

轮胎行业：内外加压，胜者为王

证券分析师：柴沁虎

研究助理：陈元君

执业证书编号：S0600517110006

联系邮箱：chaiqh@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

二零一九年八月

1

- 海外产能逐步释放，在贸易摩擦升级背景下竞争力凸显

2

- 国内产能结构性过剩，行业洗牌加速集中度的提升

3

- 原材料价格整体处于低位，利于提升轮胎的盈利水平

4

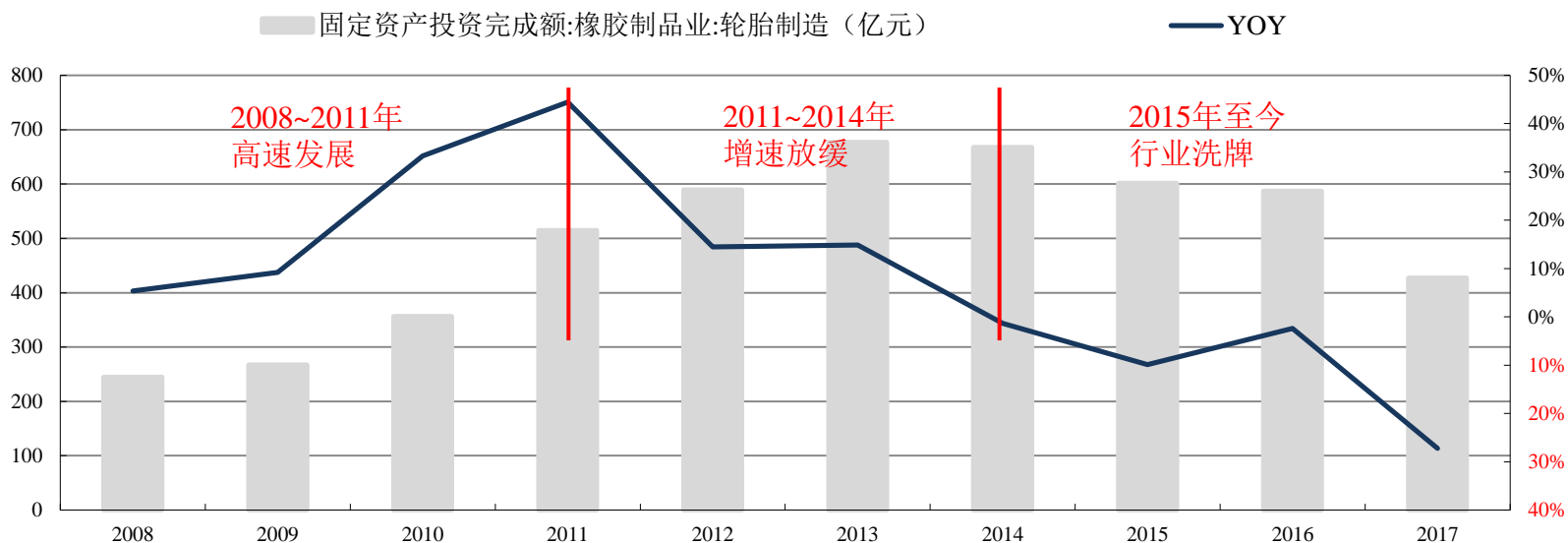
- 出口退税提升、增值税降税进一步显著增厚轮胎企业业绩



- 一、轮胎行业发展现状
- 二、下游需求稳定，轮胎替换空间广阔
- 三、内外加压，行业洗牌加速集中度提升
- 四、相关标的及盈利预测
- 五、风险提示

■ 2008年以来中国轮胎行业历经三个阶段：

图1：中国轮胎制造行业固定资产投资完成额及其增速（亿元，%）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

- 2008~2011年高速发展：汽车产量增长迅速，拉动轮胎行业高速发展；
- 2011~2014年增速放缓：原材料价格大幅波动削弱行业盈利能力，行业增速放缓；
- 2015年至今行业洗牌：产能结构性过剩问题显现，“双反”加速轮胎行业供给侧改革。

一. 轮胎行业概况-产业链结构

上游行业

石油化工

钢铁冶金

纺织

原材料端

天然橡胶

合成橡胶

炭黑

钢丝帘线

帘布

轮胎产品

半钢胎

全钢胎

工程胎

消费终端

经济型轿车



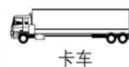
HT型SUV用
轮胎



商乘轻卡
轮胎

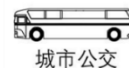


中长途



卡车

客车



城市公交

中短途



自卸车

装载机轮胎



自卸卡车
轮胎



移动式起重
机轮胎



巨型工程机
械轮胎



■ 一次成型技术降本增效：

一次成型技术相比于传统的两次成型机，可降低人工工时50%，占地减少50%，效率提升1倍，产品合格率>99%，解决了东南亚工厂人工成本不可控特点。

■ 装备升级提升国产胎质量：

随着轮胎一次成型技术的国产化和普及，国内的轮胎装备水平基本和国际接轨。目前国内轮胎质量水平不输国际二线品牌，性价比超过国际一线品牌。

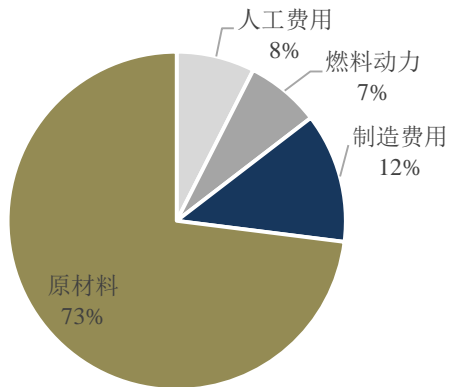
■ RFID电子识别助力国内轮胎企业弯道超车：

植入轮胎内的RFID电子标签，可将压力、温度和磨损程度等信息传至车辆控制系统，推动轮胎售后市场去除中间环节进行直供。渠道是国内的轮胎企业的痛点，RFID电子标签给国内轮胎企业弯道超车的机会，先商业智能，再智能制造，而且二者可以互为反哺。

一. 轮胎行业概况

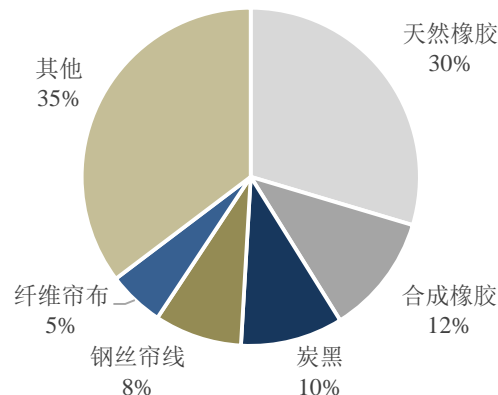
■ 天然橡胶轮胎成本占比最大

图2：子午胎成本构成



数据来源：玲珑轮胎招股书，东吴证券研究所

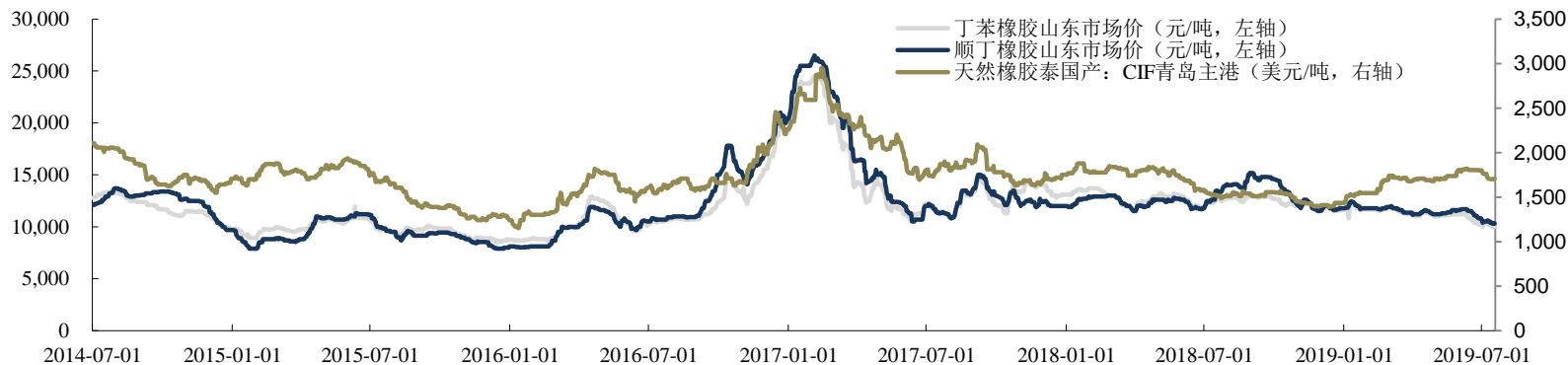
图3：子午胎原材料占比



数据来源：玲珑轮胎招股书，东吴证券研究所

■ 天然橡胶与合成橡胶的价格具有一定联动性

图4：天然橡胶与合成橡胶（丁苯/顺丁橡胶）价格走势



数据来源：隆众化工，中国橡胶信息网，东吴证券研究所

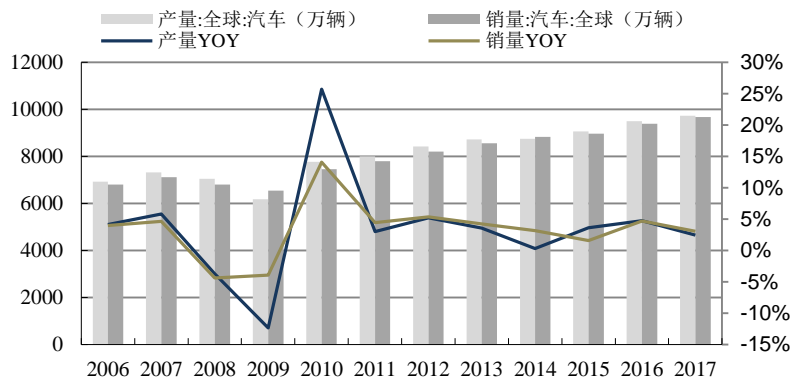


- 一、轮胎行业发展现状
- 二、下游需求稳定，轮胎替换空间广阔
- 三、内外加压，行业洗牌加速集中度提升
- 四、相关标的及盈利预测
- 五、风险提示

二. 市场需求层面

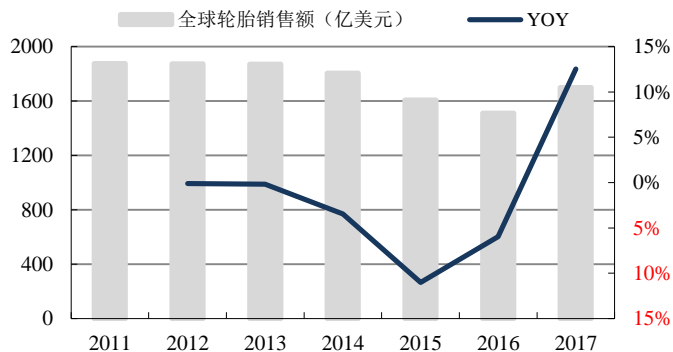
■ 全球轮胎市场规模广阔，为龙头公司持续发展提供成长空间

图5：全球汽车产销量及其增速（万辆，%）



数据来源：中国汽车工业协会，国际汽车制造商协会，东吴证券研究所

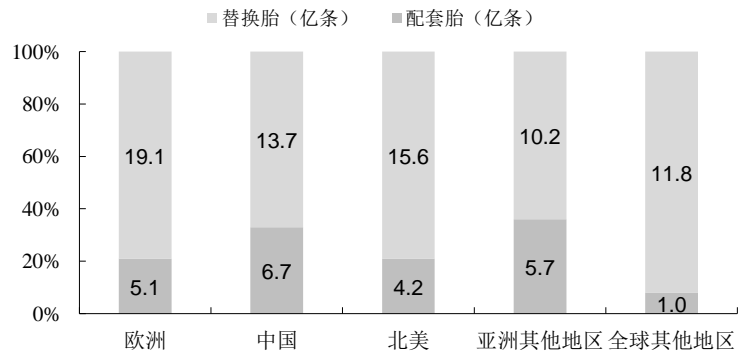
图6：全球轮胎销售额及其增速（亿美元，%）



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

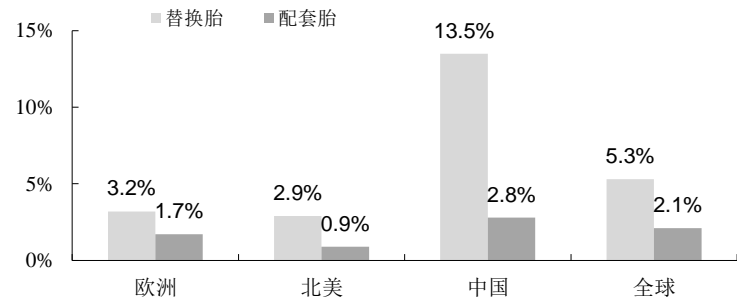
■ 全球轻型车轮胎替换市场需求占比高，复合增速快

图7：2017~2021年全球主要地区轻型车轮胎需求（亿条）



数据来源：三角轮胎项目可行性报告，东吴证券研究所

图8：2017~2021全球主要地区轻型车轮胎需求增速（%）

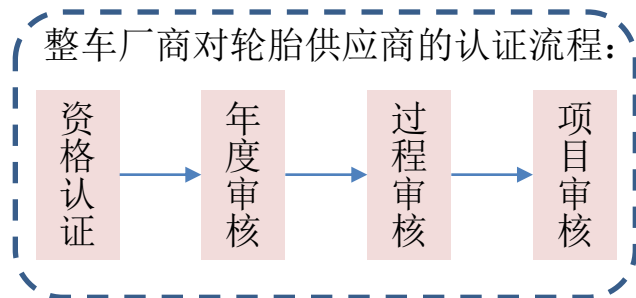


数据来源：三角轮胎项目可行性报告，东吴证券研究所

二. 市场需求层面：配套胎

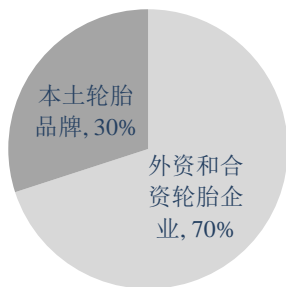
■ 一线汽车品牌进入壁垒高，国产品牌汽车崛起为配套胎带来机会

- 一线汽车厂商对配套胎质量要求高，认证体系繁杂，认证周期长：



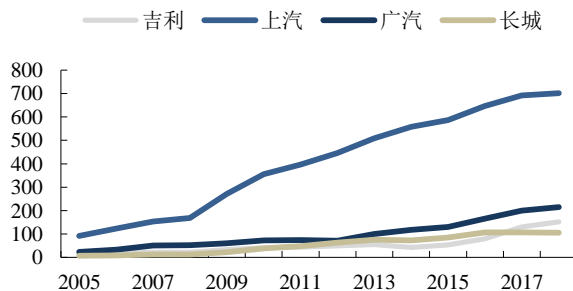
- 目前国内轿车轮胎市场70%被外资和合资轮胎企业占据，且本土轮胎品牌主要在替换胎；
- 国产品牌汽车近年来销量快速增加，为具备性价比优势的本土轮胎品牌进入整车厂商供应链提供机会

图9：2015年国内轿车轮胎市场需求结构（%）



数据来源：玲珑轮胎招股书，东吴证券研究所

图10：国内自主车企历年汽车销量（万辆）

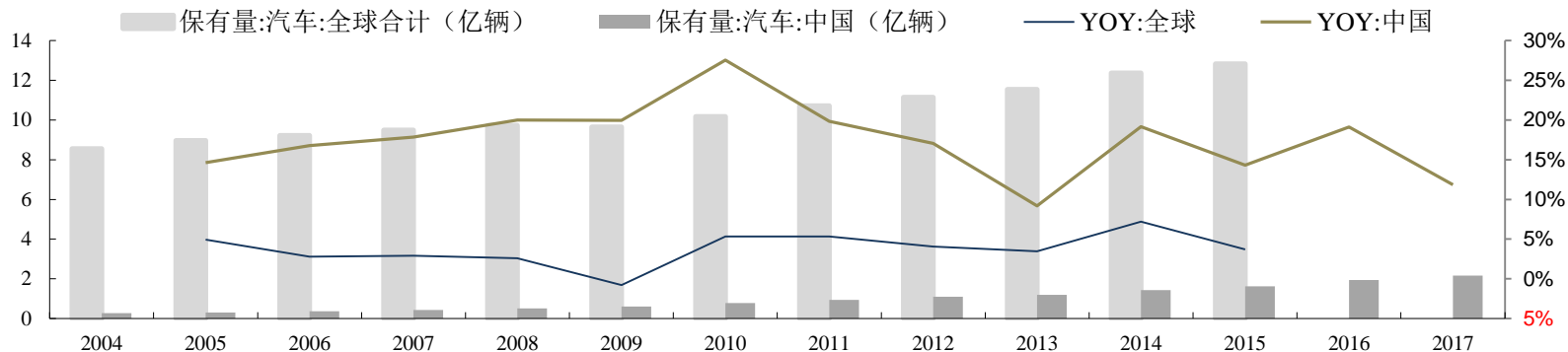


数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

二. 市场需求层面：替换胎

■ 中国汽车保有量增速持续高于全球水平，带动国内替换胎需求增长

图11：中国和全球汽车保有量及其增速（亿辆，%）



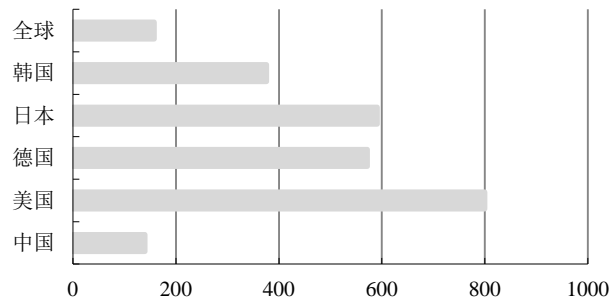
数据来源：中国汽车工业协会，公安部，东吴证券研究所

■ 中国千人汽车保有量依然处于低位，保有量市场仍有较大增幅空间

2017年中国千人汽车保有量仅为140辆，不及全球平均水平

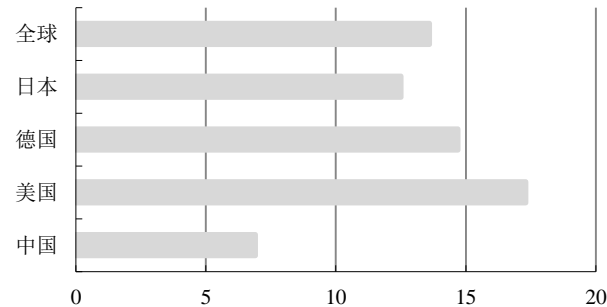
尽管中国连续九年汽车销量全球第一，但保有量/销量却仅为全球水平的一半

图12：2017年各国千人汽车保有量（辆/千人）



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

图13：2017年各国汽车保有量/销量

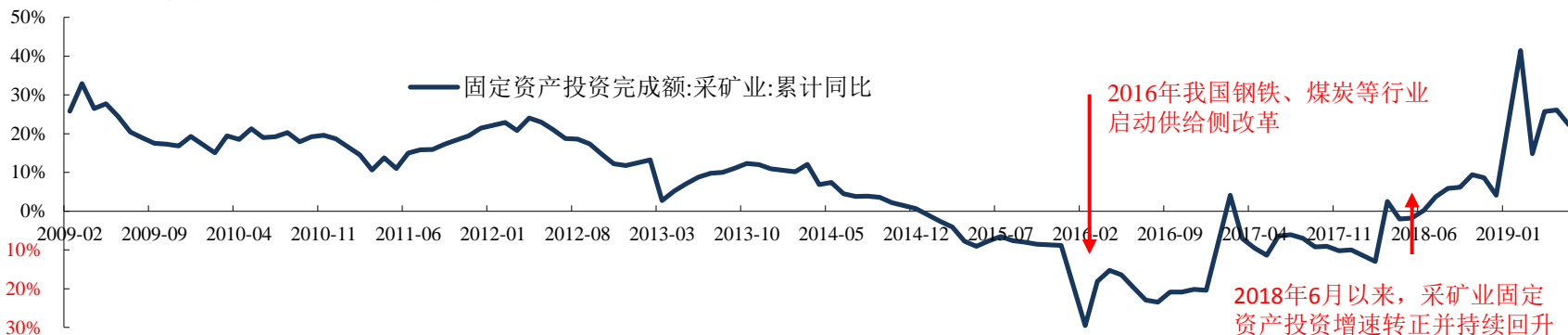


数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

二. 市场需求层面：工程胎

■ 我国采矿业处于景气复苏阶段

图14：中国采矿业固定资产投资额累计同比（%）

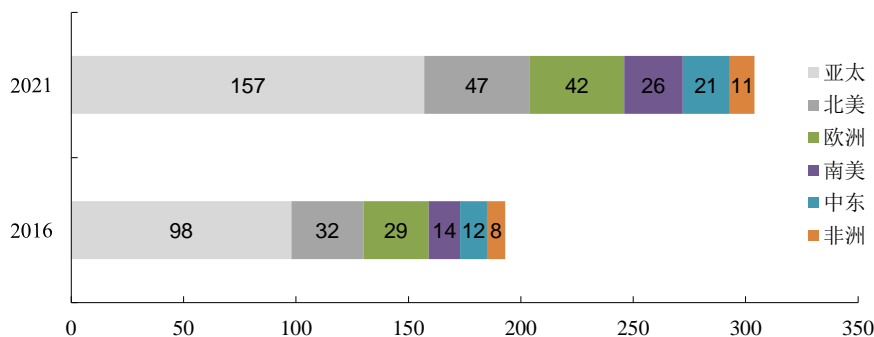


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

■ 采矿业复苏带动工程轮胎需求，巨胎高技术高毛利

2016年全球非公路胎市场规模合计192亿美元，预计2021年全球合计296亿美元，全球CAGR超过8%

图15：2016~2021年全球各地区非公路胎市场规模（亿美元）



数据来源：轮胎商业数据中心，东吴证券研究所

巨胎研发难度大，赛轮轮胎2016年成功下线世界最大63寸巨型子午胎

图16：赛轮63寸子午胎示意



数据来源：赛轮轮胎公司公告，东吴证券研究所



- 一、轮胎行业发展现状
- 二、下游需求稳定，轮胎替换空间广阔
- **三、内外加压，行业洗牌加速集中度提升**
- 四、相关标的及盈利预测
- 五、风险提示

三. 市场供给层面-世界轮胎格局

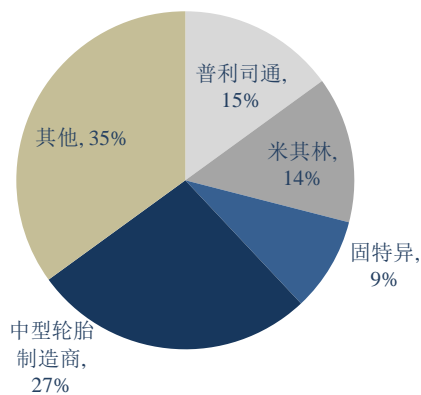
■ 全球轮胎市场竞争格局

第一梯队：普利司通、米其林、固特异，三家全球市占比38%，地位稳定；

第二梯队：德国大陆、倍耐力、邓禄普、韩泰、横滨、固铂、东洋、锦湖；

第三梯队：正新、中策、MRF、三角、耐克森、玲珑、赛轮等

图17：2018年全球轮胎企业销售收入市占比



数据来源：Tirebusiness, 东吴证券研究所

表1：2018年轮胎企业销售收入前十名

2018年排名	企业名称	国家
1	普利司通	日本
2	米其林	法国
3	固特异	美国
4	德国马牌	德国
5	住友橡胶	日本
6	倍耐力	意大利
7	韩泰	韩国
8	优科豪马	日本
9	正新/玛吉斯	中国台湾
10	中策	中国

数据来源：Tirebusiness, 东吴证券研究所

表2：2019年轮胎企业品牌价值前十名

2019年排名	企业名称	品牌价值 (\$)
1	米其林	7232m
2	普利司通	6955m
3	德国马牌	3408m
4	邓禄普	2011m
5	固特异	1948m
6	倍耐力	1620m
7	韩泰	1462m
8	玛吉斯	890m
9	优科豪马	823m
10	住友橡胶	801m

数据来源：BrandFinance, 东吴证券研究所

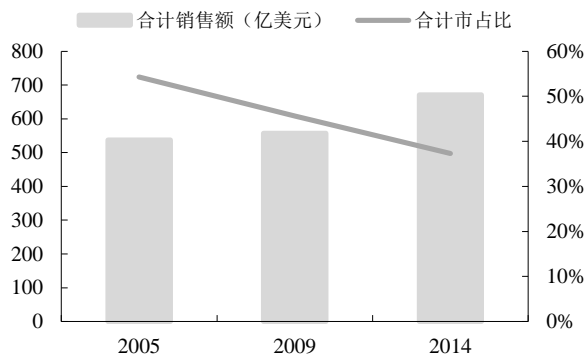
三. 市场供给层面-世界轮胎格局

■ 世界前三强销售额占比下降，中国轮胎企业市场份额不断增加

世界Top3企业合计市占比不断下降

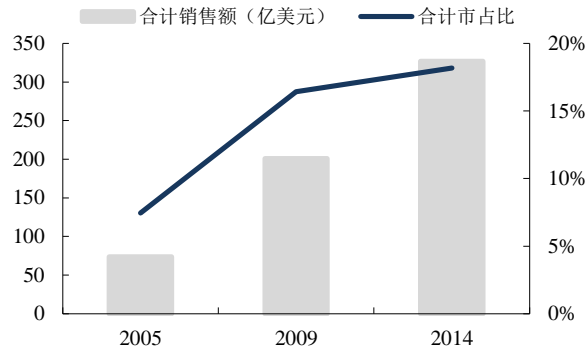
全球Top75中国上榜企业合计市占比不断上升

图18: 世界Top3轮胎企业合计销售额及其市占比 (亿美元, %)



数据来源: Tirebusiness, 东吴证券研究所

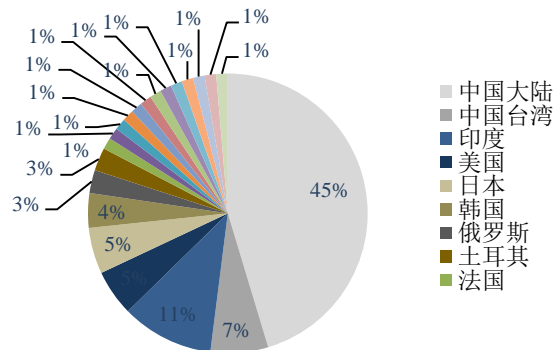
图19: 全球Top75轮胎企业中国上榜企业合计销售额及其市占比 (亿美元, %)



数据来源: Tirebusiness, 东吴证券研究所

- 目前世界轮胎产业已发展成为一个规模庞大、高度发达的产业，并已进入相对稳定的发展时期。
- 从市场份额来看，亚洲轮胎企业正迅速崛起，尤其是中国地区，增速表现强劲。

图20: 2017年全球Top75轮胎上榜企业的国家占比



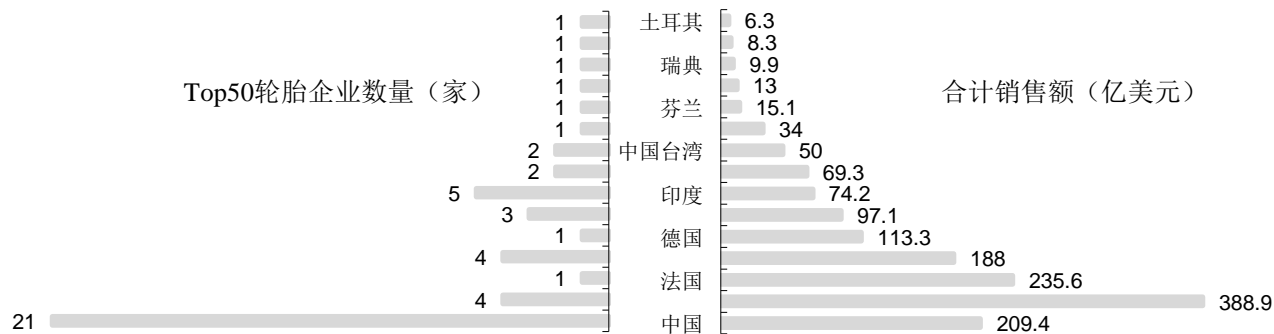
数据来源: Tirebusiness, 智研咨询, 东吴证券研究所

三. 市场供给层面-国内竞争格局

中国轮胎行业集中度低，大而不强，内资轮胎巨头呼之欲出

2017年Top50轮胎排行榜中国企业入围21家，合计销售额不及法国一家

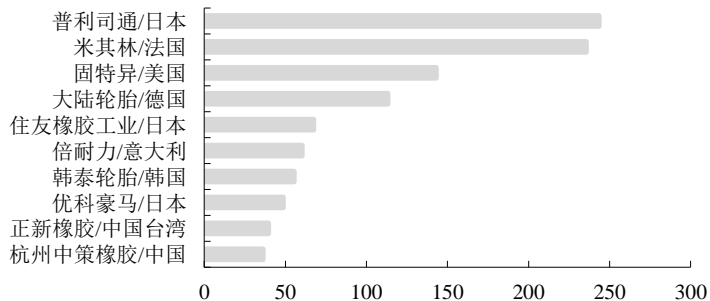
图21：2017年Top50轮胎企业区域分布及收入



数据来源：Tirebusiness，东吴证券研究所

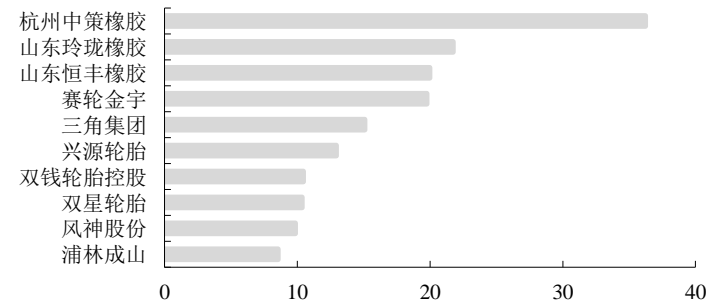
2017年全球前十轮胎企业销售额占全球销售额的38.6%，中国大陆前十销售额占全球销售额仅为10%

图22：2017年全球前十名轮胎企业销售额（亿美元）



数据来源：Tirebusiness，东吴证券研究所

图23：2017年中国大陆前十名轮胎企业销售额（亿美元）

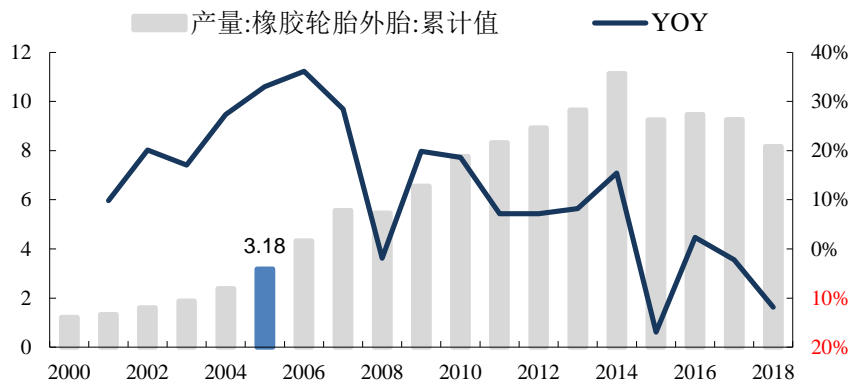


数据来源：Tirebusiness，东吴证券研究所

三. 市场供给层面-国内竞争格局

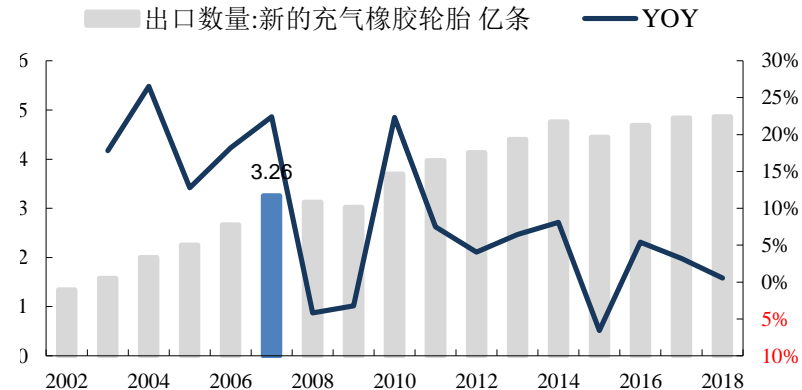
- 国内轮胎行业规模庞大，轮胎产量2005年起全球第一，轮胎出口量2007年起全球第一，至今我国轮胎产、出口量仍居世界第一

图24：中国历年橡胶轮胎产量（亿条）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图25：中国历年橡胶轮胎出口量（亿条）



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

国内轮胎产业结构性过剩

米其林、普利司通等企业在中国建有20多家工厂，主攻中国轮胎中高端市场，占据了国内乘用车胎市场70%左右的市场份额，载重胎30%左右的市场份额；中国规模以上轮胎企业达到500多家，主攻中低端市场，争抢剩余市场份额。

2013年，外企的中国工厂出口率低（米其林3%，普利司通5%），而中国轮胎企业子午胎出口比例达到45%左右。在世界轮胎巨头设法满足国内高端市场需求的的同时，国内轮胎企业却为能在中低端饱和的竞争市场中生存而拼尽全力扩大出口，结果是遭受越来越频繁的贸易保护壁垒。

三. 市场供给层面-国内竞争格局

■ 双反加剧中低端产品出口成本

表3: 2014年来分布我国轮胎企业遭受双反调查案例

2014年来分布我国轮胎企业遭受双反调查案例						
案件类型	发起国	被调查产品	发起日期	终裁发布日期	原始调查结果	目前状态
反补贴	美国	乘用车、轻型卡车轮胎	2014/7/15	2015/6/15	20.73-100.77%反补贴税	执行中
反倾销	美国	乘用车、轻型卡车轮	2014/7/15	2015/6/15	14.35-87.99%反倾销税	执行中
反补贴	美国	乘用车、轻型卡车轮胎	2014/12/1	2018/3/12	佳通轮胎20.68%，固铂（昆山）轮胎有限公司16.16%，中策橡胶119.46%，被复审但未被单独审查企业19.84%。	执行中
反倾销	美国	乘用车、轻型卡车轮胎	2015/1/27	2018/3/12	青岛森麒麟4.41%，佳通轮胎1.50%，分别税率企业2.96%，全国税率企业76.46%	执行中
反倾销	美国	卡车、公共汽车轮胎	2015/7/01	2019/2/13	浦林成山9%，双钱22.57%，贵轮22.57%，其他企业单独税率9%，全国统一税率22.57%	执行中
反补贴	美国	卡车、公共汽车轮胎	2016/1/29	2017/2/22	中国对美国出口的卡客车轮胎没有对美国层内产业造成实质损害或实质损害威胁	中国胜诉
反倾销	美国	卡车、公共汽车轮胎	2016/1/29	2017/2/22		
反倾销	欧盟	卡客车轮胎	2017/8/11	2018/10/22	42.73%-61.76%从量税	执行中
反补贴	欧盟	卡客车新轮胎和翻新轮胎	2017/10/14	2018/11/12	42.73-61.76欧元（333.7-482.3元人民币）/条的固定税	执行中

数据来源: tireworld, 东吴证券研究所

■ 中美贸易摩擦前路仍不明朗

- 2018年9月，美拟对华2000亿美元的输美商品加征关税10%；
- 2019年5月，美方将对2000亿美元中国输美商品加征的关税从10%上调至25%；
- 2019年12月，美方将对从中国进口的3000亿美元商品加征10%的关税。

三. 市场供给层面-国内竞争格局

■ 兼并、重组推动中小产能出清，加速龙头壮大

我国单个轮胎企业规模相对较小，即便较大的6000万条/年产能也远低于普利司通、米其林年均2亿条，兼并重组可实现企业规模的快速扩张。2015年来中国轮胎企业兼并重组的案例明显加快，仅18年山东企业便有8起案例，现在我国轮胎行业仍处于企业数量收缩的过程中。

表4：2018年山东轮胎企业破产重组情况

2018年山东轮胎企业破产重组情况						
清算开始时间	公司	营业收入（亿）	生产项目	产能（万条）	是否重组成功	（潜在）重整投资人
2018/4/8	长虹橡胶	2.25	半钢胎 全钢胎	500 240	进行中	
2018/7/2	恒宇橡胶	—	全钢子午胎 工程斜交胎	120 20	进行中	永盛橡胶
2018/7/2	恒宇科技	21	全钢载重子午线轮胎 半钢子午线轮胎	240 1200	进行中	华盛橡胶 华路威汽配
2018/7/10	奥戈瑞集团	10.7	全钢载重子午线轮胎 无内胎汽车车轮	200 200	是	浙江物产化工
2018/7/10	金山汽配	—	工程轮胎	10	拍卖中	
2018/7/16	山东永泰	40	全钢载重子午线轮胎 半钢子午线轮胎	150 600	否	生产设备被华盛橡胶的子公司海倍德橡胶租赁，集团旗下的盾轮、固得威品牌得以继续生产
2018/12/28	三军轮胎	—	无自有厂房，租赁厂房生产	—	否	
2019/1/3	国鹏橡胶	—	全钢子午线轮胎	200	拍卖中	

数据来源：chinatiredealer，东吴证券研究所

三. 市场供给层面-海外生产基地优势突出

■ 税收优惠:

玲珑轮胎泰国工厂: 企业所得税率为7%, 8免5减半;
玲珑轮胎塞尔维亚工厂: 企业所得税税率15%, 10年免税;
赛轮轮胎越南工厂: 企业所得税率为10%, 4免9减半

■ 降低贸易风险:

海外工厂可规避欧美针对中国轮胎的双反政策;
玲珑轮胎塞尔维亚工厂在自贸区内, 与美国等其他国家签署了自贸协定, 有关税优惠;

■ 获取成本优势:

地处东南亚的海外工厂靠近天然橡胶产地, 有原材料成本优势

■ 海外工厂业绩占比逐渐增加:

表5: 部分拥有海外工厂的国内轮胎企业财务情况

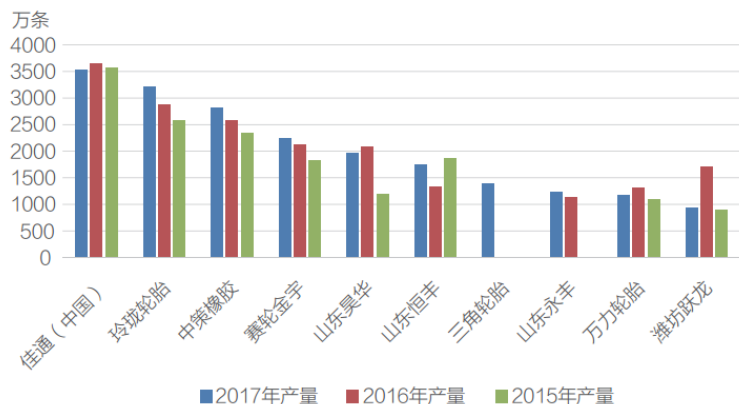
公司\年度	总营业收入 (亿元)		海外工厂营业收入 (亿元)		海外工厂营收占比	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
中策橡胶	207.8	227.4	11.5	21.5	5.53%	9.47%
玲珑轮胎	105.2	137.7	22.7	31.8	21.61%	23.07%
赛轮轮胎	100.1	127.6	31.7	56.0	31.70%	43.89%

数据来源: 中国橡胶杂志, 东吴证券研究所 (与上市公司年报有出入, 因统计口径仅限轮胎销售收入)

三. 市场供给层面-国内主要企业供给情况

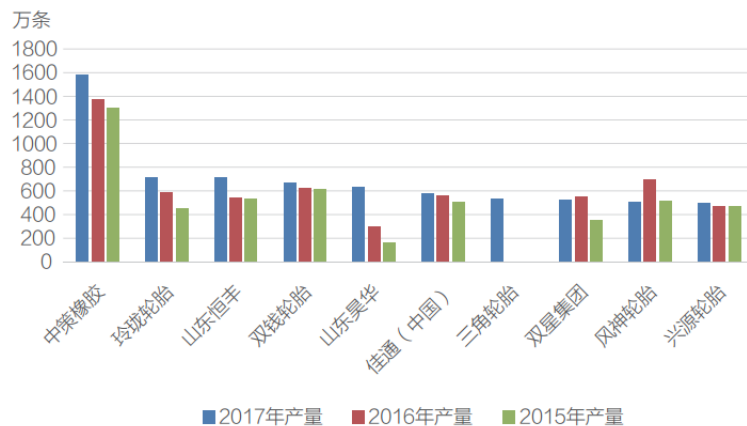
国内主要轮胎企业产量

图26: 中国Top10轮胎企业国内工厂半钢胎产量 (万条)



数据来源: 中国橡胶杂志, 东吴证券研究所

图27: 中国Top10轮胎企业国内工厂全钢胎产量 (万条)



数据来源: 中国橡胶杂志, 东吴证券研究所

国内轮胎企业积极向海外布局

表6: 部分国内轮胎企业的海外 (拟在建) 产能

	半钢胎	全钢胎	工程胎	斜交胎	投产 (预计) 时间
	万条/年	万条/年	万吨/年	万条/年	
赛轮越南	1000	120	5	-	已投产
赛轮固铂 (越南)	-	240	-	-	2020年
中策泰国	850	210	1.2	30	已投产
玲珑泰国	1500	180	-	-	已投产
玲珑塞尔维亚	1200	160	2	-	分三期 2021.3/2023.3/2025.3
森麒麟泰国	1200	-	-	-	已投产
双钱泰国 (合资)	-	150	5	-	已投产
三角美国	500	100	-	-	2020年中
通用泰国	600	100	-	-	2021年初
浦林成山泰国	400	80	-	-	2020年中
贵州轮胎泰国	-	120	-	-	2019年底

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所



- 一、轮胎行业发展现状
- 二、下游需求稳定，轮胎替换空间广阔
- 三、内外加压，行业洗牌加速集中度提升
- 四、相关标的及盈利预测
- 五、风险提示

四. 相关标的及盈利预测

■ 推荐标的：赛轮轮胎

越南工厂产能逐步放量拉动业绩快速增长：2019年形成越南半钢胎产能1000万条/年，全钢胎产能120万条/年，非公路胎产能5万吨/年，2019年底新增越南全钢胎权益产能156万条/年；
高毛利率的巨胎产品加速进口替代成为公司又一利润增长点：高技术壁垒+高毛利率+高成长空间，进口替代进行时，巨胎产品未来可期。

表7：赛轮轮胎国内/海外产能增长一览

		赛轮产能				
		2017	2018	2019	2020	2021
国内	半钢胎(万条/年)	3000	3000	3700	3700	3700
	全钢胎(万条/年)	440	440	440	440	440
	非公路胎(万吨/年)	6.8	2.9	2.9	6	6
备注：2017年非公路胎口径为万条/年						
海外	半钢胎(万条/年)	1000	1000	1000	1000	1000
	全钢胎(万条/年)	80	120	120	276	276
	非公路胎(万吨/年)	5	3.5	5	5	5
海外占比	半钢胎	25%	25%	21%	21%	21%
	全钢胎	15%	21%	21%	39%	39%
	非公路胎	42%	55%	63%	45%	45%
	半钢+全钢	21%	23%	21%	29%	29%
(备注：全钢1:5.5折半钢)						
国内增速	半钢+全钢		0.0%	12.9%	0.0%	0.0%
	非公路胎		-	0.0%	106.9%	0.0%
海外增速	半钢+全钢		15.3%	0.0%	51.7%	0.0%
	非公路胎		-	42.9%	0.0%	0.0%
合计增速	半钢+全钢		3.2%	9.9%	11.0%	0.0%
	非公路胎		-	23.4%	39.2%	0.0%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所整理

风险提示：

越南合资工厂投产进度不及预期，巨胎市场开拓的风险

表8：赛轮轮胎海外产能业绩情况（单位：百万元）

赛轮越南	收入	净利	净利率	上市公司归母净利	海外产能净利占比
2016	1,183.47	169.38	14.31%	362.25	46.76%
2017	2,433.79	341.26	14.02%	329.89	103.45%
2018	2,973.68	514.62	17.31%	668.13	77.02%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所整理

表9：赛轮轮胎盈利预测（以2019/8/22收盘价为基准）：

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,685	15,244	17,306	19,908
同比(%)	-0.9%	11.4%	13.5%	15.0%
归母净利润(百万元)	668	1,027	1,558	2,197
同比(%)	102.5%	53.7%	51.7%	41.0%
每股收益(元/股)	0.25	0.38	0.58	0.81
P/E(倍)	15.20	9.89	6.52	4.62

数据来源：wind，东吴证券研究所

四. 相关标的及盈利预测

■ 推荐标的：玲珑轮胎

泰国工厂产能逐步放量拉动业绩快速增长：2019年泰国产能形成1500万条/年半钢胎产能和180万条/年全钢胎产能，产能进一步放量拉升业绩；

塞尔维亚工厂2021年贡献业绩：预计2020年底塞尔维亚工厂一期350万条半钢胎产能和80万条/年全钢胎产能投产，2021年正式贡献增量利润；

坚持主机厂配套战略，配套拉动替换效果隐现

表10：玲珑轮胎国内/海外产能增长一览

		玲珑产能				
		2017	2018	2019	2020	2021
国内产能	半钢胎（万条/年）	3614	4150	4750	5600	5600
	全钢胎（万条/年）	700	750	820	960	960
	斜交胎（万条/年）		100	100	100	100
海外产能	半钢胎（万条/年）	1100	1300	1500	1850	1850
	全钢胎（万条/年）	100	145	180	260	260
产能海外占比	半钢胎	23%	24%	24%	25%	25%
	全钢胎	13%	16%	18%	21%	21%
	斜交胎	-	-	-	-	-
	半钢+全钢	18%	20%	21%	23%	23%
	（备注：全钢5.5:1折回半钢）	-	-	-	-	-
国内产能增速	半钢+全钢		10.9%	11.9%	17.5%	0.0%
	斜交胎		-	-	-	-
海外产能增速	半钢+全钢		27.1%	18.7%	31.7%	0.0%
	斜交胎		-	-	-	-
合计产能增速	半钢+全钢		13.8%	13.3%	20.5%	0.0%
	斜交胎		-	-	-	-

数据来源：公司年报、半年报，东吴证券研究所整理

风险提示：

塞尔维亚工厂投产进度不及预期。

表11：玲珑轮胎海外产能业绩情况（单位：百万元）

玲珑泰国	收入	净利	净利率	上市公司归母净利	海外产能净利占比
2016		534.25		1010.22	52.88%
2017	3,176.07	641.83	20.21%	1047.83	61.25%
2018	3,777.72	736.49	19.50%	1181.22	62.35%
2019H1	2,264.43	477.24	21.08%	725.12	65.82%

数据来源：公司年报、半年报，东吴证券研究所整理

表12：玲珑轮胎盈利预测（以2019/8/22收盘价为基准）：

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	15,302	17,571	19,614	21,269
同比（%）	9.9%	14.8%	11.6%	8.4%
归母净利润（百万元）	1,181	1,459	1,735	2,201
同比（%）	12.7%	23.5%	18.9%	26.9%
每股收益（元/股）	0.98	1.22	1.45	1.83
P/E（倍）	19.90	16.11	13.55	10.68

数据来源：wind，东吴证券研究所



- 一、轮胎行业发展现状
- 二、下游需求稳定，轮胎替换空间广阔
- 三、内外加压，行业洗牌加速集中度提升
- 四、相关标的及盈利预测
- 五、风险提示

- **新建产能投产进度不及预期：**相关标的公司预计近两年持续有新增产能投产，对业绩将产生显著影响，但存在在建产能投产进度低于预期的风险；
- **原材料价格大幅波动的风险：**天然橡胶、合成橡胶和炭黑合计占轮胎生产成本的60%，上述原材料价格存在大幅波动，导致轮胎价格不能及时传导，进而影响标的公司盈利能力的风险；
- **国际贸易摩擦进一步升级的风险：**自从我国加入世贸组织以后，全球多个国家或地区对我国轮胎出口发起过反倾销调查或者提高准入门槛，未来如果国际贸易壁垒进一步提升，将可能给标的公司的境外销售业务带来一定风险。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园