

# 半导体

## 汇顶科技收购 NXP VAS/延伸智能手机产品线，扩张公司能力边界

我们每周对于半导体行业的思考进行梳理，从产业链上下游的交叉验证给予我们从多维度看待行业的视角和观点，并从中提炼出最契合投资主线的逻辑和判断。

中报季临近，设计公司指引超预期，五大财务数据/指标彰显设计行业底部拐点出现。我们结合产业情况，详细分析汇顶科技、紫光国微、卓胜微、圣邦股份、兆易创新五家 IC 设计公司的营收/净利润同比增速、毛利率、存货、研发费用占比五个方面的财务数据/指标，预计设计公司的业绩或迎来拐点，提醒投资者关注随后业绩预告及正式财报的披露。对于设计公司而言，2018Q3-2019Q1 是需求下降/库存消化时期，同比有所下滑，同时期国产替代的新料号开始获得验证，获得 AVL 资格，新料号在 2019Q2 渗透进入下游，拉动相关公司业绩超预期。

封测方面，据产业链调研，二季度开始，我们看到封测产能利用率逐月回升，预计 5 月份开始，产能利用率达到 90%以上。我们认为，“国产替代”加持下的上游设计企业追加订单是本轮封测企业回暖的推手，我们预计下半年封测行业将迎来业绩环比的迅速增长。关注长电科技/华天科技行业机会，同时建议关注封测设备：ASM Pacific/长川科技。

汇顶收购 NXP VAS 业务，向模拟 IC 进军，拓展智能手机业务。汇顶科技于 2019 年 8 月 17 日发布拟以 1.65 亿美金的对价收购 NXP 旗下的 VAS( Voice and Audio Solutions ) 业务，该业务主要产品为音频放大器、音频转换器和 SmartHaptic，主要用于智能手机 ( Mobile )，另外还用于智能穿戴、IoT 等领域，主要客户为国内外知名安卓手机厂商。本次收购有利于与汇顶现有的屏下光学指纹识别业务及技术协同，提升公司在智能手机领域的地位。

恩智浦是 2018 年全球第十大半导体公司和第六大模拟芯片厂商。NXP 在 2018 年全球前十大半导体公司中排名第十，模拟芯片公司中排名第六，市场占有率为 4%。为全球射频、模拟、电源管理、接口、安全和数字处理产品提供高性能混合信号解决方案，主要应用于汽车、智能识别、网络安全、便携和可穿戴设备以及 IoT 等，模拟电路技术全球领先。

模拟 IC 是集成电路中增速最快的细分领域。全球模拟电路是未来几年集成电路中增速最快的细分领域，2017-2022 年的 CAGR 预计为 6.6%，高于整体 5.1%的增速。

收购海外优质模拟资产，国产替代进一步打开空间。我国使用的模拟集成电路产品约占世界产量的 45%，而我国的模拟芯片产量仅占世界份额的 10%左右，即我国有世界模拟芯片产量的约 35%的缺口。本次收购有利于加大国内模拟芯片在国内模拟 IC 市场上的占有率。

我们认为未来三年是：1.下游应用：出现 5G 等创新大周期；2.供给端：贸易战加速核心环节国产供应链崛起速度。两大背景下，我们看好低估值、业绩增长趋势明朗、受益创新 + 国产化崛起的核心标的，持续推荐优质核心资产。我们重点推荐：圣邦股份 ( 模拟芯片 ) / 卓胜微 ( 射频前端 ) / 兆易创新 ( 合肥长鑫进展顺利 DRAM 国产替代 ) / 紫光国微 ( 国产 FPGA ) / 长电科技 ( 5G 芯片封测 ) / 闻泰科技 ( 拟收购分立器件龙头安世半导体 ) / 环旭电子 ( 5G SiP ) / 北京君正 ( 拟收购 ISSI )

风险提示：贸易战影响超预期；收购被否；IoT 需求不及预期；国产替代不及预期

证券研究报告

2019 年 08 月 18 日

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

潘暕

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517070005

panjian@tfzq.com

陈俊杰

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517070009

chenjunjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《半导体-行业研究周报:财报季 ( 中芯国际/华虹半导体 ) / 继续强调把握华为供应链》 2019-08-11
- 2 《半导体-行业研究周报:加征 10% 关税对国内封测业影响甚微 / “拐点 + 5G” 投资逻辑不变》 2019-08-04
- 3 《半导体-行业点评:封测业底部拐点出现，紧抓产业趋势下的行业机会》 2019-07-31

## 主要观点

我们每周对于半导体行业的思考进行梳理，从产业链上下游的交叉验证给予我们从多维度看待行业的视角和观点，并从中提炼出最契合投资主线的逻辑和判断。

回归到基本面的本源，从中长期维度上，扩张半导体行业成长的边界因子依然存在，下游应用端以 5G/新能源汽车/云服务器为主线，具化到中国大陆地区，我们认为“国产替代”是当下时点的板块逻辑，“国产替代”下的“成长性”优于“周期性”考虑。

整机厂商（以华为为例）供应链的国产化替代是重要的投资主线。叠加 5G+国产替代逻辑的国内半导体供应商，从产业链价值角度，我们重点推荐圣邦股份/卓胜微/紫光国微/兆易创新/闻泰科技

中报季临近，设计公司指引超预期，五大财务数据/指标彰显设计行业底部拐点出现。我们结合产业情况，详细分析汇顶科技、紫光国微、卓胜微、圣邦股份、兆易创新五家 IC 设计公司的营收/净利润同比增速、毛利率、存货、研发费用占比五个方面的财务数据/指标，预计设计公司的业绩或迎来拐点，提醒投资者关注随后业绩预告及正式财报的披露。对于设计公司而言，2018Q3-2019Q1 是需求下降/库存消化时期，同比有所下滑，同时期国产替代的新料号开始获得验证，获得 AVL 资格，新料号在 2019Q2 渗透进入下游，拉动相关公司业绩超预期。

封测方面，据产业链调研，二季度开始，我们看到封测产能利用率逐月回升，预计 5 月份开始，产能利用率达到 90%以上。我们认为，“国产替代”加持下的上游设计企业追加订单是本轮封测企业回暖的推手，我们预计下半年封测行业将迎来业绩环比的迅速增长。关注长电科技/华天科技行业机会；同时建议关注封测设备：ASM Pacific/长川科技。

汇顶收购 NXP VAS 业务，向模拟 IC 进军，拓展智能手机业务。汇顶科技于 2019 年 8 月 17 日发布拟以 1.65 亿美金的对价收购 NXP 旗下的 VAS( Voice and Audio Solutions )业务，该业务主要产品为音频放大器、音频转换器和 SmartHaptic，主要用于智能手机( Mobile )，另外还用于智能穿戴、IoT 等领域，主要客户为国内外知名安卓手机厂商。本次收购有利于与汇顶现有的屏下光学指纹识别业务及技术协同，提升公司在智能手机领域的地位。

恩智浦是 2018 年全球第十大半导体公司和第六大模拟芯片厂商。NXP 在 2018 年全球前十大半导体公司中排名第十，模拟芯片公司中排名第六，市占率为 4%。为全球射频、模拟、电源管理、接口、安全和数字处理产品提供高性能混合信号解决方案，主要应用于汽车、智能识别、网络安全、便携和可穿戴设备以及 IoT 等，模拟电路技术全球领先。

模拟 IC 是集成电路中增速最快的细分领域。模拟电路是未来几年集成电路中增速最快的细分领域，2017-2022 年的 CAGR 预计为 6.6%，高于整体 5.1%的增速。

收购海外优质模拟资产，国产替代进一步打开空间。我国使用的模拟集成电路产品约占世界产量的 45%，而我国的模拟芯片产量仅占世界份额的 10%左右，即我国有世界模拟芯片产量的约 35%的缺口。本次收购有利于加大国内模拟芯片在国内模拟 IC 市场上的占有率。

我们认为未来三年是：1.下游应用：出现 5G 等创新大周期；2.供给端：贸易战加速核心环节国产供应链崛起速度。两大背景下，我们看好低估值、业绩增长趋势明朗、受益创新+国产化崛起的核心标的，持续推荐优质核心资产。我们重点推荐：圣邦股份（模拟芯片）/卓胜微（射频前端）/兆易创新（合肥长鑫进展顺利 DRAM 国产替代）/紫光国微（国产 FPGA）/长电科技（5G 芯片封测）/闻泰科技（拟收购分立器件龙头安世半导体）/环旭电子（5G SiP）/北京君正（拟收购 ISSI）

## 向模拟 IC 进军，拓展智能手机业务

### 延伸智能手机产品线，与屏下指纹识别形成业务协同

**收购概述：**汇顶科技于 2019 年 8 月 17 日发布公告，拟以 1.65 亿美金的对价（自有现金支付）收购 NXP（恩智浦）旗下的 VAS（Voice and Audio Solutions，语音及音频应用解决方案）业务，该业务分布在恩智浦全球各地子公司中。公司已支付预付款。

**交易模式：**汇顶科技通过汇顶科技（香港）有限公司在恩智浦 VAS 业务所在的部分国家设立孙公司，与汇顶科技及其现有子公司一起承接 VAS 业务相关的固定资产、存货、专属技术及知识产权、尚在履行中的合同，以及目标资产所包括的合同关系与指定人员。

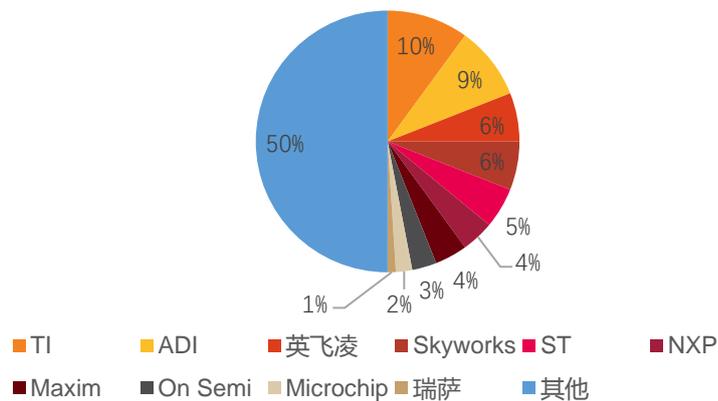
恩智浦是 2018 年全球第十大半导体公司和第六大模拟芯片厂商，市占率分别为 1.9%、4%。为全球射频、模拟、电源管理、接口、安全和数字处理产品提供高性能混合信号解决方案。在全球逾 30 个国家设有业务机构，员工达 3 万人。

表 1：2018 年世界半导体前十名

公司名称	2018 年销售 (亿美元)	同比增速	市占率
三星 (Samsung)	758.54	26.70%	15.90%
英特尔 (Intel)	658.62	12.20%	13.80%
SK 海力士 (SK Hynix)	364.33	38.20%	7.60%
镁光 (Micron)	306.41	33.80%	6.40%
博通 (Broadcom)	165.44	7.40%	3.50%
高通 (Qualcomm)	153.8	-4.50%	3.20%
德州仪器 (TI)	147.67	9.30%	3.10%
西部数据 (Western Digital)	93.21	1.80%	2.00%
意法半导体 (ST)	92.76	15.50%	1.90%
恩智浦 (NXP)	90.1	3.00%	1.90%

资料来源：立鼎研究院，WSTS，天风证券研究所

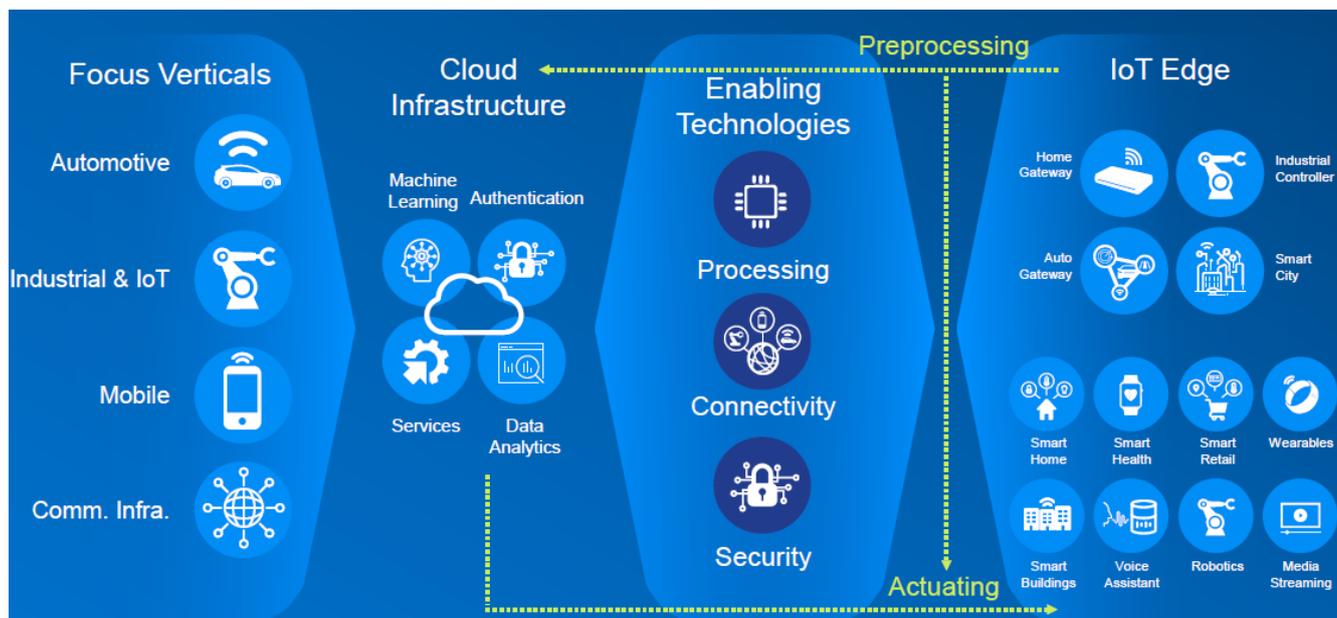
图 1：全球模拟 IC 市场格局



资料来源：IC Insights，天风证券研究所

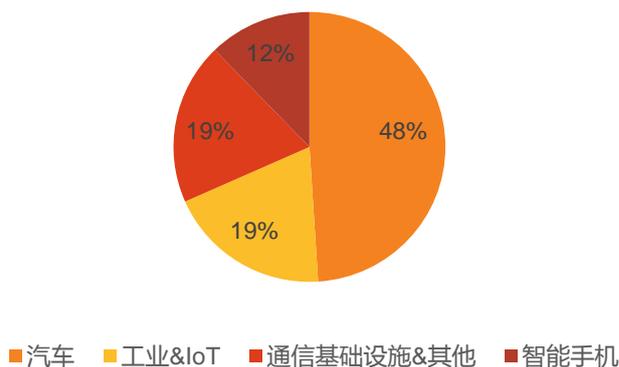
**公司下游应用情况。**公司产品和方案主要应用于汽车、智能识别、网络安全、便携和可穿戴设备以及 IoT 等，其中汽车是最大的应用领域，占比 48%。

图 2：恩智浦业务与应用



资料来源：NXP 公告，天风证券研究所

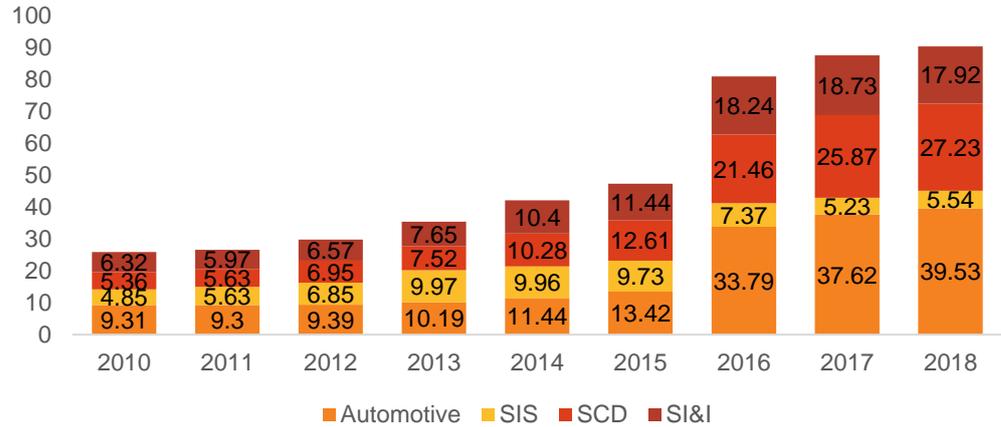
图 3：NXP 2018 年下游应用占比



资料来源：NXP 公告，天风证券研究所

**NXP 有四个业务单元。**NXP 有汽车、安全识别解决方案、安全连接设备和 SI&I（安全接口和基础设施）四个业务单元，2018 年收入分别为 39.53、5.54、27.23、17.92 亿美元。主要应用于汽车、智能识别、网络安全、便携和可穿戴设备以及 IoT 等。

图 4：NXP 四个业务单元营收情况（亿美元）



资料来源：NXP 公告，天风证券研究所

VAS 属于 SI&I 部门，主要下游应用为智能手机，主要客户为国内外知名安卓手机厂商。NXP 的 VAS 业务主要产品为音频放大器、音频转换器和 SmartHaptic；主要用于智能手机（Mobile），如小米 5S 就搭载的 NXP TFA9891 音频功放芯片，另外还用于智能穿戴、IoT 等领域。

图 5：恩智浦分部门下游应用情况

	2018A-2021E 3-Year CAGR	Auto	SCD	SI&I	SIS
	Automotive 7 – 10% CAGR	• Entire Auto	• Infotainment AP		
	Industrial & IoT 8 – 11% CAGR		<ul style="list-style-type: none"> <li>Industrial &amp; IoT MCU</li> <li>Industrial &amp; IoT AP</li> <li>Low power connectivity</li> <li>NFC readers</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>High perf. analog</li> <li>AC-DC power</li> <li>Specialty ASSPs</li> </ul>	
	Mobile 4 – 6% CAGR		• Mobile wallet	<ul style="list-style-type: none"> <li>Custom interfaces</li> <li>Power management</li> <li>Voice &amp; audio</li> </ul>	
	Comm. Infra. & Other 0 – 2% CAGR			<ul style="list-style-type: none"> <li>Specialty RF</li> <li>Digital networking</li> </ul>	• Entire SIS

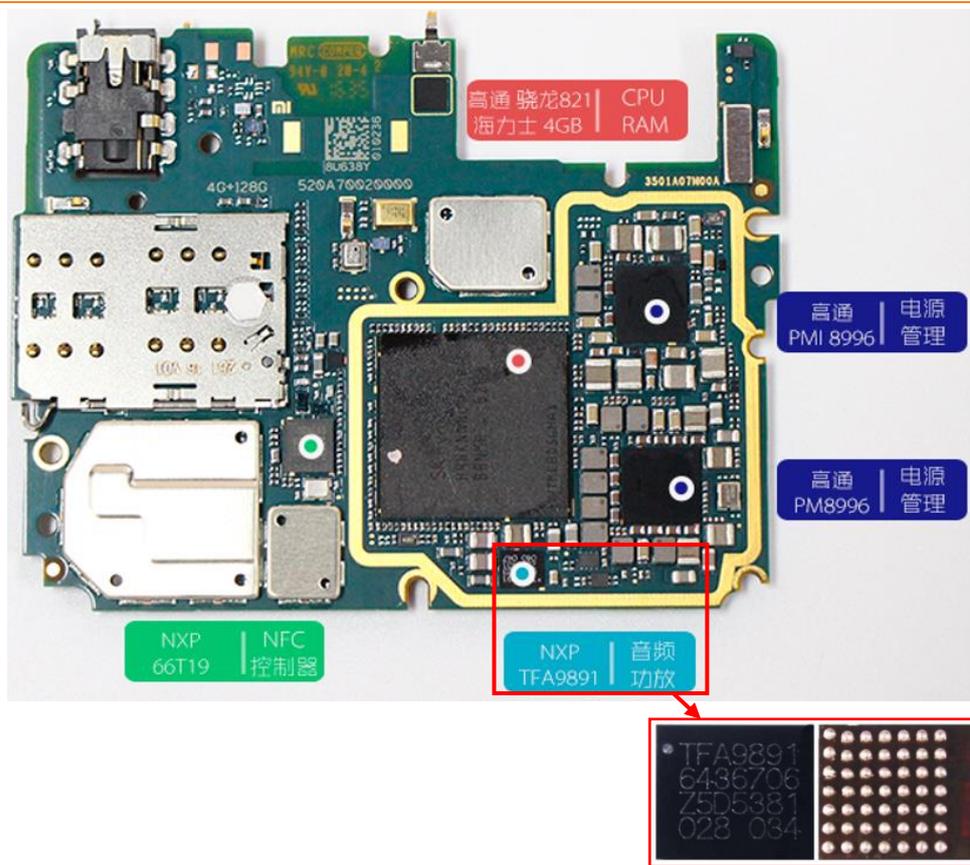
资料来源：NXP 公告，天风证券研究所

表 2: NXP VAS 业务产品

产品	产品介绍及性能
音频放大器	最大限度地发挥小型扬声器的效果，产生宏亮且高品质的声音；提供出色的 EMC 性能，尤其在嘈杂环境下，确保获得没有失真的声音。
音频转换器(音频编解码器)	低功率立体声编解码器可为需要线路输入、麦克风输入、线路输出、耳机输出和数字 I/O 的便携式产品提供全面的音频解决方案。具备超低功耗，提供非常高的性能和功能。无帽耳机和集成式 PLL，允许系统内时钟重用，可帮助降低整体系统成本。
智能触觉驱动器	通过使用增强的触觉驱动程序替换传统的蜂鸣器生成器来改变移动体验。使用反馈来同时精确计算温度、偏移、谐振频率，让智能触觉驱动器能够适应 LRA 条件和环境的变化。

资料来源: NXP 官网, 天风证券研究所整理

图 6: 小米 5s 里的 NXP 音频 IC



资料来源: MyFixGuide, 天风证券研究所

本次收购有利于与汇顶现有的屏下光学指纹识别业务及技术协同，提升公司在智能手机领域的地位。VAS 的研发中心在欧洲，拥有世界领先的研发能力。本次收购 VAS 不光是为公司的智能手机产品线衍生到了音频模拟 IC 类的产品，还提升了公司整体研发能力，结合公司原本的屏下指纹识别业务的国际领先优势，有望产生 1+1>2 的效果，在品类横向扩张带来业务协同的同时，实现技术上的协同。

本次收购 PE 与 PS 的敏感度分析。我们预计公司 VAS 业务占 Si&I 的 10%，保守估计 Si&I 部门在 2019 年的收入为 18 亿美金，则收购标的 2019 年的营收预计为 1.8 亿美元。公司在 2016-2018 年的毛利率分别为 42.84%、49.90%、51.57%，净利率在 2017 年及 2018 年为 24%左右，估计 VAS 在 2019 年的毛利率为 48%，净利率为 24%，由此得到本次收购的 PE、PS 及营收、毛利率变动 5%、10%情况下的敏感度分析。从各个情况的 PE、PS，我们认为这笔收购较为便宜。

表 3：收购标的 PE/PS 敏感度分析

	营收 (亿美元)	毛利率	净利率	净利润 (亿美元)	PE	PS
Base	1.8	48%	24%	0.43	3.82	0.92
	1.89	48%	24%	0.45	3.64	0.87
	1.71	48%	24%	0.41	4.02	0.96
± 5%	1.8	50.4%	26%	0.48	3.47	0.92
	1.8	45.6%	22%	0.39	4.24	0.92
	1.98	48%	24%	0.48	3.47	0.83
± 10%	1.62	48%	24%	0.39	4.24	1.02
	1.8	52.8%	29%	0.52	3.18	0.92
	1.8	43.2%	19%	0.35	4.77	0.92

资料来源：天风证券研究所整理

### 模拟 IC 行业——未来集成电路增速最快的细分领域，本次交易提高自产率

模拟电路市场保持较高速增长。据 WSTS 统计，模拟电路 (Analog) 市场 2018 年的销售额为 587.85 亿美元，占全球半导体市场规模的 12.54%，同比增长 7.87%，高于 2014-2018 年 7.3% 的平均增速。

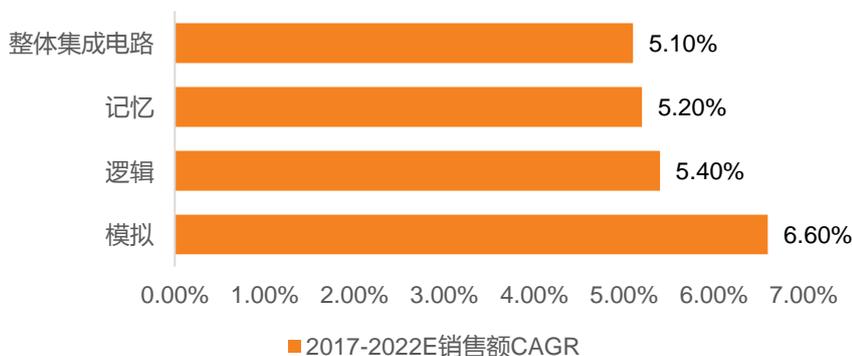
图 7：全球模拟电路市场规模加速增长



资料来源：立鼎研究院，WSTS，天风证券研究所

模拟 IC 片集成电路行业未来几年发展最快的细分领域。据 IC Insights 预测，未来五年，模拟芯片的销售量预计在主要集成电路细分市场中增长最为强劲，CAGR 为 6.6%。预计到 2022 年，全球模拟芯片市场规模可达到 748 亿美元。

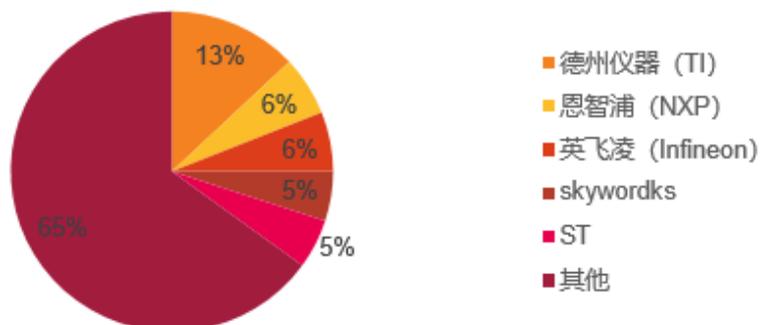
图 8：模拟电路未来在所有 IC 细分子行业中增速最快



资料来源：IC Insights，天风证券研究所

收购海外优质模拟资产，国产替代进一步打开空间。我国使用的模拟集成电路产品约占世界产量的 45%，而我国的模拟芯片产量仅占世界份额的 10%左右，即我国有世界模拟芯片产量的约 35%的缺口。本次收购有利于加大国内模拟芯片在国内模拟 IC 市场上的占有率。

图 9：中国 2017 年模拟 IC 竞争格局



资料来源：智研咨询，赛迪顾问，天风证券研究所

## 行情与个股

我们再次以全年的维度考虑，强调行业基本面的边际变化，行业逻辑持续。

【再次强调半导体设备行业的强逻辑】中国集成电路产线的建设周期将会集中在2018-2020年释放。在投资周期中，能够充分享受本轮投资红利的是半导体设备公司。我们深入细拆了每个季度大陆地区的设备投资支出。判断中国大陆地区对于设备采购需求是未来行业投资主线。核心标的：**北方华创/ASM Pacific/精测电子**

【我们看好国内设计公司的成长。设计企业具有超越硅周期的成长路径，核心在于企业的赛道和所能看的清晰的发展轨迹】。我们看好“模拟赛道”和“整机商扶持企业”：1) 中国大陆电子下游整机商集聚效应催生上游半导体供应链本土化需求，以及工程师红利是大环境边际改善；2) 赛道逻辑在于超越硅周期；3) “高毛利”红利消散传导使得新进入者凭借低毛利改变市场格局获得市值成长，模拟企业的长期高毛利格局有可能在边际上转变；4) 拐点信号需要重视企业的研发投入边际变化，轻资产的设计公司无法直接以资产产生收益来直接量化未来的增长，而研发投入边际增长是看企业未来成长出现拐点的先行信号。核心推荐：**圣邦股份（模拟龙头）/纳思达（整机商联盟+奔图）/兆易创新/闻泰科技/上海复旦**，建议关注：**韦尔股份**

【多极应用驱动挹注营收，夯实我们看好代工主线逻辑】。我们正看到在多极应用驱动下，代工/封测业迎来新一轮营收挹注。这里面高性能计算芯片（FPGA/GPU/ASIC等）是主要动能。落实到国内，我们建议关注制造/封测主线。龙头公司崛起的路径清晰。核心标的：**中芯国际/华虹半导体/长电科技/华天科技**，建议关注：**晶瑞股份**

【在中美贸易战之前从海外收购回来的优质资产在注入上市公司后，会提升整个半导体板块的公司质量，半导体的研究向头部公司集中会成为国内行业研究的趋势】，建议积极关注**闻泰科技（发布预案收购安世半导体）/北京君正（发布预案收购北京硅成部分股权）/韦尔股份（拟收购豪威科技）**

图 10：国内半导体公司一周表现

代码	名称	区间内涨幅 (%)					价格 (元)		
		1周内	2周内	1月内	3月内	年初至今	年内最高价	年内最低价	最新收盘
600460.SH	士兰微	1.45	2.94	-7.61	-11.98	73.98	20.25	7.97	14.09
002049.SZ	紫光国芯	6.82	11.77	14.54	22.14	73.58	52.87	28.30	50.09
300223.SZ	北京君正	19.57	22.54	21.70	55.09	107.35	40.66	17.73	37.80
300672.SZ	国科微	10.06	14.43	-6.77	-4.44	25.27	58.02	26.53	28.49
300661.SZ	圣邦股份	8.18	11.65	22.03	72.04	129.68	135.47	65.55	120.81
300613.SZ	富瀚微	3.49	10.92	0.45	11.94	7.89	128.30	81.55	96.94
300671.SZ	富满电子	0.85	9.14	4.58	0.97	15.93	33.00	13.90	19.87
600584.SH	长电科技	-5.63	22.45	20.81	31.04	78.28	16.99	8.04	14.69
603501.SH	韦尔股份	9.02	23.36	22.14	39.45	148.06	74.98	27.62	72.66
603986.SH	兆易创新	13.55	23.44	-5.35	21.17	55.14	119.03	57.55	96.33
300458.SZ	全志科技	6.09	12.00	-7.87	4.32	7.45	27.00	18.25	21.19
603160.SH	汇顶科技	-0.24	4.87	20.51	36.09	126.27	178.88	70.70	177.45
002185.SZ	华天科技	-5.28	8.25	25.73	34.74	53.65	6.68	3.81	5.57
300327.SZ	中颖电子	-1.62	-0.30	9.42	31.24	53.48	27.38	17.60	24.97
002156.SZ	通富微电	-2.52	8.41	9.19	5.32	25.55	12.10	6.96	8.91
002180.SZ	纳思达	0.16	2.90	8.07	-4.10	4.94	34.20	20.54	23.96
603005.SH	晶方科技	-0.94	15.18	-8.40	-1.46	7.31	24.45	14.35	17.56
002371.SZ	北方华创	4.51	7.55	-14.39	-11.28	57.35	83.00	37.50	59.37

资料来源：wind，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