天风证券 TF SECURITIES

三维通信（002115）

证券研究报告
2017 年 07 月 19 日

海外市场、数字营销平滑业绩周期，静待 5G 来临

事件：公司近日公告以发行股份及支付现金收购巨网科技 81.48%股权，作价约 11 亿元；拟自筹资金 2.5 亿认购剩余 18.52%股权，总作价 13.5 亿。

一、巨网科技：媒体资源丰富、覆盖用户广，自制内容流量孵化潜力巨大

巨网科技作为原新三板创新层企业，质地优良。主营业务包括：广告投放、游戏联运、自媒体广告。其中广告投放目前占 90%以上。巨网承诺 2017、2018、2019 年扣非后净利润分别为 9300 万元、13000 万元、17000 万元，并且巨网大股东承诺并购后股份 3 年内不减持，显示对公司的强烈信心。

广告分发平台主要是采购长尾流量的媒体资源，大部分通过效果广告形式分发给客户。目前月活跃用户超过亿，涵盖 PC 和移动端。巨网受益数字营销 30%以上行业增速.另外，流量入口变化以及自媒体的兴起，公司前瞻性的在自制内容上大力布局,孵化大量自媒体，未来优质内容变现潜力巨大。

二、海外市场增长快速，战略清晰、财务稳健，静待 5G 绽放

公司近两年的海外市场保持良好发展势头，境外收入增速连续两年超过 15%；公司 2017 年在日本、澳大利亚、法国等国家推动 iDAS 试点后的批量供货。海外市场毛利率将近 50%（国内约 30%），未来将是重要增长点。

公司 2013 年前瞻性的优化产品线,砍除毛利率低、占用现金流的集成业务，聚焦竞争性强的产品设备业务，在行业内大部分竞争对手增收不增利、现金流恶化的情况下，公司取得了财务健康以及产品技术的不断提升。

产品研发投入公司加大力度，研发/营收约 10%，为 5G 的到来做好技术储备。公司 iDAS、Small Cell、新一代数字直放站等核心产品国内外销售良好。其中 small cell 作为 5G 重要技术，公司的 small cell 产品中标 2016 年第二批浙江省省级科技型中小企业扶持和科技发展资金重点研发计划。

公司通过持有海卫通 58%股权及参股星展测控 10%股权，进入卫星通信领域。海卫通是海上宽带卫星通信服务商，为大型远洋商船、游轮及近海渔船等提供海洋通信服务的解决方案；星展测控在新三板上市，是国内高精度惯导领导厂商， 2016 年净利润 1400 万元，未来将受益于军民融合。

三、盈利预测及估值

看好行业底部后的公司竞争格局改善、海外市场快速拓展、数字营销多元化业务进一步平滑公司业绩周期以及公司在 5G 时代来临之前的产品技术储备。由于巨网科技收购处于审核阶段，暂不考虑，预计公司 2017-2019EPS 分别为 0.10、0.11 和 0.14 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：并购不通过风险；海外市场不稳定；竞争进一步加剧；

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	865.02	988.76	1,153.69	1,256.83	1,492.86
增长率(%)	(4.37)	14.31	16.68	8.94	18.78
EBITDA(百万元)	54.75	63.86	72.93	86.92	106.17
净利润(百万元)	18.99	27.60	40.27	45.55	58.86
增长率(%)	36.25	45.38	45.88	13.13	29.22
EPS(元/股)	0.05	0.07	0.10	0.11	0.14
市盈率(P/E)	193.82	133.32	91.39	80.78	62.52
市净率(P/B)	3.94	3.94	3.71	3.56	3.39
市销率(P/S)	4.25	3.72	3.19	2.93	2.46
EV/EBITDA	118.50	66.20	54.12	41.06	38.26

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	8.84 元
目标价格	10 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	416.26
流通 A 股股本(百万股)	342.71
A 股总市值(百万元)	3,679.73
流通 A 股市值(百万元)	3,029.53
每股净资产(元)	2.22
资产负债率(%)	61.36
一年内最高/最低(元)	14.39/8.56

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

No table of figures entries found.
一、收购巨网科技：媒体资源丰富，自制内容流量孵化潜力巨大
二、网优行业底部待反转，海外市场增长快速空间大，静待 5G 绽放
2.1.1：现金流健康，产品线齐备，静待 5G
2.1.2、海外市场持续快速增长，空间值得期待
三、积极进入卫星通信领域
3.1.1、海卫通：海上卫星宽带网络服务商
3.1.2、星展测控：国内领先的惯导服务商
四、盈利预测及估值
风险提示

图表目录

图 1：巨网科技营收及净利润情况（亿元）
图 2：网络营销整体市场及移动营销市场情况（亿元）
图 3：巨网科技各项业务占比情况
图 4：巨网科技分项业务毛利率情况
图 5：巨网科技自媒体板块
图 6：三维通信及同板块公司的经营性现金流状况（亿元）
图 7：三维通信产品及系统解决方案简介
图 8：Small Cell 解决方案
图 9：Small Cell 解决方案
图 10：海外收入及占比情况（亿元）
图 11：巨网科技分项业务毛利率情况
图 12：海卫通卫星宽带网络服务方案
图 13：中国 2010-2015 年国防惯导市场规模及增速（亿元）

No table of figures entries found.

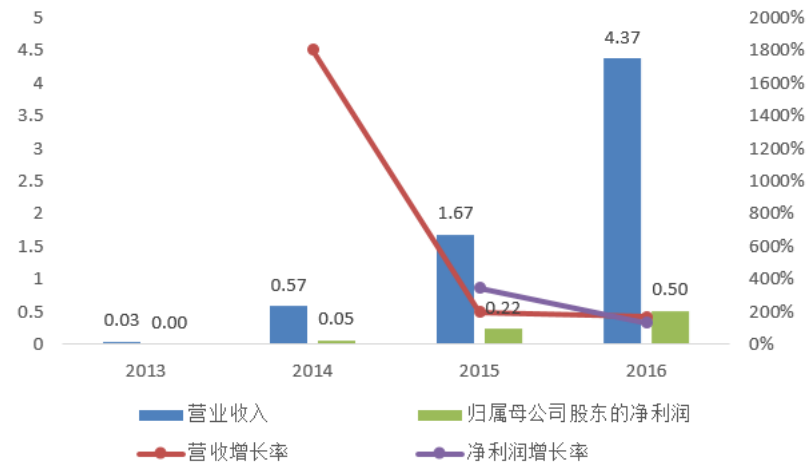
一、收购巨网科技：媒体资源丰富，自制内容流量孵化潜力巨大

公司近日公告以发行股份及支付现金收购巨网科技 81.48%股权，作价约 11 亿元；其中公司拟向交易对方发行股份支付对价 8.9 亿元，发行股份数量为 9329.98 万 股。发行价格确为 9.55 元／股；公司拟自筹资金 2.5 亿认购剩余 18.52%股权，总作价 13.5 亿。另外，公司拟募集配套资金 3.82 亿元。

巨网科技作为原新三板创新层企业，质地优良。主营业务包括：针对长尾流量的广告投放、游戏联运、自媒体广告。其中广告投放目前占 90%以上。巨网承诺 2017、2018、2019 年扣非后净利润分别为 9300 万元、13000 万元、17000 万元，并且巨网大股东承诺并购后股份 3 年内不减持，显示对公司的强烈信心。

巨网科技的营收和净利润自 2013 年以来保持爆发式增长，处于高速成长阶段。巨网科技 2016 年实现营业收入 4.37 亿元，同比增长 161.68%；归属母公司净利润 0.5 亿元，同比增长 126.82%。高速一方面得益于网络营销行业的快速增长，更为重要的是巨网紧跟行业趋势，抓住了移动营销的浪潮，顺利实现 PC 和移动端的全覆盖。

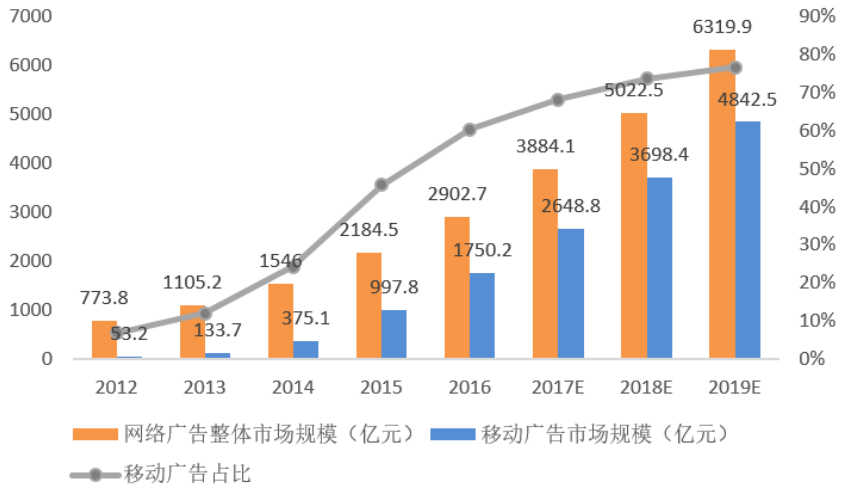
图 1：巨网科技营收及净利润情况（亿元）



资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

根据艾瑞咨询的报告，未来 2017-2019 年将是移动营销全面占据网络营销的三年，占比从 2016 年的 60%提升至 76%，市场规模达到 4800 亿元。巨网科技在移动端自媒体的布局将显著受益行业浪潮的发展。

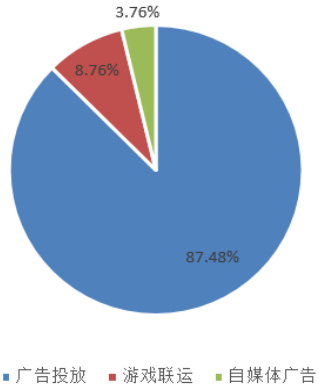
图 2：网络营销整体市场及移动营销市场情况（亿元）



资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

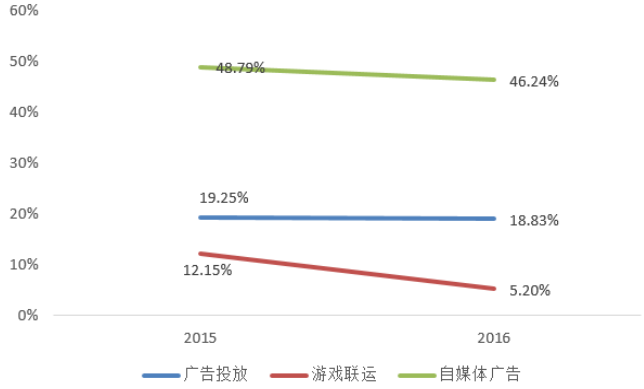
巨网科技目前广告分发仍然是最主要业务，未来自媒体变现潜力巨大，盈利能力有望显著提升。2016 年广告分发业务占比 87.68%。但广告投放的毛利率不到 20%，仍然是代理模式为主，盈利能力不强，只享受行业规模增速。巨网的自媒体业务毛利率高达约 50%，

图 3：巨网科技各项业务占比情况



资料来源：巨网科技、天风证券研究所

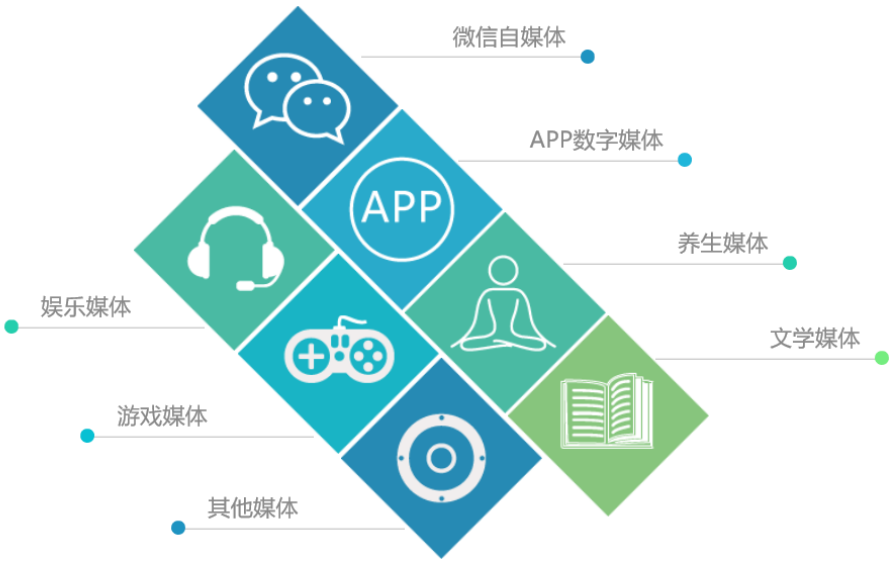
图 4：巨网科技分项业务毛利率情况



资料来源：巨网科技、天风证券研究所

公司目前员工超过 200 名，其中 40%以上为互联网行业 7 年左右的资深从业人员，近两年投入巨大人力物力孵化很多自媒体，包括几百个粉丝流量比较大的微信公众号，目前已经有小部分的广告变现。另外，公司自制或运营内容还包括养生、文学、娱乐、游戏等板块，巨网在自制媒体的商业变现上潜力巨大。

图 5：巨网科技自媒体板块



资料来源：天风证券研究所

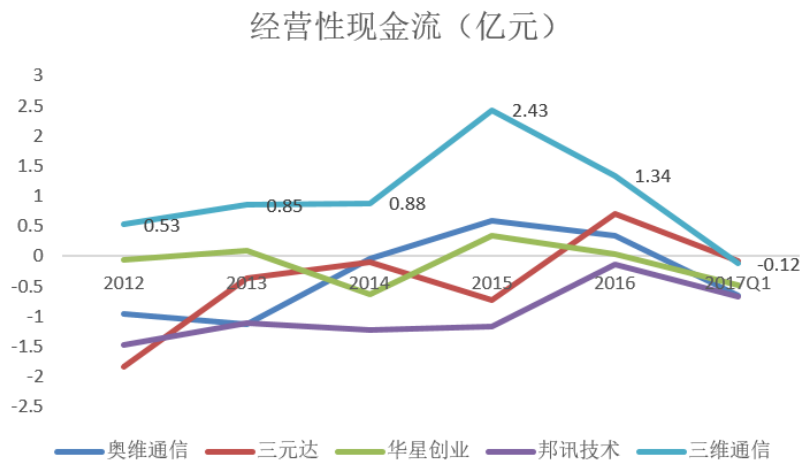
二、网优行业底部待反转，海外市场增长快速空间大，静待 5G 绽放

2.1.1：现金流健康，产品线齐备，静待 5G

公司 2013 年前瞻性的优化产品线，砍除毛利率低、占用现金流的集成业务，聚焦竞争性强的产品设备业务，在行业内大部分公司增收不增利、现金流恶化的情况下，公司取得了稳健业绩和现金流以及产品技术的不断提升。在同行业的几家公司比较中（三元达、奥维通信等），公司的经营性现金流状况明显较好。从图 6 可以看到，从 2012 年起，公司的经营性现金流逐步好转。同时公司的营收规模不是最大，但是经营性现金流净值最高。

除经营性现金流外，公司的财务也非常稳健。公司目前账上现金类资产约 6 亿（货币资金 3.25 亿，其他流动资产中理财超过 2 亿），有息负债端包括 2 亿的长期负债以及部分一年内到期负债。另外，公司通过工业用地成本拿到的土地，建设的三栋厂房和办公大楼按照成本法计价，远未反应市场实际增值。我们认为市场并未反应公司的现金及地产价值。

图 6：三维通信及同板块公司的经营性现金流状况（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

在缩减低集成业务的同时，公司持续加大产品研发投入，目前公司产品线涵盖网优覆盖设备（无缘产品、 数字光分布平台产品、iDAS、微放等）、技术服务、网优产品、数字电视

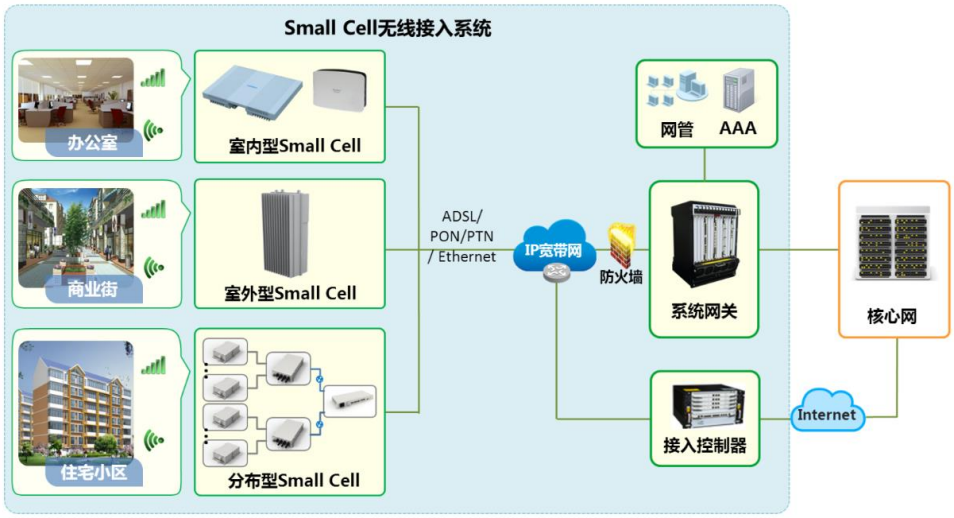
发射机等。公司基本涵盖了信号覆盖产品、天线产品、射频产品、WLAN 产品、集群调度产品等系列。另外，公司的解决方案还包括了行业应用，跨越了运营商的周期性波动。从产品到解决方案，公司形成了较为完整的网络优化产品全产业链， 降低产品单一风险。

图 7：三维通信产品及系统解决方案简介

资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司提前研发及布局 small cell 产品，为 5G 的到来做好充分准备。公司 2014 年针对 4G 室内覆盖启动了 LTE（ FDD/TDD ） Small Cell 产品开发项目，2014 年完成第一代原型机，2015 年进行测试和调整，2016 年项目完成研发。另外，公司的 small cell 中标 2016 年第二批浙江省省级科技型中小企业扶持和科技发展资金重点研发计划。Small Cell 作为 5G 的高频段接入的核心技术方案，将在 5G 的产业化中大有作为。

图 8：Small Cell 解决方案

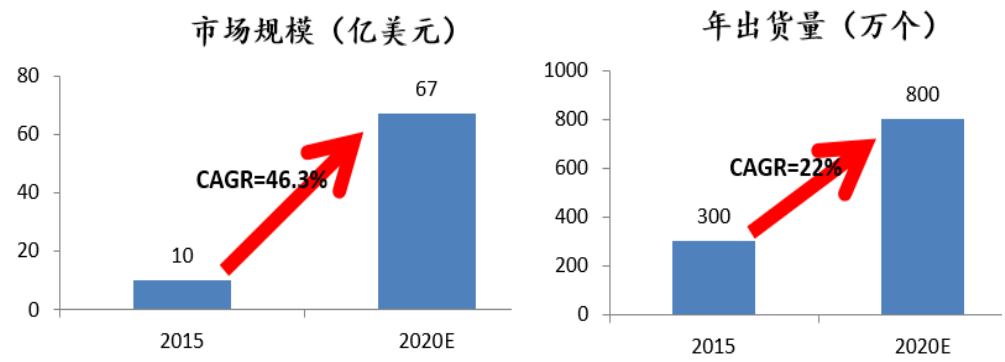


资料来源：京信通信、天风证券研究所

从 small cell 行业规模来看，维持快速增长。据 Small Cell Forum 数据，2015 年全球 Small

Cell 市场的收入为 10 亿美元，出货量约为 300 万。同时，预测全球 Small Cell 市场到 2020 年将产生 67 亿美元收入，未来 5 年复合增速达 46.3%；另外，Small Cell 出货量 2020 年将达到 800 万个/年，未来 5 年复合增速为 22%。

图 9：Small Cell 解决方案

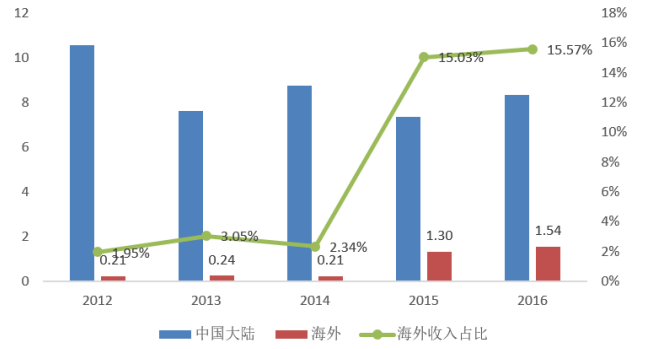


资料来源：Small Cell Forum，天风证券研究所

2.1.2、海外市场持续快速增长，空间值得期待

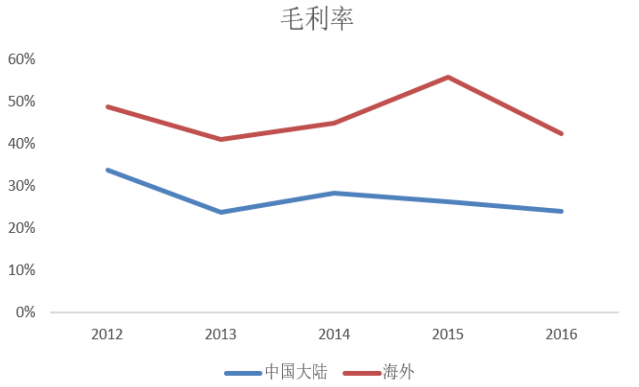
公司近两年的海外市场保持爆发式发展势头，2015 年海外收入 1.3 亿元，同比增长超过 500%，2016 年同比增长 20%；公司 2017 年在日本、澳大利亚、法国等国家推动 iDAS 试点后的批量供货。随着海外市场的扩大，预计公司未来两年海外仍将保持快速增长。同时，海外市场毛利率将近 50%（国内 20%），显著强于国内市场的盈利能力。

图 10：海外收入及占比情况（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：巨网科技分项业务毛利率情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

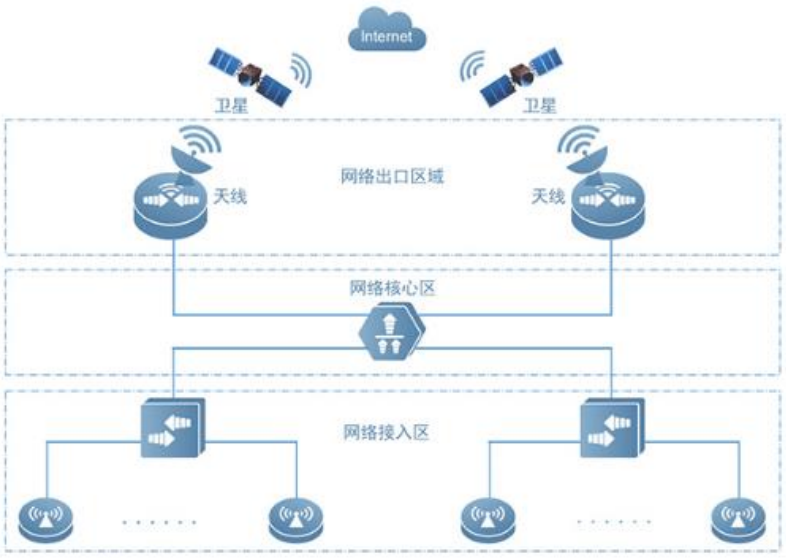
三、积极进入卫星通信领域

公司通过控股海卫通及参股星展测控，进入卫星通信领域。

3.1.1、海卫通：海上卫星宽带网络服务商

公司投资 5250 万元，占深圳海卫通网络科技有限公司 58.33%股权，海卫通自 2016 年 12 月纳入合并范围。是海上宽带卫星通信服务商，为大型远洋商船、游轮及近海渔船等提供海洋通信服务的解决方案。海卫通目前业务规模还比较小，2016 年营业收入约 200 万元，亏损 50 万元。

图 12：海卫通卫星宽带网络服务方案



资料来源：海卫通、天风证券研究所

3.1.2、星展测控：国内领先的惯导服务商

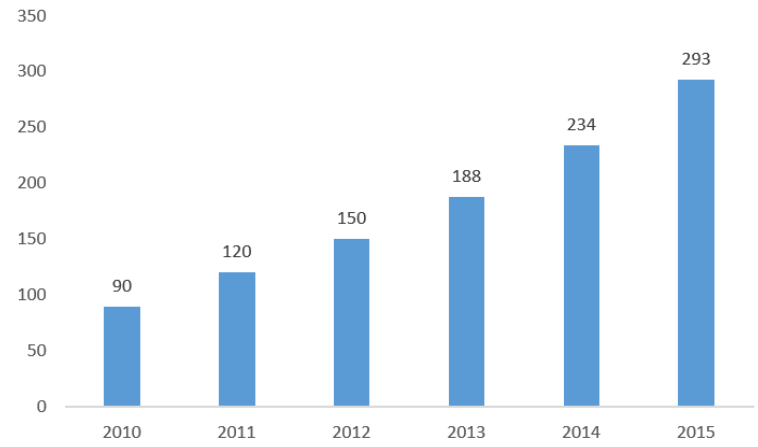
星展测控在新三板上市，是国内高精度惯导领导厂商，主要是车船机载卫星通信天线的研发生产和销售。公司 2016 年 11 月份以 9.57 元/每股的价格，投资 5550.6 万元，认购星展测控 10.18%股权。

星展测控 2016 年净利润 1400 万元，未来受益于惯导在军民融合的拓展。

根据惯性导航技术专家的分析，2015 年我国用于研发及国防装备的惯性产品市场容量近 300 亿，惯性导航及控制类产品市场规模将以年均 25%左右的增速快速增长。

民用惯导应用领域非常广泛，包括工业应用、消费电子和仪器设备等。1、民用航空领域，光纤和微机电陀螺技术应用逐渐成熟以及成本不断下降，促使目前各类新型飞机已普遍配置惯导系统。2、石油开采和矿业开采行业；3、其他部分消费类的产品（如高档汽车、航模等）。未来在汽车无人驾驶领域，惯导将更多的被采用。

图 13：中国 2010-2015 年国防惯导市场规模及增速（亿元）



资料来源：清华大学、天风证券研究所

四、盈利预测及估值

看好行业底部的公司竞争格局改善、海外市场快速拓展、数字营销多元化业务将进一步平滑公司业绩周期、5G 时代来临之前的产品布局。由于目前仍在证监会审核阶段，暂不考

虑巨网科技，预计公司 2017-2019EPS 分别为 0.10、0.11 和 0.14 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

并购不通过风险；海外市场不稳定；竞争进一步加剧；

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	384.50	673.92	92.30	421.62	119.43
应收账款	450.36	481.39	608.21	613.71	879.16
预付账款	7.23	13.64	5.57	17.73	12.71
存货	413.12	400.48	559.90	475.59	742.09
其他	240.06	209.01	250.45	227.95	256.58
流动资产合计	**1,495.27**	**1,778.44**	**1,516.43**	**1,756.60**	**2,009.97**
长期股权投资	22.08	21.03	21.03	21.03	21.03
固定资产	157.75	319.59	414.55	493.36	549.48
在建工程	205.12	210.65	162.39	145.44	117.26
无形资产	94.14	101.26	92.16	83.06	73.96
其他	93.43	178.17	174.61	174.61	174.61
非流动资产合计	**572.52**	**830.70**	**864.74**	**917.49**	**936.34**
资产总计	**2,067.79**	**2,609.14**	**2,381.17**	**2,674.10**	**2,946.30**
短期借款	10.00	5.00	8.82	0.00	159.22
应付账款	465.96	711.93	656.61	818.96	916.24
其他	195.69	251.89	191.27	329.56	260.50
流动负债合计	**671.66**	**968.83**	**856.71**	**1,148.52**	**1,335.95**
长期借款	5.19	205.12	39.86	0.00	31.83
应付债券	398.21	399.02	400.00	400.00	400.00
其他	23.00	48.12	40.00	40.00	40.00
非流动负债合计	**426.40**	**652.25**	**479.86**	**440.00**	**471.83**
负债合计	**1,098.06**	**1,621.08**	**1,336.56**	**1,588.52**	**1,807.79**
少数股东权益	34.89	54.39	52.47	52.45	52.41
股本	410.69	416.26	416.26	416.26	416.26
资本公积	247.11	277.97	277.97	277.97	277.97
留存收益	522.24	539.64	575.87	616.87	669.85
其他	(245.19)	(300.20)	(277.97)	(277.97)	(277.97)
股东权益合计	**969.73**	**988.06**	**1,044.61**	**1,085.57**	**1,138.51**
负债和股东权益总	**2,067.79**	**2,609.14**	**2,381.17**	**2,674.10**	**2,946.30**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	19.18	25.14	40.27	45.55	58.86
折旧摊销	30.32	34.27	22.40	27.25	31.16
财务费用	25.61	26.10	23.00	24.00	26.00
投资损失	(17.69)	(15.30)	(30.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	161.90	83.02	(440.10)	389.79	(527.35)
其它	23.76	(19.16)	(1.92)	(0.03)	(0.04)
经营活动现金流	**243.08**	**134.07**	**(386.36)**	**466.56**	**(431.37)**
资本支出	166.68	198.89	68.12	80.00	50.00
长期投资	6.43	(1.05)	0.00	0.00	0.00
其他	(344.17)	(240.13)	(98.13)	(140.00)	(80.00)
投资活动现金流	**(171.06)**	**(42.30)**	**(30.01)**	**(60.00)**	**(30.00)**
债权融资	413.40	618.73	458.27	409.59	600.65
股权融资	(20.08)	(10.53)	(0.77)	(24.00)	(26.00)
其他	(417.61)	(447.13)	(622.75)	(462.82)	(415.48)
筹资活动现金流	**(24.29)**	**161.06**	**(165.26)**	**(77.23)**	**159.17**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**47.73**	**252.83**	**(581.63)**	**329.33**	**(302.19)**

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**865.02**	**988.76**	**1,153.69**	**1,256.83**	**1,492.86**
营业成本	599.00	723.03	864.34	931.94	1,095.91
营业税金及附加	12.37	9.55	11.54	12.57	14.93
营业费用	80.99	83.38	92.30	98.03	119.43
管理费用	150.32	133.49	149.98	159.62	192.58
财务费用	22.29	22.83	23.00	24.00	26.00
资产减值损失	10.49	17.22	15.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.69	15.30	30.00	20.00	20.00
其他	(35.37)	(30.60)	(60.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	**7.25**	**14.58**	**27.53**	**35.67**	**49.02**
营业外收入	15.48	12.53	14.00	13.26	13.63
营业外支出	3.75	1.19	2.00	2.00	2.00
利润总额	**18.98**	**25.91**	**39.53**	**46.93**	**60.65**
所得税	(0.21)	0.77	1.19	1.41	1.82
净利润	**19.18**	**25.14**	**38.35**	**45.52**	**58.83**
少数股东损益	0.19	(2.46)	(1.92)	(0.03)	(0.04)
归属于母公司净利润	**18.99**	**27.60**	**40.27**	**45.55**	**58.86**
每股收益（元）	0.05	0.07	0.10	0.11	0.14

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-4.37%	14.31%	16.68%	8.94%	18.78%
营业利润	508.91%	101.18%	88.89%	29.56%	37.41%
归属于母公司净利润	36.25%	45.38%	45.88%	13.13%	29.22%
获利能力					
毛利率	30.75%	26.88%	25.08%	25.85%	26.59%
净利率	2.19%	2.79%	3.49%	3.62%	3.94%
ROE	2.03%	2.96%	4.06%	4.41%	5.42%
ROIC	3.06%	4.01%	6.30%	4.60%	7.89%
偿债能力					
资产负债率	53.10%	62.13%	56.13%	59.40%	61.36%
净负债率	33.88%	30.38%	31.44%	72.40%	66.52%
流动比率	2.23	1.84	1.77	1.53	1.50
速动比率	1.61	1.42	1.12	1.12	0.95
营运能力					
应收账款周转率	1.61	2.12	2.12	2.06	2.00
存货周转率	2.11	2.43	2.40	2.43	2.45
总资产周转率	0.42	0.42	0.46	0.50	0.53
每股指标（元）					
每股收益	0.05	0.07	0.10	0.11	0.14
每股经营现金流	0.58	0.32	-0.93	1.12	-1.04
每股净资产	2.25	2.24	2.38	2.48	2.61
估值比率					
市盈率	193.82	133.32	91.39	80.78	62.52
市净率	3.94	3.94	3.71	3.56	3.39
EV/EBITDA	118.50	66.20	54.12	41.06	38.26
EV/EBIT	219.65	113.03	78.10	59.81	54.15

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	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com