

证券研究报告—动态报告

社会服务

酒店

锦江酒店(600754)

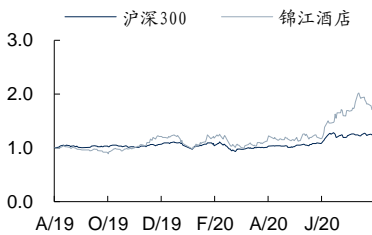
买入

2020年中报点评

(维持评级)

2020年08月30日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	958/958
总市值/流通(百万元)	39,793/33,312
上证综指/深圳成指	3,404/13,851
12个月最高/最低(元)	50.01/21.20

相关研究报告:

《锦江酒店-600754-2020年一季报点评:疫情下积极应对,中线有望加速集中与整合》——2020-04-30
 《锦江酒店-600754-2019年年报点评:业绩符合预期,龙头有望化危为机加速成长》——2020-03-29
 《锦江酒店-600754-2019年三季报点评:Q3主业增势总体良好,收购整合有望提速》——2019-10-31
 《锦江酒店-600754-2019年中报点评:Q2主业增势良好,中线关注激励优化和整合效应显现》——2019-09-02
 《锦江股份-600754-2019年一季报点评:Q1基本符合预期,国企改革下中线整合优化空间广阔》——2019-04-30

证券分析师:曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师:钟潇

电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

证券分析师:姜甜

电话: 0755-81981367
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

Q2国内外酒店分化,中线关注龙头集中与整合潜力

● 中报业绩下滑43%, Q2 卢浮承压较大

2020H1, 公司实现营收 40.90 亿元/-42.74%, 归母业绩 2.85 亿元/-49.75% (扣非亏 3.78 亿), EPS0.30 元。Q2 国内酒店环比有所复苏, 但海外卢浮亏损较大, 拖累主业收入和业绩增长。

● Q2 国内酒店环比复苏改善, 整合加速, 但海外卢浮拖累较大

20Q2, 境内酒店 RevPAR-34.48%, 较 Q1 (-52.75%) 略复苏。上半年, 境内酒店 RevPAR-42.75%, 同店 RevPAR-31.58%。而 Q2 境外酒店 RevPAR-76.82%, 较 Q1-14.54%拖累显著。上半年新开业/净增酒店 651/305 家, 其中直营-42/加盟+353 家, 经济型-47 家/中高端+352 家, 中端&加盟持续优化。截至 20H1, 公司开业酒店 8819 家, 居国内酒店第一。上半年, 公司酒店分部营收 39.85 亿元/-43.28%, 业绩 2.44 亿元/-50.27%, 疫情、资产处置补贴等综合影响; 餐饮收入 -10.51%, 盈利持平。20H1, 受会计准则调整以及疫情影响, 毛利率 -75.20pct, 期间费用率-46.57pct, 但从酒店分部来看, 销售费率从 6.1% 降至 5.0%, 一般行政管理费率从 13.4%降至 12.7%, 有所优化。

● 短期跟踪国内外酒店复苏, 中线关注激励优化和整合效应显现

Q3 国内酒店环比趋于复苏, 但境外卢浮情况仍待跟踪。疫情下公司积极应对, 积极加盟展店及成本费用管控, 全年开店目标不变。大股东支持下, 公司积极聚焦轻资产酒店管理, 短期可部分物业处置平滑业绩, 中线可酒店管理专业强化谋发展。综合来看, 作为国内酒店规模 NO.1, 公司中端布局领先, 疫情下有望受益行业龙头加速集中, 且伴随国企激励机制持续改善, 后续酒店平台整合潜力仍有望持续释放。

● 风险提示

商誉减值风险, 收购整合或国企改革或低于预期, 宏观系统性风险等。

● 加盟扩张支撑业绩, 中线激励优化和整合效应较大, 维持“买入”

考虑卢浮压力, 调整 20-22 年 EPS0.50/1.34/1.61 元 (此前 0.85/1.32/1.55 元, 今年明显下调, 但 21-22 年考虑整合效应略微上调), 对应 A 股估值 84/31/26 倍。短期建议关注复苏情况, 中线公司作为国内酒店龙头, 一看加速行业集中, 二看整合效应有望显现, 维持中线“买入”。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,697	15,099	9,588	15,897	16,808
(+/-%)	8.2%	2.7%	-36.5%	65.8%	5.7%
净利润(百万元)	1,082	1,092	476	1,279	1,543
(+/-%)	22.8%	0.9%	-56.4%	168.8%	20.6%
摊薄每股收益(元)	1.13	1.14	0.50	1.34	1.61
EBIT Margin	9.5%	10.9%	2.6%	11.2%	12.2%
净资产收益率(ROE)	8.6%	8.2%	3.5%	9.2%	10.6%
市盈率(PE)	36.8	36.4	83.6	31.1	25.8
EV/EBITDA	29.2	26.0	58.3	28.0	25.2
市净率(PB)	3.15	3.00	2.96	2.85	2.73

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

中报业绩下滑 43%，Q2 卢浮承压较大

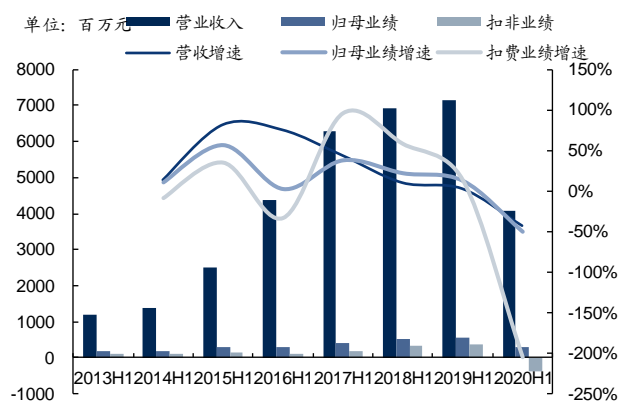
2020H1，公司实现营收 40.90 亿元，同比下滑 42.74%，实现归母业绩 2.85 亿元，同比下滑 49.75%（扣非后业绩亏损 3.78 亿/-205.68%），EPS0.30 元，卢浮拖累影响较大。

2020Q1，公司实现营收 21.89 亿元/-34.41%；归母业绩 1.71 亿元/-42.26%，扣非业绩亏损 9363 万元/-232%。Q2，公司收入 19.00 亿元/-50.05%，业绩 1.15 亿元/-57.87%，扣非业绩亏损 2.85 亿元/-199.15%，较 Q1 进一步承压，主要是由于海外卢浮酒店 Q2 单季亏损约 2 亿元+，营收和业绩拖累显著。

在加速轻资产战略背景下，公司今年上半年出售部分自持酒店物业，确认资产增值带来的税前投资收益约 6 亿元。同时，疫情期间停业酒店折摊租金损失 1.72 亿元，而公司上半年因同程艺龙股价波动，带来交易性金融资产的公允价值变动损失 0.19 亿元（Q1 拖累 2 亿元+，Q2 股价回升对冲中报基本打平）。综合来看，上述非经常性损益合计 6.64 亿元，对公司 Q1 业绩影响较大。

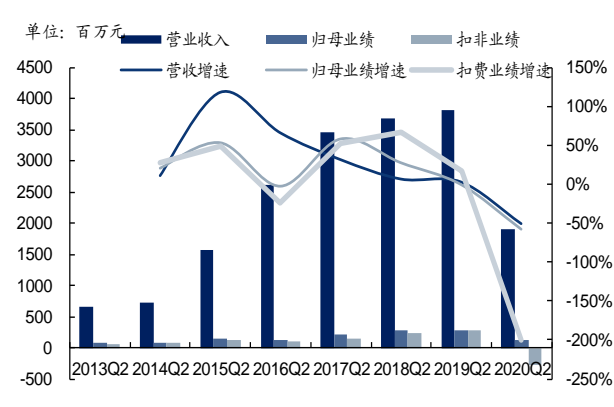
此外，公司 Q2 现金流基本打平，主要来自国内酒店环比复苏推动。

图 1：公司 2020H1 营收及业绩增长情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 2020Q2 收入和业绩增长情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

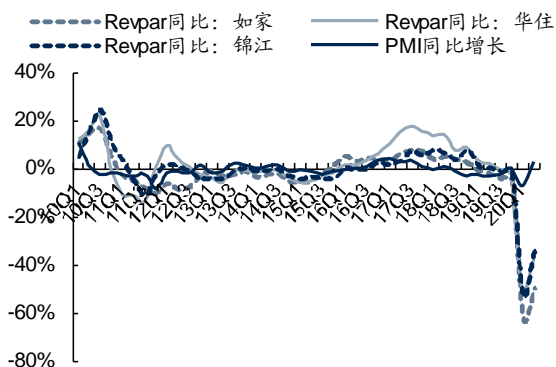
Q2 国内酒店环比复苏改善，整合加速，但海外卢浮拖累较大

2020Q2，境内酒店整体 RevPAR 104.86 元/-34.48%（OCC-17.98pct/ADR -14.19pct），较 20Q1 RevPAR（-52.75%）环比改善，其中经济型/中高端酒店 RevPAR 各降 33.64/44.86%。2020H1，境内酒店整体 RevPAR 同比下滑 42.75%（OCC-26.85pct/ADR-9.69%），其中经济型/中高端酒店 RevPAR 各降 50.91/42.09%，二者均承压。

2020H1，境内酒店同店 RevPAR 同比下滑 31.58%（OCC-23.01pct/ADR -1.14%），其中经济型同店 RevPAR 下滑 37.96%（OCC-24.79pct/ADR-5.09pct），中高端同店 RevPAR-82.89%（OCC-24.01pct/ADR-32.51%），均承压显著。对比 2020Q1 境内酒店同店 RevPAR 下滑 48.30%（中高端/经济型同店 RevPAR 降 50.05%/45.69%），整体环比有所改善，主要由于经济型房价调整幅度有限。

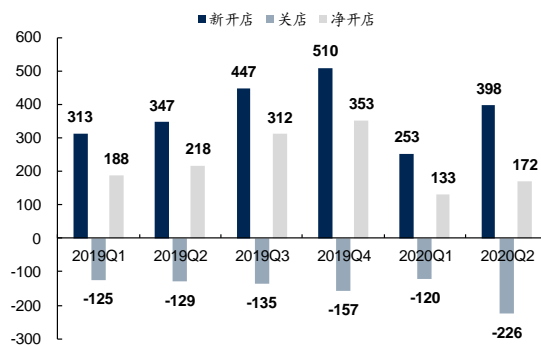
2020Q2，境外酒店整体 RevPAR 同比下滑 76.82%（OCC-50.77pct/ADR -9.53%），增速较 Q1-14.54%有较大变化，主要受境外疫情影响。2020H1，境外酒店整体 RevPAR 同比下滑 46.93%（OCC-28.75pct/ADR-3.13%），其中经济型/中高端酒店 RevPAR 各下滑 51.02/36.73pct。

图 3: 酒店龙头季度 RevPAR 增长趋势



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 锦江季度开店情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

展店方面, 2020H1 公司合计新开店 651 家, 关店 346 家, 净增 305 家(直营/加盟各为-42/353 家, 经济型/中高端各为-47/352 家), 展店迅猛。2020Q2 新开店 398 家, 关店 226 家, 净开店 172 家, 其中直营酒店减少 25 家, 加盟酒店增加 197 家, 加盟继续主导扩张; 经济型酒店减少 55 家, 中端酒店增加 227 家, 公司继续着力于布局中端市场。

截至 2020H1, 公司已开业酒店合计达到 8819 家(加盟占比 89.26%), 酒店客房总数达到 868,930 间(加盟占比 87.73%), 稳居国内酒店龙头 NO.1。已开业酒店中, 中高端酒店、客房占比分别达 43.90%、52.75%, 中高端持续提升。上半年公司已签约酒店合计为 13,722 家, 客房总数达到 1,369,578 间, 为后续展店扩张保驾护航。

表 1: 截止 2020H1, 公司开业酒店情况

	开业酒店家数		开业客房间数	
	酒店家数	占比 (%)	客房间数	占比 (%)
中端酒店	3,915	44.39	458,393	52.75
经济型酒店	4,904	55.61	410,537	47.25
全部酒店	8,819	100.00	868,930	100.00
其中: 直营店	947	10.74	106,608	12.27
加盟店	7,872	89.26	762,322	87.73

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

综合来看, 2020H1, 公司有限服务型酒店业务实现合并营业收入 39.85 亿元/-43.28%; 实现归母业绩 2.44 亿元/-50.27%, 主要系海内外疫情、资产处置、补贴等综合影响。

其中, 境内酒店上半年收入 30.75 亿/-39.28%, 实现归属于母公司所有者的净利润 5.33 亿元/-22.98%, 主要来自处置自持物业以及补助等贡献, 剔除其影响预计摊销前国内酒店亏损约几千万元(不含停业酒店折摊租金 1.72 亿元)。上半年合并营业收入中的前期服务费收入 28,644 万元, 比上年同期下降 24.68%; 持续加盟费收入 95,463 万元, 比上年同期下降 20.97%。从季度变化来看, 2020Q2, 境内酒店收入 16.32 亿元/-38.65%, 略好于 Q1(同比下滑 39.98%, Q1 尚有接近 1 月正常运营, 且集团买断征用酒店服务)。

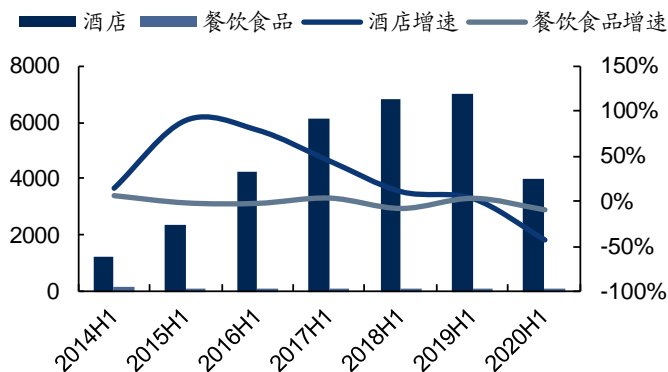
分子公司来看, 2020H1, 铂涛实现营收 10.41 亿/-49.82%, 归母业绩 0.25 亿/-91.52%, 主要系疫情影响及去年同期同程艺龙股价提升带来非经盈利; 维也纳营收 11.12 亿/-24.28%, 归母业绩 0.12 亿/-91.35%, 疫情影响承压; 原锦江系预计收入和经营主业业绩也大幅下滑, 但因处置资产收益, 表现盈利良好。

2020H1, 中国大陆境外实现营业收入 91,036 万元, 比上年同期下降 53.59%,

考虑摊销影响后亏损 2.89 亿元 RMB (去年系盈利 0.57 亿元), 其中 Q1 收入下滑 20.94%, Q2 收入下滑 79.97%, 估算 Q2 亏损接近 2 亿 RMB(考虑摊销等), 拖累显著。

2020H1, 食品及餐饮业务实现营收 1.04 亿元, 同比下滑 10.51%; 实现业绩 1.40 亿元, 与去年同期基本持平, 主要系苏锡杭 KFC 上年股利贡献及上海 KFC 的相对较快恢复。

图 5: 公司分业务收入增长情况

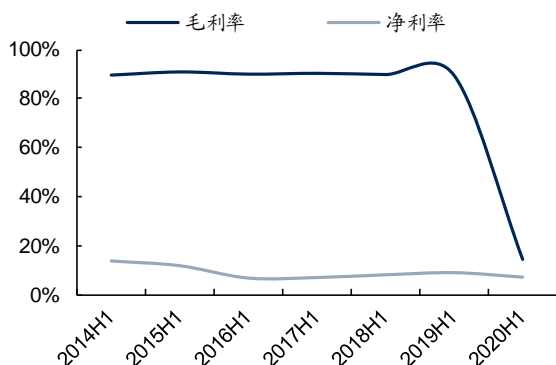


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

2020H1, 受会计准则调整以及疫情影响, 公司毛利率为 14.34%, 下滑 75.20pct, 期间费用率 34.99%, 同比下降 46.57pct, 其中销售/管理/财务费率各降 45.53/2.28/0.05pct, 研发费率增 0.05pct。

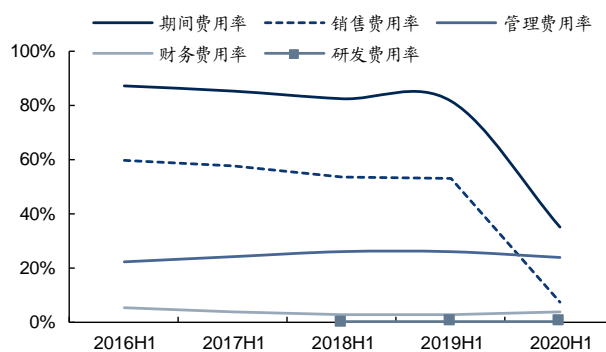
从公司有限服务酒店分部报告来看, 上半年租金下滑 8%, 折摊下滑 3%, 能耗下滑 20%, 自营酒店人工降 16%, 加盟店人工增 11% (加盟店扩张), 刚性成本压力是导致公司收入承压下, 业绩拖累的主要因素。不过, 公司上半年销售费率从 6.1% 降至 5.0%, 一般行政管理费率从 13.4% 降至 12.7%, 此外加盟店其他成本率从 17.4% 降至 12.8%。总体来看, 尽管疫情影响, 公司酒店总部部分费用还是在积极优化。

图 6: 公司毛利率和净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 公司期间费用率变化趋势



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

短期跟踪国内外酒店环比复苏情况, 中线关注激励优化和整合效应显现

今年以来, 由于国内外疫情爆发, 公司国内外酒店业务均承压。但客观而言, 公司依托大股东的支持, 新加盟展店支撑及积极成本费用管控, 在一定程度上

减轻了主业压力，体现了公司疫情下全面应对的积极态度。

目前来看，结合 STR 等行业数据跟踪，Q3 以来，国内酒店 RevPAR 处于环比复苏过程中，预计公司境内酒店经营有望较 Q2 进一步复苏，但海外疫情仍有持续反复，卢浮经营情况后续仍待跟踪。

与此同时，从开店来看，即使疫情影响，公司上半年新开店 651 家，也与去年同期 660 家基本相当，预计全年新开业/净增各 1600 家/1000 家目标不变，考虑下疫情下行业洗牌加剧，公司积极开店有助于其进一步提升市场份额。此外，公司轻资产战略正不断强化，在大股东支持下，其存量物业也不排除陆续转让再售后回租，短期既可以实现物业升值平滑业绩波动，也可以助力其酒店主业发展。

中线来看，公司在国内酒店客房规模中排名第一，中端布局较领先，行业竞争格局相对确定下龙头优势突出。本次疫情下导致单体酒店或中小酒店均承压，而公司依托规模优势、上海国资背景以及大股东各类资金资源支持（如推出对加盟商各类贷款等），中线有望加速行业集中。同时，公司此前受制于国企机制，伴随激励机制改善和优化以及内部各酒店板块整合潜力较大。2019 年公司酒店平台行政管理费用优化部分印证。随着国企改革的持续推进和收购整合的全面深化，公司内部经营改善具有较大提升空间。并且，在大股东锦江集团支持下（预计后续逐步聚焦资产资金平台），上市公司未来有望更加聚焦轻资产酒店管理主业，短期可处置部分酒店业务平滑业绩，中线可强化酒店专业化管理全面谋发展，力争国内外规模盈利持续争先。

投资建议：龙头规模领先，激励整合潜力可期，维持“买入”评级

考虑海外疫情持续下卢浮的经营压力，调整公司 20-22 年 EPS0.50/1.34/1.61 元（此前为 0.85/1.32/1.55 元，20 年考虑卢浮拖累明显下调，但 21-22 年考虑整合效应略微上调），对应 A 股估值 84/31/26 倍（其中酒店主业扣除 PPA 摊销后 EPS0.43/1.29/1.50 元，对应 PE119/32/28 倍）。公司今年盈利受处置资产非经扰动以及国内外疫情影响较大，但中线来看，公司作为国内酒店规模第一的龙头，有望受益行业承压下龙头加速集中，国企改革持续深化下，公司管理提升和收购整合潜力较大，维持中线“买入”。

风险提示

宏观系统性风险；国内外大规模传染疫情等风险；收购标的经营业绩波动大；收购整合或国企改革进度可能低于预期；商誉减值风险；弘毅减持风险等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 20-8-28	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国中免	买入	220.30	2.37	2.39	4.35	92.92	92.16	50.64	26.49
002607	中公教育	买入	36.32	0.29	0.38	0.51	124.13	96.24	71.85	75.83
300144	宋城演艺	买入	18.18	0.51	0.18	0.59	35.48	103.56	30.63	5.61
300010	豆神教育	买入	19.62	0.04	-0.04	0.41	504.81	-490.50	47.85	5.16
600754	锦江酒店	买入	41.54	1.14	0.50	1.34	36.42	83.59	31.10	3.15
600258	首旅酒店	买入	18.48	0.90	-0.46	0.88	20.63	-40.11	21.00	2.24
300662	科锐国际	增持	66.67	0.84	1.00	1.27	79.83	66.43	52.48	16.69
603043	广州酒家	买入	42.60	0.95	0.90	1.36	44.80	47.30	31.43	8.83
000796	凯撒旅业	买入	14.39	0.16	-0.10	0.18	91.96	-150.37	79.99	5.21
002707	众信旅游	增持	9.20	0.08	-0.10	0.21	117.88	-89.85	43.40	3.94
603136	天目湖	增持	30.41	1.07	0.59	1.22	28.42	51.68	25.00	4.27
600138	中青旅	买入	12.35	0.78	0.20	0.88	15.73	60.72	14.03	1.46
002621	美吉姆	增持	7.09	0.20	-0.18	0.23	35.45	-39.39	30.83	4.87
000888	峨眉山 A	增持	6.28	0.43	-0.20	0.40	14.63	-30.76	15.67	1.40
600054	黄山旅游	增持	9.09	0.47	-0.10	0.44	19.49	-89.78	20.61	1.62
002159	三特索道	买入	13.00	0.08	-0.12	0.39	162.50	-108.33	33.09	1.88
000978	桂林旅游	增持	5.23	0.15	-0.26	0.19	34.23	-20.01	27.82	1.20
002033	丽江股份	增持	6.85	0.37	0.08	0.37	18.50	86.36	18.53	1.55

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	5920	14104	20620	22308	营业收入	15099	9588	15897	16808
应收款项	1639	1040	1704	1801	营业成本	1527	6686	10015	10529
存货净额	94	519	853	814	营业税金及附加	164	105	175	185
其他流动资产	592	384	636	336	销售费用	7689	504	874	891
流动资产合计	8496	16246	24013	25459	管理费用	4077	2038	3058	3148
固定资产	6936	7055	7350	7388	财务费用	339	214	56	(39)
无形资产及其他	7261	6972	6682	6393	投资收益	242	789	200	230
投资性房地产	15679	15679	15679	15679	资产减值及公允价值变动	150	6	50	50
长期股权投资	502	502	502	502	其他收入	68	0	0	0
资产总计	38874	46454	54226	55421	营业利润	1763	834	1969	2375
短期借款及交易性金融负债	1234	1200	1200	1200	营业外净收支	(4)	10	0	0
应付款项	2007	11210	17321	18176	利润总额	1759	844	1969	2375
其他流动负债	4373	2884	4512	4709	所得税费用	480	279	480	579
流动负债合计	7614	15294	23033	24086	少数股东损益	187	90	209	252
长期借款及应付债券	14116	13816	13316	12816	归属于母公司净利润	1092	476	1279	1543
其他长期负债	2788	2788	2788	2788					
长期负债合计	16905	16605	16105	15605	现金流量表 (百万元)				
负债合计	24518	31898	39137	39690	净利润	1092	476	1279	1543
少数股东权益	1101	1110	1131	1156	资产减值准备	(26)	2	1	0
股东权益	13255	13446	13957	14575	折旧摊销	834	975	1044	1102
负债和股东权益总计	38874	46454	54226	55421	公允价值变动损失	(150)	(6)	(50)	(50)
					财务费用	339	214	56	(39)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(364)	8098	6490	1294
	2019	2020E	2021E	2022E	其它	36	7	20	25
每股收益	1.14	0.50	1.34	1.61	经营活动现金流	1422	9553	8785	3915
每股红利	1.08	0.30	0.80	0.97	资本开支	(483)	(801)	(1001)	(801)
每股净资产	13.84	14.04	14.57	15.21	其它投资现金流	11	52	0	0
ROIC	5%	1%	9%	14%	投资活动现金流	(570)	(749)	(1001)	(801)
ROE	8%	4%	9%	11%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	90%	30%	37%	37%	负债净变化	(1391)	(300)	(500)	(500)
EBIT Margin	11%	3%	11%	12%	支付股利、利息	(1033)	(286)	(768)	(926)
EBITDA Margin	16%	13%	18%	19%	其它融资现金流	2562	(34)	0	0
收入增长	3%	-37%	66%	6%	融资活动现金流	(2287)	(619)	(1268)	(1426)
净利润增长率	1%	-56%	169%	21%	现金净变动	(1435)	8184	6516	1688
资产负债率	66%	71%	74%	74%	货币资金的期初余额	7355	5920	14104	20620
息率	2.6%	0.7%	1.9%	2.3%	货币资金的期末余额	5920	14104	20620	22308
P/E	36.4	83.6	31.1	25.8	企业自由现金流	1181	8443	7875	3150
P/B	3.0	3.0	2.9	2.7	权益自由现金流	2351	7965	7333	2679
EV/EBITDA	26.0	58.3	28.0	25.2					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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