

伯特利 (603596.SH)

智能电控销量同比增长 78%，2023 年第二季度毛利率环比提升

买入

核心观点

2023 年上半年归母净利润同比增长 46%。2023 年上半年伯特利实现营收 30.94 亿元，同比+46%；归母净利润 3.56 亿元，同比 27%。单季度看，2023 年第二季度公司实现营业收入 15.94 亿元，同比+45%，环比+6%；实现归母净利润 1.84 亿元，同比+29%，环比+6%。分产品看，公司 23 年上半年智能电控产品销量 151 万套（+78%），盘式制动器销量 122 万套（+31%），轻量化制动零部件销量 380 万套（+16%），机械转向产品销量 109 万套。

23Q2 毛利率环比提升 1.25pct。23Q2 公司销售毛利率为 22.75%，同比+0.95pct，环比+1.25pct。销售/管理/研发费用率分别 1.13%/3.07%/6.27%，同比分别-0.05%/+0.25%/-2.18pct，环比分别+0.13%/+0.47%/+0.07pct，公司研发费用同比提升 7%，研发费用率显著下降，主要得益于主要产品销售收入大幅增长。23Q2 公司归母扣非净利率为 10.53%，同比+1.17pct，环比持平。**23 年上半年公司在研项目 409 项，定点项目 145 项，量产项目 96 项，随新品研发的稳步推进及量产，公司业绩有望持续上行。**

在手订单充足，持续投建产能。23 上半年公司盘式制动器/轻量化 / EPB / ESC / WCBS / EPS / ADAS / 机械转向产品分别新增 47/21/22/3/30/6/5/7 个定点；公司持续提升产能，截至 2023 年 6 月，新增年产 20 万套固定式卡钳生产线开始建设；第四、五条线控制动产线于今年上半年投产，第六条线控制动产线、新增 30 万套 EPS 产线、30 万套 EPS-ECU 产线将于下半年开始建设；国内轻量化生产基地正在进行三期项目建设，主要满足汽车副车架、空心控制臂等轻量化产品生产。配合北美客户需求，墨西哥新增年产 50 万套电子驻车制动系统（EPB）卡钳生产线开始筹建；墨西哥年产 400 万件轻量化零部件建设项目产线将于今年 9 月投产；今年 6 月，公司提出向全资子公司芜湖伯特利墨西哥公司借款、增资暨投资 1.65 亿美元建设年产 550 万件铸铝转向节、170 万件控制臂/副车架、100 万件电子驻车制动钳（EPB）、100 万件前制动钳等产品产能，项目建设地点位于墨西哥。

风险提示：终端需求不及预期；产品技术研发不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。公司是国产制动系统龙头企业，考虑今年行业竞争加剧，部分车企销量承压，我们略微下调公司盈利预测，预计伯特利 23/24/25 年归母净利润为 8.6/12.0/16.1 亿元（原 23/24/25 年预计 9.7/13.3/16.7 亿元），对应 PE 为 37/27/20 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)	3,492	5,539	7,595	10,059	11,978
(+/-%)	14.8%	58.6%	37.1%	32.4%	19.1%
净利润(百万元)	505	699	862	1203	1612
(+/-%)	9.3%	38.5%	23.4%	39.5%	34.0%
每股收益(元)	1.24	1.70	2.09	2.92	3.92
EBIT Margin	13.5%	11.7%	11.5%	12.2%	13.8%
净资产收益率 (ROE)	14.4%	16.6%	17.7%	20.7%	22.8%
市盈率 (PE)	62.6	45.6	36.9	26.5	19.7
EV/EBITDA	58.5	44.3	35.5	26.5	20.5
市净率 (PB)	9.03	7.56	6.52	5.47	4.50

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

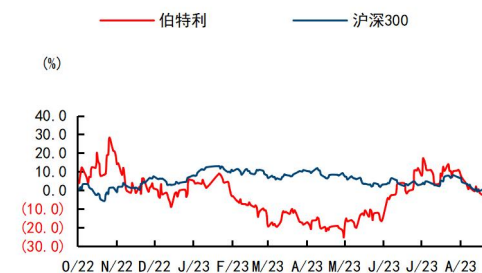
tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	76.10 元
总市值/流通市值	31337/31211 百万元
52 周最高价/最低价	106.04/58.80 元
近 3 个月日均成交额	480.71 百万元

市场走势



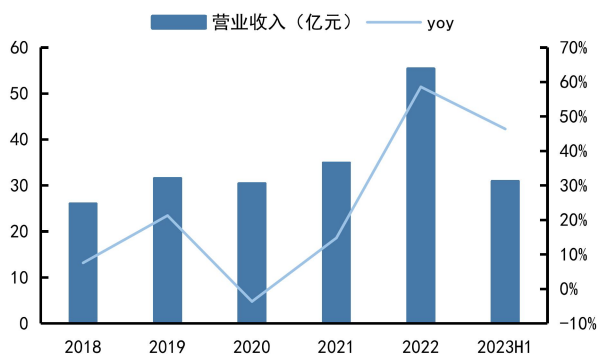
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《伯特利 (603596.SH) - 智能电控产品持续增收，一季度营收同比增长 48%》——2023-04-28
- 《伯特利 (603596.SH) - 智能电控业务放量提速，2022 年归母净利润同比增长 39%》——2023-03-27
- 《伯特利 (603596.SH) - 产品与客户结构持续优化，1-2 月扣非净利润同比增长 27%》——2023-03-13
- 《伯特利 (603596.SH) - 三季报点评：单三季度归母净利润同比提升 99%，在手项目充足》——2022-10-31
- 《伯特利 (603596.SH) - 产品结构优化，单三季度业绩同比增长 46%~72%》——2022-10-20

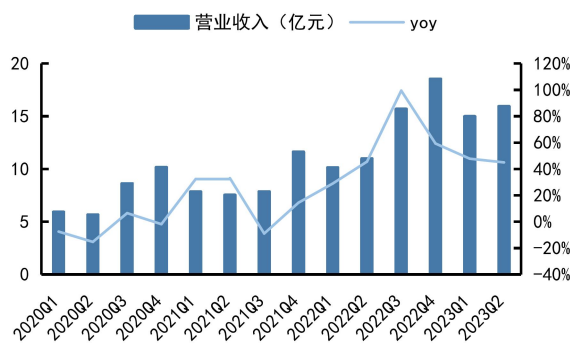
2023 年上半年归母净利润同比增长 46%。2023 年上半年，伯特利实现营业收入 30.94 亿元，同比+46%；实现归母净利润 3.56 亿元，同比 27%。单季度看，2023 年第二季度公司实现营业收入 15.94 亿元，同比+45%，环比+6%；实现归母净利润 1.84 亿元，同比+29%，环比+6%。分产品看，公司 23 年上半年智能电控产品销量 151 万套（+78%），盘式制动器销量 122 万套（+31%），轻量化制动零部件销量 380 万套（+16%），机械转向产品销量 109 万套。

图1：伯特利营业收入及增速（单位：亿元、%）



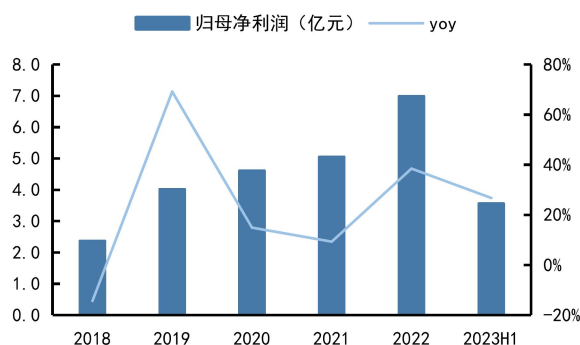
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：伯特利单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



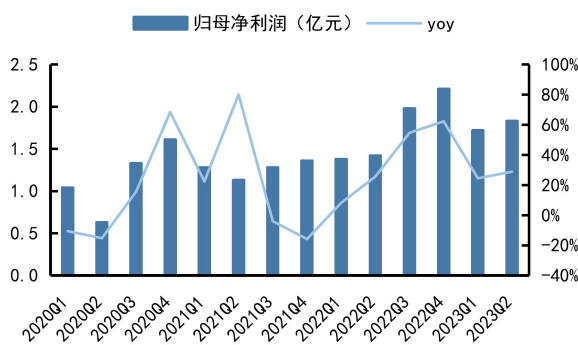
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：伯特利归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：伯特利单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



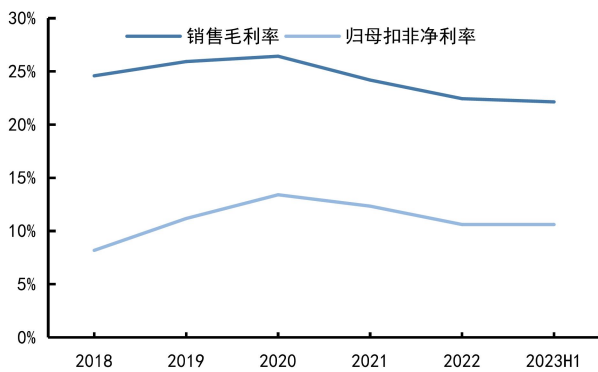
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

利润端，23Q2 公司销售毛利率为 22.75%，同比+0.95pct，环比+1.25pct。销售/管理/研发费用率分别 1.13%/3.07%/6.27%，同比分别-0.05/+0.25/-2.18pct，环比分别+0.13/+0.47/+0.07pct，公司研发费用同比提升 7%，研发费用率显著下降，主要得益于主要产品销售收入大幅增长。

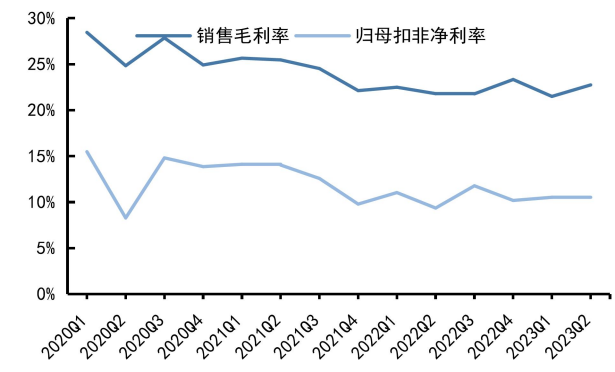
23Q2 公司归母扣非净利率为 10.53%，同比+1.17pct，环比持平。23 年上半年公司在研项目 409 项，定点项目 145 项，量产项目 96 项，随新品研发的稳步推进及量产，公司业绩有望持续上行。

图5：伯特利毛利率及净利率情况（单位：%）

图6：伯特利单季毛利率及净利率情况（单位：%）

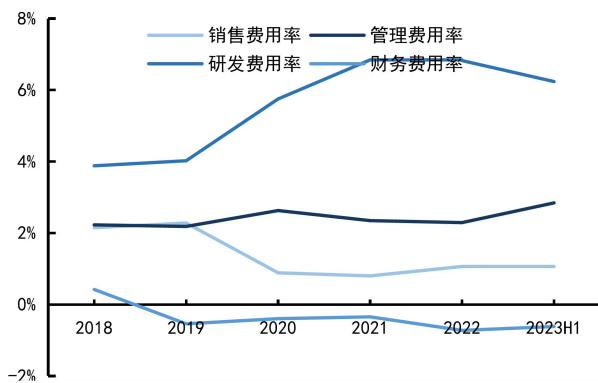


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



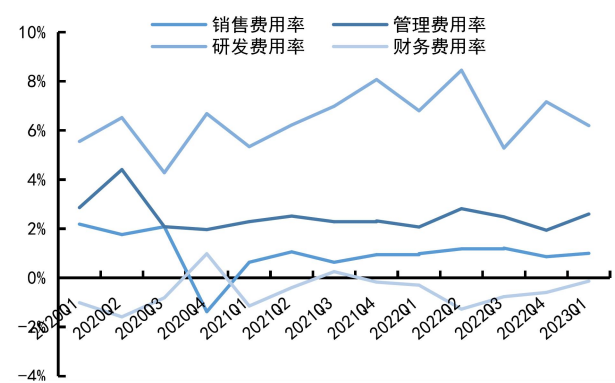
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 伯特利四项费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 伯特利单季度四项费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

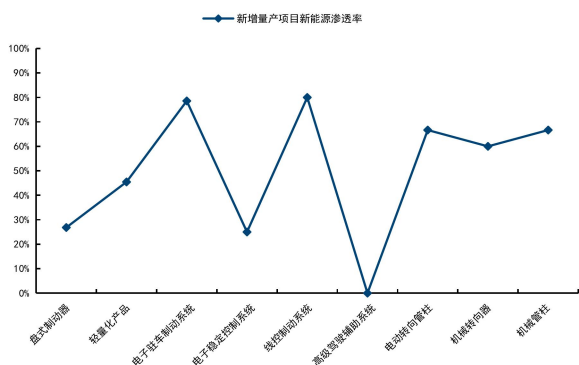
公司是国产制动系统龙头企业，产品覆盖全面，公司在技术工艺、产能规模、客户资源方面具备一定优势。随着汽车行业向轻量化、智能化的方向发展、国产化进程加速，公司在手项目充足。2023 年上半年，公司新增盘式制动器在研项目 146 项，其中新能源车型 56 项，新增定点 47 项，其中新能源车型 19 项；新增轻量化产品在研项目 77 项，其中新能源车型 31 项，新增定点 21 项，其中新能源车型 14 项；公司新增电子驻车系统在研项目 61 项，其中新能源车型 36 项，新增定点 22 项，其中新能源车型 15 项；新增线控制动产品在研项目 74 项，其中新能源车型 53 项，新增定点 30 项，新能源车型 25 项。新增高级驾驶辅助系统在研项目 13 项，其中新能源 3 项，新增定点 6 项，其中新能源 3 项。

表1: 伯特利 2023 年上半年在研项目及新增项目情况

		在研项目	在研新能源项目	新增量产项目	新增量产新能源项目	新增定点	新增新能源定点
机械制动	盘式制动器	146	56	41	11	47	19
	轻量化产品	77	31	11	5	21	14
电子电控	电子驻车制动系统	61	36	14	11	22	15
	电子稳定控制系统	4	2	4	1	3	2
智能驾驶	电动尾门开闭系统	5	4				
	线控制动系统	74	53	5	4	30	25
转向系统	高级驾驶辅助系统	13	3	7		6	3
	电动转向管柱	10	6	6	4	5	3
	机械转向器	13	8	5	3	7	5
	机械管柱	6	3	3	2	4	3

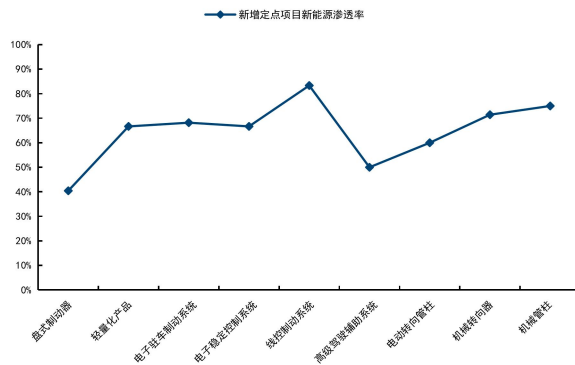
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：伯特利新增量产项目中新能源占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

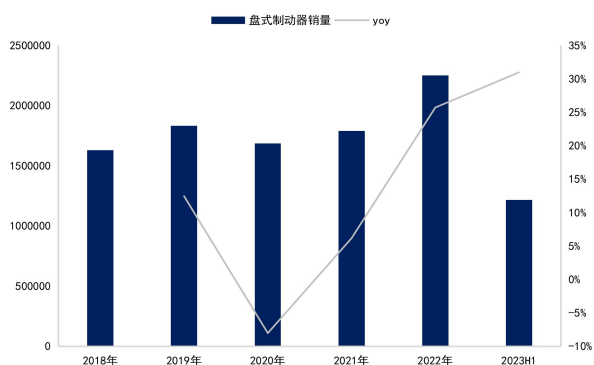
图10：伯特利新增定点项目中新能源占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

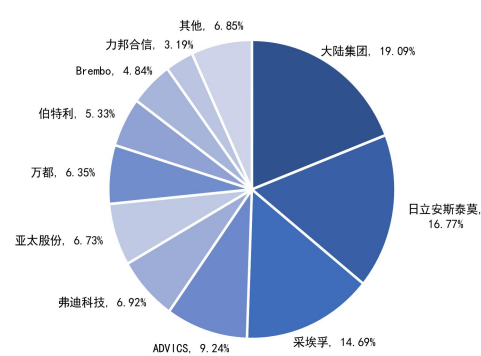
机械制动贡献业绩基底。公司机械制动产品主要包括盘式制动器、液压卡钳、轻量化零部件。公司在机械制动市场扎根多年，具备自主正向开发能力，可根据客户整车需求设计出相应配套产品，具有协同客户同步开发、同步设计的能力；具有较强的系统开发能力，能为客户提供系统的解决方案；同时，公司在稳定现有优势前提下，全面开发更低拖滞力矩卡钳总成及低跳动制动器产品，推动固定式卡钳的开发和推广，降低整车能耗，增强为中高端乘用车的配套能力。根据高工汽车数据，截至2022年，公司在前装盘式制动器（前轮卡钳）市场份额为5.33%，大陆集团、日立安斯泰莫、采埃孚市场份额分别为19.09%、16.77%，14.69%。

图11：伯特利盘式制动器销量持续增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

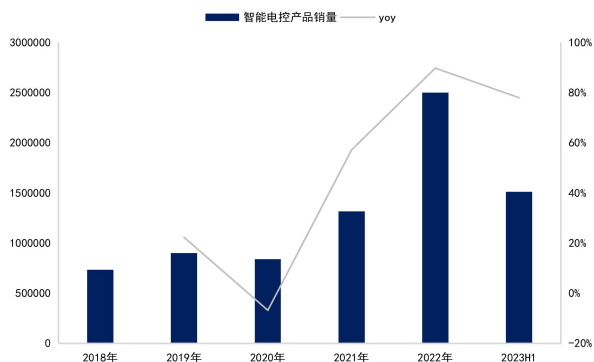
图12：伯特利2022年在盘式制动器市场份额约5%



资料来源：高工汽车国信证券经济研究所整理

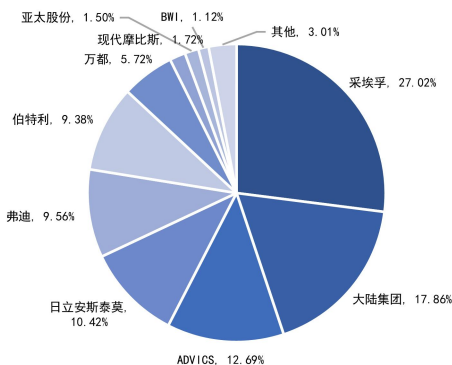
电控制动产品销量快速增长，2022年EPB乘用车前装市场份额接近10%。公司电控制动产品主要包括电子驻车制动系统（EPB）、电子稳定控制系统（ESC）、电动尾门开闭系统（PLG）、线控制动系统（WCBS）、电动助力转向系统（EPS），其中EPB是公司核心产品，公司已经获得较大客户拓展进展，同时持续进行技术升级，如针对新能源车型自主研发新一代双控电子驻车制动系统（D-EPB），提升新能源车辆驻车可靠性的同时又大大降低了整车厂零部件采购成本。截至2022年，公司在前装EPB市场份额已接近10%水平。

图13: 伯特利智能电控产品销量增速迅猛



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

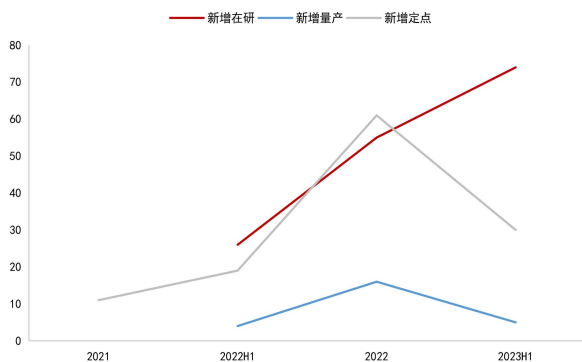
图14: 伯特利 2022 年在 EPB 市场份额接近 10%



资料来源: 高工汽车、国信证券经济研究所整理

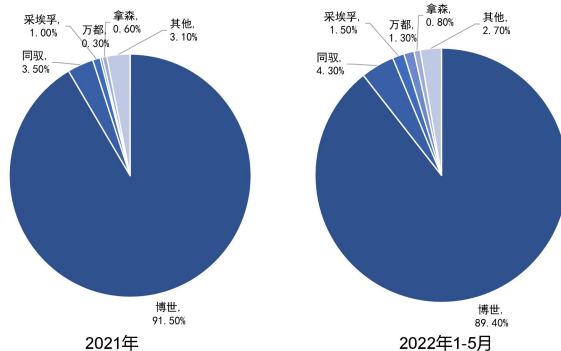
线控制动产品放量在即。公司线控制动产品于 2019 年 7 月发布，2021 年 6 月年产 30 万套线控制动系统生产线投产，随后公司在手订单持续增加，2023 年上半年新增在研项目 74 项，新增量产项目 5 项，新增定点项目 30 项。根据订单及产能情况，公司新增 6 条线控制动产线，第二、三条产线均于 2022 年下半年投产，预计第四、五条线控制动产线将于 2023 年一季度投产，第六条线控制动产线将于 2023 年二季度投产。同时公司为更好满足 L3+ 及以上自动驾驶级别对线控制动系统的需求，积极推进具备制动冗余的下一代线控制动系统（WCBS 2.0）研发，目前已经有多个定点项目，预计 2024 年上半年量产。

图15: 伯特利线控制动在研项目持续增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 线控制动市场逐步国产替代



资料来源: 高工汽车、国信证券经济研究所整理

收购万达转向完善公司底盘布局。2022 年 5 月 27 日，伯特利与芜湖奇瑞科技之全资子公司芜湖瑞智联能科技完成收购浙江万达汽车零部件有限公司持有的浙江万达汽车方向机有限公司 65% 股权的工商变更登记，万达整体估值 5.5 亿元人民币。收购完成后，伯特利持有万达 45% 股权，瑞智联能持有万达 20% 股权，伯特利成为万达实际控制人。伯特利完成对汽车转向系统战略布局，进一步丰富了公司的产品线，启动 DP-EPs、R-EPs 转向系统、线控转向系统的研发工作。

墨西哥产能扩建，全球化战略持续推进。公司持续扩建产能，截至 2023 年 6 月，新增年产 20 万套固定式卡钳生产线开始建设；第四、五条线控制动产线于今年上半年投产，第六条线控制动产线、新增 30 万套 EPS 产线、30 万套 EPS-ECU 产线将于下半年开始建设；国内轻量化生产基地正在进行三期项目建设，主要满足汽车副车架、空

心控制臂等轻量化产品生产。

同时，为配合北美客户需求，墨西哥新增年产 50 万套电子驻车制动系统（EPB）卡钳生产线开始筹建；墨西哥年产 400 万件轻量化零部件建设项目产线将于今年 9 月投产；今年 6 月，为顺应汽车轻量化的发展趋势、加快自身全球化布局，同时满足北美汽车主机厂客户日益增长的需求，公司拟向全资子公司芜湖伯特利墨西哥公司借款、增资暨投资建设年产 550 万件铸铝转向节、170 万件控制臂/副车架、100 万件电子驻车制动钳（EPB）、100 万件前制动钳等产品产能。项目建设地点位于墨西哥 Coahuila 州 Saltillo 市 Alianza 产业园，总投资 1.65 亿美元。

表2: 截至 2023 年 6 月公司产能布局情况

墨西哥新增年产 50 万套电子驻车制动系统（EPB）卡钳生产线开始筹建；

墨西哥年产 400 万件轻量化零部件建设项目产线将于 2023 年 9 月投产使用；

新增年产 20 万套固定式卡钳生产线开始建设；

为了满足市场对线控制动产品的需求，第四、五条产线于 2023 年上半年投产，第六条产线

新增 30 万套 EPS 产线、30 万套 EPS-ECU 产线将于下半年开始建设；

为满足整车轻量化的需求，公司实施轻量化新产品的布局，在国内轻量化生产基地正在进行三期项目建设，主要满足汽车副车架、空心控制臂等轻量化产品生产；墨西哥二期轻量化项目建设顺利推进中，预计 2024 年底将投入生产。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

总体看，公司是国产制动系统龙头企业，线控制动产品是智能驾驶执行层核心产品，公司线控制动产品竞争力强、客户拓展顺利，持续取得国产突破，有望充分受益于汽车行业智能电动大趋势，另外轻量化零部件业务前景广阔：

第一，差压铸造工艺是公司轻量化零部件业务的护城河：国家燃耗与排放标准不断提高，汽车轻量化势在必行生产成本方面较其他加工工艺具有明显优势。目前市场上掌握差压铸造工艺的主流供应商非常少，国内厂商只有伯特利和中信戴卡等。2010-2018 年，中国的平均单车用铝量从 99kg 增长到 156kg，渗透率达到了大约 10%。伯特利轻量化业务的销售收入在 2014-2020 年以 87% 的年均复合增长率持续增长，且公司仍在开发推广铸铝卡钳、铝合金制动盘等其他轻量化零部件。随着汽车用铝量的不断增长，我们保守估计伯特利轻量化业务在未来几年仍将以 25% 的年均复合增长率持续增长。

第二，受益于国产化替代，电子驻车系统（EPB）是伯特利中短期业绩增长的重要动力：伯特利是最早实现 EPB 量产的自主品牌厂商，并且成功打入了合资品牌的供应链，主要客户有吉利汽车、广汽集团、奇瑞汽车、江铃福特、东风日产等。2020 年 EPB 在乘用车的渗透率大约为 72%，则市场总需求大约 1440 万套，市场空间大约 120 亿元。伯特利销售 87 万套，市场份额约 6.5%。由于 EPB 相较于传统的机械驻车制动在操作简便、节省空间、电子系统协同方面具有无可比拟的优势，渗透率持续上升。伯特利坚持自主研发，2022 年上半年，针对新能源车型自主研发的新一代双控电子驻车制动系统（D-EPB）在原有 SmartEPB 基础上顺利升级，提升新能源车辆驻车可靠性同时大大降低整车厂零部件采购成本，目前已成熟应用在中多款新能源车型上。

第三，线控制动系统将成为公司切入 ADAS 执行层的核心产品：线控制动系统的构想是用电机替代真空助力器，直接推动主缸活塞。在汽车行业智能化、电动化的发展趋势下，线控制动系统相比于传统制动系统，省去了电子真空泵，拥有更快的反应时间和更高的能量回收效率，将成为 ADAS 执行层的主流产品。公司发布

的 WCBS 在线控制制动系统中属于电子液压制动系统，采用了 ONE-BOX 解决方案，是首家研发成功的自主品牌厂商。与 TWO-BOX 方案相比，伯特利的产品在体积、重量、性价比、集成度等方面具有明显优势。目前公司高级驾驶辅助系统（ADAS）产线已在今年 4 月投产，首批 2 个项目批量交付，预计下半年还有 9 个项目陆续量产；具备制动冗余的下一代线控制动系统（WCBS2.0）的研发也在顺利推进中，目前已有多个定点项目，预计 2024 年上半年量产。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。公司是国产制动系统龙头企业，考虑今年行业竞争加剧，部分车企销量承压，我们略微下调公司盈利预测，预计伯特利 23/24/25 年归母净利润为 8.6/12.0/16.1 亿元（原 23/24/25 年预计 9.7/13.3/16.7 亿元），对应 PE 为 37/27/20 倍，维持“买入”评级。

表3：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	2023/08/29 收盘（元）	总市值 （亿元）	EPS 2022A	2023E	2024E	2022A	PE 2023E	2024E
603786.SH	科博达	买入	74.45	301	1.11	1.66	2.27	67	45	33
601689.SH	拓普集团	买入	67	738	1.54	2.13	2.97	44	31	23
002920.SZ	德赛西威	买入	137.66	764	2.13	3.01	4.15	65	46	33
600933.SH	爱柯迪	买入	22.16	199	0.73	0.93	1.17	30	24	19
	平均				1.38	1.93	2.64	51	36	27
603596.SH	伯特利	买入	77.3	318	1.70	2.09	2.92	45	37	27

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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	2076	2287	3550	3960	5029	营业收入	3492	5539	7595	10059	11978
应收款项	1128	1953	2081	2756	3282	营业成本	2648	4296	5930	7805	9101
存货净额	425	899	1112	1462	1702	营业税金及附加	24	30	42	55	66
其他流动资产	803	945	760	1006	1198	销售费用	28	59	76	91	108
流动资产合计	4957	6485	7903	9584	11612	管理费用	82	127	157	197	233
固定资产	998	1718	2442	3203	3513	研发费用	239	378	518	687	818
无形资产及其他	69	136	132	127	123	财务费用	(12)	(40)	(48)	(68)	(87)
投资性房地产	228	306	306	306	306	投资收益	(3)	7	6	6	6
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(9)	(0)	0	0	0
资产总计	6252	8644	10783	13221	15554	其他收入	(135)	(325)	(518)	(687)	(818)
短期借款及交易性金融负债	152	2	50	50	50	营业利润	575	748	927	1299	1746
应付款项	1348	2772	3970	5220	6080	营业外净收支	2	15	15	15	15
其他流动负债	274	276	361	474	553	利润总额	576	763	941	1314	1761
流动负债合计	1773	3051	4381	5745	6683	所得税费用	49	62	77	107	144
长期借款及应付债券	755	665	665	665	665	少数股东损益	23	2	2	3	5
其他长期负债	228	362	495	628	761	归属于母公司净利润	505	699	862	1203	1612
长期负债合计	983	1027	1160	1293	1426	现金流量表（百万元）					
负债合计	2756	4078	5541	7038	8109	净利润	505	699	862	1203	1612
少数股东权益	0	356	358	361	365	资产减值准备	(14)	9	(0)	(0)	(0)
股东权益	3496	4211	4883	5821	7079	折旧摊销	115	162	181	244	295
负债和股东权益总计	6252	8644	10783	13221	15554	公允价值变动损失	9	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(12)	(40)	(48)	(68)	(87)
每股收益	1.24	1.70	2.09	2.92	3.92	营运资本变动	(183)	51	1261	225	112
每股红利	0.13	0.38	0.46	0.64	0.86	其它	34	(8)	2	3	4
每股净资产	8.56	10.22	11.86	14.14	17.19	经营活动现金流	467	913	2306	1675	2025
ROIC	13.08%	14.77%	19%	28%	35%	资本开支	0	(880)	(901)	(1001)	(601)
ROE	14.43%	16.59%	18%	21%	23%	其它投资现金流	(525)	124	0	0	0
毛利率	24%	22%	22%	22%	24%	投资活动现金流	(507)	(756)	(901)	(1001)	(601)
EBIT Margin	13%	12%	11%	12%	14%	权益性融资	(3)	86	0	0	0
EBITDA Margin	17%	15%	14%	15%	16%	负债净变化	(20)	0	0	0	0
收入增长	15%	59%	37%	32%	19%	支付股利、利息	(55)	(156)	(190)	(265)	(355)
净利润增长率	9%	38%	23%	40%	34%	其它融资现金流	832	278	48	0	0
资产负债率	44%	51%	55%	56%	54%	融资活动现金流	680	53	(142)	(265)	(355)
股息率	0.2%	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%	现金净变动	640	211	1263	410	1069
P/E	62.6	45.6	36.9	26.5	19.7	货币资金的期初余额	1437	2076	2287	3550	3960
P/B	9.0	7.6	6.5	5.5	4.5	货币资金的期末余额	2076	2287	3550	3960	5029
EV/EBITDA	58.5	44.3	35.5	26.5	20.5	企业自由现金流	0	(71)	1342	593	1325
						权益自由现金流	0	207	1434	656	1405

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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