

璞泰来 (603659)

证券研究报告

2020年03月28日

一体化布局初见成效，定增巩固龙头地位

事件：2019 年收入 48 亿元，同比增长 45%，归母净利润 6.5 亿元，同比增长 9.6%，扣非净利润 6.06 亿元，同比增长 22.43%，经营活动现金净额 4.9 亿元，同比增长 50.29%。19Q4 收入 13 亿元，同比增长 27%，环比下降 2%，归母净利润 1.93 亿元，同比增长 17%，环比下降 1%，扣非净利润 1.84 亿元，同比增长 16%，环比增长 2%。

总体上看，随着各项业务放量，公司 2019 年收入继续保持高速增长，由于上半年负极毛利率下滑较大（只有 23%），扣非净利润增速放缓，但下半年在石墨化未达产的情况下，负极毛利率已大幅改善至 30%，预计 2020 年石墨化与负极完全匹配后，毛利率有望保持在 30%左右。现金流方面持续改善，整体经营稳健。

负极：下半年内蒙石墨化投产，19H2 毛利率大幅改善至 30%。负极全年收入 30.5 亿元，同比增长 54%，销量达 4.6 万吨，同比增长 56%，单价 6.67 万元/吨（上半年 6.63 万元/吨），变化较小，Q4 单价约 6.5 万元/吨，略有下滑。Q4 销量 1.18 万吨，同比增长 52%，环比下降 9%，继续保持高速增长。负极毛利率从 34%下滑至 27%，幅度较大，主要由于上半年石墨化未放量以及油系针状焦价格提升，导致外协成本以及原材料成本增加较大，上半年毛利率下降至 23%。随着下半年内蒙石墨化放量（Q4 预计出货 1 万吨，全年约 2.6 万吨），19H2 毛利率已环比大幅改善至 30%，今年内蒙兴丰石墨化一期 5 万吨预计达产，二期 5 万吨在建，预计负极毛利率有望持续改善。

锂电设备：竞争激烈，毛利率下滑。2019 年锂电设备收入 6.9 亿元，同比增长 25%，但由于竞争较为激烈，毛利率下滑至 27%（下滑 5.4Pct），全年净利润 5700 万，同比下滑 41%。

涂覆膜：成本控制优秀，对冲价格下降压力。涂覆膜收入 6.95 亿元，同比增长 118%，销量 5.71 亿平，同比增长 173%，毛利率 47%，同比增加 1.7Pct，涂覆膜成本持续下降抵消价格下降压力，涂覆膜价格由 2018 年的 1.53 元/平下降至 2019 年的 1.22 元/平，2019 年 H2 价格进一步下降至 1.07 元/平米，下降幅度较大。公司通过提高自动化水平、导入宽膜与自动接带技术以及大数据系统监测等持续改善生产效率和稳定性，对冲了价格下降压力。

定增点评：本次定增募资 49.6 亿元，包括 5 万吨负极产能（总投资 12.8 亿元，定增 10 亿），7.35 亿元计划收购山东兴丰 49%股权，5 万吨石墨化（总投资 6 亿，定增 4.3 亿），隔膜 2.5 亿平（总投资 7.8 亿元，定增 7.1 亿元），5 亿平涂覆膜项目（总投资 3.6 亿元，定增 3.1 亿元），隔膜高速线研发项目 2.8 亿元，流动资金 15 亿元。

目前负极产能为 5 万吨，预计今年产能将增加至 8 万吨，内蒙卓资投产后，产能将增加至 13 万吨，石墨化目前产能为 6 万吨，内蒙二期投产后，产能将增加至 11 万吨，基本与负极产能匹配。2019 年涂覆隔膜产能为 6.5 亿平，涂覆膜原有产能 3 亿平，可转债项目 8 亿平，定增项目 5 亿平，全部投产后，涂覆隔膜产能将达 16 亿平，公司涂覆膜竞争力进一步增强。

投资建议：考虑到海外疫情影响，预计二季度海外客户需求将有所下滑，下调 2020 年业绩预测至 9.05 亿元（原预测 10.3 亿元），预计 2021-2022 年规模净利润分别为 12.8 亿元/14.5 亿元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 30/21/19X。考虑到疫情只是短期影响，公司作为全球负极龙头，将长期受益于全球电动化浪潮，维持“买入”评级，继续保持推荐！

风险提示：电动车销量不及预期，动力电池装机量不及预期。

投资评级

行业	电子/其他电子
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	62.79 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	435.22
流通 A 股股本(百万股)	193.53
A 股总市值(百万元)	27,327.39
流通 A 股市值(百万元)	12,151.75
每股净资产(元)	7.83
资产负债率(%)	55.18
一年内最高/最低(元)	107.50/44.02

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《璞泰来-半年报点评:毛利率触底回升，静待下半年石墨化降本》 2019-08-30
- 《璞泰来-公司点评:从可转债回看璞泰来业务的盈利》 2019-08-19
- 《璞泰来-公司深度研究:负极全产业链布局，石墨化与炭化助力 ROE 回升》 2019-07-08

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,311.03	4,798.53	6,861.89	8,894.09	11,262.80
增长率(%)	47.20	44.93	43.00	29.62	26.63
EBITDA(百万元)	968.28	1,190.74	1,323.28	1,880.73	2,080.09
净利润(百万元)	594.26	651.07	905.32	1,278.99	1,450.70
增长率(%)	31.80	9.56	39.05	41.28	13.43
EPS(元/股)	1.37	1.50	2.08	2.94	3.33
市盈率(P/E)	45.99	41.97	30.19	21.37	18.84
市净率(P/B)	9.40	8.02	6.54	5.21	4.20
市销率(P/S)	8.25	5.69	3.98	3.07	2.43
EV/EBITDA	21.08	31.62	21.60	14.10	13.28

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 年报&定增点评

2019 年收入 48 亿元，同比增长 45%，归母净利润 6.5 亿元，同比增长 9.6%，扣非净利润 6.06 亿元，同比增长 22.43%，经营活动现金净额 4.9 亿元，同比增长 50.29%。**19Q4 收入 13 亿元，同比增长 27%，环比下降 2%，归母净利润 1.93 亿元，同比增长 17%，环比下降 1%，扣非净利润 1.84 亿元，同比增长 16%，环比增长 2%。**

总体上看，随着各项业务放量，公司 2019 年收入继续保持高速增长，由于上半年负极毛利率下滑较大（只有 23%），扣非净利润增速放缓，但下半年在石墨化未达产的情况下，负极毛利率已大幅改善至 30%，预计 2020 年石墨化与负极完全匹配后，毛利率有望保持在 30%左右。现金流方面持续改善，整体经营稳健。

表 1：璞泰来主要财务数据

单位：亿元	2018 年	2019 年	YoY	2019Q4	YoY	QoQ
收入	33.11	47.99	44.93%	12.98	27%	-2%
归母净利润	5.94	6.51	9.56%	1.93	17%	-1%
扣非净利润	4.95	6.06	22.43%	1.84	16%	2%
经营活动现金流净额	3.26	4.9	50.29%	3.06	108%	238%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1. 分业务点评

负极：下半年内蒙石墨化投产，19H2 毛利率大幅改善至 30%。负极全年收入 30.5 亿元，同比增长 54%，销量达 4.6 万吨，同比增长 56%，单价 6.67 万元/吨（上半年 6.63 万元/吨），变化较小，Q4 单价约 6.5 万元/吨，略有下滑。Q4 销量 1.18 万吨，同比增长 52%，环比下降 9%，继续保持高速增长。负极毛利率从 34%下滑至 27%，幅度较大，主要由于上半年石墨化未放量以及油系针状焦价格提升，导致外协成本以及原材料成本增加较大，上半年毛利率下降至 23%。随着下半年内蒙石墨化放量（Q4 预计出货 1 万吨，全年约 2.6 万吨），19H2 毛利率已环比大幅改善至 30%，今年内蒙兴丰石墨化一期 5 万吨预计达产，二期 5 万吨在建，预计负极毛利率有望持续改善。

表 2：璞泰来分业务业绩拆分

负极业务	单位	2018 年	2019 年	YoY
收入	亿元	19.82	30.53	54.06%
销量	万吨	2.93	4.58	56%
单价	万元/吨	6.77	6.67	-1%
毛利率		34%	27%	-7%
净利率		21%	15%	-6%
净利润	亿元	4.16	4.50	8%
单吨净利	万元/吨	1.42	0.98	-31%
锂电设备	单位	2018 年	2019 年	YoY
收入（内部抵消）	亿元	5.53	6.90	24.79%
收入（未内部抵消）	亿元	6.32	8.83	40%
利润（未内部抵消）	亿元	0.97	0.57	-41%
毛利率		32.8%	27.4%	-5.42%
净利率		15%	7%	-9%
涂覆膜	单位	2018 年	2019 年	YoY
收入（内部抵消）	亿元	3.19	6.95	118%
收入（未内部抵消）	亿元	3.62	10.04	178%
利润（未内部抵消）	亿元	0.44	1.70	286%
毛利率		45.37%	47.07%	1.70%
净利率		12.2%	16.9%	4.8%

涂覆膜加工量	亿平	2.09	5.71	173.14%
涂覆膜单价	元/平	1.53	1.22	-20%
单平净利润	元/平	0.21	0.30	41%

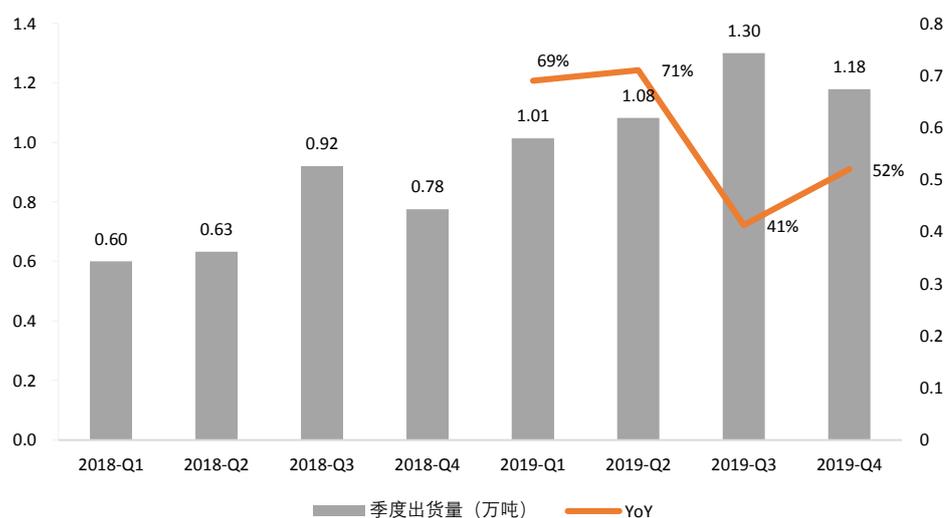
资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：璞泰来各季度分业务拆分

单位：亿元	18 年	19Q1	19Q2	19 年 Q3	19Q4	19 年
营业收入	33.1	10.29	11.48	13.24	12.98	47.99
YoY	47.2%	79.5%	42.7%	44.9%	27.3%	45%
负极	19.8	6.57	7.33	9.00	7.62	30.53
-单价（万元/吨）	6.77	6.48	6.78	6.92	6.46	6.67
-量（万吨）	2.9	1.01	1.08	1.30	1.18	4.58
石墨化（内部抵消）	3.8	0.7	0.7	0.6	0.6	2.58
石墨化（未内部抵消）	4.6	1	1.18	2.0	2.0	6.13
-单价（万元/吨）	4.6	-7.2	-13.1	9.6	2.0	6.27
-量（万吨）	1.0	-0.14	-0.09	0.21	1.00	0.98
设备	5.5	1.3	1.05	2.1	2.4	6.90
涂覆膜	3.2	1.47	1.92	1.6	1.9	6.95
-涂覆膜单价（元/平）	1.5	1.39	1.44	1.20	1.0	1.22
-涂覆膜量（亿平）	2.1	1.06	1.34	1.34	1.97	5.71
-涂覆加工单价（元/平）	0.97	0.80	0.76	0.72	0.65	
铝塑膜	0.6	0.10	0.20	0.2	0.27	0.77
其他收入	0.18	0.15	0.28	-0.31	0.15	0.10

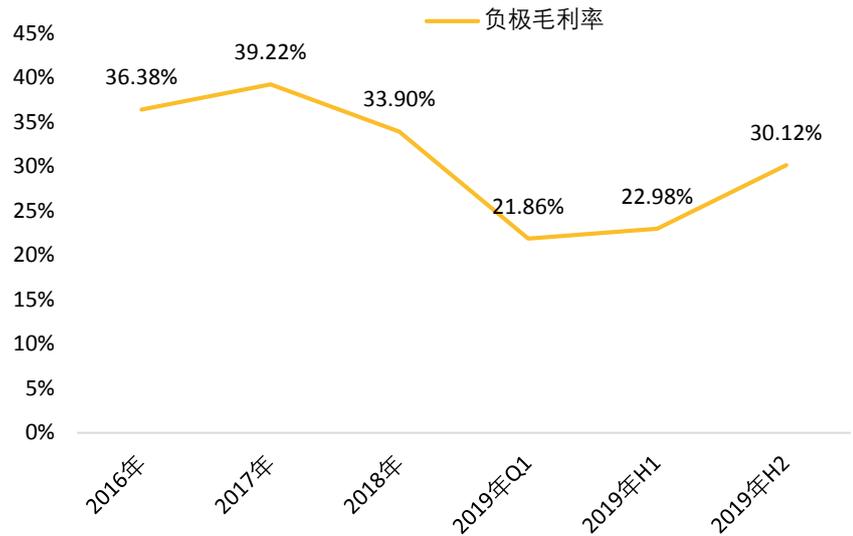
资料来源：公司公告，GGII，天风证券研究所

图 1：璞泰来负极季度出货量（万吨）



资料来源：GGII，公司公告，天风证券研究所

图 2：璞泰来负极毛利率

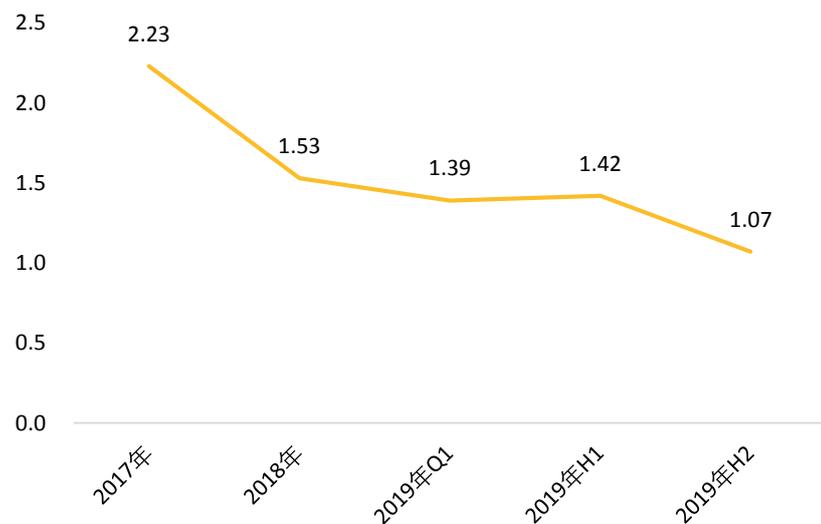


资料来源：公司公告，天风证券研究所

锂电设备：竞争激烈，毛利率下滑。2019年锂电设备收入6.9亿元，同比增长25%，但由于竞争较为激烈，毛利率下滑至27%（下滑5.4Pct），全年净利润5700万，同比下滑41%。

涂覆膜：成本控制优秀，对冲价格下降压力。涂覆膜收入6.95亿元，同比增长118%，销量5.71亿平，同比增长173%，毛利率47%，同比增加1.7Pct，涂覆膜成本持续下降抵消价格下降压力，涂覆膜价格由2018年的1.53元/平下降至2019年的1.22元/平，2019年H2价格进一步下降至1.07元/平米，下降幅度较大。**公司通过提高自动化水平、导入宽膜与自动接带技术以及大数据系统监测等持续改善生产效率和稳定性，对冲了价格下降压力。**

图3：璞泰来涂覆膜价格（元/平）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 定增点评

本次定增募资49.6亿元，包括5万吨负极产能（总投资12.8亿元，定增10亿），7.35亿元计划收购山东兴丰49%股权，5万吨石墨化（总投资6亿，定增4.3亿），隔膜2.5亿平（总投资7.8亿元，定增7.1亿元），5亿平涂覆膜项目（总投资3.6亿元，定增3.1亿元），

隔膜高速线研发项目 2.8 亿元，流动资金 15 亿元。

5 万吨负极项目位于内蒙卓资，设备投资 6.2 亿元，单吨设备投资 1.24 万元，每 Gwh 设备投资 1100 万元，预计投产后营收 17.8 亿元，净利润 2.5 亿元，净利率 14%。目前正处于环评，建设期 24 个月

山东兴丰自身拥有 1 万吨石墨化产能，全资子公司内蒙兴丰一期 5 万吨石墨化产能已投产，二期 5 万吨在建（定增项目）。**业绩对赌：2020-2022 年扣非利润分别为 1.5 亿元、1.8 亿元、2.2 亿元**，2019 年扣非利润为 0.59 亿元。

2.5 亿平隔膜项目实施主体为溧阳月泉，设备投资 5.8 亿元，每 Gwh 设备投资 4000 万元，本项目目的是增强公司隔膜涂覆一体化能力，不增加收入。5 亿平涂覆膜项目实施主体为宁德卓高，预期收入 2.4 亿元，净利润 4800 万，净利率 20%。

目前负极产能为 5 万吨，预计今年产能将增加至 8 万吨，内蒙卓资投产后，产能将增加至 13 万吨，石墨化目前产能为 6 万吨，内蒙二期投产后，产能将增加至 11 万吨，基本与负极产能匹配。

2019 年涂覆隔膜产能为 6.5 亿平，涂覆膜原有产能 3 亿平，可转债项目 8 亿平，定增项目 5 亿平，全部投产后，涂覆隔膜产能将达 16 亿平，公司涂覆膜竞争力进一步增强。

表 4：璞泰来产能测算

单位：万吨	2018	2019	2020E	2021E
负极	3	5	8	13
江西紫宸	3	5	5	5
溧阳紫宸 3 万吨			3	3
内蒙卓资 5 万吨				5
石墨化	1	6	6	11
山东兴丰	1	1	1	1
内蒙兴丰一期 5 万吨		5	5	5
内蒙兴丰二期 5 万吨				5
涂覆膜-亿平	3	6.5	10	16
原有产能	3	3	3	3
可转债 8 亿平		3.5	5	8
定增 5 亿平			2	5

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,334.27	862.30	548.95	2,133.60	1,204.22
应收票据及应收账款	1,183.44	1,260.67	2,940.87	1,792.94	4,201.60
预付账款	148.91	81.02	224.80	217.41	335.13
存货	1,906.79	2,265.13	3,881.18	4,126.56	6,405.75
其他	144.35	500.37	282.24	309.72	389.62
流动资产合计	4,717.76	4,969.48	7,878.03	8,580.23	12,536.32
长期股权投资	1.00	232.42	232.42	232.42	232.42
固定资产	680.34	1,476.40	1,809.21	2,006.38	2,109.17
在建工程	795.93	905.32	579.19	395.52	267.31
无形资产	220.00	222.80	212.52	202.24	191.96
其他	245.43	324.09	228.15	257.16	264.56
非流动资产合计	1,942.70	3,161.03	3,061.49	3,093.71	3,065.41
资产总计	6,660.46	8,130.92	10,939.66	11,674.13	15,601.98
短期借款	417.50	1,227.53	1,082.48	400.00	400.00
应付票据及应付账款	1,274.83	1,503.61	2,923.44	2,621.22	4,561.71
其他	1,223.41	1,443.38	1,877.99	2,305.50	2,814.37
流动负债合计	2,915.74	4,174.52	5,883.91	5,326.72	7,776.08
长期借款	280.07	148.60	300.00	350.00	400.00
应付债券	226.51	65.63	161.75	151.30	126.23
其他	116.94	97.58	76.27	96.93	90.26
非流动负债合计	623.52	311.81	538.02	598.23	616.48
负债合计	3,539.26	4,486.33	6,421.93	5,924.95	8,392.57
少数股东权益	212.87	235.18	337.78	507.57	697.22
股本	434.70	435.22	435.22	435.22	435.22
资本公积	1,101.14	1,137.27	1,137.27	1,137.27	1,137.27
留存收益	2,518.13	3,022.77	3,744.73	4,806.39	6,076.98
其他	(1,145.63)	(1,185.84)	(1,137.27)	(1,137.27)	(1,137.27)
股东权益合计	3,121.20	3,644.60	4,517.73	5,749.18	7,209.42
负债和股东权益总	6,660.46	8,130.92	10,939.66	11,674.13	15,601.98

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	600.72	679.10	905.32	1,278.99	1,450.70
折旧摊销	70.94	124.16	63.60	76.79	85.70
财务费用	59.28	121.88	139.58	98.70	63.72
投资损失	(56.26)	(8.70)	(8.00)	(8.00)	(8.00)
营运资金变动	(384.06)	(588.11)	(1,335.69)	979.92	(2,422.91)
其它	35.69	162.11	(93.70)	206.28	238.78
经营活动现金流	326.32	490.43	(328.89)	2,632.68	(592.01)
资本支出	971.70	1,274.53	81.31	59.34	56.67
长期投资	(95.26)	231.42	0.00	0.00	0.00
其他	(1,805.39)	(3,052.87)	270.37	(198.62)	(188.38)
投资活动现金流	(928.95)	(1,546.93)	351.67	(139.28)	(131.70)
债权融资	1,086.43	1,762.52	1,706.15	1,116.31	1,158.79
股权融资	(45.47)	(67.31)	(91.01)	(98.70)	(63.72)
其他	(370.88)	(1,358.91)	(1,951.28)	(1,926.36)	(1,300.73)
筹资活动现金流	670.09	336.29	(336.13)	(908.75)	(205.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	67.46	(720.21)	(313.35)	1,584.65	(929.37)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,311.03	4,798.53	6,861.89	8,894.09	11,262.80
营业成本	2,254.42	3,383.68	4,734.71	6,152.75	8,109.21
营业税金及附加	13.93	21.69	33.11	40.18	52.05
营业费用	113.42	177.81	171.55	231.25	259.04
管理费用	27.95	161.47	171.55	266.82	360.41
研发费用	94.61	211.86	274.48	355.76	450.51
财务费用	47.77	99.89	139.58	98.70	63.72
资产减值损失	52.70	(12.67)	23.14	85.00	90.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	(201.70)	33.62	44.82
投资净收益	56.26	8.70	8.00	8.00	8.00
其他	(19.91)	(18.58)	387.40	(83.23)	(105.64)
营业利润	669.87	764.66	1,120.10	1,705.24	1,930.67
营业外收入	1.24	4.84	7.68	4.59	5.70
营业外支出	3.58	0.70	1.74	2.00	1.48
利润总额	667.54	768.81	1,126.04	1,707.83	1,934.90
所得税	66.82	89.71	112.72	256.17	290.23
净利润	600.72	679.10	1,013.32	1,451.65	1,644.66
少数股东损益	6.46	28.02	108.00	172.66	193.96
归属于母公司净利润	594.26	651.07	905.32	1,278.99	1,450.70
每股收益(元)	1.37	1.50	2.08	2.94	3.33

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	47.20%	44.93%	43.00%	29.62%	26.63%
营业利润	29.87%	14.15%	46.48%	52.24%	13.22%
归属于母公司净利润	31.80%	9.56%	39.05%	41.28%	13.43%
获利能力					
毛利率	31.91%	29.49%	31.00%	30.82%	28.00%
净利率	17.95%	13.57%	13.19%	14.38%	12.88%
ROE	20.43%	19.10%	21.66%	24.40%	22.28%
ROIC	39.44%	28.13%	28.31%	28.22%	38.29%
偿债能力					
资产负债率	53.14%	55.18%	58.70%	50.75%	53.79%
净负债率	-7.94%	24.70%	25.61%	-17.69%	-0.63%
流动比率	1.62	1.19	1.34	1.61	1.61
速动比率	0.96	0.65	0.68	0.84	0.79
营运能力					
应收账款周转率	3.12	3.93	3.27	3.76	3.76
存货周转率	2.14	2.30	2.23	2.22	2.14
总资产周转率	0.60	0.65	0.72	0.79	0.83
每股指标(元)					
每股收益	1.37	1.50	2.08	2.94	3.33
每股经营现金流	0.75	1.13	-0.76	6.05	-1.36
每股净资产	6.68	7.83	9.60	12.04	14.96
估值比率					
市盈率	45.99	41.97	30.19	21.37	18.84
市净率	9.40	8.02	6.54	5.21	4.20
EV/EBITDA	21.08	31.62	21.60	14.10	13.28
EV/EBIT	22.56	35.02	22.69	14.70	13.85

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