

老凤祥 (600612)

证券研究报告

2017年08月29日

1H17 归母净利同比增长 11.42%符合预期，发力打造大中华区第一珠宝品牌！

营收同比增长 13.19%，归母净利同比增长 11.42%。公司披露半年报，1H17 实现营收 228.92 亿，同比增长 13.19%；归母净利 5.83 亿，同比增长 11.42%；扣非后归母净利 5.53 亿，同比增长 14.95%。分季度来看，Q1、Q2 营收及增速分别为 129.6 亿，yoy+14.16%、99.29 亿，yoy+11.95%；归母净利及增速分别为 3.1 亿，yoy+28.8%、2.7 亿，yoy-3.49%；扣非后归母净利及增速分别为 2.8 亿，yoy+11.71%、2.69 亿，yoy+18.57%。报告期内，公司面对珠宝行业周期性调整趋势，主动适应行业发展新常态，抓好市场营销网络建设，继续完善特许经营制度，规范区域总代理和分公司销售模式，推动结构调整新突破，实现提质增效的目标。公司于 6 月股东大会上披露 2017 年全年主要经营目标预算，1-6 月主要核心指标运营态势都呈现二位数增长，上半年营收达到董事会 2017 年预定目标 380 亿的 60.24%，利润总额达到预定目标 19.13 亿的 53.06%，归母净利达到预定目标 11.05 亿的 52.76%，上半年各项经济指标表现良好，预期全年能够顺利完成董事会既定经营目标。

毛利率减少 0.07 个百分点，费用率减少 0.13 个百分点，净利率减少 0.04 个百分点。1H17 公司毛利率为 7.71%，同比减少 0.07 个百分点，主要珠宝行业依然处于周期性调整阶段和消费活力持续释放过渡期，一定程度影响毛利率增长。上半年期间费用率为 2.99%，同比减少 0.13 个百分点。其中销售费用率为 1.77%，同比减少 0.08 个百分点，报告期内销售费用同比增长 8.56%，系工资、福利费、租赁费和广告费同期相比均有增加，但因营收基数较大销售费用率减少；管理费用率为 0.83%，同比减少 0.1 个百分点。报告期内管理费用同比微涨 0.8%，但营收基数较大管理费用率微降；财务费用率为 0.38%，同比增加 0.05 个百分点，主要系子公司上海老凤祥利息支出增加所致。净利率同比减少 0.04 个百分点至 3.31%。

维持盈利预测，维持买入评级。公司是上海市黄浦区国资委旗下黄金珠宝龙头企业，悠久历史成就品牌经典，力争打造大中华区黄金珠宝首饰第一品牌。①产品结构不断优化，扩大非金首饰市场份额，改善毛利率，并推出高端定制项目增强产品附加值；② 2017 年加快筹建珠宝镶嵌生产基地，预计建成后将形成年产 80 万件以上产能，从生产上保障非金饰品供应；③ 网点布局提速，规模优势突出，渠道下沉充分享受三四线城市消费升级；④ 国企改革预期持续催化，或将实现股权优化。我们预计 2017-19 年 EPS 分别为 2.38 元、2.78 元、3.11 元，当前股价对应 PE 分别为 18 倍、15 倍、14 倍，维持买入评级。

风险提示：金价与汇率波动，市场低迷与产能过剩，存货管理风险

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 轻工制造/家用轻工 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 42.84 元 |
| 目标价格 | 51.00 元 |
| 上次目标价 | 53 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 317.11 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 317.11 |
| A 股总市值(百万元) | 13,584.98 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 13,584.98 |
| 每股净资产(元) | 10.76 |
| 资产负债率(%) | 52.06 |
| 一年内最高/最低(元) | 49.58/36.13 |

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

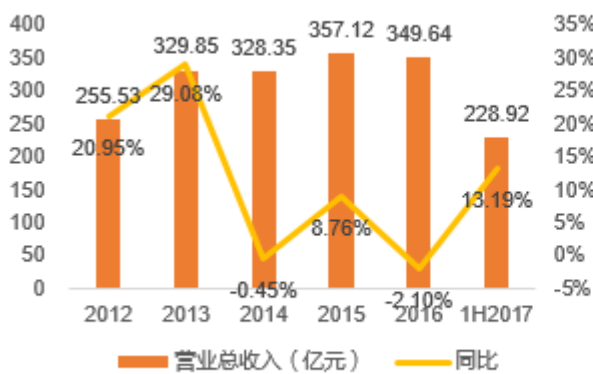
相关报告

| 财务数据和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 35,712.37 | 34,963.78 | 39,986.83 | 45,553.28 | 51,726.93 |
| 增长率(%) | 8.76 | (2.10) | 14.37 | 13.92 | 13.55 |
| EBITDA(百万元) | 1,868.91 | 1,914.71 | 2,076.71 | 2,382.23 | 2,713.77 |
| 净利润(百万元) | 1,117.35 | 1,057.49 | 1,244.35 | 1,452.88 | 1,626.71 |
| 增长率(%) | 18.88 | (5.36) | 17.67 | 16.76 | 11.96 |
| EPS(元/股) | 2.14 | 2.02 | 2.38 | 2.78 | 3.11 |
| 市盈率(P/E) | 20.06 | 21.19 | 18.01 | 15.42 | 13.78 |
| 市净率(P/B) | 4.93 | 4.43 | 3.98 | 3.52 | 3.11 |
| 市销率(P/S) | 0.63 | 0.64 | 0.56 | 0.49 | 0.43 |
| EV/EBITDA | 11.13 | 10.27 | 7.66 | 9.60 | 6.16 |

资料来源：wind，天风证券研究所

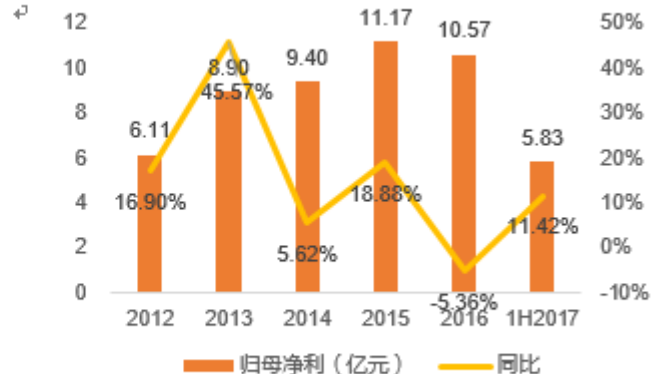
营收同比增长 13.19%，归母净利同比增长 11.42%。公司披露半年报，1H17 实现营收 228.92 亿，同比增长 13.19%；归母净利 5.83 亿，同比增长 11.42%；扣非后归母净利 5.53 亿，同比增长 14.95%。分季度来看，Q1、Q2 营收及增速分别为 129.6 亿，yoy+14.16%、99.29 亿，yoy+11.95%；归母净利及增速分别为 3.1 亿，yoy+28.8%、2.7 亿，yoy-3.49%；扣非后归母净利及增速分别为 2.8 亿，yoy+11.71%、2.69 亿，yoy+18.57%。报告期内，公司面对珠宝行业周期性调整趋势，主动适应行业发展新常态，抓好市场营销网络建设，继续完善特许经营制度，规范区域总代理和分公司销售模式，推动结构调整新突破，实现提质增效的目标。公司于 6 月股东大会上披露 2017 年全年主要经营目标预算，1-6 月主要核心指标运营态势都呈现二位数增长，上半年营收达到董事会 2017 年预定目标 380 亿的 60.24%，利润总额达到预定目标 19.13 亿的 53.06%，归母净利达到预定目标 11.05 亿的 52.76%，上半年各项经济指标表现良好，预期全年能够顺利完成董事会既定经营目标。

图 1: 1H17 营收同比增长 12.6%



资料来源: Wind、天风证券研究所。

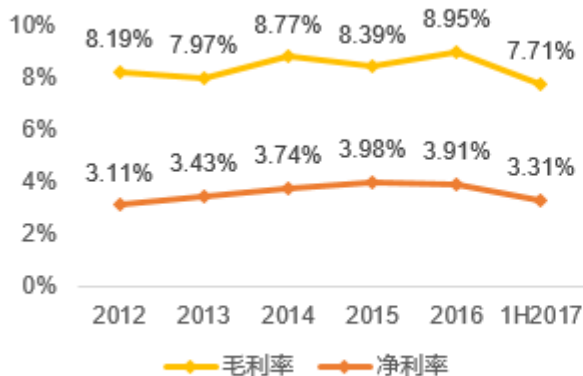
图 2: 1H17 归母净利同比增长 23.17%



资料来源: Wind、天风证券研究所。

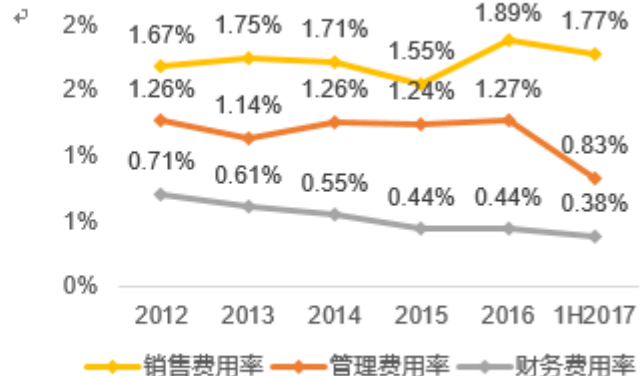
毛利率减少 0.07 个百分点，费用率减少 0.13 个百分点，净利率减少 0.04 个百分点。1H17 公司毛利率为 7.71%，同比减少 0.07 个百分点，主要珠宝行业依然处于周期性调整阶段和消费活力持续释放过渡期，一定程度影响毛利率增长。上半年期间费用率为 2.99%，同比减少 0.13 个百分点。其中销售费用率为 1.77%，同比减少 0.08 个百分点，报告期内销售费用同比增长 8.56%，系工资、福利费、租赁费和广告费同期相比均有增加，但因营收基数较大销售费用率减少；管理费用率为 0.83%，同比减少 0.1 个百分点。报告期内管理费用同比微涨 0.8%，但营收基数较大管理费用率微降；财务费用率为 0.38%，同比增加 0.05 个百分点，主要系子公司上海老凤祥利息支出增加所致。净利率同比减少 0.04 个百分点至 3.31%。

图 3: 2012-1H17 公司毛利率&净利率



资料来源: Wind、天风证券研究所。

图 4: 2012-1H17 公司期间费用率



资料来源: Wind、天风证券研究所。

终端消费复苏+黄金珠宝刚需将使珠宝龙头老凤祥充分受益。①终端消费复苏金银珠宝率先受益，统计局数据显示，1-6 月金银珠宝零售总额同比增长 7.9%（去年同期下降 1.5%），珠宝行业走势向好。②伴随三四线城市消费升级高端消费品逐步释放市场需求，黄金珠宝

作为婚庆刚需将长期存在，此外，礼品市场的蓬勃发展，珠宝消费市场进一步扩大。另外从国际市场上来看，一方面，随着地缘政治风险事件频发，市场避险情绪逐渐升温利好金价走势；另一方面，随着美元指数触底反弹或将抑制金价走强，美国加息缩表的不确定性也会给金价走势带来更多不确定因素，金价在未来一段时间或呈现震荡行情。**结合老凤祥自身来看，密集网点布局+完善产业链共同构筑企业价值，珠宝钟表品牌逐步蜕变落地，未来增长可期。**公司创始于 1848 年延续至今已 168 年，悠久的历史品牌历史形成独特的文化内涵和精湛的工艺技术，品牌价值已深入人心。①**遍布密集的网点布局形成规模经济优势。**截至 6 月底，全国老凤祥银楼网点数量达到 3058 家，比 2016 年底净增 70 家。其中老凤祥自营银楼和自营专柜 173 家、老凤祥银楼连锁专卖店 1339 家，老凤祥经销网点达到 1537 家，海外银楼 9 家。网点主要分布于三四线城市，渠道下沉将充分受益消费升级带来的增长机遇，进一步抢占市场份额，实现强者恒强。报告期内，通过区域非金饰品专题订货会的形式，形成市场销售新热点，1-6 月翡翠销售同比增长 56.73%，镶嵌首饰增长 21.49%，K 金首饰增长 79.32%。②**主动推进产业结构新突破，完善产业链布局。**公司与原合作方信泰集团、供应商宝怡珠宝、销售商前海金祥强强联手，在东莞合资建设的老凤祥东莞珠宝镶嵌首饰公司项目正式启动，为公司自主产品研发、生产打下基础，对珠宝镶嵌饰品的发展起到强有力支撑。**公司积极探索发展老凤祥钟表业务，于 5 月成立上海老凤祥钟表有限公司**，不仅促进现有珠宝首饰业务的盈利能力，还可提升老凤祥整体形象。另外，公司还积极推进东莞素金生产基地的扩产工作，老凤祥东莞珠宝首饰正抓紧扩建 1500 平米新厂房，增设耳环等产品生产线，除金饰外，500 平米银饰车间也于 4 月初正式投产。**老凤祥已从传统的珠宝首饰品牌，逐渐拓展成为年轻、时尚、国际化的珠宝钟表品牌。公司背靠上海黄浦区国资委，下半年混改风口将至，公司国改预期值得期待。**

维持盈利预测，维持买入评级。公司是上海市黄浦区国资委旗下黄金珠宝龙头企业，悠久历史成就品牌经典，力争打造大中华区黄金珠宝首饰第一品牌。①**产品结构不断优化，扩大非金首饰市场份额，改善毛利率，并推出高端定制项目增强产品附加值；**②**2017 年加快筹建珠宝镶嵌生产基地，预计建成后将形成年产 80 万件以上产能，从生产上保障非金饰品供应；**③**网点布局提速，规模优势突出，渠道下沉充分享受三四线城市消费升级；**④**国企改革预期持续催化，或将实现股权优化。我们预计 2017-19 年 EPS 分别为 2.38 元、2.78 元、3.11 元，当前股价对应 PE 分别为 18 倍、15 倍、14 倍，维持买入评级。**

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 4,728.12 | 4,843.84 | 7,075.11 | 3,644.26 | 7,219.34 |
| 应收账款 | 511.20 | 518.30 | 384.61 | 745.15 | 579.51 |
| 预付账款 | 58.49 | 51.73 | 121.53 | 55.99 | 140.43 |
| 存货 | 4,914.24 | 7,405.65 | 5,141.21 | 9,226.55 | 7,712.36 |
| 其他 | 116.64 | 101.11 | 100.13 | 105.91 | 102.36 |
| 流动资产合计 | 10,328.70 | 12,920.63 | 12,822.58 | 13,777.86 | 15,754.00 |
| 长期股权投资 | 0.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 408.65 | 393.50 | 397.47 | 420.79 | 442.73 |
| 在建工程 | 2.76 | 4.22 | 38.53 | 71.12 | 72.67 |
| 无形资产 | 107.72 | 103.75 | 99.15 | 94.56 | 89.96 |
| 其他 | 711.98 | 634.04 | 644.85 | 590.04 | 585.17 |
| 非流动资产合计 | 1,231.42 | 1,135.50 | 1,180.00 | 1,176.51 | 1,190.54 |
| 资产总计 | 11,560.12 | 14,056.13 | 14,002.58 | 14,954.37 | 16,944.54 |
| 短期借款 | 2,833.31 | 4,810.89 | 0.00 | 2,592.98 | 0.00 |
| 应付账款 | 2,021.07 | 704.17 | 3,666.11 | 1,018.96 | 3,986.92 |
| 其他 | 1,122.21 | 2,390.08 | 3,229.82 | 2,628.23 | 3,407.57 |
| 流动负债合计 | 5,976.59 | 7,905.14 | 6,895.93 | 6,240.16 | 7,394.49 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 462.51 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 156.89 | 127.08 | 155.46 | 146.48 | 143.01 |
| 非流动负债合计 | 156.89 | 127.08 | 155.46 | 608.99 | 143.01 |
| 负债合计 | 6,133.47 | 8,032.22 | 7,051.39 | 6,849.15 | 7,537.50 |
| 少数股东权益 | 884.24 | 962.48 | 1,323.29 | 1,736.53 | 2,205.87 |
| 股本 | 523.12 | 523.12 | 523.12 | 523.12 | 523.12 |
| 资本公积 | 510.38 | 511.18 | 575.63 | 554.05 | 546.95 |
| 留存收益 | 3,839.27 | 4,395.37 | 5,104.78 | 5,845.57 | 6,678.06 |
| 其他 | (330.36) | (368.23) | (575.63) | (554.05) | (546.95) |
| 股东权益合计 | 5,426.65 | 6,023.91 | 6,951.19 | 8,105.22 | 9,407.04 |
| 负债和股东权益总 | 11,560.12 | 14,056.13 | 14,002.58 | 14,954.37 | 16,944.54 |

| 现金流量表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 1,421.64 | 1,365.40 | 1,244.35 | 1,452.88 | 1,626.71 |
| 折旧摊销 | 84.38 | 89.80 | 26.31 | 28.68 | 31.10 |
| 财务费用 | 171.91 | 164.37 | 64.86 | 30.84 | 30.37 |
| 投资损失 | (38.96) | (37.94) | (28.28) | (35.06) | (33.76) |
| 营运资金变动 | (536.22) | (2,702.48) | 6,211.79 | (7,605.27) | 5,337.38 |
| 其它 | (146.03) | 142.25 | 360.81 | 413.24 | 469.33 |
| 经营活动现金流 | 956.73 | (978.59) | 7,879.85 | (5,714.69) | 7,461.14 |
| 资本支出 | (7.11) | 59.11 | 31.62 | 88.98 | 53.47 |
| 长期投资 | 0.01 | (0.32) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (13.60) | (55.36) | (126.58) | (117.70) | (59.44) |
| 投资活动现金流 | (20.70) | 3.43 | (94.95) | (28.72) | (5.98) |
| 债权融资 | 2,833.31 | 4,810.89 | 0.00 | 3,055.49 | 0.00 |
| 股权融资 | (207.03) | (189.03) | (143.34) | (52.40) | (37.44) |
| 其他 | (3,470.48) | (3,532.66) | (5,410.29) | (690.53) | (3,842.64) |
| 筹资活动现金流 | (844.21) | 1,089.20 | (5,553.63) | 2,312.56 | (3,880.08) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 91.83 | 114.04 | 2,231.27 | (3,430.84) | 3,575.08 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 35,712.37 | 34,963.78 | 39,986.83 | 45,553.28 | 51,726.93 |
| 营业成本 | 32,717.54 | 31,834.13 | 36,428.83 | 41,500.65 | 47,156.02 |
| 营业税金及附加 | 215.46 | 181.09 | 231.90 | 258.32 | 287.08 |
| 营业费用 | 551.84 | 659.20 | 771.75 | 890.57 | 972.47 |
| 管理费用 | 443.71 | 442.68 | 519.83 | 578.53 | 656.93 |
| 财务费用 | 156.86 | 152.79 | 64.86 | 30.84 | 30.37 |
| 资产减值损失 | 10.32 | (2.56) | 12.40 | 6.72 | 5.52 |
| 公允价值变动收益 | 11.06 | (19.76) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 38.96 | 37.94 | 28.28 | 35.06 | 33.76 |
| 其他 | (100.03) | (36.38) | (56.56) | (70.12) | (67.52) |
| 营业利润 | 1,666.65 | 1,714.64 | 1,985.53 | 2,322.71 | 2,652.30 |
| 营业外收入 | 242.56 | 111.07 | 160.74 | 171.45 | 147.75 |
| 营业外支出 | 8.03 | 3.92 | 6.06 | 6.00 | 5.33 |
| 利润总额 | 1,901.19 | 1,821.78 | 2,140.21 | 2,488.16 | 2,794.73 |
| 所得税 | 479.55 | 456.38 | 535.05 | 622.04 | 698.68 |
| 净利润 | 1,421.64 | 1,365.40 | 1,605.16 | 1,866.12 | 2,096.04 |
| 少数股东损益 | 304.29 | 307.92 | 360.81 | 413.24 | 469.33 |
| 归属于母公司净利润 | 1,117.35 | 1,057.49 | 1,244.35 | 1,452.88 | 1,626.71 |
| 每股收益(元) | 2.14 | 2.02 | 2.38 | 2.78 | 3.11 |

| 主要财务比率 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|---------|---------|---------|----------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 8.76% | -2.10% | 14.37% | 13.92% | 13.55% |
| 营业利润 | 9.72% | 2.88% | 15.80% | 16.98% | 14.19% |
| 归属于母公司净利润 | 18.88% | -5.36% | 17.67% | 16.76% | 11.96% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 8.39% | 8.95% | 8.90% | 8.90% | 8.84% |
| 净利率 | 3.13% | 3.02% | 3.11% | 3.19% | 3.14% |
| ROE | 24.60% | 20.89% | 22.11% | 22.81% | 22.59% |
| ROIC | 64.57% | 51.68% | 29.24% | -203.95% | 29.48% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 53.06% | 57.14% | 50.36% | 45.80% | 44.48% |
| 净负债率 | -11.59% | -23.70% | -23.34% | -0.29% | 1.59% |
| 流动比率 | 1.73 | 1.63 | 1.86 | 2.21 | 2.13 |
| 速动比率 | 0.91 | 0.70 | 1.11 | 0.73 | 1.09 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 89.38 | 67.92 | 88.57 | 80.64 | 78.10 |
| 存货周转率 | 7.11 | 5.68 | 6.37 | 6.34 | 6.11 |
| 总资产周转率 | 3.09 | 2.73 | 2.85 | 3.15 | 3.24 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 2.14 | 2.02 | 2.38 | 2.78 | 3.11 |
| 每股经营现金流 | 1.83 | -1.87 | 15.06 | -10.92 | 14.26 |
| 每股净资产 | 8.68 | 9.68 | 10.76 | 12.17 | 13.77 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 20.06 | 21.19 | 18.01 | 15.42 | 13.78 |
| 市净率 | 4.93 | 4.43 | 3.98 | 3.52 | 3.11 |
| EV/EBITDA | 11.13 | 10.27 | 7.66 | 9.60 | 6.16 |
| EV/EBIT | 11.40 | 10.53 | 7.76 | 9.72 | 6.23 |

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 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 卓越时代广场 36 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 邮编：518017 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 电话：(86755)-82566970 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(86755)-23913441 |
| | | | 邮箱：research@tfzq.com |