

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

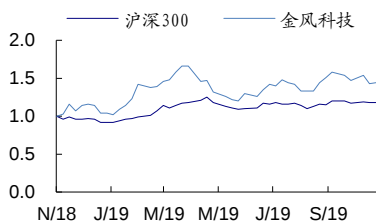
金风科技(002202)
买入

2019 年三季度业绩点评

(维持评级)

2019 年 10 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	4,225/3,387
总市值/流通(百万元)	52,475/42,066
上证综指/深圳成指	2,955/9,660
12 个月最高/最低(元)	14.63/7.51

相关研究报告:

《金风科技-002202-2019 年半年报业绩点评-风机毛利率已见底,销售量加速提升》——2019-08-27

《金风科技-002202-重大事件快评:持续出售存量电站,彰显风场开发业务价值》——2019-06-17

《金风科技-002202-2019 年一季度业绩点评:风机销量继续保持高增速,发电业绩因风资源波动低于预期》——2019-04-29

《金风科技-002202-2018 年业绩点评:风机价格战拖累业绩,密切关注降本进程》——2019-04-03

《金风科技-002202-2018 年业绩快报点评:4 季度销量大增验证抢装趋势,静待毛利率触底回升》——2019-02-25

证券分析师: 方重寅

E-MAIL: fangchongyin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518030002

联系人: 王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

风机毛利率回升, 8 亿电站投资收益将归入囊中

• 2019 年第三季度营业收入增长 33% 毛利率同比跌幅收窄

2019 年第三季度公司实现营业收入 90.02 亿元 (+32.65%), 归母净利润 4.06 亿元 (-54.3%), 综合毛利率 19.12%, 同比下滑 7.77 个百分点, 环比提高毛利率同比跌幅环比收窄 (19Q2 同比跌幅为 10.62 个百分点), 销售净利率 4.38%, 同比下滑 6.09 个百分点。第三季度公司销售收入大幅增加主要得益于风机销售量的提高, 第三季度销售容量 2,053MW, 预计第四季度风机销量超过 3200MW, 环比增速超过 50%, 全年对外销售容量 8.5GW 以上, 同比增长超过 45%。公司通过采取有效措施降低成本, 第三季度风机制造业务毛利率环比有所提升。预计第四季度风机毛利率将恢复至 14% 以上, 全年风机毛利率恢复至 13%。

• 发电量环比显著下滑拖累业绩 将转让风场股权锁定约 8 亿利润

由于风资源的季节性波动, 第三季度发电量环比显著下滑, 仅为 15.86 亿度, 拖累公司整体业绩。公司公告计划转让旗下 350MW 风电场 49% 股权, 并披露预期实现税前投资收益约 8 亿元。

• 行业招标量激增 产品市场价格已累计反弹 17%

2019 年第三季度国内风机公开招标量达到 17.6GW, 前三季度合计 49.9GW, 同比增长 108.5%, 超过以往历史年度招标总量。北方项目 30.1GW, 占比 60.3%, 三北大基地市场回归确立。截至 9 月市场主流机型 2.5MW 风机较 2018 年 9 月低点累计涨价 17% 至, 达到 3898 元/千瓦, 2020 年风机行业毛利率显著改善可期。

• 风险提示: 风机销量低于预期; 风机毛利率低于预期; 国际市场发展受当地宏观形势影响存在不确定性。

• 投资建议: 维持盈利预测 维持“买入”评级

维持 2019-2021 年归母净利润为 27.1/38.9/48.6 亿元, 业绩同比增速 -15.6/44.3/24.9%; 摊薄 EPS 为 0.65/0.92/1.15 元, 当前股价对应 PE 为 19.3/13.5/10.8x。合理估值 17.07-23.73 元/股, 较目前股价溢价 37-91%。2019 年第三季度业绩见底迹象明确, 公司未来风机主业务量价利润率齐升, 开启长期盈利修复通道, 2020-2021 年业绩高增速可期, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28,731	36,545	47,947	52,263	60,102
(+/-%)	14.3%	27.2%	31.2%	9.0%	15.0%
净利润(百万元)	3217	2714	3890	4859	6141
(+/-%)	5.3%	-15.6%	43.3%	24.9%	26.4%
摊薄每股收益(元)	0.76	0.64	0.92	1.15	1.45
EBIT Margin	14.0%	8.4%	10.5%	13.0%	13.5%
净资产收益率(ROE)	12.9%	8.5%	11.2%	12.7%	14.6%
市盈率(PE)	16.3	19.3	13.5	10.8	8.5
EV/EBITDA	18.4	21.1	16.5	12.1	11.0
市净率(PB)	1.77	1.65	1.50	1.37	1.25

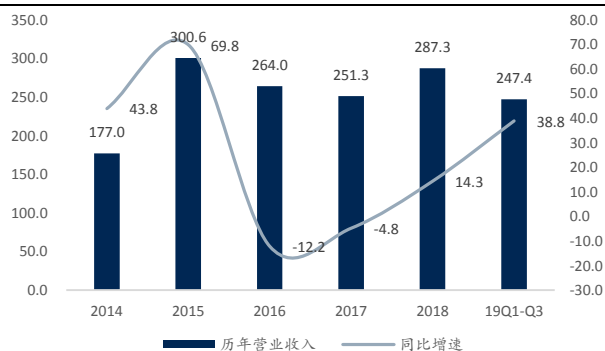
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2019 年第三季度营业收入增长 33%，毛利率同比跌幅收窄

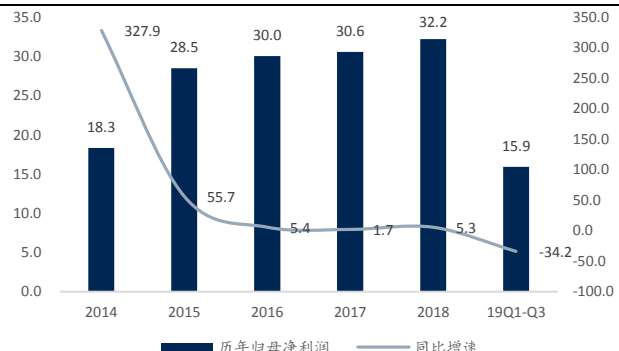
2019 年第三季度公司实现营业收入 90.02 亿元 (+32.65%)，归母净利润 4.06 亿元 (-54.3%)，综合毛利率 19.12%，同比下滑 7.77 个百分点，环比提高毛利率同比跌幅环比收窄 (19Q2 同比跌幅为 10.62 个百分点)，销售净利率 4.38%，同比下滑 6.09 个百分点。第三季度公司销售收入大幅增加主要得益于风机销售量的提高，第三季度销售容量 2,053MW，预计第四季度风机销量超过 3200MW，环比增速超过 50%，全年对外销售容量 8.5GW 以上，同比增长超过 45%。

图 1：金风科技年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



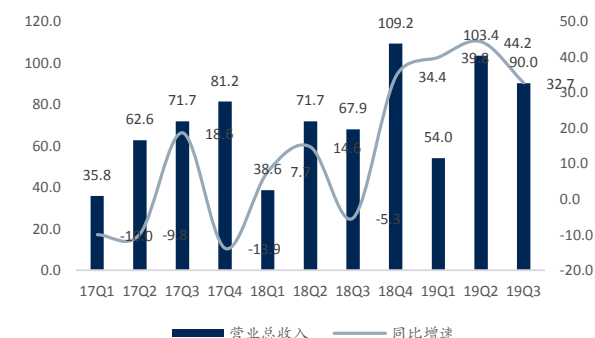
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：金风科技年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



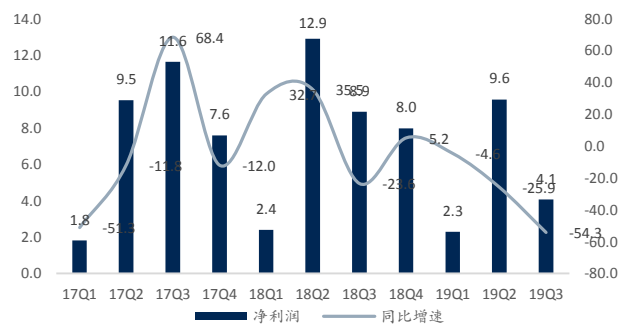
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：金风科技季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



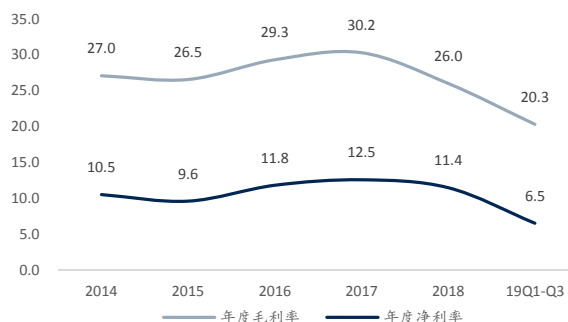
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：金风科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



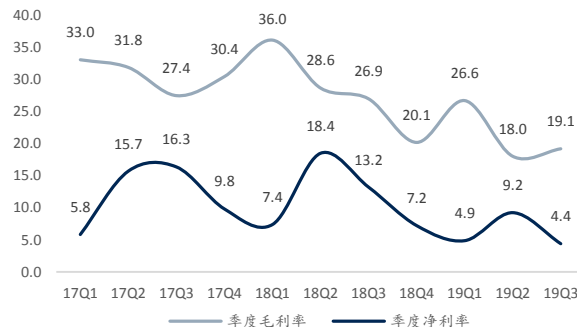
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：金风科技年度销售毛利率和净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

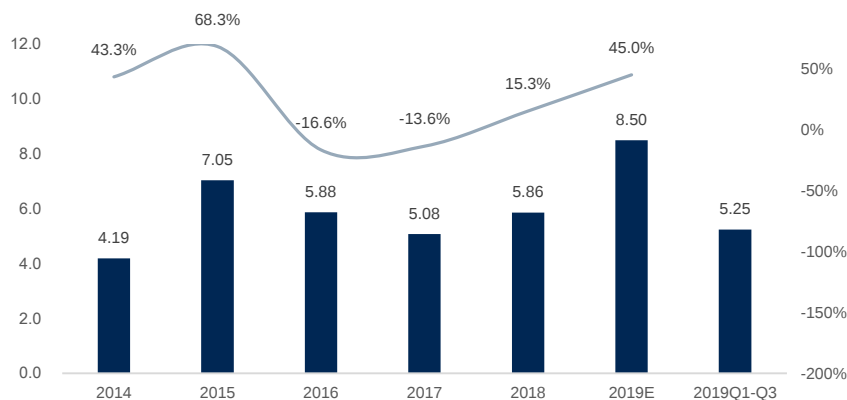
图 6：金风科技年度销售毛利率和净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司前三季度实现风机销售容量 5245MW，其中 2S 平台产品占比最高，达到 65%，2.5S 平台销量占比上升至 22%。半年报显示 2S 平台产品价格环比下降 4%、同比下降 9%，同时由于产品升级换代而出现规模化程度不高，成本上升（同比增长+5%），毛利率仅为 10.09%，第三季度公司针对 2S 产品采取以技术改进为主的降本措施，风机制造整体毛利率在第三季度出现环比改善。

图 7：公司年度风机销售容量（GW）和同比增速（%）



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

综合毛利率环比提升 1.17 个百分点至 19.12%，公司表示通过采取有效措施降低成本，第三季度风机制造业务毛利率环比有所提升。预计第四季度风机毛利率将恢复至 14%以上，全年风机毛利率恢复到 13%。

表 1：2019 年各机型销售容量及占比（MW，%）

销量 (MW)	2019H1	占比	2019Q3	占比	19Q1-Q3	占比
1.5MW	50	1.6%	12	0.6%	62	1.2%
2.0MW	2194	68.7%	1204	58.6%	3398	64.8%
2.5MW	660	20.7%	496	24.2%	1156	22.0%
3.5MW	243	7.6%	263	12.8%	506	9.6%
6.0MW	45	1.4%	78	3.8%	123	2.3%
合计 (MW)	3192		2053		5245	

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

表 2：2019 年上半年公司机组销售均价（不含增值税，元/千瓦）

单位售价 (元/千瓦)	2019H1	环比变动	2018H2	环比变动	2018H1	环比变动	2017H2
6S	6047	-8%	6576	-17%	7885		
3S	3356	-42%	5808	13%	5129	-44%	9190
2.5S	3603	-3%	3720	-12%	4227	-4%	4423
2S	3106	-4%	3225	-6%	3444	0%	3455
1.5MW	4351	-8%	4706	35%	3479	-4%	3607

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

表 3：2019 年上半年公司各机型营业成本（不含增值税，元/千瓦）

单位成本 (元/千瓦)	2019H1	环比变动	2018H2	环比变动	2018H1	环比变动	2017H2
6S	6137	-13%	7060	-16%	8360		
3S	2894	-36%	4532	2%	4425	-36%	6927
2.5S	3060	-1%	3091	-8%	3374	8%	3128
2S	2793	5%	2671	1%	2654	3%	2586
1.5MW	3677	16%	3176	15%	2753	4%	2643

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

表 4: 公司各机型毛利率 (不含增值税, 元/千瓦)

毛利率	2019H1	环比变动	2018H2	环比变动	2018H1	环比变动	2017H2
6S	-1.50%	5.85%	-7.35%	-1.33%	-6.02%		
3S	13.78%	-8.20%	21.97%	8.24%	13.73%	-10.90%	24.6%
2.5S	15.06%	-1.84%	16.91%	-3.27%	20.17%	-9.11%	29.3%
2S	10.09%	-7.09%	17.18%	-5.77%	22.95%	-2.20%	25.1%
1.5MW	15.48%	-17.04%	32.52%	11.66%	20.86%	-5.87%	26.7%
期间风机综合毛利率	11.3%	-6.66%	18.0%	-3.34%	21.3%	-4.81%	26.1%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

截至 2019 年 9 月 30 日, 公司在手外部订单合计 22.8GW, 刷新历史纪录, 同比增长 25.1%, 同比增速较 2017 年底以来持续提高。其中, 已签合同待执行订单共计 15.6GW, 同比增长 20.2%。

表 5: 公司历史在手订单 (GW)

在手订单	2017 年 6 月	2017 年 12 月	2018 年 6 月	2018 年 12 月	2019 年 6 月	2019 年 9 月
容量 (GW)	15.1	15.9	17.5	18.5	21.2	22.8
同比增速	22%	12%	16.2%	16.7%	21.1%	25.1%
待执行订单占比	40%	41%	38%	31%	30%	32%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 公司在手订单分为已签合同 (带执行订单) 和中标未签合同订单两类。

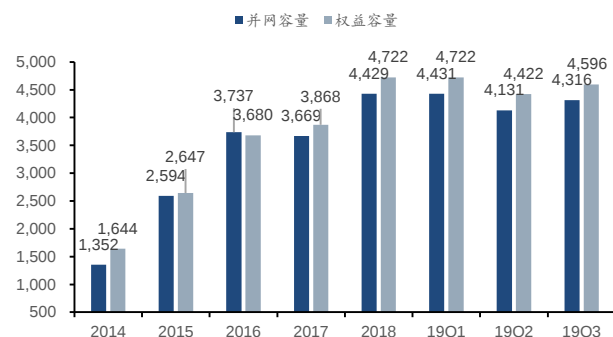
发电量环比显著下滑拖累业绩, 将转让风场股权锁定约 8 亿利润

公司前三季度风电项目实现权益发电收入人民币 22.43 亿元, 比上年同期增长仅 2%; 自营风场截至 2019 年三季度末权益装机容量为 4596MW。第三季度公司风电利用小时数环比大幅下滑 222 小时至 443 小时, 拖累第三季度公司业绩。公司公告计划转让旗下 5 个风电项目股权, 实现税前投资收益 7.24 亿元, 估算其中约 5 亿税前收益来自风电场资产溢价, 2.24 亿税前收益来自未实现的风机毛利润。

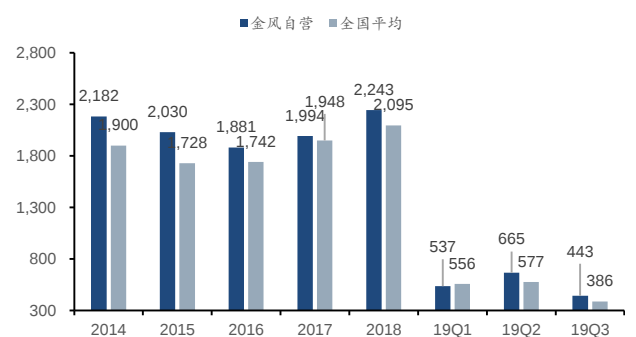
表 6: 前三季度公司风力发电业务业绩

	19Q1	19Q2	19Q3
发电量 (亿度)	上半年合计为 43.4		15.9
季度利用小时数	537	665	443

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 5: 金风科技自营风电场装机容量数据 (MW)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 金风科技自营风场利用小时数


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司公告计划转让旗下 350MW 风电场 49% 股权, 并披露预期实现税前投资收益约 8 亿元。10 月 25 日公司公告董事会审议通过将全资子公司朔州市平鲁区天石风电有限公司、朔州市平鲁区天润风电有限公司各 49% 股权, 以人民币 6.67

亿元的价格（定价基准日 2019 年 7 月 31 日）转让给农银金融资产投资有限公司。交割完成后公司将继续持有上述 350MW 项目 51% 的股权，公司将与农银投资对目标公司实现共同控制，本次股转以 7 月 31 日为交易基准日预计对公司损益影响为 8.03 亿。

平鲁天石持有的石堂山一期项目装机容量 49.5MW，已于 2016 年发电运营，石堂山三期装机容量 100MW，已于 2017 年底发电运营。平鲁天润所持有的石堂山二期装机容量 199.5MW，已于 2016 年发电运营。

表 7：转让目标公司基本情况

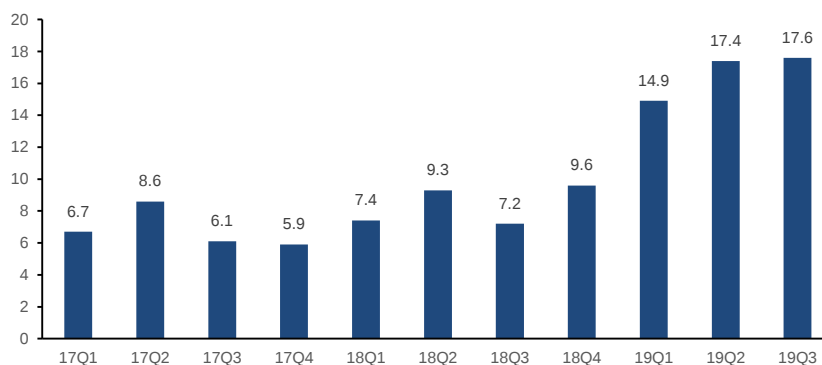
项目简称	装机容量 (MW)	投运年份	净资产(亿元)	2018 年净利润 (亿元)	2019 年 1-9 月净利润 (亿元)	100%股权评估公允价值 (亿元)	49%股权公允价值 (亿元)	股权转让价款 (亿元)
平鲁天石	150	2016/17	3.25	0.70	0.22	6.28	2.58	2.77
平鲁天润	200	2016	4.63	1.32	0.45	9.76	4.05	3.90

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

行业招标量激增 产品市场价格已累计反弹 17%

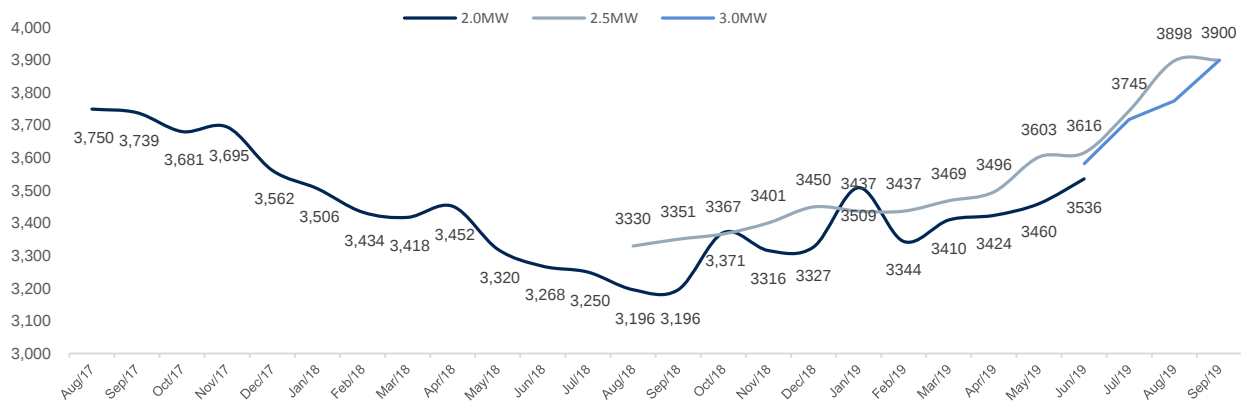
2019 年第三季度国内风机公开招标量达到 17.6GW，前三季度合计 49.9GW，同比增长 108.5%，超过以往历史年度招标总量；北方项目 30.1GW，占比 60.3%，三北大基地市场回归确立。截至 9 月市场主流机型 2.5MW 风机较 2018 年 9 月低点累计涨价 17% 至 3898 元/千瓦，2020 年风机行业毛利率显著改善可期。

图 8：国内风机市场季度公开招标容量



资料来源：金风科技，国信证券经济研究所整理

图 9：国内风电机组投标均价走势（含税价，元/千瓦）

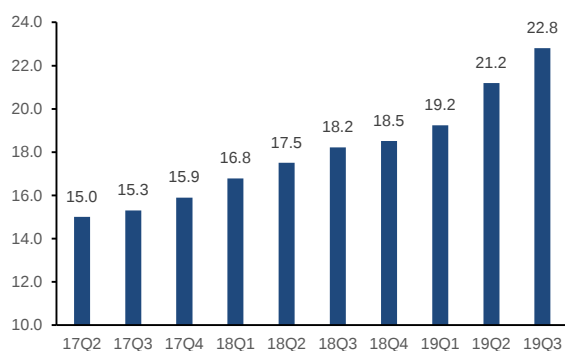


资料来源: 金风科技, 国信证券经济研究所整理。

订单结构反映需求的快速迭代

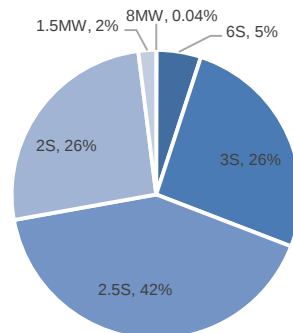
截至 2019 年 9 月 30 日, 公司外部在手订单 2.5S 平台机组为 9.7GW, 同比增长 142%; 2.5S 订单占比 42%, 成为最主要的平台机型。3S 平台机组订单容量为 5.8GW, 同比增长 315%; 3S 订单占比 26%。6S 机组增长潜力较大, 外部订单容量为 1.1GW, 同比增长 125%; 8MW 机型加快产业化, 目前有 1 台机组订单待完成交付; 2S 平台机组订单下降至 5.8GW, 占比缩小到 26%。

图 5: 外部在手订单 (GW) (20190930)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 在手订单分机型情况 (20190930)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2019 年第四季度业绩预测

我们预计 2019 年第四季度起公司风机业务将呈现量价齐升的景象, 单季度风机销售容量超过 3200MW, 降本措施叠加规模效应使得风机毛利率和销售净利率显著修复。预计 2019 年第四季度各个业务板块盈利分别为风机制造扭亏为盈实现净利润 3.55 亿, 风力发电 5.63 亿, 其他业务 1.42 亿元, 合计 10.6 亿元, 2019 年全年实现归母净利润 27 亿元。2020 年公司风机销售均价稳步上扬, 风机销售容量同比增长 30% 以上, 销售毛利率同比提升 3.4 个百分点至 16.4%。

表 8: 2019 年第四季度公司业绩预测 (单位: 百万元)

风机制造板块	主要业绩预测	风力发电板块	主要业绩预测	其他业务板块	主要业绩预测
季度风机销售容量 (MW)	3245.2	发电装机容量 (GW)	4.7	融资租赁净利润	33.0
季度风机营业收入	10738.1	利用小时数	560.0	水务净利润	60.0
风机 4 季度毛利率	15%	平均度电电价 (元/千瓦时)	0.52	风电服务净利润&其他收益	49.0
风机毛利润	1637.6	发电收入	1224.7	项目处置收益 (税后)	0.0
风机销售费用	590.6	发电成本	220	其他业务净利润合计	142.0

风机管理费用	355.0	财务费用	327.0
风机研发费用	200.0	发电净利润	562.5
风机营业利润	418.2		
风机所得税	62.7		
风机净利润	355.4		

19Q4 公司整体业绩 1059.9

资料来源: 国信证券经济研究所预测, 发电板块利用小时数系通过发电量和季度末运营风场容量反算, 仅做盈利预测使用, 实际利用小时以公司披露为准。

表 9: 公司风机业务 2019 年预测

产品平台	单千瓦成本 (元)	单千瓦售价 (元)	毛利率	对外销量(MW)	销售收入(百万元)	营业成本 (百万元)	毛利润 (百万元)
6.0MW	6,047	6047	0.0%	300	1814.1	1814.1	
3.0MW	2,900	3300	12.1%	800	2640	2320	320
2.5MW	2,781	3230	13.9%	3250	10497.5	9038.25	1,459
2.0MW	2,700	3150	14.3%	4100	12915	11070	1,845
1.5MW	3,677	4350	15.5%	90	391.5	330.93	61
合计			13.0%	8540	28258		3,684

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表 10: 公司风机业务 2020 年预测

产品平台	单千瓦成本 (元)	单千瓦售价 (元)	毛利率	对外销量(MW)	销售收入(百万元)	营业成本 (百万元)	毛利润 (百万元)
6.0MW	5,000	5800	13.8%	1500	8700	7500	1,200
3.0MW	2,650	3200	17.2%	1800	5760	4770	990
2.5MW	2,650	3200	17.2%	5000	16000	13250	2,750
2.0MW	2,560	3100	17.4%	2500	7750	6400	1,350
1.5MW	3,677	4350	15.5%	200	870	735.4	135
合计			16.4%	11000	39080		

资料来源: 国信证券经济研究所预测

风险提示: 风机销量低于预期; 风机毛利率低于预期; 国际市场发展受当地宏观形势影响存在不确定性。

投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。 预期 2019-2021 年归母净利润为 27.1/38.9/48.6 亿元, 业绩同比增速 -15.6/44.3/24.9%; 摊薄 EPS 为 0.65/0.92/1.15 元, 当前股价对应 PE 为 19.3/13.5/10.8x。合理估值 17.07-23.73 元/股, 较目前股价溢价 37-91%。2019 年第三季度业绩见底迹象明确, 公司未来风机主业量价利润率齐升, 开启长期盈利修复通道, 2020-2021 年业绩高增速可期, 维持“买入”评级。

表 5: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190826	总市值 亿元	EPS			PE			PB	PEG	投资 评级
				18A	19E	20E	18A	19E	20E	(18A)	(18A)	
002202.SZ	金风科技	12.42	525	0.76	0.64	0.92	16.3	19.3	13.5	2.1	-1.24	买入

002531.SZ	天顺风能	6.52	116	0.26	0.42	0.51	24.7	12.7	9.7	2.2	0.13	买入
300569.SZ	天能重工	15.26	34	0.46	1.08	1.43	33.3	12.3	7.5	2.0	0.07	买入
603218.SH	日月股份	19.06	101	0.54	0.89	1.49	35.2	21.4	12.8	3.4	0.33	买入
300129.SZ	泰胜风能	4.49	32	0.02	0.25	0.33	293.5	18.2	13.5	1.5	0.01	增持
601615.SH	明阳智能	12.19	168	0.39	0.46	0.73	39.5	26.7	16.6	3.8	0.55	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	5066	7818	7666	7758	营业收入	28731	36545	47947	52263
应收款项	18127	19024	26273	28637	营业成本	21271	28798	37591	39197
存货净额	4997	10298	12528	7934	营业税金及附加	160	228	299	323
其他流动资产	3704	4175	5049	5442	销售费用	1666	2266	2781	3084
流动资产合计	32917	41719	51933	50159	管理费用	1612	2523	2584	3205
固定资产	25509	25984	35114	34381	财务费用	957	808	1161	1232
无形资产及其他	3307	3476	3645	3815	投资收益	1346	1150	900	300
投资性房地产	15971	15971	15971	15971	资产减值及公允价值变动	193	(200)	(250)	(150)
长期股权投资	3660	4272	5000	5611	其他收入	(886)	331	331	331
资产总计	81364	91422	111663	109936	营业利润	3718	3204	4512	5703
短期借款及交易性金融负债	3470	8849	15673	4040	营业外净收支	(36)	(18)	0	0
应付款项	20000	16918	19273	19836	利润总额	3682	3185	4512	5703
其他流动负债	8131	10940	14137	14198	所得税费用	400	414	541	741
流动负债合计	31601	36707	49083	38074	少数股东损益	66	57	81	102
长期借款及应付债券	18560	16381	20761	26207	归属于母公司净利润	3217	2714	3890	4859
其他长期负债	4728	5029	5366	5759					
长期负债合计	23288	21411	26128	31966					
负债合计	54889	58118	75211	70040	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1514	1538	1574	1617	净利润	3217	2714	3890	4859
股东权益	24961	31767	34878	38280	资产减值准备	(248)	318	103	61
负债和股东权益总计	81364	91422	111663	109936	折旧摊销	1348	2507	3046	3649
					公允价值变动损失	(193)	200	250	150
					财务费用	957	808	1161	1232
					营运资本变动	(727)	(9323)	(6359)	7913
					其它	274	(294)	(67)	(18)
					经营活动现金流	3672	(3878)	863	16615
					资本开支	(3829)	(670)	(10699)	(8297)
					其它投资现金流	(514)	621	(14)	31
					投资活动现金流	(5613)	(661)	(11441)	(8877)
					权益性融资	1009	4634	0	0
					负债净变化	2924	(2194)	4410	6240
					支付股利、利息	(1920)	(543)	(778)	(1458)
					其它融资现金流	(3750)	5379	6824	(11633)
					融资活动现金流	(733)	7291	10426	(7646)
					现金净变动	(2674)	2752	(152)	92
					货币资金的期初余额	7740	5066	7818	7666
					货币资金的期末余额	5066	7818	7666	7758
					企业自由现金流	378	(4822)	(9591)	9168
					权益自由现金流	(448)	(2340)	621	2703

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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