# 中国中免（601888.SH）

## 恢复赴港融资推进，国际化夯实全球第一地位

买入

◆ 公司研究·公司快评　◆ 社会服务·旅游及景区　◆ 投资评级：买入（维持评级）


| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 证券分析师： | 曾光 | 0755-82150809 | zengguang@guosen.com.cn | 执证编码：S0980511040003 |
| 证券分析师： | 钟潇 | 0755-82132098 | zhongxiao@guosen.com.cn | 执证编码：S0980513100003 |
| 证券分析师： | 张鲁 | 010-88005377 | zhanglu5@guosen.com.cn | 执证编码：S0980521120002 |


## 事项：

6月30日晚，公司公告：根据本次发行上市的时间安排，公司已于2022年6月30日向香港联交所重新递交了本次发行上市的申请，并于同日在香港联交所网站刊登了本次发行上市的申请资料。。

**国信社服观点：**1）公司重新申请赴港上市并更新材料，属批文有效期内常规操作，最终落地仍需履行各种必要审批手续以及综合考虑市场情况等妥善推进；2）若赴港融资落地，短期或有摊薄但预计有限（不超10%），中线有望加速公司国内外扩张和供应链能力提升，且不排除借此引入战投等，全面夯实全年免税第一地位；3）海南近期加速复苏，下半年新海港重磅项目带来新期待。4）暂维持公司22-24年EPS至4.17/7.02/9.04元，对应PE56/33/26x。若考虑赴港融资摊薄5-10%，则对应估值明年估值35-36x，后年27-28x。考虑国际免税龙头估值水平不低，而公司系全球免税第一，目前市占率、成长性均较突出，公司现有估值水平预计仍以支撑。公司下半年复苏可期，新项目新看点，未来若赴港融资落地不排除带来中线盈利加速成长可能，维持买入评级。

## 评论：

### ◆ 恢复赴港融资推进事宜，预计实际落地情况仍需取决于后续市场情况

公司此前曾于2021年4月22日公告赴拟筹备港上市计划，并于2021年11月11日收到证监会批复，核准公司新发行不超过195,247,500股境外上市外资股（即不超公司现有总股本的10%），批文有效期1年。2021年11月16日，香港联交所上市委员会举行上市聆讯，审议了公司本次发行上市的申请。2021年12月04日，限于疫情和资本市场情况，公司公告暂缓赴港发行。

表1：**中免赴港上市进程及相关公告**

| 时间 | 赴港上市进程 | 相关公告 |
|---|---|---|
| 2021/04/22 | 董事会审议通过 | 关于授权公司管理层启动公司发行境外上市外资股（H股）并在香港联合交易所有限公司上市相关筹备工作的提示性公告 |
| 2021/06/07 | 向证监会递交本次发行上市行政许可申请材料 | 关于发行境外上市外资股（H股）申请材料获中国证监会受理的 |
| 2021/06/25 | 向香港联交所递交本次发行上市的申请 | 向香港联交所递交境外上市外资股（H股）上市申请并刊发申请资料 |
| 2021/11/12 | 证监会核准公司发行不超过195247500股境外上市外资股，批复自核准之日起12个月内有效 | 首次公开发行境外上市外资股（H股）获得中国证监会批复 |
| 2021/11/16 | 香港联交所上市委员会于举行上市聆讯 | 关于香港联交所审议公司发行境外上市外资股（H股）的公告 |
| 2021/11/23 | 披露聆讯后资料集 | 关于刊发境外上市外资股（H股）发行聆讯后资料集的公告 |
| 2021/12/04 | 限于疫情和资本市场情况，暂缓H股发行上市进程 | 关于暂缓境外上市外资股（H股）在香港联交所主板发行上市的公告 |
| 2022/06/30 | 重新递交本次发行上市申请 | 关于重新向香港联交所递交境外上市外资股（H股）上市申请并刊发申请资料的公告 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

考虑上述批文有效期一年，且目前距离公司上次材料披露时间已超过半年，因此，若公司未来希望在有效期内继续赴港融资，则需更新相关材料。因此公司本次重新递交材料和刊发材料属于正常流程推进。后续

公司最终是否发行以及实际发行情况，预计仍需要看后续市场情况而定。

◆ **若赴港融资落定，短期有摊薄但预计相对有限，且逆势融资中线可助力公司扩张与产业链延伸**

**若赴港融资落定，短期预计有一定摊薄影响，但最高不超 10%，实际摊薄不排除相对可控。**按证监会核准批复股本计算，本次赴港融资摊薄预计最高不超过 10%，短期有一定摊薄影响，但最终实际摊薄比例预计仍需根据市场情况，整体预计相对有限。

**中线来看，若赴港融资落定，有助于显著增强公司资金实力，助力公司中线扩张与产业链延伸。**连续 2 年多疫情反复下，国际免税商均不同程度承压。公司若能逆势赴港融资成功，有望借此进行加速国内外扩张、供应链效率提升和促进产业链延伸，进而夯实全球免税市场第一地位。如下表所示，**结合本次募资用途，核心在于巩固国内渠道和拓展海外渠道，改善供应链效率（包括收购或投资上游品牌巩固上游采购体系）、促进产业链延伸等**。与此前 11 月披露的聆迅后披露资料对比：一是巩固国内渠道调至首位（原首位为拓展海外渠道），强化投资离岛免税店和市内免税店等，二是改善供应链效率（包括投资上游品牌）等升至第三（原为产业链延伸），凸显公司对进一步做大国内免税市场，强化供应链能力的决心。

表2：**中国中免赴港上市募集资金用途（更新后）**

| 资金投向 | 项目名称 | 具体内容 |
|---|---|---|
| **一、巩固国内渠道** | 1、投资主要 8 家机场、20 家口岸免税店 | 1）在主要机场发展新店、口岸免税店；2）为特许期临近结束的机场、口岸门店重续特许经营权。 |
| | 2、投资有税旅游零售项目 | 机场及其他主要交通枢纽的有税店。 |
| | 3、投资离岛免税店及市内免税店 | 1）约 11 市内免税店的门店翻新、采购及门店运营。2）将用于扩建海口国际免税城，包括建设更多购物设施及酒店；3）进一步扩建三亚国际免税城，免税部分预计将于 2023 年开始运营，建筑面积约 7.65 万㎡；预计 2022 年 9 月开始建设有税部分，面积 9.6 万㎡，预计 2026 年竣工 |
| **二、拓展海外渠道** | 1、开设约 6 间海外市内免税店 | 1）抓住粤港澳大湾区机遇，扩大香港及澳门市内免税店的网络；<br>2）利用一带一路倡议，在大型交通枢纽及市中心等地区（尤其是亚洲热门旅游目的地）开设海外市内免税店。 |
| | 2、扩展海外口岸免税店 | 寻求亚洲机场免税特许经营权并开设免税门店，重点挑选每天接待许多过境旅客的国际枢纽以及中国游客常去国家的门户枢纽。 |
| | 3、扩展约 6 间邮轮免税店 | 寻求在邮轮上开设新店，特别是针对中国旅客推出的新型邮轮。 |
| | 4、选择性收购 2-3 家海外旅游零售运营商 | 聚焦中国游客常去热门旅游目的地，并寻求收购当地等免税运营商。 |
| **三、改善供应链效率** | **1、投资开发物流中心** | 将开发深圳前海和三亚海棠湾物流中心 |
| | **2、升级现有供应链** | 1）升级国内物流中心；2）招聘及培训供应链人员。 |
| | **3、巩固上游采购体系** | **1）收购或投资上游品牌：面向化妆品、时尚品及配饰、保健品、电子商品、手信、土特产及国潮等与旅游零售渠道有关的高价值消耗品的品牌，寻找潜在合作及投资机会；**<br>**2）优化海外商品采购组合：自供应商获取畅销商品；提升获取紧俏限量版商品的渠道；与供应商共同开发适合当地特色的商品及联名商品；与更多供应商建立战略关；**<br>3）招聘及培训专业采购人员。 |
| **四、促进产业链延伸** | 扩展及开发旅游零售综合体 | 1）海口国际免税城：预计将在 2022 年开始商业运营；扩展项目建设工程预计总建筑面积为 695,000 平方米，预期将尽快开始建设；<br>2）三亚一期 2 号地：免税部分预计 2023 年开始运营，估计建筑面积为 76,500 平方米；酒店部分预计于 2021 年 12 月开工，预计竣工日期将为 2026 年，估计建筑面积 96,000 平米。 |
| **五、升级信息技术系统** | 1、整合线上和线下业务平台 | 开发智能商品采购与管理系统以及完善综合会员管理系统，升级信息技术系统。 |
| | 2、招聘及培训信息技术人才 | |
| **六、市场推广和进一步完善会员体系** | 1、市场推广 | 1）广告及品牌推广活动；2）招聘及加强市场推广团队。 |
| | 2、会员体系建设 | 吸引新客户参与会员计划以及提升现有会员的会员权益。 |
| **七、补充流动资金及其他一般用途** | | |

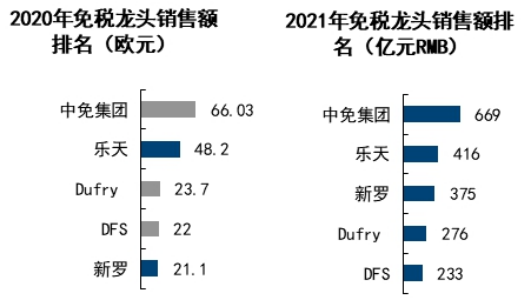
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

并且，结合我们此前分析，2020-2021 年公司连续两年全球免税第一，未来若赴港上市则有望进一步提升国际知名度，增加股权的流通性，提升治理上的现代化。此外，公司也不排除借此机会考虑引入战投等，进一步强化与上游供应链的合作关系和优质渠道资源，进一步巩固全球第一市场地位。

简言之，公司重启赴港融资，短期可能有一定摊薄影响，但不排除最终摊薄相对可控，且中线来看，公司

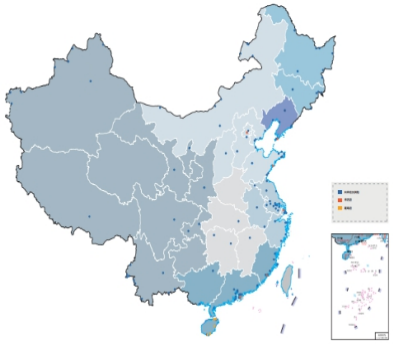
逆势夯实资金实力，有望加速横向和纵向扩张，持续夯实全球免税第一地位，未来国内外扩张及供应链强化升级值得期待。

图1：2020 年、2021 年，公司已成为全球免税第一




资料来源：穆迪报告、弗若斯特莎莉文等，国信证券经济研究所整理

图2：中国中免国内免税店分布情况



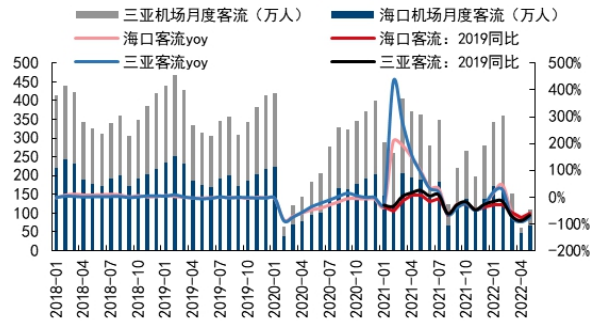
资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理

## ◆ 海南暑期表现值得期待，公司重磅新海港项目下半年有望推出

**海南暑期可期。**结合我们此前报告，海南近期多管齐下，出台多项鼓励消费和引流政策，海南客流逐步改善，海南免税销售情况 6 月以来边际好转。尤其 6 月 19 日后对外省人员进入海南政策调整，客流开始加速复苏，三亚酒店房价明显回升侧面显示海南旅游热潮，6 月 28 日同时启动海南国际购物节（持续至 12 月，为期半年）等进一步加速，且今年下半年尤其 8 月后基数压力有望逐步缓解，预计海南旅游市场尤其海南免税市场下半年表现仍有期待。并且，结合我们近期的跟踪，公司促销折扣相对可控，普遍 3 件 7.8-8 折不等，较去年下半年促销情况仍相对有所收紧。

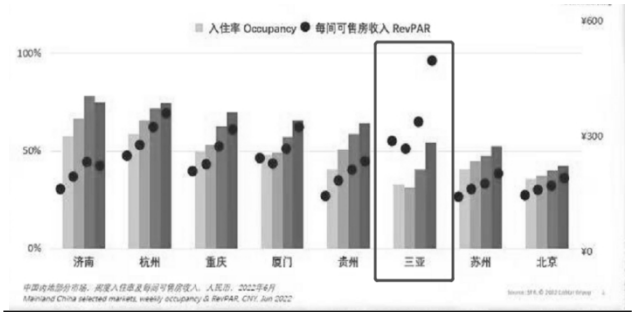
**新项目新期待。**中免海口新海港项目预计今年国庆前推出，明年年中海棠湾一期 2 号地有望推出。其中新海港项目未来有望成为亚洲最大的国际免税商业综合体，目前已规划有全球最大的威士忌博物馆，多家国际大牌旗舰店和首店，兼顾高端购物与休闲体验需求，截止今年 4 月已确认的合作品牌预计 500 家以上，未来开业品牌数或有望超过 800 家，预计今年十一前有望推出，有望强化公司海南竞争力，带来全新看点。明年年中海棠湾一期 2 号地不排除有望引入高奢品牌或进一步升级香化中心，品牌和购物环境有望升级。

图3：海南机场客流月度变化趋势




资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：2022 年 6 月三亚酒店 OCC、RevPAR 逐周回暖




资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

## ◆ 投资建议：恢复赴港融资推进事宜，全面夯实全球免税第一，维持“买入”评级

公司恢复赴港融资推进事宜，实际落地仍需取决各方面情况。未来若落地短期可能有一定摊薄影响但相对有限。中线来看，若赴港融资落定，公司得以逆势增强资金实力，有望加速横向和纵向扩张，未来国内外

扩张及供应链强化升级值得期待。暂维持公司 22-24 年业绩 81.50/137.10/176.54 亿元，对应 EPS 至 4.17/7.02/9.04 元，对应 PE56/33/26x，若假设赴港融资摊薄 5-10%，对应估值明年估值 35-36x，后年 27-28x，且赴港融资落定不排除加速中线盈利成长，新海港项目等未来带来新期待。结合我们此前分析，国际免税龙头平均估值 30x 上下，估值水平并不低，其中快速成长期及市内店布局强化时估值溢价明显，公司本身市占率、净利润率和成长性都远高于海外同行，疫情后已经是全球第一，现现有估值水平预计仍以良好支撑。考虑公司下半年复苏可期，新项目有望新看点，赴港融若落地有望助力扩张加速和供应链强化，全面夯实全球免税第一地位，维持买入评级。

◆ 风险提示

政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险，疫情反复及防控趋严风险，汇率大幅贬值风险，自然灾害、恶劣天气等，新项目开业进度或开业经营可能低于预期；赴港融资落定情况仍有不确定。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

| 代码 | 公司简称 | 股价 2022/6/30 | 总市值 亿元 | EPS 21A | EPS 22E | EPS 23E | EPS 24E | PE 21A | PE 22E | PE 23E | PE 24E | 投资评级 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 601888.SH | 中国中免 | 232.93 | 454,790 | 4.94 | 4.17 | 7.02 | 9.04 | 47.15 | 55.86 | 33.18 | 25.77 | 买入 |
| 600258.SH | 首旅酒店 | 62.90 | 67,306 | 0.05 | 0.27 | 0.92 | 1.27 | 1258.00 | 232.96 | 68.37 | 49.53 | 买入 |
| 600754.SH | 锦江酒店 | 24.80 | 27,810 | 0.10 | 0.77 | 1.87 | 2.33 | 248.00 | 32.21 | 13.26 | 10.64 | 买入 |
| 300144.SZ | 宋城演艺 | 15.35 | 40,136 | 0.12 | 0.15 | 0.49 | 0.66 | 127.92 | 102.33 | 31.33 | 23.26 | 买入 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

## 相关研究报告：

《中国中免（601888.SH）-白云机场补充协议落定，下半年海南恢复可期》 ——2022-06-26
《中国中免（601888.SH）-疫情影响经营起伏，规模与渠道支撑长期中枢》 ——2022-04-24
《中国中免（601888.SH）-1-2 月盈利中枢显著回升，公司积极增收增效态度明确》 ——2022-03-11
《中国中免-601888-业绩快报点评：下半年海南经营承压，增收增效成未来指导方向》 ——2022-01-23
《中国中免-601888-2021 年三季报点评：疫情影响暑期表现，整体业绩预期不必悲观》 ——2021-11-01

# 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| 现金及现金等价物 | 14706 | 16856 | 21361 | 28456 | 35842 |
| 应收款项 | 994 | 944 | 1192 | 1786 | 2082 |
| 存货净额 | 14733 | 19725 | 20732 | 28684 | 33521 |
| 其他流动资产 | 538 | 1017 | 932 | 1035 | 1288 |
| **流动资产合计** | **30971** | **38542** | **44216** | **59960** | **72733** |
| 固定资产 | 2824 | 4733 | 5949 | 6866 | 7446 |
| 无形资产及其他 | 2449 | 2401 | 2306 | 2211 | 2116 |
| 投资性房地产 | 4884 | 8806 | 8806 | 8806 | 8806 |
| 长期股权投资 | 791 | 992 | 2992 | 3992 | 4242 |
| **资产总计** | **41919** | **55474** | **64269** | **81834** | **95343** |
| 短期借款及交易性金融负债 | 417 | 1957 | 1800 | 1500 | 1000 |
| 应付款项 | 4327 | 5880 | 5686 | 8513 | 8821 |
| 其他流动负债 | 10917 | 9299 | 10170 | 15279 | 16805 |
| **流动负债合计** | **15661** | **17136** | **17656** | **25292** | **26626** |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 79 | 3546 | 4546 | 5046 | 5146 |
| **长期负债合计** | **79** | **3546** | **4546** | **5046** | **5146** |
| **负债合计** | **15741** | **20682** | **22202** | **30338** | **31773** |
| 少数股东权益 | 3871 | 5173 | 5928 | 6858 | 7986 |
| 股东权益 | 22308 | 29619 | 36139 | 44639 | 55584 |
| **负债和股东权益总计** | **41919** | **55474** | **64269** | **81834** | **95343** |

| 关键财务与估值指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| 每股收益 | 3.14 | 4.94 | 4.17 | 7.02 | 9.04 |
| 每股红利 | 0.85 | 1.76 | 0.83 | 2.67 | 3.44 |
| 每股净资产 | 11.43 | 15.17 | 18.51 | 22.86 | 28.47 |
| ROIC | 31% | 40% | 27% | 44% | 49% |
| ROE | 28% | 33% | 23% | 31% | 32% |
| 毛利率 | 41% | 34% | 32% | 37% | 39% |
| EBIT Margin | 19% | 22% | 17% | 17% | 18% |
| EBITDA Margin | 19% | 22% | 18% | 18% | 18% |
| 收入增长 | 10% | 29% | -8% | 66% | 25% |
| 净利润增长率 | 33% | 57% | -16% | 68% | 29% |
| 资产负债率 | 47% | 47% | 44% | 45% | 42% |
| 息率 | 0.4% | 0.8% | 0.4% | 1.1% | 1.5% |
| P/E | 74.1 | 47.1 | 55.8 | 33.2 | 25.8 |
| P/B | 20.4 | 15.4 | 12.6 | 10.2 | 8.2 |
| EV/EBITDA | 46.5 | 31.5 | 42.3 | 26.1 | 20.5 |

| 利润表（百万元） | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **52597** | **67676** | **62137** | **103455** | **128808** |
| 营业成本 | 31221 | 44882 | 41950 | 65564 | 78770 |
| 营业税金及附加 | 1083 | 1839 | 1678 | 2586 | 2447 |
| 销售费用 | 8847 | 3861 | 5564 | 13925 | 20403 |
| 管理费用 | 1637 | 2250 | 2140 | 3510 | 4231 |
| 财务费用 | (545) | (43) | (269) | (399) | (568) |
| 投资收益 | 16 | 162 | 100 | 50 | 50 |
| 资产减值及公允价值变动 | 909 | 499 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收入 | (1585) | (742) | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 9694 | 14804 | 11174 | 18319 | 23575 |
| 营业外净收支 | (22) | (3) | 80 | 50 | 30 |
| 利润总额 | 9672 | 14801 | 11254 | 18369 | 23605 |
| **所得税费用** | **2335** | **2437** | **1924** | **3159** | **4131** |
| 少数股东损益 | 1197 | 2711 | 1180 | 1500 | 1820 |
| 归属于母公司净利润 | 6140 | 9654 | 8150 | 13710 | 17654 |

| 现金流量表（百万元） | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **净利润** | 6140 | 9654 | 8150 | 13710 | 17654 |
| 资产减值准备 | 526 | (410) | 897 | 278 | 196 |
| 折旧摊销 | 314 | 236 | 484 | 701 | 819 |
| 公允价值变动损失 | (909) | (499) | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | (545) | (43) | (269) | (399) | (568) |
| 营运资本变动 | 538 | (6349) | 1404 | 66 | (3257) |
| 其它 | 348 | 2157 | (142) | 652 | 932 |
| **经营活动现金流** | **6957** | **4789** | **10793** | **15406** | **16345** |
| 资本开支 | 0 | (2191) | (2501) | (1801) | (1501) |
| 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | **(537)** | **(2391)** | **(4501)** | **(2801)** | **(1751)** |
| 权益性融资 | (331) | 51 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (1658) | (3431) | (1630) | (5210) | (6708) |
| 其它融资现金流 | 28 | 6563 | (157) | (300) | (500) |
| **融资活动现金流** | **(3620)** | **(248)** | **(1787)** | **(5510)** | **(7208)** |
| **现金净变动** | **2800** | **2150** | **4505** | **7095** | **7385** |
| 货币资金的期初余额 | 11906 | 14706 | 16856 | 21361 | 28456 |
| 货币资金的期末余额 | 14706 | 16856 | 21361 | 28456 | 35842 |
| 企业自由现金流 | 8293 | 4095 | 8344 | 13761 | 15001 |
| 权益自由现金流 | 8320 | 10658 | 8410 | 13792 | 14969 |

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 ±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 ±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