

布局老挝资源, 受益电改降本

■中国铝土矿对外依存度高, 进口矿价持续攀升。为了保障国内铝土矿供应, 国内企业海外拿矿势在必行。中国铝土矿资源匮乏、过度开采, 储采比已不到10年, 对外依存度40%, 供应风险较大。铝土矿进口价格逐年攀升, 运距加长将继续推升进口成本。2014年印尼禁止原矿出口, 魏桥等国内大型企业已在海外有所布局。目前大多氧化铝项目位于印尼, 少数位于老挝, 就近使用当地丰富铝土矿资源。

■云铝股份收购老挝铝土矿, 品位高、铝硅比高。现有备案储量翻倍, 并且后续增储空间大。云铝股份拟2,805万美元收购老挝中老铝业51%股权, 其已探获三水铝土1.4亿吨, 铝硅比在8.47~9.51:1之间, 后续仍有较大增储空间。云铝已备案铝土矿1.08亿吨, 潜力储量3亿吨。

■投建100万吨氧化铝工程, 铝资源自给率将达到100%。中老铝业还将投资(估算)约12亿美元(其中71%由云铝负责筹措)建设一期年产100万吨氧化铝、300万吨配套矿山工程。参照类似的国际矿业项目, 我们预计建设完成最快需到2016年底。云铝股份电解铝总产能总120万吨(折228万吨氧化铝), 旗下文山铝业氧化铝一期产能为80万吨/年, 自给率35%。老挝氧化铝一期、文山二期(60万吨)都投产后, 公司氧化铝总产能将达240万吨, 资源自给率提高至80%。

■云南实施电改, 云铝盈利弹性很大。云南大工业用电超过0.51元/度, 企业电力消纳能力差, 2013年水电弃水达100多亿度。2014年云南实施电改, 我们测算云铝电价下降约0.07元/度, 预计还有0.05元/度电价下降空间。以吨铝耗电1.27万度、总产能120万吨计算, 电价每下降0.01元, 云铝吨毛利、归属母公司净利增厚约1.54亿元、0.8亿元。

■投资建议: 我们预计2014~2016年归属母公司净利润2638万元、-16,108万元和3589万元。铝价下跌持续拖累公司业绩, 但考虑到公司氧化铝投产后的潜在盈利, 云南电价下调带来的超高弹性, 以及云南国企改革预期, 我们给予“增持-A”评级, 12个月目标价7元。

■风险提示: 铝价加速下跌; 海外氧化铝项目建设不达预期:

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	10,692.7	14,927.9	14,461.5	15,000.0	17,692.3
净利润	13.5	16.1	26.4	-161.1	35.9
每股收益(元)	0.01	0.01	0.02	-0.10	0.02
每股净资产(元)	2.55	2.53	2.44	2.22	2.04

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	711.7	598.7	365.3	-59.8	268.4
市净率(倍)	2.5	2.5	2.6	2.8	3.1
净利润率	0.1%	0.1%	0.2%	-1.1%	0.2%
净资产收益率	0.6%	-2.0%	0.9%	-6.4%	1.4%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	0.7%	0.0%	2.9%	0.6%	2.9%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级

增持-A

首次评级

12个月目标价

7.00元

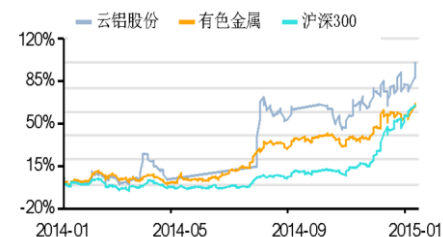
股价(2015-01-08)

6.26元

交易数据

总市值(百万元)	9,635.22
流通市值(百万元)	9,634.60
总股本(百万股)	1,539.17
流通股本(百万股)	1,539.07
12个月价格区间	3.05/6.26元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	3.99	-21.58	39.97
绝对收益	13.41	22.03	98.73

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-66581768

报告联系人

陈书炎

010-66581841

chensy3@essence.com.cn

相关报告

云铝股份: 文山80万吨氧化铝项目正式投产	2012-07-05
云铝股份: 抓住机遇, 再次腾飞	2011-07-29
云铝股份: 开始摆脱亏损: ---3季度预告点评	2010-10-15

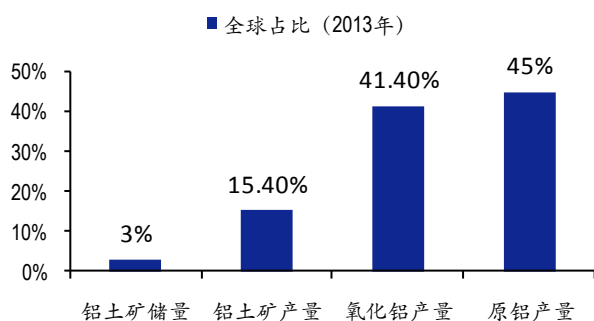
1. 顺应“一路一带”，布局老挝铝土矿资源

1.1. 中国铝土矿供应风险较大，海外拿矿势在必行

中国铝土矿资源匮乏、过度开采，储采比已不到 10 年，对外依存度 40%，供应风险较大。据 USGS 统计，全球铝土矿总资源储量 550-750 亿吨，主要分布在非洲、大洋洲和中南美洲，中国占比不过 3%。上一轮周期中，随着中国电解铝产能的突飞猛进，氧化铝成为原料瓶颈，这引发了 2006 年以后国内自建氧化铝、开发铝土矿的风潮。

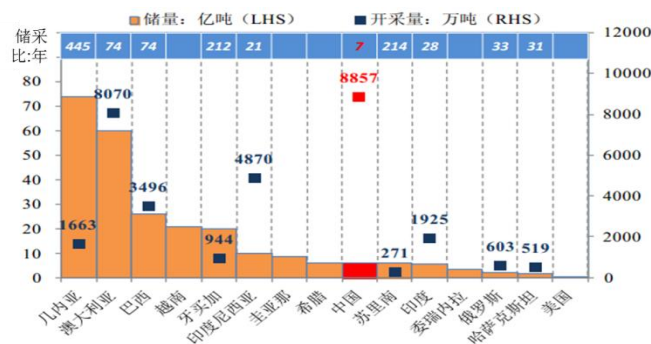
截至 2013 年，中国氧化铝、电解铝的产量的全球占比已达到 41% 和 45%，而国内铝土矿被迫过度开采，以全球占比 3% 的储量供应全球 15% 的产量，目前国内铝土矿存量仅够支撑不到 10 年，中国铝土矿的对外依存度约 40% 左右。

图 1：中国铝土矿资源相对稀缺，供应风险大



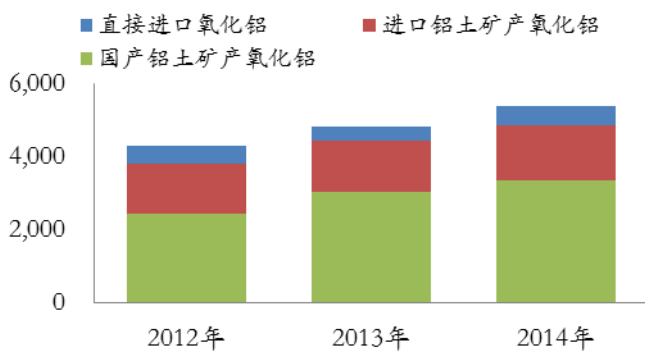
数据来源：USGS, Wind, 安信证券研究中心

图 2：国内开采强度巨大，国内铝土矿保障程度低



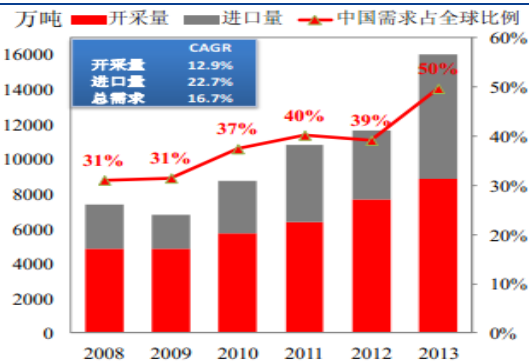
数据来源：安泰科, 安信证券研究中心

图 3：中国氧化铝的供应构成



数据来源：安泰科, 安信证券研究中心

图 4：国内铝土矿过度才开采，大量进口

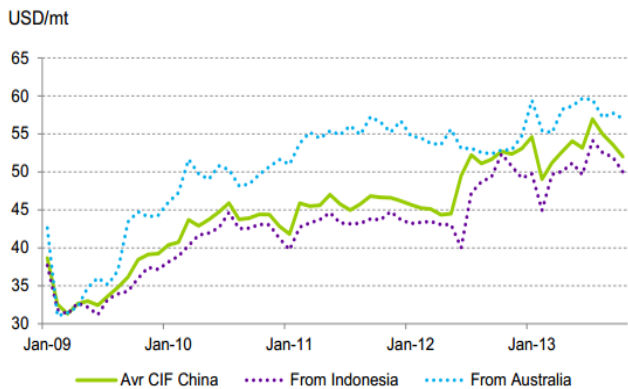


数据来源：安泰科, 安信证券研究中心

注：印尼禁矿前，2013 年中国大量进口铝土矿作为库存缓冲

铝土矿进口价格逐年攀升，运距加长将继续推升进口成本。2009 年以来，电解铝价格逐渐走低，国内铝土矿价格基本在 300 元/吨左右震荡，但进口铝土矿价格却节节攀升，由 32 美元/吨上涨至近 60 美元/吨。印尼禁止铝土矿出口后，随着国内铝土矿库存逐步消耗，中国加大向大西洋沿岸等远距离区域进口矿源，运费增加将继续推高铝土矿进口均价，抬升国内氧化铝企业成本。

图 5：2009 年以来进口铝土矿价格逐年攀升



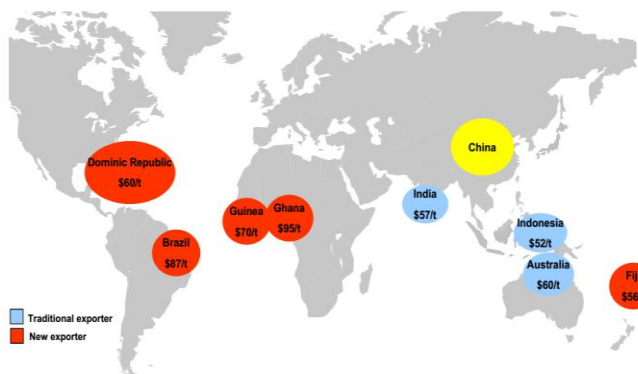
数据来源：中国海关，海德鲁，安信证券研究中心

图 6：国产铝土矿价格基本维持区间震荡



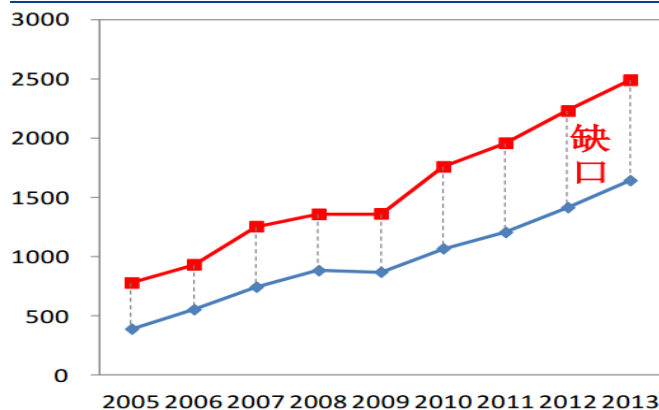
数据来源：安泰科，安信证券研究中心

图 7：中国的铝土矿来源分布及其考虑运费后的成本



数据来源：GTIS, Macquarie, 安信证券研究中心

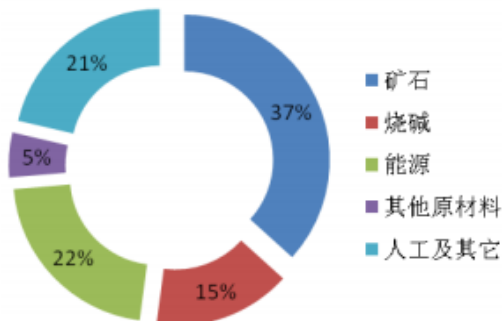
图 8：中国铝土矿需求缺口持续存在 (万吨)



数据来源：安泰科，安信证券研究中心

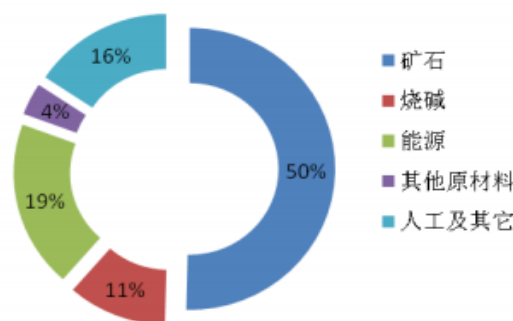
自产铝土矿产氧化铝更具成本优势。国内自产铝土矿生产氧化铝具成本优势，尤其是氧化铝厂就近设在矿区周边，能节约大量运费。据安泰科统计，国内典型企业中，使用国产铝土矿的平均制造含税成本为 2070 元/吨，使用进口矿含税成本为 2320 元/吨，自产铝土矿企业成本还能降低 200-300 元/吨。

图 9：使用国产铝土矿的成本构成



数据来源：安泰科，安信证券研究中心

图 10：使用进口铝土矿的成本构成



数据来源：安泰科，安信证券研究中心

为了保障国内铝土矿供应，国内企业海外拿矿势在必行。国内铝土矿资源保证程度低，加上 2014 年印尼开始禁止原矿出口，铝资源危机加剧。因此，魏桥、中铝、南山等国内大型企业已在海外有所布局，目前大多氧化铝项目位于印尼，少数位于老挝，就近使用当地丰富铝土矿资源。

表 1：中国企业加快在海外布局铝土矿、氧化铝

	所在国	氧化铝产能	项目进度
中铝集团	印尼	200 万吨	拟建
魏桥集团	印尼	200 万吨	在建
锦江集团	印尼	200 万吨	拟建
中色股份	老挝	120 万吨	拟建
云铝股份	老挝	100 万吨	拟建
南山铝业	印尼	200 万吨	拟建
海南联企商业	印尼	100 万吨	拟建
广西投资集团	印尼	160 万吨	拟建

数据来源：安泰科，安信证券研究中心

1.2. 顺应“一路一带”东风，云铝股份布局老挝铝土矿

云铝股份收购老挝铝土矿，现有备案储量翻倍，并且后续增储空间大。2015 年 1 月 8 号，云铝股份公告拟以 2,805 万美元价格收购老挝中老铝业 51% 股权，其拥有老挝占巴色省 147.86 平方千米铝土矿资源的采矿权，已探获三水铝土矿净储量约 1.4 亿吨，铝硅比在 8.47~9.51:1 之间，后续仍有较大增储空间。截至 2013 年底，云铝备案铝土矿超过 1.08 亿吨，潜力储量在 3 亿吨以上，此次收购将增加公司控制的优质三水铝土矿资源 1.4 亿吨。现有备案储量翻倍，并且后续增储空间大。

表 2：中老铝业已探获铝资源丰富

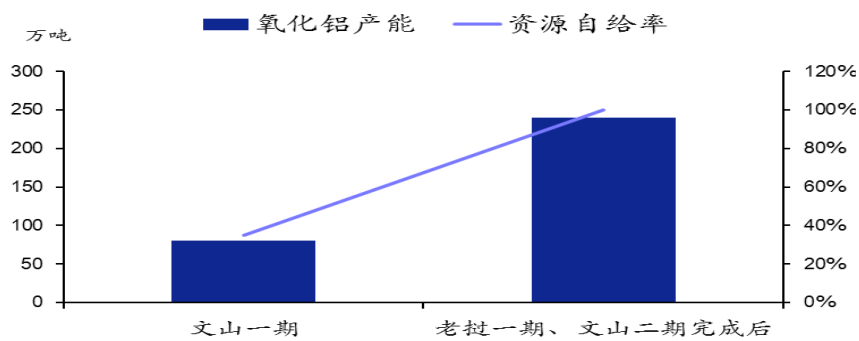
老挝	铝土矿-万吨	铝硅比	三氧化二铝品位
第一阶段	6,741.78	8.47: 1	39.13%
第二阶段	7,371	9.51: 1	41.31%
文山	10,800	6--8: 1	一水铝土矿

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

中国铝土矿资源禀赋较差，云铝获得的老挝矿区品位高、铝硅比高，开采条件好，距离港口近。中国 98% 以上储量为加工困难、耗能大的一水铝土矿石，铝硅比大于 7:1 的仅占到 11.3%，且适合露天开采铝土矿床仅约 34%。而云铝所控制的老挝铝土矿区，属于三水铝土矿，平均品位、含矿率、铝硅比、矿体厚度、矿石集中度、开采条件等方面较国内好，开采成本和氧化铝生产成本更低。同时，该矿区距离港口近，适合公路-港口-海运直接运到中国防城港，物流成本并不高。

计划投资 12 亿美金建设 100 万吨氧化铝工程，公司铝土矿资源自给率提高到 100%。中老铝业还将投资（估算）约 12 亿美元（其中 71% 由云铝负责筹措）建设一期年产 100 万吨氧化铝、300 万吨配套矿山工程。参照类似的国际矿业项目，我们预计建设完成最快需到 2016 年底。目前云铝股份电解铝总产能 120 万吨，需耗用氧化铝 228 万吨/年。旗下文山铝业使用自产铝土矿，目前氧化铝总产能为 80 万吨/年，自给率 35%。随着文山二期 60 万吨、老挝氧化铝项目投产后，公司将新增 160 万吨氧化铝产能，资源自给率达到 100%。

图 11: 铝土矿资源自给率将提升至 100%



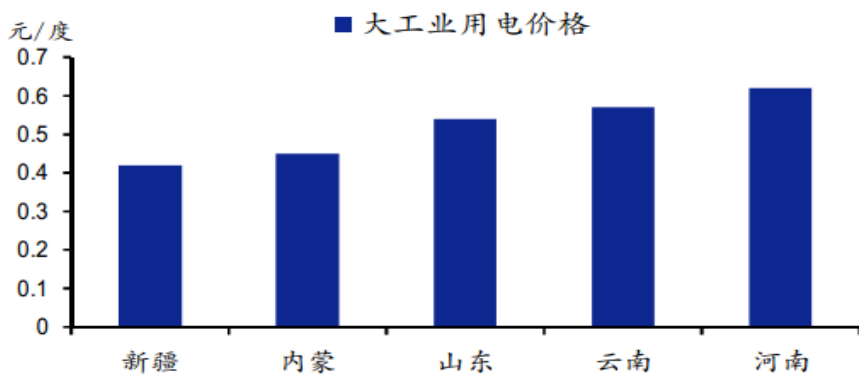
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

符合“一带一路”的国家战略，与老挝政府合作紧密，政治风险小，进一步增储和整合资源的潜力大。老挝做为东南亚除越南外唯一的社会主义国家，是中国在东盟紧密的合作伙伴。在中国推行“一带一路”战略的背景下，此次云铝和中老矿业的合作，得到了老挝政府的全力支持，云南省政府也将其作为构建“面向西南开放重要桥头堡”的主要一步，这将降低项目的政治风险，并为云铝在当地继续增储和整合资源提供有力支持。

2. 推行大用户直购电，打响云南电改第一枪

云南实施电改，云铝用电成本下调，毛利提升空间巨大。云南水力资源丰富，七成上网电来自水电，发电成本较其他火电地区低很多。目前云南水电上网电价 0.27 元/度，但大工业用电价格达 0.51-0.57 元/度。高电价造成云南工业企业电力消纳能力差，水电站弃水严重，2013 年因水电无法及时上网而致的弃水达 100 多亿度。2014 年云南实施电力体制改革，云铝 55%用电采用“大用户直购电”，45%采用富余水电消纳政策。

图 12: 云南用电成本高



数据来源: 各地发改委, 安信证券研究中心

根据我们测算，云铝电价下降约 0.07 元/度，也即用电成本降至 0.44 元/度。考虑到云南 0.27 元/度的水电上网电价，加上适度输配费用，可能还有 0.05 元/度的电价下降空间。以云铝吨铝耗电 1.27 万度、总产能 120 万吨计算，电价每下降 0.01 元，云铝吨毛利有望提升 1.54 亿元，净利增厚约 0.8 亿元。

3. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2014~2016 年的营业收入分别为 144.61 亿元、150 亿元和 176.92 亿元，增速分别为-3.12%、3.72%和 17.95%；归属母公司净利润分别为 2,638 万元、-16,108 万元和 3,589 万元，EPS 分别为 0.017 元、-1.047 元和 0.0233 元。主要假设如下：

- 第一，2014-2016 年电解铝产量分别为 120 万吨、130 万吨、150 万吨；
- 第二，2014-2016 含税用电价格为 0.44 元/度；
- 第三，2014-2016 年电解铝平均含税售价为 14100 元/吨、13500 元/吨、13800 元/吨；
- 第四，短期内老挝铝土矿对公司盈利尚不产生影响；
- 第五，电价每下调 0.01 元/度，公司毛利、归属母公司净利分别提升 1.54 亿元、0.8 亿元。

给予公司“增持-A”评级，12 个月目标价 7.00 元。铝价下跌持续拖累公司业绩，但是考虑到公司氧化铝投产后的潜在盈利，云南电价下调带来的超高弹性，以及云南国企改革预期，我们给予公司“增持-A”评级，12 个月目标价 7 元

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月09日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	10,692.7	14,927.9	14,461.5	15,000.0	17,692.3	成长性					
减:营业成本	10,075.4	14,248.7	13,158.0	14,083.8	16,194.2	营业收入增长率	33.6%	39.6%	-3.1%	3.7%	17.9%
营业税费	16.8	6.2	8.0	8.0	8.0	营业利润增长率	-306.0%	163.3%	-109.3%	-847.1%	-119.1%
销售费用	202.5	302.1	289.2	300.0	353.8	净利润增长率	-86.0%	18.9%	63.9%	-710.6%	-122.3%
管理费用	264.4	340.1	396.0	429.0	520.0	EBITDA 增长率	-22.6%	11.5%	89.1%	-40.3%	68.4%
财务费用	319.7	528.2	561.2	546.6	546.0	EBIT 增长率	-64.5%	-98.1%	27,136.0	-70.6%	244.0%
资产减值损失	26.4	30.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	-73.8%	-97.4%	24,997.9	-78.8%	378.7%
加:公允价值变动收益	-0.8	0.8	-	-	-	投资资本增长率	30.0%	20.7%	1.2%	-2.1%	-4.1%
投资和汇兑收益	13.5	1.1	-	-	-	净资产增长率	0.5%	8.3%	-5.4%	-6.5%	-5.9%
营业利润	-199.8	-526.0	49.2	-367.4	70.3	利润率					
加:营业外净收支	247.8	392.2	5.0	5.0	5.0	毛利率	5.8%	4.5%	9.0%	6.1%	8.5%
利润总额	48.0	-133.8	54.2	-362.4	75.3	营业利润率	-1.9%	-3.5%	0.3%	-2.4%	0.4%
减:所得税	19.1	-23.6	8.1	-54.4	11.3	净利润率	0.1%	0.1%	0.2%	-1.1%	0.2%
净利润	13.5	16.1	26.4	-161.1	35.9	EBITDA/营业收入	4.7%	3.8%	7.4%	4.3%	6.1%
						EBIT/营业收入	1.1%	0.0%	4.2%	1.2%	3.5%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	198	240	293	271	216
货币资金	1,384.1	1,077.0	1,545.2	1,563.0	1,941.6	流动营业资本周转天数	16	20	23	26	26
交易性金融资产	-	0.3	-	-	-	流动资产周转天数	132	112	155	174	158
应收账款	461.0	545.7	649.5	689.3	689.3	应收账款周转天数	9	12	15	16	14
应收票据	54.6	425.2	523.4	555.6	555.6	存货周转天数	48	51	68	74	65
预付帐款	125.1	226.5	305.6	663.7	710.2	总资产周转天数	567	504	595	596	502
存货	1,716.5	2,481.8	2,986.7	3,196.0	3,185.7	投资资本周转天数	400	357	406	389	320
其他流动资产	4.8	810.3	900.0	900.0	900.0	投资回报率					
可供出售金融资产	52.2	51.9	44.0	44.0	44.0	ROE	0.6%	-2.0%	0.9%	-6.4%	1.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.2%	-0.5%	0.2%	-1.2%	0.3%
长期股权投资	144.0	250.0	250.0	250.0	250.0	ROIC	0.7%	0.0%	2.9%	0.6%	2.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	7,938.2	11,924.4	11,643.6	10,957.9	10,267.2	销售费用率	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
在建工程	4,964.6	3,335.4	60.0	60.0	60.0	管理费用率	2.5%	2.3%	2.7%	2.9%	2.9%
无形资产	613.3	939.2	899.9	879.3	858.4	财务费用率	3.0%	3.5%	3.9%	3.6%	3.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	7.4%	7.8%	8.6%	8.5%	8.0%
资产总额	18,819.3	22,966.9	24,855.9	24,806.9	24,510.1	偿债能力					
短期债务	4,604.5	5,521.4	6,200.0	6,200.0	6,200.0	资产负债率	73.4%	76.4%	79.4%	80.7%	81.6%
应付帐款	1,812.9	2,477.5	3,129.2	3,338.5	3,328.2	负债权益比	276.2%	324.0%	384.9%	417.4%	443.4%
应付票据	103.9	621.5	746.7	799.0	796.4	流动比率	0.51	0.50	0.57	0.61	0.64
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.28	0.28	0.32	0.35	0.39
长期借款	4,771.3	4,149.5	5,200.0	5,200.0	5,200.0	利息保障倍数	0.38	-	1.09	0.33	1.13
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	13,817.3	17,550.3	19,729.6	20,012.8	19,999.9	DPS(元)	0.03	-	-	-	-
少数股东权益	1,078.4	1,517.7	1,372.7	1,372.7	1,372.7	分红比率	341.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,539.2	1,539.2	1,539.2	1,539.2	1,539.2	股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,375.2	2,359.2	2,214.6	1,882.4	1,598.5						
股东权益	5,002.0	5,416.6	5,126.3	4,794.1	4,510.2						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	28.9	-110.2	26.4	-161.1	35.9	EPS(元)	0.01	0.01	0.02	-0.10	0.02
加:折旧和摊销	392.4	565.8	459.6	459.6	459.6	BVPS(元)	2.55	2.53	2.44	2.22	2.04
资产减值准备	26.4	30.5	-	-	-	PE(X)	711.7	598.7	365.3	-59.8	268.4
公允价值变动损失	0.8	-0.8	-	-	-	PB(X)	2.5	2.5	2.6	2.8	3.1
财务费用	347.5	550.1	561.2	546.6	546.0	P/FCF	31.6	-8.5	9.4	51.0	13.8
投资损失	-13.5	-1.1	-	-	-	P/S	0.9	0.6	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	15.4	-126.3	19.7	-147.0	28.1	EV/EBITDA	34.7	31.0	20.8	34.8	20.3
营运资金的变动	-1,175.6	1,733.4	-129.5	-356.3	-49.1	CAGR(%)	-320.1%	-183.4%	-27.4%	-320.1%	-183.4%
经营活动产生现金流量	956.1	2,319.9	937.3	341.8	1,020.5	PEG	-2.2	-3.3	-13.3	0.2	-1.5
投资活动产生现金流量	-3,121.2	-2,082.1	8.2	-	-	ROIC/WACC	0.1	-	0.4	0.1	0.4
融资活动产生现金流量	1,254.1	-545.3	-865.6	-298.8	-805.2	REP	13.7	575.6	3.5	16.9	3.6

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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;

■ 分析师声明

齐丁声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：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：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

