

长城汽车（601633.SH）

产品结构优化叠加出口放量，单车净利润同环比提升

核心观点

产品结构优化叠加出口放量，二季度净利润同比增长224%。24Q2 公司实现营业收入 485.7 亿元（24Q2 整体汽车销量 28.0 万辆，同比-6.5%，环比+1.5%，24Q2 出口销量为 10.9 万辆，同比+51.1%，环比+17.2%），同比+18.7%，环比+13.3%，归母净利润 38.5 亿元，同比+224.4%，环比+19.3%；扣非净利润 36.3 亿元，同比+275.3%，环比+79.2%，得益于出口业务的增长及公司产品结构的持续优化，公司业绩稳定释放。

单车盈利能力同环比提升。分品牌看，长城汽车 24Q2 哈弗品牌销量 14.2 万辆，环比 10.2%；WEY 品牌销量 1.0 万辆，环比+6.8%；皮卡销量 4.8 万辆，环比+11.3%；欧拉品牌销量 1.7 万辆，环比+11.3%；坦克品牌销量 6.7 万辆，环比+35.9%；产品线稳定。费率维度，公司销售/管理/研发费用率分别 4.3%/2.1%/4.6%，同比-0.1/-0.4/-0.2pct，环比+0.3/-0.3/+0.0pct，费用管控稳定；24Q2 公司单车营收 17.1 万元，同比+3.4 万元，环比+1.5 万元，预计主要系 1) 出口占比提升：24Q2 出口占比 38.2%，同比+14.2pct，环比+4.5pct；2) 产品结构优化：24Q2 中高端坦克品牌销量占比 23.5%，同比+12.1%，环比+5.7pct；24Q2 单车归母净利润为 1.35 万元（24Q1 为 1.17 万元，23Q2 为 0.40 万元），盈利能力同环比提升。

新能源战略持续推进，看好产品、技术等维度升级带来销量推动力。1) **产品维度**：8 月魏牌蓝山智驾版正式上市，搭载新一代智能驾驶系统 Coffee Pilot Ultra，同时后续新改款车型迎来新品周期；2) **技术维度**：混动、纯电、氢能三大领域精准投入，推出各项战略及先进技术，发布智能四驱电混技术 Hi4；智能化方面具备从感知硬件到计算平台的全域自研能力；3) **组织变革维度**：通过“强后台、大中台、小前台”，建立 3.0 版组织架构，同时构建贯穿整车到核心零部件的森林生态体系，持续赋能长城新能源转型及向上发展；4) **出海层面**：2023 年海外市场销售首次突破 30 万辆，生态出海扎实推进，目前已经出口到 170 多个国家，全球销售网络超过 1000 家，旗下五大品牌全部实现出海。

风险提示：行业销量下滑风险，新车型销售不达预期风险。

投资建议：考虑到新车型加持下的产品矩阵发力带来的销量增长，上调盈利预测，预计 24-26 年长城汽车归母净利润为 116.6/138.0/159.7 亿元（原预测 89.3/106.9/127.4 亿元），EPS 为 1.37/1.62/1.88 元（原预测 1.05/1.26/1.50 元），对应 PE 为 17/14/12x，持续看好长城新能源战略转型带来的业绩上行动力，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)	137,340	173,212	221,538	261,415	305,333
(+/-%)	0.7%	26.1%	27.9%	18.0%	16.8%
净利润(百万元)	8266	7022	11663	13804	15965
(+/-%)	22.9%	-15.1%	66.1%	18.4%	15.7%
每股收益(元)	0.94	0.83	1.37	1.62	1.88
EBIT Margin	3.1%	3.1%	5.5%	6.8%	6.8%
净资产收益率 (ROE)	12.7%	10.3%	15.7%	17.0%	17.9%
市盈率 (PE)	24.2	27.6	16.6	14.0	12.1
EV/EBITDA	30.8	25.9	20.7	14.2	14.2
市净率 (PB)	3.07	2.83	2.61	2.39	2.17

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·乘用车

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：孙树林

0755-81982598

sunshulin@guosen.com.cn

S0980524070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	22.08 元
总市值/流通市值	188613/188613 百万元
52 周最高价/最低价	31.30/19.11 元
近 3 个月日均成交额	393.66 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

- 《长城汽车（601633.SH）-2023 年营收同比增长 32%，新能源与出口齐放量》——2024-03-31
- 《长城汽车（601633.SH）-新能源与出口齐发力，单三季度净利润环比增长 206%》——2023-10-30
- 《长城汽车（601633.SH）-二季度出口销量同比增长 115%，新能源战略转型持续推进》——2023-09-04
- 《长城汽车（601633.SH）-盈利能力短期承压，静待新品放量驱动业绩上行》——2023-04-24
- 《长城汽车（601633.SH）-2022 年单车盈利持续提升，新能源战略转型提速》——2023-04-03

业绩概述: 24Q2 公司实现营收 485.7 亿元 (24Q2 整体汽车销量 28.0 万辆, 同比-6.5%, 环比+1.5%, 24Q2 出口销量为 10.9 万辆, 同比+51.1%, 环比+17.2%), 同比+18.7%, 环比+13.3%, 归母净利润 38.5 亿元, 同比+224.4%, 环比+19.3%; 扣非净利润 36.3 亿元, 同比+275.3%, 环比+79.2%, 得益于出口业务的增长及公司产品结构的持续优化, 公司业绩稳定释放。

图1: 长城汽车营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



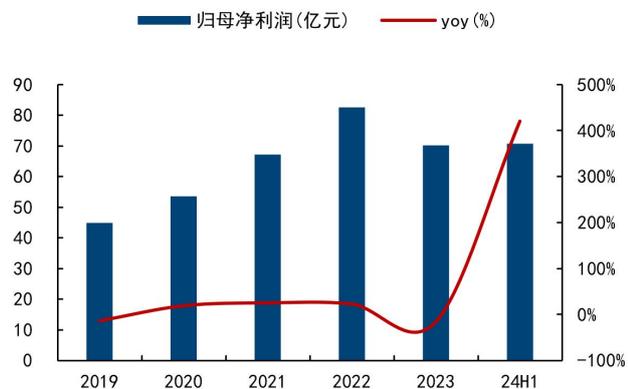
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 长城汽车单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



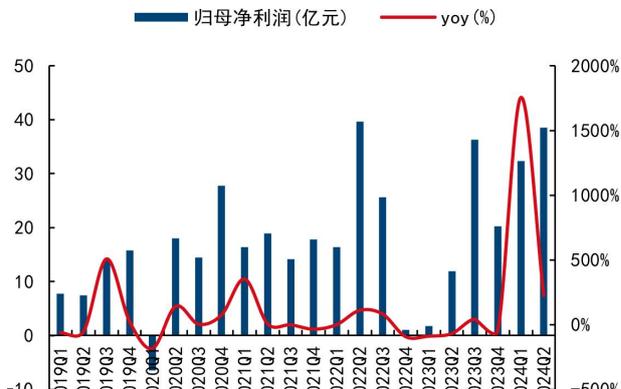
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 长城汽车归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

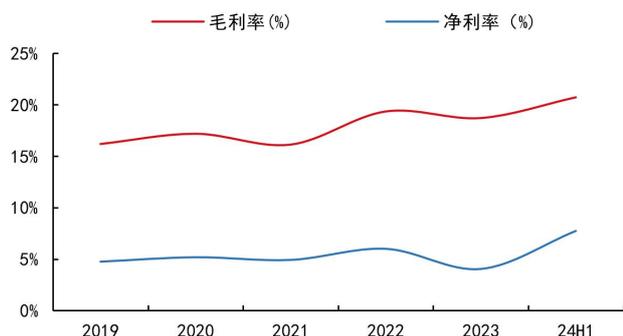
图4: 长城汽车单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

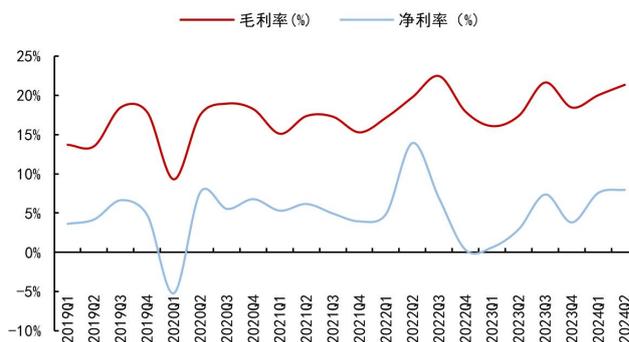
分品牌看, 长城汽车 24Q2 哈弗品牌销量 14.2 万辆, 环比 10.2%; WEY 品牌销量 1.0 万辆, 环比+6.8%; 皮卡销量 4.8 万辆, 环比+11.3%; 欧拉品牌销量 1.7 万辆, 环比+11.3%; 坦克品牌销量 6.7 万辆, 环比+35.9%; 产品线稳定。费率维度, 公司销售/管理/研发费用率分别 4.3%/2.1%/4.6%, 同比-0.1/-0.4/-0.2pct, 环比+0.3/-0.3/+0.0pct, 费用管控稳定; 24Q2 公司单车营收 17.1 万元, 同比+3.4 万元, 环比+1.5 万元, 预计主要系 1) 出口占比提升: 24Q2 出口占比 38.2%, 同比+14.2pct, 环比+4.5pct; 2) 产品结构优化: 24Q2 中高端坦克品牌销量占比 23.5%, 同比+12.1%, 环比+5.7pct; 24Q2 单车归母利润为 1.35 万元 (24Q1 为 1.17 万元, 23Q2 为 0.40 万元), 盈利能力同环比提升。

图5: 长城汽车毛利率、净利率变化情况



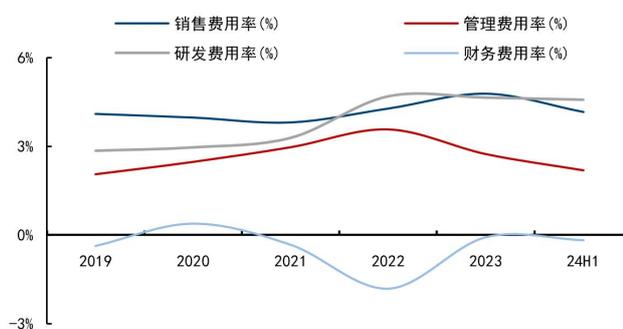
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 长城汽车季度毛利率、净利率变化情况



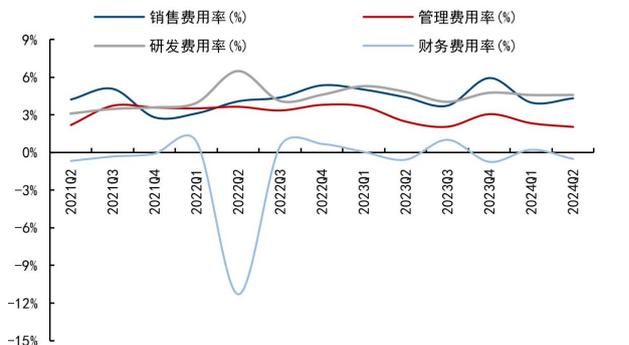
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 长城汽车年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

图8: 长城汽车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

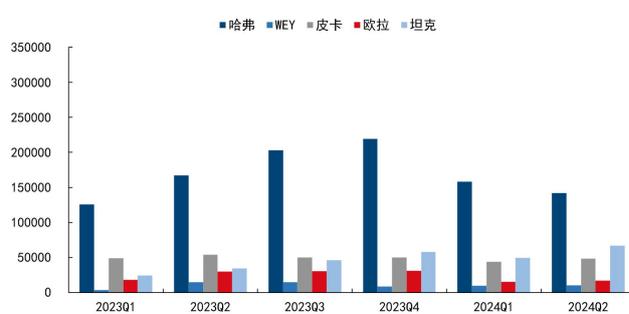
销量情况: 24Q2 整体汽车销量 28.0 万辆, 同比-6.5%, 环比+1.5%, 24Q2 出口销量为 10.9 万辆, 同比+51.1%, 环比+17.2%。分品牌看, 长城汽车 24Q2 哈弗品牌销量 14.2 万辆, 环比 10.2%; WEY 品牌销量 1.0 万辆, 环比+6.8%; 皮卡销量 4.8 万辆, 环比+11.3%; 欧拉品牌销量 1.7 万辆, 环比+11.3%; 坦克品牌销量 6.7 万辆, 环比+35.9%; 产品线全面发力。

图9: 长城汽车出口及新能源车销量 (辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 长城汽车分品牌销量 (万辆) 及增速 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11：长城汽车盈利指标拆分

长城汽车整体 (亿元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
营业收入	311.2	308.1	288.7	456.1	336.2	285.2	373.5	378.6	290.4	409.3	495.3	537.1	428.6	485.7
营业成本	264.1	254.5	238.7	386.3	278.4	228.7	289.5	310.7	243.7	338.1	388.0	437.9	342.7	382.0
毛利率	15.1%	17.4%	17.3%	15.3%	17.2%	19.8%	22.5%	17.9%	16.1%	17.4%	21.7%	18.5%	20.0%	21.4%
税金及附加	8.6	9.4	8.2	16.1	10.5	10.1	15.7	14.9	9.5	14.5	18.3	17.6	14.9	18.9
销售费用	11.4	13.0	14.6	12.9	10.5	11.7	16.4	20.2	14.5	18.0	18.5	31.8	17.1	21.0
销售费用率	3.7%	4.2%	5.1%	2.8%	3.1%	4.1%	4.4%	5.3%	5.0%	4.4%	3.7%	5.9%	4.0%	4.3%
管理费用	6.6	6.8	10.7	16.3	11.8	10.4	12.5	14.3	10.6	10.1	10.2	16.4	10.0	10.0
管理费用率	2.1%	2.2%	3.7%	3.6%	3.5%	3.6%	3.3%	3.8%	3.7%	2.5%	2.1%	3.1%	2.3%	2.1%
研发费用	9.1	9.5	10.0	16.3	13.2	18.5	15.3	17.4	15.3	19.8	19.9	25.5	19.6	22.3
研发费用率	2.9%	3.1%	3.5%	3.6%	3.9%	6.5%	4.1%	4.6%	5.3%	4.8%	4.0%	4.8%	4.6%	4.6%
财务费用	-1.0	-2.1	-0.9	-0.5	2.9	-32.2	1.9	2.6	0.1	-2.4	5.0	-4.0	0.9	-2.5
财务费用率	-0.3%	-0.7%	-0.3%	-0.1%	0.9%	-11.3%	0.5%	0.7%	0.0%	-0.6%	1.0%	-0.8%	0.2%	-0.5%
其他收益	2.5	2.5	3.4	2.1	2.8	2.0	0.9	2.9	1.5	2.8	2.7	8.1	11.1	9.3
投资净收益	4.1	2.4	2.9	1.7	1.8	2.0	1.7	1.3	2.6	2.1	2.0	1.0	2.3	2.7
公允价值变动净收益	0.1	0.8	0.8	1.4	-0.2	-1.0	3.0	-1.3	0.5	-1.8	2.0	-1.0	0.3	0.4
资产减值损失	0.0	-2.6	0.0	-2.1	0.0	-0.8	0.0	-2.6	-1.7	-1.4	-0.2	-1.6	-0.5	-1.6
信用减值损失	-0.2	-0.1	-0.3	-0.6	0.3	-0.3	-0.2	0.0	-0.1	0.0	-0.5	0.0	0.0	0.0
资产处置收益	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.0	-0.3	-0.2	0.5	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.2	0.0
营业利润	18.6	20.0	14.2	10.9	13.4	39.6	27.4	-0.8	-0.7	13.0	41.3	18.5	36.3	45.0
营业外收支	0.3	0.5	0.8	9.5	5.1	0.6	1.9	0.8	1.3	0.3	0.8	3.8	1.3	0.3
所得税	2.6	1.5	0.9	2.6	2.2	0.6	3.8	-1.0	-1.1	1.4	5.8	2.0	5.3	6.8
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归母净利润	16.4	18.9	14.2	17.8	16.3	39.7	25.6	1.1	1.7	11.9	36.3	20.3	32.3	38.5
扣非净利润	13.4	15.1	8.1	5.5	13.0	7.6	22.8	1.4	-2.2	9.7	30.6	10.3	20.2	36.3
长城汽车销量 (万辆)	33.9	27.9	26.6	39.7	28.4	23.5	27.1	26.5	22.0	29.9	34.5	36.7	27.5	28.4
单车财务指标测算														
单车均价 (万元)	9.2	11.0	10.9	11.5	11.9	12.1	13.8	14.3	13.2	13.7	14.4	14.6	15.6	17.1
单车净利润 (万元)	0.48	0.68	0.53	0.45	0.58	1.69	0.94	0.04	0.08	0.40	1.05	0.55	1.17	1.35
单车扣非利润 (万元)	0.39	0.54	0.31	0.14	0.46	0.32	0.84	0.05	-0.10	0.32	0.89	0.28	0.74	1.28

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：持续看好长城汽车新能源战略加速落地，上调盈利预测，维持“优于大市”评级

盈利预测：基于 1) 公司出海战略的持续以及出口销量的持续提升；以及出口业务对公司盈利的提振；2) 公司渠道升级、组织架构变革、新品陆续推出带来的向上竞争力；3) 行业价格战相对放缓，压制公司盈利的因素得到一定的缓解，我们上调盈利预测，预计 24-26 年长城汽车营收为 2215.4/2614.2/3053.3 亿元（原假设 2204.5/2577.4/3997.8 亿元），归母净利润为 116.6/138.0/159.7 亿元（原假设 89.3/106.9/127.4 亿元），EPS 为 1.37/1.62/1.88 元（原假设 EPS 为 1.05/1.26/1.50 元），我们调整盈利预测的主要依据如下：

假设一：收入端（销量、售价）

销量层面：我们预计公司出口业务有望持续提升，预计 24/25/26 年公司出口销量为 45/64/75 万辆；价格层面，预计一方面公司出口销量占比提升，同时国内坦克（价格相对较高的中高端品牌）占比提升，公司均价有望稳中有升；整体来看，在海外需求放缓叠加国内商用车下滑导致公司产品结构变动的前提下，下调营收预测，预计 24-26 年长城汽车营收为 2215.4/2614.2/3053.3 亿元（原假设 2204.5/2577.4/3997.8 亿元）；

假设二：毛利率

产品结构方面：在出口销量持续提升的背景下，同时公司坦克品牌（相对盈利好的中高端品牌）销量持续提升，从而使得公司整体毛利率有所提升，我们预计 24-26 年公司整体毛利率分别为 19%/20%/20%（前次预测为 18%/19%/19%）。

假设三：费用层面

考虑到公司组织架构变革的持续以及公司降本增效工作的持续推进，我们小幅下调公

司管理费率，预计 24-26 年公司管理费用率 0.9%/0.9%/0.9%（前次预测为 1.0%/1.0%/1.3%）；销售费用率为 4.5%/4.3%/4.3%（前次预测为 4.7%/4.5%/4.3%）。

表1: 公司盈利预测假设条件

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	110739	140773	179446	209394	244572
毛利率	19%	19%	19%	20%	20%
营业成本（百万元）	5121	5986	7311	8627	10076
销售费用（百万元）	5876	8285	9969	11241	13129
管理费用（百万元）	4893	4735	3125	3484	3879
研发费用（百万元）	6445	8054	9526	10979	12824
归母净利润（百万元）	8266	7022	11663	13804	15965

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

新能源战略持续推进，看好产品、技术等维度升级带来销量推动力，维持“优于大市”评级。考虑到新车型加持下的产品矩阵发力带来的销量增长，上调盈利预测，预计 24-26 年长城汽车归母净利润为 116.6/138.0/159.7 亿元（原预测 89.3/106.9/127.4 亿元），EPS 为 1.37/1.62/1.88 元（原预测 1.05/1.26/1.50 元），对应 PE 为 17/14/12x，持续看好长城新能源战略转型带来的业绩上行动力，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

证券简称	评级	最近收盘价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益			市盈率			
				22A	23A	24E	22A	23A	24E	
000625.SZ	长安汽车	优于大市	12.09	1,051	0.97	1.14	0.92	12	11	13
2015.HK	理想汽车	未评级	78.85	1,673	-1.04	5.55	4.1	-76	14	19
002594.SZ	比亚迪	优于大市	249.42	6,934	5.71	10.32	13	44	24	19
	平均							-7	16	17
601633.SH	长城汽车	优于大市	23.16	1,679	0.94	0.83	1.37	25	28	17

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及预测 理想汽车为 wind 一致预测。

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	35773	38337	10000	10000	10000	营业收入	137340	173212	221538	261415	305333
应收款项	11751	12258	24278	14324	41826	营业成本	110739	140773	179446	209394	244572
存货净额	22375	26628	40125	40924	54654	营业税金及附加	5121	5986	7311	8627	10076
其他流动资产	33800	35421	55385	47055	61067	销售费用	5876	8285	9969	11241	13129
流动资产合计	107681	118584	135727	118243	173487	管理费用	4893	4735	3125	3484	3879
固定资产	35255	36712	47702	53111	57819	研发费用	6445	8054	9526	10979	12824
无形资产及其他	8197	11310	10180	9050	7920	财务费用	(2488)	(126)	(824)	2272	2907
投资性房地产	23939	23913	23913	23913	23913	投资收益	671	761	120	120	100
长期股权投资	10286	10751	13751	16751	19751	资产减值及公允价值变动	387	462	150	150	100
资产总计	185357	201270	231274	221067	282890	其他收入	(6290)	(7580)	(9526)	(10979)	(12824)
短期借款及交易性金融负债	10827	12591	52318	23617	80555	营业利润	7967	7201	13256	15689	18146
应付款项	59367	68486	52663	58463	75149	营业外净收支	840	623	0	0	0
其他流动负债	25608	29758	29255	34047	13262	利润总额	8807	7824	13256	15689	18146
流动负债合计	95802	110835	134236	116127	168965	所得税费用	554	801	1591	1883	2178
长期借款及应付债券	18917	16749	16519	16519	16519	少数股东损益	(13)	1	2	3	3
其他长期负债	5422	5177	6177	7177	8177	归属于母公司净利润	8266	7022	11663	13804	15965
长期负债合计	24339	21926	22696	23696	24696	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	120141	132762	156933	139823	193662	净利润	8266	7022	11663	13804	15965
少数股东权益	15	8	9	10	11	资产减值准备	(134)	151	471	111	101
股东权益	65201	68501	74332	81234	89217	折旧摊销	6114	7257	4820	5762	6421
负债和股东权益总计	185357	201270	231274	221067	282890	公允价值变动损失	(387)	(462)	(150)	(150)	(100)
						财务费用	(2488)	(126)	(824)	2272	2907
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(8325)	6819	(60335)	29188	(58242)
每股收益	0.94	0.83	1.37	1.62	1.88	其它	122	(150)	(471)	(110)	(100)
每股红利	0.14	0.42	0.69	0.81	0.94	经营活动现金流	5657	20637	(44002)	48604	(35954)
每股净资产	7.44	8.06	8.75	9.56	10.50	资本开支	0	(6151)	(15001)	(10001)	(10001)
ROIC	16%	18%	20%	24%	24%	其它投资现金流	4305	(1958)	0	0	0
ROE	13%	10%	16%	17%	18%	投资活动现金流	3543	(8574)	(18001)	(13001)	(13001)
毛利率	19%	19%	19%	20%	20%	权益性融资	317	682	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	5%	7%	7%	负债净变化	6749	(2120)	(230)	0	0
EBITDA Margin	8%	7%	8%	9%	9%	支付股利、利息	(1226)	(3538)	(5831)	(6902)	(7983)
收入增长	1%	26%	28%	18%	17%	其它融资现金流	(17839)	1135	39727	(28702)	56938
净利润增长率	23%	-15%	66%	18%	16%	融资活动现金流	(6475)	(9499)	33666	(35603)	48955
资产负债率	65%	66%	68%	63%	68%	现金净变动	2726	2564	(28337)	0	0
息率	0.6%	1.8%	3.0%	3.6%	4.1%	货币资金的期初余额	33048	35773	38337	10000	10000
P/E	24.2	27.6	16.6	14.0	12.1	货币资金的期末余额	35773	38337	10000	10000	10000
P/B	3.1	2.8	2.6	2.4	2.2	企业自由现金流	0	12753	(59815)	40516	(43471)
EV/EBITDA	30.8	25.9	20.7	14.2	14.2	权益自由现金流	0	11769	(21792)	9816	10908

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