

开元股份 (300338)

证券研究报告

2018 年 08 月 21 日

18H1 归母净利同比增长 18.6%，恒企持续推进网点及课程建设

营收同比增加 91.12%，归母净利润同比增长 18.60%。2018 年 8 月公司发布半年报，18H1 实现营收人民币 5.98 亿元，同比增加 91.12%(18Q1、18Q2 同比增速分别为 174.96%、59.46%)；实现归母净利人民币 6535.64 万元，同比增加 18.60%(18Q1、18Q2 同比增速分别为 32.71%、14.41%)；实现扣非后归母净利人民币 6254.68 万元，同比增加 16.53%，EPS 为人民币 0.19 元。公司预计 FY18 前三季度净利润为人民币 10917.25 至 14192.43 万元，同比增加 0-30%

18H1 实现营收人民币 5.98 亿元，同比增加 91.12%。主营业务收入为 5.92 亿元，分行业来看，报告期内职业教育行业营收为人民币 5.08 亿元(占比 85.81%)，同比增长 145.44%；仪器仪表行业实现营收人民币 8417.78 万元(占比 14.19%)，同比减少 19.60%；分区域来看，国内营收占主体，报告期内国内实现营收人民币 5.81 亿元(占比 98.14%)，同比增长 91.50%；国外营收为人民币 1132.97 万元(占比 1.86%)，同比增加 35.39%。

毛利润率 71.22%，同比增加 0.62 个百分点。18H1 公司综合毛利润率为 71.22%，同比增加 0.62 个百分点，其中职业教育行业毛利润率为 74.05%，同比减少 5.98 个百分点；仪器仪表行业毛利润率为 55.05%，同比增加 3.18 个百分点。报告期内期间费用率为 57.33%，同比增加 9.48 个百分点，其中销售费用率为 26.60%，同比增加 9.26 个百分点；管理费用率 27.17%，同比减少 0.67 个百分点；财务费用率 3.56%，同比增加 0.89 个百分点。

恒企教育目前在全国近 150 个城市共建立连锁校区近 400 所(包括加盟校区)。2018 年上半年恒企教育对控股子公司牵引力教育 IT 培训做了组织重构、模式重构、产品重构、校区重构、资源重构等整合，在保持原有优势基础上，从过去 IT 基础培训的红海向 IT 培训市场急需的中高端蓝海转型。同时①产品课程启动原有业务剥离，改组董事会，转型纯正教育标的。②增加教育投入、扩大教育规模、提升教育档次加大对职教板块研发和新业务试点支持力度。

下调盈利预测，给予买入评级。恒企+中大英才作为全国性职业教育连锁品牌，在行业趋势向好背景下，一方面基于全国终端网点设施建设和互联网教育平台设施建设，一方面借助产融结合，加大内容研发力度，实现“跨赛道、多赛道”的平台化运作，有望成为中国职业教育市场第一梯队企业。2018 年上半年恒企教育对控股子公司牵引力教育 IT 培训做了组织重构、模式重构、产品重构、校区重构、资源重构等整合，使得业绩释放低于预期。综上我们下调公司 18-20 年 EPS 分别由原来的 0.72 元、0.88 元、1.14 元，下调至 0.62 元、0.84 元、1.13 元，当前股价对应 PE 分别为 15 倍、11 倍、8 倍。参照目前 A 股教育板块 18 年平均估值，我们给予开元股份 FY18 目标价为 $23 \times PE \times 0.62 \text{ 元} = 14.26 \text{ 元}$

风险提示：开店速度不及预期，原有传统业务或拖累业绩

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	340.92	980.74	1,324.00	1,694.72	2,169.24
增长率(%)	20.69	187.67	35.00	28.00	28.00
EBITDA(百万元)	12.84	259.26	433.49	533.87	655.97
净利润(百万元)	5.89	160.08	211.09	286.23	384.23
增长率(%)	55.31	2,617.09	31.86	35.60	34.24
EPS(元/股)	0.02	0.47	0.62	0.84	1.13
市盈率(P/E)	546.47	20.11	15.25	11.25	8.38
市净率(P/B)	4.26	1.53	1.45	1.34	1.20
市销率(P/S)	9.44	3.28	2.43	1.90	1.48
EV/EBITDA	486.74	26.65	10.05	5.07	6.61

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	9.48 元
目标价格	14.26 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	339.62
流通 A 股股本(百万股)	188.12
A 股总市值(百万元)	3,219.59
流通 A 股市值(百万元)	1,783.36
每股净资产(元)	6.40
资产负债率(%)	23.33
一年内最高/最低(元)	25.99/9.19

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001	liuzhangming@tfzq.com
张璐芳	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517020001	zhanglufang@tfzq.com
孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《开元股份-公司点评:授予恒企高管 644 万股限制性股票，全面激励加深绑定扬帆远航》 2018-05-10
- 2 《开元股份-年报点评报告:17 年归母净利 1.6 亿元，恒大深度联手线下开点+线上融合》 2018-04-20
- 3 《开元股份-公司点评:恒企+中大并表致 17 年归母净利达 1.70-1.72 亿元，扎实经营稳健成长凸显长期价值》 2018-01-18



营收同比增加 91.12%，归母净利润同比增加 18.60%。2018 年 8 月公司发布半年报，18H1 实现营收人民币 5.98 亿元，同比增加 91.12%(18Q1、18Q2 同比增速分别为 174.96%、59.46%)；实现归母净利人民币 6535.64 万元，同比增加 18.60%(18Q1、18Q2 同比增速分别为 32.71%、14.41%)；实现扣非后归母净利人民币 6254.68 万元，同比增加 16.53%，EPS 为人民币 0.19 元。公司营收增加主要系报告期内恒企教育、中大英才学员人数增加与客单价增加影响，以及燃料智能化业务收入同比下降影响所致。

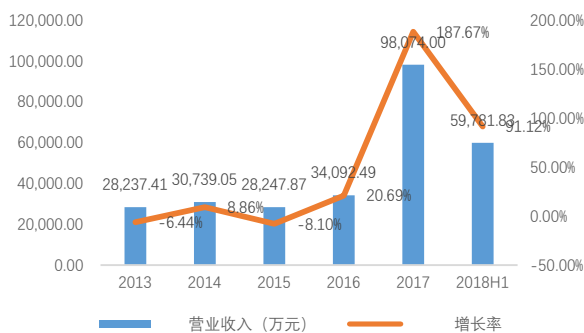
恒企教育 2018 年 1-6 月营收 4.80 亿元，同比增长 107.66%；2018 年 1-6 月归属恒企净利 6330.98 万元，同比增长 60.20%；2018 年 1-6 月实现经营性净现金流 7302.09 万元，同比下降 4.76%。

中大英才 2018 年 1-6 月营收 3539.83 万元，同比增长 38.92%；2018 年 1-6 月实现归属母公司净利润 1016.08 万元，同比增长 14.76%；2018 年 1-6 月实现经营性净现金流 866.39 万元，同比下降 26.05%。

本部 2018 年 1-6 月营收 8533.57 万元，同比下降 18.96%；2018 年 1-6 月实现归属净利-439.82 万元，主要系火力发电等下游行业客户需求下降，部分燃料智能化管控系统完工验收速度放缓所致。

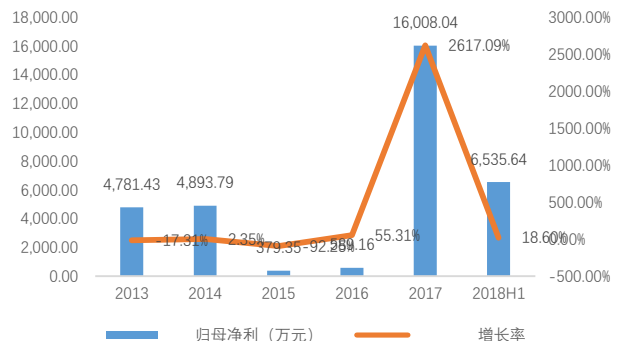
公司预计 FY18 前三季度净利润为人民币 10917.25 至 14192.43 万元，同比增加 0-30%；其中仪器仪表业务加强内部精细化管理，降低成本费用；加大货款催收力度，加快清理账龄较长周期的货款，降低减值准备；职教板块：恒企教育、中大英才公司持续加大产品研发，对原有课程优化升级；(2) 高端课程推陈出新，加大营销推广力度，客单价持续提升，以实现业绩稳定增长。

图 1：2013-2018H1 公司营收及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2013-2018H1 公司归母净利及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

受恒企教育、中大英才学员人数增加与客单价增加影响，以及燃料智能化业务收入同比下降影响，营收快速增加。18H1 实现营收人民币 5.98 亿元，同比增加 91.12%。主营业务收入为 5.92 亿元，分行业来看，职业教育行业占主体，报告期内职业教育行业营收为人民币 5.08 亿元(占比 85.81%)，同比增长 145.44%，主要系恒企教育、中大英才学员人数增加与客单价增加所致；仪器仪表行业实现营收人民币 8417.78 万元(占比 14.19%)，同比减少 19.60%，主要系燃料智能化业务收入同比下降所致；分区域来看，国内营收占主体，报告期内国内实现营收人民币 5.81 亿元(占比 98.14%)，同比增长 91.50%；国外营收为人民币 1132.97 万元(占比 1.86%)，同比增加 35.39%。

图 3：公司业务构成情况-分行业

图 4：公司业务构成情况-分区域



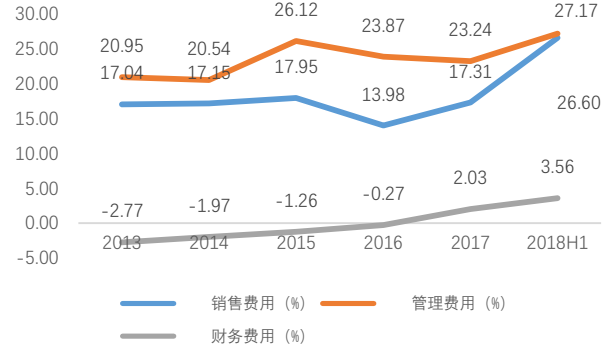
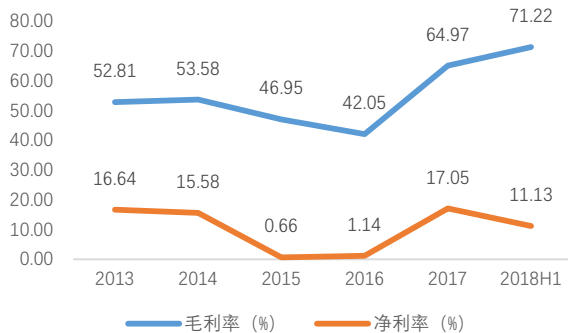
资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率 71.22%，同比增加 0.62 个百分点。18H1 公司综合毛利率为 71.22%，同比增加 0.62 个百分点，其中职业教育行业毛利率为 74.05%，同比减少 5.98 个百分点；仪器仪表行业毛利率为 55.05%，同比增加 3.18 个百分点。报告期内期间费用率为 57.33%，同比增加 9.48 个百分点，其中销售费用率为 26.60%，同比增加 9.26 个百分点，主要系报告期内恒企教育、中大英才的营业收入增长，影响销售费用同步增长所致；管理费用率 27.17%，同比减少 0.67 个百分点，主要系报告期恒企教育、中大英才等职业教育板块布局新赛道，人员薪酬、日常管理费用等持续增加影响所致；财务费用率 3.56%，同比增加 0.89 个百分点，主要系报告期恒企教育承担为学员提供的融资利息影响，以及公司报告期的贷款利息增加影响所致。报告期内净利润率为 11.13%，同比减少 7.27 个百分点。

图 5：2013-2018H1 公司毛利率及净利率

图 6：2013-2018H1 公司期间费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

恒企教育目前在全国近 150 个城市共建立连锁校区近 400 所（包括加盟校区）。2018 年上半年恒企①进一步做强财务会计培训的内容，丰富“猎才计划”培训课程内容，优化升级“卓越计划”培训课程，中央财大研修班在原有中级课程基础上增设高级研修班课程；②进一步做大财务会计培训的边界，新增了“ERP 实战培训”课程、财务数据分析专项能力认证、CMA、CFO 实战培训课程等。校区产品更加完善丰富，校区课单价进一步提升。恒企 2017 年收购天琥教育后，在资本注入、组织融合、体系重构、课程丰富等方面全方位融合完善，天琥教育设计培训按照恒企教育成熟的连锁模式复制扩张，2018 年上半年，新增 12 所自营校区，全日制培训基地得到强化。**2018 年上半年恒企教育对控股子公司牵引力教育 IT 培训做了组织重构、模式重构、产品重构、校区重构、资源重构等整合，在保持原有优势产品课程（UI 课程、WEB 前端、JAVA 课程、PHP 课程、网络营销课程）基础上，重新定位牵引力教育 IT 培训产品定位，重新开发增加 python 课程、大数据、云计算等课程，从过去 IT 基础培训的红海向 IT 培训市场急需的中高端蓝海转型。**中大英才拥有良好的企业形象，旗下的“中大网校”经过多年的发展和积累，在国内教育培训行业拥有较高的知名度和良好的口碑，用户认可度较高。对于传统业务，报告期内，该类产品订单与销售收入均出现小幅下滑，公司将采取整合内外部资源、优化业务流程、加强项目管

理与考核等措施应对该风险。

启动原有业务剥离，改组董事会，转型纯正教育标的。18年6月，公司公告第三届董事会第二十一次会议决议：**整合开元现有制造业务**①由开元股份以其在星沙产业园（新厂区）土地与房产（账面净值 1.36 亿）作为投资，设立全资子公司“开元有限”。②逐步将开元制造业务及与制造业务相关的长沙开元平方软件、长沙天腾电子转入开元有限。③计划 2018 年底前注销控股孙公司北京冶联科技；同时加大推动全资子公司长沙开元机电应收账款回收工作力度，适时启动对其注销流程。

增加教育投入、扩大教育规模、提升教育档次加大对职教板块研发和新业务试点支持力度。同时，增加董事会成员人数，由 9 人（其中 3 名独董）增为 11 人（其中 4 独董），以吸引公司战投积极参与决策（增加席位或为粤民投）。

下调盈利预测，给予买入评级。恒企+中大英才作为全国性职业教育连锁品牌，在行业趋势向好背景下，一方面基于全国终端网点设施建设和互联网教育平台设施建设，一方面借助产融结合，加大内容研发力度，实现“跨赛道、多赛道”的平台化运作,有望成为中国职业教育市场第一梯队企业。2018 年上半年恒企教育对控股子公司牵引力教育 IT 培训做了组织重构、模式重构、产品重构、校区重构、资源重构等整合，使得业绩释放低于预期，具体来看原因有①牵引力教育过于依赖原有管理团队与原有经营模式，收购整合后恒企教育成熟的管理模式和资源导入进展不顺畅，且从原有的“招转模式”向“就业+培训”模式转变不彻底，仍然存在按照原有业务模式运作的现象，不仅未能给招生带来大的增量，而且对于公司品牌造成了一定程度的负面影响；②客观来看，IT 培训仍然是职业技能培训的主力市场之一，培训群体大，培训需求多，就业市场广，但是随着 IT 培训市场日趋激烈，行业内获客成本急剧攀升，给牵引力带来很大的冲击与压力；③随着大数据技术、云技术、区块链技术、人工智能技术的快速进步，IT 培训市场需求、课程内容和培训方式等都发生了很大变化，但是牵引力存在产品结构不合理，产品低端、价格单一等问题，与市场需求变化不相适应，且调整不及时，导致招生数量减少，业绩低于预期。本期上市公司收入增长主要系恒企为 17 年 3 月并表所致，故本报告期受并表范围扩大影响，带动上市公司收入增长；此外，恒企层面，虽受 IT 业务发展拖累影响，但恒企会计、设计等其他业务线条稳健发展，校区产品更加完善丰富，校区课单价进一步提升，故恒企层面收入也有所增长。

综上我们下调公司 18-20 年 EPS 分别由原来的 0.72 元、0.88 元、1.14 元，下调至 0.62 元、0.84 元、1.13 元，当前股价对应 PE 分别为 15 倍、11 倍、8 倍。参照目前 A 股教育板块 18 年平均估值(截至 2018 年 8 月 20 日)，我们给予开元股份 FY18 目标价为 $23 \times PE \times 0.62 \text{ 元} = 14.26 \text{ 元}$ 。

图 7：A 股教育板块估值（截至 2018 年 8 月 20 日）

简称	17年	PE	
		18E	19E
威创股份	35.27	21.40	16.66
盛通股份	35.74	17.77	14.52
新南洋	51.56	36.99	27.51
科斯伍德	355.59	28.30	22.35
世纪鼎利	26.24	12.74	9.27
东方时尚	22.21	15.33	11.63
百洋股份	15.59	18.08	14.14
文化长城	32.18	10.62	8.29
立思辰	27.33	19.33	16.11
汇冠股份	151.25	27.93	24.29
拓维信息	76.55	17.87	15.89
全通教育	64.92	51.93	41.55
平均		23.19	18.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	177.14	375.56	105.92	462.73	173.54
应收账款	268.48	391.45	1,279.54	568.91	1,797.11
预付账款	12.80	16.95	30.84	25.67	48.34
存货	111.24	92.95	429.14	158.02	711.67
其他	21.79	147.64	170.67	91.52	211.73
流动资产合计	591.46	1,024.55	2,016.11	1,306.85	2,942.39
长期股权投资	0.00	3.00	3.00	3.00	3.00
固定资产	260.22	302.85	316.85	349.02	379.10
在建工程	15.05	11.08	42.65	73.59	74.15
无形资产	43.18	127.79	103.74	79.69	55.64
其他	54.52	1,546.35	1,499.10	1,480.41	1,469.59
非流动资产合计	372.97	1,991.07	1,965.33	1,985.70	1,981.48
资产总计	964.43	3,015.62	3,981.44	3,292.55	4,923.87
短期借款	20.00	70.00	1,081.65	0.00	1,117.39
应付账款	101.54	450.45	184.29	488.76	479.55
其他	77.98	314.57	237.27	369.23	393.60
流动负债合计	199.51	835.02	1,503.21	857.99	1,990.54
长期借款	0.00	36.00	227.71	0.00	220.07
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.24	6.79	3.79	4.27	4.95
非流动负债合计	2.24	42.79	231.51	4.27	225.02
负债合计	201.75	877.81	1,734.72	862.26	2,215.56
少数股东权益	7.14	28.27	26.29	22.13	18.41
股本	252.00	339.62	339.62	339.62	339.62
资本公积	286.28	1,394.62	1,394.62	1,394.62	1,394.62
留存收益	494.24	1,759.27	1,880.81	2,068.54	2,350.29
其他	(276.99)	(1,383.97)	(1,394.62)	(1,394.62)	(1,394.62)
股东权益合计	762.68	2,137.81	2,246.72	2,430.29	2,708.31
负债和股东权益总	964.43	3,015.62	3,981.44	3,292.55	4,923.87

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3.89	167.20	211.09	286.23	384.23
折旧摊销	21.90	57.65	38.48	40.94	43.41
财务费用	0.68	20.86	144.71	132.60	134.73
投资损失	0.03	(3.68)	(1.22)	(1.22)	(1.22)
营运资金变动	(18.97)	(17.82)	(1,565.42)	1,522.51	(1,896.97)
其它	25.89	117.54	(2.09)	(4.23)	(3.80)
经营活动现金流	33.42	341.75	(1,174.44)	1,976.83	(1,339.62)
资本支出	34.25	1,572.58	62.99	79.52	49.32
长期投资	0.00	3.00	0.00	0.00	0.00
其他	(64.76)	(2,181.65)	(116.76)	(159.14)	(99.22)
投资活动现金流	(30.52)	(606.08)	(53.76)	(79.62)	(49.90)
债权融资	20.00	106.00	1,309.37	0.00	1,337.46
股权融资	2.28	1,177.36	(155.37)	(132.60)	(134.73)
其他	(6.81)	(820.57)	(195.43)	(1,407.80)	(102.40)
筹资活动现金流	15.48	462.79	958.57	(1,540.40)	1,100.33
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	18.37	198.46	(269.64)	356.81	(289.19)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	340.92	980.74	1,324.00	1,694.72	2,169.24
营业成本	197.56	343.51	443.54	576.20	759.23
营业税金及附加	6.31	10.61	14.56	18.64	19.52
营业费用	47.67	169.77	213.16	279.63	370.94
管理费用	81.39	227.91	244.94	313.52	392.63
财务费用	(0.92)	19.96	144.71	132.60	134.73
资产减值损失	16.82	17.69	14.00	15.00	15.56
公允价值变动收益	0.00	(0.23)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.03)	3.68	1.22	1.22	1.22
其他	0.05	(21.18)	(2.44)	(2.44)	(2.44)
营业利润	(7.93)	209.00	250.29	360.34	477.83
营业外收入	14.31	2.63	11.80	3.20	6.70
营业外支出	0.79	1.34	0.85	2.00	9.00
利润总额	5.59	210.29	261.24	361.54	475.53
所得税	1.70	43.10	52.25	79.54	95.11
净利润	3.89	167.20	209.00	282.00	380.42
少数股东损益	(2.00)	7.12	(2.09)	(4.23)	(3.80)
归属于母公司净利润	5.89	160.08	211.09	286.23	384.23
每股收益（元）	0.02	0.47	0.62	0.84	1.13

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	20.69%	187.67%	35.00%	28.00%	28.00%
营业利润	0.75%	-2735.06%	19.76%	43.97%	32.60%
归属于母公司净利润	55.31%	2617.09%	31.86%	35.60%	34.24%
获利能力					
毛利率	42.05%	64.97%	66.50%	66.00%	65.00%
净利率	1.73%	16.32%	15.94%	16.89%	17.71%
ROE	0.78%	7.59%	9.51%	11.89%	14.28%
ROIC	-1.09%	32.80%	18.32%	11.45%	25.87%
偿债能力					
资产负债率	20.92%	29.11%	43.57%	26.19%	45.00%
净负债率	1.54%	0.22%	17.64%	13.14%	14.75%
流动比率	2.96	1.23	1.34	1.52	1.48
速动比率	2.41	1.12	1.06	1.34	1.12
营运能力					
应收账款周转率	1.33	2.97	1.58	1.83	1.83
存货周转率	2.68	9.61	5.07	5.77	4.99
总资产周转率	0.36	0.49	0.38	0.47	0.53
每股指标（元）					
每股收益	0.02	0.47	0.62	0.84	1.13
每股经营现金流	0.10	1.01	-3.46	5.82	-3.94
每股净资产	2.22	6.21	6.54	7.09	7.92
估值比率					
市盈率	546.47	20.11	15.25	11.25	8.38
市净率	4.26	1.53	1.45	1.34	1.20
EV/EBITDA	486.74	26.65	10.05	5.07	6.61
EV/EBIT	-706.05	32.19	11.03	5.49	7.08

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 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 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com