

白云机场 (600004)

招商连超预期，长期看好商业价值及国际枢纽地位

事件

白云机场 T2 商业各项目招商中选结果陆续披露。

坚定看好枢纽机场商业价值

我们于 6 月 26 日率先发布报告提示关注白云机场商业招商，并梳理前期招商结果，提出相比于商业区面积 3 万平方米左右的 T1 航站楼，T2 航站楼拥有更大的商业面积，且采用招商外包的模式将场地交付给专业化的外部经营团队运营，将产生更大经济价值的观点。随着白云机场国家战略地位提升，高净值旅客也势必会向枢纽机场集中，旅客流量价值会逐步被市场发掘，因此我们继续坚定看好枢纽机场的商业前景。

预计 T2 商业为公司贡献租金约 7 亿元

从目前已披露的 25273 m² (计费 20967 m²) 商区面积看，首年保底租金 (不含免税) 已经达到 5.5 亿元，计费区坪效达 2.62 万元/m²·年。目前除 T2 出境免税外的商区已基本完成招商，剩余部分为计时休息室 (1783 m²)、鲜花店 (60 m²)、电子数码产品及玩具零售 (671 m²)、茶叶 (288 m²)、餐饮补充招商 (2195 m²) 及暂未重启招商的二楼 GTC 连廊休闲餐饮项目 (504 m²) 及品牌零售子包 6 (253 m²)，共计 5754 m²，按照既有坪效测算，白云机场 T2 商业将为公司贡献首年保底租金约 7 亿元 (税前)。即便考虑 T2 航站楼投产后对 T1 商业的部分分流，其带来的增量收益亦十分可观。

聚焦粤港澳，长期看好白云机场国际枢纽地位

2017 年初“粤港澳大湾区”城市群发展规划首次写入政府工作报告，而在香港回归 20 周年之际，《深化粤港澳合作，推进大湾区建设框架协议》在习主席的见证下签署，协议强调推进基础设施互联互通，共建世界级港口群、空港群，优化高速、铁路、城市轨交网络布局，白云机场作为粤港澳地区的核心空港之一，未来将获得粤港澳区域优势互补、经济进一步良好发展、海陆空铁联运的三重提振，此外，7 月 17 日广州市政府公布“国际航空枢纽三年行动计划”，提出至 2019 年白云机场国际旅客比例达 24%，中转旅客比例达 18%，基本形成国际航空枢纽综合交通体系的目标，基本面和政策支持力度双击，长期看好其国际枢纽地位。

投资建议

在免税、商业、广告等非航业务的多方面贡献下，预计 2018 年白云机场“业绩坑”将被抹平，业绩有所增长，考虑到商业招商超出我们预期，上调盈利预测，预计 2017-2018 年公司收入增速 9.2%、33.5%，归母净利 14.9 亿、16.2 亿，增速 7.2%、8.6%，目前可转债转股及送红股已完成，预计 EPS 为 0.93 元、0.78 元，长期看好其市值空间，维持“买入”评级，调整目标价至 16 元，对应 2017-2018 年 PE17.2 倍、20.4 倍。

风险提示：宏观经济下滑，免税招商不及预期，安全事故

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,619.74	6,166.68	6,731.57	8,986.85	10,025.60
增长率(%)	1.67	9.73	9.16	33.50	11.56
EBITDA(百万元)	2,254.50	2,472.93	2,671.00	3,461.70	3,815.18
净利润(百万元)	1,253.09	1,393.85	1,493.95	1,622.70	1,812.20
增长率(%)	15.21	11.23	7.18	8.62	11.68
EPS(元/股)	1.09	1.21	0.93	0.78	0.88
市盈率(P/E)	22.10	19.86	18.53	17.06	15.28
市净率(P/B)	2.89	2.57	1.79	1.67	1.55
市销率(P/S)	4.93	4.49	4.11	3.08	2.76
EV/EBITDA	6.54	7.25	10.97	8.91	7.38

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2017 年 07 月 18 日

投资评级

行业	交通运输/机场
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	13.38 元
目标价格	16.00 元
上次目标价	19.15 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,069.32
流通 A 股股本(百万股)	2,069.32
A 股总市值(百万元)	27,687.51
流通 A 股市值(百万元)	27,687.51
每股净资产(元)	9.73
资产负债率(%)	38.93
一年内最高/最低(元)	20.05/12.85

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
曾凡喆	联系人
zengfanzhe@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《白云机场-公司点评:T2 航站楼商业招商梳理，坚定看好枢纽机场商业价值》
2017-06-26
- 2 《白云机场-公司点评:航空主业保持高增速，继续看好市值空间》
2017-06-06
- 3 《白云机场-公司点评:3.6 亿保底！广告业务招标再显枢纽机场定价权》
2017-05-26

1. 事件

白云机场 T2 商业各项目招商中选结果陆续披露。

表 1：白云机场商业招商梳理

招商起始时间	招商内容	合作年限	招商面积	是否公告结果
2017-1-22	进境免税	6+3	700 m ²	是
2017-4-28	商业（品牌零售）	5-7 年	3059 m ²	是
2017-5-2	出境免税	6	3544 m ²	预计 8 月中下旬
2017-5-8	餐饮招商	未明确	3673 m ²	是
2017-5-8	餐饮（集成）招商	未明确	9022 m ²	是
2017-5-10	“云天一线”	7	6842 m ²	是
2017-5-10	“云集市”	6	2465 m ²	是
2017-5-26	货币兑换	6	128 m ²	是
2017-5-26	零售（水果专营）	5	207 m ²	是
2017-5-26	零售（药店）	6	130 m ²	是
2017-5-26	零售（书刊）	5	330 m ²	是
2017-6-5	零售（特产）	6	1298 m ²	是
2017-6-5	零售（烟酒）	6	354 m ²	是
2017-6-5	零售（旅行用品）	5	264 m ²	是
2017-6-5	零售（包装食品+冰淇淋）	6	453 m ²	是
2017-6-23	计时休息室	8	1783 m ²	否
2017-6-30	鲜花店	5	60 m ²	否
2017-6-30	电子数码产品+玩具	5	671 m ²	否
2017-6-30	茶叶	6	288 m ²	否
2017-7-14	餐饮补充招商	-	2195 m ²	否
-	餐饮补充（二楼 GTC 连廊休闲餐饮）	-	504 m ²	暂未启动
-	商业（品牌零售）子包 6	-	253 m ²	未公布
合计（全部面积）			35271 m ²	
不包括免税及流标部分已公布招商面积（括号中为计费面积）			25273 m ² (20967 m ²)	
已公布部分首年保底租金（不含免税）			54957 万元	
已公布部分坪效（不含免税）			2.62 万元/m ² · 年	
剩余未公布结果部分面积（不含免税）			5754 m ²	

资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

2. 坚定看好枢纽机场商业价值

2.1. T2 航站楼招商及观点回顾

白云机场 T2 航站楼计划于 2018 年 2 月投入运营，规划商业面积 4.4 万 m²，包括二号航站楼及交通中心（GTC），首期计划招商面积约为 3 万余 m²。白云机场自身规划完成服务、品牌、协同三大目标，力图实现体验优化、市场创新、价值导向、专业提升。

- 服务目标：以“真情服务，追求卓越”的理念为指导，从旅客需求出发，以丰富商业业态及品类。
- 品牌目标：打造面、线、点结合的多层次、高品质、个性化的航站楼商业品牌体系。

- **协同目标：**通过信息化手段提升商业运营水平，以创新商业模式为路径，联动打造白云机场常旅客计划，并达到“同城同质同价”的要求。通过统一推广和集中收单来实现与商户的共赢。

表 2：白云机场 T2 航站楼招商目标

目标	内容
体验优化	丰富商业品类，提升商业品质，并增加文化、服务体验元素，满足旅客多层次的出行体验需求。
市场创新	积极创新商业模式，一是打造以“云+”为主题的一系列商业品牌，建立较完整的品牌体系；二是结合多业态融合的新趋势，打造新型综合业态，实现生态创新；三是增加丰富多样的文化服务体验，实现服务产品创新。
价值导向	流程动线设计上兼顾出行需要与商业需求，在流程动线的多个重点区域建立商业集中区，通过合理业态布局促进经济价值、社会价值、文化价值的实现。
专业提升	聘请国际知名的专业咨询公司对航站区商业规划及商铺形象设计提出专业方案，并邀请行业专家、商家代表等对方案进行多轮论证，以消费行为心理学、流量经济学等理论为基础，结合二号航站区的流程动线与用户需求，对商业业态进行系统、合理的划分。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

- T2 航站楼四层共设置七大商业板块，围绕“云+”总体概念对七大商业板块命名，形成不同品牌主题，分别为一层路侧到达商业核心区——“云客来”、二层空侧混流商业核心区——“云遇见”、三层国内出发核心餐饮区——“云味道”、三层国内出发一线品牌区——“云天一线”、三层国际出发商业区——“云东方”、三层路侧商业与服务区——“云集市”、四层路侧餐饮集中区——“云上天街”。

表 3：四层商业空间布局

楼层	商业区	名称
一层	一层路侧到达商业核心区	“云客来”
二层	二层空侧混流商业核心区	“云遇见”
三层	三层国内出发核心餐饮区 三层国内出发一线品牌区 三层国际出发商业区 三层路侧商业与服务区	“云味道” “云天一线” “云东方” “云集市”
四层	四层路侧餐饮集中区	“云上天街”

资料来源：公司公告，天风证券研究所

- 我们于 6 月 26 日率先发布报告提示关注白云机场商业招商，并梳理前期招商结果，提出相比于商业区面积 3 万平方米左右的 T1 航站楼，T2 航站楼拥有更大的商业面积，且采用招商外包的模式将场地交付给专业化的外部经营团队运营，将产生更大经济价值的观点。随着白云机场国家战略地位提升，高净值旅客也势必会向枢纽机场集中，旅客流量价值会逐步被市场发掘，因此我们继续坚定看好枢纽机场的商业前景。

2.2. 预计 T2 商业为公司贡献租金约 7 亿元

从目前已披露结果的 25273 m² (计费面积 20967 m²) 商区面积看, 首年保底租金 (不含免税部分) 已经达到 5.5 亿元, 计费区域坪效高达 2.62 万元/m²·年。目前除 T2 出境免税外的其余商区已基本完成招商, 剩余部分为计时休息室 (1783 m²)、鲜花店 (60 m²)、电子数码产品及玩具零售 (671 m²)、茶叶 (288 m²)、餐饮补充招商 (2195 m²) 及暂未重启招商的二楼 GTC 连廊休闲餐饮项目 (504 m²) 及品牌零售子包 6 (253 m²), 共计 5083 m², 按照既有坪效测算, 白云机场 T2 商业将为公司贡献首年保底租金近 7 亿元 (税前)。即便考虑 T2 航站楼投产后对 T1 商业的部分分流, 其带来的增量收益亦十分可观。

表 4: T2 航站楼招商 (不含免税) 税前租金梳理及预测

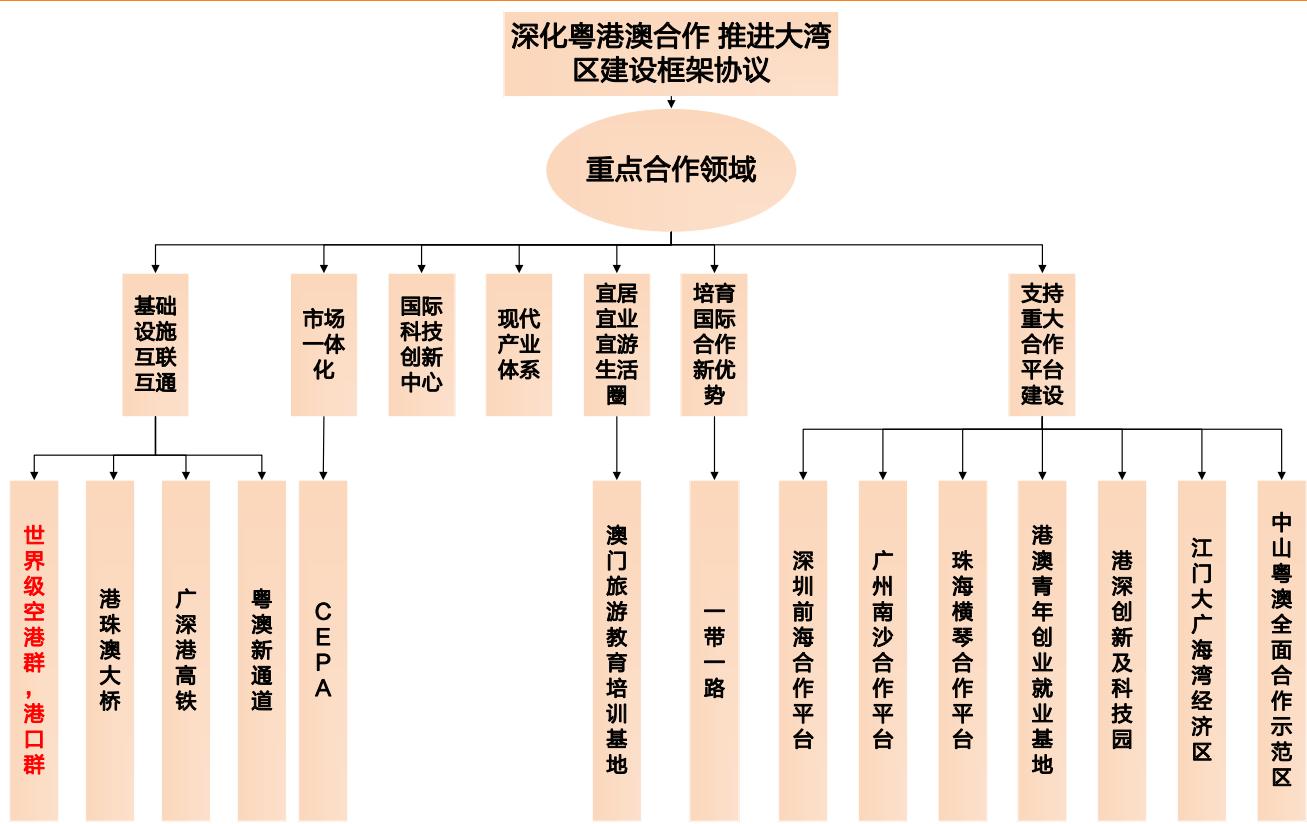
招商内容	首年保底租金/租赁费 (万元)	提成率	商区面积 (平方米)	坪效 (万元/年·m ²)
进境免税	17806	42%	700	25.44
白云 T2 餐饮 (集成)	18708.8	各子包不同	9022 (实际招商 7764)	2.41
白云机场 T2 餐饮招商	1991.36	各子包不同	3673 (实际招商 2232)	0.89
“云集市”创新商区	7203	20%	2465	2.92
“云天一线”创新商区	4467	18%	6842 (计费 2536)	1.76
书刊零售	1032	-	330	3.13
药店零售	187	15.6%	130	1.44
水果零售专营	3119	-	207	15.07
商业 (品牌零售)	6288	各子包不同	3059 (实际公布 2806)	2.06
货币兑换	3433	首年固定租金	128	26.82
烟酒零售	1063	各子包不同	354	3.00
包装食品、冰淇淋零售	1734	各子包不同	453	3.83
特产零售	5211	各子包不同	1298	4.01
旅行用品	520	各子包不同	264	1.97
当前招商合计 (不包括免税)	54957	-	25273 (实际 20967)	2.62
计时休息室 (1783 m ²)				
鲜花店 (60 m ²)				
电子数码产品及玩具零售 (671 m ²)				
茶叶 (288 m ²)	预计 15082	-	5754	假设 2.62
餐饮补充 (2195 m ²)				
二楼 GTC 连廊休闲餐饮 (504 m ²)				
品牌零售子包 6 (253 m ²)				
预计 T2 商业贡献租金 (税前)			预计 70039 万元	

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

2.3. 聚焦粤港澳, 长期看好白云机场国际枢纽地位

2017 年初“粤港澳大湾区”城市群发展规划首次写入政府工作报告, 而在香港回归 20 周年之际, 《深化粤港澳合作, 推进大湾区建设框架协议》在习主席的见证下签署, 协议强调推进基础设施互联互通, 共建世界级港口群、空港群, 优化高速、铁路、城市轨交网络布局, 白云机场作为粤港澳地区的核心空港之一, 未来将获得粤港澳区域优势互补、经济进一步良好发展、海陆空铁联运的三重提振, 此外, 7 月 17 日广州市政府公布“国际航空枢纽三年行动计划”, 提出至 2019 年白云机场国际旅客比例达 24%, 中转旅客比例达 18%, 基本形成国际航空枢纽综合交通体系的目标, 基本面和政策支持力度双击, 长期看好其国际枢纽地位。

图 1：粤港澳大湾区建设协议重点合作领域



资料来源：泛珠三角合作信息网，天风证券研究所

3. 投资建议

在免税、商业、广告等非航业务的多方面贡献下，预计 2018 年白云机场“业绩坑”将被抹平，业绩有所增长，考虑到商业招商超出我们预期，上调盈利预测，预计 2017-2018 年公司收入增速 9.2%、33.5%，归母净利 14.9 亿、16.2 亿，增速 7.2%、8.6%，目前可转债转股及送红股已完成，预计 EPS 为 0.93 元、0.78 元，长期看好其市值空间，维持“买入”评级，调整目标价至 16 元，对应 2017-2018 年 PE17.2 倍、20.4 倍。

4. 风险提示

宏观经济下滑，免税招商不及预期，安全事故

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,335.89	990.16	336.58	449.34	501.28	营业收入	5,619.74	6,166.68	6,731.57	8,986.85	10,025.60
应收账款	767.69	917.44	892.62	1,466.43	1,193.14	营业成本	3,366.18	3,724.04	4,046.41	5,840.44	6,556.46
预付账款	12.08	21.98	13.14	37.44	20.44	营业税金及附加	45.67	66.25	117.80	161.76	180.46
存货	73.36	71.75	82.94	147.29	104.92	营业费用	102.91	101.00	104.34	134.80	145.37
其他	24.36	92.65	53.30	58.27	66.88	管理费用	455.67	392.99	404.57	528.43	589.51
流动资产合计	2,213.38	2,093.98	1,378.58	2,158.77	1,886.66	财务费用	(47.73)	(6.44)	32.98	111.59	90.09
长期股权投资	100.62	117.16	127.16	137.16	147.16	资产减值损失	(32.35)	19.26	11.20	12.00	13.00
固定资产	7,399.32	7,015.96	6,611.88	19,517.85	18,760.12	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2,106.17	7,948.04	12,098.54	725.83	980.67	投资净收益	17.95	29.93	16.50	18.50	22.50
无形资产	22.80	22.31	59.14	910.21	862.43	其他	(35.89)	(59.86)	(33.00)	(37.00)	(45.00)
其他	482.46	546.01	466.86	469.24	494.69	营业利润	1,747.34	1,899.52	2,030.77	2,216.33	2,473.21
非流动资产合计	10,111.37	15,649.48	19,363.58	21,760.30	21,245.07	营业外收入	32.75	10.70	16.52	15.11	19.23
资产总计	12,324.75	17,743.46	20,742.16	23,919.07	23,131.73	营业外支出	27.81	5.50	4.50	4.10	5.00
短期借款	0.00	0.00	1,135.25	2,258.36	1,325.25	利润总额	1,752.27	1,904.71	2,042.79	2,227.34	2,487.44
应付账款	1,824.31	2,141.47	2,004.90	2,203.46	2,525.21	所得税	457.70	512.77	541.34	601.38	671.61
其他	544.73	467.05	690.80	560.24	696.42	净利润	1,294.57	1,391.94	1,501.45	1,625.96	1,815.83
流动负债合计	2,369.03	2,608.52	3,830.96	5,022.06	4,546.87	少数股东损益	41.48	(1.91)	7.51	3.25	3.63
长期借款	0.00	0.00	1,158.97	1,683.94	0.00	归属于母公司净利润	1,253.09	1,393.85	1,493.95	1,622.70	1,812.20
应付债券	0.00	3,157.99	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.09	1.21	0.93	0.78	0.88
其他	183.09	1,102.48	160.23	481.93	581.55						
非流动负债合计	183.09	4,260.47	1,319.20	2,165.87	581.55						
负债合计	2,552.12	6,868.99	5,150.16	7,187.93	5,128.42						
少数股东权益	201.27	107.72	115.23	118.48	122.11						
股本	1,150.00	1,150.06	2,069.32	2,069.32	2,069.32						
资本公积	3,396.57	3,396.82	6,599.56	6,599.56	6,599.56						
留存收益	8,341.65	9,158.95	13,407.45	14,543.34	15,811.88						
其他	(3,316.85)	(2,939.08)	(6,599.56)	(6,599.56)	(6,599.56)						
股东权益合计	9,772.63	10,874.48	15,592.00	16,731.14	18,003.31						
负债和股东权益总	12,324.75	17,743.46	20,742.16	23,919.07	23,131.73						
现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,294.57	1,391.94	1,493.95	1,622.70	1,812.20	成长能力					
折旧摊销	563.17	589.29	607.25	1,133.79	1,251.88	营业收入	1.67%	9.73%	9.16%	33.50%	11.56%
财务费用	1.14	13.86	32.98	111.59	90.09	营业利润	10.87%	8.71%	6.91%	9.14%	11.59%
投资损失	(17.95)	(29.93)	(16.50)	(18.50)	(22.50)	归属于母公司净利润	15.21%	11.23%	7.18%	8.62%	11.68%
营运资金变动	(54.48)	711.65	(712.71)	(280.38)	855.85	获利能力					
其它	(47.34)	(720.71)	7.51	3.25	3.63	毛利率	40.10%	39.61%	39.89%	35.01%	34.60%
经营活动现金流	1,739.11	1,956.10	1,412.47	2,572.45	3,991.15	净利率	22.30%	22.60%	22.19%	18.06%	18.08%
资本支出	3,546.06	5,135.00	5,342.75	3,206.42	611.58	ROE	13.09%	12.95%	9.65%	9.77%	10.13%
长期投资	9.93	16.54	10.00	10.00	10.00	ROIC	23.60%	17.39%	12.14%	9.95%	9.47%
其他	(6,703.18)	(10,496.11)	(9,736.75)	(6,726.04)	(1,310.28)						
投资活动现金流	(3,147.19)	(5,344.57)	(4,384.00)	(3,509.62)	(688.70)						
债权融资	0.00	3,157.99	2,294.23	3,942.30	1,325.25						
股权融资	215.11	393.09	3,638.21	(104.39)	(82.60)						
其他	(561.94)	(510.86)	(3,614.49)	(2,787.97)	(4,493.16)						
筹资活动现金流	(346.83)	3,040.21	2,317.95	1,049.93	(3,250.51)						
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
现金净增加额	(1,754.91)	(348.25)	(653.58)	112.76	51.94						
偿债能力											
资产负债率						资产负债率	20.71%	38.71%	24.83%	30.05%	22.17%
净负债率						净负债率	-9.37%	11.18%	17.45%	15.06%	15.53%
流动比率						流动比率	0.93	0.80	0.36	0.43	0.41
速动比率						速动比率	0.90	0.78	0.34	0.40	0.39
营运能力											
应收账款周转率						应收账款周转率	7.30	7.32	7.44	7.62	7.54
存货周转率						存货周转率	81.31	84.99	87.03	78.07	79.50
总资产周转率						总资产周转率	0.48	0.41	0.35	0.40	0.43
每股指标(元)											
每股收益						每股收益	1.09	1.21	0.93	0.78	0.88
每股经营现金流						每股经营现金流	0.84	0.95	0.68	1.24	1.93
每股净资产						每股净资产	4.63	5.20	7.48	8.03	8.64
估值比率											
市盈率						市盈率	22.10	19.86	18.53	17.06	15.28
市净率						市净率	2.89	2.57	1.79	1.67	1.55
EV/EBITDA						EV/EBITDA	6.54	7.25	10.97	8.91	7.38
EV/EBIT						EV/EBIT	8.68	9.47	14.19	13.24	10.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com