

恒力石化 (600346.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 14.94 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	4,631.94
总市值(百万元)	105,164.15
年内股价最高最低(元)	16.59/14.93
沪深 300 指数	3837.68
上证指数	2913.57

相关报告

- 1.《恒力中报解读——未来有望百亿元利润做起点-《2019-08-0...》, 2019.8.11
- 2.《如果百亿元利润仅是盈利下限? 附测算依据! -《2019-08-0...》, 2019.8.7

刘蒙 联系人
liumeng@gjzq.com.cn

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

预测恒力 Q3 中性业绩对标万华同期最好水平

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.608	0.658	1.448	2.064	2.439
每股净资产(元)	2.53	5.46	4.78	6.01	7.59
每股经营性现金流(元)	0.06	0.82	3.06	3.45	4.51
市盈率(倍)	20.26	20.15	7.97	5.60	4.74
净利润增长率(%)	45.73%	93.25%	206.86%	42.51%	18.17%
净资产收益率(%)	24.03%	12.04%	30.33%	34.36%	32.13%
总股本(百万股)	2,825.69	5,052.79	7,039.10	7,039.10	7,039.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

经营分析

- **恒力石化三季度炼油利润增厚显著。**3 季度恒力石化成品油-原油价差明显回升。虽然三季度沙特油田遇袭造成油价出现短期脉冲缩窄价差, 但是无法扭转恒力石化 3 季度业绩维持较高盈利。炼化行业景气度仍然较低, 但是恒力石化具备获取超额利润的能力没有改变。相对二季度仅贡献两个月炼厂利润而言, 我们预计恒力石化 3 季度装置整体负荷环比二季度提升 10%左右, 理论上具备贡献 2.2 个月左右利润的能力。从价差角度, 炼厂基础价差有所扩大, 盈利有望创出新高。
- **原油采购汇兑损失:** 三季度美元/人民币汇率大幅单向变动, 从 6 月 30 日的人民币兑换美元中间价 6.8444 降低至 9 月 30 日的 7.1480, 人民币贬值幅度达到 4.4%。考虑到恒力原油的单季度需求在 500 万吨, 约合 3550 万桶, 按照汇兑损失 1.5%考虑, 预计影响公司业绩 2.5 亿元左右。
- **PTA 盈利缩窄:** PTA 利润在 2 季度高盈利后, 3 季度 PX-PTA 环节利润有显著缩窄。一方面源于中美贸易战的反复影响聚酯终端需求, 从而对产业链的每一个环节利润压缩; 另一方面出于未来新风鸣独山能源一期 PTA 项目以及恒力 PTA-4/5 投产造成的供需格局恶化担忧。
- **我们预测恒力石化 Q3 中性业绩有望对标万华化学同期最好水平!** 我们预计恒力 3 季度净利润可以达到 31 亿元左右 (在仅贡献 2.2 个月利润的假设下), 与万华化学 2017 年三季度 (贡献完整 3 个月利润) 最高盈利 34.8 亿元逼近。

盈利调整

- 我们把公司 2019 年全年实现净利润从 90 亿元调升至 102 亿元, 原因在于国内的成品油价差抬升以及恒力石化费用率略低于预期。维持恒力石化 2020-2021 年净利润 145 亿元/171 亿元预测。

投资建议

- 我们对公司维持“买入”评级及目标价 20.49 元, 目标价分别对应 2019-2021 年市盈率 14.0 倍, 10.0 倍, 8.7 倍。

风险提示

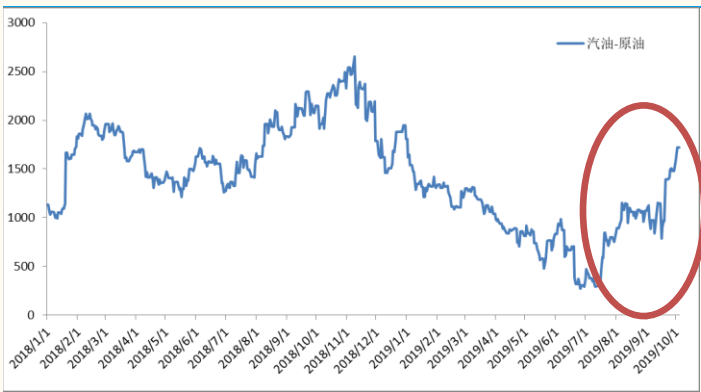
1. 原油单向大规模下跌风险
2. 纺织服装严重需求恶化
3. 政策以及对外出口配额限制带来的成品油销售风险
4. 地缘政治风险
5. 项目进度/负荷不及预期
6. 公司股票大规模解禁风险
7. 美元汇率大幅波动风险
8. 行业竞争严重加剧
9. 全球经济周期下行风险
10. 其他不可抗力造成影响。

一. 炼厂价差三季度环比二季度扩大，利润有望创出新高

1. 炼厂价差三季度环比二季度有所扩张

- 恒力炼厂价差环比二季度有明显扩大。根据恒力炼化的初始炼厂可研数据，我们能够看到产成品结构为 461 万吨汽油，161 万吨柴油，371 万吨煤油，54 万吨基础油（目前为二类，未来应当有产出三类基础油的能力）。我们认为恒力炼厂的成品油价差是由两部分决定的，一方面是炼厂基础价差，主要是以可研为基础对产品比例对炼厂基础价差进行定义。另一方面是炼厂套利价差，主要来源于从工艺路线角度，恒力具备在部分化工品处于更高利润的环境下，通过调整工艺，压减成品油产出，增加化工品产出的能力。而炼厂套利价差需要根据实际产品结构调整。由于缺乏具体的生产安排披露，因而难以具体定量判断。我们的做法是以炼厂基础价差作为基础来判断成品油的业绩变动。因为套利价差大于零，所以基于基础价差做判断是一种相对保守策略。如果套利价差小于零，企业就缺乏套利冲动。
- 根据恒力炼厂可研，我们定义恒力炼厂基础价差为 $(0.461 \times \text{汽油价差} + 0.161 \times \text{柴油价差} + 0.371 \times \text{煤油价差} + 0.054 \times \text{基础油价差}) / 1.05$ 。我们根据此价差变动来判断炼厂的油品盈利能力（油品包含汽油，柴油，煤油，基础油）。经过计算，此基础价差从二季度的 849 元每吨提升至 1061 元每吨，利润增幅在 210 元/吨。

图表 1：汽油-原油价差（不含税，单位：元/吨）



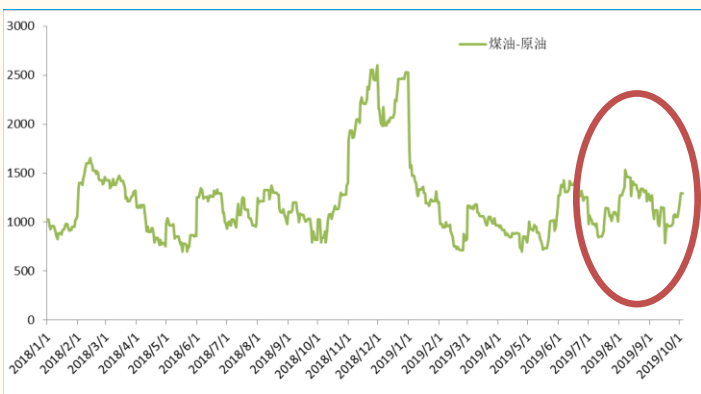
来源：WIND，国金证券研究所

图表 2：柴油-原油价差（不含税，单位：元/吨）



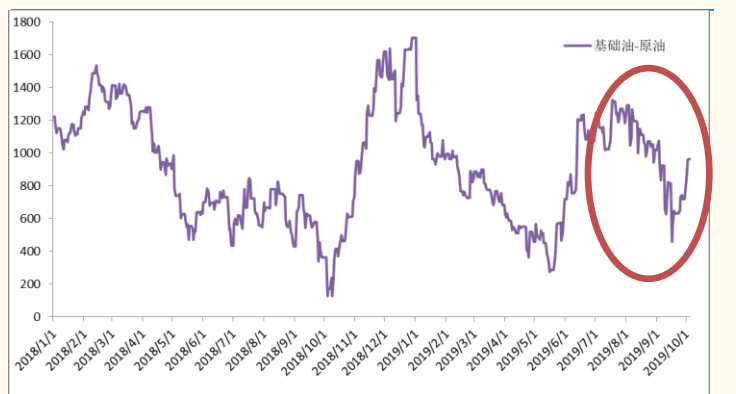
来源：WIND，国金证券研究所

图表 3：煤油-原油价差（不含税，单位：元/吨）



来源：WIND，国金证券研究所

图表 4：基础油-原油价差（不含税，单位：元/吨）



来源：WIND，国金证券研究所

2. 炼厂产能负荷将决定盈利规模

- 由于恒力炼厂在 5 月 17 日全面投产，二季度出于提负荷原因，恒力炼厂整体负荷较低；根据中报经营数据，恒力二季度炼厂化学品与油品共计产出 271 万吨，油品与化学品总产出约合炼厂满产 1.97 个月产出；根据中报投产进度，恒力炼化装置中报尚未完全转固。

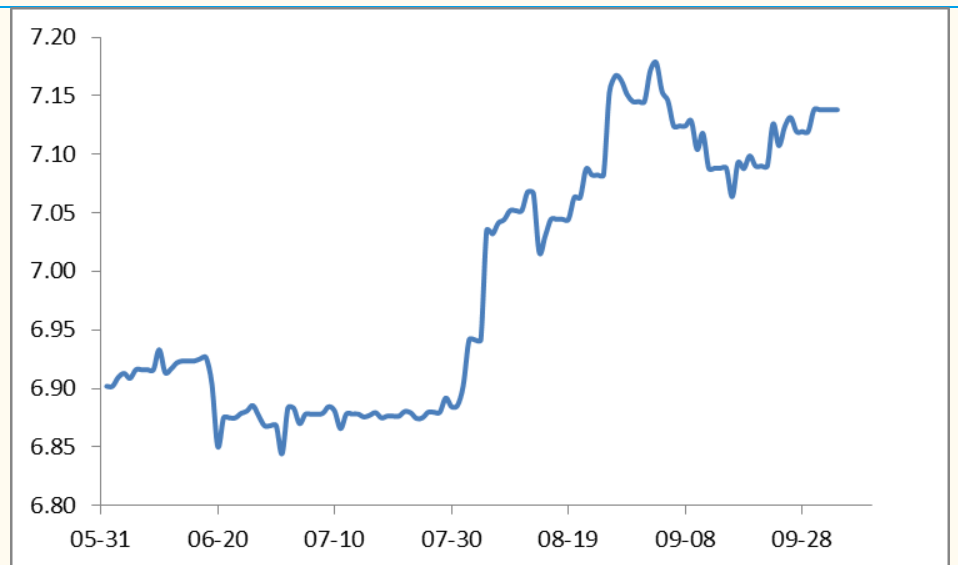
负荷假设：

- 三季度恒力炼厂大概率完全转固。第一条线由于中报已经转固，我们认为其负荷应当稳定在 8 成以上（转固条件）。我们假设第一条线三季度 9 成负荷。
- 未转固部分（第二条线）我们认为在转固之前时间加权平均 4 成负荷，转固后 8 成负荷。转固时点假设为 8 月中旬。那么第二条线在三季度能够贡献 6 成负荷（通过 $(1.5 \times 40\% + 1.5 \times 90\%) / 3$ 计算得出）。
- 我们假设第二条线在中报披露后一个月转固。转固后第二条线负荷稳定在 8 成左右。第一条线稳定在 9 成负荷左右。按此假设计算得出，炼厂负荷应该整体稳定在 75% 左右。相比二季度达到满产负荷的 65.7%，按照 8 月中旬第二条线转固的假设，理论上恒力炼油装置整体应当有 10% 左右的增长。

3. 汇兑损益

- 3 季度人民币兑美元汇率出现了显著的贬值现象。这种现象为恒力石化的以美元买入原油，以人民币卖出成品油的外汇流动方式带来了显著的汇兑损失。原因在于恒力石化始终需要通过美元去购买原油作为炼厂的原材料。当人民币美元汇率显著波动的情况下，我们认为，恒力石化的美元风险敞口会给公司带来相应的汇兑损益。
- 6 月 30 日人民币兑换美元中间价 6.8444，而 9 月 30 日人民币兑换美元中间价 7.1480，人民币贬值幅度达到 4.4%。考虑到恒力原油单季度需求在 500 万吨，约合 3550 万桶，每桶均价 61.92 美元。如果汇兑损益造成亏损达到 1.5%，汇兑损益可影响公司炼化工业业绩约 2.5 亿元。
- 如果期间原油出现补库存的情况，汇兑亏损会增加；而原油如果是去库存，汇兑损失会相应减少。

图表 5：2019 年 6 月至今的人民币兑美元汇率（单位：人民币/美元）



来源：WIND，国金证券研究所

4. 炼油装置业绩分析

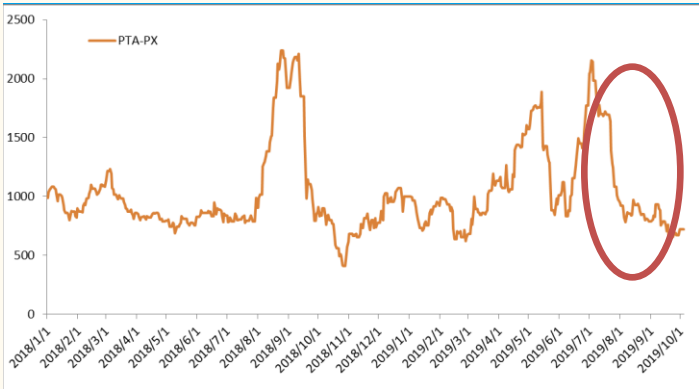
- 从价差与时间周期两个维度来看，恒力炼油装置单吨产品的盈利能力理论上都有显著扩大，从而使得炼厂盈利理论上在三季度环比二季度盈利应对出现提升。在 8 月中旬第二条线转固的假设前提下，炼厂主要产品产量增长 10% 左右，单吨成品油盈利增长 210 元。
- 但是从汇兑角度来看，炼油装置原料采购大概率存在着 2.5 亿元左右的汇兑损失，从而拉低炼厂的业绩。

- 在 8 月中旬炼厂整体转固的假设条件下，三季度恒力炼厂业绩预计为 $(203*210/10000+13.6*0.1) = 5.6$ 亿元，汇兑损失 2.5 亿元，总体来看预计炼厂同比利润有所上升 3 亿元左右。

二. PX-PTA-聚酯价差出现分化

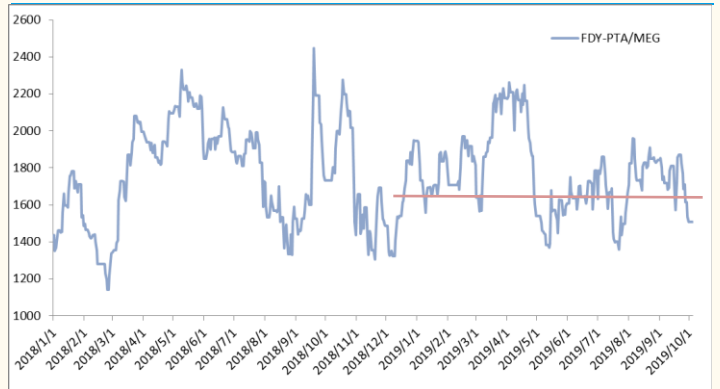
- PX-原油价差基本保持。PX 价差继续缩窄的空间已经不大，原因是亚洲多数 PX 产品盈利已经不足 300 元/吨。虽然未来 PX 供应格局为国产化替代，但是目前国内 PX 仍需要部分进口，需要进口利润就很难压低到日韩成本以下。因而国内 PX-原油环节短期继续压缩利润的空间并不大。
- PTA-PX 价差三季度出现非常明显缩窄。2019 年 2 季度 PTA 利润创造了历史同期最高价差。7-8 月中美贸易战持续反复，对于聚酯的终端成衣部分不断造成冲击。**在需求端受到影响的时候，行业的任何一个环节都无法保持高利润。**根据中纤网披露，恒力 PTA 在三季度推迟检修，负荷较高。在 10 月 8 日 220 万吨/年 PTA-1 检修，PTA-1 检修完成后将对 PTA-2 220 万吨/年进行检修。
- 恒力石化的聚酯部分利润在二三季度相对较为稳健。由于恒力石化的聚酯差异化较强，单吨聚酯业绩弹性对比其他几家聚酯龙头公司相对较低，业绩较为稳健。

图表 6: PTA-PX 价差 (不含税, 单位: 元/吨)



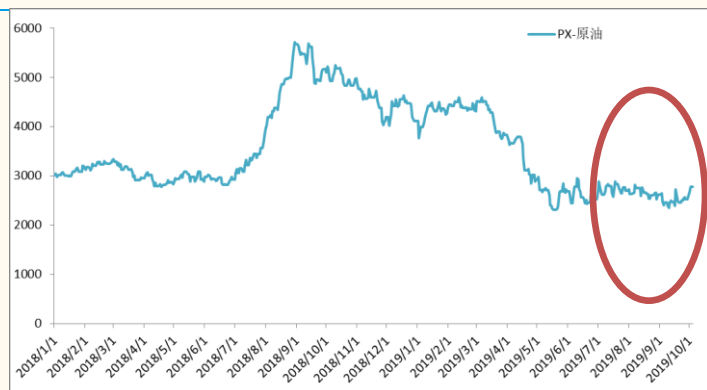
来源: ccfci, 国金证券研究所

图表 7: FDY-PTA 价差 (不含税, 单位: 元/吨)



来源: ccfci, 国金证券研究所

图表 8: PX-原油价差 (单位: 元/吨)



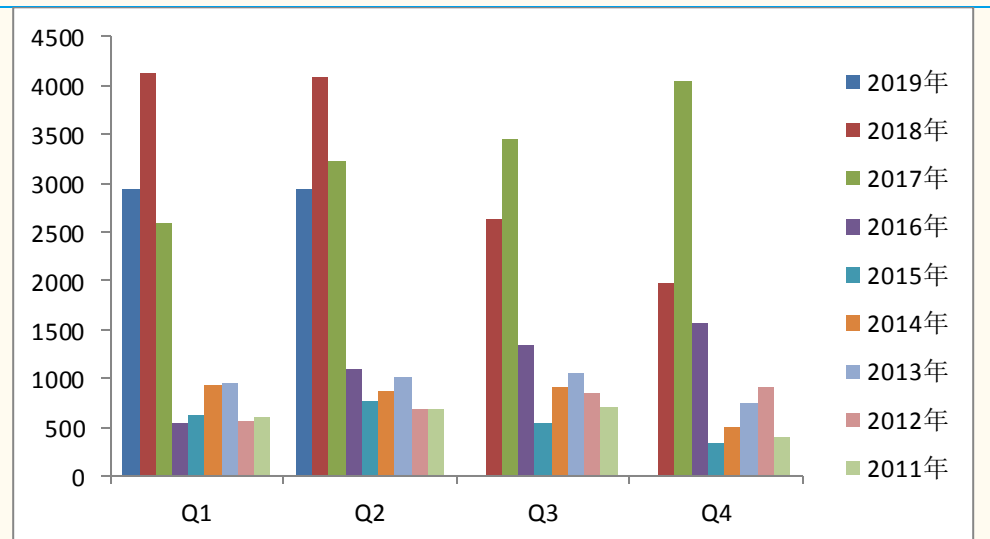
来源: WIND, 国金证券研究所

- 综合来看，PTA 产业链每吨物理价差相比二季度缩窄约 380 元/吨，其中 PX-原油价差缩窄 231 元，而 PX-PTA 价差缩窄 235 元。
- 根据恒力石化单季度产出 PX108 万吨(434 万吨产能除以四个季度)，PTA175 万吨(700 万吨 PTA 除以四个季度)考虑，那么 PX-PTA-聚酯产业链缩窄利润 6.6 亿元左右(注: $108*235+175*231$)。

三. 结论

- 根据测算，恒力石化 3 季度盈利情况：假设恒力炼厂 8 月中旬转固第二条线的基础上进行测算，炼油端利润增长 $(203*210/10000 + 13.6*0.1) = 5.6$ 亿元（考虑提负荷流程，约合 2.2 个月左右的利润贡献），而 PX-PTA 产业链下滑 6.6 亿元左右，汇兑损失 2.5 亿元，因而我们认为恒力石化 3 季度中性净利润估计与 2 季度相比下滑约 4 亿元，在 31 亿元左右。
- 在四季度利润与三季度基本保持一致的假设下，我们认为恒力石化 2019 年全年大概率实现 102 亿元净利润。净利润分季度组成为一季度 5 亿元（一季报披露），二季度 35 亿元（中报披露），三季度（中性预测）31 亿元，四季度（炼化有望贡献完整 3 个月利润，考虑到 PTA 利润受新凤鸣投产预期压制，预测公司整体利润与三季度持平）31 亿元。这也就意味着恒力石化大概率在 2019 年炼油装置开车当年完成百亿元净利。
- 根据公司官网的新闻披露，2019 年 9 月 27 日，恒力 150 万吨/年乙烯项目攻坚推进大会上，恒力集团陈建华董事长要求在 2019 年 10 月 30 日要完成装置建设。按照化工装置正常开车进度，恒力化工装置在年底前大概率能够部分装置投料。（化工装置通常为倒开车，先开公用工程，然后下游利用外购中间产品开车，最后开乙烯装置）。我们认为，四季度炼油负荷会有一定提升；而乙烯装置为首的化工装置与炼油装置协同效应一旦体现，利润将会再上新台阶。我们维持 2020 年/2021 年净利润 145 亿元/ 171 亿元的预测。
- **对标万华：**万华化学是目前国内除去三桶油之外，盈利能力最强的化工企业。与万华化学同期业绩对比，恒力石化大概率能够逼近万华化学同期业绩高点（同期最高业绩出现在 2017 年三季度，同期实现 34.53 亿元净利润）。

图表 9：万华化学单季度净利润（单位：亿元）



来源：公司公告，WIND，国金证券研究所

四. 风险提示

1. 原油单向大规模下跌风险

- 美国页岩油在 2019 年下半年至 2020 年管道投放大概率将出现放量，总量约合 200 万桶每天。加之沙特原油产量已经恢复正常，而伊朗原油出口始终难以归零，对油价造成一定压制。虽然 OPEC 不断减产，仍然存在油价持续单向大幅下跌的风险，会给炼化装置带来原油与产品的库存损失风险。

2. 项目进度/负荷不及预期

2.1 装置负荷波动

- 项目由于初次投产，试生产期间可能存在新设备/新工艺的装置出现波动情况，从而影响装置负荷，从而使得装置无法达到满负荷运行。

2.2 化工装置投产进度不及预期的风险

3. 纺织服装严重需求恶化

- 中美贸易战持续反复，对于聚酯下游的成衣产业链多次产生冲击。在不可抗力政策出台条件下，存在纺织服装严重需求恶化的风险。

4. 政策以及对外出口配额限制带来的成品油销售风险

- 国内成品油出口需要发改委配额，目前恒力石化尚不具备成品油出口配额。然而对于化学品而言，管控相对较松，可以自由贸易。恒力石化由于不具备成品油批零环节以及出口配额，因此存在成品油销售风险。

5. 地缘政治风险

6. 公司股票大规模解禁风险

7. 美元汇率大幅波动风险

8. 行业竞争严重加剧

9. 全球经济周期下行风险

10. 其他不可抗力造成影响

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
主营业务收入	19,240	22,288	60,067	112,846	156,880	176,526	货币资金	2,564	2,417	12,323	16,215	18,363	19,137	
增长率	15.8%	169.5%	87.9%	39.0%	12.5%		应收账款	3,729	3,374	5,352	10,461	12,674	13,235	
主营业务成本	-16,650	-18,662	-52,413	-92,602	-128,025	-144,351	存货	1,819	2,314	18,479	17,759	17,538	17,797	
%销售收入	86.5%	83.7%	87.3%	82.1%	81.6%	81.8%	其他流动资产	580	772	3,426	2,728	2,570	2,996	
毛利	2,590	3,626	7,654	20,245	28,855	32,175	流动资产	8,692	8,876	39,579	47,164	51,145	53,164	
%销售收入	13.5%	16.3%	12.7%	17.9%	18.4%	18.2%	%总资产	44.1%	45.1%	31.6%	28.9%	30.1%	31.7%	
营业税金及附加	-125	-119	-325	-1,485	-2,203	-2,255	长期投资	82	5	36	36	36	36	
%销售收入	0.7%	0.5%	0.5%	1.3%	1.4%	1.3%	固定资产	10,203	9,582	70,064	98,843	101,829	98,333	
销售费用	-193	-206	-543	-1,128	-2,196	-2,471	%总资产	51.8%	48.7%	55.9%	60.6%	60.0%	58.7%	
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.4%	1.4%	无形资产	720	990	4,971	5,509	5,637	5,564	
管理费用	-525	-1,041	-620	-1,128	-2,353	-2,736	非流动资产	11,007	10,808	85,663	115,933	118,557	114,493	
%销售收入	2.7%	4.7%	1.0%	1.0%	1.5%	1.6%	%总资产	55.9%	54.9%	68.4%	71.1%	69.9%	68.3%	
研发费用	0	0	-834	-1,354	-1,883	-2,118	资产总计	19,699	19,684	125,242	163,097	169,702	167,657	
%销售收入	0.0%	0.0%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	短期借款	6,132	7,767	25,561	34,433	31,311	20,320	
息税前利润 (EBIT)	1,747	2,260	5,331	15,149	20,219	22,594	应付款项	5,519	2,731	28,417	35,829	35,820	38,583	
%销售收入	9.1%	10.1%	8.9%	13.4%	12.9%	12.8%	其他流动负债	134	221	238	770	1,088	1,261	
财务费用	-488	-383	-1,478	-4,118	-4,418	-3,800	流动负债	11,785	10,719	54,216	71,032	68,219	60,164	
%销售收入	2.5%	1.7%	2.5%	3.6%	2.8%	2.2%	长期贷款	690	497	40,067	54,567	55,067	49,567	
资产减值损失	3	1	-59	-19	-7	-3	其他长期负债	1,189	1,113	3,052	3,527	3,727	4,027	
公允价值变动收益	0	-9	11	0	0	0	负债	13,664	12,329	97,334	129,126	127,012	113,758	
投资收益	0	6	108	85	0	0	普通股股东权益	5,860	7,155	27,588	33,616	42,285	53,445	
%税前利润	0.0%	0.3%	2.6%	0.7%	0.0%	0.0%	其中：股本	2,826	2,826	5,053	7,039	7,039	7,039	
营业利润	1,262	2,035	4,119	11,097	15,794	18,792	未分配利润	1,875	3,019	2,087	8,714	18,158	29,318	
营业利润率	6.6%	9.1%	6.9%	9.8%	10.1%	10.6%	少数股东权益	175	200	321	355	404	454	
营业外收支	136	2	21	938	1,358	1,466	负债股东权益合计	19,699	19,684	125,243	163,097	169,702	167,657	
税前利润	1,398	2,037	4,140	12,035	17,152	20,258	比率分析		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利润率	7.3%	9.1%	6.9%	10.7%	10.9%	11.5%	每股指标							
所得税	-253	-293	-738	-1,805	-2,573	-3,039	每股收益	0.418	0.608	0.658	1.448	2.064	2.439	
所得税率	18.1%	14.4%	17.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	2.074	2.532	5.460	4.776	6.007	7.593	
净利润	1,145	1,745	3,402	10,230	14,579	17,219	每股经营现金净流	0.258	0.055	0.818	3.062	3.450	4.509	
少数股东损益	-34	25	80	34	50	50	每股股利	0.150	0.250	0.350	0.507	0.722	0.854	
归属于母公司的净利润	1,180	1,719	3,323	10,196	14,530	17,169	回报率							
净利率	6.1%	7.7%	5.5%	9.0%	9.3%	9.7%	净资产收益率	20.13%	24.03%	12.04%	30.33%	34.36%	32.13%	
							总资产收益率	5.99%	8.73%	2.65%	6.25%	8.56%	10.24%	
							投入资本收益率	11.13%	12.39%	4.68%	10.47%	13.32%	15.51%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	2188.56%	15.84%	169.51%	87.87%	39.02%	12.52%	
							EBIT增长率	N/A	29.36%	135.87%	184.16%	33.47%	11.74%	
							净利润增长率	-585.33%	45.73%	93.25%	206.86%	42.51%	18.17%	
							总资产增长率	579.96%	-0.07%	536.26%	30.22%	4.05%	-1.20%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	3.5	0.9	1.6	9.0	8.8	8.6	
							存货周转天数	27.1	40.4	72.4	70.0	50.0	45.0	
							应付账款周转天数	10.9	11.9	59.4	80.0	60.0	55.0	
							固定资产周转天数	188.9	154.3	146.2	210.5	220.2	186.2	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	70.24%	79.49%	190.84%	214.12%	159.22%	94.07%	
							EBIT利息保障倍数	3.6	5.9	3.6	3.7	4.6	5.9	
							资产负债率	69.37%	62.63%	77.72%	79.17%	74.84%	67.85%	

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	1	18	20	35
增持	0	1	11	13	22
中性	0	1	3	5	7
减持	0	0	1	1	1
评分	0.00	2.00	1.61	1.67	1.60

来源：朝阳永续

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	2019-08-07	买入	10.91	20.49~20.49
2	2019-08-11	买入	12.30	20.49~20.49

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH