

证券研究报告—动态报告

基础化工

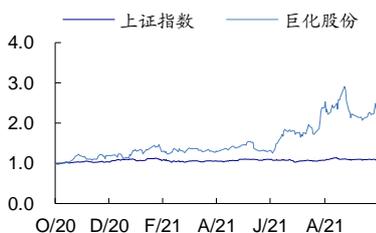
化学原料

巨化股份(600160)
买入

2021 年三季度报点评

(维持评级)

2021 年 10 月 29 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)	2,700/2,700
总市值/流通(百万元)	42,548/42,548
上证综指/深圳成指	3,518/14,245
12 个月最高/最低(元)	20.38/6.57

相关研究报告:

《巨化股份-600160-2021 年中报点评: 业绩符合预期, 行业景气度上行》——2021-08-27

《巨化股份-600160-2020 年年报点评: 业绩已探底, 逆势仍实现产品结构优化与核心业务成长》——2021-03-23

《巨化股份-600160-2019 年年报和 2020 年一季报点评: 公司以量补价, 巩固龙头地位》——2020-05-02

证券分析师: 杨林

电话: 010-88005379

E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120002

联系人: 张玮航

电话: 021-61761041

E-MAIL: zhangweihang@guosen.com.cn

证券分析师: 薛聪

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120001

证券分析师: 刘子栋

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521020002

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
Q3 业绩大幅增长, 一体化竞争优势凸显
● 周期底部业绩仍逆势增长, 氟制冷剂、氟聚合物产销量大幅增长

公司公布《2021 年三季度报告》: 2021 年以来, 公司核心业务氟化工市场竞争激烈, 尤其是第三代氟制冷剂 HFCs 受《蒙特利尔议定书》基加利修正案、新冠疫情、原材料上涨等不利因素影响, 预期配额争夺异常激烈。在此背景下, 2021 前三季度, 公司仍逆势实现了营业收入 126.23 亿元, 同比增加 15.69%; 归母净利润 2.58 亿元, 同比增加 571.46%。2021Q3 单季度, 公司实现营业收入 44.38 亿元, 同比增长 18.50%; 归母净利润 1.54 亿元, 同比增长 501.10%。公司业绩在逆势中仍然实现了大幅增长。其中, 2021 年前三季度, 公司沿袭了核心业务的增长势头, 实现三代氟制冷剂、氟聚合物销量分别 15.18 万吨、2.61 万吨, 同比分别增长 37.88% 和 69.71%, 确保了公司在氟制冷剂的市场龙头地位、氟聚合物市场占有率的稳步提升。

● 一体化竞争优势凸显, 静待制冷剂周期景气复苏

近期, 制冷剂价格受上游成本推动及下游产业链共振, 价格出现了回暖与反弹。四季度是传统制冷剂备货旺季, 我们看好短期内 R22、R142b、R125、R134a、R143a 等产品价格仍有进一步上涨动力。随着行业竞争格局趋向集中, 我们看好三代制冷剂将有望迎来景气复苏。公司具备完善的产业链一体化配套优势, 逆势中仍然保持高效运行, 未来将引领周期复苏。

● 发展氟聚合物及其他氟化学品, 高端化延伸产业链

近 3 年来, 公司含氟聚合物取得技术创新突破, 实现量质齐升, PTFE 实现原装置产能 2 倍以上增长, 且产品结构进一步丰富、品质大幅提高, 实现 ETFE 树脂、PFA、悬浮 PVDF (锂电池粘结剂用) 等新产品的产业化, 产品结构进一步丰富。近 1 年来, 含氟聚合物如 PVDF 等品种行业景气度大幅提升, 我们看好公司将充分把握并受益于行业格局变化带来的机遇, 进一步实现产品结构优化、核心业务成长。

● 风险提示:

氟化工需求疲弱; 新项目投产进度不及预期; 产品价格大幅下滑等。

● 投资建议: 维持“买入”评级。

目前三代制冷剂仍处于抢占配额阶段, 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 4.40/10.06/14.67 亿元, 同比 360.9%/128.9%/45.2%, 摊薄 EPS 为 0.16/0.37/0.54 元, 对应 PE 96.8/42.3/29.1 倍。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,595	16,054	19,034	20,692	21,849
(+/-%)	-0.4%	2.9%	18.6%	8.7%	5.6%
净利润(百万元)	895	95	440	1006	1461
(+/-%)	-58.4%	-89.3%	360.9%	128.9%	45.2%
摊薄每股收益(元)	0.33	0.04	0.16	0.37	0.54
EBIT Margin	8.0%	2.4%	2.6%	5.9%	8.1%
净资产收益率(ROE)	6.9%	0.8%	3.4%	7.4%	9.9%
市盈率(PE)	48.3	446.1	96.8	42.3	29.1
EV/EBITDA	23.8	39.7	37.3	23.2	18.5
市净率(PB)	3.36	3.41	3.31	3.12	2.87

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

周期底部业绩仍大幅增长，将有望把握行业格局变化带来的机遇

2021年10月28日晚，公司公布《2021年三季度报告》：回顾来看，公司核心业务氟化工市场竞争激烈，尤其是第三代氟制冷剂 HFCs 受《蒙特利尔议定书》基加利修正案、新冠疫情、原材料上涨等不利因素影响，预期配额争夺异常激烈。在此背景下，2021 前三季度，公司仍逆势实现了营业收入 126.23 亿元，同比增加 15.69%；归母净利润 2.58 亿元，同比增加 571.46%。2021Q3 单季度，公司实现营业收入 44.38 亿元，同比增长 18.50%；归母净利润 1.54 亿元，同比增长 501.10%。

从经营情况来看，2021 前三季度，公司主要产品、原材价格总体上行，且结构性分化明显。公司精心组织生产经营，主要产品增产增销，实现较好的增量效益和降本效益，但原材料价格涨幅较大、部分费用上升等，对业绩的大幅提升产生了不利影响。整体来看，公司业绩符合我们预期，并且，2021Q1-Q3，公司业绩逐季均环比、同比持续改善。自 2021 年 8 月中旬起，制冷剂价格受上游成本推动及下游产业链共振，价格出现回暖与反弹；含氟聚合物如 PVDF 等品种行业景气度大幅提升，我们看好公司将有望充分把握并受益于行业格局变化带来的机遇，以高质量发展为主线，围绕“绿色化发展、数字化改革、新巨化起航”总体要求，以一流的产品打造全球一流的氟化工品牌。在当前时点上，我们看好氟化工行业即将迎来配置时机，我们维持公司盈利预测并上调公司“增持”评级至“买入”评级，预计公司 2021-2023 年归母净利润 6.42/10.14/14.67 亿元，同比 573.5%/57.8%/44.7%，摊薄 EPS 为 0.24/0.38/0.54 元，对应 PE 为 57.9/36.7/25.3 倍。

据公司公布的《主要经营数据公告》，2021 年前三季度，**(1) 原材料：**公司主要原材料价格同比总体上涨。其中：电石、四氯化碳、VCM、无水氟化氢、甲醇、苯价格分别上涨了 46.82%、59.09%、57.79%、8.95%、35.52%、75.27%，涨幅较为明显；氟致冷剂需求仍然疲弱，萤石采购价格微幅下降、无水氟化氢采购价格波动较小；**(2) 产品售价：**公司氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物材料、含氟精细化学品等均价分别为 4297.09、17729.37、51944.99、75268.87 元/吨，同比增长 83.41%、23.33%、37.55%、6.5%。同时，受经济恢复等影响，公司精心组织生产经营，保持较高产销水平运行，主导产品的产销量、营业收入保持增长。**从产销量来看，**2021 前三季度，公司氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物材料业务分别实现产量 62.30、33.32、7.15 万吨，分别同比-1.15%、+6.69%、4.37%，其中：第三代氟制冷剂（HFCs）产量 22.07 万吨、氟聚合物产量 2.82 万吨，在上年大幅增长的基数上，沿袭增长势头，同比分别增长 13.77%和 35.06%；三代氟制冷剂、氟聚合物销量分别 15.18 万吨、2.61 万吨，同比分别增长 37.88%和 69.71%，确保了公司在氟制冷剂的市场龙头地位、氟聚合物市场占有率的稳步提升。**从运营角度来看，**在周期景气度不佳的背景下，公司仍实现了产品结构大幅优化，HFCs、氟聚合物、石化产品等保持了较快成长。**在氟化工周期下行的背景下，**公司仍通过产能挖潜、节能减排、降本、结构优化等，**逆势扩张产量、稳步经营。**

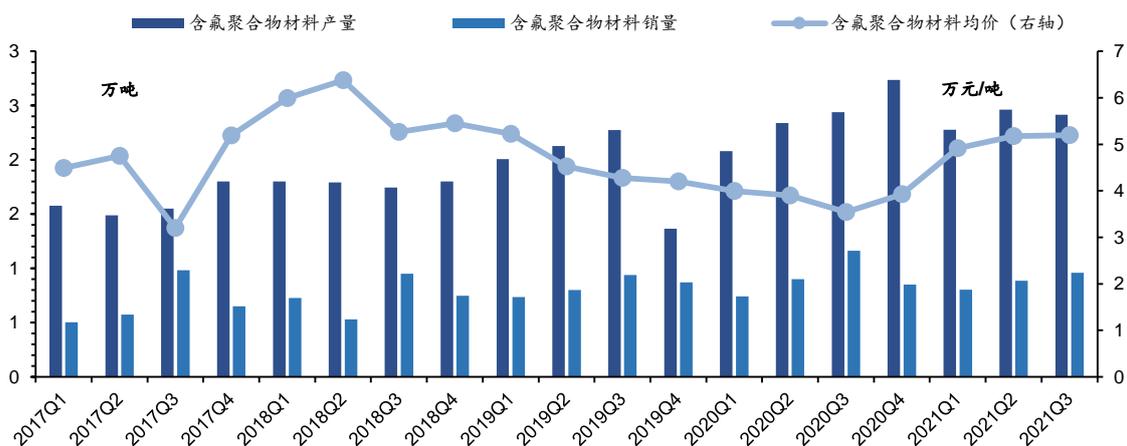
图 1：2020-2021 年：公司重点产品制冷剂逆势实现了产销量的大幅增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

备注：自 2020 年起，经营数据中公司将 HCFC-141b 产品、一氯甲烷产品从氟化工原料中调出，分别调入致冷剂、基础化工产品中统计

图 2：氟聚合物产品实现外销量稳步增长，市场占有率稳步提升



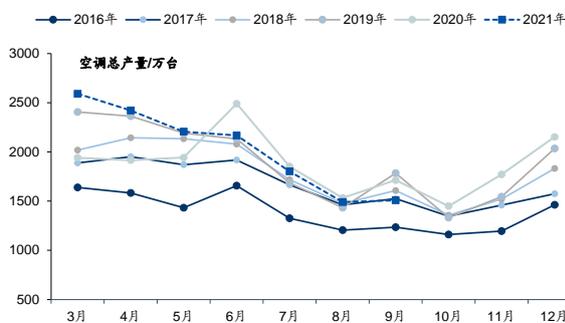
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

终端需求平稳复苏，近期成本推动下，制冷剂价格大幅上行

复盘制冷剂价格走势：2020 年，受新冠肺炎冲击、基加利修正案引起的配额争抢等因素影响，三代制冷剂市场延续 2019 年末的疲软态势，各产品价格均有下滑。原料氢氟酸自疫情爆发后连连走低，于 2020 年 5 月份到达全年最低点后反弹回稳。R32 产能过剩的状况仍在延续，价格上行受限；R134a 价格达到了近年来历史新低点。下游空调、汽车行业 2020 年产销量双双下滑。**空调方面：**据产业在线数据，2020 年家用空调全年生产 14,490 万台，同比下降 5.2%，总销量 14,146 万台，同比下降 6.1%。**汽车方面：**据中国汽车工业协会数据，2020 年，我国汽车生产与销售分别完成 2,522.5 万辆和 2,531.1 万辆，较 2019 年同比下降 2%和 1.9%。需求拖累之下制冷剂行业整体低迷弱势运行，公司业绩下行至底。

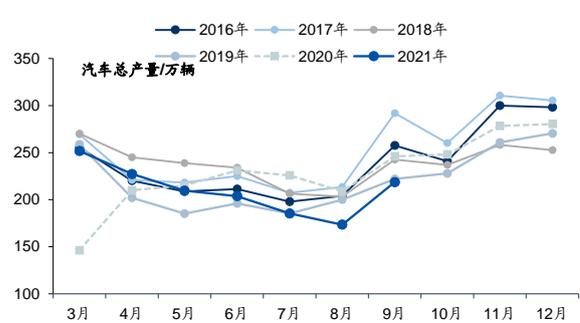
2021年上半年,除R32价格仍在成本线下游徘徊外,其余制冷剂价格均有所回暖,其中R22较年初涨幅约为14.3%,R134a较年初涨幅约为13.9%,R125较年初涨幅约为11.5%,R32较年初跌幅约为4.0%,R410a较年初涨幅约为17.6%。自2021年8月中旬起,随原材料氢氟酸、甲烷氯化物、乙烷氯化物等价格持续上涨,并且在能耗双控及限电导致制冷剂开工率不足,而需求端制冷剂进入传统备货旺季的背景下,制冷剂产品价格均出现明显反弹,迄今涨价态势仍在继续。从制冷剂两大下游来看,空调方面,据产业在线数据,2021年1-9月,我国空调累计销量为12220万台,同比+9.9%,其中内销6842万台,同比+7.8%;外销5378万台,同比+12.7%。汽车方面,据中国汽车工业协会统计,2021年1-9月,我国乘用车产销分别完成1465.8万辆和1486.2万辆,同比分别增长10.7%和11.0%;与2019年同期相比,产销同比分别下降2.9%和2.7%。整体来看,受全球经济在去年低基数下强劲回升,我国经济持续稳定恢复的影响,2021年制冷剂行业终端需求平稳复苏。

图3: 2021年,空调产量数据表现平淡



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 2021年,汽车产量同比稳步回暖



数据来源: Wind, 中国汽车工业协会, 国信证券经济研究所整理

近期制冷剂产品价格反弹,有望迎来景气周期。截至10月28日,成本端推动价格上涨,原料硫酸推涨氢氟酸价格上涨至11200元/吨(较年初上涨25.38%,较同期上涨48.68%),部分制冷剂产品(如R125、R134a等)的有机氯化物原材料高度紧缺;另一方面,PVDF近期的大幅涨价已经共振到其上游部分制冷剂(如R142b、R152a等)市场:

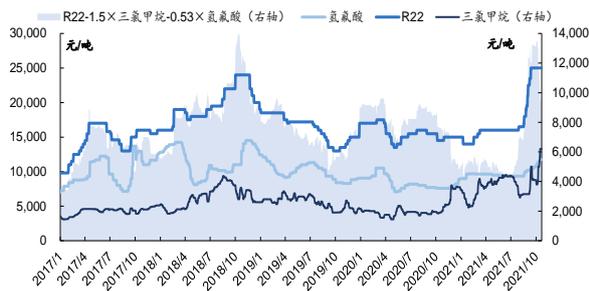
(1)二代制冷剂方面,截至10月28日,据百川盈孚数据,R22目前报2.6万元/吨,厂家开工基本稳定,目前配额余量有限,价格强势上涨(较上季度上涨70.49%,较同期上涨108.00%),整体出货情况较好,盈利水平保持可观。R142b目前公司报价17.50万元/吨,价格较年初涨幅达10倍以上。受下游PVDF在锂电产业迅猛发展影响,据我们测算,当前R142b单吨毛利润目前已经超过14万元,价格仍有进一步上涨动力。

(2)三代制冷剂方面,R32目前报2.15万元/吨,价格短期回暖反弹,部分企业仍处于亏损阶段;受四氯乙烯原料高度紧缺、产能相对不太过剩等影响,R125目前报5.5万元/吨,较上季度上涨124.49%,较同期上涨279.31%,具有一体化配套的企业目前盈利水平较为可观;原料端三氯乙烯价格持续强势,R134a目前报价5.0万元/吨,较同期上涨237.84%,较上月上涨35.14%;PVDF产业链相关的R152a报价3.1万元/吨;R143a目前报6.5万元/吨,已分别较年初上涨了293.94%、169.57%。此外,在下游制冷剂需求缓慢恢复、光伏及精细化学品领域需求高速增长的情况下,无水氢氟酸价格近期稳步上涨,符合我们此前的预判。四季度为传统制冷剂备货旺季,我们看好近期R22、

R142b、R125、R134a、R143a 等产品价格有进一步上涨动力。

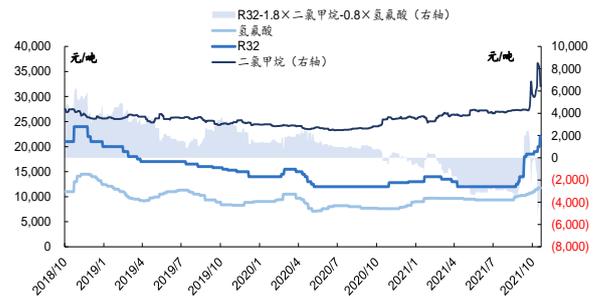
9月15日,《蒙特利尔议定书》基加利修正案》将正式对中国生效,根据协议,到2045年,中国将比2020-22年基准减少80%的氢氟碳化合物使用。这意味着中国将对HFCs(氢氟碳化合物)相关化学品进行管控,包括2024年冻结HFCs生产和消费。随着供给侧结构性改革不断深化、配额管理将在立法层面落地,行业竞争格局趋向集中,而下游需求恢复平稳增长,我们看好三代制冷剂有望迎来景气复苏。

图 5: R22 维持良好盈利水平



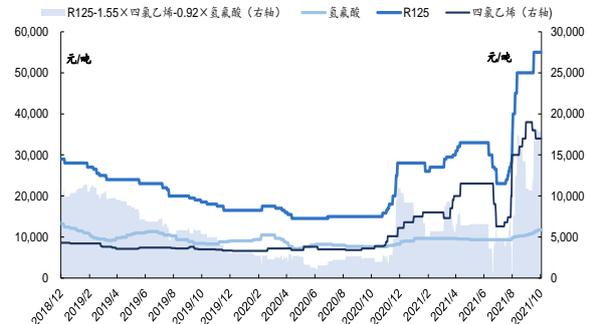
数据来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 6: R32 价格随原材料上涨



数据来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 7: 近期 R125 产品价差持续扩大



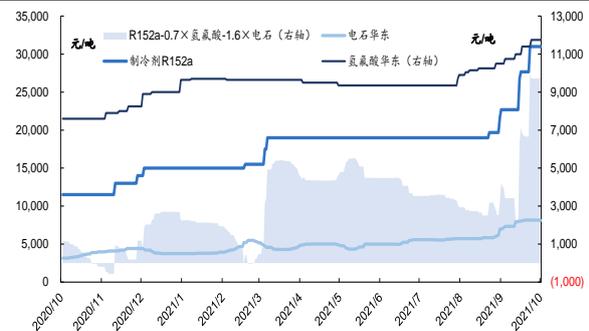
数据来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 81: 近期 R134 价格大幅上涨



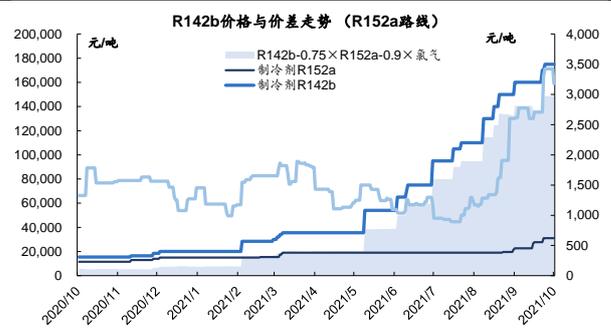
数据来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 92: R152a 制冷剂盈利良好



数据来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 103: R142b 价差持续扩大



数据来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

发展氟聚合物及其他氟化学品，高端化延伸产业链

公司第二套第四代氟制冷剂—10kt/a 氟化学品联产(一期)项目 5.5kt/aHFOs、270kt/a 环保型氟产品(一期 AHF、二期 R32)、4kt/a 改性 PTFE、2kt/aPFA、1.5kt/a 全氟烷基碘化物、20kt/aTFE、300kt/a 制酸工艺技术优化改造项目一期工程、1000m³/h 高纯氢气、25 吨/天制冷剂半自动小包装充装、1kt/a 悬浮 PVDF 等装置先后投入运行，公司在“延链、补链、补短板、强项”等方面继续发力，产业层次和竞争力明显提升。近 3 年来，公司含氟聚合物取得技术创新突破，实现量质齐升，PTFE 实现原装置产能 2 倍以上增长，且产品结构进一步丰富、品质大幅提高，实现 ETFE 树脂、PFA、悬浮聚偏氟乙烯(锂电池粘结剂用)等新产品的产业化，产品结构进一步丰富。在氟化工周期下行的背景下，公司仍通过产能挖潜、节能减排、降本、结构优化等，逆势扩张氟聚合物等高附加值氟化工产品产量、稳步经营。此外，公司坚持绿色化发展战略，着力推进产业发展、制造、基地运营绿色化。2021 年，公司继续实施 3.5 万吨/年碳氢制冷剂、5000t/a 巨芯冷却液(一期 1000t/a)项目建设，加强第四代氟制冷剂、低碳新型制冷剂、PVDC 水性涂料和新能源、环保专用氟聚合物的品种与用途研发，为市场提供绿色低碳产品和材料供给；并实施合成氨原料路线改造及节能减排技术改造项目；积极推广应用“四新”技术(新技术、新工艺、新材料、新装备)，推进节电、节水、节煤、节汽、节冷、减排、降耗；优化调整产品结构，压减能耗高产品产量。同时，公司积极推进基地运营绿色化。加大 PVDC 水性涂料、PVDF 建筑膜、太阳能背板绿色环保节能材料应用。

投资建议：维持“买入”评级。公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。从氟制冷剂行业格局来看，目前三代制冷剂产品的价格及价差均已进入底部区间，而配额管理即将在立法层面落地，随着供给侧结构性改革不断深化，行业竞争格局趋向集中，我们看好三代制冷剂有望迎来景气反转的拐点。公司持续逆势扩张，我们看好到 2022 年后公司在三代制冷剂行业的市占率有望达到 30%-40%，并将作为行业领军者引领周期景气反转。从氟精细化学品及氟材料行业来看，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，公司不断加大氟氟先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。在当前时点上，我们看好氟化工龙头企业标的即将迎来配置时机。由于三代制冷剂市场仍然处于抢占配额阶段，产品价格走势波动性较大，在此背景下，我们下调公司盈利预测，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 4.40/10.06/14.67 亿元(调整前为 6.42/10.14/14.67 亿元)，同比 360.9%/128.9%/45.2%，摊薄 EPS 为 0.16/0.37/0.54 元(调整前为 0.24/0.38/0.54 元)，对应 PE 96.8/42.3/29.1 倍。维持“买入”评级。

风险提示：氟化工需求疲弱；新项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1677	2000	4043	6789	营业收入	16054	19034	20692	21849
应收款项	793	1309	1115	1253	营业成本	14567	17291	18090	18607
存货净额	1061	1407	1395	1436	营业税金及附加	46	96	105	111
其他流动资产	1082	1401	1492	1552	销售费用	490	559	607	650
流动资产合计	5672	7177	9104	12089	管理费用	563	590	675	711
固定资产	7692	7857	7548	7198	财务费用	52	26	25	7
无形资产及其他	734	716	698	679	投资收益	106	120	140	160
投资性房地产	457	457	457	457	资产减值及公允价值变动	25	0	0	0
长期股权投资	1136	1136	1136	1136	其他收入	(314)	0	0	0
资产总计	15692	17342	18942	21560	营业利润	154	593	1331	1923
短期借款及交易性金融负债	617	1066	400	300	营业外净收支	(17)	(21)	(21)	(21)
应付款项	1310	1632	1724	1736	利润总额	137	572	1310	1902
其他流动负债	546	840	2145	3593	所得税费用	34	103	236	342
流动负债合计	2473	3538	4269	5629	少数股东损益	7	30	68	98
长期借款及应付债券	4	204	204	204	归属于母公司净利润	95	440	1006	1461
其他长期负债	345	355	365	375					
长期负债合计	349	559	569	579	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2822	4097	4837	6207	净利润	95	440	1006	1461
少数股东权益	383	406	461	539	资产减值准备	(65)	3	(1)	(1)
股东权益	12487	12839	13644	14813	折旧摊销	754	751	828	869
负债和股东权益总计	15692	17342	18942	21560	公允价值变动损失	(25)	0	0	0
					财务费用	52	26	25	7
关键财务与估值指标					营运资本变动	(174)	(552)	1521	1230
每股收益	0.04	0.16	0.37	0.54	其它	41	20	55	80
每股红利	0.15	0.03	0.07	0.11	经营活动现金流	627	662	3410	3638
每股净资产	4.63	4.76	5.05	5.49	资本开支	(1593)	(900)	(500)	(500)
ROIC	3%	4%	9%	14%	其它投资现金流	665	0	0	0
ROE	1%	3%	7%	10%	投资活动现金流	(989)	(900)	(500)	(500)
毛利率	9%	9%	13%	15%	权益性融资	41	0	0	0
EBIT Margin	2%	3%	6%	8%	负债净变化	4	200	0	0
EBITDA Margin	7%	7%	10%	12%	支付股利、利息	(412)	(88)	(201)	(292)
收入增长	3%	19%	9%	6%	其它融资现金流	951	449	(666)	(100)
净利润增长率	-89%	361%	129%	45%	融资活动现金流	176	561	(868)	(392)
资产负债率	20%	26%	28%	31%	现金净变动	(186)	323	2043	2746
息率	1.0%	0.2%	0.5%	0.7%	货币资金的期初余额	1864	1677	2000	4043
P/E	446.1	96.8	42.3	29.1	货币资金的期末余额	1677	2000	4043	6789
P/B	3.4	3.3	3.1	2.9	企业自由现金流	(723)	(293)	2846	3049
EV/EBITDA	39.7	37.3	23.2	18.5	权益自由现金流	232	335	2159	2944

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