

骆驼股份 (601311.SH)

单四季度营收同环比增长，后装市场占比提升

买入

核心观点

替换市场拉动销量提升，单四季度营收创新高。2022年全年，公司汽车低压铅酸电池全年累计销量达3221万KVAH，同比增长2%。配套市场累计销量同比下降11%，市占率49%；替换市场累计销量同比增长8%，市占率30%。公司全年实现销售收入134亿元，同比增长8%；归母净利润4.7亿元，同比下降43%。单四季度，公司实现销售收入39亿元，同比增长18%，环比增长11%；归母净利润1.71亿元，同比增长8%，环比增长78%。**2022年国内商用车行业产销同比下降30%以上，导致公司配套销量下降。但是公司持续推进维护替换市场的渠道建设，带动了整体销售收入的增长。**

多重因素导致利润率短期承压，单四季度环比改善明显。2022全年，公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为4.80%/2.74%/1.39%/0.23%，分别同比-0.03/-0.19/+0.18/-0.71个百分点。毛利率14%，同比下降3个百分点；净利率3%，同比下降3个百分点。单四季度，公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为5.06%/2.36%/1.35%/0.29%，分别同比+1.09/-0.71/-0.15/-0.48个百分点。毛利率16%，同比增长3.58个百分点，环比增长3.76个百分点；净利率3.97%，同比下降0.98个百分点，环比增长1.32个百分点。**2022年，毛利率较低的再生铅业务占比提高，海运费及塑料、硫酸等原材料成本上涨，部分地区的疫情管控导致公司交付成本上涨，多重因素导致公司的毛利率和净利率同比下降。但是，单四季度，随着疫情影响消退，原材料等成本下降，公司的利润率环比改善明显。**

终端渠道加速建设，低压锂电获得26个项目定点。配套市场方面，公司全年共完成了55款车型项目的导入和切换，62个项目定点，其中新能源项目包括大众MEB、AITO、吉利、零跑、广汽埃安。替换市场方面，截至2022年底完成了2600多家服务商及84000多家终端商的建设，全国县级区域终端覆盖率达到96%。**低压锂电方面，12V/24V/48V锂电产品分别获得了宝马、奇瑞、吉利、宇通、东风小康等优质车企的项目定点。**

风险提示：新能源汽车销量不及预期，汽车行业价格竞争激烈。

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到2023年汽车行业价格竞争激烈，产业链利润空间收缩，我们小幅下调盈利预测，预计2023/2024/2025年净利润分别为8.98/10.79/13.57亿元（原为2023/2024年分别为9.04/11.97亿元），对应PE分别为11/10/8倍，维持“买入”评级。

| 盈利预测和财务指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 12,403 | 13,425 | 16,579 | 18,747 | 21,275 |
| (+/-%) | 28.7% | 8.2% | 23.5% | 13.1% | 13.5% |
| 净利润(百万元) | 832 | 470 | 898 | 1079 | 1357 |
| (+/-%) | 14.6% | -43.5% | 91.1% | 20.2% | 25.7% |
| 每股收益(元) | 0.71 | 0.40 | 0.80 | 0.96 | 1.21 |
| EBIT Margin | 5.3% | 3.0% | 3.4% | 3.9% | 4.7% |
| 净资产收益率 (ROE) | 9.8% | 5.2% | 9.3% | 10.3% | 11.7% |
| 市盈率 (PE) | 12.9 | 22.8 | 11.4 | 9.5 | 7.6 |
| EV/EBITDA | 13.9 | 18.1 | 16.8 | 14.3 | 11.9 |
| 市净率 (PB) | 1.26 | 1.20 | 1.06 | 0.98 | 0.89 |

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

联系人：余晓飞

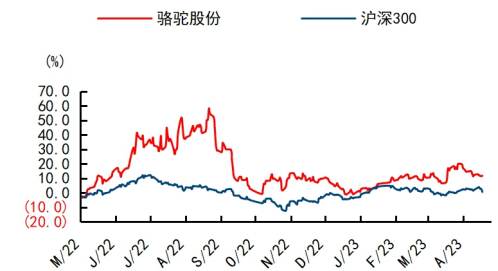
0755-81981306

yuxiaofei1@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|------------|----------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 9.17元 |
| 总市值/流通市值 | 10758/10758百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 13.34/7.45元 |
| 近3个月日均成交额 | 127.83百万元 |

市场走势



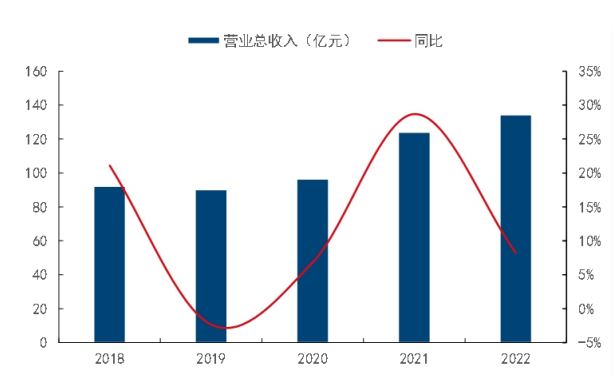
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《骆驼股份(601311.SH)-投资建设低压及储能锂电池生产基地，完善公司产业布局》——2023-03-02
- 《骆驼股份(601311.SH)-2021年归母净利润增长15%，一季度毛利率环比改善》——2022-04-27
- 《骆驼股份-601311-重大事件快评：12V锂电系统获宝马定点，战略性业务持续向好》——2022-01-26
- 《骆驼股份-601311-重大事件快评：员工持股强化激励，签约三峡电能进军储能》——2021-12-17
- 《骆驼股份-601311-2021年半年报报告点评：业绩符合预期，市场份额稳中有升》——2021-07-12

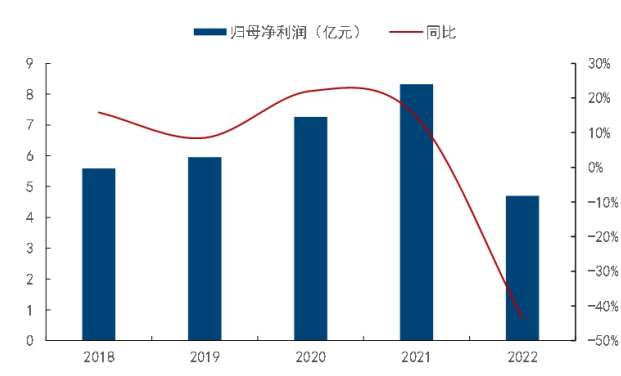
商用车行业下滑影响配套市场，替换市场拉动销量及收入提升。2022 年全年，公司汽车低压铅酸电池全年累计销量达 3221 万 KVAH，同比增长 2%。配套市场累计销量同比下降 11%，市占率 49%；替换市场累计销量同比增长 8%，市占率 30%。公司全年实现销售收入 134 亿元，同比增长 8%；归母净利润 4.7 亿元，同比下降 43%。

图1：骆驼股份营业收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

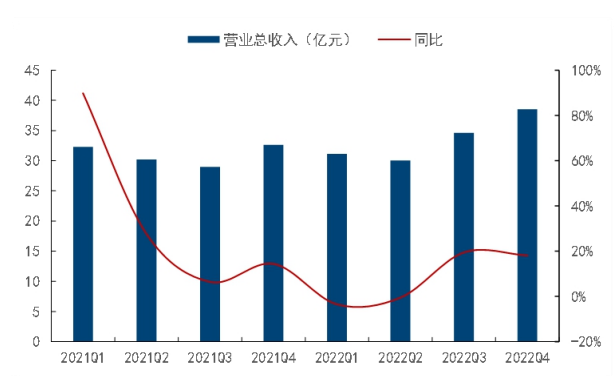
图2：骆驼股份归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

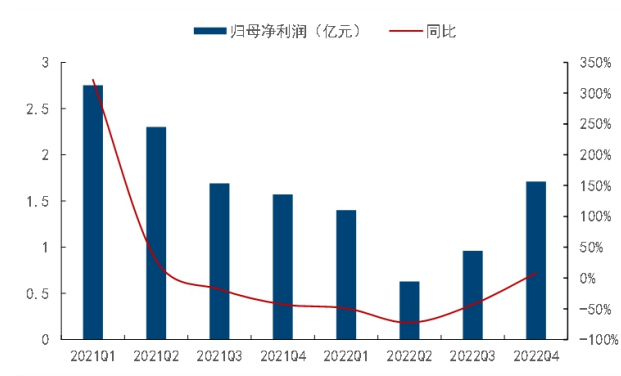
单四季度，公司实现销售收入 39 亿元，同比增长 18%，环比增长 11%；归母净利润 1.71 亿元，同比增长 8%，环比增长 78%。**2022 年国内商用车行业产销同比下降 30% 以上，导致公司配套销量下降。但是公司持续推进维护替换市场的渠道建设，带动了整体销售收入的增长。**

图3：骆驼股份单季度营业收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

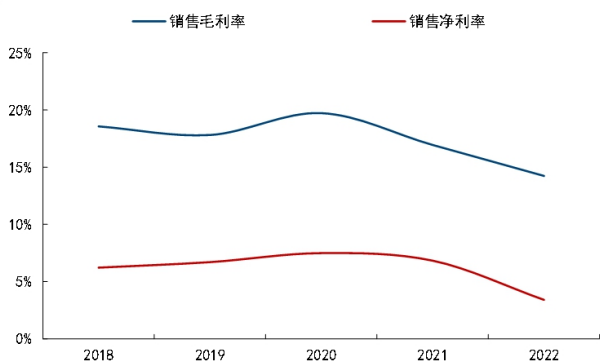
图4：骆驼股份单季度归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

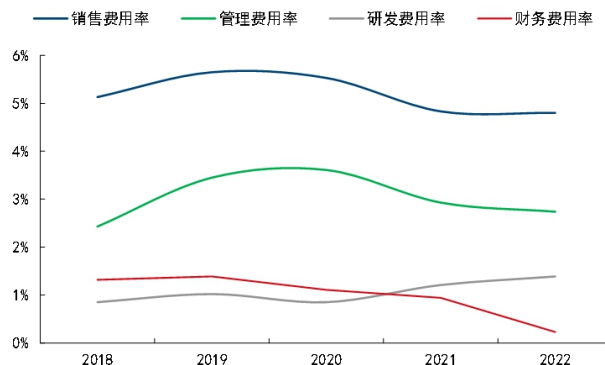
多重因素导致利润率短期承压，单四季度环比改善明显。2022 全年，公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.80%/2.74%/1.39%/0.23%，分别同比 -0.03/-0.19/+0.18/-0.71 个百分点。毛利率 14%，同比下降 3 个百分点；净利率 3%，同比下降 3 个百分点。

图5: 骆驼股份毛利率与净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

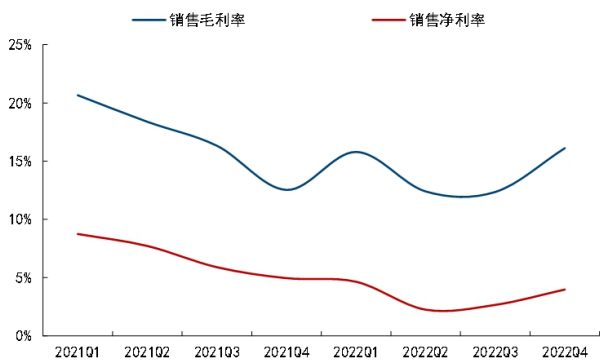
图6: 骆驼股份四费率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

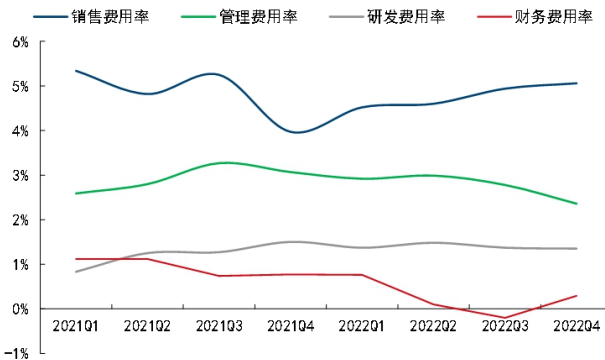
单四季度, 公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.06%/2.36%/1.35%/0.29%, 分别同比+1.09/-0.71/-0.15/-0.48 个百分点, 分别环比+0.12/-0.42/-0.02/+0.49 个百分点。毛利率 16%, 同比增长 3.58 个百分点, 环比增长 3.76 个百分点; 净利率 3.97%, 同比下降 0.98 个百分点, 环比增长 1.32 个百分点。2022 年, 毛利率较低的再生铅业务占比提高, 海运运费及塑料、硫酸等原材料成本上涨, 部分地区的疫情管控导致公司交付成本上涨, 多重因素导致公司的毛利率和净利率同比下降。但是, 单四季度, 随着疫情影响消退, 原材料等成本下降, 公司的利润率环比改善明显。

图7: 骆驼股份单季度毛利率与净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 骆驼股份单季度归四费率

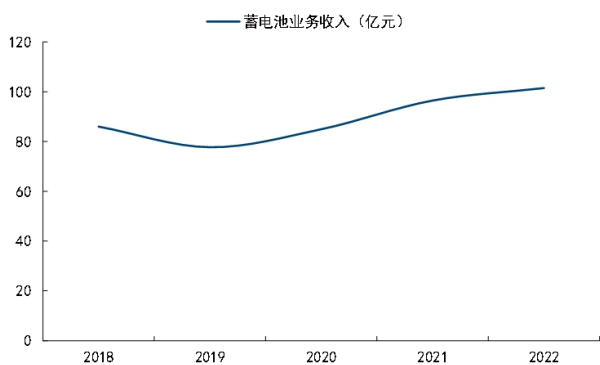


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2022 年, 公司汽车低压铅酸电池全年累计销量达 3221 万 KVAH, 同比增长 2.16%。其中, 配套市场, 公司全年销量下降 11.2%, 市占率约为 48.6%。商用车全年产销下降超过 30%, 公司商用车配套销量同比下降 40%。公司积极采取应对措施, 1) 继续推进项目量产导入和车型切换。报告期内, 公司共完成了 55 款车型项目的量产导入和车型切换, 其中实现了江淮汽车 2 款商用车和中国重汽出口商用车的独家供货; 通过车型切换量产, 在东风本田、广汽本田、东风日产、北京现代等主机厂的配套份额得到有效提升; 在新能源汽车辅助电池领域, 获得大众 MEB 平台电动车、互联网品牌问界辅助电池的独家供货; 实现长安、五菱、吉利车企几款爆款车型和凯迪拉克、零跑首款纯电车型的量产供货; 完成了广汽埃安全系车型切换。2) 积极跟进项目开发, 继续提升高端客户市场份额。报告期内, 公司完成了 62 个项目定点, 包括上汽大众、一汽红旗、东风日产、长安汽车、中国重汽、吉利等车企新项目, 其中获得华晨宝马、斯堪尼亚等高端客户定点; 完成本田 BEV 平台全球项目定点。3) 紧跟行业发展趋势,

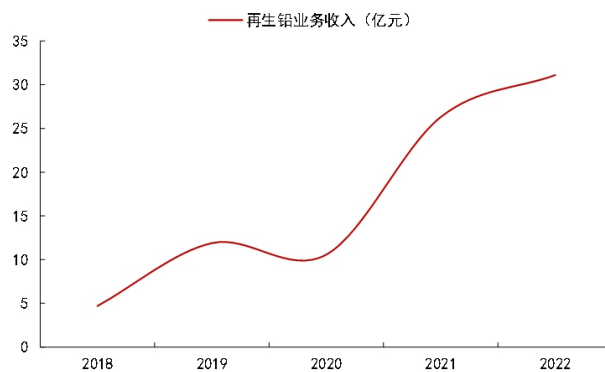
积极拓展新能源汽车辅助电池业务。报告期内，公司新开发新能源汽车辅助铅酸电池项目 12 个，主要包括上汽新能源、比亚迪、长安汽车、埃安等车企的电动车辅助电池项目，合创汽车、XEV 等造车新势力的低压电池项目，新能源汽车辅助电池销量同比增长 270%。

图9：骆驼股份蓄电池业务收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：骆驼股份再生铅业务收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

替换市场方面，公司继续推进渠道建设与品牌管理。一方面，强化“优能达”和“购销一体化”体系建设，推动经销商向服务商转型，截至报告期末累计完成了 2600 多家“优能达”服务商及 84000 多家“优能达”终端商的建设，全国县级区域终端商覆盖率达到 96%；通过服务商分级管理，加强服务商质量建设，进一步提升优能达网单服务时效性；充分利用渠道优势，通过“销一收一”，进一步强化渠道经营能力。另一方面，继续开展品牌差异化运营，针对不同品牌策划对应的宣传运营计划，通过产品结构调整、渠道代理改革、售后服务优化等方式，实现业绩的持续增长。公司通过承接配套业务，实现了维护替换市场 EFB/AGM 启停电池销量的大幅增加，同比增长 51%；开发商用车市场第四代驻车空调产品，积极探索车队业务合作模式，全年商用车驻车空调电池销量同比增长 172%。线上销售方面，继续推广“产品+服务”、“线上+线下”业务模式，全年线上订单同比增长 30%，线上销量市场占有率达 40.9%。2022 年，公司维护替换市场累计销量同比增长约 8.4%，市场占有率提升至约 29.5%。

海外市场方面，公司加快了海外产能布局，重点进行海外市场渠道建设，加强属地化经营，进一步提升品牌知名度，实现了销量的持续增长。公司马来西亚工厂一期达产，预计 2023 年实现全部投产达产；美国化成工厂顺利开工建设，预计 2023 年上半年实现达产；成立了德国、印尼等分子公司，海外销售分子公司达 5 个。同时，海外仓储模式试点推进，实现销售、服务本土化。报告期内，公司通过加强线上和线下多种方式进行品牌宣传，累计开发 B2B 新客户 18 个，新获得 KIA、Perodua 等项目定点。2022 年，公司在全球 64 个国家和地区实现销售，产品出口至 140 个港口，海外市场销量同比增长约 31.4%。

图11: 骆驼股份宣传海报



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

2022年, 公司积极卡位锂电配套市场, 通过积极的市场走访、持续的产品改进与项目对接, 在2021年取得BMW、中国重汽、一汽解放、陕西重汽定点的基础上, 又完成了26个项目定点, 其中12V锂电新实现了奇瑞、东风、吉利等多个传统车企的多款车型和国内2家知名造车新势力车企项目定点; 24V锂电方面, 紧抓商用车市场机遇, 实现了北汽福田/戴姆勒、零一重卡、华菱、三一集团、宇通客车、山河智能、东风小康等项目和欧洲一家知名车企项目定点; 48V锂电方面, 获得大众双电源系统项目定点。公司搭建了商机管理模型, 从客户需求端到最终项目合同签订进行全面有效管理, 不断提升营销管理能力。2022年, 公司汽车低压锂电类产品销量同比增长777.9%。

投资建议: 小幅调整预测, 维持“买入”评级。骆驼股份是启动电池龙头企业(2022年OEM市占率49%、AM市占率29%), 布局铅酸电池循环产业链(生产-销售-回收-再制造)和新能源电池循环产业链, 发力于前装、后装、海外三大市场。公司致力于成为全球汽车低压电池全方位解决方案龙头企业, 从铅酸蓄电池、新能源电池、海外市场、创新孵化四维度明确发展目标, 力争到2025年在营收规模上“再造一个骆驼”, 实现营业收入突破200亿的战略目标。

考虑到2023年汽车行业价格竞争激烈, 产业链利润空间收缩, 我们下调盈利预测。我们预计2023年, 受益于商用车行业的复苏, 公司的销售收入增速有望达到23%, 并在此后两年恢复到公司过去几年的正常水平, 大约13%。因此, 我们预计2023/2024/2025年, 公司的销售收入分别为166/187/213亿元, 毛利率分别为17%/18%/18%。

表1: 骆驼股份财务预测

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 134.25 | 165.79 | 187.46 | 212.74 |
| 增速 | 8% | 23% | 13% | 13% |
| 成本(亿元) | 115.14 | 137.12 | 154.11 | 174.25 |
| 毛利(亿元) | 19.11 | 28.67 | 33.36 | 38.49 |
| 毛利率(%) | 14.23% | 17.29% | 17.79% | 18.09% |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理, 国信证券经济研究所预测

由于公司正处于一个成熟赛道中, 费用率波动较小, 因此我们根据前几年的数据

预测，2023 年公司的管理/研发/销售/财务费用率分别为 3%/1.5%/5%/0%，往后几年基本维持不变。

表2：骆驼股份财务预测

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入（亿元） | 134.25 | 165.79 | 187.46 | 212.74 |
| 毛利率 | 14.23% | 17.29% | 17.79% | 18.09% |
| 销售费用率 | 4.8% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 管理费用率 | 2.7% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 研发费用率 | 1.4% | 1.5% | 1.5% | 1.5% |
| 财务费用率 | 0.2% | 0.3% | 0.2% | 0.1% |
| 归母净利润（亿元） | 4.70 | 8.98 | 10.79 | 13.57 |
| 净利率 | 4% | 5% | 6% | 6% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理，国信证券经济研究所预测

综上所述，我们小幅下调盈利预测，预计 2023/2024/2025 年净利润分别为 8.98/10.79/13.57 亿元（原为 2023/2024 年分别为 9.04/11.97 亿元），对应 EPS 分别为 0.80/0.96/1.21，对应 PE 分别为 11/10/8 倍，维持“买入”评级。

表3：可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 收盘价（元） | 总市值 （亿元） | EPS | | | PE | | | 投资评级 |
|-----------|------|--------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E | |
| 601966.SH | 玲珑轮胎 | 21.72 | 321 | 0.19 | 1.00 | 1.69 | 114 | 22 | 13 | 买入 |
| 000887.SZ | 中鼎股份 | 11.80 | 155 | 0.84 | 1.04 | 1.24 | 14 | 11 | 10 | 无评级 |
| 平均 | | | | 0.52 | 1.02 | 1.47 | 64 | 17 | 11 | |
| 601311.SH | 骆驼股份 | 9.15 | 107 | 0.40 | 0.80 | 0.96 | 23 | 11 | 10 | 买入 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：无评级公司为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 1200 | 1656 | 1686 | 2401 | 3313 | 营业收入 | 12403 | 13425 | 16579 | 18747 | 21275 |
| 应收款项 | 1440 | 2019 | 2044 | 2311 | 2623 | 营业成本 | 10300 | 11514 | 13712 | 15411 | 17426 |
| 存货净额 | 2047 | 2388 | 3199 | 3599 | 4079 | 营业税金及附加 | 486 | 491 | 713 | 806 | 915 |
| 其他流动资产 | 867 | 700 | 1658 | 1875 | 2127 | 销售费用 | 599 | 645 | 829 | 937 | 1064 |
| 流动资产合计 | 6262 | 6924 | 8786 | 10386 | 12343 | 管理费用 | 363 | 368 | 765 | 862 | 870 |
| 固定资产 | 3789 | 3806 | 3744 | 3506 | 3207 | 研发费用 | | | | | |
| 无形资产及其他 | 456 | 468 | 450 | 431 | 412 | 财务费用 | 116 | 31 | 58 | 31 | 17 |
| 投资性房地产 | 1926 | 1913 | 1913 | 1913 | 1913 | 投资收益 | 85 | (6) | 40 | 40 | 40 |
| 长期股权投资 | 505 | 392 | 402 | 412 | 422 | 资产减值及公允价值变动 | 10 | (132) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 12937 | 13503 | 15295 | 16648 | 18296 | 其他收入 | 295 | 244 | 380 | 370 | 370 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1181 | 1723 | 1000 | 1000 | 1000 | 营业利润 | 927 | 484 | 923 | 1109 | 1394 |
| 应付款项 | 960 | 1098 | 2312 | 2602 | 2949 | 营业外净收支 | (5) | (7) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 933 | 993 | 1564 | 1761 | 1985 | 利润总额 | 922 | 477 | 923 | 1109 | 1394 |
| 流动负债合计 | 3074 | 3814 | 4876 | 5363 | 5934 | 所得税费用 | 75 | 21 | 52 | 62 | 78 |
| 长期借款及应付债券 | 732 | 213 | 213 | 213 | 213 | 少数股东损益 | 16 | (14) | (27) | (33) | (41) |
| 其他长期负债 | 351 | 352 | 402 | 452 | 502 | 归属于母公司净利润 | 832 | 470 | 898 | 1079 | 1357 |
| 长期负债合计 | 1083 | 565 | 615 | 665 | 715 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 4157 | 4379 | 5491 | 6028 | 6649 | 净利润 | 832 | 470 | 898 | 1079 | 1357 |
| 少数股东权益 | 294 | 158 | 137 | 111 | 80 | 资产减值准备 | (34) | 7 | 1 | (1) | (1) |
| 股东权益 | 8487 | 8966 | 9667 | 10509 | 11567 | 折旧摊销 | 416 | 425 | 378 | 407 | 419 |
| 负债和股东权益总计 | 12937 | 13503 | 15295 | 16648 | 18296 | 公允价值变动损失 | (10) | 132 | 0 | 0 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 116 | 31 | 58 | 31 | 17 |
| 每股收益 | 0.71 | 0.40 | 0.80 | 0.96 | 1.21 | 营运资本变动 | 433 | (533) | 45 | (349) | (424) |
| 每股红利 | 0.27 | 0.30 | 0.18 | 0.21 | 0.27 | 其它 | 43 | (11) | (22) | (24) | (30) |
| 每股净资产 | 7.23 | 7.64 | 8.62 | 9.37 | 10.31 | 经营活动现金流 | 1681 | 490 | 1300 | 1113 | 1320 |
| ROIC | 7% | 4% | 5% | 7% | 10% | 资本开支 | 0 | (295) | (300) | (150) | (100) |
| ROE | 10% | 5% | 9% | 10% | 12% | 其它投资现金流 | (62) | 547 | (40) | 0 | 0 |
| 毛利率 | 17% | 14% | 17% | 18% | 18% | 投资活动现金流 | (102) | 365 | (350) | (160) | (110) |
| EBIT Margin | 5% | 3% | 3% | 4% | 5% | 权益性融资 | (9) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 9% | 6% | 6% | 6% | 7% | 负债净变化 | (16) | (519) | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 29% | 8% | 23% | 13% | 13% | 支付股利、利息 | (317) | (349) | (198) | (237) | (299) |
| 净利润增长率 | 15% | -43% | 91% | 20% | 26% | 其它融资现金流 | (410) | 1338 | (723) | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 34% | 34% | 37% | 37% | 37% | 融资活动现金流 | (1084) | (398) | (921) | (237) | (299) |
| 息率 | 3.0% | 3.3% | 1.8% | 2.2% | 2.8% | 现金净变动 | 495 | 457 | 29 | 715 | 912 |
| P/E | 12.9 | 22.8 | 11.4 | 9.5 | 7.6 | 货币资金的期初余额 | 704 | 1200 | 1656 | 1686 | 2401 |
| P/B | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 货币资金的期末余额 | 1200 | 1656 | 1686 | 2401 | 3313 |
| EV/EBITDA | 13.9 | 18.1 | 16.8 | 14.3 | 11.9 | 企业自由现金流 | 0 | (13) | 652 | 598 | 840 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 806 | (126) | 568 | 824 |

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

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 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