

宇通客车 (600066.SH)

盈利能力稳健，中期分红回报股东

优于大市

核心观点

海内外共振，宇通客车前三季度净利润同比增长132%。宇通客车2024年前三季度营收240.8亿元，同比+27.0%，归母净利润24.4亿元，同比+131.5%，扣非净利润20.7亿元，同比+164.1%；单季度来看，24Q3宇通客车实现营收77.4亿元（销量10791辆，同比-3%，环比-16%），同比-1.3%，环比-20.4%；归母净利润7.6亿元，同比+30.7%，环比-25.5%；扣非净利润6.4亿元，同比+41.1%，环比-25.8%，整体看得得益于海内外销量共振，公司业绩持续释放。

盈利能力稳健，首次中期分红加强股东回报。24Q3公司会计政策有所调整，原本计入销售费用的售后服务费被纳入成本核算，还原会计政策变动影响后，24Q3宇通毛利率23.9%，同比+0.8pct，环比-2.2pct；归母净利率9.8%，同比+2.4pct，环比-0.7pct；费用层面（还原会计政策变动影响），24Q3销售/管理/研发费用率为6.9%/2.1%/4.8%，同比-0.4/-0.1/-0.2pct，环比-1.4/-0.2/+0.4pct，整体看费用管控稳健；同时宇通发布2024年中期分红方案，拟向全体股东每股派发现金股利0.5元，合计派发金额为11.1亿元（分红率45.5%），持续加强股东回报。综上，得益于扎实的成本控制能力、规模效应的持续释放及中高端战略演进，公司业绩稳定释放，后续叠加出口销量增长（包括新能源占比提升）及国内持续修复（旅游客车需求扩张+以旧换新政策对公交的催化），公司业绩有望持续兑现。

展望中长期，周期与成长共振依旧，宇通业绩有望持续释放。行业端：①国内复苏：2024年国内客车需求有望持续修复（以旧换新政策）；②出口放量：23年海外大中客销量约24万辆（疫前稳态27万辆左右），新能源渗透率不足10%，对比国内具较高提升空间，且海外多国指定政策促进新能源客车替换；宇通端：①出口市场宇通打造“技术+服务出口”创新模式，抓住海外新能源发展窗口期持续突破，从“制造+销售产品”→“制造服务型+解决方案”定位升级，竞争力持续攀升，海外布局逐步从亚洲、拉美、非洲等地区，向欧洲等客车工业发达地区拓展，推动产业价值链迈向中高端，有望充分受益于海外新能源扩张；②国内市场宇通在风险管控+优选市场改善毛利，预计公司国内盈利有望回暖。

风险提示：行业复苏不达预期、海外竞争加剧、宏观经济波动。

投资建议：兼具成长（出海）和红利（高股息）的全球大中客龙头，维持“优于大市”评级。看好公司出口放量及国内回暖带来的增量，上调盈利预测，预计24-26年净利润33.4/40.5/47.6亿元（原31.6/40.3/47.5亿元），EPS为1.51/1.83/2.15元（原1.43/1.82/2.15元），维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,799	27,042	33,370	39,476	46,424
(+/-%)	-6.2%	24.1%	23.4%	18.3%	17.6%
净利润(百万元)	759	1817	3337	4053	4760
(+/-%)	23.7%	139.4%	83.6%	21.5%	17.4%
每股收益(元)	0.34	0.82	1.51	1.83	2.15
EBIT Margin	2.6%	8.8%	10.5%	10.7%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	5.2%	13.1%	24.0%	29.1%	34.2%
市盈率 (PE)	72.2	30.1	16.4	13.5	11.5
EV/EBITDA	48.8	23.2	18.6	17.0	14.5
市净率 (PB)	3.78	3.94	3.94	3.94	3.94

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·商用车

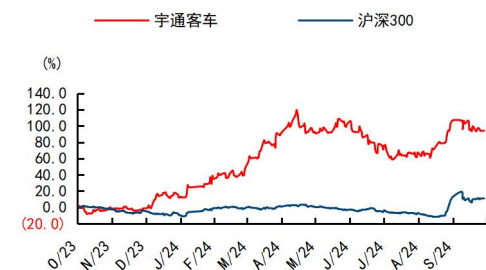
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：孙树林
0755-81982598
sunshulin@guosen.com.cn
S0980524070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	24.74元
总市值/流通市值	54773/54773百万元
52周最高价/最低价	30.05/12.36元
近3个月日均成交额	565.28百万元

市场走势



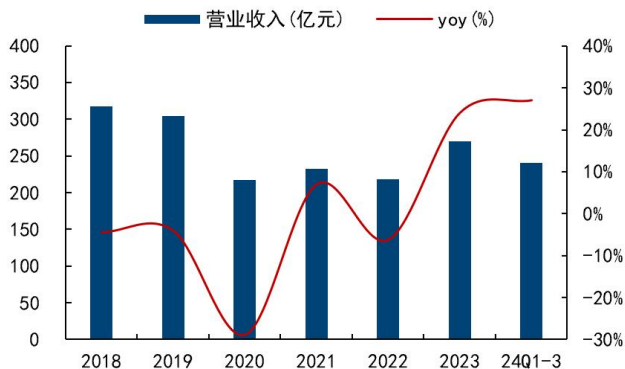
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宇通客车 (600066.SH) - 现金流表现优异，海内外共振推动盈利攀升》——2024-08-27
- 《宇通客车 (600066.SH) - 出口与内销共振，净利润持续攀升》——2024-07-10
- 《宇通客车 (600066.SH) - 兼具成长和红利的全球大中客龙头，一季度量利双增》——2024-04-26
- 《宇通客车 (600066.SH) - 2023年净利润同比增长139%，出口放量开启新一轮景气周期》——2024-04-03
- 《宇通客车 (600066.SH) - 国内修复、出口高增及成本优化，2023年净利润同比增长85%-150%》——2024-01-07

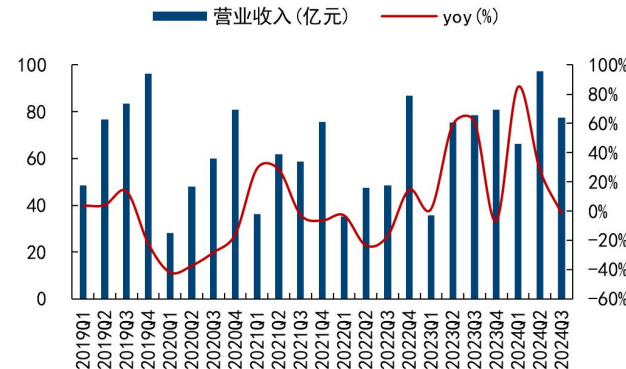
业绩概述：宇通客车 2024 年前三季度营收 240.8 亿元，同比+27.0%，归母净利润 24.4 亿元，同比+131.5%，扣非净利润 20.7 亿元，同比+164.1%；单季度来看，24Q3 宇通客车实现营收 77.4 亿元（销量 10791 辆，同比-3%，环比-16%），同比-1.3%，环比-20.4%；归母净利润 7.6 亿元，同比+30.7%，环比-25.5%；扣非净利润 6.4 亿元，同比+41.1%，环比-25.8%，整体看得益于海内外销量共振，公司业绩持续释放。

图1：宇通客车营收（亿元）及增速



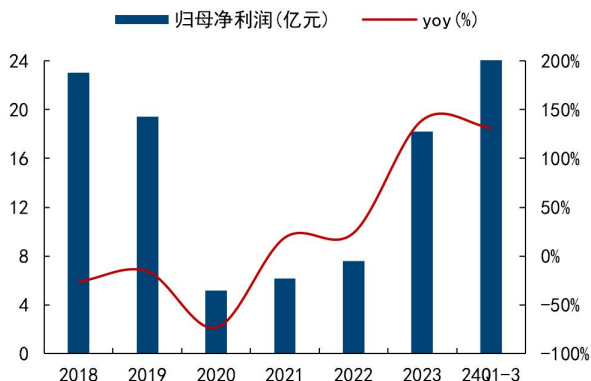
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：宇通客车季度营收（亿元）及增速



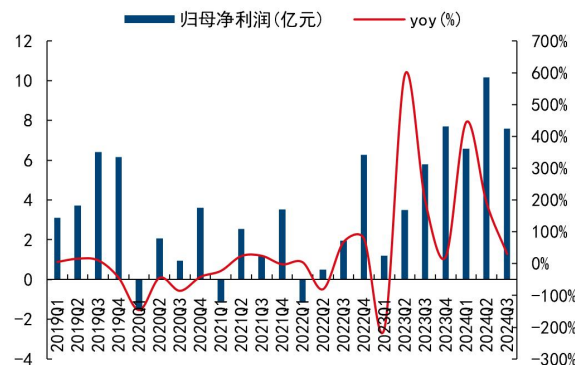
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：宇通客车净利润（亿元）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：宇通客车季度净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：宇通客车大中轻型客车销量（单位：辆）

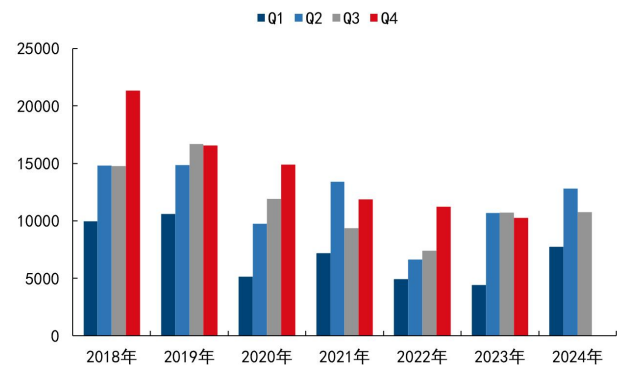
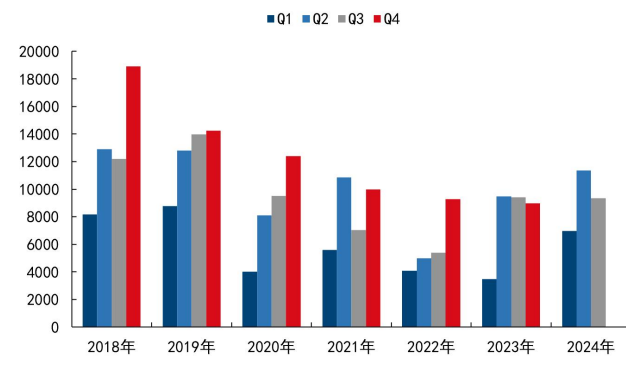


图6：宇通客车大中型客车销量（单位：辆）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 24Q3 单车营收为 71.7 万元，环比-4.1 万元，主要系新能源、出口占比下滑（定价交付节奏性原因）；24Q3 宇通客车单车利润为 7.0 万元，单车扣非利润为 5.9 万元。整体来看单车利润相对稳定。

图7：宇通客车业绩拆分（还原 24Q3 会计准则变动后）

宇通客车整体 (亿元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	
营业收入	36.3	61.8	58.6	75.7	35.3	47.3	48.5	86.9	35.8	75.4	78.4	80.9	66.2	97.2	77.4	
营业成本	31.1	51.9	46.4	59.7	30.0	37.2	36.8	64.2	28.1	57.7	60.2	55.1	49.7	71.8	58.9	
毛利率	14.4%	16.0%	20.8%	21.2%	14.9%	21.4%	24.1%	26.1%	21.5%	23.5%	23.1%	31.9%	24.8%	26.1%	23.9%	
税金及附加	0.4	0.6	1.4	0.4	0.3	1.0	0.5	0.5	0.4	0.9	1.3	0.7	1.3	0.7	0.5	
销售费用	2.9	4.0	3.4	6.7	3.4	3.1	3.0	7.0	3.1	5.9	5.7	4.9	4.5	8.1	5.3	
销售费用率	8.1%	6.4%	5.8%	8.8%	9.5%	6.5%	6.2%	8.0%	8.5%	7.8%	7.3%	6.0%	6.9%	8.3%	6.9%	
管理费用	2.1	1.9	2.3	2.6	2.4	1.8	1.7	2.5	1.7	1.9	1.7	1.9	1.8	2.2	1.6	
管理费用率	5.9%	3.0%	4.0%	3.4%	6.9%	3.8%	3.6%	2.9%	4.8%	2.5%	2.2%	2.3%	2.7%	2.3%	2.1%	
研发费用	3.1	3.3	3.6	5.7	3.8	3.6	4.4	5.2	2.9	4.0	3.9	4.8	3.1	4.3	3.8	
研发费用率	8.4%	5.3%	6.1%	7.6%	10.9%	7.6%	9.0%	5.9%	8.2%	5.3%	5.0%	6.0%	4.7%	4.4%	4.8%	
财务费用	-0.5	0.2	-0.3	-0.6	-0.6	-0.9	-1.0	1.7	-0.1	-0.6	0.1	-0.3	-0.4	-0.1	0.3	
财务费用率	-1.4%	0.3%	-0.5%	-0.8%	-1.7%	-1.9%	-2.1%	1.9%	-0.4%	-0.7%	0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.1%	0.4%	
其他收益	0.6	1.9	1.0	0.6	1.6	0.9	1.4	0.5	0.7	0.7	1.1	0.9	0.9	2.0	0.9	
投资净收益	0.6	0.4	0.3	0.0	0.8	0.8	0.2	-0.4	0.1	0.3	0.1	0.6	0.0	0.1	0.3	
公允价值变动净收益	-0.2	0.7	0.0	-0.1	-0.1	-0.7	-0.9	1.5	0.1	-0.3	0.1	0.1	0.2	0.7	0.2	
资产减值损失	0.0	-0.6	0.0	-0.6	0.0	-1.6	0.0	0.3	0.0	-1.0	0.1	-4.7	-0.6	-1.2	0.1	
信用减值损失	-0.4	0.4	-1.5	1.8	-0.3	-0.7	-2.5	-0.9	0.9	-1.2	-0.5	-2.4	0.9	-1.1	-0.2	
资产处置收益	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3	0.0	0.0	0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	
营业利润	-2.1	2.7	1.7	3.0	-2.0	0.5	1.7	6.8	1.5	4.4	6.2	8.3	7.3	10.8	8.2	
营业外收支	0.1	0.1	-0.7	0.5	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	-0.1	0.2	0.3	
所得税	-0.9	0.3	-0.2	0.0	-0.8	0.0	-0.3	0.6	0.3	0.9	0.5	0.8	0.6	0.8	0.8	
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	
归母净利润	-1.1	2.6	1.2	3.5	-1.2	0.5	2.0	6.3	1.2	3.5	5.8	7.7	6.6	10.2	7.6	
扣非净利润	-1.8	0.8	0.6	3.4	-3.2	-0.4	0.5	5.6	0.5	2.8	4.5	6.3	5.7	8.6	6.4	
宇通客车销量 (辆)	7176	13412	9376	11864	4945	6622	7392	11239	4439	10695	11141	10243	7731	12824	10791	
大中型客车销量	5575	10861	7030	10001	4070	5000	5392	9271	3463	9491	9820	8996	6967	11368	9343	
轻型客车销量	1601	2551	2346	1863	875	1622	2000	1968	976	1204	1321	1247	764	1456	1448	
单车财务指标测算																
单车均价 (万元)	50.6	46.1	62.5	63.8	71.3	71.5	65.7	77.3	80.6	70.5	70.3	79.0	85.6	75.8	71.7	
单车净利润 (万元)	-1.5	1.9	1.2	3.0	-2.3	0.8	2.7	5.6	2.7	3.3	5.2	7.5	8.5	7.9	7.0	
单车扣非利润 (万元)	-2.5	0.6	0.6	2.9	-6.6	-0.6	0.7	5.0	1.1	2.6	4.1	6.2	7.4	6.7	5.9	

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

24Q3 公司会计政策有所调整，原本计入销售费用的售后服务费被纳入成本核算，还原会计政策变动影响后，24Q3 毛利率 23.9%，同比+0.8pct，环比-2.2pct；净利率 9.8%，同比+2.4pct，环比-0.7pct；费用层面（还原会计政策变动影响），24Q3 销售/管理/研发费用率为 6.9%/2.1%/4.8%，同比-0.4/-0.1/-0.2pct，环比-1.4/-0.2/+0.4pct，整体看费用管控稳健；同时宇通发布 2024 年中期分红方案，拟向全体股东每股派发现金股利 0.5 元，合计派发金额为 11.1 亿元（分红率 45.5%），持续加强股东回报。综上，得益于扎实的成本控制能力、规模效应的持续释放及中高端战略演进，公司业绩稳定释放，后续叠加出口销量增长及国内持续修复，公司业绩有望持续兑现。

图8：宇通客车毛利率和净利率情况（万元）

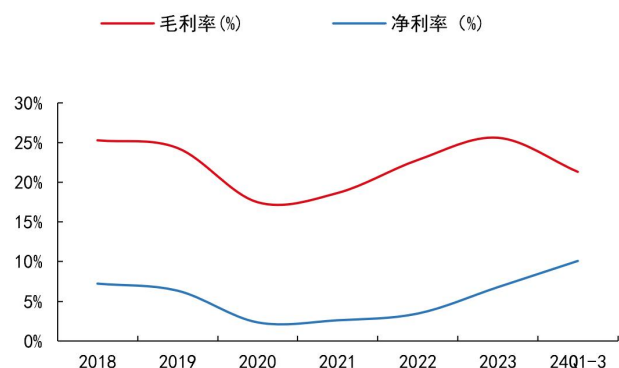
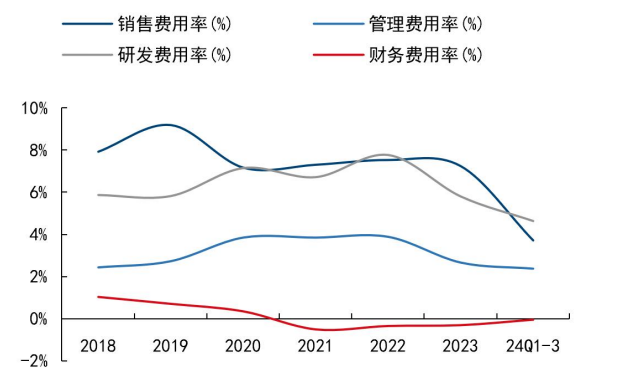


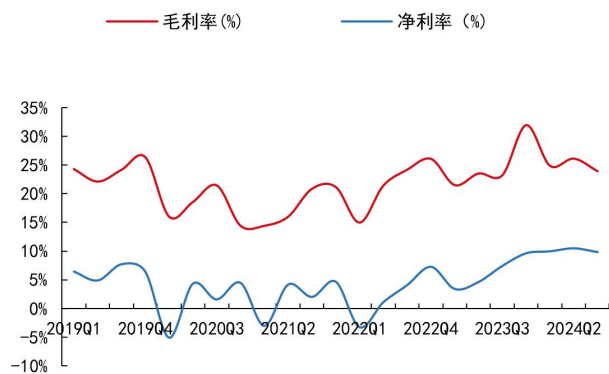
图9：宇通客车费用率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

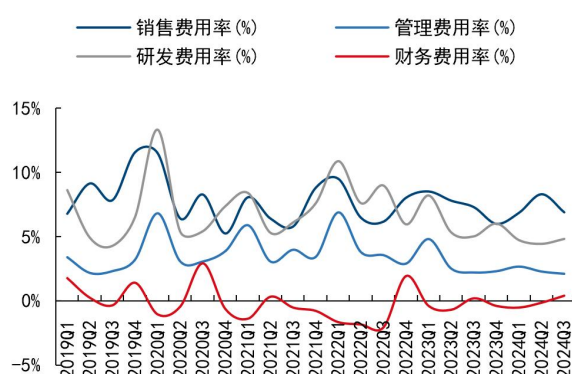
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 宇通客车季度毛利率和净利率情况（万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 宇通客车季度费用率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

“一带一路”背景下，宇通海外市场进展顺利，有望持续贡献业绩

布局全球目标市场，由“产品输出”走向“技术输出”。截至 2024 年上半年，公司累计出口各类客车超过 10 万辆，产品远销至智利、墨西哥、埃塞俄比亚、安哥拉、坦桑尼亚、菲律宾、澳大利亚、马来西亚、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、沙特、巴基斯坦、卡塔尔、英国、法国、丹麦、挪威、芬兰等全球主要客车需求国家与地区。在主要目标市场，公司已成为主流客车供应商之一。在新能源客车领域，公司已累计出口新能源客车超过 6,000 辆，并在卡塔尔、墨西哥、英国、丹麦、挪威、希腊、智利、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦、芬兰、法国、波兰、澳大利亚、新西兰、意大利、葡萄牙、新加坡等 40 多个国家或地区形成批量销售并实现良好运营，积极发展绿色公共交通，为全球减碳做出贡献。公司在海外市场采取直销、经销相结合的销售模式，目前海外销售和服务网络已实现全球目标市场的布局，通过 60 余家子公司、办事处、经销合作伙伴以及派驻直销队伍等多种渠道模式覆盖美洲、非洲、独联体、亚太、中东、欧洲六大区域；同时，利用技术和产业链优势，公司已在哈萨克斯坦、巴基斯坦、埃塞俄比亚、马来西亚等十余个国家和地区通过 KD 组装方式进行本土化合作，实现由“产品输出”走向“技术输出和品牌授权”的业务模式升级。

完善售后服务和配件供应体系，致力提升客户服务体验。公司致力于提升服务和配件供应体系，建立了以客户为中心的售后服务网络，拥有 330 余家授权服务站和 410 余个网点，覆盖所有目标市场。设立多个区域和国家配件中心，确保快捷的配件供应。370 余名海外客户服务经理提供技术支持和问题解决，合作知名零部件供应商，共同提升服务保障能力，为客户提供优质服务。

展望后续，有望迎来海内外共振：

- **海外：**随全球经济的恢复和公共交通出行需求的改善以及各类大型赛事、展会如期举办，预计客车行业需求将会持续恢复性增长，同时随着新能源客车社会认可度不断提高，在环境保护要求、国际形象提升及新能源车辆技术不断进步、经济性不断提高等因素影响下，海外市场对新能源的需求也将持续快速提升。基于环保压力和社会责任，诸多国家持续加大新能源推广力度，新能源客车需求预计将快速增长，欧洲、拉美、东南亚等市场存在批量订单

机会。同时中国新能源车领跑全球，具备完善的供应链体系、成熟的产品设计、强悍的成本控制能力等诸多优势，我国客车出口数量持续增长。宇通打造“技术+服务出口”创新模式，抓住海内外新能源发展差异的窗口期努力获取订单，综合竞争力卓越，海外营收占比持续攀升。

- **国内：**公交以旧换新政策逐步催化，叠加旅游市场的需求持续，宇通优选市场，国内有望迎来量利共振。方案鼓励老旧新能源公交车及动力电池更新，积极推广小型化公交车辆、低地板及低入口城市公交车辆，鼓励各地推动10年及以上老旧城市公交车辆更新；预计随潜在具体政策的落地，国内公交客车有望迎来复苏。同时旅游市场保持稳定复苏。

技术方面，公司紧跟低碳化、电动化、智能网联化、高端化、轻量化发展趋势，围绕安全、节能、舒适、环保等方面打造宇通产品竞争力领先技术护城河。积极发挥龙头企业作用，与产业链深度合作。公司完成高安全长寿命电池系统、电池模组集成化技术、集成式一体化DCDC、多合一动力域控制器、一体化热管理系统、双源低温热泵、集成式电驱桥、电控液压助力转向、集成式电子电气架构、智能辅助驾驶助手I代、多功能自动驻车系统、碰撞缓解控制系统、5G网联终端2.0、智能化能量管理、智能巡检、智能区域限速控制、校车智能防遗忘II代等技术的开发和应用，全面提升产品竞争力，巩固新能源和智能网联技术的领先优势。

图12: 宇通客车在技术、科技方面的布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

投资建议：兼具成长（出海）和红利（高股息）的全球大中客龙头，维持“优于大市”评级。

行业端：①国内复苏：2024年国内客车需求有望持续修复（以旧换新政策）；②出口放量：23年海外大中客销量约24万辆（疫前稳态27万辆左右），新能源渗透率不足10%，对比国内具较高提升空间，且海外多国指定政策促进新能源客车替换；宇通端：①出口市场宇通打造“技术+服务出口”创新模式，抓住海外新能源发展窗口期持续突破，从“制造+销售产品”→“制造服务型+解决方案”定位升级，竞争力持续攀升，海外布局逐步从亚洲、拉美、非洲等地区，向欧洲等客车工业发达地区拓展，推动产业价值链迈向中高端，有望充分受益于海外新能源扩张；②国内市场宇通在风险管控+优选市场改善毛利，预计公司国内盈利有望回暖；据经营目标，公司预计2024年有望实现营收329亿元，同比+21.8%。看好公司出口放量及国内回暖带来的增量，上调盈利预测，预计24-26年净利润33.4/40.5/47.6亿元（原31.6/40.3/47.5亿元），EPS为1.51/1.83/2.15元（原1.43/1.82/2.15元），维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				22A	23A	24E	22A	23A	24E	
000338.SZ	潍柴动力	13.75	1,200	0.56	1.03	1.31	25	13	10	未评级
600660.SH	福耀玻璃	58.34	1,523	1.82	2.16	2.92	32	27	20	优于大市
	平均		0				28	20	15	-
600066.SH	宇通客车	24.74	548	0.34	0.82	1.51	72	30	16	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：潍柴动力为Wind一致预测 数据更新至2024年10月29日

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	7035	6434	10946	13735	11300	营业收入	21799	27042	33370	39476	46424
应收款项	5268	5236	6400	8761	10430	营业成本	16823	20106	24493	29035	34215
存货净额	4894	4513	5335	6417	7671	营业税金及附加	225	328	334	395	464
其他流动资产	1434	2801	1668	1579	1857	销售费用	1639	1955	2202	2526	2971
流动资产合计	18998	19614	24979	31122	31888	管理费用	846	719	955	1102	1236
固定资产	4438	4362	4533	4227	3997	研发费用	1694	1568	1889	2211	2507
无形资产及其他	1565	1544	1390	1237	1084	财务费用	(78)	(86)	(206)	(291)	(302)
投资性房地产	4000	4688	4688	4688	4688	投资收益	153	99	150	160	120
长期股权投资	997	650	750	850	844	资产减值及公允价值变动	(143)	(558)	(100)	(100)	(100)
资产总计	29998	30857	36340	42123	42500	其他收入	(1648)	(1525)	(1889)	(2211)	(2507)
短期借款及交易性金融负债	7	4	500	300	200	营业利润	706	2036	3752	4558	5353
应付款项	7501	7143	11336	15845	14967	营业外净收支	2	42	0	0	0
其他流动负债	5072	6537	7382	8907	10313	利润总额	708	2078	3752	4558	5353
流动负债合计	12580	13684	19219	25052	25480	所得税费用	(60)	239	375	456	535
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	9	22	40	49	58
其他长期负债	2821	3116	3065	3014	2963	归属于母公司净利润	759	1817	3337	4053	4760
长期负债合计	2821	3116	3065	3014	2963	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	15402	16800	22284	28066	28443	净利润	759	1817	3337	4053	4760
少数股东权益	123	138	138	138	138	资产减值准备	157	431	(461)	(6)	(6)
股东权益	14473	13919	13919	13919	13919	折旧摊销	867	724	642	667	690
负债和股东权益总计	29998	30857	36340	42123	42500	公允价值变动损失	143	558	100	100	100
						财务费用	(78)	(86)	(206)	(291)	(302)
						营运资本变动	1950	195	3675	2622	(2729)
						其它	(161)	(436)	461	6	6
						经营活动现金流	3716	3289	7754	7443	2821
						资本开支	0	(475)	(301)	(301)	(401)
						其它投资现金流	418	(263)	0	0	0
						投资活动现金流	318	(390)	(401)	(401)	(395)
						权益性融资	(10)	4	0	0	0
						负债净变化	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(1117)	(2246)	(3337)	(4053)	(4760)
						其它融资现金流	(388)	988	496	(200)	(100)
						融资活动现金流	(2631)	(3500)	(2841)	(4253)	(4860)
						现金净变动	1403	(601)	4512	2789	(2435)
						货币资金的期初余额	5631	7035	6434	10946	13735
						货币资金的期末余额	7035	6434	10946	13735	11300
						企业自由现金流	0	2539	7163	6776	2088
						权益自由现金流	0	3527	7844	6837	2259

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