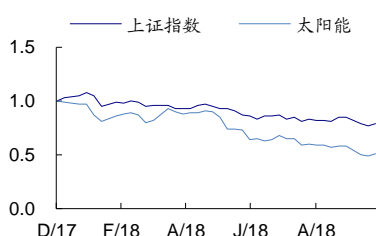


**证券研究报告—动态报告**
**电气设备新能源**
**新能源**
**太阳能(000591)**
**买入**
**2018年三季度报点评**

(维持评级)

2018年11月1日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	3,007/2,037
总市值/流通(百万元)	8,781/5,948
上证综指/深圳成指	2,568/7,375
12个月最高/最低(元)	7.48/2.65

**相关研究报告:**

《太阳能-000591-2018年半年报点评: A股光伏运营龙头业绩符合预期》——2018-08-28  
 《太阳能-000591-限电改善, 平价加速, 运营风起》——2018-08-08

**证券分析师: 方重寅**

E-MAIL: fangchongyin@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518030002

**联系人: 李恒源**

E-MAIL: lihengyuan@guosen.com.cn

**联系人: 居嘉骁**

E-MAIL: jujiaxiao@guosen.com

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 业绩符合预期, 公司将持续受益限电改善

**● 三季度业绩符合预期, 2018年Q1-Q3扣非归母净利润增长7.98%**

截止2018年三季度, 公司实现营业收入30.31亿(-20.11%); 扣非归母净利润7.02亿元(+7.98%)。受益于限电改善, 公司三季度太阳能发电业务增长较快; 组件业务短期仍将拖累业绩。

**● 收入结构继续调整, 盈利能力提升显著**

相较于上半年, 三季度电站板块收入占公司总收入比重进一步上升。公司主要装机区域新疆和甘肃地区弃光限电大幅改善, 其中, 截止到2018年上半年新疆(不含兵团)弃光率20%, 同比减少6.1pct; 甘肃弃光率11%, 同比减少11pct。受益于限电改善及收入结构改善, 公司2018年前三季度销售毛利率达51.6%, 同比增多14.5pct; 销售净利率23.78%, 同比增多14.5pct。公司第四季度存在300-400MW外购电站入表可能, 盈利水平或将进一步提升, 收入结构也将进一步向太阳能发电板块倾斜。

**● 组件业务短期内拖累公司业绩, 轻资产属性明显, 安全边际充分**

三季度组件业务仍贡献负业绩, 但公司安全边际高。受531影响, 公司组件本期销售价格下降幅度较大, 且销量下降, 导致前三季度组件板块毛利率为负。截止至2018年上半年公司实现组件销售185.68MW, 预计下半年组件可销售300-400MW, 叠加531政策对公司300MW存货跌价的一次性影响, 预计公司2018年组件业务盈利仍为负值, 预亏9800万至1.2亿之间。而相较于公司光伏发电资产, 组件资产体量较小且逐年递减; 公司组件资产占比由2015年的8.4%降低至2018年的4.49%, 公司组件资产安全边际较高。

**● 风险提示**

国内光伏政策利空, 分布式、领跑者、光伏扶贫等支持力度普遍下滑; 国内光伏补贴退坡超预期, 弃光限电率居高不下; 国家经济增速下滑带动下用电行业不景气; 公司新增装机、发电小时数不及预期。

**● 投资评级: 维持“买入”的投资评级**

考虑到太阳能是光伏运营商优势企业, 且行业正处于配额下发、限电改善、成本下降三重利好叠加, 而当前公司估值低于行业平均水平。综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司估值区间为3.59-6.17元/股, 维持“买入”的投资评级。

**盈利预测和财务指标**

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,205	4,689	5,616	6,363
(+/-%)	20.1%	-9.9%	19.8%	13.3%
净利润(百万元)	805	1094	1531	1898
(+/-%)	23.2%	36.0%	39.9%	24.0%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.36	0.51	0.63
EBIT Margin	29.1%	39.8%	42.1%	43.7%
净资产收益率(ROE)	6.7%	9.0%	12.4%	15.2%
市盈率(PE)	13.0	9.6	6.9	5.5
EV/EBITDA	12.5	9.7	8.2	7.3
市净率(PB)	0.87	0.86	0.85	0.84

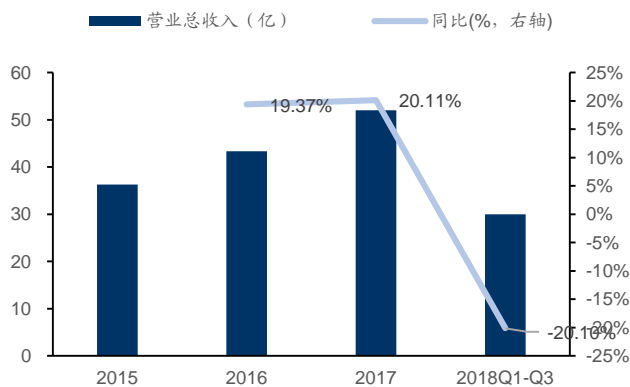
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 三季度业绩符合预期，持续受益限电改善

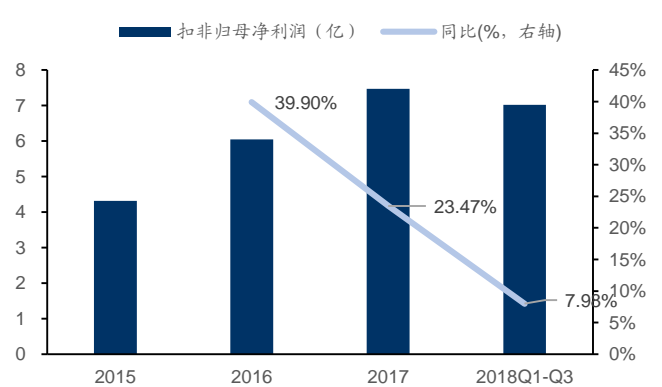
截止 2018 年三季度，公司实现营业收入 30.31 亿 (-20.11%)；扣非归母净利润 7.02 亿元(+7.98%)。公司主要装机区域新疆和甘肃地区弃光限电大幅改善，其中，截止到 2018 年上半年新疆(不含兵团)弃光率 20%，同比减少 6.1 pct；甘肃弃光率 11%，同比减少 11 pct，受益于限电改善，公司三季度太阳能发电业务增长较快；而组件业务短期仍将拖累业绩。

图 1：公司 2018Q1-3 营收同比增长 51.50%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

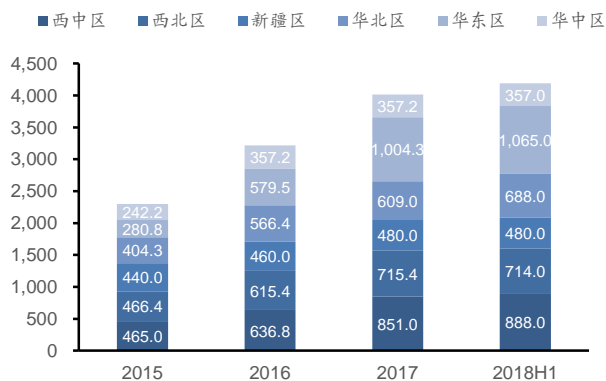
图 2：公司 2018Q1-3 净利润同比增长 160.35%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

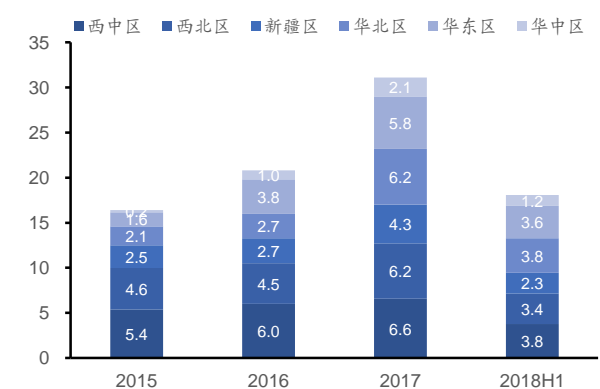
公司为全国光伏运营商龙头，2018 年累计装机 4.2GW。公司 2018 年上半年上网电量 18.07 亿 KWh (+24.71%)，发电含税均价为 0.99 元/KWh，与 2017 年同期平均电价 0.99 元/KWh 持平。截止 2018 年中报，公司装机规模约 4.2GW，并累计锁定 18GW 的优质太阳能光伏发电的项目，同时，上半年公司完成青海瑞德兴阳新能源有限公司 50MW 项目的收购工作，而随着第四季度 300-400MW 新增外购电站入表，预计全年公司发电业务将继续维持增长。

图 3：2018H1 累计装机 4.2GW，累计锁定 18GW 储备项目



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：2018H1 累计上网 18.07 亿 KWh，同比增长 24.71%



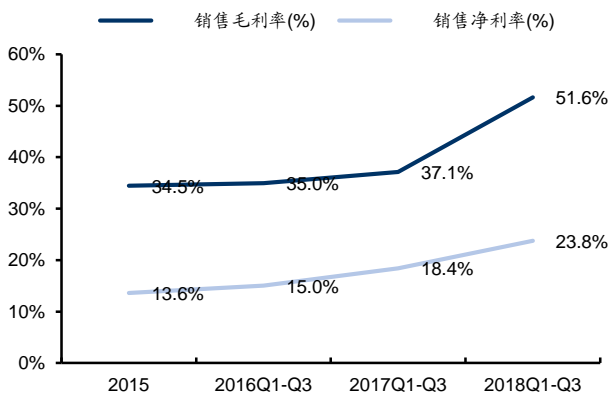
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 盈利能力大幅提升，补贴拖欠影响公司运营效率

公司 2018 年前三季度的盈利能力大幅提升。受益于限电改善及收入结构改善，公司 2018 年前三季度销售毛利率达 51.6%，同比增多 14.5pct；销售净利率 23.78%，同比增多 14.5pct。

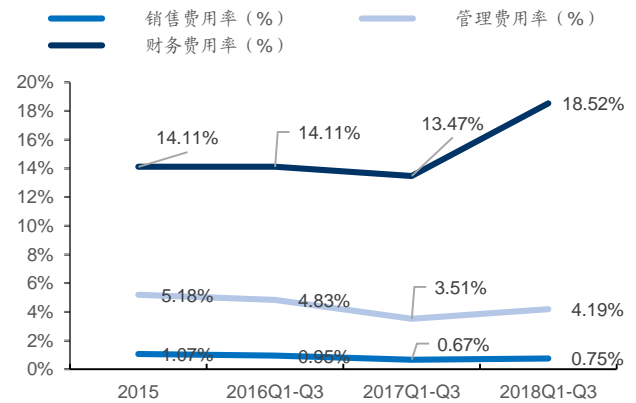
利息支出增加影响公司期间费用。公司 2018 年前三季度期间费用率上升 5.81pct 至 23.46%，其中管理费用率上升 0.68pct 至 4.19%，销售费用率上升 0.08pct 至 0.78%，财务费用率上升 0.30pct 至 0.95%。其中，2018 年前三季度公司利息费用 1.97 亿，同比增长 5.94%，为期间费用增加的主要原因。

图 5：公司毛利率和净利润大幅提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

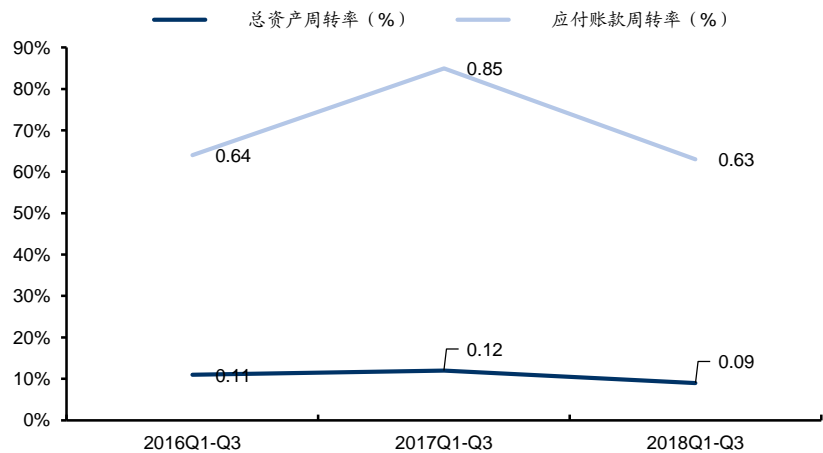
图 6：公司期间费用率同比下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

补贴拖欠影响公司运营效率。总资产周转率为 0.09，同比降低 0.03，应收账款周转率为 0.61，同比降低 0.22，而运营能力周转率的降低，主要来自补贴拖欠导致的应收款项增加。根据我们了解，第七批可再生能源补贴已在 10 月份开始逐步下发，下发率接近 60%，我们判断年底前第七批补贴将悉数到位，公司应收账款将得以大幅缓解。

图 7：受补贴拖欠影响，公司的营收账款周转率下滑



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 盈利预测与估值

公司在太阳能发电领域主要竞争优势体现新增、累计装机量及融资成本领先全行业。拆分公司各业务收入，至 2020 年太阳能组件价格降幅将大于原材料降幅；各区新增装机增速按 13%、14%、14%；各区合理利用小时数提升 10%-20%（西北、新疆 60%限电改善，后续平滑）；平均电价降幅按 15%、10%、10%（华东 12.5%、10%、10%），预计公司 2018/2019/2020 年营业收入分别为 46.89/56.15/63.63 亿元，毛利分别为 21.91/26.72/31.11 亿元。

表 1：太阳能组件业务价基本假设及盈利预测（单位：百万）

太阳能组件	2015	2016	2017	2018E (存货跌价)	2019E	2020E
产量 (MW)	672.79	790.76	928.62	535.68	700.00	800.00
销量 (MW)	677.32	762.58	957.31	535.68	700.00	800.00
销售价格 (元/W)	3.21	3.38	2.70		1.79	1.61
yoy (%)	-9.9%	5.2%	-19.9%		-10.0%	-10.0%
<b>收入 (百万)</b>	<b>2173.06</b>	<b>2574.64</b>	<b>2587.34</b>	<b>1026.77</b>	<b>1250.12</b>	<b>1285.84</b>
原材料成本 (百万)	1591.05	1989.69	2197.19		1042.11	1071.89
yoy (%)	-18.2%	25.1%	10.4%		7.2%	2.9%
原材料平均价格 (元/W)	2.35	2.61	2.30		1.49	1.34
yoy (%)	-16.1%	11.1%	-12.0%		-18.0%	-10.0%
人工成本 (百万)	120.50	123.00	123.89		126.38	127.64
yoy (%)	5.7%	2.1%	0.7%		1.0%	1.0%
折旧费 (百万)	45.17	45.48	45.49		46.40	46.86
yoy (%)	1.3%	0.7%	0.0%		0.01	0.01
其他成本 (百万)	79.54	87.97	72.32		72.32	72.32
yoy (%)	436.6%	10.6%	-17.8%		0.0%	0.0%
<b>总成本(百万)</b>	<b>1791.09</b>	<b>2200.66</b>	<b>2393.41</b>	<b>1033.32</b>	<b>1240.82</b>	<b>1271.86</b>
yoy (%)	-13.6%	22.9%	8.8%	-15.6%	6.1%	2.5%
<b>毛利率 (%)</b>	<b>0.18</b>	<b>0.15</b>	<b>0.07</b>	<b>-0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.1%</b>

资料来源: WIND 国信证券经济研究所预测

表 2：光伏发电业务价基本假设及盈利预测（单位：百万）

光伏发电	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>华东区</b>						
装机量 (MW)	280.75	579.48	1004.30	1134.86	1293.74	1474.86
YOY		106.4%	73.3%	13.0%	14.0%	14.0%
平均发电时长 (h)	431.02	890.46	736.21	809.83	890.82	979.90
发电量 (亿千瓦时)	1.57	3.83	5.83	9.19	11.52	14.45
平均电价(元/kwh)	0.79	0.81	1.06	0.93	0.84	0.75
YOY		1.53%	32.05%	-12.50%	-10.00%	-10.00%
<b>收入 (百万)</b>	<b>124.64</b>	<b>308.70</b>	<b>620.52</b>	<b>855.92</b>	<b>965.99</b>	<b>1090.22</b>
YOY		147.7%	101.0%	37.9%	12.9%	12.9%
毛利率(%)	61.0%	61.0%	61.0%	60.0%	61.0%	61.0%
成本	48.61	120.39	242.00	342.37	376.74	425.19
<b>毛利</b>	<b>76.03</b>	<b>188.31</b>	<b>378.52</b>	<b>513.55</b>	<b>589.26</b>	<b>665.03</b>
<b>西中区</b>						
装机量 (MW)	465.00	636.80	851.00	961.63	1096.26	1249.73
有效发电装机量 (MW)		36.9%	33.6%	13.0%	14.0%	14.0%
平均发电时长 (h)	1106.48	1087.31	881.84	1102.30	1322.76	1455.03

发电量(亿千瓦时)	5.35	5.99	6.56	10.60	14.50	18.18
平均电价(元/kwh)	0.87	0.83	0.83	0.70	0.63	0.57
YOY		-3.6%	-0.8%	-15.00%	-10.00%	-10.00%
<b>收入(百万)</b>	<b>463.06</b>	<b>500.04</b>	<b>543.49</b>	<b>746.47</b>	<b>919.06</b>	<b>1037.25</b>
YOY		8.0%	8.7%	37.3%	23.1%	12.9%
毛利率(%)	61.0%	61.0%	61.0%	60.0%	61.0%	61.0%
成本	180.59	195.02	211.96	298.59	358.43	404.53
<b>毛利</b>	<b>282.47</b>	<b>305.02</b>	<b>331.53</b>	<b>447.88</b>	<b>560.62</b>	<b>632.72</b>
<b>华北区</b>						
装机量(MW)	404.26	566.39	609.00	688.17	784.51	894.35
有效发电装机量(MW)				13.0%	14.0%	14.0%
平均发电时长(h)	174.49	558.39	1049.86	1154.85	1270.34	1397.37
发电量(亿千瓦时)	2.11	2.71	6.17	7.95	9.97	12.50
平均电价(元/kwh)	0.33	1.16	0.81	0.69	0.62	0.56
YOY		246.6%	-30.4%	-15.00%	-10.00%	-10.00%
<b>收入(百万)</b>	<b>70.54</b>	<b>313.99</b>	<b>497.49</b>	<b>544.68</b>	<b>614.72</b>	<b>693.78</b>
YOY		345.1%	58.4%	9.5%	12.9%	12.9%
毛利率(%)	61.0%	61.0%	61.0%	60.0%	61.0%	61.0%
成本	27.51	122.46	194.02	217.87	239.74	270.57
<b>毛利</b>	<b>43.03</b>	<b>191.53</b>	<b>303.47</b>	<b>326.81</b>	<b>374.98</b>	<b>423.20</b>
<b>西北区</b>						
装机量(MW)	466.40	615.40	715.40	808.40	921.58	1050.60
有效发电装机量(MW)				13.0%	14.0%	14.0%
平均发电时长(h)	934.75	839.34	927.26	1529.98	1835.98	2157.27
发电量(亿千瓦时)	4.64	4.54	6.17	12.37	16.92	22.66
平均电价(元/kwh)	0.85	0.81	0.76	0.64	0.58	0.52
YOY		-3.8%	-7.1%	-15.00%	-10.00%	-10.00%
<b>收入(百万)</b>	<b>392.37</b>	<b>369.38</b>	<b>466.41</b>	<b>794.72</b>	<b>978.46</b>	<b>1179.58</b>
YOY		-5.9%	26.3%	70.4%	23.1%	20.6%
毛利率(%)	61.0%	61.0%	61.0%	60.0%	61.0%	61.0%
成本	153.02	144.06	181.90	317.89	381.60	460.04
<b>毛利</b>	<b>239.35</b>	<b>225.32</b>	<b>284.51</b>	<b>476.83</b>	<b>596.86</b>	<b>719.55</b>
<b>新疆区</b>						
装机量(MW)	440.00	460.00	480.00	542.40	618.34	704.90
有效发电装机量(MW)				13.0%	14.0%	14.0%
平均发电时长(h)	542.42	608.89	910.64	1502.55	1803.06	2118.60
发电量(亿千瓦时)	2.50	2.74	4.28	8.15	11.15	14.93
平均电价(元/kwh)	0.86	0.80	0.75	0.63	0.57	0.51
YOY		-7.2%	-6.4%	-15.00%	-10.00%	-10.00%
<b>收入(百万)</b>	<b>214.80</b>	<b>218.53</b>	<b>319.35</b>	<b>516.88</b>	<b>636.39</b>	<b>767.19</b>
YOY		1.7%	46.1%	61.9%	23.1%	20.6%
毛利率(%)	61.0%	61.0%	61.0%	60.0%	61.0%	61.0%

成本	83.77	85.23	124.55	206.75	248.19	299.21
<b>毛利</b>	<b>131.03</b>	<b>133.30</b>	<b>194.80</b>	<b>310.13</b>	<b>388.20</b>	<b>467.99</b>
<b>华中区</b>						
装机量 (MW)	242.20	357.20	357.20	<b>403.64</b>	<b>460.15</b>	<b>524.57</b>
有效发电装机量 (MW)				13.0%	14.0%	14.0%
平均发电时长 (h)	140.43	330.33	590.71	738.38	886.06	1063.27
发电量 (亿千瓦时)	0.23	0.99	2.11	2.98	4.08	5.58
平均电价(元/kwh)	1.33	0.71	0.81	0.68	0.62	0.55
YOY		-46.9%	13.9%	-15.00%	-10.00%	-10.00%
<b>收入 (百万)</b>	<b>30.61</b>	<b>69.97</b>	<b>169.89</b>	<b>203.97</b>	<b>251.13</b>	<b>309.19</b>
YOY		128.6%	142.8%	20.1%	23.1%	23.1%
毛利率(%)	61.0%	61.0%	61.0%	60.0%	61.0%	61.0%
成本	11.94	27.29	66.26	81.59	97.94	120.59
<b>毛利</b>	<b>18.67</b>	<b>42.68</b>	<b>103.63</b>	<b>122.38</b>	<b>153.19</b>	<b>188.61</b>

资料来源: WIND 国信证券经济研究所预测

### 可比公司估值

太阳能的同业可比公司主要是大唐新能源等新能源运营商龙头企业, 根据 **wind 一致预期数据**, 同行业可比公司 2018 市盈率估年值均值为 9.97 倍, 我们预测公司对应的估值为 8.2 倍, 远低于行业估值中枢水平。根据国信估值模型中 18 年 EPS 预测 0.36 元/股, 公司估值应在 3.59 元/股; 结合 FCFE 绝对估值, 公司估值合理区间为 3.59-6.17 元/股。

**表 3: 同行业上市公司估值比较**

证券代码	证券简称	总股本 (亿股)	收 盘 价 (2018/10/26)	总市值 (亿元)	EPS			PE			投资 评级
					17A	18E	19E	17A	18E	19E	
1798.HK	大唐新能 源	72.74	0.91	66.19	0.08	0.19	0.22	7.60	4.30	3.66	未评级
601222.S H	林洋能源	17.65	4.11	72.56	0.39	0.49	0.59	10.58	8.35	6.95	买入
601877.S H	正泰电器	21.51	21.89	470.95	1.34	1.68	2.02	16.58	13.01	10.85	未评级
601016.S H	节能风电	41.56	2.31	95.99	0.10	0.16	0.20	24.06	14.20	11.36	未评级
	平均							14.71	9.97	8.21	-
000591.SZ	太阳能	30.07	2.92	87.81	0.27	0.36	0.51	13	9.6	6.9	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 (其他可比公司数据均来源于 wind)

### 投资建议

考虑到太阳能是光伏运营商优势企业, 且行业正处于配额下发、限电改善、成本下降三重利好叠加, 而当前公司估值低于相较行业平均水平。综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司估值合理区间为 3.42-6.17 元/股, 维持“买入”的评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	844	1427	1281	1184	营业收入	5205	4689	5616	6363
应收款项	4691	2959	2303	1566	营业成本	3414	2498	2943	3252
存货净额	155	80	97	109	营业税金及附加	58	52	59	70
其他流动资产	1093	985	826	655	销售费用	38	42	40	40
<b>流动资产合计</b>	<b>6784</b>	<b>5450</b>	<b>4507</b>	<b>3514</b>	管理费用	178	230	211	220
固定资产	22498	24025	25845	27541	财务费用	672	737	771	806
无形资产及其他	399	383	368	352	投资收益	42	30	34	36
投资性房地产	1866	1866	1866	1866	资产减值及公允价值变动	(79)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	30	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>31548</b>	<b>31726</b>	<b>32586</b>	<b>33273</b>	营业利润	837	1160	1626	2011
短期借款及交易性金融负债	2546	3693	4496	5009	营业外净收支	13	13	13	13
应付款项	2585	2077	2541	2843	<b>利润总额</b>	<b>850</b>	<b>1173</b>	<b>1638</b>	<b>2023</b>
其他流动负债	616	428	332	454	所得税费用	40	70	96	111
<b>流动负债合计</b>	<b>5747</b>	<b>6198</b>	<b>7369</b>	<b>8306</b>	少数股东损益	6	8	11	14
长期借款及应付债券	12191	12191	12191	12191	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>805</b>	<b>1094</b>	<b>1531</b>	<b>1898</b>
其他长期负债	1361	1013	570	175	现金流量表				
<b>长期负债合计</b>	<b>13552</b>	<b>13204</b>	<b>12761</b>	<b>12365</b>	<b>净利润</b>	<b>805</b>	<b>1094</b>	<b>1531</b>	<b>1898</b>
<b>负债合计</b>	<b>19299</b>	<b>19401</b>	<b>20130</b>	<b>20671</b>	资产减值准备	77	13	7	7
少数股东权益	150	149	149	148	折旧摊销	868	1225	1377	1501
股东权益	12099	12176	12308	12453	公允价值变动损失	79	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>31548</b>	<b>31726</b>	<b>32586</b>	<b>33273</b>	财务费用	672	737	771	806
关键财务与估值指标					营运资本变动	(917)	885	729	932
每股收益	0.27	0.36	0.51	0.63	其它	(77)	(15)	(6)	(7)
每股红利	0.25	0.34	0.47	0.58	<b>经营活动现金流</b>	<b>835</b>	<b>3203</b>	<b>3638</b>	<b>4330</b>
每股净资产	4.02	4.05	4.09	4.14	资本开支	(3781)	(2749)	(3187)	(3187)
ROIC	6%	6%	8%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	7%	9%	12%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(3781)</b>	<b>(2749)</b>	<b>(3187)</b>	<b>(3187)</b>
毛利率	34%	47%	48%	49%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	29%	40%	42%	44%	负债净变化	1719	0	0	0
EBITDA Margin	46%	66%	67%	67%	支付股利、利息	(746)	(1018)	(1399)	(1753)
收入增长	20%	-10%	20%	13%	其它融资现金流	272	1147	803	513
净利润增长率	23%	36%	40%	24%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2218</b>	<b>129</b>	<b>(596)</b>	<b>(1240)</b>
资产负债率	62%	62%	62%	63%	<b>现金净变动</b>	<b>(728)</b>	<b>583</b>	<b>(146)</b>	<b>(97)</b>
息率	7.1%	9.7%	13.3%	16.7%	货币资金的期初余额	1572	844	1427	1281
P/E	13.0	9.6	6.9	5.5	货币资金的期末余额	844	1427	1281	1184
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	企业自由现金流	(2385)	1116	1144	1874
EV/EBITDA	12.5	9.7	8.2	7.3	权益自由现金流	(394)	1570	1220	1625

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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