

长江电力 (600900.SH)

买入

来水欠佳致三季度业绩下滑，风光水一体化及抽蓄布局稳步推进

核心观点

来水欠佳，第三季度收入、净利润均同比大幅下降。2022年前三季度，公司实现营业收入412.69亿元(+2.03%)，归母净利润189.44亿元(-3.18%)，扣非归母净利润190.15亿元(+5.05%)。第三季度，公司实现营业收入158.81亿元(-22.71%)，归母净利润76.53亿元(-30.34%)，扣非归母净利润77.36亿元(-29.52%)。公司第三季度收入、净利润均大幅下降，主要系长江流域来水同比严重偏少影响。

乌白电站注入在即，公司水电装机规模再创新高，经营效益有望进一步提升。公司拟以发行股份及支付现金的方式购买云川公司100%股权。本次交易完成后，公司将新增乌东德、白鹤滩两座水电站，合计新增装机26.2GW，国内累计装机规模达71.80GW(+57%)。此外，“乌白”电站资产注入后，在联合调度方面，公司将由“四库联调”变为“六库联调”，预计调度增发电量将大幅增加，盈利规模及盈利能力将进一步提升。

能源结构拓展，推进智慧综合能源开发。当前，公司有序推进金沙江下游风光水储一体化可再生能源开发，深入开展水风光互补的运行调度研究；发挥公司大水电运维核心能力，高质量布局和推进抽水蓄能业务发展；推进智慧综合能源业务，创新推出城市绿色综合能源管家模式，积极布局“源网荷储”一体化发展。

抽蓄布局稳步推进，再添业绩发展新动力。公司甘肃张掖抽水蓄能电站项目于2022年10月获得核准批复，项目装机140万千瓦，主要承担甘肃电网调峰、填谷、储能、调频、调相、紧急事故备用等任务，成为甘肃河西地区清洁能源外送基地安全稳定运行可靠的支撑点。公司抽水蓄能业务逐步落地，未来或有望新获项目，装机规模将持续提升，推动公司业绩增长。

风险提示：电价大幅下降；来水量大幅下降；宏观经济超预期下行。

投资建议：预计2022-2024年公司归母净利润分别为260.9/285.3/293.4亿元，分别同比增长-1%/9%/3%；EPS为1.15、1.25、1.29元当前股价对应PE为17.4/15.9/15.5X。未来乌白电站注入后公司装机规模有望进一步增加，综合优势突出，同时大力推进风光水一体化和布局抽蓄，创造新增量。考虑到公司作为水电龙头企业，给予公司2023年17-18倍PE，对应21.15-22.50元/股合理价值，较目前股价有6%-13%的溢价空间，首次覆盖，给予“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)	57,783	55,646	57,554	59,123	59,627
(+/-%)	15.9%	-3.7%	3.4%	2.7%	0.9%
净利润(百万元)	26298	26273	26075.38	28488.26	29325.99
(+/-%)	22.1%	-0.1%	-0.8%	9.3%	2.9%
每股收益(元)	1.16	1.16	1.15	1.25	1.29
EBIT Margin	58.8%	57.2%	55.6%	56.4%	56.4%
净资产收益率(ROE)	15.3%	14.5%	12.8%	12.5%	11.5%
市盈率(PE)	17.4	17.4	17.6	16.1	15.6
EV/EBITDA	13.4	13.8	13.8	13.4	13.3
市净率(PB)	2.66	2.53	2.25	2.00	1.80

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

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

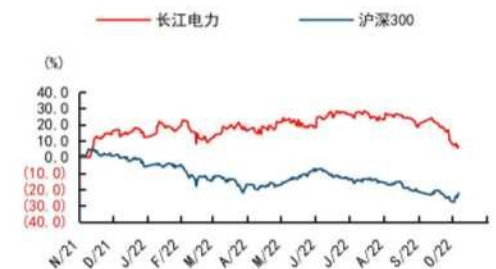
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	21.15 - 22.50元
收盘价	20.14元
总市值/流通市值	458024/458024百万元
52周最高价/最低价	25.27/19.49元
近3个月日均成交额	966.22百万元

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

长江电力为三峡集团下属的以水电为主的综合平台公司，负责长江干流水电项目开发运营。公司创立于2002年9月，2003年在上交所主板上市。公司主要从事水力发电、清洁能源和智慧综合能源、配售电以及投融资业务，并以大型水电站运营为主要业务，为全球最大的水电上市公司。截至2022年9月，公司拥有长江干流三峡、葛洲坝、溪洛渡和向家坝4座水电站的全部发电资产，水电装机容量达45.60GW，其中国内水电装机容量45.50GW，占全国水电装机容量的比例为11.37%。

公司控股股东为三峡集团，实际控制人为国务院国资委。截至2022年9月，三峡集团直接持有公司54.34%股权，并通过全资子公司三峡建工持有公司3.87%股权，合计持有公司58.21%股权，为公司控股股东。三峡集团由国务院国资委100%控股，同时国务院国资委通过中国核工业集团持有公司1.15%股权，合计持有公司59.36%股权，为公司实际控制人。公司股权结构集中，且三峡集团为大型电力央企，可为公司业务发展提供资金、资源支持，保障公司战略目标实现和稳健经营发展。

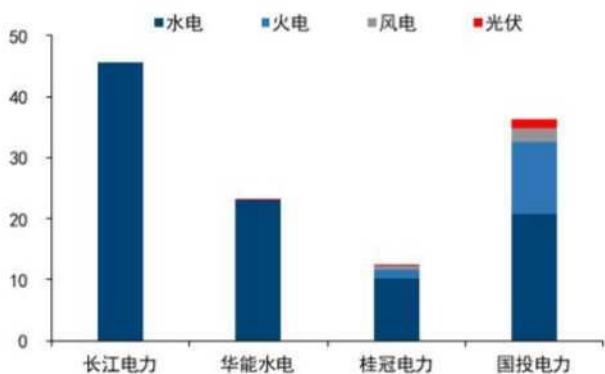
图1：长江电力股权结构图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司水电装机规模居前，ROE及毛利率较为稳定，处于行业前列。国内大型水电上市公司有长江电力、华能水电、桂冠电力、国投电力等。从装机规模来看，截至2021年，长江电力、华能水电、桂冠电力、国投电力水电总装机规模分别为45.60、22.95、10.23、20.77GW，长江电力水电装机规模居前。从毛利率、净利率、ROE等指标来看，长江电力的盈利指标均好于可比公司，同时较为稳定，整体波动较小。公司盈利能力较强且较为稳定，这一方面是由于公司装机均为水电，且可实现“四库”联调，有效平滑来水波动，保障业绩稳健增长；另一方面，则在于公司运营管理和资本配置能力较强，投资收益持续增长，推动公司业绩稳步上行。

图2：2021年长江电力与可比公司装机容量结构（GW）



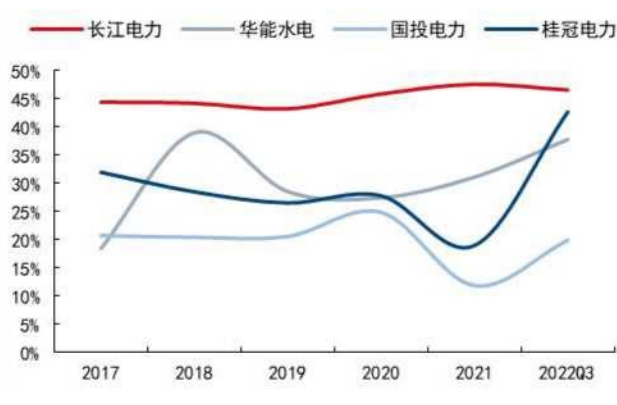
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：长江电力与可比公司毛利率比较



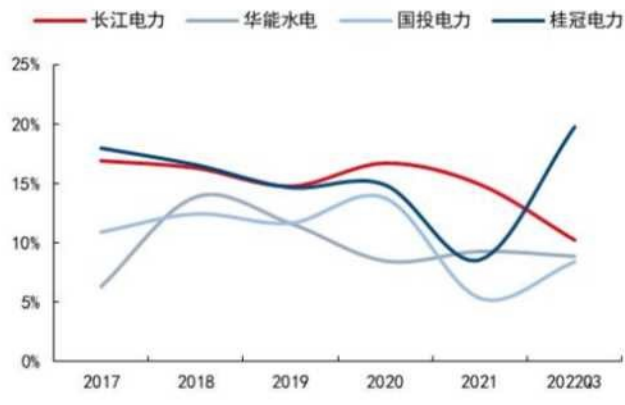
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：长江电力与可比公司净利率比较



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

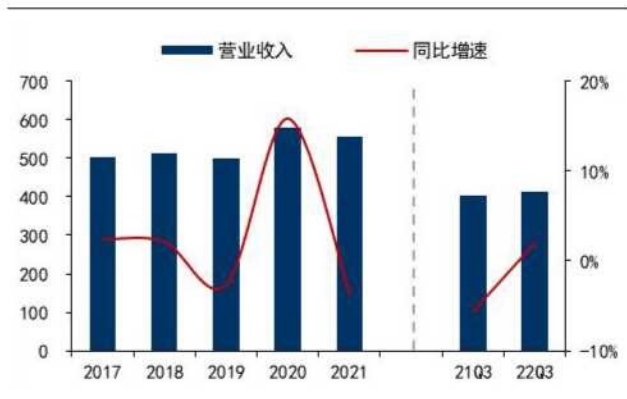
图5：长江电力与可比公司ROE比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

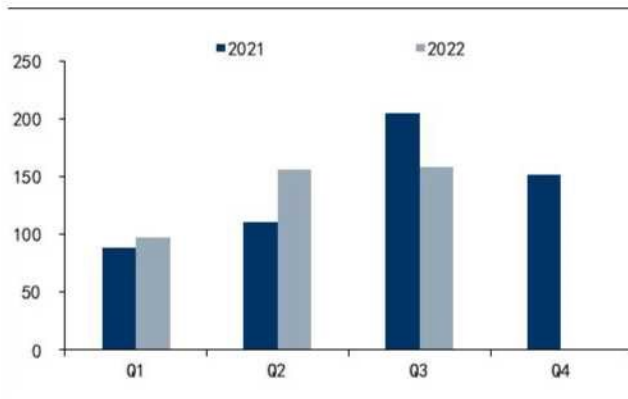
来水欠佳，第三季度收入、净利润均同比大幅下降。2022年前三季度，公司实现营业收入412.69亿元（+2.03%），归母净利润189.44亿元（-3.18%），扣非归母净利润190.15亿元（+5.05%）。2022年第三季度单季度，公司实现营业收入158.81亿元（-22.71%），归母净利润76.53亿元（-30.34%），扣非归母净利润77.36亿元（-29.52%）。公司第三季度收入、净利润均大幅下降，主要系长江流域来水同比严重偏少影响，公司发电量同比大幅下降。2022年第三季度溪洛渡水库来水总量约422.69亿立方米，较上年同期偏枯20.49%；三峡水库来水总量约1006.83亿立方米，较上年同期偏枯54.40%。前三季度，公司发电量1485.32亿千瓦时（-2.61%）；第三季度，公司发电量534.18亿千瓦时（-34.20%）。

图6: 长江电力营业收入变化情况 (亿元)



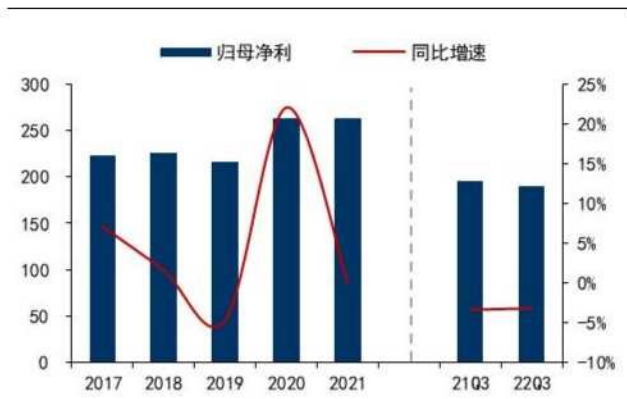
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 长江电力三季度营业收入情况 (亿元)



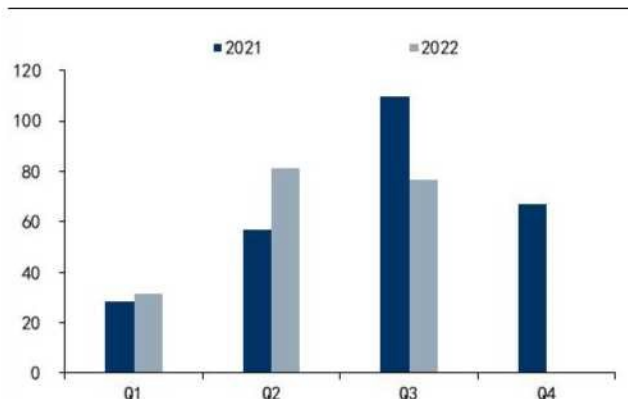
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 长江电力归母净利润变化情况 (亿元)



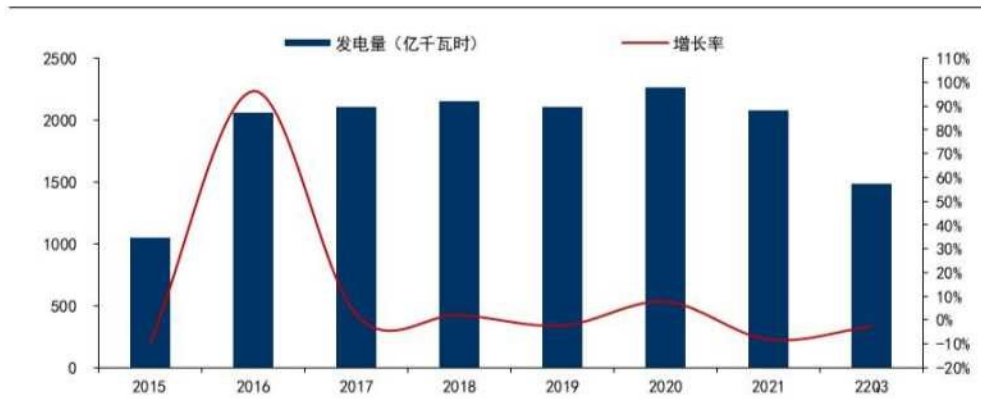
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 长江电力单季度归母净利润变化情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

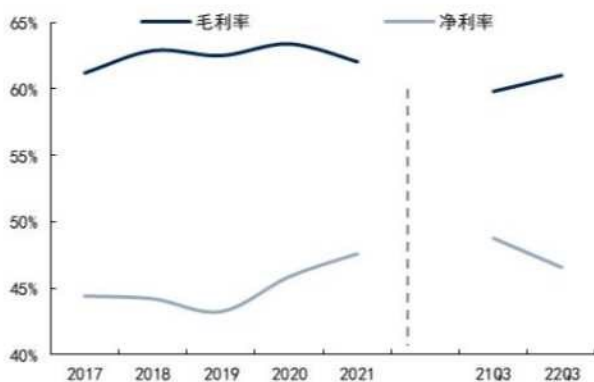
图10: 公司发电量及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

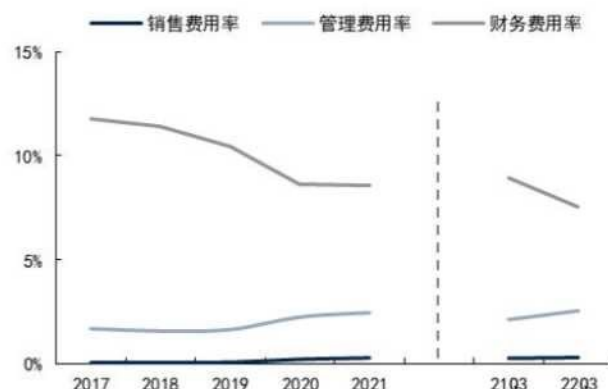
毛利率小幅增加，净利率有所下降，费用率呈下降态势。2022 前三季度，公司毛利率为 61.02%，同比增加 1.20pct，主要系公司平均上网电价增加影响所致。费用率方面，前三季度，公司财务费用率为 7.51%，同比减少 1.43pct；管理费用率为 2.54%，同比增加 0.43pct；销售费用率为 0.29%，同比增加 0.03pct。整体来看，公司费用率水平有所下降。净利率方面，前三季度，公司净利率为 46.57%，同比减少 2.20pct，主要系公司投资收益同比下降及第三季度业绩同比大幅下降影响。

图 11: 长江电力毛利率、净利率变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 长江电力三项费用率变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

ROE 同比下降，经营性净现金流有所增加。2022 前三季度，公司 ROE 为 10.24%，同比减少 0.65pct，主要系公司净利率下降影响所致。现金流方面，前三季度，公司经营性净现金流 239.70 亿元 (+10.94%)，增长原因在于上网电价同比有所增加。

图 13: 长江电力 ROE 变化及杜邦分析



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 长江电力现金流情况 (亿元)

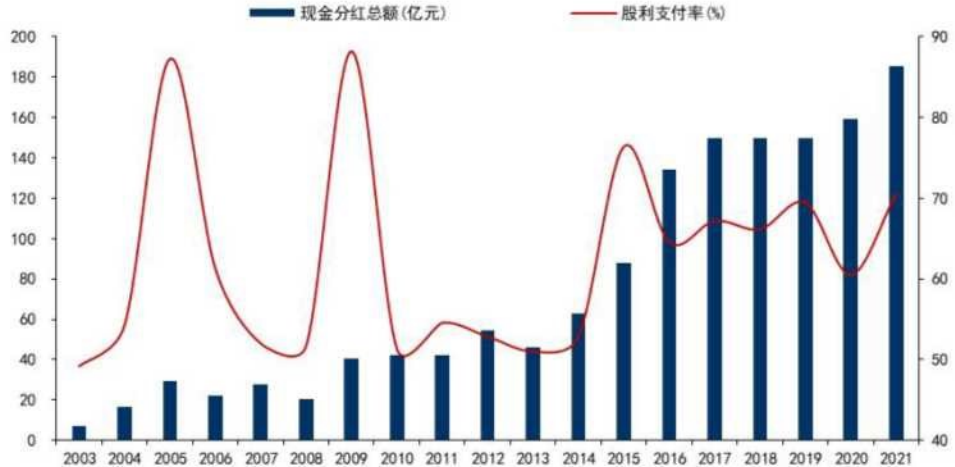


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金分红金额增加，股利支付率维持高位。公司自上市以来，现金分红总额呈增长趋势，股利支付率保持在 50% 以上。2021 年，公司现金分红 185.41 亿元，股利支付率达 70.57%。根据公司发布的《未来三年（2022-2024）股东分红回报规划》，未来公司将继续执行《公司章程》规定：公司每年现金分红原则上不低于母公司当年实现可供股东分配利润的百分之五十，对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70% 进行现金分红。可以预计的是，随着公司未来

净利润水平增长，公司现金分红金额将进一步增加，高分红水平凸显公司类债资产价值属性。

图15：公司上市以来现金分红总额及股利支付率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

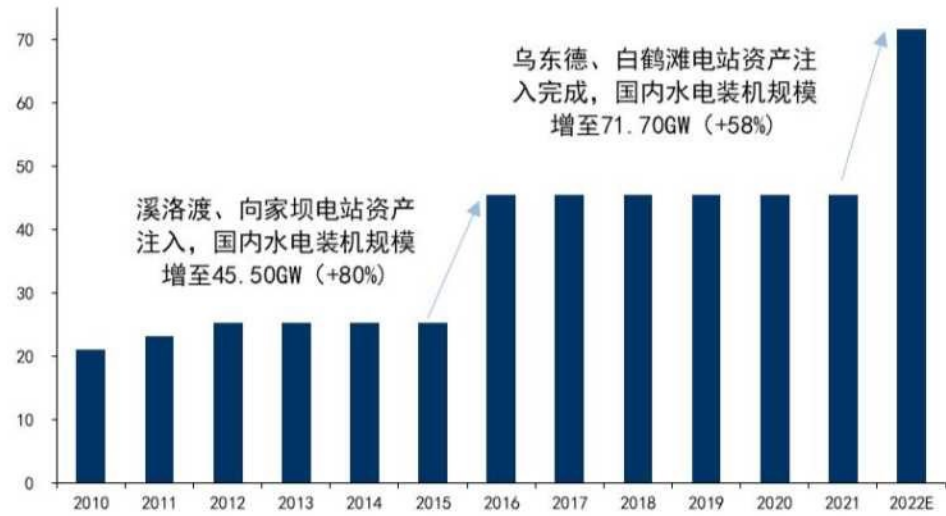
乌白电站注入在即，公司水电装机规模再创新高。2022年6月，公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》公告，拟以发行股份及支付现金的方式购买三峡集团、三峡投资、云能投、川能投合计持有的云川公司100%股权。本次交易完成后，公司将新增乌东德、白鹤滩两座水电站，合计装机26.2GW，国内累计装机规模达71.80GW（+57%）。据公司公告披露，乌东德、白鹤滩水电站多年平均发电量分别为624、389亿千瓦时，“乌白”水电站资产注入后，公司新增发电量合计1013亿千瓦时，发电量规模进一步扩大。此外，“乌白”电站资产注入后，在联合调度方面，公司将由“四库联调”变为“六库联调”，预计调度增发电量将大幅增加。公司收购云川公司100%股权交易对价为804.84亿元，其中发行股份支付160.97亿元（占比20%），现金支付643.87亿元（占比80%），而云川公司净资产账面价值568.19亿元，对应PB为1.42，低于可比上市公司水平，有助于维护现有股东利益。目前，公司资产收购方案已获得证监会核准，预计后续资产收购工作将有序推进，公司装机规模实现飞跃发展，盈利规模及盈利水平有望进一步提升。

表1：公司收购云川公司100%交易方案（单位：亿元）

交易对方	对应云川公司股权比例	交易对价	发行股份支付价格	现金支付价格
三峡集团	40%	321.94	80.48	241.45
三峡投资	30%	241.45	-	241.45
云能投	15%	120.73	40.24	80.48
川能投	15%	120.73	40.24	80.48
合计	100%	804.84	160.97	643.87

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

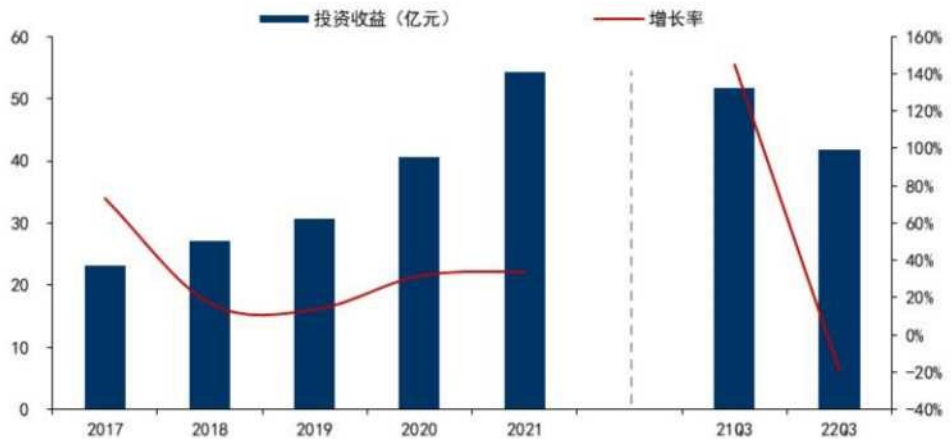
图16: 公司国内水电装机规模 (单位: GW)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资收益稳步增长，成为公司业绩增长的重要驱动因素。长期以来，公司围绕清洁能源、智慧综合能源、产业链上下游等领域，积极稳健开展对外投资，投资结构及投资质量持续合理优化，投资收益亦不断增长。2021年，公司实现投资收益54.26亿元(+33.88%)，占公司净利润的比例为20.65%，成为公司业绩的重要组成部分。2017-2021年期间，公司投资收益CAGR为23.77%，呈快速增长态势。

图17: 公司投资收益及增长率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

能源结构拓展，推进智慧综合能源开发。“十四五”期间，公司将进一步巩固、深化和拓展新发展模式。在能源结构方面，公司将由水电拓展至水风光储和多能互补领域，构建水风光储一体化发展格局。同时，在业务形态上，公司将持续加强智慧综合能源开发，从发电侧拓展到用户侧综合服务。当前，公司有序推进金沙江下游风光水储一体化可再生能源开发，深入开展水风光互补的运行调度研究；发挥公司大水电运维核心能力，高质量布局和推进抽水蓄能业务发展；推进智慧综合能源业务，创新推出城市绿色综合能源管家模式，积极布局“源网荷储”一体化发展。

抽蓄布局稳步推进，再添业绩发展新动力。公司甘肃张掖抽水蓄能电站项目于2022年10月获得核准批复，项目装机140万千瓦，主要承担甘肃电网调峰、填谷、储能、调频、调相、紧急事故备用等任务，成为甘肃河西地区清洁能源外送基地安全稳定运行可靠的支撑点。公司抽水蓄能业务逐步落地，未来或有望新获项目，装机规模将持续提升，推动公司业绩增长。

盈利预测

核心假设：

- 1、装机规模：暂不考虑公司资产注入影响，假设公司2022-2024年国内装机规模保持稳定；
- 2、利用小时数：参考公司过往利用小时数情况，考虑到2022年三季度来水情况欠佳，假设公司2022年利用小时数为4500小时，203-2024年利用小时数均为4600小时；
- 3、上网电价：参考公司过往上网电价水平，以及2022年前三季度平均上网电价水平，假设公司2022-2024年上网电价均为0.27元/KWh；

综合以上假设，预计2022-2024年公司营业收入分别为576、591、596亿元。成本方面，主要参考过往资产折旧、财政规费等进行设定。同时，销售费用率、财务费用率、研发费用率、管理费用率、所得税率较为稳定，参考公司过往水平进行设定。

表2：公司电力业务收入测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
装机规模（万千瓦）	4550	4550	4550	4550	4550	4550
发电量（亿千瓦时）	2105	2269	2083	2047	2093	2093
平均上网电价（元/KWh）	0.27	0.26	0.27	0.27	0.27	0.27
营业收入（亿元）	497	529	488	493	504	504
毛利率				66.4%	67.5%	67.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表3：公司未来三年业绩测算表（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	55646	57554	59123	59627
营业成本	21113	22225	22377	22549
销售费用	150	196	201	203
管理费用	1437	1799	1846	1867
财务费用	4751	3031	2831	2613
营业利润	32876	33246	36260	37263
利润总额	32409	32179	35193	36196
归属于母公司净利润	26273	26087	28530	29343
EPS	1.16	1.15	1.25	1.29
ROE	14.51%	12.80%	12.48%	11.55%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

估值投资建议

可比公司的选择：选择国内水电装机规模居前的华能水电、国投电力、桂冠电力作为可比公司。

投资建议：我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 575.5/591.2/596.3 亿元，同比增长 3%/3%/1%；归母净利润分别为 260.9/285.3/293.4 亿元，分别同比增长 -1%/9%/3%；EPS 为 1.15、1.25、1.29 元，当前股价对应 PE 为 17.4/15.9/15.5X。未来乌白电站注入后公司装机规模有望进一步增加，综合优势突出，同时大力推进风光水一体化和布局抽蓄，创造新增量。考虑到公司作为水电龙头企业，给予公司 2023 年 17-18 倍 PE，对应 21.15-22.50 元/股合理价值，较目前股价有 6%-13% 的溢价空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
600025.SH	华能水电	6.53	1175	0.32	0.39	0.44	0.48	20	17	15	14	0.8	无
600236.SH	桂冠电力	6.20	489	0.17	0.39	0.37	0.39	36	16	17	16	0.1	无
600886.SH	国投电力	10.05	749	0.33	0.75	0.88	0.95	31	13	11	11	0.1	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值在 21.15-22.50 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年的业务成本和业务收入加入了很多个人的判断：

1、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2023 年 PE 水平作为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正。

2、新能源建设具有一定不确定性，如光伏组件价格持续高位、风电资源竞争激烈等，公司水风光一体化发展可能不及预期。

3、抽水蓄能项目建设周期长，公司抽水蓄能项目建设、投运进度可能不及预期，影响公司业绩增长。

盈利预测的风险

在对公司水电业务未来盈利预测中，我们设定了很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断：

1、我们认为若电力市场化推进不及预期可能导致电价的上浮不及我们预期，亦或电力供需格局变化导致电价下行；

2、若水风光一体化项目投运增长不及预期，可能影响公司业绩增长；

3、若新能源当年来水条件较差，可能影响公司当年水电业务的业绩。

经营及其它风险

1、电价波动风险。上网电价是影响公司盈利能力的重要因素。我国发电企业上网电价受到政府的严格监管，未来随着电力改革的深入及竞价上网的实施，可能导致公司的上网电价水平发生变化，这将可能影响公司的盈利水平。

2、宏观经济下行风险。若宏观经济下行，将可能会影响电力消费需求，导致电力

消纳不及预期；同时，电力供需格局偏松，将可能导致电价下行，影响公司收入和净利润水平。

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	9231	9930	19319	30322	46043	营业收入	57783	55646	57554	59123	59627
应收款项	4120	4342	4005	4314	4385	营业成本	21149	21113	22225	22377	22549
存货净额	282	470	538	546	553	营业税金及附加	1193	1164	1324	1360	1371
其他流动资产	1043	3181	3290	3380	3409	销售费用	115	150	196	201	203
流动资产合计	14676	17923	27152	38562	54389	管理费用	1327	1437	1799	1846	1867
固定资产	234115	221652	215085	208483	201819	财务费用	4986	4751	3045	2882	2634
无形资产及其他	20614	20181	26824	33782	41070	投资收益	4053	5426	3926	5426	5926
投资性房地产	10998	8090	8090	8090	8090	资产减值及公允价值变动	(191)	376	357	340	323
长期股权投资	50424	60717	73793	84972	96488	其他收入	21	44	(16)	(14)	(10)
资产总计	330827	328563	350945	373888	401856	营业利润	32896	32876	33232	36209	37242
短期借款及交易性金融负债	47982	29756	29756	29756	29756	营业外净收支	(440)	(467)	(1067)	(1067)	(1067)
应付款项	894	694	795	806	816	利润总额	32456	32409	32166	35142	36175
其他流动负债	29590	22956	26653	27063	27387	所得税费用	5949	5924	5879	6423	6612
流动负债合计	78467	53406	57204	57625	57958	少数股东损益	208	212	211	230	237
长期借款及应付债券	51974	70418	73218	75668	78118	归属于母公司净利润	26298	26273	26075	28488	29326
其他长期负债	22065	14451	7361	2443	1903						
长期负债合计	74039	84869	80579	78112	80021	现金流量表 (百万元)					
负债合计	152505	138275	137784	135737	137980	净利润	26298	26273	26075	28488	29326
少数股东权益	6203	9224	9408	9608	9815	资产减值准备	128	(566)	19	17	17
股东权益	172118	181064	203754	228543	254061	折旧摊销	11638	11420	11095	11113	11144
负债和股东权益总计	330827	328563	350945	373888	401856	公允价值变动损失	128	(566)	19	17	17
						财务费用	4986	4751	3045	2882	2634
关键财务与估值指标						营运资本变动	(3416)	(9379)	3972	15	228
						其它	6261	8551	(716)	(2360)	(3102)
每股收益	1.16	1.16	1.15	1.25	1.29	经营活动现金流	41037	35732	40464	37290	37629
每股红利	0.70	0.15	0.15	0.16	0.17	资本开支	(3628)	(3474)	(11204)	(11486)	(11786)
每股净资产	7.57	7.96	8.96	10.05	11.17	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROIC	12.93%	11.38%	11%	12%	12%	投资活动现金流	(36037)	(6565)	(24281)	(22664)	(23301)
ROE	15.28%	14.51%	12.80%	12.47%	11.54%	权益性融资	14932	155	0	0	0
毛利率	63%	62%	61%	62%	62%	负债净变化	(10153)	21992	2800	2450	2450
EBIT Margin	59%	57%	56%	56%	56%	支付股利、利息	(15919)	(3411)	(3386)	(3699)	(3808)
EBITDA Margin	79%	78%	75%	75%	75%	其它融资现金流	15383	(36629)	0	0	0
收入增长	16%	-4%	3%	3%	1%	融资活动现金流	(3007)	(28381)	(6795)	(3623)	1394
净利润增长率	22%	-0%	-1%	9%	3%	现金净变动	1908	699	9389	11003	15722
资产负债率	48%	45%	42%	39%	37%	货币资金的期初余额	7323	9231	9930	19319	30322
股息率	3.5%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	货币资金的期末余额	9231	9930	19319	30322	46043
P/E	17.4	17.4	17.6	16.1	15.6	企业自由现金流	0	24575	30019	26882	27074
P/B	2.7	2.5	2.2	2.0	1.8	权益自由现金流	0	9938	30330	26977	27371
EV/EBITDA	13.4	13.8	13.8	13.4	13.3						

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