

三花智控 (002050.SZ)

三季度净利润同比提升，关注机器人业务进展

优于大市

核心观点

2024Q1-Q3 营业收入小幅增长。公司 2024Q1-Q3 实现营业收入 205.6 亿元，同比增长 8.4%，实现归母净利润 23.0 亿元，同比增长 6.6%。2024Q3 公司实现营业收入 68.9 亿元，同比增长 6.8%，环比下降 4.8%，实现归母净利润 7.9 亿元，同比增长 3.0%，环比下降 9.2%。公司业绩增长得益于：1) 公司新能源汽车业务订单持续放量，公司汽零业务中新能源车相关占比较高，订单持续放量。2) 制冷空调电器业务公司主导产品市场份额稳步提升。

2024Q3 利润率同比小幅下滑，降本增效有望促进盈利提升。公司 2024Q3 实现销售毛利率 28.16%，同比-2.61pct（按会计准则调整为可比口径后同比-2.54pct），环比+0.34pct，销售净利率 11.59%，同比-0.57pct，环比-0.51pct。公司 2024 年将继续通过技改及流程改进、优化产品设计、推动关键设备自制、规模化采购等举措降低综合成本，预计随着相关改进持续落地，公司盈利能力将得到进一步提升。

多项热管理产品市占率全球第一，推进全球化布局。目前公司空调电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器、Omega 泵、车用电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件产品市占率全球第一。2024 年全球化布局方面，1) 制冷业务：推动欧洲亚威科改革，实现扭亏为盈。完成越南工厂二期的建厂并实现产线落地，扩大墨西哥、泰国产线。2) 汽零业务：积极推进墨西哥、波兰及国内绍兴、中山、沈阳等生产基地建设。

投资智能变频控制器、机器人伺服电机控制器、域控制器项目，开拓新增长点。2024 年 1 月公司签订《三花智控未来产业中心项目投资协议书》，计划总投资不低于 50 亿元，项目包括 1) 公司控股子公司先途电子智能变频控制器项目，2) 三花智控机器人伺服机电执行器项目、热管理域控制器项目。以上布局有利于公司从机械部品开发向电子控制集成的系统控制技术解决方案开发升级，并向变频控制技术与系统集成升级方向延伸发展，有望成为潜在增长点。

风险提示：新能源汽车销量不及预期、原材料价格上涨、技术风险、政策风险、客户拓展风险、汇率风险等。

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑下游客户放量节奏不及预期，小幅下调盈利预测，预期 24/25/26 年营收 284.19/332.64/386.96 亿元（原 24/25/26 年 299.06/351.97/411.12 亿元），归母净利润为 33.66/40.71/48.00 亿元（原 24/25/26 年 35.38/43.02/50.95 亿元），每股收益分别为 0.90/1.09/1.29 元（原 24/25/26 年 0.95/1.15/1.37 元），对应 PE 分别为 25/21/18 倍，维持“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)	21,348	24,558	28,419	33,264	38,696
(+/-%)	33.2%	15.0%	15.7%	17.0%	16.3%
净利润(百万元)	2573	2921	3366	4071	4800
(+/-%)	52.8%	13.5%	15.2%	21.0%	17.9%
每股收益(元)	0.72	0.78	0.90	1.09	1.29
EBIT Margin	12.6%	14.1%	14.0%	14.5%	14.6%
净资产收益率 (ROE)	19.9%	16.3%	16.8%	17.9%	18.6%
市盈率 (PE)	31.6	28.9	25.1	20.8	17.6
EV/EBITDA	29.6	23.5	20.4	17.1	15.0
市净率 (PB)	6.28	4.72	4.21	3.72	3.27

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	21.88 元
总市值/流通市值	81665/80309 百万元
52 周最高价/最低价	30.74/15.66 元
近 3 个月日均成交额	1228.77 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

- 《三花智控 (002050.SZ) - 毛利率提升，关注机器人新增长点》——2024-09-01
- 《三花智控 (002050.SZ) - 年报及一季报点评-2023 年毛利率提升，关注机器人新增长点》——2024-05-04
- 《三花智控 (002050.SZ) - 热管理龙头的长期成长性展望》——2023-12-13
- 《三花智控 (002050.SZ) - 2023 年三季报点评-盈利能力持续提升，关注储能、机器人新增长点》——2023-11-02
- 《三花智控 (002050.SZ) - 2023 年中报点评-汽零业务持续放量，二季度整体盈利能力提升》——2023-08-24

汽零制冷共同发力，2024Q1-Q3 营业收入小幅增长。三花智控 2024Q1-Q3 实现营业收入 205.6 亿元，同比增长 8.4%，实现归母净利润 23.0 亿元，同比增长 6.6%，实现扣非归母净利润 22.5 亿元，同比增长 1.1%。2024Q3 公司实现营业收入 68.9 亿元，同比增长 6.8%，环比下降 4.8%，实现归母净利润 7.9 亿元，同比增长 3.0%，环比下降 9.2%，实现扣非归母净利润 7.2 亿元，同比下降 4.5%，环比下降 15.7%。

公司业绩增长得益于：1、公司新能源汽车业务订单持续放量，国内 2024Q1-Q3 新能源汽车销量 832.0 万辆，同比增长 32.5%。2、制冷空调电器业务公司主导产品市场份额稳步提升，以及公司积极抓住能效升级、冷媒切换、多联机、厨电、热泵、储能等相关业务的发展，综合促进营业收入提升。

2024Q1-Q3 毛利率同比微增，2024Q3 毛利率同比小幅下滑。公司 2024Q1-Q3 销售毛利率 27.70%，同比+0.20pct（按会计准则调整为可比口径后同比+0.29pct），销售净利率 11.28%，同比-0.30pct。2024Q3 实现销售毛利率 28.16%，同比-2.61pct（调整后同比-2.54pct），去年三季度毛利率基数较高，环比+0.34pct，销售净利率 11.59%，同比-0.57pct，环比-0.51pct。

2024Q1-Q3 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.19%、6.86%、4.83%、-0.01%，同比-0.06pct（调整后同比+0.03pct）、+1.50pct、-0.42pct、+0.33pct，期间费用率 13.86%，同比+1.34pct（调整后同比+1.43pct）。2024Q3 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.23%、7.58%、5.23%、0.72%，同比-0.10pct（调整后同比-0.03pct）、+1.43pct、-1.22pct、-0.64pct，环比-0.10pct、+1.12pct、+0.86pct、+1.12pct。2024Q3 期间费用率 15.75%，同比-0.54pct（调整后同比-0.47pct），环比+3.00pct。

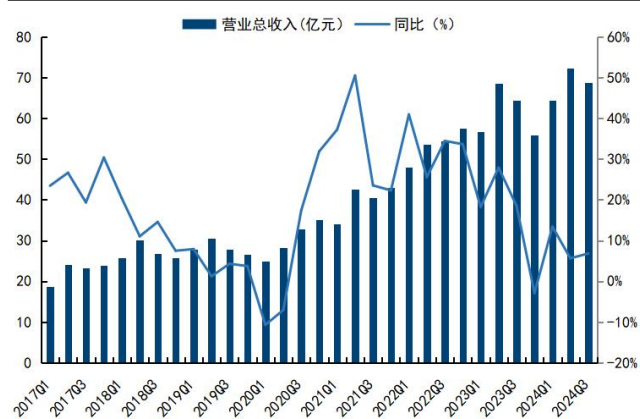
除毛利率端、费用端影响外，公司 2024Q3 利润率影响还包括其他收益（2024Q3 为 4451 万，2024Q2 为 8815 万，2023Q3 为 3263 万），公允价值变动净收益（2024Q3 为 5894 万，2024Q2 为-376 万，2023Q3 为 4650 万），资产减值损失（2024Q3 为-1103 万，2024Q2 为-3837 万，2023Q3 为 279 万）以及信用减值损失（2024Q3 为-754 万，2024Q2 为-2823 万，2023Q3 为 1114 万）等。

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



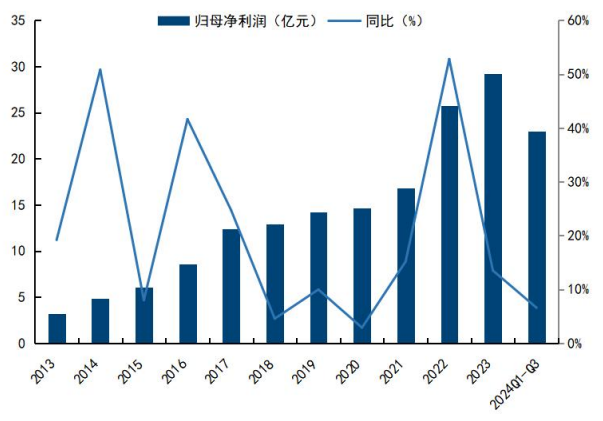
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（亿元，%）



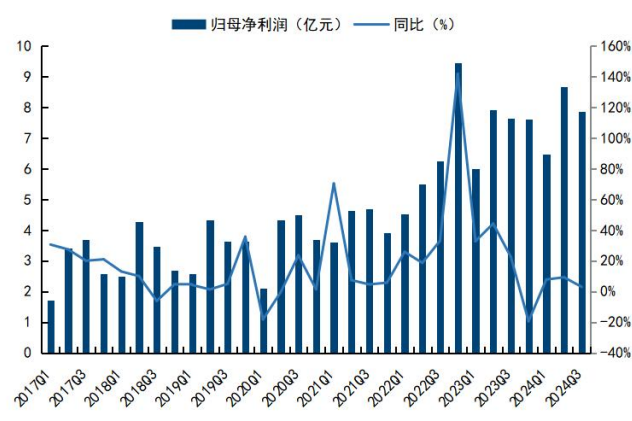
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元，%）



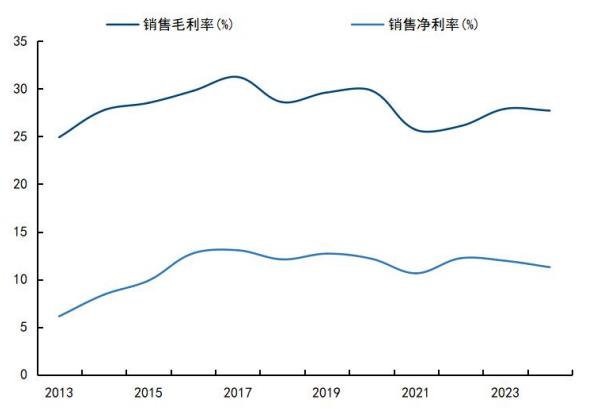
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（亿元，%）



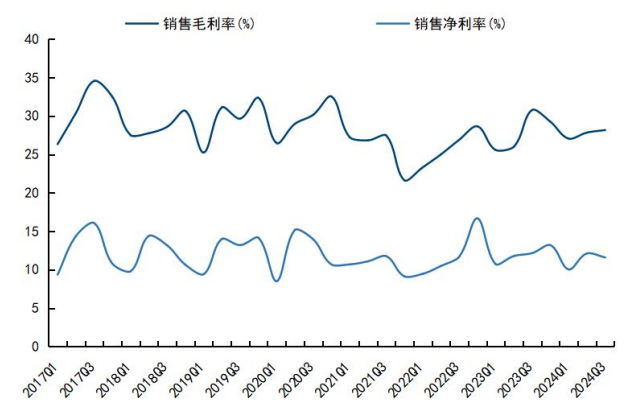
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司以热泵技术和热管理系统产品的研究与应用为核心，横向产品品类扩张，纵向技术升级与开发集成模块。

制冷空调电器零部件业务保持全球龙头地位。目前公司空调电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器、Omega 泵等产品市场占有率全球第一。

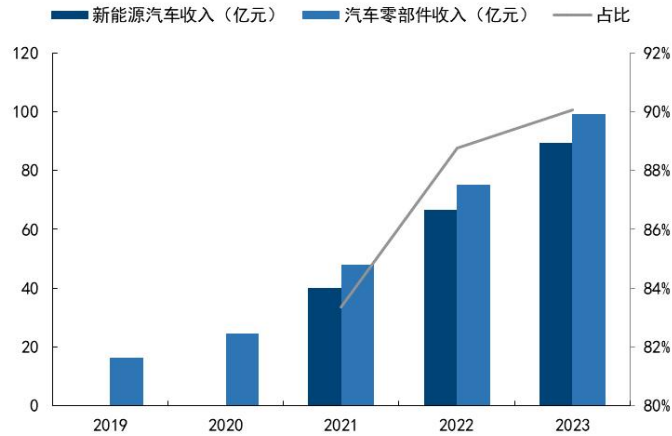
新能源汽车热管理业务保持全球龙头地位。目前公司在车用电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件产品市占率全球第一。

新能源汽车产销保持高增，汽配业务有望随主流新能源汽车客户放量。相较于传统热管理业务，新能源汽车的热管理系统增加三电热管理回路，新增冷却板、电池冷却器、电子水泵、电子膨胀阀等零部件，采用热泵空调的新能源车热管理系统相较于传统燃油热管理系统价值量从 2000 元左右提升至 6000 元左右，价值量提升 2 倍，公司积极布局组件集成与热管理系统方案，从“机械部件开发”向“电子控制集成的系统控制技术解决方案”升级，品类扩张叠加技术升级，公司热管理产品单车价值量进一步提升，最大单车货值超 5000 元。

公司现已成为比亚迪、沃尔沃、吉利、法雷奥、马勒、大众、奔驰、宝马、丰田、通用、理想、蔚来等客户的重要合作伙伴。公司 2023 年新能源汽车热管理产品营

收 89.30 亿元，同比增长 33.9%，占汽车零部件业务收入比重 90%，预计将充分受益于新能源汽车行业的高速增长。

图7：公司新能源汽车业务保持高增



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

终止 GDR 发行并对境外发行证券（H 股）进行前期论证，推进全球化经营布局。

公司具备多年汽零业务海外运营经验。公司在美国、欧洲、日本、印度均设有子公司，美国三花 2011 年成立，在运营过程中逐渐积累相关经验，美国三花在美国密歇根和墨西哥设立了两个孙公司，2017 年 6 月，三花汽零墨西哥公司举办了 TXV 生产线启动仪式，墨西哥三花定位于膨胀阀的组装，于 2017 年达产，设计年产能 150 万只，满足当地马勒集团、法雷奥集团、空调国际、通用集团等供货需求，2022 年 10 月墨西哥工业园第二期正式启动。印度三花定位于三花汽零膨胀阀的当地组装与销售，于 2014 年达产，设计产能 50 万只。日本三花成立于 2008 年，主要是负责日本及东南亚客户的销售业务与技术支持。欧洲三花同样也是定位于欧洲客户的销售业务与技术支持。此外，公司还与敏实汽车技术研发有限公司于 2022 年 4 月签署了合作协议，在波兰合资建设工厂（三花持股 51%），一期工厂主要从事水冷板的开发，目前首个水冷板产品于 2023 年 5 月下线。

全球化战略布局持续推进。2024 年公司鉴于内外部环境等因素发生变化，结合实际情况谨慎分析后，决定终止本次境外发行 GDR 事项，同时为进一步推进全球化战略，提升国际品牌形象和综合竞争力，正在对境外发行证券（H 股）并上市事项进行前期论证工作，本次拟发行规模预计不超过发行完成后公司总股本的 10%。

2024 年制冷业务全球化经营布局：推动欧洲亚威科改革，改进经营理念与流程体系，实现扭亏为盈。生产基地进展上，完成越南工厂二期的建厂并实现产线落地，扩大墨西哥、泰国产线，扩展优化全球化生产布局。

2024 年汽车零部件业务全球化经营布局：积极推进墨西哥、波兰及国内绍兴滨海、中山、沈阳等工厂建设和新产能布局。

基于公司截至 2023 年 9 月 30 日的在手订单，电池及电子热管理产品、电驱热管理产品、座舱热管理产品、整车热管理产品和微通道换热器预计 2027 年产能需求将分别达 9924.11 万套/年、2677.20 万套/年、8583.50 万套/年、2288.97 万套/年、800 万套/年。

表1: GDR 募投项目对应产品公司客户储备, 以及在手订单 (截至 2023 年 9 月 30 日)

产品类别	主要客户	在手订单				
		2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
电池及电子热管理	某新能源汽车头部品牌、GM、吉利、比亚迪、理想、大众、丰田、奔驰、沃尔沃、宝马	22.81	32.77	41.26	46.40	51.01
电驱热管理	某新能源汽车头部品牌、比亚迪、福特、理想、沃尔沃	10.63	9.32	11.18	15.00	18.14
座舱热管理	某新能源汽车头部品牌、比亚迪、电装、奔驰、广汽	18.31	22.64	30.24	33.40	34.49
整车热管理	某新能源汽车头部品牌、GM、蔚来、沃尔沃、比亚迪、广汽、小鹏、理想、吉利	33.47	54.05	84.93	106.59	139.78

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 电池及电子热管理、电驱热管理、座舱热管理产品的在手订单的统计仅包含单独对外销售的产品, 不包含应用于整车热管理中的产品。

图8: 三花智控全球化布局



资料来源: 三花智控官方公众号, 国信证券经济研究所整理

机器人方面, 公司重点聚焦仿生机器人机电执行器业务。

公司已与多个客户建立合作, 具备先发优势。在仿生机器人领域, 公司聚焦机电执行器, 配合客户进行全系列产品研发、试制、迭代、送样, 获得客户高度评价, 公司还积极筹划机电执行器海外生产布局。公司未来三年将招募在电机、传动、电控、传感器等领域的专业人才, 将研发人团队扩充至 150 人, 预计机电执行器产品总团队规模在 300 人以上。

人形机器人执行器与公司电子泵类产品的核心工艺较为类似, 均包括冲压、注塑、机加工、焊接、表面处理、电机绕线、PCBA 贴片、组装等工艺, 公司以热管理泵、阀、换热器为基础, 持续进行研发拓展, 截至 2024H1, 公司已获国内外专利授权 3966 项, 其中发明专利授权 1975 项, 目前公司已经积累了与泵阀类同源、可以应用于机器人机电执行器产品的技术。

产业合作方面, 三花与苏州绿的谐波传动科技股份有限公司签署战略合作框架协议, 双方将在三花墨西哥工业园共同出资设立一家合资企业, 合资公司主营业务

为谐波减速器，加强机器人产业链的合作。

表2: 人形机器人项目与公司现有产品之间的工艺、技术、功能、应用领域的异同

项目	产品	生产工艺	技术	应用领域	客户
公司现有产品	空调、汽车热管理产品，特别是电机驱动的泵类产品。	涉及冲压、注塑、机加工、焊接、表面处理、电机绕线、PCBA 贴片、组装等工艺。	产品设计、仿真、软硬件设计、精密注塑、电机制作、PCBA 贴片生产等为核心技术。	制冷空调电器、汽车	制冷空调电器领域: 开利、大金、格力、美的、海尔、松下等; 汽车领域: 奔驰、宝马、通用、比亚迪、理想等车厂, 以及法雷奥、电装、马勒等。
机器人项目	带减速机构的电机驱动执行器。	涉及冲压、注塑、机加工、焊接、表面处理、电机绕线、PCBA 贴片、组装等工艺。	产品设计、减速机构设计、仿真、软硬件设计、精密注塑、精密机加工、电机制作、PCBA 贴片生产等为核心技术。	仿生机器人	研发项目, 暂无定点客户。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

储能方面, 公司密切跟踪储能系统技术发展动向, 聚焦主力机型, 已经获得头部客户认可, 此外公司还着眼于储能行业中长期发展潜力与公司核心技术的匹配, 为后续开发有技术优势的产品奠定基础。

2024 年重大投资: 三花智控未来产业中心项目

2024 年 1 月 4 日, 公司及控股子公司杭州先途电子有限公司 (三花智控持股比例 84%) 与杭州钱塘新区管理委员会签订《三花智控未来产业中心项目投资协议书》, 计划总投资不低于 50 亿元, 项目包括:

1、先途电子智能变频控制器项目

先途电子聚焦变频控制器业务, 拟在钱塘区投资建设先途智能变频控制器生产基地项目, 计划总投资不低于 12 亿元。

2、三花智控机器人伺服机电执行器项目、热管理域控制器项目

公司拟在钱塘区投资建设机器人机电执行器和域控制器 (旨在为客户提供一体化热管理集成系统的核心控制部件) 研发及生产基地项目, 计划总投资不低于 38 亿元。

以上布局有利于公司从“机械部品开发”向“电子控制集成的系统控制技术解决方案开发”升级, 向变频控制技术与系统集成升级方向延伸, 成为潜在增长点。

投资建议: 小幅下调盈利预测, 维持“优于大市”评级。

考虑下游客户放量节奏不及预期, 小幅下调盈利预测, 预期 24/25/26 年营收 284.19/332.64/386.96 亿元 (原 24/25/26 年 299.06/351.97/411.12 亿元), 归母净利润为 33.66/40.71/48.00 亿元 (原 24/25/26 年 35.38/43.02/50.95 亿元), 每股收益分别为 0.90/1.09/1.29 元 (原 24/25/26 年 0.95/1.15/1.37 元), 对应 PE 分别为 25/21/18 倍, 维持“优于大市”评级。

表3: 同类公司估值比较 (20241030)

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
601689.SH	拓普集团	优于大市	44.96	758	1.95	1.75	2.30	23	26	20
002126.SZ	银轮股份	优于大市	19.19	160	0.76	1.04	1.34	25	18	14
603179.SH	新泉股份	优于大市	49.93	243	1.65	2.18	2.84	30	23	18
	平均				1.45	1.66	2.16	26	22	17
002050.SZ	三花智控	优于大市	22.64	845	0.78	0.90	1.09	29	25	21

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、原材料价格上涨、技术风险、政策风险、客户拓展风险、汇率风险等。

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	5878	6585	7572	7802	9138	营业收入	21348	24558	28419	33264	38696
应收款项	8159	8479	9810	11483	13358	营业成本	15781	17708	20526	24028	27957
存货净额	4335	4601	5143	6007	6995	营业税金及附加	110	140	148	173	201
其他流动资产	284	408	483	565	658	销售费用	513	663	767	858	987
流动资产合计	18756	20072	23009	25857	30149	管理费用	1267	1476	1710	1897	2162
固定资产	7407	9767	11312	12672	13872	研发费用	989	1097	1279	1497	1741
无形资产及其他	727	844	810	776	743	财务费用	(178)	(73)	12	2	(24)
投资性房地产	1038	1171	1171	1171	1171	投资收益	(85)	(131)	0	0	0
长期股权投资	32	38	43	49	54	资产减值及公允价值变动	(14)	104	0	0	0
资产总计	27961	31891	36345	40525	45989	其他收入	(689)	(1062)	(1279)	(1497)	(1741)
短期借款及交易性金融负债	1862	2652	3313	2896	3027	营业利润	3067	3553	3977	4810	5671
应付款项	6465	7867	9095	10622	12370	营业外净收支	(16)	0	0	0	0
其他流动负债	1129	1300	1498	1740	2023	利润总额	3051	3553	3977	4810	5671
流动负债合计	9456	11819	13906	15258	17419	所得税费用	443	620	596	721	851
长期借款及应付债券	4578	1031	1031	1031	1031	少数股东损益	35	13	14	17	20
其他长期负债	808	977	1147	1317	1487	归属于母公司净利润	2573	2921	3366	4071	4800
长期负债合计	5386	2008	2178	2348	2518	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	14842	13827	16084	17606	19937	净利润	2573	2921	3366	4071	4800
少数股东权益	178	169	179	190	203	资产减值准备	41	(85)	41	17	16
股东权益	12941	17894	20082	22728	25848	折旧摊销	565	714	948	1157	1317
负债和股东权益总计	27961	31891	36345	40525	45989	公允价值变动损失	14	(104)	0	0	0
						财务费用	(178)	(73)	12	2	(24)
						营运资本变动	(1278)	816	(313)	(662)	(739)
						其它	(20)	93	(32)	(6)	(3)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	经营活动现金流	1895	4356	4010	4577	5392
每股收益	0.72	0.78	0.90	1.09	1.29	资本开支	(2396)	(3066)	(2500)	(2500)	(2500)
每股红利	0.28	0.29	0.32	0.38	0.45	其它投资现金流	9	100	(0)	0	0
每股净资产	3.60	4.79	5.38	6.09	6.93	投资活动现金流	(2396)	(2971)	(2506)	(2505)	(2505)
ROIC	17%	18%	19%	21%	23%	权益性融资	119	7	0	0	0
ROE	20%	16%	17%	18%	19%	负债净变化	1000	(771)	0	0	0
毛利率	26%	28%	28%	28%	28%	支付股利、利息	(1022)	(1067)	(1178)	(1425)	(1680)
EBIT Margin	13%	14%	14%	14%	15%	其它融资现金流	(404)	2990	661	(417)	130
EBITDA Margin	15%	17%	17%	18%	18%	融资活动现金流	(329)	(678)	(517)	(1842)	(1550)
收入增长	33%	15%	16%	17%	16%	现金净变动	(829)	706	988	229	1336
净利润增长率	53%	14%	15%	21%	18%	货币资金的期初余额	6708	5878	6585	7572	7802
资产负债率	54%	44%	45%	44%	44%	货币资金的期末余额	5878	6585	7572	7802	9138
息率	1.2%	1.3%	1.4%	1.7%	2.0%	企业自由现金流	(811)	1332	1525	2085	2878
P/E	31.6	28.9	25	21	18	权益自由现金流	(215)	3551	2176	1666	3029
P/B	6.3	4.7	4.2	3.7	3.3						
EV/EBITDA	29.6	23.5	20.4	17.1	15.0						

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