

万华化学 (600309.SH)

产品毛利下行业绩承压，逆势中仍实现营收增长

买入

核心观点

逆势中仍实现营收增长，短期周期波动不改公司长期价值。公司披露《2022年第三季度报告》：受全球能源价格高企、欧美高通胀、全球经济增速放缓、生产要素原材料价格大幅上涨等影响，2022年前三季度，公司共实现营业收入1304.20亿元，同比增长21.53%，实现归母净利润为136.08亿元，同比下降30.36%，每股收益为4.33元。即2022Q3单季度，公司共实现营业收入413.02亿元，同比增长4.14%，实现归母净利润为32.25亿元，同比下降46.35%。整体来说，2022年前三季度，公司经营持续承压，但仍在逆势中按照既定战略、快速响应，充分发挥全球渠道优势，实现了各主要业务板块销量、价格仍同比保持增长态势。

MDI景气度持续低迷，TDI全球供应紧张价格有望维持高位。MDI方面，2022年1-2月，MDI价格出现小幅反弹，但随后的2022年3月-9月，由于需求端持续低迷，且出口依然疲弱，万华化学公司MDI挂牌价逐月下滑。2022年10月挂牌价则有所上修。聚合MDI终端消费水平表现疲弱，国内需求下游家电消化成品库存为主、房地产依旧需求一般；纯MDI下游鞋底原液负荷3-4成、浆料企业开工3-4成，新单跟进依旧有限。**TDI方面**，海外TDI装置优势正在持续削弱，供需错配+套利窗口将助力后市我国TDI价格继续上修+出口量显著增长。目前TDI开工率已经处于较高水平，而库存仍处于近两年来的极低水平。在供需格局基本面的支撑下，TDI货源将保持紧张态势，我们看好近期TDI价格将有望超预期上涨。万华化学具备全球65万吨TDI产能，目前烟台产业园区TDI装置正在检修中。

石化、精细化工业务稳步扩张，积极进军新材料、新能源领域。公司石化业务方面持续坚持产销协同，以销优产，提质增效；精细化学品、新材料业务为公司注入发展活力，目前已有多个新材料重点项目取得进展。此外，公司布局核电、光伏、锂电等项目，将为化工行业能源创新利用提供可靠先进的万华方案。

风险提示：需求不及预期；新项目投产进度低于预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：维持“买入”评级。我们预计公司2021—2023年归母净利润分别为174.81/201.19/240.14亿元，同比增速-29.1%/15.1%/19.4%；摊薄EPS=5.57/6.41/7.65元，当前股价对应PE=15.5/13.4/11.3x。短期周期波动不改公司长期价值，我们坚定看好公司将筑牢全球化工巨头地位，打造成为全球领先的新材料生产基地，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)	73,433	145,538	148,409	149,212	158,374
(+/-%)	7.9%	98.2%	2.0%	0.5%	6.1%
净利润(百万元)	10041	24649	17481	20119	24014
(+/-%)	-0.9%	145.5%	-29.1%	15.1%	19.4%
每股收益(元)	3.20	7.85	5.57	6.41	7.65
EBIT Margin	19.9%	23.6%	15.0%	16.9%	18.7%
净资产收益率(ROE)	20.6%	36.0%	23.0%	23.7%	25.2%
市盈率(PE)	26.9	11.0	15.5	13.4	11.3
EV/EBITDA	17.7	9.3	12.4	10.8	9.2
市净率(PB)	5.54	3.94	3.55	3.19	2.84

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

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	86.05元
总市值/流通市值	270197/270197百万元
52周最高价/最低价	112.00/73.50元
近3个月日均成交额	1114.70百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

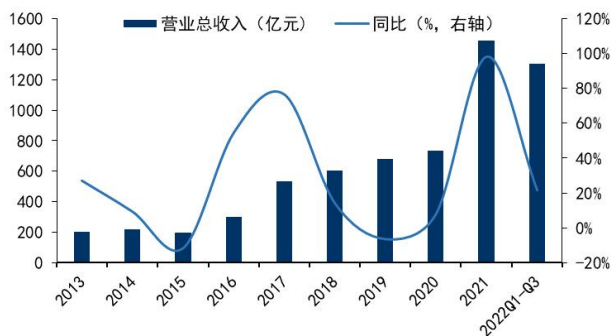
相关研究报告

- 《万华化学(600309.SH)-降本提效助力万华高质量发展，将持续优化产业链结构》——2022-03-15
- 《主营产品量价齐升业绩大幅增长，筑牢全球化工巨头地位》——2022-03-09
- 《万华化学-600309-2021年三季度报告点评：Q3业绩符合预期，持续优化产业结构》——2021-10-19
- 《万华化学-600309-2021年半年度报告点评：化工行业景气周期，公司业绩大幅增长》——2021-07-30
- 《万华化学-600309-2021年半年度业绩预增报告点评：单季盈利再创新高，看好三季度MDI行情》——2021-07-10

短期周期波动不改公司长期价值，维持“买入”评级

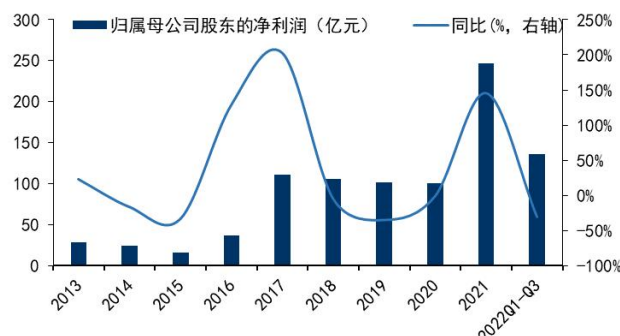
2022年10月24日晚，万华化学披露《2022年第三季度报告》：受全球能源价格高企、欧美高通胀、全球经济增速放缓、生产要素原材料价格大幅上涨等影响，2022年前三季度，公司共实现营业收入1304.20亿元，同比增长21.53%，实现归母净利润为136.08亿元，同比下降30.36%，每股收益为4.33元。即2022Q3单季度，公司共实现营业收入413.02亿元，同比增长4.14%，实现归母净利润为32.25亿元，同比下46.35%。整体来说，2022年前三季度，公司经营持续承压，但仍在逆势中按照既定战略，快速响应，充分发挥全球渠道优势，实现了各主要业务板块销量、价格仍同比保持增长态势。短期周期波动不改公司长期价值，未来，万华化学聚氨酯业务将继续以MDI、TDI为核心，重点提升聚醚、改性MDI两个支撑平台能力，持续保持单套规模大、建设成本低、一体化程度较高等核心竞争力。此外，公司战略规划进军新材料、新能源领域，目前已有多个重点项目取得进展。我们坚定看好公司将筑牢全球化工巨头地位，打造成为全球领先的新材料生产基地，维持“买入”评级。

图1：万华化学营业收入及增速（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2：万华化学归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

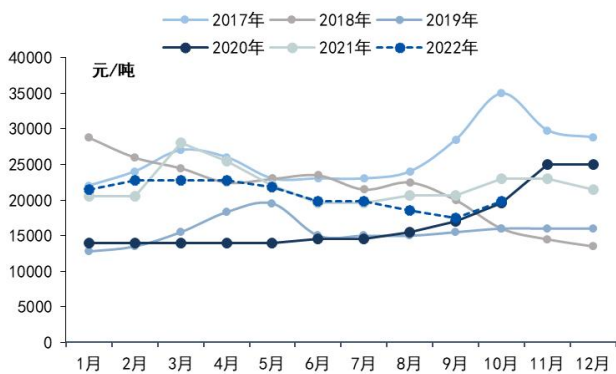
聚氨酯业务：短期价格性波动显著，长期MDI需求仍将稳定增长

复盘2021年：2021年1-2月，美国多地遭受极寒和暴风雪天气，巴斯夫、科思创及陶氏工厂受极寒天气影响，装置负荷均不同程度受到影响，全球MDI供应面减量明显，而需求端随海外地产与交运产业链逐步复苏、冰箱与冷柜出口量大幅增加、聚氨酯产品需求旺盛。2021年3月，公司再次上调MDI产品挂牌价。**进入2021年3月，**受下游外墙管道保温、胶黏剂、汽车等行业整体需求低迷等影响，MDI下游以消耗前期库存为主，而海内外部分装置逐步复产，国内聚合MDI、纯MDI在前期价格上涨过快的背景下，市场价格开启了下滑趋势，下滑趋势延续至6月。**进入2021年6月，**随下游库存持续消耗、贸易商货源逐渐减少，部分厂商进入停车检修阶段，MDI市场价格止跌，市场供需结构恢复紧平衡。**自2021年8月中旬起，**随着受国家耗能双控影响，部分工厂负荷有限下滑；上海科思创指导价上调，加上供方继续控量发货，以及海外部分工厂计划高北美MDI价格；叠加飓风来临美国巴斯夫及亨斯迈装置提前关停等因素影响下，MDI价格出现回暖反弹。**自2021Q4起，**聚合MDI和纯MDI需求受到天气、季节因素影响，价格表现弱势。**2022年1-2月，**MDI价格出现小幅反弹，但随后的**2022年3月-9月，**由于需求端持续低迷，且出口依然疲弱，万华化学公司MDI挂牌价逐月下滑。2022年10月挂牌价则有所上修。

聚合 MDI 方面，近期国内聚合 MDI 市场在前期反弹后出现回落，万华 PM200 商谈价 16200-16300 元/吨，上海货商谈价 15800-16000 元/吨，具体可谈（含税桶装自提价）。该价格已较年初下跌 23.44%，较同期下跌 25.03%。需求端，海外受天然气高价影响，终端消费水平表现疲弱，下游企业订单消化缓慢；而国内需求下游家电消化成品库存为主，对原料按合约量跟进；房地产依旧需求一般，下游建筑保温管道行业需求释放不足，旺季需求尚未表现，因而对原料刚需采买。

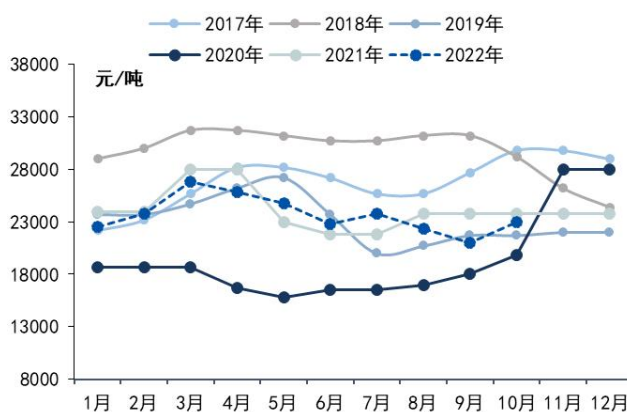
纯 MDI 方面，纯 MDI 价格在维持短时间平稳后价格进一步下跌。当前上海货源报盘集中 21000-21500 元/吨，进口货源报盘集中 21000-21500 元/吨（含税桶装自提价）。该价格较年初水平小幅上涨 2.40%，较去年同期下滑 10.32%。需求方面，下游氨纶行业开工较前期有所提升，终端秋冬备货需求稍增，因而对原料采购有所增加；下游 TPU 开工 5 成，整体负荷有所提升，终端需求订单较前期有小幅增加；下游鞋底原液负荷 3-4 成，工厂交付订单货为主，整体需求市场恢复缓慢，新单跟进依旧有限；下游浆料企业开工 3-4 成，合成革厂新单部分增加，节前主力工厂阶段性刚需补仓；整体来看，纯 MDI 部分需求有所回暖，对原料端存有支撑。

图3：公司聚合 MDI 挂牌价变化情况



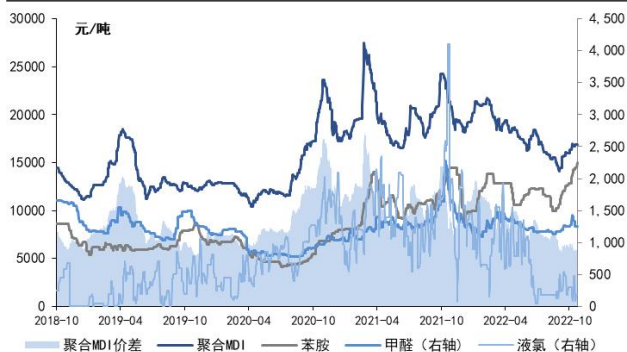
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司纯 MDI 挂牌价变化情况



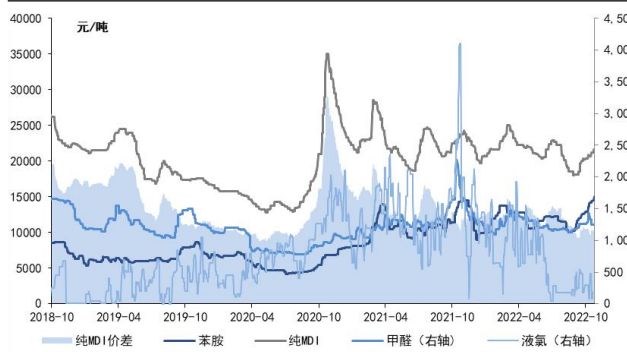
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司聚合 MDI 价格与价差变化



资料来源：百川盈孚、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司纯 MDI 价格与价差变化



资料来源：百川盈孚、Wind、国信证券经济研究所整理

需求方面，聚合 MDI 的下游冰箱方面，据中商产业研究院数据，2021 年全国家用电冰箱产量为 8992.1 万台，同比下降 0.4%。此外，受传统淡季及相关产品价格影响，外墙、管道等行业整体需求平淡，除无甲醛板材胶黏剂需求尚有亮点。纯 MDI 下游方面，TPU、鞋底原液、聚氨酯原液市场维持平稳增长，氨纶逐步投产催生国内纯 MDI 需求增量。从长期角度来看，从需求角度来看，据 Covestro 数据，近 10 年全球 MDI 需求量持续增长，由 2011 年的 465 万吨增长至 2020 年的 738.5 万吨，CAGR 达 5.27%，高于同期 GDP 增速，并且预测未来 5 年内需求将以 5%（4%-6%区间内）的复合增长率增长。我们看好中长期 MDI 供需格局仍然向好，无醛家具推广将催生 MDI 需求的增长点。

TDI：全球供应紧张，TDI 价格有望持续景气

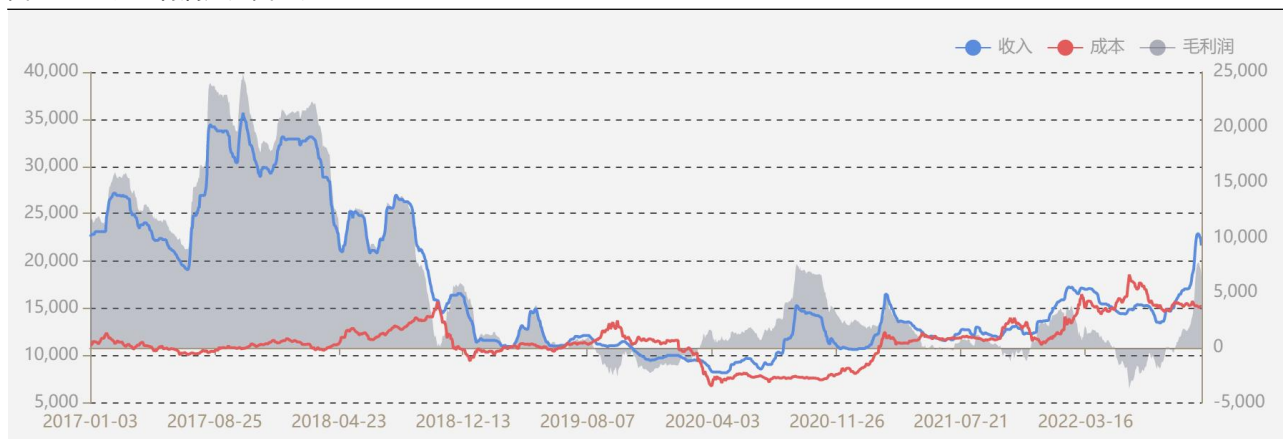
TDI 价格上涨因素之一：生产壁垒较高全球 TDI 部分老旧装置逐步淘汰，近年来国内产能出现负增长。截至 2021 年底，全球有效在产的 TDI 总产能为 332 万吨，其中中国总计 127 万吨（占全球总产能的 38.3%），中国是全球最大的 TDI 生产国。万华化学以 65 万吨的产能（万华匈牙利 BC+万华福建+烟台万华）占全球总产能的约 20%；万华化学国内产能 40 万吨（万华福建+烟台万华）、沧州大化产能 15 万吨分别占国内总产能的 31%、12%。近年来，TDI 行业景气度表现低迷影响了 TDI 产能扩张进度及计划，部分规模小、成本不具优势的装置将逐步淘汰或维持长期停车的状态，全球及国内产能已出现负增长。

TDI 价格上涨因素之二：近年来海外装置不可抗力、停工检修事件频发，海外供给紧张问题进一步加剧。2020-2021 年，受全球公共卫生事件反复、气候天气、装置故障、日韩 TDI 装置成本高等影响，近年来海外装置开工受影响，造成货源紧张，供应不稳；而同时，全球经济逐步恢复带动消费品市场需求提振。2022 年前三季度则形势有所变化，除国内新能源汽车增速显著以外，全球范围内软体家具需求疲弱，国内房地产后周期下行压力持续，全球 TDI 需求较为平淡疲弱。然而受到地缘政治冲突、全球能源价格普涨、疫情反复发酵等影响，部分海外装置出现了不可抗力、停工检修等情况，全球 TDI 供给端收缩甚于需求端疲弱情况。本次欧洲受影响产能达 60 万吨（巴斯夫+科思创），占比 18%。

TDI 价格上涨因素之三：海外 TDI 装置优势正在持续削弱，供需错配+套利窗口将助力后市我国 TDI 价格继续上修+出口量显著增长。2018-2021 年，我国分别对外出口 TDI 产品 8.57、13.90、25.63、36.99 万吨，2019-2021 年分别同比+62%、+84%、+51%，出口优势凸显。2022 年 1-8 月中国出口 TDI 共计 22 万吨，同比减少 10.54%，达去年出口总量的 60%。现阶段我国 TDI 装置运行稳定性相对较好（毛利润约 3500 元/吨），目前仍是全球 TDI 成本及价格洼地，未来数月将持续担起全球化供应的重任。我们看好，全球价格联动性将带动国内 TDI 价格进一步上修；同时，伴随海外供应将持续偏紧、经济活动边际逐步复苏，后市（9-12 月）我国 TDI 出口量有望显著增长。

4) TDI 供需缺口测算：2018 年-2021 年，我国 TDI 产能分别为 119、122、137、127 万吨，产量分别为 89、101、109、117 万吨。按照未来几年内 TDI 需求量年均增速将在 5.52% 左右的假设，但考虑到 2022 年突发性事件对于需求端的冲击，我们预计 2022-2023 年国内 TDI 需求量有望分别达到 84、89 万吨。假设 2022-2023 年净出口量逐步下降，按照行业平均开工率分别 83%、81%计，我们测算出 2022-2023 年 TDI 的供需缺口（产量-表观消费量-净出口量）将为 -5.0、-4.6 万吨，2022 年将存在明显的 TDI 供给缺口 5 万吨，约占国内 TDI 消费量（84 万吨）的 6.0%，占国内 TDI 产能（133 万吨）的 3.8%。目前 TDI 开工率已经处于较高水平，而库存仍处于近两年来的极低水平。在供需格局基本面的支撑下，TDI 货源将保持紧张态势，我们看好近期 TDI 价格将有望超预期上涨。万华化学具备全球 65 万吨 TDI 产能，目前烟台产业园区 TDI 装置正在检修中。

图7: TDI 装置利润走势图 (元/吨)



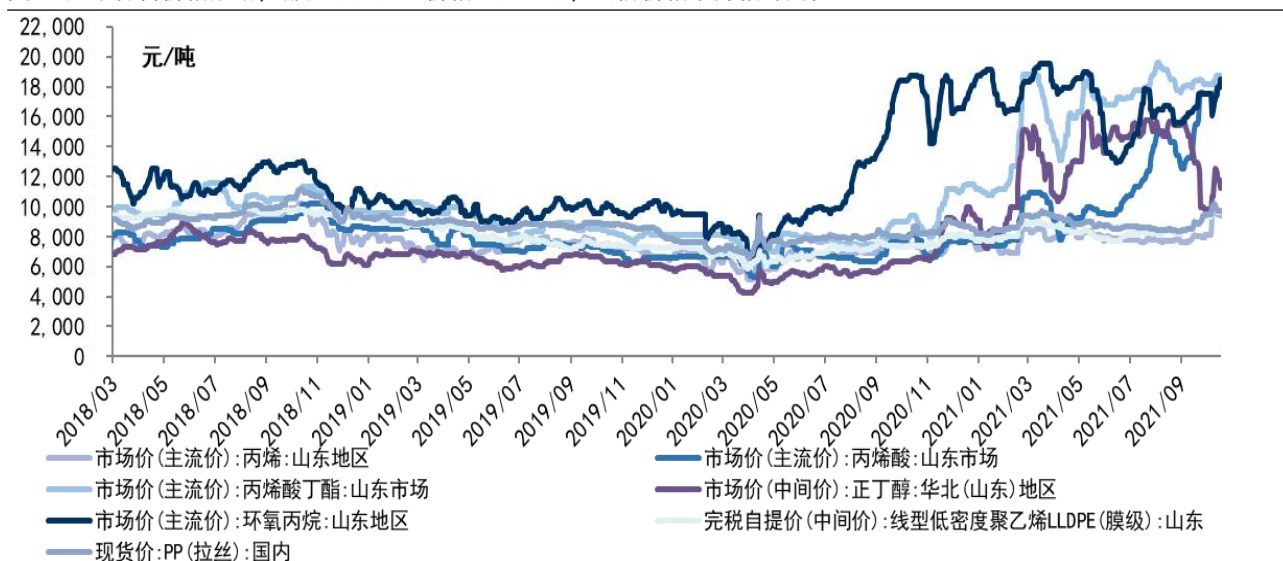
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

石化业务: 公司石化业务产销量增长显著, 继续构建石化产业链集群

受益于百万吨级大乙烯项目全面投产, 石化产品均价回暖等影响, 2021 年公司石化业务产销量增长显著。公司现已拥有乙烯、丙烯产能分别 100、75 万吨, 未来将继续向下发展具有独特优势的改性 PP、高吸水树脂 SAP、新戊二醇 NPG、聚醚多元醇、MIBK、异佛尔酮等更为精细、附加值更高的产品, 我们看好公司将继续深耕 LPG/ 烯烃商业模式, 逐步做大石化产业集群。

项目规划方面, 2022 年 2 月 22 日, 万华化学(福建)新材料有限公司丙烷/丁烷洞库项目环境影响评价第一次环评公示, 万华福建工业园拟投资 23.16 亿元建设建设 120 万立方丙烷地下洞库(包括 2 座 60 万立方丙烷地下洞库)和 1 座 50 万立方丁烷地下洞库。2022 年 3 月 4 日, 福州市生态环境局拟对万华化学(福建)码头有限公司码头罐区项目环境影响评价进行批复。根据规划, 该项目建成后 will 具备年周转 105 万吨苯、45 万吨苯胺、120 万吨烧碱、40 万甲醇的能力。

图8: 受原材料价格推动, 部分石化产品价格大幅上涨, 目前价格维持相对高位



资料来源: 卓创资讯、Wind、国信证券经济研究所整理

精细化学品、新材料业务：为公司注入发展活力

万华作为国际先进的 TPU 供应商，产品广泛应用于鞋材、线缆、汽车、电子及医疗等应用领域；公司特种胶业务深耕环氧固化剂等领域，并逐步拓展到风电复合材料、美缝剂等新的应用领域；PC 二期装置建成投产，已具备 21 万吨/年的 PC 供应能力，未来将进一步技改扩大产能；IP-IPN-IPDA-IPDI 产业链已于 2020 年实现全面复产，产品组合更丰富；尼龙 12 等重点项目按节点顺利推进；2021 年 4 月，万华化学柠檬醛及其衍生物一体化项目环境影响报告书已经报批前公示。此外，公司在四川眉山规划建设的一期改性塑料项目已正式投产，二期 6 万吨 PBAT 生物降解聚酯、1 万吨锂电池三元材料等项目已批在建（同时规划预留后期建设项目）。近年来，公司精细化学业务凭借良好的品质和稳定供应，竞争力进一步提升。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。我们预计公司 2021—2023 年归母净利润分别为 174.81/201.19/240.14 亿元（前预测值为 257.64/287.18/322.31 亿元），同比增速 -29.1%/15.1%/19.4%；摊薄 EPS=5.57/6.41/7.65 元（前预测值为 8.21/9.15/10.27 元），当前股价对应 PE=15.5/13.4/11.3x。短期周期波动不改公司长期价值，我们坚定看好公司将筑牢全球化工巨头地位，打造成为全球领先的新材料生产基地，**维持“买入”评级。**

风险提示：需求不及预期；新项目投产进度低于预期；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	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	17574	34216	18785	23525	28019	营业收入	73433	145538	148409	149212	158374
应收款项	6974	10040	11711	12080	12082	营业成本	53766	107317	117525	115736	122223
存货净额	8704	18282	20108	19171	20308	营业税金及附加	676	880	1063	1179	1251
其他流动资产	7275	9753	12104	12317	12201	销售费用	2939	1052	5194	4924	3009
流动资产合计	40526	72291	62708	67093	72610	管理费用	1420	1892	2294	2190	2254
固定资产	79628	94585	106178	111242	110431	财务费用	1076	1479	2132	1919	1878
无形资产及其他	6905	7982	7583	7184	6785	投资收益	179	492	200	220	240
投资性房地产	5380	11521	11521	11521	11521	资产减值及公允价值变动	482	1082	200	200	200
长期股权投资	1314	3930	4030	4130	4230	其他收入	(2392)	(5068)	0	0	0
资产总计	133753	190310	192020	201170	205577	营业利润	11825	29425	20600	23684	28198
短期借款及交易性金融负债	38900	58095	37992	42013	36000	营业外净收支	(93)	(274)	0	0	0
应付款项	17493	20390	33779	30643	29750	利润总额	11732	29151	20600	23684	28198
其他流动负债	11740	19518	19968	19284	19920	所得税费用	1317	4112	2843	3248	3807
流动负债合计	68134	98002	91738	91941	85669	少数股东损益	373	391	276	317	378
长期借款及应付债券	11822	15644	15844	15844	15844	归属于母公司净利润	10041	24649	17481	20119	24014
其他长期负债	2146	4968	4968	4968	4968						
长期负债合计	13968	20612	20812	20812	20812	现金流量表（百万元）					
负债合计	82102	118614	112550	112753	106481	净利润	10041	24649	17481	20119	24014
少数股东权益	2870	3197	3390	3613	3877	资产减值准备	182	587	561	114	22
股东权益	48780	68499	76080	84805	95219	折旧摊销	5231	7225	8445	10421	11388
负债和股东权益总计	133753	190310	192020	201170	205577	公允价值变动损失	(482)	(1082)	(200)	(200)	(200)
						财务费用	1076	1479	2132	1919	1878
关键财务与估值指标						营运资本变动	4285	(7181)	8552	(3350)	(1259)
每股收益	3.20	7.85	5.57	6.41	7.65	其它	(37)	(302)	(368)	108	242
每股红利	1.96	2.13	3.15	3.63	4.33	经营活动现金流	19220	23896	34472	27212	34207
每股净资产	15.54	21.82	24.23	27.01	30.33	资本开支	0	(23469)	(20000)	(15000)	(10000)
ROIC	15%	25%	14%	16%	18%	其它投资现金流	30	0	0	0	0
ROE	21%	36%	23%	24%	25%	投资活动现金流	(566)	(26084)	(20100)	(15100)	(10100)
毛利率	27%	26%	21%	22%	23%	权益性融资	(23)	305	0	0	0
EBIT Margin	20%	24%	15%	17%	19%	负债净变化	5859	3822	200	0	0
EBITDA Margin	27%	29%	21%	24%	26%	支付股利、利息	(6164)	(6674)	(9900)	(11394)	(13599)
收入增长	8%	98%	2%	1%	6%	其它融资现金流	(5014)	24230	(20103)	4021	(6013)
净利润增长率	-1%	145%	-29%	15%	19%	融资活动现金流	(5647)	18831	(29802)	(7372)	(19613)
资产负债率	64%	64%	60%	58%	54%	现金净变动	13007	16643	(15431)	4740	4494
息率	2.3%	2.5%	3.7%	4.2%	5.0%	货币资金的期初余额	4566	17574	34216	18785	23525
P/E	26.9	11.0	15.5	13.4	11.3	货币资金的期末余额	17574	34216	18785	23525	28019
P/B	5.5	3.9	3.6	3.2	2.8	企业自由现金流	0	6121	16248	13801	25764
EV/EBITDA	17.7	9.3	12.4	10.8	9.2	权益自由现金流	0	34173	(5493)	16166	18126

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