

# 建筑装饰

证券研究报告

2019年03月06日

## 2019年政府工作报告中，哪些要点值得建筑行业关注？

### 投资目标较 2018 年略显积极，财政实力或为区域基建投资主要影响因素

政府工作报告中提出“合理扩大有效投资。紧扣国家发展战略，加快实施一批重点项目”，从主要领域投资数额设定上来看，与 2018 年相比略显积极，尤其是铁路投资规划重回 8000 亿；从往年情况看，政府在铁路、公路水运投资固然要参考年初规划，但随着国内宏观环境的变化，上述领域实际投资情况有一定的差异，我们认为稳定国内有效需求或是短期投资节奏变化的主要影响因素。区域基建投资方面，粤港澳大湾区、京津冀区域、以及财政实力较强的部分地区，在基建补短板节奏加速必要性提升的背景下，有望更加受益。“大水漫灌”式刺激不复存在。

### 专项债限额增长符合预期，预算内支出或有所承压

政府工作报告对于财政赤字目标有所上提，相关财政赤字额略高于我们在《若 19 年中央以基建托底经济，增量资金从何而来？--固定资产投资那些事儿之四》(2019 年 1 月 22 日)的预测额，但减费降税规模加大的预期下，财政部预算草案中对于 2019 一般公共预算收入预期增速为 5% (低于 2018 年全年增速 6.25%)，我国预算内支出或有所承压。此外，地方政府专项债新增额提升至 2.15 万亿，有助于加强对于重点建设项目的资金支持。整体我们依然维持政府端资金对基建产业链支持增强的判断。

### 地方债务风险处置仍为掣肘投资的主要因素，整体行业环境有望逐步改善

此次政府工作报告中延续对地方政府债务风险提出关注，在报告中的 2019 年经济社会发展总体要求和政策取向部分提出“稳妥处理地方债务风险”。我们认为地方政府债务严监管趋势或依然持续，部分地区有望逐步启动显性债务与隐性债务的处置措施。我国将继续在“稳投资”与“地方政府债务风险管理”之间找平衡。

政府工作报告中在又一次强调“决不能‘新官不理旧账’”的同时，提出“对拖欠企业的款项年底前要清偿一半以上，决不允许增加新的拖欠”。叠加政府工作报告中多处强调对于民营与小微企业的贷款支持，这或对产业链各环节民营中小企业居多的建筑行业流动性环境有一定的改善。

### 投资建议

2019 年基建投资仍为稳经济、稳就业的主要抓手之一，政府工作报告对于 2019 年部分领域的投资规划目标在一定程度上提升了大型建筑央企的营收稳健性，持续推荐中国交建、中国中铁、中国铁建等建筑央企，此外部分财政实力较强、且符合国家重点区域建设的地区有望成为基建补短板的主要受益区域，建议关注上海建工、隧道股份等区域建筑龙头。

**风险提示：**基建投资增速持续下行，地方政府债务监督力度超预期

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

唐笑

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517030004

tangx@tfzq.com

岳恒宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517040005

yuehengyu@tfzq.com

肖文劲

联系人

xiaowenjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《建筑装饰-行业点评:新造价标准、地方政府债务发行提前对基建链条持续有利,需重视后续走强》2019-03-04
- 2 《建筑装饰-行业专题研究:两会前沿:地方政府关注 FAI 哪些方面? --固定资产投资那些事儿之五》2019-03-03
- 3 《建筑装饰-行业研究简报:全装修提升空间仍然可观,交付质量仍为行业主要痛点--2110 份问卷看清中国消费》2019-02-19



## 1. 投资目标较 2018 年略显积极，财政实力或为区域基建投资主要影响因素

报告在 2019 年政府工作报告中提出“合理扩大有效投资。紧扣国家发展战略，加快实施一批重点项目”，从主要领域投资数额设定上来看，与 2018 年相比略显积极，尤其是铁路投资规划重回 8000 亿；此外在投资领域的表述上，提出“加大城际交通、物流、市政…通用航空等基础设施投资力度，加强新一代信息基础设施建设”，在之前各地地方两会的报告中，5G 基站建设、大数据中心及产业建设、人工智能、新能源基础设施等新型基建逐渐成为各地方政府工作的新重点。

需要注意的是，从往年情况看，政府在铁路、公路水运投资固然要参考年初规划，但随着国内宏观环境的变化，上述领域实际投资情况具有一定的相机抉择性（比如表 1 中近六年里铁路投资规划额与实际投资的差异），我们认为稳定国内有效需求或是短期投资节奏变化的主要影响因素。因此，对于政府工作报告中关于特定领域投资目标的规划，其金额稳定的意义可能大于字面上的增量意义。此次政府工作报告中对于规划目标的阐述，说明基建仍是稳定我国有效需求的主要抓手之一。

表 1：近五年项目投资规划相关表述

年份	近 5 年项目投资规划相关表述
2019	合理扩大有效投资。紧扣国家发展战略，加快实施一批重点项目。完成铁路投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元，再开工一批重大水利工程，加快川藏铁路规划建设，加大城际交通、物流、市政、灾害防治、民用和通用航空等基础设施投资力度，加强新一代信息基础设施建设。
2018	今年要完成铁路投资 7320 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元左右，水利在建投资规模达到 1 万亿元。重大基础设施建设继续向中西部地区倾斜。实施新一轮重大技术改造升级工程。
2017	今年要完成铁路建设投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元，再开工 15 项重大水利工程，继续加强轨道交通、民用航空、电信基础设施等重大项目建设。
2016	完成铁路投资 8000 亿元以上、公路投资 1.65 万亿元，再开工 20 项重大水利工程，建设水电核电、特高压输电、智能电网、油气管网、城市轨道交通等重大项目。中央预算内投资增加到 5000 亿元。
2015	铁路投资要保持在 8000 亿元以上，新投产里程 8000 公里以上，在全国基本实现高速公路电子不停车收费联网，使交通真正成为发展的先行官。重大水利工程已开工的 57 个项目要加快建设，今年再开工 27 个项目，在建重大水利工程投资规模超过 8000 亿元。棚改、铁路、水利等投资多箭齐发，重点向中西部地区倾斜，使巨大的内需得到更多释放。

资料来源：政府工作报告、天风证券研究所

表 2：政府工作报告目标投资额表述与实际投资额对比（单位：亿）

年份	交通运输部铁路投资数据	政府工作报告目标投资额
2019 年		8000 亿
2018 年	8,028.00	7320 亿
2017 年	8,010.43	8000 亿
2016 年	8,015.00	8000 亿以上
2015 年	8,238.00	8000 亿以上
2014 年	8,088.00	未提
2013 年	6,657.45	新增铁路里程 1.97 万公里，其中高速铁路 8951 公里

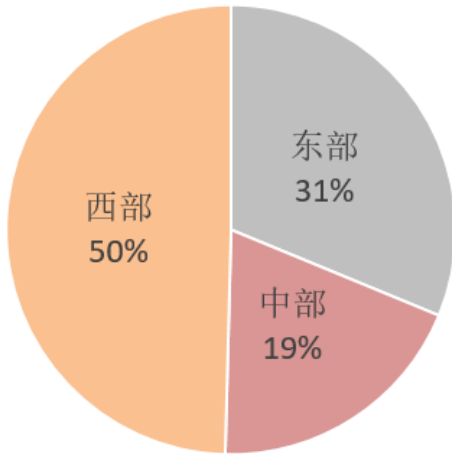
资料来源：Wind、政府工作报告、天风证券研究所

另外，在投资侧重区域的表述中，特别提到了“加快川藏铁路规划建设”，并未像 2018 年一样提出向“中西部地区倾斜”，因此在重点区域投资的相关解读上，应注重基建补短板与中央规划的契合性，以及当地财政实力以及债务风险防控间的平衡。我们看到在地方财力相对吃紧的西部地区，即使在 2018 年政府工作报告提出“中西部地区倾斜”的情况下，其交通投资增速仍从 2017 年全年的 28.51%，下降到 2018 年 1-11 月的负 9.01%；

其次，而东部地区和中部地区的投资增速都出现了显著提升。

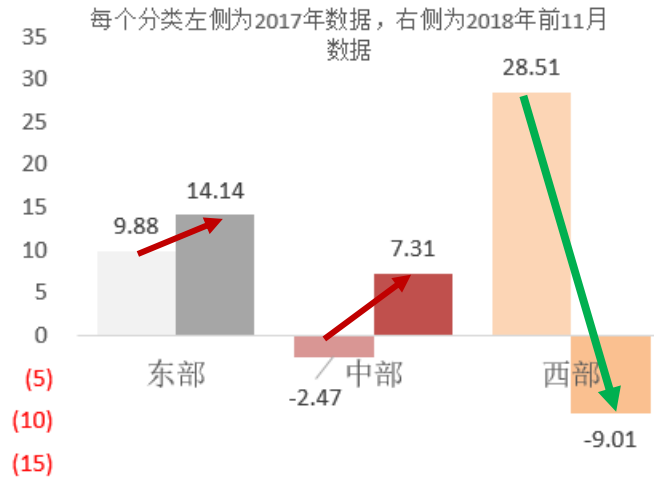
区域基建投资方面，我们认为粤港澳大湾区、京津冀区域、以及财政实力较强的部分地区，在基建补短板节奏加速的必要性提升的背景下，有望更加受益。“大水漫灌”式刺激不复存在。

图 1：交通固定资产投资数据各区域占比



资料来源：Wind,天风证券研究所

图 2：交通固定资产投资数据（单位：%）



资料来源：Wind,天风证券研究所

## 2. 专项债限额增长符合预期，预算内支出有所承压

2019 年政府工作报告对于财政赤字目标有所上提，相关财政赤字额略高于我们在《若 19 年中央以基建托底经济，增量资金从何而来？--固定投资那些事儿之四》(2019 年 1 月 22 日)的预测额，但减费降税规模加大的预期下，财政部预算草案中对于 2019 一般公共预算收入预期增速为 5%(低于 2018 年全年增速 6.25%)，因此我国预算内支出或有所承压(一般公共预算收入+赤字额=一般公共预算支出)。此外，地方政府专项债新增额提升至 2.15 万亿，有助于加强对于重点建设项目的资金支持。整体我们依然维持政府端资金对基建产业链支持增强的判断。

图 3：2019 年政府财政赤字目标以及赤字率有所上提

指标名称	政府预期目标:GDP:同比	政府预期目标: CPI:同比	政府预期目标: 财政赤字:合计	政府预期目标: 财政赤字:赤字率
2019	6.0-6.5	3.00	27,600.00	2.80
2018	6.50	3.00	23,800.00	2.60
2017	6.50	3.00	23,800.00	3.00
2016	6.50	3.00	21,800.00	3.00
2015	7.00	3.00	16,200.00	2.30
2014	7.50	3.50	13,500.00	2.10
2013	7.50	3.50	12,000.00	2.00
2012	7.50	4.00	8,000.00	1.60
2011	8.00	4.00	9,000.00	2.00
2010	8.00	3.00	10,500.00	3.00
2009	8.00	4.00	9,500.00	0.00

资料来源：政府工作报告、天风证券研究所

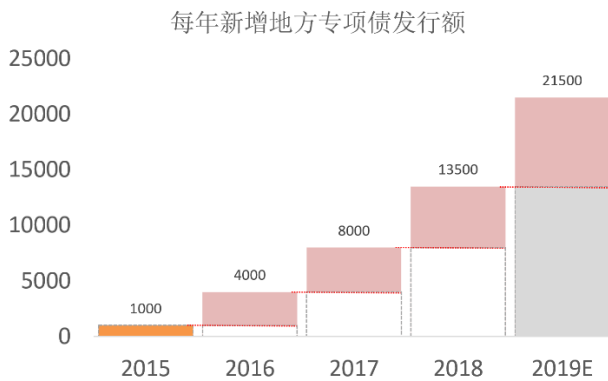
作为政府“第二本预算”政府性基金的重要组成部分之一，地方政府专项债发行额的增加有助于对冲 2019 年土地出让收入的预期下滑，同时正如此次政府工作报告中提到“为重点项目建设提供资金支持，也为更好防范化解地方政府债务风险创造条件”。

但需要注意的是，专项债募集资金原则上禁止作为项目资本金来使用，这也限制了专项债对于银行贷款的撬动能力，而且专项债募集资金投入项目多数处于已经过发改委审批且资

本金逐步到位的阶段，因此专项债募集资金的使用将更偏向于较为必要的基建补短板项目。

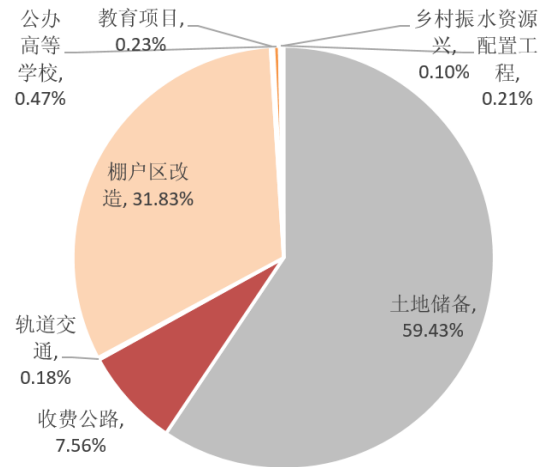
此外，基于 2018 年新发地方专项债结构来看，和基建直接相关项“收费公路”、“轨道交通”等占比仅约 8%，土储和棚改类专项债合计占比约 91%，但土储和棚改类项目的资金运用中仍有基建相关部分，我们预计在三成左右。我们预测 2019 年去年专项债结构可能会出现显著变化，主要基于两个原因，其一，全国棚改任务量大概率较 2018 年有所下滑；第二，如果基建补短板节奏在特定情况下需要加速，则部分相应发力领域的专项债发行有望提升。

图 4：每年新增地方专项债发行额（单位：亿）



资料来源：政府工作报告、天风证券研究所

图 5：2018 年新增专项债发行结构



资料来源：Wind、天风证券研究所

除了专项债资金之外，往年累计的中央预算稳定调节基金、以及地方政府结转结余资金有望成为对冲一般财政预算收入中由于减税效应产生的下滑量。结合 2019 年年初流动性环境边际好转，区域财政实力较好且符合中央规划的项目仍然有资金支持。

### 3. 地方债务风险处置仍为掣肘投资的主要因素，整体行业环境有望逐步改善

我们认为地方政府债务严监管趋势或依然持续，部分地区有望逐步启动显性债务与隐性债务的处置措施。我国将继续在“稳投资”与“地方政府债务风险管理”之间找平衡。

此次政府工作报告中延续对地方政府债务风险提出关注，在报告中的 2019 年经济社会发展总体要求和政策取向部分提出“稳妥处理地方债务风险”，“稳妥”两字与 2 月 25 日银保监会副主席周亮在国新办发布会上的发言“对应违规和高负债的问题要控制住增量，再逐步消化存量。但不能停下来熄火修车…”有一定相通之处。

表 3：部分地区在 2018 年对于显性债务与隐性债务的相关处置安排

#### 部分地区在 2018 年对于显性债务与隐性债务的相关处置安排

新疆 2019 年预算报告表示，严禁出现新的违规举债，严守《自治区地方政府隐性债务清查及化解方案》及其确定的隐性债务数据红线，在 2019 年 12 月 25 日前，按时完成当年政府隐性债务化解任务，对未按时完成 2019 年度化解任务或违法违规新增隐性债务的，要严肃追责问责。

四川在 2018 年开展政府债务风险评估预警，并在全国率先出台政府性债务风险突出地区财政重整实施办法，在清理核实隐性债务存量的基础上，制定分年化解方案，并启动市县财政暂付款清理消化三年攻坚行动。

湖北提出，引导高风险市县压减隐性债务规模，动态监测隐性债务变化情况，重点关注即将到期的债务风险隐患，做好应对预案，守住不发生重大风险的底线。

资料来源：财新周刊，天风证券研究所

另外值得注意的是，政府工作报告部分表述对于行业经营环境的改善有一定推动意义。比如此次政府工作报告中在又一次强调“决不能‘新官不理旧账’”的同时，提出“对拖欠企业的款项年底前要清偿一半以上，决不允许增加新的拖欠”。建筑企业的服务对象多数为政府客户，此次政府工作报告表述对于梳理政府与建筑企业的关系形成一定推动作用。

表 4: 近三年政府工作报告相关信息截取

年份	当年政府工作报告相关表述
2019	政府要带头讲诚信守契约, 决不能“新官不理旧账”, 对拖欠企业的款项年底前要清偿一半以上, 决不允许增加新的拖欠。
2018	政府要信守承诺, 决不能“新官不理旧账”。
2017	深化政府和社会资本合作, 完善相关价格、税费等优惠政策, 政府要带头讲诚信, 决不能随意改变约定, 决不能“新官不理旧账”。

资料来源: 政府工作报告、天风证券研究所

除了对于政府端款项拖欠的关注之外, 政府工作报告中多处强调对于民营与小微企业的贷款支持, 其中有“加大对中小银行定向降准力度, 释放的资金全部用于民营和小微企业贷款……今年国有大型商业银行小微企业贷款要增长 30%以上”, 这或对产业链各环节民营中小企业居多的建筑行业流动性环境有一定的改善。

政府和企业的合作模式上, 此次政府工作报告里提出“创新项目融资方式, 适当降低基础设施等项目资本金比例, 用好开发性金融工具, 吸引更多民间资本参与重点领域项目建设。落实民间投资支持政策, 有序推进政府和社会资本合作”, 这在官方层面上再一次引入民营企业进入基建项目做出鼓励, 但民企深入参与基建项目仍有一些中长期存在的问题, 比如民企自身的风险管控能力、明确项目的风险回报分摊机制、各级政府共享部分具有良好收益项目的意愿、完善的投融资体制等等。

#### 4. 此次降税对建筑行业影响偏中性, 掌握上下游议价权是关键

在今年的两会上, 国务院总理李克强再次在政府工作报告中提出“实施更大规模的减税。普惠性减税与结构性减税并举, 重点降低制造业和小微企业税收负担。深化增值税改革, 将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%, 将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%, 确保主要行业税负明显降低; 保持 6% 一档的税率不变, 但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施, 确保所有行业税负只减不增, 继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。”我们预计, 按照惯例, 该政策将从今年 5 月 1 日开始执行。

对于建筑行业的公司而言, 上述税率的业务都有涉及, 如下图所示, 增值税下降对行业普遍产生影响。

表 5: 建筑行业不同业务税率情况

税率	16%降至 13%	10%降至 9%	6%
央企	有形动产租赁业务、工业制造	交通运输业务、房地产业务、工程承包业务	设计咨询、勘探及监测检验服务
地方路桥		不动产租赁、销售不动产、房屋建筑工程、基建工程	设计收入
装饰	家具销售收入、幕墙产品	装饰装修工程	设计收入
园林	工业危废处置	生态环境、园林建设施工	设计收入
设计	总承包设备购买	总承包建筑施工	建筑工程设计及相关咨询、工程监理、勘察设计
钢结构	钢结构制造销售、新型建材产品生产销售、智能立体车库生产销售	钢结构安装、总承包施工	钢结构建筑及围护系统的设计

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

首先需要明确的是, 增值税作为价外税原则上对利润应该不构成影响, 对企业的经营现金流会产生一定的影响。实际上根据企业在上下游的议价能力, 建筑企业的利润可能会产生影响, 我们在下一节进行讨论。根据“增值税=销项税额-进项税额”这一计算公式, 我们的测定方法以及假设如下:

① 在成本端, 大部分公司未披露各分项成本占比情况, 故采用行业整体的占比情况。我

们认为，一家建筑施工比较普遍的成本结构如下：

表 6：成本各项占比假设

成本大类	材料费用	人工费用	其他费用
占比	60%	30%	10%
抵扣税率	见下	这部分的增值税率为 10%（现 9%）；而项目分包方以及总包方非分包部分的人工费很可能是通过清包工的形式按 3% 简易征收，税率较低且较为普遍。我们预计这块综合起来税率是 4%，假设降税后综合税率为 3.8%，这块会对进项税额产生影响。	主要是水、电费和机器使用费。多数都是可以简易征收的，假设按 6% 税率简易征收。这块此次没有变化，不会对进项税额产生影响。
材料费用细分项	大型材料商采购的钢筋等原材料	现场自制的沙、石、泥等材料或商品混凝土（此次降税不产生影响）	其他（此次降税不产生影响）
占比	60%	30%	10%
抵扣税率	这部分材料出自大型厂商，增值税发票容易获得，出厂时即会收取 16% 的增值税税率，目前降到 13%。这块会对进项税额产生影响。	这部分材料很难获得增值税专用发票，按照 3% 的税率采用简易办法征收。这块此次没有变化，不会对进项税额产生影响。	这部分材料主要是一些零星的主材和辅材，由于比较零碎，很可能拿不到进项发票，统一假设这部分不能抵扣。这块没有变化，不会对进项税额产生影响。

资料来源：天风证券研究所

② 在收入端，如表 1 所示，建筑施工业务、房地产业务的收入原适用税率为 10% 一档；设计咨询、勘探及检测检验服务业务的收入适用税率为 6% 一档；机械制造业务、有形动产租赁业务的收入原适用税率为 16% 一档。未精确说明的业务按原 10% 收增值税。

③ 增值税率由 16%、10% 分别降至 13% 及 9%，来测算其对建筑行业公司的影响。

基于上市公司 2018 上半年年报数据，我们选取了建筑央企财务报表中的数据，在静态情况下估算了增值税率降低对他们的影响。测算出对建筑央企现金流的影响如下所示：

表 7：以 18 年上半年数据为基础，静态测算增值税降税影响

	营业成本	进项税额减少额	营业收入	销项税额减少额	少缴增值税(负号为多缴)	经营性现金流流出	少缴增值税/经营性现金流流出
中国交建	1,794.85	20.46	2,083.79	19.63	-0.84	2,149.67	-0.04%
中国中铁	2,830.90	32.27	3,161.04	32.33	0.06	3,836.87	0.00%
中国铁建	2,790.25	31.81	3,089.81	31.68	-0.13	3,701.47	0.00%
中国建筑	5,270.70	60.09	5,889.27	58.51	-1.58	6,460.20	-0.02%
中国电建	1,082.81	12.34	1,268.89	14.05	1.71	1,390.00	0.12%
中国中冶	1,106.41	12.61	1,261.13	13.15	0.54	1,375.89	0.04%
中国化学	299.51	3.41	340.08	2.86	-0.56	318.63	-0.17%

资料来源：wind、天风证券研究所

从中可以看出，静态下看现金流变化，此次降税对建筑央企影响偏中性，部分企业甚至还需多缴纳增值税。原因在于虽然建筑业税率由 10% 降至 9%，减少了销项税额，但其原材料的进项税由 16% 降至 13%，幅度更大，进项税可能减少的更多。但由于建筑行业很多材料和人工无法按最高税率抵扣，部分对冲了负向影响。

实际上，增值税税率下降会影响到企业的利润。建筑行业的上游是钢铁、水泥等原材料供应商，下游是房地产、政府等部门，建筑行业作为中游行业对其上下游的议价能力不太一样。如果增值税率下调，理论上建筑企业可以维持原合同价格，从而赚取一定的差价利润，但考虑到房地产商及政府部门的话语权更强，建筑企业有可能被迫降低合同报价。与此同

时，建筑行业龙头普遍实行集中采购，近年来对材料商等逐渐强势，材料采购的价格逐步下降。所以，对利润的影响要更多的看上下游的议价情况，随着行业集中度提升，这种议价权会越来越强。

## 5. 投资建议

2019 年基建投资仍为稳经济、稳就业的主要抓手之一，政府工作报告对于 2019 年部分领域的投资规划目标在一定程度上提升了大型建筑央企的营收稳健性，持续推荐中国交建、中国中铁、中国铁建等建筑央企，此外部分财政实力较强、且符合国家重点区域建设的地区有望成为基建补短板的主要受益区域，建议关注上海建工、隧道股份、高新发展等区域建筑龙头。

## 6. 风险提示

基建投资增速持续下行，地方政府债务监督力度超预期

## 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