

伟明环保 (603568.SH)

增持

设备及 EPC 收入减少致三季度业绩下滑，锂电池新材料业务打造第二成长极

核心观点

公司成本控制能力强，盈利能力领先行业。2022 年前三季度公司实现营业收入 33.05 亿元，同比下降 1.91%，环比下降 16.53%，归母净利润 12.47 亿元，同比增长 1.36%，环比下降 22.62%。虽然公司营业收入水平处于可比公司中位，但公司 ROE、毛利率和净利率均领先行业可比公司，其中 ROE 近年来保持 20% 以上，今年上半年有所下滑；毛利率维持 50% 以上，净利率维持 40% 以上，得益于公司的垃圾焚烧全产业链布局。公司使用自产垃圾焚烧设备，积极探索固废子版块之间的业务协同，运营成本控制能力强。

垃圾焚烧项目运营增速较快，业务维持高毛利。公司各项目运营正常，前三季度实现固废环保业务收入 18.8 亿元，累计完成垃圾入库量 683.26 万吨，同比增长 35.5%，环比增长 18.2%，完成上网电量 19.28 亿度，同比增长 28.02%，环比增长 4.4%。省外项目吨垃圾上网电量有所下滑，主要是部分项目有供热需求，减少了发电量。公司现有生活垃圾焚烧处理运营项目 39 个，试运营项目 3 个，餐厨垃圾处理正式运营项目 11 个。

设备、EPC 及服务业务收入同比有所下滑。2022H1 设备销售及技术服务业务收入 9.91 亿元，同比下降 18.9%，主要是因为去年会计政策变更，该板块收入确认较多，今年收入确认有所下滑。

进军锂电池新材料研发制造业务。公司先后与 Merit、Merit、欣旺达，Merit、格林美公司合作，在印度尼西亚投资三期高冰镍含镍金属项目，年产共计 13 万吨；与盛屯矿业、青山控股达成合作协议，将在温州共同投资、建设年产 20 万吨高镍三元正极材料项目。公司具有装备研发制造能力，合作方有镍钴锂等原材料资源储备，有望通过布局新材料领域增厚业绩。

风险提示：项目投产不及预期；正极材料价格波动；行业竞争加剧

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计 2022-2024 年，公司营业收入分别为 51.3、72.0、203.0 亿元，净利润分别为 18.0、23.5、35.5 亿元，当前股价对应 PE 为 18.8x、14.4x、9.5x。采用分部估值法，环保业务给予 15~16 倍 PE，电池新材料业务，给予 22~23 倍 PE，对应 2023 年估值为 73~76 亿元。公司合理估值为 375~398 亿元，对应合理股价为 22.1~23.5 元，较当前股价有 11%~18% 的溢价空间。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,123	4,185	5,131	7,197	20,302
(+/-%)	53.3%	34.0%	22.6%	40.3%	182.1%
净利润(百万元)	1257	1535	1800.08	2345.33	3553.04
(+/-%)	29.0%	22.1%	17.2%	30.3%	51.5%
每股收益(元)	1.00	1.22	1.06	1.38	2.10
EBIT Margin	50.4%	44.1%	43.3%	43.3%	29.0%
净资产收益率 (ROE)	22.9%	20.1%	19.4%	20.7%	24.5%
市盈率 (PE)	20.0	16.4	18.8	14.4	9.5
EV/EBITDA	16.7	15.0	18.0	15.1	9.8
市净率 (PB)	4.57	3.28	3.66	2.98	2.33

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

环保·环境治理

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	22.10 - 23.50 元
收盘价	19.98 元
总市值/流通市值	33846/33846 百万元
52 周最高价/最低价	40.88/19.81 元
近 3 个月日均成交额	163.08 百万元

市场走势

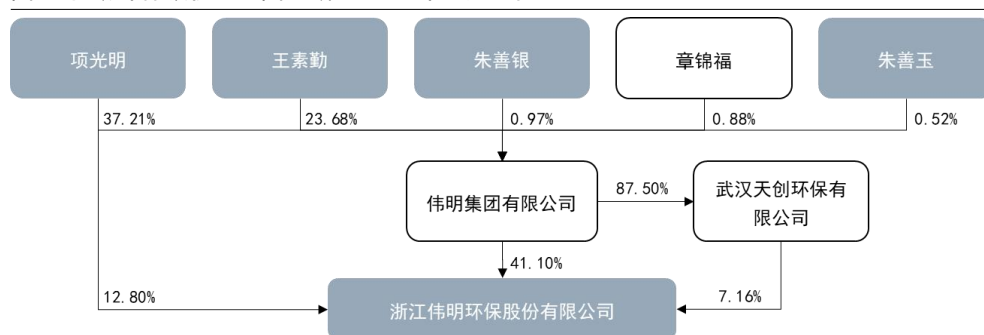


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

深耕垃圾焚烧行业，打造项目建设运营全产业链。公司从事城市生活垃圾焚烧发电全产业链业务，包括核心技术研发、关键设备制造销售及项目投资、项目建设、运营管理等领域。公司还积极向生活污水厂污泥、餐厨垃圾、工业及农林废弃物等其他固废的清运和处置领域全面拓展。2022 年，公司在印度尼西亚布局高冰镍生产项目，并拟在国内投资建设高镍三元正极材料项目，开始进军新能源材料开发行业。截至 2022 年 7 月 5 日，伟明集团持有伟明环保 41.10% 的股份，项光明、王素勤、朱善玉和朱善银签署《一致行动协议》，为公司实际控制人，分别持有公司 12.80%、3.19%、3.09% 和 2.79% 的股份。

图1：伟明环保股权结构图（截至 2022 年 7 月 5 日）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

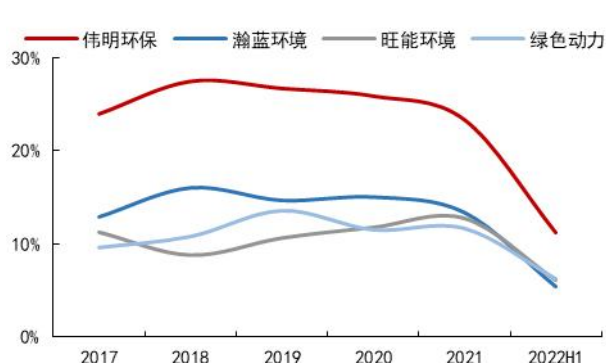
公司成本控制能力强，盈利能力领先行业。虽然公司营业收入水平处于可比公司中位，但公司 ROE、毛利率和净利率均领先行业可比公司，其中 ROE 近年来保持 20% 以上，今年上半年有所下滑；毛利率维持 50% 以上，净利率维持 40% 以上，得益于公司的垃圾焚烧全产业链布局。公司使用自产垃圾焚烧设备，积极探索垃圾处理子版块之间的业务协同，运营成本控制能力强。

图2：行业内公司营业收入对比（亿元）



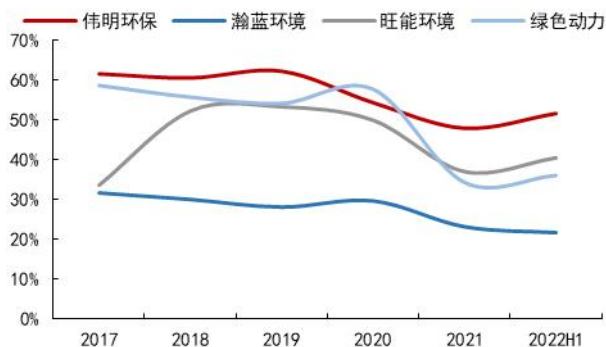
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：行业内公司 ROE 对比



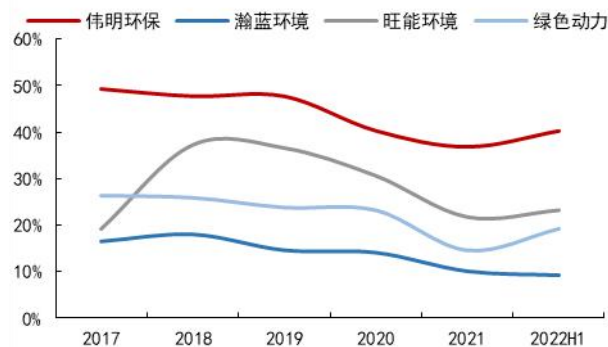
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：行业内公司毛利率对比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：行业内公司净利率对比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司营业收入、归母净利润同比有所下滑。2022 年前三季度公司实现营业收入 33.05 亿元，同比下降 1.91%，环比下降 16.53%，归母净利润 12.47 亿元，同比增长 1.36%，环比下降 22.62%。公司各项目运营正常，前三季度累计完成垃圾入库量 683.26 万吨，同比增长 35.5%，环比增长 18.2%，完成上网电量 19.28 亿度，同比增长 28.02%，环比增长 4.4%。在设备销售、EPC 及服务业务不断取得进展的同时，公司积极布局新材料业务，初步形成垃圾处理、制造和新材料三大业务板块发展的格局。

图6：公司营业收入及增速（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7：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

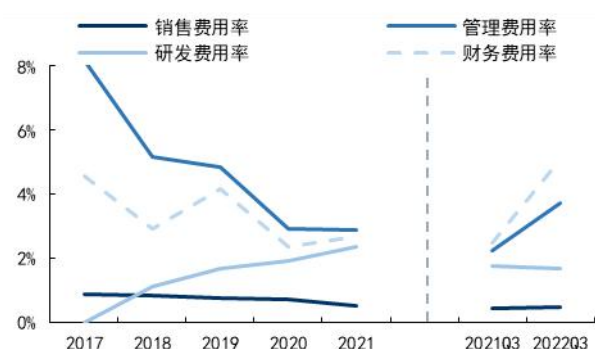
毛利率、净利率有所提升，财务和研发费用增长较多。2022 年前三季度公司的毛利率为 49.9%，同比上升 3.3 个 pct，净利率为 37.9%，同比上升 1.7 个 pct。公司项目投资、建设和运营经验丰富，投资和运营成本管控能力不断增强，上半年营业收入增加的同时，营业成本有所减少。公司收购国源环保和盛运环保，导致管理费用和财务费用分别同比增加 72.7%和 113.8%，研发费用同比增加约 112.2%。

图8：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

垃圾焚烧项目运营增速较快，业务维持高毛利。公司前三季度实现固废环保业务收入 18.8 亿元。省外项目吨垃圾上网电量有所下滑，主要是部分项目有供热需求，减少了发电量。今年已有 10 个垃圾焚烧项目投入正式运营，公司现有生活垃圾焚烧处理运营项目 39 个，试运营项目 3 个，餐厨垃圾处理正式运营项目 11 个。

设备、EPC 及服务业务收入同比有所下滑。2022H1 设备销售及技术服务业务收入 9.91 亿元，同比下降 18.9%，主要是因为去年会计政策变更，该板块收入确认较多，今年上半年在建项目规模偏小，导致收入有所下滑。

图10：公司分板块营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

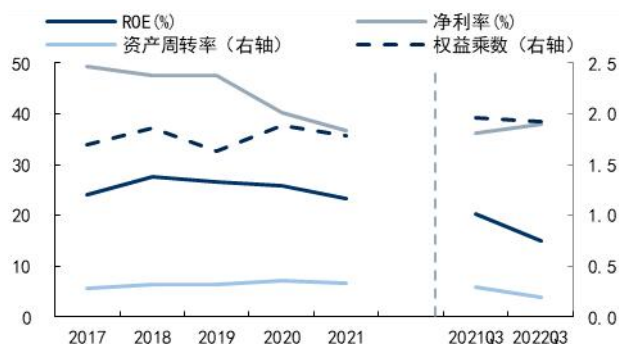
图11：公司分板块毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

ROE 略有下滑，经营性现金流和融资性现金流增长较多。2022 年前三季度公司 ROE 为 15.07%，同比下降 5.3 个 pct，资产周转率为 0.19 次，权益乘数为 1.93。经营性现金流净额同比增长 47.5%，主要是因为公司销售商品收到的现金增加所致；投资性活动现金流有所减少，主要是收购盛运环保支付现金所致，融资性现金流同比增长 350%，主要是公司取得借款收到现金所致。

图12：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

进军锂电池新材料研发制造业务。公司先后与 Merit, Merit、欣旺达, Merit、格林美公司合作,在印度尼西亚投资三期高冰镍含镍金属项目,年产共计 13 万吨;与盛屯矿业、青山控股达成合作协议,将在温州共同投资、建设年产 20 万吨高镍三元正极材料项目。新能源市场是公司在固废处理、环保装备之外的又一重要布局。公司与格林美、永青科技拟在浙江省温州市合作,共同规划建设年 10 万辆报废汽车回收利用和 10 万吨动力电池与电池废料回收项目。动力电池领域对于镍的需求不断提升,作为中间品,高冰镍的产出产品是新能源三元电池的正极材料之一,高镍三元电池符合长续航和高性能的新能源汽车发展趋势。公司具有装备研发制造能力,合作方有镍钴锂等原材料资源储备,有望通过布局新材料领域增厚业绩。

假设前提:

(1) 固废处理业务方面,公司目前在建项目较多,并且随着公司不断中标和并购重组,垃圾焚烧处理能力有望进一步提高,根据公司现有在建项目规模和建设周期,我们预计 2022-2024 年公司新增处理产能分别为 7000、8000、8000 吨/日。根据公司 2021 年报披露的经营目标和项目投产进度,我们预计 2022-2024 年垃圾入库量分别为 1002、1221、1469 万吨,上网电量分别为 29.05、36.48、44.77 亿千瓦时。随着技术的进步,我们预计吨垃圾上网电量每年提升 3%。垃圾处理收入方面,参考可转债评级报告中披露的各个项目处理费用,垃圾焚烧收入方面,根据国家发改委垃圾焚烧电价政策,吨垃圾上网电量 280 千瓦时以下按照 0.65 元/千瓦时补贴价,其余部分按照当地燃煤标杆电价计算。

表1：伟明环保 2022-2024 年垃圾处理及焚烧盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
垃圾入库量（万吨）	664.70	1001.66	1221.40	1469.40
存量处理产能（吨/日）	17600	28400	35400	43400
新增处理产能（吨/日）	10800	7000	8000	8000
上网电量（亿千瓦时）	20.94	29.05	36.48	44.77
吨垃圾上网电量（千瓦时）	315	290	299	305
垃圾处理收入（亿元）	4.82	8.01	10.02	12.34
垃圾焚烧收入（亿元）	11.53	16.49	20.48	24.95

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

(2) 锂电池新材料业务方面，根据高冰镍业务的产能规模和项目建设周期，我们预计 2023-2025 年项目年产能分别为 4 万吨、8 万吨、13 万吨高冰镍含镍金属，产能利用率分别为 20%、50%、50%，进行利润测算。三元镍正极材料方面，根据项目建设周期，预计 2024 年投产，2024 年和 2025 年的产能为 20 万吨，产能利用率分别为 20%、60%。

表 2: 伟明环保 2022-2025 年高冰镍业务盈利预测

	2022E	2023E	2024E	2025E
高冰镍含镍金属产能（万吨）	-	4	8	13
产能利用率	-	20%	50%	50%
产量（万吨）	-	1.1	5.3	8.7
售价（万美元/吨）	-	1.5	1.4	1.4
成本（万美元/吨）	-	0.7	0.7	0.7
期间费用率	-	10%	10%	10%
净利润（百万元）	-	553	2627	3943
股权比例	-	60%	60%	60%
归母净利润（百万元）	-	332	1576	2366

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

表 3: 伟明环保 2022-2025 年三元镍正极材料业务盈利预测

	2022E	2023E	2024E	2025E
产能（万吨）	-	-	20	20
产能利用率	-	-	20%	60%
产量（万吨）	-	-	4.00	12.00
售价（万元/吨）	-	-	20.00	19.50
成本（万元/吨）	-	-	17.00	16.50
期间费用率	-	-	10%	10%
净利润（百万元）	-	-	1080	3240
股权比例	-	-	60%	60%
归母净利润（百万元）	-	-	648	1944

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

投资建议：我们预计 2022-2024 年，公司营业收入分别为 51.3、72.0、203.0 亿元，同比增长 22.6%、40.3%、182.1%；归母净利润分别为 18.0、23.5、35.5 亿元，2022-2024 年同比增长 17.2%、30.3%、51.5%；EPS 为 1.06、1.38、2.10 元，当前股价对应 PE 为 18.8x、14.4x、9.5x。采用分部估值法，其中新材料业务 2023-2025 年归母净利润为 3.3、22.2、43.1 亿元，其他环保业务 2022-2024 年归母净利润为 18.0、20.1、13.3 亿元。环保业务方面，参考瀚蓝环境、旺能环境、绿色动力，对应 2022 年 PE 分别为 11.7x、10.5x、10.2x，因公司是垃圾焚烧赛道龙头，ROE、净利率等盈利能力远高参考可比公司，因此给予公司 15~16 倍 PE，对应 2023 年估值为 302~322 亿元。电池新材料方面，参考三元前驱体制造公司中伟股份和华友钴业，对应 2022 年 PE 分别为 25.7x、16.5x，考虑到公司积极布局产线资源，将于 2023 年投产，给予公司 22~23 倍 PE，对应 2023 年估值为 73~76 亿元。因此公司合理估值为 375~398 亿元，对应合理股价为 22.1~23.5 元，较当前股价有 11%~18% 的溢价空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

表4：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
600323.SH	瀚蓝环境	19.76	159	1.43	1.93	2.13	2.35	13.66	10.12	9.17	8.31	11.75%	0.98	买入
002034.SZ	旺能环境	19.79	85	1.51	1.88	2.39	2.96	13.09	10.52	8.27	6.68	12.05%	0.41	无
601330.SH	绿色动力	6.84	95	0.5	0.67	0.76	0.83	13.60	10.15	8.95	8.19	10.69%	0.90	无
300919.SZ	中伟股份	76.92	480	1.55	3.06	6.07	9.15	50.75	25.71	12.96	8.60	9.55%	0.32	无
603799.SH	华友钴业	59.45	950	3.19	3.6	5.47	7.18	18.64	16.51	10.87	8.28	20.11%	0.53	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：旺能、绿色动力、中伟股份、华友钴业来自 Wind 一致性预测

估值的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理股价在 22.1~23.5 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年的业务成本和业务收入加入了很多个人的判断：

- 1、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2022 年 PE 水平作为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正。
- 2、考虑到公司原有传统业务是环保运营及环保设备生产，业绩相对稳定，我们根据公司现有的在建项目储备对未来的业务规模进行了假设，但对于公司后续的项目拓展情况可能会存在无法预测的风险。
- 3、考虑到公司正在大规模进军锂电池新材料制造领域，业务覆盖高冰镍、硫酸镍、三元镍正极材料的生产，公司未来将投产年产能 20 万吨三元镍正极材料的项目，但新项目建设和投产具备不确定性，且未来的产能利用率也存在不及预期的风险。
- 4、目前锂电池材料市场价格较高，但随着市场上产能规模不断扩大，未来市场竞争加剧，锂电池的市场价格存在下跌的风险，因此公司锂电池材料业务的利润也存在相应的风险。
- 5、考虑到公司锂电池材料的建设规模和未来计划，根据可比公司，我们给予这部分业务 20~21 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

在对公司高冰镍项目的未来盈利预测中，我们设定了很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断：

- 1、我们认为若锂电池材料制造业务的竞争加剧，公司生产的材料将存在售价不及预期的风险；
- 2、若上游原材料价格上涨，将影响公司的成本，进而影响公司净利润业绩。

经营及其它风险

- 1、垃圾处理量及项目质量风险。垃圾处理量受宏观经济情况影响，若经济形势下滑，垃圾处理量也将相应减少，进而影响公司垃圾处理和垃圾焚烧收入。同时，外地项目的垃圾数量和单吨发电量可能存在差异，未来随着不同区域的项目投产，

将会产生一定波动。

2、新业务进度风险。未来随着锂电池材料竞争格局加剧，业务利润率可能会低于公司发展的预期，因此存在一定的推进风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	965	814	860	879	851	营业收入	3123	4185	5131	7197	20302
应收款项	623	1198	1469	2061	5813	营业成本	1433	2187	2551	3534	12651
存货净额	159	138	157	214	793	营业税金及附加	32	32	39	55	155
其他流动资产	741	801	982	626	1015	销售费用	22	22	27	38	107
流动资产合计	2737	2956	3477	3793	8492	管理费用	281	328	527	577	1098
固定资产	3559	1770	5261	8691	12000	财务费用	74	112	268	527	674
无形资产及其他	3968	9390	14730	20069	25409	投资收益	0	4	4	4	4
投资性房地产	181	332	332	332	332	资产减值及公允价值变动	(32)	43	112	198	290
长期股权投资	27	202	270	356	466	其他收入	204	137	145	150	(376)
资产总计	10473	14651	24069	33241	46699	营业利润	1452	1687	1979	2818	5534
短期借款及交易性金融负债	245	741	5169	9203	8388	营业外净收支	4	4	4	4	4
应付款项	985	1522	1732	2355	8734	利润总额	1456	1692	1983	2823	5538
其他流动负债	309	314	367	501	1817	所得税费用	200	153	180	256	502
流动负债合计	1539	2577	7269	12059	18940	少数股东损益	(2)	3	3	221	1483
长期借款及应付债券	2144	2615	5615	7615	9615	归属于母公司净利润	1257	1535	1800	2345	3553
其他长期负债	1242	1270	1384	1473	1550						
长期负债合计	3386	3884	6999	9088	11165	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	4925	6462	14268	21147	30105	净利润	1257	1535	1800	2345	3553
少数股东权益	59	541	544	742	2067	资产减值准备	32	(75)	(69)	(87)	(91)
股东权益	5489	7648	9257	11353	14528	折旧摊销	221	258	444	522	648
负债和股东权益总计	10473	14651	24069	33241	46699	公允价值变动损失	32	(75)	(69)	(87)	(91)
						财务费用	74	112	268	527	674
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	161	(73)	(208)	464	2974
每股收益	1.00	1.22	1.06	1.38	2.10	其它	(750)	(377)	335	808	2087
每股红利	0.30	0.13	0.11	0.15	0.22	经营活动现金流	952	1194	2234	3967	9079
每股净资产	4.37	6.09	5.46	6.70	8.57	资本开支	(1898)	(2363)	(9205)	(9205)	(9205)
ROIC	21%	17%	13%	12%	19%	其它投资现金流	(250)	245	(3)	(5)	(7)
ROE	23%	20%	19%	21%	24%	投资活动现金流	(2167)	(2120)	(9276)	(9296)	(9322)
毛利率	54%	48%	50%	51%	38%	权益性融资	32	27	0	0	0
EBIT Margin	50%	44%	43%	43%	29%	负债净变化	314	1521	3000	2000	2000
EBITDA Margin	57%	50%	52%	51%	32%	支付股利、利息	(383)	(163)	(192)	(250)	(378)
收入增长	53%	34%	23%	40%	182%	其它融资现金流	482	551	4429	4033	(814)
净利润增长率	29%	22%	17%	30%	51%	融资活动现金流	1374	805	7088	5349	214
资产负债率	48%	48%	62%	66%	69%	现金净变动	163	(151)	47	19	(28)
息率	1.5%	0.7%	0.8%	1.0%	1.5%	货币资金的期初余额	802	965	814	860	879
P/E	20.0	16.4	18.8	14.4	9.5	货币资金的期末余额	965	814	860	879	851
P/B	4.6	3.3	3.7	3.0	2.3	企业自由现金流	0	(501)	(6947)	(5386)	(230)
EV/EBITDA	16.7	15.0	18.0	15.1	9.8	权益自由现金流	0	1570	238	168	342

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提及的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