

东方电缆 (603606.SH)

疫情短期影响海缆交期，百亿订单确保远期成长性

买入

核心观点

上半年业绩略低于预期，疫情短期影响海缆交期。公司2022年上半年营收38.59亿元(+13.96%)，归母净利润5.22亿元(-18.02%)；第二季度实现营收20.43亿元(同比+5.29%，环比+12.50%)，实现归母净利润2.44亿元(同比-32.09%，环比-12.23%)。二季度由于区域疫情部分海缆订单延期交付造成业绩略低于预期，预计三季度将陆续确认收入。

陆缆收入占比提升拉低综合毛利率，海缆毛利率预计远期维持较高水平。第二季度公司实现海洋业务收入8.24亿元，陆缆系统收入12.19亿元，海洋业主收入占比低至40.3%，海洋业务占比的下降造成二季度销售毛利率为20.58%(同比-4.7pct)。我们估计二季度海缆系统毛利率约为38.6%，符合平价后行业正常水平。我们预计凭借海缆较高的技术、产能和市场壁垒以及330kV及以上超高压主缆应用比例的逐年提高，公司等行业龙头企业将维持较高的毛利率水平，远期毛利率将维持在35%-40%之间。

2022年新增海洋业务订单超73亿元，在手订单超105亿元。根据公司公告，2022年公司中标的海缆系统及相关服务订单合同金额已超73亿元，在海上风电装机的短暂空档期表现出极强的拿单能力，其中包括全国首个500kV三芯交流海上风电用海缆、海洋油气岸电及脐带缆项目与公司首个欧洲海上风电海缆产品合同。截至2022年7月底公司在手订单高达105.22亿元，其中海缆系统63.11亿元(其中220kV及以上海缆约占64%，脐带缆约占10%)，陆缆系统26.47亿元，海洋工程15.64亿元。高额在手订单为公司后续两年的业绩确定性提供强力支撑。

产能提升空间充裕，助力公司拥抱海风/油气高景气。公司东部(北仑)基地一期已顺利投产，南部基地一期预计2023年下半年投产，同时东部/南部基地二期前期工作目前已启动，此外通过欧洲当地设立子公司进行海外产业的前瞻布局。充裕的产能提升空间将助力公司在海上风电、海洋油气双赛道拥抱行业景气度。

风险提示：海上风电建设进度不达预期；上游原材料价格持续上涨；公司新产能建设进度不达预期。

投资建议：维持“买入”评级。

我们维持原有盈利预测，预计2022-2024年归母净利润12.12/19.50/23.28亿元，同比增速分别为2.0%/60.8%/19.4%，摊薄EPS分别为1.76/2.84/3.38元，当前股价对应PE分别为43.5/27.0/22.7倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,052	7,932	9,306	13,209	13,509
(+/-%)	36.9%	57.0%	17.3%	41.9%	2.3%
净利润(百万元)	887	1,189	1,212	1,950	2,328
(+/-%)	96.3%	34.0%	2.0%	60.8%	19.4%
每股收益(元)	1.36	1.73	1.76	2.84	3.38
EBIT Margin	20.6%	17.7%	14.9%	17.4%	20.5%
净资产收益率(ROE)	28.3%	24.3%	20.7%	25.8%	24.5%
市盈率(PE)	56.5	44.4	43.5	27.0	22.7
EV/EBITDA	47.9	38.1	37.9	23.8	19.2
市净率(PB)	16.02	10.79	9.00	6.97	5.55

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

公司研究·财报点评

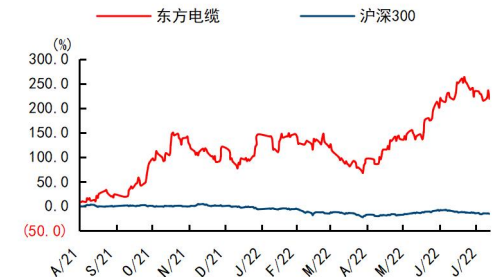
电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺 联系人：王晓声
010-88005313 010-88005231
wangweiqi2@guosen.com.cn wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980520080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	76.24元
总市值/流通市值	52453/52453百万元
52周最高价/最低价	88.50/22.57元
近3个月日均成交额	824.20百万元

市场走势



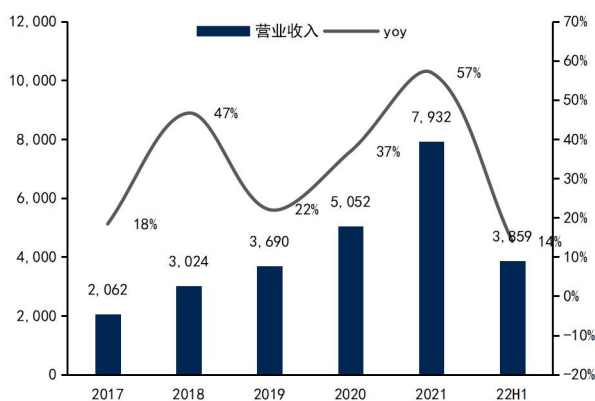
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海缆龙头，引领国内走向世界》——2022-05-17
- 《东方电缆(603606.SH)-交付结构影响四季度盈利，技术领先带动订单强劲增长》——2022-03-27
- 《东方电缆-603606-2021年中报点评：抢装业绩兑现，十四五发展可期》——2021-08-02
- 《国信证券-东方电缆-603606-业绩预告公告点评：盈利稳定现金充裕，海陆并举全面开花》——2021-01-19
- 《东方电缆-603606-重大事件快评：海缆龙头迎风起舞，核心装备价值静待重估》——2020-10-26

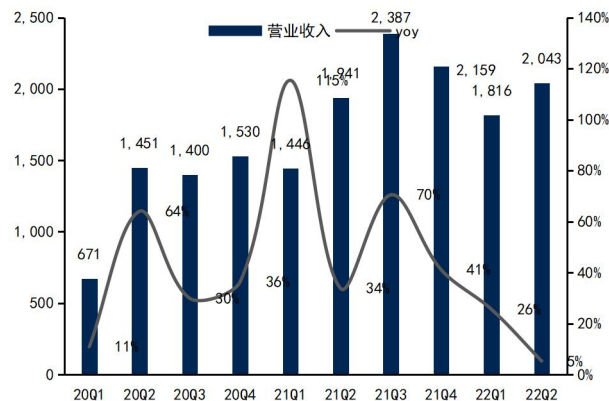
上半年业绩略低于预期，疫情短期影响海风建设进度。公司 2022 年上半年实现营业收入 38.59 亿元 (+13.96%)，实现归母净利润 5.22 亿元 (-18.02%)，扣非归母净利润 5.29 亿元 (-16.31%)。其中第二季度单季公司实现营业收入 20.43 亿元 (同比+5.29%，环比+12.50%)，实现归母净利润 2.44 亿元 (同比-32.09%，环比-12.23%)，扣非归母净利润 2.52 亿元 (同比-29.48%，环比-9.03%)。公司二季度业绩略低于预期，主要系国内海上风电相关工程受疫情影响，建设有所延缓，导致部分海缆项目交付延后所致。2022 年一季度公司海缆产品实现营业收入 7.41 亿元，二季度由于疫情拖累我们估计公司海缆产品实现营业收入约 7.16 亿元，预计部分 2021 年底在手海缆订单将在 2022 年三季度陆续确认收入。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



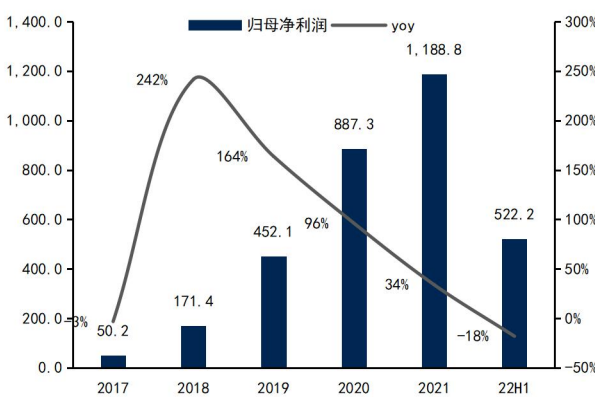
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



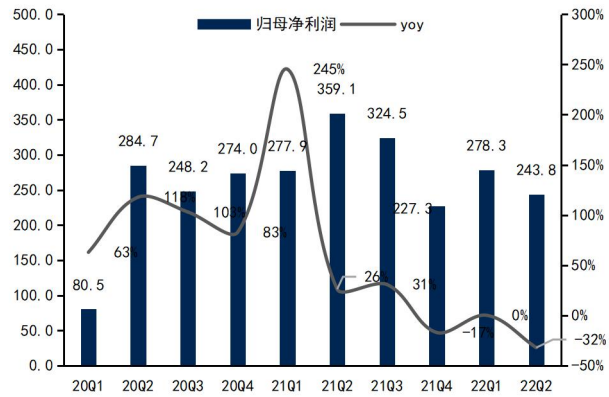
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

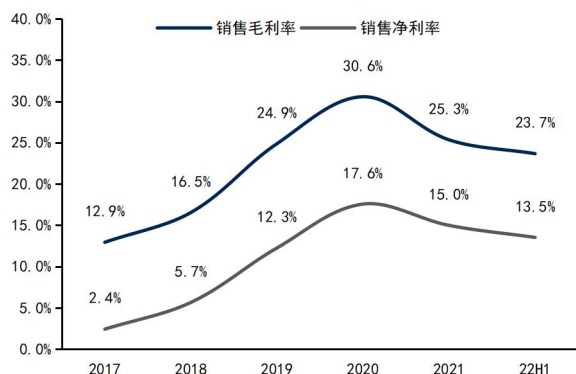
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

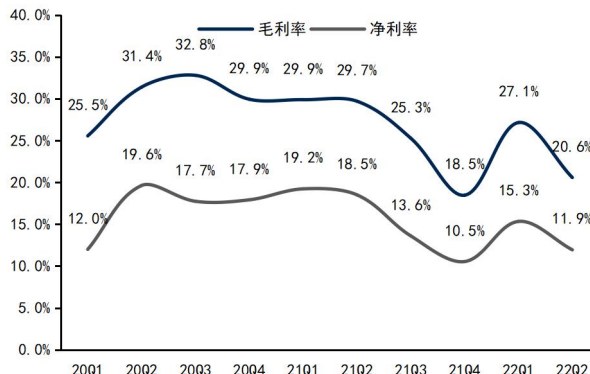
陆缆销售占比提升拉低二季度综合毛利率。2022 年上半年公司销售毛利率为 23.66% (同比-6.11pct.)，销售净利率为 13.53% (-5.28pct.)；二季度单季销售毛利率为 20.58% (同比-4.69pct.)，销售净利率为 11.93% (同比-6.57pct.)。二季度毛利率较低主要包括两方面原因：一、二季度海洋业务收入 8.24 亿元 (同比-21.15%，环比-18.58%)，陆缆系统业务收入达到 12.19 亿元 (同比+36.20%，环比+52.57%)，海洋业务收入占比下降至 40.3% (同比-13.6pct.)，二、我们估计二季度海缆系统产品销售中毛利率较低的阵列缆交付占比较高，环比拉低了海缆系统板块的毛利率，属于交付节奏造成的正常现象。

图5：东方电缆年度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）



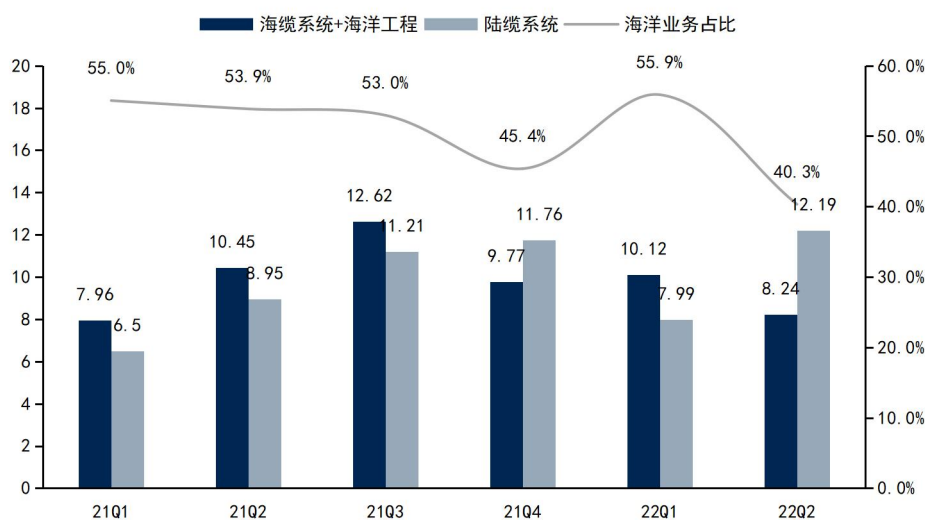
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：东方电缆季度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：东方电缆分季度各板块销售收入与海洋业务占比情况（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

抢装结束海缆毛利率有所回落，多重壁垒和产品升级保证远期毛利率维持在较高水平。我们估计公司2022年一季度海缆产品毛利率约为42.2%，二季度海缆产品毛利率约为38.6%，上半年海缆产品毛利率约为40.4%，较2021年上半年下降约9pct.。由于抢装时期海缆产能限制，部分2020年下半年和2021年招标海上风电项目已对2021年底前无法完成全容量并网有所预期，因此海缆行业报价较2019年和2020年上半年水平有所下降，公司2022年上半年海缆产品毛利率水平反映的正是平价时代海缆产品的正常毛利率水平。我们预计凭借海缆较高的技术、产能和市场壁垒以及330kV及以上超高压主缆应用比例的逐年提高，公司等龙头企业将维持较高的毛利率水平，远期毛利率有望维持在35%-40%之间。

2022年以来海洋业务新增订单超73亿元，海风/油气表现俱佳。截至2022年7月底，公司在手订单105.22亿元，其中海缆系统63.11亿元（其中220kV及以上海缆约占64%，脐带缆约占10%），陆缆系统26.47亿元，海洋工程15.64亿元。2022年以来公司海洋业务新增订单高达73.54亿元，其中包括全国首个500kV三

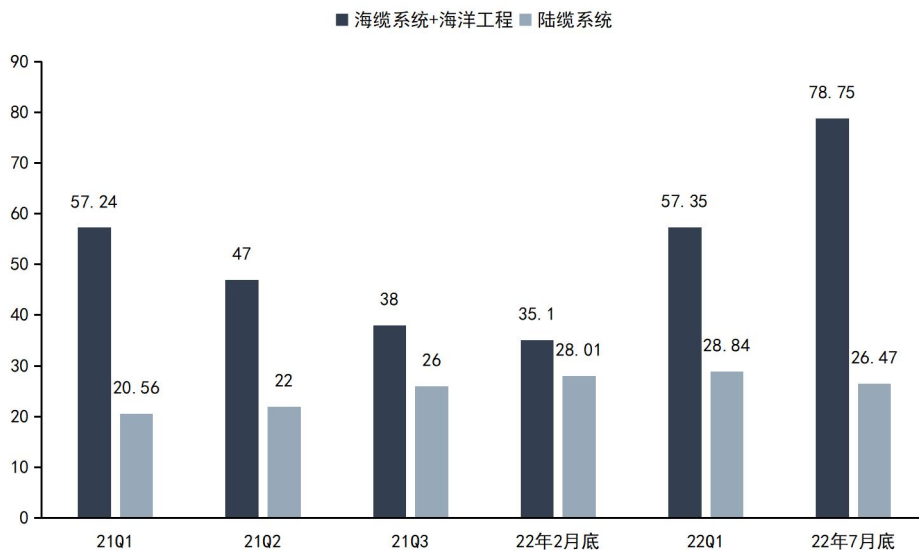
芯交流海缆（含软接头）总包项目、公司首个海外海上风电用海缆项目、公司首个 330kV 交流海缆产品与施工项目，表明公司在 330kV 及以上电压等级海缆技术领先，并逐渐打开出口市场。此外，公司近期中标多个海洋油气项目（岸电+脐带缆），预计随着国内海洋油气资源开发进度的加快与开采平台绿色用能的趋势，公司有望在海洋油气领域更上层楼。

表 1: 东方电缆 2022 年公告中标海洋业务订单汇总（截至 2022. 8. 8）

公告时间	中标内容	合同金额（亿元）
2022. 1. 21	国家电网、中海油、华润电力等相关单位的海底电缆、海洋脐带缆、海洋动态缆及安装敷设项目（含华润苍南 1#阵列缆）	5. 74
2022. 2. 16	明阳阳江青洲四海上风电场项目 220kV、35kV 海缆采购及敷设工程，共两个标段	13. 9
2022. 3. 11	渤中-垦利油田群岸电应用工程项目 220kV 陆用电缆采购，陵水 25-1 气田开发项目静态脐带缆	7. 01
2022. 3. 16	中广核浙江象山涂茨项目 66kV 海底电缆采购	2. 39
2022. 3. 23	粤电阳江青洲一、二海上风电场项目 500kV 海缆及敷设工程	17
2022. 3. 25	欧洲 HKWB 海上风电项目 220kV 海底电缆、220kV 高压电缆、66kV 海底电缆	5. 3
2022. 4. 8	粤电阳江青洲一、二海上风电场项目 EPC 总承包工程 66kV 海缆及敷设工程（A 标段）	2. 98
	三峡能源阳江青洲五、六、七海上风电场工程项目 EPC 总承包青洲六海上风电项目 330kV 海缆采购及敷设施工（标段 2），标段 2 主要产品为两回 330kV 光电复合海缆及三个送出回路的敷设施工	13. 81
2022. 7. 22	国电象山 1#海上风电场（二期）项目海缆采购生产及敷设施工，主要产品为 35kV、220 kV 光电复合海缆及敷设施工	4. 88
	中海油蓬莱 19-3 油田 5/10 开发项目和渤中 19-6 凝析气田一期开发项目海底电缆集中采购，主要产品为 20kV、35kV 海缆	0. 53
	合计	73. 54

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 8: 东方电缆在手订单情况（单位：亿元）

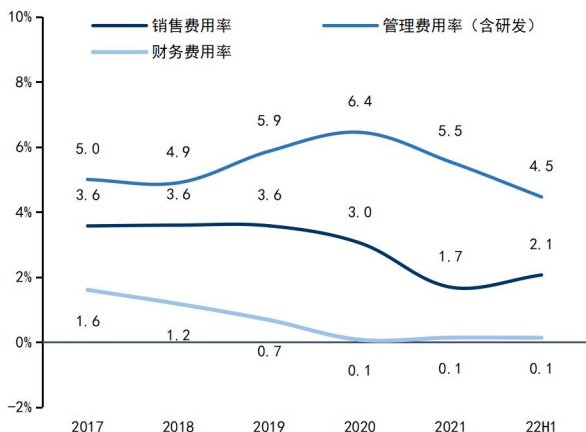


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

费用率稳中有降，周转效率持续提升。2022 年上半年公司三项费用率维持稳定，销售费用率为 2.06%（同比+0.36pct.），管理费用率为 4.46%（同比-1.29pct.），财务费用率为 0.13%（同比+0.04pct.）。公司二季度实现经营活动净现金流 3.43 亿元，抢装结束后公司回款状况良好。二季度公司存货周转天数与应收账款周转

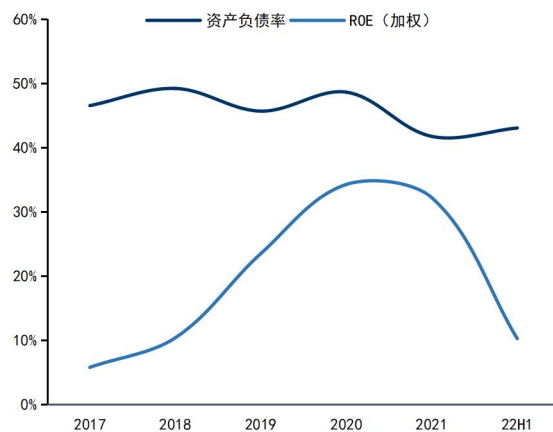
天数环比均有下降。截至 2022 年 6 月底公司资产负债率为 43.03%，债务偿还能力优异。2022 年 6 月底公司合同负债（全部为预收货款）余额为 3.57 亿元，较 2021 年底减少 2.70 亿元，表明公司 2021 年底在手订单陆续交付。由于公司中标到收到客户预付款存在一定的时间差，因此预计上半年大量新增订单尚未在合同负债中体现。

图9：东方电缆三项费用率变化情况（单位：%）



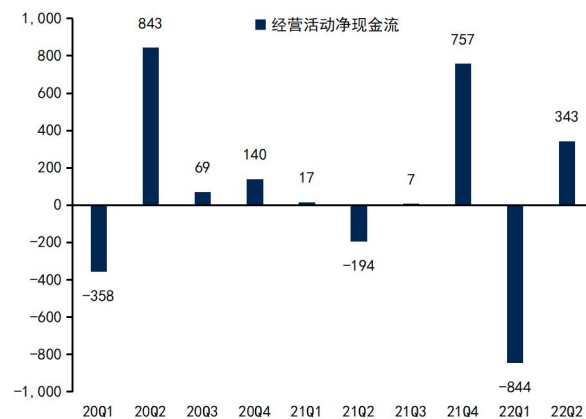
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：东方电缆资产负债率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：东方电缆经营性现金流情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：东方电缆主要流动资产周转情况（单位：天）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产能提升空间充裕，有望满足全球需求。目前公司数字化未来工厂东部（北仑）基地已经建成投产，东部基地海缆总产能达到 60 亿元，新产能采用“一塔四线”设计，目前 2 条 VCV 产线已投产，预计公司将根据行业需求适时启动另外 2 条产线的建设，东部基地理论总产能上限预计可以达到 100 亿元。以广东阳江为核心的南部产业基地（一期）去年已顺利开工，预计将在 2023 年下半年投产，同时公司已启动南部基地（二期）布局，充裕的产能提升空间为后续公司同时承接国内外订单奠定了良好基础。

海风未来十年将迎来国内外景气共振，海洋油气市场方兴未艾。《2022 全球海上风电报告》预计 2022-2030 年间全球将新增 260GW 的海上风电容量，到这个十年末（2030 年）全球累计海上风电并网容量将达到 316GW。此外，预计 2030 年全

球累计漂浮式海上风电装机将达到 18.9GW，其中 11GW 将分布在欧洲，5.5GW 在亚洲，其余部分在北美。根据英国、荷兰、德国等国家发布的 2030 年海上风电的发展目标统计，目前欧洲地区海上风电的规划项目总容量已超过 107GW。根据目前全国各省海上风电“十四五”相关规划，预计 2022-2025 年全国海上风电新增装机容量有望突破 50GW，启动前期工作（含“十四五”期间建成量）容量接近 170GW。油气方面，俄乌冲突爆发导致全球原油供需缺口进一步加大，油价呈上行通道。从中长期来看，全球原油供需缺口将长期存在，油价将长期高位运行，中期将继续抬升。《中海油 2022 年第一季度报告》显示，其资本开支稳步增长，有力保障公司国内业绩。中国原油对外依存度超 70%，国内将持续提升油气勘探开发和投资力度以保障能源安全。在国际油价高企、国家能源安全战略、中海油母公司“七年行动计划”等多方因素推进下，中海油将继续开展积极的增资扩产。其中，为水下生产系统提供电力、信号控制、液压和化学药剂、油气输送的海洋油气用脐带缆需求有望稳定提升。公司是全球为数不多具备脐带缆生产供货能力的企业，应用水深已逐步走向 3000 米级别。

表 2：全国各省海上风电“十四五”规划一览（截至 2022.7.20）

省份	十四五	2021 年	2022-2025	十四五期间启动前期工作（含十四五建成量）	具体规划
广东	17.0	4.0	13.0	28.0	广东省印发《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》，对无法享受国家补贴的省管海域项目予以适当的财政补贴；到 2021 年底累计建成投产装机容量达到 400 万千瓦，2025 年底力争达到 1,800 万千瓦，在全国率先实现平价并网。
江苏	12.7	4.4	8.3	11.7	《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划》指出，到 2025 年江苏省新增海上风电约 800 万千瓦，新增投资约 1000 亿元；《江苏省 2021 年度海上风电项目竞争性配置工作细则》释放 2.65GW“十三五”遗留开发资源；《江苏省“十四五”海上风电规划环境影响评价第二次公示》规划容量 9.09GW。
浙江	7.0	2.0	5	5	《浙江省能源发展十四五规划》指出，到 2025 年全省海上风电装机容量达到 500 万千瓦以上。《关于促进浙江省新能源高质量发展的实施意见（修改稿）》提出，2022-2025 年通过竞争性配置确定需要扶持的项目，年度装机总容量分别不超过 50 万千瓦、100 万千瓦、150 万千瓦、100 万千瓦。
福建	8.0	2.0	6.0	>50.0	根据《福建省“十四五”能源发展专项规划》，稳妥推进深远海风电项目，“十四五”期间增加并网装机 410 万千瓦，新增开发省管海域海上风电规模约 1030 万千瓦，力争推动深远海风电开工 480 万千瓦。
山东	8.0	0.6	7.4	35.0	2022 年山东能源工作文件指出，组织实施山东省海上风电发展规划，规划总规模 3500 万千瓦。重点推进渤中、半岛南 500 万千瓦以上项目开工建设，建成并网 200 万千瓦。争取 760 万千瓦场址纳入国家深远海海上风电规划。《能源保障网建设行动计划》中指出，2022 年，海上风电开工 500 万千瓦，建成 200 万千瓦左右。到 2025 年，开工 1200 万千瓦，建成 800 万千瓦；到 2030 年，建成 3500 万千瓦。
辽宁	4.0	1.0	3.0	3.0	根据《辽宁省“十四五”海洋经济发展规划》，到 2025 年力争海上风电累计并网装机容量达到 4050 兆瓦。
广西	3.0	0	3.0	22.5	第六届全球海上风电大会上获悉，广西“十四五”规划海上风电场址 25 个，总装机容量 2250 万千瓦，力争核准海上风电 800 万千瓦以上，投产 300 万千瓦。广西海上风电规划于 2021 年 11 月 1 日正式获得国家能源局批复。
海南	5.0	0	5	12.3	《海南省海洋经济发展“十四五”规划（2021-2025 年）》指出，在东方西部、文昌东北部、乐东西部、儋州西北部、临高西北部 50 米以浅海域优选 5 处海上风电开发示范项目场址，总装机容量 300 万千瓦，2025 年实现投产规模约 120 万千瓦。根据《海南省海上风电项目招商（竞争性配置）方案》，海南省“十四五”期间规划 11 个场址作为近期重点项目，总开发容量为 1230 万千瓦。
上海	2.0	0.4	1.6	2.0	上海市发布关于印发《上海市能源发展“十四五”规划》，近海风电重点推进奉贤、南汇和金山三大海域风电开发，探索实施深远海域和陆上分散式风电示范试点，力争新增规模 180 万千瓦。
合计	66.7	14.4	52.3	169.6	

资料来源：各省市发改委、能源局，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级。

公司在海缆领域具有较强的技术、市场与产能优势，预计随着海上风电迎来景气周期、

海洋油气开发进度明显提速以及公司切入欧洲海底电缆主流市场，公司具有良好的长期成长性。基于公司近期订单情况与行业开拓进展，我们维持原有盈利预测，预计2022-2024年归母净利润12.12/19.50/23.28亿元，同比增速分别为2.0/60.8/19.4%，摊薄EPS分别为1.76/2.84/3.38元，当前股价对应PE分别为43.5/27.0/22.7倍，维持“买入”评级。

表3：可比公司估值表（2022年8月8日）

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)	(22E)		
600522	中天科技	22.81	778	0.05	1.11	1.37	1.62	336.4	20.5	16.7	14.1	0.6%	1.21	-	
600487	亨通光电	15.75	372	0.61	0.94	1.20	1.44	24.9	16.8	13.1	10.9	6.9%	1.24	-	
603606	东方电缆	76.67	527	1.73	1.76	2.84	3.38	44.4	43.5	27.0	22.7	20.7%	1.39	买入	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1267	1676	2047	2906	2972	营业收入	5052	7932	9306	13209	13509
应收款项	1810	2455	2422	3438	3516	营业成本	3509	5922	7177	9788	9585
存货净额	950	1518	1912	2714	2776	营业税金及附加	24	34	47	66	68
其他流动资产	279	99	86	117	96	销售费用	154	134	158	225	230
流动资产合计	4693	6330	6970	9806	10073	管理费用	138	173	216	368	376
固定资产	1035	1630	2041	2422	2867	研发费用	187	266	335	476	486
无形资产及其他	286	280	269	258	247	财务费用	4	11	(4)	13	40
投资性房地产	74	133	47	40	41	投资收益	(0)	0	3	3	3
长期股权投资	3	11	11	11	11	资产减值及公允价值变动	(80)	(69)	30	5	0
资产总计	6092	8384	9338	12537	13238	其他收入	155	117	(19)	6	11
短期借款及交易性金融负债	0	599	1242	2098	866	营业利润	1031	1372	1421	2294	2739
应付款项	976	1835	776	1058	1032	营业外净收支	(2)	(2)	5	0	0
其他流动负债	371	352	446	410	401	利润总额	1029	1370	1426	2294	2739
流动负债合计	2172	3413	3394	4886	3650	所得税费用	141	181	214	344	411
长期借款及应付债券	702	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	88	85	85	85	85	归属于母公司净利润	887	1189	1212	1950	2328
长期负债合计	790	85	85	85	85	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2961	3498	3480	4972	3735	净利润	887	1189	1212	1950	2328
少数股东权益	4	4	4	4	4	资产减值准备	(58)	(66)	30	(5)	0
股东权益	3127	4882	5854	7561	9499	折旧摊销	68	74	100	130	166
负债和股东权益总计	6092	8384	9338	12537	13238	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	4	11	(4)	13	40
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(562)	(461)	(929)	(1342)	(206)
每股收益	1.36	1.73	1.76	2.84	3.38	其它	358	(150)	(37)	15	37
每股红利	0.23	0.35	0.35	0.57	0.68	经营活动现金流	694	586	376	748	2325
每股净资产	4.79	7.10	8.52	11.00	13.82	资本开支	(491)	(708)	(500)	(500)	(600)
ROIC	35%	35%	25%	30%	30%	其它投资现金流	(340)	244	89	10	2
ROE	28%	24%	21%	26%	24%	投资活动现金流	(831)	(464)	(411)	(490)	(598)
毛利率	31%	25%	23%	26%	29%	权益性融资	186	717	0	0	0
EBIT Margin	21%	18%	15%	17%	21%	负债净变化	149	(143)	642	856	(1231)
EBITDA Margin	22%	19%	16%	18%	22%	支付股利、利息	(85)	(150)	(240)	(242)	(390)
收入增长	37%	57%	17%	42%	2%	其它融资现金流	(553)	559	642	856	(1231)
净利润增长率	96%	34%	2%	61%	19%	融资活动现金流	246	412	406	601	(1661)
资产负债率	49%	42%	37%	40%	28%	现金净变动	109	534	372	859	66
股息率	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.7%	货币资金的期初余额	991	1267	1676	2047	2906
P/E	56.52	44.35	43.49	27.04	22.65	货币资金的期末余额	1267	1676	2047	2906	2972
P/B	16.02	10.79	9.00	6.97	5.55	企业自由现金流	(88)	122	(152)	242	1720
EV/EBITDA	47.95	38.08	37.86	23.76	19.19	权益自由现金流	(635)	662	493	1087	454

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。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所提及的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