

伯特利 (603596.SH)

2023 年营收同比增长 35%，技术推进夯实长期竞争力

买入

核心观点

2023 年营收同比增长 35%，智能电控产品销量同比增长 49%。2023 年实现营收 74.74 亿元，同比+35%；归母净利润 8.91 亿元，同比+28%；公司营收及利润增长主要受益于客户订单及产品销量增加，2023 年公司智能电控产品销量 372 万套，同比+48.93%；盘式制动器销量 285 万套，同比+26.55%；轻量化制动零部件销量 1019 万件，同比+31.32%，机械转向产品销量 233 万套。

2023Q4 公司归母净利率环比+0.66pct。2023 年公司毛利率 22.57%，同比+0.13pct；实现归母净利率 11.92%，同比-0.7pct，单四季度公司毛利率 23.09%，同比-0.25pct，环比+0.48pct；归母净利率 12.54%，同比+0.63pct，环比+0.66%。**公司 2023 年新增量产 241 项，同比+45%；新增定点 319 项，同比-14%，随新订单量产，公司盈利能力有望持续上行。**

在手订单充足，持续推进线控制动 1.5 版、前湿后干及下一代产品进程。2023 年新增盘式制动器/轻量化产品/电子驻车制动/电子稳定控制/电动尾门开闭/线控制动/高级驾驶辅助/电动转向管柱/机械转向器/机械管柱定点 137/37/47/3/50/17/8/11/10 个，在手订单充足。公司进一步完成线控制动 1.5 版设计、开发及性能测试、前湿后干方案研发，技术持续增强。制动冗余的下一代线控制动系统研发完成，预计 24 年上半年量产。

赋能国内优质车企，定位全球化底盘供应商。伯特利是国内少数拥有自主知识产权，能够批量生产电子驻车制动系统、制动防抱死系统及电子稳定控制系统、线控制动系统等智能电控产品的企业，赋能自主品牌实现双赢增长，随自主品牌走向海外，公司在美国、墨西哥等国家也同步布局海外研发和生产基地。在墨西哥新增年产 50 万套电子驻车制动系统卡钳生产线；墨西哥年产 400 万件轻量化零部件产线于 2023 年 9 月投产；2023 年 6 月 1.65 亿美元投建墨西哥年产 550 万件铸铝转向节、170 万件控制臂/副车架、100 万件电子驻车制动钳、100 万件前制动钳等产能，后续公司将考虑在海外其他地区推进布局。

风险提示：终端需求不及预期；产品技术研发不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。公司是国产制动系统龙头企业，我们看好公司智能电控产品加速放量带来业绩持续上行，维持盈利预测，预计伯特利 24/25/26 年归母净利润为 12.0/16.1/20.7 亿元，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,539	7,474	10,126	12,578	15,385
(+/-%)	58.6%	34.9%	35.5%	24.2%	22.3%
净利润(百万元)	699	891	1196	1606	2066
(+/-%)	38.5%	27.6%	34.2%	34.2%	28.6%
每股收益(元)	1.70	2.06	2.76	3.71	4.77
EBIT Margin	11.7%	12.5%	12.7%	13.6%	14.4%
净资产收益率 (ROE)	16.6%	15.7%	18.1%	20.4%	21.8%
市盈率 (PE)	32.2	26.6	19.8	14.7	11.5
EV/EBITDA	32.8	24.4	19.4	15.3	12.7
市净率 (PB)	5.35	4.17	3.58	3.01	2.50

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

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

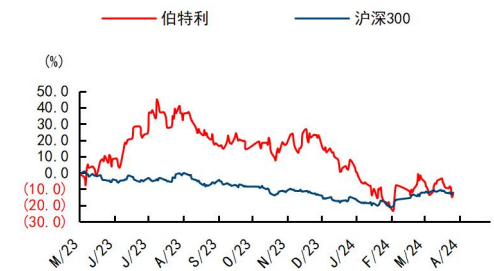
tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		55.80 元
总市值/流通市值		24175/24123 百万元
52 周最高价/最低价		97.86/47.11 元
近 3 个月日均成交额		382.09 百万元

市场走势



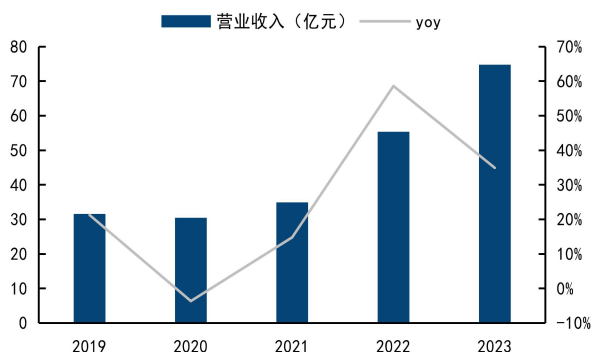
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《伯特利 (603596.SH) - 单三季度归母净利润同比增长 21%，新项目、新客户有序拓展》——2023-10-30
- 《伯特利 (603596.SH) - 智能电控销量同比增长 78%，2023 年第二季度毛利率环比提升》——2023-08-31
- 《伯特利 (603596.SH) - 智能电控产品持续增收，一季度营收同比增长 48%》——2023-04-28
- 《伯特利 (603596.SH) - 智能电控业务放量提速，2022 年归母净利润同比增长 39%》——2023-03-27
- 《伯特利 (603596.SH) - 产品与客户结构持续优化，1-2 月扣非净利润同比增长 27%》——2023-03-13

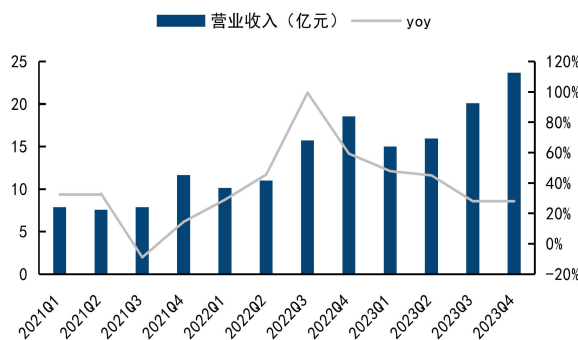
公司 2023 年营收同比增长 35%，智能电控产品销量同比增长 49%。23 年实现营收 74.74 亿元（业绩预告 74.5–78.6 亿元），同比+35%；实现归母净利润 8.91 亿元（业绩预告 8.8–9.6 亿元），同比+28%；单季度看，23Q4 收入 23.68 亿元，同比+28%，环比+18%；实现归母净利润 2.97 亿元，同比+34%，环比+24%。分产品看，23 年公司智能电控产品销量 372 万套，同比增长 48.93%；盘式制动器销量 285 万套，同比增长 26.55%；轻量化制动零部件销量 1019 万件，同比增长 31.32%，机械转向产品销量 233 万套。

图1：伯特利营业收入及增速（单位：亿元、%）



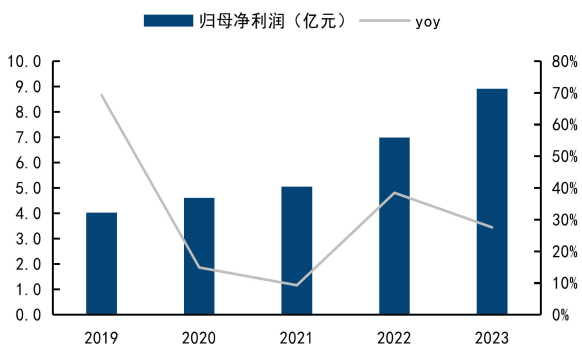
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：伯特利单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



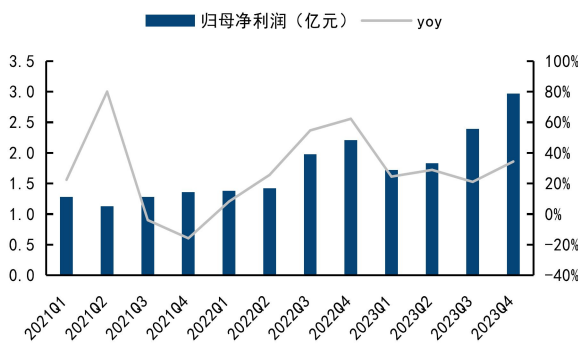
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：伯特利归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：伯特利单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

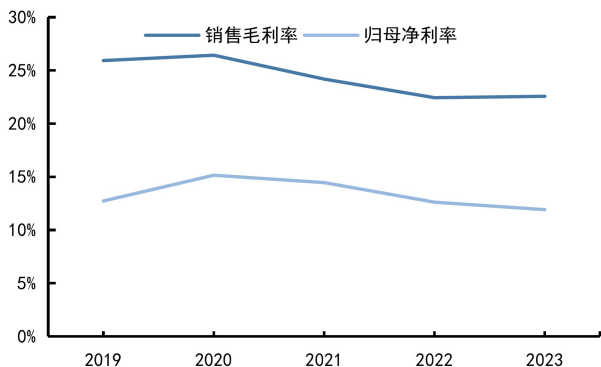


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

利润端，23 年公司毛利率 22.57%，同比+0.13pct；实现归母净利率 11.92%，同比-0.7pct；单季度看，23Q4 毛利率 23.09%，同比-0.25pct，环比+0.48pct；实现归母净利率 12.54%，同比+0.63pct，环比+0.66%。

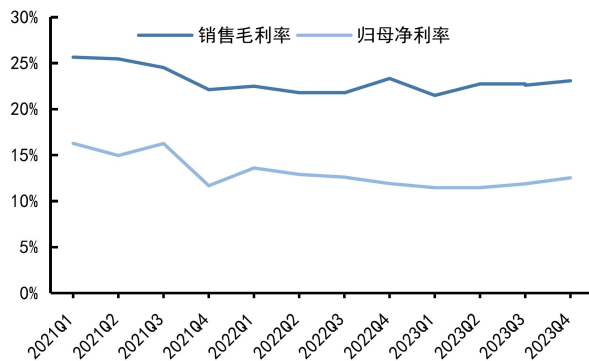
持续投入新品研发，规模增长研发费用率下降。23Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别 1.18%/1.82%/6.04%/-0.42%，同比分别+0.32/-0.12/-1.13/+0.17pct，环比分别+0.09/-0.37/+0.37/-0.07pct。2023 年公司持续投入新技术研发，2023 年完成 WCBS1.5 技术平台设计、开发及性能测试，固定钳开发和投产，前湿后干方案研发完成，技术领域进一步延申。

图5: 伯特利毛利率及净利率情况 (单位: %)



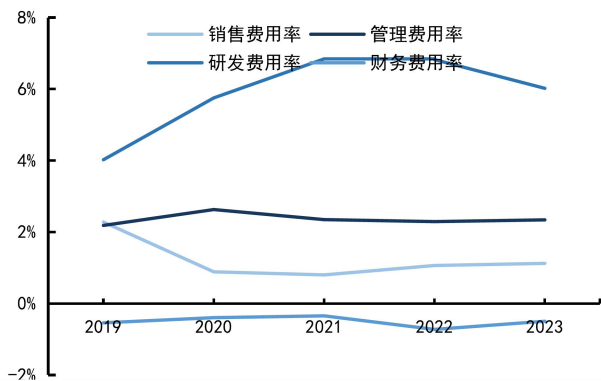
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 伯特利单季毛利率及净利率情况 (单位: %)



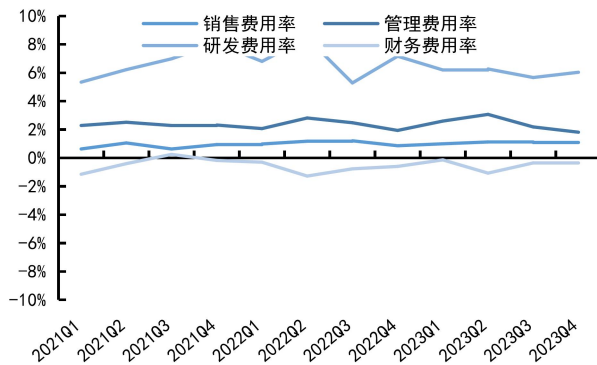
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 伯特利四项费用率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 伯特利单季度四项费用率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

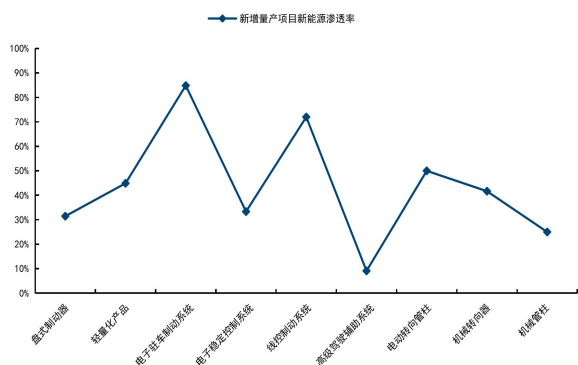
公司是国产制动系统龙头企业, 定点持续增加。公司在技术工艺、产能规模、客户资源方面具备一定优势。随着汽车行业向轻量化、智能化的方向发展、国产化进程加速, 公司在手项目充足。公司 2023 年度新增量产项目 241 项, 同比增长 45%; 新增定点项目 319 项, 同比下降 14%; 其中公司 EPB 在研项目 65 项 (新能源 43 项), 新增量产 33 项 (新能源 28 项), 新增定点 47 项 (新能源 33 项); 线控制动在研项目 66 项 (新能源 49 项), 新增量产 25 项 (新能源 18 项), 新增定点 50 项 (新能源 42 项)。

表1: 伯特利 2023 年主要在研项目及新增项目情况

		在研项目	在研新能源项目	新增量产项目	新增量产新能源项目	新增定点	新增新能源定点
机械制动产品	盘式制动器	183	56	89	28	137	45
	轻量化产品	49	27	49	22	37	23
	电子驻车制动系统	65	43	33	28	47	33
电子电控产品	电子稳定控制系统	1		6	2	3	2
	电动尾门开闭系统	5	4				
智能驾驶产品	线控制动系统	66	49	25	18	50	42
	高级驾驶辅助系统	17	4	11	1	17	5
转向系统	电动转向管柱	13	9	12	6	8	7
	机械转向器	12	5	12	5	11	5
	机械管柱	8	5	4	1	10	5

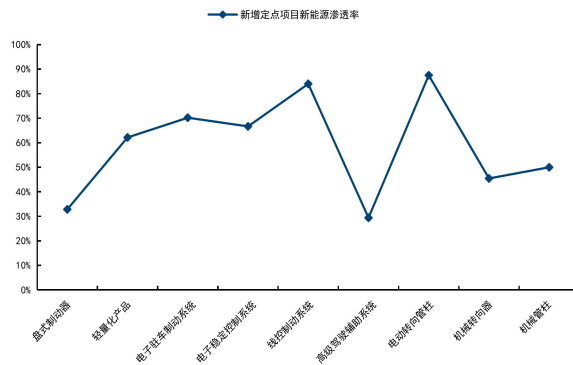
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：伯特利新增量产项目中新能源占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

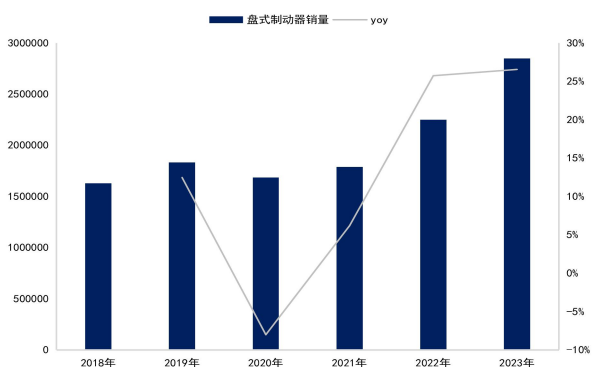
图10：伯特利新增定点项目中新能源占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

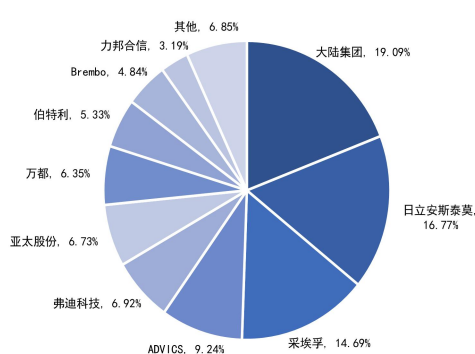
机械制动贡献业绩基底，平台化趋势有望进一步提升公司业绩。公司机械制动产品主要包括盘式制动器、液压卡钳、轻量化零部件。公司在机械制动市场扎根多年，具备自主正向开发能力，可根据客户整车需求设计出相应配套产品，具有协同客户同步开发、同步设计的能力；具有较强的系统开发能力，能为客户提供系统的解决方案；同时，公司在稳定现有优势前提下，全面开发更低拖滞力矩卡钳总成及低跳动制动器产品，推动固定式卡钳的开发和推广，降低整车能耗，增强中高端乘用车的配套能力。2023年公司盘式制动器销量为285万套，同比增长27%，占据国内市场份额的11%。近几年整车厂存在明显的平台化产品趋势，公司竞争力强，产品市场份额有望持续增长。

图11：伯特利盘式制动器销量持续增长(单位：套、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：伯特利2022年在盘式制动器市场份额约5%

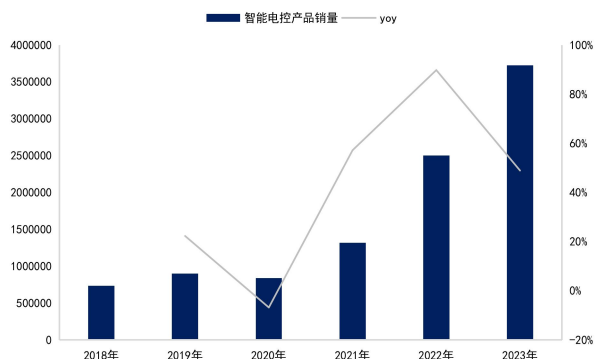


资料来源：高工汽车国信证券经济研究所整理

电控制动产品销量同比增长49%，EPB产品的海外供应需求旺盛。公司电控制动产品主要包括电子驻车制动系统（EPB）、电子稳定控制系统（ESC）、电动尾门开闭系统（PLG）、线控制动系统（WCBS）、电动助力转向系统（EPS），其中EPB是公司核心产品，公司已经获得较大客户拓展进展，同时持续进行技术升级，如针对新能源车型自主研发新一代双控电子驻车制动系统（D-EPB），提升新能源车驻车可靠性的同时又大大降低了整车厂零部件采购成本。2023年，公司电控制动产品实现销量372万套，同比增长49%。同时轻量化零部件及EPB产品的海外

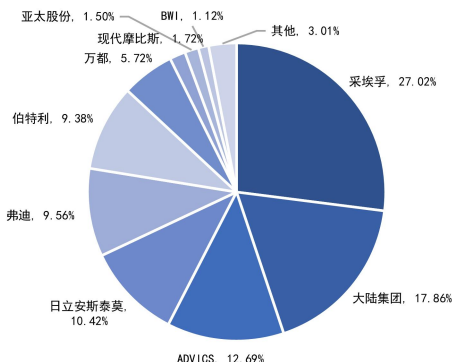
供应需求旺盛，后续公司或将进一步推进海外其他地区布局，以服务其他海外市场客户的相关需求。

图13: 伯特利智能电控产品销量增速迅猛(单位: 套、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

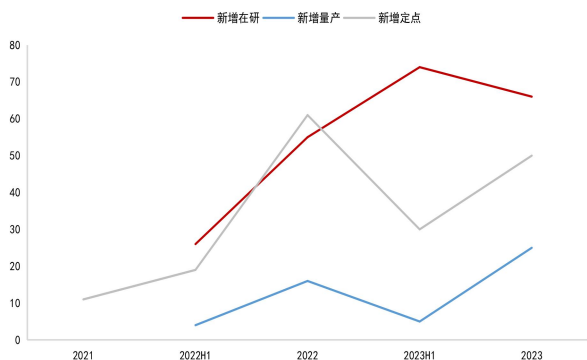
图14: 伯特利 2022 年在 EPB 市场份额接近 10%



资料来源: 高工汽车、国信证券经济研究所整理

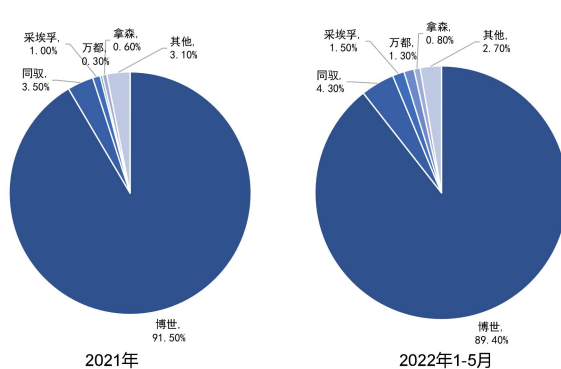
线控制动产品 210 万年化产能，伯特利持续推进 WCBS1.5 及前湿后干新品进程。公司线控制动产品于 2019 年 7 月发布，2021 年 6 月首条年产 30 万套线控制动产线投产，随后公司在手订单持续增加，单 2023 年第三季度新增量产项目 12 项，新增定点项目 12 项，首次获得某国际著名汽车整车厂定点，定点的平台项目生命周期 6 年，总计约 44 万台。为满足订单量产，公司及时扩建，自 2022 年下半年至 2023 年第二季度陆续投产 5 条产线，目前公司 6 条线控制动产线年化产能 210 万件（包含一条和吉利合资的浙江双利产线）。**2023 年，公司稳步推进新产品研发及量产交付，WCBS1.5 技术平台完成设计、开发及性能测试；前湿后干技术方案获得客户认可，产品赋能领域有望持续拓展。**同时公司为更好满足 L3+及以上自动驾驶级别对线控制动系统的需求，积极推进具备制动冗余的下一代线控制动系统（WCBS 2.0）研发，目前已经有多项定点项目，预计 2024 年上半年量产。

图15: 伯特利线控制动量产项目持续增长(单位: 套)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 线控制动市场逐步国产替代



资料来源: 高工汽车、国信证券经济研究所整理

前湿后干方案有效精简原系统，计划 2024 年量产。公司最新原发前湿后干线控制动系统，即前轮采用湿式制动，后轮采用干式制动，液压线控制动和机械线控制动的电子软硬件集成于一个 ECU，在传统液压线控制动系统上精减、降本、简化工艺，相对液压线控制动系统重量更轻，由于后卡钳不需要制动软管、制动硬管，且 WCBS 可以进行结构精简，整个系统减重约 1.86Kg；常规制动模式下，

优先使用能量回收实现减速，能量回收不足的部分优先由前轮液压提供，后轮干式制动在达到一定逻辑条件下才提供摩擦制动，从而可以优化后卡钳的设计，实现减重目的；计划 2024 年支持主机客户投产。

图17: 伯特利“前湿后干线控制制动系统”荣获铃轩奖金奖



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

收购万达转向完善公司底盘布局。2022 年 5 月 27 日，伯特利与芜湖奇瑞科技之全资子公司芜湖瑞智联能科技完成收购浙江万达汽车零部件有限公司持有的浙江万达汽车方向机有限公司 65%股权的工商变更登记，万达整体估值 5.5 亿元人民币。收购完成后，伯特利持有万达 45%股权，瑞智联能持有万达 20%股权，伯特利成为万达实际控制人。2023 年公司机械转向产品实现销量 233 万套，伯特利完成对汽车转向系统战略布局，进一步丰富了公司的产品线，启动 DP-EPB、R-EPB 转向系统、线控转向系统的研发工作。

墨西哥产能扩建，全球化战略持续推进。公司持续扩建产能，截至 2023 年 6 月，新增年产 20 万套固定式卡钳生产线开始建设；第四、五条线控制动产线于 23 年上半年投产，第六条线控制动产线、新增 30 万套 EPS 产线、30 万套 EPS-ECU 产线将于下半年开始建设；国内轻量化生产基地正在进行三期项目建设，主要满足汽车副车架、空心控制臂等轻量化产品生产。

同时，为配合北美客户需求，墨西哥新增年产 50 万套电子驻车制动系统（EPB）卡钳生产线开始筹建；墨西哥年产 400 万件轻量化零部件建设项目产线于 23 年 9 月投产；23 年 6 月，为顺应汽车轻量化发展趋势、加快自身全球化布局，同时满足北美汽车主机厂客户日益增长的需求，公司拟向全资子公司芜湖伯特利墨西哥公司借款、增资暨投资建设年产 550 万件铸铝转向节、170 万件控制臂/副车架、100 万件电子驻车制动钳（EPB）、100 万件前制动钳等产品产能。项目建设地点位于墨西哥 Coahuila 州 Saltillo 市 Alianza 产业园，总投资 1.65 亿美元。

表2: 截至 2023 年末公司产能布局情况

①	新增 50 万套/年 EPB 卡钳组装产能
②	新增 35 万套/年 WCBS 阀体机加产能
③	新增 60 万套/年 AC6 执行机构组装产能

- ④ 新增 75 万套/年钳体机加产能
- ⑤ 新增 27 万套/年固定式卡钳组装产能
- ⑥ 新增 42 万套/年支架机加产能
- ⑦ 新增 36 万套/年 WCBS 总成组装产能
- ⑧ 新增 10 万套/年固定钳钳体机加产能
- ⑨ 新增 12 台差压铸造机+3 台低压铸造机, 新增 49 台 5 轴加工中心
- ⑩ 新增 1 条 EPB 后钳体机加生产线
- ⑪ 新增 15 条转向节机加产线, 已批量投产
- ⑫ 新增 7 条转向节机加生产线。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

总体看, 公司是国产制动系统龙头企业, 线控制动产品是智能驾驶执行层核心产品, 公司线控制动产品竞争力强、客户拓展顺利, 持续取得国产突破, 有望充分受益于汽车行业智能电动大趋势, 另外轻量化零部件业务前景广阔:

第一, 差压铸造工艺是公司轻量化零部件业务的护城河: 国家能耗与排放标准不断提高, 汽车轻量化势在必行生产成本方面较其它加工工艺具有明显优势。目前市场上掌握差压铸造工艺的主流供应商非常少, 国内厂商只有伯特利和中信戴卡等。据中国汽车工程学会发布的节能与新能源汽车技术路线图, 未来我国将大力推进铝合金在汽车上的应用, 单车铝用量具体目标为: 2025 年 250kg, 2030 年 350kg, 复合增速为 7%, 传统能源汽车和新能源汽车的轻量化趋势都将极大提升铝合金压铸件的生产需求。而伯特利轻量化业务的销售收入在 2014-2020 年以 87% 的年均复合增长率持续增长, 且公司仍在开发推广铸铝卡钳、铝合金制动盘等其他轻量化零部件, 向墨西哥市场下持续拓展布局。随着汽车用铝量不断增长, 我们估计伯特利轻量化业务在未来几年仍将以 25% 年均复合增长率持续增长。

第二, 受益于国产化替代, 电子驻车系统 (EPB) 是伯特利中短期业绩增长的重要动力: 伯特利是最早实现 EPB 量产的自主品牌厂商, 并且成功打入了合资品牌的供应链, 主要客户有吉利汽车、广汽集团、奇瑞汽车、江铃福特、东风日产等。2020 年 EPB 在乘用车的渗透率大约为 72%, 则市场总需求大约 1440 万套, 市场空间大约 120 亿元。伯特利销售 87 万套, 市场份额约 6.5%。由于 EPB 相较于传统的机械驻车制动在操作简便、节省空间、电子系统协同方面具有无可比拟的优势, 渗透率持续上升。伯特利坚持自主研发, 2023 年, 公司四轮 EHC 产品及大缸径 EPB 完成开发及投产, 产品持续升级。

第三, 线控制动系统将成为公司切入 ADAS 执行层的核心产品: 线控制动系统的构想是用电机替代真空助力器, 直接推动主缸活塞。在汽车行业智能化、电动化的发展趋势下, 线控制动系统相比于传统制动系统, 省去了电子真空泵, 拥有更快的反应时间和更高的能量回收效率, 将成为 ADAS 执行层的主流产品。公司发布的 WCBS 在线控制动系统中属于电子液压制动系统, 采用了 ONE-BOX 解决方案, 是首家研发成功的自主品牌厂商。与 TWO-BOX 方案相比, 伯特利的产品在体积、重量、性价比、集成度等方面具有明显优势。目前公司高级驾驶辅助系统 (ADAS) 产线已在 23 年 4 月投产, 首批 2 个项目批量交付, 进一步完成 WCBS1.5 技术平台完成设计、开发及性能测试; 前湿后干技术方案获得客户认可; 具备制动冗余的下一代线控制动系统 (WCBS2.0) 研发工作已完成, 目前已有多个定点项目, 预计 2024 年上半年量产。同时开展对电子机械制动 (EMB) 的研发工作, EMBA 轮首样已于 2023 年 8 月完成制作, 并已进行冬季试验验证。

投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。 公司是国产制动系统龙头企业, 我们看好公司智能电控产品加速放量带来业绩持续上行, 预计伯特利 24/25/26 年归母净利润为 12.0/16.1/20.7 亿元, 维持“买入”评级。

表3: 可比公司估值 (2024/3/31)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
603786.SH	科博达	买入	62	249	1.11	1.61	2.14	55	38	29
601689.SH	拓普集团	买入	63	735	1.54	2.13	2.97	41	30	21
002920.SZ	德赛西威	买入	125	691	2.13	2.85	3.87	58	44	32
600933.SH	爱柯迪	买入	19	173	0.73	0.93	1.17	26	21	17
	平均				1.38	1.88	2.54	45	33	25
603596.SH	伯特利	买入	56	242	1.7	2.09	2.92	33	27	19

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2287	2340	4140	4937	6573	营业收入	5539	7474	10126	12578	15385
应收款项	1953	2659	2774	3446	4215	营业成本	4296	5787	7854	9640	11681
存货净额	899	1037	1467	1799	2183	营业税金及附加	30	41	56	69	85
其他流动资产	945	1469	1013	1258	1539	销售费用	59	84	111	138	169
流动资产合计	6485	7718	9609	11654	14725	管理费用	127	175	209	258	314
固定资产	1718	2598	3337	4006	4224	研发费用	378	450	609	757	926
无形资产及其他	136	155	150	145	139	财务费用	(40)	(37)	(70)	(108)	(138)
投资性房地产	306	275	275	275	275	投资收益	7	(8)	6	6	6
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	4	0	0	0
资产总计	8644	10747	13371	16080	19363	其他收入	(325)	(405)	(609)	(757)	(926)
短期借款及交易性金融负债	2	287	50	50	50	营业利润	748	1015	1363	1830	2355
应付款项	2772	3637	5240	6424	7797	营业外净收支	15	2	2	2	2
其他流动负债	276	309	478	586	712	利润总额	763	1017	1365	1832	2356
流动负债合计	3051	4233	5768	7060	8559	所得税费用	62	106	143	191	246
长期借款及应付债券	665	59	59	59	59	少数股东损益	2	19	26	35	44
其他长期负债	362	401	534	667	800	归属于母公司净利润	699	891	1196	1606	2066
长期负债合计	1027	460	593	726	859	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4078	4693	6361	7786	9418	净利润	699	891	1196	1606	2066
少数股东权益	356	377	400	431	471	资产减值准备	9	5	2	1	1
股东权益	4211	5677	6610	7863	9474	折旧摊销	162	225	265	336	388
负债和股东权益总计	8644	10747	13371	16080	19363	公允价值变动损失	0	(4)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(40)	(37)	(70)	(108)	(138)
每股收益	1.70	2.06	2.76	3.71	4.77	营运资本变动	51	(395)	1817	178	198
每股红利	0.38	0.34	0.61	0.82	1.05	其它	(8)	11	21	30	39
每股净资产	10.22	13.10	15.26	18.15	21.87	经营活动现金流	913	733	3302	2151	2692
ROIC	14.77%	16.07%	22%	33%	40%	资本开支	0	(1100)	(1001)	(1001)	(601)
ROE	16.59%	15.70%	18%	20%	22%	其它投资现金流	124	186	0	0	0
毛利率	22%	23%	22%	23%	24%	投资活动现金流	124	(914)	(1001)	(1001)	(601)
EBIT Margin	12%	13%	13%	14%	14%	权益性融资	(3)	1	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	15%	16%	17%	负债净变化	0	59	0	0	0
收入增长	59%	35%	35%	24%	22%	支付股利、利息	(156)	(147)	(263)	(353)	(454)
净利润增长率	38%	28%	34%	34%	29%	其它融资现金流	(512)	407	(237)	0	0
资产负债率	51%	47%	51%	51%	51%	融资活动现金流	(827)	233	(500)	(353)	(454)
股息率	0.7%	0.6%	1.1%	1.5%	1.9%	现金净变动	211	53	1801	796	1636
P/E	32.2	26.6	19.8	14.7	11.5	货币资金的期初余额	2076	2287	2340	4140	4937
P/B	5.3	4.2	3.6	3.0	2.5	货币资金的期末余额	2287	2340	4140	4937	6573
EV/EBITDA	32.8	24.4	19.4	15.3	12.7	企业自由现金流	0	(431)	2234	1050	1964
						权益自由现金流	0	36	2060	1146	2088

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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