

银轮股份 (002126.SZ)

优于大市

2025 年三季度利润同比提升，服务器液冷、机器人等新领域持续拓展

核心观点

乘用车、商用车恢复、数字能源增长较快，2025Q3 收入同比增长 27%。银轮股份 2025Q1-Q3 实现营收 110.6 亿元，同比增长 20.1%，归母净利润 6.7 亿元，同比增长 11.2%；2025Q3 实现营收 38.9 亿元，同比增长 27.4%，环比增长 3.7%，归母净利润 2.3 亿元，同比增长 14.5%，环比增长 0.7%。乘用车业务方面，2024 年新能源汽车热管理产品销量 2549 万台，收入占营业收入比重提升至 42%。商用车方面，老旧货车以旧换新等促进商用车行业恢复，2025Q3 国内商用车销售 99 万辆，同比增长 20.2%。

2025Q3 净利率同比下降受关税、汇兑损失等影响。2025H1 北美银轮实现营业收入 7.9 亿元，净利润 0.3 亿元，预计欧洲板块全年将实现扭亏，海外经营体盈利有望进一步改善。2025Q1-Q3 公司毛利率 19.3%，同比下降 0.8pct，净利率 7.0%，同比下降 0.5pct，2025Q3 毛利率 19.4%，同比增长 1.7pct，环比增长 0.6pct，净利率 6.9%，同比下降 0.9pct，环比下降 0.04pct，毛利率波动主要受会计准则调整影响，净利率同环比下降，主要受关税、汇兑损失等影响。

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，2024 年新获订单预计达产后为公司新增年销售收入约 90.73 亿元，累计获得项目超 300 个，其中数字能源业务 9.53 亿元，新能源车业务 68.43 亿元，燃油车及非道路业务 12.77 亿元。

发展数字能源及机器人业务，全新成长曲线发力。公司数字与能源业务包括数据中心、储能、超充热管理等，数据中心领域，公司初步形成 3+3+N 的客户布局，与相关客户项目合作取得积极进展；机器人领域，公司积极申请专利，围绕头部客户的需求在产品开发上取得重要进展，丰富了合作品类，顺利完成第一代旋转关节模组、执行器模组的开发，并合资设立苏州依智灵巧公司，提升竞争力，第三第四增长曲线有望持续放量。

盈利预测与估值：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司在手订单充分，维持盈利预测，预期 25/26/27 年归母净利润分别为 10.89/13.85/16.25 亿元，每股收益分别为 1.29/1.64/1.93 元，对应 PE 分别为 30/23/20 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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,018	12,702	15,461	18,452	21,219
(+/-%)	29.9%	15.3%	21.7%	19.3%	15.0%
净利润(百万元)	612	784	1089	1385	1625
(+/-%)	59.7%	28.0%	38.9%	27.2%	17.3%
每股收益(元)	0.76	0.94	1.29	1.64	1.93
EBIT Margin	8.4%	8.2%	9.2%	9.6%	9.7%
净资产收益率 (ROE)	11.2%	12.6%	15.5%	17.1%	17.5%
市盈率 (PE)	50.1	40.7	29.6	23.3	19.8
EV/EBITDA	28.9	26.5	23.9	20.3	18.3
市净率 (PB)	5.62	5.13	4.58	3.99	3.46

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

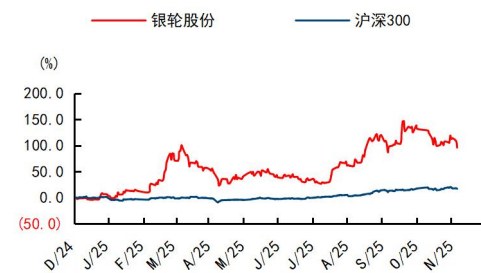
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

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	34.96 元
总市值/流通市值	29494/27708 百万元
52 周最高价/最低价	46.98/16.88 元
近 3 个月日均成交额	1289.44 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

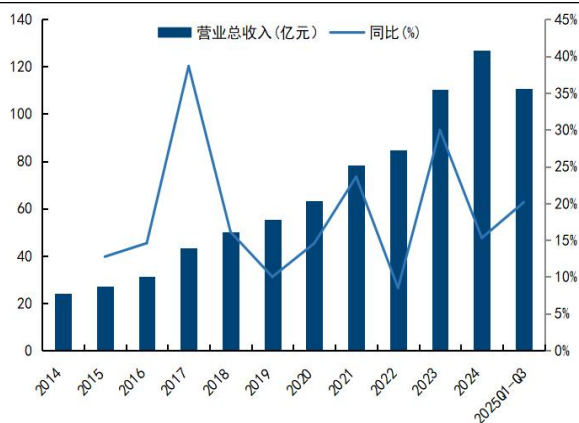
- 《银轮股份 (002126.SZ) - 2025 年上半年利润小幅提升，拓展数据中心液冷、机器人等新领域》——2025-09-03
- 《银轮股份 (002126.SZ) - 2024 年净利率提升，数字能源、机器人业务有望迎来高成长》——2025-04-24
- 《银轮股份 (002126.SZ) - 热管理先行者，数字能源、机器人新领域加速拓展》——2025-03-24
- 《银轮股份 (002126.SZ) - 三季度净利率提升，海外经营体盈利有望持续改善》——2024-10-31
- 《银轮股份 (002126.SZ) - 盈利能力持续改善，海外拓展有望提速》——2024-08-28

乘用车、商用车业务恢复、数字能源业务增长较快，2025Q3 收入同比增长 27%。银轮股份 2025Q1-Q3 实现营收 110.6 亿元，同比增长 20.1%，归母净利润 6.7 亿元，同比增长 11.2%，扣非后净利润 6.4 亿元，同比增长 17.2%；2025Q3 实现营收 38.9 亿元，同比增长 27.4%，环比增长 3.7%，归母净利润 2.3 亿元，同比增长 14.5%，环比增长 0.7%，扣非后净利润 2.2 亿元，同比增长 18.2%，环比增长 1.2%。2025Q3 营收及利润增长得益于乘用车及商用车业务恢复，数字能源业务等较快放量，利润同比增速低于收入同比增速，主要受关税、汇兑变化等影响。

商用车方面，2025Q3 商用车行业销量同比增速强于乘用车，2025Q3 国内乘用车销量 769 万辆，同比增长 14.7%，环比增长 8.1%，商用车销量 99 万辆，同比增长 20.2%，环比下降 7.5%；2025Q1-Q3 国内乘用车销量 2121 万辆，同比增长 13.6%，商用车销量 311 万辆，同比增长 7.6%。2025H1 国家推出老旧运营货车以旧换新等政策，促进需求提升，国内商用车销量持续恢复。

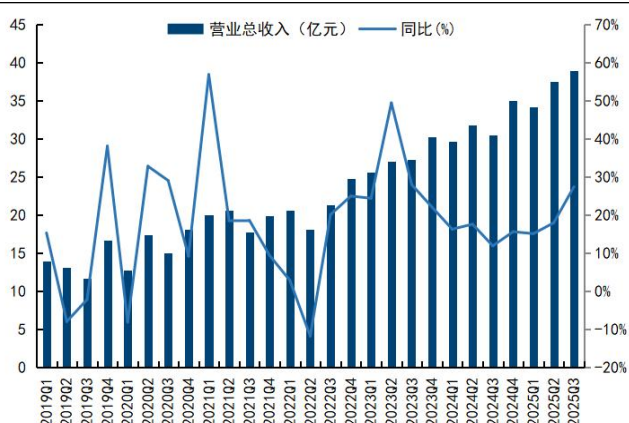
乘用车业务方面，受益于新能源车的发展，公司于 2017 年开始布局新能源业务，2018 年开始获得部分液冷板定点，2019 年获得宁德时代的水冷板定点，2020 年披露与特斯拉合作，供应换热模块产品，2020-2024 年公司新能源汽车热管理产品销量分别为 291 万台、499.79 万台、1448 万台、1851 万台、2549 万台，收入分别为 2.89 亿元、8.38 亿元、17.23 亿元、35.84 亿元、52.87 亿元，新能源业务占营业收入比重分别为 5%、11%、20%、33%、42%。

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，%）

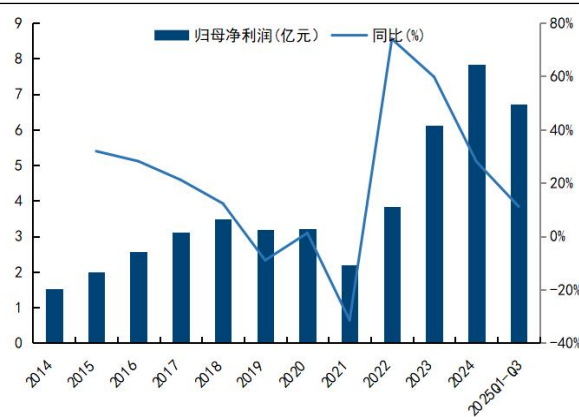
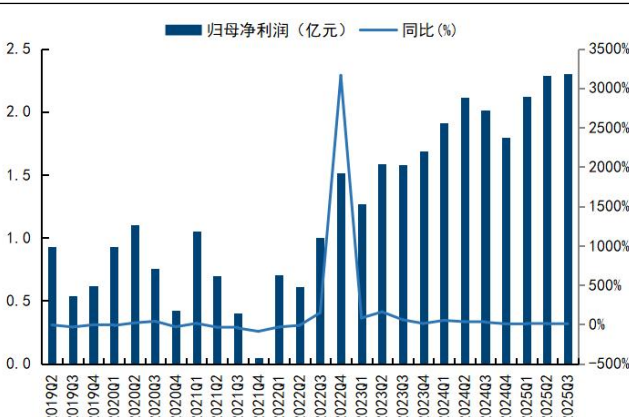


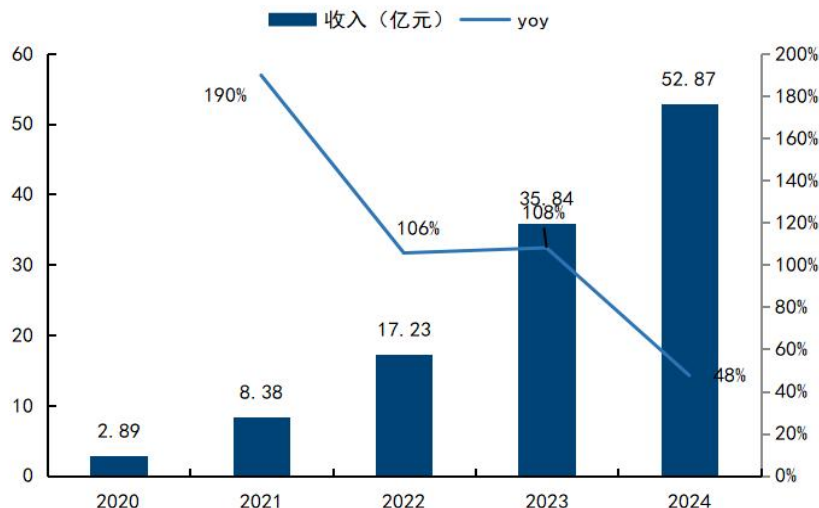
图4: 公司季度归母净利润（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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



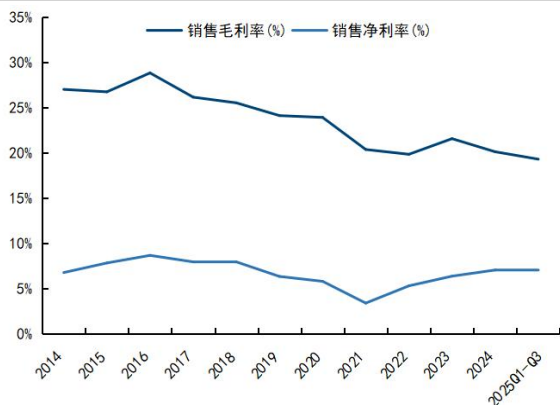
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2025Q3 净利率同比下降受关税、汇兑损失等影响。2025H1 北美银轮实现营业收入 7.9 亿元，净利润 0.3 亿元，欧洲板块预计全年将实现扭亏，海外经营体盈利持续改善。2025Q1-Q3 公司毛利率 19.3%，同比下降 0.8pct，净利率 7.0%，同比下降 0.5pct，2025Q3 毛利率 19.4%，同比增长 1.7pct，环比增长 0.6pct，净利率 6.9%，同比下降 0.9pct，环比下降 0.04pct，公司毛利率同比波动主要受会计准则调整影响，净利率同环比下降，主要受关税、汇兑损失等影响。

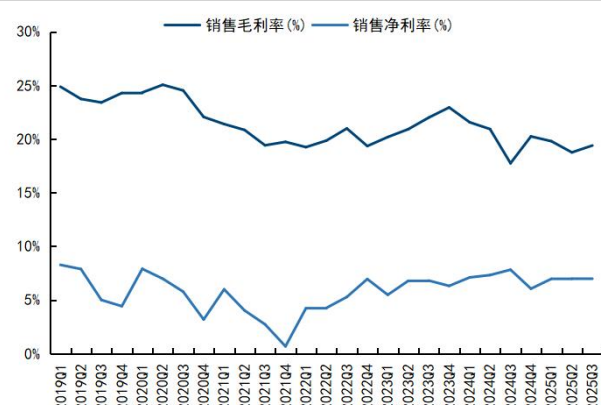
2025Q3 降本增效延续，综合费用率环比提升主要是汇兑变化导致。费用端，2025Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.6%/5.0%/3.9%/0.3%，销售/管理/研发/财务费用率的同比分别为+0.3/-0.4/-0.8/-0.2pct，2025Q1-Q3 综合费用率为 10.8%，同比-1.1pct；2025Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.6%/4.8%/4.1%/0.6%，销售/管理/研发/财务费用率的同比分别为+2.8/-0.7/-0.8/+0.3pct，环比分别为-0.2/-0.1/+0.3/+0.6pct，2025Q3 综合费用率 11.1%，同比+1.5pct，环比+0.7pct，2025Q1-Q3 销售费用率同比波动受会计准则调整影响，其他费用率同比下降主要由于降本增效等；2025Q3 公司综合费用率环比小幅提升，主要由于汇兑导致财务费用率提升。

图6：公司毛利率与净利率

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



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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, 2024 年公司达成股权激励目标。2025 年公司股权激励目标为营业收入不低于 150 亿元, 净利润不低于 10.5 亿元。

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。

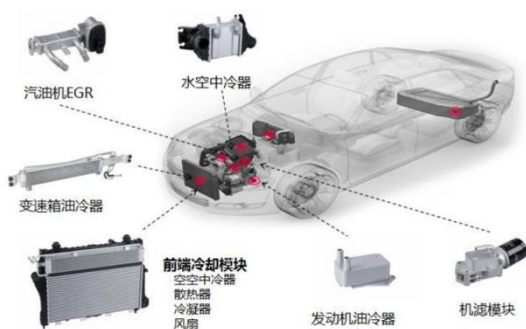
国内方面, 继续加强属地化配套, 四川宜宾工厂已投产, 用于配套宁德时代、沃尔沃等战略客户。公司 2023 年 7 月发布公告使用自有资金在陕西西安设立全资子公司, 预计 2024 年贡献销售收入 2.81 亿元, 主要生产新能源汽车空调箱和冷却模块产品。公司 2023 年 10 月拟在安徽合肥设立全资子公司, 首期投资 1.3 亿元, 生产前端模块、电池冷却器产品, 该项目计划 2024 年 12 月开始投产, 预计 2025 年贡献销售收入 2.5 亿元。

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 YLTDI 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



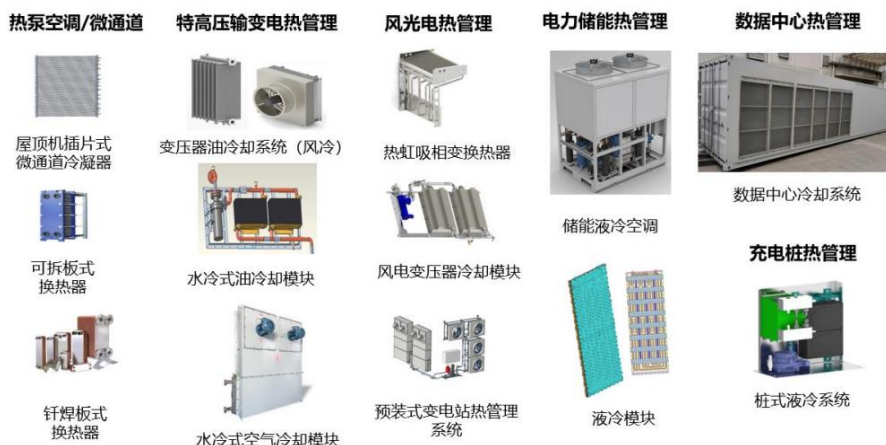
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

发展数字与能源业务，数据中心热管理等有望成为新盈利增长点。

公司成立“数字与能源热管理事业部”，依托车规级热管理技术，成功拓展至储能系统、超充设备、数据中心等领域，在数据中心液冷解决方案实现里程碑式突破，储能超充液冷机组业务呈现强劲增长态势。

数据中心领域，公司形成覆盖服务器机柜内外部的液冷产品布局，包括兆瓦级浸没一体式液冷设备、精密空调+冷却塔、服务器液冷/风冷 CDU+芯片冷板模组+Manifold、柴油发电机液冷模块等，部分品类已进入逐步放量阶段，部分品类处在验证阶段。在数据中心客户拓展方面，公司初步形成 3+3+N 的客户布局，与相关客户的项目合作取得积极进展；在低空飞行器领域，无人机超充与客户开发进展顺利。储能热管理快速放量，新能源重卡兆瓦级超充产能逐步提升。

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，2024 年公司新获订单达产后预计为公司新增年销售收入约 90.73 亿元，2024 年累计获得项目超过 300 个；按业务划分，数字能源业务 9.53 亿元，新能源汽车业务 68.43 亿元，燃油车及非道路业务 12.77 亿元。

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

2024H1 公司突破 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。

机器人领域积极加快布局，市场拓展及产品研发方面均实现突破。

2024 年 8 月公司调整组织架构，增加第四曲线 AI 数智产品部，将其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，加大资源投入战略性业务和未来可持续增长点。

公司在机器人领域获得众多专利，有效提升竞争力。公司积极布局人形机器人领域，从 2023 年开始持续申请相关专利，目前获得的专利范围涵盖热管理、电子仿真皮肤等，为公司的机器人相关业务发展夯实基础。

积极加快机器人领域布局。在市场拓展方面，公司围绕头部客户的需求在产品开发上取得重要进展，丰富了合作品类；在研究开发方面，顺利完成第一代旋转关节模组、执行器模组的开发；在对外合作方面，与合作伙伴合资设立苏州依智灵巧驱动科技有限公司，专注拓展灵巧手。与数家高校开展战略合作，通过多维度合作形成丰富的具身智能生态链，提升综合竞争力。

表2: 公司申请的部分机器人领域相关专利

申请日	专利名称	专利类型	公开号	公开日
2024-05-30	集中排液式热管理系统及机器人	实用新型	CN222450374U	2025-02-11
2024-05-29	直冷热管理系统及机器人	实用新型	CN222405805U	2025-01-28
2024-05-29	热管理系统及机器人	实用新型	CN222494364U	2025-02-18
2024-04-09	换热装置及机器人	实用新型	CN222069387U	2024-11-26
2024-04-09	换热装置、机器人热管理系统及机器人	实用新型	CN222345635U	2025-01-14
2024-04-09	换热装置、机器人热管理系统及机器人	实用新型	CN222345634U	2025-01-14
2024-04-09	换热装置及机器人	实用新型	CN222069388U	2024-11-26
2024-03-29	电子仿真皮肤、仿真手套及机器人	实用新型	CN222570783U	2025-03-07
2023-11-20	热管理系统及机器人	实用新型	CN221291318U	2024-07-09

资料来源: Wind, 天眼查, 国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议: 维持盈利预测, 维持“优于大市”评级。

公司在手订单充分, 下游客户较快放量, 维持盈利预测, 预期 25/26/27 年归母净利润为 10.89/13.85/16.25 亿元, 每股收益分别为 1.29/1.64/1.93 元, 对应 PE 分别为 30/23/20 倍, 维持“优于大市”评级。

表3: 同类公司估值比较 (20251102)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
002050.SZ	三花智控	优于大市	49.9	2101.5	0.83	0.89	1.04	60	56	48
601689.SH	拓普集团	优于大市	73.8	1282.2	1.78	1.86	2.27	41	40	33
	平均				1.31	1.38	1.66	51	48	40
002126.SZ	银轮股份	优于大市	38.2	322.0	0.94	1.29	1.64	41	30	23

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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1919	2187	2624	3018	3635	营业收入	11018	12702	15461	18452	21219
应收款项	4526	5147	6354	7583	8720	营业成本	8642	10147	12105	14422	16586
存货净额	2063	2273	2958	3644	4423	营业税金及附加	63	78	72	86	127
其他流动资产	1191	1478	1670	1993	2292	销售费用	291	179	363	443	467
流动资产合计	9918	11494	14014	16646	19479	管理费用	606	681	833	930	1063
固定资产	4184	4647	5215	5525	5780	研发费用	490	573	665	793	912
无形资产及其他	766	803	758	714	669	财务费用	82	57	84	83	66
投资性房地产	965	1054	1054	1054	1054	投资收益	20	46	25	25	25
长期股权投资	324	365	365	365	365	资产减值及公允价值变动	69	159	40	40	40
资产总计	16156	18362	21406	24303	27348	其他收入	(607)	(757)	(665)	(793)	(912)
短期借款及交易性金融负债	2388	2411	2938	2828	2751	营业利润	816	1009	1403	1759	2063
应付款项	5671	6686	8039	9589	11058	营业外净收支	(27)	(6)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	671	812	954	1134	1305	利润总额	788	1002	1398	1754	2058
流动负债合计	8731	9909	11931	13552	15114	所得税费用	88	108	155	175	206
长期借款及应付债券	926	609	609	609	609	少数股东损益	88	111	154	194	227
其他长期负债	409	772	856	940	1024	归属于母公司净利润	612	784	1089	1385	1625
长期负债合计	1335	1381	1465	1549	1633	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	10066	11290	13396	15101	16747	净利润	612	784	1089	1385	1625
少数股东权益	631	859	975	1122	1293	资产减值准备	34	63	32	22	16
股东权益	5459	6213	7035	8080	9307	折旧摊销	487	584	485	552	613
负债和股东权益总计	16156	18362	21406	24303	27348	公允价值变动损失	(69)	(159)	(40)	(40)	(40)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	82	57	84	83	66
每股收益	0.76	0.94	1.29	1.64	1.93	营运资本变动	(233)	375	(473)	(401)	(476)
每股红利	0.19	0.24	0.32	0.40	0.47	其它	33	19	85	124	155
每股净资产	6.79	7.44	8.34	9.58	11.03	经营活动现金流	864	1665	1177	1643	1893
ROIC	10%	10%	12%	14%	15%	资本开支	0	(1230)	(1000)	(800)	(800)
ROE	11%	13%	15%	17%	17%	其它投资现金流	310	(189)	0	0	0
毛利率	22%	20%	22%	22%	22%	投资活动现金流	381	(1461)	(1000)	(800)	(800)
EBIT Margin	8%	8%	9%	10%	10%	权益性融资	4	345	0	0	0
EBITDA Margin	13%	13%	12%	13%	13%	负债净变化	77	(162)	0	0	0
收入增长	30%	15%	22%	19%	15%	支付股利、利息	(150)	(200)	(267)	(339)	(398)
净利润增长率	60%	28%	39%	27%	17%	其它融资现金流	(157)	441	527	(110)	(77)
资产负债率	66%	66%	67%	67%	66%	融资活动现金流	(298)	63	260	(449)	(475)
股息率	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%	1.2%	现金净变动	947	268	437	394	618
P/E	50	41	30	23	20	货币资金的期初余额	972	1919	2187	2624	3018
P/B	5.6	5.1	4.6	4.0	3.5	货币资金的期末余额	1919	2187	2624	3018	3635
EV/EBITDA	28.9	26.5	23.9	20.3	18.3	企业自由现金流	1077	660	276	951	1194
						权益自由现金流	997	940	729	766	1057

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

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