

国网信通 (600131.SH)

一季度承压，电力体制改革推动数字化业务发展

优于大市

核心观点

23年业绩平稳过渡，24Q1受到项目交付影响。2023年，公司实现收入76.73亿元(+0.76%)，归母净利润8.28亿元(+3.43%)，扣非归母净利润7.86亿元(+1.36%)。其中23Q4恢复明显。2024Q1，公司实现收入10.19亿元(-22.98%)，归母净利润0.12亿元(-83.22%)，扣非归母净利润0.12亿元(-75.16%)。一季度收入承压主要是集成集采等业务收入同比减少，以及存量项目上年中标时间较晚，本报告期内处于项目初期，确认收入有限。

毛利率平稳回升，费用率有所提升。近年来公司毛利率呈现稳步提升之势，23年公司毛利率为21.56%，同比提升近1个百分点。由于23年整体销售收入与22年基本持平，公司各项费用率均有所提升，销售、管理、研发费用率分别为3.04%、4.43%、3.79%，尤其研发费用率提升了1.24个百分点。

电力数字化保持较高增长，企业数字化、云网基础设施仍承压。电力数字化业务收入20.56亿元，同比增长24.46%。公司电力营销2.0相关产品实现电力营销业务标准化和业务全覆盖，圆满支撑13家国网省公司营销2.0推广上线，保障19家国网省公司稳定运行。在配变领域，公司研发的配电网精益化管理平台在国网安徽电力16家地市公司上线应用，基于安徽配网一图四态平台完成智能配电站房应用建设。在虚拟电厂方面，基于电享家产品打造负荷聚合平台，高效支撑完成四川省首次电力需求响应，削减高峰负荷40.65万千瓦；支撑建设的绿证交易系统全年累计交易2363.87万张，占全国同期交易绿证90%，成为我国交易量最大的绿证交易平台。企业数字化业务收入19.55亿元，同比下降4.59%。云网基础设施收入36.39亿元，同比下降6.57%。

电力体制改革有望加速，新型电力系统成为关键。在电力体制改革大背景下，新能源的广泛接入对传统电力系统的能力提出了更高的要求，也对虚拟电厂等多项创新技术打开了广阔市场空间。公司围绕电力发-输-变-配-用-调各环节、源网荷储全场景产业链布局，各业务均有望充分受益。

风险提示：宏观经济影响电网等下游IT开支；相关政策推进不及预期。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。预计公司2024-2026年归母净利润为10.03/11.52/13.20亿元，对应当前PE分别为21/19/16倍。考虑到电力系统改革有望加速，公司作为信息化核心厂商，在电网中角色日益加重，保守给予公司24-26倍估值，预计合理估值19.92-21.58元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,615	7,673	8,527	9,582	10,699
(+/-%)	2.0%	0.8%	11.1%	12.4%	11.7%
净利润(百万元)	802	828	1003	1152	1320
(+/-%)	18.4%	3.3%	21.1%	14.9%	14.5%
每股收益(元)	0.67	0.69	0.83	0.96	1.10
EBIT Margin	10.8%	10.1%	11.0%	11.4%	11.8%
净资产收益率(ROE)	14.0%	13.1%	14.3%	14.7%	15.0%
市盈率(PE)	26.6	25.7	21.2	18.5	16.1
EV/EBITDA	26.1	27.6	28.4	25.1	22.9
市净率(PB)	3.71	3.36	3.03	2.71	2.43

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

计算机·IT服务II

证券分析师: 熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师: 库宏焱

021-60875168

kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	17.72元
总市值/流通市值	21300/21163百万元
52周最高价/最低价	21.58/12.77元
近3个月日均成交额	306.87百万元

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

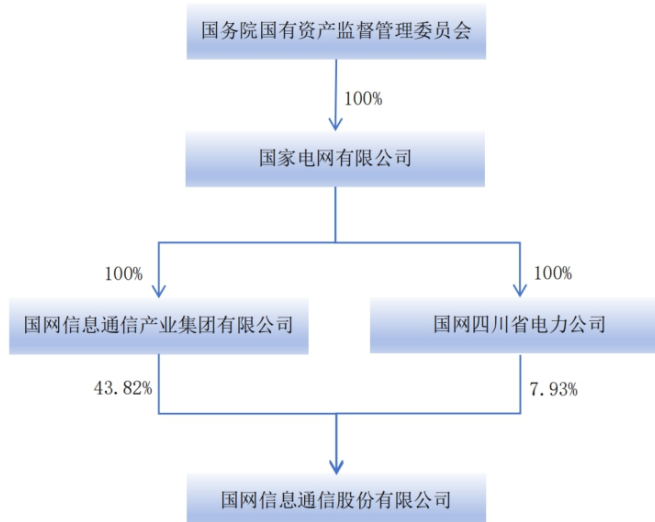
◆ 公司概况：电力信息化领导者

国网信通专注于电力信息化领域，围绕电力发-输-变-配-用-调各环节、源网荷储全场景，融合运用“大云物移智”等创新技术，拓展覆盖规划咨询、软件研发、工程实施、系统集成、运营运维等信息通信全产业链。公司前身为四川岷江水利电力股份有限公司，于 2019 年完成重大资产重组，形成了电力信息化相关主业。其中核心子公司为中电普华、继远软件、中电飞华、中电启明星，国网信通均实现了 100%控股。

◆ 公司治理：国家电网控股

公司实际控制人为国务院国资委，国家电网通过国网信息通信产业集团持股 43.82%，通过国网四川省电力公司持股 7.93%。公司股权结构稳定，公司与国家电网业务协同充分。公司高管团队经营丰富，多数高管均在中电普华、中电飞华等电力相关公司从业多年。随着 21 年底公司股权激励实施，绑定公司高管核心利益，公司发展信心十足。

图1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 主营业务：电力信息化全产业链覆盖

公司在电力领域业务布局全面。公司深化云网基础设施业务，不断丰富企业数字化以及电力数字化等软硬件产品、应用服务及整体解决方案。在整合 4 个主要子公司业务基础上，公司构成了三大核心业务。电力数字化服务，主要是赋能电网生产运营，服务电力系统安全运行、电力可靠供应，推动电力营销领域的业务。企业数字化服务，面向能源行业，推动数字化技术广泛融入企业经营管理各领域，利用数字技术提升企业精益管理水平。云网基础设施，由网络、算力、平台、终端等底层通用能力构成，打造能源网架体系和信息支撑体系的“基石”。

表1: 国网信通核心子公司业务

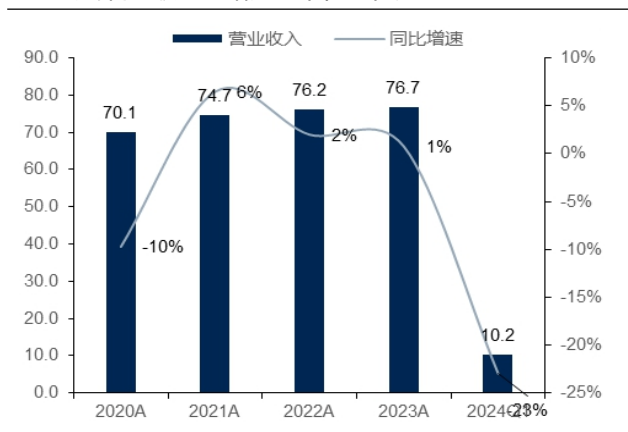
公司	核心业务	23年收入(亿元)	23年利润(亿元)
中电普华	电力营销、ERP、云平台、企业运营支出服务	27.24	2.93
继远软件	云网基础设施建设业务、企业运营支撑服务业务、企业运营可视	15.66	0.64
中电飞华	增值电信运营业务、通信网络建设业务	23.51	1.72
中电启明星	云平台组件、企业门户、能源交易	10.05	1.57

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 23年业绩平稳, 24年Q1收入承压

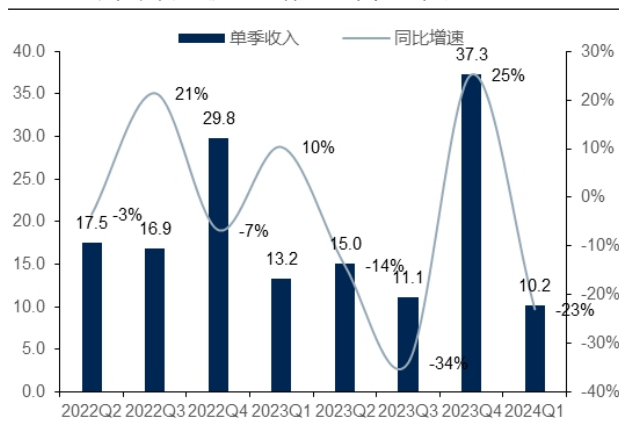
23年业绩平稳过渡, 24Q1受到项目交付影响。2023年, 公司实现收入76.73亿元(+0.76%), 归母净利润8.28亿元(+3.43%), 扣非归母净利润7.86亿元(+1.36%)。其中23Q4恢复明显。2024Q1, 公司实现收入10.19亿元(-22.98%), 归母净利润0.12亿元(-83.22%), 扣非归母净利润0.12亿元(-75.16%)。一季度收入承压主要是集成集采等业务收入同比减少, 以及存量项目上年中标时间较晚, 本报告期内处于项目初期, 确认收入有限。

图2: 公司营业收入及增速(单位: 亿元、%)



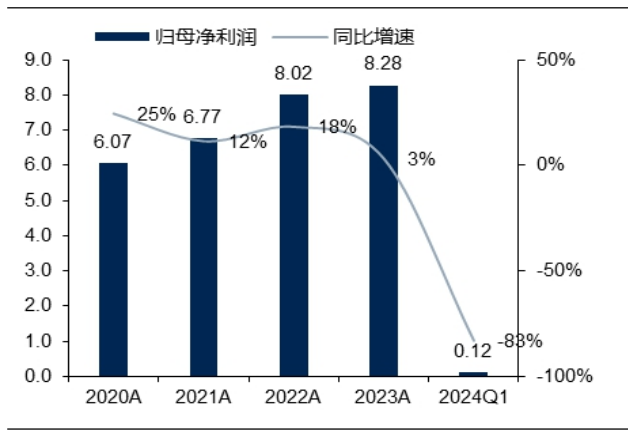
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季营业收入及增速(单位: 亿元、%)



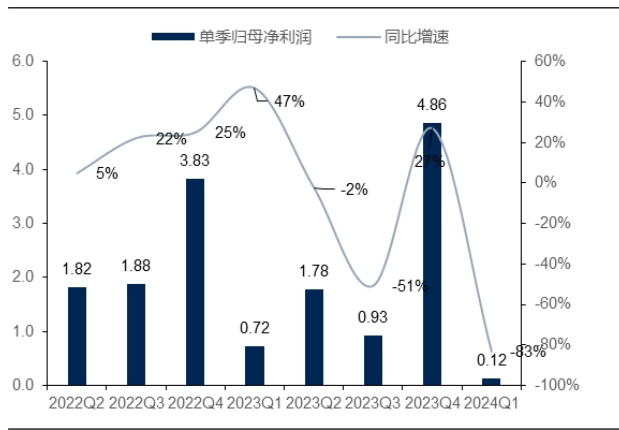
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司归母净利润及增速(单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

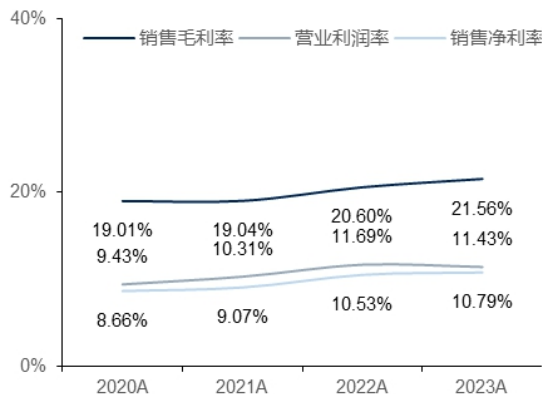
图5: 公司单季归母净利润及增速(单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

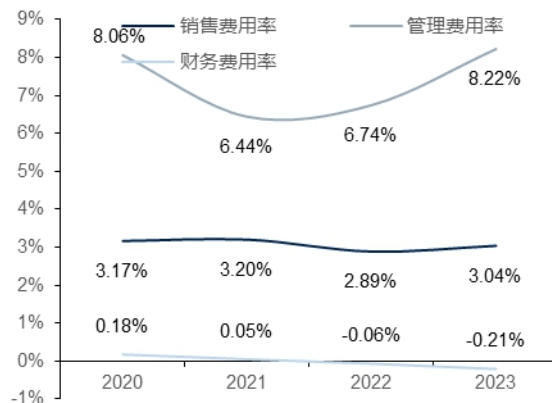
毛利率平稳回升，费用率有所提升。近年来公司毛利率呈现稳步提升之势，23年公司毛利率为21.56%，同比提升近1个百分点。由于23年整体销售收入与22年基本持平，公司各项费用率均有所提升，销售、管理、研发费用率分别为3.04%、4.43%、3.79%，尤其研发费用率提升了1.24个百分点。

图6: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

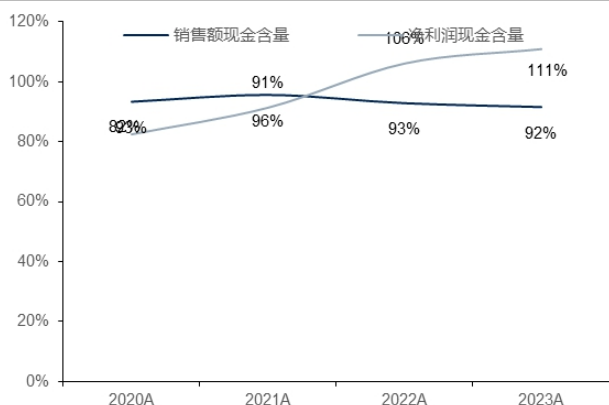
图7: 公司三项费用率变化情况（管理费用包括研发费用）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

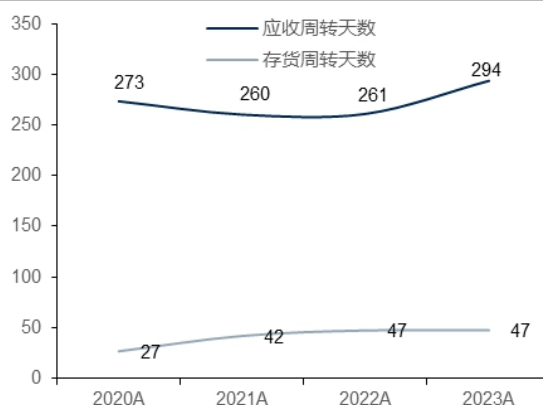
公司现金流保持稳定。公司23年销售商品提供劳务收到现金70.28亿元，与22年基本持平。经营活动现金净流量9.19亿元，同比有所增长。23年公司应收账款有所增长，存货有所下降。

图8: 公司经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测:

假设前提

电力体制改革有望加快，新型电力基础设施是关键，公司电网信息化全产业链均将受益。近期深化电力体制改革再次提及，相关政策密集出台，将加快推动各部门及企事业单位对各项改革的落地，其中新型电力系统的建设成为关键。公司业

务围绕电力发-输-变-配-用-调各环节、源网荷储全场景，从基础设施到各类软件应用均将迎来新的发展机遇。新型电力系统要实现发电用电动态平衡，虚拟电厂、配网侧是建设重点。另一方面，新能源装机量保持高速增长，24 年预期全国电力供需紧平衡。新能源消纳成为关键，虚拟电厂调节需求应运而生，国内已有多项成熟案例，未来有望加速推广。配电系统是构建新型电力系统的基础，配电网升级将实现柔性灵活调节电网能力，配电网有望加大投资。

云网基础设施：该业务以网络、算力、平台、终端等基础设施为主，近两年收入增长承压。随着新型电力系统建设加快，以及公司在 5G 通信终端、基于卫星技术的空天地一体化系统等的布局，该业务作为基础设施将随着电力 IT 的需求持续回升。同时，伴随电力等重点行业信创产业目标明确，推进同样有望加快。预期 2024-2026 年收入增速分别为 10%/10%/8%，毛利率略有提升。

电力信息化：该业务以电力营销系统、虚拟电厂等系统为主。在电力体制改革大背景下，新能源的广泛接入对传统电力系统的能力提出了更高的要求，也对虚拟电厂等多项创新技术打开了广阔市场空间，能源 IT 产业将迎来中长期的高增长期。尤其是公司负荷聚合平台，高效支撑完成四川省首次电力需求响应；绿证交易系统全年累计交易 2363.87 万张，已经具备成熟案例。电价市场化改革进一步推进将促进公司新业务加速，预期 2024-2026 年收入增速分别为 18%/20%/20%，毛利率随着软件占比提升而有所提升。

企业通用数字化：该业务主要是企业经营管理各领域的信息化，也是立足电网，面向能源行业，近 2 年收入承压。在电力信息化和信创投入有望加速的背景下，公司企业通用数字化同样受益。另一方面，公司以国资产权系统建设为契机，持续优化产权管理产品，拓展央企与地方国资市场。该业务收入有望逐步修复，预期 2024-2026 年收入增速分别为 6%/8%/8%，毛利率略有提升。

表2: 公司业务拆分和预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
云网基础设施	38.95	36.39	40.03	44.03	47.55
毛利率 (%)	17.48%	20.36%	21%	21%	21%
yoy	1.25%	-6.57%	10%	10%	8%
电力信息化	16.52	20.56	24.26	29.11	34.94
毛利率 (%)	22.18%	19.90%	21%	21%	21%
yoy	8.68%	24.46%	18%	20%	20%
企业通用数字化	20.49	19.55	20.72	22.38	24.17
毛利率 (%)	25.42%	25.63%	25.80%	26.00%	26.00%
yoy	-1.44%	-4.59%	6%	8%	8%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

费用率有望逐步优化。23 年受限于公司收入增长不到 1%，而人员数量及薪酬的增长，带动 23 年整体费用率上升。随着公司整合持续深入，以及电力体制改革大背景下将带动业务重回增长曲线，公司费用率有望逐步降低。预期销售费用率 24-26 年分别为 2.9%/2.8%/2.7%。管理费用率 24-26 年分别为 3.7%/3.6%/3.5%。研发费用率 24-26 年分别为 3.6%/3.5%/3.4%。

综上所述，预计未来 3 年营收 85.27/95.82/106.99 亿元，同比增长 11.1%/12.4%/11.7%。归母净利润 10.03/11.52/13.20 亿元，每股收益分别为 0.83/0.96/1.10 元。

表3: 未来 3 年盈利预测表

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7615	7673	8527	9582	10699
营业成本	6046	6019	6669	7479	8355
销售费用	220	233	247	268	289
管理费用	320	340	350	379	409
研发费用	194	291	307	335	364
财务费用	(5)	(16)	(55)	(70)	(88)
营业利润	890	877	1095	1257	1440
利润总额	884	904	1095	1257	1440
归属于母公司净利润	802	828	1003	1152	1320

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议:

相对估值

公司核心业务和成长逻辑为电力信息化领域,重点选择电力信息化相关企业作为对标,主要是国电南瑞、南网科技、朗新集团、国能日新。国电南瑞是电力设备龙头,主要从事电力自动化软硬件开发和系统集成服务的提供商。南网科技通过提供“技术服务+智能设备”的综合解决方案,保证电力系统安全运行和智能化发展。朗新集团以电力营销系统、能源互联网等业务为主,与公司业务最为接近;国能日新是电功率预测龙头。虚拟电厂是朗新集团和国能日新的重要发展方向之一。无论是传统电力设备,还是 IT 软硬件,在这轮电改中均会迎来发展良机。尤其是新能源发展背景下,电力系统智能化成为各方厂商发展的共同目标。

预计公司 2024-2026 年归母净利润为 10.03/11.52/13.20 亿元,对应当前 PE 分别为 21/19/16 倍。我们采用 PE 相对估值方法,参考选择的 4 家核心电力信息化及设备公司,24 年平均估值为 29 倍。考虑到电力系统改革有望加速,公司作为信息化核心厂商,在电网中角色日益加重,保守给予公司 24-26 倍估值,预计合理估值 19.92-21.58 元。首次覆盖,给予“优于大市”评级。

表4: 可比公司 PE 估值

代码	公司简称	股价	总市值	EPS (24-26 年为 wind 一致预期)				PE			
				2024/5/31	亿元	23A	2024E	2025E	2026E	23A	2024E
600406.SH	国电南瑞	22.51	1808	0.89	1.01	1.15	1.31	25.29	22.29	19.57	17.18
688248.SH	南网科技	29.74	168	0.5	0.77	1.08	1.42	59.48	38.62	27.54	20.94
300682.SZ	朗新集团	10.76	117	0.55	0.69	0.84	0.91	19.56	15.59	12.81	11.82
301162.SZ	国能日新	48.09	48	0.85	1.16	1.53	1.92	56.58	41.46	31.43	25.05
平均								40.23	29.49	22.84	18.75

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得出公司合理估值在 19.92-21.58 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年的业绩表现和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 1-3 年收入和利润预期较高，从而导致业绩偏乐观的风险。

我们假定未来 1-3 年公司所处行业有较快发展，但实际可能因为创新发展节奏、政策支持发生波动或不利变化，公司持续成长性实际很低或出现负增长，从而导致公司估值高估的风险。

相对估值方面，我们选取了与公司业务相近或相同的 4 家公司等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023-2026E PE 作为相对估值的参考，同时考虑电力系统改革加速，公司产业地位有望进一步加强，给予公司 2024 年 24-26 倍 PE 估值，可能并未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们预计未来 3 年营收 85.27/95.82/106.99 亿元，同比增长 11.1%、12.4%、11.7%。归母净利润 10.03/11.52/13.20 亿元。可能存在对公司各项业务预期偏乐观，进而高估未来三年业绩的风险。

我们对公司未来 3 年毛利的预测也可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

主营业务依赖关键核心客户。公司核心业务伴随国家电网公司 SG-186、SG-ERP 信息化建设发展壮大，相关定制化设计、开发、实施、运营、运维等业务服务都具有稳定的业务基态，成为公司最重要的收入来源。随着电力能源数字化转型及新型电力系统构建的深入推进，公司持续为国家电网公司提供营销 2.0、网上国网等系统建设及应用服务，致使公司主要业务对关键核心客户依赖度较高，公司在国家电网公司体系的业务保有量持续上升。

核心技术人才可能流失。依托服务电力能源行业 20 余年的经验，公司在软件及信息技术服务领域已经构建了一支高水平、专业化、经验丰富的专业人才队伍。随着能源数字化智能化转型发展，对创新技术人才、复合型高端领军人才及配套团队的需求逐步加大，面对激烈的人才竞争，公司在引进优秀人才、维持人才队伍稳定方面，面临较大挑战。

维持技术产品创新优势难度高。随着能源数字化转型的进程加快，智能化和能源业务相融合成为新一轮能源变革的显著特征，对产业科技创新、关键技术研发都提出了更高要求，公司为满足能源行业的新需求，将面临产品开发难度大、周期长、复杂性高的挑战。

自主知识产权遭受侵害。公司在信息通信领域拥有千余项自主知识产权，包括专利、计算机软件著作权等，若公司的知识产权遭受侵害，将会对公司产生不利影响，损害公司合法权益。

行业竞争加剧风险。电力体制改革吸引了各类电力相关厂商进入市场，传统厂商也在加大新业务的拓展力度，如虚拟电厂等。各类厂商存在竞争加剧的可能性，导致公司盈利能力下滑。

财务风险

应收账款风险：公司 23 年应收账款为 68.01 亿元，体量较大。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

政策风险

近年来电力市场体制改革出台了一系列政策，这是行业未来发展的重要动力之一。如果政策推进不及预期，时间跨度较长，可能会导致相关业务进展放缓。

其他风险

法律风险：随着数据安全和隐私保护意识的提高，公司需要确保其产品和服务符合相关法律法规，避免因数据泄露等问题而受到法律制裁或失去客户信任。

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	2325	2674	3461	4255	5186	营业收入	7615	7673	8527	9582	10699
应收款项	5847	7011	7791	8755	9775	营业成本	6046	6019	6669	7479	8355
存货净额	191	151	168	189	211	营业税金及附加	16	18	20	22	25
其他流动资产	1158	1149	1277	1435	1602	销售费用	220	233	247	268	289
流动资产合计	9520	10985	12698	14634	16775	管理费用	320	340	350	379	409
固定资产	895	882	805	706	604	研发费用	194	291	307	335	364
无形资产及其他	729	856	823	790	757	财务费用	(5)	(16)	(55)	(70)	(88)
投资性房地产	543	513	513	513	513	投资收益	120	111	90	80	80
长期股权投资	346	337	328	320	311	资产减值及公允价值变动	8	(9)	(20)	(30)	(30)
资产总计	12032	13574	15167	16962	18960	其他收入	(256)	(305)	(272)	(295)	(319)
短期借款及交易性金融负债	247	113	150	150	150	营业利润	890	877	1095	1257	1440
应付款项	5377	6266	6982	7830	8753	营业外净收支	(6)	27	0	0	0
其他流动负债	635	795	900	1007	1122	利润总额	884	904	1095	1257	1440
流动负债合计	6259	7174	8032	8986	10026	所得税费用	82	76	92	105	120
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	39	68	98	128	157	归属于母公司净利润	802	828	1003	1152	1320
长期负债合计	39	68	98	128	157	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6298	7242	8130	9114	10183	净利润	802	828	1003	1152	1320
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产减值准备	6	(17)	(2)	1	1
股东权益	5734	6331	7037	7848	8777	折旧摊销	238	263	103	112	114
负债和股东权益总计	12032	13574	15167	16962	18960	公允价值变动损失	(8)	9	20	30	30
关键财务与估值指标						财务费用	(5)	(16)	(55)	(70)	(88)
每股收益	0.67	0.69	0.83	0.96	1.10	营运资本变动	(185)	(26)	(76)	(157)	(140)
每股红利	0.20	0.20	0.25	0.28	0.33	其它	(6)	17	2	(1)	(1)
每股净资产	4.77	5.27	5.85	6.53	7.30	经营活动现金流	847	1074	1050	1138	1325
ROIC	16.14%	14.92%	15%	18%	20%	资本开支	0	(56)	(11)	(11)	(11)
ROE	13.98%	13.08%	14%	15%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	21%	22%	22%	22%	22%	投资活动现金流	(10)	(47)	(2)	(2)	(2)
EBIT Margin	11%	10%	11%	11%	12%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	13%	12%	13%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	2%	1%	11%	12%	12%	支付股利、利息	(237)	(246)	(297)	(342)	(391)
净利润增长率	18%	3%	21%	15%	15%	其它融资现金流	(469)	(187)	37	0	0
资产负债率	52%	53%	54%	54%	54%	融资活动现金流	(943)	(678)	(261)	(342)	(391)
股息率	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	现金净变动	(106)	349	787	794	931
P/E	26.6	25.7	21.2	18.5	16.1	货币资金的期初余额	2431	2325	2674	3461	4255
P/B	3.7	3.4	3.0	2.7	2.4	货币资金的期末余额	2325	2674	3461	4255	5186
EV/EBITDA	26.1	27.6	28.4	25.1	22.9	企业自由现金流	0	889	872	950	1116
						权益自由现金流	0	702	959	1014	1197

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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