

中国电信 (601728.SH)

移动业务稳增长，产业数字化迎发展

买入

核心观点

2021 年收入利润双位数增长。公司 21 年实现营业收入 4396 亿元 (+11.7%) 归母净利润 259.5 亿元 (+24.4%)。其中 21Q4 营收 1076.2 亿元 (+8.6%)，归母净利润 26.25 亿元 (+22.1%)。每股派发现金股利人民币 0.170 元 (含税)，对应当前股价股息率约为 4.2%。业绩符合预期。

收入端：(1) 5G 用户数增长显著，ARPU 值稳步增长。公司 5G 用户净增 1.01 亿户 (+117%)，5G 资费下调吸引 5G 用户数渗透率提升至 50.4%，处于行业领先；**(2) 固网宽带规模价值双提升。**有线宽带用户达到近 1.7 亿户 (+7.1%)，宽带综合业务 ARPU 值 45.9 元 (+3.4%)，实现量价齐升。智慧家庭业务成为公司重点投入新蓝海市场，收入同比增长 25.1%。**(3) 产业数字化收入规模近千亿。**“云改数转”成效显著，公司 21 年该块业务收入达到 989 亿元，(+19.4%)。其中天翼云收入增长翻番，稳居业界第一阵营。

成本端：(1) 5G 建设已过高峰期，成本侧压力开始缓解。公司 21 年资本开支 867.2 亿元，其中移动网络开支占比下降 1.2p.p，折旧摊销费用 929.7 亿元 (+3.0%)。折旧摊销规模已超越当年资本开支，公司资产正逐步变“轻”。

(2) 重视网络高质量经营，运营成本有所上升。公司 21 年营业成本 3073.4 亿元 (+12.9%)，其中运营维护和能耗费用分别增长 11.6%/11.0%。**(3) 持续加大研发投入。**公司 21 年研发费用为 69.3 亿元 (+46.4%)，主要系公司强化科技创新，加大高科技人才引进，加强云网融合、5G 等核心技术研发。

充分发挥云网融合优势，产业数字化成增长主力。公司积极把握数字经济发展趋势。持续加大产业数字化投入，预计 22 年产业数字化投资 279 亿元，同比提升 62%。其中新增机架 4.5 万个、云服务器 16 万台。

兑现上市承诺，派息率逐步提升。公司计划 21 年派息率从 20 年的 40% 左右提升至 60%，每股股息 0.17 元，对应当前股价股息率约 4.2%。公司已兑现上市时针对 21 年的派息承诺，根据公司盈利增长势头及上市时承诺，未来两年公司派息率有望逐步提升至 70%。

风险提示：5G 发展不及预期；创新业务发展不及预期；疫情影响加剧。

投资建议：我们认为“数字经济”背景下，公司持续推进“云改数转”战略，加大产业数字化方面投入，将推动产业数字化业务高速发展。同时移动和宽带业务 ARPU 值不再承压，该部分业务发展稳健。维持盈利预测，22-24 年归母净利润为 292/336/370 亿元，对应 PE 为 13/11/10x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	389,939	434,159	482,545	535,686	586,630
(+/-%)	4.8%	11.3%	11.1%	11.0%	9.5%
净利润(百万元)	20855	25952	29238	33562	37032
(+/-%)	1.6%	24.4%	12.7%	14.8%	10.3%
每股收益(元)	0.26	0.28	0.32	0.37	0.40
EBIT Margin	9.1%	7.7%	8.1%	8.2%	8.1%
净资产收益率 (ROE)	5.7%	6.1%	6.6%	7.4%	7.9%
市盈率 (PE)	15.7	14.2	12.6	11.0	10.0
EV/EBITDA	6.0	6.3	7.4	6.7	6.3
市净率 (PB)	0.90	0.86	0.84	0.81	0.79

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

公司研究·财报点评

通信·通信服务

证券分析师：马成龙

021-60933150

machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

证券分析师：陈彤

0755-81981372

chentong@guosen.com.cn

S0980520080001

联系人：袁文翀

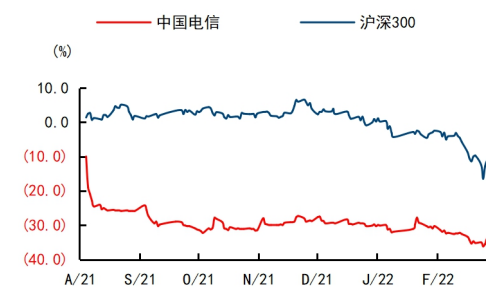
021-60375411

yuanwenchong@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	4.05 元
总市值/流通市值	370603/78039 百万元
52 周最高价/最低价	6.52/3.82 元
近 3 个月日均成交额	423.21 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

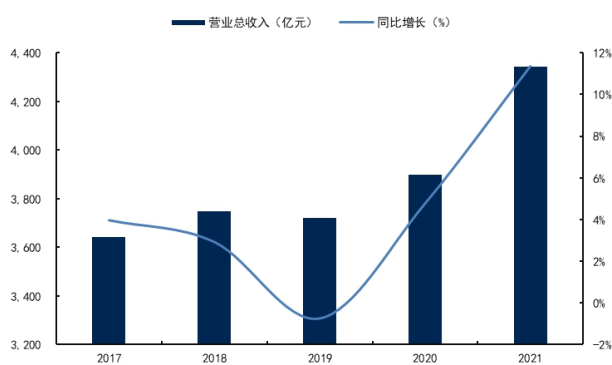
《中国电信-601728-2021 年三季报业绩点评：收入和利润双位数增长，业务结构持续优化》——2021-10-26

2021 年业绩：收入利润均实现双位数增长，ROE 实现反转提升

2021 年公司收入利润双位数增长，盈利能力持续提升。2021 年，公司经营收入为人民币 4396 亿元，同比增长 11.7%，服务收入为人民币 4028 亿元，同比增长 7.8%，归属于母公司股东的净利润为人民币 259.52 亿元，同比增长 24.4%。扣非净利润为 250.44 亿元，同比增长 19.2%。EBITDA 为人民币 1239 亿元，同比增长 4.2%。净资产收益率 ROE 为 6.1%，同比增长 0.4p.p，主要得益于公司销售净利率提高。公司公告利润分配方案，年末期每股派发现金股利人民币 0.170 元（含税），对应 A 股股息率为 4.2%。

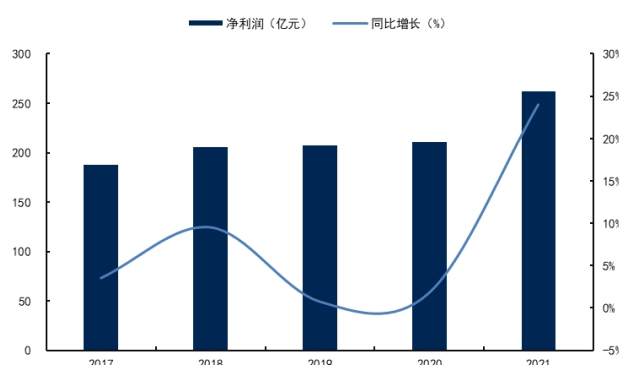
2021 年第四季度，公司单季度主营收入 1076.23 亿元，同比上升 8.58%；单季度归母净利润 26.25 亿元，同比上升 22.14%。业绩符合预期。

图1：中国电信营业收入及增速（单位：亿元、%）



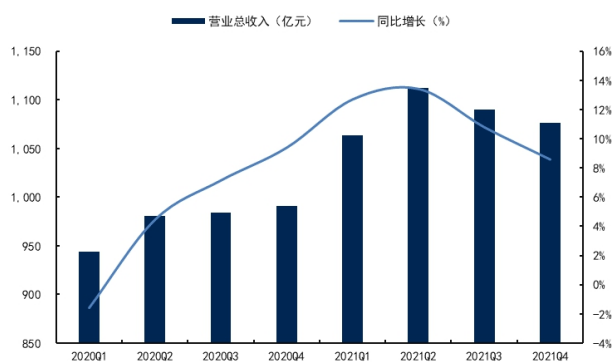
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国电信单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



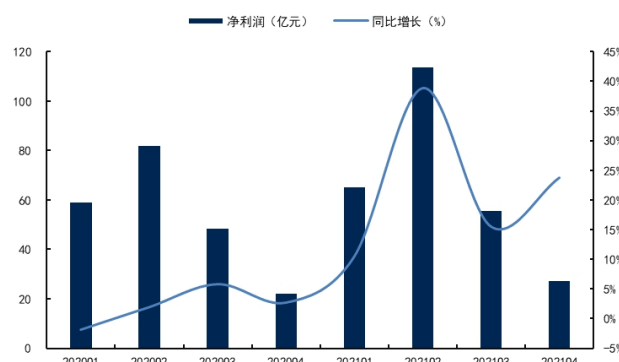
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中国电信归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

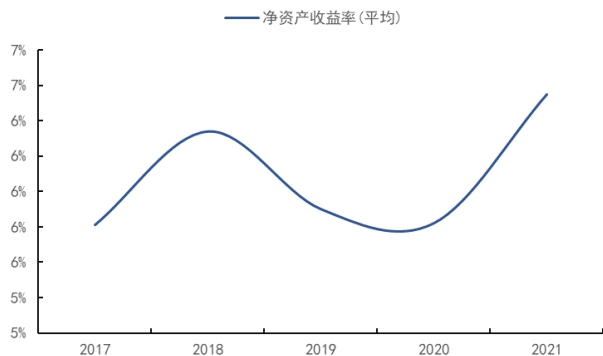
图4：中国电信单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

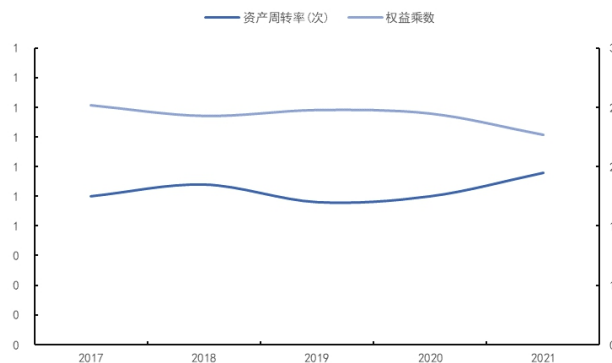
净资产收益率反转提升。公司2021年净资产收益率ROE为6.6%，同比增长0.7p.p，过往三年以来首次反转上升。公司不再扩大5G网络建设投资，资产规模稳中有降，收入稳步增长，资产周转率逐步提升；净利率与资产周转率均稳步提升的同时，权益乘数逐步下降，公司2021年ROE实现反转提升。

图5: 中国电信净资产收益率 (单位: %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 中国电信资产周转率和权益乘数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

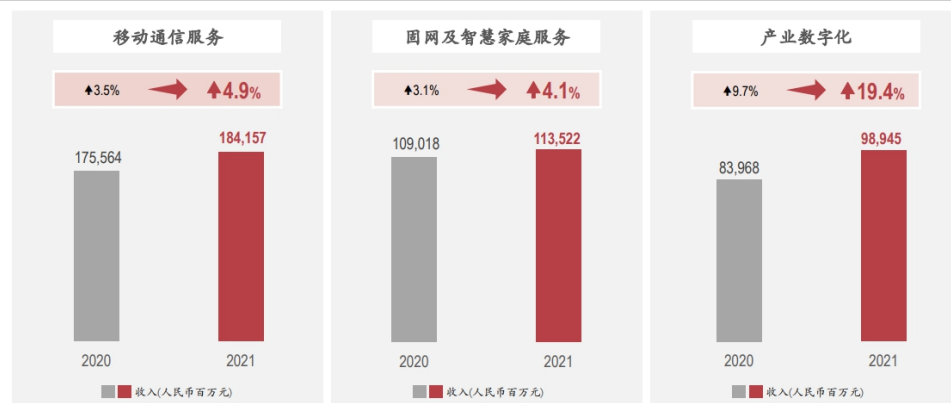
收入端: 5G 降费拉动用户数高增长, 产业数字化业务增长强劲

5G 降费拉动用户数显著增长。2021 年, 移动通信服务收入为人民币 1842 亿元, 同比增长 4.9%。移动用户达到 3.72 亿户, 净增 2141 万户, 同比增长 5.9%; 其中 5G 用户数达 1.87 亿户, 净增 1.01 亿户, 同比增长 117%。5G ARPU 值从 65.6 元下降至 53.5 元, 同比下降 18.8%, 降幅较大。同时公司在 5G 套餐进行大幅降费拉动了 5G 用户的高增长, 用户数增长情况超过预期, 5G 用户渗透率达到 50.4%, 高于同行业水平。移动业务综合 ARPU 值提升 3.4%至 45.9 元, “提速降费” 政策以来首次 ARPU 值出现回暖趋势。

智慧家庭用户规模价值双提升。2021 年, 公司固网及智慧家庭服务收入达到人民币 1135 亿元, 同比增长 4.1%, 有线宽带用户达到近 1.70 亿户, 全屋 WiFi、天翼看家等智家业务用户渗透率快速提升, 智慧家庭收入同比增长 25.1%, 宽带综合 ARPU 达到人民币 45.9 元, 同比增长 3.4%。

产业数字化收入规模近千亿元。“云改数转” 成效显著, 公司 21 年产业数字化业务收入达到 989 亿元, 同比增长 19.4%。其中天翼云收入增长 102%, 达到人民币 279 亿元, 业界领先。IDC 收入达到人民币 316 亿元, 市场份额行业第一。**产业数字**对公司增量服务收入贡献达 51.6%, 已经成为公司业务增长的主要驱动力。

图7: 公司各业务板块增长情况

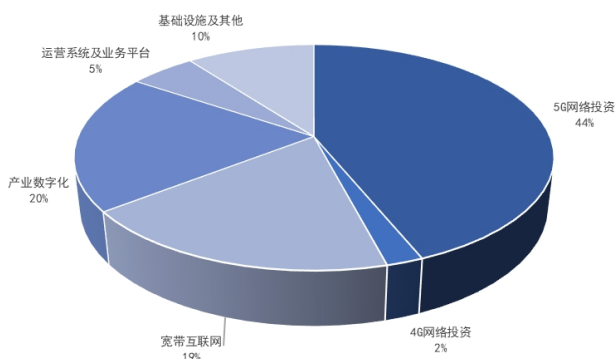


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

成本端，共享共建成效斐然，费用占比增速小于营业收入增速

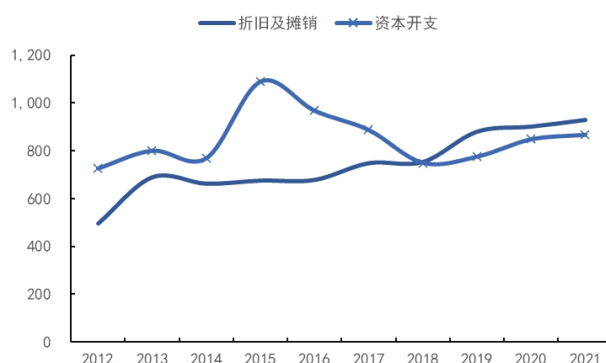
资本开支已过高峰期，折旧摊销值高于资本开支，成本侧压力开始缓解。公司 2021 年，公司 2021 年资本开支 867.2 亿元，略低于预期（年初规划 870 亿元），5G 基础设施建设已进入中期，其中移动网络开支占比下降了 1.2p.p，5G 网络建设增速逐步趋缓，运营商在 5G 侧资本开支开始进入平稳期或下行期。2021 年折旧摊销费用为 929.7 亿元，相比较 2020 年净增了 27.3 亿元，所占服务收入的比重下降了 1.1p.p。随着 5G 部署规模增大，对应折旧摊销在未来几年会逐步上升。折旧摊销费用已经超过资本开支，公司经营正逐步变“轻”。

图8：中国电信资本支出结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：中国电信折旧及资本开支（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营业成本增长较高，5G 提升网络质量。公司 2021 年营业成本为人民币 3073.4 亿元，较去年同期增长 12.9%，相比较过往 5 年有显著增长，主要原因是 5G 网络大规模建设后，网络整体营运质量提升及所带动 5G 终端商品销售产生成本所致，公司与中国联通实行共享共建，2021 年新建 5G 基站 31 万站，5G 网络已覆盖至全国所有市县和部分发达乡镇。细分看，出售商品支出、运行维护及技术支撑费、能耗费用三部分费用增长较为显著，分别为 97.0%/11.6%/11.0%。5G 网络规模建设带动公司 5G 手机等移动终端商品销量大幅增长，出售产品营收 313 亿元，同比增长 94.1%，对应出售产品成本增长 97.4%。5G 网络能耗是 4G 网络能耗的 2-3 倍，同时公司重视推进绿色低碳的数字信息基础设施建设，加大研发 5G 基站和数据中心的节能、绿色改造技术，预计未来电费增长可控，能耗等运营管理费用控制在一定的营收占比内。

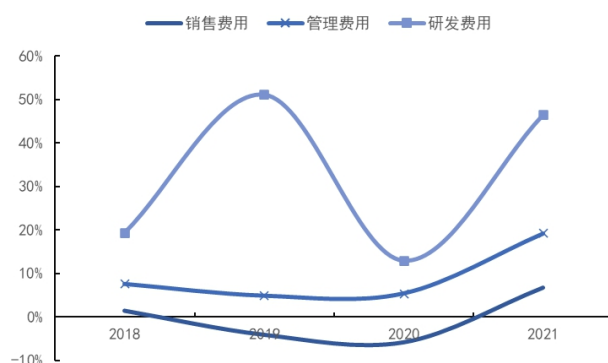
持续加大研发投入，重视科技创新布局。公司 2021 年研发费用为 69.3 亿元，较去年同期增长 46.4%，主要原因是公司强化科技创新，加大高科技人才引进，加强云网融合、5G 等核心技术研发。R&D 科技创新研发体系布局全面完成，并正在将网络、AI、安全、量子等关键核心技术贯通于应用基础研究、应用技术研发和运营式开发。

图10: 中国电信主要费用变化介绍

人民币百万元	2021	同比变化
经营费用	408,605	12.0%
其中: 折旧及摊销	92,965	3.0%
网络运营及支撑	133,342	11.6%
人工成本	76,055	15.3%
SG&A	61,155	11.1%
网间互联	12,858	6.7%
出售商品	30,415	97.0%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

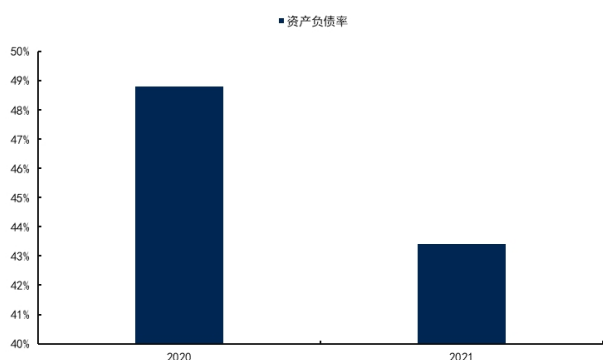
图11: 中国电信费用结构 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

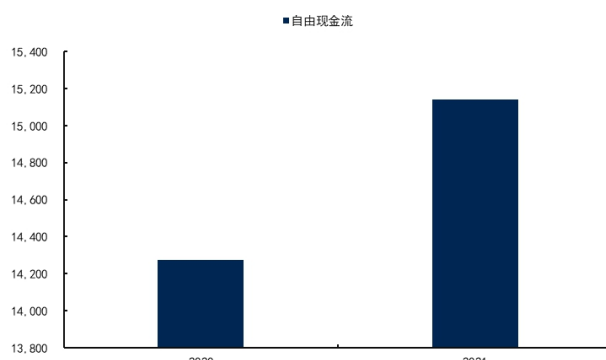
资本结构稳健, 现金流充裕。公司 2021 年经营活动产生的现金净流入为人民币 1391.9 亿元, 净流入较上年增加 3.0%, 自由现金流为 151.39 亿元, 同比上涨 6.0%。经营增长为公司贡献更多现金流。2021 年资产负债率为 43.4%, 同比下降 5.4p.p。公司经营稳健, 财务实力得到进一步夯实, 抗风险能力增强。

图12: 中国电信经营资产负债率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 中国电信经营活动现金流 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

充分发挥云网融合优势, 产业数字化成增长主力

公司深度融合数字经济要素与实体经济, 以“融云、融安全、融 5G、融数、融智”为抓手, 打造综合智能的场景化解决方案, 积极赋能传统产业转型升级。

- ◆ **天翼云行业领先。**公司天翼云全面升级为分布式云, 数字化平台加快模块化演进, 新增 IT 系统实现 100%云化, 全部由天翼分布式云承载, IT 云化提质降本增效成效显著, 推动客户加快“上云用数赋智”。2021 年, 天翼云收入实现翻番, 达到 279 亿元, 保持政务公有云市场的领先地位。公司加强数据中心规模集约发展, IDC 收入达到 316 亿元, 市场份额继续保持行业第一。
- ◆ **5G 定制网络创新商业模式丰富落地。**公司 5G 定制网商用项目已覆盖 5G 应用“扬帆”行动计划的全部 15 个重点行业, 全年落地项目超过 1200 个。“致远、比邻、如翼”三类定制网充分发挥 5G 广连接、高速率、低时延和数据安全等特性, 赋能工业互联网、融媒体、智慧城市、智能采矿、车联网、智慧医疗、智慧港口等行业。

图14: 天翼云收入翻番, 行业地位领先



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

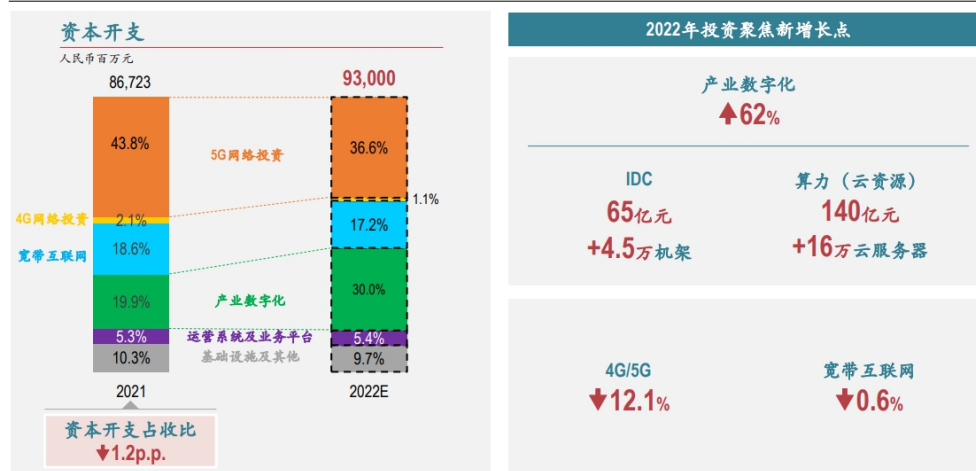
图15: 5G 2B 打造标杆项目, 推进广泛复制



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

加大投入, 全力推进东数西算落地。公司围绕国家“东数西算”工程和一体化大数据中心布局, 全方位部署数据中心、DCI网络、算力和天翼云, 前瞻性布局算力网络。公司加大资本开支投入, 预计2022年资本开支930亿元, 同比增长7%。其中产业数字化部分投资279亿元, 同比提升62%。用于数据中心新增机架4.5万个, 云服务器新增16万台。公司聚焦并加强产业数字化投资, 同时公司秉承云网基础资源优势, 将推动盈利能力持续改善。

图16: 公司资本开支情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司计划2021年派息率从2020年的40%左右大幅提升至60%即每股股息0.17元, 按当前股价计算股息率约4.2%。公司已兑现上市时针对21年的派息承诺, 根据公司盈利增长势头及上市时承诺, 未来三年公司派息率有望逐步提升至70%, 与投资者长期共享高质量发展成果。

投资建议: 我们认为“数字经济”背景下, 公司持续推进“云改数转”战略, 加大产业数字化方面投入, 同时秉承公司自身云网优势, 将推动产业数字化业务在云、IDC、5G应用、物联网等方面进入加速发展期。同时公司在5G资费方面降幅

吸引力大, 2022 年 5G 用户数有望增长 8000 万户, 宽带用户数有望增长 800 万户。看好公司移动和宽带业务稳健发展, 产业数字化业务快速成长。

综上, 我们维持之前盈利预测, 预计 22-24 年归母净利润为 292/336/370 亿元, 对应 PE 为 13/11/10x, 对应 PB 为 0.84/0.81/0.79x, 低于全球平均水平, 维持“买入”评级。

表1: 同类公司估值比较

国家/区域	运营商	股票代码	PE (2022E)	PE (2023E)	PB (2022E)	EV/EBITDA (2022E)	EV/EBITDA (2023E)	总市值 (\$B)
中国	中国电信	601728.SH	12.6x	11.0x	0.84x	7.4x	6.7x	53.76B
	中国联通	600050.SH	16.1x	14.3x	0.77x	6.2x	5.6x	15.92B
	中国移动	0941.HK	7.1x	6.6x	0.7x	1.5x	1.4x	143.26B
澳大利亚	澳大利亚电信股份有限公司	TLS.O	26.9x	22.7x	3.1x	8.3x	7.8x	33.09B
美国	美国电话电报公司	T.N	7.6x	7.7x	1.0x	7.7x	7.6x	165.64B
欧洲	西班牙电信股份公司	TEF.N	11.8x	10.3x	1.1x	5.6x	5.6x	25.30B
	Orange 公司	ORA.N	9.8x	8.6x	0.8x	5.2x	4.9x	30.55B
日本	KT 株式会社	KT.N	7.4x	6.9x	0.5x	3.1x	3.0x	6.78B
行业均值			12.7x	11.4x	1.2x	5.7x	5.3x	

资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所预测 (2022.03.13); 中国联通、中国移动、澳大利亚电信股份有限公司、美国电话电报公司、西班牙电信股份公司、Orange 公司、KT 株式会社的估值取自一致预期

风险提示: 1、5G 发展不及预期; 2、创新业务发展不及预期; 3、疫情影响加剧。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	33092	75210	137086	165888	203936	营业收入	389939	434159	482545	535686	586630
应收款项	26825	22389	31634	33198	35021	营业成本	272196	307337	340079	378463	415048
存货净额	3317	3827	4401	4937	5373	营业税金及附加	1477	1730	1930	2143	2347
其他流动资产	18502	24753	24133	27583	30997	销售费用	48882	52172	57905	64282	70396
流动资产合计	84016	127361	198435	232788	276509	管理费用	27155	32362	36822	39630	43247
固定资产	466308	466837	482930	487895	482701	研发费用	4736	6933	6756	7232	7920
无形资产及其他	38899	39914	38318	36722	35128	财务费用	3014	1294	(561)	(1352)	(2098)
投资性房地产	85577	86964	86964	86964	86964	投资收益	1757	4193	2518	2823	3178
长期股权投资	40303	41166	42204	43208	44177	资产减值及公允价值变动	5110	168	400	400	400
资产总计	715103	762242	848852	887578	925479	其他收入	(12995)	(3962)	(6756)	(7232)	(7920)
短期借款及交易性金融负债	30647	22922	30705	28091	27240	营业利润	31087	39665	42532	48510	53349
应付款项	107578	114895	143632	156493	168977	营业外净收支	(3691)	(5794)	(4263)	(4583)	(4880)
其他流动负债	126475	122480	160484	175233	186473	利润总额	27396	33871	38269	43928	48469
流动负债合计	264700	260297	334821	359818	382689	所得税费用	6307	7716	8802	10103	11148
长期借款及应付债券	24222	7395	7395	7395	7395	少数股东损益	234	202	229	262	290
其他长期负债	59999	63373	63673	63873	63973	归属于母公司净利润	20855	25952	29238	33562	37032
长期负债合计	84221	70768	71068	71268	71368	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	348921	331066	405889	431086	454058	净利润	20855	25952	29238	33562	37032
少数股东权益	2719	2494	2586	2691	2807	资产减值准备	5014	(4843)	19	7	(1)
股东权益	363463	428681	440377	453801	468614	折旧摊销	76296	78307	65883	75025	83192
负债和股东权益总计	715103	762242	848852	887578	925479	公允价值变动损失	(5110)	(168)	(400)	(400)	(400)
关键财务与估值指标						财务费用	3014	1294	(561)	(1352)	(2098)
每股收益	0.26	0.28	0.32	0.37	0.40	营运资本变动	20842	(1858)	57862	22266	18149
每股红利	0.16	0.12	0.19	0.22	0.24	其它	(4924)	4959	72	98	117
每股净资产	4.49	4.68	4.81	4.96	5.12	经营活动现金流	112973	102349	152674	130558	138089
ROIC	9%	9%	10%	12%	14%	资本开支	0	(67041)	(80000)	(78001)	(76002)
ROE	6%	6%	7%	7%	8%	其它投资现金流	(1761)	1098	0	0	0
毛利率	30%	29%	30%	29%	29%	投资活动现金流	(2872)	(66806)	(81038)	(79005)	(76970)
EBIT Margin	9%	8%	8%	8%	8%	权益性融资	(183)	47615	0	0	0
EBITDA Margin	29%	26%	22%	22%	22%	负债净变化	(9830)	(11878)	0	0	0
收入增长	5%	11%	11%	11%	10%	支付股利、利息	(12828)	(11073)	(17543)	(20137)	(22219)
净利润增长率	2%	24%	13%	15%	10%	其它融资现金流	(55929)	4861	7782	(2613)	(852)
资产负债率	49%	44%	48%	49%	49%	融资活动现金流	(101428)	6574	(9761)	(22751)	(23071)
息率	3.5%	3.0%	4.7%	5.4%	6.0%	现金净变动	8673	42118	61875	28803	38048
P/E	15.7	14.2	12.6	11.0	10.0	货币资金的期初余额	24419	33092	75210	137086	165888
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	货币资金的期末余额	33092	75210	137086	165888	203936
EV/EBITDA	6.0	6.3	7.4	6.7	6.3	企业自由现金流	0	35374	73815	53121	62048
						权益自由现金流	0	28357	82030	51548	62811

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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