

## 证券研究报告—动态报告

社会服务

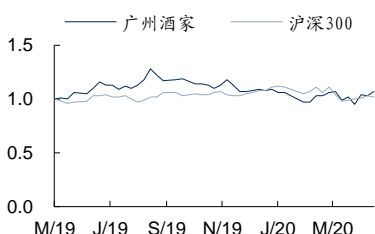
餐饮

**广州酒家(603043)**
**买入**

2019 年年报及 2020 年一季报点评

(维持评级)

2020 年 04 月 29 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)   | 404/126      |
| 总市值/流通(百万元)   | 12,043/3,741 |
| 上证综指/深圳成指     | 2,809/10,423 |
| 12 个月最高/最低(元) | 36.46/23.95  |

**相关研究报告:**

《广州酒家-603043-2019 年三季报点评: Q3 表现良好, 期待产能落地催化成长》——2019-10-30

《广州酒家-603043-2019 年半年报点评: 中报业绩平稳, 产能扩张进行时助推明年成长》——2019-08-28

《广州酒家-603043-深度报告: 老骥伏枥, 迎接新成长》——2019-08-09

**证券分析师: 曾光**

电话: 0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

**证券分析师: 钟潇**

电话: 0755-82132098

E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

**联系人: 姜甜**

电话: 0755-81981367

E-MAIL: jiangtian@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**
**一季度速冻明显发力, 餐饮亏损拖累整体成长**
**● 2019 年扣非业绩增 1%, 符合预期**

2019 年, 公司营收 30.29 亿元/+19.38%; 归母业绩 3.84 亿元/+0.06%; (扣非+1.10%); EPS 0.95 元, 符合预期。Q4 单季, 公司营收 6.20 亿元/+18.53%, 实现归母业绩 5916 万元/-31.28%, 成本费用等拖累。

**● 2019 年: 月饼销售良好, 速冻略提速, 省外渠道继续发力**

2019 年, 公司实现食品收入 22.91 亿/+21.07%, 其中月饼收入 11.92 亿/+14.79%; 速冻 5.53 亿/+34.79%, 较 18 年 (+29.86%) 略提升。餐饮收入 6.67 亿元/+10.95%, 保持稳健。2019 年公司省内/省外销售 +15.87%/40.10%, 省外销售继续发力; 直销/经销各+18.55%/19.84%。全年来看, 公司毛利率同降 1.90pct, 与新产能上线及速冻占比提升相关; 期间费率增 0.75pct, 其中管理/研发/财务费用增 0.82pct/0.11pct/0.04pct, 新产能上线等影响, 而销售费用率降 0.22pct, 控制相对良好。

**● 2020Q1: 速冻发力对冲餐饮收入下滑, 但餐饮亏损拖累业绩**

2020 Q1, 公司实现营收 5.33 亿元/+0.14%; 归母业绩 0.12 亿元/-73.17%; 扣非降 70.05%; EPS0.03 元, 符合预期。Q1 速冻+49.77% 对冲餐饮收入拖累 (下滑 54.10%), 但餐饮亏损拖累整体盈利成长。

**● 疫情下速冻业务进一步激发, 中线看产能扩张后的持续成长**

全年来看, 疫情下虽然餐饮业务承压, 但速冻业务有望明显发力。中线来看, 近两年公司逐步进入产能释放高峰期, 湘潭 (一期去年 8 月已投产)、梅州基地 (预计今年下半年投产) 的相继建成达产, 以及粮丰园、利口福公司生产基地改造, 有望推动明后年公司产能增长 70-100%。且新品类的研发创新、线上线下省内省外渠道共同发力、以及整合陶陶居带来多品牌成长, 有望推动明后年业绩明显提速。长线来看, 依托餐饮基础聚焦速冻粤式点心错位竞争, 通过品类丰富和跨区域扩张, 有望带来长期成长想象空间。

**● 风险提示: 食品卫生安全风险, 疫情, 整合及扩张可能低于预期**
**● 短看疫情下速冻发力, 跨区域及新产品整合助力成长, 维持“买入”**

考虑疫情下餐饮和速冻综合影响, 下调公司 20-22EPS 为 0.87/1.32/1.59 元, 对应 PE35/23/19x。公司逐步进入产能释放高峰期, 依托异地扩张&产品创新、整合陶陶居发力等, 稳健成长有支撑, 维持“买入”。

**盈利预测和财务指标**

|             | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 2537.13 | 3028.70 | 3321.51 | 4276.91 | 5126.45 |
| (+/-%)      | 15.89%  | 19.38%  | 9.67%   | 28.76%  | 19.86%  |
| 净利润(百万元)    | 383.91  | 384.13  | 349.48  | 534.11  | 643.21  |
| (+/-%)      | 12.79%  | 0.06%   | -9.02%  | 52.83%  | 20.43%  |
| 摊薄每股收益(元)   | 0.95    | 0.95    | 0.87    | 1.32    | 1.59    |
| EBIT Margin | 18.60%  | 16.25%  | 11.89%  | 14.24%  | 14.23%  |
| 净资产收益率(ROE) | 19.69%  | 17.55%  | 14.57%  | 19.64%  | 21.15%  |
| 市盈率(PE)     | 31.74   | 31.72   | 34.86   | 22.81   | 18.94   |
| EV/EBITDA   | 25.00   | 23.93   | 26.96   | 18.27   | 15.67   |
| 市净率(PB)     | 6.25    | 5.57    | 5.08    | 4.48    | 4.01    |

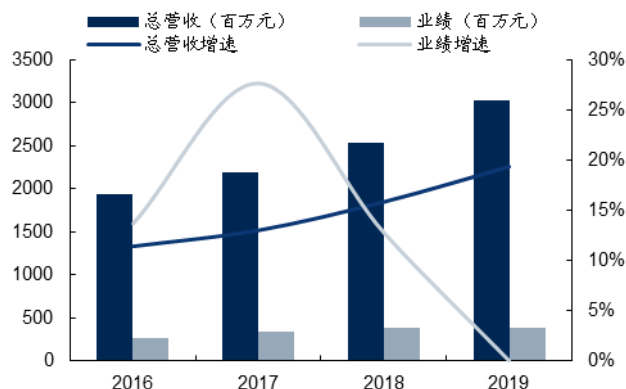
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 2019 年业绩基本持平，符合预期

2019 年，公司实现营收 30.29 亿元，同比增长 19.38%；实现归母业绩 3.84 亿元，同比增长 0.06%；实现扣非业绩 3.73 亿元，同比增长 1.10%；EPS 0.95 元，与此前业绩快报一致，符合预期。Q4 单季，公司实现营收 6.20 亿元，同比增长 18.53%，实现归母业绩 5916 万元，同比下降 31.28%，主要与成本费用增加等因素相关。由于新产能上线带来阶段成本费用增加，导致公司 2019 年未能完成限制性股票激励行权要求（2019 年较 2018 年扣非增 10%）。

图 1：公司 2019 年收入和业绩增速



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 2019Q4 收入业绩表现



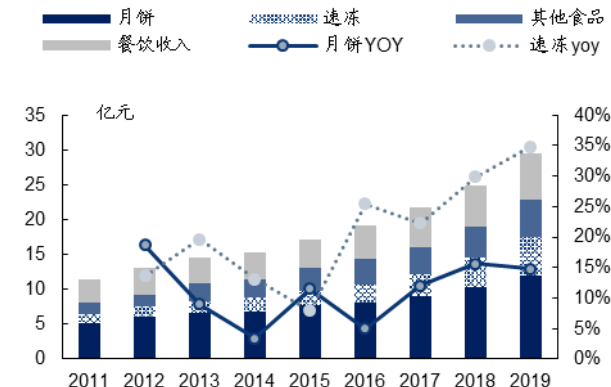
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

### 2019 年：月饼销售良好，速冻略提速，省外渠道继续发力

2019 年，公司实现食品收入 22.91 亿元，同比增加 21.07%，其中月饼收入 11.92 亿元，同增 14.79%，维持良好增长；速冻食品收入 5.53 亿元，增长 34.79%，较 2018 年（+29.86%）增速继续稳步提升；其他食品实现收入 5.81 亿元，同比增长 26.20%。餐饮收入为 6.67 亿元，同增 10.95%。

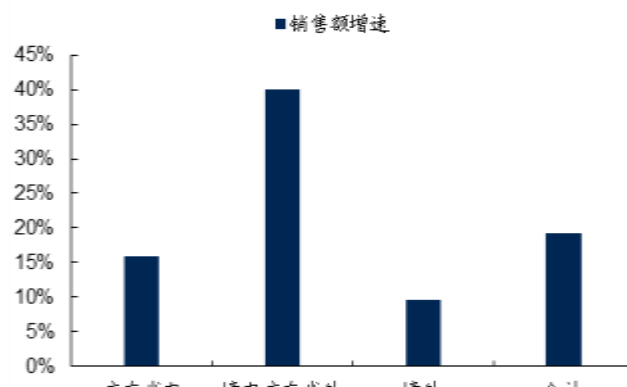
渠道方面，2019 年省内、省外销售各增 15.87%/40.10%，省外销售继续发力。截至 2019 年底，公司共有 668 家经销商，较年初净增 155 家，其中广东省内经销商 452 家，较年初净增 109 家；境内广东省外经销商 201 家，较年初净增 41 家；国外经销商净增 5 家至 15 家。直营经销方面，2019 年直销、经销销售分别同增 18.55%/19.84%。

图 3：公司各业务收入增长情况（年度）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：2019 年公司省内外销售增长情况

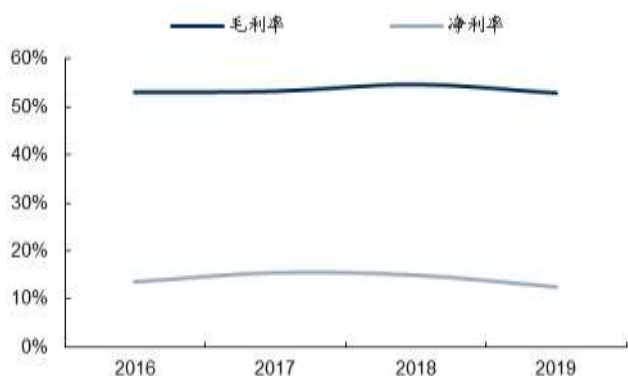


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

### 2019 年毛利率同降 1.90pct，期间费用率同增 0.75pct

2019年，公司毛利率为52.75%，同降1.90pct；期间费用率为36.78%，同比增加0.75pct，其中管理费用率增0.82pct，主要系人工成本及租金管理费增加，研发/财务费用率分别增0.11pct/0.04pct，销售费用率降0.22pct。

图 5：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：公司期间费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

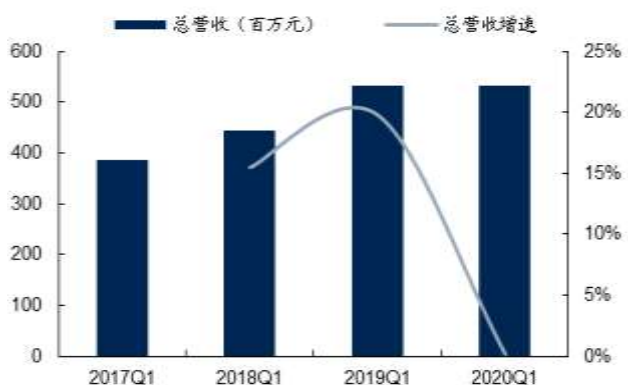
### 2020Q1：速冻对冲餐饮收入下滑，但餐饮业绩仍相对拖累

2020Q1，公司实现营收 5.33 亿元，同比增长 0.14%；实现归母业绩 0.12 亿元，同减 73.17%；扣非业绩为 0.13 亿元，同比下降 70.05%；EPS0.03 元，整体符合预期。

2020 年 Q1，公司实现食品收入 4.43 亿元/+约 30%，其中疫情影响下，速冻食品收入 2.24 亿元，增长 49.77%，是驱动 Q1 收入增长的核心，其他食品实现收入 2.10 亿元，同比增长 12.31%；月饼收入 931 万元，低基数下同增 105.33%（递延确认）。但是疫情下，餐饮受挫，收入为 8429 万元，同比下降 54.10%。

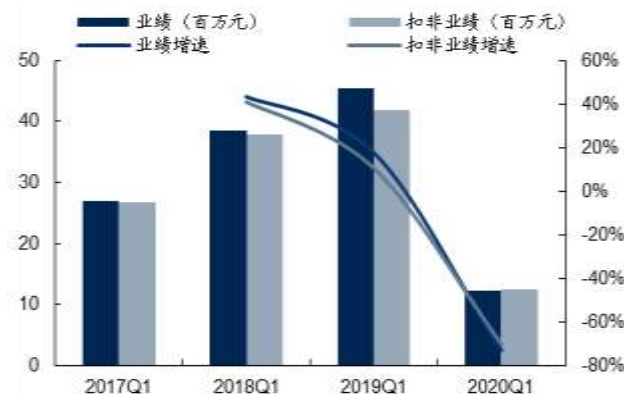
渠道方面，2020Q1 省内销售同减 5.37%，省外销售增 47.35%，省外销售继续发力。截至 2020Q1 末，公司共有 651 家经销商，较期初净减 17 家（新增 38 家，减少 55 家），其中广东省内经销商 469 家，较期初净增 17 家；境内广东省外经销商 168 家，较期初净减 33 家；国外经销商 14 家，较期初减少 1 家。直营经销方面，2020Q1 直销同减 23.29%（直营卖场阶段受疫情影响），而经销驱动同增 29.89%。

图 7：公司 2020Q1 收入和业绩增速



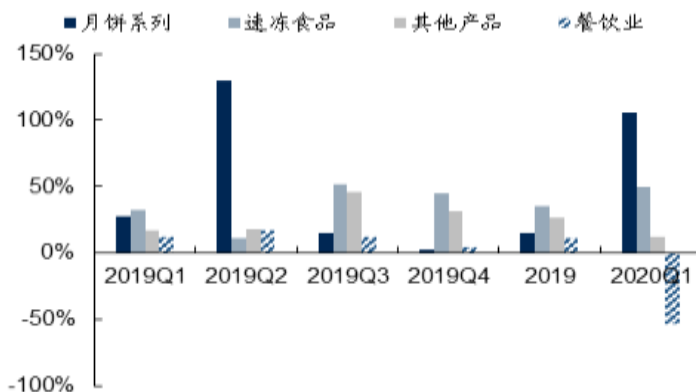
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：公司 2020Q1 收入业绩表现



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 9：公司各业务季度收入增长情况

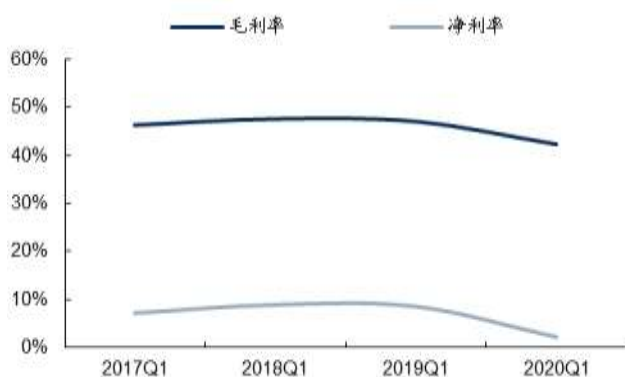


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

2020Q1，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 5.33 亿元，同比增加 4.07%；存货 1.96 亿元，同比减少 16.06%。

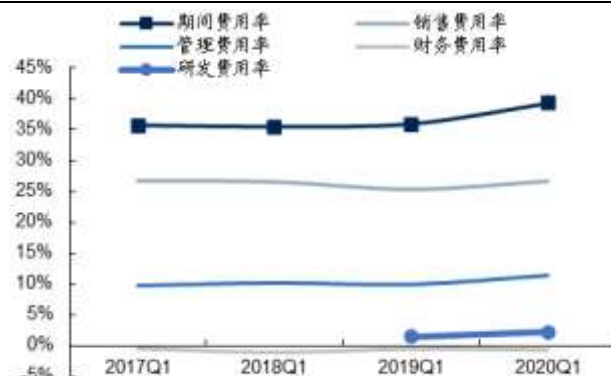
2020Q1，公司毛利率为 42.47%，同降 4.67pct；期间费用率为 39.32%，同比增加 3.39pct，其中管理/销售/研发费用率分别增 1.52/1.27/0.76pct，财务费用率微降 0.15pct。

图 10：公司 2020Q1 毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 11：公司 2020Q1 期间费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

### 疫情下速冻业务进一步激发，中线看产能扩张后的持续成长

今年来看，疫情下虽然餐饮业务承压，但速冻业务有望明显发力。中线来看，未来 2-3 年公司逐步进入产能释放高峰期，湘潭、梅州基地的相继建成达产，以及粮丰园、利口福公司生产基地改造，有望推动明后年公司产能增长 70-100%。且新品类的研发创新、线上线下省内省外渠道开拓推进以及整合陶陶居品牌，有望推动明后年业绩明显提速。长线来看，依托粤式点心基础，在产能支撑的情况下，公司未来速冻聚焦粤式点心品类错位竞争，通过品类的不断丰富和跨区域扩张，有望带来长期成长想象空间。

### 短看疫情下速冻发力，中线“跨区域+创产品+新整合”助力成长，维持“买入”

考虑疫情对餐饮和速冻等的综合影响，下调公司 20-22EPS 为 0.87/1.32/1.59 元（此前 20-21 年为 1.36/1.65 元），对应 PE35/23/19x。公司已逐步进入产能释放高峰期，依托跨区域扩张、产品创新、整合陶陶居月饼发力等，业绩稳健增长持续有支撑，维持“买入”评级。

### 风险提示

食品安全、卫生风险；疫情风险；新产能上线、收购整合、政策及所得税优惠可能低于预期等。

附表：重点公司盈利预测及估值

| 公司<br>代码 | 公司<br>名称 | 投资<br>评级 | 收盘价<br>20-4-29 | EPS   |       |       | PE     |        |        | PB    |
|----------|----------|----------|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|
|          |          |          |                | 2018  | 2019E | 2020E | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2018  |
| 601888   | 中国国旅     | 买入       | 90.30          | 1.59  | 2.37  | 1.03  | 56.97  | 38.09  | 87.33  | 10.86 |
| 002607   | 中公教育     | 买入       | 24.10          | 0.19  | 0.29  | 0.38  | 128.92 | 82.37  | 63.86  | 50.32 |
| 300144   | 宋城演艺     | 买入       | 28.30          | 0.89  | 0.92  | 0.38  | 31.94  | 30.68  | 74.65  | 4.85  |
| 300010   | 立思辰      | 买入       | 16.34          | -1.60 | 0.04  | 0.29  | -10.19 | 420.42 | 56.75  | 0.00  |
| 600754   | 锦江酒店     | 买入       | 27.80          | 1.13  | 1.14  | 0.41  | 24.60  | 24.38  | 67.24  | 2.11  |
| 600258   | 首旅酒店     | 买入       | 14.87          | 0.87  | 0.90  | 0.05  | 17.14  | 16.60  | 290.24 | 1.80  |
| 603043   | 广州酒家     | 买入       | 30.16          | 0.95  | 0.95  | 0.87  | 31.74  | 31.72  | 34.86  | 6.25  |
| 300662   | 科锐国际     | 增持       | 38.22          | 0.65  | 0.84  | 0.92  | 59.21  | 45.76  | 41.46  | 9.57  |
| 000796   | 凯撒旅业     | 买入       | 9.52           | 0.24  | 0.16  | -0.10 | 39.38  | 60.84  | -99.48 | 3.45  |
| 002707   | 众信旅游     | 增持       | 4.93           | 0.03  | 0.09  | 0.04  | 183.91 | 53.79  | 123.83 | 2.04  |
| 603136   | 天目湖      | 增持       | 24.40          | 1.29  | 1.06  | 1.33  | 18.91  | 23.02  | 18.35  | 3.43  |
| 600138   | 中青旅      | 买入       | 10.09          | 0.83  | 0.78  | 0.20  | 12.23  | 12.85  | 49.70  | 1.19  |
| 002621   | 美吉姆      | 增持       | 8.80           | 0.05  | 0.28  | 0.34  | 164.80 | 31.22  | 26.26  | 4.32  |
| 000888   | 峨眉山 A    | 增持       | 6.04           | 0.40  | 0.43  | 0.06  | 15.21  | 14.07  | 98.60  | 1.35  |
| 600054   | 黄山旅游     | 增持       | 8.28           | 0.78  | 0.47  | 0.10  | 10.62  | 17.62  | 86.96  | 1.48  |
| 002159   | 三特索道     | 买入       | 10.00          | 0.97  | 0.07  | 0.39  | 10.29  | 153.05 | 25.45  | 1.44  |
| 000978   | 桂林旅游     | 增持       | 4.58           | 0.22  | 0.16  | 0.25  | 20.51  | 29.05  | 18.30  | 1.05  |
| 002033   | 丽江股份     | 增持       | 5.80           | 0.35  | 0.37  | 0.09  | 16.63  | 15.66  | 61.59  | 1.31  |

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)        |              |              |              |              |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2019        | 2020E       | 2021E       | 2022E       |                  | 2019         | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
| 现金及现金等价物         | 1296        | 1499        | 1927        | 2367        | 营业收入             | 3029         | 3322         | 4277         | 5126         |
| 应收款项             | 151         | 137         | 148         | 177         | 营业成本             | 1431         | 1686         | 2111         | 2561         |
| 存货净额             | 233         | 269         | 308         | 375         | 营业税金及附加          | 27           | 30           | 43           | 51           |
| 其他流动资产           | 47          | 66          | 64          | 77          | 销售费用             | 779          | 873          | 1095         | 1292         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1726</b> | <b>1971</b> | <b>2447</b> | <b>2996</b> | 管理费用             | 300          | 337          | 419          | 493          |
| 固定资产             | 882         | 948         | 1009        | 984         | 财务费用             | (26)         | (28)         | (34)         | (43)         |
| 无形资产及其他          | 146         | 140         | 134         | 128         | 投资收益             | 6            | 7            | 8            | 9            |
| 投资性房地产           | 166         | 166         | 166         | 166         | 资产减值及公允价值变动      | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 12          | 17          | 18          | 19          | 其他收入             | (58)         | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>2932</b> | <b>3242</b> | <b>3775</b> | <b>4293</b> | 营业利润             | 466          | 430          | 651          | 781          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 0           | 0           | 0           | 0           | 营业外净收支           | 1            | (2)          | (2)          | (3)          |
| 应付款项             | 213         | 246         | 308         | 382         | <b>利润总额</b>      | <b>467</b>   | <b>428</b>   | <b>649</b>   | <b>778</b>   |
| 其他流动负债           | 437         | 483         | 604         | 726         | 所得税费用            | 84           | 79           | 115          | 136          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>651</b>  | <b>729</b>  | <b>912</b>  | <b>1108</b> | 少数股东损益           | (1)          | (1)          | (1)          | (1)          |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 0           | 0           | 0           | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>384</b>   | <b>349</b>   | <b>534</b>   | <b>643</b>   |
| 其他长期负债           | 70          | 92          | 122         | 123         |                  |              |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>70</b>   | <b>92</b>   | <b>122</b>  | <b>123</b>  | 现金流量表 (百万元)      |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>720</b>  | <b>821</b>  | <b>1034</b> | <b>1231</b> | 净利润              | 384          | 349          | 534          | 643          |
| 少数股东权益           | 22          | 22          | 21          | 21          | 资产减值准备           | (3)          | 283          | 29           | 5            |
| 股东权益             | 2189        | 2399        | 2719        | 3041        | 折旧摊销             | 47           | 87           | 115          | 127          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2932</b> | <b>3242</b> | <b>3775</b> | <b>4293</b> | 公允价值变动损失         | 0            | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | 财务费用             | (26)         | (28)         | (34)         | (43)         |
| 关键财务与估值指标        |             |             |             |             | 营运资本变动           | 287          | 342          | 194          | 93           |
|                  | 2019        | 2020E       | 2021E       | 2022E       | 其它               | 3            | (283)        | (30)         | (5)          |
| 每股收益             | 0.95        | 0.87        | 1.32        | 1.59        | <b>经营活动现金流</b>   | <b>718</b>   | <b>779</b>   | <b>843</b>   | <b>862</b>   |
| 每股红利             | 0.40        | 0.35        | 0.53        | 0.80        | 资本开支             | (439)        | (430)        | (200)        | (100)        |
| 每股净资产            | 5.42        | 5.94        | 6.73        | 7.53        | 其它投资现金流          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| ROIC             | 19%         | 15%         | 25%         | 34%         | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(444)</b> | <b>(435)</b> | <b>(201)</b> | <b>(101)</b> |
| ROE              | 18%         | 15%         | 20%         | 21%         | 权益性融资            | 3            | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 53%         | 49%         | 51%         | 50%         | 负债净变化            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 16%         | 12%         | 14%         | 14%         | 支付股利、利息          | (162)        | (140)        | (214)        | (322)        |
| EBITDA Margin    | 18%         | 15%         | 17%         | 17%         | 其它融资现金流          | 102          | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 19%         | 10%         | 29%         | 20%         | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(220)</b> | <b>(140)</b> | <b>(214)</b> | <b>(322)</b> |
| 净利润增长率           | 0%          | -9%         | 53%         | 20%         | <b>现金净变动</b>     | <b>53</b>    | <b>204</b>   | <b>428</b>   | <b>440</b>   |
| 资产负债率            | 25%         | 26%         | 28%         | 29%         | 货币资金的期初余额        | 1242         | 1296         | 1499         | 1927         |
| 息率               | 1.3%        | 1.1%        | 1.8%        | 2.6%        | 货币资金的期末余额        | 1296         | 1499         | 1927         | 2367         |
| P/E              | 31.7        | 34.9        | 22.8        | 18.9        | 企业自由现金流          | 299          | 321          | 610          | 721          |
| P/B              | 5.6         | 5.1         | 4.5         | 4.0         | 权益自由现金流          | 401          | 344          | 638          | 757          |
| EV/EBITDA        | 23.9        | 27.0        | 18.3        | 15.7        |                  |              |              |              |              |

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<br>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<br>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