会受到多重因素的影响，如税率、经营利润率、资本周转率等等，所以我们看到，A股上市公司的经济利润率与折旧因子的相关关系较为微弱。

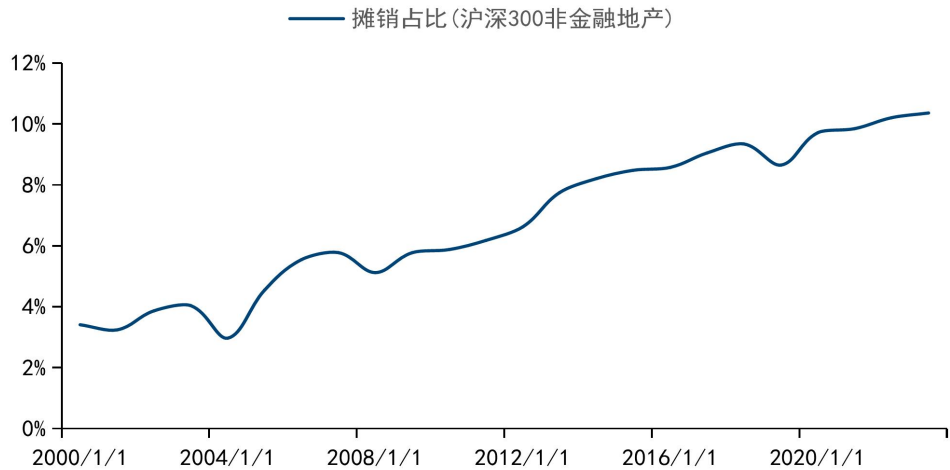
图7: 企业经济利润率与 EBITDA 折旧因子



资料来源：IFind，国信证券经济研究所整理 注：仅保留 ROIC-WACC 和 EBITDA 折旧因子同时位于 5%-95% 分位数区间内的样本；2024 年中报口径

在沪深 300 非金融地产成分股中，摊销在折旧摊销中的占比正逐步上升至 10% 左右。大部分情况下，摊销主要是一家公司以高于有形账面价值的价格购买另一家公司的结果。在这种情况下，买方会修改其资产负债表，以反映卖方的有形资产和无形资产变化。此时，由合同权利或其他合法权利产生的、可以与公司分离或分割的无形资产，须在其使用寿命内摊销。

图8：A 股核心资产折旧与摊销中的摊销占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：折旧与摊销采用反推法计算，摊销为无形资产摊销和长期待摊费用的求和；采用沪深 300 非金融地产成分股计算

## 对 EV/EBITDA 倍数的预期，以及估值指标对比

总体来看，EV/EBITDA 是一个更贴近基本面的指标，其计算过程涵盖了企业价值、利润、成本等多个因素，且与经济利润率、企业折旧等因素密切相关。从基本面出发，本文用经济利润率 (ROIC-WACC) 代表企业当下的基本面，用 EBITDA 的年化预测增速 (2024 中报-2025 年报预测) 代表基本面预测情况，可以看出 EV/EBITDA 对当下和未来的定价差异。

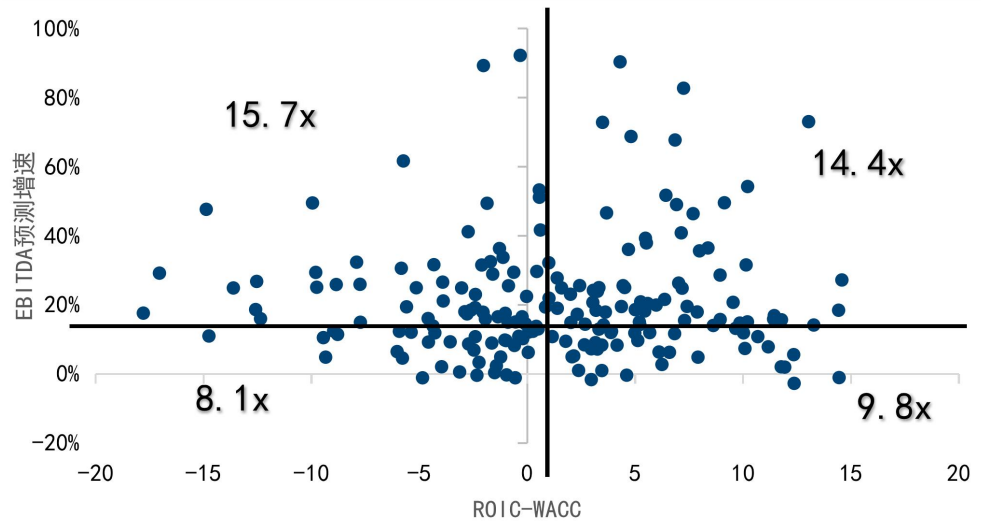
我们以经济利润率和 EBITDA 预测增速的中位数作为四象限划分的依据，即右上角区域为 EBITDA 预测增速和经济利润率均高于中位数水平的公司，而左下角区域为两者均低于中位数水平的公司，并计算新划分象限中各区域的 EV/EBITDA 倍数中位数，以此判断当下基本面和未来基本面对 EV/EBITDA 倍数的定价影响。

结果表明，EBITDA 预测增速高于中位数水平的企业估值表现更好，体现出从未来价值映射到当前的“双击”效应；而对于经济利润率来说，其表现迎来分化：在低 EBITDA 增速预测下，高经济利润率企业有更高的估值，而在高 EBITDA 增速预测下，低经济利润率企业有更高的估值。这在不同市场中并非是普适规律，例如我们发现，对于美国上市公司而言，无论是在何种 EBITDA 预测增速之下，高经济利润率的企业估值均更高。

对于 EV/EBITDA 定价所表现出的“A 股特色”，主要原因在于企业基本面的差异。我国股市企业整体处于成长期内，特征为经济利润率仍有提升空间，但 EBITDA

预测增速较高，这意味着投资者更多地为企业未来的发展定价。在 EBITDA 预测增速较高时，当前较低的经济利润率意味着企业实现该增速的可能性较大，投资者愿意为这种边际改善承担风险和支出付费。

图9: 在不同的企业经济利润率和 EBITDA 预期增速下, EV/EBITDA 的表现



资料来源: IFind, 国信证券经济研究所整理 注: EBITDA 预测增速为 2024 年中报到 2025 年年报预测值的年化增速; 采用沪深 300 非金融地产成分股; ROIC-WACC 为 2024 年中报口径

对于 PE 和 EV/EBITDA 两个估值指标而言, 其有效性随企业发展阶段而变化。整体来看, EV/EBITDA 对当前行情有更强的指示性。为了规避样本中过大或过小值扰动, 本文在全样本研究的基础上筛选了个股涨跌幅、期初估值和估值变化均处于 10%-90%、25%-75%分位数区间内的股票, 以此观察合理范围内不同估值指标与行情的相关性。

首先, 估值中被低估的企业未必能在未来一年赢得更高的涨跌幅, 这在两个指标的检验中都是成立的。无论是使用 PE, 还是 EV/EBITDA, 其期初值和未来一年涨跌幅的相关性都很小, 而且正负表现十分不稳定, 这个结论在我们尝试反复筛选样本后依然是成立的。

第二, 估值在一定期间的变化对涨跌幅的解释因个股成长周期而异, 总体来说跨周期视角下 EV/EBITDA 更为有效。受极端值影响, 全样本的相关性并没有展现出太多的规律性, 此处直接以 10%-90%分位数的结果为基准: (1) 全部个股口径下, EV/EBITDA 变化对涨跌幅的解释力度更强; (2) 处于成熟期、衰退期、增长期和复苏期的股票, EV/EBITDA 表现优于 PE, 仅有处于淘汰期股票适用于 PE 指标。而在 25%-75%分位数区间内的样本而言, EV/EBITDA 与涨跌幅的相关性在所有周期的个股中都高于 PE, 体现了更强的行情追踪性。综上, EV/EBITDA 的变化在涨跌幅解释中优于 PE, 对当前 PE 和 EPR 等传统惯用指标打折甚至失效情形下可以提供一定的借鉴意义。

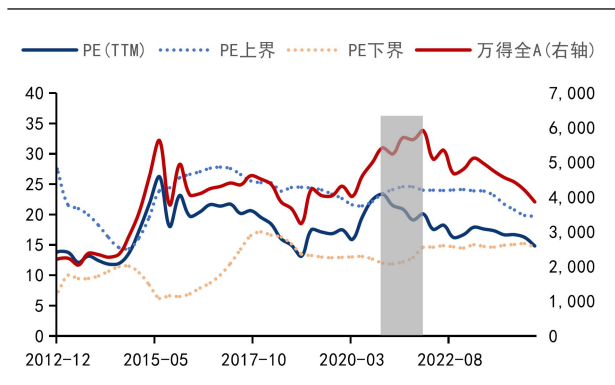
图10: 在不同发展周期的个股中, 两类估值指标对涨跌的指示效果

相关性		总体	成熟期	淘汰期	衰退期	增长期	复苏期
<b>全样本</b>							
PE	期初估值 vs 涨跌幅	(0.03)	(0.00)	(0.03)	(0.01)	(0.04)	(0.11)
	估值变化 vs 涨跌幅	0.05	0.04	0.14	0.03	0.09	(0.02)
EV/EBITDA	期初估值 vs 涨跌幅	(0.00)	0.01	0.03	(0.01)	(0.06)	(0.01)
	估值变化 vs 涨跌幅	0.02	0.03	(0.03)	0.08	0.02	0.01
<b>10%-90%分位数</b>							
PE	期初估值 vs 涨跌幅	(0.03)	(0.03)	(0.11)	(0.00)	(0.02)	(0.08)
	估值变化 vs 涨跌幅	0.19	0.20	0.25	0.22	0.16	0.16
EV/EBITDA	期初估值 vs 涨跌幅	(0.05)	(0.04)	0.15	(0.02)	(0.05)	(0.13)
	估值变化 vs 涨跌幅	0.25	0.29	0.18	0.23	0.24	0.20
<b>25%-75%分位数</b>							
PE	期初估值 vs 涨跌幅	(0.04)	(0.04)	(0.01)	(0.11)	(0.03)	(0.07)
	估值变化 vs 涨跌幅	0.13	0.19	0.13	(0.05)	0.07	0.19
EV/EBITDA	期初估值 vs 涨跌幅	(0.03)	0.02	(0.06)	(0.11)	(0.08)	0.01
	估值变化 vs 涨跌幅	0.25	0.36	0.45	0.17	0.08	0.46

资料来源: IFind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据使用 2023 年口径, 即期初为 2022/12/31, 变化为 2022/12/31-2023/12/31

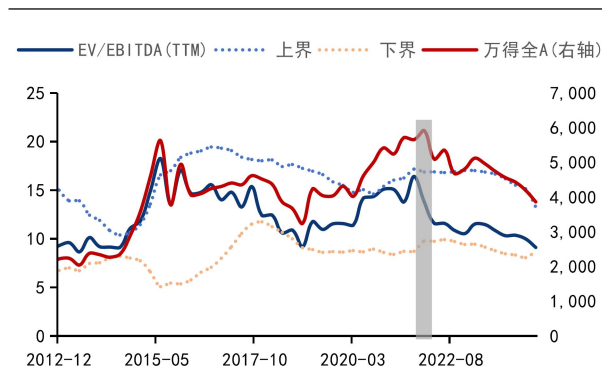
以万得全 A 为例, EV/EBITDA 的有效性在近几年同样得到了验证。2020 年 12 月, PE 达到 23, 向上突破两倍标准差后开始向下调整, 指示指数面临估值过高的压力, 而这一轮指数的回调却发生在 2021 年 12 月。如果按照 PE 的指示, 那么这一轮将损失 9 个点的潜在收益。在 EV/EBITDA 的指示中, 2021 年 9 月达到 16 倍估值, 向上接近两倍标准差, 并在 12 月回调至 14, 此时恰逢万得全 A 的高点 5900 点, 如果能够正确应对估值的回调, 将会增加投资的胜率。

图11: 万得全 A 与 PE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 万得全 A 与 EV/EBITDA

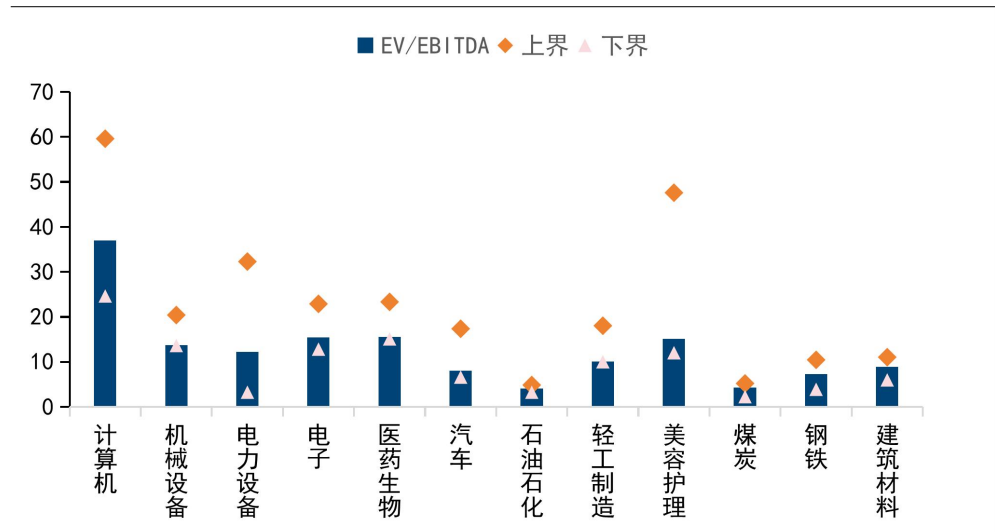


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 采用可比口径的整体法计算 EV/EBITDA, EBITDA 采用 TTM 口径。

以 EV/EBITDA 上下两倍标准差作为合理的估值区间, 有利于对行情的预判。我们筛选了近期成交最活跃的六个行业: 计算机、机械设备、电力设备、电子、医药生物和汽车, 以及成交最不活跃的六个行业: 石油石化、轻工制造、美容护理、

煤炭、钢铁、建筑材料。对比发现，现阶段行业估值多处于偏低水位，触底反弹空间较大。其中，机械设备、轻工制造均已接近估值下界，估值继续向下的可能性较弱。而计算机、电力设备、钢铁等行业的估值仍处于合理区间，虽然安全边际较高，但估值指引意义相对较弱，需要结合行业基本面指标进行判断。

图13: 热门行业与冷门行业的 EV/EBITDA 表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 采用可比口径的整体法计算 EV/EBITDA, EBITDA 采用 TTM 口径。

## 结论

投资者在对股票进行定价时，往往习惯于为收益或现金流分配一个倍数类指标，这个倍数能够将公司的基本面和价值联系在一起，并且在业内具备一定的认可度。本文探索了市盈率（PE）和企业价值/息税折旧及摊销前利润（EV/EBITDA）两个倍数指标，主要介绍了 EV/EBITDA 与不同企业基本面指标的关系，以及两者在行情追踪方面的有效性。

市盈率的有效性在过去的一段时间中有所降低，这是经济和产业周期变迁下的正常现象，也受到会计准则和投资方式的影响。其一，经济增速合理化回归过程中，ERP 中枢下降，和历史中相同的 PE 估值位置对应的盈利水平有所弱化，因此历史数据的 PE 对比往往刻舟求剑。其二，理想情况下费用与收入应相匹配，但由于无形资产急剧增加，投资也更多地表现为费用化，损益表中的费用和收入越来越难以衡量企业正常经营的收入和成本，市盈率的信息量也不如从前。

在大多数情况下，PE 和 EV/EBITDA 的倍数提供了类似的信号。但两者之间始终存在细微差异，高 PE 的公司并不总是表现为高 EV/EBITDA，这些差异通常可归因于潜在盈利能力、资本结构或税率的差异。而在估值指标之外，还应结合企业的其他基本面指标进行判断，因为估值指标的运用也是建立在对企业长期价值判断的基础上。

## 风险提示

- 一、海外地缘冲突尚未缓解；
- 二、美联储降息节奏和幅度的不确定性；
- 三、文中各类资产和产品、个股仅作数据梳理，不构成任何投资推荐意见。

## 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