

上能电气 (300827.SZ)

股权激励首批授予，海外光储业务顺利推进

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
联系人: 陈抒扬 0755-81982965 chenshuyang@guosen.com.cn

事项:

2022年9月13日,上能电气公告由于2022年限制性股票激励授予条件已经成就,同意向激励对象首次授予限制性股票。本次授予限制性股票数量377.8万股,共授予171人,授予价格为34.24元/股。我们认为公司通过限制性股票及时对核心员工进行有效的激励,有利于稳定和凝聚团队,巩固公司在国内光伏和储能市场的领先地位,促进海外市场的开拓发展。

国信电新观点:

1) 国内市场方面:公司在集中式光伏电站逆变器市场和大型储能市场保持领先地位,2022年上半年公司在国内央企招标中保持前三的领先地位;分布式光伏逆变器推出后市场反响较好。国内储能变流器市场保持市占率第一。

2) 海外市场方面:上半年公司海外营收占比34%,各类产品已进入超20个国家,未来公司有望突破北美大储市场、欧洲分布式光伏及户储市场等;公司首个海外100MW储能项目于今年7月29日顺利发货。

3) 我们认为过去两年国内集中式光伏逆变器行业普遍因功率器件短缺和项目开工率低的问题影响了出货量。随着上游原材料产能逐步投放,2023年下半年相关制约因素得到缓解,公司充分受益于下游光伏和储能行业景气度,中长期出货量增长趋势良好。

4) 我们预计公司2022-2024年光伏逆变器出货量分别达到9/19/25.5GW,储能变流器出货量分别达到1.32/2.5/5GW,储能集成系统出货200/600/1200MW。截至上半年,公司在手订单充足并达到20亿元,预计下半年国内光伏集中式电站和大型储能系统进入安装旺季,出货量环比大幅增长。

预计2022-2024年归母净利润1.05/3.49/5.68亿元,同比增速78%/233%/63%,对应当前动态PE131/39/24。采用FCFF估值方法,得到公司的合理估值区间为66.25-76.41元,对应2023年动态PE区间为45-52倍,较公司当前股价有15%-32%的溢价空间。首次覆盖给予“买入”评级。

评论:

◆ 公司主营业务介绍

公司主营业务为电力电子设备的研发、生产、销售。主要产品包括光伏逆变器、储能双向变流器(PCS)以及储能系统的集成业务。

公司光伏逆变器产品主要面向大型地面光伏电站、山地光伏电站、水面光伏电站以及工商业屋顶光伏电站,连续多年出货量位居全球前列,长期稳居全球一线光伏逆变器供应商地位。根据IHS Markit的2021年全球光伏逆变器市场排行榜,上能电气出货量排名全球第八,较2020年排名提升2名。2021年公司光伏逆变器板块主营业务收入为8.8亿元,销售规模达到7.45GW。

公司目前储能产品包括交流/直流储能变流器及储能集成系统。储能集成系统采用磷酸铁锂电池,循环寿命长、一致性高、环境适应性好;适用于发电侧、电网侧、用户侧及微电网等储能领域。2021年公司储能板块实现营业收入1.4亿元,销售储能双向变流器容量620MW。

电能质量治理：电能质量治理产品是一种用于动态谐波抑制、补偿无功的新型电力电子装置，能够滤除电网中含有的电流谐波成分和提供无功补偿，提高电能质量，广泛应用于工业、商业和机关团体的配电网中，如：地铁、电力系统、电解电镀企业、水处理设备、石化企业、半导体加工企业、大型商场及办公大楼、精密电子企业、机场/港口的供电系统、医疗机构等。2021 年公司电能质量治理板块实现营业收入 3950 万元，实现销售量 3938 台。

表 1：2019-2022 年 H1 分板块营业收入及毛利率（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022H1
营业收入				
光伏行业	-	892.6	883.1	346.8
储能(行业)	-	60.1	141.5	38.1
电能质量治理行业	-	33.1	39.5	26.4
备件及技术服务(行业)	-	17.7	27.4	9.8
毛利率				
光伏行业	28%	25%	23%	21%
储能(行业)	65%	-	25%	29%
电能质量治理行业	32%	-	-	-
备件及技术服务(行业)	72%	-	-	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2019 年、2020 年、2021 年，公司综合毛利率分别为 29.81%、25.74%、24.61%，毛利率呈下降趋势。公司产品为电力电子产品，受产品升级迭代影响，传统机型单价逐年下降；而原材料以电子元器件为主，近年部分电子元器件产品持续涨价及芯片周期性缺货，导致原材料采购成本有所提高。

表 2：公司主要产品销售量

销售量	2019	2020	2021
光伏逆变器 (GW)	4.93	5.97	7.45
储能双向变流器 (MW)	66.68	146	619.51
电能质量治理 (台)	2862	2634	3938

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 良好的市场口碑和客户基础

公司凭借研发及技术优势，获得了客户的广泛认可，奠定了公司的行业地位和品牌优势。2021 年公司前五大客户分别为 AVAADA（印度）、国电投、中国电建、中国大唐和中核工业集团，均为国内外主流的新能源开发企业，合计销售收入占比为 35%。

国内市场，经过多年的市场耕耘和积累，公司已经与中核集团、华电集团、国电投集团、国家能源集团、华能集团、中国节能集团等央企发电集团建立起了稳固的合作关系，同时深耕省属大型国有企业、大型民营能源投资集团以及国内主要光伏 EPC，长期稳居国内一线供应商地位。

海外市场，公司已经与 AVAADA、SOFTBANK、TATA、ACME、ABG、RENEW、LNT、STERLING、MAHINDRA、B. GRIMM、SUPER、BELECTRIC 等世界级企业集团建立战略合作关系。目前产品已广泛应用在印度、新加坡、越南、韩国、巴西、泰国、乌克兰、希腊、马来西亚、俄罗斯等海外光伏项目。在印度、西班牙、阿联酋、欧洲建立了营销中心，全球化布局分步落实。

近年来公司海外业务快速发展。2019-2022 年上半年公司出口业务占比分别为 12.68%、15.62%、22.94% 和 34.41%，占比持续上升。今年下半年公司发力其他细分市场，包括以北美市场为主的大型储能电站市场开拓、欧洲的分布式光伏及户储市场等。今年 7 月，公司首个海外 100MW 储能项目于 7 月顺利发货。

◆ 上半年受到疫情和供应链影响，下半年出货量弹性可期

2022 年公司实现营业收入 4.21 亿元，同比增长 6.33%；归母净利润为 0.23 亿元，同比减少 4.05%；扣非净利润为 0.19 亿元，同比增长 1.23%。上半年受制于 IGBT 等关键原材料供应紧张及疫情的影响，同时公

公司在研发投入和销售渠道拓展上继续加大投入，公司净利润出现下滑。上半年国内实现销售收入 2.76 亿元，销售容量 1682MW；同时实现海外收入 1.45 亿元，我们估计海外光伏逆变器销量超过 900MW，上半年合计光伏逆变器销售容量约 2.5GW。截至 6 月底，公司在手订单超过 20 亿元，预计下半年随着国内光伏和储能电站建设加速，公司销量和营收环比增速可期。

◆ 发行 4.2 亿元可转债加码储能业务

随着政策支持力度加大、市场机制逐渐理顺、多领域融合渗透，储能成本的持续下降，我国储能项目装机规模快速增加、商业模式逐渐建立，储能发展市场空间巨大。公司深耕电力电子行业，持续关注储能领域，近年来公司获得 2020 年度中国十大储能 PCS 企业、2020 年度中国储能产业最佳系统集成解决方案企业奖、“北极星杯”2020 年度影响力光储融合解决方案企业、2021 年度中国储能产业最佳储能技术创新奖、2021 年度中国储能产业最佳 PCS 供应商奖等奖项。目前公司储能变流器相关产品已大规模应用在“光伏+储能”、“风电+储能”等领域，如张家口奥运风光城多能互补集成化示范工程、平海电厂火电联合储能调频项目、湖南华润桥口电厂火电调频项目等多个项目。根据中关村储能产业技术联盟的统计，2020 年度，公司储能变流器产品在国内的市场占有率处于国内前列，具有较强的竞争力。

2022 年 6 月，公司发行 4.2 亿元可转换债券用于年产 5GW 储能变流器及储能系统集成建设项目、研发中心扩建项目及补充流动资金。其中储能项目计划投资 3.6 亿元，用于扩充公司储能变流器及储能系统集成业务的生产能力，同时大幅度升级公司生产线的自动化、智能化程度。

表3：年产 5GW 储能变流器及储能系统集成建设项目明细

序号	产品	新增产能 (GW)
1	储能变流器 (GW)	5
2	储能集成系统 (储能电池 PACK 自产) (GWh)	1
3	储能集成系统 (储能电池 PACK 外购) (GWh)	2

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 限制性股票方案落地提升团队凝聚力

2022 年 9 月 13 日，上能电气公告由于 2022 年限制性股票激励授予条件已经成就，同意向激励对象首次授予限制性股票。本次授予限制性股票数量 377.80 万股，共授予 171 人，授予价格为 34.24 元/股。我们认为公司通过限制性股票及时对核心员工进行有效的激励，有利于稳定和凝聚团队，巩固公司在国内光伏和储能市场的领先地位，促进海外市场的开拓发展。

本次股权激励计划首次授予限制性股票 377.80 万股，占总授予量的 80.38%，授予时间 2022 年 9 月 13 日，授予价格为 34.24 元/股，考核年度为 2022-2024 年，每年考核一次。另有预留部分数量为 92.20 万股，占比 19.62%，若 2021 年之前授予完成，考核和首次授予部分一样；若在 2023 年授予完成，则考核年度为 2023-2024 年，每年考核一次。

表4：限制性股票激励计划考核目标

归属期	业绩考核目标
第一个归属期 (2022 年)	公司需满足下列两个条件之一： 1、2022 年营业收入不低于 16.39 亿元； 2、2022 年净利润不低于 0.77 亿元。
第二个归属期 (2023 年)	公司需满足下列两个条件之一： 1、2023 年营业收入不低于 21.85 亿元； 2、2023 年净利润不低于 0.94 亿元。
第三个归属期 (2024 年)	公司需满足下列两个条件之一： 1、2024 年营业收入不低于 27.31 亿元； 2、2024 年净利润不低于 1.12 亿元。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5: 限制性股票激励预留授予部分考核目标

预留授予部分 归属期	业绩考核目标
第一个归属期（2023年）	公司需满足下列两个条件之一： 1、2023年营业收入不低于21.85亿元； 2、2023年净利润不低于0.94亿元。
第二个归属期（2024年）	公司需满足下列两个条件之一： 1、2024年营业收入不低于27.31亿元； 2、2024年净利润不低于1.12亿元。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测：2022-2024年归母净利润1.05/3.49/5.68亿元，同比增速78%/233%/63%。

我们预计公司2022-2024年光伏逆变器出货量分别达到9/19/25.5GW，储能变流器出货量分别达到1.32/2.5/5GW，储能集成系统出货200/600/1200MW，对应2022-2024年光伏逆变器产品营业收入12.9/33.2/45.9亿元，储能产品营业收入6.5/16.5/32.0亿元。我们预计公司2022-2024年合计营业收入20.1/50.4/78.6亿元，同比增速84%/150%/56%；归母净利润1.05/3.49/5.68亿元，同比增速78%/233%/63%。

表6: 分部收入及盈利预测（百万元、%）

	2022E	2023E	2024E	2025E
光伏逆变器产品				
营业收入	1293	3320	4587	5537
营业成本	1046	2549	3591	4346
毛利率 (%)	19%	23%	22%	22%
储能产品				
营业收入	652	1650	3200	4560
营业成本	535	1394	2585	3660
毛利率 (%)	18%	16%	19%	20%
电能质量治理产品				
营业收入	41	44	46	48
营业成本	30	31	33	35
毛利率 (%)	28%	28%	28%	28%
其他				
营业收入	27	27	27	27
营业成本	8	8	8	8
毛利率 (%)	72%	72%	72%	72%
合计				
营业收入	2014	5041	7860	10172
yoy	84%	150%	56%	29%
营业成本	1618	3982	6217	8048
毛利率 (%)	20%	21%	21%	21%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理及预测

表7: 盈利预测及市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入(百万元)	1,004	1,092	2,014	5,041	7,860	10,172	11,698	12,868	14,154	15,287
(+/-%)	8.8%	8.8%	84.3%	150.3%	55.9%	29.4%	15.0%	10.0%	10.0%	8.0%
净利润(百万元)	77	59	105	349	568	745	1073	1306	1483	1628
(+/-%)	-7.6%	-23.9%	78.1%	232.9%	62.5%	31.3%	44.0%	21.7%	13.6%	9.7%
每股收益(元)	1.06	0.45	0.44	1.47	2.39	3.14	4.52	5.50	6.24	6.85
EBIT Margin	7.9%	6.0%	6.9%	8.8%	9.2%	9.2%	11.3%	12.3%	12.3%	12.3%
净资产收益率(ROE)	12.3%	6.8%	11.2%	30.5%	36.4%	30.6%	31.9%	30.0%	27.3%	24.6%
市盈率(PE)	54.7	129.4	130.8	39.3	24.2	18.4	12.8	10.5	9.3	8.4
EV/EBITDA	61.7	112.8	104.0	40.2	27.3	22.6	16.4	13.4	12.6	12.0
市净率(PB)	5.01	8.58	13.98	10.48	7.59	5.63	4.08	3.16	2.52	2.07

资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

◆ 绝对估值法: 合理估值区间 66.25-76.41 元

公司在光伏市场拥有行业领先地位, 海外市占率提升空间巨大, 同时通过渠道布局和客户拓展, 公司组串式和集中式产品均有长足发展潜力, 同时储能变流器业务处于快速成长的黄金赛道。根据以下主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得到公司的合理估值区间为 66.25-76.41 元, 对应 2023 年动态 PE 区间为 45-52 倍, 较公司当前股价有 15%-32% 的溢价空间。

表8: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.90	Kd	5.00%
无风险利率	3.60%	T	15.00%
股票风险溢价	5.50%	Ka	8.55%
公司股价	57.77	有杠杆 Beta	0.98
发行在外股数	238	Ke	8.98%
股票市值(E)	13726	E/(D+E)	85.00%
债务总额(D)	1261	D/(D+E)	15.00%
永续增长率 TV	2.0%	WACC	8.27%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表9: FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
EBIT	139.7	444.2	723.8	934.9	1322.8	1583.8	1742.2	1881.5	1994.4	2094.1	
所得税税率	5%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
EBIT*(1-所得税税率)	132.7	377.5	615.2	794.7	1124.4	1346.2	1480.8	1599.3	1695.3	1780.0	
折旧与摊销	16.1	19.9	24.9	29.2	32.4	34.9	37.4	39.2	39.9	39.9	
营运资金的净变动	(1163.7)	(775.4)	(496.4)	(667.3)	(534.2)	354.3	1239.2	1106.2	398.3	(15.3)	
资本性投资	(120.0)	(120.0)	(120.0)	(70.0)	(70.0)	(70.0)	(70.0)	0.0	0.0	0.0	
FCFF	(1134.8)	(498.0)	23.6	86.6	552.6	1665.4	2687.4	2744.8	2133.4	1804.6	29345.9
PV(FCFF)	(1048.1)	(424.9)	18.6	63.0	371.4	1033.7	1540.7	1453.3	1043.3	815.1	13254.8
核心企业价值	18121.0										
减: 净债务	1247.3										
股票价值	16873.7										
每股价值	71.02										

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表10: 绝对估值敏感性分析

	7.9%	8.1%	8.27%	8.5%	8.7%
71.02					
2.6%	85.24	81.11	77.28	73.71	70.39
2.4%	82.58	78.68	75.05	71.66	68.50
2.2%	80.10	76.41	72.97	69.75	66.73
2.0%	77.80	74.29	71.02	67.95	65.06
1.8%	75.64	72.31	69.19	66.25	63.50
1.6%	73.63	70.45	67.47	64.66	62.02
1.4%	71.74	68.70	65.85	63.16	60.62

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

◆ 投资建议:

我们预计公司 2022-2024 年光伏逆变器出货量分别达到 9/19/25.5GW, 储能变流器出货量分别达到 1.32/2.5/5GW, 储能集成系统出货 200/600/1200MW。截至上半年, 公司在手订单充足并达到 20 亿元, 预计下半年国内光伏集中式电站和大型储能系统进入安装旺季, 出货量环比大幅增长。预计 2022-2024 年归母净利润 1.05/3.49/5.68 亿元, 同比增速 78%/233%/63%, 对应当前动态 PE 131/39/24。采用 FCFF 估值方法, 得到公司的合理估值区间为 66.25-76.41 元, 对应 2023 年动态 PE 区间为 45-52 倍, 较公司当前股价有 15%-32%的溢价空间。首次覆盖给予“买入”评级。

◆ 风险提示

贸易摩擦政策变动; 原材料价格上涨; 新冠疫情反复导致光伏装机不及预期、全球供应链紧张。

相关研究报告:

《上能电气-300827-2020 年半年报点评: 海外疫情暂时递延销售, 光储战略加快成长》——2020-09-03

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	638	786	800	800	800	营业收入	1004	1092	2014	5041	7860
应收款项	648	650	993	2348	3445	营业成本	746	824	1618	3982	6217
存货净额	387	698	1103	2210	3230	营业税金及附加	3	2	4	10	15
其他流动资产	116	102	81	119	124	销售费用	67	70	101	252	354
流动资产合计	2003	2271	3023	5570	7737	管理费用	33	39	64	130	200
固定资产	94	203	290	374	453	研发费用	76	93	91	227	354
无形资产及其他	24	21	38	54	71	财务费用	22	11	29	33	56
投资性房地产	126	202	101	252	236	投资收益	4	6	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(14)	(9)	0	0	0
资产总计	2247	2697	3452	6251	8497	其他收入	37	19	4	4	4
短期借款及交易性金融负债	155	161	1181	1800	1798	营业利润	71	60	110	411	668
应付款项	1101	1558	1054	2605	4071	营业外净收支	6	0	0	0	0
其他流动负债	122	41	88	217	337	利润总额	76	60	110	411	668
流动负债合计	1381	1788	2383	4774	6442	所得税费用	(1)	1	6	62	100
长期借款及应付债券	0	0	80	160	240	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	21	20	7	7	7	归属于母公司净利润	77	59	105	349	568
长期负债合计	21	20	87	167	247	现金流量表（百万元）					
负债合计	1402	1809	2471	4941	6689	净利润	77	59	105	349	568
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(14)	(2)	0	0	0
股东权益	845	888	982	1310	1807	折旧摊销	12	18	16	20	25
负债和股东权益总计	2247	2697	3452	6251	8497	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	22	11	29	33	56
每股收益	1.06	0.45	0.44	1.47	2.39	营运资本变动	204	97	(1164)	(775)	(496)
每股红利	0.20	0.09	0.09	0.29	0.48	其它	(247)	(61)	16	33	56
每股净资产	11.52	6.73	4.13	5.51	7.61	经营活动现金流	33	112	(1026)	(373)	152
ROIC	12%	7%	8%	14%	18%	资本开支	(52)	(138)	(120)	(120)	(120)
ROE	12%	7%	11%	30%	36%	其它投资现金流	(195)	192	101	(151)	16
毛利率	26%	25%	20%	21%	21%	投资活动现金流	(248)	54	(19)	(271)	(104)
EBIT Margin	8%	6%	7%	9%	9%	权益性融资	356	(1)	0	0	0
EBITDA Margin	9%	8%	8%	9%	10%	负债净变化	138	8	1100	699	78
收入增长	9%	9%	84%	150%	56%	支付股利、利息	0	(15)	(12)	(21)	(70)
净利润增长率	-8%	-24%	78%	233%	63%	其它融资现金流	(22)	(11)	(29)	(33)	(56)
资产负债率	62%	67%	72%	79%	79%	融资活动现金流	472	(19)	1059	644	(48)
息率	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.5%	现金净变动	257	147	14	0	0
P/E	54.7	129.5	130.9	39.3	24.2	货币资金的期初余额	321	638	786	800	800
P/B	5.0	8.6	14.0	10.5	7.6	货币资金的期末余额	638	786	800	800	800
EV/EBITDA	61.67	112.85	103.96	40.23	27.27	企业自由现金流	245	41	(1135)	(498)	24
						权益自由现金流	360	38	(63)	172	54

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