天风证券 TF SECURITIES

上汽集团（600104）

证券研究报告
2018 年 07 月 05 日

6 月自主销量增速超 6 成，奥迪入驻豪车预期兑现

事件

公司发布 2018 年 6 月产销快报：单月销售汽车 55 万辆，同比+7%；其中，上汽乘用车 6 万辆，同比+ 65%；上汽大众 18 万辆，累计同比+1%；上汽通用 14 万辆，累计同比-8%；上汽通用五菱 16 万辆，累计同比+12%。18 年上半年汽车累计销售 352 万辆，同比+11%。

点评

自主 6 月销量增速超 6 成，新能源车再创新高。1）在乘用车行业低迷的背景下，上汽乘用车销量增长势头强劲；18 年上半年，荣威、MG 互联网汽车（以荣威 RX5、i6，名爵 ZS 为主）销量占比达到 40.6%，产销结构不断优化；2）上汽自主品牌新能源汽车销量逐年增长，单月销量增速于 3 月反超行业增速一路向上；6 月新能源车销量再创新高，达 13,162 辆，同比增长 456%，环比增长 31%；3）荣威 Ei5 与荣威 ei6 销售火爆，单月销量分别为 4,028 辆和 4,665 辆，占新能源车总销量 66%；4）2017 年“双积分”排名出炉，比亚迪、吉利、上汽占据新能源积分前三席。

龙头地位坚如磐石，整体稳步增长。汽车小年龙头扩张，上汽 6 月整体销量增速 7.2%，明显高于行业增速，市占率进一步微增（17 年稳定在 25%左右）。合资品牌上汽大众与上汽通用单月销量增速放缓，主要系 6、7 两月淡季主机厂视需求调整排产；三季度末车市旺季合资产品周期顶上，增速复苏值得期待。

奥迪入股上汽大众，德系豪华品牌入驻打开全新市场。上汽集团 2017 年度股东大会上，集团董事长陈宏向投资人表示，奥迪已经入股上汽集团，并持有 1%的股权。德国大众集团已将其持有的上汽大众股份中的 1%转股给奥迪公司；因此，从我国法规和产业政策的角度来说，上汽大众已经具备生产和销售奥迪产品的资质。根据 2017 年奥迪与一汽大众奥迪经销商达成的协议，上汽版奥迪有望于 2022 年 1 月后上市。

投资建议

“中国消费升级，汽车龙头扩张”的价值首选。18 年面对关税下调、股比放开等影响，上汽彰显优秀车企的经营管理竞争优势；中美贸易战已经打响，汽车作为针对性行业之一，中美进口车贸易（包括美国工厂生产德系品牌）影响较大，反而利好以美系、德系合资为主营的上汽。自 18 年年初以来，旗下各品牌销售终端数据亮眼，自主新能车再创新高，每一轮行业利空下的情绪恐慌终将逐步修复。业绩稳定增长且分红预期不减，预计 18-20 年增速分别为 9%/11%/10%，EPS 3.20/3.53/3.90 元，对应 PE 10/9/8 倍，维持“买入”评级，6 个月目标价 38.40 元。

风险提示：乘用车市场下行风险；车型销量不及预期；项目合作进程不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	756,416.17	870,639.43	969,805.26	1,072,039.02	1,166,992.89
增长率(%)	12.82	15.10	11.39	10.54	8.86
EBITDA(百万元)	57,771.03	63,629.58	63,646.94	70,270.89	76,398.60
净利润(百万元)	32,008.61	34,410.34	37,377.11	41,300.81	45,527.32
增长率(%)	7.43	7.50	8.62	10.50	10.23
EPS(元/股)	2.74	2.95	3.20	3.53	3.90
市盈率(P/E)	11.98	11.15	10.26	9.29	8.43
市净率(P/B)	2.00	1.70	1.75	1.64	1.50
市销率(P/S)	0.51	0.44	0.40	0.36	0.33
EV/EBITDA	0.90	1.68	1.94	1.05	0.88

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	32.83 元
目标价格	38.40 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	11,683.46
流通 A 股股本(百万股)	11,503.43
A 股总市值(百万元)	383,568.04
流通 A 股市值(百万元)	377,657.70
每股净资产(元)	20.06
资产负债率(%)	61.74
一年内最高/最低(元)	37.66/28.43

作者

邓学 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com
周沐 联系人
zhoumu@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

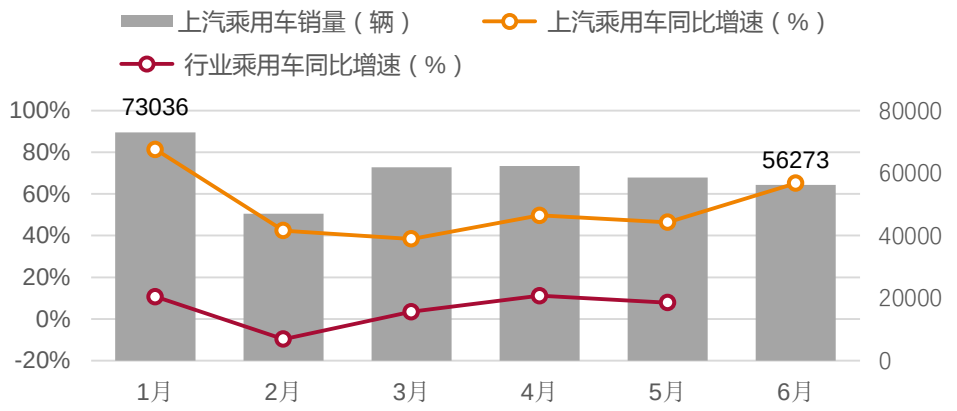
相关报告

1 《上汽集团-公司深度研究:优势壁垒 业内无人能及，长期赋予龙头估值溢价》2018-06-20
2《上汽集团-公司点评:5 月新能源车飞跃式突破 加速“新四化”转型布局》2018-06-04
3 《上汽集团-年报点评报告:合资自主两翼齐飞 “新四化”深入推进》2018-03-30

1. 自主品牌增速仍超 6 成，新能源车再创新高

自主品牌增量显著，自主品牌荣威、MG 产销结构不断优化。上汽乘用车自主 6 月销量为 56,273 辆，同比增长 65.18%。上半年累计销量达 359,007 辆，同比增长 53.67%。上汽大通销量达 66.617 辆，累计同比增长 36.58%。1-5 月，在乘用车行业低迷的情况下，上汽乘用车销量增长势头强劲。上半年，荣威、MG 互联网汽车销量占比达到 40.6%，产销结构不断优化。

图 1：上汽乘用车与行业乘用车销量情况（单位：辆，%）

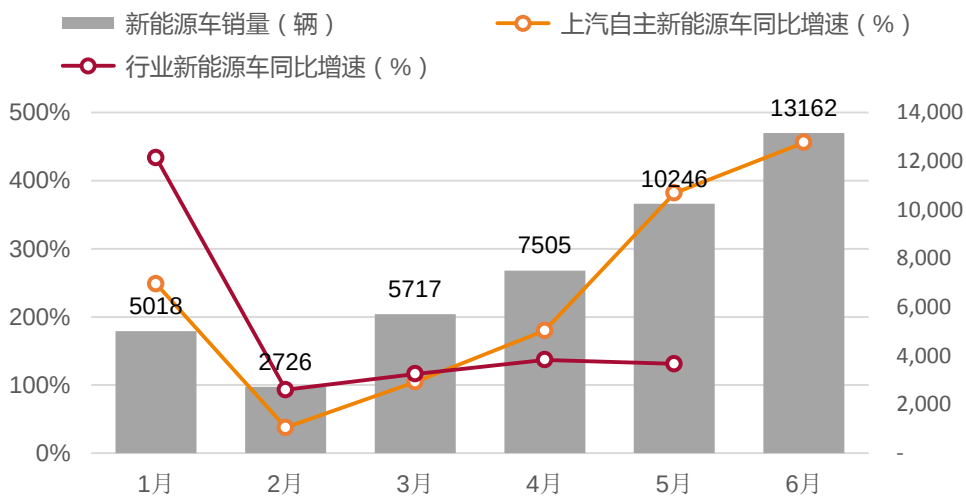


资料来源：中汽协，天风证券研究所

新能源车销量再创新高。上汽自主新能源车 6 月销量达 13,162 辆，同比增长 456%，并于 3 月增速反超行业增速一路向上；18 年上半年累计销量达 4.4 万辆，同比增长 221%，已超 17 年全年销量。上汽新能源 6 月销量再创历史新高，达到了 13,162 辆，同比增长 456%。混动车型销量为 8,207 辆，占比 62.4%；纯电动车型销量为 4,955 辆，占比 37.6%。虽然混动仍占较大比重，但纯电比例在逐渐上升。

荣威 Ei5 与荣威 ei6 销售火爆，单月销量分别为 4,028 辆和 4,665 辆，占新能源车总销量 66%。其他车型中，荣威 eRX5 销量为 2,724 辆，名爵 eMG6 销量为 885 辆，荣威 e950 销量为 570 辆，荣威 ERX5 销量为 294 辆。Marvel X 已经开始预订，两驱 Premium 车型不超过 30 万元，四驱 Premium 车型不超过 36 万元，Pro 版不超过 46 万元，将于今年 9 月上市。

图 2：上汽自主新能源车与行业新能源车销量情况（单位：辆，%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

2018 年 7 月 2 日，工信部宣布乘用车“双积分”交易正式启动，同时公布了 2017 年度乘

用车企业“双积分”核算情况。“双积分”指的是燃料消耗积分和新能源汽车积分，其反应了所生产燃油车的燃料消耗达标情况以及生产新能源车的情况。燃料消耗积分未达标的企业需在限期内通过结转、关联企业转让、新能源汽车积分抵扣等方式满足积分要求，新能源汽车积分未达标的企业只能通过生产新能源汽车或者购买积分来补偿负分。

“双积分”排行榜出炉，上汽新能源汽车积分快速提升。17 年 4 月，上汽提出了“新四化”战略，其中的“电动化”规划高度契合了“双积分”的政策导向。上汽集团 17 年“双积分”排名靠前，平均燃料消耗积分同比增加 75%，新能源汽车积分迅速提升 183%，这反映了上汽在新能源汽车领域的领先布局和迅猛发展。

表 1：部分车企 2016 年与 2017 年“双积分”结果及增速

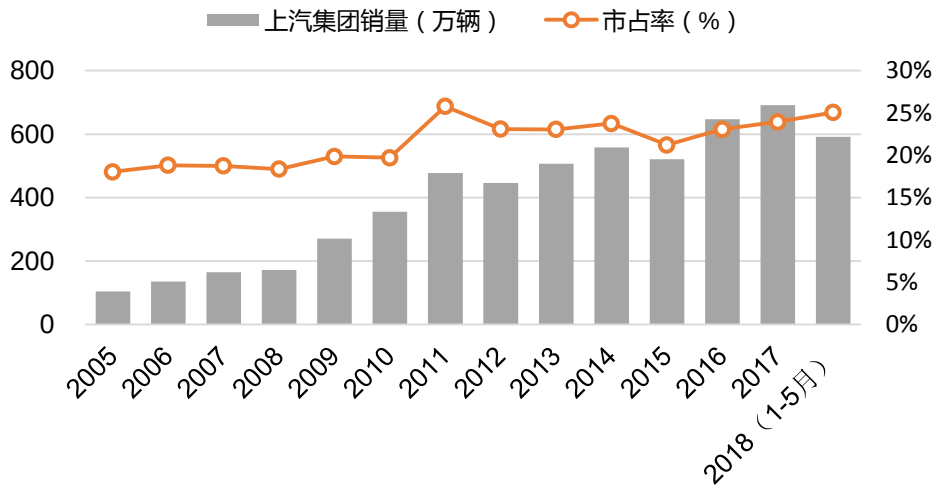
企业名称	2016 平均燃料消耗量积分	2017 平均燃料消耗量积分	2016 新能源汽车积分	2017 新能源汽车积分	平均油耗积分积分同比增长	新能源汽车积分同比增长
上海汽车集团股份有限公司	616,535	1,081,843	44,301	125,475	75%	183%
比亚迪汽车有限公司	938,617	1,124,756	141,220	223,335	20%	58%
浙江吉利汽车有限公司	1,025,780	1,060,483	109,489	143,605	3%	31%
奇瑞汽车股份有限公司	643,603	663,507	44,465	79,730	3%	79%
安徽江淮汽车集团股份有限公司	446,791	508,464	54,876	79,692	14%	45%
北京汽车股份有限公司	958,345	415,960	127,013	70,368	-57%	-45%

资料来源：工信部官网，天风证券研究所

2. 龙头地位坚如磐石，整体稳步增长

行业龙头地位稳固。05 年以来，上汽集团市占率持续保持在 18%以上，近年来持续上升，18 年 1-5 月份，上汽累计销量市占率达 25.07%，行业龙头地位坚如磐石。

图 3：上汽集团 2005-2018 期间集团销量（单位：万辆）及市占率（%）

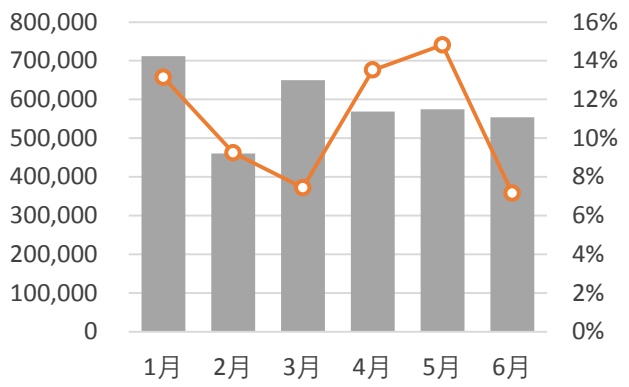


资料来源：乘联会，天风证券研究所

合资品牌受淡季影响上升节奏放缓。6 月销量数据显示：上汽大众同比增加 1%；上汽通用同比下滑 7.9%；上汽通用五菱同比增加 12%。上汽大众与上汽通用增速放缓，主要系 6、7 两月淡季主机厂视需求调整排产；合资累计销量仍领跑市场。上汽总销量增速 7.2%，明显超行业平均增速。

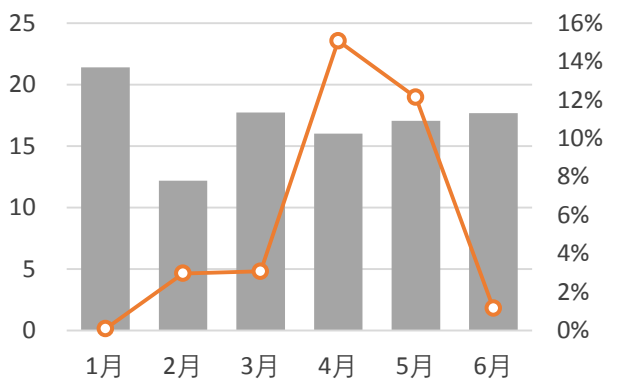
三季度末车市旺季合资值得期待。上汽大众全新一代朗逸 5 月在杭州上市，当月即实现销量 8,718 辆，助力 Lavida 重返轿车市场月销量冠军宝座。今年大众定位于主流 SUV 市场的全新车型“小途昂”Tharu 与途观 L 插电混合动力版将于年内上市。上汽通用别克、雪佛兰和凯迪拉克三大品牌 1-6 月份在华累计销量达 88 万辆，同比增长 6%，依然保持着稳健的增长。其中，凯迪拉克品牌上半年销量表现最为出色，同比增幅达 39%，累计销量超 11 万辆。在下半年，三大品牌均有新产品投放市场，涉及新能源、SUV 和轿车市场。

图 4：上汽集团上半年销量（单位：辆）及同比增速（%）



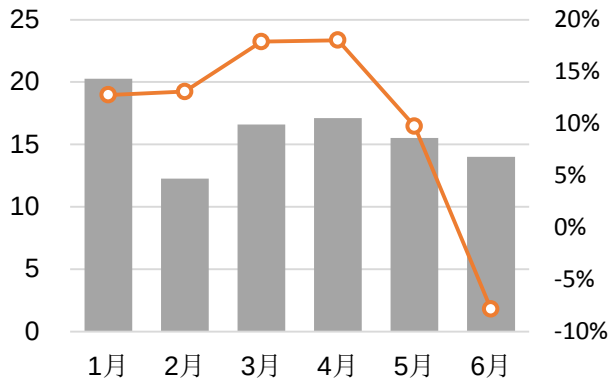
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：上汽大众上半年销量（单位：万辆）及同比增速（%）



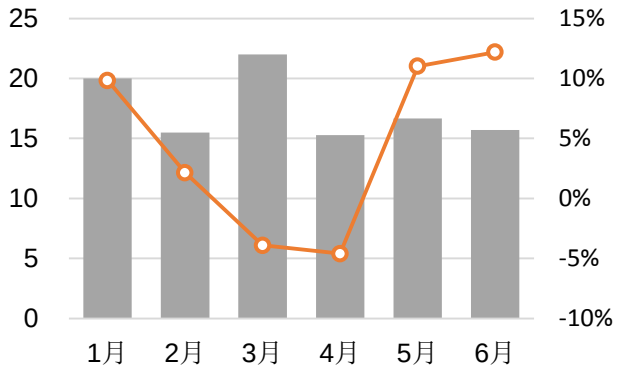
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：上汽通用上半年销量（单位：万辆）及同比增速（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：上汽通用五菱上半年销量（单位：万辆）及同比增速（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 奥迪入股上汽大众，德系豪华品牌入驻打开全新市场

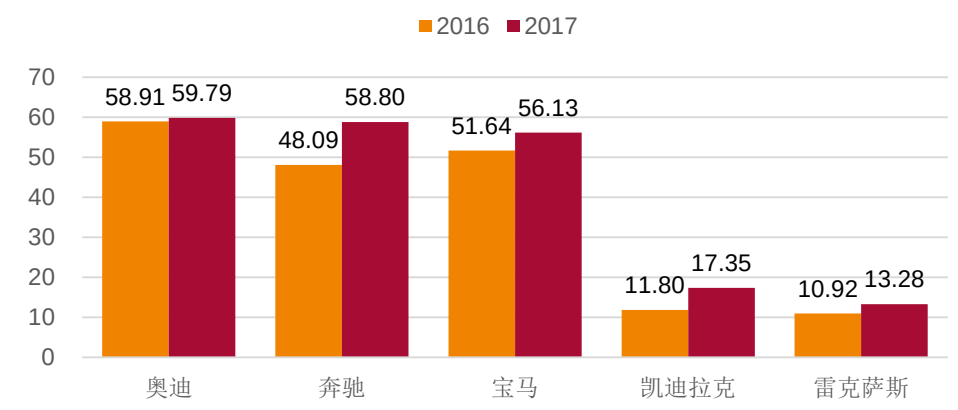
6 月 26 日，在上汽集团的年度股东大会上，上汽集团董事长向投资人表示，奥迪已经入股上汽集团，并持有 1%的股权。德国大众集团已将其持有的上汽大众股份中的 1%转股给奥迪公司；因此，从我国法规和产业政策的角度来说，上汽大众已经具备生产和销售奥迪产品的资质。根据 2017 年奥迪与一汽奥迪经销商达成的协议，上汽版奥迪有望于 2022 年 1 月后上市。

表 2：上汽大众股东情况

股东类型	股东	持股比例
企业法人	上海汽车集团股份有限公司	50%
企业法人	大众汽车（中国）投资有限公司	38%
外国地区企业	德国大众汽车公司	10%
外国地区企业	斯柯达汽车公司	1%
外国地区企业	奥迪股份有限公司	1%

资料来源：工商行政管理总局，天风证券研究所

图 8：2016、2017 年在华销量前五名豪华品牌汽车销量（万辆）



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

奥迪品牌 2017 年在华销量同比增长 1.50%，达到了 60 万辆，其中一汽-大众奥迪的销量极为亮眼，为 55 万辆，连续三年在豪华车销量中排行第一。18 年前 5 个月，一汽大众奥迪累计销量 25 万辆，为上汽通用凯迪拉克销量的 3.2 倍。

上汽版奥迪开启新增长新空间。“上汽奥迪”将助力提升上汽合资豪华品牌车销量新空间，这不仅能给上汽集团带来丰沃的利润收益，更加能带来奥迪的技术标准、豪华品牌的运营经验，进一步提升上汽的综合实力。

4. 投资建议

“中国消费升级，汽车龙头扩张”的价值首选。18 年面对关税下调、股比放开等影响，上汽彰显优秀车企的经营管理竞争优势；中美贸易战已经打响，汽车作为针对性行业之一，中美进口车贸易（包括美国工厂生产德系品牌）影响较大，反而利好以美系、德系合资为主营的上汽。自 18 年年初以来，旗下各品牌销售终端数据亮眼，自主新能车再创新高，每一轮行业利空下的情绪恐慌终将逐步修复。业绩稳定增长且分红预期不减，预计 18-20 年增速分别为 9%/11%/10%，EPS 3.20/3.53/3.90 元，对应 PE 10/9/8 倍，维持“买入”评级，6 个月目标价 38.40 元。

5. 风险提示

乘用车市场下行风险；车型销量不及预期；项目合作进程不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	105,932.54	121,611.12	145,470.79	157,982.61	166,125.31
应收账款	37,622.81	43,882.01	45,054.93	55,200.11	53,267.59
预付账款	20,529.66	29,835.19	19,420.06	35,324.15	26,642.09
存货	37,039.78	50,041.76	49,253.80	57,945.02	60,842.96
其他	129,820.78	144,578.44	164,067.80	149,449.44	177,008.22
流动资产合计	**330,945.56**	**389,948.53**	**423,267.38**	**455,901.33**	**483,886.16**
长期股权投资	62,677.19	67,500.22	68,870.42	72,154.00	75,312.94
固定资产	47,053.91	58,226.66	68,870.28	79,495.17	91,597.14
在建工程	13,266.06	16,476.97	14,721.34	13,522.51	12,769.32
无形资产	10,796.44	11,747.04	12,701.70	13,513.26	13,997.91
其他	79,668.93	101,056.61	96,683.07	92,915.49	93,744.98
非流动资产合计	**213,462.52**	**255,007.50**	**261,846.81**	**271,600.44**	**287,422.29**
资产总计	**590,628.14**	**723,533.13**	**771,549.00**	**822,580.06**	**875,894.57**
短期借款	8,728.15	15,717.40	49,290.77	6,000.00	6,000.00
应付账款	150,098.35	180,161.16	190,868.29	230,446.70	237,752.20
其他	138,654.88	195,093.95	192,741.61	214,556.53	219,602.57
流动负债合计	**297,481.37**	**390,972.51**	**432,900.67**	**451,003.23**	**463,354.77**
长期借款	4,285.99	6,894.02	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付债券	14,160.13	7,071.85	7,779.04	8,556.94	9,412.64
其他	39,604.27	46,488.93	48,813.38	51,254.05	53,816.75
非流动负债合计	**58,050.39**	**60,454.81**	**58,592.42**	**61,810.99**	**65,229.39**
负债合计	**355,531.76**	**451,427.31**	**491,493.09**	**512,814.23**	**528,584.16**
少数股东权益	43,175.40	46,770.51	60,364.23	75,346.85	92,067.76
股本	11,025.57	11,683.46	11,683.46	11,683.46	11,683.46
资本公积	39,807.25	54,868.43	50,616.25	48,823.24	51,435.97
留存收益	168,854.79	197,309.56	208,008.22	222,735.53	243,559.19
其他	(27,766.63)	(38,526.15)	(50,616.25)	(48,823.24)	(51,435.97)
股东权益合计	**235,096.37**	**272,105.82**	**280,055.91**	**309,765.84**	**347,310.41**
负债和股东权益总	**590,628.14**	**723,533.13**	**771,549.00**	**822,580.06**	**875,894.57**

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**756,416.17**	**870,639.43**	**969,805.26**	**1,072,039.0**	**1,166,992.8**
营业成本	650,218.11	742,382.41	824,509.89	913,695.17	991,480.02
营业税金及附加	7,520.72	7,881.68	8,728.25	9,648.35	10,502.94
营业费用	47,503.42	61,121.68	68,856.17	73,970.69	82,273.00
管理费用	28,258.36	31,301.21	33,943.18	38,593.40	42,011.74
财务费用	(332.32)	143.23	1,424.12	621.31	(1,228.81)
资产减值损失	3,209.47	3,739.59	3,851.78	3,967.34	4,046.68
公允价值变动收益	(10.02)	(4.34)	(2,473.47)	434.75	466.78
投资净收益	30,590.53	30,827.31	32,368.76	33,016.08	33,675.59
其他	(58,975.10)	(60,863.34)	（61,957.29）	(63,482.46)	(65,102.40)
营业利润	**48,433.00**	**54,109.99**	**58,387.16**	**64,993.59**	**72,049.70**
营业外收入	3,313.77	868.57	800.00	500.00	500.00
营业外支出	1,254.31	717.54	600.00	800.00	1,000.00
利润总额	**50,492.46**	**54,261.01**	**58,587.16**	**64,693.59**	**71,549.70**
所得税	6,530.50	7,144.92	7,616.33	8,410.17	9,301.46
净利润	**43,961.96**	**47,116.10**	**50,970.83**	**56,283.42**	**62,248.23**
少数股东损益	11,953.35	12,705.76	13,593.72	14,982.61	16,720.91
归属于母公司净利润	**32,008.61**	**34,410.34**	**37,377.11**	**41,300.81**	**45,527.32**
每股收益（元）	2.74	2.95	3.20	3.53	3.90

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	43,961.96	47,116.10	37,377.11	41,300.81	45,527.32
折旧摊销	7,899.33	9,084.51	3,835.66	4,655.99	5,577.72
财务费用	739.76	1,394.19	1,424.12	621.31	(1,228.81)
投资损失	(30,572.26)	(30,811.61)	(32,352.19)	(32,999.23)	(33,659.22)
营运资金变动	2,906.03	25,806.45	7,638.43	44,074.03	(3,796.09)
其它	(13,557.89)	(28,288.56)	11,120.25	15,417.36	17,187.70
经营活动现金流	**11,376.93**	**24,301.07**	**29,043.38**	**73,070.26**	**29,608.61**
资本支出	17,385.87	21,921.41	11,353.86	12,452.94	14,848.44
长期投资	3,657.52	4,823.03	1,370.20	3,283.58	3,158.94
其他	5,393.11	(37,656.22)	4,110.73	(8,331.67)	(18,011.29)
投资活动现金流	**26,436.50**	**(10,911.78)**	**16,834.78**	**7,404.85**	**(3.91)**
债权融资	35,847.89	46,620.04	69,264.69	28,492.03	30,434.88
股权融资	1,458.18	20,556.84	(21,557.55)	(1,949.11)	4,376.75
其他	(43,447.82)	(67,667.95)	(69,725.63)	(94,506.22)	(56,273.64)
筹资活动现金流	**(6,141.75)**	**(491.08)**	**(22,018.49)**	**(67,963.30)**	**(21,462.01)**
汇率变动影响	18.27	15.70	16.58	16.85	16.37
现金净增加额	**31,689.96**	**12,913.91**	**23,876.24**	**12,528.67**	**8,159.07**

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	12.82%	15.10%	11.39%	10.54%	8.86%
营业利润	11.12%	11.72%	7.90%	11.31%	10.86%
归属于母公司净利润	7.43%	7.50%	8.62%	10.50%	10.23%
获利能力					
毛利率	14.04%	14.73%	14.98%	14.77%	15.04%
净利率	4.23%	3.95%	3.85%	3.85%	3.90%
ROE	16.68%	15.27%	17.01%	17.62%	17.84%
ROIC	1048.37%	-322.53%	-124.22%	-140.93%	-81.52%
偿债能力					
资产负债率	60.20%	62.39%	63.70%	62.34%	60.35%
净负债率	88.71%	78.55%	101.12%	89.34%	93.96%
流动比率	1.11	1.00	0.98	1.01	1.04
速动比率	0.99	0.87	0.86	0.88	0.91
营运能力					
应收账款周转率	21.00	21.36	21.81	21.39	21.52
存货周转率	20.37	20.00	19.53	20.00	19.65
总资产周转率	1.37	1.33	1.30	1.34	1.37
每股指标（元）					
每股收益	2.74	2.95	3.20	3.53	3.90
每股经营现金流	0.97	2.08	2.49	6.25	2.53
每股净资产	16.43	19.29	18.80	20.06	21.85
估值比率					
市盈率	11.98	11.15	10.26	9.29	8.43
市净率	2.00	1.70	1.75	1.64	1.50
EV/EBITDA	0.90	1.68	1.94	1.05	0.88
EV/EBIT	1.03	1.95	2.06	1.12	0.95

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com