

# 电气设备

证券研究报告  
2019年10月27日

## Tesla Q3 盈利为何大超预期？能否持续？

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

杨藻

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517060001

yangzao@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《电气设备-行业深度研究:对特斯拉长期需求的思考》 2019-10-20
- 2 《电气设备-行业深度研究:中国锂电崛起之——消费电子》 2019-09-28
- 3 《电气设备-行业专题研究:美国电子烟政策及相关报道汇总(翻译)》 2019-09-26

**公司时隔两个月再次盈利，本次盈利与 18 年 Q3-Q4 的不同点在哪？我们认为上一轮为产能快速释放，经营杠杆加大导致盈利，而本次为成本管控效果显著，可变成本下降导致毛利率显著回升。**

**2018 年 Q3-Q4 盈利原因：**随着 Model 3 大规模交付，收入开始增加，而同期资本开支大幅缩减，公司进入叠加经营杠杆时期。具体表现为单车 SG&A（销售及一般管理费用）、单车 D&A（折旧摊销）及单车研发费用均大幅降低，三者分别降低 0.97 万美元/辆、0.59 万美元/辆、0.53 万美元/辆，合计降低降本 2.08 万美元/辆（为简化计算，将折旧摊销均划入营业成本），而 18Q2 单车亏损 1.76 万美元/辆，一举扭亏为盈。

**19Q3 盈利原因：**降本幅度超过降价，单车毛利环比提升近 2000 美元/辆。19Q3 汽车业务毛利率为 23%，环比提升 4Pct，盈利水平大幅改善，单车毛利也从 1.07 万美元/辆，回升至 1.26 万美元/辆，环比提升近 2000 美元/辆，主要原因：1）Q3 只对 Model 3 标准续航升级版降价 1000 美元，单车价格环比只减少 1300 美元/辆。2）Q3 营业成本环比下降约 3200 美元/辆，下降幅度为 7%，成本管控超出预期。

**那么新一轮扩产后公司的持续盈利能力如何？我们认为公司盈利拐点已至，主要原因有四：**

- 1) 美国补贴面临最后一退，边际降幅已降至 1875 美元/辆，且欧中市场占比提升，被动降价压力大减。
- 2) 新产能单位资本开支大幅降低，国产 Model 3 与美国 Model Y 较原 Fremont 工厂 Model 3 的单位资本开支分别降低 65%、50%，预计满产后单车 D&A 将降低 2500 美元/辆。
- 3) 由于 Model Y 的零部件与 Model 3 重合度高达 75%，且 Model Y 作为 SUV，定价高于 Model 3，量产后单车毛利或高于 Model 3。
- 4) 经历了 Model 3 的“产能地狱”后，公司积累了丰富的经验，新产能爬坡预计顺利。

**投资建议：**我们认为 tesla 对 A 股供应链标的弹性有限，海外共振是大逻辑，欧洲明年亦是大年，建议关注欧洲新能源车和 tesla 共振品种，包括电池部分的隔膜【恩捷股份】、负极【璞泰来】；电控部分，重点关注继电器【宏发股份】；车身部分建议关注零部件弹性品种【拓普集团】（汽车组覆盖）、【三花智控】（家电组覆盖）以及连接件/结构件【科达利】。

**风险提示：**产能爬坡不顺利，下游销量不及预期，公司发生大规模召回事件；



## 内容目录

1. Tesla 三季度重要信息汇总 .....	3
2. 上一轮盈利因为经营杠杆加大，本轮盈利为成本管控到位 .....	5
2.1. 18 年 Q3-4 盈利的主要原因是产能快速释放，经营杠杆加大 .....	5
2.2. 19 年 Q1-Q2 再次亏损原因：为应对补贴退坡，公司频繁被动降价导致成本端接 续不力 .....	6
2.3. 19Q3 再次盈利源于当季被动降价大幅减少，营业成本下降覆盖价格端 .....	7
3. 当期处于上轮产能释放末期，新一轮产能释放是否再次导致亏损？ .....	8
4. 投资建议 .....	10

## 图表目录

图 1：特斯拉分业务收入与毛利率 .....	3
图 2：特斯拉汽车产量（万辆） .....	3
图 3：特斯拉分季度交付量（万辆） .....	3
图 4：消费者订金变化 .....	4
图 6：公司自有现金流（百万美元） .....	4
图 7：公司资本开支、销量与关键事件梳理 .....	5
图 8：销量与单车 SG&A、单车 D&A、单车研发、单车净利关系（销量：万辆，左轴；单 车：万/美元） .....	5
图 9：特斯拉在美新能源汽车补贴与单车毛利对比 .....	6
图 10：特斯拉单车指标 .....	7
图 11：特斯拉产能利用率 .....	8
图 12：特斯拉分地区销售占比 .....	8
图 13：公司 Q1 披露上海 Model 3 与美国 Model Y 的单位资本开支 .....	9
图 14：2021 年预计单车 D&A 将降低至 3100 美元/辆 .....	9
表 1：特斯拉主要产能情况 .....	4
表 2：特斯拉今年降价梳理 .....	6
表 3：Model 3 与 Model Y 对比 .....	9

## 1. Tesla 三季度重要信息汇总

10月23日，特斯拉公布三季度，19年Q3公司实现收入63.03亿美元，同比下降8%，环比下降1%，其中汽车收入为53.53亿元，同比减少12%。实现净利润1.43亿美元，扭亏为盈；

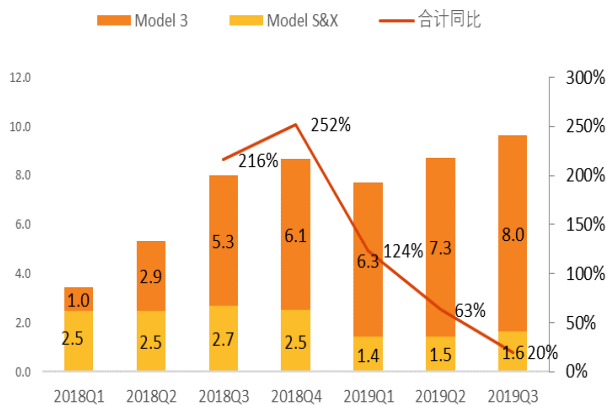
图1：特斯拉分业务收入与毛利率

单位：亿美元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入	26.97	27.90	29.85	32.88	34.08	40.02	68.23	72.25	45.42	63.49	63.03
YoY					26%	43%	129%	120%	33%	59%	-8%
QoQ		3%	7%	10%	4%	17%	70%	6%	-37%	40%	-1%
汽车业务	22.90	22.87	23.63	27.02	27.35	33.58	60.98	63.23	37.24	53.76	53.53
YoY					19%	47%	158%	134%	36%	60%	-12%
QoQ		0%	3%	14%	1%	23%	82%	4%	-41%	44%	0%
能源收入	2.14	2.87	3.18	2.98	4.10	3.74	3.99	3.71	3.25	3.68	4.02
YoY					92%	30%	25%	24%	-21%	-2%	1%
QoQ		34%	11%	-6%	38%	-9%	7%	-7%	-12%	13%	9%
服务及其他	1.93	2.16	3.04	2.88	2.63	2.70	3.26	5.31	4.93	6.05	5.48
毛利率											
汽车业务毛利率	27%	28%	18%	19%	20%	21%	26%	24%	20%	19%	23%
能源业务毛利率	29%	29%	25%	5%	9%	12%	17%	11%	2%	11%	22%
服务及其他毛利率	-11%	-25%	-21%	-31%	-45%	-43%	-37%	-26%	-39%	-23%	-22%
归属普通股净利润	-3.30	-3.36	-6.19	-6.75	-7.10	-7.18	3.12	1.39	-7.02	-4.08	1.43

资料来源：公司财报，天风证券研究所

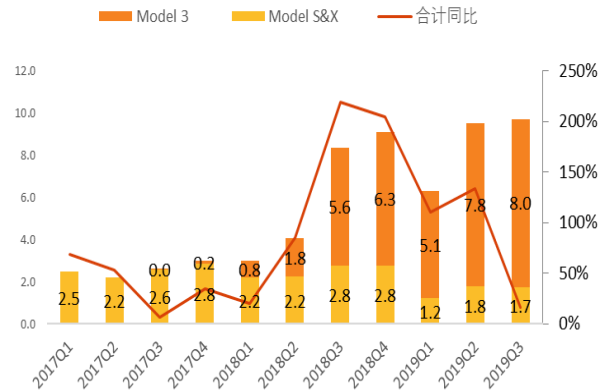
Q3交付9.7万辆，全年完成36万指引下线概率较大。公司三季度交付9.7万辆，同比增长16%，创历史新高，其中Model 3交付8万辆，同比增长43%，Model S与Model X合计交付1.7万辆，同比下降37%。前三季度合计交付25.6万辆，公司三季度中表明，全年完成指引下线——36万辆的概率较大；

图2：特斯拉汽车产量（万辆）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图3：特斯拉分季度交付量（万辆）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

**产能布局进展：Model Y发布进度提前至2020年夏天（原2020年年底），国产Model 3试产已下线，批量交付在即；**

1) 美国地区：Fremont工厂现有产能合计为44万辆/年，其中Model S&X合计为9万辆/年，Model 3为35万辆/年，同时公司披露Model Y预计将于明年夏天量产（原定于2020年年底），投产进度加快；

2) 上海工厂已建设完工，建设进度超出预期，试生产Model 3已下线，当前在等待生产资质正式公式，批量交付在即；

3) 欧洲工厂目前仍在选址，只生产Model 3与Model Y，公司将于2020年公布选址，预计2021年生产；

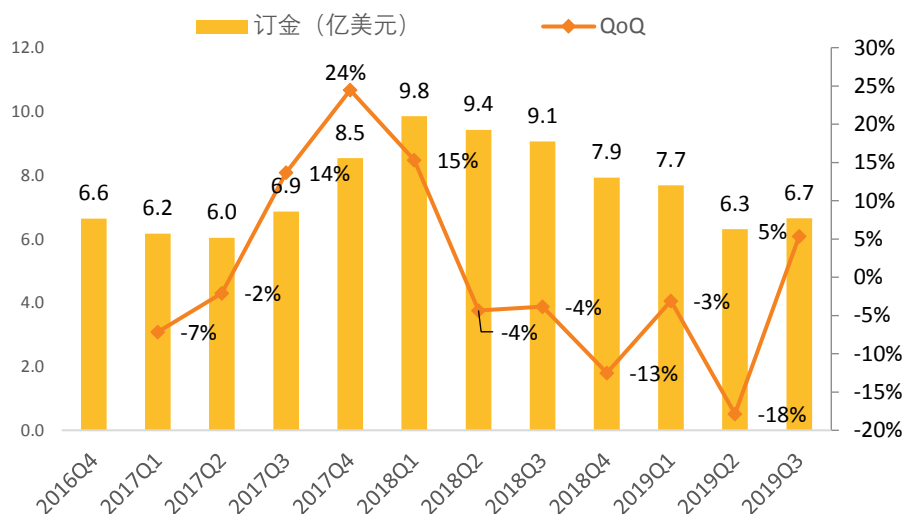
表 1：特斯拉主要产能情况

工厂	车型	产能（万辆/年）	状态
美国/Fremont 工厂	Model S/X	9	在产
	Model 3	35	在产
	Model Y		建设中，2020 年夏天量产
	Tesla Semi		开发中，2020 年将小批量生产
	Roadster		开发中
	Pickup truck		开发中
上海工厂	Model 3	15	已完工，目前试生产，在等待生产资质公示
	Model Y		开发中
欧洲工厂	Model 3		2020 年公布选址，2021 年生产
	Model Y		

资料来源：公司财报，天风证券研究所

自 17 年 Model 3 开放预订以来，消费者订金首次环比增长 5%。19Q3 消费者订金达 6.7 亿美元，环比增长 5%。公司披露三季度产销数据时表示，Q3 新增 Model 3 订单的消费者大部分为首次订购，公司订单需求已开始有机滚动。我们认为当前订金总额环比增长主要受国产 Model 3 预订影响，Q4 环比或继续增长。

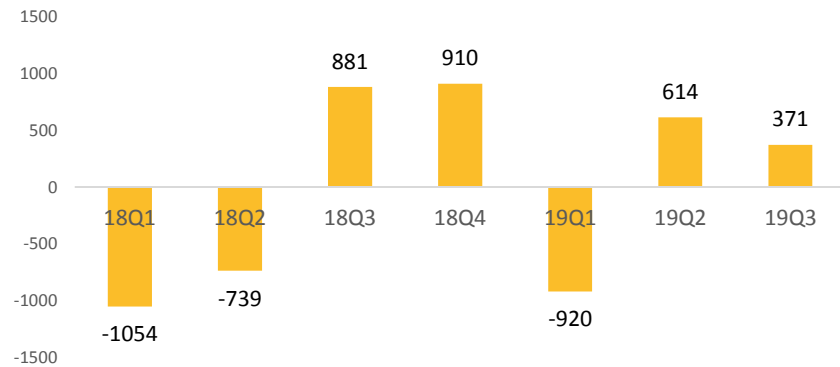
图 4：消费者订金变化



资料来源：公司财报，天风证券研究所

公司 Q3 自由现金流为 3.71 亿美元，环比下降 2.43 亿美元，主要是由于公司加大上海工厂以及美国 Fremont 工厂中 Model Y 的资本开支。

图 5：公司自有现金流（百万美元）



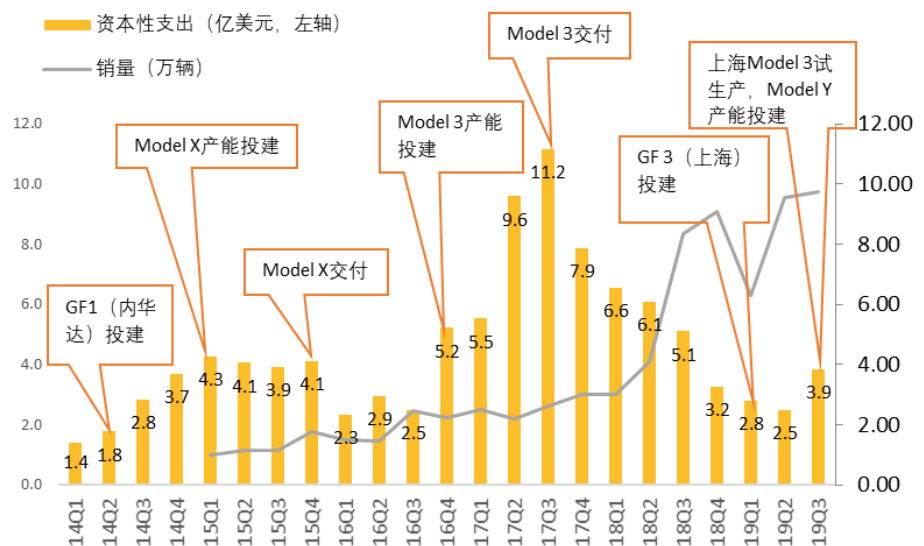
资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 2. 上一轮盈利原因为经营杠杆加大，本轮盈利为成本管控到位

### 2.1. 18 年 Q3-4 盈利的主要原因是产能快速释放，经营杠杆加大

特斯拉上一轮资本开支投入高峰期为 16 年 Q4-17 年 Q3，主要为 Fremont 工厂 Model 3 产线的投入。由于第一次生产走量车型，公司经历了长达一年多的“产能地狱”，产能瓶颈导致交付规模受限。

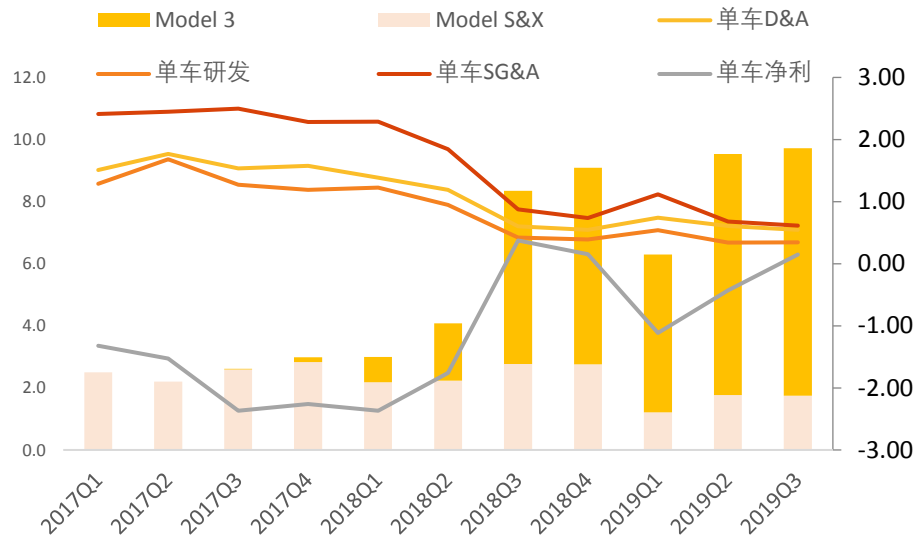
图 6：公司资本开支、销量与关键事件梳理



资料来源：公司财报，天风证券研究所

2018 年 Q3-Q4 随着 Model 3 大规模交付，收入开始增加，而同期资本开支大幅缩减，公司进入叠加经营杠杆时期。具体表现为单车 SG&A（销售及一般管理费用）、单车 D&A（折旧摊销）及单车研发费用均大幅降低，三者分别降低 0.97 万美元/辆、0.59 万美元/辆、0.53 万美元/辆，合计降低降本 2.08 万美元/辆（为简化计算，将折旧摊销均划入营业成本），而 18Q2 单车亏损 1.76 万美元/辆，一举扭亏为盈。（下列口径均包含租赁车）

图 7：销量与单车 SG&A、单车 D&A、单车研发、单车净利关系（销量：万辆，左轴；单车：万/美元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 2.2. 19 年 Q1-Q2 再次亏损原因：为应对补贴退坡，公司频繁被动降价导致成本端接续不力

美国联邦新能源汽车补贴为 7500 美元/辆，同时政策规定，车企累计销量超过 20 万，即每半年退补 50%。公司累计销量于 2018 年达到 20 万，因此 2019 年初补贴降幅达 3750 美元/辆，为对冲补贴退坡压力，公司采取降价保量策略，上半年连续降价三次，Model 3 全系降幅达 3100 美元/辆。

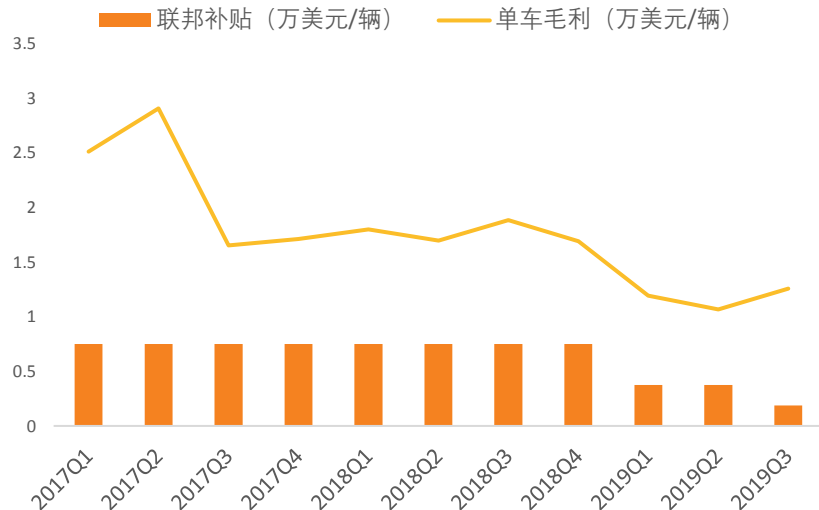
表 2：特斯拉今年降价梳理

时间	降价情况
2019 年 1 月 1 日	全系降价 2000 美元
2019 年 2 月 6 日	Model 3 系列降价 1100 美元
2019 年 2 月 28 日	推出 Model 3 标准版，售价 3.5 万美元，但随后撤回
2019 年 4 月 13 日	在中国、欧洲推出 Model 3 标准续航升级版（进口）
2019 年 5 月 22 日	Model S 降价 3000 美元，Model X 降价 2000 美元
2019 年 7 月 16 日	Model 3 标准续航升级版降价 1000 美元

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2017 年 Q3-2018 年 Q4，公司单车毛利一直稳定 1.7-1.8 万美元/辆。随着 2019 年 Q1 补贴大幅退坡，公司单车毛利受到冲击，2019 年 Q1 降至 1.19 万美元/辆，环比下降约 0.5 万美元/辆，导致公司再次出现亏损。

图 8：特斯拉在美新能源汽车补贴与单车毛利对比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 2.3. 19Q3 再次盈利源于当季被动降价大幅减少，可变成本下降覆盖价格端

Q3 降本幅度超过降价，单车毛利环比提升近 2000 美元/辆。19Q3 汽车业务毛利率为 23%，环比提升 4Pct，盈利水平大幅改善，单车毛利也从 1.07 万美元/辆，回升至 1.26 万美元/辆，环比提升近 2000 美元/辆，主要原因：

1) Q3 只对 Model 3 标准续航升级版降价 1000 美元，单车价格环比只减少 1300 美元/辆。上半年公司亏损的主要原因是补贴退坡 3750 美元/辆，导致公司 Model 3 系列被动降价超过 3000 美元/辆，而 Q3 补贴退坡幅度已降至 1875 美元/辆，边际影响减小。公司只在 7 月 16 日对 Model 3 标准续航升级版降价 1000 美元，单车收入从 19Q2 的 5.64 万美元/辆下降至 5.51 万美元/辆，环比减少 1300 美元/辆，下降幅度为 2%。

2) Q3 营业成本环比下降约 3200 美元/辆，下降幅度为 7%，超出预期。Q3 单车营业成本为 4.25 万美元/辆，环比下降约 3200 美元/辆，其中单车折旧摊销下降约 600 美元/辆（D&A 大部分为生产端），贡献比重不足 20%，可变成本下降是主要因素，我们猜测或来自于零部件降价。

图 9：特斯拉单车指标

单位：万美元/辆	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
单车收入	9.16	10.40	9.04	9.05	9.12	8.24	7.30	6.96	5.91	5.64	5.51
YoY					0%	-21%	-19%	-23%	-35%	-32%	-25%
QoQ		13%	-13%	0%	1%	-10%	-11%	-5%	-15%	-5%	-2%
单车营业成本	6.65	7.49	7.38	7.34	7.32	6.54	5.42	5.26	4.72	4.57	4.25
YoY					10%	-13%	-27%	-28%	-36%	-30%	-22%
QoQ		13%	-1%	-1%	0%	-11%	-17%	-3%	-10%	-3%	-7%
单车毛利	2.51	2.90	1.65	1.71	1.80	1.70	1.88	1.69	1.19	1.07	1.26
YoY					-28%	-42%	14%	-1%	-34%	-37%	-33%
QoQ		16%	-43%	4%	5%	-6%	11%	-10%	-29%	-11%	18%
单车研发	1.29	1.68	1.27	1.19	1.22	0.95	0.42	0.39	0.54	0.34	0.34
YoY					-5%	-44%	-67%	-67%	-56%	-64%	-18%
QoQ		31%	-25%	-6%	3%	-23%	-56%	-7%	38%	-37%	1%
单车SG&A	2.41	2.45	2.50	2.28	2.29	1.84	0.87	0.73	1.12	0.68	0.61
YoY					-5%	-25%	-65%	-68%	-51%	-63%	-30%
QoQ		1%	2%	-9%	0%	-19%	-53%	-16%	52%	-39%	-10%
单车D&A	1.51	1.77	1.53	1.57	1.39	1.19	0.60	0.55	0.74	0.61	0.55
YoY					-8%	-33%	-61%	-65%	-46%	-49%	-9%
QoQ		17%	-13%	3%	-12%	-14%	-49%	-9%	36%	-18%	-10%
单车净利	-1.32	-1.53	-2.37	-2.26	-2.37	-1.76	0.37	0.15	-1.11	-0.43	0.15

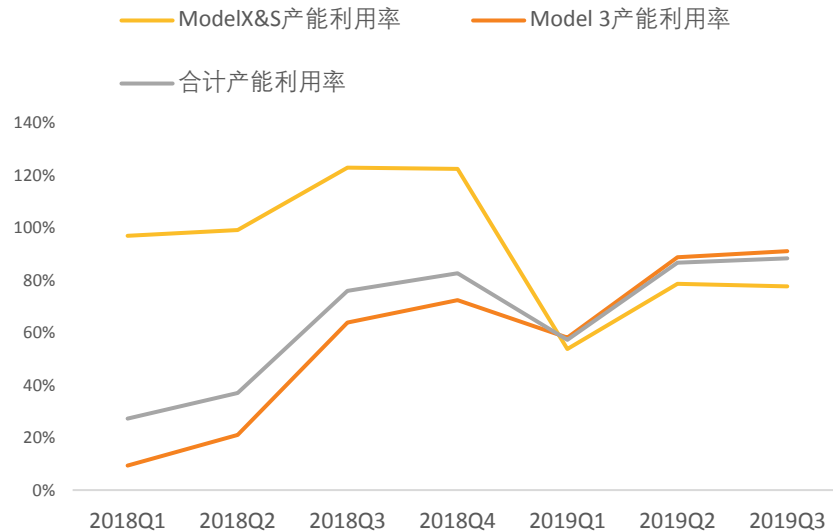
资料来源：公司财报，天风证券研究所



### 3. 当期处于上轮产能释放末期，新一轮产能释放是否再次导致亏损？

根据公司披露产能信息，当前公司整体产能利用率已高达 88%，其中 Model 3 的产能利用率为 91%，Model X 与 S 为 78%，公司经过漫长的产能爬坡，终于将产能利用率提高至较高水平，当期已处于上一轮产能释放末期，公司新一轮业绩驱动将依赖上海工厂（GF 3）以及美国 Fremont 工厂中投建的 Model Y 产线。

图 10：特斯拉产能利用率



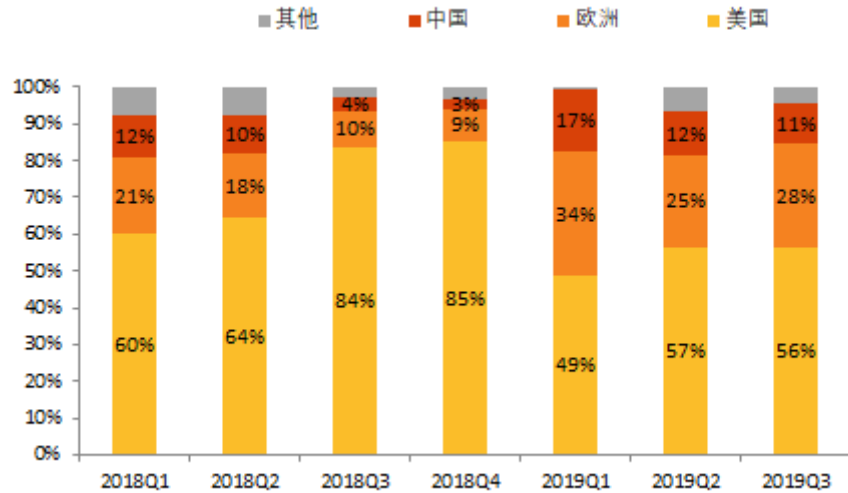
资料来源：公司财报，天风证券研究所

那么新一轮扩产是否再次导致亏损？我们认为大概率不会，主要原因有四：1）美国补贴面临最后一退，边际降幅已降至 1875 美元/辆，且欧中市场占比提升，被动降价压力大减；2）新产能单位资本开支大幅降低，国产 Model 3 与美国 Model Y 较原 Fremont 工厂 Model 3 的单位资本开支分别降低 65%、50%，预计满产后单车 D&A 将降低 2500 美元/辆；3）由于 Model Y 的零部件与 Model 3 高度重合，且 Model Y 作为 SUV，定价高于 Model 3，量产后单车毛利将，4）经历了 Model 3 的“产能地狱”后，公司积累了丰富的经验，新产能爬坡预计顺利；

理由 1：2020 年初公司在美国市场面临补贴最后一退，考虑到退坡只有 1875 美元/辆，且公司主要增量市场来自于中国与欧洲，19Q3 二者占比已接近 40%，美国补贴退坡对公司整体影响将进一步缩小，公司被动降价对冲补贴退坡压力大减。

图 11：特斯拉分地区销售占比

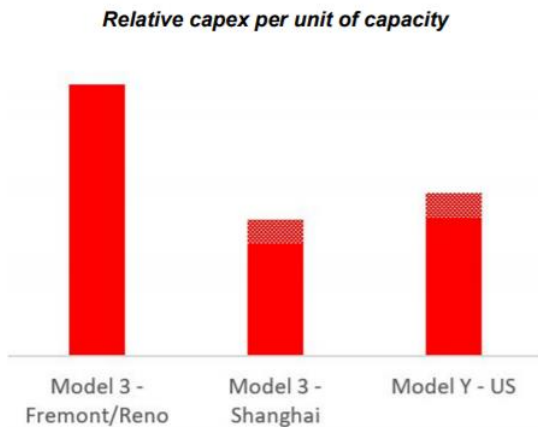




资料来源: caresalesbase, 公司财报, 天风证券研究所 (9月欧洲数据为预测值)

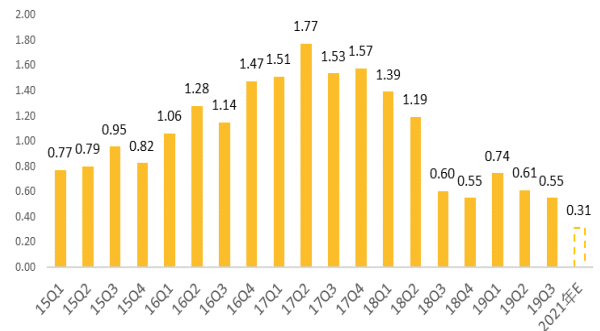
**理由二: 美国 Model Y 与上海 Model 3 的单位资本开支较美国 Model 3 减少 50% 与 65%, 预计 2021 年满产后单车 D&A (折旧摊销) 有望下降至 0.31 万美元/辆, 较 19Q3 降低近 2500 美元/辆。** Fremont 工厂 Model Y 的单位资本开支比 Fremont Model 3 减少 50%, 同时公司最新披露上海工厂 Model 3 的单位资本开支比 Fremont 工厂减少 65% (Q1 预计为至少降低 50%)。随着 Fremont 上一轮产能逐步释放, 当前单车 D&A 正处于底部区间, 进一步降低单车 D&A 需要通过量产更低资本开支的国产 Model 3 与 Model Y, 预计 2021 年单车 D&A 将降至 0.31 万美元/辆, 较 19Q3 降低 2500 美元/辆。

图 12: 公司 Q1 披露上海 Model 3 与美国 Model Y 的单位资本开支



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 13: 2021 年预计单车 D&A 将降低至 3100 美元/辆



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

**理由三: 由于 Model Y 的零部件与 Model 3 重合度高达 75%, 且 Model Y 作为 SUV, 定价高于 Model 3, 量产后单车毛利或将高于 Model 3, 拉动整体盈利水平。**

表 3: Model 3 与 Model Y 对比

	Model 3			Model Y		
	标准续航升级版 (后驱)	长续航版 (四驱)	高性能版 (四驱)	长续航 (后轮驱动)	长续航版 (四驱)	高性能版 (四驱)
售价 (万美元)	3.95	4.80	5.70	4.8	5.2	6.1
续航里程 (EPA, 英里)	250	310	310	300	300	280
0-60 英里加速 (秒)	5.3	4.4	3.2	5.5	5.5	3.5

最高时速(英里/小时)	140	145	162	130	135	150
-------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：公司官网，天风证券研究所

**理由四：经历了 Model 3 的“产能地狱”后，公司积累了丰富的经验，新产能爬坡预计顺利。**公司在最初生产 Model 3 时，由于产能不稳定，曾宣布延后周产 5000 辆目标至 2018 年 Q2。造成产能不稳定的主要原因有两项，一是动力电池模组产能存在瓶颈，二是公司原先过度追求全自动化，导致特定环节如原料周转、总装等步骤效率较低。目前公司已扩大电池供应商范围，LG 化学或向上海工厂供应动力电池，电池产能瓶颈将大为改善。同时公司吸取教训，将上海工厂确定为半自动化产线，生产效率预计大幅提升。

#### 4. 投资建议

我们认为 tesla 对 A 股供应链标的弹性有限，海外共振是大逻辑，欧洲明年亦是大年，建议关注欧洲新能源车和 tesla 共振品种，包括电池部分的隔膜【恩捷股份】、负极【璞泰来】；电控部分，重点关注继电器【宏发股份】；车身部分建议关注零部件弹性品种【拓普集团】（汽车组覆盖）、【三花智控】（家电组覆盖）以及连接件/结构件【科达利】。

## 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