

# 厦钨新能（688778.SH）-2022年中报业绩点评

## 三元正极出货高速增长，产品结构优化增厚利润

买入

### 核心观点

**2022H1 公司盈利 5.32 亿元，同比增长 112%。**公司 2022H1 实现营收 143.02 亿元，同比+118%；对应 Q2 实现营收 83.93 亿元，同比+129%、环比+42%。2022H1 公司实现归母净利润 5.32 亿元，同比+112%；对应 Q2 实现归母净利润 3.26 亿元，同比+141%、环比+57%。公司 2022H1 毛利率为 8.76%，净利率为 3.76%。

**公司三元产品出货高速增长，钴酸锂稳居全球第一。**2022H1 公司正极材料销量达到 4.02 万吨，同比+21%。2022H1 公司三元材料销量 2.15 万吨，同比+91%，高电压三元材料在安全、成本方面优势显现，销量显著提升。2022H1 受消费电子市场整体需求低迷影响，公司钴酸锂销量为 1.87 万吨，同比-15%，但仍稳居全球钴酸锂第一位置。展望全年，公司正极材料销量有望突破 9 万吨，同比增长超 30%。公司 2021 年底正极产能近 8 万吨，2022H2 海璟二期 1 万吨、海璟三期 2 万吨三元材料项目有望投产，年底产能有望达到近 11 万吨。

**公司产品结构优化叠加产能利用率提升，推动盈利能力改善。**2022H1 公司正极扣非吨净利约为 1.13 万元，较 2021 年提升 0.42 万元。2022Q2 公司正极扣非吨净利约在 1.4 万元以上，环比 Q1 提升 0.25 万元以上。2022 年以来，公司 4.4V 三元 6 系产品出货快速提升，新产品增厚单吨利润；另一方面由于下游钴酸锂需求表现较差，Q1 公司部分钴酸锂产线切换至三元，Q2 相关产线利用率快速提升，亦对吨净利具有积极影响。

**公司新产品体系进展顺利，积极向下游导入。**钴酸锂方面，公司 4.48V 产品 2021 年实现大批量供货，4.5V 产品已从 2022 年开始批量供应。三元材料方面，4.4V 高电压 6 系产品已于 2022 年开始批量供应，高电压 7 系产品正在积极推进研发，高镍 9 系已进入量试阶段。此外，公司还在磷酸锰铁锂、补锂剂、固态电池正极等材料体系领域广泛布局。

**风险提示：**电动车销量不及预期；投产进度不及预期；原材料价格大幅波动。

**投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。**公司正极业务布局快速，产能扩张下销量高速增长。公司中镍高电压材料安全、成本等性能突出，积极向下游导入。基于公司规模效应体现及产品结构改善带来的盈利能力边际优化，我们上调原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 11.84/17.70/21.63 亿元（原预测 2022/2023 年为 8.66/12.52 亿元），同比增速分别为 113/49/22%，摊薄 EPS 分别为 4.71/7.04/8.60 元，当前股价对应 PE 分别为 30/20/16 倍，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2020  | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 7,990 | 15,566 | 28,921 | 31,675 | 35,125 |
| (+/-%)       | 14.5% | 94.8%  | 85.8%  | 9.5%   | 10.9%  |
| 净利润(百万元)     | 251   | 555    | 1184   | 1770   | 2163   |
| (+/-%)       | 66.9% | 121.7% | 113.3% | 49.4%  | 22.2%  |
| 每股收益(元)      | 1.00  | 2.21   | 4.71   | 7.04   | 8.60   |
| EBIT Margin  | 5.6%  | 5.5%   | 5.6%   | 7.5%   | 8.1%   |
| 净资产收益率 (ROE) | 13.9% | 14.6%  | 24.2%  | 26.3%  | 24.1%  |
| 市盈率 (PE)     | 140.1 | 63.2   | 29.6   | 19.8   | 16.2   |
| EV/EBITDA    | 61.5  | 38.3   | 23.0   | 16.2   | 13.3   |
| 市净率 (PB)     | 19.44 | 9.25   | 7.16   | 5.21   | 3.91   |

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

#### 电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺 联系人：李全

010-88005313

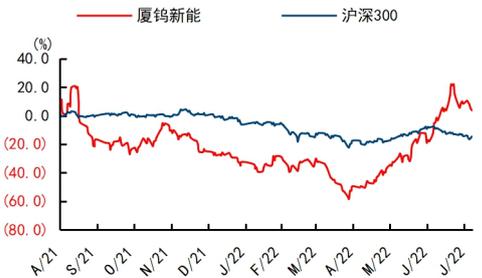
wangweiqi2@guosen.com.cn liquan2@guosen.com.cn

S0980520080003

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 买入(维持)          |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 139.50 元        |
| 总市值/流通市值    | 35154/13113 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 168.00/56.23 元  |
| 近 3 个月日均成交额 | 272.93 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

《厦钨新能-688778-深度报告：钴酸锂正极龙头，迈向三元和铁锂市场》——2021-11-08

公司 2022H1 实现营收 143.02 亿元，同比+118%；对应 Q2 实现营收 83.93 亿元，同比+129%、环比+42%。2022H1 公司实现归母净利润 5.32 亿元，同比+112%；对应 Q2 实现归母净利润 3.26 亿元，同比+141%、环比+57%。公司 2022H1 毛利率为 8.76%，净利率为 3.76%。

图1：公司营业收入及增速（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：公司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：公司归母净利润及增速（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：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

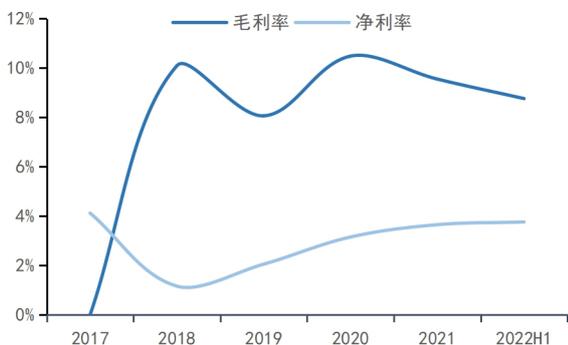


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司期间费用率显著下降。**2022H1 公司期间费用率为 3.98%，同比下降 0.56pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 0.09%（-0.10pct）、0.59%（-0.15pct）、2.85%（+0.36pct）、0.45%（-0.67pct）。2021 年公司 IPO 募集资金偿还债务，叠加经营规模快速提升、盈利能力优化带来可观现金流，财务费用率同比下降显著。

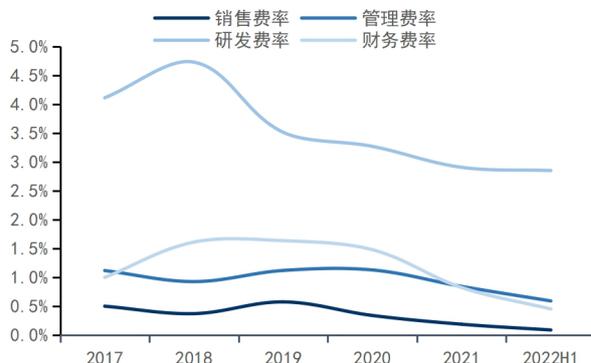
**针对钴酸锂的原材料钴产品价格快速下行，公司计提充分的资产减值损失。**2022H1 公司计提资产减值损失和信用减值损失分别为 0.82/0.83 亿元，同比增长 555/177%。2022H1 公司经营性现金流量净额为 1.55 亿元，同比下降 54%。公司 2022H1 流动比率/速动比率为 1.27/0.79，偿债能力同比提升；应收账款周转率/存货周转率为 3.82/4.11，同比略有下降。

图5：公司毛利率、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：公司费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司资产、负债和资产负债率情况



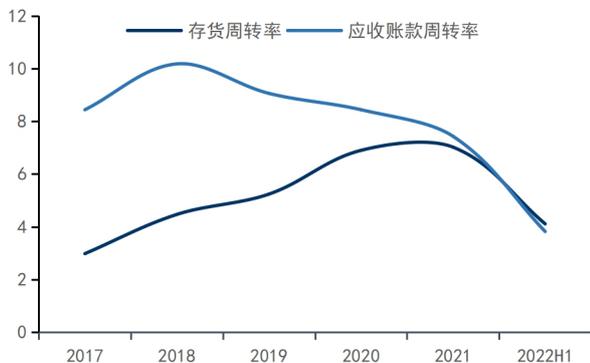
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司经营活动现金流情况



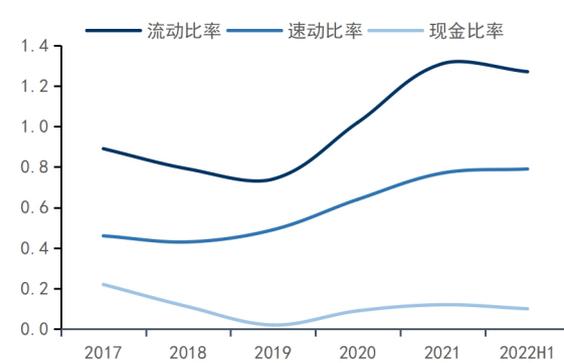
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司营运能力指标变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

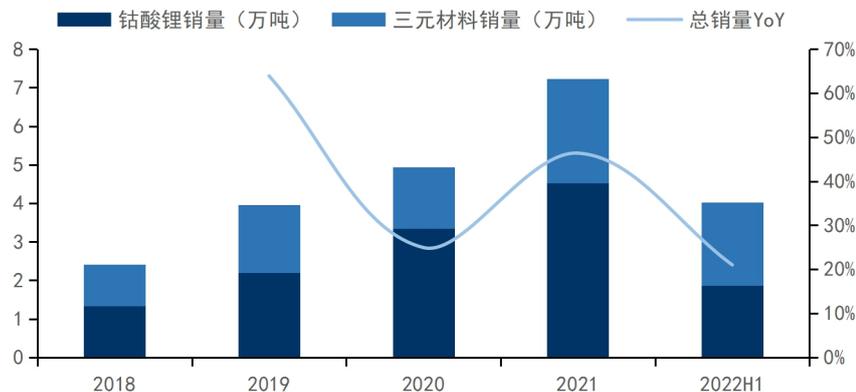
图10：公司偿债能力指标变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司三元产品出货高速增长，钴酸锂稳居全球第一。**2022H1 公司正极材料销量达到 4.02 万吨，同比+21%。2022H1 公司三元材料销量 2.15 万吨，同比+91%，高电压三元材料在安全、成本方面优势显现，销量显著提升。2022H1 受消费电子市场整体需求低迷影响，公司钴酸锂销量为 1.87 万吨，同比-15%，但仍稳居全球钴酸锂第一位置。展望全年，公司正极材料销量有望突破 9 万吨，同比增长超 30%。

图 11: 公司三元材料及钴酸锂销量 (万吨)

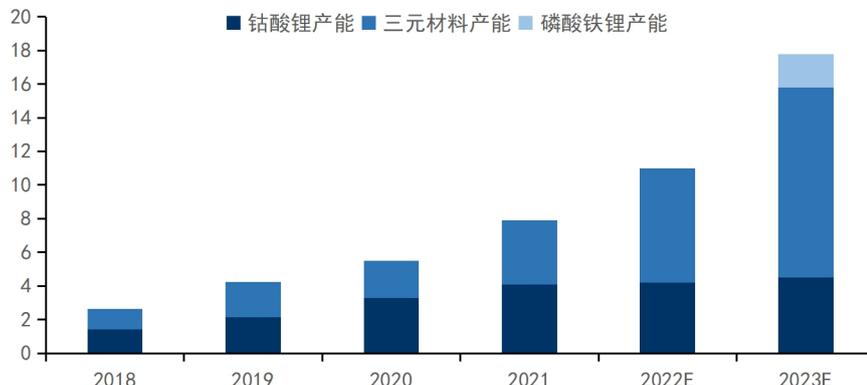


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**公司产品结构优化叠加产能利用率提升，推动盈利能力改善。**2022H1 公司正极扣非吨净利约为 1.13 万元，较 2021 年提升 0.42 万元。2022Q2 公司正极扣非吨净利约在 1.4 万元以上，环比 Q1 提升 0.25 万元以上。2022 年以来，公司 4.4V 三元 6 系产品出货快速提升，新产品增厚单吨利润；另一方面由于下游钴酸锂需求表现较差，Q1 公司部分钴酸锂产线切换至三元，Q2 相关产线利用率快速提升，亦对吨净利具有积极影响。

**公司产能扩张有序，2022 年底产能有望达到近 11 万吨。**公司 2021 年底正极总产能近 8 万吨，2022H2 海璟二期 1 万吨、海璟三期 2 万吨三元材料项目有望投产，年底正极产能有望达到近 11 万吨。展望 2023 年，公司海璟 9# 基地与扩建合计 4.5 万吨三元正极材料项目将建设完成，雅安一期 2 万吨磷酸铁锂项目有望落地，年底正极产能有望达到约 17.5 万吨。

图 12: 公司正极材料产能 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理与预测

**公司新产品体系进展顺利，积极向下游导入。**钴酸锂材料方面，公司 4.48V 产品在 2020 年量产并于 2021 年实现大批量供货，4.5V 产品已从 2022 年开始批量供应。三元材料方面，4.4V 高电压 6 系产品已于 2022 年开始批量供应，高电压 7 系产品正在积极推进研发，高镍 9 系已进入量试阶段。此外，公司还在磷酸锰铁锂、补锂剂、固态电池正极等材料体系领域广泛布局。

**表 1: 公司主要在研项目情况**

| 项目名称          | 项目进展 | 技术水平  | 应用领域                             |
|---------------|------|---|----------------------------------|
| 高镍正极材料开发      | 量产阶段 | 开发出第三代间歇 8 系多晶，放电容量高，0.1C 扣电放电容量 $\geq 217\text{mAh/g}$           | 3C 电池、BEV、PHEV                   |
| Ni9 系高镍正极材料开发 | 量试阶段 | 0.1C 扣式电池放电容量 $\geq 223\text{mAh/g}$ ，高温循环优异，45 度循环 $\geq 1000$ 周 | 适用于液态和半固态电池，在 3C、BEV、PHEV 上均可以应用 |
| Ni9 系单晶材料开发   | 量试阶段 | 0.1C 扣电放电容量 $\geq 217\text{mAh/g}$ ，高温循环寿命长                       | 3C 电池、BEV、PHEV                   |
| 4.5V 钴酸锂开发    | 中试阶段 | 行业领先，高温循环 500 周以上   | 3C 电池                            |
| 固态电池用正极材料开发   | 小试阶段 | 采用快离子导体作为包覆材料，合成钴酸锂、三元材料，产品性能处于行业领先水平                             | 固液混合电池，有机无机复合固态电池，硫化物全固态电池       |
| 磷酸锰铁锂新技术开发    | 小试阶段 | 在行业内处于领先地位，通过先进的湿法工艺技术，颗粒纳米化、优化碳包覆等手段，提高 Mn 比例，提高材料的容量            | 可单独使用，或与三元材料复合                   |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

公司多正极业务布局快速，产能扩张下销量高速增长。公司中镍高电压材料安全、成本等性能突出，积极向下游快速导入。基于公司业务规模效应体现及产品结构改善带来的盈利能力边际优化，我们上调原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 11.84/17.70/21.63 亿元（原预测 2022/2023 年为 8.66/12.52 亿元），同比增速分别为 113/49/22%，摊薄 EPS 分别为 4.71/7.04/8.60 元，当前股价对应 PE 分别为 30/20/16 倍，维持“买入”评级。

**表 2: 可比公司估值表（2022 年 8 月 7 日）**

| 代码     | 公司简称 | 股价     | 总市值<br>亿元 | EPS   |       |       |       | PE    |       |       |       | ROE<br>(2021A) | PEG<br>(2022E) | 投资评级 |
|--------|------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|----------------|------|
|        |      |        |           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |                |                |      |
| 002709 | 天赐材料 | 52.66  | 1013.57   | 1.15  | 2.76  | 3.08  | 4.08  | 45.90 | 19.07 | 17.09 | 12.90 | 30.86          | 0.09           | 买入   |
| 688778 | 厦钨新能 | 139.50 | 350.94    | 2.21  | 4.71  | 7.04  | 8.60  | 63.19 | 29.63 | 19.83 | 16.22 | 14.87          | 0.25           | 买入   |
| 688005 | 容百科技 | 129.84 | 585.73    | 2.03  | 4.65  | 7.21  | 9.50  | 63.85 | 27.92 | 18.02 | 13.67 | 16.78          | 0.13           | 买入   |
| 300073 | 当升科技 | 93.50  | 473.58    | 2.15  | 4.84  | 6.19  | 7.80  | 43.41 | 19.33 | 15.10 | 11.99 | 11.55          | 0.14           | 买入   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

## 附表：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         | 278         | 425          | 300          | 300          | 300          | 营业收入               | 7990         | 15566        | 28921         | 31675         | 35125         |
| 应收款项             | 1235        | 2954         | 3883         | 4339         | 4812         | 营业成本               | 7152         | 14079        | 26196         | 28118         | 31007         |
| 存货净额             | 1214        | 2795         | 4279         | 4686         | 5197         | 营业税金及附加            | 14           | 23           | 43            | 48            | 53            |
| 其他流动资产           | 395         | 408          | 1048         | 1125         | 1240         | 销售费用               | 27           | 29           | 32            | 32            | 35            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3200</b> | <b>6800</b>  | <b>9736</b>  | <b>10678</b> | <b>11780</b> | 管理费用               | 90           | 131          | 168           | 177           | 186           |
| 固定资产             | 2670        | 3310         | 3912         | 5419         | 6298         | 研发费用               | 261          | 452          | 868           | 919           | 984           |
| 无形资产及其他          | 248         | 242          | 233          | 223          | 213          | 财务费用               | 118          | 128          | 72            | 153           | 162           |
| 其他长期资产           | 100         | 165          | 289          | 317          | 351          | 投资收益               | 1            | 11           | 0             | 0             | 10            |
| 长期股权投资           | 4           | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值及公允价值变动        | (78)         | (165)        | (180)         | (80)          | (70)          |
| <b>资产总计</b>      | <b>6222</b> | <b>10516</b> | <b>14169</b> | <b>16637</b> | <b>18642</b> | 其他收入               | 104          | 213          | 265           | 90            | 70            |
| 短期借款及交易性金融负债     | 1286        | 261          | 2958         | 3253         | 2501         | 营业利润               | 278          | 618          | 1448          | 2158          | 2638          |
| 应付款项             | 1644        | 4782         | 4254         | 4556         | 5015         | 营业外净收支             | (15)         | (5)          | 5             | 0             | 0             |
| 其他流动负债           | 190         | 137          | 522          | 559          | 615          | <b>利润总额</b>        | <b>263</b>   | <b>613</b>   | <b>1453</b>   | <b>2158</b>   | <b>2638</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3122</b> | <b>5191</b>  | <b>7734</b>  | <b>8367</b>  | <b>8130</b>  | 所得税费用              | 11           | 45           | 218           | 324           | 396           |
| 长期借款及应付债券        | 1135        | 1383         | 1383         | 1383         | 1383         | 少数股东损益             | 1            | 13           | 51            | 65            | 79            |
| 其他长期负债           | 159         | 150          | 150          | 150          | 150          | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>251</b>   | <b>555</b>   | <b>1184</b>   | <b>1770</b>   | <b>2163</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>1294</b> | <b>1533</b>  | <b>1533</b>  | <b>1533</b>  | <b>1533</b>  | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  | <b>2022E</b>  | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>4417</b> | <b>6724</b>  | <b>9267</b>  | <b>9900</b>  | <b>9663</b>  | 净利润                | 251          | 555          | 1184          | 1770          | 2163          |
| 少数股东权益           | 57          | 56           | 107          | 172          | 251          | 资产减值准备             | (78)         | (165)        | (180)         | (80)          | (70)          |
| 股东权益             | 1748        | 3736         | 4795         | 6564         | 8728         | 折旧摊销               | 197          | 238          | 315           | 402           | 500           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>6222</b> | <b>10516</b> | <b>14169</b> | <b>16637</b> | <b>18642</b> | 公允价值变动损失           | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             |
|                  |             |              |              |              |              | 财务费用               | 118          | 128          | 72            | 153           | 162           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b>  | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | 营运资本变动             | (217)        | (159)        | (3215)        | (604)         | (587)         |
| 每股收益             | 1.00        | 2.21         | 4.71         | 7.04         | 8.60         | 其它                 | 245          | (38)         | 302           | 298           | 301           |
| 每股红利             | 0.00        | 0.50         | 0.00         | 0.00         | 1.72         | <b>经营活动现金流</b>     | <b>397</b>   | <b>432</b>   | <b>(1593)</b> | <b>1786</b>   | <b>2308</b>   |
| 每股净资产            | 7.18        | 15.07        | 19.48        | 26.78        | 35.69        | 资本开支               | (333)        | (556)        | (907)         | (1900)        | (1370)        |
| ROIC             | 18%         | 26%          | 30%          | 28%          | 27%          | 其它投资现金流            | 1            | (185)        | (125)         | (28)          | (25)          |
| ROE              | 14%         | 15%          | 24%          | 26%          | 24%          | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(333)</b> | <b>(741)</b> | <b>(1031)</b> | <b>(1927)</b> | <b>(1394)</b> |
| 毛利率              | 10%         | 10%          | 9%           | 11%          | 12%          | 权益性融资              | 442          | 1432         | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 6%          | 5%           | 6%           | 8%           | 8%           | 负债净变化              | (163)        | (844)        | 2697          | 295           | (752)         |
| EBITDA Margin    | 8%          | 7%           | 7%           | 9%           | 10%          | 支付股利、利息            | 0            | (3)          | (126)         | 0             | 0             |
| 收入增长             | 15%         | 95%          | 86%          | 10%          | 11%          | 其它融资现金流            | (1131)       | (1092)       | 2697          | 295           | (752)         |
| 净利润增长率           | 67%         | 122%         | 113%         | 49%          | 22%          | <b>融资活动现金流</b>     | <b>161</b>   | <b>457</b>   | <b>2500</b>   | <b>141</b>    | <b>(914)</b>  |
| 资产负债率            | 71%         | 64%          | 65%          | 60%          | 52%          | <b>现金净变动</b>       | <b>225</b>   | <b>148</b>   | <b>(125)</b>  | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| 息率               | 0.0%        | 0.4%         | 0.0%         | 0.0%         | 1.2%         | 货币资金的期初余额          | 51           | 278          | 425           | 300           | 300           |
| P/E              | 140.07      | 63.19        | 29.63        | 19.83        | 16.22        | 货币资金的期末余额          | 278          | 425          | 300           | 300           | 300           |
| P/B              | 19.44       | 9.25         | 7.16         | 5.21         | 3.91         | 企业自由现金流            | 73           | 314          | (2434)        | (77)          | 975           |
| EV/EBITDA        | 61.48       | 38.34        | 22.99        | 16.16        | 13.32        | 权益自由现金流            | (203)        | (649)        | 202           | 87            | 86            |

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<br>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<br>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