

# 不同 3G 制式竞争带来的投资机会

## 天音控股价值发现的内在逻辑

### 报告关键点：

- 三种不同3G制式网络的竞争将从根本上提升手机销售渠道的地位，天音控股将极大地获益于运营商给予渠道商的销售补贴；
- 运营商因竞争而对用户进行的资费补贴将系统性地抬升用户购买手机的整体价位，从而带来天音控股收入的高增长；
- 手机销售均价上升带来的新增收入所对应的销售费用率将大幅下降。

### 报告摘要：

- 将受益于销售补贴：**2G时代，手机销售渠道商跟运营商的关系不大，因为不同的机型都对应相同的GSM网络。而在3G时代，不同的机型对应的是三种不同制式的网络；卖出一个手机的同时，渠道商就为一个运营商争取到了一个客户。这必将从根本上提升手机销售渠道的地位，从而为其带来新的盈利模式。在2G时代，运营商基本是靠自己争取用户，渠道商只能靠卖手机挣钱。但在3G时代，运营商更多地需要依靠渠道商来争取客户，为了在竞争中胜出必然要给予渠道商一定的利益。而且，三个运营商三种不同制式网络的竞争态势将长期存在，即使今后过渡到4G。因此我们认为渠道商将从不同制式的竞争中长期获益。
- 将受益于资费补贴：**我们认为，运营商因为竞争而对用户进行的资费补贴将系统性地抬升用户购买手机的整体价位。因为相同价位的手机，3G有资费补贴，消费者会感觉3G手机相对便宜很多，从而会有购买更高价位手机的倾向。这会使得渠道商在手机销售数量不变的情况下实现收入的高增长。如果我们把运营商对渠道商的销售补贴看作直接的“明补”的话，我们可以把资费补贴带来的收入增长看作是运营商对渠道商间接的“暗补”。
- 销售费用率分析：**公司未来收入增加是因为手机销售均价的系统性上升，并不是因为手机销售数量的增加。所以，公司并不需要增加更多的促销人员和额外的促销活动。也就是说，新增销售费用跟对应的新增收入并非是线性关系，相应的销售费用率会大幅下降。
- 盈利预测、估值及投资评级：**不同3G制式的竞争将给天音控股带来高速成长的机会，这一趋势是非常确定的，但要准确地做出盈利预测却很困难。我们希望做到的是先建立起分析问题的逻辑和框架，再根据相对合理的假设作出预测，然后通过敏感性分析为投资者提供一个决策的基础。我们预计09-11年公司每股收益分别为0.23元、0.57元和0.97元，再加上公司盈利增长的弹性很大，我们认为公司应获得较高的估值溢价。给予公司2010年40倍的动态市盈率，则目标价为22.80元。首次覆盖，我们给予公司“买入-B”的投资评级。
- 风险分析：**3G商用进程和运营商补贴力度低于预期，及利率上升导致财务费用的增加。

### 财务和估值数据摘要

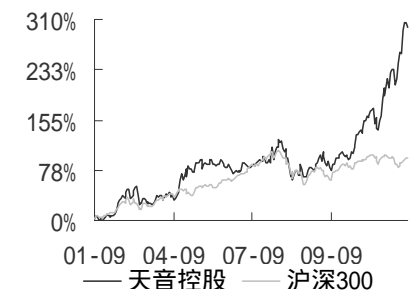
(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	15,387.5	16,309.7	17,288.3	21,145.9	24,020.5
Growth(%)	6.8%	6.0%	6.0%	22.3%	13.6%
净利润	245.7	138.7	221.4	536.7	915.8
Growth(%)	57.8%	-43.5%	59.6%	142.4%	70.6%
毛利率(%)	9.7%	9.8%	9.8%	11.5%	14.3%
净利润率(%)	1.6%	0.9%	1.3%	2.5%	3.8%
每股收益(元)	0.26	0.15	0.23	0.57	0.97
每股净资产(元)	2.06	2.25	2.57	3.33	4.62
市盈率	51.6	91.4	57.2	23.6	13.8
市净率	6.5	6.0	5.2	4.0	2.9
净资产收益率(%)	17.7%	8.9%	12.3%	22.7%	27.9%
ROIC(%)	-125.1%	42.1%	45.2%	31.9%	43.0%
EV/EBITDA	11.2	26.0	26.2	12.7	7.5
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级：**买入-B**  
 上次评级：  
 目标价格：**22.80 元**  
 期限：6 个月 上次预测：  
 现价：13.89 元  
 报告日期：**2010-01-05**

### 市场数据

总市值(百万元)	12,679.01
流通市值(百万元)	12,678.16
总股本(百万股)	946.90
流通股本(百万股)	946.84
12 个月最高/最低	3.35/14.18 元
十大流通股股东(%)	52.87%
股东户数	83,032

### 12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	38.93	105.29	201.80
绝对收益	38.33	124.29	298.51

### 研究员

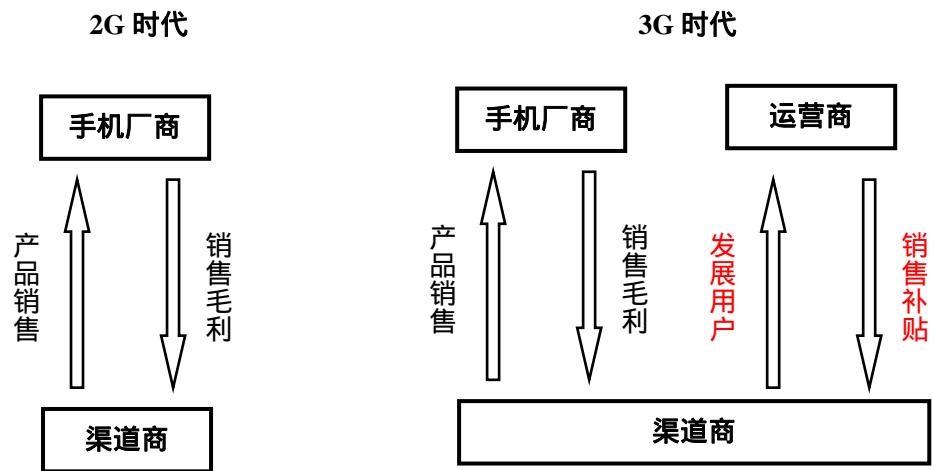
**黄文戈** 行业分析师  
 010-66581635 huangwg@essence.com.cn

### 前期研究成果

## 1. 将受益于销售补贴

在 2G 时代，手机销售渠道商跟运营商的关系不大；因为不同的机型都对应着相同的 GSM 网络，买了一个手机你既可以入中国移动的网也可以入中国联通的网。而在 3G 时代，不同的机型对应的是三种不同制式的网络；卖出一个手机的同时，渠道商就为一个运营商争取到了一个客户。这必将从根本上提升手机销售渠道的地位，从而为其带来新的盈利模式。在 2G 时代，运营商基本是靠自己争取用户，渠道商能做的就是卖手机，靠销售产品挣钱。但在 3G 时代，运营商更多地需要依靠渠道商来争取客户，为了在竞争中胜出必然要给予渠道商一定的利益；因此，渠道商在靠销售产品挣钱的同时，还能靠运营商的销售补贴来挣钱。

图 1 三种不同 3G 制式网络的竞争将为渠道商带来新的盈利模式



数据来源：安信证券研究中心

电信重组以后，三个移动运营商三种不同制式网络的竞争态势将会长期存在，即使今后过渡到 4G 也是如此。而且从长期来说，可携号转网 MNP 是必然的趋势；这么一来，用户转网的成本会降低，运营商对用户的争夺会更激烈，从而对手机销售渠道会更加依赖。所以我们认为手机分销渠道会从运营商三张网络的竞争中长期获益。短期来说，单个用户的销售补贴额会较高，但补贴的用户数量较少；长期来说，单个用户的补贴额会下降，但补贴的用户数量会上升。

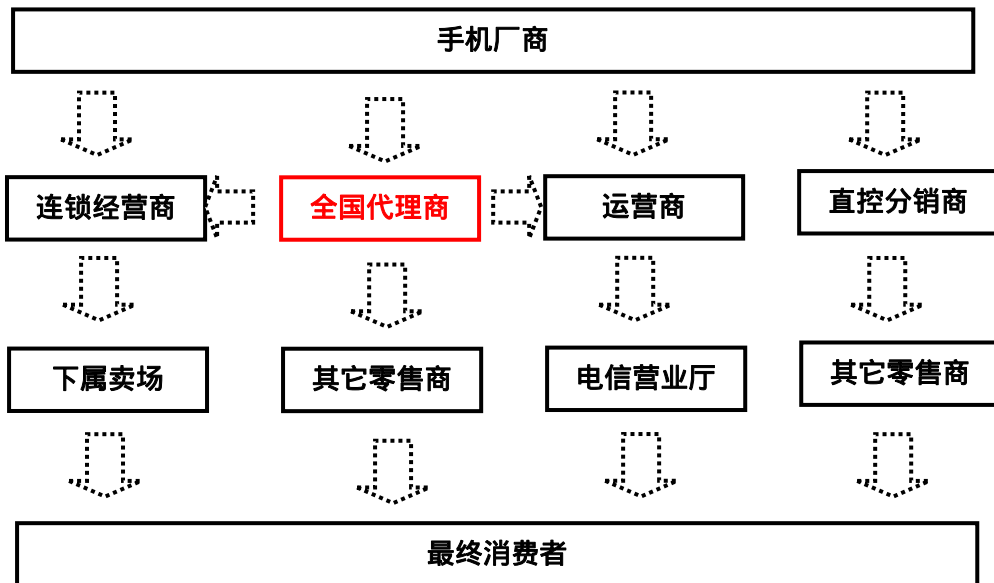
由于中国移动的 TD-SCDMA 在终端和网络上都远远不如中国联通的 WCDMA 和电信的 CDMA2000，这导致一方面移动的 3G 用户增长缓慢，另一方面联通和电信也正从移动抢到不少中高端用户。为了实现明年新增 2000 万 TD 用户这一目标，也为了保住自己的用户，中国移动在对用户进行高额资费补贴的同时，也将不得不对手机销售渠道进行销售补贴。

针对有媒体报道天音控股近期股票涨幅较大与中国移动的补贴政策有关，天音控股于 12 月 24 日停牌，并于 25 日发布公告澄清了这一说法，称中国移动的补贴政策对经营业绩影响有限。天音控股在公告中表示，广东移动确实在 11 月 23 日—12 月 31 日期间一项针对 G3 手机的专项促销活动中，给予销售的每台 TD 手机 300 元的激励奖金，天音控股旗下的零售企业易天数码也参与了此次活动，并承诺销售 1 万台。但易天数码前三季度的销售收入仅占天音控股同期收入的 3.04%，因此该补贴政策对天音控股的经营影响有限。

其实天音控股在公告中否认的只是广东移动的这一补贴政策对公司经营的影响。我们知道，目前的手机销售渠道主要分为四种：代理渠道、连锁渠道、运营商渠道和 FD

渠道（即直控分销商）。天音控股属于代理渠道，上述补贴政策是针对连锁零售商，所以当然对天音控股影响不大。

图 2 手机销售渠道格局



数据来源：安信证券研究中心

但是，目前代理渠道的手机出货量已经占到整个手机销售市场份额的 60% 以上；运营商不可能置最大的渠道于不顾，而只是通过补贴连锁零售商来争取客户。其次，由于由全国代理商供货的手机零售门店多达 20 多万个，运营商不可能跳过国代商直接对这些零售终端进行补贴。再有，天音控股并不仅仅是对手机进行分销；之所以能实现占全国手机市场份额近 20% 的销售，是因为天音控股还有近 8000 人的促销队伍活跃在主要的零售门店和卖场，促销人员和各种促销活动的费用占了公司毛利的 50% 以上。因此我们认为，运营商在对连锁渠道进行销售补贴的同时，必将对以天音控股为代表的代理渠道进行销售补贴。

## 2. 将受益于资费补贴

市场上有种貌似合理的观点认为，由于 3G 手机比 2G 手机功能更强、均价更贵，所以整个手机市场和天音控股的销售收入会因为 3G 的发展而出现爆发式增长。但我们并不认同这一观点，原因有二：一是购买价格较贵的 3G 手机的用户同时必然会减少购买同样较贵的 2G 手机，这样一来会有种“挤出效应”，使得销售渠道虽然获得较多的 3G 手机销售收入，但 2G 手机销售收入会下降得很厉害。二是手机这类高科技消费品随着时间的推移，价格会下降很快，市场上很快会出现很多低端 3G 手机，所以 3G 手机相对价格较高只会是暂时的。

但是我们认为，运营商因为竞争激烈而对用户进行的高额资费补贴却会系统性地抬升用户购买手机的整体价位。因为相同价位的手机，3G 有资费补贴，而 2G 的没有，消费者会感觉 3G 的手机相对便宜很多，从而会有购买更高价位手机的倾向。这会使得手机销售渠道在手机销售数量不变的情况下实现收入的高增长。只是这一增长并不是由于 3G 手机价格更贵，而是由于运营商三张网络的竞争造成的。如果我们把前面讨论的运营商对渠道商的销售补贴看作直接的“明补”的话，我们可以把资费补贴带来的手机销售均价上升看作运营商对渠道商的一种间接的“暗补”。

## 3. 销售费用率分析

对应运营商的销售补贴和新增的销售收入，公司的销售费用将如何变化？销售费用是天音控股最主要的营业费用，占毛利的一半以上。其销售费用主要包括近 8000 门店促销人员的工资、提成和各种促销费用。

首先，就算没有运营商的销售补贴，天音也要卖手机；这种制式的手机卖多了，那种制式的就卖少了。虽然有针对性地卖某种制式的手机会加大促销费用，但比起让用户从不买到买还是要少很多。

其次，天音控股收入的大幅增加是因为手机销售均价的系统性上升，并不是因为手机销售数量的增加。所以，公司并不需要增加更多的促销人员和额外的促销活动。也就是说，新增销售费用跟对应的新增收入并非是线性关系，相应的销售费用率会大幅下降。

#### 4. 盈利预测、估值及投资评级

以上的分析显示，运营商因为三种不同制式网络的激烈竞争而针对手机销售渠道商提供的销售补贴和针对消费者提供的资费补贴，将给天音控股带来高速增长的机会。这一趋势是非常确定的，但要准确地做出盈利预测却很困难，因为这里面牵涉到太多的假设。我们希望做到的，是先建立起分析、讨论问题的逻辑和框架，再根据相对合理的假设进行预测，然后通过敏感性分析为投资者提供一个决策的基础。

我们所作的假设如下：

- 2010 和 2011 年，运营商进行销售补贴的 3G 手机数量分别为 2000 万台（这是明年中国移动发展 TD 用户的目标）和 6000 万台，运营商对每台 3G 手机的平均销售补贴金额仅为 100 元（这一假设远远低于目前部分地方的试点情况）；
- 运营商资费补贴将使得手机销售收入 2010 年上升 20%，2011 年再上升 10%；
- 天音控股占市场手机销售份额的比例保持在 20%；
- 天音控股手机销售补贴的销售费用率为原有销售费用率的 50%；
- 手机销售均价上升带来的新增收入所对应的销售费用率为原有销售费用率的 50%。

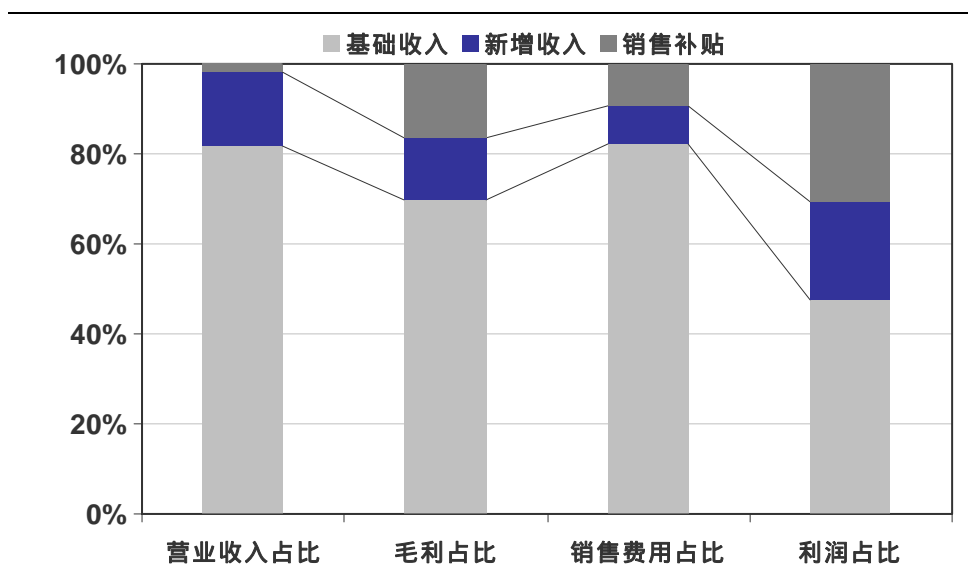
于是我们就有：

表 1 收入和利润预测（百万元）

	2010	2011
基础手机销售收入	17288.3	17288.3
基础手机销售营业利润	442.8	405.6
新增手机销售收入	3457.7	5532.2
新增手机销售营业利润	202.3	323.6
销售补贴收入	400.0	1200.0
销售补贴营业利润	285.2	855.6
总营业收入	21145.9	24020.5
总营业利润	930.3	1584.8

数据来源：安信证券研究中心

图 3 公司盈利增长动因分析（以 2010 年为例）



数据来源：安信证券研究中心

基于上述假设，我们得出 2009-11 年天音控股每股收益分别为 0.23 元、0.57 元和 0.97 元。

但由于假设具有不确定性，所以我们对一些主要的假设进行了敏感性分析。

表 2 天音控股 2010 年盈利敏感性分析（一）

EPS (元)	销售补贴和新增收入对应的销售费用率 / 原有销售费用率			
	70%	50%	30%	20%
70	0.47	0.52	0.56	0.58
运营商对每台 3G 手机的平均销售补贴金额 (元)				
100	0.52	0.57	0.62	0.64
150	0.59	0.65	0.72	0.75
200	0.66	0.74	0.82	0.86
300	0.92	0.92	1.02	1.07

数据来源：安信证券研究中心

表 3 天音控股 2010 年盈利敏感性分析（二）

EPS (元)	销售补贴和新增收入对应的销售费用率 / 原有销售费用率			
	70%	50%	30%	20%
15%	0.50	0.54	0.59	0.61
运营商资费				
20%	0.52	0.57	0.62	0.64
补贴将使手机销售收入上升				
25%	0.54	0.59	0.65	0.68
30%	0.56	0.62	0.68	0.71

数据来源：安信证券研究中心

由于未来两年公司盈利的增长率分别高达 140%和 70% ,而且盈利增长的弹性还很大 ,所以我们认为公司应该获得较高的估值溢价。给予公司 2010 年 40 倍的动态市盈率 ,则目标价为 22.80 元人民币。首次覆盖 ,我们给予公司“买入-B”的投资评级。

## 5. 风险分析

- 3G 的商用进程低于预期 ;
- 运营商的补贴力度低于预期 ;
- 由于天音控股是向手机厂商买断货物 ,利率的上升将导致公司财务费用的增大。

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-1-2

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	<b>15,387.5</b>	<b>16,309.7</b>	<b>17,288.3</b>	<b>21,145.9</b>	<b>24,020.5</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	13,897.9	14,711.3	15,594.0	18,712.8	20,584.1	营业收入增长率	6.8%	6.0%	6.0%	22.3%	13.6%
营业税费	51.0	69.1	69.2	84.6	96.1	营业利润增长率	48.8%	-42.7%	60.6%	140.0%	70.3%
销售费用	777.5	928.1	950.9	1,155.9	1,433.0	净利润增长率	57.8%	-43.5%	59.6%	142.4%	70.6%
管理费用	104.8	142.4	138.3	169.2	192.2	EBITDA 增长率	61.6%	-21.2%	10.5%	105.8%	62.9%
财务费用	155.0	203.3	108.3	105.0	111.7	EBIT 增长率	64.6%	-22.8%	11.5%	108.8%	63.9%
资产减值损失	-10.2	12.2	40.0	-11.9	18.6	NOPLAT 增长率	72.7%	-21.8%	-2.3%	108.1%	64.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-332.2%	-8.9%	194.5%	21.8%	13.6%
投资和汇兑收益	9.6	-2.0	-	-	-	净资产增长率	160.8%	8.8%	14.4%	29.4%	38.8%
<b>营业利润</b>	<b>421.2</b>	<b>241.4</b>	<b>387.6</b>	<b>930.3</b>	<b>1,584.8</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	1.1	-0.4	1.0	-1.0	1.0	毛利率	9.7%	9.8%	9.8%	11.5%	14.3%
<b>利润总额</b>	<b>422.3</b>	<b>240.9</b>	<b>388.6</b>	<b>929.3</b>	<b>1,585.8</b>	营业利润率	2.7%	1.5%	2.2%	4.4%	6.6%
减: 所得税	76.6	52.5	89.4	213.7	364.7	净利率	1.6%	0.9%	1.3%	2.5%	3.8%
<b>净利润</b>	<b>245.7</b>	<b>138.7</b>	<b>221.4</b>	<b>536.7</b>	<b>915.8</b>	EBITDA/营业收入	3.8%	2.8%	3.0%	5.0%	7.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>3.7%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.9%</b>	<b>4.9%</b>	<b>7.1%</b>
货币资金	1,687.3	2,272.3	4,492.3	5,369.2	6,900.5	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	2	3	5	4	4
应收帐款	1,048.9	911.8	909.4	1,112.3	1,263.5	流动营业资本周转天数	0	11	26	41	44
应收票据	845.4	152.3	236.8	289.7	329.0	流动资产周转天数	115	122	140	150	160
预付帐款	405.9	367.4	445.4	538.9	641.8	应收帐款周转天数	16	20	16	15	16
存货	1,535.6	1,796.3	1,907.2	2,337.8	2,571.6	存货周转天数	46	40	42	38	39
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	-	-0.0	总资产周转天数	123	132	150	156	165
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	6	20	35	47	49
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	107.6	105.9	-	-	-	ROE	17.7%	8.9%	12.3%	22.7%	27.9%
投资性房地产	3.9	3.7	-	-	-	ROA	5.9%	3.1%	3.6%	7.1%	10.1%
固定资产	77.7	214.7	242.0	255.2	256.8	ROIC	-125.1%	42.1%	45.2%	31.9%	43.0%
在建工程	73.1	112.7	68.2	41.5	25.5	<b>费用率</b>					
无形资产	30.3	34.1	31.9	29.9	28.0	销售费用率	5.1%	5.7%	5.5%	5.5%	6.0%
其他非流动资产	48.9	88.0	35.6	36.0	36.2	管理费用率	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>资产总额</b>	<b>5,864.5</b>	<b>6,059.2</b>	<b>8,368.8</b>	<b>10,010.6</b>	<b>12,053.0</b>	财务费用率	1.0%	1.2%	0.6%	0.5%	0.5%
短期债务	614.2	961.0	3,081.7	3,478.3	3,970.7	三费/营业收入	6.7%	7.8%	6.9%	6.8%	7.2%
应付帐款	331.3	434.1	405.9	487.0	535.8	<b>偿债能力</b>					
应付票据	2,682.1	2,265.1	2,136.2	2,563.4	2,819.7	资产负债率	66.7%	64.9%	70.9%	68.5%	63.7%
其他流动负债	187.1	160.6	209.4	230.6	254.6	负债权益比	200.2%	185.0%	243.9%	217.9%	175.8%
长期借款	71.8	74.8	74.8	74.8	74.8	流动比率	1.45	1.43	1.37	1.43	1.54
其他非流动负债	23.9	22.6	22.6	22.6	22.6	速动比率	1.01	0.93	1.02	1.06	1.19
<b>负债总额</b>	<b>3,910.7</b>	<b>3,933.1</b>	<b>5,935.6</b>	<b>6,861.8</b>	<b>7,683.2</b>	利息保障倍数	3.72	2.19	4.58	9.86	15.18
<b>少数股东权益</b>	<b>535.0</b>	<b>583.4</b>	<b>661.2</b>	<b>840.1</b>	<b>1,145.4</b>	<b>分红指标</b>					
股本	528.0	950.5	946.0	946.0	946.0	DPS(元)	0.03	-	-	-	-
留存收益	890.8	604.6	826.0	1,362.7	2,278.5	分红比率	10.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>1,953.8</b>	<b>2,126.0</b>	<b>2,433.2</b>	<b>3,148.8</b>	<b>4,369.9</b>	股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
净利润	345.7	188.4	221.4	536.7	915.8	EPS(元)	0.26	0.15	0.23	0.57	0.97
加: 折旧和摊销	18.6	26.4	15.5	17.1	18.1	BVPS(元)	2.06	2.25	2.57	3.33	4.62
资产减值准备	-10.2	12.2	40.0	-11.9	18.6	PE(X)	51.6	91.4	57.2	23.6	13.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.5	6.0	5.2	4.0	2.9
财务费用	65.9	153.2	182.5	108.3	105.0	P/FCF	-18.3	21.6	18.3	32.5	12.7
投资收益	-9.6	2.0	-	-	-	P/S	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	100.0	49.7	77.8	178.9	305.3	EV/EBITDA	11.2	26.0	26.2	12.7	7.5
营运资金的变动	-1,118.9	129.0	-397.8	-238.4	-216.8	CAGR(%)	27.4%	86.4%	71.0%	-	-
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-623.0</b>	<b>546.2</b>	<b>65.2</b>	<b>587.4</b>	<b>1,152.7</b>	PEG	1.9	1.1	0.8	-0.2	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-187.8</b>	<b>-157.9</b>	<b>104.2</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.1</b>	ROIC/WACC	-14.3	4.8	5.1	3.6	4.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,130.3</b>	<b>196.8</b>	<b>2,007.9</b>	<b>291.7</b>	<b>380.6</b>	REP	-0.5	3.0	1.0	1.2	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

黄文戈，电信和互联网行业分析师，中欧国际工商学院 MBA。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn		

## 安信证券研究中心

深圳  
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

上海  
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200122

北京  
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034