

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%

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 汽车 · 汽车零部件

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

执业编码：S0980519080002

事项：

2022年3月12日，伯特利发布2023年1-2月经营数据：公司新获定点项目数量和新增量产项目数量同比增长，产品结构和客户结构持续优化，产品毛利率同比增长。经公司财务部门初步核算，公司2023年1至2月营业收入同比增加比例约为41.9%；实现归属于上市公司股东的净利润同比增加比例约为17.0%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润同比增加比例约为27.4%。

国信汽车观点：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，另外公司轻量化零部件业务前景广阔。在1-2月整体汽车市场表现相对低迷的情况下（1-2月汽车销量同比-15.2%，新能源汽车销量同比+20.8%），公司经营业绩实现稳定增长，展现出较强综合竞争力。另外在国内主机厂陆续开启降价促销的背景下，我们认为伯特利依托高技术壁垒产品（线控制动等）有望在此轮“价格战”中掌握一定的议价权。我们维持盈利预测，预计公司22/23/24年净利润为6.5/10.3/13.8亿元，对应EPS为1.60/2.51/3.37元，对应PE为40/26/19倍，给予2023年目标PE估值30-35倍，对应估值区间为75.3-87.9元，维持“买入”评级。

评论：

◆ 伯特利2023年1-2月收入同比+42%，扣非净利润同比+27%

2023年1-2月收入同比+42%，扣非净利润同比+27%。伯特利2023年1-2月经营状况良好，公司新获定点项目数量和新增量产项目数量同比增长，产品结构和客户结构持续优化，产品毛利率同比增长（2022Q1公司销售毛利率为22.50%）。公司预计2023年1-2月营业收入同比增加约41.9%；归母净利润同比增加约17.0%，扣非净利润同比增加约27.4%；预计公司业绩增长主要系新增项目快速增长及产品结构优化：1）公司与更多国内外车企建立战略合作关系，市场开拓迅速，新定点项目及量产项目较快增长；2）随智能电控产品（EPB、ESC、WCBS）、轻量化产品等实现增量，电子电控产品收入占比进一步提升和产品结构不断优化，提升公司产品毛利率。在1-2月整体汽车市场表现相对低迷的情况下（1-2月汽车销量同比-15.2%，新能源汽车销量同比+20.8%）公司业绩实现稳定增长，展现出较强的综合竞争力。

图1：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）

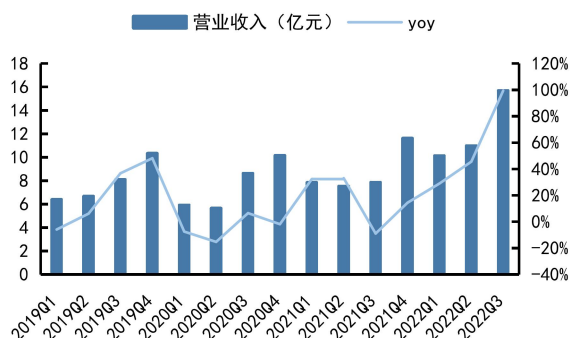
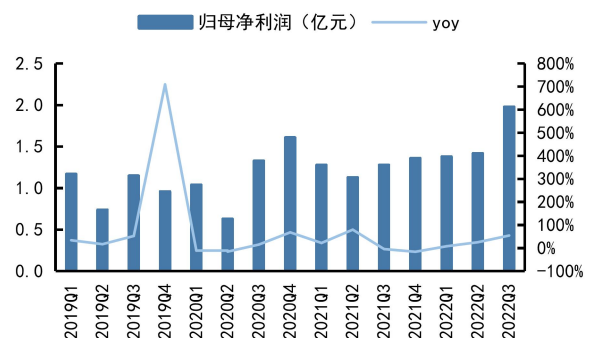
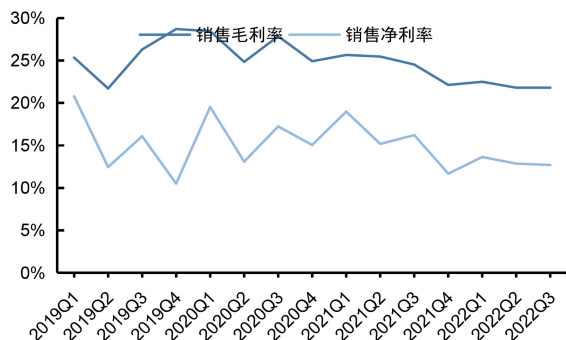


图2：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

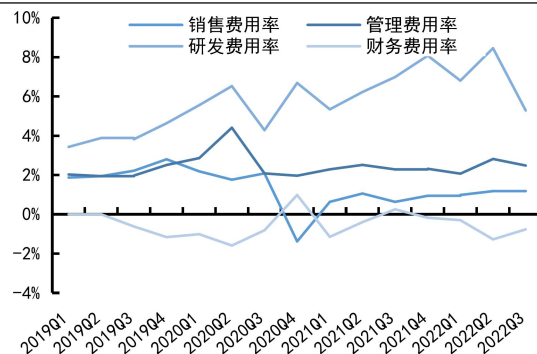
图3：公司季度毛利率和净利率



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4：公司单季度四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 持续斩获主机厂新定点，全球化战略稳步突破

全球化战略稳步推进。2023年3月，伯特利再度获得两家全球著名整车厂铸铝轻量化项目定点。定点项目一：面向北美市场提供铸铝前后转向节产品，根据客户量纲，项目生命周期7年，生命周期内预计总销售收入约3.9亿美元，预计最高年度销售收入约6400万美元（折合人民币约4.42亿元）。定点项目二：面向欧洲市场提供铸铝前后转向节产品，根据客户量纲，项目生命周期6年，生命周期内预计总销售收入约2100万美元，预计最高年度销售收入约478万美元（折合人民币约0.33亿元）；2022年10月，芜湖伯特利收到全球著名汽车整车厂7个轻量化项目定点通知，定点确认公司将提供铸铝前后转向节、铸铝前后控制臂等其他底盘零部件产品的开发和供货服务。根据客户量纲，上述多个项目生命周期6-7年，生命周期内预计总销售收入约为9.5亿美元，预计最高年度销售收入约为1.8亿美元（折合人民币约12.42亿元）；2022年12月获得某著名全球汽车整车厂多个项目定点，项目生命周期内预计总销售额约为2.01亿美元。该项目中电子驻车制动系统EPB是首次取得全球整车巨头OEM的项目合作。

伯特利与北汽集团签署战略合作协议，共同打造协同创新体系。1月31日，伯特利与北汽集团正式签署五年战略合作协议。双方将在汽车底盘、轻量化、转向及智能驾驶等领域展开深度合作，并将持续探讨在更广泛的产业领域展开技术协同创新研发及产业应用。伯特利于2012年进入北汽体系，践行“以客户为中心”的价值理念，特别是在芯片短缺、产能紧张之际，想尽一切办法满足客户订单需求，赢得客户认可。当前伯特利为北汽自主品牌EU系列、魔方、X7、BJ40、BJ60、极狐αS αT、图雅诺、拓路者等多款车型配套线控制动系统WCBS、电子驻车制动系统EPB、双控电子驻车系统D-EPB、智能驾驶辅助系统ADAS、制动器总成、固定钳等产品。

图5：伯特利与北汽集团签署战略合作协议



图6：伯特利主要配套产品



资料来源：穆迪报告，国信证券经济研究所整理

资料来源：穆迪报告，国信证券经济研究所整理

表1：公司近期所取得的成就

时间	荣誉&成就
2022年4月	伯特利凭借优秀的产品和服务荣获通用汽车“2021年度供应商奖”，连续两年获此殊荣，充分体现通用汽车对伯特利的高度认可。以2.01亿元收购浙江万达汽车方向机股份有限公司45%股权，布局转向系统，丰富和完善公司在汽车安全系统领域的产品线。
2022年6月	“线控制动系统WCBS”荣获2022中国汽车供应链优秀创新成果奖。
2022年8月	材料科技新项目正式投产，本次规划两条铸造生产线，规划年产能四万吨。项目建设充分考虑安全、高效、环保、节能等因素，对标国内外优秀企业，采用潮模砂生产工艺，是目前国际最为先进、高效的生产线，有效提升公司对全球客户市场需求的供给能力。
2022年9月	电子驻车制动系统EPB总销量突破1000万件，EPB销量持续快速增长，稳稳占据EPB自主品牌龙头地位。
2022年10月	成功入选国家知识产权示范企业，此次认定是伯特利继“国家知识产权优势企业”认定之后，在知识产权领域的又一国家级荣誉。
2022年12月	伯特利与吉利集团共同出资组建台州双利汽车智能底盘系统公司，推动智能汽车底盘线控制动产品在中国乘用车市场份额的快速提升。
2023年1月	伯特利收到全球著名汽车整车厂7个轻量化项目定点通知，项目生命周期内预计总销售额约9.5亿美元。
2023年2月	伯特利再度获得某著名全球汽车整车厂多个项目定点，项目生命周期内预计总销售额约为2.01亿美元。该项目中电子驻车制动系统EPB是首次取得全球整车巨头OEM的项目合作。
2023年3月	“集成高精定位的智能前视摄像头AFC2.0”荣获第七届铃轩奖智能驾驶类优秀奖。连续三年获得铃轩奖优秀奖。
	凭借线控制动系统WCBS、电子驻车制动系统EPB等项目，荣获广汽埃安2022年度“创新贡献奖”
	伯特利连续三年荣获通用汽车全球“年度供应商”奖
	伯特利凭借线控制动系统WCBS、电子驻车制动系统EPB、制动器总成等产品荣获奇瑞新能源2022年度“优秀供应商”奖
	伯特利荣获长安汽车2022年度“质量贡献奖”；为其开发提供WCBS、EPB、ADAS、制动器总成、整车稳定控制系统ESC等产品
	伯特利与北汽集团签署战略合作协议，共同打造协同创新体系，双方将在汽车底盘、轻量化、转向及智能驾驶等领域展开深度合作
	伯特利再度获得两家全球著名整车厂项目定点，合计销售收入约4.1亿美元

资料来源：公司官网，公司公告，公司官网微信公众号，国信证券经济研究所整理

发行GDR为业务拓展夯实基础。为满足业务发展的需要，深入推进公司国际化战略，开辟公司在国际资本市场的融资渠道，公司拟发行全球存托凭证GDR（Global Depositary Receipts），并申请在瑞士证券交易所挂牌上市，GDR以新增发的公司人民币普通股（A股）作为基础证券，发行数额不超过本次发行前公司普通股总股本的15%，按照截至2023年2月6日公司总股本测算，则数量不超过6177.4万股。

表2：GDR发行相关信息

条目	内容
发行对象	拟在全球范围内进行发售，拟面向合格国际投资者及其他符合相关规定的投资者发行。
发行规模	本次发行GDR所代表的新增基础证券A股股票（包括因任何超额配股权行使而发行的证券（如有））不超过本次发行前公司普通股总股本的15%；
转换限制期	本次发行的GDR可以在符合境内外监管要求的情况下，与基础证券A股股票进行转换。本次发行的GDR自上市之日起120日内不得转换为境内A股股票；公司控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的GDR自上市之日起36个月内不得转让。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 国产制动系统龙头，电控制动和轻量化迎来收获期

公司是国产制动系统龙头企业，产品覆盖全面，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、智能化的方向不断发展，叠加国产化进程加速，公司的轻量化零部件、电控制动系统前景广阔。2022年前三季度，公司新增盘式制动器定点120项，其中新能源车型10项；新增轻量化产品定点40项，其中新能源车型17项；线控制动系统（WCBS）：新增量产项目13项，其中新能源车型8项；新增定点项目46项，其中新能源车型20项；电动转向管柱（EPS）新增量产项目5项，其中新能源车型3项，新增定点项目7项，其中新能源车型6项。

表3：伯特利2022年在研项目及新增项目情况

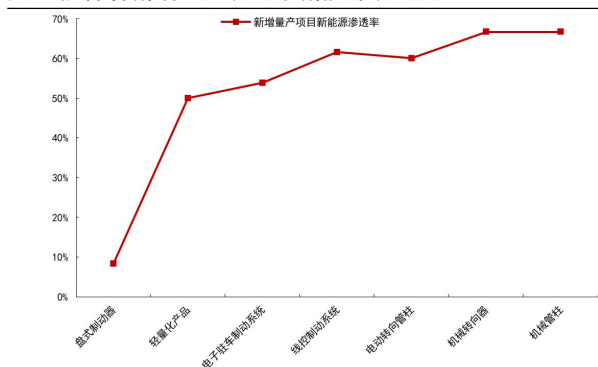
		在研项目	在研新能源项目	新增量产项目	新增量产新能源项目	新增定点	新增新能源定点
机械制动产品	盘式制动器	139	21	60	5	120	10
	轻量化产品	57	22	6	3	40	17
电子电控产品	电子驻车制动系统	58	31	26	14	49	42
	电子稳定控制系统	7	3			5	4
	电动尾门开闭系统	5	4			3	3
智能驾驶产品	线控制动系统	47	31	13	8	46	20

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

	高级驾驶辅助系统	14	2	3		3	
转向系统	电动转向管柱	12	8	5	3	7	6
	机械转向器	17	11	6	4	7	5
	机械管柱	10	4	3	2	5	3

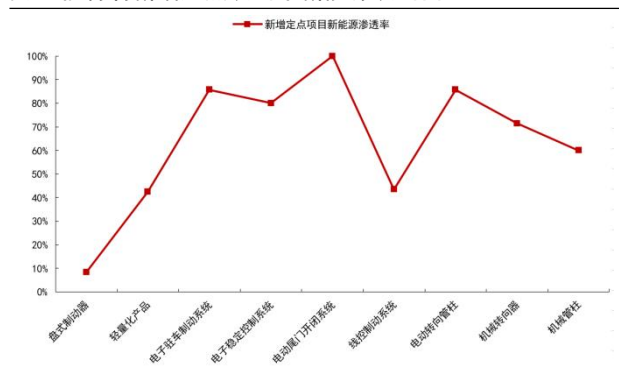
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：截至 22Q3

图7：伯特利新增量产项目中新能源项目占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

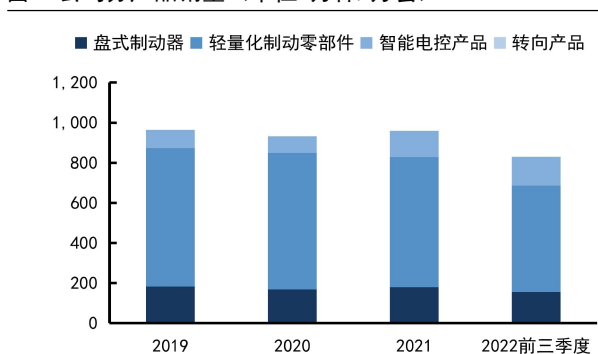
图8：伯特利新增定点项目中新能源项目占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

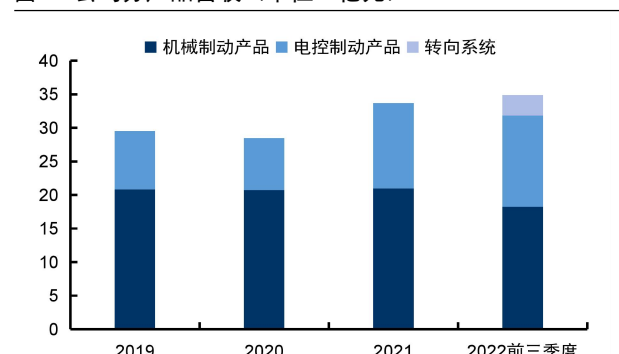
分产品看,2022 年前三季度公司智能电控产品销量 143.75 万套,收入 13.59 亿元,占主营业务收入 38.04%,同比增长 79.39%,单三季度智能电控收入 5.44 亿(+99%);盘式制动器销量 155.73 万套,收入 10.40 亿元,占主营业务收入比例为 20.92%,同比增长 28.32%,单三季度盘式制动器收入 4.18 亿(+85%);轻量化制动零部件销量 531.15 万件,收入 7.85 亿元,占主营业务收入比例为 21.97%,同比增长 28.32%,单三季度轻量化收入 2.99 亿(+46%);2022 年 6-9 月,转向系统产品销量 92.56 万套,收入为 3.05 亿元。

图9：公司分产品销量（单位：万件/万套）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司分产品营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

加快产能建设，线控制动产能持续加码。公司依据在手订单情况，结合对新能源汽车未来发展预判及公司国际化业务布局，持续加快产能建设，截止 2022 年 6 月，主要产能布局情况如下：（1）年产 5 万吨铸铁汽车配件及 1 万吨铸铝汽车配件项目建设顺利推进，8 月份投入生产。（2）墨西哥年产 400 万件轻量化零部件建设项目产线正在调试中，2022 年底做好生产准备，2023 年将投产使用。（3）年产 40 万套电子驻车制动系统（EPB）项目正在加快建设，预计 2022 年下半年将投产使用。（4）为了满足市场对线控制动产品的需求，2022 年公司将新增四条线控制动产线，其中：第二、三条产线将于 2022 年下半年投产，第四、五条产线将于 2023 年上半年投产。（5）为满足市场对 ESC 产品的需求，公司完成对原有 ESC 产线升级改造，同时新增一条 ESC620 产线，正在快速建设中，2022 年下半年投产；（6）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。

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，生产升本方面较其它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：国产制动系统龙头企业，维持“买入”评级

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。在今年 1-2 月整体汽车市场表现相对低迷的情况下（1-2 月汽车销量同比-15.2%，新能源汽车销量同比+20.8%），公司经营业绩实现稳定增长，展现出较强综合竞争力。另外在国内主机厂陆续开启降价促销的背景下，我们认为伯特利依托高技术壁垒产品（线控制动等）有望在此轮“价格战”中掌握一定的议价权。我们维持盈利预测，预计公司 22/23/24 年净利润为 6.5/10.3/13.8 亿元，对应 EPS 为 1.60/2.51/3.37 元，对应 PE 为 40/26/19 倍，给予 2023 年目标 PE 估值 30-35 倍，对应估值区间为 75.3-87.9 元，维持“买入”评级。

表4：可比公司估值（截至 2023 年 3 月 12 日）

证券代码	证券简称	最近收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
603786	科博达	58.12	235	0.97	1.31	1.82	60	44	32
601689	拓普集团	54.26	598	0.92	1.62	2.15	59	33	25
002920	德赛西威	105.01	583	1.50	1.93	3.00	70	54	35
600933	爱柯迪	23.10	204	0.36	0.63	0.84	64	37	28
	平均						63	42	30
603596	伯特利	64.33	265	1.24	1.60	2.51	52	40	26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

◆ 风险提示

政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险，价格战的风险，EPB 的普及与国产化替代速度不及预期、线控制动系统（WCBS）的量产时间不及预期。

相关研究报告：

《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
《伯特利（603596.SH）-中报点评：二季度营收同比增长 46%，线控制动产能持续加码》——2022-08-31
《伯特利（603596.SH）-一季度营收增长 29%，股权激励彰显长期信心》——2022-05-04
《伯特利（603596.SH）-智能电控业务大幅增长，收购万达转向机布局转向系统》——2022-04-10

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	1437	2076	2840	3480	4479	营业收入	3042	3492	4933	7449	9665
应收款项	1068	1128	1622	2449	3177	营业成本	2238	2648	3698	5547	7148
存货净额	322	425	597	901	1164	营业税金及附加	22	24	32	48	63
其他流动资产	718	803	493	745	966	销售费用	27	28	39	60	77
流动资产合计	3545	4957	6078	8100	10312	管理费用	80	82	111	167	215
固定资产	897	998	1145	1272	1384	研发费用	175	239	335	507	657
无形资产及其他	62	69	67	65	64	财务费用	(12)	(12)	(29)	(48)	(69)
投资性房地产	151	228	228	228	228	投资收益	(1)	(3)	0	0	0
长期股权投资	18	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	4	(9)	0	0	0
资产总计	4672	6252	7517	9665	11987	其他收入	(126)	(135)	(335)	(507)	(657)
短期借款及交易性金融负债	14	152	100	100	100	营业利润	565	575	746	1169	1572
应付款项	1308	1348	2091	3154	4074	营业外净收支	(1)	2	2	2	2
其他流动负债	152	274	227	342	442	利润总额	564	576	747	1171	1574
流动负债合计	1474	1773	2418	3596	4617	所得税费用	71	49	63	99	133
长期借款及应付债券	20	755	755	755	755	少数股东损益	31	23	30	47	63
其他长期负债	234	228	233	238	243	归属于母公司净利润	461	505	654	1025	1378
长期负债合计	254	983	988	993	998	现金流量表（百万元）					
负债合计	1728	2756	3406	4589	5615	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	250	0	27	69	125	净利润	461	505	654	1025	1378
股东权益	2694	3496	4085	5007	6247	资产减值准备	(76)	(14)	(3)	(1)	(1)
负债和股东权益总计	4672	6252	7517	9665	11987	折旧摊销	103	115	99	117	132
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(4)	9	0	0	0
2020	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	(12)	(12)	(29)	(48)	(69)
每股收益	1.13	1.24	1.60	2.51	3.37	营运资本变动	(133)	(183)	342	(201)	(188)
每股红利	0.11	0.13	0.16	0.25	0.34	其它	104	34	29	43	58
每股净资产	6.59	8.56	10.00	12.26	15.30	经营活动现金流	455	467	1122	983	1378
ROIC	16.07%	13.08%	18%	28%	35%	资本开支	0	(187)	(241)	(241)	(241)
ROE	17.13%	14.43%	16%	20%	22%	其它投资现金流	0	(525)	0	0	0
毛利率	26%	24%	25%	26%	26%	投资活动现金流	1	(694)	(241)	(241)	(241)
EBIT Margin	16%	13%	15%	15%	16%	权益性融资	(6)	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	17%	17%	17%	17%	负债净变化	(29)	(20)	0	0	0
收入增长	-4%	15%	41%	51%	30%	支付股利、利息	(45)	(55)	(65)	(103)	(138)
净利润增长率	15%	9%	30%	57%	34%	其它融资现金流	(58)	1017	(52)	0	0
资产负债率	42%	44%	46%	48%	48%	融资活动现金流	(213)	867	(117)	(103)	(138)
股息率	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	现金净变动	244	640	764	640	999
P/E	57.0	52.1	40.1	25.6	19.1	货币资金的期初余额	1193	1437	2076	2840	3480
P/B	9.8	7.5	6.4	5.2	4.2	货币资金的期末余额	1437	2076	2840	3480	4479
EV/EBITDA	46.4	49.5	36.4	24.9	19.5	企业自由现金流	0	176	856	701	1079
						权益自由现金流	0	1173	831	745	1142

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