

高质量发展应对海外不确定性 后续市场怎么看：2018 还是 2020？

◆ 策略研究 · 策略快评

证券分析师：王开 021-60933132 wangkai8@guosen.com.cn 执证编码：S0980521030001
 证券分析师：陈凯畅 021-60375429 chenkaichang@guosen.com.cn 执证编码：S0980523090002
 联系人：郭兰滨 010-88005497 guolanbin@guosen.com.cn

事项：

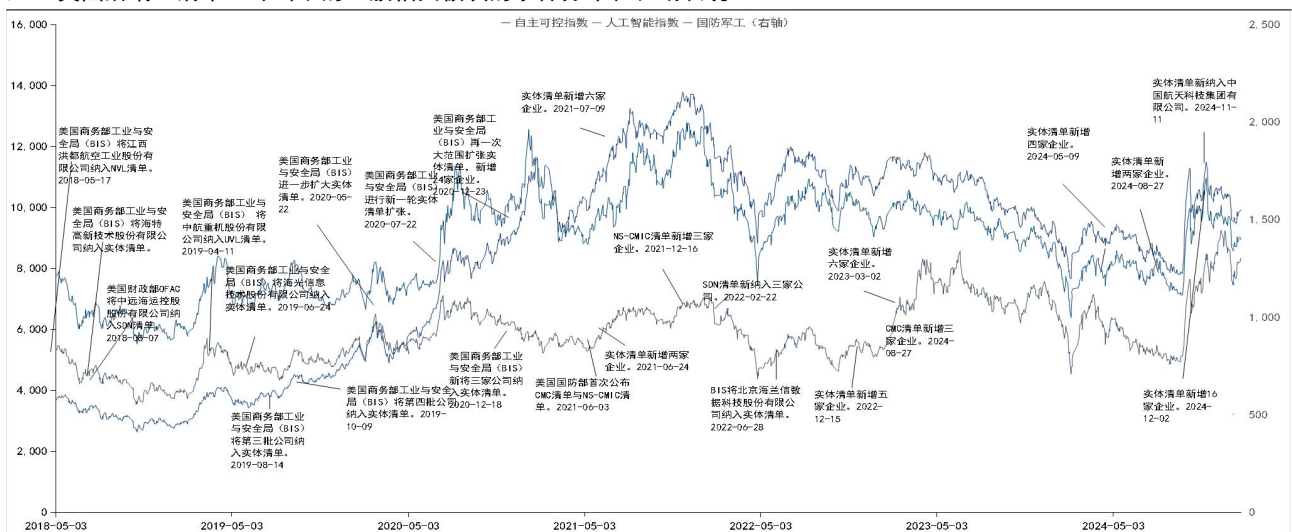
2025 年 4 月 2 日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”。美方做法不符合国际贸易规则，严重损害中方的正当合法权益，是典型的单边霸凌做法。国务院关税税则委员会办公室 4 月 4 日发布《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的进口商品加征关税的公告》，宣布自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税。

解读：

◆ 海外不确定性下的 A 股市场走势展望：2018 还是 2020？

历史映射：行情类似 2018 年还是 2020 年，取决于经济基本面。如果简单认为海外不确定性因素来自美国单边主义，因而市场会复刻 2018 年震荡调整行情走势未免过于刻舟求剑；2020 年同样是遇到外部冲击的情况下，随着政策呵护和信心好转，市场走出了先抑后扬的走势。两次外部冲击下股市走势截然相反，根本原因还是在于经济基本面的差异。2018 年四个季度中国经济逐步承压，GDP 实际同比增速分别为 6.90%、6.90%、6.70%、6.50%，名义增速分别为 10.02%、9.65%、9.5%、8.11%；相比之下，2020 年四个季度中国经济逐期修复，GDP 实际增速分别为 -6.80%、3.20%、4.90%、6.50%，名义增速分别为 -3.25%、5.31%、7.82% 和 6.57%。因此，2018 和 2020 年股市走势和经济基本面高度挂钩，在外部冲击下股市的走势还是“以我为主”，取决于经济基本盘。受益于供给侧政策发力，2025 年经济在量价维度更有望贴近 2020 年走向稳步修复，因此全年来看股市仍采取“以我为主、自主可控”的投资范式。

图1：美国所谓“清单”冲击下的 A 股相关板块的事件分布和长期表现



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图2：2018 年海外不确定性视角下股市走势复盘



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：数据为万得全 A 指数走势，右图同

图3：2020 年外生扰动下的股市走出先抑后扬的行情



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

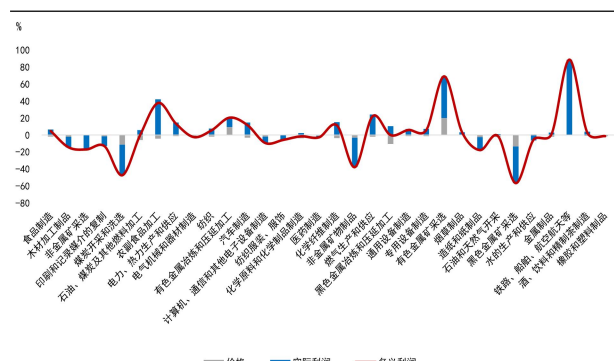
2025 年初我们观测到货币政策谨慎克制，而供给侧的政策呵护力度逐步加大，对工业企业利润的提振起到了正向促进作用。和 2020 年疫情冲击造成产能和供应“速冻”、供不应求缺口拉大，通过流动性充裕来修复经济的情形不同，目前所处的供需格局是逆转的，经济基本面的向好有赖于供给的收缩。工业产能利用率从 2024 年一季度的 73.6%提升至四季度的 76.2%，规模以上工业企业利润同比增速从 2024 年第三季度的-27.1%回暖至去年四季度的 11.0%。政策端也在朝向供给端优化的思路布局：2 月国常会提出“研究化解重点产业结构性矛盾政策措施”和“从供需两侧发力，标本兼治化解重点产业结构性矛盾等问题”；3 月全国“两会”期间政府工作报告提出“持续深化供给侧结构性改革，着力破解消费供给的结构性矛盾，更加注重以高质量供给引领需求、创造需求”；4 月中办和国办对外发布《关于完善价格治理机制的意见》，涵盖价格改革、价格调控、价格监管等价格工作各领域，部署健全促进资源高效配置的市场价格形成机制，创新服务重点领域发展和安全的价格引导机制，完善促进物价保持合理水平的价格调控机制，优化透明可预期的市场价格监管机制。政策定调下部分领域价格回暖已见成效：2025 年前两个月，工业企业细分领域价格同比实现正增长的行业有铁路/船舶/航空航天、烟草制品、水的生产和供应、有色金属冶炼和压延加工、有色金属矿采选，特别是有色的上游采矿和中游制造两个板块，价格因素对名义利润的贡献度高达 29-46%。上述政策协同发力下，重点产业供给优化、产能利用率好转有望牵引利润增速进一步复苏回暖。

图4：工业企业利润增速伴随产能利用率提升而出现修复



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图5：2025 年前两月各行业变动利润的量-价拆解

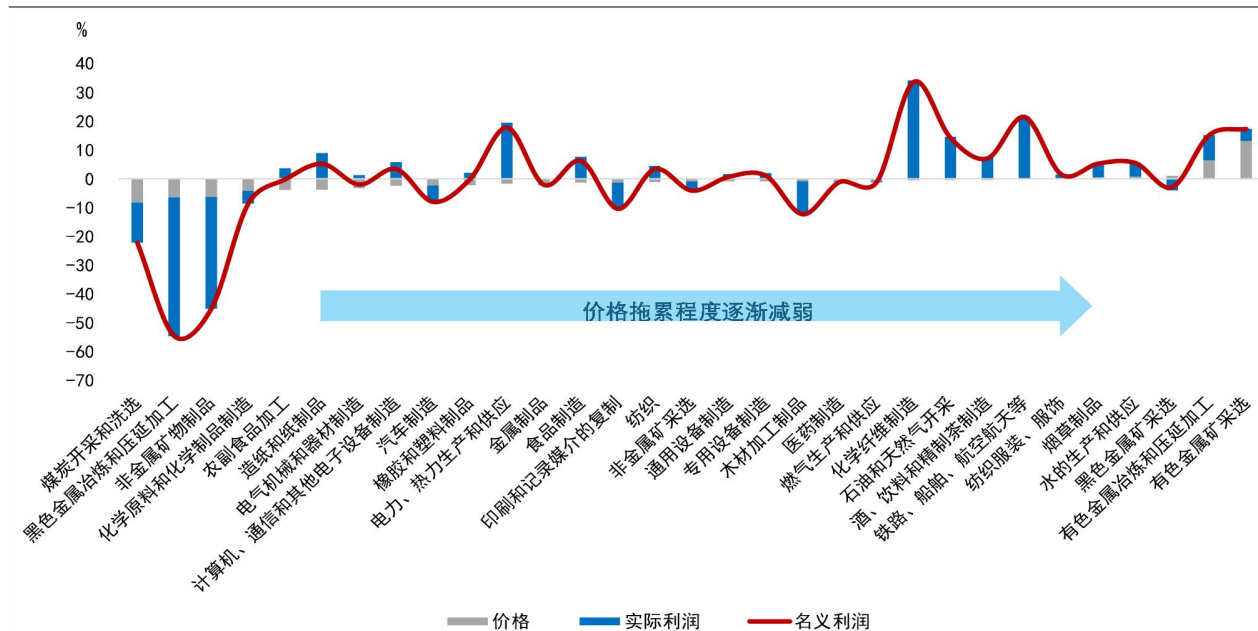


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

◆ 行业中观角度企业盈利的拆分：价格的贡献度有多高

如果我们将 2024 全年工业企业利润进行拆分，供给约束下有色板块利润的价格支撑最为明显：价格因素拖累最为明显的是煤炭开采和洗选、黑色冶炼和压延加工、非金属矿物制品、化学原料和化学制品制造等行业，而价格正向驱动因素最为显著的是有色金属矿采选、有色金属冶炼和压延加工、黑色金属矿采选行业。

图6: 2024 年各行业利润拆解: 按照价格拖累因素由高到低排序



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图7: 2025 年 3 月上/中/下游产业链代表性行业来料品价格、中间价差、产出品价格变动情况

上游	中游			下游		
	建筑业	电信广播电视和卫星传输服务业	农副食品加工业	消费性服务业	居民及其他服务业	零售业
	物流业	互联网及软件信息技术服务业	化学纤维及橡胶塑料制品业	批发零售业	餐饮业	商务服务业
	房屋建筑业	租赁及商务服务业	金属制品业	服务业	住宿业	健康医疗
有色金属冶炼及压延加工业	建筑安装装饰及其他建筑业	装卸搬运及仓储业	化学原料及化学制品制造业	交通运输仓储和邮政业	居民服务及修理业	新一代信息技术产业
石油加工及炼焦业	土木工程建筑业	电气机械及器材制造业	高端装备制造产业	信息服务业	批发业	健康医疗服务
黑色金属冶炼及压延加工业	道路运输业	化学纤维及橡胶塑料制品业	新材料产业	生产资料批发零售	餐饮业	健身
	航空运输业	专用设备制造业	生物产业	租赁及商务服务业	非金属矿物制品业	新能源汽车产业
	水上运输业	通用设备制造业	新能源产业	房地产业	汽车制造业	节能环保产业
	铁路运输业			生态环境保护治理及公共设施管理业	计算机通信电子设备及仪器仪表制造业	纺织服装服饰业

非制造业
制造业
新兴战略产业

行业名称
来料品价格 投入-产出 产出品价格
价格变化

环比上涨 环比上涨 环比上涨
 环比下跌 环比下跌 环比下跌
 环比持平 环比持平 环比持平

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理绘制

3 月各行业价格景气数据显示建筑行业产业中间价差有所回暖, 黑金链还处在价格低迷模式: 我们透过产业链上、

下游价差来剥离掉数量维度的因素，审视各行业价格变动细节。各行业中，建筑安装装饰及其他建筑业行业上游价格春节后恢复缓慢，下游价格有所上升导致上下游价差增大；黑色金属冶炼及压延加工行业上下游的价格均有所下降，同时下游建筑等行业需求恢复相对上游开采开工较快，中间价差有所增加。为什么在 2015-2017 年“三去一降一补”期间钢铁等板块在供给侧结构性改革、集中度提升后利润和股价回暖，而经过中途回落、近年相关行业集中度二次提高但股价却没有兑现？集中度先从底部发力快速向上集中时最容易出现龙头集中效应下的股价好转，而达到一定平台期后即便有上行也会面临边际效应递减问题。如上市公司一级行业中的钢铁板块是上一轮供改中最先发力的板块，行业集中度（HHI）从 2015 年初的 6.47% 快速提升到 2017 年初的 9.48%，经过中途的波动下行后，近年又从 2021 年三季度的 5.30% 回升至 6% 附近，幅度并没有此前明显。而建材由于在地产链竣工端位置靠后，是上一轮后供改时期行情相对较晚兑现的板块，集中度在 2021 年三季度曾达到 18.22% 的高点，过去一年虽然也从 6.63% 提升至 7.67%，和钢铁行业面临的情况也较为类似。可见，没有政策引导干预下的供给端变化速度和幅度较慢，行情也未能复刻，因此政策的出台是盈利改善和行情拐点的必要条件。

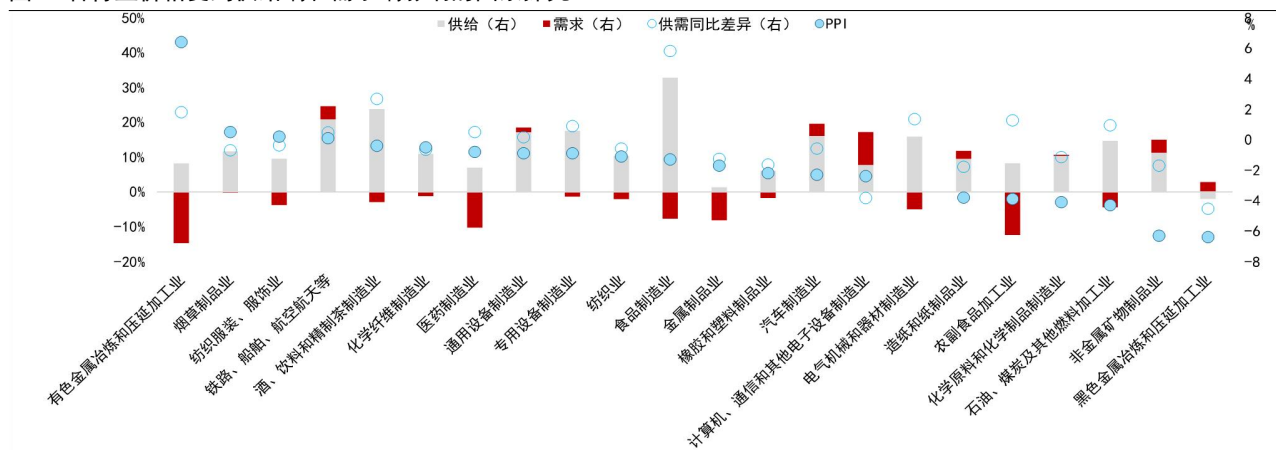
◆ 部分行业的价格弹性弱，与产能问题息息相关

2020 年以来，在流动性不断释放、资金成本不断降低的过程中市场难有起色，代表需求的利润和价格一波三折，主要原因还是在部分特定产业形成了结构性难题，流动性堆积成为堰塞湖。代表需求端的财政、产出、融资等周期在过去五年间趋势走弱，而唯有代表供给端的资本开支周期触底反弹、一路向上，流动性并没有转为实际需求，甚至在部分领域造成供需格局的错配。2015 以来，各宏观周期从同步到分化；2018 年以来需求中枢下移、周期属性仍在，但资本开支周期独立上行。2021 年来，企业资本开支独立于宏观周期的增长是产能和供给双扩张的微观因素。按照上一轮供需两侧发力经验，流动性的投放是先行政策，而产能利用率的改善才能真正提振利润、摆脱价格低迷难题的“治本”之策。

从供给侧角度，优化产业供需结构有助于盈利改善。在 2015 年底开启的供给侧结构性改革中，虽然工业产能利用率随着产能去化进程而下降，但产能去化后的供给结构改善又促进了新一轮的产能扩张，企业的利润表现得以提振。当下，产能扩张带来的竞争内卷导致了价格、消费低迷的现象，新一轮供给结构优化或将成为供需格局改善的长期因素。2024 年 9 月下旬重要会议中提到，商品房从“优化增量，消化存量”转为“严控增量、优化存量”；2024 年 10 月 14 日，中国光伏行业协会举行防止行业“内卷式”恶性竞争专题座谈会，提出优化产能布局与价格机制。上述变化都说明从产业端供给侧予以优化，对于企业利润回升有重要的信号意义，也带动起当时电新板块的行情催化。

此处用供需差异角度来解释究竟是供给端原因还是需求端原因造成的价格问题，则上游除有色外的板块、中下游部分板块价格低迷或多或少能找到供给超标的影子。则除了有色金属冶炼加工在高供需轧差仍能出现较高价格复苏外，酒/饮料/精制茶制造、专用设备制造、食品制造、电气机械和器材制造、农副食品加工、石油/煤炭/其他燃料加工等行业，供需同比增速差异在 19% 及以上的板块，出现了较为明显的供需错配现象，价格低迷问题也较为突出。

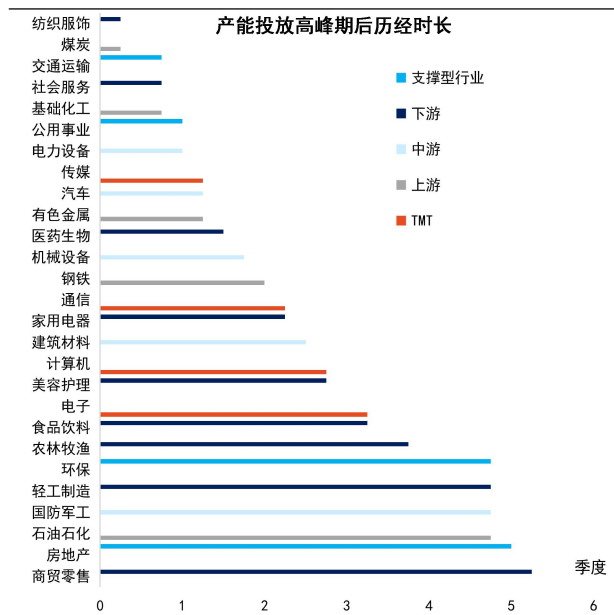
图 1：各行业价格受到供给端和需求端影响的因素探究



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

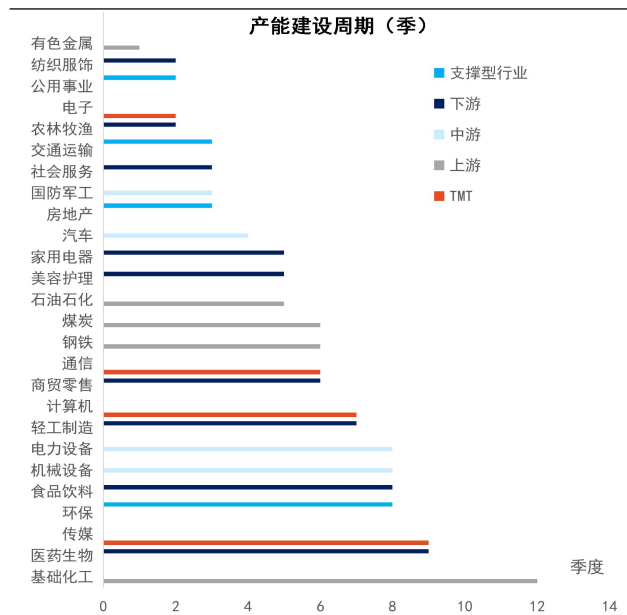
按照当前可观测的财务数据，行业下游竣工端消费投放起步，上游和 TMT 建设回暖，建设端的价格信号和股价反应更及时。如果将产能周期详细拆分为产能投放周期和产能建设周期，则目前：（1）产能投放周期有明显回升趋势的行业包括 家电、美容护理、食品饮料、纺织服装；（2）产能建设周期有回升趋势的行业包括 石油石化、煤炭、钢铁、建筑材料、美容护理、电子。结合业绩来看：上游有色景气向上，近一月 2025 年报增速预测快速上调超过 10pct，贵金属、铜、铝价格均上涨；石油石化增速平稳，化工预计内部分化较大，煤炭业绩增速预测下调。**中游制造**电力设备出口数据转弱，投资者对风电一季报或存隐忧；机械设备景气改善确定性强，通用设备、专用设备预期大单位数增长，运输设备制造业、仪器仪表制造业爆发力较强；汽车整体景气度延续，1-2 月汽车制造业利润同比增长 11.7%，半钢胎开工率到达季节性高点，销售端量的提升有望进一步向收入确认传导。**下游消费**食品饮料方面，大众品、复调、啤酒等强于白酒，整体预计一级行业小单位数增长；纺服分化，品牌服饰制造收入利润或较 4Q24 有改善，纺织制造预计收入端在高单位数到小双位数增长，利润端弱于收入端；家居受制于前期交房，后续基本面好转仍需依赖政策催化造纸与纸制品业 1Q24 基数较高，龙头停机减产有助于后续行业格局演变，预计 1Q25 增速或为负。开年关注度较高的科技和人工智能相关的 TMT 上下游板块中，1-2 月计算机、通信和其他电子设备制造业利润同比转负，产能周期建设恢复时间更早的电子行业优势相对明显，部分细分板块上市企业一季报预告高增。

图8：产能投放高峰期后各行业历经市场排序



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图9：近一轮产能建设周期长度排序

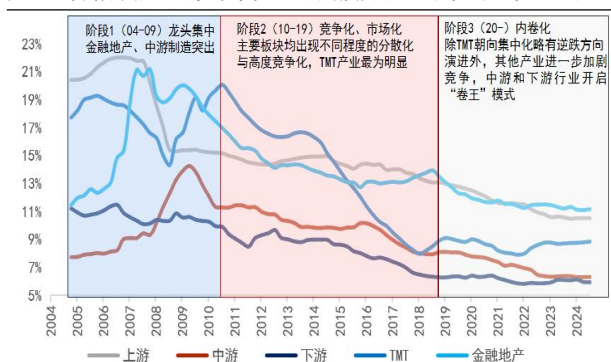


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

◆ 立足到供给调整问题上，观测行业结构性差异

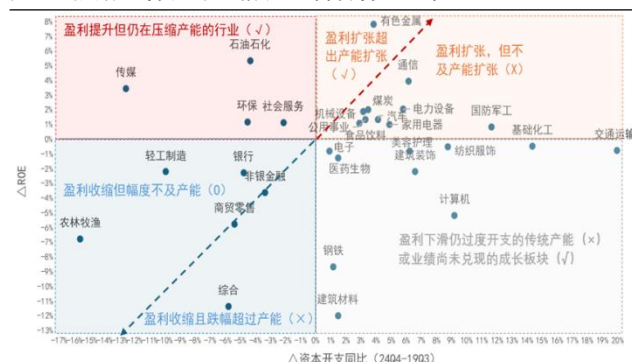
从产业集中度指数趋势来看：A 股主要行业集中度经历了从龙头集中（2004-2009）到高度竞争化和市场化（2010-2019），再到个别板块过度竞争乃至内卷化（2020 年以来）的模式变迁；下游消费和中游制造板块市占率和收入高度分散，内卷化特征突出。（1）根据盈利（需）和资本开支（供）来看过去五年间行业层面高度竞争的定义，最为突出的是：钢铁、建材、纺服、美护行业（盈利下滑同时仍然过度扩张产能），盈利和产能双紧且盈利下修幅度超过产能（综合、商贸零售），盈利扩张但跟不上产能扩张速度（家电、电力设备等制造业公司）。（2）高度竞争程度相对较弱的有：盈利提升但产能仍在压缩（石油石化、环保等），盈利和产能双扩且盈利更胜一筹（有色），盈利收缩且产能收缩更多（银行、轻工）。（3）另一类比较特殊：产能扩张、业绩尚未兑现的主线成长板块（计算机、电子等）。

图10：各板块产业集中度 HHI 底部震荡、从竞争到内卷化



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

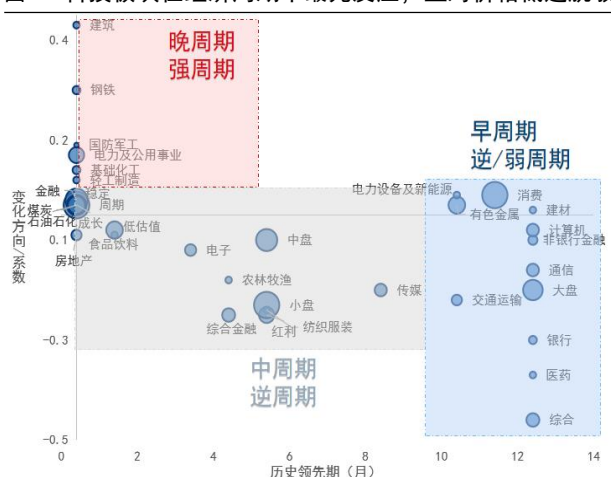
图11：根据盈利和开支情况来看各行业定位



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

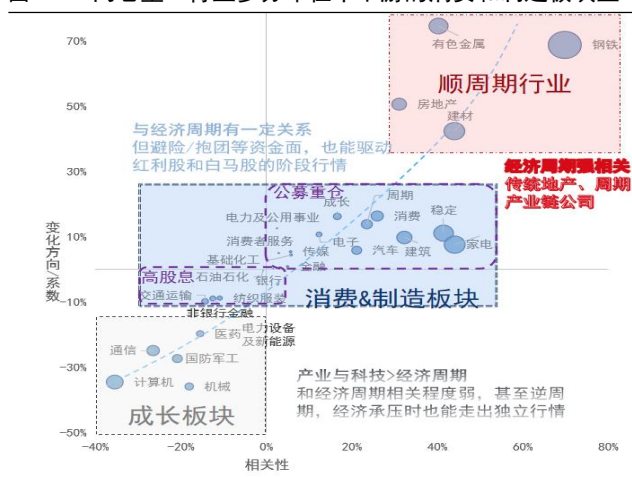
在前次产业周期演绎时，中游板块话语权偏弱导致利润受阻，这种“类疤痕效应”造成中游企业在新一轮产业周期时，天然存在谨慎心态，因此在资本开支并不冒进，反而成为供需格局和盈利环境有望最先市场化改善的板块。以部分对外敞口较高的中游制造板块为例，产业链面临资本开支和特朗普上台后“需求出海”的双向不确定性，在未来资本开支环节偏谨慎。根据市场调研显示，资本开支方面新能源上下游资本开支意愿强于中游。资本开支预测的背后是利润前景，上游金属、化工的多元应用和下游整车的“出海”前景带动了资本开支的上行，但中游电池及其组成材料受产能过剩影响，资本开支意愿不高。从产业链思维看，中游资本开支的相对谨慎可能在长期限制整体产业链的供给能力。“需求出海”方面，“出海”反映的不仅仅是需求方向，还有资本开支的方向。未来，新能源产业链资本开支落在国外的比重会越来越高。当下欧美主要国家对我国新能源出口均有一定限制政策，外需的不确定性在加大。在资本开支和需求前景同时面临不确定性的情况下，行业优化供给确定性比需求端恢复的确定性更强。未来中游崛起或来自企业开支偏谨慎的经验，在产业链需求复苏斜率和节奏尚不明朗的基础上，供给约束能较大程度规避内卷式亏损，而一旦需求放量则容易扭转盈亏格局并获得弹性利润。

图12：科技板块在经济周期中最先反应，且对价格低迷敏感



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

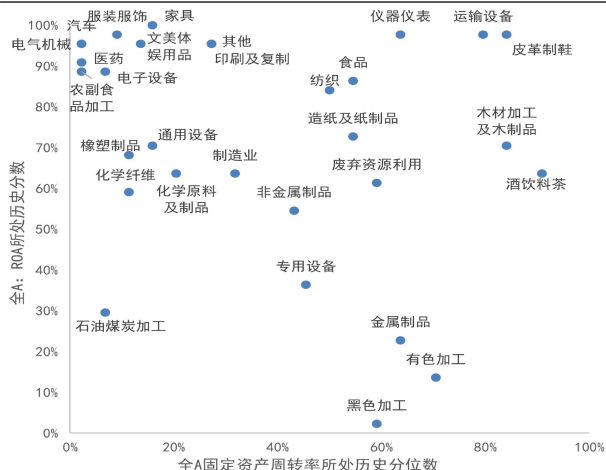
图13：“内卷型”行业多分布在中下游的消费和制造板块里



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

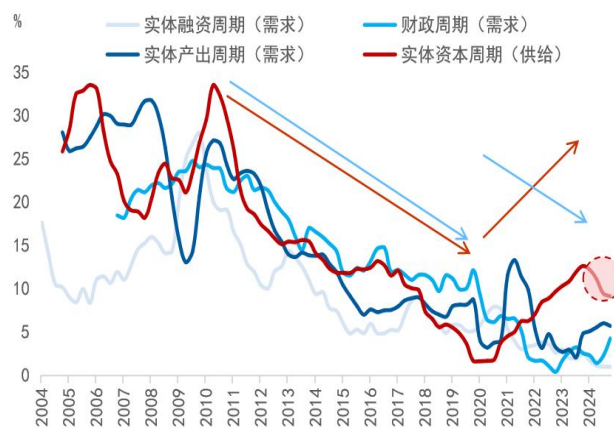
如果我们将固定资产周转率较低同时价格高度内卷竞争两个属性为依托对行业进行定位：农副食品加工、石油煤炭加工、化学原料及制品、非金属制品、汽车、电气机械几个行业呈现出供应驱动内卷化，价格拖拽利润的难题，包括了新旧两类行业。虽然全A非金融企业的资本开支在过去3-4个季度已经出现了阶段性回落，但水平仍接近上一轮供改中途2016-2017年的增速水平，供需格局的改观和利润的回暖仍有待资本开支进一步收敛，政策发力下值得期待，也构成今年基本面修复的第一性原则。

图2：各行业 ROA 和固定资产周转率过去 10 年分位数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图3：A 股非金融企业资本开支在 2020-2024 年初逆跌上行

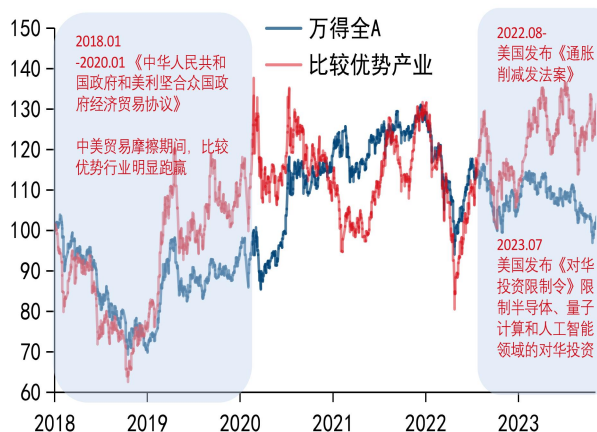


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

开年低估值、高分红板块切向科技板块的过程符合经济修复初期阶段的风格切换，大势研判角度国内供给的修复利好强于海外不确定性的压力，全年来看仍有亮点。短期内全球风险偏好转为避险，结构上提价驱动公共事业（水电板块）、供需格局有改善前景的部分中游制造板块（如专用和通用设备）和部分下游消费（景气支撑的内需品）可以作为短期防守。

中长期来看，科技板块仍是全年的主线。回顾上一轮海外不确定性期间，A 股市场中具有国际比较优势的产业，符合反向“卡脖子”的领域具有相对回报优势。在美国试图建立不公正的市场竞争环境时，我国战略新兴产业以强大的自主研发和创新能力取得关键突破。如先进材料和制造领域中的纳米材料与制造、计算和通信领域中的先进的射频通信（包括 5G 和 6G）、人工智能等领域。产业的兴盛发展同样带来了投资机会，在外部环境面临不确定时，我国比较优势产业在资本市场的表现更具韧性，在上一轮不确定性加码时走出了逆跌行情，关注“自主可控”板块和人工智能的科技赋能。

图14：国际比较优势产业韧性较强的板块，外需承压时跑赢



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图15：全球新兴产业比较优势分布

技术	领先国家	技术垄断风险	技术	领先国家	技术垄断风险
先进材料和制造	中国	高	能源与环境	中国	高
1. 纳米材料与制造	中国	高	23. 动力用氢和氨	中国	高
2. 涂层	中国	中	24. 超级电容器	中国	高
3. 智能材料	中国	中	25. 蓄电池	中国	中
4. 先进复合材料	中国	中	26. 光伏	中国	中
5. 新型金属材料	中国	中	27. 核废料管理和回收	中国	中
6. 高性能加工工艺	中国	中	28. 定向能技术	中国	中
7. 先进炸药和高能材料	中国	中	29. 生物燃料	中国	低
8. 关键矿物提取和加工	中国	低	30. 氢能	中国	低
9. 先进的铝体和超导体	中国	低	31. 量子计算	美国	中
10. 高级保护	中国	低	32. 量子密码学	中国	低
11. 连续流动化学合成	中国	低	33. 量子通信（包括量子密钥分发）	中国	低
12. 增材制造（包括3D打印）	中国	低	34. 量子传感器	中国	低
人工智能、计算和通信	中国	高	35. 生物技术、基因技术和疫苗	中国	高
13. 先进的射频通信（包括5G和6G）	中国	高	36. 合成生物学	中国	中
14. 先进的光通信	中国	中	37. 生物制造	美国	中
15. 人工智能算法和硬件加速器	中国	中	38. 传感、定时和导航	中国	高
16. 分布式版本	中国	中	39. 光子传感器	中国	中
17. 高级数据分析	中国	低	40. 国防、太空、机器人和运输	中国	中
18. 机器学习（包括神经网络和深度学习）	中国	低	41. 先进的前空发动机（包括高超音速飞行技术）	中国	中
19. 保护性网络安全技术	美国	低	42. 无人机、集群机器人和协作机器人	美国	低
20. 高性能计算	美国	低	43. 小型卫星	美国	低
21. 先进的集成电路设计和制造	美国	低	44. 自主系统操作技术	中国	低
22. 自然语言处理（包括语音和文本识别与分析）	美国	低	45. 先进的机器人技术	中国	低
			46. 空间发射系统	美国	低

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

风险提示：上市企业盈利波动较大；美联储货币政策不确定性；海外地缘政治冲突加剧；文中提及上市公司和相关股票均为历史梳理，不构成投资推荐的依据。

相关研究报告：

《策略快评-2025 年 4 月各行业金股推荐汇总》 ——2025-03-29
《策略快评-2025 年 3 月各行业金股推荐汇总》 ——2025-02-27
《供需两侧发力，化解重点产业结构矛盾解读-积极信号：扩内需、反内卷》 ——2025-02-11
《百年未有之大变局下的机遇与挑战（四）-贸易前景与科技浪潮：海外不确定性对 A 股影响有限》 ——
2025-02-07
《策略快评-2025 年 2 月各行业金股推荐汇总》 ——2025-01-25

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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