

豫园股份 (600655)

证券研究报告

2019年09月04日

19H1 营收同比增长 34.62%，持续推出长效激励计划

事件

公司 2019H1 实现营收为 196.53 亿元，同比增长 34.62%（较上年调整前同比增长 98.72%）；归母净利润 10.21 亿，同比增长 9.31%（较上年调整前同比增长 174.73%）。

点评

①**营收**：公司 2019H1 实现营收为 196.53 亿元，同比上年同期调整后增长 34.62%，主要系珠宝时尚业务营业收入增长及物业开发项目交付。①**分行业**：公司收入主要来自珠宝时尚和物业开发与销售两大经营分部。珠宝时尚营收 100.96 亿元，同比增长 15.91%，占比 51.32%；物业开发与销售营收 82.04 亿元，占比 41.42%，同比增长 71.78%。②**分地区**：公司国内收入 192.11 亿元，占比 97.75%，同比增长 33.43%；国外收入 4.41 亿元，占比 2.25%，同比增长 119.60%。

②**公司 2019H1 毛利率为 24.10%，同比上年同期调整后增加 3.02pct**，主要系毛利率较高的公司物业开发与销售业务收入增速高，物业开发与销售业务收入占比总收入提升，拉高公司整体毛利率。珠宝时尚毛利率为 7.79%，同比提升 0.95pct；物业开发与销售业务毛利率为 26.95%，同比提升 2.75pct。

③**公司 2019 H1 期间费用率为 10.66%，增加 0.91pct**。销售费用率：公司 2019H1 销售费用为 6.83 亿元，同比增长 27.66%，销售费用率为 3.47%，同比下降 0.19pct。管理费用率：公司 2019H1 管理费用为 10.73 亿元，同比增长 53.56%，管理费用率为 5.46%，同比上升 0.67pct，主要系报告期内公司因并购等业务规模扩大引起管理费用较上年同期增加。财务费用率：公司 2019H1 财务费用为 3.38 亿元，同比增加 79.08%；财务费用率为 1.72%，同比增加 0.43pct，主要系报告期内融资费用较上年同期增加所致。

④**归母净利**：归母净利润 10.21 亿，同比上年同期调整后增长 9.31%，主要系公司营业收入的增长及毛利率的提高。

⑤**关键经营指标**：黄金饰品门店新开店数超去年全年；公司以直营零售、批发为主要经营模式拓展珠宝时尚连锁网络。截至 2019 年 H1 末，黄金珠宝连锁网点达到 2417 家。黄金采购、生产及销售情况：公司 2019H1 黄金采购量/生产量/销售量分别为 29,692.00 千克/32,616.25 千克/35,417.84 千克，铂金采购量/生产量/销售量分别为 137.13 千克/87.8 千克/213.54 千克。

盈利预测与估值

公司围绕“快乐、时尚”理念，以“产业运营+产业投资”双经营方式，构建产业集群。珠宝时尚业务稳健增长，构建安全边际；物业开发与销售业务拓展新增长点，并与商旅文板块构成协同；度假村业务高速增长，或成未来业绩新引擎。综合预计 2019-2021 年净利润分别为 33.35/40.12/40.11 亿，当前市值对应 10/8/8xPE，维持买入评级。

风险提示：宏观经济增速不达预期，珠宝行业回暖不及预期，协同效应不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17,111.25	33,777.20	40,256.74	45,986.89	49,337.37
增长率(%)	9.39	97.40	19.18	14.23	7.29
EBITDA(百万元)	1,311.32	5,203.72	5,023.74	6,014.32	6,131.55
净利润(百万元)	700.24	3,020.74	3,335.39	4,012.48	4,011.06
增长率(%)	46.24	331.38	10.42	20.30	(0.04)
EPS(元/股)	0.18	0.78	0.86	1.03	1.03
市盈率(P/E)	47.22	10.95	9.91	8.24	8.24
市净率(P/B)	2.98	1.15	1.11	1.01	0.94
市销率(P/S)	1.93	0.98	0.82	0.72	0.67
EV/EBITDA	6.76	2.26	5.41	(0.53)	3.13

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.58 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,881.06
流通 A 股股本(百万股)	1,601.60
A 股总市值(百万元)	33,299.53
流通 A 股市值(百万元)	13,741.72
每股净资产(元)	7.56
资产负债率(%)	64.03
一年内最高/最低(元)	10.44/6.05

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《豫园股份-公司点评:豫园股份:拟收购如意情 55.50%股份，落地大食品大餐饮战略》 2019-07-26
- 2 《豫园股份-季报点评:19Q1 营收同比增长 39.22%，并购重组开启业绩新引擎》 2019-05-13
- 3 《豫园股份-年报点评报告:重组并购开启业绩新引擎，协同“快乐+时尚”业务共发展》 2019-04-03



1. 事件

公司 2019H1 实现营收为 196.53 亿元,同比增长 34.62%(较上年调整前同比增长 98.72%); 归母净利润 10.21 亿,同比增长 9.31%(较上年调整前同比增长 174.73%)。

2. 点评

2.1. 营业收入: 珠宝营收增长及物业开发项目交付共同拉动公司营收同比增长 34.62%

公司 2019H1 实现营收为 196.53 亿元,同比增长 34.62%,主要系珠宝时尚业务营业收入增长及物业开发项目交付。其中 Q2 单季度营收 115.47 亿元,同比增长 31.56%。

① 分行业: 公司收入主要来自珠宝时尚和物业开发与销售两大业务。

珠宝时尚营收 100.96 亿元,同比增长 15.91%,占比 51.32%,毛利率 7.79%,营业收入增长主要是由于公司 2019 年完成收购 IGI 项目,且在本期对销售渠道进一步拓展。

物业开发与销售营收 82.04 亿元,占比 41.42%,同比增长 71.78%,毛利率 26.95%,增长最为强劲,主要是由于受物业开发项目交付结转变动影响。

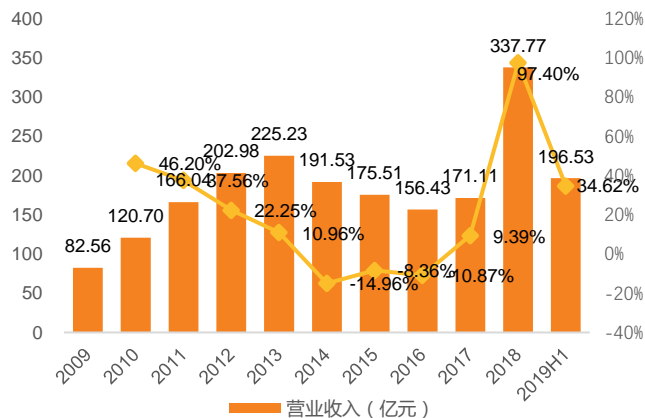
商业经营管理与物业租赁服务营收 2.77 亿元,同比增长 44.54%,占比 1.43%,毛利率 74.45%,营收增长主要是由于本期有新承接的商业经营管理项目。

餐饮营收 4.08 亿元,同比增长 45.55%,占比 2.08%,毛利率 65.53%,营业收入增长主要是由于公司 2018 年 8 月完成收购苏州松鹤楼项目,带来本期业务的增长。

度假村营收 4.67 亿元,同比增长 18.41%,占比 2.37%,毛利率 84.8%。

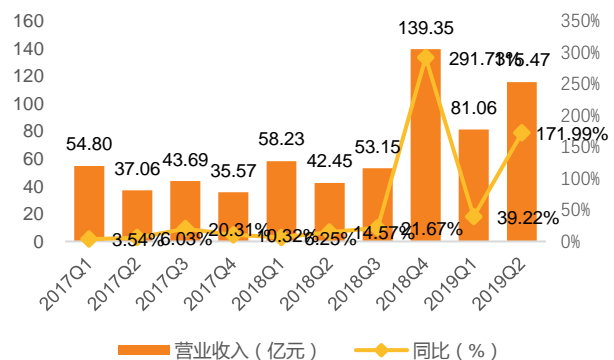
文化食品饮料与商业营收 9,223.80 万元,同比增长 16.51%,占比 0.47%,毛利率 37.63%。

图 1: 公司 2019 年 H1 实现营收 196.53 亿元,同比增长 34.62%



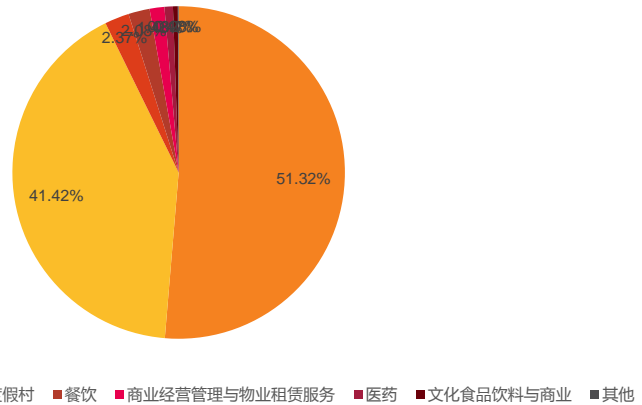
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 公司 2019 年 Q2 单季度营收 115.47 亿元,较上年调整前同比增长 31.56%



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

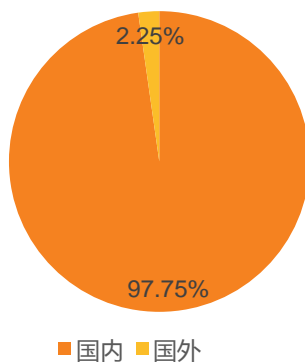
图 3: 公司 2019 年 H1 珠宝时尚/物业开发与销售业务收入占比 51.32%/41.42%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

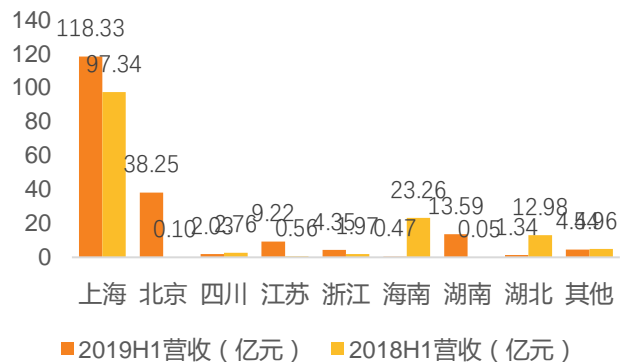
② **分地区**：公司国内收入 192.11 亿元，占比 97.75%，同比增长 33.43%；国外收入 4.41 亿元，占比 2.25%，同比增长 119.60%。本期上海地区营业收入较上年同期增长，主要是由于珠宝时尚业务销售渠道拓展带来的收入增长；本期北京、江苏、浙江、湖南、湖北及其他地区营业收入较上年同期增长，主要是由于受物业开发项目交付结转变动影响。本期国外其他地区营业收入较上年同期增长，主要是由于公司 2019 年完收购 IGI 项目。

图 4：公司 2019 年国内/国外收入占比 97.75%/2.25%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：上海、北京、江苏、浙江、湖南、湖北及其他地区营业收入较上年同期增长较快

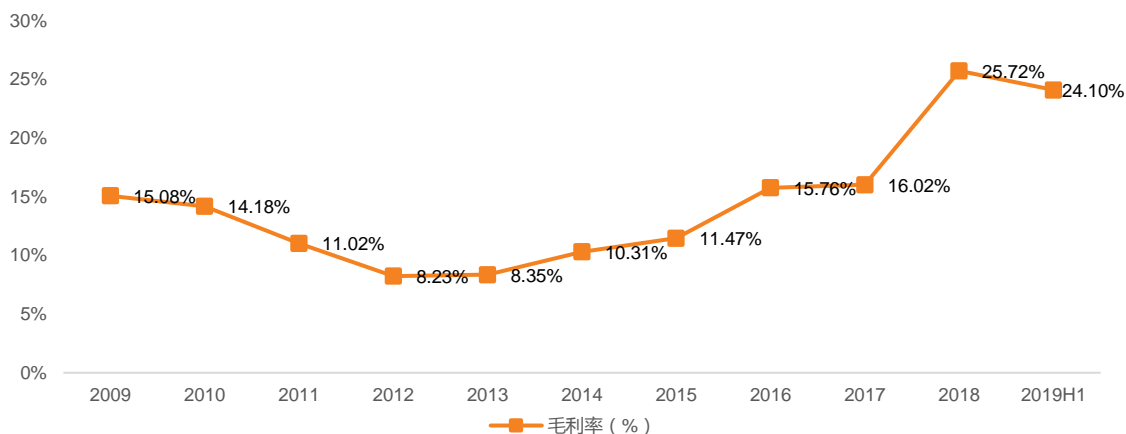


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 毛利率：物业开发与销售业务提高公司毛利率至 24.10%，同比增加 3.02pct

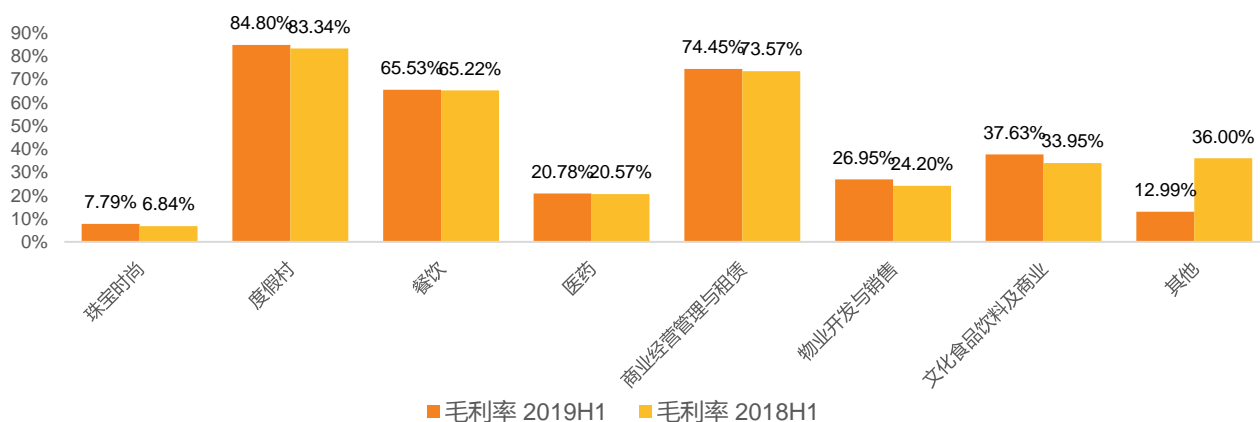
公司 2019H1 毛利率为 24.10%，同比增加 3.02pct，主要系毛利率较高的公司物业开发与销售业务收入增速高，物业开发与销售业务收入占比总收入提升，拉高公司整体毛利率。珠宝时尚毛利率为 7.79%，同比提升 0.95pct；物业开发与销售业务毛利率为 26.95%，同比提升 2.75pct；文化食品饮料及商业销售毛利率为 37.63%，同比提升 3.68pct；度假村业务毛利率 84.80%，同比提升 1.46pct；餐饮业务毛利率为 65.53%，同比提升 0.31pct；商业经营与租赁业务毛利率 74.45%，同比上升 0.88pct。

图 6：公司 2019H1 毛利率为 24.10%，同比增加 3.02pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司分业务毛利率情况



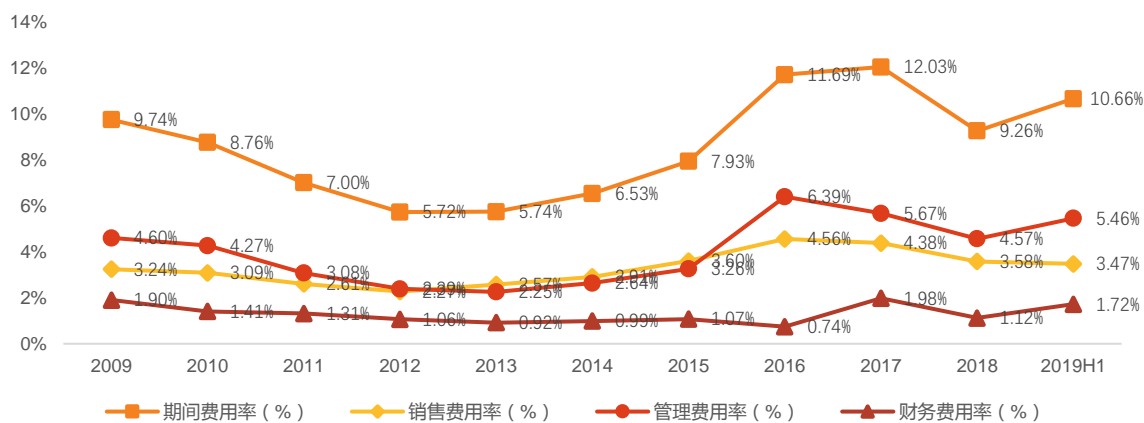
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 期间费用：并购&融资费用推动期间费用率增长至 10.66%

公司 2019 H1 期间费用率为 10.66%，增加 0.91pct。

- ① **销售费用率**：公司 2019H1 销售费用为 6.83 亿元，同比增长 27.66%，主要系包装费用增长(同比增长 115%)和销售代理服务费用增长(同比增长 120%);销售费用率为 3.47%，同比下降 0.19pct。
- ② **管理费用率**：公司 2019H1 管理费用为 10.73 亿元，同比增长 53.56%，管理费用率为 5.46%，同比上升 0.67pct，主要系报告期内公司因并购等业务规模扩大引起管理费用较上年同期增加。
- ③ **财务费用率**：公司 2019H1 财务费用为 3.38 亿元，同比增加 79.08%;财务费用率为 1.72%，同比增加 0.43pct，主要系报告期内融资费用较上年同期增加所致。

图 8：销售人员增加&重组并购费用提高公司期间费用率至 10.66%，+0.91pct

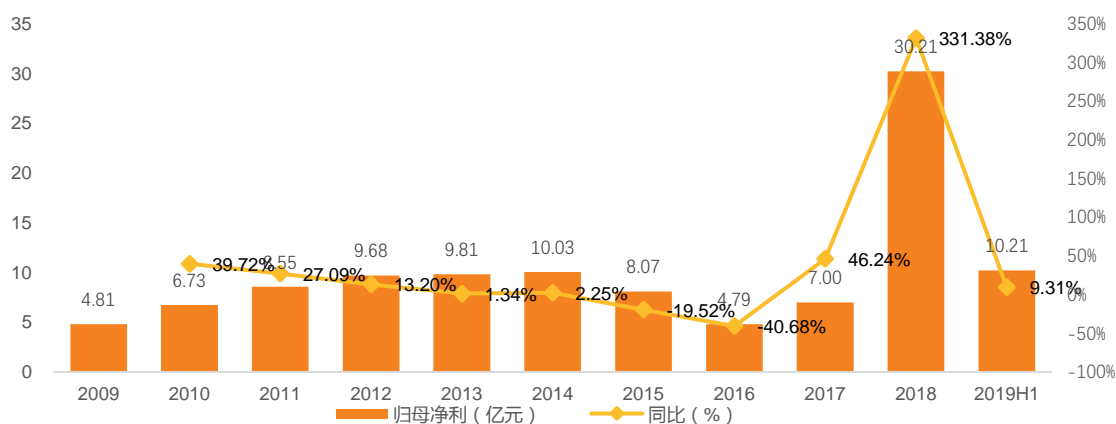


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 净利润：公司 2019H1 归母净利润 10.21 亿，较上年调整后同比增长 9.31%

公司 2019H1 归母净利润 10.21 亿，较上年调整后同比增长 9.31%，主要系公司营业收入的增长及毛利率的提高。较上年调整前同比增长 174.19%，主要系公司 2019 年完成收购 IGI 项目，2018 年 8 月完成收购苏州松鹤楼项目，带来业务的增长。

图 9：公司 2019H1 归母净利润 10.21 亿，较上年调整后同比增长 9.31%

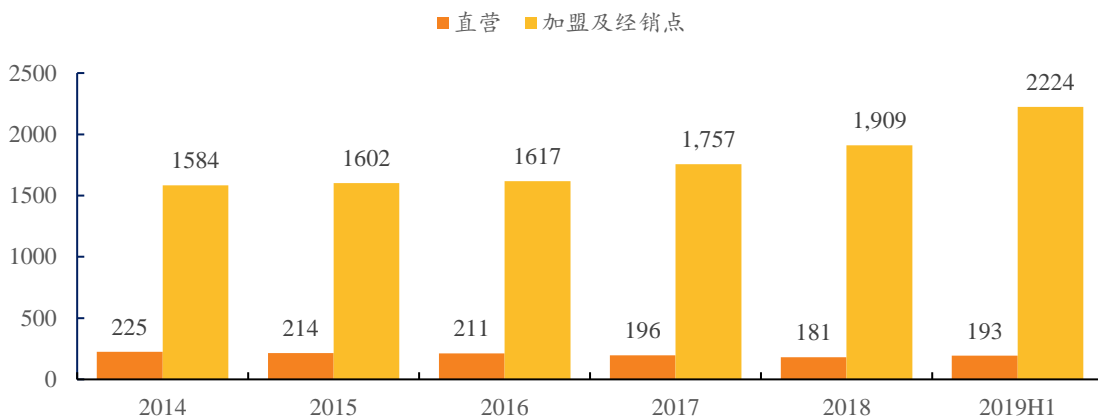


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.5. 关键经营指标：黄金饰品门店新开店数超去年全年，快乐时尚产业地标增量升级，注册会员数同比增长 15.5%

① 公司 2019H1 黄金饰品门店新开店数超去年全年：公司以直营零售、批发为主要经营模式拓展珠宝时尚连锁网络。截至 2019 年 H1 末，黄金珠宝连锁网点达到 2417 家，上半年网点增量超过去年全年增量，其中 193 家直营网点，2224 家加盟店。

图 10：黄金饰品门店数 (单位：家)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- ② **黄金采购、生产及销售情况**：公司 2019H1 黄金采购量/生产量/销售量分别为 29,692.00 千克/32,616.25 千克/35,417.84 千克，铂金采购量/生产量/销售量分别为 137.13 千克/87.8 千克/213.54 千克。

表 1：黄金采购、生产及销售情况（单位：千克）

黄金珠宝品种	2019 年上半年		
	采购量	生产量	销售量
黄金	29,692.00	32,616.25	35,417.84
铂金	137.13	87.8	213.54
合计	29,829.13	32,704.05	35,631.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

- ③ **快乐时尚产业地标增量升级，2019 新增土地储备 190 万平方米**：上半年，豫园一期调改持续推进，豫园二期规划设计也已启动。智慧零售完成苏州星光耀项目的开业，同时其负责运营管理的武汉海上海、上海活力城等项目均在有序的推进中。沈阳豫珑城项目的调改升级也进入实质性的施工阶段。天津于家堡高铁东项目已投资完成，成都金融岛等项目正在稳步推进中。

图 11：快乐时尚产业地标增量升级



资料来源：公司官方公众号，天风证券研究所

- ④ **整合产业资源，赋能 C2M 生态：线上入口**：截至 2019 年 6 月底，豫园股份累计注

册会员达 496.8 万，同比增长 15.5%；消费会员 89.5 万，同比增长 12%。同时，整合 6+3 全产业链的会员整合平台——礼豫会员平台已完成调研及立项。**线下空间：**线下布局逾 2600 家珠宝时尚、餐饮、医药、商业等营业网点；逾 30 个快乐时尚地标；豫园商城春节期间单日人流量高峰约 25 万。

2.6. 第二期合伙人期权激励计划

股票期权的各年度业绩考核目标：

- ① **第一个行权期：**2020 年基本每股收益不低于 0.85 元/股，或 2020 年归属于上市公司股东的净利润相比 2018 年复合增长率不低于 12%。
- ② **第二个行权期：**2021 年基本每股收益不低于 0.9 元/股，或 2021 年归属于上市公司股东的净利润相比 2018 年复合增长率不低于 12%。
- ③ **第三个行权期：**2022 年基本每股收益不低于 0.95 元/股，或 2022 年归属于上市公司股东的净利润相比 2018 年复合增长率不低于 12%。

3. 盈利预测与估值

公司围绕“快乐、时尚”理念，以“产业运营+产业投资”双经营方式，构建产业集群。珠宝时尚业务稳健增长，构建安全边际；物业开发与销售业务拓展新增长点，并与商旅文板块构成协同；度假村业务高速增长，或成未来业绩新引擎。**综合预计 2019-2021 年净利润分别为 33.35/40.12/40.11 亿，当前市值对应 10/8/8xPE。**

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,440.40	19,812.51	7,149.09	37,795.91	16,048.17
应收票据及应收账款	217.31	1,195.44	104.48	(507.08)	(544.02)
预付账款	329.85	395.13	1,017.88	454.46	1,005.73
存货	3,073.83	30,805.60	23,729.05	5,893.04	23,728.26
其他	1,105.69	5,792.81	2,525.69	3,646.18	3,694.88
流动资产合计	7,167.09	58,001.49	34,526.19	47,282.51	43,933.03
长期股权投资	4,181.95	7,294.52	7,294.52	7,294.52	7,294.52
固定资产	1,907.44	1,920.82	1,856.72	1,808.86	1,757.76
在建工程	17.35	22.29	49.38	77.63	76.58
无形资产	513.25	546.73	532.82	518.90	504.98
其他	10,328.61	17,468.27	16,481.09	16,604.22	16,787.52
非流动资产合计	16,948.60	27,252.64	26,214.52	26,304.14	26,421.36
资产总计	24,115.69	85,254.13	60,743.94	73,587.72	70,355.82
短期借款	2,500.00	3,160.00	3,160.00	3,160.00	3,160.00
应付票据及应付账款	396.14	4,094.97	1,460.28	2,380.14	2,394.28
其他	4,114.46	28,844.12	9,608.04	18,061.26	11,161.50
流动负债合计	7,010.60	36,099.09	14,228.32	23,601.40	16,715.78
长期借款	3,083.57	8,879.32	8,879.32	8,879.32	8,879.32
应付债券	0.00	2,000.00	833.33	944.44	1,259.26
其他	2,628.64	6,101.57	3,482.50	4,070.90	4,551.66
非流动负债合计	5,712.20	16,980.89	13,195.15	13,894.66	14,690.23
负债合计	12,722.81	53,079.98	27,423.46	37,496.06	31,406.01
少数股东权益	308.13	3,474.69	3,450.78	3,511.00	3,681.19
股本	1,437.32	3,881.06	3,881.06	3,881.06	3,881.06
资本公积	982.91	11,150.00	11,150.00	11,150.00	11,150.00
留存收益	8,170.32	23,714.96	25,988.64	28,699.59	31,387.56
其他	494.20	(10,046.57)	(11,150.00)	(11,150.00)	(11,150.00)
股东权益合计	11,392.88	32,174.15	33,320.48	36,091.66	38,949.81
负债和股东权益总	24,115.69	85,254.13	60,743.94	73,587.72	70,355.82

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	657.74	3,422.29	3,335.39	4,012.48	4,011.06
折旧摊销	183.60	265.36	110.93	113.52	116.07
财务费用	341.37	526.08	583.22	502.99	463.30
投资损失	(434.94)	(748.82)	(349.00)	(349.00)	(349.00)
营运资金变动	1,108.91	6,255.09	(10,907.74)	27,570.45	(25,475.16)
其它	(743.55)	(2,142.64)	(415.17)	123.82	262.34
经营活动现金流	1,113.13	7,577.36	(7,642.36)	31,974.26	(20,971.39)
资本支出	25.03	375.28	2,679.07	(508.40)	(430.76)
长期投资	334.08	3,112.57	0.00	0.00	0.00
其他	(889.73)	(5,773.12)	(1,699.71)	696.22	553.75
投资活动现金流	(530.62)	(2,285.27)	979.37	187.81	122.99
债权融资	6,146.28	17,237.84	14,317.86	14,719.24	15,424.98
股权融资	(363.92)	11,880.81	(1,665.58)	(481.93)	(442.23)
其他	(5,819.57)	(26,378.26)	(18,652.70)	(15,752.58)	(15,882.09)
筹资活动现金流	(37.21)	2,740.39	(6,000.42)	(1,515.26)	(899.34)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	545.30	8,032.48	(12,663.42)	30,646.81	(21,747.73)

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	17,111.25	33,777.20	40,256.74	45,986.89	49,337.37
营业成本	14,370.71	25,089.46	30,192.56	34,490.17	37,003.03
营业税金及附加	225.40	1,636.59	973.73	1,315.43	1,665.05
营业费用	749.34	1,207.54	1,821.62	2,069.41	2,244.85
管理费用	970.76	1,542.07	2,355.02	2,662.64	2,886.24
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	338.64	377.41	583.22	502.99	463.30
资产减值损失	(3.59)	(39.99)	(39.99)	(39.99)	(39.99)
公允价值变动收益	(83.92)	(158.44)	(390.00)	62.57	88.28
投资净收益	434.76	784.89	349.00	349.00	349.00
其他	(708.66)	(1,294.51)	82.00	(823.13)	(874.56)
营业利润	817.80	4,632.18	4,329.59	5,397.81	5,552.18
营业外收入	60.67	143.43	152.81	118.97	138.40
营业外支出	9.26	177.38	68.78	85.14	110.43
利润总额	869.20	4,598.23	4,413.62	5,431.63	5,580.15
所得税	211.46	1,175.94	1,103.40	1,357.91	1,395.04
净利润	657.74	3,422.29	3,310.21	4,073.73	4,185.11
少数股东损益	(42.51)	401.55	(25.17)	61.25	174.05
归属于母公司净利润	700.24	3,020.74	3,335.39	4,012.48	4,011.06
每股收益(元)	0.18	0.78	0.86	1.03	1.03

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	9.39%	97.40%	19.18%	14.23%	7.29%
营业利润	69.75%	466.42%	-6.53%	24.67%	2.86%
归属于母公司净利润	46.24%	331.38%	10.42%	20.30%	-0.04%
获利能力					
毛利率	16.02%	25.72%	25.00%	25.00%	25.00%
净利率	4.09%	8.94%	8.29%	8.73%	8.13%
ROE	6.32%	10.53%	11.17%	12.32%	11.37%
ROIC	17.53%	82.62%	28.89%	17.96%	-145.19%
偿债能力					
资产负债率	52.76%	62.26%	45.15%	50.95%	44.64%
净负债率	32.53%	-4.89%	23.52%	-62.40%	0.30%
流动比率	1.02	1.61	2.43	2.00	2.63
速动比率	0.58	0.75	0.76	1.75	1.21
营运能力					
应收账款周转率	75.78	47.82	61.94	-228.45	-93.88
存货周转率	5.41	1.99	1.48	3.10	3.33
总资产周转率	0.72	0.62	0.55	0.68	0.69
每股指标(元)					
每股收益	0.18	0.78	0.86	1.03	1.03
每股经营现金流	0.29	1.95	-1.97	8.24	-5.40
每股净资产	2.86	7.39	7.70	8.39	9.09
估值比率					
市盈率	47.22	10.95	9.91	8.24	8.24
市净率	2.98	1.15	1.11	1.01	0.94
EV/EBITDA	6.76	2.26	5.41	-0.53	3.13
EV/EBIT	7.71	2.37	5.53	-0.54	3.19

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