

证券研究报告—动态报告/公司快评

电气设备新能源

新能源

中国电建 (601669)

重大事件快评

买入

(首次覆盖)

2021年08月09日

全球电力建设龙头，“碳中和”打开成长之路

证券分析师：王蔚祺

wangweiqi2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080003

联系人：陈抒扬

chenshuyang@guosen.com.cn

事项：

7月23日，国家发改委、国家能源局正式发布了《关于加快推动新型储能发展的指导意见》。《意见》提出，到2025年，实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，新型储能技术装机规模将达30GW以上；新型储能在推动能源领域碳达峰碳中和过程中发挥显著作用，到2030年，实现新型储能全面市场化发展。

7月26日，国家发改委印发《关于进一步完善分时电价机制的通知》，要求在保持销售电价总水平基本稳定的基础上，进一步完善目录分时电价机制，更好引导用户削峰填谷、改善电力供需状况、促进新能源消纳，为构建以新能源为主体的新型电力系统、保障电力系统安全稳定经济运行提供支撑。

7月30日，中共中央政治局会议明确，要统筹有序做好碳达峰、碳中和工作，尽快出台2030年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式“减碳”。

国信电新观点：1、分时电价与储能政策协同促进社会用电削峰填谷，利好分布式光伏、储能产业链；2、2030年前碳达峰行动方案即将出台，十四五、十五五期间各地装机规划逐步明晰，新能源项目勘测设计与招标建设提上日程，各大新能源及储能项目承包承建企业合同签订有望加速落地；3、中国电建加码布局新能源开发，预计十四五期间新增新能源装机17.9GW（规划30GW），完善的产业链布局将迎来价值重估；4、预计2021-2023年公司归母净利润84.14/103.63/116.37亿元，同比增速5.3%/23.2%/12.3%；对应摊薄EPS为0.55/0.68/0.76元，对应当前股价PE为10.1/8.2/7.3X，根据DCF绝对估值法得出合理估值区间8.89-10.56元，较当前溢价60-90%，首次覆盖给予“买入”评级。

评论：

■ 分时电价与储能政策点燃分布式光伏需求，利好分布式光伏、储能产业链

分时电价新机制将拉大峰谷电价差，或对风电、光伏电价产生影响。《关于进一步完善分时电价机制的通知》指出，各地要统筹考虑当地电力系统峰谷差率、新能源装机占比、系统调节能力等因素，合理确定峰谷电价价差，上年或当年预计最大系统峰谷差率超过40%的地方，峰谷电价价差原则上不低于4:1；其他地方原则上不低于3:1；在峰谷电价的基础上推行尖峰电价机制，尖峰电价在峰段电价基础上上浮比例原则上不低于20%。各地要根据当地电力系统用电负荷或净负荷特性变化，参考电力现货市场分时电价信号，适时调整目录分时电价时段划分、浮动比例。

分时电价政策的完善有利于引导用户在电力系统低谷时段多用电，并为抽水蓄能、新型储能发展创造更大空间，这对促进风电、光伏发电等新能源加快发展、有效消纳，着眼中长期实现碳达峰、碳中和目标具有积极意义。

以2020年社会用电量排名前五省份为例，其峰谷时段划分如下：

表 1：2020 年社会用电量排名前五省份用电峰谷时段划分

	低谷	平段	高峰	尖峰
山东	23:00-次日 7:00	其余时段	8:30-11:30 16:00-21:00	(每年 6/7/8 月) 10:30-11:30 19:00-21:00
广东	0:00-8:00	其余时段	14:00-17:00 19:00-22:00	-
江苏	0:00-8:00	12:00-17:00 21:00-24:00	8:00-12:00 17:00-21:00	(每年 7/8 月) 10:00-11:00 14:00-15:00
浙江	22:00-次日 8:00 11:00-13:00	其余时段	8:00-11:00 13:00-19:00 21:00-22:00	19:00-21:00
河北	0:00-8:00	8:00-9:00 12:00-17:00 22:00-24:00	9:00-12:00 17:00-22:00	(每年 6/7/8 月) 10:00-12:00 21:00-22:00

资料来源：国网能源研究院，国信证券经济研究所整理

从发电特性来看，风电发电效率于夜间达到峰值，多集中在用电低谷与平段；光伏发电效率于日间达到峰值，多集中在用电高峰与平段，未来或存在风电上网价格下浮而光伏上网价格上浮的可能。

从发电侧及电网侧来看，分时电价机制完善有助于进行价差套利，完善电力现、期货市场的同时能够明显改善弃风限电的现象，配备储能的需求将进一步增加；从用电侧上来看，峰谷价差增大将提高用户电价敏感性，引导用户科学安排用电时段，平滑用电曲线，分布式光伏及储能需求将进一步增加。

此前国家发改委、国家能源局正式发布了《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，明确新型储能独立市场主体地位，加快推动储能进入并允许同时参与各类电力市场。因地制宜建立完善“按效果付费”的电力辅助服务补偿机制，深化电力辅助服务市场机制，鼓励储能作为独立市场主体参与辅助服务市场；要建立电网侧独立储能电站容量电价机制，逐步推动储能电站参与电力市场；研究探索将电网替代性储能设施成本收益纳入输配电价回收。该项意见将与分时电价政策协同，促进社会用电削峰填谷、改善电力供需状况、促进新能源消纳。

■ 电力建设隐形冠军，中国电建加码布局新能源开发建设

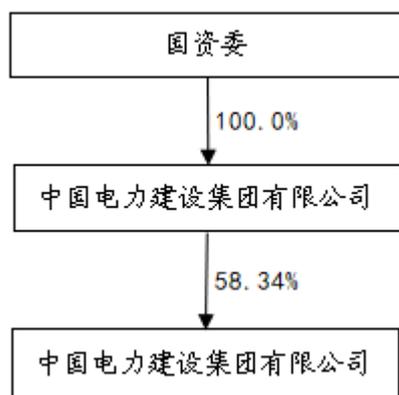
中国电力建设股份有限公司是中国电力建设集团有限公司的控股子公司，业务涵盖工程承包与勘察设计、电力投资与运营、房地产开发、设备制造与租赁及其他业务，具有规划、勘察、设计、施工、运营、装备制造和投融资等全产业链服务能力。

工程承包与勘测设计业务是公司的核心业务。公司水利水电规划设计、施工管理和技术水平达到世界一流，水利电力建设一体化（规划、设计、施工等）能力和业绩位居全球第一，是中国可再生能源建设行业的领军企业和享誉国际的第一品牌。公司承担国内大中型水电站 80%以上的规划设计任务、65%以上的建设任务，占有全球 50%以上的大中型水利水电建设市场，是中国水利水电、风电、光伏（热）建设技术标准与规程规范的主要编制修订单位，是中国及全球水利水电行业的领先者。公司拥有完整的水电、火电、风电和光伏发电工程的勘察设计与施工、运营核心技术体系，拥有代表国家综合竞争实力的水电领域完备的技术服务体系、技术标准体系和科技创新体系，2020 年公司新增授权专利 1,697 项、发明专利 213 项，在中央建筑企业位居前列；累计主持或参与制修订国家、行业标准 105 项，获得行业和省级工法 865 项。

ENR 设计商排名方面，在 2020 年全球工程设计企业 150 强中排名第一，首次登顶，成为全球最大设计企业；在国际工程设计企业 225 强位列第 12 位，是排名进入前 20 强的唯一一家亚洲企业；两项排名连续 6 年在企业中资企业排名第一。ENR 工程承包商排名方面，在全球工程承包商 250 强中位列第 5 位（中资企业第五）；在国际工程承包商 250 强中位列第 7 位（中资企业第二）；两项排名在电力领域均排名第一。

2020 年中国电建中标、新签了江苏如东海上风电场（125 亿元）、三峡新能源山东牟平一期 300MW 海上风电（55 亿元）、赞比亚三个 200MW 光伏项目（45.12 亿元）、越南平大 310MW 海上风电项目（36.11 亿元）等重大的新能源项目，及内蒙芝瑞抽水蓄能电站（22 亿元）、河北易县抽水蓄能电站（19 亿元）等储能项目，随着未来新能源市场需求放量，新能源及储能建设为建筑工程承包板块的长期重心。

图 1: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司营业收入构成 (亿元)



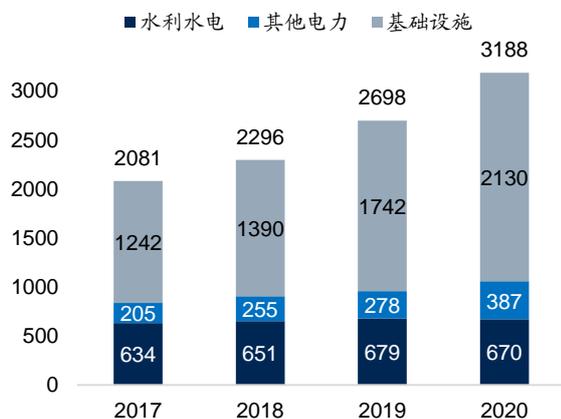
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 在手订单充足, 新签合同金额同比增长显著

随着我国各地尽快出台 2030 年前碳达峰行动方案, 新能源项目承包建设合同签订有望提速, 新能源发电及储能建设的业绩成长性和确定性提高。

2020 年公司新签合同 6733 亿元, 同比增长 32%, 其中国际新能源业务未受疫情影响逆势增长, 新签合同金额 321 亿元, 已成为公司国际业务第三大行业。截至 2020 年底, 公司在手订单总金额 11058.00 亿元人民币, 其中已签订合同但尚未开工项目金额 1588.57 亿元人民币, 在建项目中未完工部分金额 9469.43 亿元。

图 3: 公司建筑工程承包业务营业收入构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司历年新签合同金额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 公司十四五规划新增新能源装机 30GW (预计建设 17.9GW), 板块业务估值向运营商龙头靠近

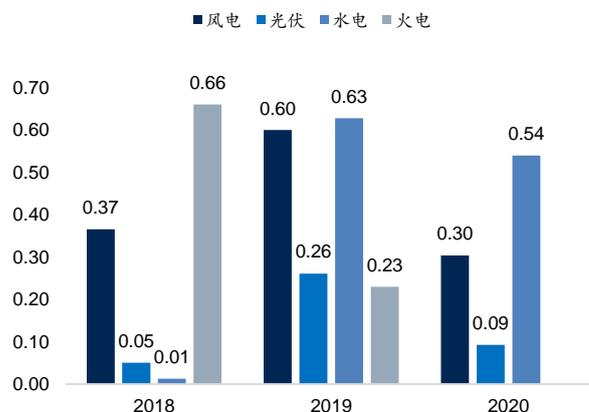
电力投资与运营业务与工程承包及勘测设计业务紧密相连, 是公司产业链的延伸。截至 2020 年底, 公司控股并网装机容量 16.14GW, 其中光伏装机 1.29GW, 同比增长 7.77%; 风电装机 5.28 GW, 同比增长 6.12%; 水电装机 6.40GW, 同比增长 9.19%; 火电装机 3.16GW, 同比持平; 公司累计投运和在建装机容量达 20.09GW。

图 5: 公司累计投运控股装机容量 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司新增投运控股装机容量 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2021年3月18日, 中国电建印发《中国电力建设集团(股份)有限公司新能源投资业务指导意见》, 大力发展新能源投资运营业务。从总体目标来看, 文件要求十四五期间公司境内外新增控股投产风电、光伏装机容量30GW, 但对下属28家子企业分解下达的新能源开发目标设定冗余值较大, 规划开发资源高达48.5GW。

表 2: 公司十四五新增新能源装机目标任务分解

序号	子企业	新增控股投产装机容量目标 (GW)
1	水电顾问	4.0
2	水电新能源	4.0
3	甘肃能源	2.0
4	电建水电开发公司	2.0
5	北京院	1.5
6	华东院	3.0
7	西北院	2.0
8	中南院	3.0
9	成都院	2.0
10	贵阳院	2.0
11	昆明院	3.0
12	河北院	1.0
13	华中院	1.0
14	江西院	1.0
15	福建院	1.0
16	上海院	1.0
17	四川院	1.0
18	贵州院	2.0
19	吉林院	1.0
20	青海院	1.0
21	湖北工程公司	1.0
22	贵州工程公司	2.0
23	江西电建	2.0
24	水电七局	1.0
25	水电十四局	1.0
26	西部建投公司	1.0
27	南方投资公司	1.0
28	北方投资公司	1.0
	合计	48.5

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 公司未来五年发展预测

结合公司新增 30GW 的十四五规划，考虑到公司历史开发规模有限，基于审慎原则我们保守预期十四五期间公司新增风电装机 8.6GW，光伏装机 7.7GW，水电装机 1.6GW，合计新增装机 17.9GW。未来 5 年新投产项目的单位造价持续降低，新增项目的上网电价也因平价和竞价机制的引入而逐年降低，但与此同时，新项目的年利用小时数将呈现上升趋势。同时我们假设公司不再投资火电资产。

表 3: 公司电力投资与运营板块预测假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
在运装机数据 (MW)							
风电	4,980	5,283	5,883	7,383	9,383	11,383	13,883
水电	5,865	6,404	6,804	7,204	7,504	7,804	8,004
光伏	1,199	1,292	1,492	2,492	4,492	6,492	8,992
火电	3,160	3,160	3,160	3,160	3,160	3,160	3,160
年底新增装机 (MW)							
风电	599	304	600	1,500	2,000	2,000	2,500
水电	628	539	400	400	300	300	200
光伏	261	93	200	1,000	2,000	2,000	2,500
火电	230	-	-	-	-	-	-
新增项目电价 (元/KWh, 不含税)							
风电		0.45	0.33	0.31	0.29	0.28	0.28
水电		0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
光伏		0.40	0.36	0.33	0.30	0.28	0.27
新增项目利用小时数							
风电		2300	2300	2500	2500	2600	2600
水电		3500	3500	3500	3500	3500	3500
光伏		1200	1500	1500	1500	1500	1500

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所预测

表 4: 公司营业收入预测

营业收入 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
工程承包与勘测设计	282,868	332,376	382,232	439,567	501,106	571,261	651,238
yoy		18%	15%	15%	14%	14%	14%
电力投资与运营	16,958	18,856	19,875	20,928	23,076	25,793	28,457
yoy		11%	5%	5%	10%	12%	10%
房地产开发	23,279	21,790	20,047	18,443	17,152	15,951	14,835
yoy		-6%	-8%	-8%	-7%	-7%	-7%
设备制造与租赁	2,527	3,819	3,822	3,822	3,822	3,822	3,822
yoy		51%	0%	0%	0%	0%	0%
其他	20,375	22,678	23,812	25,002	26,253	27,565	28,944
yoy		11%	5%	5%	5%	5%	5%
合计	346,007	399,518	449,788	507,763	571,409	644,393	727,295
yoy		15%	13%	13%	13%	13%	13%

资料来源:Wind,国信证券经济研究所预测

表 5: 公司盈利预测表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	18.02%	15.35%	12.58%	12.89%	12.53%	12.77%	12.87%
营业成本/营业收入	85.75%	85.60%	86.94%	86.65%	86.68%	86.69%	86.72%
管理费用/营业收入	2.62%	2.33%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%
销售费用/销售收入	0.32%	0.27%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
营业税及附加/营业收入	0.75%	0.56%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%
所得税税率	22.54%	21.42%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
股利分配比率	8.32%	17.57%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表 6: 估值假设

(百万元)	假设值
无杠杆 Beta	0.8
无风险利率	3.60%
股票风险溢价	5.00%
公司股价	5.55
发行在外股数	15299
股票市值(E)	84910
债务总额(D)	303281
Kd	4.50%
T	20.00%
Ka	7.60%
有杠杆 Beta	4.82
Ke	27.70%
E/(D+E)	21.87%
D/(D+E)	78.13%
WACC	8.87%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表 7: FCFF 估值

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
EBIT	26,148	30,142	33,763	38,011	42,658	46,987	49,896	51,499	53,188	53,198	
所得税税率	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EBIT*(1-所得税税率)	20,918	24,113	27,010	30,409	34,126	37,589	39,917	41,199	42,551	42,559	
折旧与摊销	11,269	11,590	11,975	12,466	12,987	13,550	13,778	13,868	13,901	13,910	
营运资金的净变动	19,517	(40,411)	(37,080)	(76,822)	(24,236)	(23,598)	(25,779)	(30,936)	(10,688)	(507)	
资本性投资	(8,213)	(16,834)	(22,110)	(21,358)	(23,595)	(212)	(74)	(21)	(3)	1	
FCFF	43,491	(21,542)	(20,204)	(55,306)	(718)	27,330	27,841	24,110	45,760	55,963	770,570
PV(FCFF)	39,947	(18,174)	(15,657)	(39,365)	(469)	16,412	15,357	12,215	21,294	23,920	329,361
核心企业价值	384,840										
减: 净债务	236,461										
股票价值	148,379										
每股价值	9.70										

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表 8: 敏感性分析

9.70	8.7%	8.8%	8.87%	9.0%	9.1%
1.8%	11.83	11.24	10.68	10.13	9.60
1.7%	11.47	10.90	10.34	9.81	9.29
1.6%	11.12	10.56	10.02	9.49	8.98
1.5%	10.77	10.23	9.70	9.18	8.69
1.4%	10.44	9.91	9.39	8.89	8.40
1.3%	10.12	9.60	9.09	8.60	8.12
1.2%	9.81	9.29	8.80	8.31	7.84

资料来源: 国信证券经济研究所预测

按照我国碳中和的宏观政策路径, 我们预期未来 5 年新能源发电行业将快速成长, 因此公司十四五期间每年将有大量的资本性投入。公司作为中央企业, 目前享受低于 5 年期基准利率的优惠利率, 考虑资本开支的持续和高杠杆的项目开发模式, 预期 2022-2025 年公司现金流为负值, 五年后随着投资规模的下降现金流将迅速回正。我们采用公司现金流进行折现估值, 即 FCFF 估值法, 并对永续增长率和加权平均资金成本进行敏感性分析, 得到绝对合理估值区间 8.89-10.56 元。

表 9: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
601669	中国电建	买入	5.55	0.52	0.55	0.68	10.63	10.09	8.19	0.92
600068	葛洲坝	未评级	9.67	0.93	1.29	1.48	10.40	7.49	6.51	1.32
3996.HK	中国能源建设	未评级	1.13	0.16	0.20	0.22	7.25	5.67	5.04	0.50

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测 注: 葛洲坝、中国能源建设预测值为 Wind 一致预期

■ 投资建议: 首次覆盖给予“买入”评级

1、分时电价与储能政策协同促进社会用电削峰填谷, 利好分布式光伏、储能产业链; 2、2030 年前碳达峰行动方案即将出台, 十四五、十五五期间各地装机规划逐步明晰, 新能源项目勘测设计与招标建设提上日程, 各大新能源及储能项目承包承建企业合同签订有望加速落地; 3、中国电建加码布局新能源开发建设, 预计十四五期间新增新能源装机 17.9GW (规划 30GW), 完善的产业链布局迎来价值重估; 4、**预计 2021-2023 年公司归母净利润 84.14/103.63/116.37 亿元, 同比增速 5.3%/23.2%/12.3%; 对应摊薄 EPS 为 0.55/0.68/0.76 元, 对应当前股价 PE 为 10.1/8.2/7.3X, 绝对合理估值区间 8.89-10.56 元, 较当前溢价 60-90%, 首次覆盖给予“买入”评级。**

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	82442	117301	91028	82442
应收款项	99117	123981	153958	189007
存货净额	122680	150613	194043	232086
其他流动资产	106108	45253	51086	57489
流动资产合计	416266	443069	496035	566943
固定资产	114756	113158	119824	131301
无形资产及其他	201523	197492	193462	189431
投资性房地产	129958	129958	129958	129958
长期股权投资	24041	26041	28041	30041
资产总计	886543	909718	967319	1047675
短期借款及交易性金融负债	41521	41521	41521	56387
应付款项	131087	139855	151596	163825
其他流动负债	209102	211721	238699	268697
流动负债合计	381709	393097	431815	488910
长期借款及应付债券	256705	261761	272353	286305
其他长期负债	24220	24220	24220	24220
长期负债合计	280925	285981	296573	310525
负债合计	662634	679078	728388	799435
少数股东权益	105883	105883	105883	105883
股东权益	118026	124757	133048	142357
负债和股东权益总计	886543	909718	967319	1047675

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.52	0.55	0.68	0.76
每股红利	0.09	0.11	0.14	0.15
每股净资产	7.71	8.15	8.70	9.30
ROIC	5%	4%	5%	5%
ROE	7%	7%	8%	8%
毛利率	14%	13%	13%	13%
EBIT Margin	7%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	9%	7%	7%	7%
收入增长	15%	13%	13%	13%
净利润增长率	10%	5%	23%	12%
资产负债率	87%	86%	86%	86%
息率	1.7%	2.0%	2.4%	2.7%
P/E	10.6	10.1	8.2	7.3
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	21.3	22.9	21.6	21.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	401955	452532	510861	574895
营业成本	344083	392670	442660	498302
营业税金及附加	2256	2941	3321	3737
销售费用	1078	1358	1533	1725
管理费用	26748	29415	33206	37368
财务费用	9573	10053	10202	11311
投资收益	3103	3000	3000	3000
资产减值及公允价值变动	(2156)	(2500)	(2500)	(2500)
其他收入	(2937)	0	0	0
营业利润	16228	16595	20440	22952
营业外净收支	(21)	0	0	0
利润总额	16207	16595	20440	22952
所得税费用	3471	3319	4088	4590
少数股东损益	4749	4862	5989	6725
归属于母公司净利润	7987	8414	10363	11637

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	7987	8414	10363	11637
资产减值准备	1083	(40)	107	183
折旧摊销	9415	11269	11590	11975
公允价值变动损失	2156	2500	2500	2500
财务费用	9573	10053	10202	11311
营运资本变动	(6305)	19517	(40411)	(37080)
其它	2832	40	(107)	(183)
经营活动现金流	17168	41699	(15958)	(10968)
资本开支	(7536)	(8213)	(16834)	(22110)
其它投资现金流	6806	0	0	0
投资活动现金流	(9789)	(10213)	(18834)	(24110)
权益性融资	41197	0	0	0
负债净变化	15973	5056	10592	13952
支付股利、利息	(1403)	(1683)	(2073)	(2327)
其它融资现金流	(65292)	0	0	14867
融资活动现金流	5044	3373	8519	26491
现金净变动	12422	34860	(26273)	(8587)
货币资金的期初余额	70019	82442	117301	91028
货币资金的期末余额	82442	117301	91028	82442
企业自由现金流	17413	43491	(21542)	(20204)
权益自由现金流	(31907)	40505	(19111)	(435)

相关研究报告

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。

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