

中国石化 (600028)

证券研究报告

2018年03月19日

基本面坚实，利润表修复刚开始

1. 业务分析：下游有保证，上游有弹性

勘探开发板块：保守假设时，在2018年，油价均值同比+10美金/桶（相当于布油65美金/桶），同时考虑中石化上游成本下降，上游经营业绩基本扭亏。中性假设时，油价均值同比+15美金/桶（相当于布油70美金/桶），中国石化上游经营业绩增厚370亿，实现盈利。

炼油板块：从供需关系和油价两个方面综合判断，2017~2018年裂解价差有望维持在6~7美金/桶的相对高位。2019年之后，受开工率下滑影响，裂解价差可能下滑至4~5美金/桶。2018年受益油价上行趋势，假设20美金涨幅，对应库存收益约200亿。

化工板块：未来两年，受“轻质化”影响，石脑油化工盈利可能小幅下滑。但煤制烯烃路线边际成本支撑存在。

销售板块：中石化销售板块2016年EBIT 321亿，2017Q1-3受价格战影响EBIT仅89亿。历史正常EBIT为300~350亿，估算对应净利润220~260亿元。

2. 财务分析：从现金流量表修复，到利润表修复

2018年中国石化将同时受益油价上涨带来的上游扭亏，以及下游炼化板块的库存收益。

现金流量表修复向资产负债表修复传导的两个路径：

- 1) 资本开支减少——固定资产净值减少——DDA减少——利润增加
- 2) 经营现金流增加——有息负债减少——财务费用减少——利润增加

为什么中国石化16~17年现金流表现好？

1) 为什么FCF表现，好于经营净现金流趋势？CAPEX减少

2) 为什么经营现金流表现，好于净利润趋势？DDA增加

3. 如何看待中国石化估值——PB/ROE

1) 参照目前国际公司PB估值水平简单平均，中国石化合理PB=1.6倍。

2) 用国际油公司和国内中国石油、中国石化历史PB、ROE回归：按照中国石化2017年预估ROE水平，对应合理PB=1.3倍；按照2018年预计ROE水平，对应合理PB=1.5倍。

中国石化相比国际同行，炼油定价政策优化、以及产品结构优化，使公司炼化板块盈利系统性修复，与国际趋同；上游勘探开发板块受益油价上行带来明显减亏，甚至存在扭亏的可能性。参考国际同行历史PB与ROE相关性，我们认为中国石化合理PB应在1.3~1.6倍。

维持业绩预测17/18/19年净利润523/861/1007亿元，对应EPS为0.43/0.71/0.83元/股，当前股价对应15/9/8倍PE，目标价区间7.9~9.7元，维持“买入”评级。

风险提示：国际油价大跌风险；炼化盈利下滑或计提减值致业绩不及预期的风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,018,883.00	1,930,911.00	2,317,093.20	3,475,639.80	4,518,331.74
增长率(%)	(28.56)	(4.36)	20.00	50.00	30.00
EBITDA(百万元)	167,925.00	204,947.00	130,946.77	195,352.01	220,862.22
净利润(百万元)	32,207.00	46,416.00	52,252.78	86,146.42	100,679.34
增长率(%)	(32.10)	44.12	12.57	64.86	16.87
EPS(元/股)	0.27	0.38	0.43	0.71	0.83
市盈率(P/E)	24.77	17.19	15.27	9.26	7.92
市净率(P/B)	1.18	1.12	1.09	1.04	0.99
市销率(P/S)	0.40	0.41	0.34	0.23	0.18
EV/EBITDA	4.84	3.72	6.75	3.90	3.42

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 化工/石油化工

6个月评级 买入（维持评级）

当前价格 6.59元

目标价格 元

基本数据

A股总股本(百万股) 95,557.77

流通A股股本(百万股) 95,557.77

A股总市值(百万元) 629,725.71

流通A股市值(百万元) 629,725.71

每股净资产(元) 5.92

资产负债率(%) 42.75

一年内最高/最低(元) 7.72/5.53

作者

张樨樨 分析师

SAC执业证书编号：S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

刘子栋 联系人

liuzidong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《中国石化-公司点评:良好的分红潜力，价值投资的生命线》2018-02-08

2 《中国石化-公司研究简报:从PB/ROE国际比较，看中国石化估值》2018-01-19

3 《中国石化-首次覆盖报告:已具备配置价值》2018-01-05

1. 业务分析：下游有保证，上游有弹性

四大板块：勘探开发、炼油、化工、销售

从上游业务上看，根据 2016 年公司年报，全年油气当量产量 431.29 百万桶，其中境内原油产量同比下降 14.6%，天然气产量同比增加 4.3%。

从下游业务上看，全年汽油产量 56 百万桶，柴油产量 67 百万桶，煤油产量 25 百万桶。全年化工产品经营总量为 6,996 万吨，同比增长 11.3%，实现了全产全销。

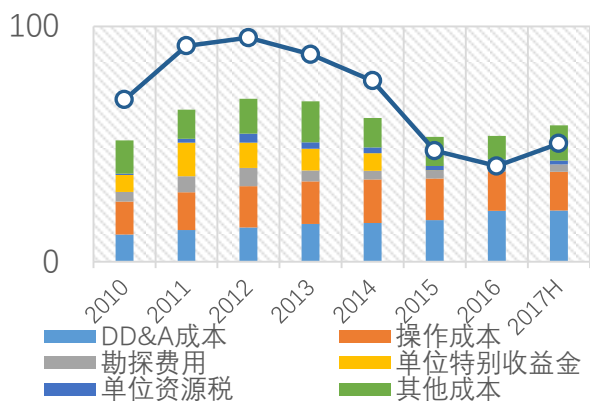
1.1. 勘探开发板块

1.1.1. 2018 年有望增加储量、降成本

中国石化 2015 年储量评估 2243 百万桶油当量，比 2014 年末减少 26%；2016 年储量评估 1552 百万桶油当量，比 2015 年末减少 31%，导致 2016 年上游 DDA 成本累计+5 美金/桶。

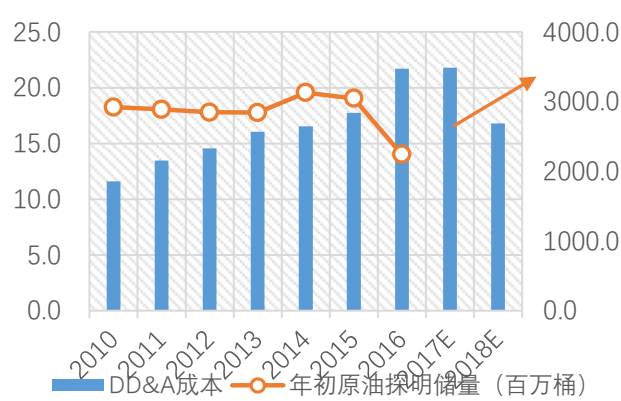
2017 年，考虑年末油价大幅上涨，储量评估有望增加。2018 年上游单位 DDA 成本有望摊薄。

图 1：中国石化上游实现油价和完全成本（美元/桶）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：上游业务有望增加储量、降成本（美元）



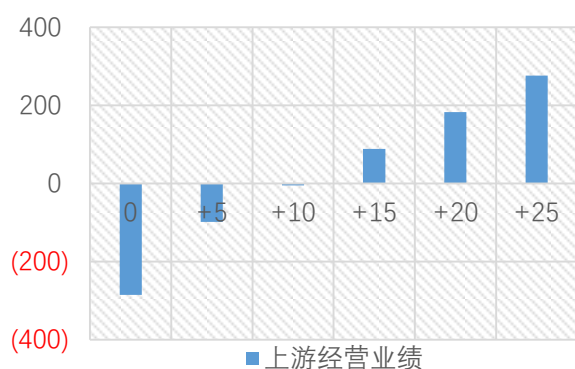
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1.2. 业绩弹性大

保守假设时，在 2018 年，油价均值同比+10 美金/桶（相当于布油 65 美金/桶），同时考虑中石化上游成本下降，上游经营业绩基本扭亏。

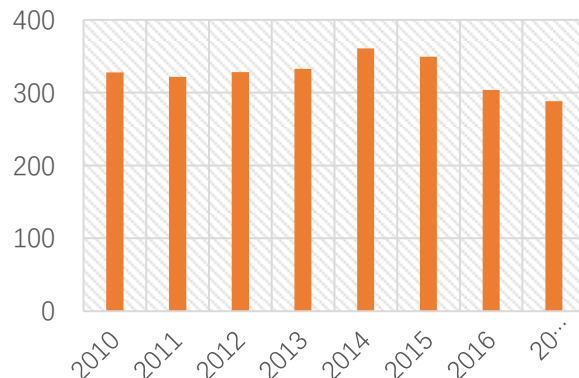
中性假设时，油价均值同比+15 美金/桶（相当于布油 70 美金/桶），中国石化上游经营业绩增厚 370 亿，实现盈利。

图 3：中国石化上游经营业绩对油价敏感性分析（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：中国石化原油产量（百万桶）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 炼油板块

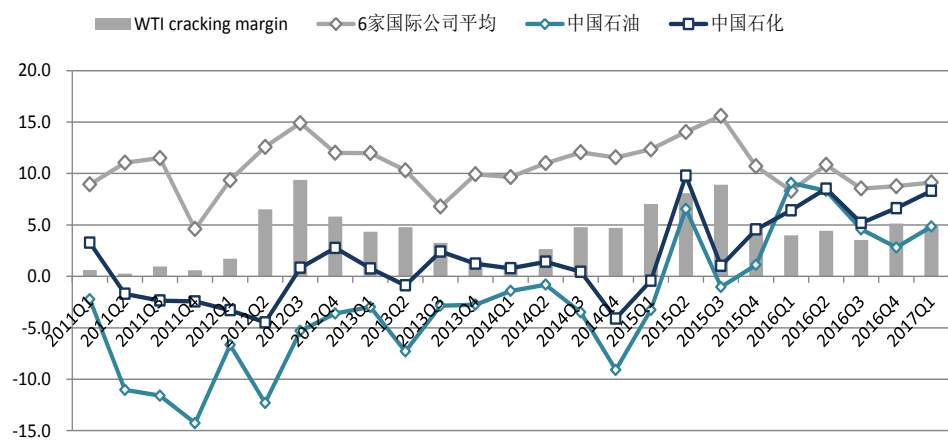
1.2.1. 2015 年后政策红利已经兑现，均衡利润水平上移

近年来，国内炼化企业（尤其是中国石化）与国际炼油企业盈利差异显著缩小。原因一方面行业政策变化，主要是成品油质量升级优质优价政策；另一方面是公司自身进行结构优化，提高汽柴比。

中国石化 2010 年炼油单位 EBIT 为 75 元/吨（1.5 美金/桶），2016 年提高到 239 元/吨（4.9 美金/桶）。增加主要来自：

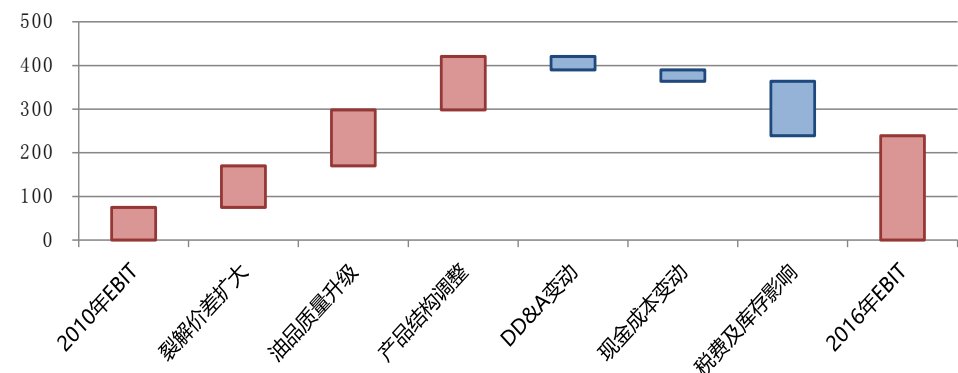
- 1) 裂解价差扩大（反映行业景气上行）；
- 2) 成品油定价改革和油品质量升级优质优价（反映政策红利）；
- 3) 汽柴比优化（反映公司自身经营调整提升）。

图 5：中国石化炼油盈利水平与国际同行比较（\$/b）



资料来源：公司公告，bloomberg，天风证券研究所

图 6：中国石化炼油盈利增加因素分拆（元/吨）



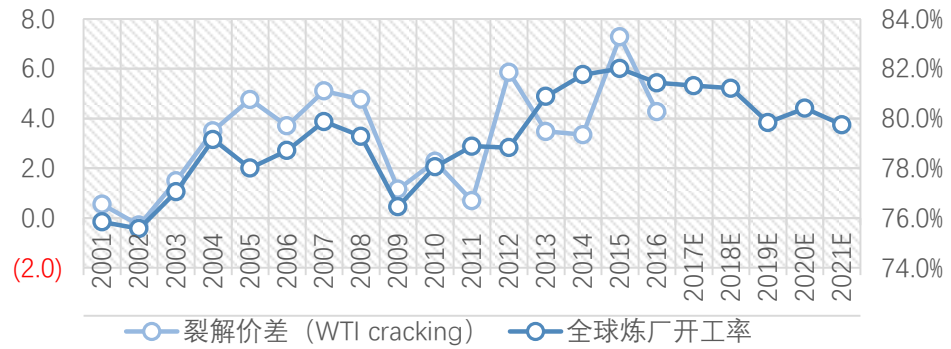
资料来源：公司公告，bloomberg，天风证券研究所

1.2.2. 行业盈利趋势平稳，18 年库存收益不容忽视

从供需关系和油价两个方面综合判断，2017~2018 年裂解价差有望维持在 6~7 美金/桶的相对高位。2019 年之后，受开工率下滑影响，裂解价差可能下滑至 4~5 美金/桶。

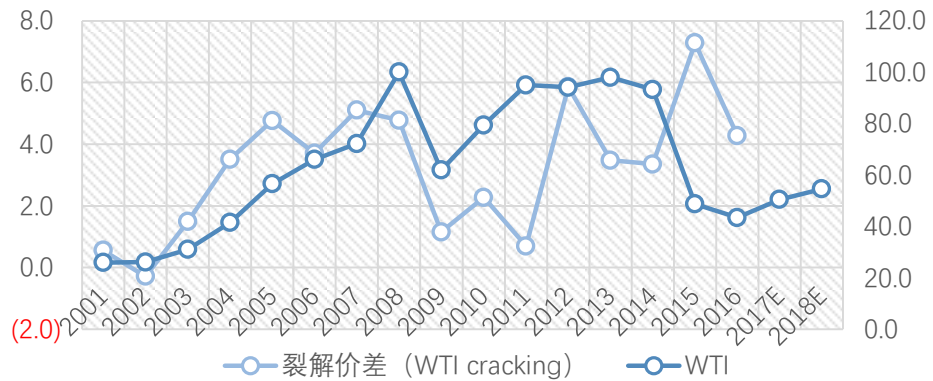
2018 年受益油价上行趋势，假设 20 美金涨幅，对应库存收益约 200 亿。

图 7: 炼油盈利 (\$/b) 与开工率



资料来源: bloomberg, 天风证券研究所

图 8: 炼油盈利 (\$/b) 与油价



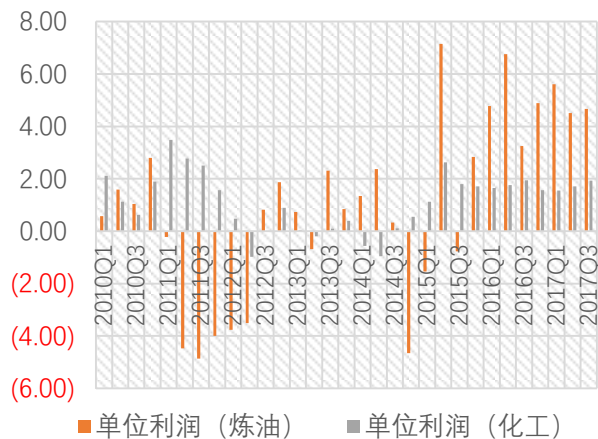
资料来源: bloomberg, 天风证券研究所

1.3. 化工板块: 存高位回落风险, 但享受煤炭路线边际成本支撑

化工板块相比炼油板块, 因其产业链长、工艺更复杂, 长期利润水平相对稳定。

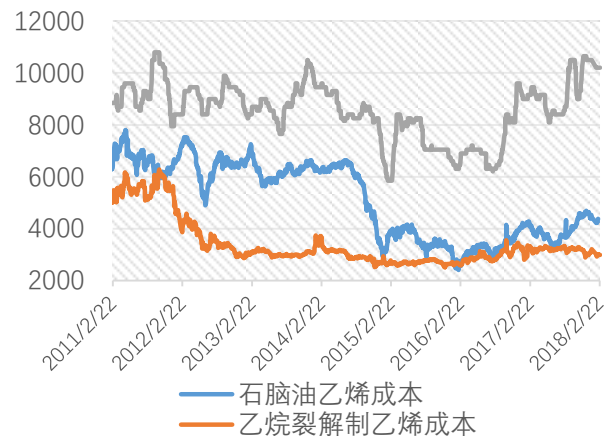
未来两年, 受“轻质化”影响, 石脑油化工盈利可能小幅下滑。但煤制烯烃路线边际成本支撑存在。

图 9: 化工利润比炼油更稳定 (百元/吨)



资料来源: 公司公告, bloomberg, 天风证券研究所

图 10: 石脑油乙烯成本优势保证长期均衡利润 (元/吨)



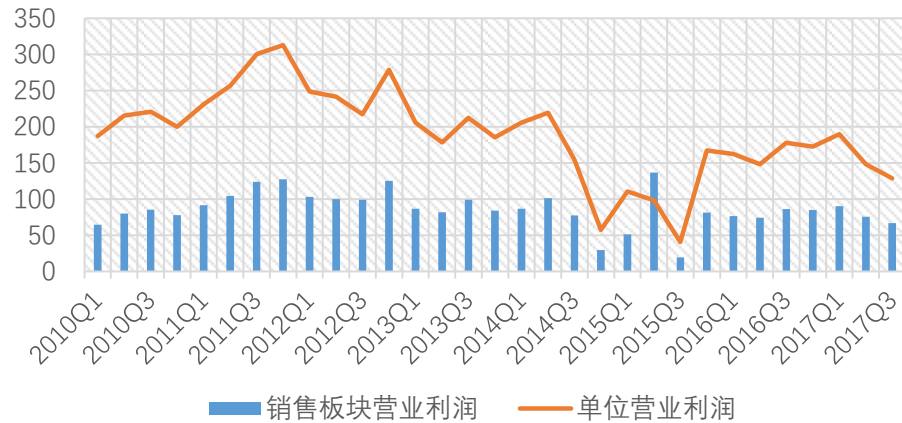
资料来源: 公司公告, bloomberg, 天风证券研究所

1.4. 销售板块：价格战结束，盈利恢复正常

中石化销售板块 2016 年 EBIT 321 亿，2017Q1-3 受价格战影响 EBIT 仅 89 亿。历史正常 EBIT 为 300~350 亿，估算对应净利润 220~260 亿元。

根据嘉实元和，其对中石化销售公司认购价格 12.5 元/股，认购比例 1.4%。根据嘉实元和 2016 年报，中石化销售公司估值 14.74 亿元，对应中石化销售公司总估值 4211 亿元。

图 11：中国石化销售板块 EBIT (亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 财务分析：从现金流量表修复，到利润表修复

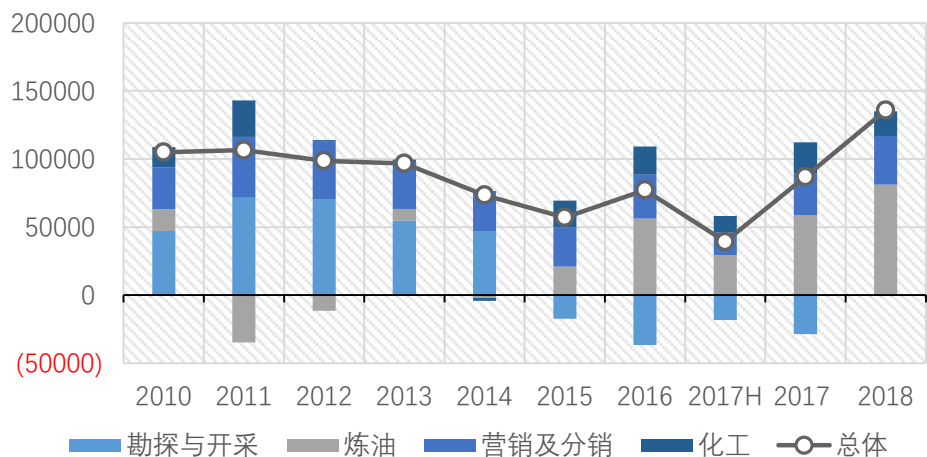
2.1. EBIT：业务景气驱动上行

2018 年中国石化将同时受益油价上涨带来的上游扭亏，以及下游炼化板块的库存收益。

中国石化 2010 年炼油单位 EBIT 为 75 元/吨 (1.5 美金/桶)，2016 年提高到 239 元/吨 (4.9 美金/桶)。增加主要来自：1) 裂解价差价差扩大 (反映行业景气上行)；2) 油品质量升级优质优价；3) 产品结构调整 (汽柴比优化)。减少项主要来自：4) 消费税及库存影响 (汽柴油消费税增加)；5) 单位 DD&A 小幅增加；6) 单位现金操作成本小幅增加。

上述因素中，“2) 成品油优质优价”和“4) 消费税及库存影响”为政策性因素，未来影响将趋于降低。“3) 产品结构调整”是长期趋势，但中短期可能面临技术上的瓶颈。“5) 单位 DD&A”和“6) 单位现金操作成本”未来将维持平稳微幅增长。因此，未来公司炼油盈利趋势将更加反映“1) 裂解价差”即行业盈利趋势。

图 12：中国石化分板块 EBIT (百万元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1. 现金奶牛雏形已现

2.1.1. 2016~2017 年，现金流量表修复领先利润表

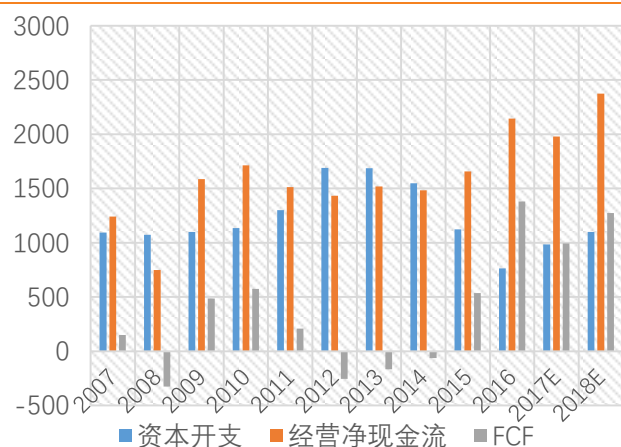
现金流量表修复向资产负债表修复传导的两个路径：

- 1) 资本开支减少——固定资产净值减少——DDA 减少——利润增加
- 2) 经营现金流增加——有息负债减少——财务费用减少——利润增加

为什么中国石化 16~17 年现金流表现好？

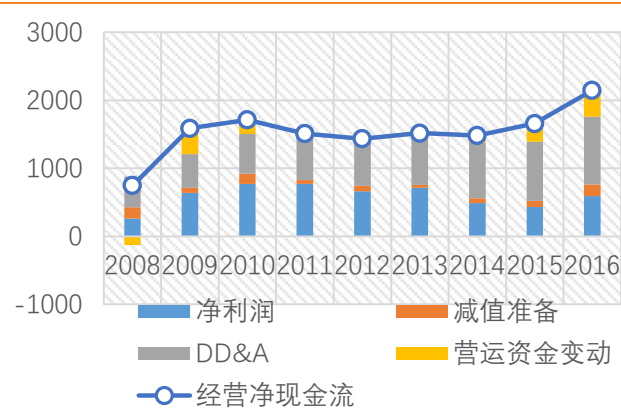
- 1) 为什么 FCF 表现，好于经营净现金流趋？CAPEX 减少
- 2) 为什么经营现金流表现，好于净利润趋势？DDA 增加

图 13：FCF 显著增加的来源（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：经营净现金 vs. 净利润（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

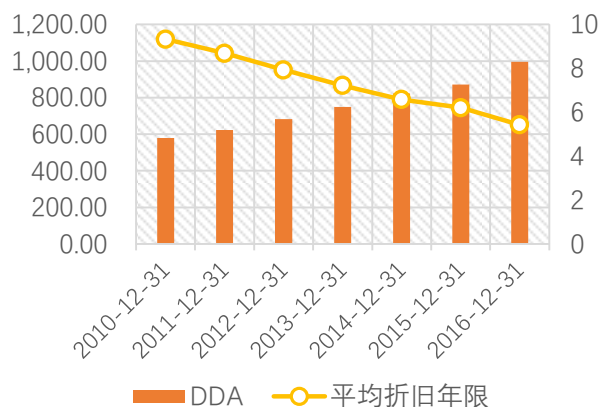
2.1.2. 未来 2 年，DDA 和融资净成本下降，利润表修复

CAPEX 滞后因素：固定资产账面净值/DDA 比例已经不到 6，2015-2016 的 capex 低位，有望拉低 17 年及以后的 DDA，对释放业绩有帮助

储量评估因素：2015~2016 年储量评估大幅减少，导致 17 年单位 DDA 大增，2018 年有望反转。

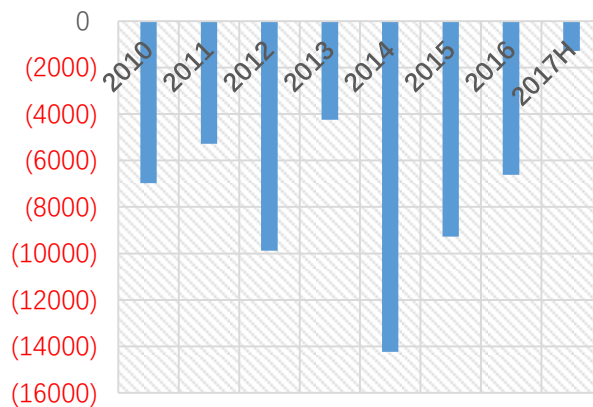
2018 年上游单位 DDA 有望下降 4~5 美金/桶，回到 15~16 年水平

图 15：DDA 和折旧年限（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

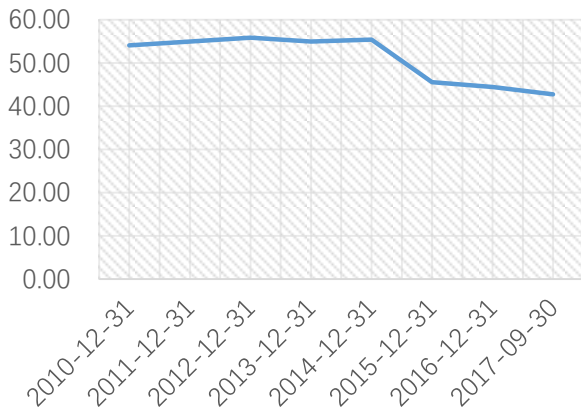
图 16：融资成本净额（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

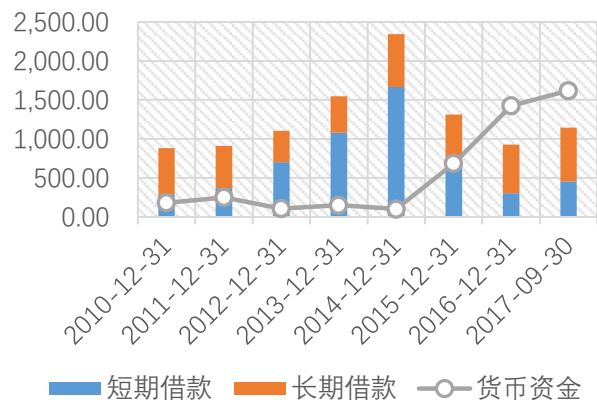
融资成本判断：由于资产负债率的下降，中石化货币资金已经超过有息负债，融资成本净额已经接近 0 附近。

图 17：资产负债率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：公司有息负债 vs. 货币资金（亿元）



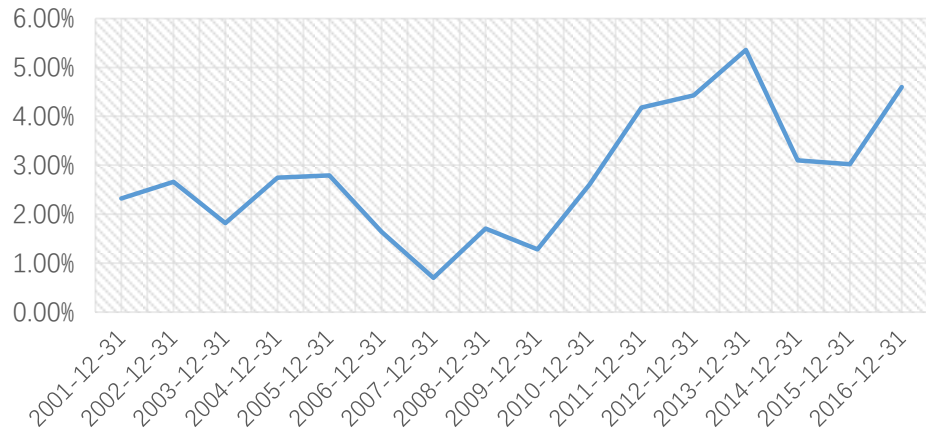
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 股息收益率值得期待

根据 2016 年报，公司股利支付率达到 65%。

预测 2017 年，基于对良好现金流的判断，股息收益率值得期待。

图 19：中国石化股息收益率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 估值分析：PB、PE 均有空间

3.1. 如何看待中国石化估值——PB/ROE

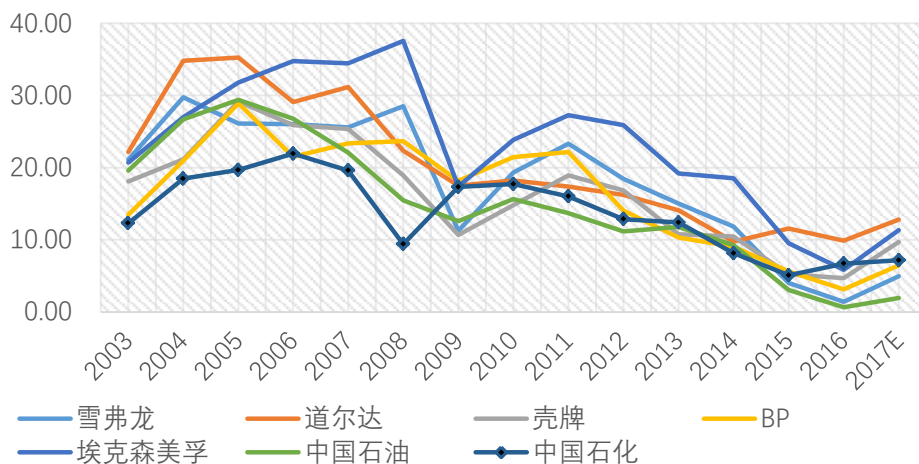
从过去几年的情况看，中国石化 ROE 出现相对修复，向国际公司均值靠拢，而 PB 水平一直处于同行下限。

国际巨头，埃克森美孚 ROE8.6%，PB2.0；BP 英国石油 ROE4.6%，PB1.56；道达尔 ROE6.9%，PB1.35；雪佛龙 ROE5.6%；PB1.73；壳牌 ROE6.4%，PB1.5。而中国石化 ROE7.2%，PB1.2 倍（以上 PB 均由 17Q1-3 年化）。

1) 参照目前国际公司 PB 估值水平简单平均，中国石化合理 PB=1.6 倍。

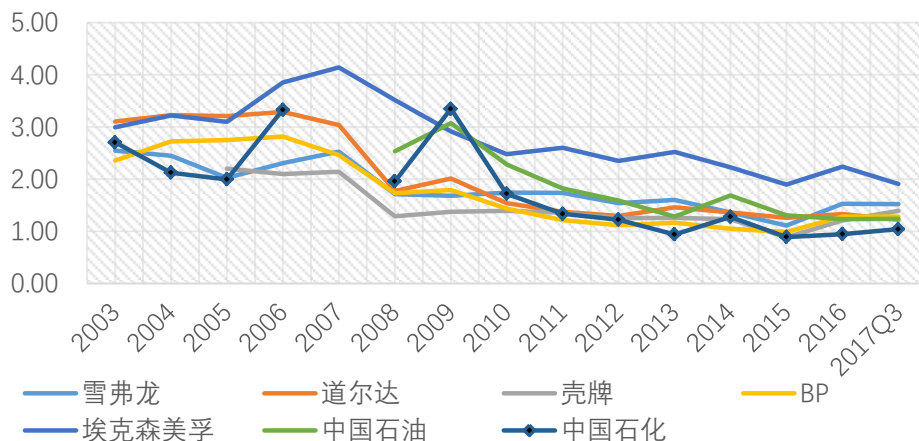
2) 用国际油公司和国内中国石油、中国石化历史 PB、ROE 回归：按照中国石化 2017 年预估 ROE 水平，对应合理 PB=1.3 倍；按照 2018 年预计 ROE 水平，对应合理 PB=1.5 倍。

图 20: 可比公司 ROE



资料来源：公司公告，bloomberg，天风证券研究所

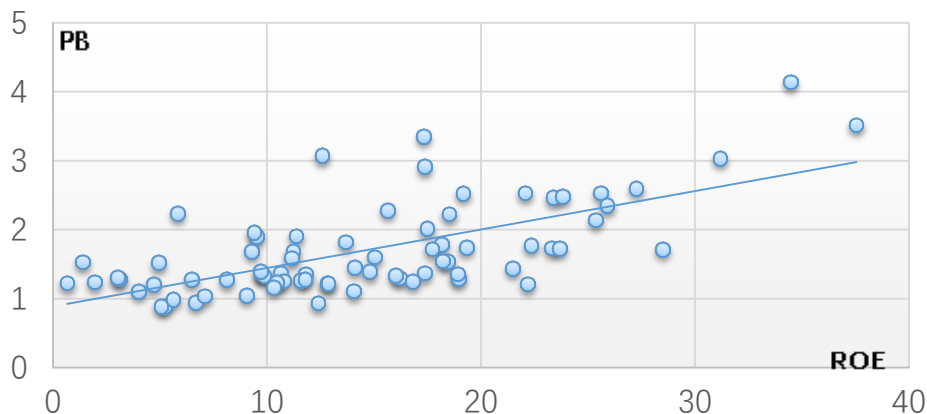
图 21: 可比公司 PB



资料来源：公司公告，bloomberg，天风证券研究所

中国石化相比国际同行，炼油定价政策优化、以及产品结构优化，使公司炼化板块盈利系统性修复，与国际趋同；上游勘探开发板块受益油价上行带来明显减亏，甚至存在扭亏的可能性。参考国际同行历史 PB 与 ROE 相关性，我们认为中国石化合理 PB 应在 1.3~1.6 倍。

图 22: 中石化 P/B 预测



资料来源：公司公告，bloomberg，天风证券研究所

3.2. 如何看待中国石化估值——PE 估值

业绩弹性：

假设：2018 年油价涨幅 10 美金/桶。

上游增厚：2.9 亿桶原油产量*（10 美金油价涨幅+4 美金成本下降）=250 亿人民币 EBIT

炼化增厚：16 亿桶原油加工量*10 美金油价涨幅*2/12 库存周期=190 亿人民币 EBIT

销售板块：保守假设持平

合计增厚 EBIT440 亿，增厚净利润约 330 亿

维持业绩预测 17/18/19 年净利润 523/861/1007 亿元，对应 EPS 为 0.43/0.71/0.83 元/股，当前股价对应 15/9/8 倍 PE，目标价区间 7.9~9.7 元，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	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	68,557.00	142,497.00	185,367.46	374,434.46	454,236.21	营业收入	2,018,883.00	1,930,911.00	2,317,093.20	3,475,639.80	4,518,331.74
应收账款	77,578.00	75,885.00	108,270.60	167,962.80	191,140.62	营业成本	1,592,771.00	1,492,165.00	1,790,598.00	2,685,897.00	3,491,666.10
预付账款	2,919.00	3,749.00	4,252.60	7,749.80	7,853.32	营业税金及附加	236,343.00	232,006.00	289,636.65	417,076.78	542,199.81
存货	145,498.00	156,511.00	205,899.80	337,716.40	368,984.66	营业费用	46,872.00	49,550.00	60,244.42	86,891.00	112,958.29
其他	37,853.00	33,619.00	36,200.20	48,106.60	49,239.04	管理费用	71,881.00	74,155.00	90,366.63	139,025.59	203,324.93
流动资产合计	332,405.00	412,261.00	539,990.66	935,970.06	1,071,453.85	财务费用	9,017.00	6,611.00	2,822.92	1,324.01	687.03
长期股权投资	82,970.00	116,812.00	116,812.00	116,812.00	116,812.00	资产减值损失	8,767.00	17,076.00	17,076.00	17,076.00	17,076.00
固定资产	732,577.00	690,594.00	720,353.64	741,966.22	762,388.06	公允价值变动收益	735.00	(216.00)	0.00	0.00	0.00
在建工程	152,276.00	129,581.00	92,823.92	72,277.21	61,607.47	投资净收益	8,573.00	30,779.00	15,389.50	15,389.50	15,389.50
无形资产	81,081.00	85,023.00	87,679.12	90,573.07	93,728.64	其他	(8,157.00)	(50,091.00)	(30,779.00)	(30,779.00)	(30,779.00)
其他	61,820.00	64,338.00	73,630.60	84,123.20	95,335.80	营业利润	52,081.00	78,876.00	81,738.07	143,738.93	165,809.08
非流动资产合计	1,110,724.00	1,086,348.00	1,091,299.28	1,105,751.70	1,129,871.98	营业外收入	6,945.00	4,964.00	5,539.67	5,816.22	5,439.96
资产总计	1,443,129.00	1,498,609.00	1,631,289.93	2,041,721.76	2,201,325.83	营业外支出	3,067.00	3,963.00	3,580.00	3,536.67	3,693.22
短期借款	74,729.00	30,374.00	62,914.61	102,914.61	142,914.61	利润总额	55,959.00	79,877.00	83,697.74	146,018.48	167,555.82
应付账款	216,763.00	253,937.00	310,903.00	536,357.00	565,081.00	所得税	12,613.00	20,707.00	20,924.44	36,504.62	41,888.96
其他	171,150.00	201,232.00	235,285.20	320,014.60	342,189.54	净利润	43,346.00	59,170.00	62,773.31	109,513.86	125,666.87
流动负债合计	462,642.00	485,543.00	609,102.81	959,286.21	1,050,185.15	少数股东损益	11,139.00	12,754.00	10,520.53	23,367.44	24,987.53
长期借款	56,493.00	62,461.00	38,526.51	40,526.51	44,526.51	归属于母公司净利润	32,207.00	46,416.00	52,252.78	86,146.42	100,679.34
应付债券	83,253.00	54,985.00	54,985.00	54,985.00	54,985.00	每股收益(元)	0.27	0.38	0.43	0.71	0.83
其他	55,118.00	63,095.00	63,095.00	63,095.00	63,095.00						
非流动负债合计	194,864.00	180,541.00	156,606.51	158,606.51	162,606.51						
负债合计	657,506.00	666,084.00	765,709.32	1,117,892.72	1,212,791.66	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	110,253.00	120,293.00	130,813.53	154,180.97	179,168.50	成长能力					
股本	121,071.00	121,071.00	121,071.00	121,071.00	121,071.00	营业收入	-28.56%	-4.36%	20.00%	50.00%	30.00%
资本公积	119,408.00	119,525.00	119,525.00	119,525.00	119,525.00	营业利润	-20.46%	51.45%	3.63%	75.85%	15.35%
留存收益	561,671.00	591,328.00	613,696.08	648,577.07	688,294.67	归属于母公司净利润	-32.10%	44.12%	12.57%	64.86%	16.87%
其他	(126,780.00)	(119,692.00)	(119,525.00)	(119,525.00)	(119,525.00)	获利能力					
股东权益合计	785,623.00	832,525.00	865,580.61	923,829.04	988,534.16	毛利率	21.11%	22.72%	22.72%	22.72%	22.72%
负债和股东权益总计	1,443,129.00	1,498,609.00	1,631,289.93	2,041,721.76	2,201,325.83	净利率	1.60%	2.40%	2.26%	2.48%	2.23%
						ROE	4.77%	6.52%	7.11%	11.19%	12.44%
						ROIC	5.13%	6.90%	7.69%	13.17%	16.87%
						偿债能力					
						资产负债率	45.56%	44.45%	46.94%	54.75%	55.09%
						净负债率	59.15%	40.02%	38.22%	41.02%	50.59%
						流动比率	0.72	0.85	0.89	0.98	1.02
						速动比率	0.40	0.53	0.55	0.62	0.67
						营运能力					
						应收账款周转率	20.43	25.16	25.16	25.16	25.16
						存货周转率	12.10	12.79	12.79	12.79	12.79
						总资产周转率	1.39	1.31	1.48	1.89	2.13
						每股指标(元)					
						每股收益	0.27	0.38	0.43	0.71	0.83
						每股经营现金流	1.37	1.77	0.87	2.08	1.35
						每股净资产	5.58	5.88	6.07	6.36	6.69
						估值比率					
						市盈率	24.77	17.19	15.27	9.26	7.92
						市净率	1.18	1.12	1.09	1.04	0.99
						EV/EBITDA	4.84	3.72	6.75	3.90	3.42
						EV/EBIT	11.35	7.89	10.45	5.26	4.53

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