

龙佰集团（002601.SZ）

回购股份彰显信心，投资建设钪钒新材料

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学原料

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码：S0980520120002
证券分析师： 余双雨 021-60375485 yushuangyu@guosen.com.cn 执证编码：S0980523120001

事项：

事件：

1) 2024年6月17日，龙佰集团董事会审议通过了股份回购方案，计划使用自有资金通过集中竞价交易方式回购公司已发行的人民币普通股（A股）股票，用于股权激励或员工持股计划。回购资金总额预计在1亿元至2亿元之间，回购股份的价格为不超过人民币32.10元/股，预计回购股份数量在311.5万股至623.1万股之间，占公司总股本的0.13%至0.26%，回购期限为董事会通过方案之日起12个月内。公司已开立股票回购专用证券账户，并声明董事、监事、高级管理人员、控股股东、实际控制人及其一致行动人尚无明确的在回购期间的股份增减持计划，公司持股5%以上股东及其一致行动人暂无关于在未来六个月的明确的减持计划。

2) 2024年6月17日，龙佰集团董事会审议通过了《关于投资建设钪钒新材料产业园项目的议案》，计划由公司控股子公司湖南东方钪业股份有限公司或其下属子公司投资10.8亿元人民币，在焦作市分期建设包括高纯五氧化二钒、钒电解液、铝球、氟化钒、铝基中间合金及新型含钪高性能铝合金等项目，资金来源为自有及自筹资金或其他股权或债权社会融资方式。

3) 2024年6月13日晚，欧盟委员会发布对我国钛白粉的反倾销调查初裁前事实披露材料，显示拟对中国钛白粉企业加征关税，其中对龙佰集团拟加征关税达39.7%。

国信化工观点：1) 公司回购股份展现对未来持续稳定发展的信心和对公司价值的认可，通过回购股份，公司可以进一步建立和健全长效激励机制，吸引和留住优秀人才，维护公司全体股东的合法权益，并促进公司的稳定健康发展；2) 投资建设钪钒新材料产业园，可提高公司市场竞争力和盈利能力，同时响应国家推动新能源发展和实现碳达峰、碳中和目标的战略；3) 欧盟反倾销或将影响龙佰集团在欧盟地区的市占率，但公司自身生产成本优势、矿自给率高的核心竞争力不变，或将通过增加其他地区市场份额、布局海外产能等举措来应对；4) 截至目前，二季度国内钛白粉及钛精矿市场均价同环比提升。尽管近期钛白粉淡季价格有所下降，钛精矿价格坚挺，保障公司盈利。

投资建议：公司钛白粉行业龙头地位稳固，钛精矿自给率逐步提升，我们维持公司2024-2026年归母净利润预测为40.1/47.5/48.8亿元，对应EPS为1.68/1.99/2.05元，当前股价对应PE为11.4/9.6/9.4X，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 股份回购彰显信心

2024年6月17日，龙佰集团董事会审议通过了股份回购方案，计划使用自有资金通过集中竞价交易方式回购公司已发行的人民币普通股（A股）股票，用于股权激励或员工持股计划。回购资金总额预计在1亿元至2亿元之间，回购股份的价格为不超过人民币32.10元/股，预计回购股份数量在311.5万股至623.1万股之间，占公司总股本的0.13%至0.26%，回购期限为董事会通过方案之日起12个月内。公司已开立股票回购专用证券账户，并声明董事、监事、高级管理人员、控股股东、实际控制人及其一致行动人尚无明

确的在回购期间的股份增持计划，公司持股 5%以上股东及其一致行动人暂无关于在未来六个月的明确的减持计划。公司回购股份是基于对公司未来持续稳定发展的信心和对公司价值的认可。通过回购股份，公司可以进一步建立和健全长效激励机制，吸引和留住优秀人才，维护公司全体股东的合法权益，并促进公司的稳定健康发展。

表1: 龙佰集团历次股票回购明细

| 公告日期 | 回购目的 | 回购预案 | | 回购实施 | | | | |
|------------|-------------------|----------------|-------------|---------------|--------|-----------|---------------|---------------|
| | | 预计回购数量 (万股) | 价格上限 (元) | 已回购数量 (万股) | 占总股本比例 | 占预计回购股份比例 | 已回购金额 (亿元) | 回购均价 (元/股) |
| 2014-05-21 | 股权激励注销 | 111.3 | 11.41 | 111.3 | 0.05% | 100% | 0.13 | 11.41 |
| 2015-06-24 | 股权激励注销 | 137.3 | 11.41 | 137.3 | 0.06% | 100% | 0.15 | 10.76 |
| 2016-07-29 | 股权激励注销 | 497.4 | 11.41 | 497.4 | 0.21% | 100% | 0.16 | 3.21 |
| 2017-06-23 | 股权激励注销 | 6.9 | 2.98 | 6.9 | 0.00% | 100% | 0.00 | 2.98 |
| 2017-08-24 | 实施股权激励 | 10000.0 | 20.00 | 3,424.0 | 1.43% | 34% | 5.51 | 16.09 |
| 2018-06-25 | 股权激励注销 | 7.5 | 2.98 | 7.5 | 0.00% | 100% | 0.00 | 2.98 |
| 2019-01-29 | 其他 | 10000.0 | 18.00 | 5,693.6 | 2.39% | 57% | 7.50 | 13.17 |
| 2022-03-29 | 股权激励注销 | 26.0 | 15.64 | 26.0 | 0.01% | 100% | 0.04 | 15.64 |
| 2022-07-27 | 股权激励注销 | 93.0 | 15.64 | 93.0 | 0.04% | 100% | 0.15 | 15.64 |
| 2022-09-06 | 股权激励注销 | 11.0 | 15.64 | 11.0 | 0.00% | 100% | 0.02 | 15.64 |
| 2023-04-20 | 股权激励注销 | 87.8 | 15.64 | 87.8 | 0.04% | 100% | 0.12 | 14.00 |
| 2023-09-13 | 股权激励注销 | 297.4 | 15.64 | 297.4 | 0.12% | 100% | 0.46 | 15.33 |
| 2024-06-18 | 股权激励注销 | 41.0 | 15.64 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 2024-06-18 | 实施股权激励或 员工持股计划 | 623.1 | 32.10 | -- | -- | -- | -- | -- |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建设钪钒新材料产业园

2024年6月17日，龙佰集团董事会审议通过了《关于投资建设钪钒新材料产业园项目的议案》，计划由公司控股子公司湖南东方钪业股份有限公司或其下属子公司投资 10.8 亿元人民币，在焦作市分期建设包括高纯五氧化二钒、钒电解液、铝球、氟化钪、铝基中间合金及新型含钪高性能铝合金等项目，资金来源为自有及自筹资金或其他股权或债权社会融资方式。项目旨在加强公司在钪、钒、电池材料方面的产业链优势，符合国家产业政策和新材料产业项目，预计建设周期为 5 年。项目主要建设内容分为三期：一期工程包括建设年产 2500 吨的高纯五氧化二钒项目、年产 2 万立方米的钒电解液项目以及年产 2000 吨的铝球项目。二期计划建设年产 50 吨的氟化钪项目、年产 1200 吨的铝基中间合金项目以及年产 4 万立方米的钒电解液项目。三期工程主要建设年产 2 万吨的新型含钪高性能铝合金铸棒项目和年产 2 万吨的新型含钪高性能铝合金型材项目。

产业链拓宽，市场竞争力和盈利能力也有望提升。项目的实施将优化公司资源配置，同时利用成熟的技术优势和公司自身的完善产业链，提高市场竞争力和盈利能力，同时响应国家推动新能源发展和实现碳达峰、碳中和目标的战略。项目实施后，公司将拥有“废副资源提取—氧化钪—铝钪中间合金—新型含钪高性能铝合金铸锭—新型含钪高性能铝合金型材”和“废副资源提取—多钒酸钠—五氧化二钒—钒电池电解液”两条完整的产业链，公司产业链进一步拓宽。

钒电池需求有望增长，钒铝合金产业化进程加速。全钒液流电池以其高安全性、长循环寿命和可深度放电等优势在储能领域备受关注。根据国家发展和改革委员会、国家能源局等九部委共同发布的《“十四五”可再生能源发展规划》，提出重点建设钒液流电池产业，且相关政策明确规定三元锂电池不得用于中大型储能，未来钒电池需求有望加速增长。钒铝合金为中间合金，主要作为制作钛合金、高温合金的中间合金及某些特殊合金的元素添加剂。当前，全球仅有美国、德国等少数国家实现了钒铝合金的工业化生产。本项目的实施将促进钒铝合金在中国的产业化进程，提升企业的市场竞争力。此外，新型含钪高性能铝合金以其卓越的强度、延展性和焊接性能，以及适应多种加工工艺的特性，展现出巨大的应用潜力。公司已自主研发并注册“7A48”牌号的新型含钪高性能铝合金，目标市场为高端工业铝型材领域，预计市场规模将达到

千亿级别。

表2: "7A48"新型含钛高性能铝合金主要技术指标

| 项目 | 标准/类型 | 指标数据 |
|----------|----------------|---------|
| 抗拉强度 MPa | | 550-700 |
| 屈服强度 MPa | GB/T228-2010 | 480-680 |
| 伸长率% | | 10-16 |
| 布氏硬度 HB | GB/T231.1-2009 | 150-200 |
| 弹性模量 GPa | / | ≥72 |
| 耐腐蚀性能 | 晶间腐蚀 | 1级 |
| | 剥落腐蚀 | PB级 |
| | 应力腐蚀指数 | 0.025 |

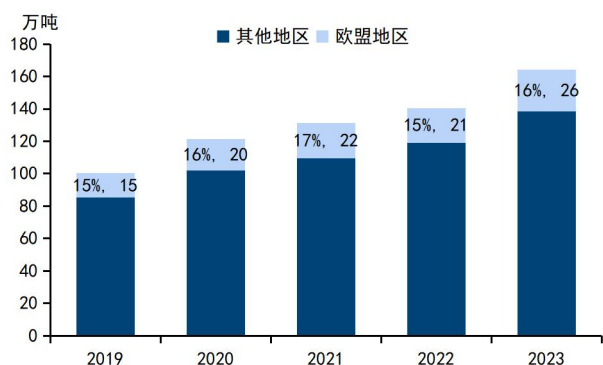
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 欧盟反倾销拟加征钛白粉关税

6月13日晚, 欧盟委员会发布对我国钛白粉的反倾销调查初裁前事实披露材料, 显示拟对中国钛白粉企业加征关税, 其中对龙佰集团拟加征关税达39.7%。该举或将对龙佰集团在欧盟地区的市占率存在负面影响, 但公司自身生产成本优势、矿自给率高的核心竞争力不变, 或将通过增加其他地区份额、布局海外产能等举措来应对。

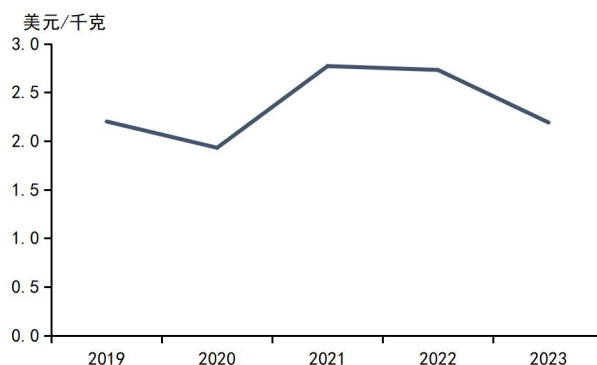
欧盟加征关税影响钛白粉对欧盟地区出口, 但我国企业或可通过其他市场弥补可能的份额损失。2023年我国对欧盟地区的钛白粉出口量约为26万吨, 约占钛白粉总出口量的16%, 且2019至2023年, 该占比一直维持在15%至17%的范围内, 较为稳定。龙佰集团对欧盟地区的钛白粉出口量占其钛白粉总销量的不到10%, 尽管在欧盟市场将存在一定的销售压力, 对公司总体而言影响或较为有限。经济增长和人口增加是全球钛白粉需求增长的主要驱动力, 尤其发展中国家钛白粉需求增速往往更高。预期后续海外企业提高钛白粉售价的概率提升, 我国钛白粉企业也将积极挖掘其他地区的增量市场。

图1: 我国钛白粉年度出口量 (万吨)



资料来源: ITC, 国信证券经济研究所整理 注: 数据标签为占比及出口量。

图2: 我国钛白粉年度出口单价 (美元/千克)



资料来源: ITC, 国信证券经济研究所整理

◆ 近期钛白粉价格有所下降, 钛精矿价格坚挺

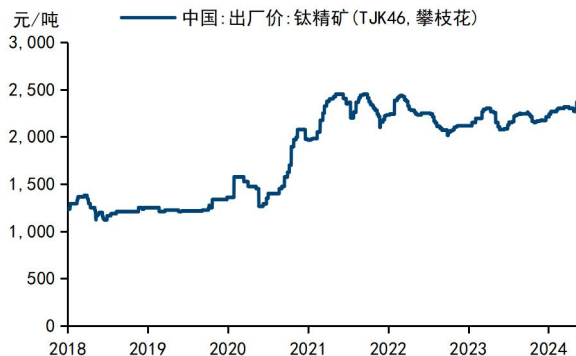
截至 6 月 18 日，2024 年二季度国内钛白粉及钛精矿市场均价同环比提升。据 Wind 数据，截至 6 月 18 日，2024 年二季度国内金红石型钛白粉均价约 16353 元/吨，同比+4%，环比+1%；钛精矿（46%，攀枝花）均价约 2279 元/吨，同比+4%，环比+0.4%。近期钛白粉进入淡季，价格有所回调，而原料端钛精矿价格依然坚挺。

图3：中国金红石型钛白粉现货价（万元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：中国钛精矿出厂价(TJK46, 攀枝花)（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

公司钛白粉行业龙头地位稳固，钛精矿自给率逐步提升，我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 40.1/47.5/48.8 亿元，对应 EPS 为 1.68/1.99/2.05 元，当前股价对应 PE 为 11.4/9.6/9.4 X，维持“优于大市”评级。

表3：可比公司估值表

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 收盘价 (元) | 总市值 (百万元) | EPS | | | PE | | | PB |
|-----------|------|------|---------|-----------|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2023 | 2024E | 2025E | 2023 | 2024E | 2025E | 2024E |
| 000629.SZ | 钒钛股份 | 无评级 | 2.70 | 25,096.59 | 0.11 | 0.14 | 0.16 | 24.5 | 19.3 | 16.9 | 2.1 |
| 002978.SZ | 安宁股份 | 无评级 | 29.74 | 11,925.74 | 2.34 | 2.81 | 3.08 | 12.7 | 10.6 | 9.7 | 1.9 |
| 002601.SZ | 龙佰集团 | 优于大市 | 19.18 | 45,769.10 | 1.35 | 1.68 | 1.99 | 14.2 | 11.4 | 9.6 | 1.9 |

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2024 年 6 月 18 日，无评级公司盈利预测来源于 Wind 一致预期。

◆ 风险提示

项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期；政策风险等。

相关研究报告：

- 《龙佰集团（002601.SZ）-2023 年季度净利逐季提升，钛矿价格稳定高位》——2024-04-25
- 《龙佰集团（002601.SZ）-季度盈利环比持续改善，钛矿自给率再提升》——2023-10-15
- 《龙佰集团（002601.SZ）-2023Q2 盈利环比改善，钛全产业链优势显著》——2023-08-27
- 《龙佰集团（002601.SZ）-行业景气度待回暖，矿产资源巩固核心竞争力》——2023-04-28

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 8726 | 7007 | 8015 | 8992 | 10077 | 营业收入 | 24155 | 26794 | 29136 | 30896 | 32750 |
| 应收款项 | 2614 | 3551 | 3416 | 3687 | 4029 | 营业成本 | 16834 | 19617 | 19811 | 20697 | 22287 |
| 存货净额 | 6547 | 7328 | 7275 | 7501 | 8044 | 营业税金及附加 | 277 | 362 | 371 | 389 | 424 |
| 其他流动资产 | 1967 | 1978 | 2539 | 2496 | 2639 | 销售费用 | 428 | 546 | 590 | 601 | 656 |
| 流动资产合计 | 20110 | 20119 | 21582 | 22959 | 25081 | 管理费用 | 1424 | 999 | 1418 | 1425 | 1354 |
| 固定资产 | 23913 | 28275 | 28990 | 29605 | 29631 | 研发费用 | 1014 | 1014 | 1251 | 1264 | 1329 |
| 无形资产及其他 | 7042 | 6734 | 6464 | 6195 | 5926 | 财务费用 | 102 | 237 | 631 | 562 | 561 |
| 投资性房地产 | 7784 | 7830 | 7830 | 7830 | 7830 | 投资收益 | (91) | (68) | (87) | (82) | (79) |
| 长期股权投资 | 337 | 860 | 1077 | 663 | 772 | 资产减值及公允价值变动 | (29) | (183) | (88) | (100) | (124) |
| 资产总计 | 59186 | 63817 | 65942 | 67252 | 69240 | 其他收入 | (885) | (864) | (1251) | (1264) | (1329) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 7510 | 11179 | 8244 | 8978 | 9467 | 营业利润 | 4086 | 3917 | 4888 | 5776 | 5936 |
| 应付款项 | 15030 | 10279 | 14408 | 14224 | 14166 | 营业外净收支 | (13) | (0) | (16) | (10) | (9) |
| 其他流动负债 | 3638 | 5156 | 5091 | 4934 | 5541 | 利润总额 | 4073 | 3917 | 4872 | 5766 | 5928 |
| 流动负债合计 | 26178 | 26614 | 27743 | 28136 | 29175 | 所得税费用 | 536 | 671 | 835 | 988 | 1016 |
| 长期借款及应付债券 | 8405 | 10757 | 10757 | 10757 | 10757 | 少数股东损益 | 117 | 20 | 24 | 29 | 30 |
| 其他长期负债 | 1336 | 1421 | 1634 | 1912 | 2104 | 归属于母公司净利润 | 3419 | 3226 | 4013 | 4750 | 4882 |
| 长期负债合计 | 9741 | 12179 | 12392 | 12669 | 12862 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 35919 | 38793 | 40135 | 40806 | 42036 | 净利润 | 3419 | 3226 | 4013 | 4750 | 4882 |
| 少数股东权益 | 2449 | 2543 | 2547 | 2551 | 2556 | 资产减值准备 | (59) | 160 | 35 | 5 | 1 |
| 股东权益 | 20818 | 22482 | 23260 | 23895 | 24648 | 折旧摊销 | 1688 | 2483 | 2877 | 3240 | 3482 |
| 负债和股东权益总计 | 59186 | 63817 | 65942 | 67252 | 69240 | 公允价值变动损失 | 29 | 183 | 88 | 100 | 124 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 102 | 237 | 631 | 562 | 561 |
| 每股收益 | 1.43 | 1.35 | 1.68 | 1.99 | 2.05 | 营运资本变动 | 3301 | (4770) | 3952 | (510) | (285) |
| 每股红利 | 1.33 | 1.17 | 1.36 | 1.73 | 1.73 | 其它 | 68 | (158) | (30) | (1) | 3 |
| 每股净资产 | 8.71 | 9.43 | 9.75 | 10.02 | 10.34 | 经营活动现金流 | 8446 | 1126 | 10934 | 7584 | 8207 |
| ROIC | 11.21% | 8.66% | 10% | 12% | 12% | 资本开支 | 0 | (6419) | (3459) | (3693) | (3364) |
| ROE | 16.42% | 14.35% | 17% | 20% | 20% | 其它投资现金流 | 241 | 0 | (80) | 53 | (9) |
| 毛利率 | 30% | 27% | 32% | 33% | 32% | 投资活动现金流 | 2220 | (6942) | (3756) | (3226) | (3482) |
| EBIT Margin | 17% | 16% | 20% | 21% | 20% | 权益性融资 | 42 | 1057 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 24% | 25% | 29% | 32% | 31% | 负债净变化 | 4606 | 2352 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 17% | 11% | 9% | 6% | 6% | 支付股利、利息 | (3174) | (2790) | (3235) | (4115) | (4129) |
| 净利润增长率 | -27% | -6% | 24% | 18% | 3% | 其它融资现金流 | (11133) | 3916 | (2935) | 734 | 489 |
| 资产负债率 | 65% | 65% | 65% | 64% | 64% | 融资活动现金流 | (8227) | 4096 | (6170) | (3381) | (3640) |
| 股息率 | 6.9% | 6.1% | 7.1% | 9.0% | 9.0% | 现金净变动 | 2439 | (1719) | 1008 | 977 | 1085 |
| P/E | 13.4 | 14.2 | 11.4 | 9.6 | 9.4 | 货币资金的期初余额 | 6287 | 8726 | 7007 | 8015 | 8992 |
| P/B | 2.2 | 2.0 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 货币资金的期末余额 | 8726 | 7007 | 8015 | 8992 | 10077 |
| EV/EBITDA | 13.9 | 12.5 | 10.0 | 8.9 | 8.6 | 企业自由现金流 | 0 | (5179) | 8088 | 4441 | 5384 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 1089 | 4630 | 4709 | 5409 |

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 | 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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