

银行

证券研究报告
2019年05月13日

贸易摩擦加剧下，货币政策或更宽松

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

银行板块本周相对较优，个股普遍低迷

作者

本周银行板块跌 4.31%，但与各股指相比，跌幅较小。个股普遍下跌，青农商行表现亮眼。此次低迷行情并没有改变银行业基本面向好的趋势，银行股上升空间较大。

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com
朱于歆 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518090006
zhuyutian@tfzq.com

0506 央行宣布对部分中小银行实施定向降准

行业走势图

中小银行定向降准落地。这次定向降准后，“三档两优”的存款准备金率新框架基本确立。此次降准将降低县域农商行的负债端成本，有助于存贷业务发展，推动业绩提升，利好银行业基本面；促进民营和小微企业贷款成本下降，“融资难”、“融资贵”的问题将得到缓解。央行测算，约有 1000 家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约 2800 亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。



资料来源：贝格数据

4 月份金融数据媒体吹风会，货币政策应对空间充足

相关报告

4 月份社会融资规模增速主要受季节性影响。4 月末社会融资规模存量为 209.68 万亿元，同比增长 10.4%，增速同比下降 1.5%，环比下降 0.3%；增量为 1.36 万亿元，比上年同期少 4080 亿元。社融回落主要受季节性影响，以及 19 年信贷投放的节奏跟去年不同有关。结合一季度数据，社会融资规模总体延续了反弹态势，金融对实体经济的支持力度仍然较大。

- 《银行-行业点评:4 月金融数据点评:阶段性走弱》2019-05-09
- 《银行-行业研究简报:4 月金融数据或相对一般》2019-05-08
- 《银行-行业研究简报:5 月策略:一季报驱动,继续旗帜鲜明看多》2019-05-05

1Q19 监管数据点评：部分银行息差或已见顶、资产质量趋势分化

1Q19 大型商业银行/股份行/城商行/农商行净息差分别为 2.12%/2.08%/2.07%/2.7%，同比分别提升 2 bp/32 bp/17 bp/-15 bp；大行和农商行较 18 年分别下降 2 bp/32 bp，股份行和城商行较 18 年分别提升 16 bp/6 bp。因大行和农商行信贷资产占比高、提升空间小，且 18Q4 以来其贷款利率步入下行通道，其净息差已开始回落，预计 19 年呈下行趋势。而股份行和城商行的净息差 1Q19 仍在提升，一是因其信贷资产占比较低、仍存提升空间；二是其主动负债比例高，市场利率较低使得其计息负债成本率比生息资产收益率下行幅度更大。

本周观点：贸易摩擦加剧下，货币政策或更宽松

A 股上市银行整体 19Q1 营收增速高达 16.08% (vs18 年的 8.26%)，业绩改善显著。近期受贸易摩擦冲击市场情绪的影响，板块回调较显著，价值凸显。贸易摩擦之下，预计政策逆周期调节力度将加大，4 月金融数据仅暂时性走弱，预计社融增速将进一步走高，支撑经济企稳，打开估值上行空间。主推估值较低、涨幅较小、基本面改善大的江苏、光大、兴业、浦发、平安(近期回调幅度大，性价比明显提升)等。大行性价比亦在提升，看好工行等。

风险提示：经济下行导致银行资产质量恶化；中美贸易摩擦形势再度恶化

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-05-10	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600919.SH	江苏银行	7.42	买入	1.13	1.29	1.48	1.69	6.57	5.75	5.01	4.39
601818.SH	光大银行	3.96	买入	0.64	0.70	0.76	0.84	6.19	5.66	5.21	4.71
601166.SH	兴业银行	18.48	买入	2.92	3.33	3.85	4.31	6.33	5.55	4.80	4.29
000001.SZ	平安银行	12.68	买入	1.45	1.69	2.05	2.47	8.74	7.50	6.19	5.13
601398.SH	工商银行	5.61	增持	0.84	0.88	0.94	1.01	6.68	6.38	5.97	5.55

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

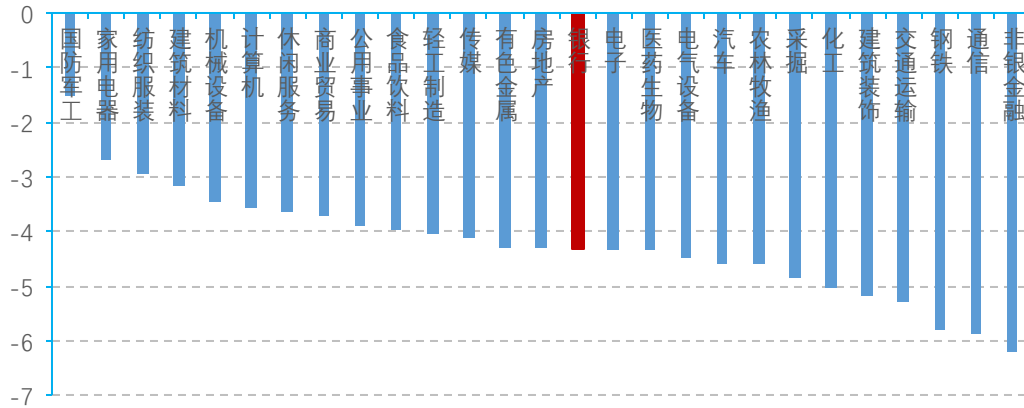


1. 本周银行板块走势一览

1.1. 本周板块随大盘下跌

板块本周跌幅相对较小。本周银行业指数（申万）跌幅为 4.31%，处于众行业中位；非银金融跌 6.2%，跌幅最大。受中美贸易摩擦等不确定因素影响，本周股市大幅下跌，主要股指跌幅超过 4.5%。具体来看，上证综指本周累计跌幅达 4.52%，深证成指跌 4.54%，中小板指跌 4.99%，创业板指和上证 50 跌幅相对较多，均超过 5%。但银行业一季度业绩改善显著，随着稳健货币政策实施以及整体经济回暖，银行股估值中枢或将上行。

图 1：本周银行指数（申万）跌幅处于众行业中位（%）

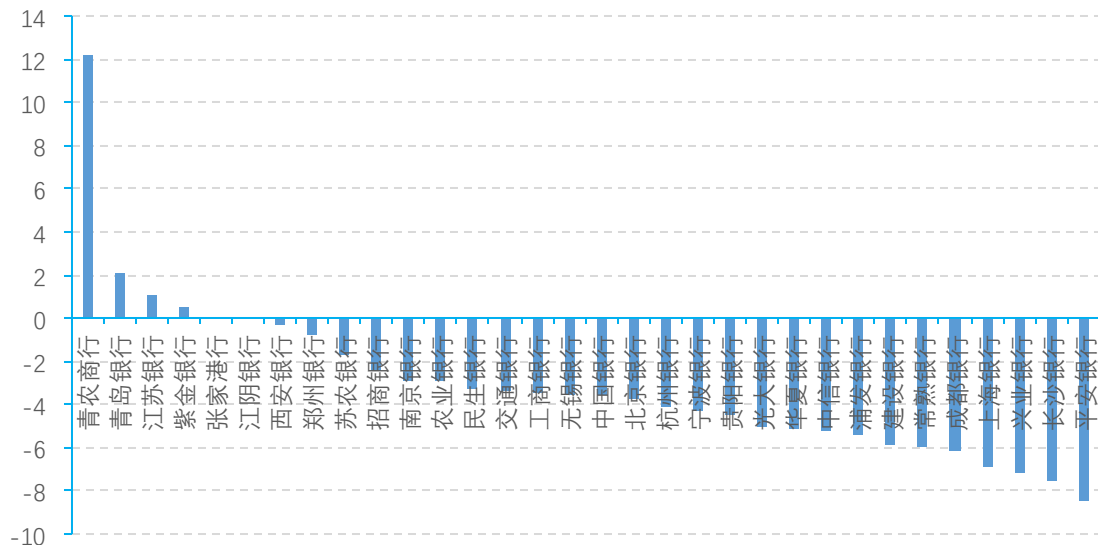


资料来源：iFinD，天风证券研究所

1.2. 个股普遍低迷，江苏银行（5月金股）表现较好

江苏银行本周表现较好。除青农商行、青岛银行两家新股外，江苏银行收涨 1.09%，排名行业第三，其他银行股大多下跌。青农商行涨幅达 12.24%，远超同业水平；平安银行跌 8.45%，跌幅最大。本周银行股行情表现前后差异较大。周一得益于中小银行降准消息，中小银行股价拉升，青农商行在本周初连续两日涨停，青岛、紫金、西安等银行亦有所上升；随后受大市影响，各股股价迅速下跌。

图 2：本周银行板块青农商行表现突出（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

2. 行业要闻

2.1. 一周信息拾萃

2.1.1. 0506 定向降准或为对冲贸易战影响

5月6日央行于9点30开盘时点宣布实施定向降准。央行决定从5月15日开始，对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率。对仅在本县级行政区域内经营，或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于100亿元的农商行，执行与农村信用社相同档次的存款准备金率，该档次目前为8%。5月10日，央行货政司司长孙国峰表示，央行将在5月15号、6月17号和7月15号分三次实施到位，这次定向降准后，“三档两优”的存款准备金率新框架基本确立。这或为对冲特朗普宣布对中国商品加征关税影响。

民营和小微企业持续受益。此次降准将降低县域农商行的负债端成本，有助于存贷业务发展，推动业绩提升，利好银行业基本面；促进民营和小微企业贷款成本下降，“融资难”、“融资贵”的问题将得到缓解。央行测算，约有1000家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约2800亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。

2.1.2. 4月份金融数据阶段性走弱

4月份社会融资规模增速主要受季节性影响。4月末社会融资规模存量为209.68万亿元，同比增长10.4%，增速同比下降1.5%，环比下降0.3%；增量为1.36万亿元，比上年同期少4080亿元。社融回落主要受季节性影响，以及19年信贷投放的节奏跟去年不同有关。结合一季度数据，社会融资规模总体延续了反弹态势，金融对实体经济的支持力度仍然较大。

房地产金融政策取向没有改变。央行将继续严格遵循“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，以及“稳地价、稳房价、稳预期”的目标，坚持房地产金融政策的连续性、稳定性。一是配合实施好房地产市场平稳健康发展的长效机制；二是落实好差别化住房信贷政策；三是会同相关部门继续做好房地产市场资金管理相关工作；四是完善相关制度，加大对住房租赁市场的金融支持和规范，促进形成“租售并举”的住房制度。

民企债券融资逐步恢复。前4个月民企累计发行债券2053亿元，4月民企债券发行661亿元，环比增长10%，净融资159亿元，实现了19年以来的首次转正；民营企业债券发行利率有所下行。4月民营企业债券加权发行利率为5.56%，与1月相比下降了64个bp。

2.1.3. 企业大规模减税降费正在路上

0510 总理专题座谈会推动实施更大规模的减税降费。此举有利于促进经济平稳运行，实现“六稳”目标；有利于优化营商环境，激发市场主体活力，增强企业竞争力。**加强协同，确保企业特别是小微企业缴费负担有实质性下降。**系统推进降低增值税率、加大研发费用加计扣除、小微企业所得税优惠、个人所得税改革和降低企业社保费率等各项政策，确保明显降低制造业、建筑业等行业税负、确保企业特别是小微企业缴费负担有实质性下降。

2.1.4. 1Q19 银行业主要监管指标数据运行平稳

1Q19 银行业各项监管指标运行平稳。19年一季度，商业银行累计实现净利润5715亿元，同比增长6.09%；不良贷款率1.80%，与上年末持平；风险抵补能力较为充足，贷款拨备率为3.45%，较上年末上升5个bp；流动性比例为56.18%，较上年末上升1.26%。

2.1.5. 中美贸易摩擦再度升级

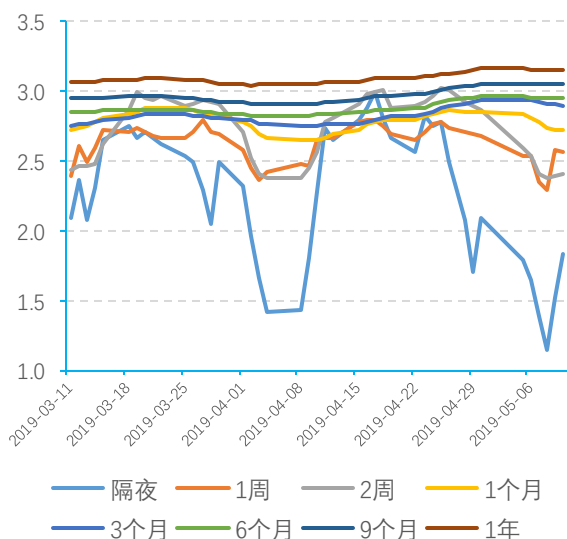
中方表明立场，原则问题决不让步。经贸关系是中美关系的“压舱石”和“推进器”，不仅涉及两国关系，也涉及世界和平与繁荣。合作是双方唯一正确的选择，但合作是有原则的，在重大原则问题上中方决不让步。

中美应着力解决三个核心关切问题。一是取消全部加征关税；二是贸易采购数字要符合实际，双方在阿根廷已对贸易采购数字形成共识，不应随意改变；三是改善文本平衡性，任何国家都有自己的尊严，协议文本必须平衡。

2.2. 本周资金价格变化一览

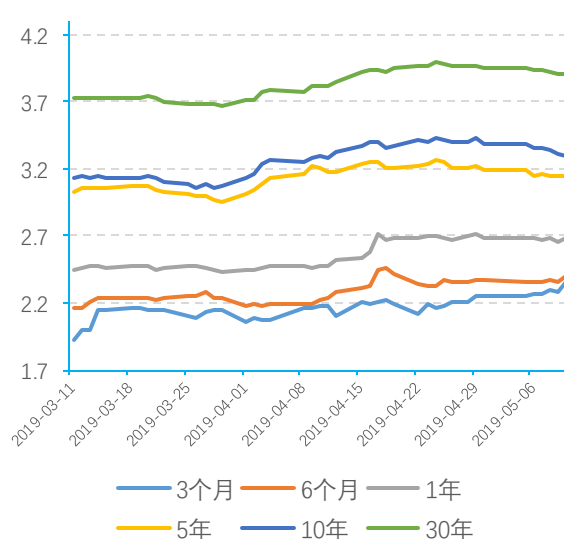
近两个月内隔夜 SHIBOR 波动较大，国债收益率波动上升。隔夜 SHIBOR 进入 4 月后快速下降至 1.417%，随后快速拉升，后在 4 月下旬再次下降，并于 5 月 7 日降至两个月内低点 1.391%，1 周、2 周 SHIBOR 呈现小幅波动，其余期限 SHIBOR 较为平稳；截至 5 月 10 日，各期限国债收益率与两月前水平相比，上升了 12 到 42 bp 不等。

图 3：隔夜 SHIBOR 波动较大 (%)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

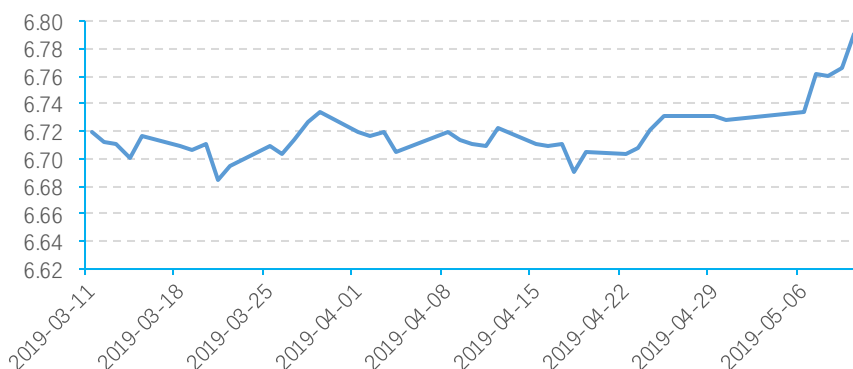
图 4：国债收益率运行平稳 (%)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

受贸易战影响，美元兑人民币汇率（中间价）4月下旬以来呈波动上升态势。美元兑人民币汇率（中间价）于 3 月 21 日触底两个月内低点 6.6850，并于 5 月 10 日升至近两个月内高点 6.7912。

图 5：美元兑人民币汇率（中间价）波动上升（元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

3. 一周公司信息拾萃

3.1. 两家银行获批补充资本

民生银行获批发行无固定期限资本债券，为首家获准股份行。5月9日，银保监会正式批准民生银行发行无固定期限资本债券，金额不超过400亿元。继今年1月中国银行成功发行首单400亿元永续债后，兴业、平安、工行、农行、中行、交行、光大、中信、华夏、民生、建行等10余家银行相继公布永续债再融资计划，总金额预计近6000亿元。

表 1：民生银行发行永续债获批（亿元）

商业银行	时间	金额	进展
中国银行	2019.1	400	发行完毕
中国银行	2019.3	400	拟发行
农业银行	2019.3	1200	拟发行
光大银行	2019.3	400	拟发行
中信银行	2019.3	400	拟发行
华夏银行	2019.3	400	拟发行
兴业银行	2019.4	300	拟发行
平安银行	2019.4	500	拟发行
工商银行	2019.4	800	拟发行
交通银行	2019.4	400	拟发行
建设银行	2019.4	400	拟发行
民生银行	2019.5	400	获批

资料来源：iFinD，天风证券研究所

宁波银行获批发行二级资本债券。5月7日，宁波银行公告称获准发行二级资本债券，金额不超过100亿。4月以来，贵阳、农行、平安、工行、建行、重庆农商行陆续推出二级资本债发行计划，金额在50到800亿元不等，部分银行已完成发行。

多渠道补充资本意义重大。运用多种资本工具补充资本，有助于提高商业银行资本质量和资本充足率水平，防范金融风险；提升商业银行服务实体经济水平，助力民营和小微企业发展；推动商业银行资本工具创新，实现多渠道资本补充和资本结构优化。未来银行业将继续通过多种方式补充资本，在服务好实体经济的基础上，实现高质量平稳发展。

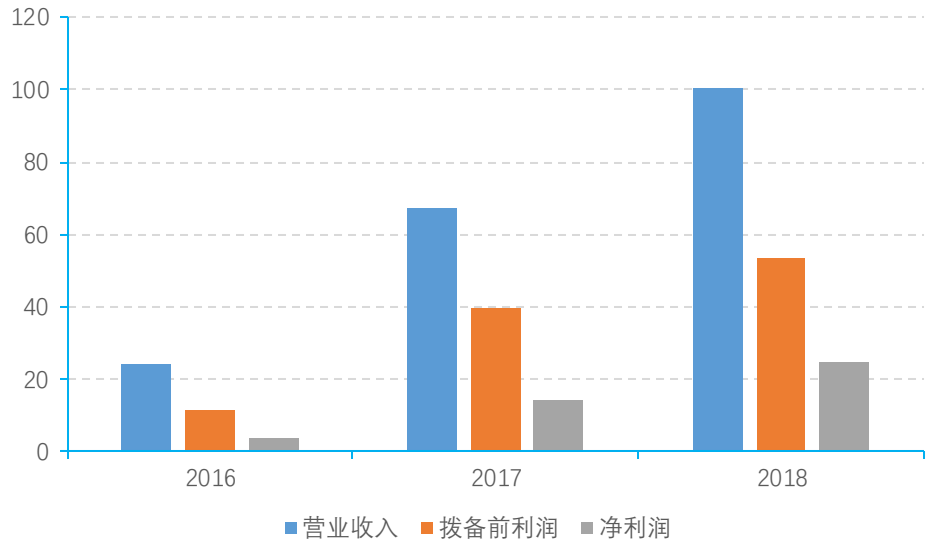
3.2. 微众银行 2018 年报：存贷款增速亮眼，盈利增速大幅提升

营收净利润高速增长，业绩水平优异。自16年扭亏为盈后，营收净利润均保持高速增长。18年营收100.3亿元，YoY +48.63%；净利息收入55.2亿元，YoY +25.58%；净利润24.74亿元，YoY +70.85%。营收净利润远超网商、新网、百信、苏宁等民营银行。截至18年末，资产规模2200.37亿元，不良贷款率0.51%，同比下降13个bp，拨贷比4.30%。

存贷款高速增长，客户群体进一步扩大。18年存款达1544.78亿元，较年初大增2795.02%，负债结构优化；贷款余额1198.17亿元，比年初增长151.16%；消费信贷业务快速发展，客户群体进一步扩大，有效客户超过1亿人。

重视金融科技，专注普惠金融。72%以上的个人借款客户单笔借款成本不到100元；约三分之二授信的企业客户中，属首次获得银行贷款，小微企业平均利率下降超过2个百分点；借助金融科技，推出多款小微信贷产品，彰显了普惠金融特色。

图 6：微众银行 2018 营收净利润保持高速增长（亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

4. 1Q19 监管数据点评：部分银行息差或已见顶、资产质量趋势分化

事件：5月10日，银保监会发布2019年一季度银行业主要监管指标数据。1Q19，我国银行业金融机构本外币资产276万亿元，同比增长7.7%。不良贷款余额2.16万亿元，较18年末增加957亿元；商业银行不良贷款率1.80%，与18年末持平。累计实现净利润5715亿元，同比增长6.09%。拨备覆盖率为192.17%，较18年末上升3.13个百分点；贷款拨备率为3.45%，较18年末上升0.05个百分点。存贷款比例（人民币境内口径）为72.22%，较18年末下降0.53个百分点。

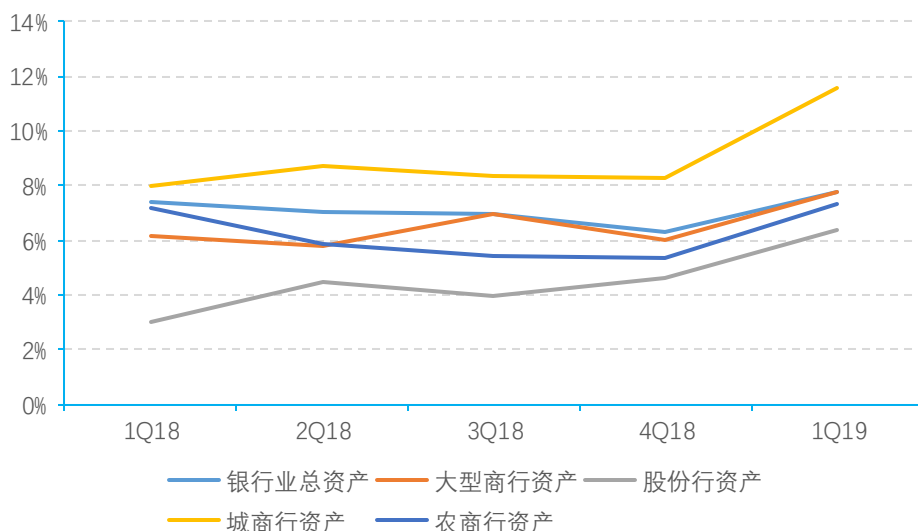
点评：

资产规模增长平稳，股份行规模增速回升

1Q19 银行业资产 yoy + 7.7%，增速较 1Q18 提升 3 bp。其中，大型商业本外币资产 112 万亿元，占比 40.8%，较 1Q18 提升 3.6 个百分点，主要是 19 年起将邮储银行纳入大型商业银行统计范畴。

股份行和城商行资产增速显著提升。股份行 1Q19 资产总额 48 万亿元，yoy + 6.38%，增速较 1Q18 提升 3.4 个百分点，环比提升 1.8 个百分点；**股份行 1Q19 总负债增速为 5.88%，同比提升 3.46 个百分点；城商行 1Q19 资产总额 35 万亿元，yoy + 11.53%，增速较 1Q18 提升 3.59 个百分点——主要是市场利率进入下行通道后，其加大主动负债配置有关，预计未来增速或仍可缓慢上升。**

图 7：股份行和城商行资产增速提升显著

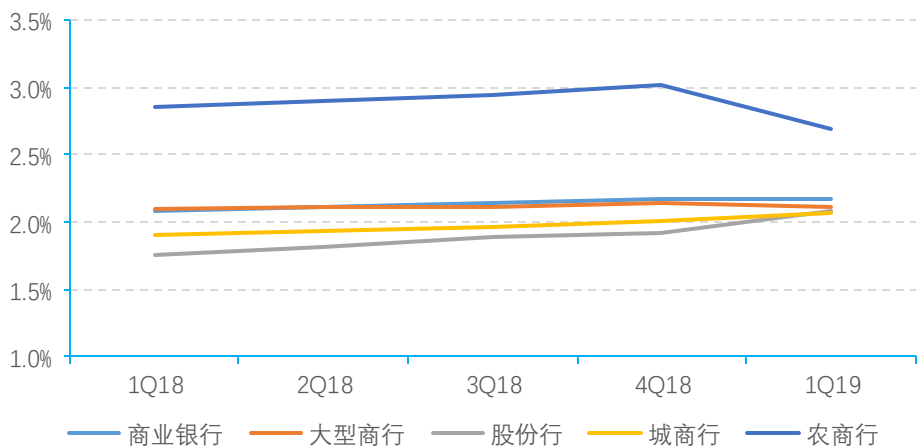


资料来源：银保监会，天风证券研究所

大行和农商行净息差或已见顶回落

1Q19 大型商业银行/股份行/城商行/农商行净息差分别为 2.12%/2.08%/2.07%/2.7%，同比分别提升 2 bp/32 bp/17 bp/-15 bp；大行和农商行较 18 年分别下降 2 bp/32 bp，股份行和城商行较 18 年分别提升 16 bp/6 bp。因大行和农商行信贷资产占比高、提升空间小，且 18Q4 以来其贷款利率步入下行通道，其净息差已开始回落，预计 19 年呈下行趋势。而股份行和城商行的净息差 1Q19 仍在提升，一是因其信贷资产占比较低、仍存提升空间；二是其主动负债比例高，市场利率较低使得其计息负债成本率比生息资产收益率下行幅度更大。

图 8：部分银行净息差或已见顶

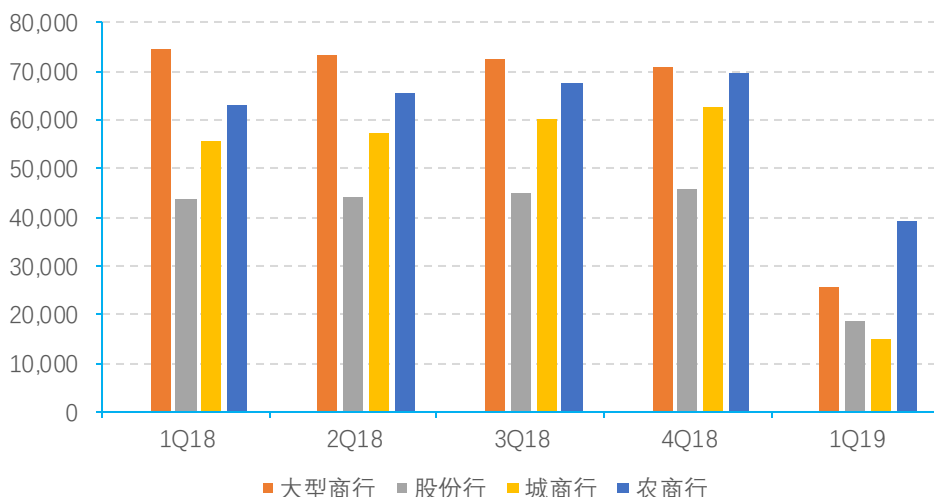


资料来源：银保监会，天风证券研究所

普惠型小微企业贷款增速持续提升

银行业金融机构用于小微企业的贷款（包括小微企业贷款、个体工商户贷款和小微企业主贷款）余额 34.8 万亿元，yoy + 8.75%。其中，单户授信总额 1000 万元及以下的普惠型小微企业贷款余额 9.97 万亿元，同比增长 24.7%，3Q18-4Q18 普惠型小微企业贷款同比增速为 19.8%/21.8%，增速稳步提升主要源于国家对普惠小微企业融资的连续政策支持，预计未来增速可维持在较高水准。

图 9：农商行是小微企业贷款投放主力（亿元）



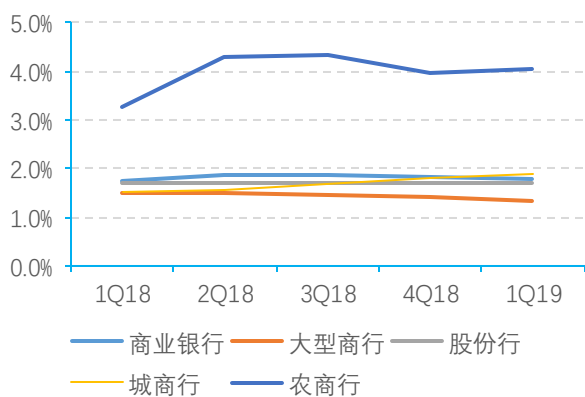
资料来源：银保监会，天风证券研究所

注：1Q19 统计值为普惠型小微贷款

资产质量趋势分化，利润增长保持平稳

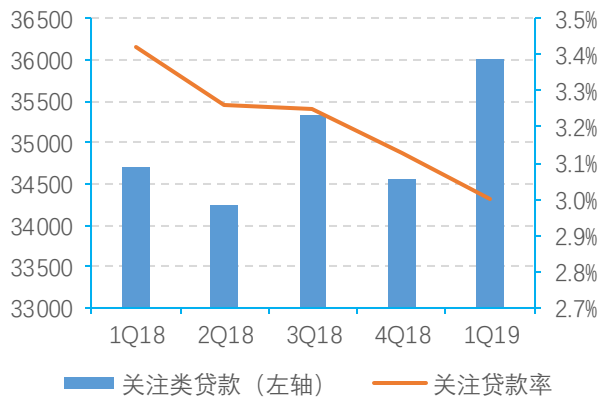
1Q19 商业银行不良贷款率为 1.8%，同比上升 5 bp；关注类贷款 3%，同比下降 42 bp。分类型来看，大型商业银行 1Q19 不良率为 1.32%，同比下降 18 bp，降幅最大；股份行为 1.71%，同比上升 1 bp，维持平稳；城商行为 1.88%，同比上升 35 bp；农商行为 4.05%，同比上升 77 bp。城商行和农商行不良率上升较多，主要是监管要求不良贷款认定标准趋严影响所致（比如逾期 90 天以上贷款必须计入不良）。而大行和股份行在不良贷款认定标准上向来严格，因此受此影响不大。若监管未来将逾期 60 天贷款计入不良，城商行和农商行不良率预计仍可能上升。

图 10：不良率趋势分化



资料来源：银保监会，天风证券研究所

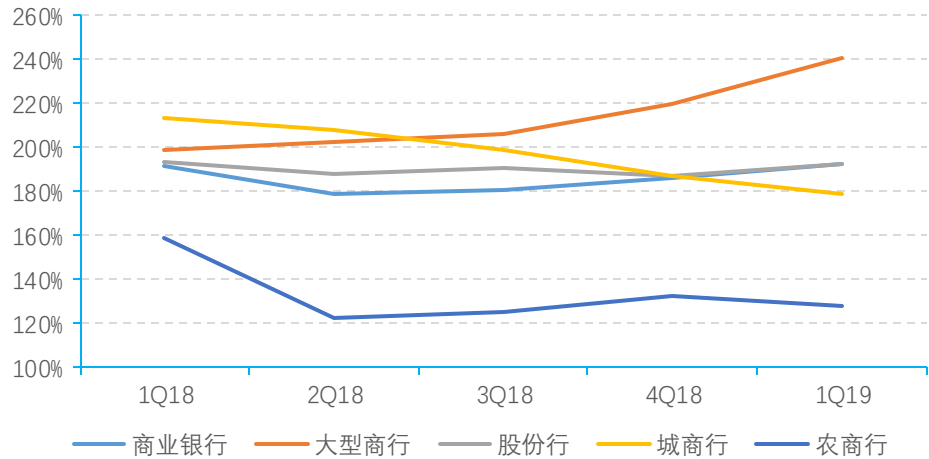
图 11：关注类贷款率下降 (亿元)



资料来源：银保监会，天风证券研究所

1Q19 拨备覆盖率为 192.17%，环比上升 3.13 个百分点；贷款拨备率为 3.45%，环比上升 5 bp。分类型来看，大行和股份行拨备覆盖率上升，而城商行和农商行下降——与不良率几乎成反向变化。

图 12: 拨备覆盖率与不良率成反向变化



资料来源: 银保监会, 天风证券研究所

利润增长保持平稳。1Q19 商业银行累计实现净利润 5715 亿元, yoy + 6.09%, 增速同比提升 23 bp。ROA 为 1.02%, 同比下降 3 bp; 资本利润率为 13.24%, 同比下降 76 bp。

资本充足率同比均在提升

核心一级资本充足率为 10.95%, 环比下降 5 bp; 一级资本充足率为 11.52%, 环比下降 4 bp; 资本充足率为 14.18%, 环比持平。核心一级资本充足率的环比下降, 主要源于银行一季度秉承“早投放早受益”的政策, 加大信贷投放力度消耗资本有关。但同比来看, 核心一级资本充足率提升 23 bp; 一级资本充足率提升 24 bp, 资本充足率提升 54 bp, 这反映出 18 年监管层鼓励银行多层次补充资本, 加大对实体经济支持的政策显现效果。

5. 本周观点: 贸易摩擦加剧下, 货币政策或更宽松

贸易摩擦加剧下, 货币政策或更宽松。A 股上市银行整体 19Q1 营收增速高达 16.08% (vs18 年的 8.26%), 业绩改善显著。近期受贸易摩擦冲击市场情绪的影响, 板块回调较显著, 价值凸显。贸易摩擦之下, 预计政策逆周期调节力度将加大, 4 月金融数据仅暂时性走弱, 预计社融增速将进一步走高, 支撑经济企稳, 打开估值上行空间。

主推估值较低、涨幅较小、基本面改善大的江苏、光大、兴业、浦发、平安(近期回调幅度大, 性价比明显提升)等。大行性价比亦在提升, 看好工行等。

江苏银行: 估值低偏次新基本面稳健。小企业做的多, 受普惠小微利率压降影响小, 业绩增速较高。

光大银行: 低估值滞涨且基本面显著改善之标的。极低估值 (0.65 倍 19 年 PB) 以及年初至今涨幅仅 10.5%, 构筑高安全边际。1Q19 营收增速 33.5%, 拨备前利润增速 36.8%, 业绩改善显著。经济企稳打开估值上行之空间。

兴业银行: 低估值的拐点标的。我们认为, 兴业以同业为特色, 前几年受强监管高市场利率影响较大, 估值受压制明显。随着监管缓和, 政策宽松, 兴业将大幅受益, 估值压制因素缓解。此外, 兴业市场化程度高, 具备长期竞争力; 短期受益于市场利率低位, 负债成本率有进一步下行空间; 风控历来较严格, 资产质量压力或不大。上行空间较大。

平安银行: 智能化零售转型龙头。中长期来看, 零售业务规模与招行仍相距甚远, 提升空间巨大。依托平安集团客户及流量入口, 充分拥抱 Fintech 的大趋势, 有望成长为智能化零售银行龙头。19 年来看, 受益于较低的市场利率, 缓解负债压力, 1H19 净息差有望上行; 由于过往数年信贷结构的大幅调整, 资产质量有望明显改善, 带来较大的业绩弹性。

工商银行: 低估值且年初至今涨幅小, 防御逻辑。混业经营大趋势中可能受益的标的, 且

货币政策微调基本面逻辑上利好大行。

6. 风险提示

经济下行导致银行资产质量恶化；中美贸易摩擦形势再度恶化。

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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