

证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

苏宁易购(002024)

买入

2018 年年报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 09 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	9,310/5,836
总市值/流通(百万元)	134,996/84,625
上证综指/深圳成指	3,247/10,416
12个月最高/最低(元)	16.22/9.77

相关研究报告:

《苏宁易购-002024-重大事件快评: 稀释苏宁小店持股比例, 减少经营业绩影响》——2018-10-15
 《苏宁易购-002024-零售云专题: 加盟赋能, 抢占低线家电市场》——2018-05-28
 《苏宁云商-002024-重大事件快评: 苏宁牵手阿里, 开启互联网+零售新篇章》——2015-08-11
 《苏宁云商-002024-2012 年年报点评: 盈利下滑 45%, 阵痛延续》——2013-04-01
 《苏宁电器-002024-重大事件快评: 战略转型的阵痛可能持续》——2013-03-18

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407
 E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027
 联系人: 刘馨竹
 E-MAIL: liuxinz@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

核心利润修复, 全渠道建设提速

● 收入增速复合预期, 核心利润修复

公司发布 2018 年年度报告, 2018 年营业收入为 2449.57 亿元, 同比增长 30.35%; 归母净利润 133.28 亿元, 扣非后归母净利润-3.59 亿元; 调整后扣非后净利润达到 3.12 亿元(含投资理财收益)。实现 EBIT 45.78 亿元, 同比去年增加 43 亿元。2018 年全渠道商品销售规模为 3367.57 亿元, 同比增长 38.39%。我们测算公司核心利润, 将净利润剔除上述投资收益(不剔除理财收益)、以及金融、重庆猫宁电商、天天快递等影响, 2018 年核心业务利润 29.06 亿元, 同比修复明显。

● 毛利率优化, 期待营业费用率改善

2018 年, 公司综合毛利率为 15.00%, 同比提升 0.90pct, 主要因: 1) 商品价格管控提高日销毛利, 推进商品结构调整, 供应链优化; 2) 开放平台、物流、金融业务方面的增值服务收入增加。期间费用率为 14.19%, 同比提升 0.46pct, 营运费用率增幅得到较好控制。财务费用率同比+0.34pct 达到 0.50%, 主要供应链融资、消费金融业务发展加快等因素影响。

● 分部估值: 合理估值区间 14.48-19.46 元

暂不考虑账面现金价值, 我们拟按照线下、线上平台、物流、金融、自有物业进行分部估值。其中, 线下业务估值为 620-827 亿元, 线上业务按照 P/GMV = 0.1- 0.15x 测算, 估值区间为 208.3 - 312.45 亿元; 物流业务估值区间 228 亿-380 亿元; 金融业务估值为 230.44 亿元; 自有门店物业价值为 62.73 亿元。综上所述我们认为公司合理估值区间为 1349-1812 亿元, 对应股价 14.48-19.46 元, 当前股价具有安全边际, 维持“买入”评级。

● 风险提示

多业态高速扩张大幅拖累业绩; 费用率修复不及预期。

● 高速增长, 全渠道多业态建设提速, 维持“买入”评级

公司当前多业态、线上下齐发力, 零售云、苏宁小店等新业态展店迅速, 有望持续形成规模效应; 传统家电连锁业务维持稳健。预计 2019/2020/2021 年公司净利润分别为 173.27/30.85/48.11 亿元。我们认为公司合理估值区间 14.48-19.46 元, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1879.28	244,957	306,196	376,621	451,945
(+/-%)	26.5%	30.3%	25.0%	23.0%	20.0%
净利润(百万元)	42.13	13328	17326.97	3085.04	4811.76
(+/-%)	498.0%	216.4%	30.0%	-82.2%	56.0%
摊薄每股收益(元)	0.45	1.43	1.86	0.33	0.52
EBIT Margin	0.40%	1.9%	1.9%	1.5%	1.6%
净资产收益率(ROE)	5.3%	16.5%	18.1%	3.1%	4.7%
市盈率(PE)	31.3	9.9	7.6	42.7	27.4
EV/EBITDA	64.1	38.6	33.6	36.6	30.8
市净率(PB)	1.67	1.63	1.38	1.34	1.30

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

收入增速复合预期，核心利润修复

公司发布 2018 年年度报告，2018 年营业收入为 2449.57 亿元，同比增长 30.35%；归母净利润 133.28 亿元，扣非后归母净利润-3.59 亿元；调整后扣非后净利润达到 3.12 亿元（含投资理财收益）。实现 EBIT 45.78 亿元，同比去年增加 43 亿元。

公司商品销售规模为 3367.57 亿元，同比增长 38.39%，中国大陆地区实现商品销售规模同比增长 38.04%。线上平台商品交易规模为 2,083.54 亿元（含税），同比增长 64.45%，其中自营商品销售规模 1,497.92 亿元（含税），同比增长 53.70%；开放平台商品交易规模 585.62 亿元（含税），同比增长 100.31%。

2018 年公司投资收益 139.90 亿元，主要包括阿里巴巴股份出售（净利润影响 110.12 亿元），物流地产基金收购公司 5 家物流项目公司 100% 股权（确认投资收益 12.16 亿元，净利润影响 9.1 亿元），华泰证券调整为权益法核算（净利润影响 5.71 亿元）、投资大连万达（净利润影响 1.64 亿元）、商汤科技计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，以及理财收益（净利润影响 6.71 亿元）。

2018 年公司发生资产减值损失 20.59 亿元，其中大陆地区金融分部产生 7.8 亿元损失，主要因收入规模扩大以及金融业务影响，2019 年随着金服业务出表，我们预计资产减值损失将收窄。

截止 2018 年底，公司各业态门店总数达到 11064 家，其中自营门店 8,881 家，零售云加盟店 2,071 家，迪亚天天便利店加盟店 112 家，涵盖家电 3C、母婴、超市、便利店等多种业态。

业态绩效方面，家电 3C 专业店的可比店销售收入同比增长 2.39%，可比店面坪效同比增长 4.72%；母婴店可比店销售收入同比增长 9.35%，可比店面坪效同比增长 12.74%；苏宁易购直营店可比店销售收入同比增长 9.35%，可比店面坪效同比增长 9.11%。

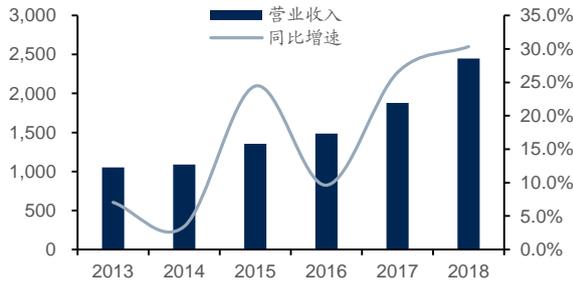
我们拟测算公司核心利润，将净利润剔除上述投资收益（不剔除理财收益）、以及金融、重庆猫宁电商、天天快递等影响，2018 年核心业务利润 29.06 亿元，同比明显修复。

表 1：公司核心利润测算（亿元）

	2017 年	2018 年
扣非后净利润	-0.88	-3.59
净利润	42.13	133.28
投资收益		
出售阿里股权	32.85	110.12
投资万达		1.64
华泰证券核算方法调整		5.71
物流项目处置		9.13
理财收益	6.20	6.71
金融		
苏宁消费金融（49%）	1.06	0.17
苏宁金融服务（17 年初 60%，降低至 50%）	3.06	1.79
电商		
重庆猫宁（51%）	-0.88	-5.65
物流		
天天快递	-5.85	-12.96
其他		
深圳恒宁（49%）		2.26
苏宁便利超市（测算）		-8.00
核心利润	11.88	29.06

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及测算

图 1: 公司历年营业收入及增速 (亿元、%)



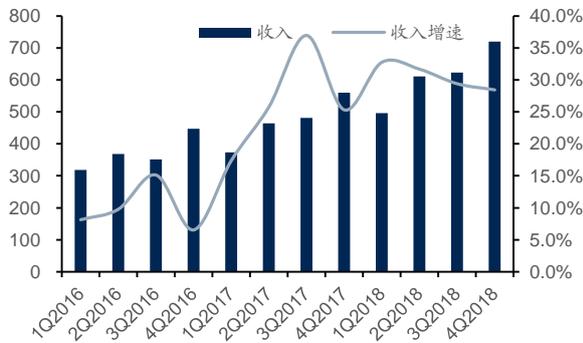
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司历年净利润及增速 (亿元、%)



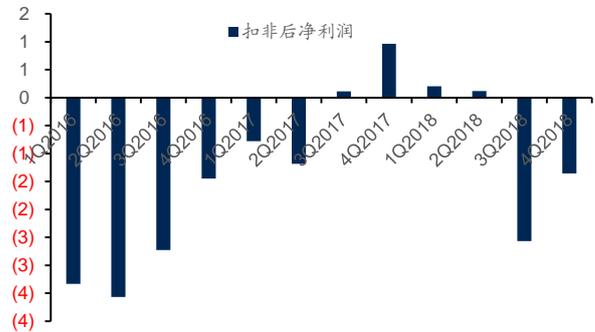
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司分季度收入及收入增速 (亿元, %)



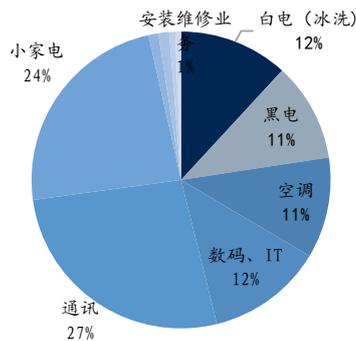
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司分季度归母净利润及净利增速 (亿元, %)



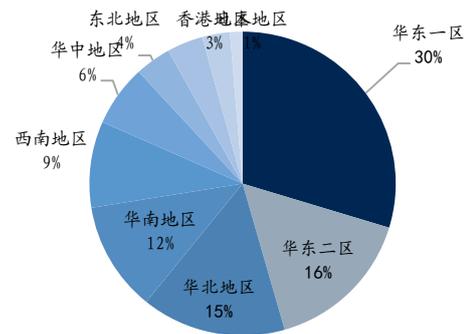
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 2018 年公司营业收入分产品构成 (%)



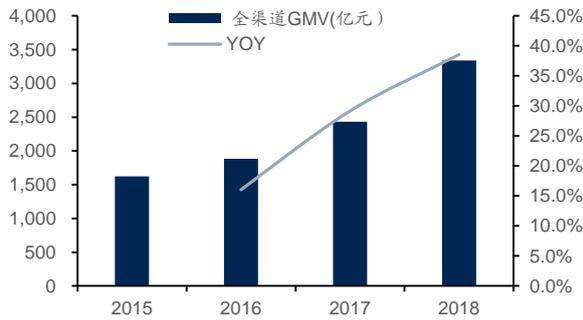
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 2018 年公司营业收入分地区构成 (%)



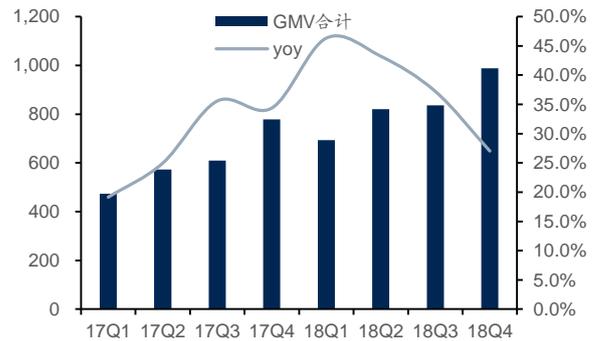
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司历年全渠道 GMV 及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司分季度全渠道 GMV 及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 2: 2018 年公司分业态业绩状况 (% , 元)

业态	营业收入增长幅度	2018 平均实际单位面积经营收入	2017 平均实际单位面积经营收入
自有	16.30%	111.94	112.53
租赁	-7.80%	76.55	85.17
联营合营	5.70%	135.99	135.81

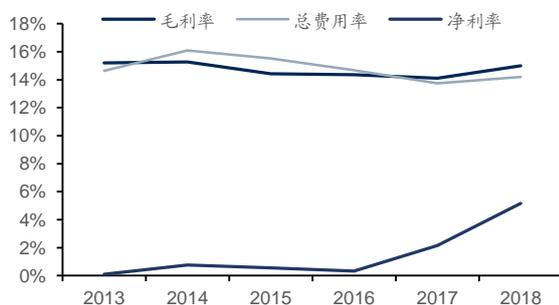
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率优化, 期待营业费用率改善

2018 年, 公司综合毛利率为 15.00%, 同比提升 0.90pct, 零售主业毛利率为 13.30%, 同比提升 1.11pct, 其中黑电、白电品类毛利率提升幅度均超过 1pct。毛利率提升主要因: 1) 商品价格管控提高日销毛利, 推进商品结构调整, 供应链优化; 2) 开放平台、物流、金融业务方面的增值服务收入增加。

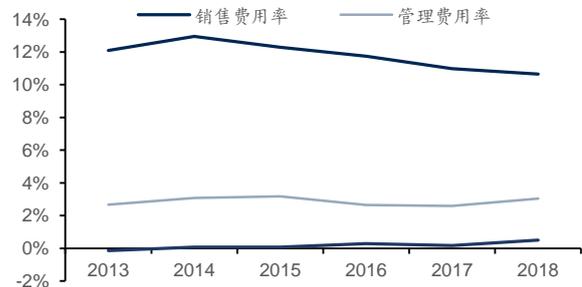
期间费用率为 14.19%, 同比提升 0.46pct, 销售费用率/管理费用率 (含研发费用率) 分别 -0.34/+0.47pct, 管理费用率提升主要因研发投入大幅加大, 营运用费用率增幅得到较好控制。财务费用率同比 +0.34pct 达到 0.50%, 主要供应链融资、消费金融业务发展加快等因素影响。

图 9: 公司历年的毛利率、费用率和净利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司历年销售、管理、财务费用率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

线下: 多业态门店展店加速

公司已经形成“一大、两小、多专”多业态布局, “一大”指苏宁易购广场, “两

小”是指苏宁小店与苏宁易购直营店；“多专”是指专注于垂直类目经营的，如家电 3C、母婴、超市、家居生活等业态店面。目前，定位三至五线城市的家电加盟店零售云店和定位城市社区门店的苏宁小店成为公司主力展店业态。

家电 3C 专门店:截止 2018 年底，共计拥有公司家电 3C 家居生活专业店 2,105 家。其中苏宁易购云店 424 家、苏宁易购常规店 1,658 家（旗舰店 86 家、社区店 1,177 家、中心店 395 家）、苏宁易购县镇店 23 家。2018 年下半年，公司入驻欧尚、大润发，开设超市门店 478 家。

易购直营店:截止 2018 年底，共计拥有苏宁易购直营店 2,368 家。2018 年苏宁易购直营店新开 718 家，置换、关闭门店 565 家，苏宁易购零售云加盟店新开 2,032 家。截至 12 月 31 日公司拥有苏宁易购直营店 2,368 家，

零售云加盟店:截止 2018 年底，苏宁易购零售云加盟店达到 2,071 家。

苏宁小店:2018 年苏宁小店新开 3,972 家，门店总数达到 4177 家

苏鲜生超市:2018 年新开超市门店苏鲜生超市 3 家。关闭 4 家。截至 12 月 31 日苏鲜生超市 8 家。

截止 2018 年，公司自有门店物业面积 20.91 万平方米，通过创新资产运作方式以及与大型房地产商合作取得可长期稳定使用的物业面积 85.27 万平方米，社会化租赁面积 560.03 万平方米。

表 3: 公司历年各业态门店数量 (个)

门店数量	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31
苏宁易购广场				15	16
常规店	1635	1510	1478	1499	2105
红孩子店	8	27	26	53	157
苏鲜生超市店	4	37	6	9	8
苏宁小店			13	23	4177
迪亚天天加盟店					112
零售云加盟店				39	2071
易购直营店		1011	1902	2215	2368
加盟服务站		1430	1927		

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

物流及金融: 物流拟出表, 物流费用率持续优化

截至 2018 年 12 月末苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 950 万平方米，拥有快递网点 27,444 个，物流网络覆盖全国 351 个地级城市、2,858 个区县级城市。

物流基地建设方面,公司完成 14 个物流基地扩建,新建投入使用 6 个物流基地,截至 2018 年 12 月公司已在 41 个城市投入运营 50 个物流基地,在 15 个城市有 18 个物流基地在建、扩建。

基于生鲜类商品的发展需求,公司加快冷链物流建设,2018 年投入使用 46 个生鲜冷链仓,覆盖 179 个城市,有效地提升了生鲜类商品的配送效率。

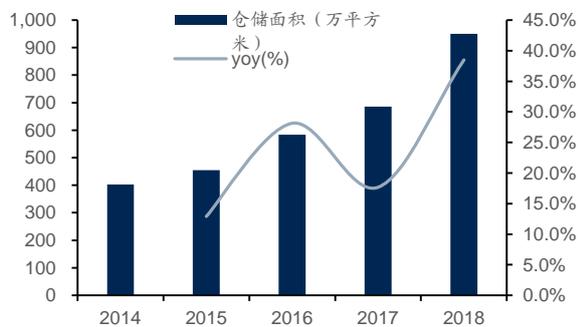
2017 年公司以 42.5 亿元完成对天天快递的收购,2018 年,天天快递实现营业收入 18.11 亿元,同比增长 26.75%,净亏损 12.96 亿元,较 2017 年 5.8 亿元的亏损额有所扩大。我们认为主要系天天快递与苏宁物流整合加速及改造升级

所致，2019年这部分亏损将有望减少，减少对上市公司业绩的拖累。

2018年，公司物流费用率为1.41%，同比优化0.13pct，受益于效率提升以及天天快递与苏宁物流的进一步整合。公司社会化物流收入为28.01亿元，同比增长40.81%。

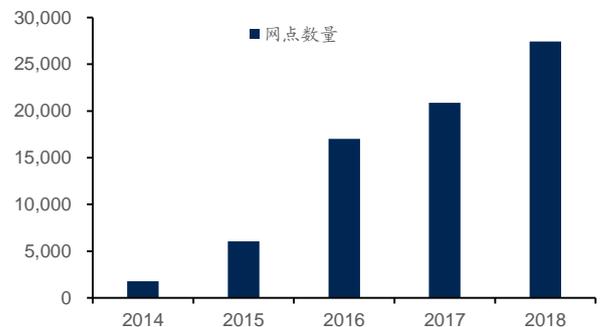
金融方面，2018年，苏宁金服收入31.69亿元，同比增长45.50%，净利润3.15亿元，同比下滑28.97%。其中，支付业务精耕苏宁生态圈，积极拓展外部客户资源，新增绑卡会员数同比增长69%。供应链金融业务聚焦苏宁生态圈，全年交易规模同比增长55%。苏宁银行聚焦核心业务发展，总资产较年初增长116%。2018年12月28日，公司董事会审议通过苏宁金服C轮增资扩股，投后估值达到560亿元，公司持股比例稀释至41.15%，此次交易预计将增加投资收益161.33亿元。

图 11: 公司历年物流仓储面积及增速 (万平方米, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司历年物流营业网点数量 (个)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

分部估值: 合理估值区间 14.48-19.46 元

暂不考虑账面现金价值，我们拟按照线下、线上平台、物流、金融、自有物业进行分部估值。

线下: 我们测算, 2018年公司线下业务实现利润41.37亿元, 按照15-20x P/E 估算, 合理估值为620-827亿元。

线上: 市场对于苏宁线上自营及第三方平台估值争议较大, 我们最保守按照 $P/GMV = 0.1-0.15x$ 统一测算, 2018年公司线上GMV为2083亿元, 则对应估值区间为208.3-312.45亿元。

物流: 公司仓储面积950万平方米, 我们测算公司自有仓储面积占比约为80%, 按照3000-5000元/平进行测算, 估值区间228亿-380亿元。

2018年2月14日, 京东物流完成独立融资, 投后估值达到134.4亿美元 (约合900亿元人民币)。

金融: 2018年底完成增资扩股, 投后估值560亿元, 上市公司持股比例降低至41.15%, 对应市值230.44亿元。

自有门店物业: 截止2018年底公司自有门店物业20.91万平方米, 按照3万元/平估算, 则自有门店物业价值为62.73亿元。

综上所述我们认为公司合理估值区间为 1349-1812 亿元,对应股价 14.48-19.46 元。

此外,如果我们从新零售、线上下一体化、全渠道的角度进行估值,据我们估算,2018 年公司核心业务净利润为 29.06 亿元,给予公司零售业务 30-35 x P/E 估值,则零售部分市值为 872-1017 亿元。公司总体估值区间为 1393-1690 亿元,对应估值区间 14.96-18.16 元。

表 4: 公司 SOTP 分部估值法测算合理估值区间

估值方法	估值系数	基础数值	估值区间		
非零售部分					
物流	物业价值: 元/平方米	3000-5000 元/平方米	950 万平方米*80% (自有占比)	228.00	380.00
金融				230.44	230.44
自有物业				62.73	62.73
零售部分:					
方法 1 (线上下分开估值)					
线下	P/E	15x-20x	1200 亿 (线下 GMV)/1.16*4% (净利率估算) =41.37 亿	620.00	827.00
线上	P/GMV	0.1x-0.15x	2083 亿 (线上 GMV)	208.00	312.00
总估值区间				1,349.17	1,812.17
对应股价				14.49	19.46
方法 2 (全渠道估值)					
全渠道	P/E	25x-30x	29.06 亿 (核心利润)	871.80	1017.10
总估值区间				1392.97	1690.27
对应股价				14.96	18.16

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理及测算

高速增长,全渠道多业态建设提速,维持“买入”评级

公司当前多业态、线上下齐发力,零售云、苏宁小店等新兴业态展店迅速,有望持续形成规模效应;传统家电连锁业务维持稳健。我们看好公司全渠道智慧零售的建设及布局,预计 2019/2020/2021 年公司净利润分别为 173.27/30.85/48.11 亿元。我们认为公司合理估值区间 14.48-19.46 元,维持“买入”评级。

附表: 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	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
601933	永辉超市	买入	9.22	0.19	0.17	0.28	48.53	54.24	32.93	4.97
002867	周大生	买入	35.78	1.22	1.64	2.12	29.33	21.82	16.88	4.14
603708	家家悦	买入	25.00	0.66	0.86	1.00	37.88	29.07	25.00	3.92
601828	美凯龙	买入	13.38	1.15	1.26	1.43	11.63	10.62	9.36	1.21
002024	苏宁易购	买入	14.14	0.45	1.43	1.86	31.25	9.89	7.60	1.43

数据来源: wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2020E		2018	2019E	2020E	2020E
现金及现金等价物	48042	58399	62105	66586	营业收入	244957	306196	376621	451945
应收款项	6681	8389	10318	12382	营业成本	208217	259960	319751	383701
存货净额	22263	27768	34164	41012	营业税金及附加	894	1194	1469	1763
其他流动资产	39037	45929	56493	67792	销售费用	26067	32855	40072	47816
流动资产合计	131743	156205	178801	203492	管理费用	5201	6357	9802	11233
固定资产	17262	16921	16590	16123	财务费用	1235	992	581	479
无形资产及其他	9654	9267	8881	8495	投资收益	13991	16133	0	0
投资性房地产	23134	23134	23134	23134	资产减值及公允价值变动	(1767)	(1200)	(1200)	(1200)
长期股权投资	17675	17675	17675	17675	其他收入	(1909)	0	0	0
资产总计	199467	223203	245081	268920	营业利润	13659	19770	3746	5754
短期借款及交易性金融负债	27851	20000	20000	20000	营业外净收支	287	260	260	260
应付款项	47071	58383	71832	86230	利润总额	13945	20030	4006	6014
其他流动负债	18775	23896	29538	35399	所得税费用	1303	2203	521	902
流动负债合计	93697	102279	121370	141630	少数股东损益	(685)	500	400	300
长期借款及应付债券	14788	14788	14788	14788	归属于母公司净利润	13328	17327	3085	4812
其他长期负债	2771	2771	2771	2771					
长期负债合计	17560	17560	17560	17560	现金流量表 (百万元)				
负债合计	111256	119839	138929	159190	净利润	13328	17327	3085	4812
少数股东权益	7294	7719	8039	8249	资产减值准备	1547	162	(51)	(66)
股东权益	80917	95645	98113	101481	折旧摊销	1708	1665	1868	2019
负债和股东权益总计	199467	223203	245081	268920	公允价值变动损失	1767	1200	1200	1200
					财务费用	1235	992	581	479
关键财务与估值指标					营运资本变动	16259	2490	150	(16)
每股收益	1.43	1.86	0.33	0.52	其它	(2128)	263	371	276
每股红利	0.22	0.28	0.07	0.16	经营活动现金流	32480	23107	6623	8225
每股净资产	8.69	10.27	10.54	10.90	资本开支	(3355)	(2300)	(2300)	(2300)
ROIC	5%	6%	6%	8%	其它投资现金流	(12931)	0	0	0
ROE	16%	18%	3%	5%	投资活动现金流	(32193)	(2300)	(2300)	(2300)
毛利率	15%	15%	15%	15%	权益性融资	5304	0	0	0
EBIT Margin	2%	2%	1%	2%	负债净变化	1960	0	0	0
EBITDA Margin	3%	2%	2%	2%	支付股利、利息	(2017)	(2599)	(617)	(1444)
收入增长	30%	25%	23%	20%	其它融资现金流	8535	(7851)	0	0
净利润增长率	216%	30%	-82%	56%	融资活动现金流	13725	(10450)	(617)	(1444)
资产负债率	59%	57%	60%	62%	现金净变动	14012	10357	3706	4481
息率	1.5%	2.0%	0.5%	1.1%	货币资金的期初余额	34030	48042	58399	62105
P/E	9.9	7.6	42.7	27.4	货币资金的期末余额	48042	58399	62105	66586
P/B	1.6	1.4	1.3	1.3	企业自由现金流	18762	7043	4526	6021
EV/EBITDA	38.6	33.6	36.6	30.8	权益自由现金流	29257	(1691)	4021	5614

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