

恒力石化 (600346.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 29.70 元

目标价格 (人民币): 71.40 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	70.39
已上市流通 A 股(亿股)	70.39
总市值(亿元)	2,090.61
年内股价最高最低(元)	46.60/12.27
沪深 300 指数	5162
上证指数	3484



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	100,782	152,397	177,599	194,070	217,030
营业收入增长率	67.78%	51.21%	16.54%	9.27%	11.83%
归母净利润(百万元)	10,025	13,462	15,113	18,053	25,140
归母净利润增长率	201.73%	34.28%	12.27%	19.45%	39.26%
摊薄每股收益(元)	1.424	1.912	2.147	2.565	3.571
每股经营性现金流净额	2.41	4.96	4.48	4.62	5.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.59%	30.11%	28.10%	27.94%	31.55%
P/E	11.29	14.63	13.03	10.91	7.83
P/B	3.12	4.40	3.66	3.05	2.47

来源: 公司年报、国金证券研究所

高增长低估值持续验证!

业绩快报

公司于 2021 年 4 月 5 日发布 2020 年年报业绩快报及 2021 年一季度业绩预增公告, 全年实现营业收入 1523.97 亿元, 同比增长 51.21%; 归母净利润为 134.62 亿元, 同比增长 34.29%; 2021 年 Q1 实现归母净利润 41.37 亿元, 同比增长 93.02% 左右。

经营分析

恒力石化 2020 年业绩快报及 2021 年 1 季度业绩预增公告验证了我们对于大炼化龙头企业的业绩增长的核心驱动力来源于龙头强 alpha 产能的投产, 而非景气回暖的行业 beta 的判断, 当前具备很强的预期差。尤其是其业绩大增是在大权重先进产能的基本面处于历史景气低端底部的逆周期大环境下实现的, 而非市场所误以为的顺周期景气高点大环境, 该历史极端景气底部大环境来源于在 2020 年下半年至今年 1 季度炼化-聚酯核心产业链由于油价过快上涨, 而产品涨幅远小于油价上涨幅度导致的产业链利润大幅压缩, 根据我们的测算, 该产业链 2020 年平均行业价差加总为 -580 元/吨, 2021 年 1 季度为 -57 元/吨, 而 2006-2019 年的平均价差加总为 2298 元/吨, 未来随着公司强 alpha 产能逐步投产及周期回暖, 其业绩增长将远超预期。

乙烯装置及 PTA 装置投产, 驱动业绩持续增长。 乙烯装置及 PTA 装置在 2020 年暂未满产, 大概率在 2021 年可以贡献全年利润, 驱动公司业绩持续成长。**PTA 项目、聚酯项目及可降解塑料项目持续推进, 公司成长性显著。** 恒力石化 135 万吨差异化长丝项目在 2020 年投产 80 万吨, 剩余新建产能有望在 2021 年投产, 营口康辉石化 3.3 万吨 PBAT 产能在 2020 年底开车成功, 有望在 2021 年贡献全年收益。惠州 500 万吨 PTA 项目及 90 万吨可降解塑料新建项目有望在 2022 年下半年逐步投产, 伴随着具有较为显著的强 alpha 新建产能逐步投产, 公司 2021-2023 年具有较为显著的同周期无关的成长性。

投资建议

我们维持公司 2021-2023 年净利润为 150.89/181.33/251.2 亿元, 对应 EPS 为 1.78/2.14/2.56/3.57 元, 给予恒力石化 2023 年 20 倍 PE, 在此基础上, 恒力石化市值有望达 5024 亿元, 目标价 71.4 元, 维持公司“买入”评级。

风险提示

1. 原油单向大规模下跌风险; 2. 纺织服装严重需求恶化 3. 地缘政治风险 4. 项目建设进度不及预期 5. 美元汇率大幅波动风险 6. 其他不可抗力影响

相关报告

- 《如果 250 亿仅是盈利下限? 附测算依据! - 《2021-02-0...》, 2021.2.8
- 《验证: 百亿利润为底线! - 恒力石化年报点评》, 2020.4.19

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

陈律楼 联系人
chenloulou@gjzq.com.cn

恒力石化 2020 年盈利符合预期

1.1、恒力石化 2020 年报盈利情况

恒力石化 2020 年年报实现营业收入 1523.97 亿元，同比增长 51.21%。公司实现净利 134.62 亿元，同比增长 34.29%；扣非归母净利 128.8 亿元，同比增长 38.86%。

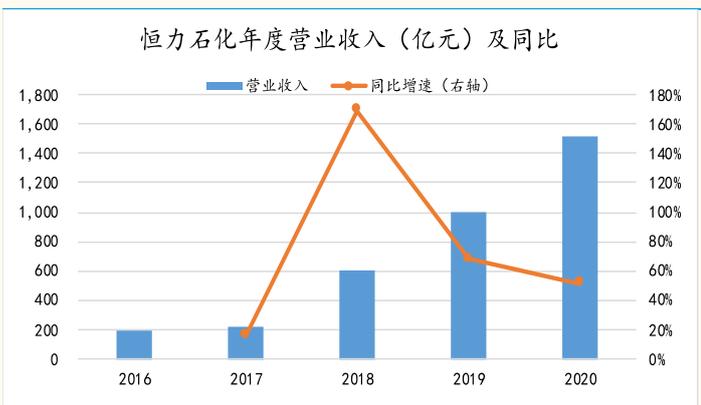
下半年恒力石化实现营业收入 850.39 亿元，扣非净利 73.85 亿元。其中 Q4 单季度实现营业收入 490.63 亿元，环比增长 36.38%，同比增长 101%，归母净利润为 35.67 亿元，环比增长-19%，同比增长 28%，扣非净利 32.05 亿元，环比三季度减少-23%，相比 2019 年同期增长 21%。

2021 年 Q1 实现归母净利润 41.37 亿元，同比增长 93.02%左右，扣非净利 39.98 亿元，相比 2020 年同期增长 85.8%左右。

恒力石化 2020 年业绩快报及 2021 年 1 季度业绩预增公告验证了我们对于大炼化龙头企业的业绩增长主要来源于强 alpha 产能的投产，而非周期回暖的判断，当前具备很强的预期差。尤其是其业绩大增是在大权重先进产能的基本面处于历史景气低端底部的逆周期大环境下实现的，而非市场所误以为的顺周期景气高点大环境，该历史极端景气底部大环境来源于在 2020 年下半年至今年 1 季度炼化-聚酯核心产业链由于油价过快上涨，而产品涨幅远小于油价上涨幅度导致的产业链利润大幅压缩，根据我们的测算，该产业链 2020 年平均行业价差加总为-580 元/吨，2021 年 1 季度为-57 元/吨，而 2006-2019 年的平均价差加总为 2298 元/吨，未来随着公司强 alpha 产能逐步投产及周期回暖，其业绩增长将远超预期。

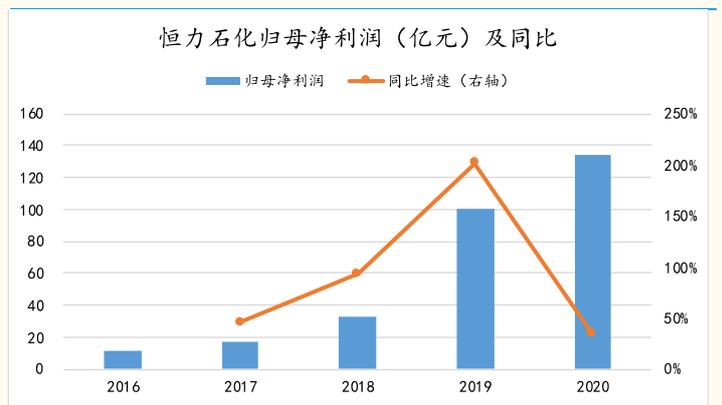
景气历史极端底部获取显著超额收益，验证强 alpha 逻辑。根据我们的监测，两个业绩快报期内，部分小体量产能（包括部分烯烃，长丝等）在 2020 年下半年开始至今年 1 季度的油价上涨过程中受益显著，而多数大体量产能的景气度则出现受损，很大程度上冲抵了油价上涨带来的库存收益。其中烯烃景气度从 2020 年最低点 23%分位回升至 2021 年 1 季度的 34%分位，长丝则从 2020 年 33%历史景气度分位回升至 2021 年 1 季度的约 50+%分位，其余多数大体量先进产能(包括 PX,PTA 等)的景气度依旧位于景气度 0-10%的历史极端底部，依靠成本优势获取超额收益。从大周期角度，这部分大体量产能在行业出清后业绩弹性巨大。

图表 1：营收及同比增速



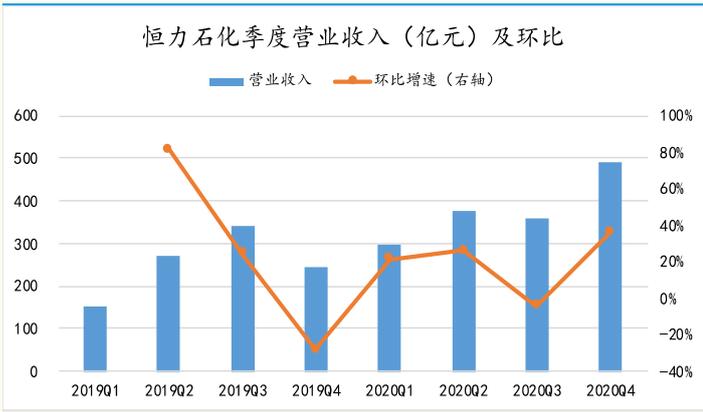
来源：国金证券研究所

图表 2：归母净利及同比增速



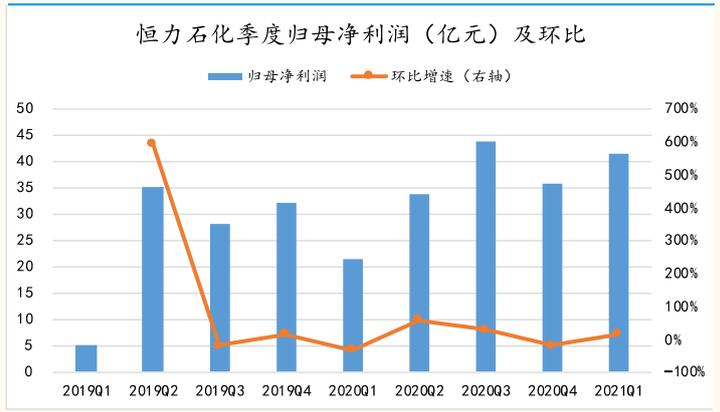
来源：国金证券研究所

图表 3: 季度营收及环比增速



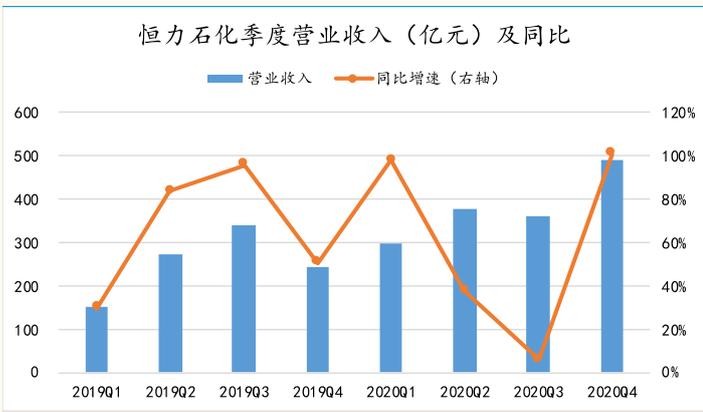
来源：国金证券研究所

图表 4: 季度归母净利润及环比增速



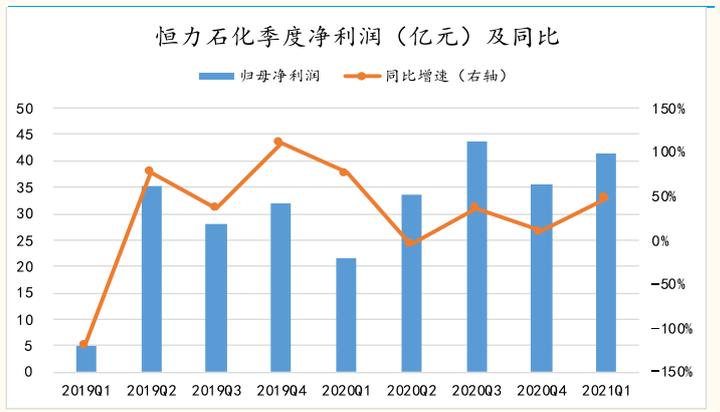
来源：国金证券研究所

图表 5: 季度营收集同比增速



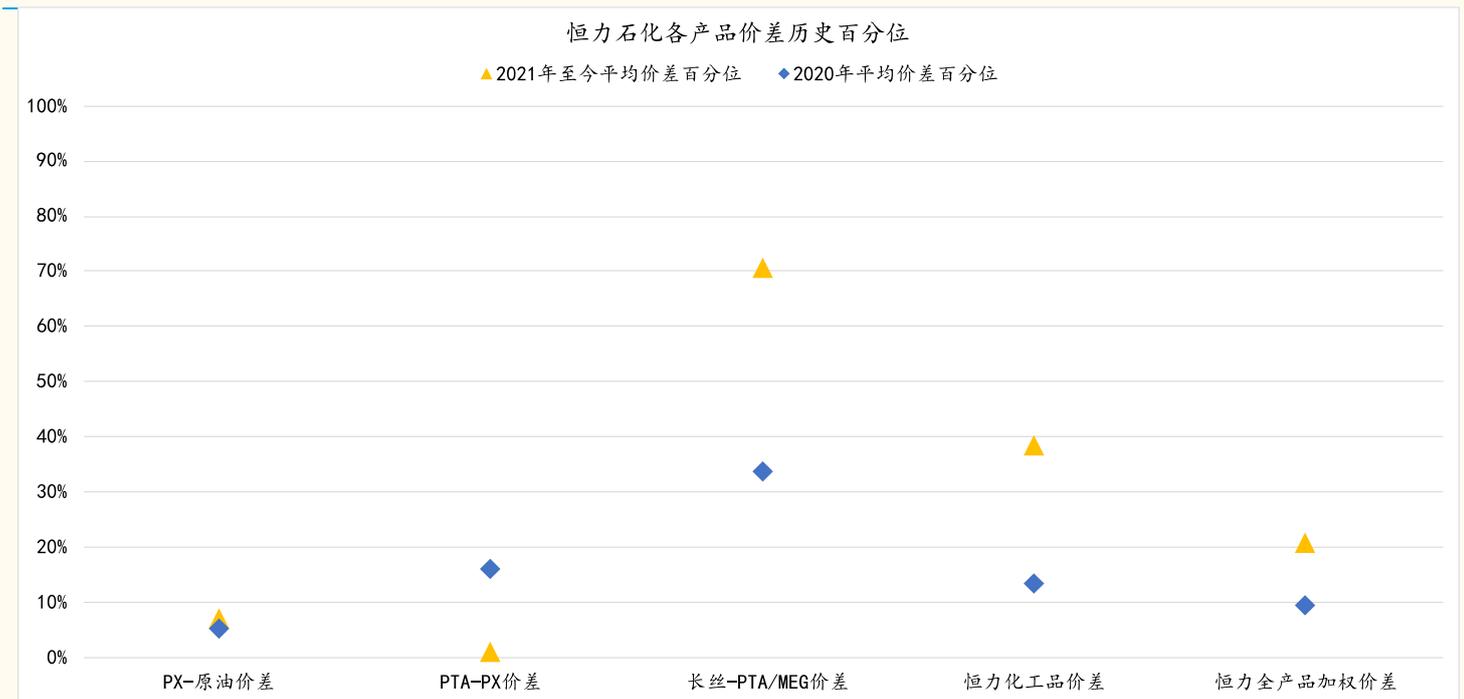
来源：国金证券研究所

图表 6: 季度归母净利润与同比增速



来源：国金证券研究所

图表 7: 恒力石化各产品价差及历史百分位（截止 2021 年 3 月 31 日）



来源：国金证券研究所

1.2、恒力石化底部盈利能力确定性较强，业绩有望持续放量

2020年原油-聚酯产业链行业底部验证，全球聚酯终端消费受新冠疫情负面影响，整体需求达历史底部；原油价格受全球原油供需不平衡及地缘事件影响持续出现受事件性驱动的大幅波动（2020年年初的负油价及2020年下半年受OPEC+深度减产影响持续上涨），原油价格非理性波动及终端需求的疲软等多重负面影响造成原油-PX-PTA-聚酯环节间价差收窄，全产业链持续处于亏损状态，恒力石化在2020年下半年仍实现850.39亿元营业收入及73.85亿元扣非净利润，恒力石化底部获利能力在2020年得到验证。

基本面进一步提升，2021年恒力石化业绩有望持续增长

1. 乙烯装置于2020年下半年投产，仅贡献一个多季度利润，2021年将贡献全年收益。
2. PTA-4号线于2020年上半年投产，PTA-5号线于2020年下半年投产，均未在2020年贡献全年利润，将在2021年达到全年满产，增厚PTA板块超额利润（加上行业不盈利，龙头获取成本优势带来的超额收益）。
3. 2020年恒力石化投产近百万吨聚酯产能，其中POY产能及工业丝产能在2020年上半年投产，超50万吨差异化长丝产能在2020年下半年投产，近百万吨聚酯产能有望在2021年贡献全年收益，且2021年仍有超50万吨差异化聚酯产能投产。
4. 营口康辉石化3.3万吨PBAT产能在2020年底投料生产成功，目前单吨PBAT产品销售价格在30000元以上，营口PBAT产能有望增厚企业2021年业绩。

我们判断，即使维持2020年行业极端景气底部水平，2021年恒力石化全年预计盈利仍然能够达150亿元以上，当前公司PE仅为13.85倍，明显存在低估。在全球原油价格逐步恢复稳定的理性区间及全球终端消费逐步恢复的背景下，恒力石化还有望获得盈利弹性。

图表 8：汽油-原油价差



来源：国金证券研究所

图表 9：柴油-原油价差



来源：国金证券研究所

图表 10: 航煤-原油价差



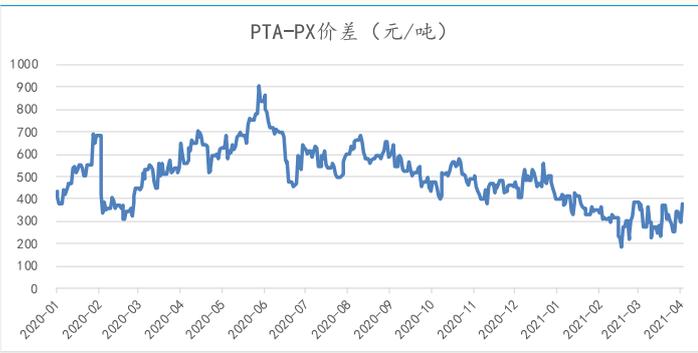
来源: 国金证券研究所

图表 11: PX-原油价差



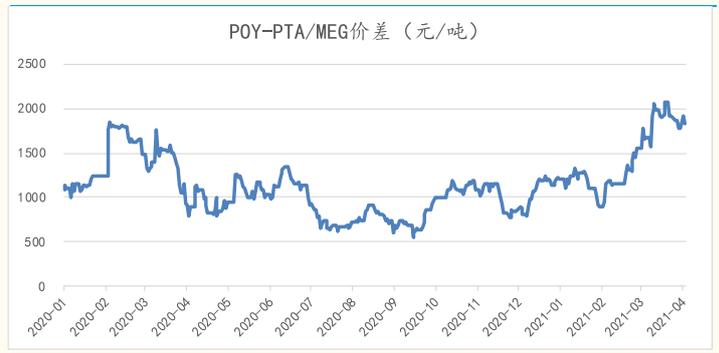
来源: 国金证券研究所

图表 12: PTA-PX 价差



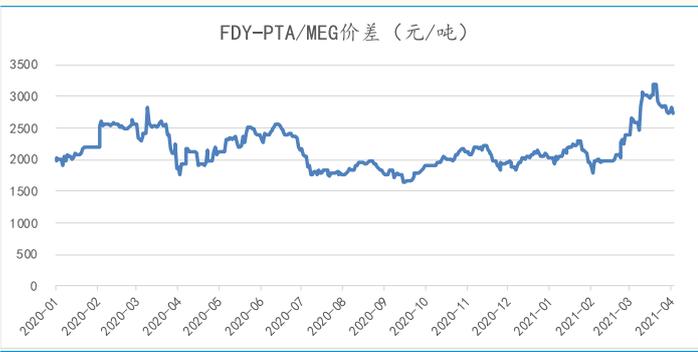
来源: 国金证券研究所

图表 13: POY-PTA/MEG 甲醇



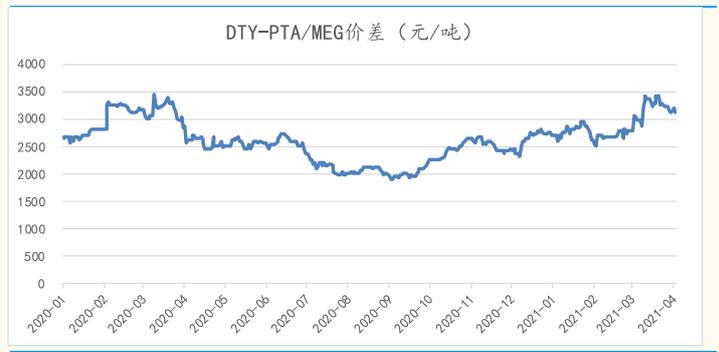
来源: 国金证券研究所

图表 14: FDY-PTA/MEG 价差



来源: 国金证券研究所

图表 15: DTY-PTA/MEG 价差



来源: 国金证券研究所

图表 16: LLDPE-原油价差



来源: 国金证券研究所

图表 17: PP-原油价差



来源: 国金证券研究所

风险提示

1、恒力石化的原料为原油，企业盈利受制于原油价格与美元汇率价格大幅波动。

其中原油风险因素包含

(1) 全球原油需求超预期变化 (包括但不限于全球经济出现重大增长或下滑，新能源领域取得重大突破，快速替代石化能源造成对石油需求下降，气候变化造成原油需求出现重大变化等) (2) 全球原油供应超预期变化 (包括但不限于项目投产进度加快或延缓，产油国人为控制产量等) (3) 地缘政治事件 (包括但不限于突发事件造成的原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅度增加等)

原油价格单向大规模下跌将计提大量的存货损失且炼化产业链产品价格与原油价格存在较强的关联性，原油价格单向下跌将很大概率影响企业盈利水平。

其中美元汇率风险隐含以下风险

原油采购使用美元，而收入端结算以人民币为主，日常经营需要买入美元，卖出人民币，完成结算。此种结算模式会受制于以下风险，但可以通过汇率套保进行弥补。

(1) 中美关系急剧恶化 (2) 中美宏观经济发生的重大变化 (包括但不限于系统性金融危机，降息降准，其他财政以及货币宏观政策) (3) 中美经济数据的大幅波动。

2、成品油风险在于:

成品油价格与供需情况高度相关。供给端风险包含但不仅限于成品油产能大幅扩张，山东地炼的去产能不及预期等；需求端风险包含但不仅限于新冠疫情对私家车出行的削弱，新能源汽车对于汽油汽车的替代超预期；国家政策对于燃油汽车的限制，乙醇汽油添加的影响也会一定程度抑制炼油厂的 MTBE 产品需求；

3、技术迭代对超额收益的影响:

民营大炼化企业大多为 2018-2019 年建成投产的炼化装置，均采用最新的生产技术，相比两桶油和日韩的老旧产能存在明显的后发技术优势，而技术优势及规模优势也是民营大炼化企业的主要超额收益来源，通常情况下炼化行业的技术迭代周期约为 15 年，但如果技术迭代周期缩短，或对恒力石化行业超额收益存在负面影响。

4、项目建设进度不及预期风险:

目前恒力石化规划多个项目仍处于建设进程中，如果现有规划建设进度不及预期，或对恒力石化成长性存在一定负面影响。

其他不可抗力造成的炼厂停产/减产。

5、化工品风险在于

化工装置开车进度不及预期：

恒力石化一体化的化学品多数为中间产品，受制于产业链的供求关系的超预期变动。需要考虑油价的同时，下游消费，包装，汽车，基建等宏观经济需求也会对化工品的需求造成影响。

竞争加剧的风险：包括但不限于美国或中东的乙烷裂解产能对于国内的化工产品倾销会对国内有较大冲击。

6、聚酯产业链风险

恒力石化作为聚酯一体化产业龙头企业，聚酯下游为坯布—面料—染整—纺织服装。全球纺织服装的需求下滑对聚酯产业链有一定的影响，包括但不限于中美贸易战对中国出口纺服产品加税，东南亚国家对中国长丝进行反倾销调查等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	60,067	100,782	152,397	177,599	194,070	217,030
增长率		67.8%	51.2%	16.5%	9.3%	11.8%
主营业务成本	-52,413	-79,866	-121,573	-146,067	-157,669	-171,081
%销售收入	87.3%	79.2%	79.8%	82.2%	81.2%	78.8%
毛利	7,654	20,917	30,824	31,532	36,401	45,949
%销售收入	12.7%	20.8%	20.2%	17.8%	18.8%	21.2%
营业税金及附加	-325	-2,121	-2,286	-2,842	-3,299	-3,907
%销售收入	0.5%	2.1%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%
销售费用	-543	-952	-1,372	-1,954	-2,523	-2,821
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%	1.3%
管理费用	-620	-1,090	-1,981	-2,309	-2,523	-2,821
%销售收入	1.0%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-834	-958	-838	-977	-1,067	-1,194
%销售收入	1.4%	1.0%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	5,331	15,795	24,347	23,452	26,988	35,206
%销售收入	8.9%	15.7%	16.0%	13.2%	13.9%	16.2%
财务费用	-1,478	-3,563	-4,412	-4,521	-4,337	-3,583
%销售收入	2.5%	3.5%	2.9%	2.5%	2.2%	1.7%
资产减值损失	-59	-19	0	0	0	0
公允价值变动收益	11	125	-2,210	0	0	0
投资收益	108	275	200	200	200	200
%税前利润	2.6%	2.1%	1.1%	1.0%	0.9%	0.6%
营业利润	4,119	13,223	17,925	19,131	22,852	31,823
营业利润率	6.9%	13.1%	11.8%	10.8%	11.8%	14.7%
营业外收支	21	-11	-14	0	0	0
税前利润	4,140	13,212	17,912	19,131	22,852	31,823
利润率	6.9%	13.1%	11.8%	10.8%	11.8%	14.7%
所得税	-738	-3,100	-4,449	-4,017	-4,799	-6,683
所得税率	17.8%	23.5%	24.8%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	3,402	10,112	13,462	15,113	18,053	25,140
少数股东损益	80	87	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	3,323	10,025	13,462	15,113	18,053	25,140
净利率	5.5%	9.9%	8.8%	8.5%	9.3%	11.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
净利润	3,402	10,112	13,462	15,113	18,053	25,140
少数股东损益	80	87	0	0	0	0
非现金支出	1,942	4,082	6,899	9,124	8,609	6,562
非经营收益	1,133	2,551	6,943	4,627	4,462	4,081
营运资金变动	-2,346	191	7,623	2,642	1,413	1,992
经营活动现金净流	4,131	16,937	34,927	31,505	32,536	37,774
资本开支	-35,364	-41,774	-21,298	-13,061	-10,861	-7,534
投资	0	204	-1,142	0	0	0
其他	2,934	1,657	200	200	200	200
投资活动现金净流	-32,430	-39,913	-22,240	-12,861	-10,661	-7,334
股权募资	7,194	0	225	0	0	0
债权募资	31,512	33,633	1,978	-806	-7,288	-10,736
其他	-4,440	-7,899	-10,047	-10,872	-11,883	-14,337
筹资活动现金净流	34,265	25,734	-7,844	-11,678	-19,171	-25,073
现金净流量	5,967	2,758	4,844	6,966	2,704	5,367

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
货币资金	12,323	16,509	21,352	28,318	31,022	36,389
应收账款	5,352	5,161	5,455	5,824	6,364	7,117
存货	18,479	19,464	23,315	28,013	30,238	32,810
其他流动资产	3,426	12,161	10,237	10,507	10,634	10,782
流动资产	39,579	53,294	60,360	72,662	78,258	87,098
%总资产	31.6%	30.6%	30.8%	34.3%	35.6%	37.9%
长期投资	36	34	234	234	234	234
固定资产	70,064	107,366	125,784	128,901	130,275	130,327
%总资产	55.9%	61.6%	64.2%	60.8%	59.2%	56.7%
无形资产	4,971	8,500	9,452	10,272	11,150	12,071
非流动资产	85,663	121,083	135,470	139,408	141,660	142,633
%总资产	68.4%	69.4%	69.2%	65.7%	64.4%	62.1%
资产总计	125,242	174,378	195,830	212,070	219,918	229,731
短期借款	25,561	50,441	47,962	45,156	35,867	23,131
应付款项	27,497	23,950	33,598	40,368	43,579	47,287
其他流动负债	1,157	7,876	9,342	10,549	11,645	13,400
流动负债	54,216	82,267	90,901	96,073	91,090	83,819
长期贷款	40,067	51,265	55,265	57,265	59,265	61,265
其他长期负债	3,052	4,106	4,551	4,551	4,551	4,551
负债	97,334	137,639	150,717	157,889	154,906	149,635
普通股股东权益	27,588	36,333	44,707	53,775	64,606	79,690
其中：股本	5,053	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039
未分配利润	2,087	10,512	18,589	27,657	38,489	53,573
少数股东权益	321	406	406	406	406	406
负债股东权益合计	125,242	174,378	195,830	212,070	219,918	229,731

比率分析

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.658	1.424	1.912	2.147	2.565	3.571
每股净资产	5.460	5.162	6.351	7.639	9.178	11.321
每股经营现金净流	0.818	2.406	4.962	4.476	4.622	5.366
每股股利	0.000	0.000	0.765	0.859	1.026	1.429
回报率						
净资产收益率	12.04%	27.59%	30.11%	28.10%	27.94%	31.55%
总资产收益率	2.65%	5.75%	6.87%	7.13%	8.21%	10.94%
投入资本收益率	4.68%	8.67%	12.25%	11.76%	13.23%	16.81%
增长率						
主营业务收入增长率	169.51%	67.78%	51.21%	16.54%	9.27%	11.83%
EBIT增长率	135.87%	196.28%	54.14%	-3.68%	15.08%	30.45%
净利润增长率	93.25%	201.73%	34.28%	12.27%	19.45%	39.26%
总资产增长率	535.79%	785.88%	56.36%	8.29%	3.70%	4.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.6	2.1	3.0	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	72.4	86.7	70.0	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	59.4	80.3	65.0	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	146.2	300.9	294.2	247.1	226.2	210.6
偿债能力						
净负债/股东权益	190.84%	227.49%	180.66%	136.08%	98.04%	59.47%
EBIT利息保障倍数	3.6	4.4	5.5	5.2	6.2	9.8
资产负债率	77.72%	78.93%	76.96%	74.45%	70.44%	65.13%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	8	16	28	83
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.03	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-11	买入	12.30	20.49~20.49
2	2019-10-09	买入	14.94	20.49~20.49
3	2019-10-27	买入	16.36	20.49~20.49
4	2020-01-08	买入	16.28	20.49~20.49
5	2020-01-18	买入	17.51	22.76~22.76
6	2020-02-02	买入	17.07	22.76~22.76
7	2020-04-19	买入	13.85	22.76~22.76
8	2021-02-08	买入	38.51	71.40~71.40

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402