

# 王府井 (600859)

证券研究报告

2021年01月19日

## 王府井与海南橡胶就海南岛内免税达成合作，正式拉开免税经营序幕

### 1. 事件

2021年1月15日，王府井与海南橡胶签署投资合作协议，分别出资成立海南王府井海垦免税品经营有限责任公司（暂定名，以下简称“免税品经营公司”）及海南海垦王府井日用免税品经营有限责任公司暂定名，以下简称“日用免税品经营公司”（两家公司统称“合资公司”），用于发展运营海南省岛内免税项目和岛内日用免税品项目并开展免税品经营管理。

### 2. 点评

王府井本次与海南橡胶投资设立的两家合资公司，经营项目均为岛内免税项目，销售对象为海南岛内居民。王府井、海南橡胶合作发挥各自优势，平衡双方利益，有利于充分发挥王府井作为老牌零售企业在供应链和经营管理方面的优势和海南橡胶在海南招商、物业方面的资源优势，强强联合拓展岛内免税市场。

岛民免税政策即将落地，市场规模有望超两千亿。海口海关关长在访谈中表示，有关部门正在抓紧制定岛内居民消费免税清单，预计海南岛内居民日用品免税清单和涉及额度、品类、参与方等的相关政策即将落地。随着岛民的消费能力日益增强，保守估计海南社零将以10%的年增速增长，2025年之前达到3000亿的规模。预期2025年之前海南岛民免税商品品类市场规模有望超2000亿，为岛民免税参与者提供全新利润增长空间。

继2020年王府井获批免税经营资质后，本次设立合资公司经营岛内免税业务为王府井免税业务正式拉开序幕。积极布局机场、市内免税，后续发展值得期待。在海南以外，王府井积极争取首都国际机场和北京大兴国际机场免税店落地；积极布局北京市内店选址，在通州布局集免税、购物中心、奥莱为一体的环球影城项目，并积极探索西安、成都等市内免税店的可能。

### 3. 投资建议

政策刺激下海南岛免税消费已迎来持续扩容升级，岛民免税政策刺激下海南免税市场将进一步扩张，岛民免税市场合作有利于借助双方物业及经营优势，建议关注【王府井】，后续离岛、机场、市内免税业务有望加速落地。我们预计公司20-22年业绩为4/9.5/10.5亿元，-57.9%/+133.8%/+10.4%yoy，当前股价对应PE分别为61.3x/26.2x/23.7x，维持买入评级。

**风险提示：**岛内免税政策不达预期，项目审批风险，免税项目经营风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,711.16	26,788.84	6,646.31	7,669.84	8,080.95
增长率(%)	2.40	0.29	(75.19)	15.40	5.36
EBITDA(百万元)	1,827.84	1,996.87	814.77	1,404.04	1,524.19
净利润(百万元)	1,201.43	961.34	404.93	946.81	1,045.56
增长率(%)	32.05	(19.98)	(57.88)	133.82	10.43
EPS(元/股)	1.55	1.24	0.52	1.22	1.35
市盈率(P/E)	20.64	25.80	61.25	26.19	23.72
市净率(P/B)	2.30	2.18	2.12	2.01	1.90
市销率(P/S)	0.93	0.93	3.73	3.23	3.07
EV/EBITDA	0.73	0.64	21.18	11.16	9.86

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	31.95元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	776.25
流通A股股本(百万股)	776.25
A股总市值(百万元)	24,801.20
流通A股市值(百万元)	24,801.20
每股净资产(元)	14.58
资产负债率(%)	44.61
一年内最高/最低(元)	79.19/11.58

### 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

- 《王府井-季报点评:Q3业绩+40%环比大幅改善,免税零售双轮驱动辐射全国》2020-10-31
- 《王府井-公司点评:“5+2”多业态构建核心运营能力,免税零售供应链加速融合发展》2020-09-21
- 《王府井-半年报点评:Q2业绩-30%环比不断改善,加速推动免税业务落地》2020-08-30

## 1. 事件

2021 年 1 月 15 日，王府井与海南橡胶签署投资合作协议，分别出资成立海南王府井海垦免税品经营有限责任公司（暂定名，以下简称“免税品经营公司”）及海南海垦王府井日用免税品经营有限责任公司（暂定名，以下简称“日用免税品经营公司”）（两家公司统称“合资公司”），用于发展运营海南省岛内免税项目和岛内日用免税品项目并开展免税品经营管理。

## 2. 点评

### 2.1. 合资企业经营岛内免税项目，合作安排充分发挥双方优势

王府井本次与海南橡胶投资设立的两家合资公司，经营项目均为岛内免税项目，经营范围涵盖免税商品批发零售、食品经营、烟草制品零售、酒类经营、珠宝首饰零售、母婴用品销售、钟表销售、服装服饰零售；化妆品零售、日用品销售等等，销售对象为海南岛内居民。

**王府井、海南橡胶平等合作，有利于发挥双方优势。**投资金额方面，免税品经营公司注册资本 1 亿元，其中王府井出资 6000 万元，海南橡胶出资 4000 万元；日用免税品经营公司注册资本 1 亿元，其中王府井出资 4000 万元，海南橡胶出资 6000 万元。从合作方式来看，免税品经营公司方面，王府井方负责项目的招商引资工作、免税品经营管理工作，掌握项目的管理、运营权，海南橡胶负责本地资源以及物业方面的协调；日用免税品经营公司方面，海南橡胶负责招商、本地资源以及物业方面的协调，王府井协助海南橡胶负责项目的招商引资工作、免税品经营管理工作。合作方式的安排有利于充分发挥王府井作为老牌零售企业在供应链和经营管理方面的优势和海南橡胶在海南招商、物业方面的资源优势，强强联合拓展岛内免税市场。人员方面，两合资公司高管安排充分平衡双方利益，有利于合作有序推进。

表 1：合资公司高管安排

	免税品经营公司	日用免税品经营公司
董事会	由 5 人组成，其中王府井提名 3 名董事、海南橡胶提名 2 名董事	由 5 人组成，其中王府井提名 2 名董事、海南橡胶提名 3 名董事
总经理、财务总监	由王府井通过市场化选聘推荐	由海南橡胶通过市场化选聘推荐
副总经理（参与重大采购业务、工程招标等决策）	由海南橡胶通过市场化选聘推荐	由王府井通过市场化选聘推荐
其他高级管理人员	由市场化选聘推荐	由市场化选聘推荐
监事	由海南橡胶指定人员担任	由王府井指定人员担任
出纳	由海南橡胶委派	由王府井委派

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.2. 岛民免税政策即将落地，市场规模有望超两千亿

根据《海南自由贸易港建设总体方案》，海南将推出“一负三正”四张清单，实现全岛封关前四类商品免关税，四张清单中包含岛内居民消费免税清单。2025 年前，对岛内居民消费的进境商品，实行正面清单管理，允许岛内免税购买。海口海关关长在访谈中表示，有关部门正在抓紧制定岛内居民消费免税清单，预计海南岛内居民日用品免税清单和涉及额度、品类、参与方等的相关政策即将落地。

岛民免税与离岛免税均是政府监管的特殊业务，岛民免税大概率也是准入制，预计后续获得岛民免税经营资质希望较大的两类企业为本地资源丰富的海南重点国企及在海南岛免税经营经验丰富的企业。

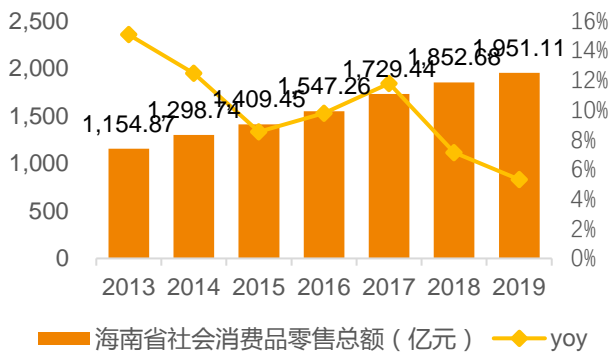
表 2：部分进口商品零关税政策“一负三正”清单

清单	内容
岛内居民消费正面清单	对岛内居民消费的进境商品，实行正面清单管理，允许岛内免税购买。对实行“零关税”清单管理的货物及物品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税
原辅料正面清单	对岛内进口用于生产自用或以“两头在外”模式进行生产加工活动（或服务贸易过程中）所消耗的原辅料，实行“零关税”正面清单管理，清单中品类零关税
交通运输工具正面清单	对岛内进口用于交通运输、旅游业的船舶、航空器等营运运用交通工具及游艇，实行“零关税”正面清单管理，清单中品类零关税
企业自用设备负面清单	除法律法规和相关规定明确不予免税、国家规定禁止进口的商品外，对企业进口自用的生产设备，实行“零关税”负面清单管理，清单以外的企业进口自用设备免关税

资料来源：中华人民共和国中央人民政府，天风证券研究所

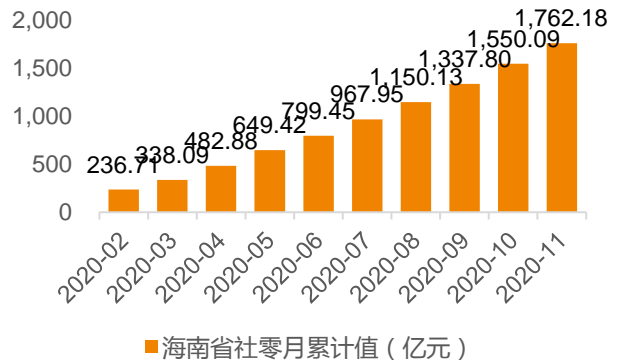
从社零总量的角度来看，海南省社会消费品零售总额从 2013 年 1154.87 亿元增长至 2019 年 1951.11 亿元的水平，年均复合增长率为 9.13%，总体呈逐年增长的趋势。2020 年，在疫情冲击社会零售背景下，受益于离岛免税的带动，海南省社会消费品零售总额维持在较高的水平，截至 11 月，20 年累计社零 1762.18 亿元，同比增长 0.4%，在疫情年份仍然维持正增长。虽然 12 月社零数据尚未公布，但省政府在“十三五”期间海南省经济运行情况答记者问中表示，预计 2020 年社会消费品零售总额突破 2000 亿元。未来，随着疫情影响消散和海南免税政策的不断开放，保守估计海南社零将以 10% 的年增速增长，2025 年之前达到 3000 亿的规模。

图 1：海南省社会消费品零售总额年逐年增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：20 年海南社零总额仍维持正增长

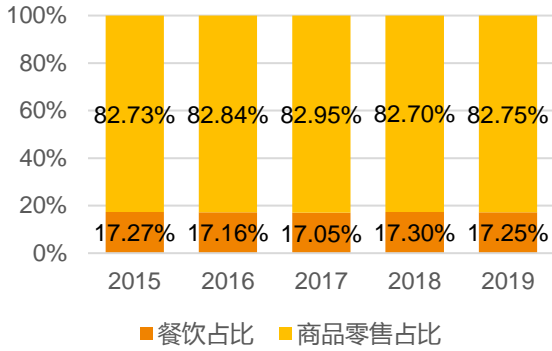


资料来源：Wind，天风证券研究所

从社零结构看，社会消费品零售总额可划分为餐饮收入和商品零售收入两大类。海南省社零中餐饮收入和商品零售收入占比较为稳定，2015 年-2019 年二者占比始终维持在 17%/83%左右的水平。疫情对于餐饮收入影响相对较大，因此预计 20 年餐饮收入占比有所下降，但随着疫情影响逐渐消散，预计餐饮收入、商品零售收入占比未来仍维持在 17%/83%左右。

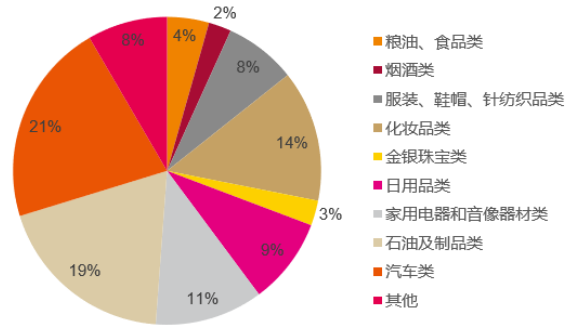
进一步探讨商品零售收入的商品种类结构，参考 19 年各品类限额以上零售销售数额，商品零售收入中占比排名前五的品类依次为汽车类（21%）、石油及制品类（19%）、化妆品类（14%）、家用电器和音响器材类（11%）、日用品类（9%）。商品零售收入中主要品类构成与岛民免税重合度较高，若岛民免税清单在离岛免税品类基础上还包含食品、烟草制品、家用电器、机动车等品类，随着免税市场自身的扩容，预期岛民免税品类在商品零售收入中占比将达 8 成以上。

图 3：19 年餐饮、商品零售在海南省社零中占比稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：海南省 19 年限额以上商品零售额中各品类占比



资料来源：海南省统计年鉴，天风证券研究所

综合考虑上述因素，从海南省社会消费品零售总额角度出发，岛民消费增长潜力值得期待，预期 2025 年之前海南岛民免税商品品类市场规模有望超 2000 亿。岛内居民免税销售或不止针对拥有海南户口的人群，在岛上旅居的人群或也有资格购买岛民免税产品，从而带来更广阔岛民免税市场空间。岛民免税广阔市场将为岛民免税潜在参与者提供全新利润增长空间。

### 2.3. 王府井免税业务正式拉开序幕，后续离岛免税、机场及市内免税有望加速落地

继 2020 年王府井获批免税经营资质后，本次设立合资公司经营岛内免税业务为王府井免税业务正式拉开序幕。2020 年 6 月 9 日，王府井发布公告，财政部授予其免税品经营资质，允许其经营免税品零售业务。目前，王府井的免税品经营业务处于起步阶段，此次设立的合资公司的免税业务为王府井的首个免税项目，有利于王府井进一步完善海南免税业务布局。在消费回流政策扶持海南免税和后续岛民免税、离岛免税将共同驱动海南免税市场发展的背景下，王府井在海南的岛民、离岛免税业务发展值得期待。

**积极布局机场、市内免税，后续发展值得期待。**作为国内第八张免税牌照的持有者，王府井获准在全国范围内进行全业态免税经营。在海南以外，王府井积极争取首都国际机场和北京大兴国际机场免税店落地；积极布局北京市内店选址，在通州布局集免税、购物中心、奥莱为一体的环球影城项目，并积极探索西安、成都等市内免税店的可能。

### 3. 投资建议

政策刺激下海南岛免税消费已迎来持续扩容升级，岛民免税政策刺激下海南免税市场将进一步扩张，岛民免税市场合作有利于借助双方物业及经营优势，建议关注【王府井】，后续离岛、机场、市内免税业务有望加速落地。我们预计公司 20-22 年业绩为 4/9.5/10.5 亿元，-57.9%/+133.8%/+10.4%yoy，当前股价对应 PE 分别为 61.3x/26.2x/23.7x，维持买入评级。

### 4. 风险提示

岛内免税政策不达预期，项目审批风险，免税项目经营风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,950.01	8,624.78	7,364.95	9,387.12	9,770.23
应收票据及应收账款	281.69	165.22	57.72	79.54	60.38
预付账款	355.81	270.62	104.26	121.16	90.24
存货	920.64	1,006.43	397.07	68.86	379.24
其他	308.91	1,012.95	344.51	336.23	414.97
<b>流动资产合计</b>	<b>8,817.05</b>	<b>11,080.01</b>	<b>8,268.51</b>	<b>9,992.91</b>	<b>10,715.06</b>
长期股权投资	864.24	1,187.20	1,187.20	1,187.20	1,187.20
固定资产	4,915.36	5,166.88	4,961.16	4,767.72	4,568.64
在建工程	84.74	45.39	63.24	85.94	81.57
无形资产	957.17	894.28	838.82	783.35	727.89
其他	6,066.33	5,732.53	5,551.53	5,348.97	5,300.37
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,887.83</b>	<b>13,026.29</b>	<b>12,601.95</b>	<b>12,173.18</b>	<b>11,865.66</b>
<b>资产总计</b>	<b>21,704.88</b>	<b>24,106.30</b>	<b>20,870.46</b>	<b>22,166.10</b>	<b>22,580.72</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,408.69	2,372.72	596.57	711.82	613.37
其他	6,348.04	6,101.14	4,277.24	4,596.96	4,506.53
<b>流动负债合计</b>	<b>8,756.73</b>	<b>8,473.86</b>	<b>4,873.81</b>	<b>5,308.78</b>	<b>5,119.90</b>
长期借款	663.04	684.88	691.10	715.80	736.00
应付债券	496.36	2,482.87	2,570.00	2,765.00	2,605.96
其他	309.57	398.62	384.75	364.31	382.56
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,468.96</b>	<b>3,566.37</b>	<b>3,645.85</b>	<b>3,845.11</b>	<b>3,724.52</b>
<b>负债合计</b>	<b>10,225.70</b>	<b>12,040.23</b>	<b>8,519.66</b>	<b>9,153.89</b>	<b>8,844.42</b>
少数股东权益	678.18	668.55	672.22	676.03	674.58
股本	776.25	776.25	776.25	776.25	776.25
资本公积	4,958.70	4,958.70	4,958.70	4,958.70	4,958.70
留存收益	9,995.63	10,621.26	10,902.33	11,559.92	12,285.48
其他	(4,929.56)	(4,958.70)	(4,958.70)	(4,958.70)	(4,958.70)
<b>股东权益合计</b>	<b>11,479.19</b>	<b>12,066.07</b>	<b>12,350.80</b>	<b>13,012.21</b>	<b>13,736.31</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21,704.88</b>	<b>24,106.30</b>	<b>20,870.46</b>	<b>22,166.10</b>	<b>22,580.72</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,226.20	945.12	404.93	946.81	1,045.56
折旧摊销	626.29	696.98	303.34	306.21	308.93
财务费用	119.74	234.90	(117.61)	(127.55)	(165.50)
投资损失	(6.10)	(44.50)	(70.00)	(80.00)	(50.00)
营运资金变动	(280.96)	641.16	(2,373.65)	903.51	(289.38)
其它	(163.21)	(1,130.11)	134.13	134.27	129.01
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,521.97</b>	<b>1,343.54</b>	<b>(1,718.85)</b>	<b>2,083.25</b>	<b>978.62</b>
资本支出	808.77	727.57	73.87	100.44	31.75
长期投资	(7.70)	322.97	0.00	0.00	0.00
其他	(1,980.97)	(2,488.70)	(194.33)	(230.90)	(162.22)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,179.90)</b>	<b>(1,438.17)</b>	<b>(120.47)</b>	<b>(130.47)</b>	<b>(130.47)</b>
债权融资	2,258.46	3,247.99	3,833.73	4,064.78	3,754.24
股权融资	282.43	(28.24)	117.61	127.55	165.50
其他	(1,972.89)	(1,849.76)	(3,371.86)	(4,122.95)	(4,384.79)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>568.00</b>	<b>1,369.99</b>	<b>579.49</b>	<b>69.38</b>	<b>(465.04)</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>910.08</b>	<b>1,275.36</b>	<b>(1,259.83)</b>	<b>2,022.17</b>	<b>383.11</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>26,711.16</b>	<b>26,788.84</b>	<b>6,646.31</b>	<b>7,669.84</b>	<b>8,080.95</b>
营业成本	21,052.41	21,258.25	5,243.94	5,668.01	5,818.28
营业税金及附加	280.75	243.90	66.46	76.70	80.81
营业费用	2,897.30	2,919.38	744.39	766.98	868.70
管理费用	983.27	911.50	252.56	260.77	282.83
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(121.52)	(0.90)	(117.61)	(127.55)	(165.50)
资产减值损失	20.29	(51.43)	28.00	10.00	(4.48)
公允价值变动收益	0.00	71.42	130.47	130.47	130.47
投资净收益	6.10	44.50	70.00	80.00	50.00
其他	(36.31)	(135.85)	(400.93)	(420.93)	(360.93)
<b>营业利润</b>	<b>1,628.87</b>	<b>1,528.05</b>	<b>629.04</b>	<b>1,225.39</b>	<b>1,380.76</b>
营业外收入	101.34	18.56	43.82	70.00	29.00
营业外支出	27.37	101.73	44.24	27.89	17.62
<b>利润总额</b>	<b>1,702.85</b>	<b>1,444.88</b>	<b>628.61</b>	<b>1,267.50</b>	<b>1,392.14</b>
所得税	476.65	499.77	220.01	316.87	348.04
<b>净利润</b>	<b>1,226.20</b>	<b>945.12</b>	<b>408.60</b>	<b>950.62</b>	<b>1,044.11</b>
少数股东损益	24.77	(16.22)	3.67	3.81	(1.45)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,201.43</b>	<b>961.34</b>	<b>404.93</b>	<b>946.81</b>	<b>1,045.56</b>
每股收益(元)	1.55	1.24	0.52	1.22	1.35

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	2.40%	0.29%	-75.19%	15.40%	5.36%
营业利润	21.97%	-6.19%	-58.83%	94.80%	12.68%
归属于母公司净利润	32.05%	-19.98%	-57.88%	133.82%	10.43%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.18%	20.65%	21.10%	26.10%	28.00%
净利率	4.50%	3.59%	6.09%	12.34%	12.94%
ROE	11.12%	8.43%	3.47%	7.68%	8.00%
ROIC	48.18%	61.89%	18.26%	19.93%	28.44%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.11%	49.95%	40.82%	41.30%	39.17%
净负债率	-40.87%	-44.56%	-28.59%	-40.90%	-43.80%
流动比率	1.01	1.31	1.70	1.88	2.09
速动比率	0.90	1.19	1.62	1.87	2.02
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	101.85	119.89	59.63	111.76	115.50
存货周转率	31.62	27.80	9.47	32.92	36.07
总资产周转率	1.28	1.17	0.30	0.36	0.36
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.55	1.24	0.52	1.22	1.35
每股经营现金流	1.96	1.73	-2.21	2.68	1.26
每股净资产	13.91	14.68	15.04	15.89	16.83
<b>估值比率</b>					
市盈率	20.64	25.80	61.25	26.19	23.72
市净率	2.30	2.18	2.12	2.01	1.90
EV/EBITDA	0.73	0.64	21.18	11.16	9.86
EV/EBIT	0.90	0.79	33.74	14.27	12.36

### 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