

# 精锻科技 (300258.SZ)

**买入**

## 新能源业务放量推动经营周期上行，2022年净利润同比增长39%-44%

### 核心观点

**2022年净利润同比增长39%-44%**。精锻科技预计2022年收入同比增长超27%，新能源车业务占产品销售收入比例超20%；归母净利润2.38-2.48亿元，同比增长38.5%-44.4%；扣非2.06-2.16亿元，同比增长66.9%-75.0%；受益于在新能源领域的技术研发和交付能力等前瞻性投入，以及江苏、天津、重庆公司产出提升，预计22Q4营收超5.38亿元，同比增长超34.7%，环比增长超6.2%；归母0.64-0.74亿元，同比增长64.7%-90.4%，环比-3.6%至+11.5%；扣非0.58-0.68亿元，同比增长219.9%-274.7%，环比-12.1%至+2.9%；若以收入预测下限（同比+27%）和利润预测中间值为基准测算，则22年净利率为13.4%，同比增长1.37pct，22Q4净利率12.9%，同比增长3.10pct，环比下降0.27pct。

**产品总成化升级+客户电动化切换，带来业绩增长新动能**。产品方面，**总成化**：精锻以锻造工艺、模具制造等底层技术为基础，从单齿轮向差速器总成切换，实现单车配套价值提升（从大几十块钱提升至200-300元）；**多元化**：切入减速器齿轮（预计24年增收）+轻量化底盘（预计24年增收），扩张产品矩阵；客户方面，**电动化**：从早期绑定大众（占比4成）及零部件Tier1，到当下凭技术+产品积累，斩获自主车企、新势力、全球电动车大客户（差速器总成已于22H2启供）定点；随优质新能源客户放量，公司有望进入电动化时代的业绩上行通道（预计23年新能源业务占比有望达30%）。

**制造升级与加码产能并举，有望进入经营向上周期**。**制造升级**：精锻重视产线自动化+工厂智能化建设，22年本部PLM产品生命周期管理项目1.5期顺利验收；成功实施5G+MEC智能工厂专网、智能立体化仓库、EAM设备全生命周期管理、生产设备数字化采集项目；推进作业流程自动化和机器人自动化等技改项目，致力于研发能力建设、设备效能管理、物流效率提升等；**产能加码**：天津、重庆、宁波等地产能推进，预计精锻26年锥齿轮/结合齿/差速器总成/轴类件年产能达5876/1452/422/291万件；随终端需求对产能的吸收，及产能利用率上行对盈利的边际修复，公司有望迎来经营向上+资本开支向下的周期，进入业绩上行快车道。

**风险提示**：技术更迭；疫情影响；政策波动；需求不振；原材料涨价等风险；

**投资建议**：国内乘用车精锻齿轮细分赛道龙头，维持“买入”评级

考虑到公司客户拓展及产品矩阵多元化带有业绩持续改善，以及新能源业务的持续放量，维持盈利预测，预计22/23/24年净利润2.42/3.16/4.07亿元，EPS为0.50/0.66/0.84元，对应PE为25/19/15x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,203	1,423	1,853	2,350	2,948
(+/-%)	-2.1%	18.3%	30.2%	26.8%	25.5%
净利润(百万元)	156	172	242	316	407
(+/-%)	-10.4%	10.3%	40.6%	30.8%	28.8%
每股收益(元)	0.32	0.36	0.50	0.66	0.84
EBIT Margin	16.5%	14.7%	15.0%	15.8%	16.4%
净资产收益率(ROE)	5.2%	5.5%	7.4%	9.2%	11.2%
市盈率(PE)	38.6	35.0	24.9	19.0	14.8
EV/EBITDA	18.4	17.5	14.6	12.1	10.3
市净率(PB)	1.99	1.91	1.84	1.76	1.66

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	12.47元
总市值/流通市值	6008/5783百万元
52周最高价/最低价	16.02/7.45元
近3个月日均成交额	63.74百万元

#### 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

《精锻科技(300258.SZ)-单三季度营收同比增长51%，净利润同比增长118%》——2022-10-26

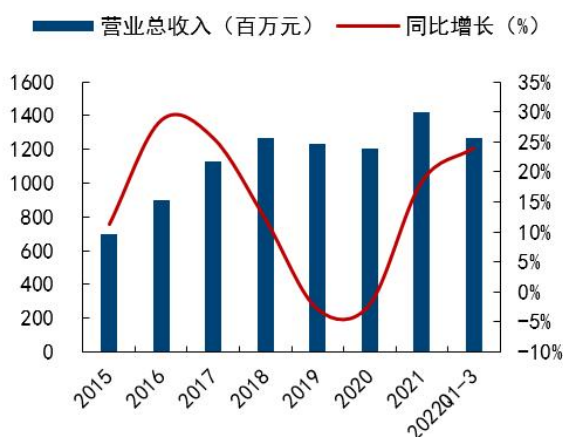
《精锻科技(300258.SZ)-国内乘用车精锻齿轮细分赛道龙头》——2022-08-29

业绩：

得益于终端客户的放量以及公司差速器总成产品的持续出货，2022 年公司营业收入较上年同期增长超过 27%，其中：国内市场产品销售收入较上年同期增长约 26%，出口市场产品销售收入较上年同期增长约 31%，为新能源汽车配套业务占产品销售收入的比例超过 20%。

22 年归母净利润 2.38-2.48 亿元，同比增长 38.5%-44.4%；扣非 2.06-2.16 亿元，同比增长 66.9%-75.0%；受益于在新能源领域的技术研发和交付能力等前瞻性投入，以及江苏、天津、重庆公司产出提升，预计 22Q4 营收超 5.38 亿元，同比增长超 34.7%，环比增长超 6.2%；归母 0.64-0.74 亿元，同比增长 64.7%-90.4%，环比-3.6%至+11.5%；扣非 0.58-0.68 亿元，同比增长 219.9%-274.7%，环比-12.1%至+2.9%；若以收入预测下限（同比+27%）和利润预计中间值为基准测算，则 22 年净利率为 13.4%，同比增长 1.37pct，22Q4 净利率 12.9%，同比增长 3.10pct，环比下降 0.27pct。

图1：精锻科技年度营收（百万元）及增速（%）



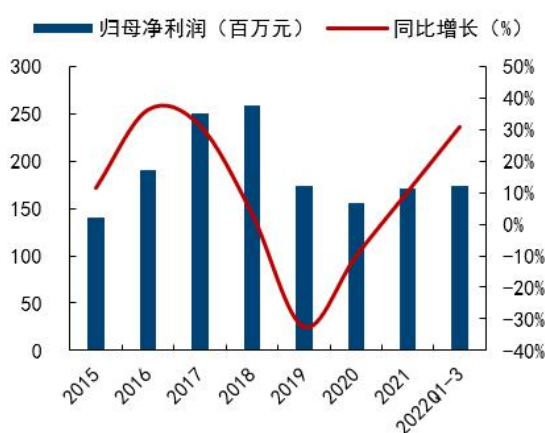
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：精锻科技季度营收（百万元）及增速



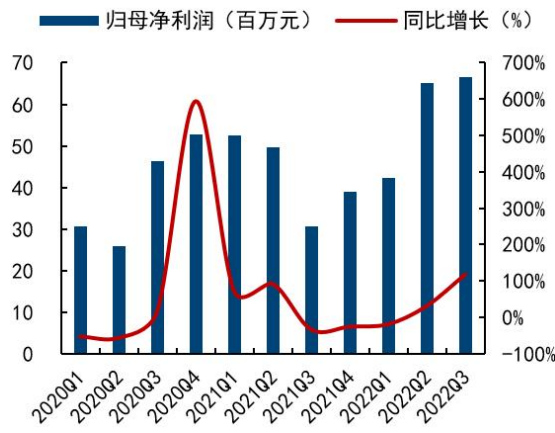
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：精锻科技年度净利润（百万元）及增速（%）



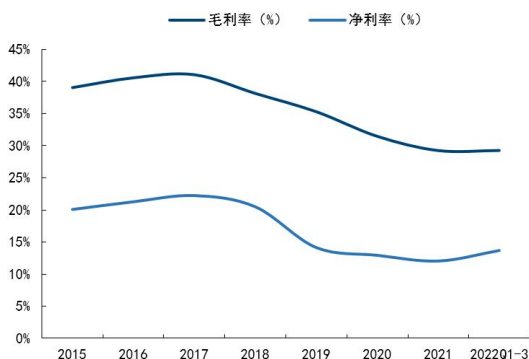
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：精锻科技季度净利润（百万元）及增速（%）



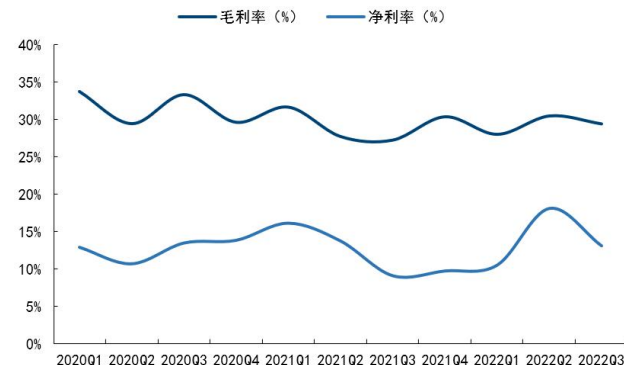
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：精锻科技年度毛利率及净利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：精锻科技季度毛利率及净利率（%）



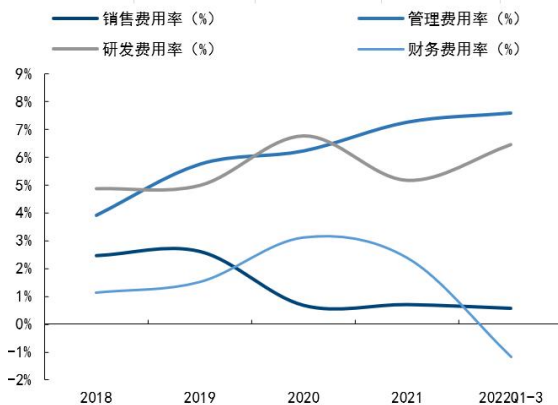
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：精锻科技研发费用（百万元）及费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

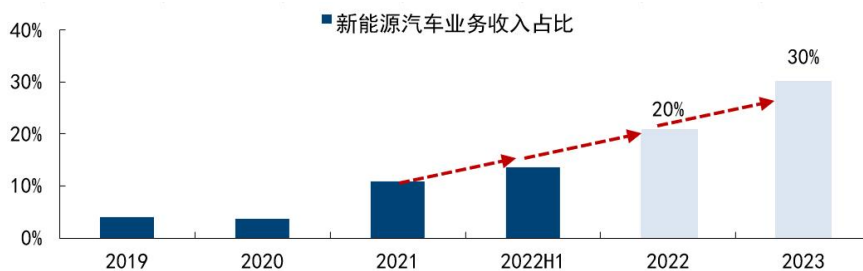
图8：精锻科技四费情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**新能源汽车业务比例持续提升。**2019-2022H1 新能源车业务收入占主营收入比例为 4.07%、3.70%、10.92%及 13.59%，22Q1-3 新能源车销售额占主营比重 19.41%，较 21 年+8.49pct；2022 年新能源业务占比超 20%，2023 年占比有望超 30%。随未来新能源汽车市场的持续放量，公司新能源业务有望成为公司重要成长动力。

图9：公司新能源业务占比规划



资料来源：公司公告，2022 年 8 月 16 日公司《投资者关系活动记录表》，国信证券经济研究所整理

**产品结构来看，公司核心支撑来自锥齿轮类+结合齿类+差速器总成类+其他产品**

类。根据 2022H1 数据，以上业务分别占主营收入的比重为 50.8%、11.6%、13.2%、24.4%：1) 锥齿轮类产品主要用于传统燃油车、新能源汽车的汽车差速器；整体营收占比逐年下降，主要系差速器总成等产品收入逐年上量；2) 差速器总成为可实现差速器功能的完整整体，单件价值量约 200-300 元；公司积极布局新能源汽车差速器总成业务并陆续接到客户新项目提名，叠加产能逐渐释放，差速器总成营收、占比稳定增长(占比由 2019 年 4%提升至 2022H1 的 14%)；差速器齿轮相关产品(总成+齿轮类)合计营收占比约 65%，是公司业务的核心来源；3) 结合齿类产品主要用于汽车变速器总成，营收占比约 12%，平均单件价格约 30 元。

图 10：公司主要产品及价值量

产品名称	产品主要用途	产品图片	主要应用领域	平均价值量(元/件)
差速器锥齿轮类产品	差速器锥齿轮类产品包括半轴齿轮和行星齿轮，主要用于汽车差速器总成。差速器是汽车驱动系统的主要部件，作用是在汽车转弯过程中，允许两边半轴以不同的转速旋转，同时传递动力，减少轮胎与地面的摩擦，防止车轮打滑。		传统燃油车、油电混动车、纯电动车	20元左右
差速器总成	可以实现差速器功能的一个完整整体。		传统燃油车、油电混动车、纯电动车	200元左右
变速器结合齿类产品	变速器结合齿类产品包含结合齿和齿圈，主要用于汽车变速器总成，主要用于改变传动比、扩大驱动轮转矩和转速的变化范围，以适应经常变化的行驶条件，同时使发动机在功率较高而油耗较低的情况下工作。		传统燃油车、油电混动车	30元左右
其他产品(异形件、轴类件、盘类件、VVT 等)	主要有变速器离合器驱动盘毂、变速器传动轴、驻车锁片、驻车爪及电机轴、汽车发动机进气正时系统(VVT)等。		传统燃油车、油电混动车、纯电动车	-

资料来源：公司公告，公司官方网站，国信证券经济研究所整理

**精锻科技成长的三驾马车：1) 产品总成化+电动化+轻量化；2) 客户向新能源切换；3) 产能扩张加码。**

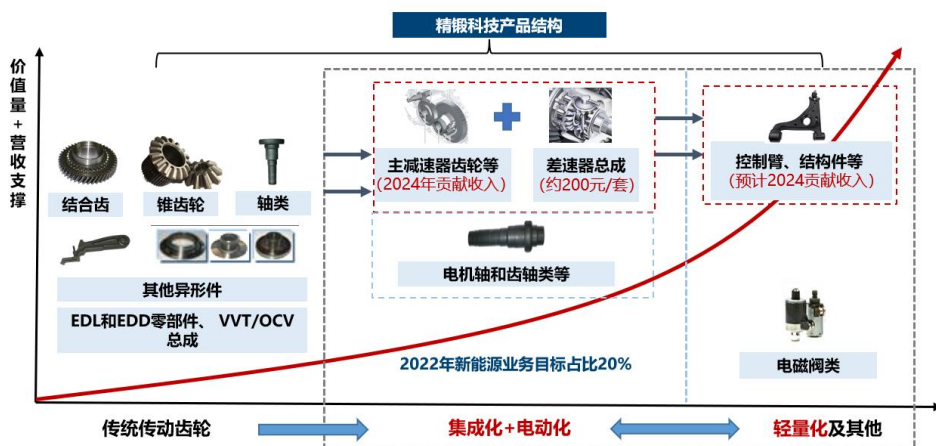
**产品端：单一齿轮向差速器总成延展，同时布局减速器齿轮**

- **差速器总成：**公司延伸发展差速器总成及行星架总成，逐渐实现集成式供货，单套价值由 100 元(4 颗锥齿轮)左右提升至 200 元左右(差速器总成)。锥齿轮+差速器总成逐渐成为公司业务的重要支撑(22Q1 占主营比重 64%)，公司在差速器总成及行星架总成方面已具备了自主正向系统开发能力及长期积累的技术优势。另外客户出于降低成本考虑，总成化、模块化采购趋势明显，由原先的采购齿轮和壳体等零件自行装配，逐渐变为直接采购差速器总成，为精锻科技发展差速器总成带来机遇。
- **减速器齿轮：**2020 年公司定向增发拟投入 3.85 亿元建设新能源汽车轻量化

关键零部件生产项目，项目建成后公司将形成包括生产公司新增产品减齿轮年产 210 万件，有望在 2023 年年底完工，于 2024 年贡献营收。

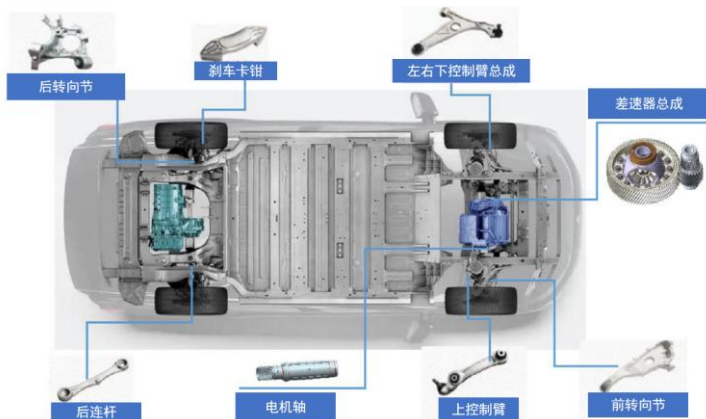
- **轻量化转向节、控制臂**：2020 年公司定向增发拟建设年产 360 万件新能源汽车轻量化关键零部件产能，其中年产转向节 80 万件，控制臂 70 万件，有望在 2023 年年底完工，二者为公司新增产品，采用铝合金锻造工艺，生产工艺技术与公司现有锻造铝合金涡盘工艺相同，有望延续公司技术优势，助力公司卡位轻量化增量市场。

图 11: 精锻科技产品拓展路径



资料来源：双环传动公告，精锻科技公告，汽车维修技术网，太平洋汽车网，国信证券经济研究所整理

图 12: 公司产品布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 客户：从大众独大到新能源客户全方位拓展

客户拓展能力是企业最核心的竞争壁垒之一。传统时代，精锻科技早期深耕燃油车市场，绑定大众（占比 3 成）等以及国际零部件 Tier1，实现从 0→1 的成长；“新”时代，随新能源市场的持续放量，公司凭借自身技术沉淀+客户积累+产品供应能力，陆续获得自主车企、造车新势力等客户的定点，对北美大客户的差速器总成项目也已在 2022 年下半年启供，客户矩阵日益丰富，实现从 1→N 的跨越，随优质新能源客户的持续放量，叠加购置税减征刺激下燃油车销量的回暖，公司

有望开启 1→N 的新上行通道。

图 13: 公司客户由传统车企与零部件厂商向全方面拓展



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

### 产能：产能布局多维加码备战新能源时代

面对终端持续释放的需求，公司积极布局产能。截至 2021 年公司锥齿轮/结合齿/差速器总成的产能分别为 5276/1452/92 万件（套）/年。在建产能中，锥齿轮产能合计规划产能 2000 万件/年，截至 2021 年末已逐步建成达产 1400 万件/年，剩余 600 万件产能将在未来两年逐步建成达产；结合齿类合计规划产能 600 万件/年，截至 2021 年末已逐步建成达产 380 万件/年，剩余 220 万件/年未建产能，将根据实际情况确认后建设规划；差速器总成的产能为 92 万套/年，未来将逐渐建设 330 万套/年的产能。

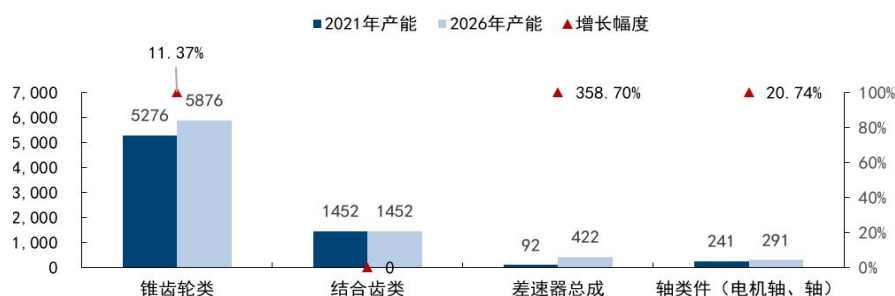
表 1: 公司重要产能布局

主体	项目名称	主要产品	规划产能	已建产能
	新能源汽车电驱传动部件产业化项目	电动车差速器总成	180	—
		电机轴	50	—
精锻科技	新能源汽车轻量化关键零部件生产项目	主减速齿轮锻件	210	—
		铝合金锻件	150	—
	新能源汽车空调压缩机铝合金涡盘精锻件和电机轴超精加工	铝合金涡盘	400	200
		电机轴	61.1	61.1
天津传动	天津太平洋传动科技有限公司传动齿轮项目一期	锥齿轮	1200	800
		结合齿	300	200
		轴	180	180
	年产 2 万套模具及 150 万套差速器总成项目	差速器总成	150	—
		模具	2	—
宁波电控	新能源汽车电控系统关键零部件制造项目	相位器	90	—
		电磁阀	90	—
重庆精工	高端精密齿轮制造项目	锥齿轮	800	600
		结合齿	300	180

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司根据自身战略规划与客户需求，积极布局产能。预计 2026 年锥齿轮类、结合齿类、差速器总成类、轴类件（电机轴、轴）产能有望分别达 5876 万件/1452 万件/422 万件/291 万件，较 21 年分别+11%/0%/+359%/21%。另外与差速器总成配套的主减速器齿轮产能有望 2024 年贡献收入（首轮规划 60 万套）。

图14: 公司产能布局 (万件、万套/年)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**产能布局有望带来有望带来量与利的共振。**公司产能加码一方面侧重于对于当下产品供给缺口的填充 (锥齿轮、差速器、轴件类等), 另一方面侧重于产品矩阵的深化延展 (减速器齿轮、总成化产品、轻量化产品)。未来, 随供给缺口对产能的充分吸收、总成化配套模式对销售的提振、终端客户持续放量对需求的催化 (量), 以及新品系+总成化+高端车型渗透带来配套价值提升, 产能利用率上行对毛利率的边际修复 (利), 公司业绩有望迎来“量”“利”共振。

表2: 公司产能、销量 (万件)、产能利用率

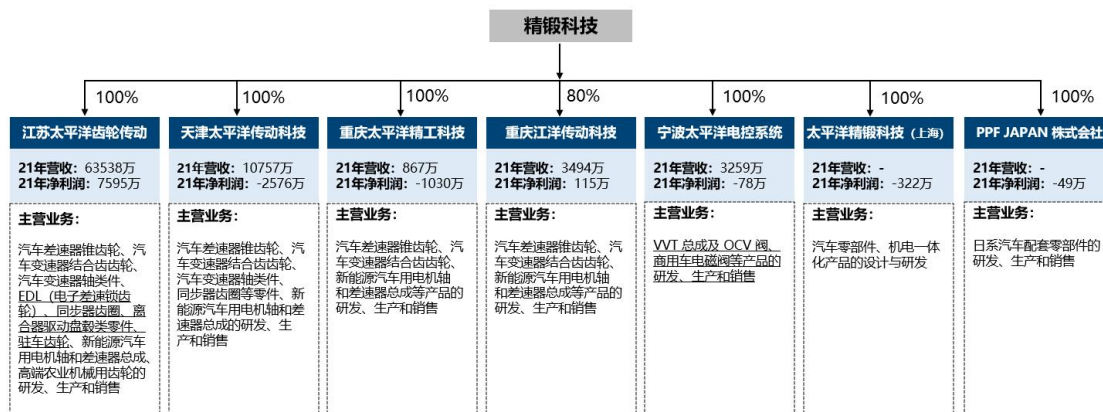
2022年1-3月					
产品种类	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
锥齿轮类	1319.04	944.57	71.61%	934.23	98.91%
结合齿类	362.88	156.8	43.21%	166.16	105.97%
差速器总成	32	26.88	84%	26.35	98.03%
2021年度					
产品种类	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
锥齿轮类	5,276.16	3,766.37	71.38%	3,768.38	100.05%
结合齿类	1,451.52	627.57	43.24%	647.88	103.24%
差速器总成	92	78.17	84.97%	77.48	99.12%
2020年度					
产品种类	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
锥齿轮类	4982.4	3474.86	69.74%	3424.94	98.56%
结合齿类	1296	811.63	62.63%	786.39	96.89%
差速器总成	72	32.95	45.76%	30.15	91.50%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**制造升级+效率提升+新品研发并举:**产线自动化, 工厂智能化 2022年精锻科技本部 PLM 产品生命周期管理项目 1.5 期顺利结题验收; 成功实施 5G+MEC 智能工厂专网、智能立体化仓库、EAM 设备全生命周期管理、生产设备的 5G 数字化采集项目。公司大力推进和组织实施作业流程自动化和机器人自动化作业产线改造等技改项目, 有效应对当前人口负增长形势下的招工难题; 加大研发投入, 海内外市场新品开发态势良好; 致力于企业基础研发能力建设、设备效能管理、物流效率提升等多方面的能力建设, 为企业高质量可持续健康发展提供良好基础能力保证。

**研发中心+子公司全球布局。**公司总部下设子公司江苏太平洋齿轮传动、宁波太平洋电控系统、天津太平洋传动科技、重庆太平洋精工科技、太平洋精锻科技 (上海)、太平洋精锻科技日本株式会社以及控股子公司重庆江洋传动科技有限公司。

图 15：公司子公司及其业务布局情况



资料来源：公司公告，公司官方网站，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。**

总体而言，我们认为短期看原材料、海运价格下行带来成本压力释放，客户需求回暖带来的盈利边际改善，中期看新能源客户的渗透、需求放量和产品矩阵外延（减速器齿轮、轻量化等）带来的弹性，伴随经营周期（资本开支趋稳）与需求周期（需求向上）共振推动进入业绩增长快车道，长期看公司定位国内差速器齿轮龙头竞争力、全球市占率的拔升及技术加持下的成长空间。

选取 1) 同齿轮赛道公司国内减速器齿轮龙头双环传动、减速器齿轮玩家蓝黛科技、差速器总成玩家豪能股份以及 2) 其他业务与公司具一定可比性的如在轻量化底盘深度布局的拓普集团。考虑到精锻科技系国内差速器齿轮的行业引领者，看好公司客户拓展及产品矩阵外延带来盈利能力的持续改善，维持盈利预测，预计 22/23/24 年净利润 2.42/3.16/4.07 亿元，EPS 为 0.50/0.66/0.84 元，对应 PE 为 25/19/15x，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002472.SZ	双环传动	未评级	28.23	240	0.42	0.66	0.95	67	43	30
002765.SZ	蓝黛科技	未评级	9.25	54	0.37	0.39	0.59	25	24	16
601689.SH	拓普集团	增持	64.09	706	0.92	1.62	2.15	70	40	30
603809.SH	豪能股份	未评级	12.22	48	0.66	0.63	0.88	19	19	14
	平均							54	35	25
300258.SZ	精锻科技	买入	12.47	60	0.36	0.50	0.66	35	25	19

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据时间为 1 月 19 日收盘价；未评级公司双环传动、蓝黛科技、豪能股份预测来自 wind 一致预期



## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	434	583	400	400	400	营业收入	1203	1423	1853	2350	2948
应收款项	340	397	457	579	727	营业成本	824	1007	1294	1630	2040
存货净额	253	360	299	382	487	营业税金及附加	16	20	24	31	38
其他流动资产	344	65	85	108	136	销售费用	8	10	9	13	16
<b>流动资产合计</b>	<b>1761</b>	<b>1897</b>	<b>1733</b>	<b>1961</b>	<b>2241</b>	管理费用	75	103	133	160	193
固定资产	2169	2431	2618	2914	3168	研发费用	81	73	116	145	177
无形资产及其他	161	189	182	176	169	财务费用	38	34	27	26	31
投资性房地产	153	186	186	186	186	投资收益	2	15	15	8	13
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	6	10	14	12	6
<b>资产总计</b>	<b>4244</b>	<b>4703</b>	<b>4720</b>	<b>5237</b>	<b>5765</b>	其他收入	(65)	(75)	(116)	(145)	(177)
短期借款及交易性金融负债	509	858	542	703	794	营业利润	186	199	280	366	471
应付款项	333	381	513	654	834	营业外净收支	1	(0)	0	0	0
其他流动负债	93	89	156	198	238	<b>利润总额</b>	<b>187</b>	<b>199</b>	<b>280</b>	<b>366</b>	<b>471</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>935</b>	<b>1328</b>	<b>1210</b>	<b>1555</b>	<b>1866</b>	所得税费用	32	27	38	49	64
长期借款及应付债券	227	148	148	148	148	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
其他长期负债	60	80	94	108	122	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>156</b>	<b>172</b>	<b>242</b>	<b>316</b>	<b>407</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>287</b>	<b>227</b>	<b>241</b>	<b>255</b>	<b>269</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1222</b>	<b>1556</b>	<b>1451</b>	<b>1810</b>	<b>2135</b>	净利润	156	172	242	316	407
少数股东权益	5	7	7	7	7	资产减值准备	(32)	(2)	2	1	1
股东权益	3017	3141	3261	3419	3623	折旧摊销	193	223	233	273	308
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4244</b>	<b>4703</b>	<b>4720</b>	<b>5237</b>	<b>5765</b>	公允价值变动损失	(6)	(10)	(14)	(12)	(6)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	38	34	27	26	31
每股收益	0.32	0.36	0.50	0.66	0.84	营运资本变动	(295)	142	196	(29)	(46)
每股红利	0.16	0.18	0.25	0.33	0.42	其它	32	3	(2)	(1)	(1)
每股净资产	6.26	6.52	6.77	7.10	7.52	<b>经营活动现金流</b>	<b>48</b>	<b>527</b>	<b>655</b>	<b>548</b>	<b>663</b>
ROIC	5%	5%	6%	8%	10%	资本开支	0	(483)	(401)	(551)	(551)
ROE	5%	5%	7%	9%	11%	其它投资现金流	(349)	(101)	0	0	0
毛利率	31%	29%	30%	31%	31%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(349)</b>	<b>(584)</b>	<b>(401)</b>	<b>(551)</b>	<b>(551)</b>
EBIT Margin	17%	15%	15%	16%	16%	权益性融资	(3)	2	0	0	0
EBITDA Margin	33%	30%	28%	27%	27%	负债净变化	(104)	(80)	0	0	0
收入增长	-2%	18%	30%	27%	25%	支付股利、利息	(79)	(84)	(121)	(158)	(203)
净利润增长率	-10%	10%	41%	31%	29%	其它融资现金流	668	533	(316)	161	91
资产负债率	29%	33%	31%	35%	37%	<b>融资活动现金流</b>	<b>299</b>	<b>206</b>	<b>(437)</b>	<b>3</b>	<b>(112)</b>
股息率	1.3%	1.4%	2.0%	2.6%	3.4%	<b>现金净变动</b>	<b>(2)</b>	<b>149</b>	<b>(183)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	38.6	35.0	24.9	19.0	14.8	货币资金的期初余额	435	434	583	400	400
P/B	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7	货币资金的期末余额	434	583	400	400	400
EV/EBITDA	18.4	17.5	14.6	12.1	10.3	企业自由现金流	0	63	267	14	129
						权益自由现金流	0	516	(73)	153	193

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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