比亚迪（002594.SZ）

一季度毛利率环比提升，出海与高端化进程持续推进

买入

核心观点

一季度归母净利润同比增长11%，龙头车企业绩稳健。比亚迪24Q1实现营收1249.4亿元，同比+42%，实现新能源汽车销量62.6万辆，同比+13.4%，其中出口销量9.8万辆，同比+153%。24Q1比亚迪实现归母净利润45.7亿元，同比+10.6%，环比-47.3%，实现扣非净利润37.5亿元，同比+5.2%，环比-58.8%。整体看比亚迪凭借多方位布局品牌力、持续扩大规模优势和强大产业链控本能力，一季度盈利能力相对稳健。

一季度毛利率环比提升，强控本能力下盈利能力相对稳定。24Q1比亚迪毛利率21.9%，同比+4.0pct，环比+0.7pct，预计毛利率的提升主要系1）供应链降本；2）高端车与出口销量提升所致；费率方面，24Q1公司销售/管理/研发/财务费率5.4%/3.0%/8.5%/-0.2%，同比+1.6/+0.2/+3.3/-0.2pct，环比+1.0/+1.2/+0.4/+0.0pct，研发费用增长系公司持续重视研发投入（云辇、天神之眼、易四方等），并为高级别智驾的做研发储备（1月发布璇玑架构）。单车营收及利润角度，剔除比亚迪电子影响测算24Q1单车收入14.1万元，环比-1.0万元（主要系荣耀版推出影响），**单车归母净利润0.67万元，环比-0.18万元，同比-0.03万元，单车扣非净利润0.54万元，环比-0.36万元，同比-0.06万元；在主流车型整体降价背景下，得益于扎实的成本管控能力+碳酸锂下降+出口及高端化车型占比持续提升等，公司单车利润下滑幅度优于ASP下降幅度，整体基本实现单车盈利环比企稳。**

展望后市：荣耀版发布稳定基本盘，高端化+出口战略持续推进。1）王朝海洋基本盘：开年以来，公司陆续发布荣耀版车型，性价比凸显，销量基本盘有望稳中有升；**高端化方面**，仰望（稳定月销1000辆+），腾势（D9稳定，N7新款上市），方程豹销量稳定推进高端化，叠加新车型的持续推出（豹3/8），销量有望持续突破；同时公司加大对汽车智能化的投入；**出口方面：**23年公司出口25.2万辆，同比+458%，24年乘用车1-3月累计出口9.8万辆，同比+153%；**盈利能力层面：**出口放量+高端化车型占比提升+基本盘稳固保障规模效应+供应链降本，叠加碳酸锂价格低位，公司盈利能力企稳。

风险提示：新能源汽车销量不及预期，汽车行业价格竞争激烈。

投资建议：比亚迪深度布局三电技术，发布会荣耀版车型稳固基本盘，加速开启高端化进程与品牌出海进程，维持盈利预测，预计24/25/26年归母净利润353/414/497亿元，对应EPS分别为12.13/14.21/17.08元，对应PE分别为18/15/13x，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)	424,061	602,315	704,049	832,261	981,492
(+/-%)	96.2%	42.0%	16.9%	18.2%	17.9%
净利润(百万元)	16622	30041	35306.6	41363.1	49730.8
(+/-%)	445.9%	80.7%	17.5%	17.2%	20.2%
每股收益（元）	5.71	10.32	12.13	14.21	17.08
EBIT Margin	5.0%	5.5%	5.6%	5.6%	5.9%
净资产收益率（ROE）	14.97%	21.64%	20.85%	20.18%	20.06%
市盈率（PE）	38.3	21.2	18.0	15.4	12.8
EV/EBITDA	24.6	15.5	18.9	16.6	14.8
市净率（PB）	5.73	4.58	3.76	3.10	2.57

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·乘用车

证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

联系人：孙树林
0755-81982598
sunshulin@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	218.50元
总市值/流通市值	636085/494323百万元
52周最高价/最低价	276.58/162.77元
近3个月日均成交额	2677.66百万元

市场走势

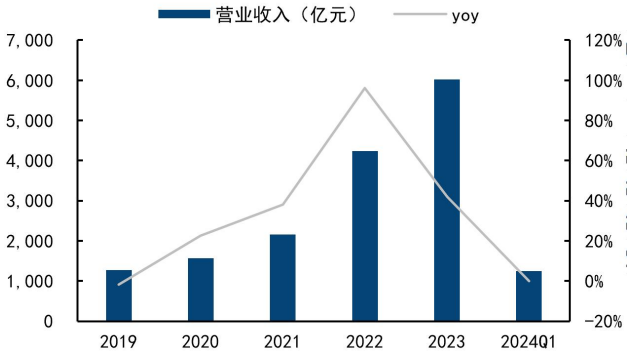
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《比亚迪（002594.SZ）-2023年净利润同比增长81%，出口与高端化打开新空间》——2024-03-31
《比亚迪（002594.SZ）-前三季度归母净利润同比增长129%，品牌高端化及出口贡献增量》——2023-11-03
《比亚迪（002594.SZ）-业绩稳健增长，品牌高端化布局持续推进》——2023-08-30
《比亚迪（002594.SZ）-发布越野品牌方程豹，产品矩阵个性化升级》——2023-08-18
《比亚迪（002594.SZ）-上半利润预增192%-225%，盈利能力持续提升》——2023-07-17

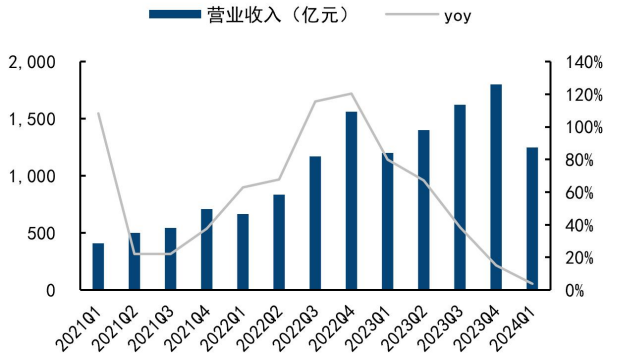
一季度归母净利润同比增长 11%，龙头车企业绩稳健。比亚迪 24Q1 实现营收 1249.4 亿元，同比+42%，实现新能源汽车销量 62.6 万辆，同比+13.4%，其中出口销量 9.8 万辆，同比+153%。24Q1 比亚迪实现归母净利润 45.7 亿元，同比+10.6%，环比-47.3%，实现扣非净利润 37.5 亿元，同比+5.2%，环比-58.8%。整体看比亚迪凭借多方位布局品牌力、持续扩大规模优势和强大产业链控本能力，一季度盈利能力相对稳健。。

图1：比亚迪营业收入及增速（单位：亿元、%）



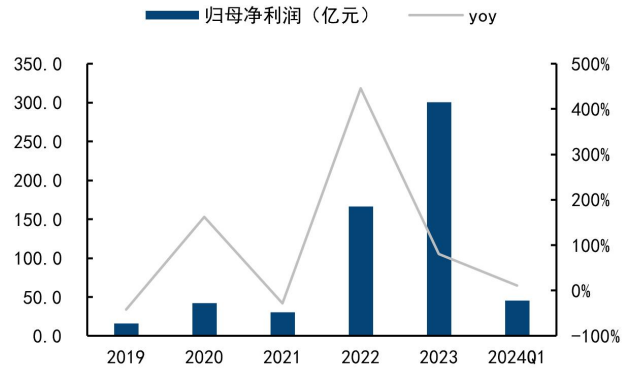
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：比亚迪单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



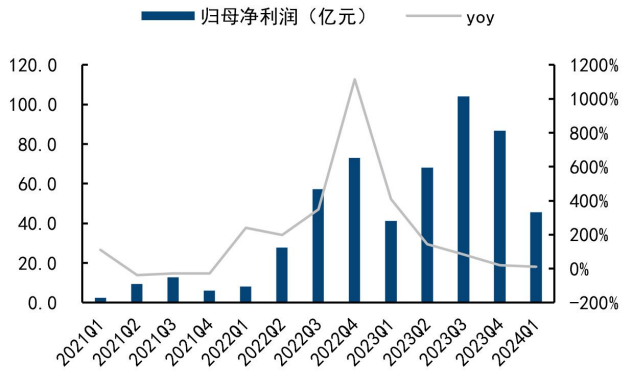
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：比亚迪归母净利润及增速（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：比亚迪单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

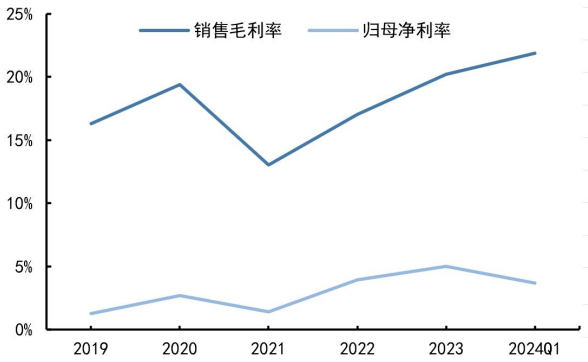


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

24Q1 比亚迪毛利率 21.9%，同比+4.0pct，环比+0.7pct，预计毛利率的提升主要系 1）供应链降本；2）高端车与出口销量提升所致；费率方面，24Q1 公司销售/管理/研发/财务费率 5.4%/3.0%/8.5%/-0.2%，同比+1.6/+0.2/+3.3/-0.2pct，环比+1.0/+1.2/+0.4/+0.0pct，研发费用增长系公司持续重视研发投入（云辇、天神之眼、易四方等），并为高级别智驾的做研发储备（1 月发布璇玑架构）。

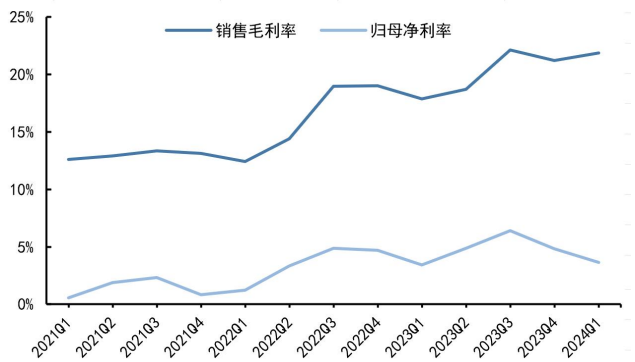
单车营收及利润角度，剔除比亚迪电子影响测算 24Q1 单车收入 14.1 万元，环比-1.0 万元（主要系荣耀版推出影响），**单车归母净利润 0.67 万元，环比-0.18 万元，同比-0.03 万元，单车扣非净利润 0.54 万元，环比-0.36 万元，同比-0.06 万元；在主流车型整体降价背景下，得益于扎实的成本管控能力+碳酸锂下降+出口销量持续提升等，公司单车利润下滑幅度优于 ASP 下降幅度，整体基本实现单车盈利环比企稳。**

图5：比亚迪毛利率及净利率情况（单位：%）



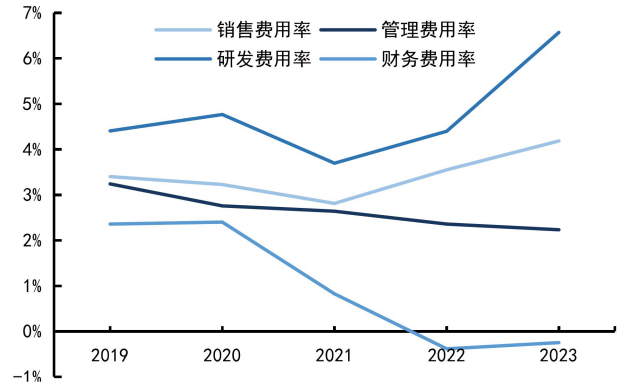
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：比亚迪单季毛利率及净利率情况（单位：%）



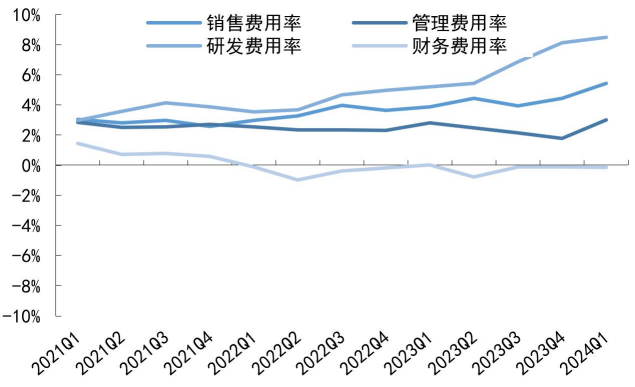
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：比亚迪四项费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

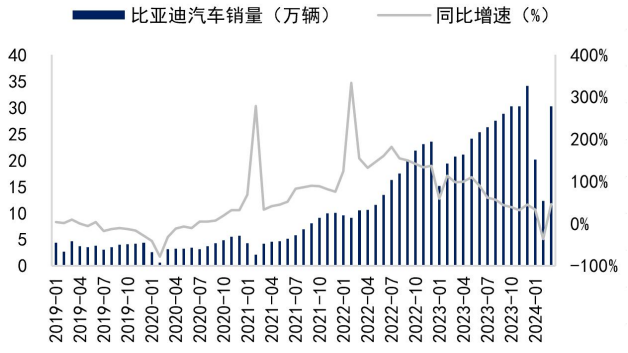
图8：比亚迪单季四项费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2024 年一季度比亚迪销量 63 万辆，同比增长 13%。24Q1 比亚迪销量 62.6 万辆，同比+13%，环比-34%，凭借精准的战略布局、领先的技术实力、深刻的市场洞察、全面的产业布局，稳步推进品牌力提升及出海战略布局。

图9：比亚迪整体汽车销量



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

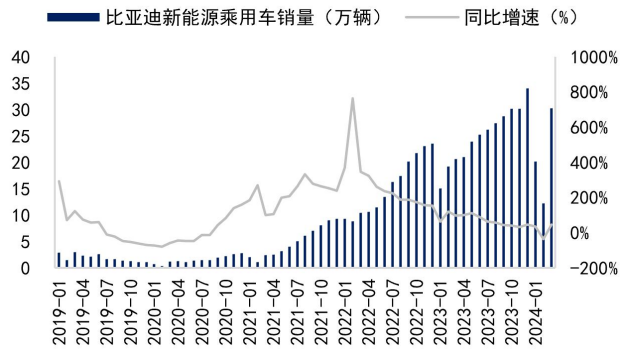
图10：比亚迪整体汽车市占率

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

具体拆分：乘用车领域公司推进多品牌策略，不断完善产品矩阵，形成由「比亚迪」品牌、「腾势」品牌、「仰望」品牌及「方程豹」品牌所构建的多品牌梯度

布局，年内各品牌市场表现亮眼，24Q1 比亚迪新能源乘用车销量 62.4 万辆，同比增长 14%；纯电汽车销量 30.0 万辆，同比+13.4%，插电混动汽车销量 32.4 万辆，同比+14.5%。24Q1 比亚迪新能源商用车销量 0.19 万辆，同比-55%。公司纯电动大巴、出租车和卡车等绿色交通已在全球 6 大洲、70 多个国家和地区、超过 400 个城市成功运营，远期成长空间广阔。

图11：比亚迪新能源乘用车销量

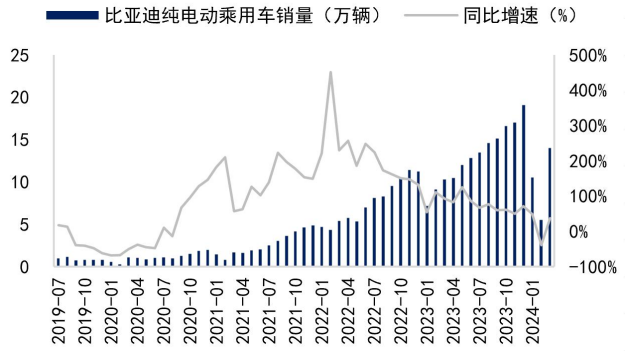


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：比亚迪新能源乘用车市占率

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：比亚迪纯电动乘用车销量



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14：比亚迪纯电动乘用车市占率

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15：比亚迪插混乘用车销量

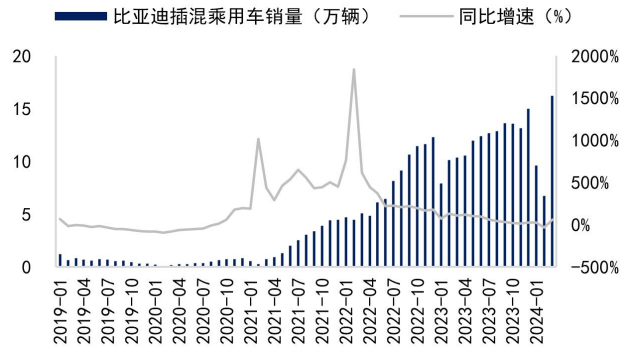
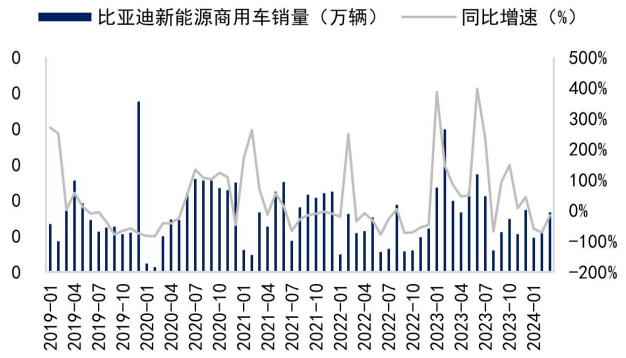


图16：比亚迪插混乘用车市占率

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

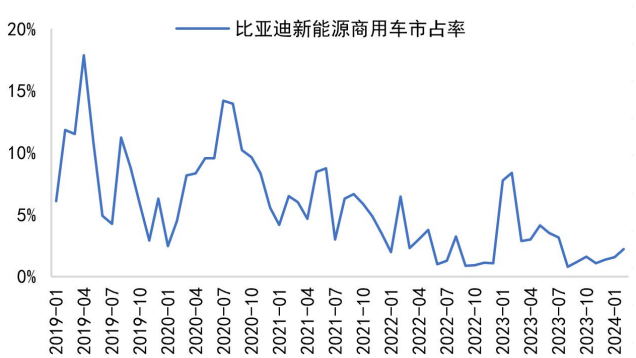
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17：比亚迪新能源商用车销量



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18：比亚迪新能源商用车市占率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

荣耀版发布实现电比油低，公司产品竞争力持续增强。2024 年 2 月 19 日，比亚迪秦 PLUS 荣耀版和驱逐舰 05 荣耀版正式上市，7.98 万元起售，产品价格下调超 2 万元，升级换代同时实现电比油低，高价值产品力远超同级燃油车，后续唐、汉等多款车型接力，公司主流产品竞争力持续增强，保障销量稳定增长。

表1：比亚迪车型指导价格调整情况

车型	最新价格（万元）	调整时间	价格中值下调幅度（万元）	23 年价格（万元）	23 年销量（万辆）
秦	7.98-13.98	2024.02.19	2.85	9.98-17.68	48.2
元	11.98-14.78	2024.03.04	1.6	13.58-16.38	42.8
宋 Pro	10.98-13.98	2024.03.01	2.3	13.58-15.98	20.3
宋 L	18.98-24.98	2023.12 首发	0	18.98-24.98	1.0
唐	17.98-21.98	2024.02.28	8	24.98-30.98	13.7
汉	16.98-25.98	2024.02.28	2.5	18.98-28.98	22.8
海鸥	6.98-8.58	2024.03.06	0.4	7.38-8.98	28.0
海豚	9.98-12.98	2024.02.23	1.31	11.68-13.98	36.7
海豹 DM-i	14.98-21.98	2024.02.29	1.7	16.68-23.68	12.7
海豹	17.98-24.98	2024.03.25	2	18.98-27.98	
驱逐舰	7.98-12.88	2024.02.19	2.06	10.18-14.88	9.2
护卫舰	17.98-25.98	2024.03.18	2.65	20.28-28.98	7.0
宋 Plus	12.98-18.98	2024.02.29	2.5	15.98-20.98	42.7

资料来源：汽车之家，中汽协，盖世汽车，国信证券经济研究所整理 注：数据可能不完全，仅供参考

仰望 U8 豪华版年底首个完整交付月成为百万级新能源 SUV 月度销量第一，腾势 D9 荣获 2023 年全品类 MPV 销量冠军，方程豹豹 5 上市以来热度高企，品牌高端化持续推进。2023 年 4 月上海车展，比亚迪旗下的仰望 U8 开启预售，推出两大版本，豪华版和越野玩家版，预售价格为 109.8 万元，定位高端新能源硬派越野车；2024 年 2 月，纯电性能超跑「仰望 U9」二月正式上市，上市价格为 168 万元，两者均搭载易四方技术和云辇-P 智能液压车身控制系统。

易四方技术，能够实现极限操稳、应急浮水、原地掉头和敏捷转向等场景功能，为用户带来极致的安全、性能与体验。U8 的最大动力输出超 1100 匹马力，百公里加速时间最快仅为 3.6s，澎湃的动力和精准的控制能力，让 U8 具备超强的越野实力，在阿拉善大 V 沟轻松完成沙漠干拔冲坡挑战。

云辇-P 系统，是全球首款新能源越野车专属的智能液压车身控制系统。它可实现高度自主调节，仰望 U8 悬架总调节行程达到 150mm，无涉水喉最大涉水深度 1000mm，有效提升车辆通过性。云辇-P 具备 3 级刚度调节，阻尼支持连续自适应调节，通过快速智能调节应对不同路况。在高速过弯等激烈驾驶时，提升车身稳定性，让操控性更强；在通过颠簸路段或减速带时，显著提升驾乘舒适感。

图19：比亚迪仰望 U8

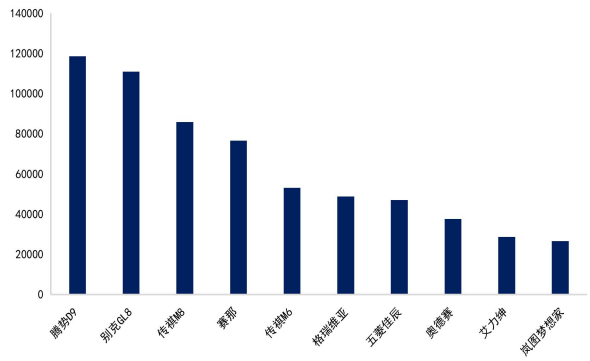
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图20：比亚迪仰望 U9

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

腾势品牌定位专注于新能源豪华汽车市场的品牌，首款豪华 MPV 车型腾势 D9 定位对标别克 GL8 等车型的豪华中大型 MPV，配备腾势 Link、云辇智能车身控制系统，2023 年实现销量近 12 万辆，是全品类 MPV 年度销量冠军。2023 年 7 月腾势进一步推出豪华猎跑 SUV 腾势 N7，搭载「天神之眼」高阶智能驾驶辅助系统和云辇-A 智能空气车身控制系统，实现整车智电融合，有望持续贡献增量业绩。

图21：2023 年 MPV 销量排行榜



资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

图22：腾势 D9

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

2023 年 8 月 16 日，比亚迪在深圳全球总部举办“豹力全开 共赴山海”方程豹品牌暨技术发布会。比亚迪正式发布新能源专业个性化品牌方程豹及专属核心技术 DMO 超级混动越野平台，方程豹汽车产品矩阵将覆盖 SUV、跑车、轿车等不同车型。品牌系列首款车型中大型 SUV 方程豹豹 5 基于 DMO 超级混动越野平台打造，零百加速 4.8 秒，综合续航里程 1200 公里，搭载新能源专属云辇智能车身控制系统，采用全新混动非乘载式架构。方程豹豹 5 分为云辇版和标准版，满足户外越野与城市出行双重场景需求，新车定位为硬派新能源越野车，在拥有越野硬核技术的同时价格贴近大众市场。发布会同步公布豹 8 概念车 SUPER 8 及豹 3，与豹 5 共同组成方程豹 583 硬派家族，完善产品矩阵，以更宽的价格带覆盖更广泛的越野

用户群体。

图23：方程豹 SUPER 9

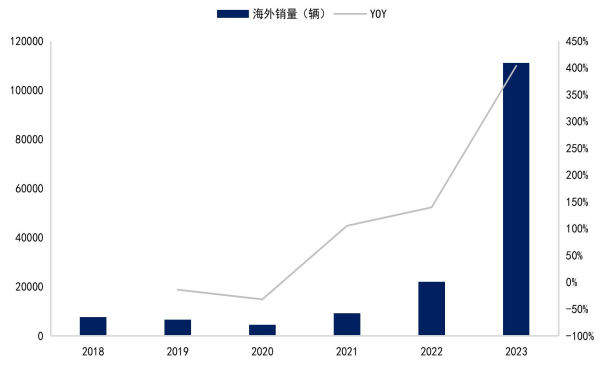
资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

图24：方程豹豹 8

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

加速开拓海外市场，首条汽车运输滚装船首航成功提供出海运力保障。2023 年，公司新能源乘用车已进入日本、德国、澳大利亚、巴西、阿联酋等 50 多个国家和地区，海外销量达 11 万辆，同比增长 404%。其中，23 年 3 月成功在墨西哥推出汉 EV、唐 EV、元 PLUS 三款纯电动车型；6 月在阿联酋正式推出通过本地化和高温测试的元 PLUS 车型，以确保用户能够获得最佳的驾驶体验，开启中东乘用车市场全新篇章。9 月携六款新能源汽车亮相德国慕尼黑车，并宣布海豹正式在欧洲上市。10 月携五款新能源车型及核心技术亮相第 47 届东京车展，并首次在海外展出亮相仰望 U8。11 月携腾势 N7、仰望 U8 等五款车型亮相第 40 届泰国国际汽车博览会，展现丰富产品矩阵。24 年 1 月，公司首条汽车运输滚装船首航成功，标志着公司海外市场拓展进入新阶段。未来亦将有更多滚装船陆续投入运营，为公司汽车出海提供充足的运力保障，推动整个汽车出口行业可持续发展。

图25：比亚迪海外销量快速增长



资料来源：marklines、国信证券经济研究所整理

图26：比亚迪 2023 年数次携多款车型亮相海外车展

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持盈利预测，维持买入评级

从主线逻辑看，比亚迪深度布局三电技术，新能源汽车技术实力强、市场份额优势大，加速开启高端化进程与品牌出海进程，进一步提高公司的发展上限；从支线逻辑看，比亚迪刀片电池能量密度高、安全性能好，外供客户不断扩展，有望贡献业绩增量。但考虑到 2024 年以来，行业终端竞争愈演愈烈，多家主机厂推出降价促销策略进行稳固销量基本盘，比亚迪也在年初推出荣耀版本车型（海洋、王朝网等）进行稳固基本盘销量，我们维持盈利预测，预计公司 24/25/26 年归母净利润 353/413/497 亿元，对应 EPS 分别为 12.13/14.21/17.08 元，对应 PE 分别为 18/15/13x，维持“买入”评级。

表2：同类公司估值比较（20240501）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
601633.SH	长城汽车	买入	26.2	2,238	0.83	1.05	1.26	32	25	21
603290.SH	斯达半导	无评级	139.38	238	5.33	6.58	8.15	26	21	17
2015.HK	理想汽车-W	无评级	104	2,207	5.55	7.23	11.77	19	14	9
300750.SZ	宁德时代	无评级	202.6	8,912	10.03	11.09	13.28	20	18	15
平均								24	20	15
002594.SZ	比亚迪	买入	218.5	6,361	10.32	12.13	14.21	21	18	15

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测　注：无评级盈利预测来自 Wind 一致预期

风险提示：行业销量下滑风险，技术拓展不达预期风险。

附录：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	51471	109094	157298	180469	210013
应收款项	40739	64624	75539	89295	105307
存货净额	79107	87677	106648	125839	147820
其他流动资产	47807	23655	27651	32686	38547
流动资产合计	**240804**	**302121**	**384207**	**445361**	**518758**
固定资产	176502	265630	339986	386287	466187
无形资产及其他	23223	37236	35748	34259	32771
投资性房地产	37846	56913	56913	56913	56913
长期股权投资	15485	17647	17647	17647	17647
资产总计	**493861**	**679548**	**834501**	**940467**	**1092276**
短期借款及交易性金融负债	11618	26064	26064	1200	1200
应付款项	143766	198483	241430	284875	334637
其他流动负债	177961	229120	277504	327676	385016
流动负债合计	**333345**	**453667**	**544998**	**613752**	**720853**
长期借款及应付债券	7594	11975	11975	11975	11975
其他长期负债	31533	63444	95355	95505	95655
长期负债合计	**39126**	**75419**	**107330**	**107480**	**107630**
负债合计	**372471**	**529086**	**652328**	**721232**	**828483**
少数股东权益	10361	11652	12877	14223	15841
股东权益	111029	138810	169296	205012	247953
负债和股东权益总计	**493861**	**679548**	**834501**	**940467**	**1092276**

关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	5.71	10.32	12.13	14.21	17.08
每股红利	0.56	1.41	1.66	1.94	2.33
每股净资产	38.14	47.68	58.15	70.42	85.17
ROIC	20.72%	25%	24%	32%	40%
ROE	14.97%	22%	21%	20%	20%
毛利率	17%	20%	19.39%	19.42%	19.72%
EBIT Margin	5%	6%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	10%	12%	10%	10%	10%
收入增长	96%	42%	17%	18%	18%
净利润增长率	446%	81%	18%	17%	20%
资产负债率	78%	80%	80%	78%	77%
股息率	0.3%	0.6%	0.8%	0.9%	1.1%
P/E	38.3	21.2	18.0	15.4	12.8
P/B	5.7	4.6	3.8	3.1	2.6
EV/EBITDA	24.6	15.5	18.9	16.6	14.8

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**424061**	**602315**	**704049**	**832261**	**981492**
营业成本	351816	480558	567521	670651	787899
营业税金及附加	7267	10350	10913	13316	15704
销售费用	15061	25211	28866	34123	40241
管理费用	10007	13462	12050	14390	16703
研发费用	18654	39575	45059	53265	62815
财务费用	(1618)	(1475)	(762)	(2097)	(3246)
投资收益	(792)	1635	1600	1600	50
资产减值及公允价值变动	1513	2446	2400	200	70
其他收入	(20707)	(40187)	(45059)	(53265)	(62815)
营业利润	21542	38103	44401	50415	61496
营业外净收支	(462)	(834)	(600)	900	200
利润总额	**21080**	**37269**	**43801**	**51315**	**61696**
所得税费用	3367	5925	6963	8158	9808
少数股东损益	1091	1303	1532	1794	2157
归属于母公司净利润	**16622**	**30041**	**35307**	**41363**	**49731**

现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	16622	30041	35307	41363	49731
资产减值准备	529	802	859	380	632
折旧摊销	19704	41892	28674	35009	41027
公允价值变动损失	(1513)	(2446)	(2400)	(200)	(70)
财务费用	(1618)	(1475)	(762)	(2097)	(3246)
营运资本变动	122708	111219	90219	56165	64029
其它	455	324	367	966	987
经营活动现金流	**158506**	**181831**	**153025**	**133683**	**156335**
资本开支	0	(130093)	(100001)	(80001)	(120001)
其它投资现金流	(14842)	4609	0	0	0
投资活动现金流	**(22422)**	**(127647)**	**(100001)**	**(80001)**	**(120001)**
权益性融资	610	98	0	0	0
负债净变化	(1150)	4382	0	0	0
支付股利、利息	(1633)	(4102)	(4821)	(5648)	(6790)
其它融资现金流	(130113)	2781	0	(24864)	0
融资活动现金流	**(135069)**	**3438**	**(4821)**	**(30511)**	**(6790)**
现金净变动	**1014**	**57623**	**48204**	**23171**	**29544**
货币资金的期初余额	50457	51471	109094	157298	180469
货币资金的期末余额	51471	109094	157298	180469	210013
企业自由现金流	0	50906	52230	50296	33944
权益自由现金流	0	58068	52871	27196	36674

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