

招商蛇口 (001979)

证券研究报告

2019年03月19日

业绩稳步增长，大湾区价值待重估

业绩稳步增长，盈利能力有所回升。公司披露 2018 年年报，全年实现营业收入 882.78 亿元，同增 16.25%，实现归母净利润 152.4 亿元，同增 20.42%，符合市场预期。公司盈利能力有所提升，18 年毛利率达到 39.5%，同比提升 1.83 个 PCT，净利率 22%，同比提升 2.1 个 PCT。2018 年公司 ROE 达到 20.1%，盈利能力持续提升。

公司销售高速增长，土储以一二线城市为主。2018 年公司实现销售金额 1706 亿元，同比增速 51%，达成 18 年初的目标 1500 亿元。公司土地储备丰富，货值升值潜力大。**公司未结土储高达 4217.68 万方，一二线土储面积总计占比 72%，预计 2019 年公司可售货值 3500 亿，随这部分土储逐渐入市，有望实现 19 年目标销售额 2000 亿。**2018 年公司新增项目 80 个，拿地总计 1357 万方，其中新增权益建面为 737.95 万方。公司新增拿地依然以二线城市为主，并加强对环一线城市的强三线城市的布局。此外，公司在粤港澳大湾区的 9 个城市土储丰富，其中大部分资源集中在深圳，包括了蛇口自贸区、太子湾片区、前海妈湾等，累计近千万平米的优质资源。随粤港澳大湾区的开发推进，这部分货值有望面临重估。

投资、经营性现金流转正，融资成本得到控制。随公司营业收入的快速增长与盈利能力持续改善，报告期内公司取得了经营性现金流净额 104.78 亿元，而在 16、17 年分别为-127.15 亿元、-47.09 亿元，经营性现金流转正表明公司的内生盈利能力持续提升。报告期内公司运用多种融资渠道报告期内公司新增 200 亿中票、超短融注册额度，并顺利发行公司债、永续中票等融资 130 亿，综合资金成本控制在 4.85%，仅同比提升 0.05PCT，在行业融资环境紧张的局面下资金成本依然维持低位。

公司对员工激励机制丰富，股权回购彰显信心。公司积极开展多种形式激励机制，提升公司经营效率。此前公司于 2016 年公布首次股权激励计划，针对高管进行股权激励，同时公司开展员工持股计划，激励员工，提升管理效率。除此之外公司于 2017 年开始对董事、监事、高管等实施项目跟投计划，实现收益共享、风险共担，充分激励项目团队积极性。**1 月公司以不超过 23.12 元/股价格大手笔回购，彰显公司信心。**1 月 17 日公司公告拟以不超过 23.12 元/股价格回购约 1.7 亿股（约占公司总股本的 2.19%），而 1 月 17 日收盘公司股价仅为 18.12 元/股，溢价率达到 27.6%，其中所回购股份 50%用于股权激励或员工持股计划，50%用于发行上市公司可转债，充分彰显了公司对自身业绩、股价的信心。截至 3 月 2 日公司已回购 6096.92 万股，占公司总股本的 0.77%。

投资建议：公司储备货值充足，拿地扩张积极，销售有望维持高速增长。在粤港澳大湾区核心片区拥有大量土地资源，随粤港澳大湾区建设推进，公司在手货值有望重估。预计公司 2019 年可售货值 3500 亿，有望实现 2019 年销售目标 2000 亿，业绩继续高速增长。公司加快推进回购进程，充分彰显公司对当前价值的认可和对未来发展的信心。回购股票用于股权激励或员工持股计划，有利于改善公司激励机制，加强公司发展的内生动力。考虑到公司有望受益于年初以来的宽信用与“因城施策”带来的边际改善，以及内生性盈利能力持续提升，我们将公司 2019-2020 年净利润约分别由 178.2 亿、216.3 亿上调为 192.2 亿、237.8 亿，对应 EPS 分别由 2.25、2.74 元上调为 2.43、3.01 元，对应 PE 为 9.15X、7.39X，维持“买入”评级。

风险提示：新房销售不及预期，“因城施策”政策落实不及预期，房屋价格大幅下跌

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	75,454.68	88,277.85	105,491.57	131,596.94	160,887.70
增长率(%)	18.69	16.99	19.50	24.75	22.26
EBITDA(百万元)	22,378.15	29,837.10	34,944.51	43,498.44	52,373.60
净利润(百万元)	12,220.31	15,240.05	19,218.06	23,783.08	29,058.58
增长率(%)	27.54	24.71	26.10	23.75	22.18
EPS(元/股)	1.55	1.93	2.43	3.01	3.68
市盈率(P/E)	14.39	11.54	9.15	7.39	6.05
市净率(P/B)	2.57	2.32	2.16	1.79	1.46
市销率(P/S)	2.33	1.99	1.67	1.34	1.09
EV/EBITDA	8.85	5.79	6.48	5.83	4.55

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	22.25 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	7,904.37
流通 A 股股本(百万股)	2,402.33
A 股总市值(百万元)	175,872.17
流通 A 股市值(百万元)	53,451.94
每股净资产(元)	8.72
资产负债率(%)	74.28
一年内最高/最低(元)	23.56/15.92

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

徐超 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070007
xuchao@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

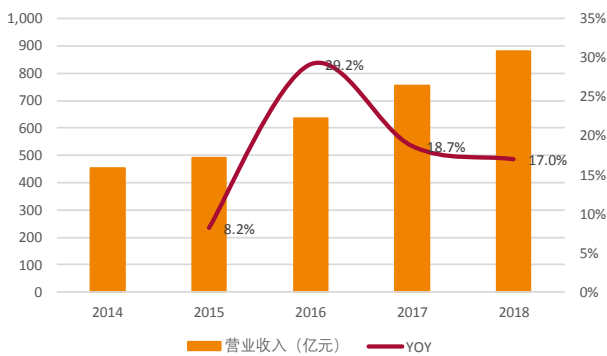
- 《招商蛇口-公司点评:回购加速彰显公司未来发展信心,股权激励改善公司激励机制》2019-02-24
- 《招商蛇口-季报点评:销售维持高速增长、投资收益超预期》2018-11-01
- 《招商蛇口-半年报点评:业绩超预期,销售高速增长》2018-08-31

1. 业绩稳步增长，盈利能力继续提升

公司披露 2018 年年报，全年实现营业收入 882.78 亿元，同增 16.25%，实现归母净利润 152.4 亿元，同增 20.42%，基本每股收益 1.89 元，同增 18.13%。此前在公司业绩快报中披露归母净利润 144-155 亿元，同口径增速 15%-20%。符合市场预期。

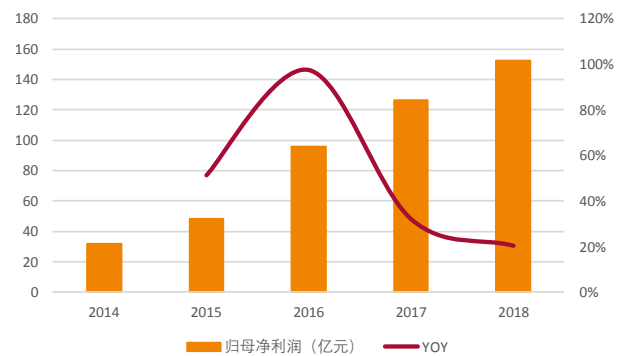
公司盈利能力有所提升，除 16 年毛利率为 34.5% 之外，其余年份基本稳定在 37%-40% 之间，18 年毛利率达到 39.5%，同比提升 1.83 个 PCT。与此同时，随公司对管理、销售费用率的控制较好，净利率逐年提升，2018 年公司净利率 22%，同比提升 2.1 个 PCT。另一方面公司的 ROE 在 15 年之后逐年提升，到 2018 年达到 20.1%，展现出公司的盈利能力逐年提升。

图 1：公司营收及其同比



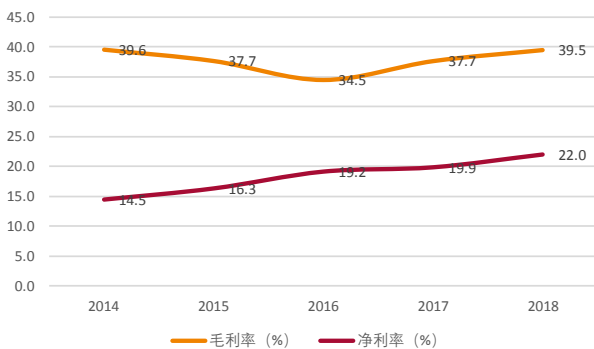
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润及其同比



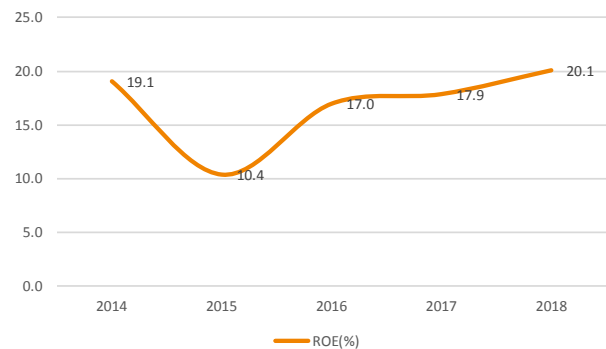
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司毛利率、净利率均有提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司盈利能力持续改善

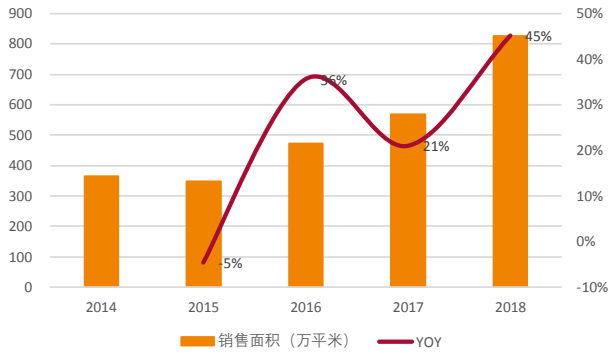


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 公司销售高速增长，土储以一二线为主

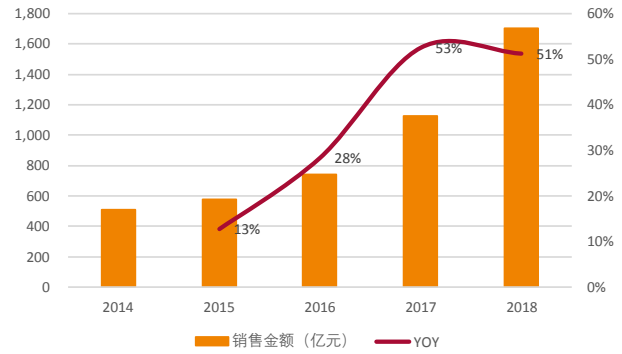
住宅销售稳健增长，超额实现销售目标。2018 年公司保持了高速增长，实现销售金额 1706 亿元，同比增速 51%，达成 18 年初的目标 1500 亿元，实现销售面积 827 万平，同增 +45%，销售均价 20618 元/平米，同比增速 4%。

图 5：公司销售面积及其增速



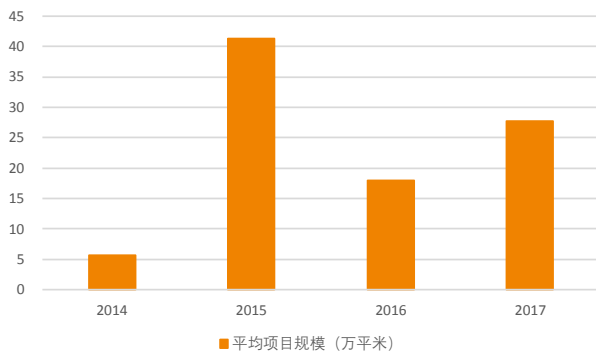
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司销售金额及其增速



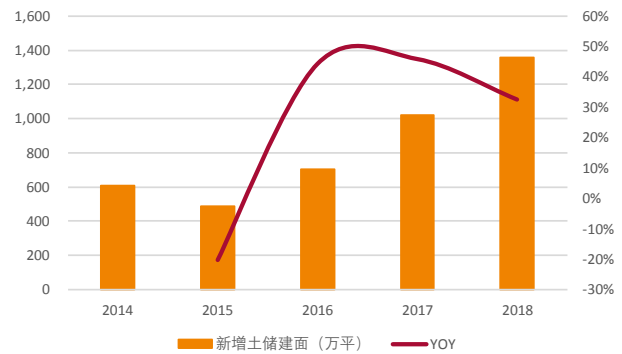
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：平均项目规模得到控制



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：新增土储建面及其增速

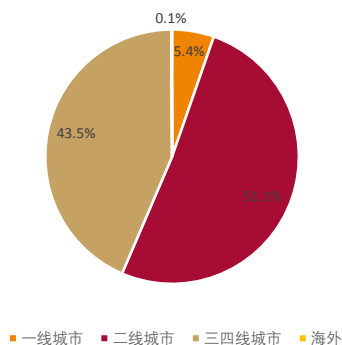


资料来源：Wind，天风证券研究所

拿地节奏稍有谨慎，新增土储二线、强三线为主。在拿地节奏方面，2018 年公司新增项目 80 个，拿地总计 1357 万方，其中新增权益建面为 737.95 万方，新增土储面积增速有所放缓。新增土储面积中，一线、二线、三四线城市占比分别为 5.4%、51.1%、43.5%（还有 0.1% 为海外项目），表明公司新增拿地依然以二线城市为主，但三线城市占比也有所提升，经过观察主要为徐州、十堰、湛江、嘉兴、太仓等长三角、珠三角等城市经济活力较高、地价升值潜力较高的环一线的强三线城市。总体来看，公司土储高达 4217.68 万方，依然以一二线城市为主，一二线土储面积总计达到 72%，我们预计公司 2019 年可售货值 3500 亿，随这部分货值入市，公司有望实现 2019 年的销售目标 2000 亿。

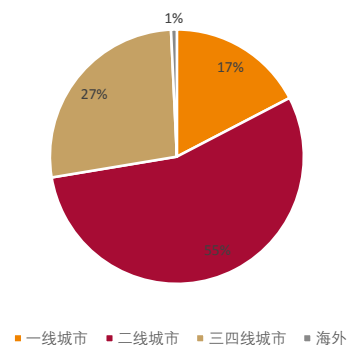
从过去几年的销售表现来看，我们认为公司销售金额有望维持高速增长，如果保守估计 2019 年公司销售金额维持 30% 的增速，2019 年销售额有望达到 2200 亿元以上，超过目标销售额 2000 亿为大概率事件。

图 9：公司新增拿地分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：截至 2018 年底公司在手土地储备城市能级分布情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

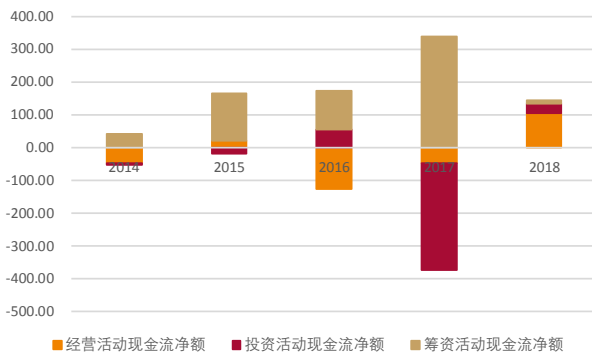
背靠粤港澳大湾区，货值升值潜力高。公司在粤港澳大湾区的9个城市土储丰富，其中大部分资源集中在深圳，包括了蛇口自贸区、太子湾片区、前海妈湾片区等，累计近千万平米的优质资源。目前太子湾片区综合了商业、办公、酒店、仓储人才公寓、住宅等多种业态共170万平米的土地已经步入建设阶段。公司背靠粤港澳大湾区的国际性湾区建设规划，在大湾区的土储价值丰富，有望随着大湾区开发而实现重估。

3. 投资、经营性现金流转正，融资成本得到控制

3.1. 公司经营性现金流由负转正，长短期偿债能力均有提升

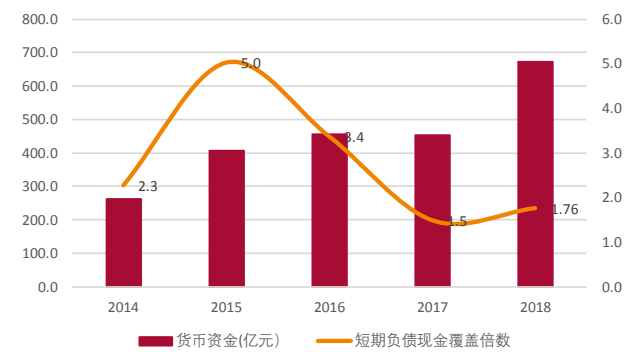
经营性现金流转正，内生增长能力提升。随公司营业收入的快速增长与盈利能力持续改善，报告期内公司取得了经营性现金流净额104.78亿元，而在16、17年分别为-127.15亿元、-47.09亿元，营业性现金流转正表明公司的内生盈利能力持续提升。与之伴随的公司在手货币资金提升，对公司短期有息负债覆盖能力有所提升，截至18年底覆盖率达到1.76。同时公司的资产负债率也保持稳定，而净负债率则出现明显改善，同比降低13个PCT。

图 11：公司现金流改善（亿元）



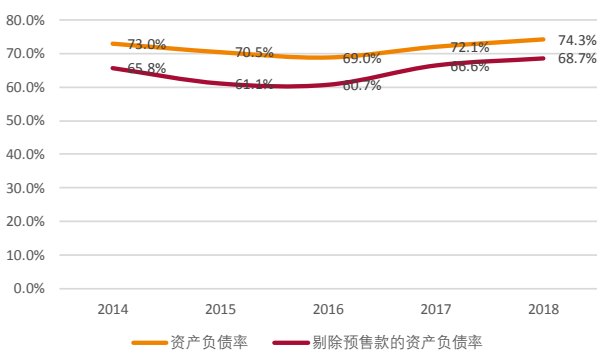
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：公司货币资金短期有息负债覆盖能力有所提升



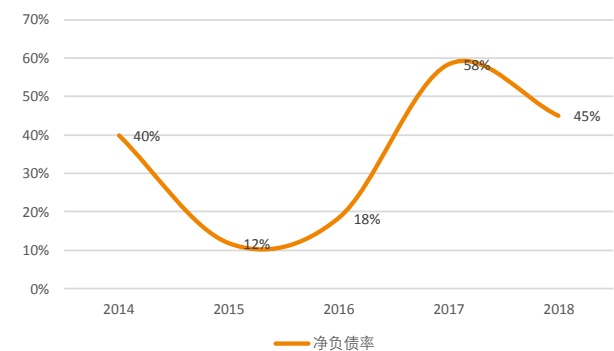
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：公司资产负债率保持稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：公司净负债率改善明显



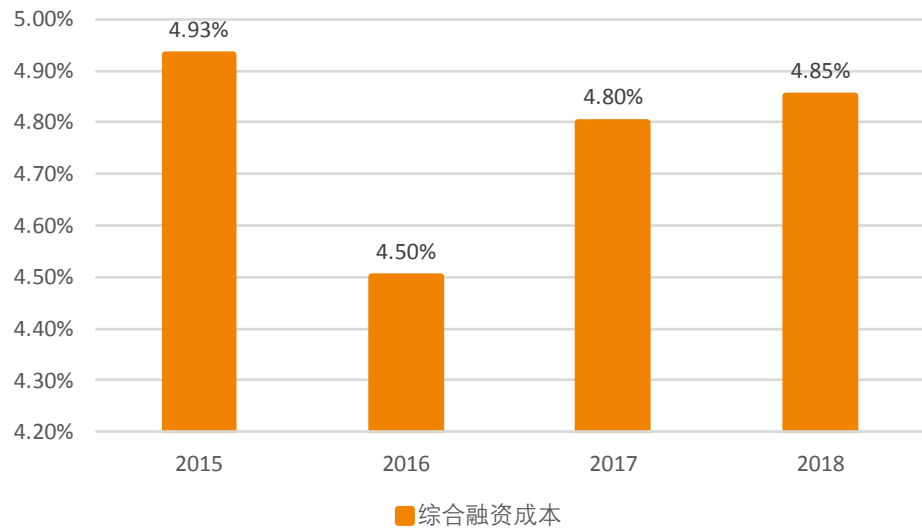
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 融资优势凸显，融资成本维持低位

背靠央企信用背书，丰富融资手段，融资成本维持低位。报告期内公司运用多种融资渠道报告期内公司新增200亿中票、超短融注册额度，并顺利发行公司债、永续中票等融资130亿，获得了综合资金成本4.85%，在行业融资环境紧张的局面下资金成本依然维持低位。此外公司还在探索创新型融资模式，通过联合招商局资本、平安银行共同成立招商澎湃投资基金，联合招商启航等产业投资，探索“房东+股东”的产融结合模式；通过发行国内首单储价式长租公寓CMBS产品“招商创融-招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划”

的首期发行 20 亿元，为长租产品募资。

图 15：融资紧张环境中，公司融资成本得到控制



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 多项激励措施，股权回购彰显信心

公司对员工激励机制丰富，股权激励与项目跟投充分调动员工积极性。公司积极开展多种形式激励机制，提升公司经营管理效率。此前公司于 2016 年公布首次股权激励计划，针对 200 余人高管进行股权激励，激励对象在一个行权期内有望获得行权资格的期权供给 1298.76 万份。同时公司开展员工持股计划，激励员工，提升管理效率。除此之外公司于 2017 年开始对公司董事、监事、高管等实施项目跟投计划，实现收益共享、风险共担，充分激励项目团队积极性，提升项目质量和运营效率。

以不超过 23.12 元/股价格大手笔回购，充分回购也彰显公司信心。1 月 17 日公司公告拟以不超过 23.12 元/股价格回购约 1.7 亿股（约占公司总股本的 2.19%），而 1 月 17 日收盘公司股价仅为 18.12 元/股，溢价率达到 27.6%，其中所回购股份 50%用于股权激励或员工持股计划，50%用于发行上市公司可转债，充分彰显了公司对自身业绩、股价的信心。截至 3 月 2 日公司已回购 6096.92 万股，占公司总股本的 0.77%。

5. 投资建议

公司储备货值充足，拿地扩张积极，销售有望维持高速增长。在粤港澳大湾区核心片区拥有大量土地资源，随粤港澳大湾区建设推进，公司在手货值有望重估。公司 2019 年可售货值 3500 亿，有望实现 2019 年销售目标 2000 亿，业绩继续高增长。公司加快推进回购进程，充分彰显公司对当前价值的认可和对未来发展的信心。回购股票用于股权激励或员工持股计划，有利于改善公司激励机制，加强公司发展的内生动力。考虑到公司有望受益于年初以来的宽信用与“因城施策”带来的边际改善，以及内生性盈利能力持续提升，我们将公司 2019-2020 年净利润约分别由 178.2 亿，216.3 亿上调为 192.2 亿、237.8 亿，对应 EPS 分别由 2.25、2.74 元上调为 2.43、3.01 元，对应 PE 为 9.15X、7.39X，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	45,277.68	67,375.07	42,196.63	52,638.77	64,355.08
应收账款	62,516.91	65,780.26	87,534.18	103,720.07	130,103.43
预付账款	5,792.21	2,678.69	11,459.52	6,066.97	15,359.03
存货	164,232.90	210,820.96	177,979.93	303,998.78	285,216.39
其他	8,765.56	7,780.89	7,517.32	983.91	5,428.40
流动资产合计	286,585.26	354,435.87	326,687.57	467,408.51	500,462.33
长期股权投资	8,263.94	17,311.01	17,311.01	17,311.01	17,311.01
固定资产	2,838.86	3,400.92	2,905.64	2,210.18	1,377.10
在建工程	220.62	927.96	592.78	403.67	272.20
无形资产	465.43	541.48	519.03	496.58	474.13
其他	34,246.81	46,604.21	46,694.36	40,110.68	44,183.28
非流动资产合计	46,035.66	68,785.58	68,022.81	60,532.11	63,617.71
资产总计	332,620.92	423,221.45	394,710.38	527,940.62	564,080.05
短期借款	16,768.08	16,740.87	43,902.15	52,744.47	56,436.13
应付账款	67,417.75	93,569.45	54,161.59	138,634.42	105,168.67
其他	83,123.69	120,304.65	129,532.87	132,028.06	180,340.25
流动负债合计	167,309.52	230,614.97	227,596.61	323,406.95	341,945.05
长期借款	60,696.56	61,646.83	35,049.00	49,378.52	37,129.00
应付债券	8,397.75	16,498.74	7,932.00	8,051.00	8,152.00
其他	3,434.37	5,598.22	4,910.71	4,647.77	5,052.23
非流动负债合计	72,528.69	83,743.80	47,891.71	62,077.29	50,333.23
负债合计	239,838.21	314,358.77	275,488.32	385,484.24	392,278.29
少数股东权益	24,414.68	32,953.98	37,904.96	44,031.99	51,518.11
股本	7,904.09	7,904.09	7,904.37	7,904.37	7,904.37
资本公积	19,714.41	12,049.53	12,049.53	12,049.53	12,049.53
留存收益	55,778.41	60,138.73	73,412.74	90,520.01	112,379.28
其他	(15,028.89)	(4,183.65)	(12,049.53)	(12,049.53)	(12,049.53)
股东权益合计	92,782.71	108,862.68	119,222.06	142,456.38	171,801.76
负债和股东权益总	332,620.92	423,221.45	394,710.38	527,940.62	564,080.05

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	15,009.36	19,460.78	19,218.06	23,783.08	29,058.58
折旧摊销	943.23	1,125.04	912.92	987.02	1,036.99
财务费用	1,210.23	4,141.08	1,843.27	2,633.49	2,619.32
投资损失	(2,910.05)	(6,547.67)	(7,000.00)	(7,500.00)	(8,500.00)
营运资金变动	(19,908.82)	18,378.24	(20,946.10)	(38,806.76)	(11,428.50)
其它	947.37	(26,079.33)	4,949.09	6,127.35	7,486.54
经营活动现金流	(4,708.69)	10,478.14	(1,022.77)	(12,775.82)	20,272.92
资本支出	8,431.83	9,108.59	747.51	342.94	(354.46)
长期投资	5,311.99	9,047.07	0.00	0.00	0.00
其他	(46,400.70)	(15,200.42)	5,827.03	6,953.34	9,008.77
投资活动现金流	(32,656.88)	2,955.23	6,574.54	7,296.28	8,654.30
债权融资	99,475.15	116,375.94	101,612.10	126,784.40	119,326.75
股权融资	2,920.12	(6,395.15)	(9,485.08)	(2,351.02)	(2,271.49)
其他	(68,612.37)	(109,129.85)	(122,857.23)	(108,511.69)	(134,266.18)
筹资活动现金流	33,782.91	850.95	(30,730.21)	15,921.69	(17,210.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(3,582.66)	14,284.32	(25,178.44)	10,442.15	11,716.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	75,454.68	88,277.85	105,491.57	131,596.94	160,887.70
营业成本	47,039.33	53,414.73	63,621.96	78,869.24	96,417.03
营业税金及附加	6,672.90	8,324.22	9,947.40	12,409.02	15,171.02
营业费用	1,467.70	1,553.83	2,004.34	2,368.74	2,895.98
管理费用	1,281.63	1,527.48	1,898.85	2,171.35	2,654.65
财务费用	835.73	2,447.86	1,843.27	2,633.49	2,619.32
资产减值损失	331.39	985.53	985.53	767.48	912.84
公允价值变动收益	(13.98)	(62.56)	(1.90)	0.32	0.42
投资净收益	2,910.05	6,547.67	7,000.00	7,500.00	8,500.00
其他	(5,822.05)	(13,074.23)	(13,996.20)	(15,000.63)	(17,000.84)
营业利润	20,751.98	26,613.34	32,188.32	39,877.93	48,717.29
营业外收入	157.89	143.58	173.61	158.36	158.52
营业外支出	175.92	155.96	136.55	156.14	149.55
利润总额	20,733.96	26,600.95	32,225.39	39,880.15	48,726.26
所得税	5,724.60	7,140.17	8,056.35	9,970.04	12,181.56
净利润	15,009.36	19,460.78	24,169.04	29,910.11	36,544.69
少数股东损益	2,789.05	4,220.73	4,950.99	6,127.03	7,486.12
归属于母公司净利润	12,220.31	15,240.05	19,218.06	23,783.08	29,058.58
每股收益(元)	1.55	1.93	2.43	3.01	3.68

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	18.69%	16.99%	19.50%	24.75%	22.26%
营业利润	27.01%	28.24%	20.95%	23.89%	22.17%
归属于母公司净利润	27.54%	24.71%	26.10%	23.75%	22.18%
获利能力					
毛利率	37.66%	39.49%	39.69%	40.07%	40.07%
净利率	16.20%	17.26%	18.22%	18.07%	18.06%
ROE	17.87%	20.08%	23.63%	24.16%	24.16%
ROIC	26.48%	19.01%	22.90%	24.20%	21.85%
偿债能力					
资产负债率	72.11%	74.28%	69.80%	73.02%	69.54%
净负债率	72.60%	87.34%	109.55%	92.44%	119.94%
流动比率	1.71	1.54	1.44	1.45	1.46
速动比率	0.73	0.62	0.65	0.51	0.63
营运能力					
应收账款周转率	1.59	1.38	1.38	1.38	1.38
存货周转率	0.54	0.47	0.54	0.55	0.55
总资产周转率	0.26	0.23	0.26	0.29	0.29
每股指标(元)					
每股收益	1.55	1.93	2.43	3.01	3.68
每股经营现金流	-0.60	1.33	-0.13	-1.62	2.56
每股净资产	8.65	9.60	10.29	12.45	15.22
估值比率					
市盈率	14.39	11.54	9.15	7.39	6.05
市净率	2.57	2.32	2.16	1.79	1.46
EV/EBITDA	8.85	5.79	6.48	5.83	4.55
EV/EBIT	9.19	5.96	6.65	5.97	4.64

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