

运达股份 (300772.SZ)

销量订单双创新高，加速海风与电站布局未来可期

买入

核心观点

2021 年业绩符合预期，盈利能力大幅改善。2021 年全年营收 160.41 亿元 (+39.8%)，归母净利润 4.90 亿元 (+183.3%)，扣非归母净利润 4.80 亿元 (+251.5%)。其中四季度单季营收 72.65 亿元 (+60.5%)，归母净利润 2.33 亿元 (+118.1%)，扣非归母净利润 2.29 亿元 (+152.4%)，收入和归母净利润逐季提高。全年信用和资产减值计提影响净利润 2.09 亿元。全年风机销售毛利率达到 16.5% (+8.2pct.)，风机单 W 净利估计从 2020 年的负 0.009 元提升至 0.08 元。

销量与订单量双创新高，大机型订单过半。2021 年公司实现风机销量 5.5GW (+50.6%)，3MW 及以上出货占比高达 67.9%，2018-2021 年销量 CAGR 为 76%。2021 年新增订单 12.8GW，根据伍德麦肯兹统计排名行业第一；2021 年底在手订单 12.9GW，其中 4MW 及以上容量订单占比 54%，陆风 7MW 以上机型已经参与投标，大型化布局行业领先。

积极布局海上风电，电站业务有望持续带来业绩弹性。2021 年公司获得海上风机海外订单，完成 7MW 和 9MW 海上风机设计认证，2022 年有望形成国内市场突破，充分发挥浙江海风市场区位优势。截至 2021 年底公司控股风电场 306MW，参股 600MW 以上，2021 年实现发电利润约 0.6-0.7 亿元；全年获取列入省级能源部门规划资源 1.66GW，电站业务开启快速扩张通道，将为公司业绩带来持续动力。

风险提示：风机行业短期价格竞争加剧；公司海上风电订单获取进度低于预期；电站开发建设进度和盈利能力低于预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

公司在风机产品领域的深厚技术积淀，行业领先的产品质量和服务水平和持续扩张的电站运营规模打开公司长期市值空间，基于公司在手订单和业务开拓情况，我们上调原有盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 7.03/7.71/10.92 亿元（原预测 2022/2023 年为 5.67/7.24 亿元），同比增速分别为 43.5%/9.7%/41.7%，摊薄 EPS 分别为 2.07/2.27/3.22 元，当前股价对应 PE 分别为 17.6/16.0/11.3 倍，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)	11,478	16,041	18,333	15,528	20,055
(+/-%)	129.1%	39.8%	14.3%	-15.3%	29.2%
净利润(百万元)	173	490	703	771	1092
(+/-%)	62.3%	183.1%	43.5%	9.7%	41.7%
每股收益(元)	0.59	1.44	2.07	2.27	3.22
EBIT Margin	-0.3%	3.9%	5.0%	6.8%	7.3%
净资产收益率 (ROE)	9.4%	17.6%	20.1%	18.7%	21.5%
市盈率 (PE)	62.0	25.2	17.6	16.0	11.3
EV/EBITDA	625.4	46.9	29.6	24.7	20.4
市净率 (PB)	5.82	4.44	3.54	3.00	2.44

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

电力设备·风电设备

证券分析师：王蔚祺

联系人：王晓声

010-88005313

010-88005231

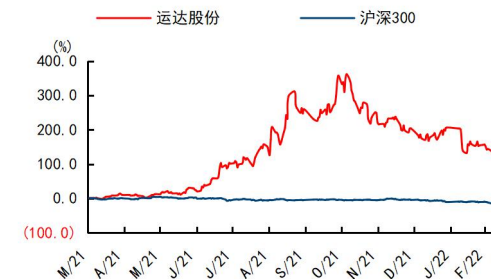
wangweiqi2@guosen.com.cn wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980520080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	36.48 元
总市值/流通市值	12367/7004 百万元
52 周最高价/最低价	70.76/14.04 元
近 3 个月日均成交额	387.98 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

《运达股份-300772-2021 年半年报点评：毛利率显著提升，新增订单强劲》——2021-08-29

《运达股份-300772-2020 年年报及 2021 年一季报点评：风机黑马突围，毛利率大幅提升》——2021-04-24

《运达股份-300772-重大事件快评：限制性股票激励，十四五市占率增长可期》——2020-12-16

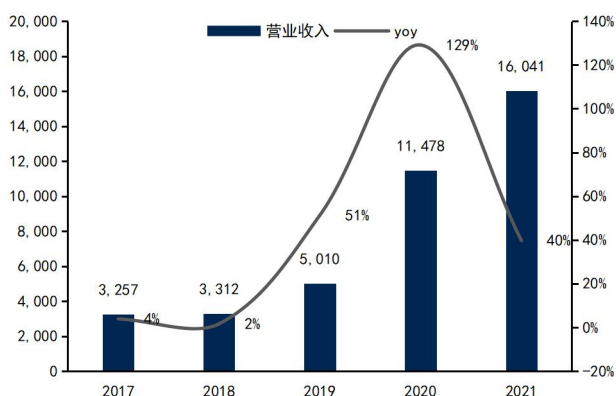
《运达股份-300772-2020 年三季度报告点评：毛利率触底反弹，Q4 展望业绩环比翻倍》——2020-10-28

《运达股份-300772-2019 年业绩点评：疫情递延 2020 年出货量，蓄力平价成功覆盖大机型市场》——2020-03-23

利润同比大幅增长，四季度迎来业绩爆发。公司 2021 年实现营收 160.41 亿元（+39.75%），实现归母净利润 4.90 亿元（+183.31%），扣非归母净利润 4.80 亿元（+251.50%），全年加权平均 ROE 达到 22.35%（+11.38pct.）；此前业绩预告区间为实现归母净利润 4.3-5.5 亿元，扣非归母净利润 4.18-5.40 亿元，最终业绩处于预告中位附近。其中四季度单季实现营收 72.65 亿元（同比+60.53%，环比+92.8%），实现归母净利润 2.33 亿元（同比+118.06%，环比+79.2%），扣非归母净利润 2.29 亿元（同比+152.41%，环比+78.9%）。2021 年全年公司业绩保持较快增长，收入和归母净利润逐季度提升，其中四季度收入和利润均迎来爆发式增长。

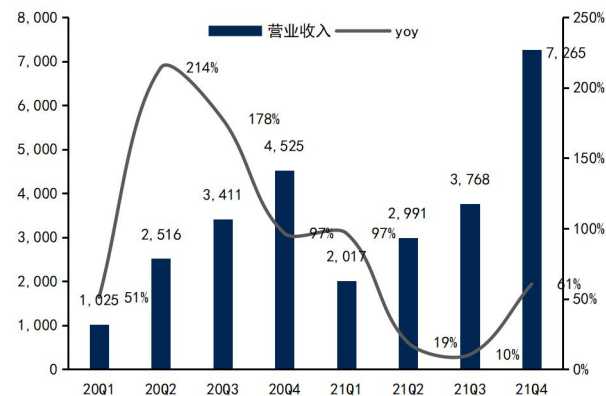
全年减值准备影响利润 2.09 亿元，后续有望部分回冲。公司 2021 年计提信用减值准备 1.94 亿元，主要为坏账准备；计提资产减值准备 0.52 亿元，主要为小兆瓦机型的存货跌价准备，合计影响全年净利润 2.09 亿元；其中由于中机国能谏城发电项目欠款，公司四季度计提应收账款减值 1.47 亿元。上述信用减值在公司销售容量大幅增长的情况下符合行业特征，预计后续有望回冲。

图1：运达股份营业收入及增速（单位：百万元、%）



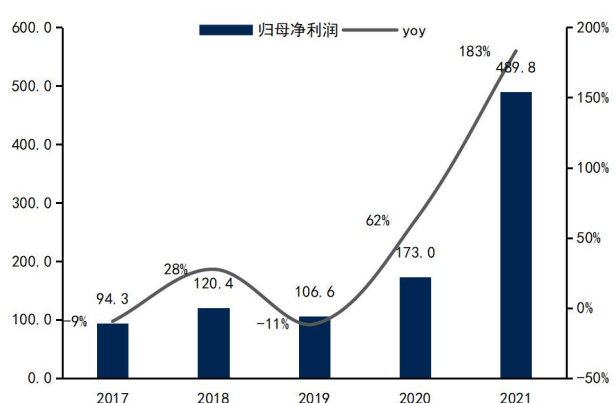
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：运达股份单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



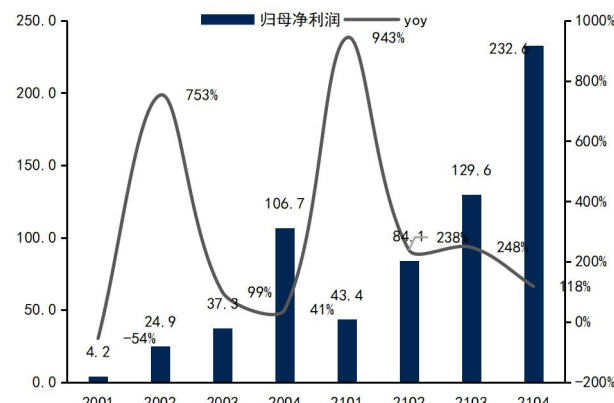
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：运达股份归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：运达股份单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）

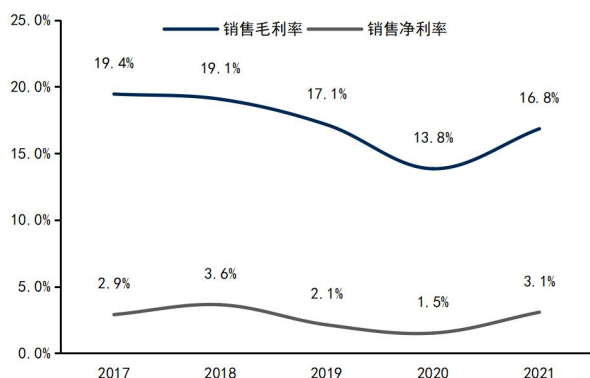


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率同比大幅改善，规模效应助力费用率稳步下降。2021 年公司销售毛利率为 16.84%（+3pct.），销售净利率为 3.07（+1.56pct.）；四季度单季销售毛利率为 19.64%（+4.27pct.），销售净利率为 3.25（+0.89pct.），公司盈利能力持

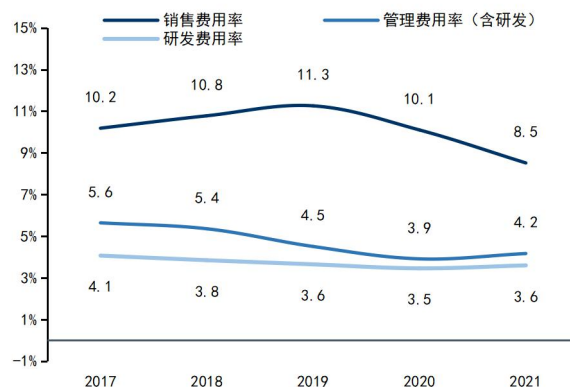
续改善。公司自 2021 年第三季度将风机销售相关运费从销售费用转入营业成本，同口径下对比 2018–2021 年公司风机销售业务毛利率，2021 年风机毛利率（成本含运费）达到 16.5%（+8.2pct.），风机毛利率（成本不含运费）达到 20.5%（+6.9pct.）。随着公司销售规模的扩大和运费计入成本的影响，公司全年销售费用率为 8.5%，由于公司 2021 年交付分散式风电和出口产品较多，销售费用中计提的售后运维费达到 8.72 亿元（2020 年为 2.77 亿元），占营业收入的比例达到 5.4%（+3pct.），预计随着分散式风电抢装的结束 2022 年售后运维费占比将有所下降。

图5：运达股份销售毛利率、销售净利率变化情况（单位：%）



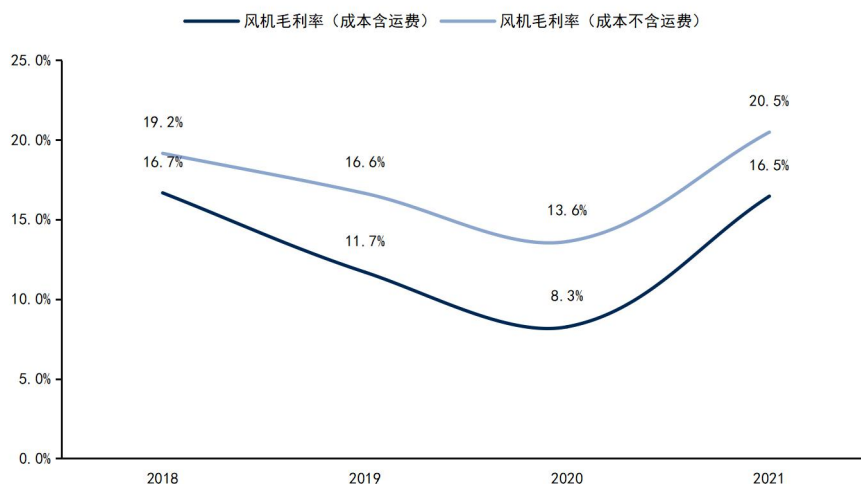
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：运达股份三项费用率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：运达股份风机产品销售毛利率变化情况（单位：%）

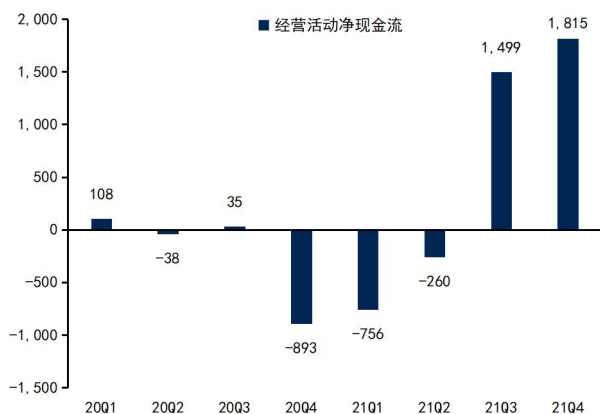


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，2018–2020 年运费指销售费用中的运输装卸费科目，2021 年运费指营业成本中的运输费用科目

经营性现金流大幅增长，应收及存货周转率保持稳定。2021 年公司经营活动净现金流为 22.98 亿元（2020 年为-7.88 亿元），其中四季度单季为 18.15 亿元，公司销售规模的大幅增长促使年底回款规模相应大幅增长。截止 2021 年底公司货币资金余额达到 48.36 亿元（+38.2%），存货达到 61.63 亿元（+64.5%），合同负债达到 33.27 亿元（+36.9%），均创历史新高。公司投资活动净现金流为-11.37 亿元（2020 年为-6.31 亿元），主要系 2021 年在建风电场投入增加所致。2021

年公司经营效率保持稳健，存货周转天数和应收账款周转天数逐季度下降，符合行业特征。

图8：运达股份经营性现金流情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

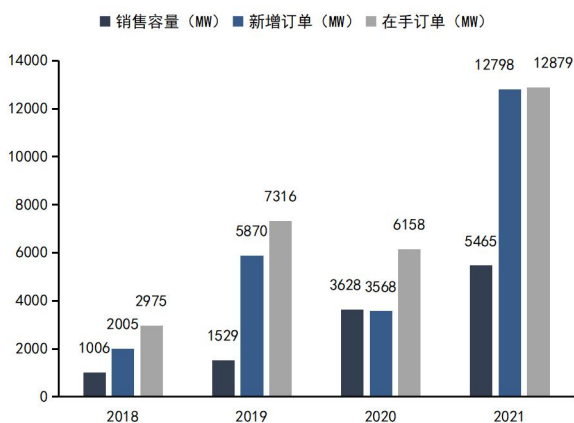
图9：运达股份主要流动资产周转情况（单位：天）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

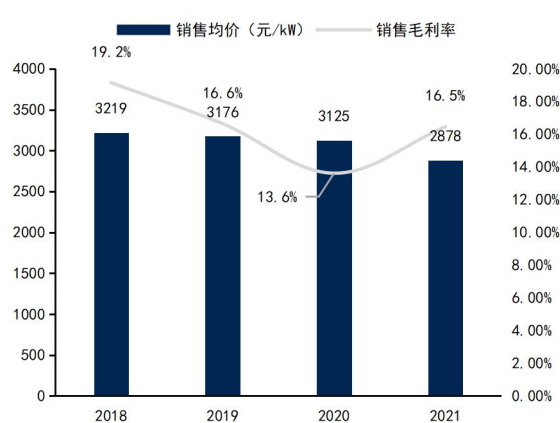
风机销售容量增长 50.6%，单 W 净利润约 0.077 元。公司全年实现风机销售收入 157.26 亿元，实现销售容量 5.5GW (+50.62%)，2018-2021 年销售容量年化增速高达 76%；预计 2021 年公司分季度风机销售容量分别为 0.63GW、0.94GW、1.23GW 和 2.66GW。公司全年销售机组平均容量 3.06MW，平均售价为 2878 元/kW，预计分季度售价分别为 3201、3182、3063 和 2613 元/kW，在机组大型化的浪潮下公司销售价格走势符合行业整体趋势。按照全年公司归母扣非净利润估计，公司风机销售单 W 净利润从 2020 年的负 0.009 元大幅提升至 0.077 元。

图10：运达股份销售容量与订单情况（单位：MW）



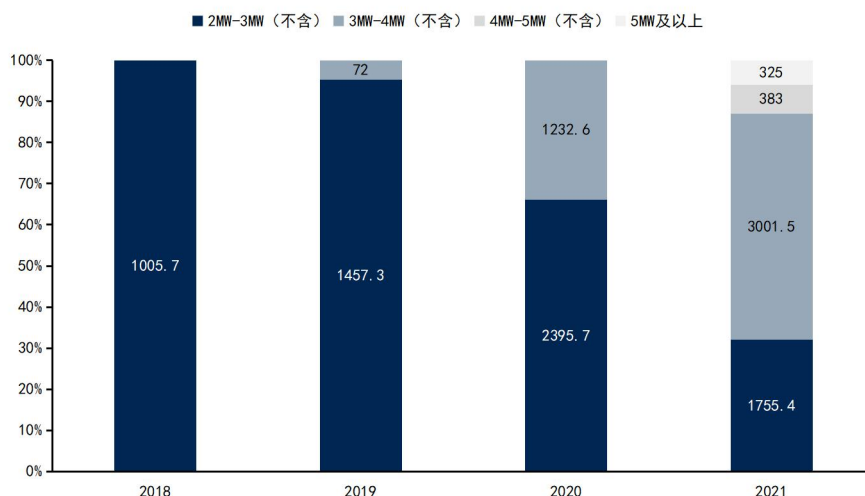
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图11：运达股份风机销售单价与毛利率情况（单位：元/kW）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 运达股份历年销售机组容量结构情况 (单位: MW)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

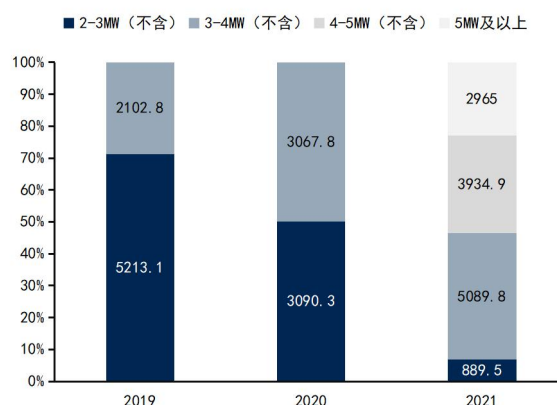
新增订单行业领先, 大型化趋势显著。2021 年公司新增订单 12.80GW, 累计在手订单 12.88GW, 在手订单中, 2-3MW (不含) 机组 0.89GW, 3-4MW (不含) 机组 5.09GW, 4-5MW (不含) 机组 3.93GW, 5MW 及以上机组 2.97GW, 4MW 及以上大机组订单占比约 54%, 可见公司积极应对大型化趋势, 已在大兆瓦机组市场占得先机。根据伍德麦肯兹数据, 2021 年中国风电市场新签风机订单容量 55.2GW, 运达股份新增订单量位居行业第一, 公司三个型号的产品入围订单量陆上前十大型型。2021 年公司共开展 13 个整机产品的研发项目, 基于 4.X、5.X、6.XMW 等多个平台开发的新产品加快推进, 全球风轮直径最大的陆上风电机组“鲲鹏平台”6.25MW 机组正式并网运行, 1140V 三电平电气系统完成研发并批量应用。

图13: 上市风机厂商在手订单情况 (单位: GW)



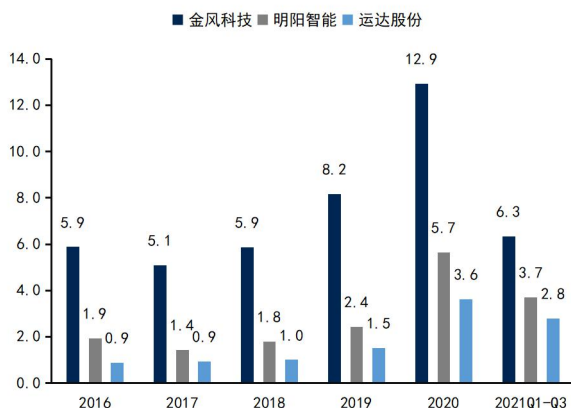
资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理, 电气风电未披露相关数据故未对标, 金风科技、明阳智能尚未发布 2021 年年报故显示截止三季度数据

图14: 运达股份在手订单结构变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 上市风机厂商历年销售容量情况 (单位: GW)



资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理, 电气风电未披露相关数据故未对标, 金风科技、明阳智能尚未发布 2021 年年报故显示截止三季度数据

图16: 上市风机厂商历年新增订单情况 (单位: GW)



资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理, 电气风电未披露相关数据故未对标, 金风科技、明阳智能尚未发布 2021 年年报故显示截止三季度数据

积极布局海上风电, 立足浙江面向全国。公司全面启动海上风电机组开发并取得突破, 已完成 4.5MW 海上风电机组研发并实现订单交付, 完成 7MW 和 9MW 平台海上机组的设计并取得设计认证, 预计有望在 2022 年获得批量订单。公司作为浙江省属国有企业, 将深耕浙江并积极布局沿海省份市场, 在海上风电机组销售和海上风电开发领域有望形成突破。

电站控股装机容量达到 306MW, 电站规模有望快速扩张。2021 年公司共实现发电收入 0.9 亿元, 估计贡献利润 0.6-0.7 亿元。报告期内公司禹城苇河一期 50MW 项目、禹城分散式 36MW 项目和崇阳分散式 20MW 项目均于年内并网, 公司控股风电场项目容量达到 306MW (同比增加 106MW), 参股风电场项目容量超过 600MW。由于包括张北二台在内的多个风电项目均在 2021 年四季度转固, 故全年实际贡献发电收入和利润较少, 预计 2022 年发电利润将有显著增长。公司 2021 年新签订风光开发资源协议超 10GW, 其中已列入省级能源部门风光开发指标 1.66GW, 预计电站业务未来将成为公司业绩的重要增长点。

陆上风机业务远期发展无虞, 海上风机与电站运营带来业绩弹性。随着公司在手订单的陆续交付和行业地位的不断提升, 我们预计公司 2022-2024 年陆上风电机组销售容量分别为 7.95GW、8.10GW 和 9.50GW, 受机组大型化和行业竞争暂时加剧的共同影响, 预计销售均价分别为 2212、1680 和 1680 元/kW, 销售毛利率受益于风机设计的优化将稳步提升, 分别为 16.8%、18.0%和 18.0%。公司海上风电机组产品预计 2022 年开始实现确认收入, 2022-2024 年销售容量分别为 50MW、300MW 和 1000MW, 销售均价分别为 3000、2900 和 2800 元/kW, 毛利率预计分别为 15.0%、20.0%和 20.0%。电站业务方面, 预计 2022-2024 年公司有效权益装机容量将分别达到 450MW、750MW 和 1050MW, 为公司业绩带来较大弹性。基于公司目前对于后市场服务业务的布局, 预计相关业务收入保持稳健增长。

表1：运达股份主营业务拆分与预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
陆上风机						
销售容量 (MW)	3628	5465	7950	8100	9500	11000
销售单价 (元/kW)	3125	2878	2212	1680	1680	1820
销售收入 (百万元)	11339	15726	17588	13608	15960	20020
毛利率	12.8%	16.5%	16.8%	18.0%	18.0%	18.0%
毛利润 (百万元)	1450	2589	2955	2449	2873	3604
海上风机						
销售容量 (MW)			50	300	1000	2000
销售单价 (元/kW)			3000	2900	2800	2700
销售收入 (百万元)			150	870	2800	5400
毛利率			15.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利润 (百万元)			23	174	560	1080
电站运营						
权益装机容量 (MW)		200	450	750	1050	1450
上网电价 (元/度)		0.48	0.44	0.40	0.36	0.34
利用小时数 (h)		980	2500	2500	2500	2500
销售收入 (百万元)	7	94	495	750	945	1233
毛利率	-	-	62%	62%	62%	62%
毛利润 (百万元)	-	-	307	465	586	764
其他业务						
销售收入 (百万元)	132	220	250	300	350	400
毛利率	-	-	20%	20%	20%	20%
毛利润 (百万元)	-	-	50	60	70	80
合计						
销售收入 (百万元)	11478	16041	18333	15528	20055	27053
毛利率	13.8%	16.8%	18.1%	20.3%	20.4%	20.4%
毛利润 (百万元)	1584	2701	3312	3148	4089	5528

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测 注：2020-2021 年公司公告未分别给出电站运营与其他业务各自毛利率，故表中未列出

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

公司在风机产品领域的深厚技术积淀，行业领先的产品质量和服务水平和持续扩张的电站运营规模打开公司长期市值空间，基于公司在手订单和业务开拓情况，我们上调原有盈利预测，预计2022-2024年归母净利润7.03/7.71/10.92亿元（原预测2022/2023年为5.67/7.24亿元），同比增速分别为43.5%/9.7%/41.7%，摊薄EPS分别为2.07/2.27/3.22元，当前股价对应PE分别为17.6/16.0/11.3倍，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值表（2022年3月13日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
601615	明阳智能	26.67	561	0.70	1.36	1.65	1.71	38.1	19.6	16.2	16.0	9.3%	1.6	增持
002202	金风科技	14.29	604	0.70	0.83	0.95	1.07	20.4	17.2	15.0	13.4	8.7%	1.3	增持
300772	运达股份	36.48	124	0.59	1.44	2.07	2.27	62.0	25.2	17.6	16.0	9.7%	1.0	买入

资料来源：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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3500	4836	2000	3500	3754	营业收入	11478	16041	18333	15528	20055
应收款项	3808	6835	5023	4254	5495	营业成本	9889	13339	15022	12380	15966
存货净额	3747	6163	6530	5531	7143	营业税金及附加	14	43	46	39	50
其他流动资产	552	772	751	619	798	销售费用	1159	1366	1577	1346	1688
流动资产合计	11944	18927	14676	14208	17581	管理费用	52	91	151	190	245
固定资产	1557	2406	4065	5496	7186	研发费用	397	577	623	528	642
无形资产及其他	47	99	95	91	87	财务费用	(95)	(8)	136	201	280
投资性房地产	2217	2970	3483	2950	3810	投资收益	20	27	0	0	0
长期股权投资	253	312	362	392	412	资产减值及公允价值变动	(7)	(246)	0	0	0
资产总计	16018	24714	22681	23137	29077	其他收入	84	324	24	24	54
短期借款及交易性金融负债	5	96	2031	1494	100	营业利润	151	491	804	868	1237
应付款项	9595	15198	7133	5828	7505	营业外净收支	(1)	(3)	0	0	0
其他流动负债	745	1058	1245	1027	1319	利润总额	150	487	804	868	1237
流动负债合计	12776	19679	14259	11610	13135	所得税费用	(23)	(6)	95	92	137
长期借款及应付债券	692	579	3459	6099	9299	少数股东损益	0	3	5	6	8
其他长期负债	707	1669	1471	1303	1574	归属于母公司净利润	173	490	703	771	1092
长期负债合计	1399	2248	4930	7401	10873	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	14175	21927	19188	19011	24008	净利润	173	490	703	771	1092
少数股东权益	62	65	67	70	75	资产减值准备	(3)	(142)	0	0	0
股东权益	1782	2722	3426	4056	4994	折旧摊销	73	107	145	223	314
负债和股东权益总计	16018	24714	22681	23137	29077	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(95)	(8)	136	201	280
每股收益	0.59	1.44	2.07	2.27	3.22	营运资本变动	84	1166	(5940)	(144)	(200)
每股红利	0.00	0.00	0.41	0.45	0.64	其它	(1114)	677	(57)	38	560
每股净资产	6.27	8.22	10.30	12.17	14.95	经营活动现金流	(788)	2298	(5149)	889	1766
ROIC	20%	36%	20%	13%	14%	资本开支	(589)	(1114)	(1800)	(1650)	(2000)
ROE	9%	18%	20%	19%	22%	其它投资现金流	(42)	(23)	(564)	503	(880)
毛利率	14%	17%	18%	20%	20%	投资活动现金流	(631)	(1137)	(2364)	(1147)	(2880)
EBIT Margin	-0%	4%	5%	7%	7%	权益性融资	136	451	0	0	0
EBITDA Margin	0%	5%	6%	8%	9%	负债净变化	601	47	4815	2103	1806
收入增长	129%	40%	14%	-15%	29%	支付股利、利息	(44)	0	(3)	(144)	(157)
净利润增长率	62%	183%	44%	10%	42%	其它融资现金流	(91)	161	1935	(537)	(1394)
资产负债率	88%	89%	85%	82%	83%	融资活动现金流	787	506	4676	1758	1368
息率	0.4%	0.2%	1.1%	1.2%	1.8%	现金净变动	(632)	1667	(2836)	1500	254
P/E	61.98	25.25	17.59	16.04	11.32	货币资金的期初余额	3547	3500	4836	2000	3500
P/B	5.82	4.44	3.54	3.00	2.44	货币资金的期末余额	3500	4836	2000	3500	3754
EV/EBITDA	625.41	46.92	29.64	24.66	20.42	企业自由现金流	(470)	790	(6784)	(632)	(581)
						权益自由现金流	(196)	1280	(3528)	(29)	(625)

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