

煤炭 II

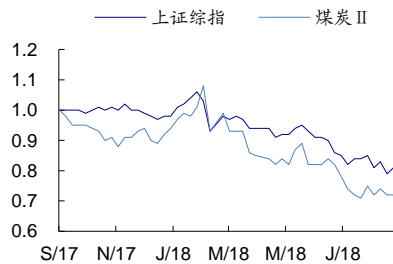
煤炭行业 9 月投资策略

超配

(维持评级)

2018 年 09 月 03 日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

煤炭供需双弱，焦炭价格或将回调

● 供需均有走弱迹象，煤价短期存不确定性

需求方面，2018 年 8 月至今，在非春节期间日耗首次出现同比下降，说明需求开始走弱。预计需求走弱会对煤价有一定向下压力。供给方面，安监环保和限制进口煤政策有望导致供给下降，供需均有走弱迹象。

煤价短期存不确定性。2018 年 6 月以来六大电厂库存开始走高并维持在 1500 万吨左右高位，对应了煤价 6 月以后的下跌。电厂煤炭库存可用天数 8 月以来不断走高且高于 2016、2017 年同期水平。当前库存和煤炭库存可用天数表明目前供需格局宽松，高库存对煤炭价格形成较大压制。短期煤价存不确定性，取决于需求下降和供给下降哪个更快，可通过跟踪电厂库存的变化来辅助判断供需的变化，目前供需偏宽松。

● 预计 9 月焦炭价格回调，等待焦炭股调整后布局机会

7 月底至今焦炭企业已普遍落实五轮涨价，涨幅在 500-550 元/吨，未来预计仍有 1-2 轮提价，焦炭涨价主要是受 8 月 20 号环保督查将首次入驻焦炭主产区汾渭平原，8 月以后汾渭平原焦炭企业环保限产趋严。

我们预计 9 月焦炭库存将迎向上拐点，焦炭价格将回调，主要基于以下几点原因：首先，8 月 20 日环保督查开始后焦炭限产力度并未明显加大，后期限产可能会有所放松。其次，焦炭经过 5 轮提涨后高价格必将刺激供给同时抑制需求。最后，宏观需求 9 月有下行压力，6 大发电集团日耗同比下降表明经济有进一步走弱迹象，钢价从 3 月下旬以来已经历 5 个月上涨目前出现下跌迹象，9 月美国可能公布 2000 亿美元中国进口商品关税清单以及 9 月底美国大概率会加息。

● 预计 9 月板块继续筑底，冬季旺季行情可期

我们认为短期煤价存较大不确定性，钢价、焦炭价格经过前期大涨后预计 9 月会有回调，预计会对煤炭股和焦炭股有一定冲击。考虑到煤炭板块指数已经回到供给侧改革之初的位置，当时煤价在 400 元左右，而目前煤价在 630 元附近。煤炭板块无论是 PB 还是 PE 都处于历史低位，我们认为 9 月即使基本面出现一定下行压力，但煤炭板块下行空间也较为有限，板块将继续筑底。四季度煤价上涨以及经济悲观预期改善，有望引发煤炭股冬季旺季行情。

● 推荐标的

推荐低估值龙头煤炭股：陕西煤业、兖州煤业、中国神华。基于政策大力发展新动能，看好创新成长煤炭股，推荐转型互联网+煤炭的瑞茂通。

● 风险提示

中美贸易战超预期，房地产投资快速下滑，煤炭供给大量释放。

相关研究报告：

《煤炭行业 2018 年中报前瞻：煤企盈利小幅增长，看好焦炭板块机会》——2018-07-31  
 《煤炭行业 2018 年中期投资策略：旺季煤价看涨，降准利好煤炭》——2018-07-17  
 《煤炭行业二季度投资策略：煤价上涨带动反弹，看好转型成长煤炭股》——2018-05-01  
 《煤炭行业 2018 年 3 月投资策略：经济向好超预期，焦煤旺季行情可期》——2018-03-16  
 《2018 年煤炭投资策略：限产催化周期，盈利估值双提升可期》——2017-12-20

证券分析师：王政

电话：0755-81981807  
 E-MAIL: wangzheng2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980517100004

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，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
601225	陕西煤业	买入	7.51	75,100	1.15	1.21	6.5	6.2
600188	兖州煤业	买入	11.26	55,309	1.63	1.72	6.9	6.5
601088	中国神华	买入	18.46	367,162	2.39	2.46	7.7	7.5
600180	瑞茂通	买入	8.85	8,996	0.82	1.00	10.8	8.9

资料来源：wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

<b>供需均有走弱迹象，煤价短期存不确定性</b> .....	<b>4</b>
需求：日耗同比出现下降，需求有走弱迹象.....	4
供给：安监环保影响国内供给，进口煤额度紧张影响进口.....	5
库存：库存维持高位，对价格形成压制.....	6
煤价：需求走弱供给收紧，价格存不确定性.....	7
<b>预计 9 月焦炭价格回调，等待焦炭股调整后布局机会</b> .....	<b>7</b>
焦炭价格大幅上涨，焦炭企业普遍落实五轮提价.....	7
库存下降焦价上涨，库存拐点或将到来.....	8
受多重因素影响，预计 9 月焦炭价格将回调.....	8
<b>预计 9 月煤炭板块继续筑底，冬季旺季行情可期</b> .....	<b>8</b>
预计 9 月黑色系期货下跌，或对煤炭焦炭板块形成冲击.....	8
板块处于底部区域，预计下行空间有限将继续筑底.....	8
煤价上涨以及悲观预期改善，冬季旺季行情可期.....	9
<b>风险提示</b> .....	<b>10</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>12</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>12</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>12</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>12</b>

## 图表目录

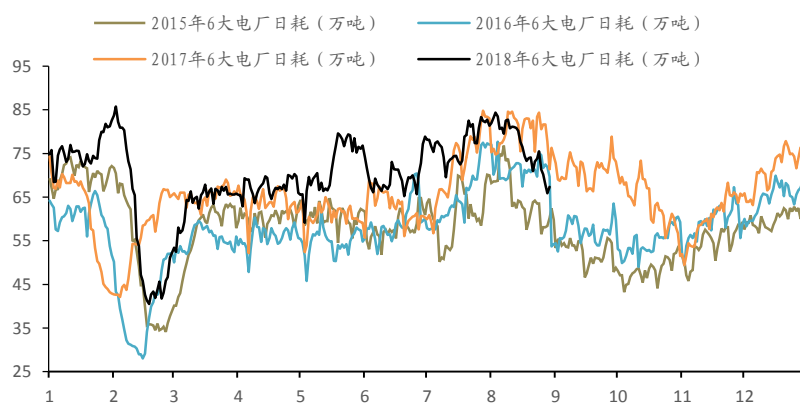
图 1: 8 月以来沿海六大电厂日耗出现同比下降.....	4
图 2: 环渤海煤价走势 .....	4
图 3: 房地产投资增速上行支撑需求.....	5
图 4: 基建投资增速下行冲击需求 .....	5
图 5: 受安监环保影响国内原煤产量同比增速呈下降趋势 .....	5
图 6: 进口煤额度紧张进口煤量有望下降.....	6
图 7: 沿海六大发电集团库存处于 1500 万吨左右的较高水平 .....	6
图 8: 沿海六大发电集团煤炭库存可用天数走高.....	7
图 9: 7 月底以来焦炭价格大幅上涨 .....	7
图 10: 7 月底以来焦炭库存持续下滑 .....	8
表 1: 重点公司盈利预测及估值.....	10

## 供需均有走弱迹象，煤价短期存不确定性

### 需求：日耗同比出现下降，需求有走弱迹象

需求有走弱迹象。2016年下半年煤价开启大幅上涨以来，沿海6大发电集团日耗大多数时间和上年同期比都是正增长，只有2017年1月和2018年2月由于春节因素影响，出现过日耗同比下降，期间煤价均出现下跌。2018年8月至今，在非春节期间日耗首次出现同比下降，说明需求开始走弱。我们发现2018年3月和7月日耗水平和上一年接近的期间，煤价均是下跌的，表明日耗同比相当已说明需求不及预期对煤价有冲击。当下日耗再次同比下降，预计需求走弱会对煤价有一定向下压力。

图1：8月以来沿海六大电厂日耗出现同比下降



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图2：环渤海煤价走势



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

天气以及基建冲击需求，地产支撑需求，但总体看近期需求出现同比下行。2017年夏季高温干旱天气居多，2018年夏季雨水较多影响一定需求。此外，煤炭主要终端需求是地产投资和基建投资，其中1-7月基建投资累计同比增速为5.7%，比1-6月下降1.6个百分点，比2017年全年下降13.3个百分点。基建投资增

速大幅下滑对需求有较大冲击。地产方面,1-7月地产投资累计同比增速 10.2%,比 1-6 月提高 0.5 个百分点,比 2017 年全年提高 3.2 个百分点,地产投资向好支撑需求。8 月以来日耗同比下降说明总体看需求开始走弱。

图 3: 房地产投资增速上行支撑需求



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 基建投资增速下行冲击需求

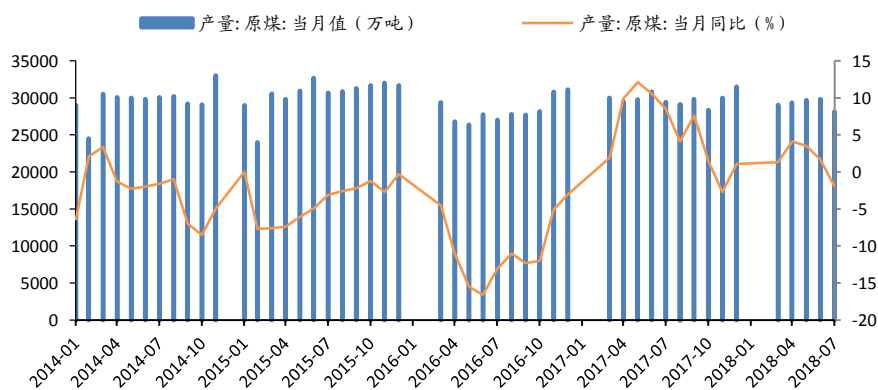


资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

**供给: 安监环保影响国内供给, 进口煤额度紧张影响进口**

安监环保影响国内供给。8 月 17 日安监局发文,定于 8 月下旬至 9 月下旬开展煤矿安全生产督查,安检力度加大有助抑制供给。同时第二轮环保督查 8 月 20 日首次入驻汾渭平原,山西大范围洗煤厂关闭以及柴油车限行政策有助倒逼煤矿减产,陕西环保检查力度近期亦有所加大。2018 年 4 月原煤产量 29329 万吨,产量同比增速达到 4.1%后增速开始逐月下降,7 月原煤产量 28150 万吨,同比增速降至-2%。预计后续安检环保趋严的情况下,国内原煤产量仍将受到较大限制。

图 5: 受安监环保影响国内原煤产量同比增速呈下降趋势

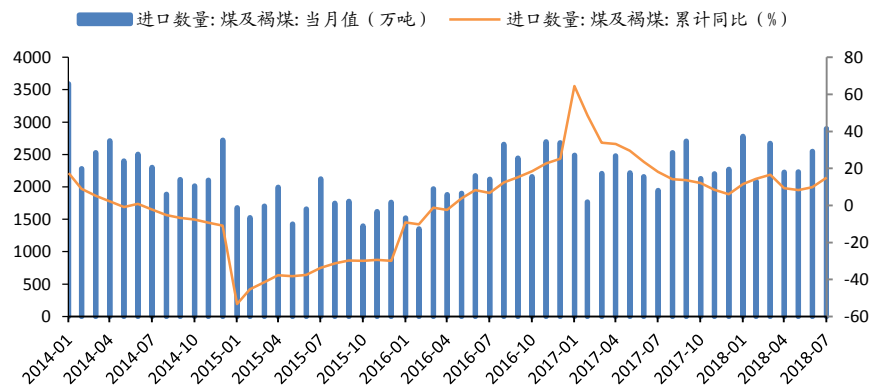


资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

进口煤额度紧张,进口煤量有望下降。2018 年 5 月发改委在煤电工作会议上,曾提出 2018 年进口煤量不超过 2017 年,2018 年前 7 月进口煤同比增长 15%,7 月单月达 2901 万吨,同比增长 49%,是 2014 年 2 月以来单月最高进口量。主要原因是政策鼓励夏季旺季多进口动力煤抑制煤价上涨。如果按 2018 年进口煤量不超过 2017 年的政策目标严格执行,8 月起平均每月进口量应为 1914 万吨,较 7 月进口量减少 987 万吨,较 1-7 月月均进口量 2503 万吨减少 589 万吨。当前沿海六大发电集团库存在 1500 万吨左右,如果进口煤显著减少将有利于电厂库存下降,进而带动煤价上行。目前广西、福建地区进口煤额度紧

张，如果政策不对进口煤额度放松的话，后期进口煤量有望显著减少利多煤价。

图 6: 进口煤额度紧张进口煤量有望下降

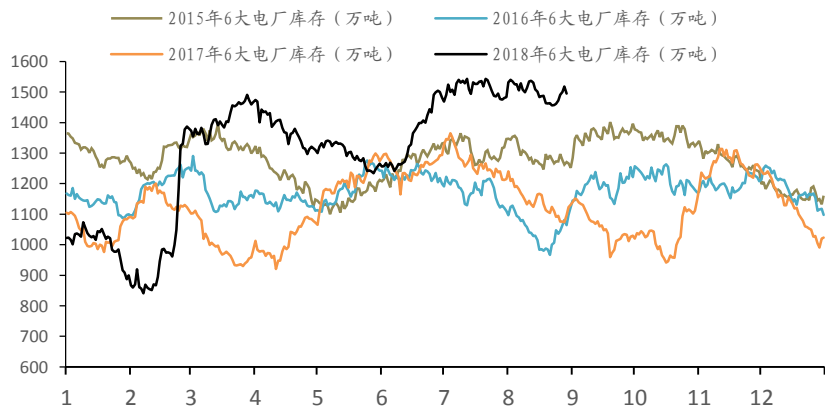


资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

**库存: 库存维持高位, 对价格形成压制**

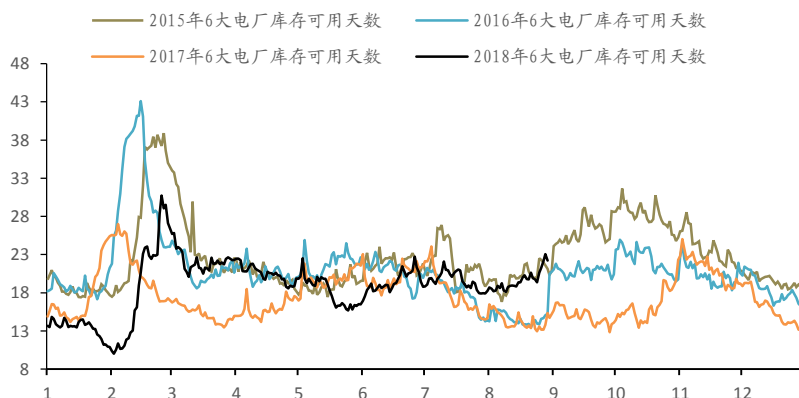
电厂库存维持高位，煤炭库存可用天数走高。2018年6月以来电厂库存开始走高并维持在1500万吨左右高位，对应了煤价6月以后开始下跌。电厂煤炭库存可用天数8月以来不断走高且大幅高于2016、2017年同期水平。当前库存和煤炭库存可用天数表明目前供需格局宽松，高库存对煤炭价格形成较大压制。

图 7: 沿海六大发电集团库存处于1500万吨左右的较高水平



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 沿海六大发电集团煤炭库存可用天数走高



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

**煤价: 需求走弱供给收紧, 价格存不确定性**

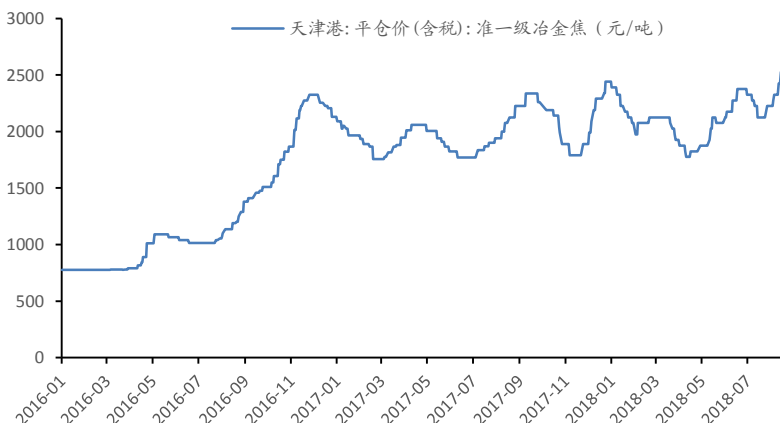
沿海 6 大发电集团日耗同比下降反应需求开始走弱, 产地以及进口煤供给有望减少, 但政策是否会严格限制进口煤以及产地供给影响程度很难估算, 短期煤价存不确定性, 取决于需求下降和供给下降哪个更快, 可通过跟踪电厂库存的变化来辅助判断供需的变化, 目前电厂库存维持在 1500 万吨高位, 供需仍偏宽松。

**预计 9 月焦炭价格回调, 等待焦炭股调整后布局机会**

**焦炭价格大幅上涨, 焦炭企业普遍落实五轮提价**

7 月底以来, 焦炭价格大幅提涨。天津港准一级冶金焦价格从 7 月底 2125 元/吨上涨至 8 月 29 日 2575 元/吨, 上涨 450 元/吨。7 月底至今焦炭企业已普遍落实五轮涨价, 涨幅在 500-550 元/吨, 近期有部分焦炭企业开启第六轮 100 元提价。

图 9: 7 月底以来焦炭价格大幅上涨

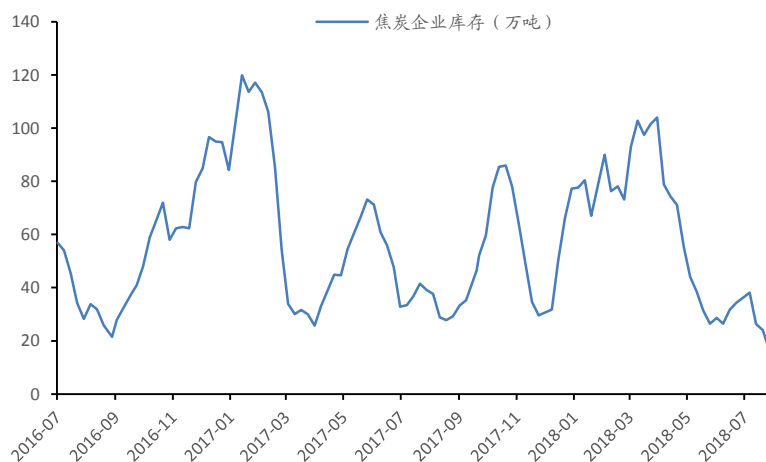


资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

## 库存下降焦价上涨，库存拐点或将到来

7月底以来焦炭库存大幅下降，从7月27日的38.14万吨下降至8月24日的15.9万吨，表明焦炭供需不断变紧，引发焦炭价格上涨。但目前焦炭库存已经处于历史的低位水平，且库存下降速度开始放缓，8月17日库存为16.75万吨，下降7.35万吨，8月24日焦炭库存15.90万吨，下降0.85万吨，预计库存拐点很快将到来，进而导致焦炭价格回调。

图 10: 7月底以来焦炭库存持续下滑



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

## 受多重因素影响，预计9月焦炭价格将回调

7月底以来焦炭价格上涨，主要是受8月20号环保督查将首次入驻焦炭主产区汾渭平原，8月以后汾渭平原焦炭企业环保限产趋严导致焦炭供需紧张。我们预计9月焦炭价格回调，主要基于以下几点原因：首先，8月20日环保督查开始后焦炭限产力度并未明显加大，后期限产可能会有所放松。其次，焦炭经过5轮提涨后高价格必将刺激供给同时抑制需求。最后，宏观需求9月有下行压力，6大发电集团日耗同比下降表明经济有进一步走弱迹象，钢价从3月下旬以来已经历5个月上涨目前出现下跌迹象，9月美国可能公布2000亿美元中国进口商品关税清单以及9月底美国大概率会加息。

## 预计9月煤炭板块继续筑底，冬季旺季行情可期

### 预计9月黑色系期货下跌，或对煤炭焦炭板块形成冲击

通过上文分析，我们认为短期煤价存较大不确定性，钢价、焦炭价格经过前期大涨后预计9月会有回调，进而带动相关期货下跌，动力煤期货与钢铁焦炭同属黑色系，预计也会受到影响。黑色系期货下跌将会影响股票投资者情绪，预计会对煤炭股和焦炭股有一定冲击。

### 板块处于底部区域，预计下行空间有限将继续筑底

虽然9月基本面会有下行压力，但我们也关注到煤炭板块指数已经回到供给侧改革之初的位置，当时煤价在400元左右，而目前煤价在630元附近。煤炭板块无论是PB还是PE都处于历史低位，表明市场已经较大程度反映了未来悲观预期。因此我们认为9月即使基本面出现一定下行压力，但煤炭板块下行空间

也较为有限，板块将继续筑底。

### 煤价上涨以及悲观预期改善，冬季旺季行情可期

后期进口煤有望得到限制，同时政策加大刺激经济如基建投资需求有望边际向好，冬季又是煤炭传统旺季需求会有环比增长，我们预计煤价有望震荡上行至4季度。9月中美贸易战2000亿美元商品征收关税清单和美联储加息风险事件有望落地，四季度有望迎来悲观预期修复。煤价上涨以及悲观预期改善，有望触发煤炭板块四季度冬季旺季行情。

#### 重点推荐公司：

推荐低估值龙头煤炭股：**陕西煤业、兖州煤业、中国神华**。政策大力发展新动能，看好创新成长煤炭股，同时推荐转型互联网+煤炭的**瑞茂通**。

#### 陕西煤业（601225）

陕西煤业是我国优质动力煤龙头企业，2017年煤炭产量10097万吨，位居A股煤炭上市公司第二，仅低于中国神华。由于小保当矿一期、二期以及投产，预计2018、2019年煤炭产量增速分别为5%、10%。蒙华铁路预计于2019年底投运，陕北矿区年产约7000万吨的优质煤炭将有望进入价格较高的华中市场，有助扩大市场空间，提升吨煤盈利。公司在煤炭企业中盈利能力最强，2017年公司ROE（摊薄）、销售净利率、销售毛利率分别为23.6%、31%、55%。在所有A股上市煤企中位列第一。以7月11日收盘价计算，陕西煤业PE（ttm）为6.9倍，低于兖州煤业和中国神华PE（ttm）7.7倍和7.9倍，大型煤企中估值最低。

公司2018年H1收入262亿元，同比增长2.57%，归母净利润59.44亿元，同比增长8.61%。业绩符合预期。2018-2019年小保当矿一、二号矿（合计1600万吨产能）、袁大滩矿（500万吨产能）陆续投产，预计2018-2020年产量年均复合增速为5%，2020年后受益蒙华铁路开通有望提升吨煤盈利，假设煤价维持高位，我们预计公司2018-2020年归母净利润分别为115/121/127亿元，增长10.1%/5.3%/4.6%，对应EPS 1.15/1.21/1.27元，考虑到公司是煤炭行业盈利能力最强的公司，未来仍有产量增长和蒙华铁路开通带来的业绩成长性，参考行业平均估值，给予2018年9倍PE，目标价10.4元，“买入”评级。

#### 兖州煤业（600188）

兖州煤业是龙头动力煤煤企。公司国际化推进最为积极，2017年收购联合煤炭，打造澳洲第一煤炭生产商。2018年新投矿井逐步投产联合煤炭并表影响，煤炭产量预计增加2100万吨，增长26%，是煤炭行业中稀缺的产量仍有大幅增长的公司。2018年煤价预计保持高位的情况下，盈利有望实现较快增长。

公司2018年H1收入763亿元，同比下降5.52%，归母净利润43.41亿元，同比增长34.09%。业绩符合预期。由于新投矿井投产和联合煤炭并表影响，我们预计2018-2020年公司煤炭产量增速分别为26%、5%、1%。假设煤价维持高位，我们预计公司2018-2020年归母净利润分别为90/96/97亿元，增长33.6%/5.9%/1.7%，对应EPS 1.63/1.72/1.75元，考虑到公司2018年产量和业绩大幅增长，参考行业平均估值，给予2018年10倍PE，目标价16.3元，“买入”评级。

#### 中国神华（601088）

中国神华是我国最大的煤炭生产企业，业务涵盖煤炭、电力、铁路、港口、航运，煤化工等煤炭全产业链。公司煤炭产销量及盈利均位居全国煤企首位，发电方面，公司装机容量与利润总额在所有电力上市公司中位居第二。铁路方面，公司运营全国第二大煤运铁路。2017年母公司神华集团与国电集团合并成立国家能源投资集团，成为全国最大的煤炭与电力企业。对公司而言，国电集团有

1.67 亿吨煤炭需要外购，占中国神华销量的 42%，产量的 57.6%，有助拓展公司煤炭销售。煤电重组后未来煤价将更加稳定，公司盈利波动趋于平稳。

公司 2018 年 H1 收入 1274 亿元，同比增长 5.69%，归母净利润 229.77 亿元，同比下降 5.5%。业绩下滑主要原因是部分矿井停减产导致，业绩符合预期。此前基于公司核定产能高于产量以及政策鼓励先进产能释放，我们预计 2018-2020 公司煤炭产量基本保持稳定，假设煤价维持高位，预计公司 2018-2020 年归母净利润预测为 476/486/499 亿元，盈利增速为 5.6%/2.7%/2.2%，对应 EPS 2.39/2.46/2.51 元，考虑到公司煤炭行业龙头地位以及盈利波动趋于平稳，参考行业平均估值，给予 2018 年 9 倍 PE，目标价 21.5 元，“买入”评级。

### 瑞茂通（600180）

瑞茂通是全国领先的大宗商品供应链平台服务商。瑞茂通作为国内实力最强的煤炭供应链民营企业，市场占有率仅为 2.5% 左右，未来仍有巨大增长空间，主业有望稳定持续成长。同时，公司将经营品种从单一煤炭扩充到石油、铁矿石、棉花等多种大宗商品。另外，公司积极向互联网转型，创办了最大的第三方煤炭电商网站易煤网，未来计划积极运用互联网技术，提升传统贸易和供应链金融的效率。

公司 2018 年 H1 收入 201 亿元，同比增长 27.22%，归母净利润 3.5 亿元，同比增长 12.03%。业绩符合预期。假设公司自营煤炭供应链管理业务未来三年将保持年均 20% 增长，同时公司还将运用互联网技术拓展煤炭供应链的平台业务及线上供应链金融业务，除煤炭其他大宗商品贸易有望不断增长，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 8.4/10.2/12.5 亿元，增长 17.1%/21.5%/22.4%，对应 EPS 0.82/1.00/1.23 元，考虑到公司积极转型互联网+煤炭符合国家发展壮大新动能政策方向，同时公司具备较高成长性，参考行业平均估值，给予 2018 年 17 倍 PE，目标价 14 元，“买入”评级。

表 1：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB 2017
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
601225	陕西煤业	买入	7.51	1.04	1.15	1.21	7.22	6.5	6.2	2.2
600188	兖州煤业	买入	11.26	1.38	1.63	1.72	8.2	6.9	6.5	1.3
601088	中国神华	买入	18.46	2.26	2.39	2.46	8.2	7.7	7.5	1.2
600180	瑞茂通	买入	8.85	0.70	0.82	1.00	12.6	10.8	8.9	1.7

数据来源：wind、国信证券经济研究所预测

## 风险提示

### 中美贸易战对经济影响可能超预期。

美国未来计划对 2000 亿美元甚至更多的中国商品征收关税，对中国经济冲击可能超预期。

### 房地产投资快速下滑

我们预计在低库存情况下，房地产投资仍将维持较高增速，从而拉动煤炭需求增长。但是如果房地产销售短期出现大幅下滑，改变地产商对未来预期，房地产投资增速也可能出现大幅下滑，煤炭需求短期将会受到较大影响。

### 政策对煤炭供给限制大幅放松

目前政策目标是释放一定先进产能同时继续淘汰落后产能，使得供需保持动态

平衡。但政策一直也希望煤价回到绿色合理区间，如果政策这方面决心足够大，可能会加大先进产能释放，减少淘汰落后产能，鼓励煤企大幅增加产量，放开进口煤，供给增加超预期，导致煤价提前下跌。

## 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