

非银行金融

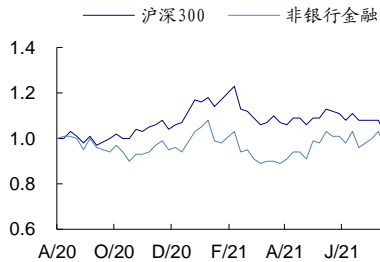
交易所专题二

中性

(维持评级)

2021年08月09日

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《证券行业8月投资策略:关注具有财富管理优势的券商》——2021-08-06
《交易所八月观察:港交所进一步确认红利期》——2021-08-03
《保险八月策略:寿险公司估值或已见底》——2021-08-01
《支持浦东新区高水平改革开放意见点:资本市场改革深化,头部券商迎来机遇》——2021-07-17
《证券行业2021年中期投资策略:聚焦财富管理主线》——2021-07-11

证券分析师:王鼎

电话:0755-81981000
E-MAIL:wangding1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号:S0980520110003

证券分析师:王剑

电话:021-60875165
E-MAIL:wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号:S0980518070002

证券分析师:戴丹苗

电话:0755-81982379
E-MAIL:daidanmiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号:S0980520040003

证券分析师:王可

电话:021-61761053
E-MAIL:wangke4@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号:S0980521060001

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

行业专题

战略与估值:从交易到数据

● 战略与估值:从交易业务到数据业务

进入21世纪以来,交易所行业先后经历了多轮转型浪潮:(1)从单资产类别到多资产类别;(2)从有国界的交易到无国界的交易;(3)从交易业务到数据业务。

在此背景下,我们尝试研究总结交易所行业的战略路径,以及相应的估值情况。

战略路径,四个阶段:(1)先是单类资产交易业务的合并,各交易所寻求整合的机会,提升规模优势;(2)其次是基础设施的改善,例如收购电子交易平台以及清算平台等;(3)再是多类资产交易业务的合并,进一步提升规模优势;(4)最后提供数据服务,挖掘产业链的数据价值。

估值情况,三个维度:(1)来自大型发展中经济体的交易所的估值倍数>来自发达经济体的交易所的估值倍数;(2)衍生品交易所>股票交易所(但差距不大,顺序不稳定);(3)数据业务>交易业务。

● 伦敦证券交易所集团:交易业务与数据业务的结合

伦敦证券交易所集团对行业未来有着深入的思考和认识,对应树立了四大业务目标:(1)能为无物理界限的交易需求提供高效的基础设施;(2)能提供全面且高效的数据整理及分析服务;(3)能满足投资者对多资产类别的交易及分析需求;(4)任一服务环节皆可触达全球。

所以,伦交所的扩张路径也很明确:(1)先是扩张股票交易业务的版图,例如创立AIM板块以及合并其它股票交易所;(2)然后扩张基础设施业务,为数据服务业务打下基础,先后收购专门从事电子交易系统开发的千禧年咨询、泛欧股票交易平台Turquoise、全球领先的跨资产清算平台LCH Group、罗素指数公司以及推出衍生品平台CurveGlobal;(3)最后是推进数据服务的发展,例如收购全球金融市场数据及基础设施提供商Refinitiv(路孚特)。

● 投资建议:维持行业中性评级,维持港交所增持评级

近期以来新冠疫情反复,使得全球经济的修复预期仍有一定的不确定性。鉴于此,我们认为货币政策和财政政策会保持稳定积极,资本市场的流动性会保持稳定。在此基础上,我们上调盈利预测,预计2021年至2023年的EPS分别为11.85/14.03/16.97港元,维持51倍的PE目标倍数,对应2021年的目标价为604港元。

● 风险提示

援引彭博社消息,《反外国制裁法》或将引入港澳地区,届时可能引起美国发布对香港地区的不利政策,加大股票市场波动。

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	总市值(亿港元)	EPS		PE	
					2020	2021E	2020	2021E
0388.HK	香港交易所	买入	529.00	6,707	9.11	11.85	55	42

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测(单位:港元)

内容目录

战略与估值：从交易业务到非交易业务	4
市值与估值：与战略协调一致	4
行业战略路径：从交易业务到数据业务	5
伦交所：交易与数据的结合	7
伦交所战略路径：从交易业务到数据业务	7
战略逻辑：交易与数据的结合	9
投资建议	11
风险提示	11
国信证券投资评级	12
分析师承诺	12
风险提示	12
证券投资咨询业务的说明	12

图表目录

图 1: 全球主要证券交易所的市值排名	4
图 2: 2019 年全球部分交易所的 PE 预测倍数	5
图 3: 伦交所的业务扩张路径	7
图 4: 伦交所的收入增长	8
图 5: 伦交所的数据业务布局	9
图 6: 伦交所的扩张战略	10
表 1: 交易所行业历年的主要并购事件	5
表 2: 伦交所的收入结构	8

进入 21 世纪以来，交易所行业先后经历了多轮转型浪潮：（1）从单资产类别到多资产类别；（2）从有国界的交易到无国界的交易；（3）从交易业务到数据业务。在此背景下，我们尝试研究行业的战略路径，以及相应的估值逻辑。

我们分析交易所行业自 1998 年以来的并购活动，发现各大交易所的发展战略较为一致，可分为三个阶段：（1）先是发展交易业务，寻求合并机会，提升规模优势，因为交易所的交易规模越大，流动性则越大，才能进一步吸引新的交易量入场，巩固交易业务的优势；（2）改善基础设施，通过收购基础设施公司，进一步巩固交易业务的优势，并围绕交易业务扩大收入基础，例如收购清算公司以及电子交易技术平台等；（3）逐步布局数据业务，通过收购指数公司和数据整理及分析公司等，在交易业务的基础上，挖掘产业链的数据价值。

从估值情况来看，交易所的估值逻辑与战略逻辑相契合：交易业务的估值倍数不如非交易业务的估值倍数，发达经济体交易所的估值倍数不如发展中经济体交易所的估值倍数，股票交易所的估值倍数不如衍生品交易所的估值倍数。

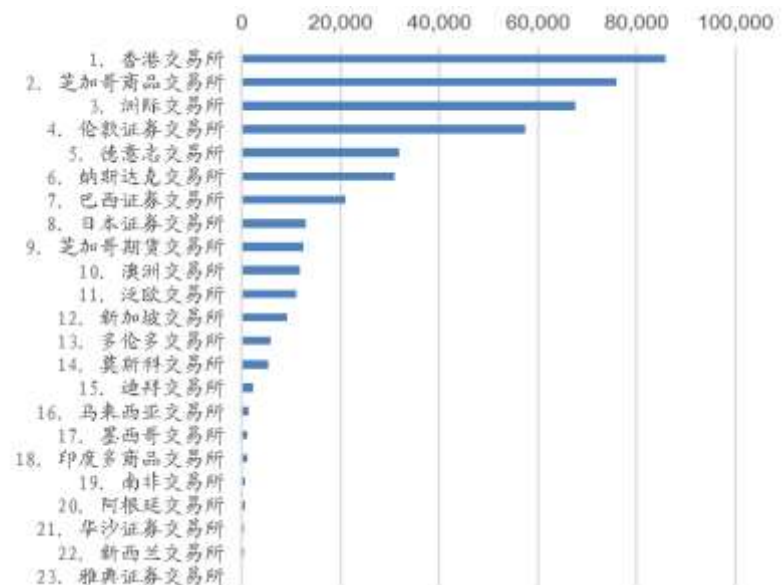
现在，主流的交易所都面临着全球竞争的压力，行业内的市值集中程度仍有进一步提升的空间，而且部分交易所之间的估值倍数差异并不显著，所以当下绝对领先的胜利者还未出现。从目前来看，在发达经济体的交易所中，伦敦交易所的估值倍数最高，主要是因为数据业务的预期较好，而在发展中经济体的交易所中，香港交易所的估值倍数最高，主要是因为成长性非常强，且交易业务和非交易业务都齐备。

战略与估值：从交易业务到非交易业务

市值与估值：与战略协调一致

截止于 2021 年 2 季度末，全球上市交易所集团的市值情况如下图所示。排名前三名的集团分别为香港交易所集团、芝加哥商品交易所集团和洲际交易所集团，分别为 860 亿美元、760 亿美元和 675 亿美元，三家占全部市值的 51%。交易所行业的市值集中程度较高。

图 1：全球主要证券交易所的市值排名

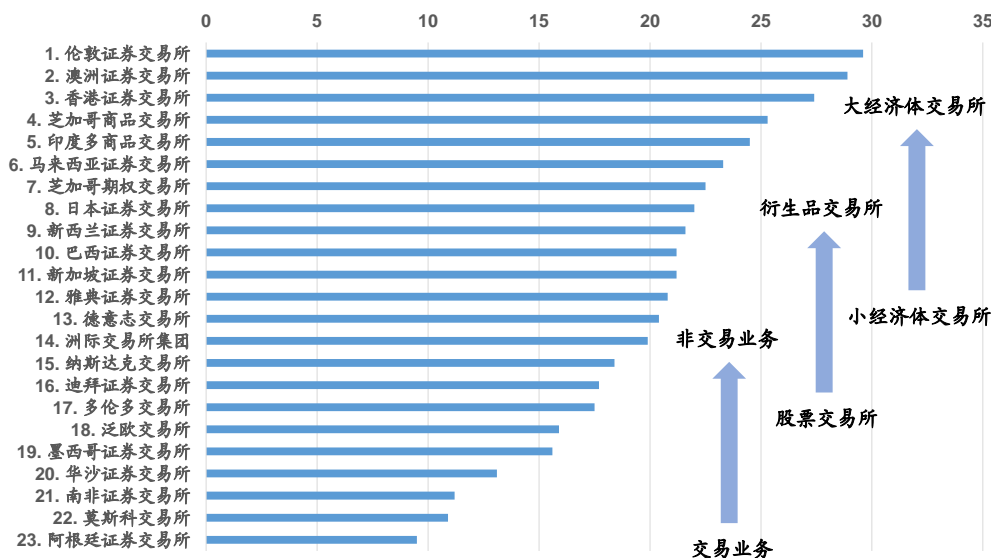


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理（单位：百万美元；数据截至时间：2021 年 2 季度末）

以上市值排名前十的交易所集团代表着完全不同的四类业务特征：（1）香港交易所代表的是发展中经济体的资本市场潜力，目前主要以股票业务为主，市值最高；（2）芝加哥商品交易所和洲际交易所衍生品业务为主，市值其次；（3）伦敦证券交易所正转向数据业务，持续扩张非交易业务，市值第三；（4）德意志交易所和纳斯达克等交易所集团以股票交易业务为主，市值最低。

我们再看估值情况。鉴于交易所集团以轻资本业务为主，我们用 PE 倍数来比较各交易所的估值情况。

图 2：2019 年全球部分交易所的 PE 预测倍数



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

以上 PE 倍数的排序，与市值排序所反映的情况基本类似：（1）向数据业务转型的伦敦证券交易所的估值倍数最高；（2）其次是大型发展中经济体的交易所集团，例如香港证券交易所和印度多商品交易所；（3）再次是以衍生品业务为主的交易所集团，包括芝加哥商品交易所、芝加哥期权交易所和洲际交易所集团；（4）最后，估值倍数最低的就是以股票交易业务为主的交易所集团，例如纳斯达克交易所集团。

行业战略路径：从交易业务到数据业务

我们整理了交易所行业自 1998 年以来的部分并购事件，表现出行业的战略趋势如下：（1）最初的交易所合并以股票市场的并购为主，同时在股票交易的电子化趋势下，部分股票交易所收购了电子交易系统运营商或者电子交易平台；（2）跨资产品种的交易所开始合并，包括衍生品交易所的合并，以及衍生品交易所和股票交易所的合并，例如以能源交易起家的洲际交易所一路高歌猛进，甚至在 2010 年布局气候交易所；（3）交易所集团开始趋势性地布局非交易业务，包括指数业务、数据服务、多资产交易及清算的基础设施等。

表 1：交易所行业历年的主要并购事件

时间	收购主体	收购对象	主要战略导向
1998 年	纳斯达克交易所	纳斯达克与美国证券交易所合并为 Nasdaq-Amex 集团公司	证券市场合并
2000 年	东京证券交易所	东京证券交易所兼并广岛和新泻两家证券交易所	证券市场合并
2001 年	纳斯达克交易所	控股了一家名为 Easdaq 的泛欧高科技股票市场	证券市场合并
2001 年	洲际交易所	在伦敦收购了国际石油交易所	证券市场合并
2002 年	泛欧证券交易所	收购葡萄牙里斯本交易所和伦敦国际金融期货交易所	证券市场合并
2002 年	德国证券交易所	收购了证券信托公司 Clear-Stream 的全部股份	基础设施
2005 年	纳斯达克交易所	宣布收购全美第二大电子交易系统运营商 Instinet	基础设施

2006年	纽约证券交易所	收购电子交易运营商 Archipelago 控股公司	基础设施
2006年	芝加哥商品交易所	收购芝加哥期货交易所	证券市场合并
2007年	德国证券交易所	收购美国国际证券交易所	证券市场合并
2007年	德国证券交易所	与瑞交所合作建立并运营法兰克福票据权证交易所，并在 2012 年完成全部控制	证券市场合并
2007年	伦敦证券交易所	收购意大利交易所	证券市场合并
2007年	纽约证券交易所	和泛欧证券交易所成功合并	证券市场合并
2007年	纽约证券交易所	收购印度国家证券交易所 5% 的股份	证券市场合并
2007年	纳斯达克交易所	收购瑞典 OMX 公司，组成纳斯达克 OMX 集团	证券市场合并
2007年	洲际交易所	与纽约期货交易所合并	证券市场合并
2008年	芝加哥商品交易所	收购纽约商品交易所	证券市场合并
2009年	伦敦证券交易所	收购 Turquoise (泛欧股票交易平台)	证券市场合并/基础设施
2010年	洲际交易所	收购气候交易所 (Climate Exchange Plc)，后者旗下公司包括欧洲气候交易所、芝加哥气候交易所以及芝加哥气候期货交易所	证券市场合并/基础设施
2011年	东京证券交易所	日本东京证券交易所和大阪证券交易所决定通过成立控股公司“日本交易所集团”等方式实现合并	证券市场合并
2011年	伦敦证券交易所	伦交所收购富时国际剩余 50% 的股份，完成对富时集团的 100% 控股	指数业务/数据服务
2012年	伦敦证券交易所	收购德里证券交易所 5% 的股份	证券市场合并
2012年	伦敦证券交易所	收购证券和衍生品结算机构伦敦结算公司 LCH. Clearnet	基础设施
2012年	香港交易所	收购伦敦金属交易所 (LME)	证券市场合并
2012年	路孚特	收购了 FX Alliance Inc.，一家为企业和资产管理公司提供电子外汇交易服务的独立供应商	基础设施
2013年	洲际交易所	收购纽约-泛欧交易所集团	证券市场合并
2013年	纳斯达克交易所	收购电子债券交易平台 eSpeed	证券市场合并/基础设施
2014年	伦敦证券交易所	收购指数公司弗兰克罗素公司	指数业务/数据服务
2014年	洲际交易所	洲际交易所收购新加坡商品期货交易所	证券市场合并
2015年	德国证券交易所	收购 STOXX AG 和 Indexium AG 的股权	指数业务/数据服务
2015年	芝加哥期货交易所	收购 LiveVol 平台	数据服务
2015年	洲际交易所	洲际交易所收购交互式数据控股公司	数据服务
2016年	伦敦证券交易所	购买信息供应商 MergentInc	数据服务
2016年	洲际交易所	收购固定收益定价评估机构 SPSE 和 OTC 市场数据提供商 CMA 的全部股权	数据服务
2016年	芝加哥期货交易所	收购 Bats Global Markets (交易所)	证券市场合并/基础设施
2016年	芝加哥期货交易所	收购 Vest Financial	投资顾问
2016年	纳斯达克交易所	收购美国国际证券交易所	证券市场合并
2016年	洲际交易所	收购标准普尔全球证券评级机构和信用市场分析机构	数据服务
2016年	路孚特	从道富公司收购了 Wm Reuters 外汇基准	指数业务/数据服务
2017年	伦敦证券交易所	收购 the yield book	指数业务/数据服务
2017年	路孚特	收购 REDI，使汤森路透能够将先进的跨资产执行管理系统 (EMS) 纳入其买方交易能力，并向买方社区提供集成的交易工作流程解决方案	基础设施
2017年	路孚特	从 DTCC 手中收购了 Avox Limited，Avox 是合法实体数据、全球金融实体层次结构和标识符的提供商	数据服务
2018年	洲际交易所	洲际交易所收购芝加哥证券交易所	证券市场合并
2018年	芝加哥商品交易所	55 亿美元收购 NEX Group NXGN.L	电子金融服务
2019年	芝加哥期货交易所	收购欧洲清算所 euroccp	基础设施
2019年	伦敦证券交易所	收购金融市场数据和基础设施供应商路孚特 Refinitiv	基础设施/数据服务
2019年	路孚特	收购 AlphaDesk 平台，扩大其端到端交易解决方案	基础设施
2020年	纳斯达克交易所	纳斯达克收购 Verafin，Verafin 是一家软件公司，利用人工智能(AI)帮助银行检测洗钱和欺诈活动	数据服务
2020年	德国证券交易所	收购国际咨询公司 Institutional Shareholder Services(ISS) 八成股权	数据服务
2021年	芝加哥期货交易所	暗池股票交易平台 BIDS Trading	基础设施
2021年	伦敦证券交易所	收购数据提供商 Beyond Ratings	数据服务

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

各主流交易所的战略路径明显趋同，从证券交易业务的合并，到基础设施的提升，再到数据业务的布局，以投资者的需求为导向，沿着产业链条持续前行，估值倍数亦持续走高。行业当中，伦敦证券交易所集团就是典范。

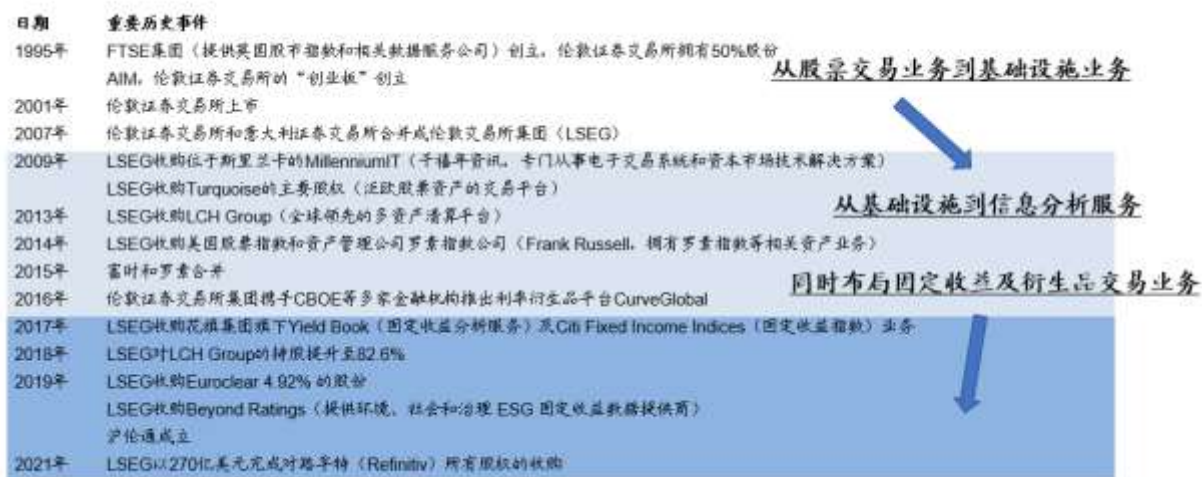
伦敦证券交易所集团，倚重着英国资本市场的一般体量，却成为全球估值最高的交易所，以及全球市值最大的交易所之一，其业务战略无疑是成功的，值得我们去深入研究。

伦交所：交易与数据的结合

伦交所战略路径：从交易业务到数据业务

伦敦证券交易所集团（London Stock Exchange Group，以下简称“伦交所”）的扩张路径很明确：（1）先是扩张股票交易业务的版图，例如创立 AIM 板块以及合并其它股票交易所；（2）然后扩张基础设施业务，以巩固原有的交易业务，并提升 IT 能力，为数据服务业务打下基础，先后收购专门从事电子交易系统开发的千禧年咨询、泛欧股票交易平台 Turquoise、全球领先的跨资产清算平台 LCH Group、罗素指数公司以及推出衍生品平台 CurveGlobal；（3）最后是推进数据服务的发展，例如先后收购花旗集团旗下固定收益分析服务提供商 Yield Book、ESG 固定收益数据提供商 Beyond Ratings 和全球金融市场数据及基础设施提供商 Refinitiv（路孚特）。值得注意的是，伦交所在扩张的过程当中还适当布局了固定收益及衍生品等交易业务，或正努力打造多资产交易平台。

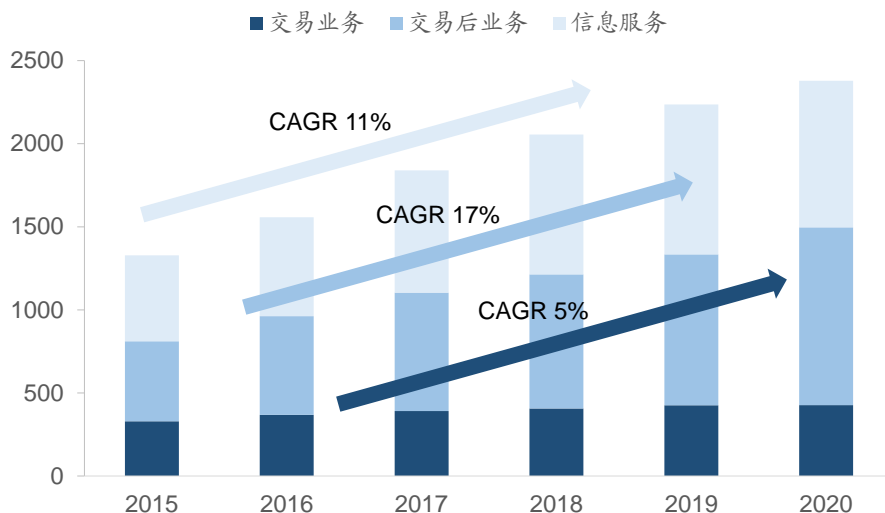
图 3：伦交所的业务扩张路径



资料来源：伦敦证券交易所集团官网，国信证券经济研究所整理

再看伦交所历年的收入数据，从 2015 年到 2020 年，业务的成长情况与以上分析相对应：（1）交易业务的涨幅较小，平均在 5%左右；（2）得益于对基础设施业务的布局，交易后业务的涨幅最高，平均在 17%左右；（3）其次是信息服务的收入增长，平均在 11%左右，主要受益于富时罗素等信息服务供应商的贡献。

图 4：伦交所的收入增长



资料来源：伦敦证券交易所集团官网，国信证券经济研究所整理（单位：百万英镑）

分析集团具体的收入结构：（1）资本市场的交易业务中，股票交易的收入增长较少，主要是固定收益及衍生品等交易业务贡献了收入增长；（2）信息服务中，富时罗素公司贡献了主要的增长；（3）交易后业务中，相关的数据服务贡献了一定的收入增长。

表 2：伦交所的收入结构

	2020	占比	2019	占比	2018	占比	2017	占比	2016	占比	2015	占比
信息服务	882	34%	902	39%	841	39%	736	38%	595	36%	517	36%
富时罗素	668	26%	649	28%	631	30%	546	28%	409	25%	348	25%
即时数据	105	4%	97	4%	94	4%	94	5%	91	5%	82	6%
其他数据服务	109	4%	156	7%	116	5%	96	5%	95	6%	86	6%
交易后业务 LCH	860	33%	756	33%	662	31%	562	29%	447	27%	361	25%
场外市场	309	12%	307	13%	487	23%	432	22%	356	21%	157	11%
非场外市场	164	6%	140	6%							115	8%
其他数据服务	118	5%	103	4%							31	2%
净资金收入	269	10%	206	9%	175	8%	130	7%	91	5%	58	4%
交易后业务 CC&G and Monte Titoli	316	12%	152	7%	145	7%	151	8%	147	9%	120	8%
清算 (CC&G)	43	2%	43	2%	41	2%	39	2%	43	3%	38	3%
结算托管及其他 (Monte Titoli)	223	9%	60	3%	61	3%	70	4%	61	4%	52	4%
净资金收入	50	2%	49	2%	43	2%	42	2%	43	3%	30	2%
资本市场	427	17%	426	18%	407	19%	391	20%	368	22%	330	23%
一级市场	131	5%	151	7%	113	5%	110	6%	91	5%	89	6%
二级市场-股票	171	7%	151	7%	169	8%	163	8%	165	10%	143	10%
二级市场-固定收益、衍生品及其他	125	5%	124	5%	125	6%	118	6%	112	7%	98	7%
科技服务	83	3%	66	3%	65	3%	91	5%	88	5%	81	6%
其他	1	0%	12	1%	15	1%	24	1%	12	1%	9	1%
总主营业务收入	2569	100%	2314	100%	2135	100%	1955	100%	1657	100%	1418	100%

资料来源：伦敦证券交易所集团官网，国信证券经济研究所整理（单位：百万英镑）

在以上过程当中，伦敦交易所的股价一路走高，证明投资者非常看好这种发展策略。

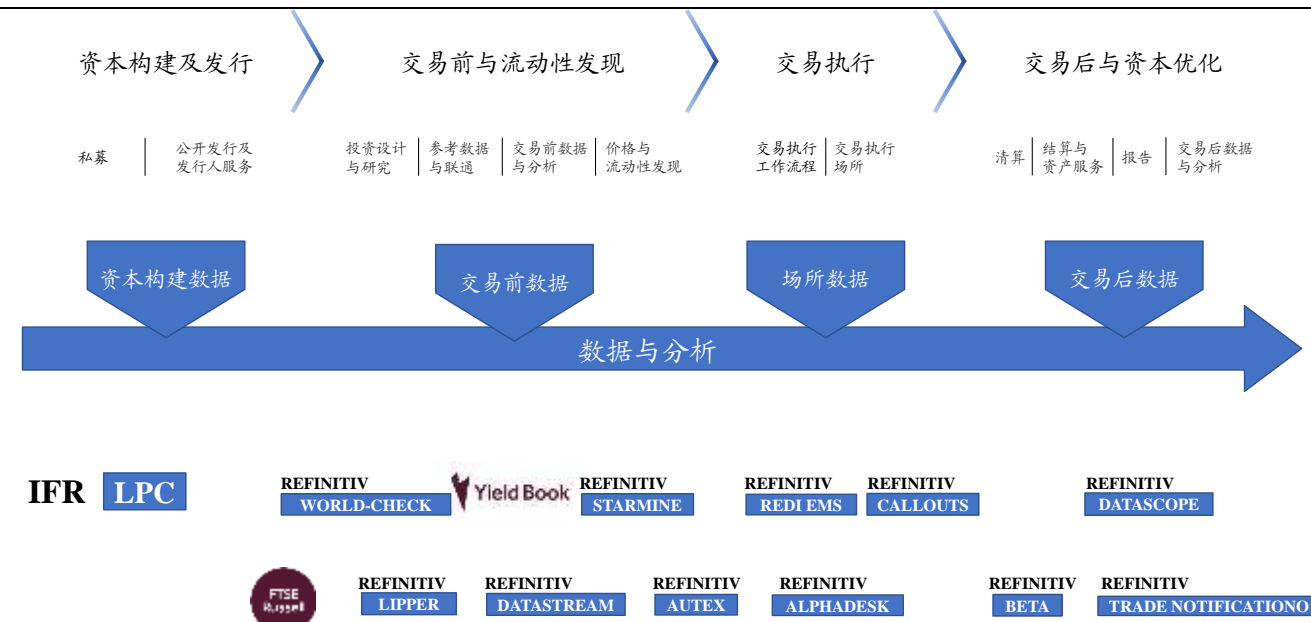
战略逻辑：交易与数据的结合

伦敦交易所集团对于交易所行业的未来有着深度的思考：以前，交易所行业具有以下传统特征，例如行业被物理界限所隔开，行业数据的开发及分析更多依赖人工，固定收益及外汇交易等资产的电子化程度不高，各类投资者往往只关注单个资产类别的投资和交易信息，同时行业内的各服务环节也都是分隔的等等。而现在，交易所行业将逐步实现全球无物理界限的交易，全自动化的数据采集和分析，释放数据价值，并实现各类产品的电子化交易，实现高度自动化的多产品投资策略，以及行业内各服务环节的整合等等。

以上转变就意味着，一家优秀的交易所，一家想屹立于行业不倒的交易所就必然需要树立四大业务目标：（1）能为无物理界限的交易提供高效的基础设施；（2）能提供全面且高效的数据及数据分析服务；（3）能满足投资者对多资产类别的交易需求；（4）任一服务环节皆可触达全球。

其中，数据整理及分析业务是交易所实现转型升级的重要抓手，因为交易所的交易业务可以跟数据业务实现紧密的战略结合，正如伦交所不惜重金收购 Refinitiv 一样，具体的业务衔接如下图所示：（1）资本构建及发行、（2）交易前与流动性发现、（3）交易执行及（4）交易后与资本优化等四大主要环节，每个环节都会涉及到数据的整理和分析，这对于市场参与方的决策而言非常重要，就像我们在教材中学到的“有效市场假说”一样，市场是不是有效市场，或者说投资者能不能获取超额收益，关键在于对信息的整合效率和分析效率。

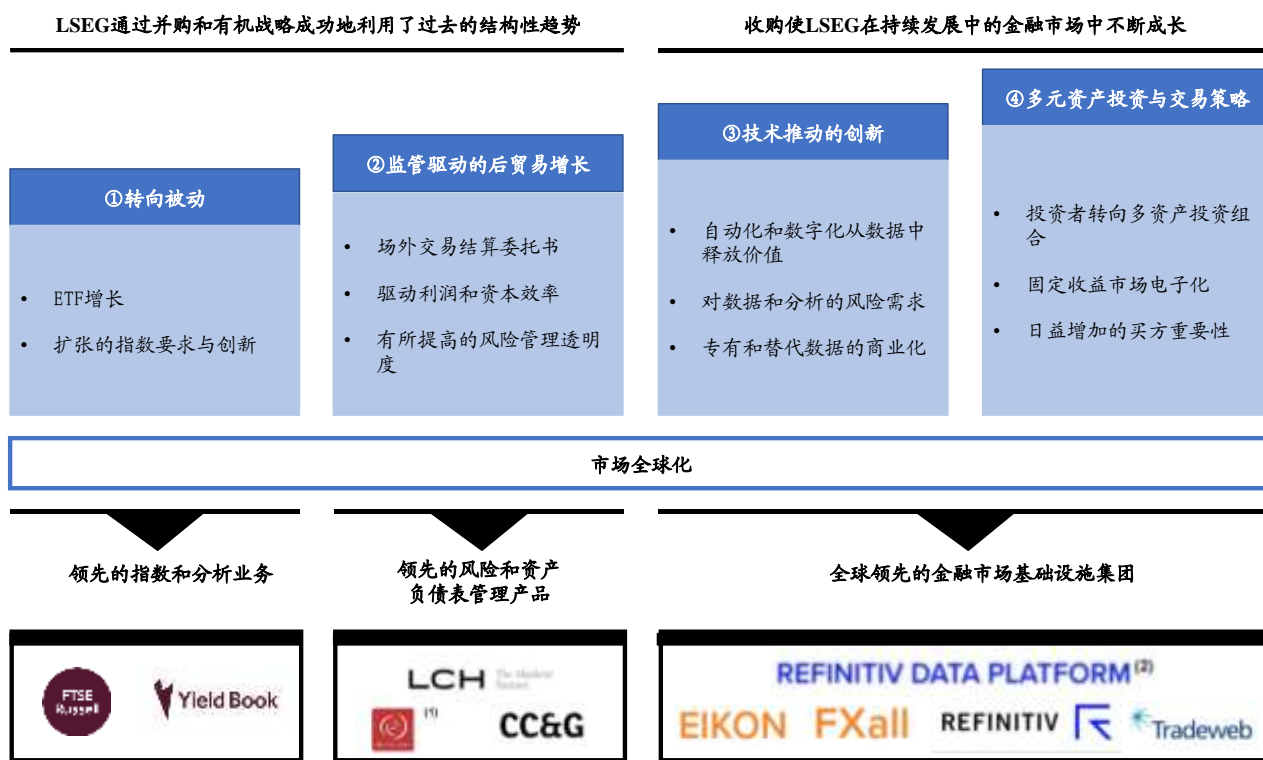
图 5：伦交所的数据业务布局



资料来源：伦敦证券交易所集团官网，国信证券经济研究所整理

总结以上，交易所行业的持续转型带来战略机遇，正如伦交所的战略所展示的：
 (1) 利用过去的结构性业务趋势，通过并购和原生战略成功地布局指数业务和基础设施业务，例如收购罗素指数公司，收购花旗集团旗下的部分固收资产业务，收购行业内领先的清算机构 LCH Group 等；(2) 通过并购战略成功地布局数据业务，纲举目张，聚焦行业未来的关键赛道，夯实技术推动的创新，需求导向，满足投资者对数据整理及分析的需求，以及满足投资者对多元资产投资与交易策略的相关需求。

图 6: 伦交所的扩张战略



资料来源: 伦敦证券交易所集团官网, 国信证券经济研究所整理

投资建议

近期以来新冠疫情反复，使得全球经济的修复预期仍有一定的不确定性。鉴于此，我们认为货币政策和财政政策会保持稳定积极，资本市场的流动性会保持稳定。在此基础上，我们上调香港交易所的盈利预测，预计 2021 年至 2023 年的 EPS 分别为 11.85/14.03/16.97 港元，维持 51 倍的 PE 目标倍数，对应 2021 年的目标价为 604 港元，维持“增持”评级。

风险提示

援引彭博社消息，《反外国制裁法》或将引入港澳地区，届时可能引起美国发布对香港地区的不利政策，加大股票市场波动。

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。

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