

继峰股份

多重压力致盈利承压 新业务有望逐步放量



邓学
SAC 执证编号: S0080521010008
SFC CE Ref: BJV008
xue.deng@cicc.com.cn



陈桢皓
SAC 执证编号: S0080520050001
SFC CE Ref: BPR665
zhenhao.chen@cicc.com.cn

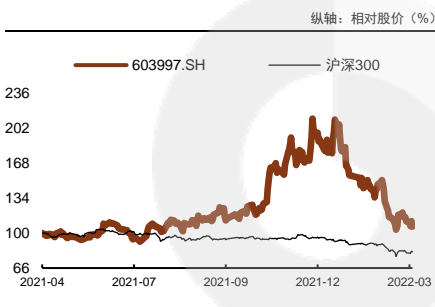


匡静兰
SAC 执证编号: S0080120080100
jinglan.she@cicc.com.cn

● 维持跑赢行业

股票代码 | 股票评级 | 目标价
603997.SH | → 跑赢行业 | 人民币 10.00

股票代码	603997.SH
最新收盘价	人民币 9.13
52 周最高价/最低价	人民币 19.40-7.72
总市值(亿)	人民币 102



(人民币 百万)	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入	15,733	16,832	19,385	21,502
增速	-12.6%	7.0%	15.2%	10.9%
归属母公司净利润	-258	126	409	510
增速	-186.7%	N.M.	223.4%	24.7%
扣非后净利润	-185	99	381	482
增速	-172.1%	N.M.	284.9%	26.5%
每股净利润	-0.23	0.11	0.37	0.46
每股净资产	3.81	4.15	4.34	4.23
每股股利	0.00	0.18	0.57	0.71
每股经营现金流	0.72	0.64	1.11	0.97
市盈率	N.M.	80.9	25.0	20.1
市净率	2.4	2.2	2.1	2.2
EV/EBITDA	16.5	12.7	11.6	10.5
股息收益率	0.0%	1.9%	6.2%	7.8%
平均总资产收益率	-1.5%	0.8%	2.5%	2.9%
平均净资产收益率	-5.9%	2.8%	8.6%	10.6%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

● 业绩回顾

2021 年业绩低于我们预期

公司 2021 年收入 168.32 亿元, 同比+7.0%, 归母净利润 1.26 亿元, 同比扭亏为盈, 扣非净利润为 0.99 亿元, 同比扭亏为盈, 毛利率 14.14% (未扣减税金及附加, 下同), 同比+0.58ppt。对应 4Q21 收入 43.27 亿元, 同比-8.7%、环比+14.4%, 归母净利润-0.35 亿元, 扣非净利润-0.44 亿元, 同环比亏损有所扩大。4Q21 毛利率 11.6%, 环比-0.8ppt, 同比-5.2ppt。公司持续受到缺芯以及疫情的影响, 2H21 毛利率持续下降, 业绩低于预期。

发展趋势

多重压力致盈利能力承压, 格拉默整合顺利已实现扭亏。4Q21 收入环比提升、同比下降, 我们认为主要系 4Q21 芯片短缺虽有所恢复, 但仍有缺口。4Q21 毛利率同环比均有下滑, 我们认为主要系: 会计政策调整、规模效应下降等。全年维度看, 在会计准则调整致运费从销售费用计入营业成本情况下, 2021 年毛利率仍同比提升, 排除运费调整影响后, 2021 年毛利率为 14.3%, 同比+0.74ppt。公司 2021 年净利润实现扭亏, 归母净利润达 1.26 亿元, 主要系格拉默净利润从 2020 年-5.11 亿元扭亏至 0.12 亿元。

加强研发布局提升竞争力, 经营质量逐步改善。2021 年公司加强研发布局, 研发费用达到 3.2 亿元, 同比+25.7%, 公司布局商用车、乘用车座椅研发团队, 总体研发人员超 700 人, 占公司员工数量的 4.3%。2021 年财务费用同比下降 45.2%, 主要系汇兑损失大幅减少 1.24 亿元。公司 2021 年资产负债率为 69%, 同比下降 4.5ppt; 公司总资产周转率提升至 1.04 次, 同比提升 0.12 次。整体来看, 公司经营质量伴随整合推进逐步改善。

实现乘用车座椅 0 到 1 的突破, 电动出风口开始实现量产。公司基于格拉默座椅研发的技术积累, 成功切入乘用车座椅市场, 已获得造车新势力的座椅定点, 单车价值量大幅提升。我们认为, 公司作为国产厂商具备成本低、响应速度快的优势, 后续有望持续在乘用车座椅行业获得订单突破。同时, 公司新产品隐藏式电动出风口已获得大众、吉利、长城、蔚来等客户定点, 并于 2021 年底开始量产。向前看, 我们认为电动出风口渗透率仍有较大提升空间, 订单有望持续增长。

盈利预测与估值

考虑到原材料及缺芯压力仍存, 我们下调 2022 年净利润 36.9%至 4.1 亿元, 引入 2023 年盈利预测 5.1 亿元。当前股价对应 2022/2023 年 25/20 倍 P/E。维持跑赢行业评级, 考虑到公司后续新业务有望逐步发力, 我们维持 10 元目标价, 对应 2022/2023 年 27/22 倍 P/E, 较当前股价有 9.5% 的上行空间。

风险

全球芯片紧缺不及预期, 原材料价格持续上涨。

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E
利润表					成长能力				
营业收入	15,733	16,832	19,385	21,502	营业收入	-12.6%	7.0%	15.2%	10.9%
营业成本	13,598	14,451	16,524	18,270	营业利润	-163.7%	N.M.	194.0%	24.7%
税金及附加	43	46	53	59	EBITDA	-30.9%	25.3%	12.7%	13.6%
营业费用	381	297	342	380	净利润	-186.7%	N.M.	223.4%	24.7%
管理费用	1,282	1,353	1,415	1,570	扣非后净利润	-172.1%	N.M.	284.9%	26.5%
财务费用	351	193	182	198	盈利能力				
其他	-253	-303	-357	-392	毛利率	13.3%	13.9%	14.5%	14.8%
营业利润	-331	171	502	626	营业利润率	-2.1%	1.0%	2.6%	2.9%
营业外收支	-6	23	8	10	EBITDA 利润率	5.9%	6.8%	6.7%	6.9%
利润总额	-338	193	510	636	净利润率	-1.6%	0.8%	2.1%	2.4%
所得税	3	68	102	127	扣非后净利润率	-1.2%	0.6%	2.0%	2.2%
少数股东损益	-82	-1	-1	-1	偿债能力				
归属母公司净利润	-258	126	409	510	流动比率	0.97	1.07	1.07	1.11
扣非后净利润	-185	99	381	482	速动比率	0.75	0.79	0.78	0.80
EBITDA	920	1,153	1,299	1,475	现金比率	0.22	0.23	0.22	0.22
资产负债表					资产负债率	73.6%	69.2%	69.5%	71.4%
货币资金	1,503	1,406	1,482	1,557	净债务资本比率	49.9%	14.2%	12.0%	10.7%
应收账款及票据	2,900	2,408	2,660	2,951	回报率分析				
预付款项	54	93	80	92	总资产收益率	-1.5%	0.8%	2.5%	2.9%
存货	1,504	1,730	1,978	2,187	净资产收益率	-5.9%	2.8%	8.6%	10.6%
其他流动资产	739	878	973	1,052	每股指标				
流动资产合计	6,700	6,515	7,174	7,839	每股净利润 (元)	-0.23	0.11	0.37	0.46
固定资产及在建工程	3,981	3,790	3,925	3,894	每股净资产 (元)	3.81	4.15	4.34	4.23
无形资产及其他长期资产	6,645	5,904	5,969	6,036	每股股利 (元)	0.00	0.18	0.57	0.71
非流动资产合计	10,626	9,694	9,894	9,930	每股经营现金流 (元)	0.72	0.64	1.11	0.97
资产合计	17,326	16,209	17,068	17,768	估值分析				
短期借款	2,887	2,384	2,384	2,384	市盈率	N.M.	80.9	25.0	20.1
应付账款及票据	2,455	2,340	2,830	3,043	市净率	2.4	2.2	2.1	2.2
其他流动负债	1,555	1,345	1,490	1,612	EV/EBITDA	16.5	12.7	11.6	10.5
流动负债合计	6,898	6,069	6,704	7,039	股息收益率	0.0%	1.9%	6.2%	7.8%
长期借款和应付债券	3,296	3,057	3,549	4,042					
其他非流动负债	2,565	2,085	1,605	1,605					
非流动负债合计	5,861	5,141	5,154	5,647					
负债合计	12,759	11,211	11,858	12,686					
归母所有者权益	4,269	4,645	4,857	4,729					
少数股东权益	298	354	353	353					
负债及股东权益合计	17,326	16,209	17,068	17,768					
现金流量表									
净利润	-258	126	409	510					
折旧和摊销	825	766	606	640					
营运资本变动	-202	-238	40	-265					
其他	446	64	192	206					
经营活动现金流	810	719	1,247	1,090					
资本开支	-726	-740	-809	-679					
其他	-46	153	5	5					
投资活动现金流	-772	-588	-804	-674					
股权融资	18	34	0	0					
银行借款	6	-742	493	493					
其他	-668	667	-859	-835					
筹资活动现金流	-644	-40	-366	-342					
汇率变动对现金的影响	46	-114	0	0					
现金净增加额	-560	-23	77	74					

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

公司简介

继峰是乘用车座椅系统零部件自主龙头供应商, 主营产品包括乘用车座椅头枕、头枕支杆、座椅扶手, 主要为一汽大众、长城、日产、神龙汽车、长安福特等整车厂配套, 目前逐渐进入宝马、奥迪等高端客户供应链; 此外, 公司加快全球化布局, 通过捷克建厂开拓全球市场, 未来有望通过整合格拉默实现产品和技术的互补, 并进入非道路及商用车座椅系统业务, 打开更大的成长空间。

图表 1：公司季度业绩回顾

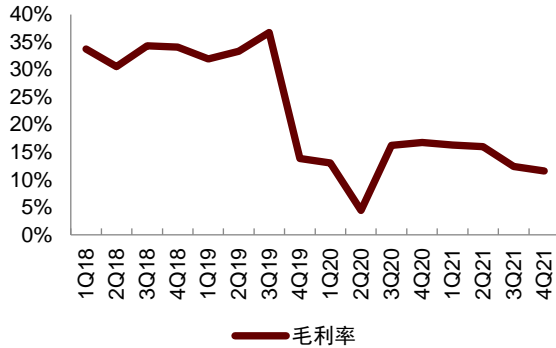
(百万元)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2020	2021	4Q21 YoY	4Q21 QoQ	2021 YoY
营业收入	4,532.5	4,191.7	3,781.3	4,326.5	15,732.7	16,832.0	-8.7%	14.4%	7.0%
营业成本	3,794.5	3,521.1	3,311.0	3,824.7	13,598.4	14,451.3	-3.0%	15.5%	6.3%
税金及附加	8.7	10.5	8.5	18.1	43.2	45.8	13.7%	113.3%	6.2%
毛利	738.1	670.5	470.3	501.8	2,134.4	2,380.7	-36.8%	6.7%	11.5%
营业费用	63.5	115.2	68.8	49.7	381.2	297.2	-62.1%	-27.7%	-22.0%
管理费用	350.6	344.7	303.1	354.5	1,281.9	1,352.9	10.4%	17.0%	5.5%
研发费用	81.0	79.6	81.2	79.6	255.6	321.4	28.7%	-2.0%	25.7%
财务费用	64.2	44.1	95.3	-11.0	438.0	192.6			
资产减值损失	0.2	-0.7	-2.7	-15.2	-155.1	-18.3			
信用减值损失	1.6	-1.9	-4.5	11.2	3.5	6.4			
其他收益	4.5	3.4	4.5	9.8	16.8	22.2			
投资收益	0.0	-29.1	0.9	7.8	2.6	-20.4			
资产处置收益	1.0	11.7	-6.2	-3.5	-10.7	2.9			
营业利润	175.8	62.5	-46.4	-21.1	-331.4	170.8			
营业外收入	1.4	30.7	9.2	-17.0	3.9	24.3			
营业外支出	0.4	-0.1	0.1	1.3	10.3	1.7			
利润总额	176.7	93.3	-37.3	-39.4	-337.8	193.4			
所得税	37.0	26.1	-6.7	11.2	2.7	67.5			
少数股东损益	11.8	6.4	-3.3	-15.4	-82.3	-0.6			
归母净利润	128.0	60.8	-27.3	-35.1	-258.2	126.4			

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2020	2021	4Q21 YoY	4Q21 QoQ	2021 YoY
毛利率	16.3%	16.0%	12.4%	11.6%	13.6%	14.1%	-5.16ppt	-0.84ppt	0.58ppt
归母净利率	2.8%	1.5%	-0.7%	-0.8%	-1.6%	0.8%	-1.57ppt	-0.09ppt	2.39ppt
销售费用率	1.4%	2.7%	1.8%	1.1%	2.4%	1.8%	-1.62ppt	-0.67ppt	-0.66ppt
管理费用率	7.7%	8.2%	8.0%	8.2%	8.1%	8.0%	1.42ppt	0.18ppt	-0.11ppt
研发费用率	1.8%	1.9%	2.1%	1.8%	1.6%	1.9%	0.53ppt	-0.31ppt	0.28ppt
财务费用率	1.4%	1.1%	2.5%	-0.3%	2.8%	1.1%	-3.95ppt	-2.77ppt	-1.64ppt

资料来源：公司公告，中金公司研究部

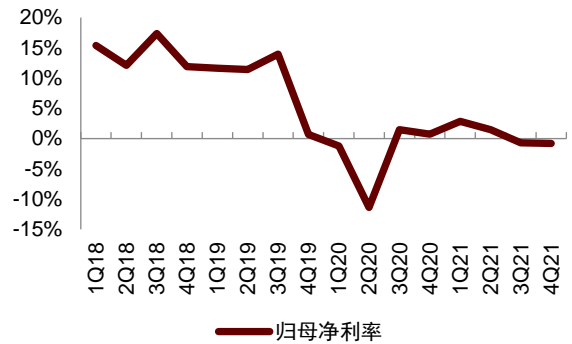
注：毛利未扣减税金及附加

图表 2：公司季度毛利率水平（1Q18-4Q21）



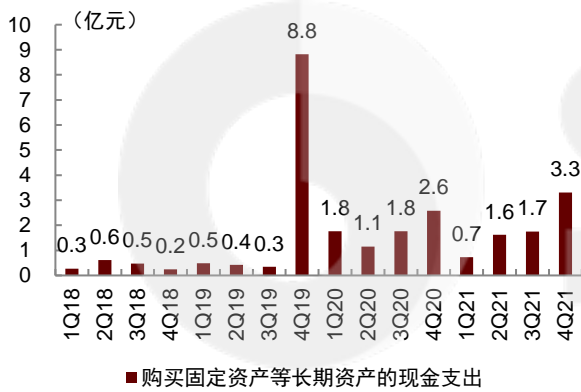
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：公司季度净利率水平（1Q18-4Q21）



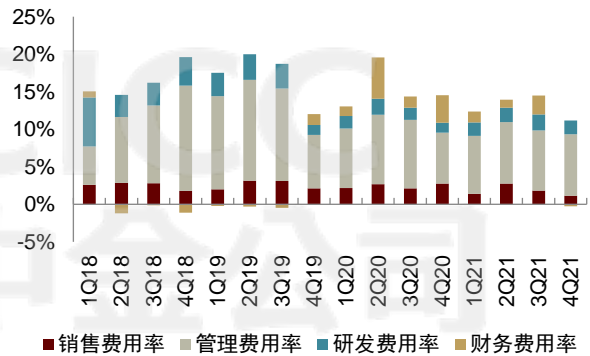
资料来源：公司公告，中金公司

图表 4：公司季度 Capex 投入（1Q18-4Q21）



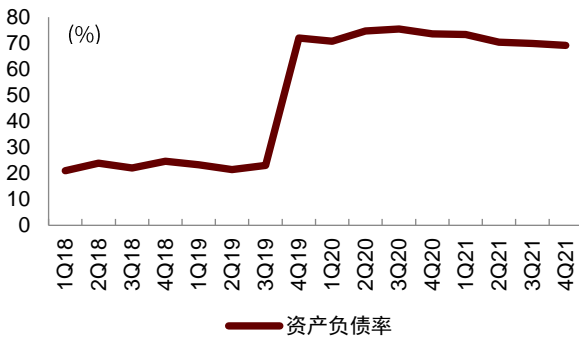
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 5：公司季度费用率（1Q18-4Q21）



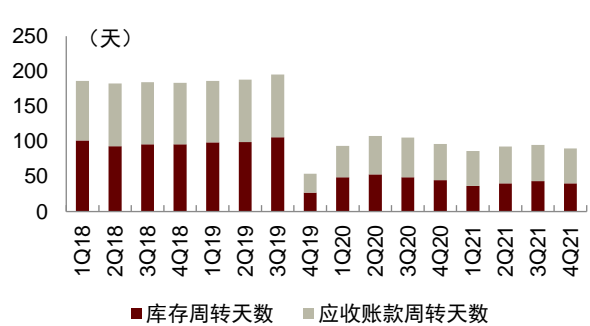
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 6：公司季度资产负债率水平（1Q18-4Q21）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 7：公司季度营运能力（1Q18-4Q21）



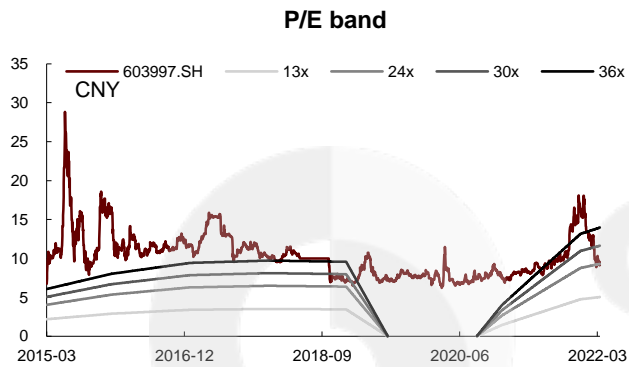
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 8：盈利预测调整表

百万人民币	调整前	2022E 调整后	变化	2023E 新引入
营业收入	21,247	19,385	-8.8%	21,502
毛利	3,399	2,809	-17.4%	3,174
归属母公司净利润	648	409	-36.9%	510
每股净利润 (元)	0.61	0.37	-39.9%	0.46
毛利率	16.0%	14.5%	-1.5 ppt	14.8%

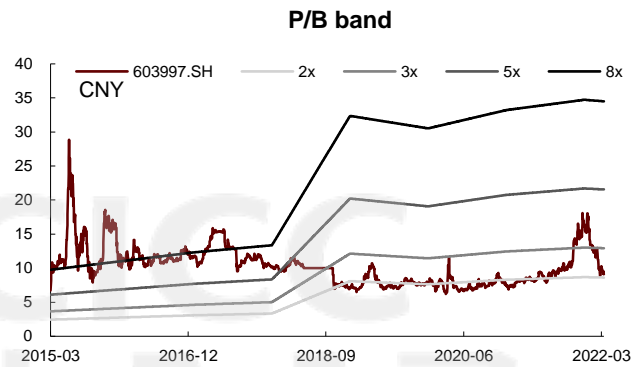
资料来源：公司公告、中金公司研究部

图表 9：历史 P/E



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 10：历史 P/B



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 11：可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	市值 (百万元)	收盘价 03-31	财报货币	目标价	市盈率		净利润 (财报货币 百万)		
							2022E	2023E	2021A/E	2022E	2023E
600104.SH	上汽集团*	CNY	198,619	17.00	CNY	29.00	6.4	6.0	25,937	30,888	33,356
601633.SH	长城汽车*	CNY	199,706	27.40	CNY	48.00	23.0	14.4	6,726	11,022	17,624
000625.SZ	长安汽车*	CNY	75,278	11.33	CNY	19.50	14.4	12.7	4,622	5,995	6,832
600418.SH	江淮汽车*	CNY	23,565	10.79	CNY	14.30	76.5	33.4	200	308	705
000550.SZ	江铃汽车*	CNY	8,795	13.72	CNY	17.00	16.1	11.5	574	737	1,028
600066.SH	宇通客车*	CNY	19,031	8.41	CNY	12.00	13.6	9.5	614	1,399	1,999
000338.SZ	潍柴动力*	CNY	110,068	13.35	CNY	18.00	9.7	9.0	9,254	12,008	12,985
000951.SZ	中国重汽*	CNY	14,427	12.28	CNY	20.00	7.2	6.1	1,536	2,000	2,381
000800.SZ	一汽解放*	CNY	40,212	8.64	CNY	13.00	8.4	7.3	3,900	4,815	5,504
301039.SZ	中集车辆*	CNY	16,080	9.46	CNY	13.00	17.2	14.1	901	1,109	1,351
600741.SH	华域汽车*	CNY	62,897	19.95	CNY	37.50	8.2	7.2	6,801	7,706	8,740
600660.SH	福耀玻璃*	CNY	87,111	35.58	CNY	46.00	21.7	17.2	3,146	4,279	5,386
601799.SH	星宇股份*	CNY	37,124	129.95	CNY	200.00	28.2	21.7	949	1,319	1,713
600699.SH	均胜电子*	CNY	19,331	14.13	CNY	21.74	17.8	8.5	-3,383	1,084	2,284

601689.SH	拓普集团*	CNY	62,596	56.80	CNY	60.00	36.8	28.1	1,045	1,700	2,231
603997.SH	继峰股份*	CNY	10,218	9.13	CNY	10.00	25.0	20.1	126	409	510
002050.SZ	三花智控*	CNY	59,684	16.62	CNY	26.00	26.0	19.8	1,684	2,295	3,018
002048.SZ	宁波华翔*	CNY	13,229	16.25	CNY	26.20	7.7	7.0	1,221	1,720	1,886
300258.SZ	精锻科技*	CNY	5,116	10.62	CNY	20.00	16.9	14.1	216	303	364
002283.SZ	天润工业*	CNY	8,215	7.21	CNY	10.00	12.9	10.5	541	637	780
000581.SZ	威孚高科*	CNY	18,742	19.86	CNY	28.00	7.3	7.0	2,706	2,734	2,882
600933.SH	爱柯迪*	CNY	10,147	11.77	CNY	17.00	16.3	12.5	310	623	813
603786.SH	科博达*	CNY	19,605	49.00	CNY	78.70	27.1	22.3	423	724	878
688208.SH	道通科技*	CNY	17,501	38.81	CNY	58.00	26.9	19.7	440	652	888
603305.SH	旭升股份*	CNY	13,903	31.10	CNY	40.00	20.0	15.0	413	696	925
603596.SH	伯特利*	CNY	26,553	65.01	CNY	65.00	34.9	26.1	552	761	1,018
002664.SZ	长鹰信质*	CNY	5,428	13.44	CNY	18.00	20.9	17.5	204	260	310
603348.SH	文灿股份*	CNY	10,192	38.88	CNY	50.00	21.4	15.4	120	476	661
300825.SZ	阿尔特*	CNY	7,584	22.86	CNY	41.00	19.5	15.3	204	389	494
689009.SH	九号公司-WD*	CNY	30,998	43.79	CNY	86.00	31.8	20.3	414	976	1,527
300816.SZ	艾可蓝*	CNY	2,621	32.61	CNY	62.77	11.2	9.3	114	233	281
688533.SH	上声电子*	CNY	7,104	44.40	CNY	65.50	57.4	33.8	71	124	210
603035.SH	常熟汽饰*	CNY	4,852	13.45	CNY	16.30	9.9	8.6	395	491	565
603179.SH	新泉股份*	CNY	13,071	34.87	CNY	52.00	25.6	17.6	284	512	744
603730.SH	岱美股份*	CNY	10,388	14.34	CNY	25.00	13.8	12.2	615	754	853
688162.SH	巨一科技*	CNY	6,910	50.44	CNY	87.70	23.5	14.2	140	294	488
002026.SZ	山东威达*	CNY	5,959	13.52	CNY	24.50	13.3	11.7	363	448	509
688071.SH	华依科技*	CNY	2,914	40.00	CNY	65.50	29.8	19.3	61	98	151
000887.SZ	中鼎股份*	CNY	19,761	15.01	CNY	26.80	14.6	12.3	1,005	1,247	1,473
688022.SH	瀚川智能*	CNY	4,935	45.57	CNY	78.71	28.1	16.2	84	175	304
300680.SZ	隆盛科技*	CNY	4,419	21.89	CNY	30.00	18.7	13.2	105	236	336
603197.SH	保隆科技*	CNY	8,505	40.93	CNY	50.97	31.2	29.0	240	272	293
300507.SZ	苏奥传感*	CNY	4,368	8.83	CNY	14.00	21.7	15.2	125	202	288
02333.HK	长城汽车*	HKD	199,295	12.56	CNY	21.00	9.0	5.7	6,726	11,022	17,624
02338.HK	潍柴动力*	HKD	109,841	12.38	CNY	19.00	7.7	7.1	9,254	12,008	12,985
03808.HK	中国重汽*	HKD	26,814	12.00	CNY	18.00	5.9	4.7	4,322	4,820	6,048
03606.HK	福耀玻璃*	HKD	86,931	32.20	CNY	41.00	16.9	13.4	3,146	4,279	5,386
01316.HK	耐世特*	HKD	10,156	5.00	USD	6.80	11.1	8.0	118	145	202
00881.HK	中升控股*	HKD	108,279	55.40	CNY	72.00	11.0	9.2	8,329	10,478	12,451
03669.HK	永达汽车*	HKD	13,581	8.53	CNY	12.00	4.9	4.0	2,480	2,968	3,562
01585.HK	雅迪控股*	HKD	29,377	12.12	CNY	16.00	15.4	12.8	1,369	1,937	2,327
00175.HK	吉利汽车*	HKD	100,238	12.36	CNY	17.00	15.7	12.0	4,847	6,769	8,864
09868.HK	小鹏汽车-W*	HKD	155,947	112.50	CNY	188.00	N.M.	N.M.	-4,863	-8,029	-2,938
01839.HK	中集车辆*	HKD	16,046	5.09	CNY	7.00	8.0	6.5	901	1,109	1,351
02015.HK	理想汽车-W*	HKD	176,039	105.30	CNY	156.00	123.9	49.8	-321	1,508	3,755
NIO.US	蔚来*	USD	222,743	21.05	CNY	33.00	N.M.	606.2	-4,017	-7,943	-2,016
LI.US	理想汽车*	USD	169,012	25.81	CNY	39.00	50.9	47.6	-321	1,508	3,755
XPEV.US	小鹏汽车*	USD	148,760	27.59	CNY	48.00	N.M.	N.M.	-4,863	-8,029	-2,938
TSLA.US	特斯拉	USD	7,060,907	1077.60	USD	n.a.	101.5	77.1	5,519	12,092	15,928
NIU.US	小牛电动*	USD	4,706	9.66	CNY	18.00	11.5	7.6	226	399	623

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3号
丸の内二重橋ビル21階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560