

增持

# 比亚迪 (002594. SZ)

## 回购股份推进员工持股计划，携手地平线加深智能化合作

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 汽车 · 乘用车

### ◆ 投资评级: 增持(维持评级)

证券分析师: 唐旭霞 0755-81981814 tangxx@guosen.com.cn 执证编码: S0980519080002  
联系人: 余晓飞 0755-81981306 yuxiaofei1@guosen.com.cn

### 事项:

**比亚迪拟以 18-18.5 亿元回购股份，用于员工持股计划。**2022 年 4 月 22 日，公司发布 2022 年回购股份方案和员工持股计划，拟以 18-18.5 亿元回购股份，回购价不超 300 元/股，按当日收盘价 234.04 元/股计算占总股本 0.27%，将用于实施公司员工持股计划。回购股份的方式以集中竞价交易或中国证监会认可的其他方式回购，回购期限为自股东大会审议通过本次回购股份方案之日起 12 个月内。

**以 0 元/股价格受让给激励对象，业绩考核条件为 2022-2024 年营收增速不低于 30%/20%/20%。**公司 2022 年员工持股计划的参与对象包括公司职工代表监事、高级管理人员以及比亚迪集团的中层管理人员、核心骨干员工，总人数不超过 12,000 人，受让价格为 0 元/股。员工持股计划业绩考核条件为 2022/2023/2024 年营收增速不低于 30%/20%/20%，将于过户满 12/24/36 个月后分别解锁 30%/30%/40%。按最高总费用 18.5 亿元预计，2022-2025 年员工持股计划确认的股份支付费用分别为 5.4/8.0/3.9/1.2 亿元。

**携手地平线加深智能化合作，2023 年部分上市车型将搭载征程 5。**2022 年 4 月 21 日，比亚迪与地平线正式宣布达成定点合作，比亚迪将在其部分车型上搭载地平线高性能、大算力自动驾驶芯片征程 5，打造更具竞争力的行泊一体方案，实现高等级自动驾驶功能。按照计划，搭载地平线征程 5 的比亚迪车型最早将于 2023 年中上市。

**国信汽车观点：**2021 年国内新能源乘用车销量 331 万辆，渗透率约为 15%。我们预计，2025 年新能源乘用车销量有望达到 967 万辆，渗透率约为 40%。2021-2025 新能源乘用车销量的年均复合增长率有望达到 31%。2022 年 3 月，比亚迪新能源汽车销量达到 10.5 万辆，市场份额约为 23%，市占率排名第一。**从主线逻辑看，比亚迪对上游产业链深度布局，三电技术（电池、电机、电控）实力雄厚；对下游终端市场的把握能力明显改善，纯电插混双轮驱动，接连推出爆款新车。赛道成长性好+产业链实力强+市场份额高，优质行业的优质巨头逐渐明朗。**从支线逻辑看，比亚迪的刀片电池以结构创新的方式大幅提高了磷酸铁锂电池的能量密度，并且通过针刺试验证明了电池包的安全性，技术实力领先，已配套一汽红旗 E-QM5、赛力斯 SF5、长安 CS55、东风岚图 FREE、福特 Mustang Mach-E、林肯冒险家 PHEV 等诸多车型。**未来刀片电池的外供客户有望进一步拓展，伴随储能电池的高速发展，为比亚迪带来较大的业务增量。**我们维持 2022 年的盈利预测，预计 22/23/24 年公司的归母净利润为 64/123/221 亿元，对应 EPS 为 2.20/4.24/7.60 元，对应 PE 为 107/56/31 倍，维持“增持”评级。

### 评论:

#### ◆ 比亚迪拟以 18-18.5 亿元回购股份，用于员工持股计划

2022 年 4 月 22 日，公司发布 2022 年回购股份方案和员工持股计划，拟以 18-18.5 亿元回购股份，回购价不超 300 元/股，按当日收盘价 234.04 元/股计算占总股本 0.27%，将用于实施公司员工持股计划。回购股份的方式以集中竞价交易或中国证监会认可的其他方式回购，回购期限为自股东大会审议通过本次回购股份方案之日起 12 个月内。

按回购金额上限人民币 18.5 亿元、回购价格上限人民币 300 元/股进行测算，预计回购股份数量为 6,166,667 股，约占公司当前总股本的 0.212%；按回购金额下限人民币 18 亿元、回购价格上限人民币 300

元/股进行测算，预计回购股份数量为 6,000,000 股，约占公司当前总股本的 0.206%。

表1：按回购金额上限 18.5 亿元和回购价格上限 300 元/股测算公司股权结构变化

股份性质	本次回购前 数量（股）	比例	本次回购后 数量（股）	比例
有限售条件流通股份	648,378,251	22.27%	654,544,918	22.48%
无限售条件流通股份	2,262,764,604	77.73%	2,256,597,937	77.52%
总股本	2,911,142,855	100.00%	2,911,142,855	100.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：按回购金额上限 18.5 亿元和回购价格上限 300 元/股测算公司股权结构变化

股份性质	本次回购前 数量（股）	比例	本次回购后 数量（股）	比例
有限售条件流通股份	648,378,251	22.27%	654,378,251	22.48%
无限售条件流通股份	2,262,764,604	77.73%	2,256,764,604	77.52%
总股本	2,911,142,855	100.00%	2,911,142,855	100.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

截至 2021 年 12 月 31 日，公司总资产约为人民币 2,957.8 亿元，货币资金约为人民币 504.6 亿元，归属于上市公司股东的净资产约为人民币 950.7 亿元，公司资产负债率 64.76%。假设此次回购金额按照上限人民币 18.5 亿元，根据 2021 年 12 月 31 日的财务数据测算，回购资金约占公司总资产的 0.625%、约占公司归属于上市公司股东净资产的 1.946%。

◆ 业绩考核条件为 2022-2024 年营收增速不低于 30%/20%/20%

公司 2022 年员工持股计划的参与对象包括公司职工代表监事、高级管理人员以及比亚迪集团的中层管理人员、核心骨干员工，总人数不超过 12,000 人，受让价格为 0 元/股。

表3：公司员工持股计划参与对象、拟分配份额及对应比例

参与对象	拟分配份额（股）	拟占总份额的比例
职工代表监事王珍、唐梅及高级管理人员李柯、廉玉波、何龙、 刘焕明、罗红斌、王传方、任林、王杰、何志奇、周亚琳、杨冬 553,324 生、李黔共 14 人		7%
其他员工（不超过 11,986 人）	7,351,307	93%
合计（不超过 12,000 人）	7,904,631	100%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司 2022 年员工持股计划持有的标的股票分三期解锁，解锁时点分别为自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起满 12 个月、24 个月、36 个月，每期解锁的标的股票比例分别为 30%、30%、40%。

表4：公司员工持股计划股票解锁安排

解锁期	解锁时点	解锁股票数量占本员工持股计划受让标的股票总数的比例
第一个解锁期	自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起算满 12 个月	30%
第二个解锁期	自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起算满 24 个月	30%
第三个解锁期	自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起算满 36 个月	40%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司 2022 年员工持股计划的解锁对公司层面和个人层面均有业绩考核，公司层面的业绩考核条件为 2022/2023/2024 年营收增速不低于 30%/20%/20%。

**表5：公司员工持股计划公司层面业绩考核条件**

解锁期	业绩考核指标
第一个解锁期	以 2021 年营业收入为基数，2022 年的营业收入增长率不低于 30%
第二个解锁期	以 2022 年营业收入为基数，2023 年的营业收入增长率不低于 20%
第三个解锁期	以 2023 年营业收入为基数，2024 年的营业收入增长率不低于 20%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

对参与对象的个人业绩考核也是 2022—2024 年每个会计年度考核一次。在达到公司业绩考核指标的前提下，持有人当期实际解锁标的股票权益份额=持有人当期计划解锁标的股票权益份额×个人层面业绩考核结果对应的解锁比例。因个人层面业绩考核结果不能解锁的标的股票权益由管理委员会收回并分配给管理委员会指定的具备参与本员工持股计划资格的受让人。

**表6：公司员工持股计划个人层面业绩考核条件**

等级	优秀	良好	达标	待改进	不胜任
个人层面解锁比例	100%	100%	100%	80%	0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

假设单位权益工具的公允价值以 2022 年 4 月 21 日公司股票收盘价 234.04 元/股进行测算，公司实施本员工持股计划应确认的最高总费用预计为 185,000 万元，该费用由公司在锁定期内，按每次解除锁定的比例分摊，计入相关成本或费用和资本公积。预计 2022—2025 年员工持股计划确认的股份支付费用分别为 5.4/8.0/3.9/1.2 亿元。

**表7：2022—2025 年公司员工持股计划费用摊销情况测算（万元）**

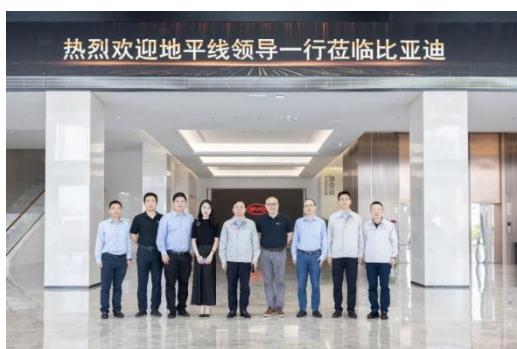
股份支付费用合计	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
185,000	54,183	80,014	38,571	12,232

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 携手地平线加深智能化合作，2023 年部分上市车型将搭载征程 5

2022 年 4 月 21 日，比亚迪与地平线正式宣布达成定点合作，比亚迪将在其部分车型上搭载地平线高性能、大算力自动驾驶芯片征程 5，打造更具竞争力的行泊一体方案，实现高等级自动驾驶功能。按照计划，搭载地平线征程 5 的比亚迪车型最早将于 2023 年中上市。

地平线的第三代车规级产品征程 5 兼具大算力和高性能，单颗芯片 AI 算力最高可达 128 TOPS，支持 16 路摄像头感知计算，能够支持自动驾驶所需要的多传感器融合、预测和规划控制等需求。此外，征程 5 芯片获得全球公认的汽车功能安全标准——TÜV ISO 26262 ASIL-B 功能安全认证，成为国内首颗基于 ISO 26262 功能安全流程开发的车规级 AI 芯片。

**图1：比亚迪与地平线合作团队**


资料来源：比亚迪公众号，国信证券经济研究所整理

**图2：比亚迪董事长王传福（左）与地平线创始人余凯（右）**


资料来源：比亚迪公众号，国信证券经济研究所整理

图3: 地平线征程 5 芯片



资料来源：地平线公众号，国信证券经济研究所整理

图4: 地平线征程 5 芯片架构



资料来源：地平线公众号，国信证券经济研究所整理

◆ 荣获广东科技进步奖特等奖，多项技术国际领先

2022年4月15日，比亚迪《高端纯电动乘用车关键技术研发及产业化》项目和《高可靠性大电流IGBT器件关键技术研发及规模化应用》项目分别荣获2021年度广东省科学技术奖科技进步奖特等奖和二等奖。

图5: 比亚迪荣获 2021 年度广东省科学技术奖科技进步奖特等奖和二等奖



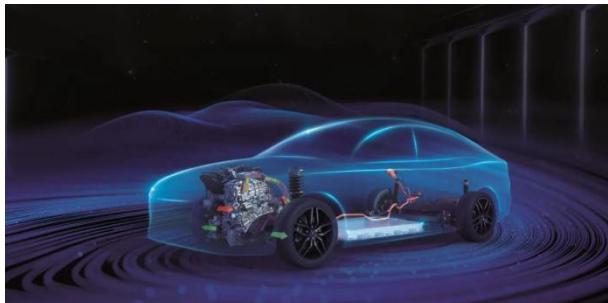
资料来源：比亚迪公众号，国信证券经济研究所整理

公司《高端纯电动乘用车关键技术研发及产业化》项目重点突破了三大新能源技术：1) “三明治”结构高安全无模组刀片电池系统，彻底解决了动力电池热失控的痛点，同时能量密度高达 240Wh/L；2) 大功率低损耗 SiC 模块控制器设计制造技术，开发出首款量产车规级 SiC 驱动模块控制器，驱动总成综合效率达 89%；3) 充驱一体高电压深度集成架构，可实现最大充电功率超 300kW。此项目突破了高端纯电动汽车安全、续航、动力协同提升的难题，其中刀片电池和充驱一体集成架构技术处于国际领先水平。

公司《高可靠性大电流IGBT器件关键技术研发及规模化应用》项目成功打造了国内车规级IGBT、FRD芯片设计与制造—模块设计与制造—整车应用的完整产业链，开发出了适用于新能源汽车及工业领域应用的

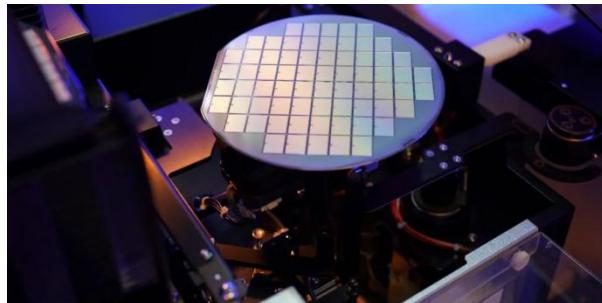
IGBT 芯片、FRD 芯片和高可靠的 IGBT 模块，突破了自主设计与制造的难题，有力地推动了新能源汽车产业的积极健康发展。截至 2021 年底，比亚迪车规级功率器件累计装车超过 180 万辆，累计装车量已达国内第一。该项目整体技术达到了国际先进水平，部分技术达到国际领先水平。

图6：比亚迪纯电动乘用车主要技术架构



资料来源：比亚迪公众号，国信证券经济研究所整理

图7：比亚迪 IGBT 器件



资料来源：比亚迪公众号，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 车型矩阵丰富，纯电&插混“两条腿齐步走”

2021 年公司纯电乘用车销量主要由汉 EV/秦 PLUS EV/元 EV 贡献，插混车型销量主要由秦 PLUS DM/宋 DM/唐 DM 贡献。据统计，中国约有 60%家庭没有汽车，公司将 DMi 混动系列车型定位为家庭首购高性价比车，可油可电的动力配置能满足大多数家庭出行使用场景，纯电车型则定义为家庭增购车型，满足消费升级需求，因此公司预计未来 PHEV 与 EV 车型销量比约为 6:4。公司在售车型中，比亚迪汉的热度最高，DM 加持后预计月销量达 3 万；纯电车型元 PLUS 和海豚供不应求，目前订单 3 万/月，远超 0.5 万/月的预期，受产能限制现月交付只有 1 万左右。2022 年公司将陆续推出王朝系列车型汉 DM-i/DM-p、唐 DM-i/DM-p 和改款车型，海洋系列车型海豹、海狮和海鸥，军舰系列车型驱逐舰、巡洋舰和登陆舰，以及腾势品牌和高端品牌的车型等，丰富的车型矩阵将助力公司冲击更高的销量目标。

表8：比亚迪 2022 年新车规划

系列	车型	首发/上市时间
王朝系列	元 PLUS	第一季度上市
	新款汉 EV	上半年上市
	汉 DM-i/DM-P	上半年上市
	新款唐 EV	
	唐 DM-i	上半年上市
	唐 DM-P	
海洋系列	海豹（中型轿车）	第一季度亮相
	海鸥（或小型轿车）	预计 6-7 月亮相
	海狮（中型 SUV）	第三季度亮相
军舰系列	驱逐舰 05（轿车）	第一季度上市
	驱逐舰 07（轿车）	第四季度上市
	巡洋舰 05（SUV）	第一季度上市
	巡洋舰 07（SUV）	第四季度上市
	登陆舰（MPV）	第三季度上市
合资品牌	腾势（MPV）	预计 4 月亮相
高端品牌	硬派越野 EV	预计 10 月亮相
	硬派越野 PHEV	预计 10 月亮相

资料来源：太平洋汽车、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：主线看汽车，支线看电池，维持“增持”评级

2021 年国内新能源乘用车销量 331 万辆，渗透率约为 15%。我们预计，2025 年新能源乘用车销量有望达到 967 万辆，渗透率约为 40%。2021-2025 新能源乘用车销量的年均复合增长率有望达到 31%。2022 年 3 月，比亚迪新能源汽车销量达到 10.5 万辆，市场份额约为 23%，市占率排名第一。从主线逻辑看，比亚迪对上游产业链深度布局，三电技术（电池、电机、电控）实力雄厚；对下游终端市场的把握能力明显改善，纯电插混双轮驱动，接连推出爆款新车。赛道成长性好+产业链实力强+市场份额高，优质行业的优质巨头逐渐明朗。从支线逻辑看，比亚迪的刀片电池以结构创新的方式大幅提高了磷酸铁锂电池的能量密度，并且通过针刺试验证明了电池包的安全性，技术实力领先，已配套一汽红旗 E-QM5、赛力斯 SF5、长安 CS55、东风岚图 FREE、福特 Mustang Mach-E、林肯冒险家 PHEV 等诸多车型。未来刀片电池的外供客户有望进一步拓展，伴随储能电池的高速发展，为比亚迪带来较大的业务增量。我们维持 2022 年的盈利预测，预计 22/23/24 年公司的归母净利润为 64/123/221 亿元，对应 EPS 为 2.20/4.24/7.60 元，对应 PE 为 107/56/31 倍，维持“增持”评级。

表9：可比公司估值表

代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	
601633.SH	长城汽车	24.36	2249.81	0.73	0.93	1.42	33	26	买入
603290.SH	斯达半导	316.10	539.29	2.34	3.72	5.20	135	85	买入
300750.SZ	宁德时代	415.34	9680.96	6.83	11.12	16.06	61	37	增持
平均				3.30	5.26	7.56	76	50	35
002594.SZ	比亚迪	235.40	6852.83	1.05	2.20	4.24	225	107	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理   注：无评级公司为 wind 一致性预期

◆ 风险提示

原材料价格上涨，疫情反复和芯片紧缺影响产能释放和交付，新车型销量不及预期。

**相关研究报告：**

- 《比亚迪（002594.SZ）-归母净利润同比增长，新能源市占率持续领跑》——2022-04-19
- 《比亚迪（002594.SZ）-汽车业务高速增长，新能源车市占率持续提升》——2022-04-01
- 《比亚迪（002594.SZ）-2月新能源市占率接近30%，多款新车型蓄势待发》——2022-03-06
- 《比亚迪-002594-重大事件快评：1月销量跑赢行业，进入全球品牌价值500强》——2022-02-06
- 《比亚迪-002594-重大事件快评：12月产销再创新高，重磅车型陆续登场》——2022-01-16

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	14445	50457	50000	50000	50000	营业收入	156598	216142	373904	492791	606676
应收款项	42259	37525	102439	135011	166212	营业成本	126251	187998	327544	428478	516524
存货净额	31396	43355	84697	110899	133897	营业税金及附加	2154	3035	5235	6653	7887
其他流动资产	22254	27935	56086	73919	91001	销售费用	5056	6082	11217	12320	15167
<b>流动资产合计</b>	<b>111605</b>	<b>166110</b>	<b>299222</b>	<b>375829</b>	<b>447110</b>	管理费用	4321	5710	18809	25449	32502
固定资产	60696	81499	93954	100012	100218	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	11804	17105	16421	15737	15052	财务费用	3763	1787	1500	1500	1500
投资性房地产	11446	23161	23161	23161	23161	投资收益	(273)	(57)	(200)	(200)	(200)
长期股权投资	5466	7905	8305	8705	9105	资产减值及公允价值变动	855	905	200	200	200
<b>资产总计</b>	<b>201017</b>	<b>295780</b>	<b>441062</b>	<b>523444</b>	<b>594647</b>	其他收入	(8549)	(7747)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	27813	23188	117813	134559	143042	营业利润	7086	4632	9600	18392	33096
应付款项	51908	80492	124816	163430	197321	营业外收支	(203)	(114)	0	150	150
其他流动负债	26709	67625	70951	92634	112286	<b>利润总额</b>	<b>6883</b>	<b>4518</b>	<b>9600</b>	<b>18542</b>	<b>33246</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>106431</b>	<b>171304</b>	<b>313581</b>	<b>390623</b>	<b>452649</b>	所得税费用	869	551	1248	2410	4322
长期借款及应付债券	23626	10790	10790	10790	10790	少数股东损益	1780	922	1959	3784	6785
其他长期负债	6507	9442	9942	10442	10942	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4234</b>	<b>3045</b>	<b>6393</b>	<b>12347</b>	<b>22139</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>30133</b>	<b>20232</b>	<b>20732</b>	<b>21232</b>	<b>21732</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>136563</b>	<b>191536</b>	<b>334313</b>	<b>411855</b>	<b>474381</b>	<b>净利润</b>	<b>4234</b>	<b>3045</b>	<b>6393</b>	<b>12347</b>	<b>22139</b>
少数股东权益	7580	9175	9762	10898	12933	资产减值准备	748	(49)	380	95	28
股东权益	56874	95070	96987	100692	107333	折旧摊销	12318	13808	8049	9730	10650
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>201017</b>	<b>295780</b>	<b>441062</b>	<b>523444</b>	<b>594647</b>	公允价值变动损失	(855)	(905)	(200)	(200)	(200)
						财务费用	3763	1787	1500	1500	1500
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	21541	47763	(85875)	(15716)	(17209)
每股收益	1.55	1.05	2.20	4.24	7.60	其它	(517)	178	207	1040	2007
每股红利	1.35	0.90	1.54	2.97	5.32	<b>经营活动现金流</b>	<b>37468</b>	<b>63841</b>	<b>(71046)</b>	<b>7297</b>	<b>17415</b>
每股净资产	20.85	32.66	33.32	34.59	36.87	资本开支	0	(32538)	(20000)	(15000)	(10000)
ROIC	16%	12%	6%	8%	12%	其它投资现金流	(156)	(5587)	838	0	0
ROE	7%	3%	7%	12%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1561)</b>	<b>(40564)</b>	<b>(19562)</b>	<b>(15400)</b>	<b>(10400)</b>
毛利率	19%	13%	12%	13%	15%	权益性融资	23	37314	0	0	0
EBIT Margin	12%	6%	3%	4%	6%	负债净变化	2798	(6002)	0	0	0
EBITDA Margin	20%	13%	5%	6%	7%	支付股利、利息	(3686)	(2619)	(4475)	(8643)	(15497)
收入增长	23%	38%	73%	32%	23%	其它融资现金流	(32358)	(7336)	94626	16746	8482
净利润增长率	162%	-28%	110%	93%	79%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(34112)</b>	<b>12735</b>	<b>90151</b>	<b>8103</b>	<b>(7015)</b>
资产负债率	72%	68%	78%	81%	82%	<b>现金净变动</b>	<b>1795</b>	<b>36012</b>	<b>(457)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	0.5%	0.4%	0.7%	1.3%	2.3%	货币资金的期初余额	12650	14445	50457	50000	50000
P/E	151.7	225.0	107.2	55.5	31.0	货币资金的期末余额	14445	50457	50000	50000	50000
P/B	11.3	7.2	7.1	6.8	6.4	企业自由现金流	0	40728	(88169)	(3679)	13539
EV/EBITDA	25.0	32.3	53.2	37.0	25.6	权益自由现金流	0	27390	5151	11762	20717

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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