

行业评级：

房地产

增持（维持）

贾亚童 执业证书编号：S0570517090003
研究员 jiatong@htsc.com

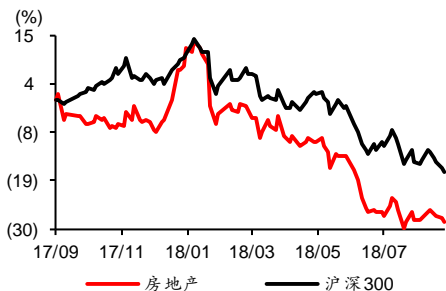
韩笑 执业证书编号：S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《房地产：行业周报(第三十六周)》2018.09
- 2《新城控股(601155,买入):8月销售同比大增171%》2018.09
- 3《中南建设(000961,买入):8月销售持续高速增长》2018.09

一年内行业走势图



资料来源：Wind

开发投资坚韧，销售增速出现放缓

2018年1-8月房地产行业数据点评

核心观点

我们认为开发投资坚韧的根源可能依旧是土地购置费的高增长，后续随着土地购置费增长承压，以及施工投资在资金面紧张的环境下可能的持续萎缩，我们预计开发投资增速或将平稳回落。销售增速已出现放缓迹象，新房市场或将面临供给边际增加而需求下滑的局面，叠加2017年9月起销售基数提升，销售增速或将逐渐放缓。我们认为A股15家TOP50房企2018中报结转规模和盈利质量明显更优，融资和杠杆空间的相对优势开始显现，或将进一步巩固TOP50相对优势，建议持续关注TOP50上市房企，如绿地控股、新城控股、中南建设、金地集团等。

土地购置费+施工投资承压，开发投资增速预计平稳回落

2018年1-8月开发投资同比增长10.1%，增速比1-7月回落0.1个百分点，我们认为坚韧的根源可能依旧是土地购置费的高增长。我们预计土地购置费和施工投资增速将承压，后续开发投资增速或将平稳回落。土地购置费方面：第一，2017年7月是土地购置费低于2000亿元的最后一个月份，后续基数逐渐抬升；第二，土拍热度减弱、流拍增加，Wind土地成交总价6、8月出现当月同比下滑，这些土地投资的滞后确认将拉低土地购置费增速。施工投资方面，受资金链压力影响，2018年3月以来同比负增长；若后续资金面紧张难以改善，我们预计施工投资或将持续萎缩。

销售增速出现见顶迹象，后续面临供需结构边际恶化的考验

2018年1-8月全国商品房销售面积累计同比上涨4.0%，销售金额累计同比上涨14.5%，当月值环比出现下滑。我们认为8月销售当月同比依然保持正增长，更多是因为供给端房企在资金链压力下存在加速推盘获取销售回款的诉求。需求端方面，调控政策仍在收紧，8月全国首套房贷款利率环比提升2bp至5.69%（2017年以来保持连续增长态势），棚改货币化安置的因城施策意味着部分低库存地区需求支持力度的下降，都将对需求形成压制。我们认为，未来新房市场或将面临供给边际增加而需求下滑的局面，叠加2017年9月起销售基数提升，后续销售增速或将逐渐放缓。

TOP50中报靓丽，盈利和融资相对优势凸显

A股15家TOP50上市房企2018中报结转规模和盈利质量明显更优，融资和杠杆空间的相对优势开始显现。我们认为龙头房企内生现金流和外部融资优势突出，在行业盈利空间收窄的趋势下能够充分挖掘存量市场的并购红利，资源分配的优化尤其是融资表现的分化或将进一步巩固TOP50的相对优势。根据Wind一致预期，当前TOP50上市房企2018平均PE 7.2倍，建议继续关注TOP50房企绿地控股、新城控股、中南建设、金地集团等。

风险提示：房企资金面持续紧张；棚改支持力度下降带动三四线成交走低；房贷利率水平持续抬升；需求端去杠杆超预期。

正文目录

投资增速维持高位，拿地、新开工继续上扬.....	4
开发投资增速维持高位.....	4
土地购置面积累计增速继续上扬.....	4
新开工面积累计增速连涨四个月.....	5
销售增速或现见顶态势.....	7
到位资金各项构成的累计增速继续改善.....	9
投资建议.....	11

图表目录

图表 1： 全国房地产开发投资累计完成额（万亿元）	4
图表 2： 全国房地产开发投资当月完成额（亿元）	4
图表 3： 全国住宅开发投资累计完成额（万亿元）	4
图表 4： 全国住宅开发投资当月完成额（亿元）	4
图表 5： 全国房地产开发企业土地购置面积累计值（亿平）	5
图表 6： 全国房地产开发企业土地购置面积当月值（万平）	5
图表 7： 全国房地产开发企业土地成交价款累计值（亿元）	5
图表 8： 全国房地产开发企业土地成交价款当月值（亿元）	5
图表 9： 全国房屋新开工面积累计值（亿平）	5
图表 10： 全国房屋新开工面积当月值（万平）	5
图表 11： 全国住宅新开工面积累计值（亿平）	6
图表 12： 全国住宅新开工面积当月值（万平）	6
图表 13： 全国房屋施工面积累计值（亿平）	6
图表 14： 全国房屋竣工面积累计值（亿平）	6
图表 15： 全国商品房销售面积累计值（亿平）	7
图表 16： 全国商品房销售面积当月值（万平）	7
图表 17： 全国商品住宅销售面积累计值（亿平）	7
图表 18： 全国商品住宅销售面积当月值（万平）	7
图表 19： 全国商品房销售金额累计值（万亿）	8
图表 20： 全国商品房销售金额当月值（亿）	8
图表 21： 全国商品住宅销售金额累计值（万亿）	8
图表 22： 全国商品住宅销售金额当月值（亿）	8
图表 23： 商品房待售面积及去化周期（三个月移动平均）	8
图表 24： 房地产开发企业到位资金（万亿元）	9
图表 25： 房地产开发企业到位资金（亿元）	9
图表 26： 房地产开发到位资金中国内贷款累计值（万亿元）	9
图表 27： 房地产开发到位资金中国内贷款当月值（亿元）	9
图表 28： 房地产开发到位资金中自筹资金累计值（万亿元）	10

图表 29: 房地产开发到位资金中自筹资金当月值 (亿元)	10
图表 30: 房地产开发到位资金中定金及预收款累计值 (万亿元)	10
图表 31: 房地产开发到位资金中定金及预收款累计值 (万亿元)	10
图表 32: 房地产开发到位资金中个人按揭贷款累计值 (万亿元)	10
图表 33: 房地产开发到位资金中个人按揭贷款当月值 (亿元)	10
图表 34: 2018年1-7月土地购置费累计增速创新高	11
图表 35: 2018年7月起百城住宅类地块成交总价同比下滑	11
图表 36: 土地购置费驱动开发投资增长, 施工投资负增长 (单位: 亿元)	11
图表 37: 2018年以来施工面积累计同比增速提升, 竣工面积下滑	12
图表 38: 2018年1-8月停工面积进一步扩大	12

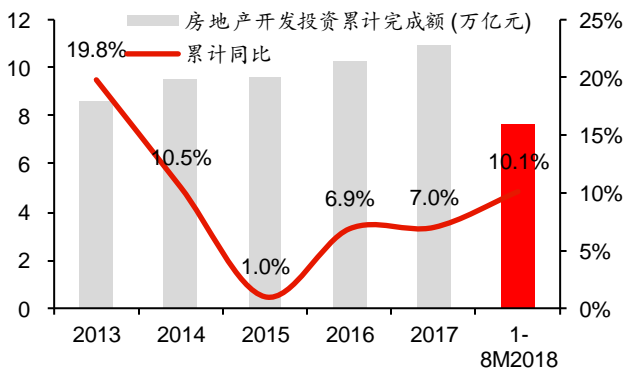
投资增速维持高位，拿地、新开工继续上扬

开发投资增速维持高位

2018年1-8月全国房地产开发投资累计完成额为7.65万亿元，同比上涨10.1%，增速较1-7月下跌0.1个百分点；其中住宅开发投资累计完成额为5.41万亿元，同比上涨14.1%，增速较1-7月下跌0.1个百分点。

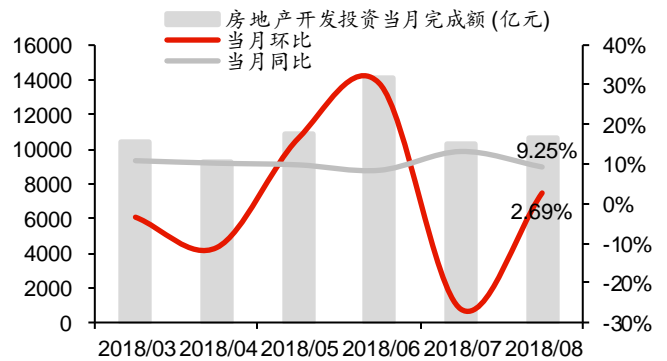
2018年8月全国房地产开发投资完成额为1.06万亿元，环比上涨2.7%，同比上涨9.3%。8月全国住宅开发投资完成额为0.77万亿元，环比上涨2.9%，同比上涨13.5%。

图表1: 全国房地产开发投资累计完成额(万亿元)



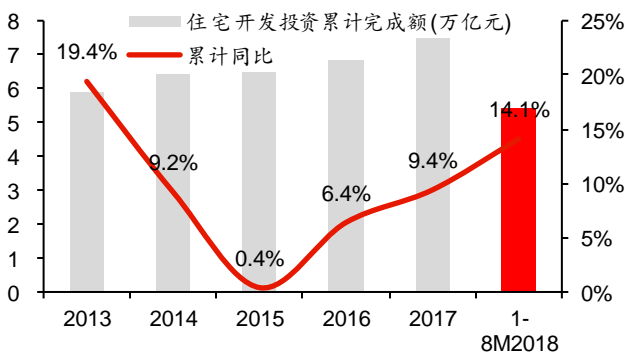
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表2: 全国房地产开发投资当月完成额(亿元)



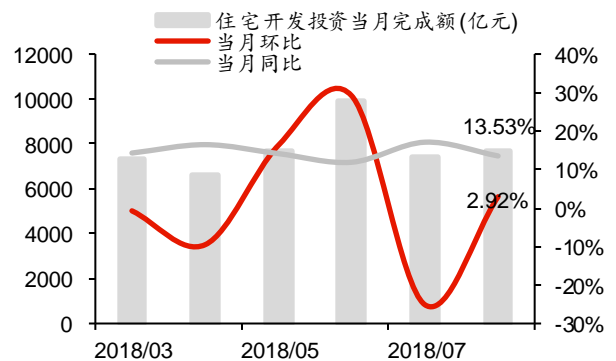
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表3: 全国住宅开发投资累计完成额(万亿元)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表4: 全国住宅开发投资当月完成额(亿元)



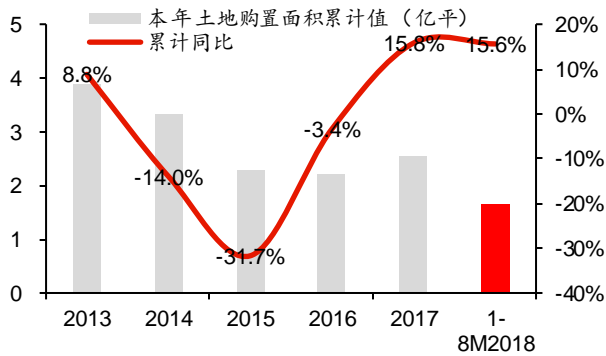
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

土地购置面积累计增速继续上扬

2018年1-8月全国房地产开发企业土地购置面积为1.65亿平，同比上涨15.6%，增速较1-7月上涨4.3个百分点。1-8月土地成交价款为8177.00亿元，同比上涨23.7%，增速较1-7月上涨1.8个百分点。

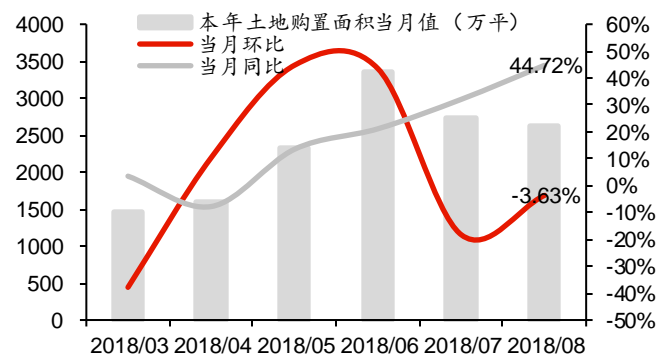
2018年8月土地购置面积为2633.39万平，环比下跌3.6%，同比上涨44.7%。8月土地成交价款为1558.11亿元，环比上涨15.1%，同比上涨31.9%。

图表5: 全国房地产开发企业土地购置面积累计值 (亿平)



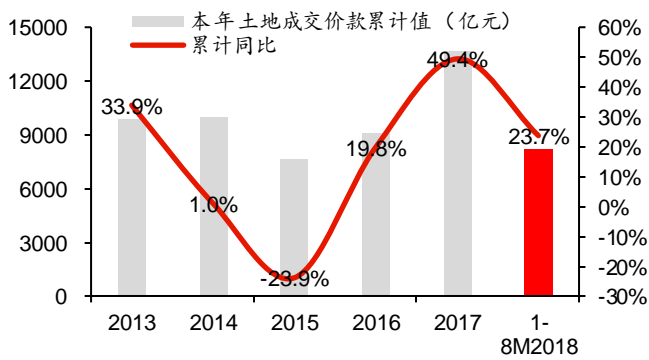
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表6: 全国房地产开发企业土地购置面积当月值 (万平)



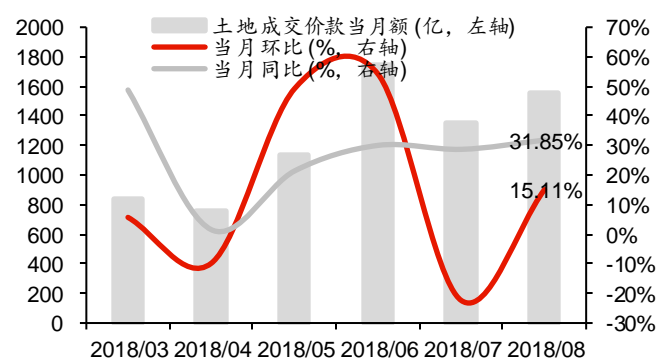
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表7: 全国房地产开发企业土地成交价款累计值 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表8: 全国房地产开发企业土地成交价款当月值 (亿元)



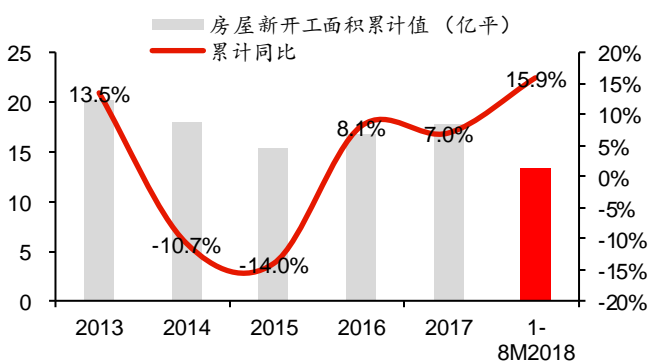
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

新开工面积累计增速连涨四个月

2018年1-8月全国房屋新开工面积为13.33亿平, 同比上涨15.9%, 增速较1-7月上涨1.5个百分点。其中住宅新开工面积为9.83亿平, 同比上涨19.7%, 增速较1-7月上涨1.7个百分点。

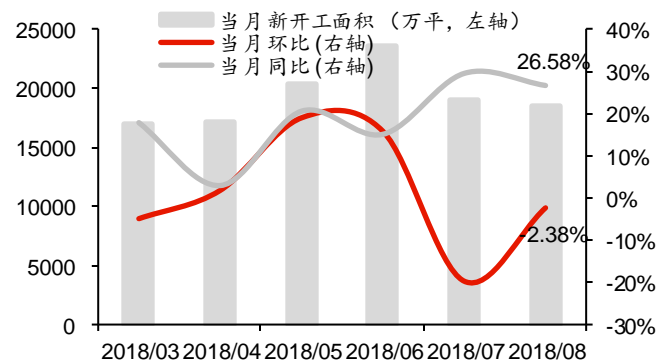
2018年8月全国房屋新开工面积为1.85亿平, 环比下跌2.4%, 同比上涨26.6%。8月全国住宅新开工面积为1.36亿平, 环比下跌3.2%, 同比上涨31.2%。

图表9: 全国房屋新开工面积累计值 (亿平)



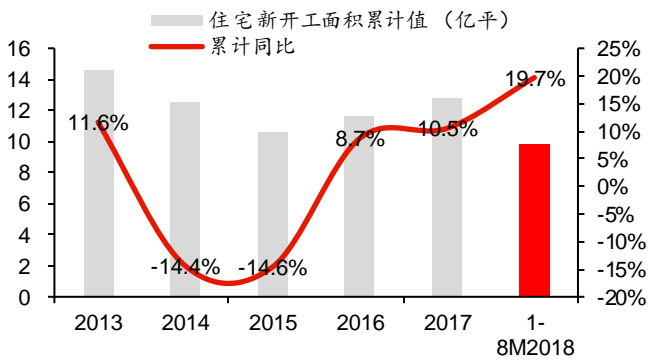
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表10: 全国房屋新开工面积当月值 (万平)



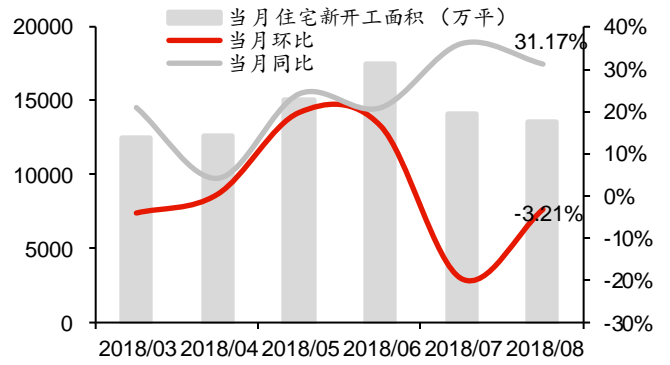
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表 11: 全国住宅新开工面积累计值 (亿平)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

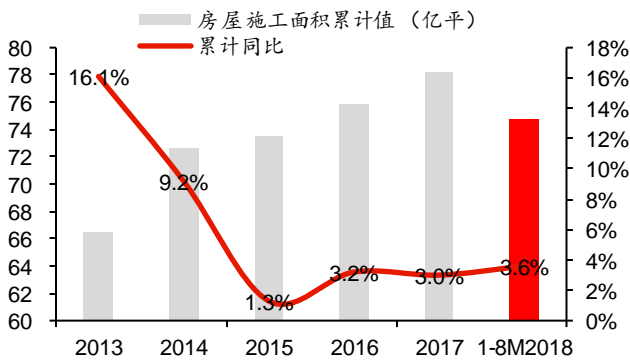
图表 12: 全国住宅新开工面积当月值 (万平)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

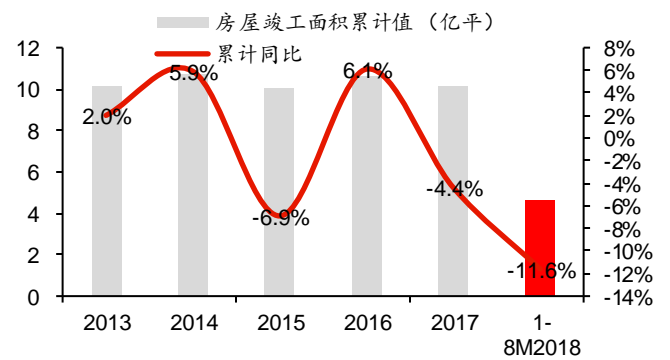
2018年1-8月全国房屋施工面积为74.77亿平, 同比上涨3.6%, 增速较1-7月上涨0.6个百分点。1-8月全国房屋竣工面积为4.62亿平, 同比下降11.6%, 降幅较1-7月扩大1.1个百分点。

图表 13: 全国房屋施工面积累计值 (亿平)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表 14: 全国房屋竣工面积累计值 (亿平)



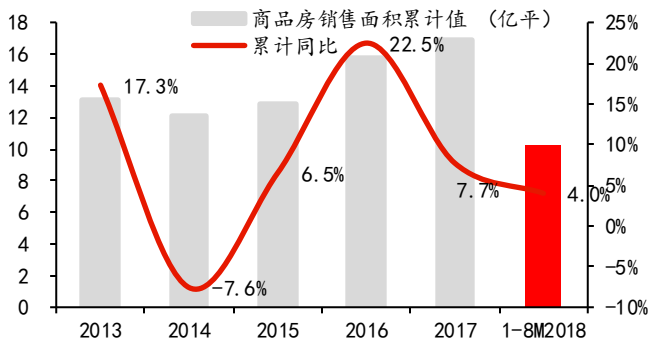
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

销售增速或现见顶态势

2018年1-8月全国商品房销售面积为10.25亿平，同比上涨4.0%，增速较1-7月下跌0.2个百分点；其中，商品住宅销售面积为8.89亿平，同比上涨4.1%，增速较1-7月下跌0.2个百分点。

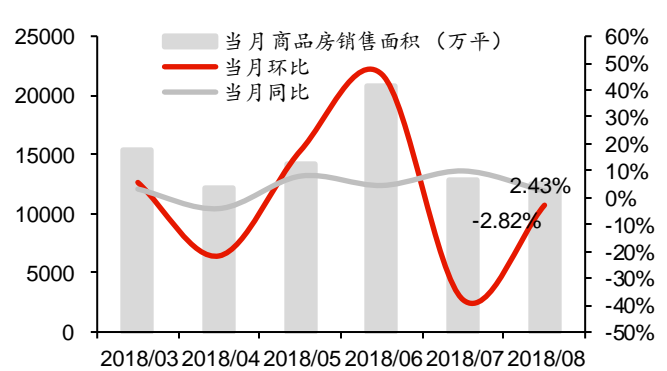
2018年8月全国商品房销售面积为1.25亿平，环比下跌2.8%，同比上涨2.4%；其中，商品住宅销售面积为1.11亿平，环比下跌2.9%，同比上涨2.8%。

图表15: 全国商品房销售面积累计值(亿平)



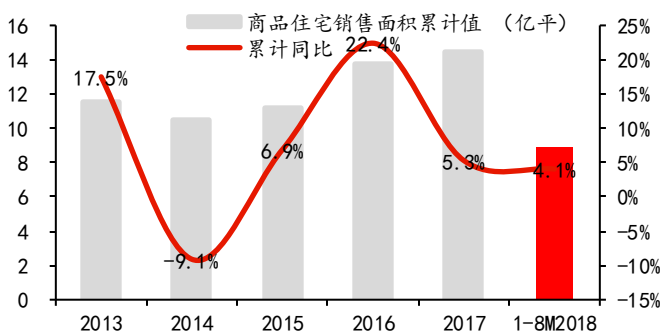
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表16: 全国商品房销售面积当月值(万平)



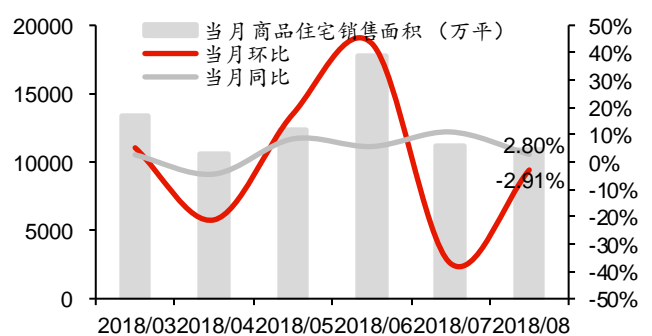
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表17: 全国商品住宅销售面积累计值(亿平)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表18: 全国商品住宅销售面积当月值(万平)

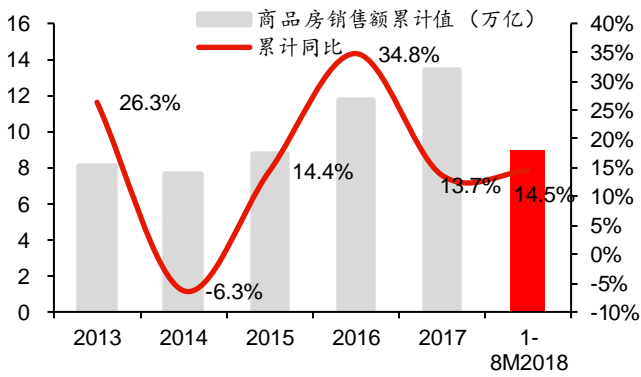


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

2018年1-8月全国商品房销售金额为8.94万亿元，同比上涨14.5%，增速较1-7月上涨0.1个百分点；其中，商品住宅销售金额为7.58万亿元，同比上涨16.4%，增速较1-7月上涨0.2个百分点。

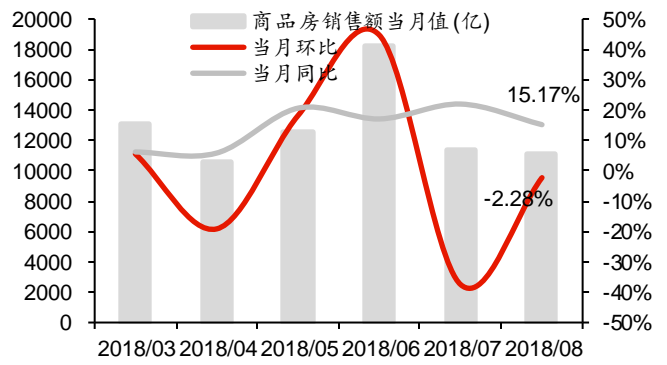
2018年8月全国商品房销售金额为1.11万亿元，环比下跌2.3%，同比上涨15.2%；其中，商品住宅销售金额为0.95万亿元，环比下跌2.3%，同比上涨16.4%。

图表19: 全国商品房销售金额累计值(万亿)



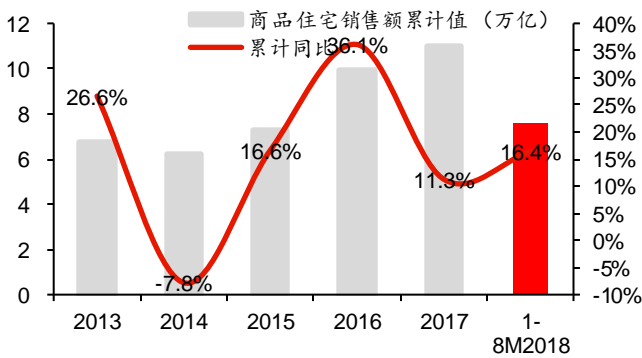
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表20: 全国商品房销售金额当月值(亿)



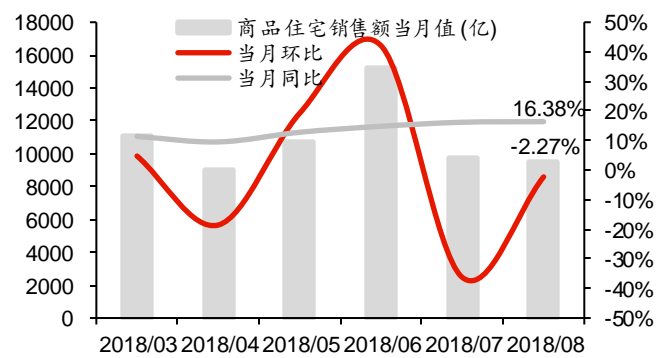
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表21: 全国商品住宅销售金额累计值(万亿)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

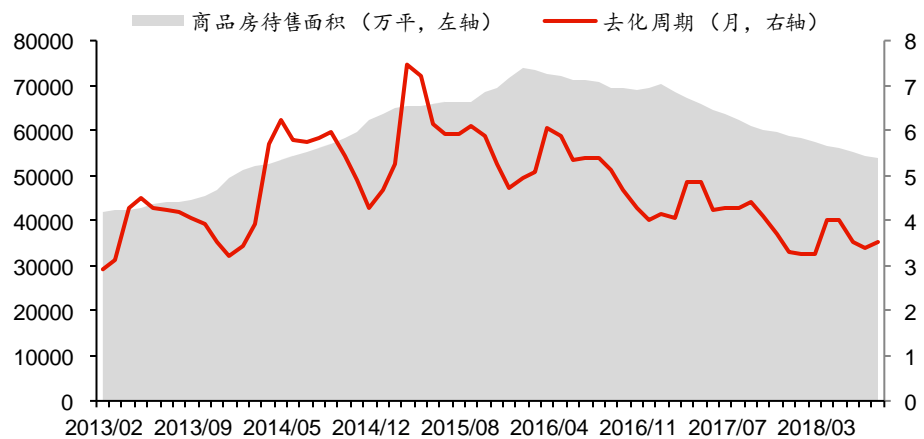
图表22: 全国商品住宅销售金额当月值(亿)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

2018年1-8月末全国商品房待售面积5.39亿平, 较1-7月末减少555万平; 其中, 住宅待售面积为2.64亿平, 较1-7月末减少423万平。2018年1-8月末商品房待售面积去化周期为3.51个月, 较1-7月末增加0.09个月。

图表23: 商品房待售面积及去化周期(三个月移动平均)

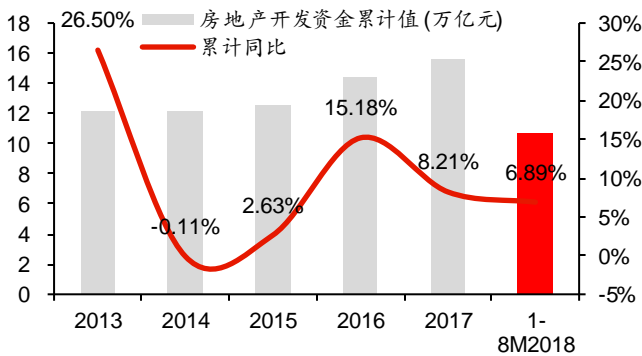


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

到位资金各项构成的累计增速继续改善

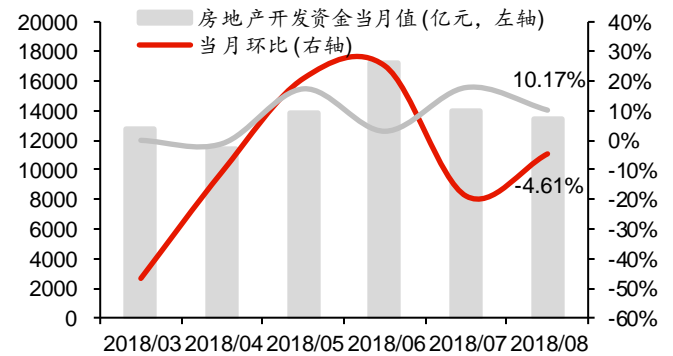
2018年1-8月房地产开发企业到位资金为10.67万亿元，同比上涨6.9%，增速较1-7月上升0.5个百分点。2018年8月到位资金为1.34万亿元，环比下跌4.6%，同比上涨10.2%。

图表24: 房地产开发企业到位资金(万亿元)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表25: 房地产开发企业到位资金(亿元)

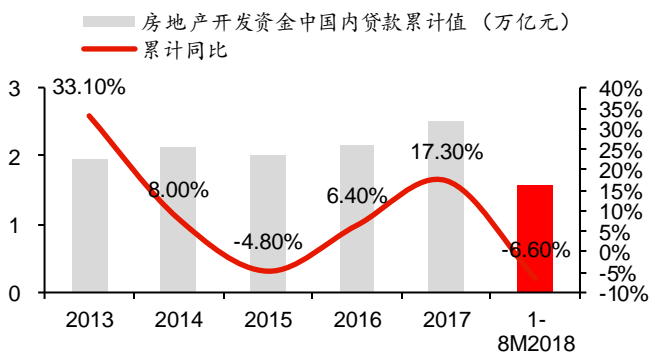


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

拆分到位资金的主要构成:

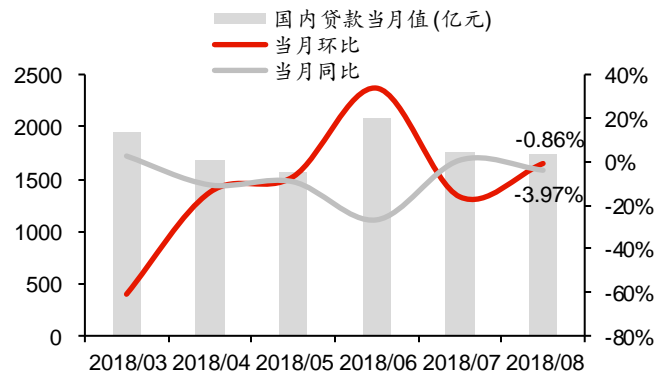
2018年1-8月房地产开发企业到位资金中, 国内贷款为1.58万亿元, 同比下降6.6%, 降幅较1-7月缩小0.3个百分点。2018年8月国内贷款为1738.02亿元, 环比下跌0.9%, 同比下跌4.0%。

图表26: 房地产开发到位资金中国内贷款累计值(万亿元)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

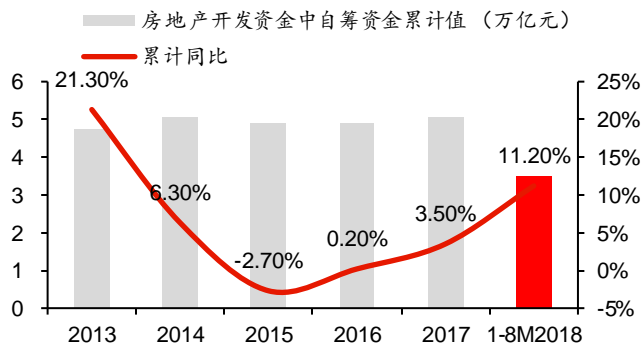
图表27: 房地产开发到位资金中国内贷款当月值(亿元)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

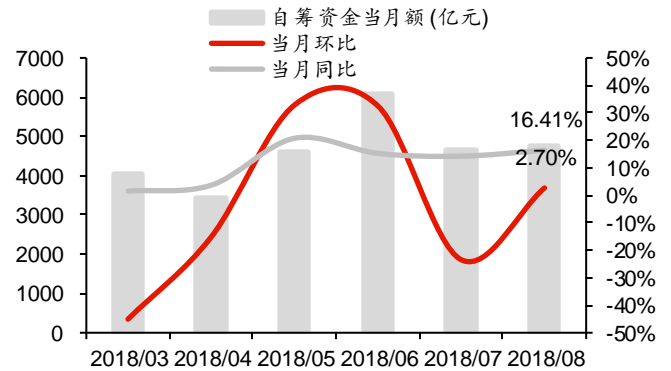
2018年1-8月房地产开发企业到位资金中, 自筹资金为3.50万亿元, 同比上涨11.2%, 增速较1-7月上漲0.8个百分点。2018年8月自筹资金为4771.58亿元, 环比上漲2.7%, 同比上漲16.4%。

图表28: 房地产开发到位资金中自筹资金累计值(万亿元)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

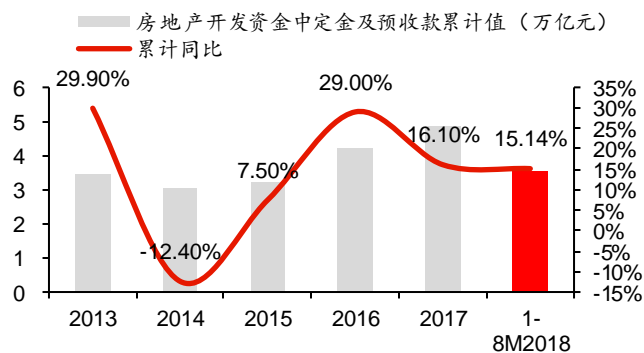
图表29: 房地产开发到位资金中自筹资金当月值(亿元)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

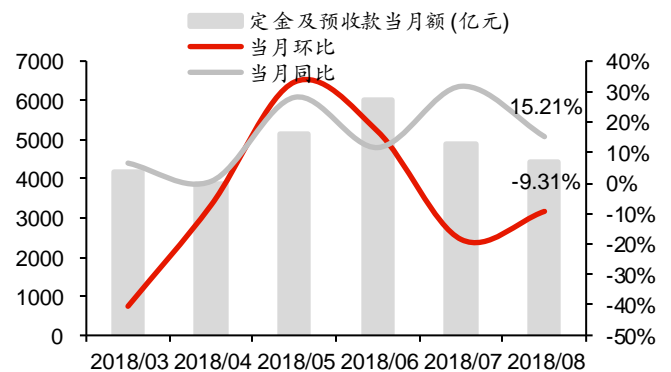
2018年1-8月房地产开发企业到位资金中, 定金及预收款为3.10万亿元, 同比上涨15.1%, 增速较1-7月上升0.01个百分点。2018年8月定金及预收款为4434.29亿元, 环比下跌9.3%, 同比上涨15.2%。

图表30: 房地产开发到位资金中定金及预收款累计值(万亿元)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

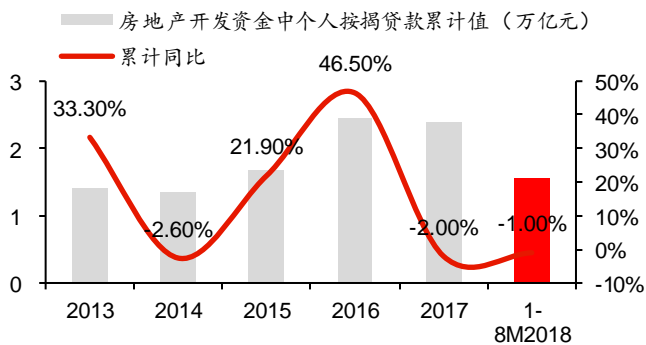
图表31: 房地产开发到位资金中定金及预收款当月值(亿元)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

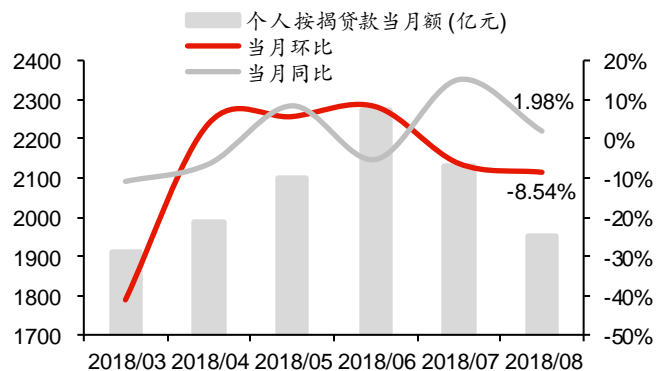
2018年1-8月房地产开发企业到位资金中, 个人按揭贷款累计值为1.56万亿元, 同比下降1.0%, 降幅较1-7月缩小0.4个百分点。2018年8月个人按揭贷款为1949.62亿元, 环比下跌8.5%, 同比上升2.0%。

图表32: 房地产开发到位资金中个人按揭贷款累计值(万亿元)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表33: 房地产开发到位资金中个人按揭贷款当月值(亿元)



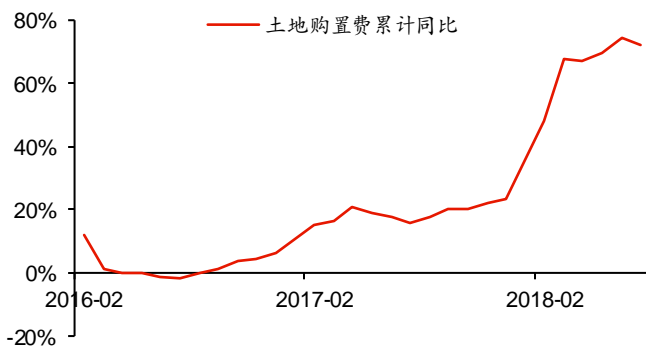
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

投资建议

2018年1-8月全国房地产开发投资同比增长10.1%，增速比1-7月回落0.1个百分点，依旧维持高位。我们维持此前判断，认为开发投资坚挺的根源可能依旧是土地购置费的高增长，2018年1-7月土地购置费累计同比增长达72.3%，只比1-6月回落2.1个百分点。我们预计后续开发投资增速或将平稳回落，主要原因为：

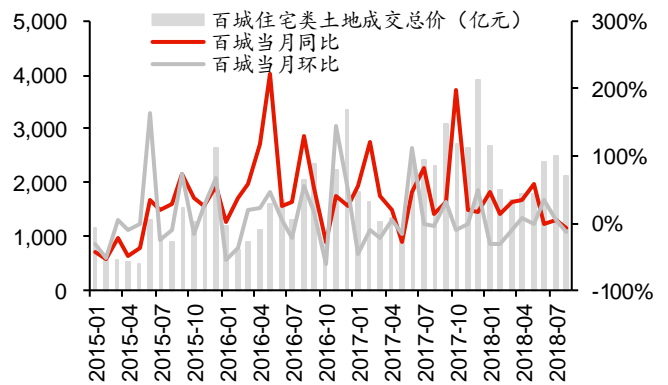
首先，土地购置费后续增长或将面临压力。第一，2017年7月是土地购置费低于2000亿元的最后一个月份，后续基数将逐渐抬升。第二，2018年以来土地市场热度逐渐下滑，尤其是6月以来，根据我们的日报追踪，重点城市流拍地块、流拍率大幅增长；Wind百城住宅类土地成交总价也出现当月同比下滑，6-8月同比涨幅分别为-1.4%、3.5%、-8.0%，自2015上半年以来首次出现连续低迷。随着这些土地投资的分期支付和滞后确认，土地购置费增速预计或将趋缓。

图表34：2018年1-7月土地购置费累计增速创新高



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

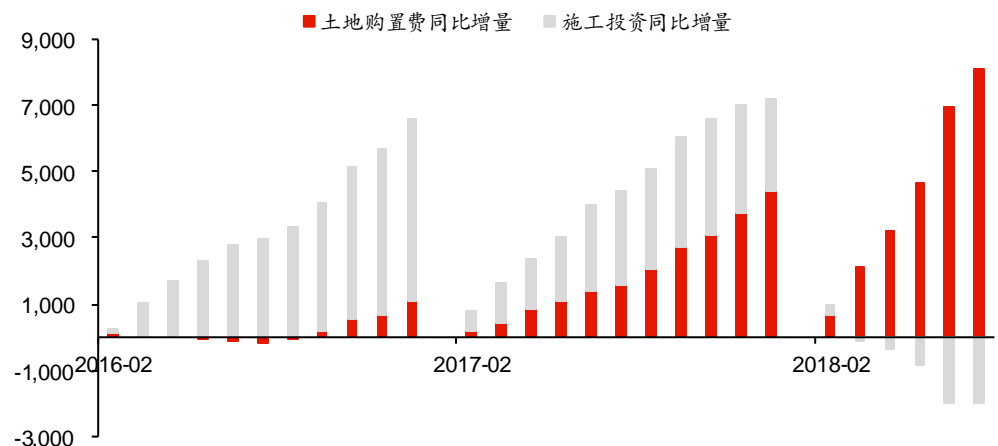
图表35：2018年7月起百城住宅类地块成交总价同比下滑



资料来源：Wind，华泰证券研究所

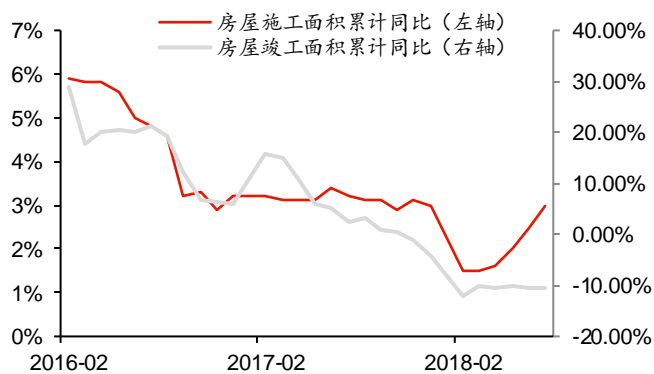
其次，施工投资在资金面紧张的环境下或将持续萎缩。我们拆分统计局数据发现，土地购置费同比增量占开发投资同比增量的比例，2018年7月下滑8个百分点至133%。即开发投资增长完全由土地购置费驱动，施工投资为负增长，但负增长的程度有所缩小，这与新开工累计增速4月以来持续上扬看似存在矛盾。我们对此的解释是，房企面对紧张的资金面环境，仍在缩减施工投资总量，并且通过牺牲后续施工投资，力保新开工，从而提升开盘与回款速度。与此对应，开盘到竣工的周期将被拉长，施工面积和停工面积将增长，竣工面积将下滑，这与今年以来施工面积、竣工面积累计同比增速的变化趋势，以及停工面积扩大的趋势一致。若后续资金面紧张难以改善，我们预计施工投资或将持续萎缩。

图表36：土地购置费驱动开发投资增长，施工投资负增长（单位：亿元）



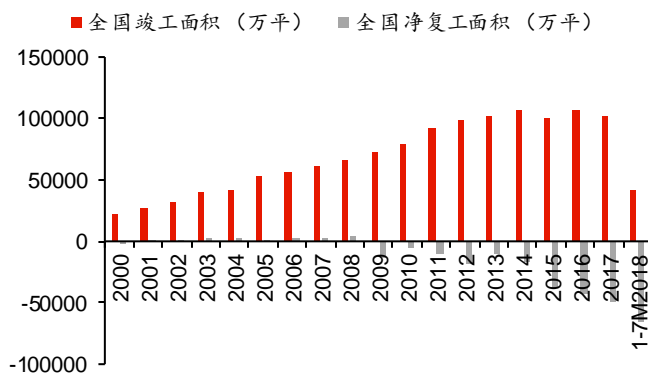
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表 37: 2018 年以来施工面积累计同比增速提升, 竣工面积下滑



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表 38: 2018 年 1-8 月停工面积进一步扩大



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

2018 年 1-8 月全国商品房销售面积累计同比上涨 4.0%, 增速比 1-7 月回落 0.2 个百分点; 销售金额累计同比上涨 14.5%, 增速提高 0.1 个百分点。从当月值的角度看, 8 月销售面积和金额均出现环比下滑。我们延续此前判断, 当前销售回暖更多是因为供给端, 房企在资金链压力下存在加速推盘获取销售回款的诉求。需求端方面, 调控政策仍在收紧(北京公积金新政, 呼和浩特宣布停止去库存等); 根据融 360 的数据, 8 月全国首套房贷款利率环比提升 2bp 至 5.69% (2017 年以来保持连续增长态势); 棚改货币化安置的因城施策意味着部分低库存地区需求支持力度的下降, 都将对需求形成压制。我们认为, 未来新房市场或将面临供给边际增加而需求下滑的局面, 叠加 2017 年 9 月起销售基数提升, 后续销售增速或将逐渐放缓。

A 股 15 家 TOP50 上市房企 2018 上半年营收同比增长 33.7%, 归母净利同比增长 45.0%, 毛利率、净利率中位值分别同比提升 4.8、2.6pct, 结转规模和盈利质量均延续良好的增长态势。从负债端来看, A 股 15 家 TOP50 上市房企有息负债率中位值由 2017 年末的 133.9% 提升至 176.9%, 龙头房企的融资和杠杆空间的相对优势开始显现。我们认为龙头房企内生现金流和外部融资优势突出, 在行业盈利空间收窄的趋势下能够充分挖掘存量市场的并购红利, 资源分配的优化尤其是融资表现的分化或将进一步巩固 TOP50 的相对优势。根据 Wind 一致预期, 当前 TOP50 上市房企 2018 平均 PE 7.2 倍, 建议继续关注 TOP50 房企绿地控股、新城控股、中南建设、金地集团等。

风险提示

房企资金面存在持续紧张的可能, 预计会对房企拿地和施工造成限制, 使得未来土地购置费和施工投资出现下滑, 进而导致房地产开发投资不及预期;

随着三四线城市库存降低, 以及房价上涨过快, 三四线城市实施优惠政策的必要性在降低, 一旦棚改贷款支持力度下降, 成交压力预期显现;

2017 年以来全国房贷利率水平保持连续提升, 购房成本的上涨对需求端的抑制作用持续累积;

居民端去杠杆的严格推进存在误伤首改需求的可能, 部分合理购房需求的补充杠杆空间面临压缩。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com