

以新基建为方向，结合景气周期寻结构性机会

计算机行业

投资建议：中性

上次建议：中性

投资要点：

► 2018年营收端保持稳健，利润端承压明显

2018年计算机行业上市公司营收合计4608.37亿元，同比增长19.40%，较17年的20.66%相比略有下滑，但总体稳健；18年归母净利合计291.23亿，同比下降21.55%，从17年10.28%的增长转为明显的下滑。我们认为行业在营收保持增长的情况下，利润大幅下滑，除毛利、费用原因外，资产减值损失也是一个很大的影响因素。当前，虽应收账款增速有所回落、商誉总额同比减少，但两者绝对量依旧高企，需警惕资产减值风险。

► 2019Q1营收端有所趋缓，净利端显著回升

2019年一季度，计算机行业上市公司营收合计941.44亿元，相较于2018Q1的825.56亿元同比增长14.04%，但其增速较2018Q1下滑了12.56个百分点；归母净利合计60.97亿元，同比增长18.89%，相较于2018年一季度6.43%的净利增速明显回升。我们分析，2019Q1归母净利增速明显回升，除毛利率及期间费用率等常规扰动因素外，公允价值变动净收益存在较大贡献，2019Q1公允价值净收益10.05亿元，而去年同期为-1.49亿元。

► 计算机后周期性，未来营收仍有望稳健，净利需多方观察

而展望未来，考虑到计算机的后周期性，我们对代表宏观经济的沪深300（非金融）营收情况，与计算机数据相拟合，发现向后推12个月时两者的一致性最高。因此我们判断计算机行业的营收增速虽面临部分压力但整体仍有望保持稳健，至于利润端能否向好，除控制成本、费用外，坏账及商誉引起的资产减值风险将是重要影响因素。

► 子行业景气度分析：云计算、人工智能等表现优异

我们分析计算机18个细分子行业的营收及净利增速，在剔除由于个别公司特殊情况产生的异常值后，发现云计算、人工智能、大数据、金融IT、智慧医疗等子行业表现优异，后续值得重点关注。

► 建议以新基建为方向，结合景气周期寻结构性机会

综上，在行业分化加剧背景下，我们以新基建为方向，结合景气周期寻找结构性机会。推荐组合：美亚柏科（300188）、创业慧康（300451）、用友网络（600588）、广联达（002410）、易华录（300212）、四维图新（002405）等。

► 风险提示

技术遭遇瓶颈；政策有所延缓；订单低于预期；市场系统性风险。

一年内行业相对大盘走势



吴金雅 分析师

执业证书编号：S0590517020001

电话：0510-82833337

邮箱：wujy@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《等保 2.0 促网安机会，中美摩擦看自主可控表现》2019.05.14
- 2、《第二届数字中国建设峰会 5 月召开，建议关注大数据机会》2019.04.23
- 3、《苏州首批路测牌照发放，5G 典型应用车联网值得期待》2019.04.16

正文目录

1	2018 年营收端保持稳健，利润端承压明显.....	3
1.1	营收增速稳定，归母净利转为下滑.....	3
1.2	毛利率下降，以及资产减值损失加大是利润承压主因.....	5
1.3	应收账款周转率下降，商誉总额终有所减少.....	6
2	2019Q1 营收端有所趋缓，净利端显著回升.....	7
2.1	营收增速有所趋缓，净利增速明显回升.....	7
2.2	毛利率与费用率同升，公允价值收益对净利存较大贡献.....	8
3	计算机后周期性，未来营收仍有望稳健，净利需多方观察.....	9
4	子行业景气度分析：云计算、人工智能等表现优异.....	10
5	建议以新基建为方向，结合景气周期寻结构性机会.....	11
6	风险提示.....	12

图表目录

图表 1: 2018 年计算机行业营收及增速.....	3
图表 2: 2018 年计算机行业归母净利及增速.....	3
图表 3: 2018&2017 年计算机行业营收、归母净利增速区间占比.....	4
图表 4: 2018 年计算机行业营收增速分布（家）.....	4
图表 5: 2017 年计算机行业营收增速分布（家）.....	4
图表 6: 2018 年计算机行业归母净利增速分布（家）.....	5
图表 7: 2017 年计算机行业归母净利增速分布（家）.....	5
图表 8: 2018 年计算机行业利润率情况.....	5
图表 9: 2018 年计算机行业期间费用率情况.....	5
图表 10: 资产减值损失大幅增加.....	6
图表 11: 2018 年计算机行业研发支出稳步上升.....	6
图表 12: 计算机行业应收账款周转率.....	7
图表 13: 计算机行业商誉总额有所减少.....	7
图表 14: 2019 Q1 计算机行业营收及增速.....	8
图表 15: 2019 Q1 计算机行业归母净利及增速.....	8
图表 16: 2019 Q1 计算机行业营收增速分布（家）.....	8
图表 17: 2019 Q1 行业归母净利增速分布（家）.....	8
图表 18: 2019 Q1 计算机行业利润率.....	9
图表 19: 2019 Q1 计算机行业期间费用率.....	9
图表 20: 计算机行业营收有望保持稳健增长（采用沪深 300 非金融数据向后推 12 个月，再与计算机相拟合）.....	10
图表 21: 2018&2019Q1 计算机子行业营收及净利增速排名.....	11

数据选择：我们选用申万行业分类计算机一级行业作为分析对象，并加入海康威视、大华股份，同时剔除 1) 神州数码，16 年合并 IT 分销业务导致业绩变动较大；2) 中国长城，17 年合并报表因素导致业绩变动较大；3) 常山北明，纺织业务占比较大（18 年为 49.53%）；4) 天夏智慧，主营变更导致业绩变动较大；5) 紫光股份，16 年并表新华三导致业绩变动较大；6) 凯瑞德，主营变更导致业绩变动较大；7) 联络互动，17 年并表 Newegg 导致业绩变动较大；8) 三六零，借壳上市导致业绩变动较大；9) 金财互联，17 年并表方欣科技导致业绩变动较大；10) 维信诺，18 年更名，主营转为 OLED 产业；11) *ST 工新，18 年巨额资产减值；12) 思维列控，19 年并表蓝信科技及公允价值变动；13) 恒生电子，19 年公允价值变动收益大幅增加；14) 投资收益影响较大的公司：顺利办、三泰控股、汉鼎宇佑、同方股份、东软集团、大智慧；15) 相关数据缺失的公司：中新赛克、德赛西威、万兴科技等。剔除后，我们对其余 173 家计算机上市公司的经营情况进行分析。

1 2018 年营收端保持稳健，利润端承压明显

1.1 营收增速稳定，归母净利转为下滑

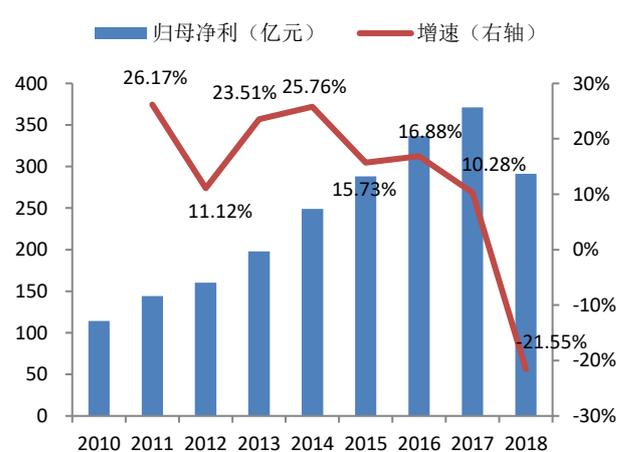
分析年报数据，行业营收增速稳健，差异更多地体现在利润端。2018 年计算机行业上市公司营业收入合计 4608.37 亿元，同比增长 19.40%，较 17 年的 20.66% 相比略有下滑，但总体稳健；18 年行业归母净利合计 291.23 亿，同比下降 21.55%，从 17 年 10.28% 的增长转为明显的下滑。

图表 1：2018 年计算机行业营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：2018 年计算机行业归母净利及增速



来源：Wind，国联证券研究所

从 2018 年增速分布来看：营收增速在 0%~30% 之间的公司占比达 58.38%，是比重最大的部分，增速在 -20%~0% 的公司占比为 19.08%，30%~50% 的占比 12.72%，50% 以上的占比 5.2%，小于 -20% 的占比 4.62%；归母净利增速在 <-20% 区间的公司最多，占比达到 31.79%，其次是 0%~30% 的公司占比为 27.17%，但增速大于 50%

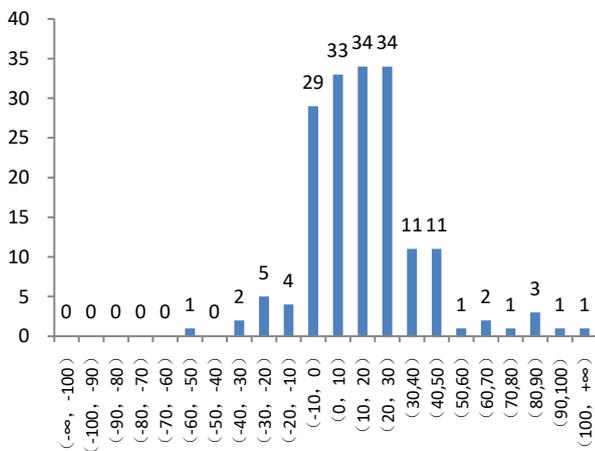
公司也有所增加占到 18.50%，最后 30%~50%及-20%~0%区间占比分别为 12.14%、10.40%。由此我们可以看出：1) 2018 年计算机行业相较于 2017 年分化加速，以增速 0 为分界线，2018 年营收端出现负增长的公司占比较 2017 年增加了 5.20pct，2018 年净利润出现负增长的公司占比较 2017 年上升了 7.51pct；2) 行业利润端的变化相较于营收端更为明显，各细分子行业之间的景气度不同以及公司内部创新能力、发展战略差异是导致该现象的主要原因。

图表 3：2018&2017 年计算机行业营收、归母净利增速区间占比

占比	2017 营收增速	2018 营收增速	2017 归母净利增速	2018 归母净利增速
<-20%	2.89%	4.62%	25.43%	31.79%
-20%~0%	15.61%	19.08%	9.25%	10.40%
0%~30%	52.60%	58.38%	34.10%	27.17%
30%~50%	19.08%	12.72%	15.61%	12.14%
>50%	9.83%	5.20%	15.61%	18.50%

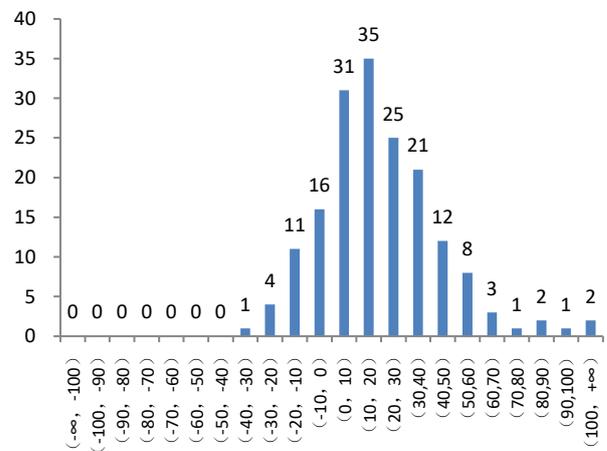
来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：2018 年计算机行业营收增速分布（家）



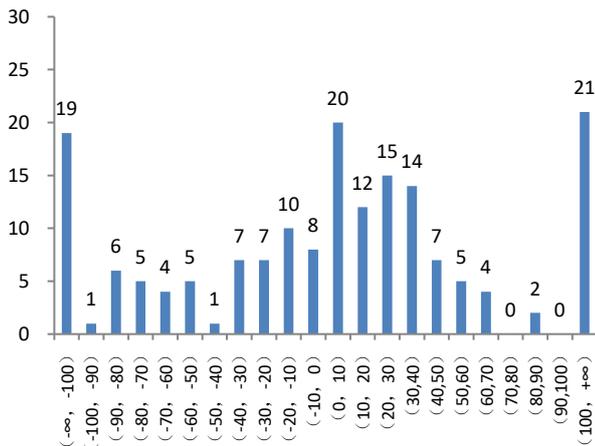
来源：Wind，国联证券研究所

图表 5：2017 年计算机行业营收增速分布（家）



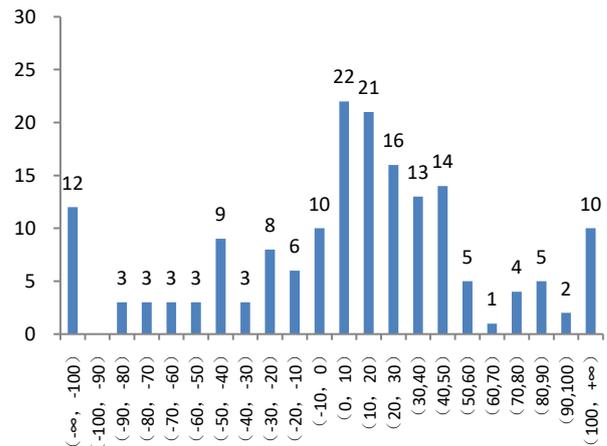
来源：Wind，国联证券研究所

图表 6: 2018 年计算机行业归母净利增速分布 (家)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 2017 年计算机行业归母净利增速分布 (家)



来源: Wind, 国联证券研究所

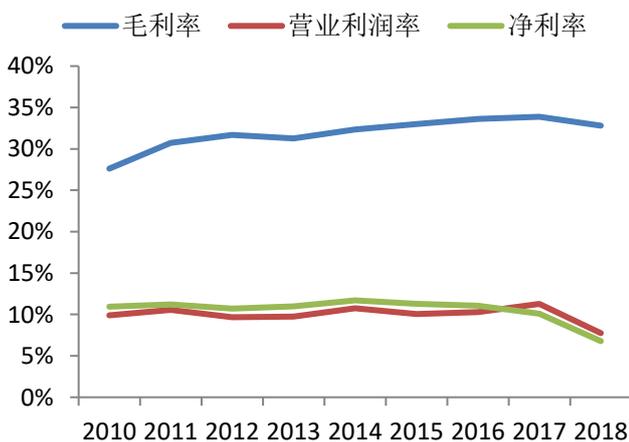
1.2 毛利率下降, 以及资产减值损失加大是利润承压主因

从盈利层面来看,2018 年计算机行业整体毛利率为 32.80%,相比 2017 年 33.88%下降了 1.08 个百分点; 营业利润率由 2017 年的 11.28%下滑至 2018 年的 7.75%; 净利率为 6.78%, 相比 2017 年 10.10%亦下降了 3.32 个百分点。

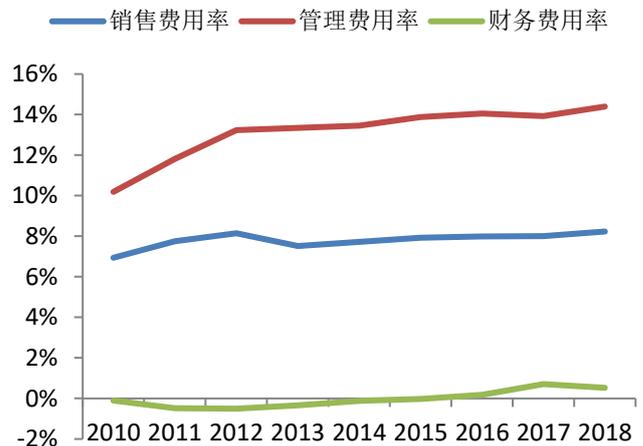
从费用情况看, 2018 年期间费用率 23.16%, 较 2017 年 22.63%的水平略有提高, 其中销售费用率为 8.23%, 相比 2017 年的 8.00%上升 0.23%; 管理费用率(加回研发费用, 以统一对比标准) 14.40%, 相比 2017 年的 13.93%提高 0.47%; 财务费用率 0.53%, 相比 2017 年的 0.71%下降 0.17%。

我们认为计算机行业在营收保持增长的情况下, 利润大幅下滑, 除上述毛利、费用原因外, 资产减值损失也是一个很大的影响因素, 2018 年行业整体增产减值损失达 218.25 亿元, 同比大增 106.72%, 导致 2018 年资产减值损失占营收比重由 2017 年的 2.7%上升至 4.7% (主要系商誉减值和坏账损失加大所致)。

图表 8: 2018 年计算机行业利润率情况



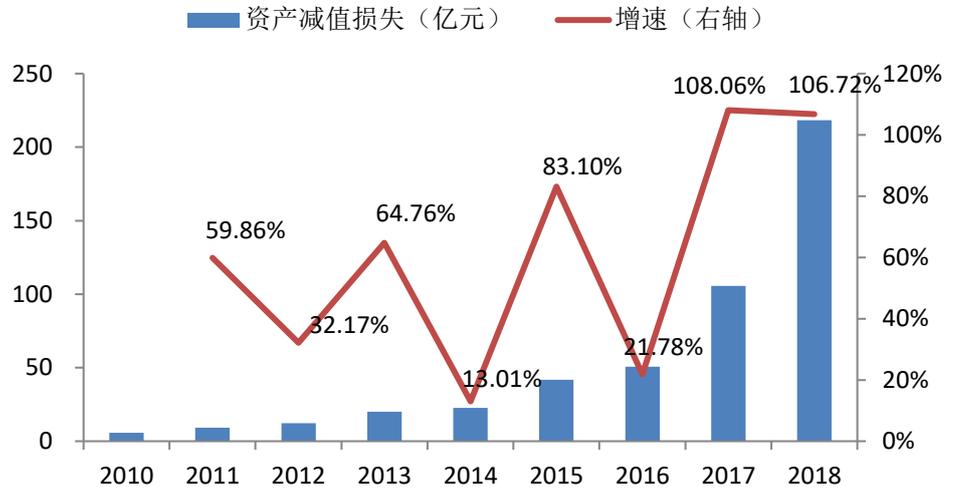
图表 9: 2018 年计算机行业期间费用率情况



来源：Wind，国联证券研究所

来源：Wind，国联证券研究所

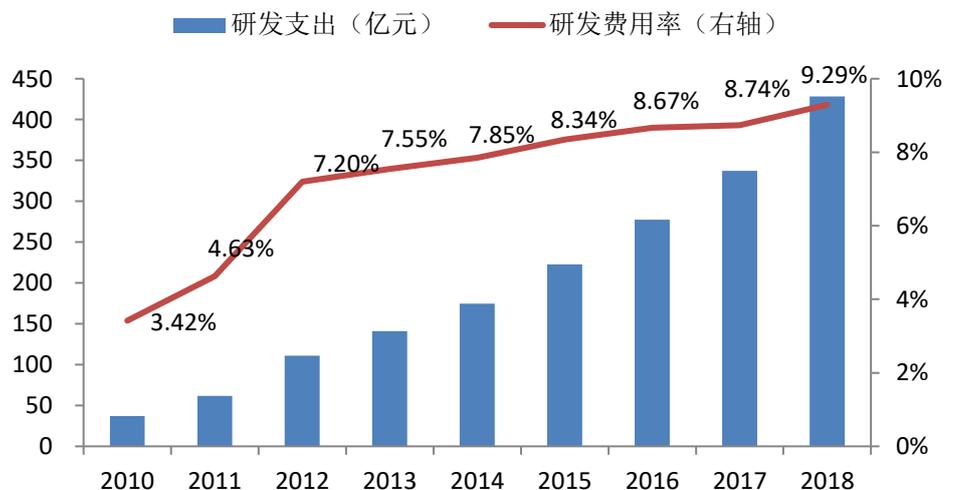
图表 10：资产减值损失大幅增加



来源：Wind，国联证券研究所

另，2018 年计算机行业研发支出 428.16 亿元，占营收比重为 9.29%，相比于 2017 年提升了 0.56 个百分点；从绝对数额上看，研发投入相较于 2017 年的 337.14 亿元同比增长 27%。研发投入呈现持续上升态势一方面证明了计算机公司在云计算、大数据、人工智能等新兴领域正加大对新产品和新技术的投入，另一方面也从侧面说明了新产品、新技术对于计算机公司在长期竞争中取得优势的重要性。

图表 11：2018 年计算机行业研发支出稳步上升



来源：Wind，国联证券研究所

1.3 应收账款周转率下降，商誉总额终有所减少

2018 年计算机行业的应收账款余额为 1595.20 亿元，相较于 2017 年 1334.25

亿元同比增长 19.56%，对应的应收账款周转率从 2017 年的 3.20 下降到 2018 年的 3.15。虽然应收账款的增速有所回落，但总额依旧高企且回款周期有所延长，需警惕坏账风险。

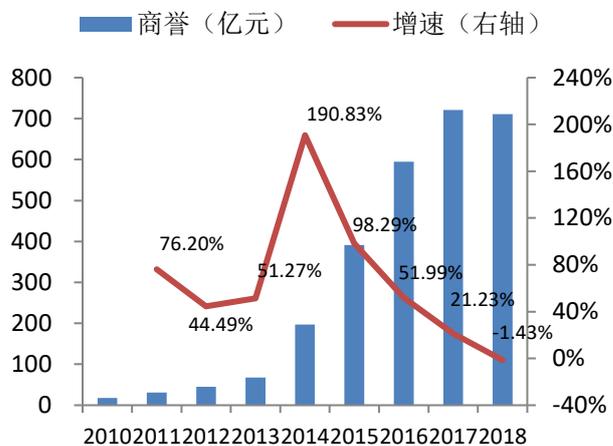
同时，2018 年计算机行业的商誉总额为 710.68 亿元，相较于 2017 年的 720.96 亿元同比减少 1.43%。在金融严监管背景下，计算机公司并购规模有所降低加之减值处理，行业商誉总额终有所回落。但 2012 年底这一数据才 45 亿，占总资产比重 2%，高峰期 2016、2017 年商誉占总资产比重为 10.46%、10.33%，虽 2018 年回落至 9.16%，但商誉绝对量仍然较大，上市公司收购标的未来业绩是否能够兑现仍然存在不确定性，所以对商誉减值风险仍不能掉以轻心。

图表 12：计算机行业应收账款周转率



来源：Wind，国联证券研究所

图表 13：计算机行业商誉总额有所减少



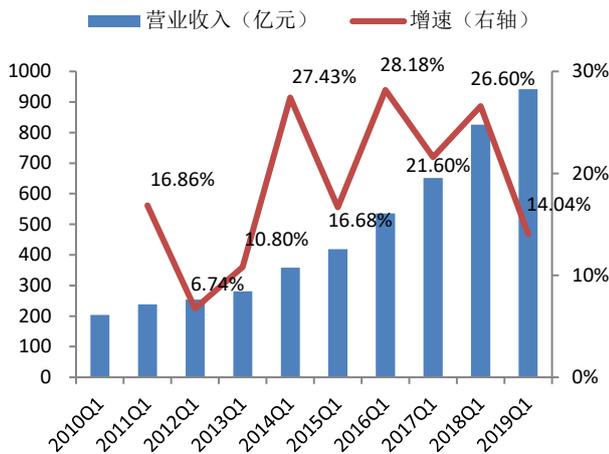
来源：Wind，国联证券研究所

2 2019Q1 营收端有所趋缓，净利端显著回升

2.1 营收增速有所趋缓，净利增速明显回升

2019 年一季度，计算机行业上市公司营业收入合计 941.44 亿元，相较于 2018Q1 的 825.56 亿元同比增长 14.04%，但其增速较 2018Q1 下滑了 12.56 个百分点；归母净利润合计 60.97 亿元，同比增长 18.89%，相较于 2018 年一季度 6.43% 的净利增速明显回升。

图表 14: 2019 Q1 计算机行业营收及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

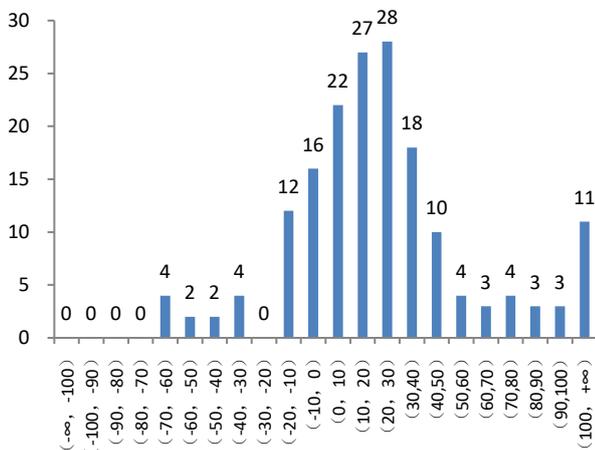
图表 15: 2019 Q1 计算机行业归母净利润及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

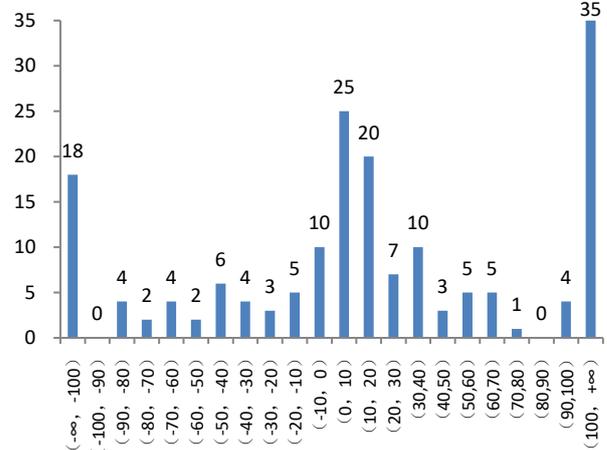
从 2019 Q1 增速分布情况来看:营收增速在 0%~30%的公司最多,占到 44.51%,其余增速区间在-20%~0%、30%~50%及 50%以上的占比均为 16.18%,剩余增速小于-20%的比例为 6.94%;归母净利方面,比例最大的也是 0%~30%区间,占到 30.06%,其次是 50%以上的占比为 28.90%,增速<-20%的占到 24.86%,而增速在-20%~0%和 30%-50%的分别占到 8.67%、7.51%,仍旧是较为分化的格局。

图表 16: 2019 Q1 计算机行业营收增速分布 (家)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 17: 2019 Q1 行业归母净利润增速分布 (家)



来源: Wind, 国联证券研究所

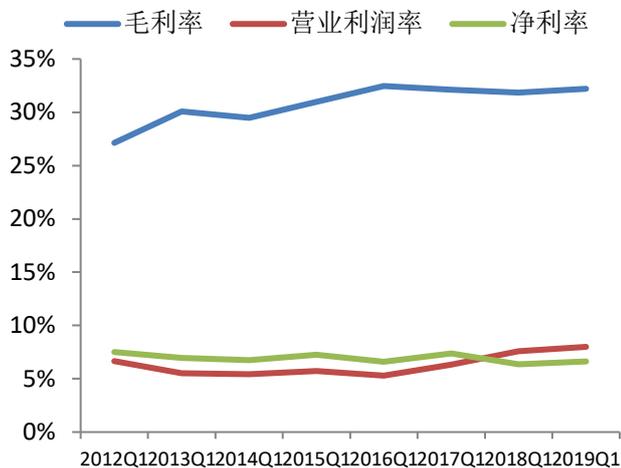
2.2 毛利率与费用率同升, 公允价值收益对净利存较大贡献

从盈利方面看, 2019 年一季度计算机行业整体毛利率为 32.20%, 相比 2018 年同期上升 0.34 个百分点; 营业利润率为 7.99%, 同比提升 0.42 个百分点; 净利率为 6.62%, 同比提升 0.26 个百分点。

而期间费用亦有所上升, 由 2018Q1 的 25.54% 上升至 2019 年一季度的 26.66%, 其中: 管理费用率为 16.63%, 同比 2018 年一季度提高 1.17 个百分点, 主要源于研

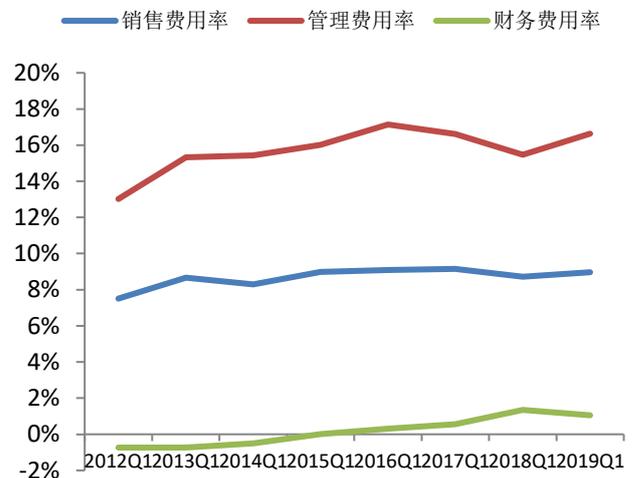
发投入增加等;销售费用率为 8.97%,同比增加 0.25 个百分点;财务费用率为 1.06%,同比降低 0.29pct。

图表 18: 2019 Q1 计算机行业利润率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 19: 2019 Q1 计算机行业期间费用率



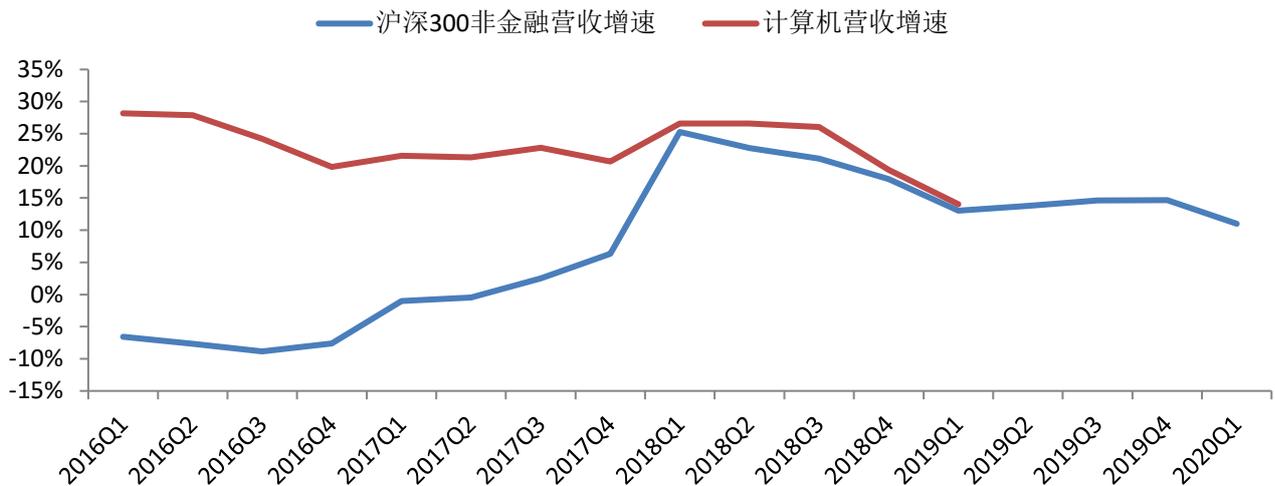
来源: Wind, 国联证券研究所

同时 2019Q1 计算机行业资产减值损失为 6.08 亿元,较 2018 同期的 7.25 亿元下降 16.11%;行业整体投资收益 8.44 亿元,同比增长 47.91%;公允价值变动净收益 10.05 亿元,而去年同期为-1.49 亿元。我们分析,2019 年一季度归母净利增速明显回升,除毛利率及期间费用率等常规扰动因素外,公允价值变动净收益存在较大贡献。

3 计算机后周期性,未来营收仍有望稳健,净利需多方观察

而展望未来,考虑到计算机的后周期性,通常行业经营变化要滞后宏观经济 2-4 个季度。对比代表宏观经济的沪深 300 (非金融) 营收情况,与计算机数据相拟合,发现向后推 12 个月时两者的一致性最高,因此我们判断计算机行业的营收增速虽面临部分压力但整体仍有望保持稳健,至于利润端能否向好,除控制成本、费用外,坏账及商誉引起的资产减值风险将是重要影响因素。

图表 20: 计算机行业营收有望保持稳健增长 (采用沪深 300 非金融数据向后推 12 个月, 再与计算机相拟合)



来源: Wind, 国联证券研究所

4 子行业景气度分析: 云计算、人工智能等表现优异

我们将统计的 173 家公司划分为云计算、卫星导航、人工智能、车载信息、智能安防、大数据、信息安全、系统集成与 IT 外包等 18 个细分子行业, 并综合各子行业公司的营收增速及净利增速进行分析。(选取增速在 25% 以上的子行业且剔除由于个别公司特殊情况产生的异常值)

其中: 交通信息化 18 年营收及净利表现较好是由于千方科技营收、业绩高增长 (报告期内并表杭州交智科技); 智能电网 18 年营收及净利高增速且 19Q1 净利实现扭亏主要源于恒泰实达收购业绩大增 (报告期内并表辽宁邮电); 信息安全 18 年净利增速较高是因为东方通 17 年大额资产减值拉低基数 (资产减值 4 亿); 智能物流 19 年一季度营收快速增长主要是今天国际项目实施进度影响 (今天国际 2018 年营收下滑, 19Q1 营收大增, 项目进度影响收入确认); 教育信息化 19 Q1 营收及净利高增长原因是立思辰并表、项目验收及亏损业务剥离所致 (新增中文未来大语文业务收入、张家口 PPP 项目验收及亏损的信息安全业务剥离); 政务信息化 19Q1 净利大增主要是航天信息公允价值变动收益增加 (航天信息所购中油资本限售股 Q1 确认损益产生公允价值变动收益 4.78 亿); 系统集成与 IT 外包 19Q1 净利表现优异是由于华胜天成投资收益增加 (投资净收益 1.86 亿主要系 Q1 公司间接持有的紫光股份股票收益高于上期); 智能制造 19 年一季度净利高增速主要由维宏股份公允价值变动净收益贡献 (公司闲置自有资金进行证券投资影响公允价值变动净收益 0.61 亿)。

剔除上述因素后, 我们发现云计算、人工智能、大数据、金融 IT、智慧医疗等子行业表现优异, 后续值得重点关注。(考虑到云计算、大数据和人工智能发展需要大量的研发投入我们认为营收增长指标更为重要)

图表 21：2018&2019Q1 计算机子行业营收及净利增速排名

子行业	2018 营收增速	子行业	2018 净利增速	子行业	2019Q1 营收增速	子行业	2019Q1 净利增速
交通信息化	57%	交通信息化	41%	大数据	45%	云计算	130%
云计算	56%	智能电网	32%	智能物流	43%	政务信息化	115%
						系统集成与 IT	
人工智能	41%	信息安全	29%	教育信息化	42%	外包	76%
智能电网	32%	人工智能	15%	人工智能	36%	金融 IT	64%
智能物流	24%	智能安防	7%	云计算	29%	智能制造	63%
智能安防	21%	智能物流	5%	金融 IT	26%	教育信息化	41%
大数据	20%	政务信息化	3%	智能电网	25%	智慧医疗	29%
金融 IT	17%	金融 IT	-1%	交通信息化	21%	智能物流	17%
智能制造	17%	智慧医疗	-2%	信息安全	19%	大数据	16%
卫星导航	16%	智能制造	-3%	智慧医疗	19%	交通信息化	15%
系统集成与 IT 外包	9%	卫星导航	-5%	智能制造	19%	人工智能	0%
				系统集成与			
其他	9%	车载信息	-25%	IT 外包	13%	智能安防	-5%
智慧医疗	8%	系统集成与 IT 外包	-37%	智慧城市	12%	智慧城市	-28%
信息安全	6%	云计算	-44%	智能安防	7%	其他	-34%
教育信息化	4%	大数据	-99%	政务信息化	0%	卫星导航	-67%
车载信息	1%	其他	-110%	车载信息	-5%	车载信息	-81%
智慧城市	0%	智慧城市	-197%	其他	-7%	信息安全	亏损
政务信息化	-1%	教育信息化	-250%	卫星导航	-29%	智能电网	扭亏

来源：Wind，国联证券研究所

5 建议以新基建为方向，结合景气周期寻结构性机会

站在今天的时点上，“中国特色社会主义进入新时代，迎来了从站起来、富起来到强起来的飞跃”。但在“产能过剩、人力、资金和资源环境成本上升”等多重约束下，过往以投资积累为基础的外向型增长难以为继，转型升级和结构调整成为现实的不二选择。

2018、2019 年政府工作报告强调“加快新旧发展动能接续转换。深入开展‘互联网+’行动，推动大数据、云计算、物联网广泛应用，新兴产业蓬勃发展，传统产业深刻重塑”；“打造工业互联网平台，拓展‘智能+’”；“深化大数据、人工智能等研发应用，培育新一代信息技术、高端装备、生物医药、新能源汽车等新兴产业集群，壮大数字经济。”并且，中央经济工作会议也明确“加快 5G 商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设”。

同时，结合经营情况，我们认为计算机行业的营收增速虽面临部分压力但整体仍有望保持稳健，至于利润端，除控制成本、费用外，应收账款及商誉总额依旧高企，需警惕资产减值风险。但我们也关注到板块在加速分化，投入新技术同时拥有核心竞争力的优质标的在业绩加快增长的同时也逐步获得市场的青睐。参考前文子行业景气度分析，我们认为在国家整体经济结构转型、加大对新经济培育力度的形势下，云计算、人工智能、大数据、金融 IT、智慧医疗等值得重点关注。

综上，在行业分化加剧背景下，我们以新基建为方向，结合景气周期寻找结构性机会。推荐组合：美亚柏科（300188）、创业慧康（300451）、用友网络（600588）、广联达（002410）、易华录（300212）、四维图新（002405）等。

6 风险提示

- 1) 技术发展遭遇瓶颈
- 2) 政策推进有所延缓
- 3) 订单落地低于预期
- 4) 市场系统性风险

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810