

晶澳科技 (002459.SZ)

盈利短期承压，二季度行业景气度有望改善

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 光伏设备

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn 执证编码: S0980520080003
证券分析师: 李恒源 021-60875174 lihengyuan@guosen.com.cn 执证编码: S0980520080009

事项:

2023年下半年至今，产业链价格持续下降，截至2024年3月28日，TOPCon182mm组件报价为0.96元/W，PERC182mm组件报价0.92元/W，较2023年7月报价分别下降了39%/34%。硅料价格方面，当前N型致密料价格为70元/kg，较2023年7月分别下降41%。

国信电新观点:

1) 2023年下半年至今，组件产量及开工率持续下降，根据Infolink统计数据，一线组件厂商开工率从2023年7月的82%降至2024年2月的约45%；2024年2月国内组件产量31GW，环比下降20%，且较2023年7月产量已下降45%。伴随着产业链价格企稳，产业链库存已在逐步消化，展望二季度光伏组件出货传统旺季将至，海外及国内需求有望启动，光伏组件价格或有望企稳。

2) 我们测算得2024Q1一体化组件单瓦毛利区间为-0.05至-0.01元/W，环比下降0.05至0.06元/W。考虑到光伏行业正处在产能出清期，一体化组件的盈利能力持续下降，我们下调公司盈利预测：我们预计2023-2025年归母净利润76.2/36.0/50.6亿元（原预测2023-2025年为89.2/111.9/138.5亿元），同比增速分别为+37.7%/-52.7%/+40.4%，PE估值为7.6/16.1/11.5倍，维持“买入”评级。

评论:

◆ 光伏需求增速放缓，产能过剩致使竞争加剧

根据CPIA数据，2023年全球新增装机390GW，同比增长70%，基于国内外光伏需求景气度，预计2024年全球新增装机480GW，同比+23%，增速趋缓。近年来，市场格局恶化，行业产能CR5从2021年的58%下降到2023年的40%；行业产量CR5从2021年的57%下降到2023年的47%。产能相对过剩将致使行业竞争加剧，2024年一体化企业盈利能力同比或显著下滑，落后产能有望加速出清，市场份额或稳步向头部企业集中，我们预计到2024年行业产能/产量CR5，分别可达48%/50%，同比分别增长8pct/3.2pct。

表1: 组件产能统计表 (GW)

	2021	2022	2023	2024E
全球光伏新增装机 (GW)	169	230	390	480
全球组件需求 (GW)	202.8	276	468	576
YOY (%)	30.0%	36.1%	69.6%	23.1%
前五名厂商产能合计 (GW)	222.7	297	450	531
隆基	65	85	100	110
晶科	45	65	110	130
天合	50	65	95	120
晶澳	40	50	95	110
阿特斯	22.7	32	50	61
其他企业产能 (GW)	158.6	277.2	674.7	574.7
全球合计产能 (GW)	381.3	574.2	1124.7	1105.7
组件行业产能 CR5 (%)	58.4%	51.7%	40.0%	48.0%

资料来源: CPIA、Solarzoom, 国信证券经济研究所整理和测算

表2: 组件产量统计表 (GW)

	2021	2022	2023	2024E
全球光伏新增装机 (GW)	169	230	390	470
全球组件需求 (GW)	202.8	276	468	564
YOY (%)	30.0%	36.1%	69.6%	20.5%
前五名厂商产量合计 (GW)	127.34	193.38	297	410
隆基	39	47	66	90
晶科	24	44	75	100
天合	25	43	70	90
晶澳	25	38	56	80
阿特斯	15	21	31	50
其他企业产量 (GW)	96.3	258.9	441.6	410
全球合计产量 (GW)	223.6	386.3	635.0	820
组件行业产量 CR5 (%)	56.9%	50.1%	46.8%	50.00%

资料来源: CPIA、Solarzoom, 国信证券经济研究所整理和测算

2023年下半年至今, 组件产量及开工率呈下降趋势, 根据 Infolink 统计数据, 一线组件厂商开工率从2023年7月的82%降至2024年2月的约45%; 2024年2月国内组件产量31GW, 环比下降20%, 且较2023年7月产量已下降45%。

图1: 我国组件月度产量及环比增速 (GW, %)

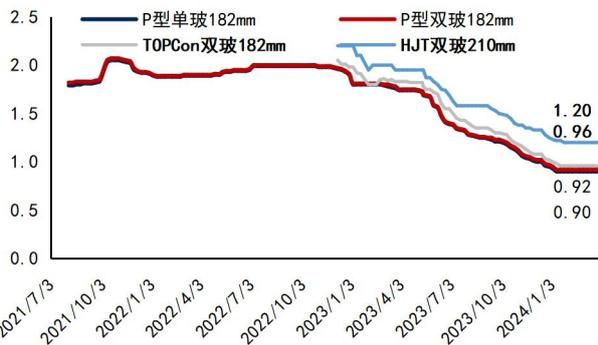

资料来源: PVInfolink、SMM, 国信证券经济研究所整理

图2: 我国组件月度出口量测算及环比增速 (GW, %)


资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

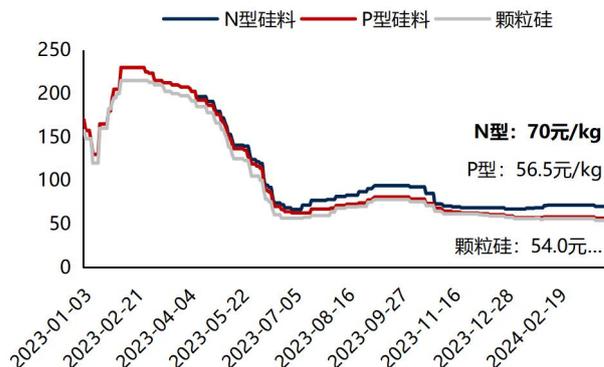
2023年下半年至今, 产业链价格持续下降, 截至2024年3月28日, TOPCon182mm 组件报价为0.96元/W, PERC182mm 组件报价0.92元/W, 较2023年7月报价分别下降了39%/34%。硅料价格方面, 当前N型致密料价格为70元/kg, 较2023年7月分别下降41%。

图3: 组件价格 (元/kg)



资料来源: PVInfolink、SMM, 国信证券经济研究所整理

图4: 硅料价格 (元/W)



资料来源: PVInfolink、SMM, 国信证券经济研究所整理

进入 2024 年, 一体化组件盈利能力下滑明显, 测算得 2024Q1 一体化组件单瓦毛利区间为-0.05 至-0.01 元/W, 环比下降 0.05 至 0.06 元/W: 其中, TOPCon182mm 组件单瓦毛利由盈利 0.05 元/W 下降为亏损 0.01 元/W, 环比下降约 0.06 元/W; PERC182mm 组件单瓦毛利亏损持续扩大, 由毛利盈亏平衡下降至亏损 0.05 元/W, 环比下降约 0.05 元/W。

展望 2024Q2, 伴随着产业链价格企稳, 产业链库存已在逐步消化, 光伏组件出货传统旺季将至, 海外及国内需求有望启动, 光伏组件价格或有望企稳。

表3: 主产业链利润分配 (元/W, M10 尺寸, 高效 TOPCon 路线)

时间	硅料价格	硅料毛利	硅片价格	硅片毛利	电池片价格	电池片毛利	组件价格	组件毛利	一体化组件企业毛利 (不含税, 硅片+电池+组件)
2023/12/28	0.185	0.052	0.301	0.019	0.47	-0.017	1.02	0.051	0.052
2024/1/11	0.185	0.052	0.29	0.009	0.47	-0.009	0.98	0.019	0.02
2024/1/25	0.189	0.056	0.28	0	0.47	0.003	0.96	0.005	0.008
2024/2/8	0.198	0.063	0.28	-0.006	0.47	0.003	0.96	0.005	0.003
2024/2/29	0.198	0.063	0.276	-0.009	0.47	0.006	0.96	0.003	0
2024/3/14	0.198	0.063	0.249	-0.033	0.47	0.025	0.96	0.003	-0.005
2024/3/28	0.193	0.059	0.222	-0.054	0.46	0.035	0.96	0.012	-0.007
2024Q1 涨跌幅度 (%)	4.3%	13.5%	-26.2%	由盈转亏	-2.1%	由亏转盈	-5.9%	-76.5%	由盈转亏

资料来源: SMM、PVInfolink, 国信证券经济研究所整理和测算。毛利数据为成本模型测算结果, 未考虑库存影响等其他因素, 不代表企业真实盈利。表中的价格均为含税价格, 毛利均为不含税毛利。

表4: 主产业链利润分配 (元/W, M10 尺寸, PERC 路线)

时间	硅料价格	硅料毛利	硅片价格	硅片毛利	电池片价格	电池片毛利	组件价格	组件毛利	一体化组件企业毛利 (不含税, 硅片+电池+组件)
2023/12/28	0.166	0.038	0.27	-0.017	0.38	-0.037	0.95	0.054	0
2024/1/11	0.157	0.031	0.267	-0.013	0.38	-0.035	0.9	-0.001	-0.048
2024/1/25	0.157	0.031	0.274	-0.005	0.39	-0.028	0.9	-0.01	-0.042
2024/2/8	0.16	0.034	0.274	-0.007	0.39	-0.028	0.9	-0.01	-0.044
2024/2/29	0.16	0.034	0.274	-0.007	0.39	-0.028	0.9	-0.012	-0.046
2024/3/14	0.16	0.034	0.263	-0.016	0.39	-0.021	0.9	-0.012	-0.049
2024/3/28	0.156	0.03	0.236	-0.037	0.38	-0.008	0.9	-0.003	-0.048
2024Q1 涨跌幅度 (%)	-6.0%	-21.1%	-12.6%	亏损扩大	0.0%	亏损减小	-5.3%	由盈转亏	亏损扩大

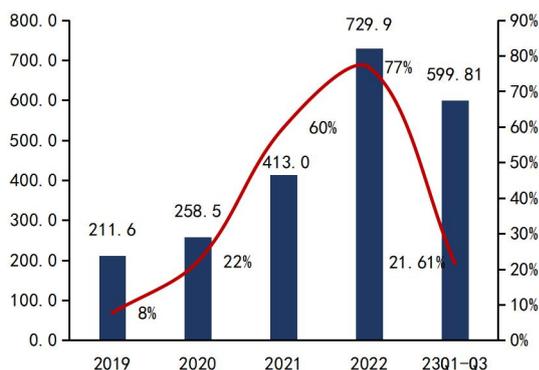
资料来源: SMM、PVInfolink, 国信证券经济研究所整理和测算。毛利数据为成本模型测算结果, 未考虑库存影响等其他因素, 不代表企业真实盈利。表中的价格均为含税价格, 毛利均为不含税毛利。

◆ 2024 年光伏行业竞争加剧，公司盈利或短期承压

近年来，公司光伏组件业务实现高速增长，2023 年前三季度公司实现营业收入 599.81 亿元，同比增长 21.61%，实现归母净利润为 67.65 亿元，同比增长 105.62%。

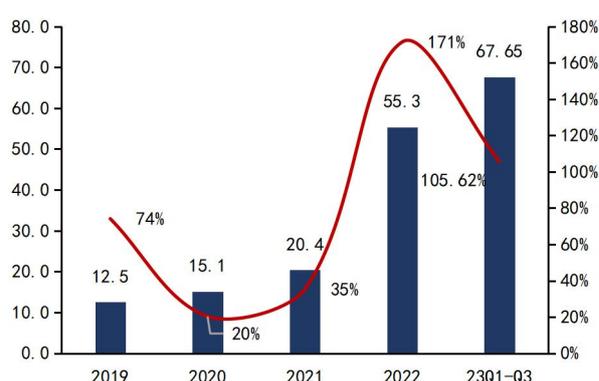
盈利能力方面，近年来公司毛利率/净利率水平持续上升，主要系 2021-2023 年，光伏行业需求持续走高，公司产能利用率持续高位，盈利能力稳步提升，2023Q1-Q3 公司毛利率/净利率分别为 19.9%/11.6%。偿债能力方面，公司整体资产负债率较为稳定，截至 2023Q3 公司资产负债率为 63%。

图5：公司年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

图6：公司年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

图7：公司年度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司年度资产负债率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

基于审慎原则，我们下调组件价格假设，预计 2023-2026 年公司组件平均售价为 1.33/0.95 元/0.91/0.91/W（原假设 2023-2026 年为 1.65/1.53/1.45/1.42 元/W），单位毛利 0.26/0.14/0.13/0.13 元/W（原假设 2023-2026 年为 0.26/0.25/0.26/0.25 元/W）。

考虑组件价格大幅下跌对业绩的影响，当前假设下 2023-2025 年公司组件业务毛利润为 143.8/108.2/134.0 亿元，较原假设减少 19.1/80.1/101.5 亿元；2023-2025 年公司归母净利润 76.2/36.0/50.6 亿元，较原假设减少 13.7/77.4/89.4 亿元。

表5: 公司主营业务假设

	2023E	2024E	2025E	2026E
组件业务				
营业收入 (亿元)	740.3	757.6	911.6	1004.6
营业成本 (亿元)	596.4	649.4	777.6	857.9
毛利润 (亿元)	143.8	108.2	134.0	146.7
毛利率	19.4%	14.3%	14.7%	14.6%
销量 (GW)	56	80	100	110
yoy	44.9%	43.2%	25.8%	10.0%
单瓦价格 (元/W, 不含税)	1.33	0.95	0.91	0.91
单瓦成本 (元/W, 不含税)	1.07	0.82	0.78	0.78
单瓦毛利 (元/W)	0.26	0.14	0.13	0.13
其他业务				
营业收入 (亿元)	32.0	32.0	32.0	32.0
营业成本 (亿元)	23.1	23.1	23.1	23.1
毛利润 (亿元)	9.0	9.0	9.0	9.0
毛利率	28%	28%	28%	28%
合计				
营业收入 (亿元)	772.3	789.7	943.7	1036.7
营业成本 (亿元)	619.5	672.5	800.7	881.0
毛利润 (亿元)	152.8	117.2	143.0	155.6
毛利率	19.8%	14.8%	15.2%	15.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

表6: 公司 2024 年各季度主营业务假设

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
组件业务				
营业收入 (亿元)	143.8	170.3	212.3	231.3
毛利润 (亿元)	21.5	21.4	32.6	32.7
销量 (GW)	14.5	18	22	25
单瓦价格 (元/W, 不含税)	0.99	0.95	0.97	0.93
毛利率 (%)	15.0%	12.6%	15.4%	14.1%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上, 我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下。未来几年期间费率小幅上升, 主要系组件价格大幅下降, 公司收入增速明显放缓, 而公司出货规模仍在快速增长, 各项费用支出或将维持在较高水平。

表7: 公司盈利预测核心假设

	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	5.81%	2.25%	19.50%	9.85%
营业成本/营业收入	80.22%	85.16%	84.85%	84.99%
销售费用/销售收入	1.66%	2.10%	2.10%	2.10%
管理费用/营业收入	2.93%	3.01%	3.01%	3.01%
研发费用/销售收入	1.46%	1.52%	1.52%	1.52%
营业税及附加/营业收入	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%
所得税税率	12.78%	13.00%	13.00%	13.00%
股利分配比率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所预测

综上, 我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 772.3/789.7/943.7 亿元, 同比+5.8%/+2.3%/+19.5%; 实现归母净利润 78.0/42.3/54.9 亿元, 同比+40.9%/-45.7%/+29.7%, 当前股价对应 PE 分别为 7/14/11 倍。

表8: 公司盈利预测及市场重要数据

	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	77,232	78,968	94,367	103,667
(+/-%)	5.81%	2.25%	19.50%	9.85%
净利润(百万元)	7,796	4,234	5,491	6,032
(+/-%)	40.91%	-45.69%	29.70%	9.85%
每股收益(元)	2.35	1.28	1.66	1.82
EBITMargin	0.13	0.08	0.08	0.08
净资产收益率(ROE)	0.25	0.12	0.14	0.12
市盈率(PE)	7.43	13.69	10.55	9.61
EV/EBITDA	7.32	10.53	9.06	8.35
市净率(PB)	1.54	1.46	1.32	1.19

资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所预测

◆ **投资建议:** 因组件价格及单位盈利下降明显, 我们下调公司盈利预测, 维持“买入”评级

考虑到光伏行业正处在产能出清期, 一体化组件的盈利能力持续下降, 我们下调公司盈利预测: 我们预计2023-2025年归母净利润76.2/36.0/50.6亿元(原预测2023-2025年为89.2/111.9/138.5亿元), 同比增速分别为+37.7%/-52.7%/+40.4%, PE估值为7.4/16.1/11.5倍, 维持“买入”评级。

表9: 可比公司估值表(截至2024年3月29日)

公司代码	公司名称	收盘价	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601012.SH	隆基绿能*	19.5	1.96	2.11	2.50	10.0	9.3	7.8
688223.SH	晶科能源*	8.3	0.75	0.82	0.99	10.1	8.3	8.3
688599.SH	天合光能*	23.8	2.55	3.52	4.39	6.8	5.4	5.4
688472.SH	阿特斯*	12.4	0.79	1.26	1.59	9.9	7.8	7.8
300118.SZ	东方日升*	14.7	1.56	2.03	2.53	9.4	7.2	5.8
					均值	9.2	7.6	7.0
002459.SZ	晶澳科技	17.5	2.30	1.09	1.52	7.6	16.1	11.5

资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所预测 注: 标*公司的EPS数据均为Wind盈利一致预测数据

◆ **风险提示**

新能源原材料价格波动的风险、新能源行业竞争加剧风险、全球“双碳”政策变动的风险。

相关研究报告:

- 《晶澳科技(002459.SZ)-组件盈利能力快速提升, 新型电池投产加速》——2023-03-24
- 《晶澳科技(002459.SZ)-组件出货稳步增长, 单瓦盈利大幅提升》——2022-11-01
- 《晶澳科技(002459.SZ)-盈利能力保持稳定, 发行可转债加速产能扩张》——2022-08-30
- 《晶澳科技(002459.SZ)-垂直一体化稳健发展, 组件盈利性行业领先》——2022-06-15

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	13219	12183	15000	8000	10000	营业收入	41302	72989	77232	78968	94367
应收款项	5635	8496	19044	19472	23269	营业成本	35260	62205	61953	67248	80068
存货净额	7957	11909	15276	16582	19743	营业税金及附加	140	242	382	385	460
其他流动资产	2880	2927	3098	3362	4003	销售费用	736	1050	1282	1660	1984
流动资产合计	31629	38156	55056	50279	60423	管理费用	1126	1708	2266	2375	2838
固定资产	18410	24050	39367	41608	41190	研发费用	574	1007	1131	1200	1434
无形资产及其他	1047	1356	1280	1205	1130	财务费用	813	(529)	5	964	833
其他长期资产	5331	8014	3862	3948	4718	投资收益	425	317	(235)	12	(200)
长期股权投资	550	774	774	774	774	资产减值及公允价值变动	(625)	(1144)	(822)	(840)	(540)
资产总计	56967	72349	100339	97815	108235	其他收入	773	1131	740	800	540
短期借款及交易性金融负债	8883	3692	34637	28997	30678	营业利润	2600	6468	9074	4268	6010
应付款项	13635	18573	10184	11055	13162	营业外净收支	(174)	(150)	(83)	0	10
其他流动负债	6361	7344	8515	9267	11036	利润总额	2426	6317	8991	4268	6020
流动负债合计	32651	34997	55653	51688	57706	所得税费用	338	778	1149	555	783
长期借款及应付债券	1264	1777	1777	1777	1777	少数股东损益	50	7	222	111	181
其他长期负债	6335	5411	5483	5512	5772	归属于母公司净利润	2039	5533	7619	3602	5057
长期负债合计	7599	7188	7259	7289	7548	现金流量表 (百万元)					
负债合计	40250	42185	62913	58976	65254	净利润	2039	5533	7619	3602	5057
少数股东权益	223	2659	2868	2964	3130	资产减值准备	(606)	(1109)	(742)	(800)	(500)
股东权益	16494	27505	34559	35874	39851	折旧摊销	1892	2280	2562	3984	4593
负债和股东权益总计	56967	72349	100339	97815	108235	公允价值变动损失	(24)	199	(9)	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	813	(529)	5	964	833
每股收益	0.61	1.67	2.30	1.09	1.52	营运资本变动	3842	(110)	(24364)	(549)	(3805)
每股红利	0.08	0.17	0.69	0.33	0.46	其它	(3393)	1394	1285	1893	1973
每股净资产	5.04	9.09	11.28	11.71	12.96	经营活动现金流	3750	8186	(13648)	8130	7318
ROIC	12%	17%	15%	6%	8%	资本开支	(5421)	(7753)	(17804)	(6150)	(4100)
ROE	13%	25%	25%	10%	13%	其它投资现金流	1411	538	3908	(75)	(970)
毛利率	15%	15%	20%	15%	15%	投资活动现金流	(4010)	(7215)	(13896)	(6225)	(5070)
EBIT Margin	8%	9%	13%	8%	8%	权益性融资	119	5729	0	0	0
EBITDA Margin	13%	12%	17%	13%	13%	负债净变化	3225	(7471)	30945	(5640)	1680
收入增长	60%	77%	6%	2%	20%	支付股利、利息	(361)	(264)	(579)	(2301)	(1095)
净利润增长率	35%	171%	38%	-53%	40%	其它融资现金流	2739	(7983)	30945	(5640)	1680
资产负债率	71%	58%	63%	60%	60%	融资活动现金流	2171	(1476)	30361	(8905)	(248)
息率	0.4%	1.0%	3.9%	1.9%	2.6%	现金净变动	1911	(505)	2817	(7000)	2000
P/E	28.4	10.5	7.6	16.1	11.5	货币资金的期初余额	9493	13219	12183	15000	8000
P/B	3.5	1.9	1.5	1.5	1.3	货币资金的期末余额	13219	12183	15000	8000	10000
EV/EBITDA	18.3	11.1	9.5	11.6	10.1	企业自由现金流	3297	361	(30694)	2592	3285
						权益自由现金流	5822	(6645)	247	(3887)	4241

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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