

上海钢联 (300226.SZ)

互联网络行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

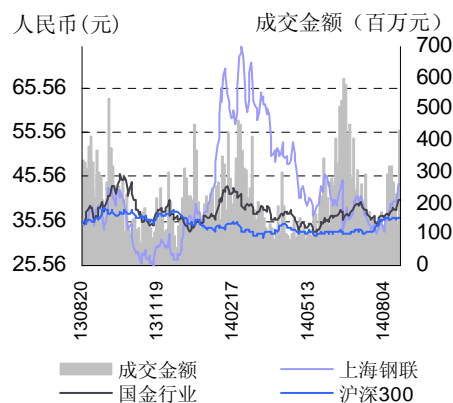
市价(人民币): 43.90元

钢银模式逐渐兑现, 期待凤凰涅槃

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	133.83
总市值(百万元)	6,848.40
年内股价最高最低(元)	74.95/25.56
沪深300指数	2374.77



相关报告

- 《业绩符合预期, 交易量再现新高》, 2014.2.27
- 《现货仓单交易顺势推出, 电商战略稳步推进》, 2013.12.27
- 《与国统局签订合作协议, 数据价值再次变现》, 2013.11.21

张燕 分析师 SAC 执业编号: S1130513080007
(8621)60230245
zhang_yan@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.444	0.193	0.035	0.108	0.206
每股净资产(元)	4.52	3.16	2.27	2.25	2.32
每股经营性现金流(元)	-0.25	0.03	-1.49	-0.94	-0.74
市盈率(倍)	29.42	192.11	1,218.48	401.79	209.65
行业优化市盈率(倍)	60.55	124.17	126.43	126.43	126.43
净利润增长率(%)	-8.08%	-34.93%	-76.07%	203.26%	91.64%
净资产收益率(%)	9.82%	6.09%	1.52%	4.66%	8.66%
总股本(百万股)	80.00	120.00	156.00	156.00	156.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **钢银电商闭环模式基本搭建完成:** (1) 钢银从成立之初, 就意图打造资讯、交易、金融、仓储、物流全产业链闭环, 完成线上线下互动, 目前已形成供应链金融、支付结算、仓储物流、交易结算四大业务板块。(2) 四大板块盈利模式预计分别为利息收入、手续费、出仓费/物流服务费和代销费, 核心指标均为平台钢材交易量, 目前交易量已突破7万/天。
- **交易量开始向收入和业绩转换:** (1) 钢银平台的交易模式正由撮合交易向寄售模式过渡, 因在寄售模式下公司全程参与销售、结算、支付等环节, 其交易额将计入平台收入, 自8月每天约有7000吨左右钢材为寄售模式, 仅考虑9-12月份, 其下半年为公司创造的收入也非常可观。(2) 寄售模式下交易量的扩大也将导致供应链金融资金池融资渠道多元化, 仓储/物流利用率提高, 代销费增多, 从而转换为业绩。
- **股价从讲逻辑到看交易量, 收入和业绩预计将成下一个指标:** (1) 由于钢银平台一直处于投入期, 无业绩支撑, 其历史两次大行情分别是讲逻辑和看交易量; (2) 目前电商闭环模式已基本搭建完成, 寄售模式也开始将交易量转换为收入, 我们认为收入和业绩将成其新一轮股价的观察指标。(3) 8月22日, 钢银平台首次召开发布会, 将对其供应链整体方案做详细解读, 有望带来股价催化剂。

盈利预测及投资建议

- 参考其中报, 由于各项成本费用大幅上升, 导致净利润仅有80万, 因下半年仍会加大人员投入, 预计全年情况不容乐观, 暂调整14-16年EPS分别至0.04、0.11、0.21元, 但我们强调由于公司目前正处于由交易量向收入和业绩过渡阶段, 除融资业务外, 其余业务并无准确费率值, 很难估算其真实收入和业绩情况; 因其钢银电商平台闭环基本搭建完成, 交易量也开始向收入转换, 钢银逐渐走向良性循环, 维持“买入”评级, 短期钢银发布会有望带来股价催化剂, 推荐买入。

风险

- 支付牌照进度低于预期, 交易量低于预期。

内容目录

钢银模式逐渐清晰，期待凤凰涅槃.....	3
闭环搭建完成：供应链金融、支付结算、仓储物流、交易结算.....	3
盈利逐渐清晰：交易量转变收入，收入转换业绩.....	4
股价：从讲逻辑到交易量，再到收入和业绩.....	错误！未定义书签。
盈利预测及投资建议.....	7
附录：三张报表预测摘要.....	8

图表目录

图表 1：在线金融：钢厂代订货模式.....	4
图表 2：在线金融：现货质押模式.....	4
图表 3：上海钢联仓储服务系统.....	4
图表 4：上海钢联收入、利润驱动因素分析.....	6
图表 5：2013 年 7 月-9 月钢联股价表现.....	7
图表 6：2013 年 12 月到 2014 年 2 月钢联股价表现.....	7

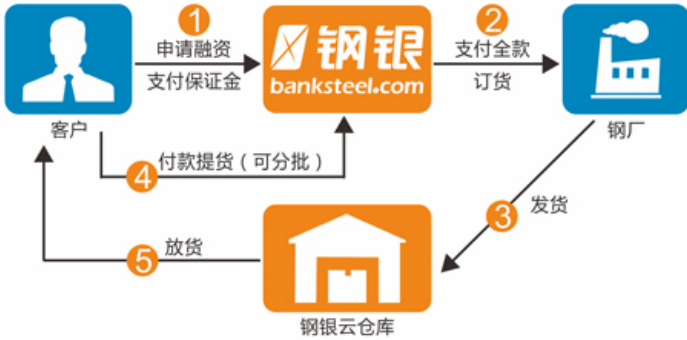
钢银模式逐渐清晰，期待凤凰涅槃

闭环搭建完成：供应链金融、支付结算、仓储物流、交易结算

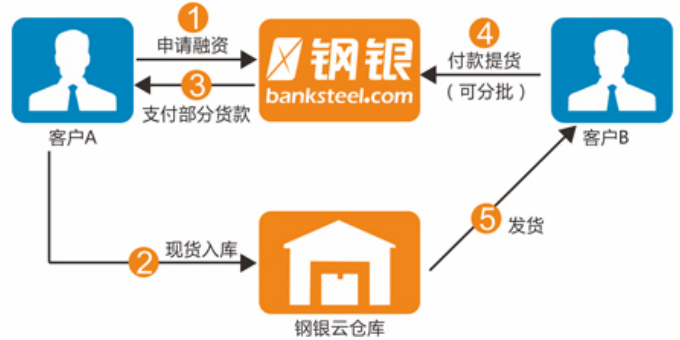
- 钢银从成立之初，就意图打造资讯、交易、金融、仓储、物流全产业链闭环，完成线上线下互动，目前已形成供应链金融、支付结算、仓储物流、交易结算四大业务板块；四大板块盈利模式预计分别为利息收入、手续费、出仓费/物流服务费和代销费，核心指标均为平台钢材交易量，目前交易量已突破7万/天。
 - 作为较早推荐上海钢联的卖方，我们曾在去年发表《钢铁景气度回升改善业绩，钢贸提升业绩》和《从钢银看钢联价值所在》两篇深度报告，细致叙述其原有业务影响因素，新业务模式及对钢联的意义所在，原有内容将不再赘述；钢银从成立之初，就意图打造资讯、交易、金融、仓储、物流全产业链闭环，完成线上线下互动，我们欣喜的看到，经过两年的发展，其已由原有单纯为钢贸商提供贷款服务转变为连接钢厂、钢贸商、银行和客户的平台，供应链金融、支付结算、仓储物流、交易结算闭环模式已基本搭建完成。
 - 供应链金融：利息收入，是钢联现在及未来主要赢利点之一。目前有“钢厂代订货”和“现货质押”两种模式。“钢厂代订货”是指委托方委托钢银向指定钢厂采购货物，钢银按比例向委托方提供融资服务，货物入库后委托方按期赎货，并支付服务费的模式；“现货质押”是指委托方将货物发往钢银指定仓库，钢银按比例向委托方提供融资服务，由指定销售方按期赎货，并由委托方支付服务费的模式。目前钢银向客户提供融资服务的资金仍主要来自于自有资金和银行贷款，贷款年化利率约为10%，若选择银行贷款，有6%左右的财务费用支出，贷款利息扣除成本后贡献业绩。2013年，融资服务对钢联业绩的贡献已超过30%，14年由于钢银员工极剧扩张至600人至人工成本大幅上升及平台投入加大，导致业绩短期难以兑现，我们相信在钢银平台交易已突破7万吨/天，年底至少突破10万吨/天的情况下，其融资渠道也将变得多样化，待其仓储、物流整合完毕，资金规模有望迅速扩大从而带来业绩贡献。
 - 支付计算：收取交易手续费等。13年底钢联与钢银电商、上海兴业、西藏兴业、亚东广信共同出资设立支付公司，钢联出资6080万，占注册资本的60.8%，用于申请第三方支付牌照，为“钢铁现货交易平台”及公司旗下其他交易平台定制合适的支付解决方案。目前支付业务许可获得中国人民银行上海分行受理，虽然获得牌照的时间尚不确定，但可预见的是，拿到支付牌照之后，钢联将原有线上撮合交易，线下付款模式全部转移至线上成交，从而带动交易量的大幅攀升。
 - 仓储物流：收取出仓费、仓储费、物流服务等。14年初上海钢联与上海星尚投资有限公司共同出资设立合资公司，钢联出资1000万，占注册资本的10%，新设公司将利用物联网等新技术对传统的大宗商品仓库进行信息化改造，打造智能仓库，对货物实施网络化、信息化管理。该业务将有效提升合作仓库的管理效率与监管效率，短期来说投入大，对业绩贡献小，但对供应链金融起到有效监管，防范仓单质押等风险且公告中承诺，待合适时机将新公司股权转让于钢联，截止目前，加盟仓库达到15家。
 - 交易结算：可向钢厂按交易量收取代销费。钢联平台交易模式分为两类，撮合交易模式与寄售模式。撮合交易模式：公司的钢银钢铁现货网上交易平台发挥了经纪人的角色，为生产商、次终端用户和终端用户之间提供居间服务，促成交易，交易促成之后，平台并不参与后续的支付结算、物流服务等环节，钢银平台的撮合交易服务为免费服务，不向买家或卖家收取费用，其交易额不计入钢银平台的销售收入；寄售模式：生产商或钢贸商委托平台进行销售，货物交易、货款支付、提货、二次结算等环节都由平台全程参与，由于寄售模式下的交易通过钢银平台结算，由平台向客户开具发票，其交易额计入钢银

平台的销售收入。钢银平台公布的交易量为撮合交易量与寄售交易量，不包括委托采购业务量，2014年8月4日，钢银平台当日的寄售业务量达到了7300吨，大宗商品交易中，撮合交易主要是电商平台吸引用户的手段，寄售业务量方是未来电商平台竞争中的主要指标。2014H1公司收入8.24亿，主要还是来自于委托采购，寄售交易所产生的收入尚小，在目前单天业务量已达到7300吨的情况下，在下半年将对收入有显著贡献。

图表1: 在线金融: 钢厂代订货模式



图表2: 在线金融: 现货质押模式



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表3: 上海钢联仓储服务系统

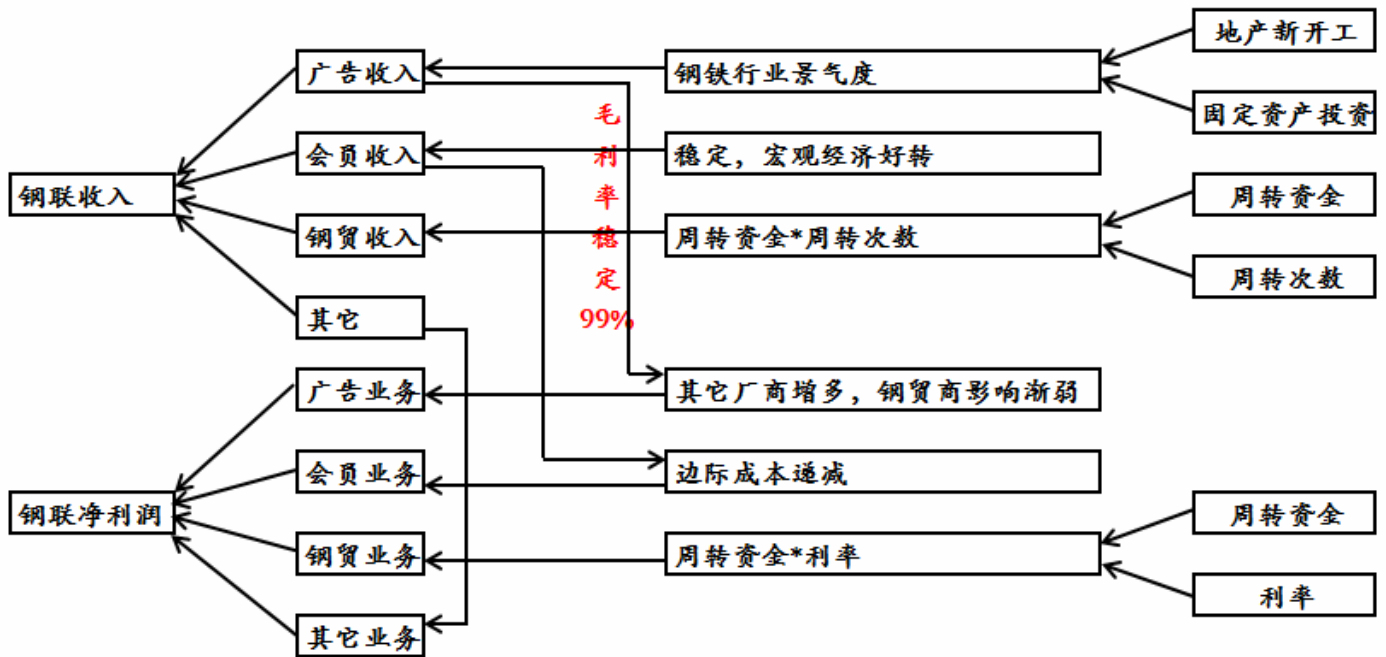


来源: 公司官网, 国金证券研究所

寄售模式下交易量开始向收入和业绩转换

- 钢银平台的交易模式正由撮合交易向寄售模式过渡，因在寄售模式下公司全程参与销售、结算、支付等环节，其交易额将计入平台收入，自 8 月每天约有 7000 吨左右钢材为寄售模式，仅考虑 9-12 月份，其下半年为公司创造的收入也非常可观。寄售模式下交易量的扩大也将导致供应链资金池融资渠道多元化，仓储/物流利用率提高，代销费增多，从而转换为业绩。
- 钢联传统业务收入来自网页链接（广告）、信息服务（会员费，提供数据等），在第一篇报告中我们就提到，广告与钢铁行业景气度正相关，信息服务客户来自钢铁、家电、机械、金融等多个行业，在行业不景气时仍能保持平稳增长，因此原有业务业绩不会出现爆发式增长，只能寄予新业务，但老业务的重要性不言而喻，所拥有的会员数量将对新业务形成支撑。
- 新业务已对业绩产生贡献的为钢贸融资，取决于周转资金及利率，虽然钢银不断增资（7 亿自有资金和 1.5 亿银行授信），但整体资金池仍没有显著扩张，一方面源于融资服务面临风险，需对仓库进行监管，另一方面只有平台交易量显著扩大之后，对资金的需求量才会更大。因此 14 年钢联并不急于扩大资金池，而是扩招员工，将交易量目标放在首位，虽然近期被媒体报道交易量指标造假，但公司已做过澄清，一直严格审核撮合交易过程，并在 7 月 1 日修改激励政策，平台已由撮合交易向寄售交易发展，所有支付、结算过程均参与，寄售交易不存在虚假，也是未来电商平台竞争中的指标。
- 交易量如何转换收入是市场最为关心的问题，为了培育客户习惯，先期采取撮合交易模式，公司不参与资金结算和货物交收，因此不对收入形成贡献，但转换到寄售模式后，公司将全程参与货物销售、结算、支付环节，其交易额将计入平台收入，由此交易量开始正式向收入转换。
- 寄售模式下，交易量向收入转换过程中，盈利模式将出现：（1）钢银平台帮助生产商或钢贸商销货，可向客户收取分销费；（2）支付、结算环节收取手续费；（3）在线金融需求资金规模扩大带来利息收入；（4）仓储费、出仓费等。

图表4: 上海钢联收入、利润驱动因素分析



来源: 国金证券研究所

股价从讲逻辑到看交易量，收入和业绩预计将成下一个指标

- 钢银平台一直处于投入期，无业绩支撑，其历史两次大行情分别是讲逻辑和看交易量。目前电商闭环模式已基本搭建完成，寄售模式也开始将交易量转换为收入，我们认为收入和业绩将成其新一轮股价的观察指标。8月22日，钢银云平台首次召开发布会，将对其供应链整体方案做详细解读，有望带来股价催化剂。
- 钢银模式已由初期讲逻辑，兑现交易量向兑现收入和业绩方向良性发展。从前文的叙述中我们也可以看出，钢联并无业绩，因此其股价的促发因素绝非由业绩决定，钢联两次历史上较大的涨幅分别是讲故事和兑现交易量。
- 2013年7月，钢联启动，在短短2个月内翻了4倍，这个阶段市场质疑声最大，行业景气度下滑、钢贸商风险频发，夕阳行业怎能通过讲故事出现牛股，而钢联用自己的强壁垒呈现了其闭环模式可以成行，当然造就如此牛股的前提也在于互联网板块是牛市行情；2013年12月，钢联单天交易量破万吨，向市场证明其钢银平台已渐渐走向正规，其股价也随着交易量的持续攀升屡创新高；再之后，故事、交易量炒作完毕，在整体创业板调整的大背景下，钢联股价也出现大幅调整，只能等待其模式闭环搭建完成带来业绩兑现。
- 8月22日，钢联将就钢银平台召开首次发布会，将从供应链金融、支付结算、仓储物流、交易平台四个维度解读其供应链整体解决方案。此次发布会标志着其闭环模式已搭建完成。不仅如此，市场最为关注的交易量如何转化为业绩也在寄售模式下慢慢成型，我们认为钢联的股价也将由讲故事、看交易量到跟踪收入，再到业绩转换。

图表5: 2013年7月-9月钢联股价表现



来源: wind、国金证券研究所

图表6: 2013年12月到2014年2月钢联股价表现



盈利预测及投资建议

- 8月寄售模式的钢银交易量约为7000吨/天，暂不考虑之前月份贡献，我们保守估计9-12月平均交易量也为7000吨/天（实际应该更高，撮合交易量已突破7万/吨），钢材价格4000元/吨，共120天，也将形成33.6亿收入。因对其在交易过程所收取的服务费无法估算，再加上平台人员投入一直在加大，我们尚无法准确估计对业绩的贡献。
- 参考其中报，由于各项成本费用大幅上升，导致归属于母公司的净利润仅有80万，因下半年仍会加大人员投入，预计全年情况不容乐观，暂调整14-16年EPS分别至0.04、0.11、0.21元，但我们强调由于公司正处于由交易量向收入和业绩过渡转换阶段，很难估算其真实情况，且其股价并非由业绩促发，短期不必过分在意业绩的具体数值；因其钢银电商平台闭环基本搭建完成，交易量也开始向收入转换，钢银逐渐走向良性循环，维持“买入”评级，短期钢银发布会有望带来股价催化剂，推荐买入。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	350	954	1,553	2,214	3,247	4,272	货币资金	250	181	194	20	20	20
增长率		172.7%	62.7%	42.5%	46.7%	31.6%	应收款项	107	5	3	123	180	237
主营业务成本	-190	-792	-1,397	-2,012	-2,999	-3,982	存货	21	57	79	110	164	218
%销售收入	54.4%	83.0%	89.9%	90.9%	92.3%	93.2%	其他流动资产	71	188	256	503	750	995
毛利	160	162	156	202	249	291	流动资产	449	431	533	756	1,114	1,471
%销售收入	45.6%	17.0%	10.1%	9.1%	7.7%	6.8%	%总资产	77.9%	67.1%	64.9%	70.4%	76.1%	79.5%
营业税金及附加	-10	-6	-3	-4	-5	-5	长期投资	0	12	31	31	31	31
%销售收入	2.9%	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	固定资产	98	171	232	253	274	295
营业费用	-65	-71	-76	-102	-111	-114	%总资产	17.1%	26.6%	28.3%	23.6%	18.8%	16.0%
%销售收入	18.5%	7.5%	4.9%	4.6%	3.4%	2.7%	无形资产	29	27	25	34	44	54
管理费用	-45	-48	-52	-70	-74	-76	非流动资产	128	211	288	318	349	380
%销售收入	12.8%	5.0%	3.3%	3.2%	2.3%	1.8%	%总资产	22.1%	32.9%	35.1%	29.6%	23.9%	20.5%
息税前利润 (EBIT)	40	37	26	25	58	95	资产总计	576	642	821	1,074	1,463	1,851
%销售收入	11.4%	3.8%	1.7%	1.1%	1.8%	2.2%	短期借款	48	30	127	147	267	369
财务费用	0	1	-3	-13	-28	-42	应付款项	95	134	202	331	484	636
%销售收入	0.0%	-0.1%	0.2%	0.6%	0.8%	1.0%	其他流动负债	5	5	5	36	43	50
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	148	169	334	514	794	1,055
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	100	200	300
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	34	46	52	32	32	32
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	182	215	386	646	1,026	1,387
营业利润	40	37	22	11	31	53	普通股股东权益	330	362	379	364	360	371
营业利润率	11.3%	3.9%	1.4%	0.5%	0.9%	1.2%	少数股东权益	64	65	55	64	77	92
营业外收支	7	9	9	7	7	7	负债股东权益合计	576	642	821	1,074	1,463	1,851
税前利润	47	46	32	18	38	60	比率分析						
利润率	13.4%	4.8%	2.0%	0.8%	1.2%	1.4%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-7	-7	-6	-4	-8	-13	每股指标						
所得税率	14.4%	16.0%	19.9%	21.0%	21.0%	21.0%	每股收益	0.966	0.444	0.193	0.035	0.108	0.206
净利润	40	39	25	15	30	47	每股净资产	8.261	4.521	3.160	2.275	2.250	2.321
少数股东损益	2	3	2	9	13	15	每股经营现金净流	-2.824	-0.247	0.027	-1.493	-0.943	-0.744
归属于母公司的净利润	39	36	23	6	17	32	每股股利	0.100	0.050	0.050	0.130	0.130	0.130
净利率	11.0%	3.7%	1.5%	0.2%	0.5%	0.8%	回报率						
							净资产收益率	11.69%	9.82%	6.09%	1.52%	4.66%	8.66%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.70%	5.53%	2.82%	0.51%	1.15%	1.74%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	投入资本收益率	7.19%	6.28%	3.46%	2.76%	4.92%	6.41%
净利润	40	38	24	15	30	47	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	117.78%	172.66%	62.73%	42.53%	46.71%	31.56%
非现金支出	9	9	13	0	0	0	EBIT增长率	46.29%	-8.39%	-29.80%	-3.68%	136.25%	62.09%
非经营收益	3	4	6	6	17	31	净利润增长率	42.17%	-8.08%	-34.93%	-76.07%	203.26%	91.64%
营运资金变动	-164	-72	-40	-259	-198	-198	总资产增长率	240.42%	11.42%	27.84%	30.81%	36.24%	26.48%
经营活动现金净流	-113	-20	3	-239	-151	-119	资产管理能力						
资本开支	-52	-74	-50	-23	-24	-24	应收账款周转天数	2.1	0.9	0.4	1.0	1.0	1.0
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	20.3	18.0	17.7	20.0	20.0	20.0
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
投资活动现金净流	-52	-74	-50	-23	-24	-24	固定资产周转天数	53.3	18.4	54.6	38.5	26.3	20.1
股权募资	262	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	80	30	97	100	220	202	净负债/股东权益	-43.03%	-27.93%	-8.18%	60.53%	109.54%	146.92%
其他	-3	4	-13	-12	-45	-59	EBIT利息保障倍数	232.9	-62.5	8.6	1.9	2.1	2.3
筹资活动现金净流	340	34	84	88	175	143	资产负债率	31.62%	33.52%	47.07%	60.12%	70.12%	74.95%
现金净流量	174	-59	37	-174	0	0							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	8
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.31

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-03-11	买入	9.42	16.60 ~ 16.60
2 2013-07-15	买入	18.67	20.00 ~ 20.00
3 2013-08-24	买入	36.12	N/A
4 2013-09-13	买入	35.43	N/A
5 2013-10-23	买入	29.57	N/A
6 2013-11-21	买入	31.54	N/A
7 2013-12-27	买入	38.60	N/A
8 2014-02-27	买入	65.27	N/A

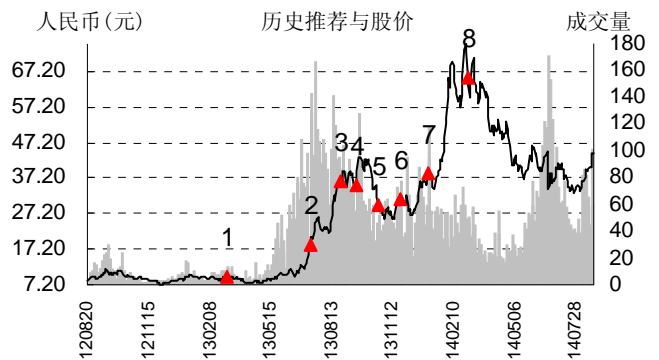
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD