

# 银轮股份 (002126.SZ)

盈利能力持续改善，海外拓展有望提速

优于大市

## 核心观点

**新能源乘用车业务持续放量，天然气重卡业务结构性增长。**银轮股份 2024Q2 年实现营收 31.8 亿元，同比增长 17.5%，环比增长 7.2%，归母净利润 2.1 亿元，同比增长 33.3%，环比增长 10.4%。乘用车业务方面，受益于新能源的发展，公司 2021-2023 年新能源业务每年实现翻倍增长，且新能源业务占营业收入比重在 2023 年提升至 33%。商用车方面，公司受益于天然气重卡渗透率提升（天然气重卡发动机标配废气再循环 EGR，公司国内市占率 90%以上），天然气重卡 2024Q2 累计销量 6.35 万辆，同比增长 87%，环比增长 40%，带动公司营收结构性向好。

**降本增效成效显著，海外经营体盈利改善，2024Q2 净利率同环比提升。**盈利能力提升得益于公司持续推进承包经营，提高各经营体积极性，海外经营体盈利持续改善。公司的盈利能力从 2022 年开始持续提升，2024Q2 年公司毛利率达到 20.9%，同比持平，环比-0.6pct，销售净利率达到 7.3%，同比+0.5pct，环比+0.2pct。

**墨西哥工厂于 2023Q4 实现盈亏平衡，海外拓展加速。**公司墨西哥工厂于 2023 年二季度投产，并已于 2023 年第四季度实现盈亏平衡，主要生产供北美客户的新能源汽车空调箱、冷却模块、液冷板等热管理产品。波兰工厂于 2023 年 10 月份首批 HVAC 产品开始生产发运交付，开始投产，配套北美客户德国工厂以及捷豹路虎批量车型，后期将陆续建成热泵板换、储能液冷机组、电池液冷板等产能，配套更多欧洲本地客户。公司在手订单充裕，2024H1 新获订单预计达产后为公司新增年销售收入约 41.43 亿元，其中国际订单 19.07 亿元，占比 46%。

**发展数字与能源业务，第三成长曲线发力。**公司数字与能源业务包括数据中心液冷、发电及输变电、储能及 PCS 液冷系统等产品。2024H1 公司突破 4 家战略客户、2 家大客户，获得包括阿里斯顿、比亚迪、中车、阳光电源等多家客户相关项目，预计随着订单放量将保持高增长。

**盈利预测与估值：小幅上调盈利预测，维持“优于大市”评级。**考虑新增项目落地，小幅上调盈利预测，预期 24/25/26 年营收 135.05/160.07/188.89 亿元（原 24/25/26 年 133.39/155.82/179.51 亿元），归母净利润为 8.62/11.11/13.71 亿元（原 24/25/26 年 8.41/10.80/12.88 亿元），每股收益分别为 1.04/1.34/1.66 元（原 24/25/26 年 1.02/1.31/1.57 元），对应 PE 分别为 14/11/9 倍，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**新能源汽车销量不及预期，行业竞争加剧的风险，原材料上涨的风险，财务风险，政策风险等。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,480	11,018	13,505	16,007	18,889
(+/-%)	8.5%	29.9%	22.6%	18.5%	18.0%
净利润(百万元)	383	612	862	1111	1371
(+/-%)	73.9%	59.7%	40.8%	28.9%	23.4%
每股收益(元)	0.48	0.76	1.04	1.34	1.66
EBIT Margin	5.9%	8.4%	8.5%	9.1%	9.4%
净资产收益率 (ROE)	8.2%	11.2%	14.1%	16.0%	17.2%
市盈率 (PE)	30.9	19.6	14.4	11.1	9.0
EV/EBITDA	23.0	15.6	15.3	13.3	11.9
市净率 (PB)	2.53	2.20	2.03	1.78	1.55

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

证券分析师：唐英韬  
021-61761044  
tangyingtao@guosen.com.cn  
S0980524080002

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	14.95 元
总市值/流通市值	12374/11635 百万元
52 周最高价/最低价	20.59/13.78 元
近 3 个月日均成交额	174.93 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

- 《银轮股份 (002126.SZ) -2024 年一季报点评-盈利能力持续改善，海外加速拓展》——2024-04-30
- 《银轮股份 (002126.SZ) -2023 年年报点评-盈利能力持续改善，海外加速拓展》——2024-04-18
- 《银轮股份 (002126.SZ) -2023 年三季报点评-盈利能力持续改善，热管理产品多点开拓》——2023-10-28
- 《银轮股份 (002126.SZ) -2023 年中报点评-降本增效盈利能力提升，热管理产品多点开拓》——2023-08-27
- 《银轮股份 (002126.SZ) -中报净利润预增 113%-128%，热管理产品多点开拓》——2023-07-11

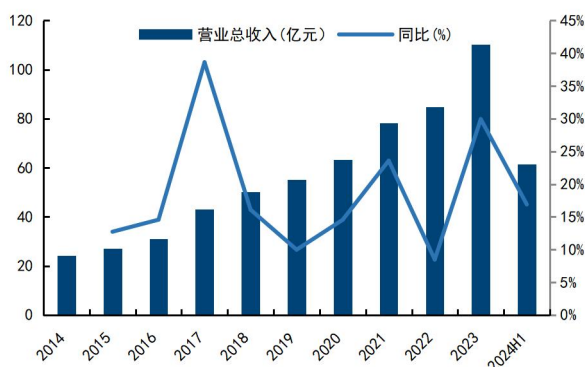
乘用车业务持续放量，降本增效成效显著，促进 2024Q2 归母净利润同比增长 33%。银轮股份 2024Q2 年实现营收 31.8 亿元，同比增长 17.5%，环比增长 7.2%，归母净利润 2.1 亿元，同比增长 33.3%，环比增长 10.4%，扣非归母净利润 1.8 亿元，同比增长 24.8%，环比增长 3.3%。

公司营收表现优于行业，得益于天然气重卡渗透率提升以及公司新能源业务发展。分业务看，2024H1 乘用车业务实现营收 31.82 亿元，占比 52%，商用车、非道路业务实现营收 23.35 亿元，占比 38%。

商用车方面，行业销量在二季度表现弱于乘用车，2024Q2 国内乘用车销量 629 万辆，同比增长 3%，环比增长 11%，商用车销量 104 万辆，同比增长 0.3%，环比增长 0.3%。公司受益于天然气重卡渗透率提升（天然气重卡发动机标配废气再循环 EGR，公司国内市占率 90%以上），天然气重卡 2024 年 6 月销量达到 1.62 万辆，二季度累计销量 6.35 万辆，同比增长 87%，环比增长 40%，带动公司营收结构性向好。

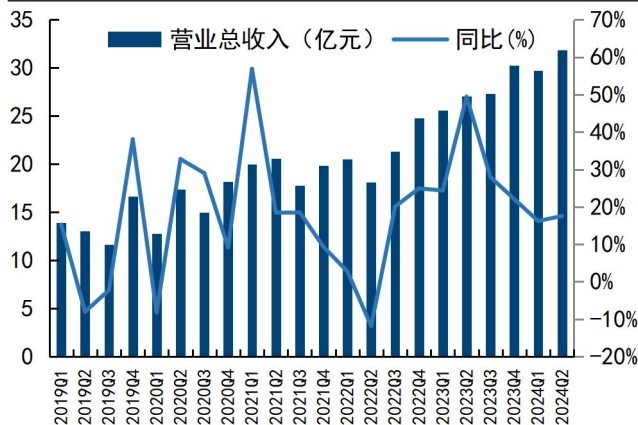
乘用车业务方面，受益于新能源的发展。公司于 2017 年开始布局新能源业务，2018 年开始获得部分液冷板定点，2019 年获得宁德时代的水冷板定点，2020 年披露与特斯拉合作，供应换热模块产品，2020-2023 年公司新能源汽车热管理产品销量分别为 291 万台、499.79 万台、1448 万台、1851 万台，收入分别为 2.89 亿、8.38 亿元、17.23 亿元、35.84 亿元，2021-2023 年新能源业务每年实现翻倍增长，且新能源业务占营业收入比重分别为 5%、11%、20%、33%。

图1: 公司营业收入（亿元，%）



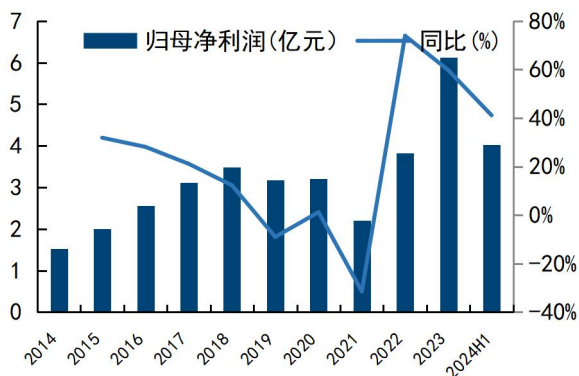
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司季度营业收入（亿元，%）



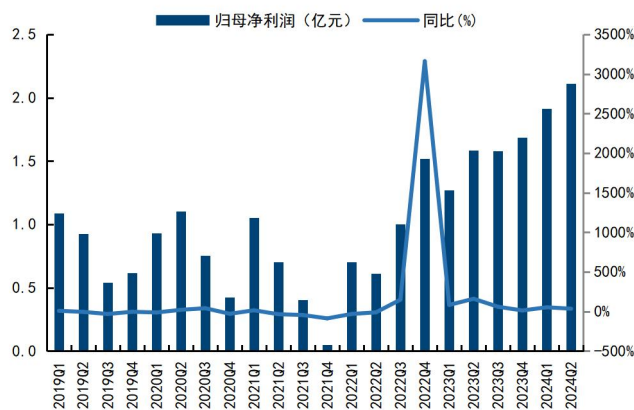
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润 (亿元, %)



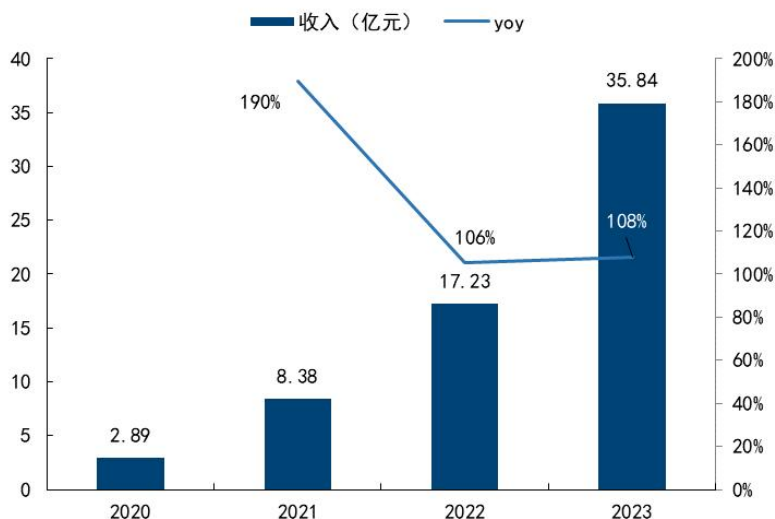
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司季度归母净利润 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司新能源业务收入占比

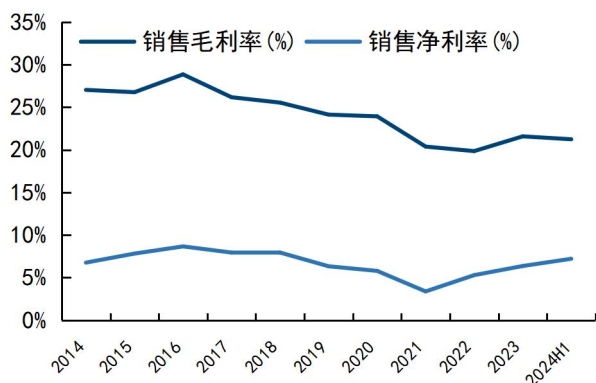


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**承包经营提高积极性, 海外经营体盈利改善, 促进公司盈利能力提升。**公司盈利能力提升得益于公司持续推进承包经营、推动卓越效益经营体建设, 提高各经营体积极性, 海外经营体盈利改善, 2024H1 北美经营体实现营业收入 7.06 亿元, 同比增长 50.67%; 实现净利润 1785.33 万元, 同比扭亏为盈。欧洲经营体实现营业收入 8557.97 万元, 同比增长 90.70%; 实现净利润-741.17 万元, 与去年同期相比实现显著减亏。综合来看, 公司的盈利能力改善在 2022 年开始持续提升, 2024Q2 公司毛利率达到 20.9%, 同比持平, 环比-0.6pct, 销售净利率达到 7.3%, 同比+0.5pct, 环比+0.2pct。

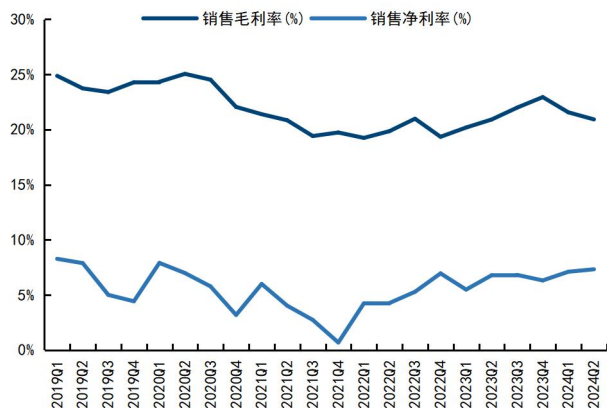
费用端, 2024Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.8%/5.2%/4.6%/0.3%, 销售/管理/研发/财务费用率的同比分别为+0.83/-0.30/+0.02/+0.05pct, 环比分别为+0.43/-0.05/-0.003/-0.64pct。

图6: 公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度毛利率与净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**2023 年全年业绩超额完成股权激励考核目标。**公司 2022 年股权激励计划授予公司董事、高管、核心员工等共计 388 人, 强化对净利润的要求。本次股权激励计划对于归母净利润率的考核权重占 55%, 具体的, 对于 2022-2025 年, 公司营收分别不低于 90、108、130、150 亿元, 归母净利润不低于 4.0、5.4、7.8、10.5 亿元, 2023 年超额完成股权激励考核目标。

表1: 2022 年股权激励计划

行权期	归母净利润	营业收入	摊销费用 (万元)
各绩效指标权重	55%	45%	
第一个行权期	2022 年归母净利润不低于 4.0 亿元	2022 年营业收入不低于 90 亿元	1580.52
第二个行权期	2023 年归母净利润不低于 5.4 亿元	2023 年营业收入不低于 108 亿元	1724.67
第三个行权期	2024 年归母净利润不低于 7.8 亿元	2024 年营业收入不低于 130 亿元	1191.09
第四个行权期	2025 年归母净利润不低于 10.5 亿元	2025 年营业收入不低于 150 亿元	641.95

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**产品谱系拓展, 由零部件向集成模块升级, 完善产能布局, 提高属地化制造能力和综合竞争力。**

2020 年公司新能源产品形成了 1+4+N 的产品体系, 其中 1 为新能源热管理系统, 4 为前端冷却模块、冷媒冷却液集成模块、空调箱模块、车载电子冷却系统, N 为热交换器、水冷板、PTC、泵、阀、管路等零部件。公司从单一换热器零部件供应商逐步向系统集成供应商升级, 提升配套价值量与综合竞争力。

**加大国内外产能建设与属地化布局。**目前公司在浙江、上海、四川、山东、湖北、江苏、广东、广西、江西、陕西西安、安徽等地建有子公司和生产基地。并在墨西哥、美国、瑞典、波兰等建有研发分中心和生产基地。

国内方面, 继续加强属地化配套, 四川宜宾工厂已投产, 用于配套宁德时代、沃尔沃等战略客户。公司 2023 年 7 月发布公告使用自有资金在陕西西安设立全资子公司, 预计 2024 年贡献销售收入 2.81 亿元, 主要生产新能源汽车空调箱和冷却模块产品。公司 2023 年 10 月拟在安徽合肥设立全资子公司, 首期投资 1.3 亿元,

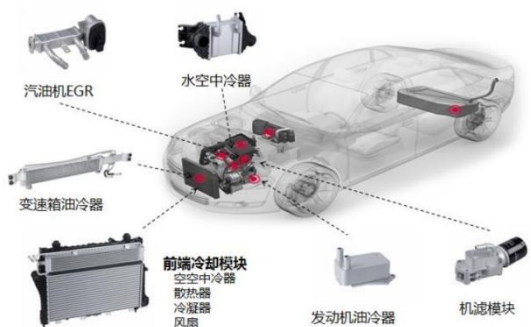
生产前端模块、电池冷却器产品，该项目计划 2024 年 12 月开始投产，预计 2025 年贡献销售收入 2.5 亿元。

海外方面，墨西哥于 2023 年二季度投产，主要配套北美客户，墨西哥工厂已于 2023 年第四季度实现盈亏平衡。墨西哥工厂增资扩产，公司 2023 年 7 月发布公告，同意公司使用自有资金向上海银颀投资合伙企业（有限合伙）增资 32,500 万元，用于墨西哥生产基地建设，主要用于新能源乘用车热管理产品项目、商用车热管理产品项目、铝铸件项目。主要生产供北美客户的新能源汽车空调箱、冷却模块、液冷板等热管理产品。本次增资后，预计银轮蒙特雷公司 2025 年预计销售收入可达 16.75 亿元人民币。

波兰工厂于 2023 年 10 月份首批 HVAC 产品开始生产发运交付，开始投产，配套北美客户德国工厂以及捷豹路虎批量车型，后期将陆续建成热泵板换、储能液冷机组、电池液冷板等产能，配套更多欧洲本地客户。

2024 年 4 月公司向上海银颀投资合伙企业(有限合伙)增资 8400 万元,通过 YL TDI 在美国德克萨斯州休斯顿市建立北美银轮总部，加速实现海外发展。

图8：公司传统乘用车产品系列



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司新能源产品系列

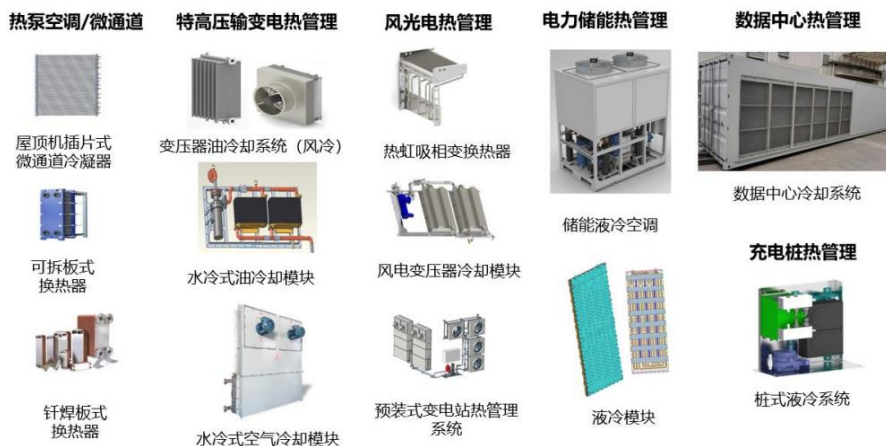


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**发展第三成长曲线（工业及民用板块），培育新的盈利增长点。**

公司成立“数字与能源热管理事业部”，新事业部将专注于数据中心液冷、发电及输变电、储能及 PCS 液冷系统等智能热管理产品的技术研发、生产制造与工程交付。目前公司已研发了“集装箱式数据中心液冷系统”。2024H1 数字与能源业务实现营收 4.35 亿元，同比增长 23.5%。

图10: 公司数字与能源类产品



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**在手订单充裕, 2024H1 公司新获订单达产后预计为公司新增年销售收入约 41.43 亿元, 其中国际订单 19.07 亿元, 占比 46%, 国际客户订单呈现加速趋势。**

### 1、新能源汽车热管理领域

在乘用车领域, 陆续获得北美客户冷却模块及空调箱和 IGBT 冷板、欧洲著名汽车零部件制造商 chiller、全球知名汽车集团电池液冷板及冷凝器和前端模块、奔驰水空中冷器、国际知名豪华车厂商 PPE 芯片冷板项目等。

### 2、商用车与非道路热管理领域

在商用车领域, 陆续获得了国际著名汽车制造商新能源卡车集成模块和芯片液冷板、沃尔沃卡车电池水冷板等项目。

### 3、数字与能源热管理领域

报告期内突破 4 家战略客户、2 家大客户, 在储能热管理领域, 获得了阿里斯顿、比亚迪、中车、阳光电源等项目。在低空领域, 获得某知名客户低空飞行器热管理项目。在数据中心领域, 获得国际著名机械设备公司数据中心备用电源超大型冷却模块, 获得数据中心整体解决方案服务商的订单, 为客户提供 BTB 算力中心的液冷散热系统, 与多家国内外知名科技公司逐步建立项目开发合作关系。

**此外公司进一步调整组织架构, 具体的调整内容如下:**

1、在头部董事会原战略委员会改为战略与可持续发展委员会, 增加可持续发展战略职能, 头部管理层下面增设可持续发展管理委员会, 在合规经营、绿色低碳、全球化与海外风险管控等方面强化了顶层设计。

2、在头部管理层下面增设经营和财经管理委员会, 执行董事会的重大决策, 在重大投资、全球布局、预算、经营管理等建立联席例会与联合管理决策机制, 并强化了对合资公司董事会的管理, 进一步部署落实公司海外发展五年规划纲要。

### 3、组织架构躯干部分调整

(1) 增加 AI 数智产品部。对当前的业务风口期, 将第四曲线 AI 数智产品部作为公司一级部门独立出来, 更进一步集中资源聚焦投入和加快发展芯片换热、人形机器人及核心零部件等人工智能第四曲线业务, 加大资源投入公司战略性业务和

未来可持续增长点。

(2) 将原供应商发展总部从运营总部中独立出来, 在公司层级设立全球采购总部, 在顶层设计上强化公司对海外各经营体、基地的采购与供应链的全球统筹、协同和体系搭建, 强调海外供应链建设的重要性、全局性和紧迫性。

(3) 将人力资源部从原总经办中独立出来, 在公司层级设立人力资源总部, 强调人力资源管理的重要性, 突出对现阶段全球化人才的选拔培养。

(4) 新设贸易公司, 主要包括上海银畅和天台本部拟设立的贸易公司协同联合, 针对当前欧美关税等国际贸易政策环境变化, 建设全球化的关务、物流、贸易平台。

本次组织架构的调整和优化, 有利于强化责任, 明确各级组织职能和职责; 进一步简化流程, 提高协同效率, 降低管理成本; 还能夯实国际化基础, 加速数智化发展, 持续变革创新, 实现银轮全球事业卓越发展, 以新质生产力助推二次革命发展新动能, 推动公司高质量发展再上新台阶。

**盈利预测与投资建议: 小幅上调盈利预测, 维持“优于大市”评级。**

公司新能源业务放量, 降本增效有效实施, 新增项目持续落地, 小幅上调盈利预测, 预期 24/25/26 年营收 135.05/160.07/188.89 亿元 (原 24/25/26 年 133.39/155.82/179.51 亿元), 归母净利润为 8.62/11.11/13.71 亿元 (原 24/25/26 年 8.41/10.80/12.88 亿元), 每股收益分别为 1.04/1.34/1.66 元 (原 24/25/26 年 1.02/1.31/1.57 元), 对应 PE 分别为 14/11/9 倍, 维持“优于大市”评级。

表2: 同类公司估值比较 (20240827)

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
002050.SZ	三花智控	优于大市	15.7	585.6	0.78	0.95	1.15	20	17	14
601689.SH	拓普集团	优于大市	31.1	523.7	1.95	1.77	2.45	16	18	13
603179.SH	新泉股份	优于大市	33.3	162.4	1.65	2.30	3.01	20	14	11
	平均				1.46	1.67	2.20	19	16	12
002126.SZ	银轮股份	优于大市	15.0	123.7	0.76	1.04	1.34	20	14	11

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

**风险提示:** 新能源汽车销量不及预期, 行业竞争加剧的风险, 原材料上涨的风险, 财务风险, 政策风险等。

## 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	972	1919	2303	2648	2953	营业收入	8480	11018	13505	16007	18889
应收款项	3617	4526	5550	6578	7763	营业成本	6798	8642	10573	12564	14832
存货净额	1863	2063	2579	3169	3945	营业税金及附加	42	63	63	75	88
其他流动资产	1022	1191	1459	1729	2040	销售费用	279	291	351	384	453
<b>流动资产合计</b>	<b>8003</b>	<b>9918</b>	<b>12110</b>	<b>14343</b>	<b>16920</b>	管理费用	472	606	745	811	893
固定资产	3512	4184	4800	5160	5465	研发费用	386	490	621	720	850
无形资产及其他	767	766	724	681	639	财务费用	30	82	102	103	93
投资性房地产	847	965	965	965	965	投资收益	22	20	25	25	25
长期股权投资	394	324	324	324	324	资产减值及公允价值变动	39	69	40	40	40
<b>资产总计</b>	<b>13524</b>	<b>16156</b>	<b>18922</b>	<b>21473</b>	<b>24311</b>	其他收入	(435)	(607)	(621)	(720)	(850)
短期借款及交易性金融负债	1846	2388	2824	2852	2725	营业利润	486	816	1115	1415	1745
应付款项	4701	5671	7009	8338	9861	营业外净收支	(3)	(27)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	597	671	835	986	1162	<b>利润总额</b>	<b>483</b>	<b>788</b>	<b>1110</b>	<b>1410</b>	<b>1740</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7143</b>	<b>8731</b>	<b>10668</b>	<b>12176</b>	<b>13748</b>	所得税费用	34	88	123	141	174
长期借款及应付债券	823	926	926	926	926	少数股东损益	66	88	124	158	195
其他长期负债	325	409	493	577	661	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>383</b>	<b>612</b>	<b>862</b>	<b>1111</b>	<b>1371</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1147</b>	<b>1335</b>	<b>1419</b>	<b>1503</b>	<b>1587</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>8291</b>	<b>10066</b>	<b>12087</b>	<b>13679</b>	<b>15336</b>	净利润	383	612	862	1111	1371
少数股东权益	553	631	725	845	992	资产减值准备	(5)	34	21	16	13
股东权益	4680	5459	6110	6949	7984	折旧摊销	372	487	445	507	565
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13524</b>	<b>16156</b>	<b>18922</b>	<b>21473</b>	<b>24311</b>	公允价值变动损失	(39)	(69)	(40)	(40)	(40)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	30	82	102	103	93
每股收益	0.48	0.76	1.04	1.34	1.66	营运资本变动	(51)	(233)	(202)	(308)	(476)
每股红利	0.19	0.19	0.26	0.33	0.41	其它	44	33	73	104	135
每股净资产	5.91	6.79	7.38	8.40	9.65	<b>经营活动现金流</b>	<b>705</b>	<b>864</b>	<b>1159</b>	<b>1390</b>	<b>1567</b>
ROIC	7%	10%	10%	12%	14%	资本开支	0	(1224)	(1000)	(800)	(800)
ROE	8%	11%	14%	16%	17%	其它投资现金流	205	310	0	0	0
毛利率	20%	22%	22%	22%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>251</b>	<b>(844)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(800)</b>	<b>(800)</b>
EBIT Margin	6%	8%	9%	9%	9%	权益性融资	0	124	0	0	0
EBITDA Margin	10%	13%	12%	12%	12%	负债净变化	(32)	77	0	0	0
收入增长	8%	30%	23%	19%	18%	支付股利、利息	(153)	(150)	(211)	(272)	(336)
净利润增长率	74%	60%	41%	29%	23%	其它融资现金流	(548)	947	436	28	(126)
资产负债率	65%	66%	68%	68%	67%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(918)</b>	<b>926</b>	<b>224</b>	<b>(244)</b>	<b>(462)</b>
股息率	1.3%	1.2%	1.8%	2.3%	2.8%	<b>现金净变动</b>	<b>38</b>	<b>947</b>	<b>384</b>	<b>345</b>	<b>305</b>
P/E	31	20	14	11	9	货币资金的期初余额	934	972	1919	2303	2648
P/B	2.5	2.2	2.0	1.8	1.5	货币资金的期末余额	972	1919	2303	2648	2953
EV/EBITDA	23.0	15.6	15.3	13.3	11.9	企业自由现金流	789	(148)	267	707	885
						权益自由现金流	209	877	612	642	674

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