

**经营拐点确认，低基数效应将凸显 1H2012 成长性**
**评级： 买入-A**
**亚宝药业 2011 年报点评**

上次评级： 买入-A

**目标价格： 8.50 元**

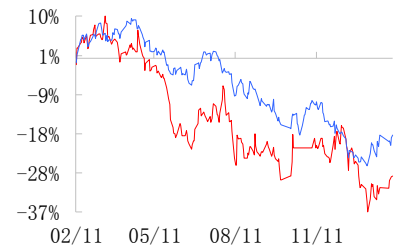
期限： 12 个月 上次预测： 9.00 元

现价 (2012 年 02 月 03 日) : 6.28 元

**报告日期： 2012-02-06**
**报告摘要：**

- **业绩总体符合预期，经营拐点确认。** 2011 年公司实现营业收入 16.6 亿元，同比增长 40.7%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.86 亿元，同比增长 29.2%。扣除房地产业务的影响，公司 2011 年净利润约 1.35 亿元，符合我们预期。公司 2011 年经营活动产生的现金流净额为 4,073 万元，显著低于净利润，主要是因为公司房地产业务约 3.4 亿元预收账款结转收入，高出相应房地产存货金额约 0.9 亿元。得益于公司聚焦主业的战略调整以及营销改革的推进，公司季度业绩环比持续提升，经营拐点明确。我们预计由于 2011 年低基数效应，公司 2012 年一季度和半年报业绩有望分别超过 50% 和 150%。
- **丁桂儿脐贴略超预期，2012 年初已较大幅度提价，量价齐升局面可期。** 2011 年公司丁桂儿脐贴业务实现销售收入 3.6 亿元，略超我们此前 3.45 亿元的预期。丁桂儿脐贴 2012 年初已较大幅度提价，我们预期提价后公司更有空间对经销商进行让利，加强经销商销售公司产品的意愿。2012 年公司将加大对丁桂儿脐贴的促销力度，主要是通过加大广告投入和推出该产品的消化装规格。
- **注射剂业务同比小幅下滑，缓控释制剂多个产品即将投产。** 2011 年注射剂业务实现销售收入 1.6 亿元，同比小幅下滑，主要是由于 2011 年红花注射液曾停产 2-3 个月。随着 2012 年中药注射剂生产设备的技术改造，预计产能将增长 30% 左右，全年注射剂业务也将恢复增长。2011 年公司片剂实现销售收入 4.2 亿元，同比增长 15.6%。2012 年公司缓控释制剂将有 7-8 个产品投产，预计公司片剂业务将保持稳健成长。
- **营销改革增加销售人员积极性。** 公司 2010 年底开始进行营销改革，至 2011 年底基本完成，主要内容包括对经销商的梳理和营销架构重构两方面：2011 年公司将对以丁桂儿脐贴为核心的特一级经销商进行优化调整，挖掘每个省区内具有资金实力和渠道网络的平台型经销商。在营销架构上，公司将全国商务统一划归到公司商务部，其余部门全部按区域分成模块，全面负责该地域内的 OTC、社区及乡镇卫生院业务。此次调整的重大意义在于使得各级销售人员都相对平等，调动了销售人员积极性。
- **维持“买入-A”的投资评级，12 个月目标价为 8.5 元。** 我们维持对公司 2012-2014 年股本摊薄前 EPS 预测分别为 0.32 元，0.44 元和 0.57 元，同比增长 9.9%、36.6% 和 28.1%，考虑增发摊薄股本后的 EPS 分别为 0.29 元，0.39 元和 0.50 元。考虑到近期市场整体估值水平的调整，我们将公司 12 个月内目标价小幅下调至 8.5 元，相当于 2012 年 26 倍 PE。在丁桂儿脐贴和红花注射液带动下，公司未来增长确定性较强，管理层间接持有股权，经营动力充足，维持“买入-A”的投资评级。
- **风险提示：** 丁桂儿脐贴专利到期后竞争加剧的风险；普药产品可能受招标和竞争导致价格走低；缓释剂品种均为成熟产品，可能因竞争而打不开市场。

总市值(百万元)	3,974.94
流通市值(百万元)	3,974.94
总股本(百万股)	632.95
流通股本(百万股)	632.95
12 个月最低/最高	5.17/9.76 元
十大流通股东 (%)	28.06%
股东户数	125,811

**12 个月股价表现**


亚宝药业 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.67)	0.61	(9.94)
绝对收益	9.42	(8.71)	(28.50)

**邹敏**  
021-68766073  
执业证书编号

**首席行业分析师**  
zoumin@essence.com.cn  
S1450511080003

**报告联系人**
**陈宁浦**

 021-68765361  
chennp2@essence.com.cn

**财务和估值数据摘要**

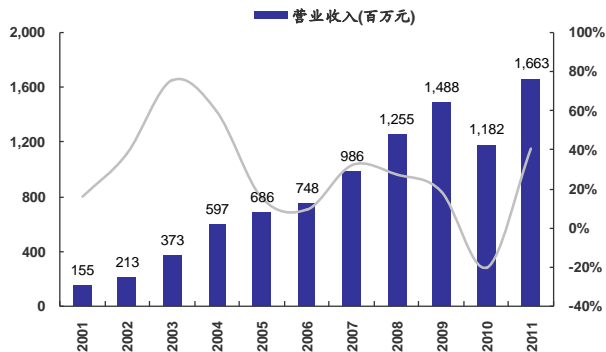
(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,181.8	1,662.7	1,382.4	1,660.2	1,987.2
Growth(%)	-20.6%	40.7%	-16.9%	20.1%	19.7%
净利润	144.3	186.4	204.8	279.8	358.4
Growth(%)	11.6%	29.2%	9.9%	36.6%	28.1%
毛利率(%)	46.3%	45.3%	56.2%	56.9%	57.2%
净利润率(%)	12.2%	11.2%	14.8%	16.9%	18.0%
每股收益(元)	0.23	0.29	0.29	0.39	0.50
每股净资产(元)	1.56	1.80	2.18	2.41	2.71
市盈率	27.5	21.3	21.8	15.9	12.4
市净率	4.0	3.5	2.9	2.6	2.3
净资产收益率(%)	13.9%	17.0%	13.0%	16.2%	18.4%
ROIC(%)	18.5%	18.5%	14.3%	17.6%	20.1%
EV/EBITDA	27.4	12.6	13.6	10.7	8.5

**前期研究成果**
**亚宝药业：蓄势待发、再展宏图**  
2011-12-28

## 1. 业绩总体符合预期，经营拐点确认

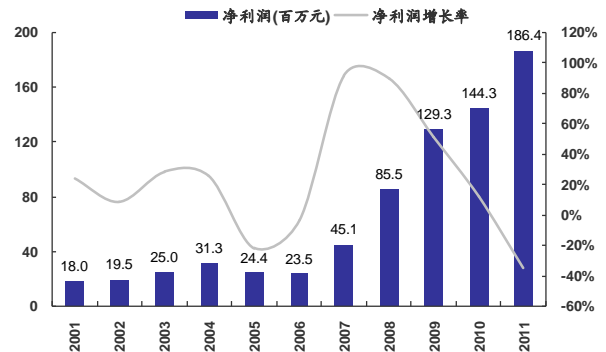
房地产业务增加表观利润，业绩总体符合预期。2011年公司实现营业收入16.6亿元，同比增长40.7%，实现归属于上市公司股东的净利润1.86亿元，同比增长29.2%。其中房地产业务（北京亚宝置业）贡献营业收入5.2亿元，实现净利润6,411万元，扣除少数股东权益后贡献净利润5,129万元。以此推算，公司2011年主营业务实现净利润约1.35亿元，符合我们此前的预期。

图 1 公司近年来营业收入增长情况



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

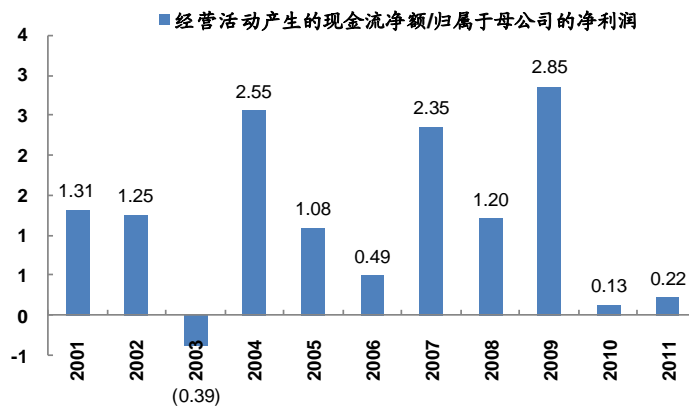
图 2 公司近年来净利润增长情况



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

现金流表现略差，主要由于房地产业务预收账款结转收入所致。公司2011年经营活动产生的现金流净额为4,073万元，显著低于净利润，表现略差。究其原因，主要是因为公司房地产业务约3.4亿元预收账款结转收入，高出相应房地产存货金额约0.9亿元。排除这个因素，公司的经营性现金流较为健康。公司目前已将北京亚宝置业转让，正式退出房地产业务。自2012年起，房地产业务对公司现金流的扰动因素将解除。

图 3 公司近年来现金流情况

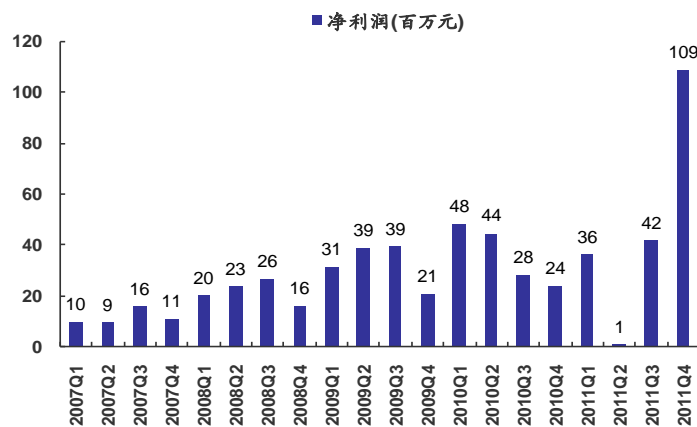


数据来源：公司年报、安信证券研究中心

经营拐点明确，期待未来表现。分季度来看，公司四季度实现净利润1.09亿元，即便剔除约5,100万元的房地产业务利润，环比较2011Q3也有较大增长。我们认为，公司业绩的环比提升主要得益于公司聚焦主业的战略调整以及营销改革的推进。考虑到公司未来仍有较大的改善空间，我们仍然期待公司未来的表现。

**低基数效应将凸显 2012 年上半年成长性。**按照我们的业绩预测，如果 2012 年一季度达到全年业绩的 25%，则一季度业绩增长将达到 50%以上；参考公司历史上半年报业绩占全年比重情况来看，则 2012 年半年报业绩有望达到 8,000 万元以上，同比增长有望超过 150%。

图 4 公司业绩分季度表现

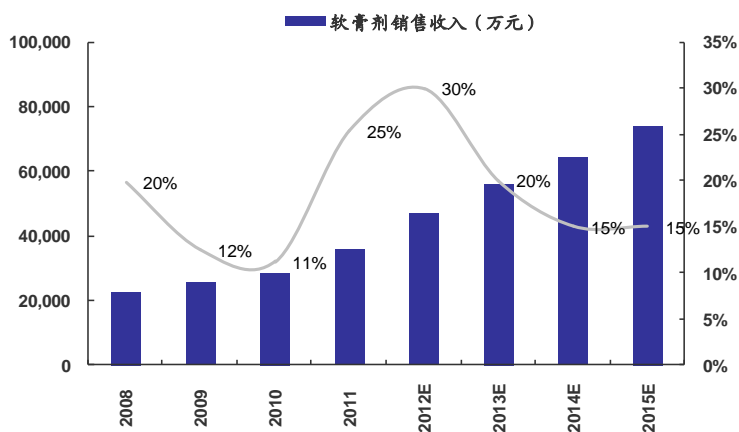


数据来源：公司年报、安信证券研究中心

## 2. 丁桂儿脐贴略超预期， 2012 年量价齐升局面可期

**丁桂儿脐贴略超预期， 2012 年初已启动产品提价。**2011 年公司丁桂儿脐贴业务实现销售收入 3.6 亿元，略超我们此前 3.45 亿元的预期。丁桂儿脐贴 2012 年初进行了较大幅度的提价，根据我们从渠道方面的了解，我们预期公司会将 60%左右提价产生的利润让利给经销商，以增强经销商对公司产品的销售意愿。

图 5 公司软膏剂业务销售表现



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

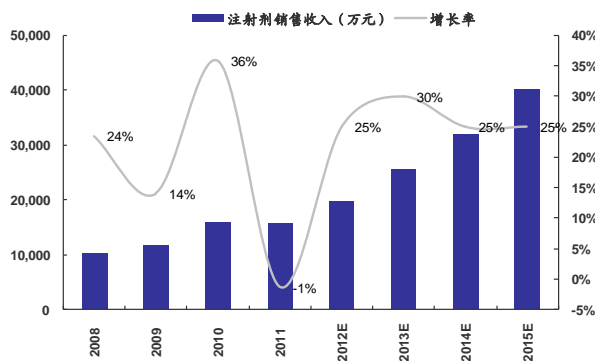
**2012 年公司将加大对丁桂儿脐贴的促销力度。**公司对于丁桂儿脐贴的促销主要集中在两方面，一方面是加大广告投入，公司目前已经获得山东，四川，湖南，浙江和健康第一线的五个电视台的剧场冠名权，增加公司产品的曝光度；另一方面是推出该产品的消化装，主要是针对儿童消化不良等症状。消化装的推出将丁桂儿脐贴的使用年龄拓展到 3-6 岁，大大拓宽了公司产品的市场空间。营销方面，商业队伍主要是负责止泻装，终端队伍主要负责消化装的推广。

### 3. 清开灵有望扭转亏损局面，缓控释制剂多个产品即将投产

注射剂业务同比小幅下滑，预计 2012 年恢复增长。2011 年注射剂业务实现销售收入 1.6 亿元，同比小幅下滑，主要是由于 2011 年红花注射液曾停产 2-3 个月。随着 2012 年中药注射剂生产设备的技术改造，预计产能将增长 30% 左右，全年注射剂业务也将恢复增长。

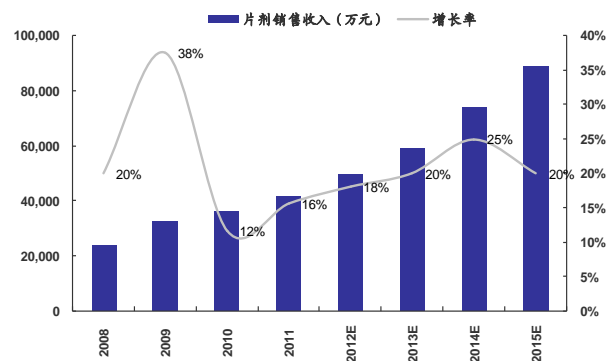
清开灵有望扭亏为盈。从公司披露少数股东权益来看，2011 年亚宝北中大亏损约 600 万元，亏损原因主要是上半年公司对其生产设备进行了较大规模的改造。2011 年下半年亚宝北中大已经逐步实现盈亏平衡，2012 年有望扭亏为盈。营销策略方面，公司将借助原研优势，走高端路线，以区别于其他众多清开灵生产商。

图 6 公司注射剂业务销售表现及预测



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

图 7 公司片剂业务销售表现及预测



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

片剂业务平稳增长，2012 年多个缓控释制剂产品将投产。2011 年公司片剂实现销售收入 4.2 亿元，同比增长 15.6%。2012 年公司缓控释制剂将有多个产品投产，预计公司片剂业务维持目前增速问题不大。

### 4. 营销改革调动销售人员积极性

公司 2010 年底开始进行营销改革，至 2011 年底基本完成，主要内容包括对经销商的梳理和自身营销队伍重构两方面：

2011 年，公司对以丁桂儿脐贴为核心的特一级经销商进行优化调整，挖掘每个省区内具有资金实力和渠道网络的平台型经销商，开发维护成特一级经销商；在省会城市及地市区域拥有了 260 家左右的普一级经销商，同时扩大了 B 类品种的区域覆盖。在大品种的牵引带动下，公司非基药类品种的销售保持了稳定增长。

在营销构架上，公司以前营销架构分为商务部、分销部、OTC、社区、乡镇卫生院等部门，互不越界，但也造成一定的资源浪费。本次改革后全国商务统一划归到到公司商务部，其余部门全部按区域分成模块，每个模块全面负责该地域内的 OTC、社区及乡镇卫生院业务，相当于一个战斗单元。此次调整的意义在于使得各级销售人员都相对平等，调动了人员积极性。目前全国共有 162 个战斗单元，终端队伍大致在 1200 人左右。

### 5. 盈利预测与估值

公司经营拐点明确，维持盈利预测。我们维持之前对公司 2012-2013 年增发摊薄前的 EPS 预测分别为 0.32 元和 0.44 元，引入 2014 年 EPS 预测为 0.57 元，同比增长 9.9%、36.6% 和 28.1%。考虑增发摊薄股本后的 EPS 分别为 0.29 元，0.39 元和 0.50 元。公司核心产品

丁桂儿脐贴2012年面临量价齐升的良好局面，红花注射液面临行业整合机会，缓释剂型产品将成系列化，经过2010年以来剥离盈利能力差的资产、聚焦主业，公司目前已是轻装上阵，将迎来新一轮的成长期。

因市场整体估值水平下移，小幅下调 12个月目标价至8.5元。考虑到近期市场整体估值水平的调整，我们将公司12个月内目标价小幅下调至8.5元，相当于2012年26倍PE，维持“买入-A”的投资评级。

表 1 公司主要业务预测（万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
软膏剂	25,815	28,712	35,987	46,783	56,139	64,560
增长率	12.5%	11.2%	25.3%	30.0%	20.0%	15.0%
毛利率	87.3%	85.2%	84.7%	85.5%	85.5%	85.5%
片剂	32,456	36,230	41,874	49,411	59,293	74,116
增长率	37.5%	11.6%	15.6%	18.0%	20.0%	25.0%
毛利率	53.7%	51.5%	48.5%	51.0%	51.0%	52.0%
注射剂	11,803	16,030	15,811	19,763	25,692	32,115
增长率	14.1%	35.8%	-1.4%	25.0%	30.0%	25.0%
毛利率	50.0%	44.4%	46.0%	40.0%	43.0%	43.0%
医药工业-其他	14,696	17,310	14,949	17,102	19,594	22,483
医药商业	63,074	19,097	5,081	5,185	5,306	5,444
合计	147,843	117,379	113,701	138,244	166,024	198,719
增长率	18.5%	-20.6%	-25.6%	-16.9%	20.1%	19.7%
毛利率	34.8%	46.4%	54.3%	56.6%	57.3%	57.5%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

## 6. 风险提示：

- 丁桂儿脐贴 2012 年专利到期，市场竞争存在加剧的可能性。
- 公司的普药产品存在受招标和竞争影响价格持续走低的可能性。
- 公司缓释剂品种均为成熟产品，存在因竞争激烈而打不开市场的可能性；公司缓释剂生产基地可能面临订单不足，短期内产能不饱和的状况。

## 财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2012-02-05		
利润表						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2010	2011	2012E	2013E	2014E	成长性					
1,181.8	1,662.7	1,382.4	1,660.2	1,987.2	营业收入增长率	-20.6%	40.7%	-16.9%	20.1%	19.7%	
减: 营业成本	635.0	909.6	605.5	715.0	851.5	营业利润增长率	4.3%	43.5%	2.0%	38.8%	
营业税费	7.8	58.8	9.7	11.6	13.9	净利润增长率	11.6%	29.2%	9.9%	36.6%	
销售费用	205.6	214.5	295.6	343.5	399.4	EBITDA 增长率	7.6%	44.5%	-1.7%	28.0%	
管理费用	150.2	187.6	198.1	234.1	274.2	EBIT 增长率	5.9%	44.7%	-1.9%	30.7%	
财务费用	29.6	44.7	35.0	26.8	26.5	NOPLAT 增长率	9.9%	43.3%	-1.8%	28.9%	
资产减值损失	-	18.8	5.0	5.0	5.0	投资资本增长率	43.3%	27.5%	4.3%	10.4%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	11.5%	15.6%	34.7%	10.8%	
投资和汇兑收益	6.0	0.4	-	-	-						
营业利润	159.6	229.1	233.6	324.2	416.7	利润率					
加: 营业外净收支	3.1	12.3	5.0	5.0	5.0	毛利率	46.3%	45.3%	56.2%	56.9%	
利润总额	162.7	241.4	238.6	329.2	421.7	营业利润率	13.5%	13.8%	16.9%	19.5%	
减: 所得税	23.3	44.0	35.8	49.4	63.3	净利润率	12.2%	11.2%	14.8%	16.9%	
净利润	144.3	186.4	204.8	279.8	358.4	EBITDA/营业收入	20.4%	20.9%	24.7%	26.3%	
EBIT/营业收入	16.0%	16.5%	19.4%	21.1%	22.3%						
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	运营效率					
货币资金	392.7	219.3	290.8	277.4	337.3	固定资产周转天数	180	186	294	278	
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	19	54	80	64	
应收账款	92.1	123.7	116.8	144.8	178.8	流动资产周转天数	359	217	210	175	
应收票据	201.6	241.7	185.6	209.2	234.1	应收帐款周转天数	23	20	27	23	
预付帐款	50.2	31.3	37.4	44.5	53.0	存货周转天数	117	70	47	33	
存货	427.9	221.8	141.0	162.6	189.0	总资产周转天数	707	509	602	531	
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	338	322	443	396	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	13.9%	17.0%	13.0%	16.2%	
长期股权投资	18.6	14.0	8.0	8.0	8.0	ROA	5.7%	8.7%	8.6%	11.0%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	18.5%	18.5%	14.3%	17.6%	
固定资产	682.4	1,038.2	1,217.8	1,341.8	1,427.6	费用率					
在建工程	289.7	95.9	62.4	49.0	43.6	销售费用率	17.4%	12.9%	21.4%	20.7%	
无形资产	221.9	219.6	226.7	238.5	254.7	管理费用率	12.7%	11.3%	14.3%	14.1%	
其他非流动资产	5.3	5.8	15.6	18.3	20.0	财务费用率	2.5%	2.7%	2.5%	1.6%	
资产总额	2,431.2	2,270.4	2,354.1	2,548.1	2,802.0	三费/营业收入	32.6%	26.9%	38.2%	36.4%	
短期债务	396.0	421.0	421.0	420.3	419.4	偿债能力					
应付帐款	136.8	204.7	102.9	121.5	144.6	资产负债率	58.8%	49.0%	33.7%	32.2%	
应付票据	47.4	6.1	16.6	19.6	23.3	负债权益比	142.5%	95.9%	50.8%	47.4%	
其他流动负债	428.2	60.7	79.5	103.1	130.0	流动比率	1.15	0.89	1.23	1.25	
长期借款	300.9	67.2	47.2	47.2	47.2	速动比率	0.73	0.66	1.01	1.01	
其他非流动负债	113.7	106.9	120.4	102.0	88.0	利息保障倍数	6.40	6.12	7.67	13.11	
负债总额	1,428.6	1,111.6	793.5	819.6	858.5	分红指标					
少数股东权益	16.5	17.9	16.0	16.0	16.0	DPS(元)	0.05	0.05	0.12	0.16	
股本	633.0	633.0	710.0	710.0	710.0	分红比率	21.9%	17.0%	40.0%	40.0%	
留存收益	353.1	507.9	834.6	1,002.5	1,217.5	股息收益率	0.8%	0.8%	1.8%	2.5%	
股东权益	1,002.6	1,158.8	1,560.6	1,728.5	1,943.6	业绩和估值指标					
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EPS(元)	0.23	0.29	0.29	0.39	
净利润	139.4	197.4	204.8	279.8	358.4	BVPS(元)	1.56	1.80	2.18	2.41	
加: 折旧和摊销	51.4	75.0	73.0	86.1	97.8	PE(X)	27.5	21.3	21.8	15.9	
资产减值准备	-	18.8	5.0	5.0	5.0	PB(X)	4.0	3.5	2.9	2.6	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-22.6	-27.9	-35.3	45.2	
财务费用	32.4	45.9	35.0	26.8	26.5	P/S	3.4	2.4	3.2	2.7	
投资收益	-6.0	-0.4	-	-	-	EV/EBITDA	27.4	12.6	13.6	10.7	
少数股东损益	-4.9	11.0	-2.0	-	-	CAGR(%)	26.1%	22.0%	29.7%	25.7%	
营运资金的变动	-187.8	-312.2	77.1	-54.9	-55.2	PEG	1.1	1.0	0.7	0.6	
经营活动产生现金流量	18.6	40.7	392.9	342.9	432.5	ROIC/WACC	1.9	1.9	1.5	1.8	
投资活动产生现金流量	-227.8	-132.8	-229.0	-210.0	-195.0	REP	2.6	1.4	1.8	1.3	
融资活动产生现金流量	22.6	-38.4	94.8	-139.4	-170.7						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

邹敏，首席行业分析师。毕业于南京大学生物工程系，上海交通大学 MBA。4 年医药行业工作经历和 6 年证券研究经历。2011 年 6 月加盟安信证券研究中心。

## 分析师声明

邹敏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034