

证券研究报告—动态报告

公用事业

电力

国投电力(600886)

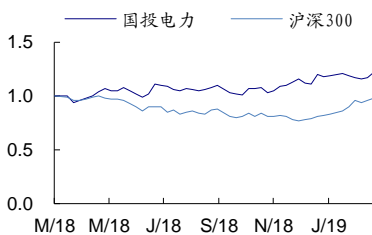
增持

2018 年年报点评

(维持评级)

2019 年 03 月 29 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	6,786/6,786
总市值/流通(百万元)	55,374/55,374
上证综指/深圳成指	2,995/9,547
12 个月最高/最低(元)	8.62/6.44

相关研究报告:

《国投电力-600886-2018 年三季报点评: 量价稳健增长, 业绩增速 22%》——2018-10-31
《国投电力-600886-2018 年半年报点评: 火电量价齐升, 带动业绩反转》——2018-08-16

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855
E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513050004

证券分析师: 武云泽

电话: 021-60875161
E-MAIL: wuyunze@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517050002

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

水火齐回升, 扣非业绩增长 30%

● 2018 年营收增长 29.61%, 归母净利润增长 35.02%

公司 2018 年营业收入同比+29.61%至 410.11 亿元, 归母净利润同比+35.02%至 43.64 亿元, 归母扣非净利润同比+30.26%至 41.85 亿元。公司拟每股派发股息 0.225 元, 对应分红率 35%, 对应年报发布前日收盘价股息率 2.76%。

● 水电与火电业绩双双提升, 成为业绩主要增长点

电力毛利+28.82%或 37.13 亿元至 165.88 亿元, 其中水电贡献 51%但退税大降, 火电贡献 41%。控股发电量+17.62%至 1516.64 亿 kWh; 平均含税上网电价+8.28%至 0.314 元/kWh。期末装机容量+7.7%或 2435MW 至 34055MW, 主要是年中投产北疆二期 2000MW 火电。市场电占比+5.68 pct 至 28.77%。

● 水电政策性让利减少, 完全覆盖增值税返还下行, 雅中持续投建

雅砻江发电量+2.37%, 退税大降 90%或 6.26 亿元, 但政策性让利减少使净利润+5.76%至 72.85 亿元。大朝山发电量-8.97%, 退税大降 1.72 亿元, 但同样政策性让利减少使业绩同比+61.41%至 9.07 亿元。两河口与杨房沟当年资本开支 15.6 亿元, 进度 46.16%/30.37%, 雅中直流确定落地江西。

● 火电新机组投运与电价上调, 对冲燃煤成本上行

火电发电量+46.57%至 647.55 亿千瓦时, 主要是 17H2 与 18H1 各有 2000MW 机组投产; 含税平均上网电价+3.36%至 0.369 元/千瓦时, 主因是 17 年 7 月标杆电价提升; 故收入+54.14%至 195.23 亿元。本年煤价提升, 但成本同比增速+44.62%低于发电量增速, 供电煤耗-1.6%至 302.22 克/千瓦时起到贡献。

● 资产负债率下行 2.65 pct, 期间费用率下行 3.27 pct

公司资产负债率大降 2.65 pct 至 68.20%, 为后续再融资投资建雅砻江中游机组留出空间。期间费用率大降 3.27 pct 至 15.32%, 主要是财务费用率大降 3.04 pct 至 12.37%。我们测算公司平均融资成本同比+0.04 pct 至 3.76%。

● 投资建议: 看好煤价下行与后续雅砻江中游机组投运, 维持“增持”

预计公司 2019-2021 年归母净利润为 46.71/49.31/52.57 亿元, 对应动态 PE 为 11.9x/11.2x/10.5x, 看好煤价下行以及后续水电投运, 维持“增持”评级。

● 风险提示: 来水下行, 电力需求下行, 电价下行, 煤价上行

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	31,645	41,011	41,926	42,092	43,567
(+/-%)	8.1%	29.6%	2.2%	0.4%	3.5%
净利润(百万元)	3232	4364	4671.11	4930.52	5257.11
(+/-%)	-17.5%	35.0%	7.0%	5.6%	6.6%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.64	0.69	0.73	0.77
EBIT Margin	35.6%	35.1%	35.0%	36.1%	36.5%
净资产收益率(ROE)	10.6%	11.6%	11.5%	11.2%	11.1%
市盈率(PE)	17.1	12.7	11.9	11.2	10.5
EV/EBITDA	11.4	9.5	9.2	8.8	8.3
市净率(PB)	1.81	1.47	1.36	1.26	1.17

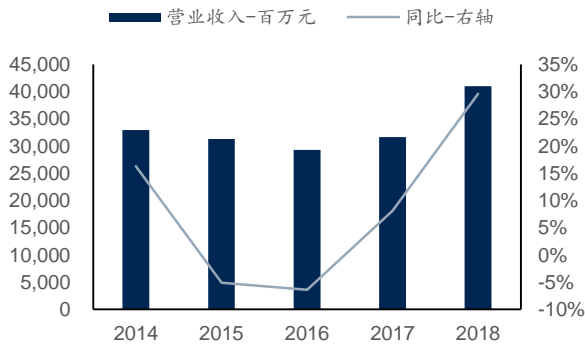
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

盈利能力回升，资产负债率下行

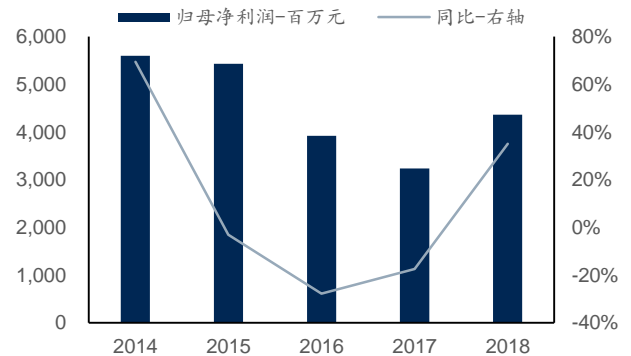
公司 2018 年营业收入 410.11 亿元，同比+29.61%。归母净利润 43.64 亿元，同比+35.02%；归母扣非净利润 41.85 亿元，同比+30.26%。

图 1：公司历年营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

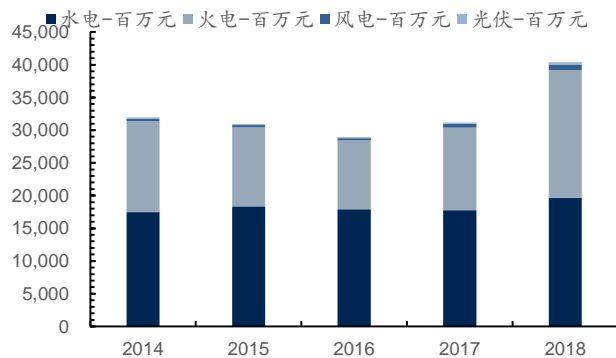
图 2：公司历年归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

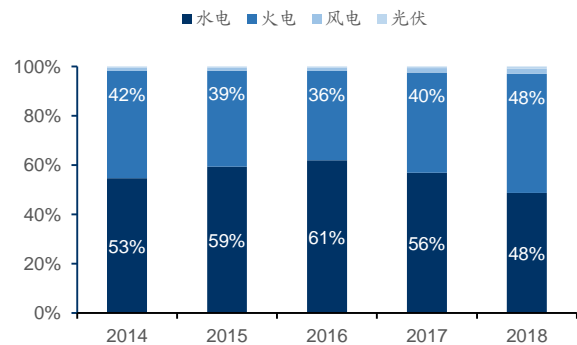
在公司电力业务中，水电收入始终维持最大比例，火电收入占比次之。2018 年公司水电 196.61 亿元，同比+10.81%，占总收入的 49%，占比-7 pct；火电收入 195.13 亿元，同比+54.23%，占总收入的 48%，占比+8 pct。

图 3：公司电力业务收入构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：公司电力业务收入占比

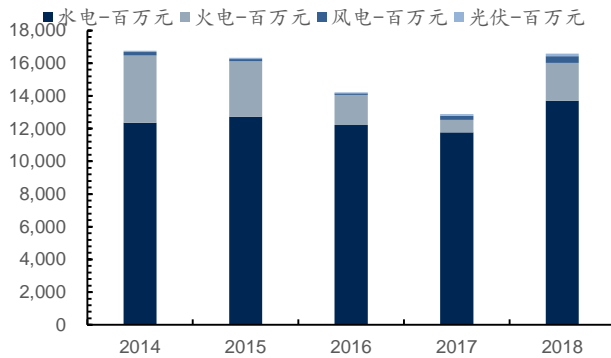


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在公司电力业务中，水电毛利始终维持最大比例，火电毛利占比次之。2016 年以来伴随煤炭供给侧改革与煤价上涨，火电毛利占比有所收窄，但 2018 年由于火电新装机提升，毛利占比回升。2018 年，水电毛利（不含增值税返还）137.04 亿元，同比+16.36%，占总毛利的 83%，占比-9 pct。火电毛利 23.07 亿元，同比+202.71%，占总毛利的 14%，同比+8 pct。

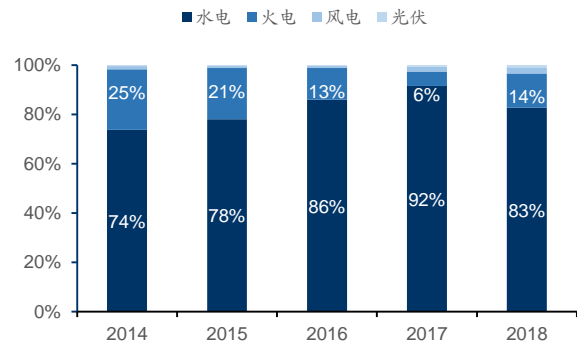
2018 年，水电（不含增值税返还）占毛利增量的 51%，火电占毛利增量的 41%。如果考虑水电主要机组增值税返还大降约 90%，火电对公司业绩增长的贡献比例将更高。

图 5：公司电力业务毛利构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 6：公司电力业务毛利占比

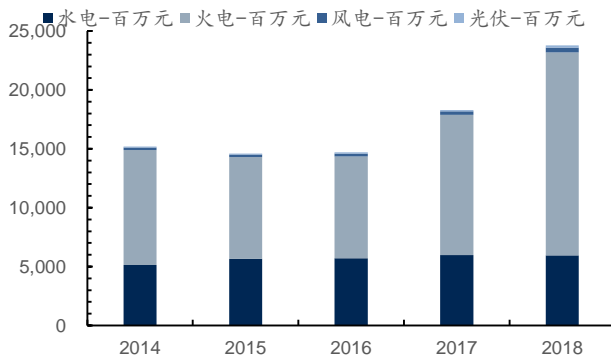


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在公司电力业务中，火电由于存在较高的燃料成本，在营业成本中的占比逐年增长，由此也拉低了公司毛利率。其余电力品种的营业成本多为机组折旧。2018年，公司火电营业成本 172.16 亿元，同比+44.62%，占总营业成本比重 72%，同比+9 pct。

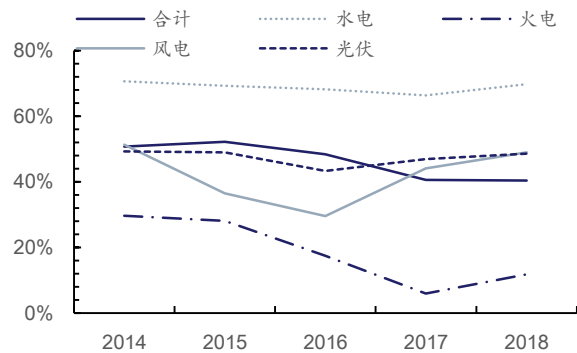
2018 年，公司综合毛利率 41.1%，同比-0.2 pct，其中水电毛利率 70%，同比+4 pct，火电毛利率 12%，同比+6 pct。两大业务毛利率双双提升，但综合毛利率下滑，主因是毛利率较低的火电业务占比提升。

图 7：公司电力业务营业成本构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

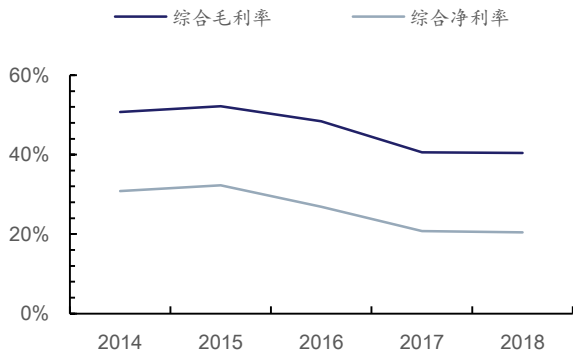
图 8：公司电力业务毛利率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

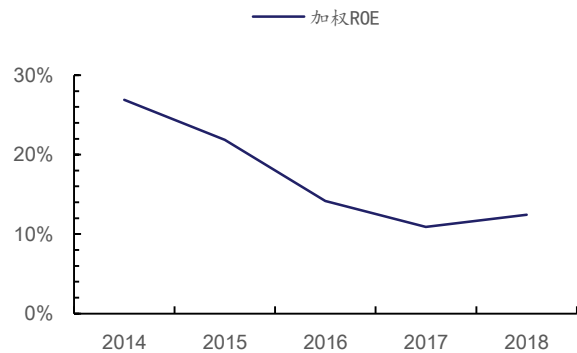
公司盈利能力伴随火电和水电的回升而总体呈现触底反弹势头。2018 年，公司综合净利率 20.43%，同比下滑 0.30 pct，主因同样是低利润率火电占比提升。公司加权 ROE 为 12.44%，同比+1.53 pct。

图 9: 公司综合利润率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

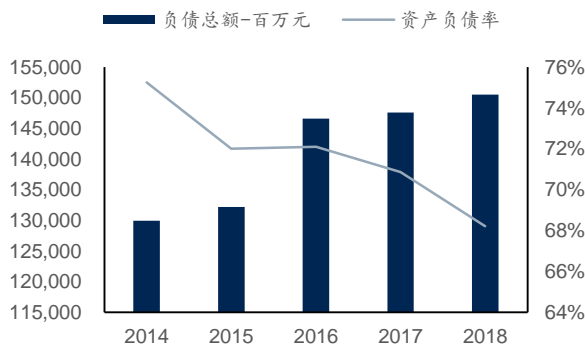
图 10: 公司电力业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

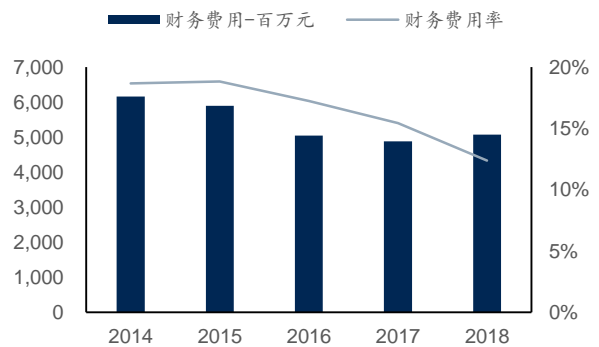
截至 2018 年末, 公司负债总额 1505.25 亿元, 同比+2.00%; 资产负债率 68.20%, 同比-2.65 pct. 公司财务费用 50.71 亿元, 同比+3.96%, 财务费用率 12.37%, 大降 3.04 pct. 我们测算公司平均融资成本同比+0.04 pct 至 3.76%。

图 11: 公司负债总额与资产负债率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

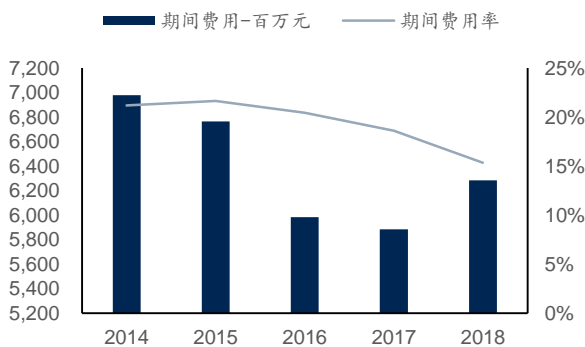
图 12: 公司财务费用与财务费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

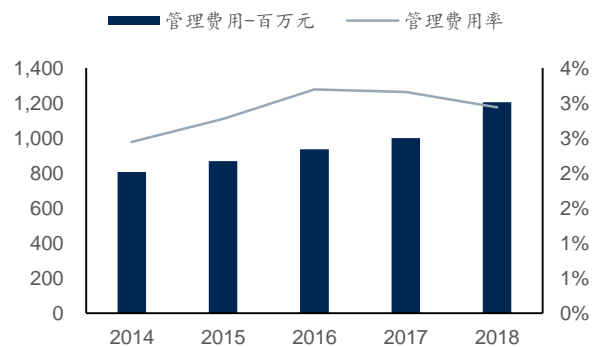
报告期内, 公司合计期间费用 62.83 亿元, 同比+6.77%; 期间费用率 15.32%, 同比-3.27 pct. 除了财务费用率下降外, 公司管理费用 12.05 亿元, 同比+20.62%; 管理费用率 2.94%, 同比-0.22 pct.

图 13: 公司期间费用与期间费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: 公司管理费用与管理费用率



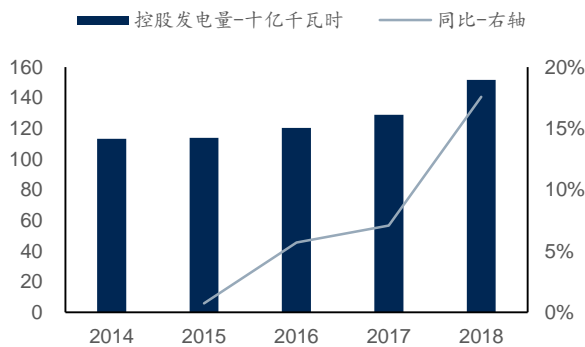
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

水电电量稳定、电价提升，火电量价提升

公司 2018 年控股机组发电量 1516.64 亿千瓦时，同比+17.62%，增速连年走高，且超出 2018 年 8.4% 的全国整体发电量增速。

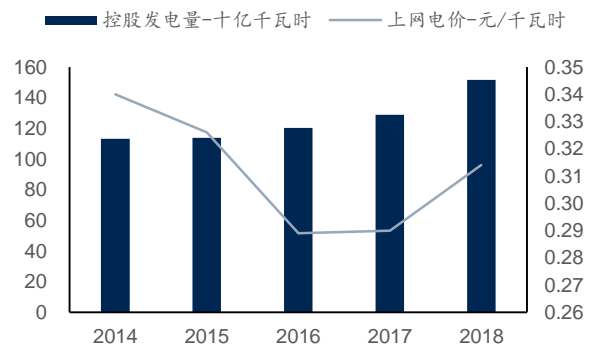
公司控股机组平均含税上网电价 0.314 元/千瓦时，同比+0.024 元/千瓦时或 8.28%，主要原因是水电平均上网电价提升 0.017 元/千瓦时或 6.77%，火电平均上网电价提升 0.012 元/千瓦时或 3.36%。水电电价的提升主要为雅砻江的官地、锦屏一级、锦屏二级 3 个锦苏直流电源点受益于电力供需形势改善、电价有所提升；火电电价的提升主要是 2017 年 7 月 1 日起国家提升燃煤标杆电价。

图 15: 公司历年控股发电量与同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

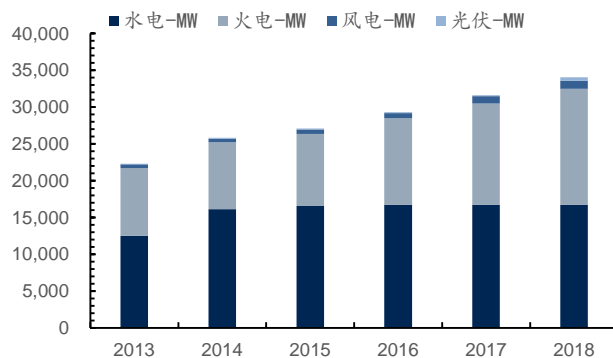
图 16: 公司历年控股发电量与含税平均上网电价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

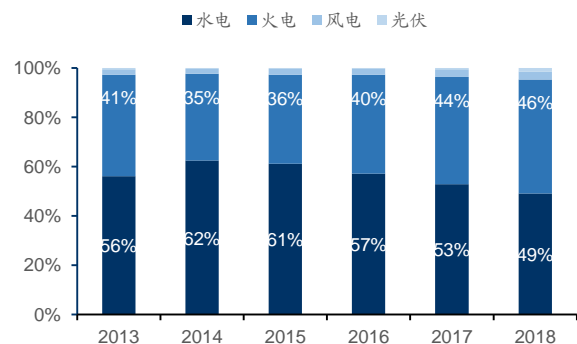
公司发电量增长的主要原因是新增火电装机。2018 年, 公司新增投运装机容量 (含收购) 2435MW, 其中火电 2000MW, 风电 115MW, 光伏 320MW。当前公司合计控股装机容量 34055MW, 5 年 CAGR8.83%。其中水电 16720MW, 5 年 CAGR5.96%, 占比 49%, 占比同比-4 pct; 火电 15756MW, 5 年 CAGR11.41%, 占比 46%, 占比同比+2 pct; 风电 1101MW, 5 年 CAGR17.34%, 占比 3%; 光伏 478MW, 5 年 CAGR34.65%, 占比 1%。

图 17: 公司历年控股装机容量构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

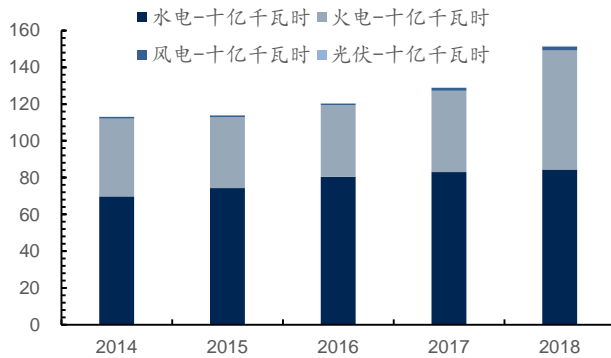
图 18: 公司历年控股装机容量占比构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

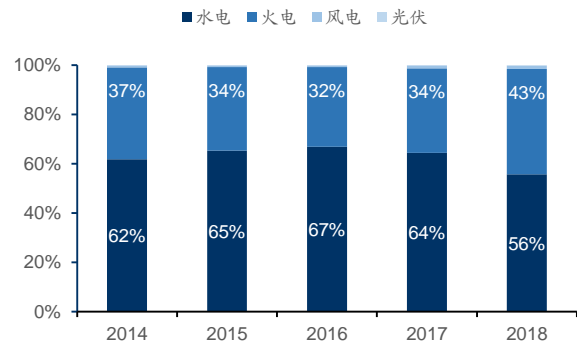
在公司的发电量结构中, 由于火电的占比提升, 水电的占比逐年有所下滑。2018 年, 公司水电总发电量 843.95 亿千瓦时, 占比 56%, 占比同比-8 pct; 火电总发电量 647.55 亿千瓦时, 占比 43%, 占比同比+9 pct; 风电光伏合计发电量占比约 1%。

图 19: 公司历年发电量构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 20: 公司历年发电量占比构成

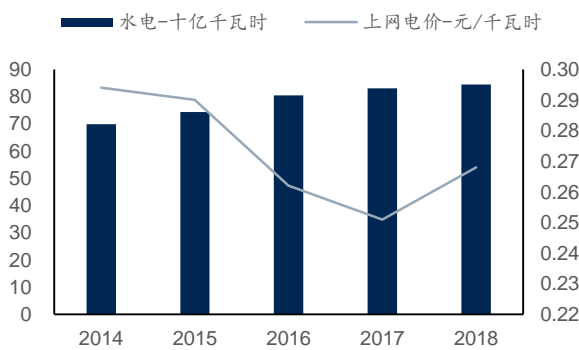


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

自从雅砻江下游流域投产完毕后, 公司近年来水电发电量整体伴随来水情况小幅波动。2018 年水电发电量 843.95 亿千瓦时, 同比+1.66%; 含税平均上网电价 0.268 元/千瓦时, 同比+6.77%或 0.017 元/千瓦时。

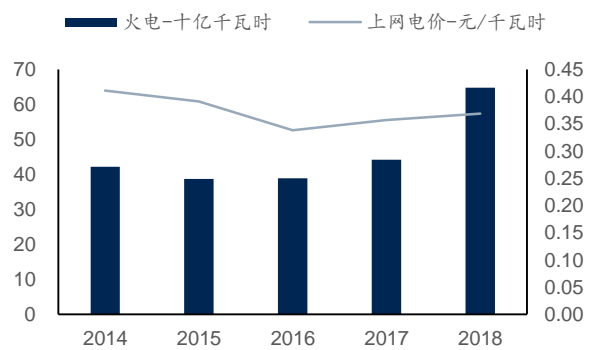
公司近年来火电发电量伴随新装机投运而稳步提升。2018 年火电发电量 647.55 亿千瓦时, 同比+46.57%; 含税平均上网电价 0.369 元/千瓦时, 同比+3.36%或 0.012 元/千瓦时。

图 21: 公司历年水电发电量及含税平均上网电价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 22: 公司历年火电发电量及含税平均上网电价

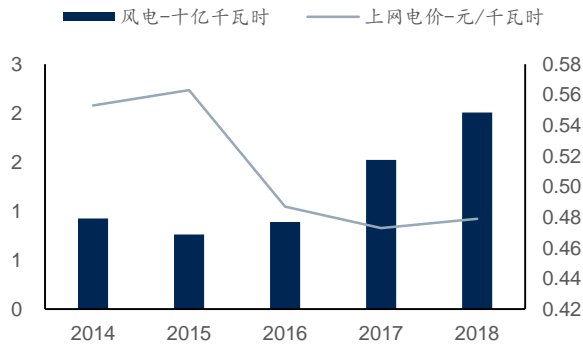


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司近年来风电发电量伴随新装机投运而有所提升。2018 年风电发电量 20.05 亿千瓦时, 同比+31.56%; 含税平均上网电价 0.479 元/千瓦时, 同比+1.27%或 0.006 元/千瓦时。

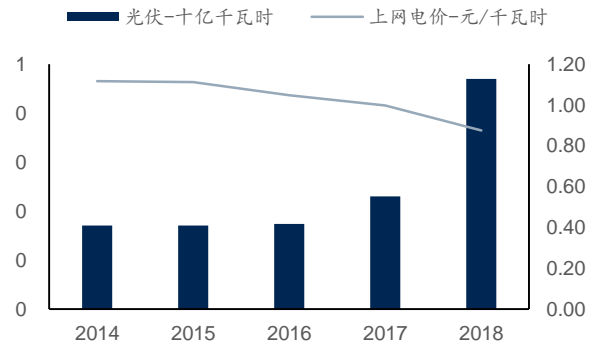
公司近年来光伏发电量伴随新装机投运而有所提升。2018 年光伏发电量 4.70 亿千瓦时, 同比+104.35%; 含税平均上网电价 0.875 元/千瓦时, 同比-12.32%或 0.123 元/千瓦时。

图 23: 公司历年风电发电量及含税平均上网电价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 24: 公司历年光伏发电量及含税平均上网电价

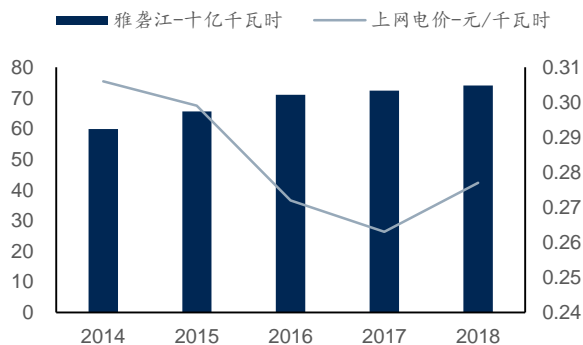


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

雅砻江水电: 发电量微增, 上网电价有所好转

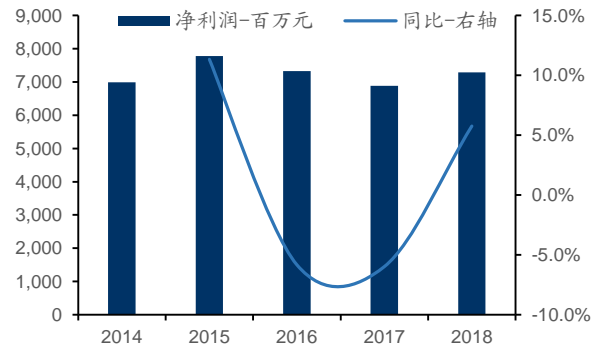
公司控股 52% 的雅砻江水电, 2018 年发电量 741.13 亿千瓦时, 同比+2.37%, 发电量占公司水电整体发电量的 87.82%。雅砻江含税平均上网电价 0.277 元/千瓦时, 同比+5.32% 或 0.014 元/千瓦时。雅砻江水电 2018 年收入 176.06 亿元, 同比+8.15%, 净利润 72.85 亿元, 同比+5.76%。

图 25: 雅砻江水电历年发电量及含税平均上网电价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

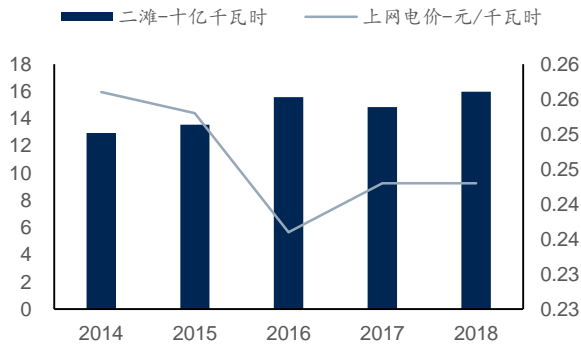
图 26: 雅砻江水电历年净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

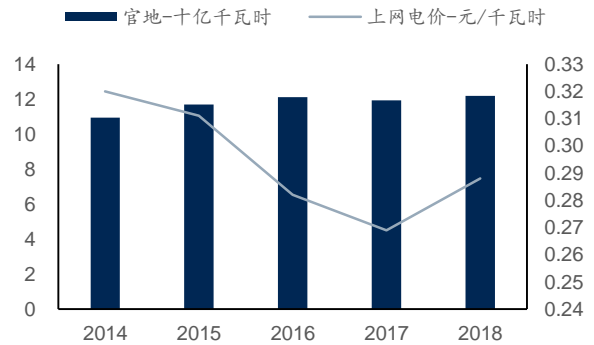
在雅砻江水电中, 发电量占比较大的包括二滩 (3300MW)、官地 (2400MW)、锦屏一级 (3600MW)、锦屏二级 (4800MW) 等水电站。其中, 2018 年, 二滩发电量 159.75 亿千瓦时, 同比+7.67%; 含税平均上网电价 0.243 元/千瓦时, 与上年持平。官地发电量 121.80 亿千瓦时, 同比+2.04%; 含税平均上网电价 0.288 元/千瓦时, 同比+7.06% 或 0.019 元/千瓦时。

图 27: 二滩水电站历年发电量及含税平均上网电价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

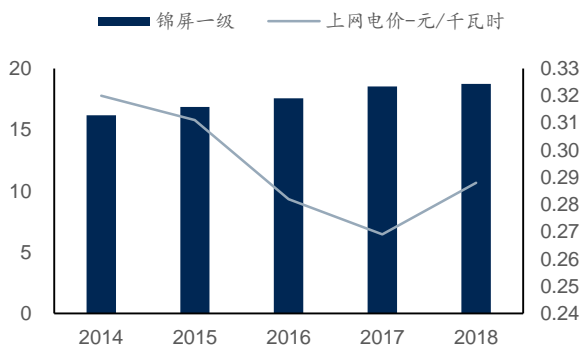
图 28: 官地水电站历年发电量及含税平均上网电价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

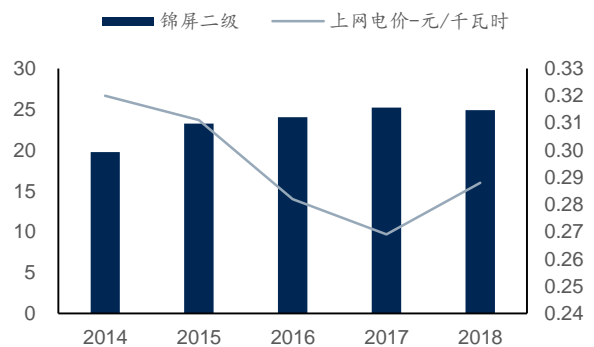
2018 年, 锦屏一级发电量 187.28 亿千瓦时, 同比+1.04%; 含税平均上网电价 0.288 元/千瓦时, 同比+7.06%或 0.019 元/千瓦时。锦屏二级发电量 248.87 亿千瓦时, 同比-1.23%; 含税平均上网电价 0.288 元/千瓦时, 同比+7.06%或 0.019 元/千瓦时

图 29: 锦屏一级水电站历年发电量及含税平均上网电价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 30: 锦屏二级水电站历年发电量及含税平均上网电价

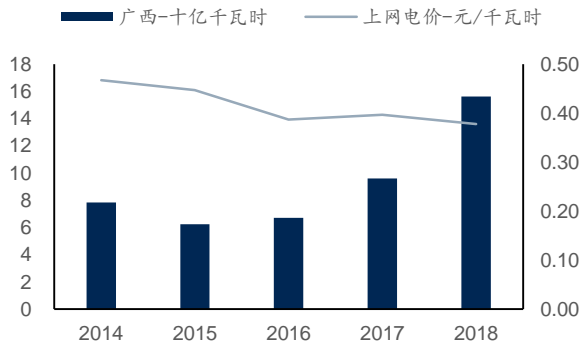


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

火电: 新机组投运驱动量价齐升

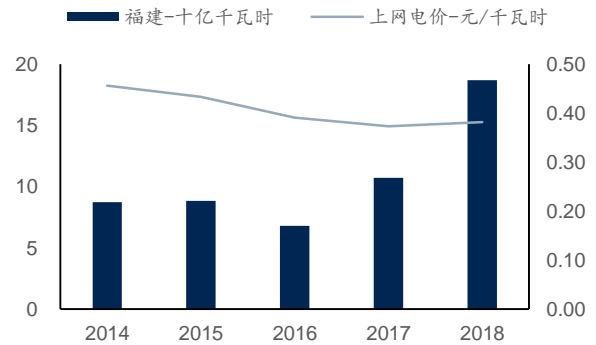
2018 年, 公司火电发电量主要受益于广西和福建区域机组的增长。其中, 广西地区火电机组发电量 156.11 亿千瓦时, 同比+62.56%; 含税平均上网电价 0.378 元/千瓦时, 同比-4.79%或 0.019 元/千瓦时。福建地区火电机组发电量 186.79 亿千瓦时, 同比+74.31%; 含税平均上网电价 0.382 元/千瓦时, 同比+2.41%或 0.009 元/千瓦时。在公司火电机组整体电价上行的同时, 广西火电电价同比下行, 我们估计主要是由于广西省推行水电全额以标杆电价上网, 加剧了省内存量火电机组的市场化竞价激烈程度。

图 31: 公司广西火电机组历年发电量及含税平均上网电价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 32: 公司福建火电机组历年发电量及含税平均上网电价

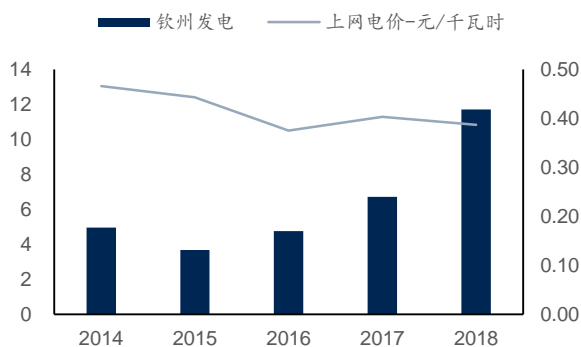


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

广西地区主要受益于国投钦州的发电量大幅提升。2018 年, 国投钦州发电量 117.03 亿千瓦时, 同比+74.39%; 含税平均上网电价 0.387 元/千瓦时, 同比-3.97% 或 0.016 元/千瓦时。

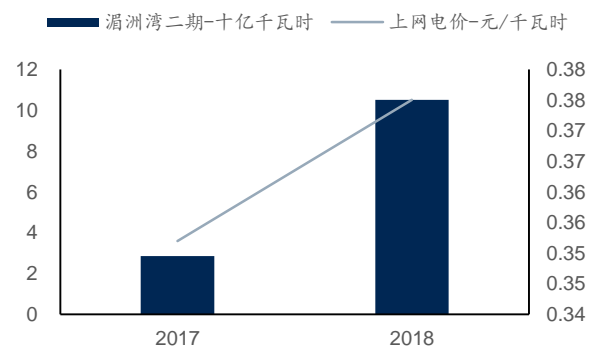
福建地区主要受益于湄洲湾二期于 17Q3 投产。2018 年, 湄洲湾二期发电量 105.11 亿千瓦时, 同比+268.42%; 含税平均上网电价 0.375 元/千瓦时, 同比+6.53% 或 0.023 元/千瓦时。

图 33: 国投钦州历年发电量及含税平均上网电价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

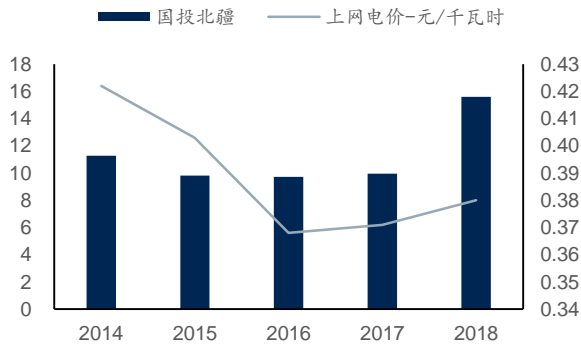
图 34: 湄洲湾二期历年发电量及含税平均上网电价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

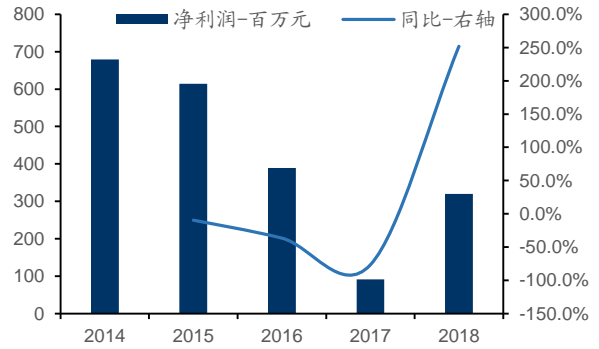
此外, 国投北疆二期 2*1000MW 于 2018 年 6 月投产, 也提升了北疆的 2018 年发电量至 155.99 千瓦时, 同比+56.51%; 含税平均上网电价 0.380 元/千瓦时, 同比+2.43% 或 0.009 元/千瓦时。作为国投电力盈利能力最强的火电机组, 国投北疆 2018 年实现净利润 3.20 亿元, 同比+251.88%。

图 35: 国投北疆历年发电量及含税平均上网电价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 36: 国投北疆历年净利润水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议

预计公司 2019-2021 年归母净利润为 46.71/49.31/52.57 亿元, 对应动态 PE 为 11.9x/11.2x/10.5x, 看好煤价下行以及后续水电投运, 维持“增持”评级。

风险提示: 来水下行, 电力需求下行, 电价下行, 煤价上行

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190329	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (17A)	PB (17A)	投资 评级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			
600900	长江电力	16.94	3,727	1.01	1.03	1.04	1.06	16.7	16.4	16.4	16.3	16.9	2.8	增持
600886	国投电力	8.16	554	0.48	0.64	0.69	0.73	17.1	12.8	11.8	11.2	10.9	1.8	增持
600674	川投能源	9.21	405	0.74	0.73	0.73	0.75	12.4	12.6	12.6	12.3	15.3	1.8	增持
600025	华能水电	4.01	722	0.14	0.22	0.20	0.24	28.6	18.3	19.8	17.0	6.3	1.8	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 华能水电为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	7601	8965	11678	15827	营业收入	41011	41926	42092	43567
应收款项	5910	5169	5189	5371	营业成本	24440	25244	24921	25689
存货净额	1517	1454	1388	1393	营业税金及附加	962	839	842	871
其他流动资产	1506	1551	2357	2440	销售费用	7	7	7	7
流动资产合计	17378	18491	22775	28491	管理费用	1205	1153	1114	1099
固定资产	185104	187775	189874	191173	财务费用	5071	4689	4598	4537
无形资产及其他	4404	4089	3775	3460	投资收益	522	500	500	500
投资性房地产	3299	3299	3299	3299	资产减值及公允价值变动	(352)	(174)	(215)	(247)
长期股权投资	10524	10524	10524	10524	其他收入	188	0	0	0
资产总计	220708	224178	230247	236947	营业利润	9684	10322	10895	11617
短期借款及交易性金融负债	21481	18933	19712	20042	营业外净收支	45	0	0	0
应付款项	5100	5193	4959	4976	利润总额	9729	10322	10895	11617
其他流动负债	8588	8909	8508	8529	所得税费用	1352	1393	1471	1568
流动负债合计	35169	33035	33179	33547	少数股东损益	4013	4257	4494	4791
长期借款及应付债券	113904	113904	113904	113904	归属于母公司净利润	4364	4671	4931	5257
其他长期负债	1452	1252	1052	852					
长期负债合计	115357	115157	114957	114757	现金流量表 (百万元)				
负债合计	150525	148191	148135	148304	净利润	4364	4671	4931	5257
少数股东权益	32492	35259	38179	41294	资产减值准备	278	26	22	56
股东权益	37692	40728	43933	47350	折旧摊销	7166	7444	7978	8713
负债和股东权益总计	220708	224178	230247	236947	公允价值变动损失	352	174	215	247
					财务费用	5071	4689	4598	4537
关键财务与估值指标					营运资本变动	(4368)	998	(1575)	(375)
	2018	2019E	2020E	2021E	其它	2694	2741	2899	3058
每股收益	0.64	0.69	0.73	0.77	经营活动现金流	10487	16054	14470	16957
每股红利	0.17	0.24	0.25	0.27	资本开支	(11338)	(10000)	(10000)	(10000)
每股净资产	5.55	6.00	6.47	6.98	其它投资现金流	(845)	(507)	(811)	(1297)
ROIC	7%	7%	7%	7%	投资活动现金流	(13977)	(10507)	(10811)	(11297)
ROE	12%	11%	11%	11%	权益性融资	5499	0	0	0
毛利率	40%	40%	41%	41%	负债净变化	2817	0	0	0
EBIT Margin	35%	35%	36%	36%	支付股利、利息	(1131)	(1635)	(1726)	(1840)
EBITDA Margin	53%	53%	55%	56%	其它融资现金流	(2911)	(2548)	779	330
收入增长	30%	2%	0%	4%	融资活动现金流	5960	(4182)	(946)	(1510)
净利润增长率	35%	7%	6%	7%	现金净变动	2470	1364	2713	4149
资产负债率	83%	82%	81%	80%	货币资金的期初余额	5131	7601	8965	11678
息率	2.0%	3.0%	3.1%	3.3%	货币资金的期末余额	7601	8965	11678	15827
P/E	12.7	11.9	11.2	10.5	企业自由现金流	3856	11144	9559	12093
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	权益自由现金流	3763	4540	6361	8497
EV/EBITDA	9.5	9.2	8.8	8.3					

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