

## 仙鹤的统治力在增强!

### 基本结论

- **行业内部分化明显，民营系压倒国有系：**以 8 家上市特种纸企业作为全样本计，2016 年民营系特种纸企业营收份额为 65.9%，国有份额为 34.1%；1H2021，民营系特种纸营收份额为 74.6%，较 2016 年提升 8.7pcts。我们认为出现这种变化背后的逻辑在于，其一、民营体制更加灵活；其二、早期上市特种纸企业主要系国有，最近几年民营特种纸企业纷纷上市，打通资本渠道之后，实力增强。
- **仙鹤统治力不断增强：**从营收和利润的市占率看，仙鹤股份营收的市占率从 2016 年 16.4%，提升至 1H2021 的 24.6%，累计份额提升幅度为 8.2pcts。在利润端，仙鹤展现出了更强的统治力，从 2016 年 27.1%，提升至 41.2%，累计份额提升幅度为 14.1pcts。营收端，仙鹤的规模大致等同于行业第 3 的五洲和第 4 的华旺之和，而利润端，仙鹤的规模基本是行业第 2-4 名，五洲、华旺和齐峰之和。
- **行业整体研发投入强度不够，技术能力不强：**从研发费用看，仙鹤、恒丰、冠豪高新、凯恩股份的研发投入均处于上升趋势之中，但 2020 年研发费用过亿的企业只有仙鹤和冠豪高新，我们认为国内特种纸上市企业理应加大研发投入，带领行业从低技术、低附加值向高技术、高盈利方向升级。
- **整体 ROE 水平不高，建议头部企业适当增加资产负债率：**行业整体 ROE 水平不高，与国内特种纸行业目前整体研发实力不强，产品技术门槛不高直接相关。但头部企业 ROE 显著高于行业均值，从过往 5 年看，五洲、仙鹤和华旺的 ROE 能够稳定在 10% 以上。国内特种纸上市公司普遍资产负债率低于 40%，我们建议头部企业可以适当提升资产负债率，以及加大信息化投入，提升总资产周转率，以增加 ROE。
- **仙鹤、五洲向上游挺进，有利于中长期估值趋势上行：**目前国内特种纸行业只有仙鹤、五洲以大手笔介入上游木浆环节，因为两者的体量规模已足以支撑自建浆线。我们认为在双碳国策之下，这种向上布局将为两家企业形成更强的竞争力。我们预计行业分化之势不可逆转，强者恒强理当愈演愈烈！基于此逻辑，仙鹤和五洲特纸未来的估值水平有望趋势上行。
- **投资建议：**
- 现阶段，我们重点看好在国内特种纸行业统治力不断提升的龙头——仙鹤股份，我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 1.68、2.06、2.67 元。当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 21、17、12 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 宏观经济不及预期导致下游需求低于预期；行业扩张无序带来价格竞争风险；仙鹤新增产能投放进度不达预期；木浆价格再度大幅上行的风险；

### 相关报告

- 1.《7 月纸巾个护家居阿里全网数据跟踪-个护&家居线上专题分析报告》，2021.8.11
- 2.《海外市场高增长，国内静待政策落地-电子烟行业季度跟踪专题分析...》，2021.8.5
- 3.《6 月及上半年纸巾个护家居阿里全网数据跟踪-个护&家居线上专题...》，2021.7.13
- 4.《个护&家居 618 线上专题分析报告-轻工行业 618 线上专题分析》，2021.6.22

姜浩

分析师 SAC 执业编号：S1130520040003  
jianghao@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、营收份额：民营抢国有，仙鹤是最大赢家.....	3
2、利润份额：相对于营收，仙鹤在利润端拥有更强的统治力.....	3
3、盈利能力：五洲、仙鹤、华旺最好，凯恩、恒丰最稳.....	3
4、ROE：整体水平偏低，分化明显.....	5
5、风险提示.....	7

## 图表目录

图表 1：2016-2021H1 国内上市特种纸企业的营收份额.....	3
图表 2：2016-2021H1 国内上市特种纸企业的净利润份额.....	3
图表 3：2016-2021H1 国内上市特种纸企业（毛利率-销售费用率）.....	4
图表 4：2016-2021H1 国内上市特种纸企业（管理费用率+研发费用率）.....	4
图表 5：2018-2021H1 国内上市特种纸企业研发费用（单位：百万元）.....	5
图表 6：2014-2021H1 国内上市特种纸企业权益回报率（ROE）.....	5
图表 7：2014-2021H1 国内上市特种纸企业销售净利率.....	5
图表 8：2014-2021H1 国内上市特种纸企业总资产周转率.....	6
图表 9：2014-2021H1 国内上市特种纸企业权益乘数.....	6
图表 10：2016-2021H1 国内上市特种纸企业资产负债率.....	6

## 1、营收份额：民营抢国有，仙鹤是最大赢家

2016年-2021H1，以8家上市特种纸公司作为行业整体看，仙鹤股份营收的市占率从2016年16.4%，提升至24.6%，累计份额提升幅度为8.2 pcts。行业之中，华旺科技、五洲特纸、凯恩股份的份额亦有小幅提升。齐峰新材、恒丰纸业、民丰特纸、冠豪高新的市占率降低。整体而言，民营系从国有系手中抢走了市场份额。

图表 1：2016-2021H1 国内上市特种纸企业的营收份额

日期	仙鹤股份	华旺科技	齐峰新材	恒丰纸业	民丰特纸	冠豪高新	凯恩股份	五洲特纸
2016/12/31	16.40%	10.10%	20.20%	10.20%	11.00%	13.00%	7.00%	12.20%
2017/12/31	18.50%	11.10%	21.70%	8.80%	9.80%	12.50%	6.30%	11.30%
2018/12/31	22.00%	10.30%	19.70%	8.60%	8.10%	13.70%	6.00%	11.50%
2019/6/30	23.30%	9.00%	18.40%	9.10%	7.80%	14.00%	6.10%	12.40%
2019/9/30	23.80%	9.10%	18.10%	9.20%	7.70%	13.60%	6.20%	12.20%
2019/12/31	24.40%	8.80%	17.30%	9.40%	7.50%	13.80%	6.10%	12.70%
2020/3/31	24.70%	7.60%	13.90%	10.50%	8.40%	12.80%	7.30%	14.80%
2020/6/30	24.30%	8.00%	14.90%	11.00%	7.60%	13.10%	7.30%	13.80%
2020/9/30	24.60%	8.10%	15.10%	10.20%	7.20%	12.70%	7.40%	14.60%
2020/12/31	25.40%	8.50%	14.70%	9.60%	7.10%	12.80%	8.10%	13.80%
2021/3/31	26.20%	10.90%	15.10%	8.60%	6.40%	11.00%	8.80%	13.00%
2021/6/30	24.60%	11.30%	16.30%	8.60%	6.20%	10.60%	8.50%	13.90%

来源：WIND，国金证券研究所

注：此份额计算，是以8家上市特种纸企业为全样本，计算其内部的相对市占率，下同。

## 2、利润份额：相对于营收，仙鹤在利润端拥有更强的统治力

2016年-2021H1，仙鹤股份净利润的市占率从2016年27.1%，提升至41.2%，累计份额提升幅度为14.1 pcts。行业之中，华旺科技、五洲特纸的利润份额亦有提升。齐峰新材、恒丰纸业、冠豪高新在利润端的市占率显著下降。仙鹤在利润端的市占率接近于第2-4的五洲、华旺和齐峰三者之和。

图表 2：2016-2021H1 国内上市特种纸企业的净利润份额

日期	仙鹤股份	华旺科技	齐峰新材	恒丰纸业	民丰特纸	冠豪高新	凯恩股份	五洲特纸
2016/12/31	27.10%	12.90%	18.10%	12.10%	1.60%	13.90%	1.10%	13.20%
2017/12/31	36.70%	14.40%	14.80%	9.00%	1.80%	4.90%	2.80%	15.80%
2018/12/31	34.30%	14.70%	6.80%	7.80%	1.20%	12.80%	2.90%	19.40%
2019/6/30	32.20%	13.60%	11.00%	10.60%	0.50%	13.50%	3.90%	14.70%
2019/9/30	33.40%	13.90%	11.50%	9.70%	0.80%	11.50%	4.80%	14.30%
2019/12/31	34.90%	13.50%	10.50%	7.10%	1.00%	13.50%	3.70%	15.80%
2020/3/31	33.90%	11.60%	4.40%	5.20%	2.50%	7.70%	3.30%	31.50%
2020/6/30	36.50%	12.10%	6.10%	7.80%	3.30%	8.10%	4.70%	21.50%
2020/9/30	37.20%	13.00%	7.90%	7.80%	3.40%	7.70%	4.60%	18.40%
2020/12/31	37.20%	13.50%	8.30%	6.80%	2.50%	9.30%	4.80%	17.60%
2021/3/31	40.70%	14.30%	13.10%	5.50%	2.30%	4.10%	3.70%	16.40%
2021/6/30	41.20%	14.80%	10.40%	5.60%	2.10%	5.10%	3.10%	17.70%

来源：WIND，国金证券研究所

## 3、盈利能力：五洲、仙鹤、华旺最好，凯恩、恒丰最稳

为了剔除会计准则对毛利率带来的扰动，我们将毛利率和销售费用率的差值作为衡量公司盈利能力的指标，从盈利能力指标看，超过 20% 的公司有 5 家，五洲特纸目前位居第 1，仙鹤、华旺分列 2、3 名，三者之间差距并不明显，从趋势而言，这三家公司过往 5 年时间，盈利能力的趋势亦最佳-上行。从历史盈利能力稳定性看，表现最优的是凯恩股份和恒丰纸业，我们认为这是赛道属性所带来的优势，电解电容器纸是国内技术门槛最高的特种纸，恒丰主要给烟草客户提供产品。

图表 3: 2016-2021H1 国内上市特种纸企业 (毛利率-销售费用率)

日期	仙鹤股份	华旺科技	齐峰新材	恒丰纸业	民丰特纸	冠豪高新	凯恩股份	五洲特纸
2016/12/31	15.01%	13.83%	13.03%	18.89%	15.02%	15.22%	20.79%	15.15%
2017/12/31	15.13%	16.77%	11.99%	19.25%	13.09%	11.46%	19.30%	16.36%
2018/12/31	13.90%	12.80%	8.65%	15.12%	10.91%	15.93%	17.96%	13.37%
2019/6/30	11.56%	15.21%	9.60%	15.73%	10.03%	14.25%	18.28%	11.73%
2019/9/30	13.80%	15.55%	10.99%	18.05%	10.86%	16.97%	18.62%	13.18%
2019/12/31	15.49%	15.95%	11.57%	17.95%	12.78%	20.83%	20.67%	15.16%
2020/3/31	20.19%	19.32%	10.28%	19.78%	17.01%	16.06%	26.98%	25.09%
2020/6/30	20.74%	21.43%	11.88%	21.87%	17.28%	15.64%	27.51%	21.41%
2020/9/30	20.44%	22.89%	13.12%	22.86%	17.81%	16.96%	27.25%	18.54%
2020/12/31	20.15%	21.96%	13.70%	23.56%	17.49%	18.58%	30.36%	18.82%
2021/3/31	22.16%	23.29%	16.84%	21.20%	19.66%	13.58%	21.24%	24.97%
2021/6/30	24.63%	23.62%	15.03%	20.95%	17.95%	16.58%	21.68%	24.83%

来源: WIND, 国金证券研究所

我们将管理费用率和研发费用率加总，看企业的管理效率。数据显示，五洲特纸的管理效率最高，华旺、仙鹤、齐峰位居行业第 2-4 名。

图表 4: 2016-2021H1 国内上市特种纸企业 (管理费用率+研发费用率)

日期	仙鹤股份	华旺科技	齐峰新材	恒丰纸业	民丰特纸	冠豪高新	凯恩股份	五洲特纸
2016/12/31	6.30%	1.30%	5.70%	6.80%	9.30%	4.40%	14.40%	1.50%
2017/12/31	5.30%	2.50%	5.80%	7.50%	9.10%	4.90%	13.90%	1.40%
2018/12/31	4.60%	3.60%	6.00%	7.00%	8.60%	7.30%	13.40%	2.20%
2019/12/31	4.20%	4.20%	5.90%	8.80%	8.90%	9.60%	14.00%	2.20%
2020/3/31	5.50%	4.00%	9.10%	8.40%	10.40%	7.40%	17.70%	2.10%
2020/6/30	5.00%	4.40%	7.10%	8.80%	9.80%	6.40%	16.10%	2.10%
2020/9/30	4.50%	4.70%	6.60%	10.20%	9.60%	7.20%	14.90%	2.00%
2020/12/31	4.60%	4.70%	6.50%	10.60%	10.00%	8.10%	13.60%	2.20%
2021/3/31	4.00%	3.70%	5.70%	7.40%	11.70%	6.60%	9.60%	2.10%
2021/6/30	4.70%	4.00%	5.40%	8.70%	9.90%	8.00%	11.50%	2.90%

来源: WIND, 国金证券研究所

但如果看研发投入，齐峰和冠豪高新原先在行业之中属于研发投入位居前列的公司，但由于自身的盈利问题，研发投入已呈萎缩之势。仙鹤、恒丰、冠豪高新、凯恩股份的研发投入都处于上升趋势之中，但 2020 年研发投入过亿的企业只有仙鹤和冠豪高新。而五洲特纸的研发投入位居行业末尾，这也是其管理费用率位居行业最低的重要原因之一。

从研发投入的强度看，中国特种纸行业目前整体研发投入力度不强，整体处于较低技术水平。我们希望看到国内头部企业比如：仙鹤、五洲、华旺能够扛起振兴民族产业的大旗，持续加大研发投入，助力中国特种纸行业从较低的科技含量向高科技水平迈进，在高新技术门槛领域，完成更多的进口替代，以科技助力行业实现高附加值，提升 ROE 水平，为投资者创造更好的回报。

**图表 5: 2018-2021H1 国内上市特种纸企业研发费用(单位: 百万元)**

日期	仙鹤股份	华旺科技	齐峰新材	恒丰纸业	民丰特纸	冠豪高新	凯恩股份	五洲特纸
2018/12/31	88.2	49.2	150.5	26.6	58.5	89.3	78.9	11.4
2019/12/31	106.0	48.5	106.2	55.3	52.0	157.0	80.1	11.3
2020/12/31	122.7	54.1	90.5	88.2	48.0	92.7	108.7	11.1
2021/6/30	80.9	40.5	63.8	34.2	21.2	56.3	57.4	23.6

来源: WIND, 国金证券研究所

#### 4、ROE: 整体水平偏低, 分化明显

从 2016-2021H1 看, 国内特种纸行业整体 ROE 水平偏低, 这与目前国内特种纸行业整体技术水平偏低直接相关。头部企业, 五洲、仙鹤和华旺的 ROE 能够稳定在 10% 以上。

**图表 6: 2014-2021H1 国内上市特种纸企业权益回报率 (ROE)**

日期	仙鹤股份	华旺科技	齐峰新材	恒丰纸业	民丰特纸	冠豪高新	凯恩股份	五洲特纸
2014	17.69%	34.54%	11.26%	5.09%	0.30%	7.35%	3.56%	
2015	10.33%	27.65%	9.13%	4.99%	-11.69%	1.76%	1.65%	
2016	12.74%	25.97%	4.20%	4.81%	1.00%	4.37%	0.73%	34.28%
2017	18.58%	24.45%	4.71%	4.79%	1.51%	2.08%	2.55%	45.03%
2018	10.48%	14.81%	1.72%	3.19%	0.78%	4.23%	2.03%	26.03%
2019	12.45%	17.24%	3.87%	4.17%	0.99%	6.44%	3.69%	21.92%
2020	15.62%	15.78%	4.60%	5.96%	3.67%	6.53%	6.99%	25.11%
2021H1	10.97%	9.66%	4.34%	3.67%	2.33%	2.65%	3.33%	14.85%

来源: WIND, 国金证券研究所

#### 细分看, 销售净利率、总资产周转率和权益乘数:

销售净利率方面, 仙鹤股份一马当先, 华旺科技、五洲特纸相差不大, 分居二、三。其他上市公司销售净利率表现不理想。

**图表 7: 2014-2021H1 国内上市特种纸企业销售净利率**

日期	仙鹤股份	华旺科技	齐峰新材	恒丰纸业	民丰特纸	冠豪高新	凯恩股份	五洲特纸
2014	9.16%	7.72%	10.75%	5.33%	0.06%	13.72%	5.35%	0.00%
2015	6.94%	10.26%	11.47%	6.29%	-11.19%	2.69%	3.09%	0.00%
2016	9.52%	7.50%	5.24%	6.88%	0.69%	5.98%	1.91%	0.00%
2017	13.07%	8.57%	4.49%	6.69%	1.14%	2.19%	4.06%	9.22%
2018	7.14%	6.51%	1.59%	4.00%	0.58%	4.20%	3.42%	7.69%
2019	9.62%	10.33%	4.08%	5.03%	0.91%	6.43%	5.98%	8.39%
2020	14.85%	16.07%	5.76%	7.59%	3.55%	7.23%	10.86%	12.85%
2021H1	21.15%	16.34%	8.00%	8.80%	4.32%	5.90%	7.35%	15.97%

来源: WIND, 国金证券研究所

总资产周转率方面, 整体而言不及大宗造纸类上市公司, 我们认为这与行业细分品种多, 单一细分赛道规模、体量较小有关。我们认为头部企业未来通过信息化, 有望加快总资产周转, 提升 ROE。

**图表 8: 2014-2021H1 国内上市特种纸企业总资产周转率**

日期	仙鹤股份	华旺科技	齐峰新材	恒丰纸业	民丰特纸	冠豪高新	凯恩股份	五洲特纸
2014	0.65	1.23	0.68	0.56	0.59	0.30	0.58	
2015	0.61	1.01	0.58	0.52	0.57	0.34	0.56	
2016	0.63	1.47	0.65	0.51	0.60	0.43	0.56	
2017	0.72	1.37	0.82	0.53	0.71	0.51	0.58	1.27
2018	0.79	1.20	0.83	0.59	0.69	0.65	0.62	1.24
2019	0.71	0.90	0.75	0.62	0.64	0.66	0.62	1.06
2020	0.63	0.60	0.62	0.61	0.62	0.63	0.76	0.89
2021H1	0.35	0.38	0.39	0.33	0.33	0.33	0.43	0.47

来源: WIND, 国金证券研究所

权益乘数, 行业整体负债率不高, 基本在 40% 以下, 五洲特纸的资产负债率最高, 这与公司刚刚上市, 上市前主要依托于负债扩张有关, 但其负债主要以流动负债为主。我们建议头部企业可以适当增加资产负债率, 以提升 ROE。

**图表 9: 2014-2021H1 国内上市特种纸企业权益乘数**

日期	仙鹤股份	华旺科技	齐峰新材	恒丰纸业	民丰特纸	冠豪高新	凯恩股份	五洲特纸
2014	2.60	3.64	1.55	1.72	1.66	1.90	1.42	
2015	2.34	2.68	1.37	1.52	1.87	1.80	1.37	
2016	2.09	2.35	1.23	1.37	1.94	1.65	1.42	
2017	1.98	2.09	1.27	1.33	1.78	1.58	1.47	3.84
2018	1.86	1.90	1.30	1.30	1.72	1.51	1.49	2.72
2019	1.83	1.85	1.27	1.32	1.68	1.49	1.47	2.47
2020	1.67	1.63	1.31	1.35	1.65	1.42	1.54	2.19
2021H1	1.47	1.53	1.41	1.37	1.63	1.33	1.67	1.96

来源: WIND, 国金证券研究所

**图表 10: 2016-2021H1 国内上市特种纸企业资产负债率**

日期	仙鹤	华旺科技	齐峰新材	恒丰纸业	民丰特纸	冠豪高新	凯恩股份	五洲特纸
2016/12/31	46.70%	57.80%	19.40%	25.50%	44.30%	39.10%	27.60%	79.10%
2017/12/31	51.60%	47.60%	23.40%	22.90%	42.00%	33.70%	27.00%	68.90%
2018/12/31	41.50%	46.90%	22.60%	22.00%	41.00%	33.70%	28.30%	59.10%
2019/6/30	40.70%	44.40%	22.20%	24.10%	40.60%	34.10%	29.40%	60.80%
2019/12/31	47.90%	44.80%	19.80%	25.10%	40.30%	32.40%	23.80%	60.00%
2020/6/30	50.10%	43.70%	29.30%	29.70%	39.00%	27.40%	30.50%	57.40%
2020/9/30	36.60%	44.90%	28.90%	28.20%	37.70%	26.70%	30.80%	56.30%
2020/12/31	32.50%	34.70%	26.70%	23.60%	38.40%	26.80%	29.90%	50.30%
2021/3/31	34.60%	30.70%	28.80%	26.00%	39.80%	26.90%	29.80%	46.50%
2021/6/30	30.70%	34.30%	31.10%	24.80%	38.80%	23.00%	30.70%	47.60%

来源: WIND, 国金证券研究所

## 5、风险提示

**宏观经济低于预期的风险：**如果宏观经济增长的速度低于预期，将导致下游需求低于预期，对于产品价格将带来不利影响。

**行业扩张无序带来价格竞争风险：**如果行业的产能扩张进入无序状态，将导致未来行业的供求关系恶化，进而影响产品价格和盈利性。

**仙鹤新增产能投放进度不达预期：**如果 2022 年仙鹤的新增产能投放进度低于预期，将导致公司 2022 年的盈利预测面临下调的风险。

**木浆价格大幅上行的风险：**如果木浆价格在未来大幅上涨，将影响企业盈利能力，将导致盈利预测出现下调的风险。

**公司投资评级的说明:**

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。

**行业投资评级的说明:**

买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;  
增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;  
减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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，不作为或被视为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。

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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址: 中国北京西城区长椿街3号4层	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