

# 万科 A (000002)

证券研究报告

2020年08月30日

## 半年度业绩平稳增长，净负债率维持低位

**事件：**公司公告 2020 年半年度业绩，2020 年上半年公司实现营业收入 1463.5 亿元，YOY+5.0%；实现归母净利润 125.1 亿元，YOY+5.6%；实现基本每股收益 1.11 元/股，YOY+ 4.7%。

**半年度业绩实现平稳增长：**期内公司实现营业收入 1463.5 亿元，YOY+5.0%，较上年同期收缩 26.4pct；实现归母净利润 125.1 亿元，YOY+5.6%，较上年同期收缩 24.4pct。分季度看，Q1、Q2 分别实现营收 477.7 亿元、985.8 亿元，对应增速分别为 -1.2%、+8.4%；分别实现归母净利润 12.5、112.6 亿元，对应增速分别为 +11.5%、+5.0%，上半年整体受疫情影响，部分项目开工延迟，在上年同期高基数之下，公司在二季度加快竣工交付速度，上半年营收、归母净利润双双取得正向增长，在头部房企半年度业绩中表现突出。期内公司毛利率虽较上年同期收缩 4.4pct 至 31.8%，但由于期内合作项目增多并陆续进入项目结转期，期内实现投资收益 26.9 亿元，YOY+106.8%，扣除相应比例的所得税、少数股东权益后，对归母净利润产生 24.3 亿元的贡献，占当期归母净利润比重约 19.5%。

**归母净利率维持稳定：**期内公司实现毛利率 31.8%，较上年同期收缩 4.4pct；实现净利率 12.7%，较上年同期收缩 1.1pct；实现归母净利率 8.5%，与上年同期基本持平。上半年公司毛利率有所下滑，1) 资本化率提高对成本端有拉升作用，期内资本化率较上年同期提升 10.4pct 至 48.1%，若按上年同期资本化率水平计算，将减少营业成本 8.1 亿元，重新计算后的毛利率较当期水平提升 0.6pct；2) 当期结算项目受限价叠加高地价影响，毛利率空间被压缩，我们认为短期内毛利率水平或将略微收缩。期内毛利率虽收缩 4.4pct，但归母净利率基本保持稳定，主要源于 1) 投资收益的增长；2) 费用端的改善，期内销售、管理、财务费率分别为 2.2%、3.2%、2.3%，分别较上年同期收缩 0.1pct、收缩 0.6pct、收缩 0.1pct，以销售金额来看，销售费用/销售金额、管理费用/销售金额分别为 1.0%、1.4%，分别与上年同期基本持平、收缩 0.1pct，管理效率有所提升。3) 归母净利润在净利润中的比重有所上升，归母净利润/净利润比重较上年同期提升 5.7pct 至 67.1%。

**净负债率保持低位：**期末公司有息负债规模达 2729.8 亿元，其中银行借款、应付债券、其他借款占比分别为 55.8%、25.5%、18.7%，债务指标表现上，期末有息负债率 18.2%，较上年末略微提升 0.4pct，净负债率 27.0%，较上年末收缩 6.9pct，平均融资成本 2.84%（以利息支出/有息负债计算），较上年末下降 295BP，融资成本具备较强优势。一年内到期债务占比 36.1%，较上年末下降 0.9pct，现金短债比 1.95，短期偿债能力较强，现金流状况良好。

**项目资源保持相对合理水平：**期内实现销售金额 3204.8 亿元，YOY-4.0%，实现销售面积 2077.0 万方，YOY-3.4%，实现销售均价 15431 元/平米，YOY-0.7%，销售端仍在持续修复中。期内公司累计新增项目 55 个，总规划建面 980.2 万方，权益规划建面 504.6 万方，权益比例为 51.5%，权益地价总额约 321.3 亿元，若按上半年销售金额回款率 90%，权益比例 70%计算，拿地力度约为 15.9%，均价为 6368 元/平米，拿地均价/销售均价为 41.3%。截止期末，总土储 1.57 亿方（在建 11024 万方+规划中 4696 万方），权益土储 9981 万方。

**投资建议：**公司业绩增长稳定，财务稳健，净负债率低，由于公司上半年毛利率有所下降，考虑到后期结算项目受限价叠加高地价影响，我们对公司盈利预测下调预期，预计公司 20-22 年归母净利润分别为 429.8、476.8、528.7 亿元（前值 460.2、540.2、628.9 亿元），对应 PE 为 7.45X、6.72X、6.06X，维持“买入”评级。

**风险提示：**新房销售不及预期，疫情影响超预期，房屋价格大幅下跌

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	297,679.33	367,893.88	428,338.84	501,027.94	577,234.29
增长率(%)	22.55	23.59	16.43	16.97	15.21
EBITDA(百万元)	76,686.26	89,552.76	91,794.58	99,522.10	110,343.44
净利润(百万元)	33,772.65	38,872.09	42,982.29	47,678.45	52,872.66
增长率(%)	20.39	15.10	10.57	10.93	10.89
EPS(元/股)	2.91	3.35	3.70	4.10	4.55
市盈率(P/E)	9.48	8.24	7.45	6.72	6.06
市净率(P/B)	2.06	1.70	1.45	1.26	1.10
市销率(P/S)	1.08	0.87	0.75	0.64	0.55
EV/EBITDA	3.97	4.35	3.47	3.58	3.12

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	27.57 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	9,724.20
流通 A 股股本(百万股)	9,714.31
A 股总市值(百万元)	268,096.10
流通 A 股市值(百万元)	267,823.66
每股净资产(元)	16.84
资产负债率(%)	83.87
一年内最高/最低(元)	33.60/24.18

### 作者

**陈天诚** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517110001  
chentiancheng@tfzq.com

**张春娥** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520070001  
zhangchune@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

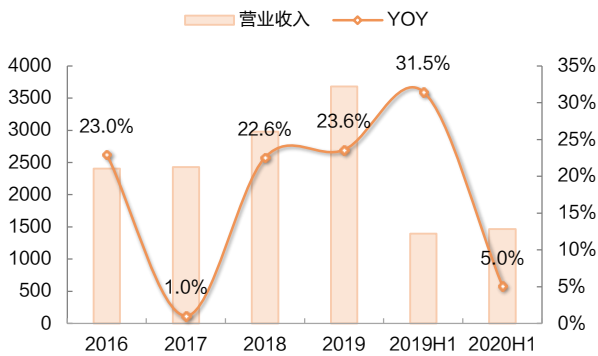
- 《万科 A-公司点评:销售高位增长，拿地积极度提升》2020-08-05
- 《万科 A-公司点评:拿地持续谨慎，半年累计销售金额持续修复》2020-07-03
- 《万科 A-公司点评:拿地相对谨慎，5 月单月销售增速回正》2020-06-03

## 1. 半年度业绩平稳增长，净负债率维持低位

### 1.1. 半年度业绩实现平稳增长

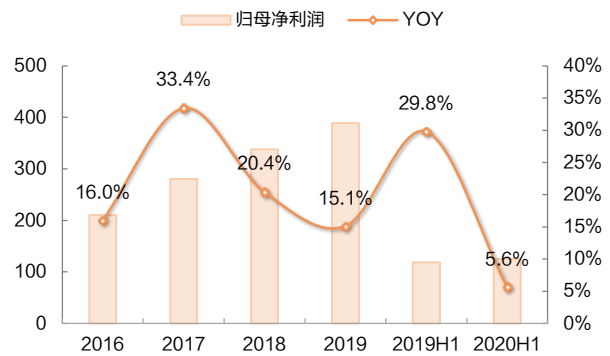
期内公司实现营业收入 1463.5 亿元，YOY+5.0%，较上年同期收缩 26.4pct；实现归母净利润 125.1 亿元，YOY+5.6%，较上年同期收缩 24.4pct。分季度看，Q1、Q2 分别实现营收 477.7 亿元、985.8 亿元，对应增速分别为-1.2%、+8.4%；分别实现归母净利润 12.5、112.6 亿元，对应增速分别为+11.5%、+5.0%，上半年整体受疫情影响，部分项目开竣工延迟，在上年同期高基数之下，公司在二季度加快竣工交付速度，上半年营收、归母净利润双双取得正向增长，在头部房企半年度业绩中表现突出。期内公司毛利率虽较上年同期收缩 4.4pct 至 31.8%，但由于期内合作项目增多并陆续进入项目结转期，期内实现投资收益 26.9 亿元，YOY+106.8%，扣除相应比例的所得税、少数股东权益后，对归母净利润产生 24.3 亿元的贡献，占当期归母净利润比重约 19.5%。

图 1：营业收入变动（亿元）



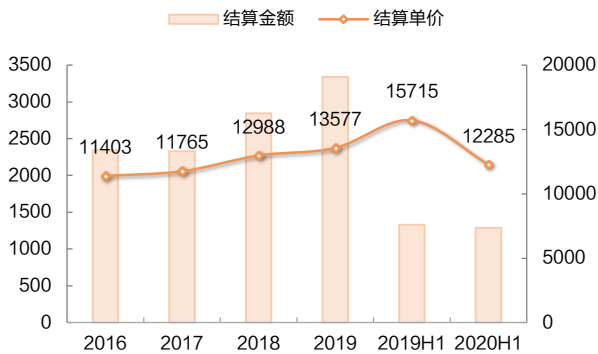
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：归母净利润变动（亿元）



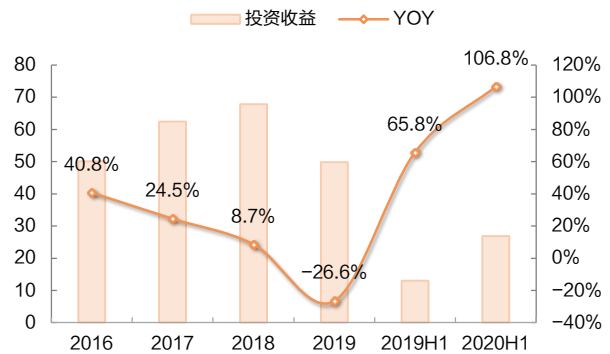
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：结算金额及结算单价（亿元，元/平米）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：投资收益（亿元）



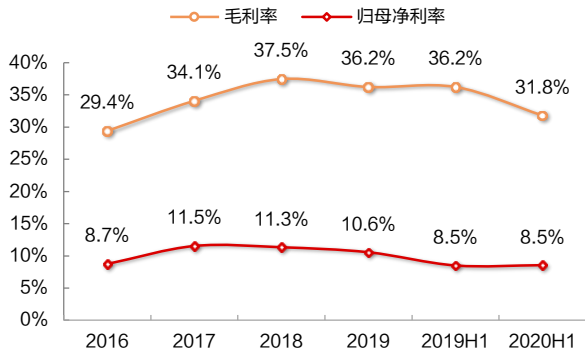
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 归母净利率维持稳定

期内公司实现毛利率 31.8%，较上年同期收缩 4.4pct；实现净利率 12.7%，较上年同期收缩 1.1pct；实现归母净利率 8.5%，与上年同期基本持平。上半年公司毛利率有所下滑，1) 资本化率提高对成本端有拉升作用，期内资本化率较上年同期提升 10.4pct 至 48.1%，若按上年同期资本化率水平计算，将减少营业成本 8.1 亿元，重新计算后的毛利率较当期水平提升 0.6pct；2) 当期结算项目受限价叠加高地价影响，毛利率空间被压缩，我们认为短期内毛利率水平或将略微收缩。期内毛利率虽收缩 4.4pct，但归母净利率基本保持稳定，主要源于 1) 投资收益的增长；2) 费用端的改善，期内销售、管理、财务费率分别为 2.2%、3.2%、2.3%，分别较上年同期收缩 0.1pct、收缩 0.6pct、收缩 0.1pct，以销售金额来看，销售费用/销售金额、管理费用/销售金额分别为 1.0%、1.4%，分别与上年同期基本持平、收缩 0.1pct，

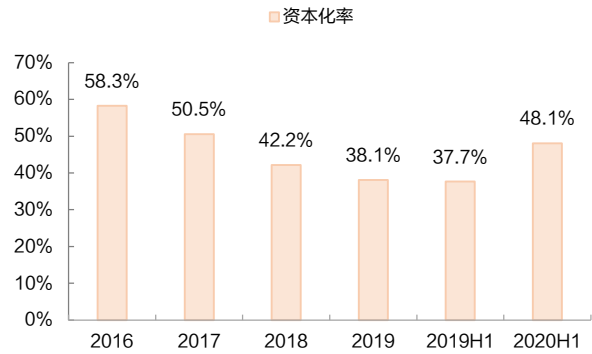
管理效率有所提升。3) 归母净利润在净利润中的比重有所上升, 归母净利润/净利润比重较上年同期提升 5.7pct 至 67.1%。

图 5: 毛利率与净利率变动



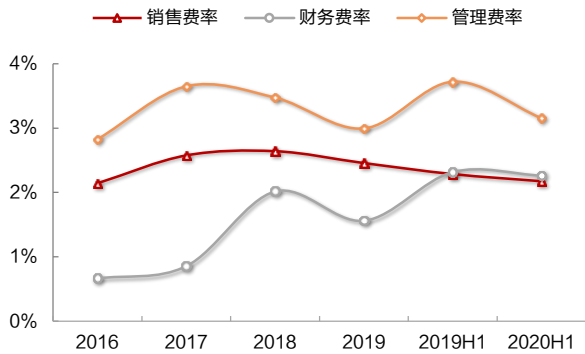
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 6: 资本化率变动



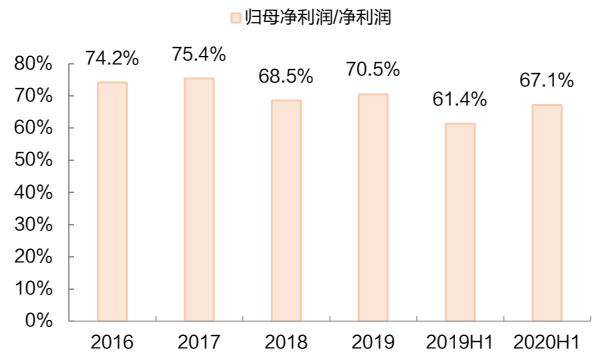
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 7: 三费变动



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 8: 归母净利润/净利润比重变动

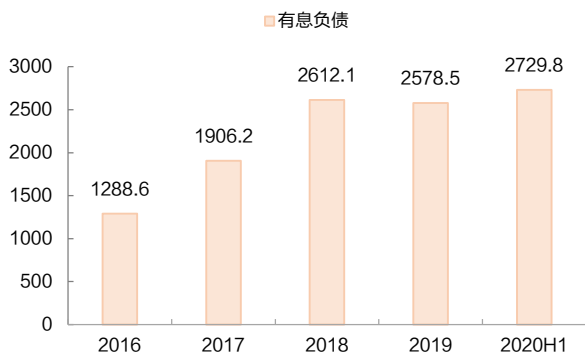


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 1.3. 净负债率保持低位

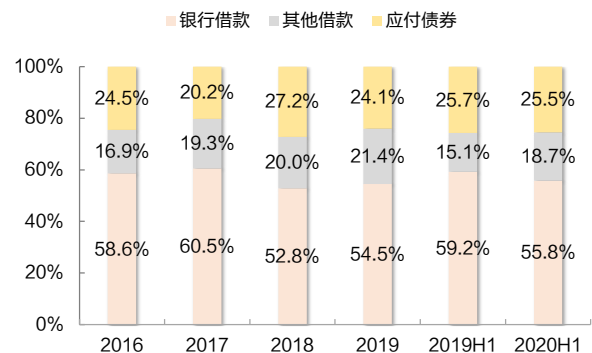
期末公司有息负债规模达 2729.8 亿元, 其中银行借款、应付债券、其他借款占比分别为 55.8%、25.5%、18.7%, 债务指标表现上, 期末有息负债率 18.2%, 较上年末略微提升 0.4pct, 净负债率 27.0%, 较上年末收缩 6.9pct, 平均融资成本 2.84%(以利息支出/有息负债计算), 较上年末下降 295BP, 融资成本具备较强优势。一年内到期债务占比 36.1%, 较上年末下降 0.9pct, 现金短债比 1.95, 短期偿债能力较强, 现金流状况良好。

图 9: 有息负债 (亿元)



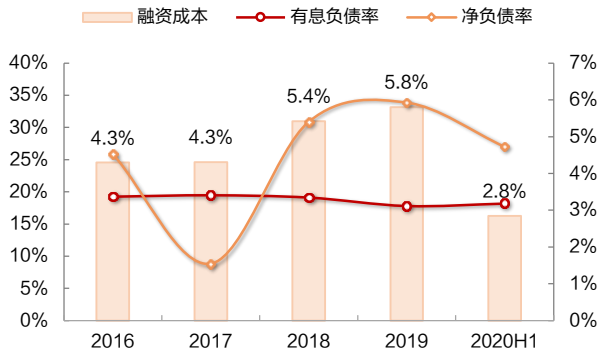
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 10: 有息负债借款构成



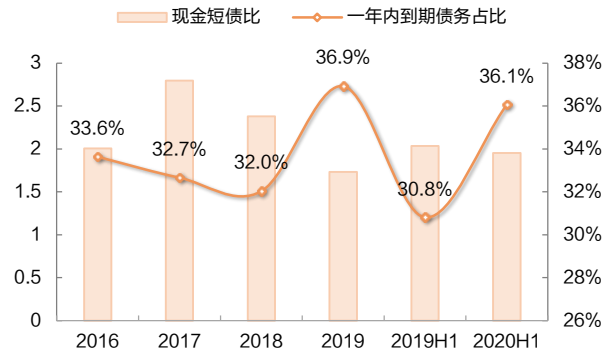
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 11：有息负债率、净负债率、融资成本



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：一年内到期债务占比、现金短债比

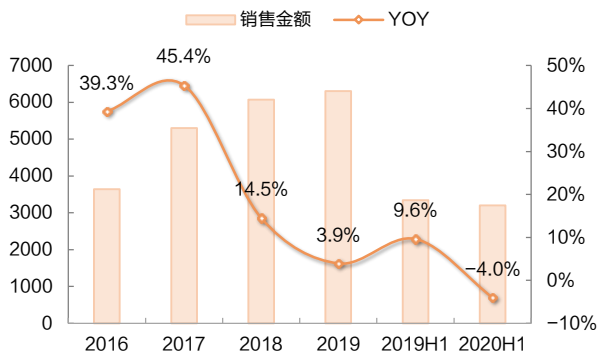


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.4. 项目资源保持相对合理水平

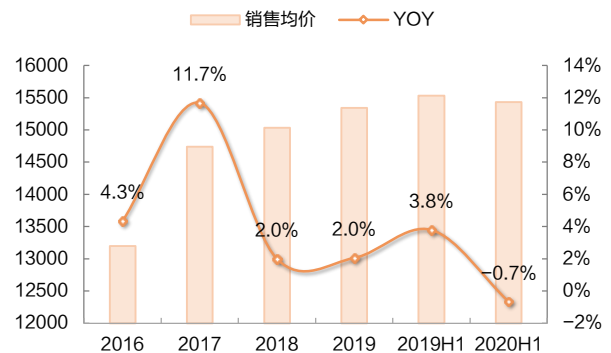
期内实现销售金额 3204.8 亿元，YOY-4.0%，实现销售面积 2076.9 万方，YOY-3.4%，实现销售均价 15431 元/平米，YOY-0.7%，销售端仍在持续修复中。期内公司累计新增项目 55 个，总规划建面 980.2 万方，权益规划建面 504.6 万方，权益比例为 51.5%，权益地价总额约 321.3 亿元，若按上半年销售金额回款率 90%，权益比例 70% 计算，拿地力度约为 15.9%，均价为 6368 元/平米，拿地均价/销售均价为 41.3%。截止期末，总土储 1.57 亿方（在建 11024 万方+规划中 4696 万方），权益土储 9981 万方。

图 13：销售金额及增速（亿元）



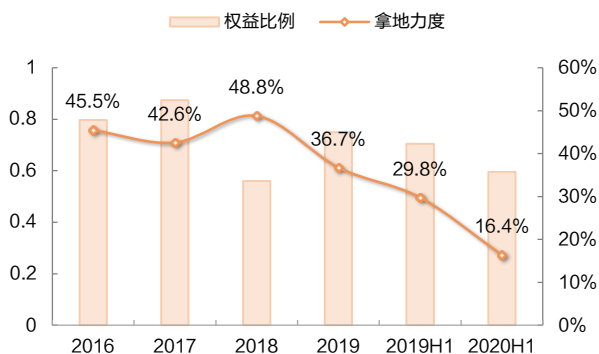
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：销售均价及增速（元/平米）



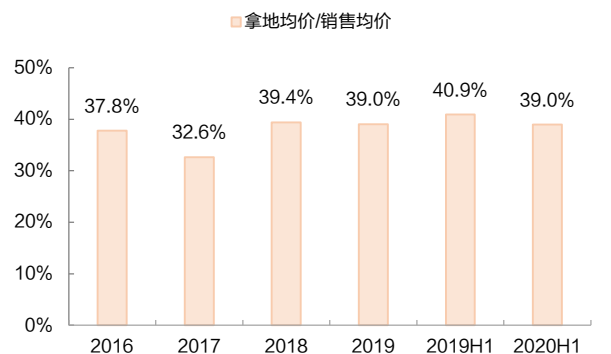
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：以拿地金额计算的权益比例及拿地力度



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：拿地均价/销售均价



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	188,417.45	166,194.60	193,500.37	226,337.38	260,763.30
应收票据及应收账款	1,588.74	2,017.05	2,893.65	3,035.18	3,250.26
预付账款	75,950.90	97,795.83	114,607.88	134,282.76	162,710.06
存货	750,302.63	897,019.04	1,014,614.38	1,210,317.11	1,350,707.90
其他	278,812.15	275,962.85	312,316.28	385,491.67	405,611.01
<b>流动资产合计</b>	<b>1,295,071.86</b>	<b>1,438,989.35</b>	<b>1,637,932.56</b>	<b>1,959,464.10</b>	<b>2,183,042.52</b>
长期股权投资	129,527.66	130,475.77	140,475.77	150,475.77	160,475.77
固定资产	11,533.80	12,399.84	14,512.35	16,538.52	18,554.83
在建工程	1,913.01	4,179.84	4,246.10	4,333.26	4,545.76
无形资产	4,952.58	5,269.65	5,581.56	5,847.97	6,068.87
其他	85,580.45	138,615.00	133,970.54	135,790.11	134,484.26
<b>非流动资产合计</b>	<b>233,507.50</b>	<b>290,940.10</b>	<b>298,786.32</b>	<b>312,985.63</b>	<b>324,129.48</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,528,579.36</b>	<b>1,729,929.45</b>	<b>1,936,718.89</b>	<b>2,272,449.72</b>	<b>2,507,172.01</b>
短期借款	10,101.92	15,365.23	77,906.88	105,827.58	125,485.72
应付票据及应付账款	229,597.38	268,222.15	319,972.75	387,102.93	430,703.37
其他	882,214.64	989,022.91	1,083,126.88	1,254,659.62	1,390,713.99
<b>流动负债合计</b>	<b>1,121,913.94</b>	<b>1,272,610.28</b>	<b>1,481,006.51</b>	<b>1,747,590.12</b>	<b>1,946,903.08</b>
长期借款	120,929.06	114,319.78	72,150.14	87,143.88	63,901.26
应付债券	47,095.15	49,645.51	36,175.40	38,531.07	40,600.54
其他	3,020.49	22,774.76	23,157.01	23,047.78	23,075.09
<b>非流动负债合计</b>	<b>171,044.69</b>	<b>186,740.05</b>	<b>131,482.55</b>	<b>148,722.73</b>	<b>127,576.90</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,292,958.63</b>	<b>1,459,350.33</b>	<b>1,612,489.06</b>	<b>1,896,312.85</b>	<b>2,074,479.98</b>
少数股东权益	79,856.60	82,520.62	102,747.58	121,289.20	140,844.84
股本	11,039.15	11,302.14	11,617.73	11,617.73	11,617.73
资本公积	8,005.63	12,384.48	13,598.62	13,589.13	13,577.78
留存收益	147,123.72	178,562.78	209,864.51	243,229.93	280,229.45
其他	(10,404.37)	(14,190.91)	(13,598.62)	(13,589.13)	(13,577.78)
<b>股东权益合计</b>	<b>235,620.73</b>	<b>270,579.12</b>	<b>324,229.83</b>	<b>376,136.87</b>	<b>432,692.03</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,528,579.36</b>	<b>1,729,929.45</b>	<b>1,936,718.89</b>	<b>2,272,449.72</b>	<b>2,507,172.01</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	49,272.29	55,131.61	42,982.29	47,678.45	52,872.66
折旧摊销	2,921.94	4,119.52	1,106.31	1,296.26	1,493.29
财务费用	5,998.57	5,735.94	6,209.96	7,826.23	8,533.13
投资损失	(6,787.93)	(4,984.13)	(9,867.00)	(8,187.00)	(8,264.23)
营运资金变动	33,726.72	(28,723.53)	12,525.75	(59,826.52)	(11,554.53)
其它	(51,513.40)	14,407.40	18,991.69	17,541.62	18,855.64
<b>经营活动现金流</b>	<b>33,618.18</b>	<b>45,686.81</b>	<b>71,949.01</b>	<b>6,329.04</b>	<b>61,935.96</b>
资本支出	59,075.90	(12,739.44)	13,214.75	13,785.24	13,915.68
长期投资	48,303.35	948.11	10,000.00	10,000.00	10,000.00
其他	(174,743.69)	(16,835.41)	(25,688.35)	(27,264.75)	(28,183.11)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(67,364.44)</b>	<b>(28,626.73)</b>	<b>(2,473.60)</b>	<b>(3,479.51)</b>	<b>(4,267.43)</b>
债权融资	247,218.53	259,976.74	233,575.60	285,702.34	286,865.99
股权融资	(8,955.93)	(501.78)	(2,722.76)	(7,634.31)	(8,275.93)
其他	(193,464.95)	(292,813.18)	(273,022.48)	(248,080.54)	(301,832.67)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>44,797.65</b>	<b>(33,338.21)</b>	<b>(42,169.64)</b>	<b>29,987.49</b>	<b>(23,242.62)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>11,051.40</b>	<b>(16,278.14)</b>	<b>27,305.77</b>	<b>32,837.01</b>	<b>34,425.92</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>297,679.33</b>	<b>367,893.88</b>	<b>428,338.84</b>	<b>501,027.94</b>	<b>577,234.29</b>
营业成本	186,104.22	234,550.33	294,097.45	339,396.33	387,381.93
营业税金及附加	23,176.06	32,905.22	32,982.09	40,683.47	50,450.28
营业费用	7,868.08	9,044.50	9,123.62	12,726.11	15,181.26
管理费用	10,340.80	11,018.41	11,993.49	14,730.22	20,030.03
研发费用	946.06	1,066.68	85.67	1,452.98	1,904.87
财务费用	5,998.57	5,735.94	6,209.96	7,826.23	8,533.13
资产减值损失	2,354.25	(1,648.76)	(2,000.00)	1,000.00	1,000.00
公允价值变动收益	86.63	(68.52)	(1,235.27)	(1,000.00)	(700.00)
投资净收益	6,787.93	4,984.13	9,867.00	8,187.00	8,264.23
其他	(13,481.90)	(6,307.19)	(17,263.47)	(14,374.00)	(15,128.46)
<b>营业利润</b>	<b>67,498.61</b>	<b>76,613.14</b>	<b>84,478.30</b>	<b>90,399.61</b>	<b>100,317.02</b>
营业外收入	474.50	714.73	1,023.57	900.00	600.00
营业外支出	512.91	788.58	770.98	661.68	461.68
<b>利润总额</b>	<b>67,460.20</b>	<b>76,539.29</b>	<b>84,730.90</b>	<b>90,637.93</b>	<b>100,455.34</b>
所得税	18,187.91	21,407.67	21,521.65	24,417.86	28,027.04
<b>净利润</b>	<b>49,272.29</b>	<b>55,131.61</b>	<b>63,209.25</b>	<b>66,220.07</b>	<b>72,428.30</b>
少数股东损益	15,499.64	16,259.53	20,226.96	18,541.62	19,555.64
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>33,772.65</b>	<b>38,872.09</b>	<b>42,982.29</b>	<b>47,678.45</b>	<b>52,872.66</b>
每股收益(元)	2.91	3.35	3.70	4.10	4.55

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	22.55%	23.59%	16.43%	16.97%	15.21%
营业利润	32.84%	13.50%	10.27%	7.01%	10.97%
归属于母公司净利润	20.39%	15.10%	10.57%	10.93%	10.89%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.48%	36.25%	31.34%	32.26%	32.89%
净利率	11.35%	10.57%	10.03%	9.52%	9.16%
ROE	21.68%	20.67%	19.41%	18.71%	18.12%
ROIC	36.67%	30.09%	31.58%	32.61%	27.02%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	84.59%	84.36%	83.26%	83.45%	82.74%
净负债率	24.96%	34.66%	12.36%	15.78%	6.03%
流动比率	1.15	1.13	1.11	1.12	1.12
速动比率	0.49	0.43	0.42	0.43	0.43
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	197.04	204.06	174.45	169.01	183.67
存货周转率	0.44	0.45	0.45	0.45	0.45
总资产周转率	0.22	0.23	0.23	0.24	0.24
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.91	3.35	3.70	4.10	4.55
每股经营现金流	2.89	3.93	6.19	0.54	5.33
每股净资产	13.41	16.19	19.06	21.94	25.12
<b>估值比率</b>					
市盈率	9.48	8.24	7.45	6.72	6.06
市净率	2.06	1.70	1.45	1.26	1.10
EV/EBITDA	3.97	4.35	3.47	3.58	3.12
EV/EBIT	4.07	4.48	3.52	3.62	3.16



### 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