

士兰微 (600460.SH)

优于大市

营收连续多季度同环比增长，市场份额持续提升

核心观点

2024 公司营收同比增长 17%，连续 6 个季度环比增长。2024 公司产品出货量持续增加，实现营收 28.1 亿元 (YoY+17%，QoQ+14%)，由于分立器件稼动率与产品价格等因素影响，扣非归母净利润-0.07 亿元 (YoY-113.6%，QoQ-105.0%)，毛利率 17.96% (YoY-4.55ct，QoQ-4.14pct)；此外由于公司持有昱能科技、安路科技股票，其公允价值变动影响公司归母净利润。

1H24 集成电路同比增长 29%，IPM 模块及电路产品出货量加快。1H24 公司集成电路营收实现 20.35 亿元 (YoY+29%)，毛利率 31.12% (YoY+0.42pct)，优势产品 IPM 模块营收为 14.13 亿元 (YoY+50%)，白电领域出货量超 8300 万颗，同比增加 56%；MEMS 营收 1.15 亿元，受传感器价格下降影响营收短期回落而出货量实现同比增长 8%，公司加速度计国内市占率达 20%-30%，IMU 获多家国内智能手机厂商批量订单，预计下半年出货量将大幅度增加；此外，32 位 MCU 营收同比增长约 28%，配合工业与白电客户加速上量。士兰集科 12 英寸产线将进行车规级 BCD 电路产能建设，新增产能预计在 1Q25 释放。

1H24 分立器件营收同比增长 4%，汽车产品快速推进。1H24 分立器件营收为 23.99 亿元 (YoY+4%)，毛利率 14.51% (YoY-9.42pct)，尽管受产品价格与产线稼动率影响毛利率下降，产品结构持续优化：公司 IGBT 和 SiC 收入达到 7.83 亿元，同比增超 30%，公司 IGBT 主驱模块在比亚迪、吉利、零跑、广汽、汇川、东风、长安等国内外多家客户实现批量供货，车规 IGBT 单管与 MOS 等产品大批量出货。

碳化硅主驱模块已批量交付，碳化硅产能持续释放。士兰明镓 6 英寸 SiC MOS 芯片产能达 6000 片/月，预计三季度末产能将达到 9000 片/月，24 年年底产能将达到 12000 片/月。基于自主研发的 II 代 SiC MOSFET 芯片汽车主驱模块已通过吉利、汇川等客户验证，并开始批量生产和交付；第 III 代平面栅 SiC MOSFET 技术的开发已初步完成。

投资建议：由于公司持有昱能科技、安路科技股票，其价格波动对公司归母净利润影响较大，1H24 其公允价值变动-1.62 亿元；此外由于分立器件产品价格下跌，1H24 毛利率低于我们此前预期；结合公司分立器件当前产品毛利率，下调平均毛利率，预计 24-26 年归母净利润 0.88/3.52/6.11 亿元（前值 3.18/5.47/7.29 亿元），对应 PB 2.7/2.6/2.5x，维持“优于大市”评级。

风险提示：碳化硅拓展不及预期，下游需求不及预期。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,282 | 9,340 | 10,607 | 11,803 | 13,379 |
| (+/-%) | 15.1% | 12.8% | 13.6% | 11.3% | 13.3% |
| 净利润(百万元) | 1052 | -36 | 88 | 352 | 611 |
| (+/-%) | -30.7% | -103.4% | 345.8% | 300.5% | 73.4% |
| 每股收益(元) | 0.74 | -0.02 | 0.05 | 0.21 | 0.37 |
| EBIT Margin | 14.2% | 6.7% | 4.6% | 5.6% | 6.5% |
| 净资产收益率 (ROE) | 14.3% | -0.3% | 0.7% | 2.8% | 4.7% |
| 市盈率 (PE) | 26.4 | -911.4 | 370.7 | 92.6 | 53.4 |
| EV/EBITDA | 19.4 | 28.6 | 30.8 | 24.9 | 21.3 |
| 市净率 (PB) | 3.76 | 2.71 | 2.70 | 2.64 | 2.54 |

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

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn lishuying@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

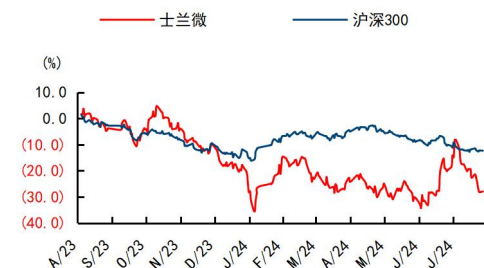
联系人：李书颖

0755-81982362

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 18.25 元 |
| 总市值/流通市值 | 30369/30369 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 27.85/15.74 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 872.99 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

《士兰微 (600460.SH) - 产品与客户持续突破，碳化硅主驱模块加速起量》——2024-05-26

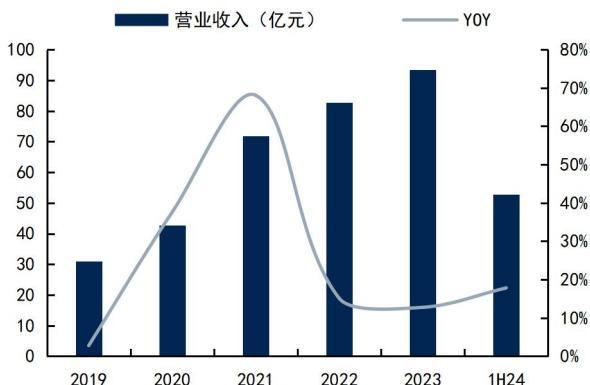
《士兰微 (600460.SH) - 2023 单季度营收创新高，利润端仍短期承压》——2023-08-22

《士兰微 (600460.SH) - 二季度营收同比增长约 10%，环比增长约 17%》——2023-07-19

《士兰微 (600460.SH) - 一季度营收同比增长 3.25%，3 月单月营收创历史新高》——2023-05-07

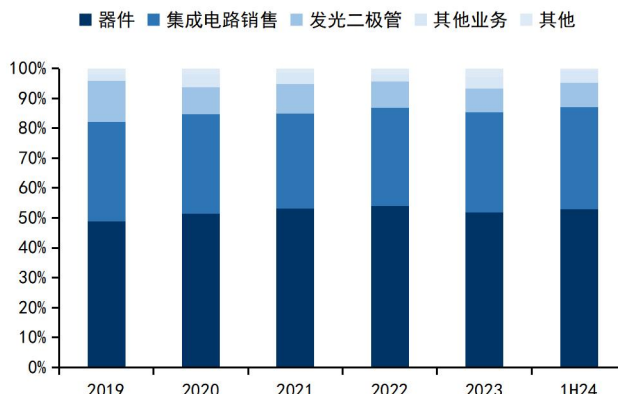
《士兰微 (600460.SH) - 22 年营收同比增长 15%，12 英寸芯片产出量同比增长 125%》——2023-04-02

图1: 公司近五年营业收入及增速 (亿元、%)



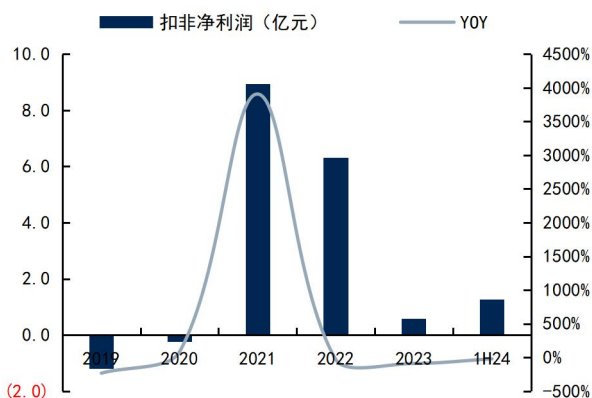
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构



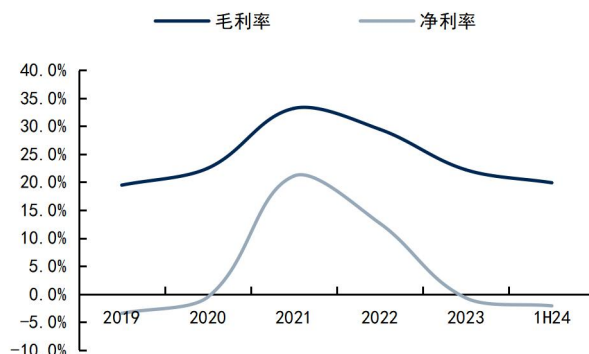
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年扣非净利润及增速 (亿元、%)



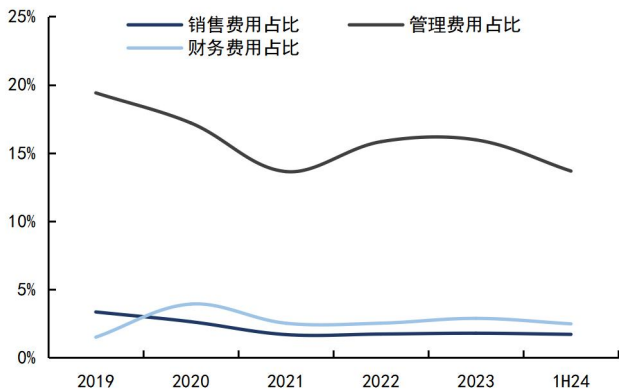
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (%、%)



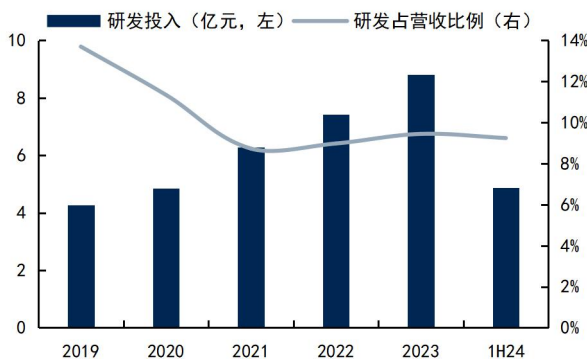
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司近五年研发投入及占营收比例 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

产品交期持续缩短，行业自 22 年开始逐步下行逐步触底。由于公司产品线较多，下游应用覆盖各行业应用，因此与半导体整体周期同步性较强。进入 22 年后，全球半导体进入调整期，消费电子等市场需求疲软，可比公司全球头部企业安森美、英飞凌及威世产品交期亦持续缩短，陆续进入业绩调整期。

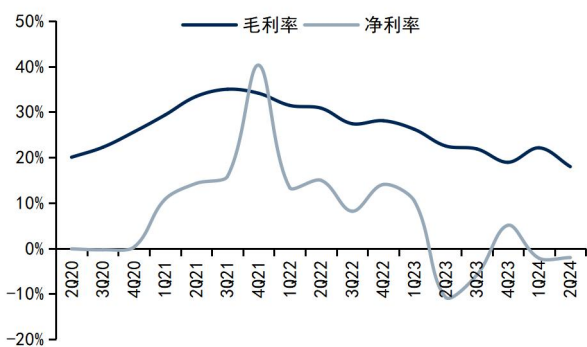
图 9：1Q21-2Q24 功率产品交期情况

| 品类 | 品牌 | 2021 | | | | 2022 | | | | 2023 | | | | 2024 | | | |
|------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|--|
| | | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | | |
| 低压 MOSFET | 英飞凌 | 16-39 | 26-52 | 39-52 | 42-52 | 42-52 | 52-65 | 52-65 | 40-60 | 26-54 | 18-48 | 18-48 | 10-36 | 10-36 | 10-20 | | |
| | 安森美 | 16-34 | 26-52 | 42-52 | 42-52 | 42-52 | 47-52 | 47-52 | 40-52 | 26-54 | 26-52 | 26-52 | 12-40 | 12-26 | 12-40 | | |
| | 安世半导体 | 12-26 | 12-26 | 42-52 | 42-52 | 42-52 | 47-52 | 47-52 | 47-52 | 47-52 | 40-52 | 16-52 | 4-20 | 4-20 | 6-16 | | |
| | DIODES | 17-22 | 22-30 | 42-52 | 42-52 | 42-52 | 48-54 | 48-54 | 48-54 | 48-54 | 18-52 | 18-52 | 8-16 | 8-16 | 8-14 | | |
| | 意法半导体 | 18-26 | 30-52 | 42-52 | 42-52 | 42-52 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 13-41 | | |
| | 威世 | 14-16 | 22-26 | 42-52 | 42-52 | 42-52 | 52-65 | 52-65 | 52-65 | 52-65 | 18-60 | 16-52 | 16-52 | 16-52 | 6-38 | | |
| MCC (扬杰科技) | - | - | - | - | - | 20-24 | 20-24 | 20-24 | 20-24 | 20-24 | 14-20 | 14-20 | 10-20 | 14-24 | | | |
| 高压 MOSFET | 英飞凌 | 18-22 | 26-40 | 26-40 | 36-52 | 36-52 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 39-56 | 39-56 | 12-40 | 10-32 | 10-20 | | |
| | 安森美 | 18-32 | 26-36 | 26-36 | 36-52 | 36-52 | 36-52 | 36-52 | 36-52 | 36-52 | 36-52 | 12-40 | 12-40 | 12-36 | | | |
| | IXYS | 26-30 | 26-36 | 30-40 | 30-40 | 36-52 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | | |
| | 意法半导体 | 14-26 | 22-30 | 26-36 | 26-36 | 36-52 | 47-52 | 47-52 | 47-52 | 47-52 | 39-52 | 14-40 | 14-40 | 13-39 | 9-38 | | |
| | 威世 | 16-20 | 20-26 | 40-50 | 40-50 | 42-52 | 52-65 | 52-65 | 52-65 | 52-65 | 18-65 | 15-52 | 12-52 | 10-26 | 9-38 | | |
| | MCC (扬杰科技) | - | - | - | - | - | 20-26 | 20-26 | 20-26 | 20-26 | 16-24 | 16-24 | 12 | 14-28 | 14-28 | | |
| IGBT | 英飞凌 | 18-26 | 26-36 | 39-50 | 39-50 | 39-52 | 39-50 | 39-50 | 39-50 | 39-50 | 39-50 | 14-52 | 14-52 | 12-42 | 12-42 | | |
| | 安森美 | 18-26 | 26-36 | 26-52 | 39-52 | 39-50 | 39-52 | 39-52 | 39-52 | 39-52 | 39-52 | 16-52 | 16-52 | 10-41 | 10-41 | | |
| | IXYS | 26-30 | 26-30 | 30-40 | 30-40 | 42-52 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | 50-54 | | |
| | 意法半导体 | 18-24 | 24-30 | 36-42 | 36-42 | 44-52 | 47-52 | 47-52 | 47-52 | 47-52 | 47-52 | 14-52 | 14-52 | 14-52 | 14-52 | | |

资料来源：富昌电子，国信证券经济研究所整理

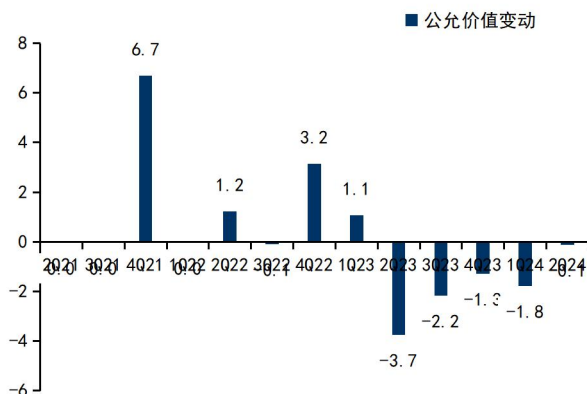
产品价格下降带来行业公司毛利率与净利率下行。由于行业竞争加剧，功率器件价格下滑，公司 2 季度处于稼动率提升阶段，因此毛利率仍受到影响，毛利率 17.96% (YoY-4.55pct) 同比下降；此外，由于公司持有昱能科技与安路科技股票，因此对其公允价值波动较大，影响净利润。

图 7：20-24 年公司单季度净利率与毛利率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

图 8：公司单季度公允价值变动情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

目前公司业务主要包括分立器件、集成电路、发光二极管（LED）及其他业务，考虑 1H24 公司各业务收入情况，调整公司业务收入情况与产品毛利率：

分立器件：该领域主要为功率相关器件，公司的超结 MOSFET、IGBT、FRD、SGT MOSFET、SiC MOSFET 等分立器件产品与客户加速推进，在大型白电、工业控制、电动汽车与新能源等市场产品与客户持续突破。2024 年上半年，公司分立器件产品的营收为 23.99 亿元，功率器件价格调整影响公司产品毛利率，分立器件上半年毛利率 14.51%，同比下降 9.42pct，低于我们此前预期，随着消费、工业等下游需求逐步呈现回暖趋势，24 年下半年后公司产品价格有望企稳；12 英寸产线产能利用率有望持续提升，我们预期 24-26 年营收 53.90/59.20/66.94 亿元。

集成电路：该业务主要包括 IPM 模块、MEMS 传感器、DC-DC 电路、LED 及低压电机驱动电路、32 位 MCU 电路、快充电路等产品；2024 年上半年公司集成电路营收 20.35 亿元，同比增长 29%。考虑优势产品 IPM 将白电市占率持续提升，收入稳步增加；MEMS 传感器收入有望随消费电子需求与产品品类丰富企稳修复，电路产品有望加速放量，我们预计该业务 24-26 年收入约 37.64/43.90/51.48 亿元。

发光二极管：该业务包括士兰明芯、士兰明镓的 LED 芯片和美卡乐光电的 LED 彩屏像素管，1H24 营收 4.17 亿元（YoY+33%），子公司美卡乐光电公司积极拓展市场，其营业收入较去年同期增长约 84%。未来通过拓展植物照明、红外光耦、安防监控等高端领域，LED 业务有望随产品结构优化逐步修复，我们预计该业务 24-26 年收入约 8.16/8.57/9.00 亿元。

其他业务假设 24-26 年维持 23 水平。

表1: 公司营业收入及毛利率预测

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 82.82 | 93.40 | 105.90 | 118.34 | 131.40 |
| 分立器件 | 44.67 | 48.32 | 53.90 | 59.20 | 66.94 |
| 集成电路 | 27.23 | 31.29 | 37.64 | 43.90 | 51.48 |
| 发光二极管 | 7.33 | 7.42 | 8.16 | 8.57 | 9.00 |
| 其他 | 3.60 | 6.37 | 6.37 | 6.37 | 6.37 |
| 同比增速(%) | 15.1% | 12.8% | 12.9% | 10.6% | 11.4% |
| 分立器件 | 17.1% | 8.2% | 11.55% | 9.82% | 13.09% |
| 集成电路 | 18.7% | 14.9% | 20.29% | 16.64% | 17.27% |
| 发光二极管 | 3.5% | 1.3% | 10.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率(%) | 29.4% | 22.2% | 19.29% | 20.33% | 21.33% |

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，结合行业降价对公司 2024 毛利率带来的影响，下调公司毛利率，考虑公司公允价值变动影响，预计 24-26 年归母净利润 0.88/3.52/6.11 亿元（前值 3.18/5.47/7.29 亿元），对应 PB 2.7/2.6/2.5x，维持“优于大市”评级。

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 | 2230 | 6131 | 5866 | 5658 | 5675 | 营业收入 | 8282 | 9340 | 10607 | 11803 | 13379 |
| 应收款项 | 2168 | 2472 | 2807 | 3124 | 3541 | 营业成本 | 5843 | 7265 | 8561 | 9404 | 10525 |
| 存货净额 | 3072 | 3732 | 4417 | 4800 | 5384 | 营业税金及附加 | 29 | 38 | 46 | 47 | 55 |
| 其他流动资产 | 756 | 1150 | 1114 | 1197 | 1363 | 销售费用 | 143 | 167 | 174 | 193 | 219 |
| 流动资产合计 | 8226 | 13485 | 14204 | 14779 | 15963 | 管理费用 | 377 | 379 | 346 | 383 | 431 |
| 固定资产 | 5801 | 7928 | 8218 | 8289 | 8127 | 研发费用 | 711 | 864 | 991 | 1114 | 1275 |
| 无形资产及其他 | 263 | 472 | 453 | 434 | 415 | 财务费用 | 209 | 269 | 153 | 165 | 165 |
| 其他长期资产 | 1634 | 1344 | 1344 | 1344 | 1344 | 投资收益 | (174) | 216 | (11) | 10 | 72 |
| 长期股权投资 | 998 | 678 | 678 | 678 | 678 | 资产减值及公允价值变动 | 348 | (707) | (275) | (155) | (129) |
| 资产总计 | 16920 | 23908 | 24897 | 25524 | 26527 | 其他 | 49 | 83 | 56 | 59 | 60 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 3334 | 2863 | 3133 | 3110 | 3035 | 营业利润 | 1194 | (49) | 106 | 412 | 712 |
| 应付款项 | 1728 | 2179 | 2579 | 2803 | 3144 | 营业外净收支 | (1) | (8) | (4) | (5) | (6) |
| 其他流动负债 | 474 | 596 | 701 | 763 | 856 | 利润总额 | 1192 | (57) | 102 | 408 | 707 |
| 流动负债合计 | 5535 | 5639 | 6413 | 6676 | 7035 | 所得税费用 | 145 | 8 | 12 | 49 | 85 |
| 长期借款及应付债券 | 2109 | 3431 | 3431 | 3431 | 3431 | 少数股东损益 | (5) | (29) | 2 | 6 | 11 |
| 其他长期负债 | 1206 | 1418 | 1562 | 1638 | 1782 | 归属于母公司净利润 | 1052 | (36) | 88 | 352 | 611 |
| 长期负债合计 | 3315 | 4849 | 4992 | 5069 | 5213 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 8850 | 10488 | 11405 | 11744 | 12247 | 净利润 | 1048 | (65) | 90 | 359 | 622 |
| 少数股东权益 | 697 | 1398 | 1400 | 1406 | 1417 | 资产减值准备 | 102 | 118 | 85 | 93 | 104 |
| 股东权益 | 7374 | 12022 | 12092 | 12374 | 12863 | 折旧摊销 | 707 | 881 | 940 | 1117 | 1231 |
| 负债和股东权益总计 | 16920 | 23908 | 24897 | 25524 | 26527 | 公允价值变动损失 | (426) | 613 | 190 | 63 | 25 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 195 | 307 | 153 | 165 | 165 |
| 每股收益 | 0.74 | (0.02) | 0.05 | 0.21 | 0.37 | 营运资本变动 | (1762) | (266) | (526) | (483) | (614) |
| 每股红利 | 0.21 | 0.22 | 0.01 | 0.04 | 0.07 | 其它 | 341 | (1272) | (238) | (257) | (269) |
| 每股净资产 | 5.21 | 7.22 | 7.27 | 7.44 | 7.73 | 经营活动现金流 | 204 | 317 | 694 | 1055 | 1264 |
| ROIC | 10% | 5% | 3% | 4% | 5% | 资本开支 | (1566) | (1120) | (1211) | (1169) | (1050) |
| ROE | 14% | -0% | 1% | 3% | 5% | 其它投资现金流 | (204) | 134 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 29% | 22% | 19% | 20% | 21% | 投资活动现金流 | (1770) | (986) | (1211) | (1169) | (1050) |
| EBIT Margin | 14% | 7% | 5% | 6% | 7% | 权益性融资 | 3 | 5819 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 23% | 16% | 13% | 15% | 16% | 负债净变化 | 1753 | 1322 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 15% | 13% | 14% | 11% | 13% | 支付股利、利息 | (302) | (363) | (18) | (70) | (122) |
| 净利润增长率 | -31% | -103% | 346% | 301% | 73% | 其它融资现金流 | (20) | (2200) | 269 | (23) | (75) |
| 资产负债率 | 56% | 50% | 51% | 52% | 52% | 融资活动现金流 | 1435 | 4579 | 252 | (93) | (197) |
| 息率 | 0.9% | 1.1% | 0.1% | 0.2% | 0.4% | 现金净变动 | (120) | 3903 | (266) | (207) | 17 |
| P/E | 26.4 | (911.4) | 370.7 | 92.6 | 53.4 | 货币资金的期初余额 | 2306 | 2186 | 6088 | 5823 | 5615 |
| P/B | 3.8 | 2.7 | 2.7 | 2.6 | 2.5 | 货币资金的期末余额 | 2186 | 6088 | 5823 | 5615 | 5632 |
| EV/EBITDA | 19.4 | 28.6 | 30.8 | 24.9 | 21.3 | 企业自由现金流 | (1585) | 207 | (366) | 48 | 336 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 148 | (671) | (231) | (120) | 116 |

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