

换个视角看中兴

毛利率的上升将带来中兴的价值重估

报告关键点:

- 从第三梯队往上追赶和技术/产品不断转型导致中兴的毛利率一直很低;
- 中兴的毛利率未来将会上升, 而且对净利润影响的弹性很大;
- 利润率的上升将带来公司价值的重估, 上调评级为“买入-A”, 目标价34.5元。

报告摘要:

- 中兴之惑:** 市场上关于中兴的研究基本都是集中在它收入的增长。虽然中兴是中国少有的优秀科技公司, 但由于它的利润率一直很低, 这使得它的利润极易受到其它因素的影响, 导致资本市场对它的分歧较大。对比华为和爱立信, 三家公司在研发、销售和管理费用率上差异并不大, 造成中兴利润率偏低的主要原因是它的毛利率一直很低。那么是什么原因导致中兴毛利率一直很低呢?
- 毛利率差异原因分析:** 毛利率的高低一方面取决于销售价格, 另一方面取决于生产成本。(1) 中兴以前一直处于通信设备商的第三梯队, 由于在品牌效应上不如华为, 所以同类产品的市场价格一直比华为低。再加上中兴是市场的后来者, 所以它在抢市场时往往采取低价甚至赠送策略, 这进一步拉低了平均售价。(2) 生产成本主要由原材料成本和生产过程中的其它成本构成, 二者都取决于规模效应和管理水平。但中兴和华为在生产管理上的差距并不大, 因此在这里影响生产成本的主要因素是规模效应。中兴从小灵通转型CDMA, 然后再做WCDMA和TD-SCDMA; 不停的技术/产品转型, 过长的产品线, 每一块都不大; 这导致其生产的规模效应出不来。相比而言, 华为和爱立信从GSM到WCDMA, 技术上一脉相承, 也是全球运营商的主流选择, 规模效应自然很明显。
- 毛利率将会上升:** (1) 中兴已经步入全球电信设备商的第二梯队; 无论是技术的先进性、产品和服务的质量还是品牌效应都已经上了一个很大的台阶。随着被越来越多的主流运营商所认同, 中兴的产品价格也会逐渐向第一梯队靠拢。近期移动TD第四期建网招标, 中兴报出最高价, 移动以均价执行; 从中我们既能看到移动对中兴的认可, 也能看到中兴在价格策略上的转变。(2) 目前, 中兴各产品线在技术上已经成熟, 在市场方面也都形成了规模。一切齐备, 只欠东风; 随着未来收入的快速增长, 生产成本的规模效应必将很快显现出来。
- 盈利预测、估值和投资评级:** 由于公司利润率很低, 因此毛利率变化对利润影响的弹性很大; 毛利率上升1%, EPS会上升2-3毛。按偏保守的假设, 我们预测2010-12年EPS分别为1.15元、1.65元和2.17元。公司未来两年的复合增长率高达38%, 但考虑到近期市场较弱, 我们仅给予公司0.8的PEG; 则对应10年EPS的动态市盈率为30倍, 得出目标价34.5元。我们上调公司的投资评级为“买入-A”。
- 风险分析:** 因未来收入增长主要来自海外而面临的外国政策和市场信用风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	44,293	60,273	76,004	91,305	105,791
Growth(%)	27.4%	36.1%	26.1%	20.1%	15.9%
净利润	1,660.2	2,458.1	3,290.2	4,721.3	6,221.9
Growth(%)	32.6%	48.1%	33.8%	43.5%	31.8%
毛利率(%)	33.4%	32.6%	33.0%	34.0%	35.0%
净利润率(%)	3.7%	4.1%	4.3%	5.2%	5.9%
每股收益(元)	0.87	1.29	1.15	1.65	2.17
每股净资产(元)	7.94	9.39	7.72	9.37	11.54
市盈率	22.1	15.0	16.8	11.7	8.9
市净率	2.4	2.0	2.5	2.1	1.7
净资产收益率(%)	12.6%	15.0%	17.1%	20.2%	21.6%
ROIC(%)	35.9%	27.8%	38.1%	32.8%	43.1%
EV/EBITDA	3.4	3.2	10.8	6.8	4.4
股息收益率	0.7%	1.5%	0.9%	1.3%	1.7%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级:

买入-A

上次评级: 买入-B

目标价格:

34.50 元

期限:

6 个月

上次预测:

元

现价: 19.24 元

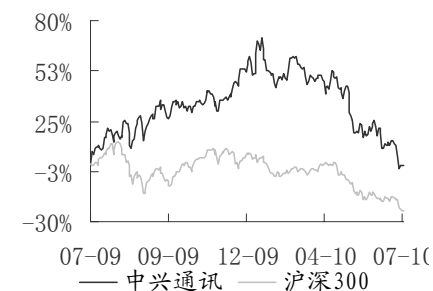
报告日期:

2010-07-03

市场数据

总市值(百万元)	55,155.92
流通市值(百万元)	43,724.50
总股本(百万股)	2,866.73
流通股本(百万股)	2,272.58
12 个月最高/最低	18.30/49.15 元
十大流通股股东(%)	40.73%
股东户数	44,718

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(9.40)	(2.15)	24.96
绝对收益	(16.78)	(27.78)	1.12

研究员

黄文戈

行业分析师

010-66581635
证书编号

huangwg@essence.com.cn
S1450210030004

前期研究成果

中兴通讯: 压力与希望共存

2010-04-09

中兴通讯: 增长来自海外市场

2009-12-16

中兴通讯: 两条线索看中兴

2009-08-20

1. 中兴之惑

无论是从公司外延式的收入增长速度，还是从公司的技术创新、经营管理和市场能力来看，中兴通讯都是中国少有的非常优秀的高科技公司。

一直以来，市场上关于中兴的研究基本都是集中在它收入的增长。但由于中兴的利润率一直很低（其营业利润率 2008-2009 年仅为 2.8% 和 3.4%），这使得中兴的利润极易受到其它因素的影响，跟收入的增长并不一定相关。比如，2007 年中兴收入比 2005 年增长了 61.2%，但净利润却只增长了不到 5%，主要原因就是 2007 年增加了近 8 个亿的坏账损失。

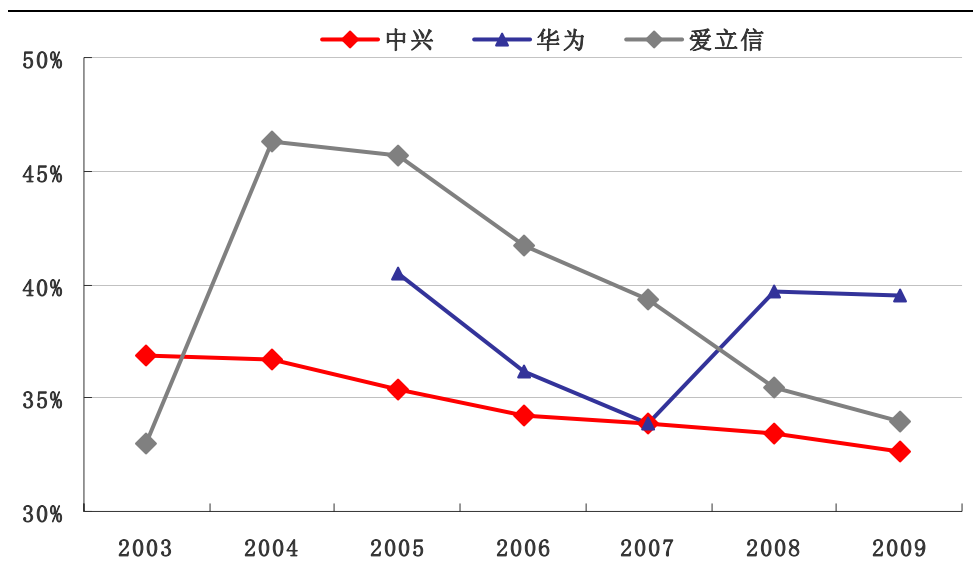
表 1 中兴、华为、爱立信历年营业利润率比较

	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
中兴	3.4%	2.8%	2.9%	1.7%	4.8%	5.2%	5.5%
华为	14.1%	12.9%	9.7%	7.3%	14%	18%	19%
爱立信	6.5%	8%	16.3%	19.9%	21.8%	20.2%	-

数据来源：公司年报、安信证券研究中心整理

虽然以上数据的口径不完全一样，但对比华为和爱立信，中兴的利润率还是明显偏低。进一步的分析显示，三家公司在研发、销售和管理费用率上差异并不大，造成中兴利润率偏低的主要原因是它的毛利率一直很低。

图 1 中兴、华为、爱立信历年毛利率比较



数据来源：公司年报、安信证券研究中心整理

从上图我们可以看出，虽然通信设备公司的毛利率可能会因为市场的变化而出现较大的波动，但总的来说中兴的毛利率是大大偏低了。

那么究竟是什么原因导致了中兴的毛利率一直很低呢？

注：这篇报告只是专注于讨论中兴毛利率偏低的原因和未来的趋势，因此对中兴未来收入的增长、通信设备行业的竞争态势和物联网概念等的分析就不一一展开了。

2. 毛利率差异原因分析

大家首先可能会想，虽然都是通信设备公司，但会不会是不同公司的产品结构不同导致了毛利率的差异。但是，中兴和华为的产品结构非常相似，因此产品结构差异不会是毛利率差异的主要原因。

也许有人会说，是不是国内和海外销售在收入中占比的不同导致了毛利率的差异。但我们看到，这几年中兴海外销售的占比上升很快，跟华为的区别也不足以造成这种差异。

其实从逻辑上讲，毛利率的高低一方面取决于销售价格的高低，另一方面取决于生产成本的高低。因此，下面我们将分别从销售价格和生产成本两方面来寻找原因。

2.1. 从第三梯队往上追赶导致卖不起价

中兴通讯从 PHS 小灵通起步，此前一直处于全球通信设备商的第三梯队。由于在品牌效应上不如华为，所以中兴同类产品的市场价格一直比华为低。而在相同成本的前提下，销售价格低必然导致毛利率低。

再加上中兴是市场的后来者，所以它在抢市场（无论是国内国外）的时候往往采取低价策略，甚至为了进入一些新兴市场在初期会免费赠送设备。这就进一步拉低了平均的销售价格。

2.2. 技术/产品不断转型导致规模效应出不来

生产成本主要由原材料采购成本和生产过程中的其它成本（比如人工、折旧、杂费等）构成。二者都取决于规模效应和管理水平。而中兴和华为在生产管理上的差距并不大；因此，在这里影响生产成本的主要因素是规模效应。

中兴从小灵通转型 CDMA，然后再做 WCDMA 和 TD-SCDMA。不停的技术/产品转型，过长的产品线，造成每一块都不大；这就导致无论是原材料采购成本还是生产过程中其它成本的规模效应都出不来。而且，在 CDMA 和 WCDMA 技术的全球较量中，CDMA 逐渐趋于弱势；这在很大程度上导致北电和摩托罗拉没落的同时，也限制了中兴优势产品的规模效应。相比而言，华为和爱立信的优势产品从 GSM 到 WCDMA，技术上一脉相承，也是全球运营商的主流选择，规模效应自然很明显。

3. 毛利率将会上升

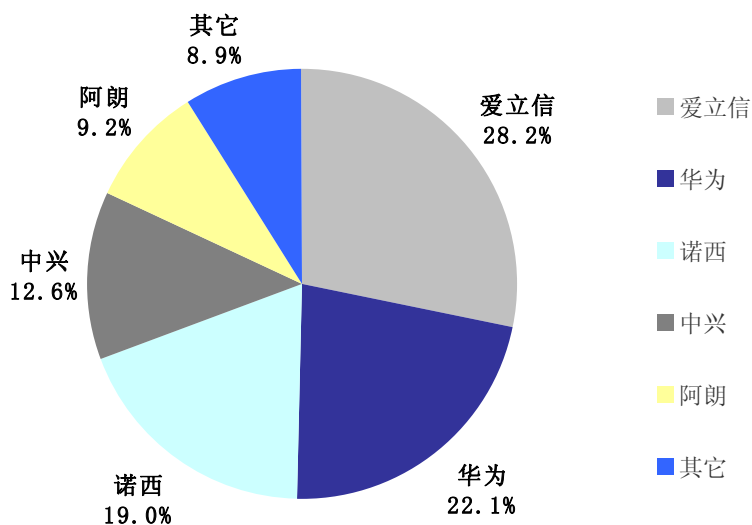
造成中兴毛利率一直较低的两个主要因素现在都已发生了根本的变化，我们认为中兴的毛利率在未来将会明显上升。

3.1. 已经步入第二梯队

经过近十年的努力，中兴已经步入了全球电信设备商的第二梯队；无论是技术的先进性、产品和服务的质量还是品牌效应都已经上了一个很大的台阶。

以收入占比最高的无线通信产品为例，Infonetics 报告显示，按载频计，2009 年中兴通讯已经以 12.6% 的全球市场份额超越阿尔卡特-朗讯，跃居行业第四。

图 2 2009 年全球无线通信市场份额



数据来源：Infonetics Research、安信证券研究中心

随着中兴迈入第二梯队，随着技术、质量和品牌被越来越多的主流运营商所认同，中兴的产品价格也会逐渐向第一梯队靠拢。

近期中国移动 TD-SCDMA 第四期建网招标就是一个例证。华为报价 8800 元/载频，大唐移动报价 10900 元/载频，而中兴通讯是三家企业中报价最高的，为 12600 元/载频。而移动的定价是将中兴、华为和大唐三家的报价取了一个平均值 10700 元/载频，包括其他五家厂商在内，低于这个价格的按照报价执行，而高于这个价格的厂商按照 10700 元/载频的价格执行。从中我们既可以看到中国移动对中兴技术和产品的认可，也可以看到中兴在价格策略上的转变。

3.2. 各产品线技术已经成熟并形成一定规模

经过多年的积累和发展，中兴各产品线在技术上已经趋于成熟，在市场方面也都形成了一定的规模。

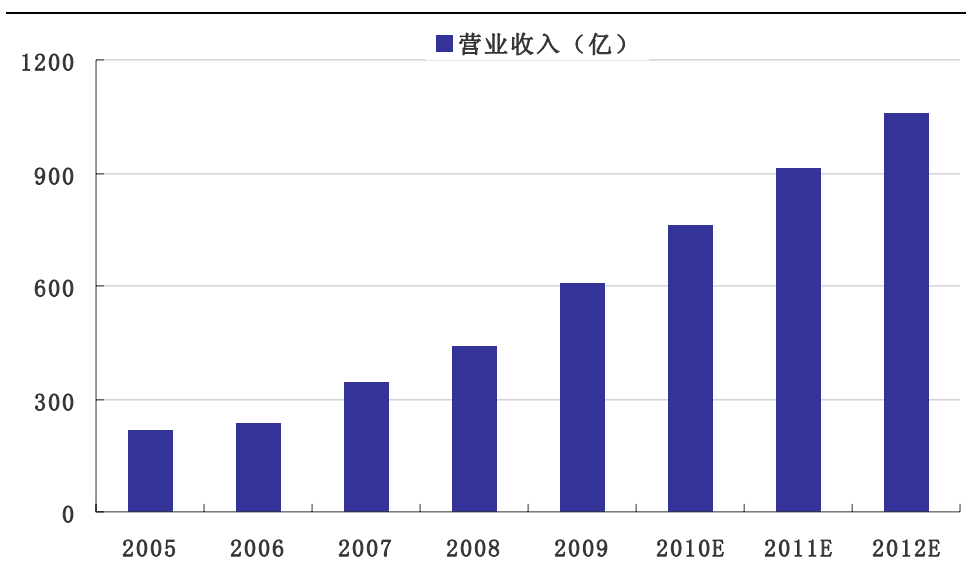
在无线产品方面，CDMA 产品的年出货近几年一直排在全球第一；GSM 产品的年出货已经超过 100 亿元，全球排名第三；WCDMA 产品在联通四期招标中的份额逐渐上升，最新占比已接近 25%，并且借势在海外市场开始取得突破；TD 产品在中国移动的前三期招标中一直排名第一；LTE 产品也已开始积极在全球试点。

在有线产品方面，光通信设备在 2009 年底中国移动的 PTN 招标中，获得 35% 的市场份额，和华为并列第一；接入产品在联通 2009 年 1100 万线 EPON 招标中，赢得了 43% 的市场份额。

在终端产品方面，手机出货量已进入全球前五名，并仍在高速增长。

看来是一切齐备，只欠东风。虽然 2009 年是国内电信投资的一个高点，国际电信设备市场未来两年基本也只是一个存量市场，但我们相信中兴凭借自身的成本优势和这几年在海外市场的成功布局必将在全球市场抢到更大的份额。

图 3 中兴通讯营业收入增长预测



数据来源: 公司年报、安信证券研究中心

随着收入的快速增长, 生产成本的规模效应将会逐渐显现; 我们预计到 2011 年公司毛利率的上升趋势将会充分显示出来。

3.3. 有线网络产品的毛利率将上升

年初国务院常务会议提出三网融合方案, 决定在 2010 年至 2012 年重点开展广电和电信业务双向进入试点, 并于 2013 年至 2015 年全面推广。三网融合的推进, 一方面将促进广电网络的双向改造; 另一方面将促使运营商大大加速 FTTx 的建设以替代 ADSL, 力争在双向进入全面推广之前, 建成和广电网络相当的终端网络。

FTTx 是光通信行业发展的根本动力, 它的发展将最终带来城域网和骨干网的扩容; 这必将大大促进对中兴光通信设备和接入产品的需求。过去几年, 由于无线网络产品的需求增长远快于有线网络产品, 这造成无线产品的毛利率远高于有线产品; 未来几年有线网络产品需求的快速增长将会提升有线网络产品的毛利率。

3.4. 产品结构变化对毛利率的影响

虽然毛利率较低的终端产品在中兴收入中的占比会上升, 但毛利率较高的电信软件和服务在收入中的占比未来也会上升, 二者的作用在一定程度上会相互抵消。

4. 盈利预测、估值和投资评级

由于中兴通讯的净利润率很低, 因此毛利率变化对利润影响的弹性很大。

表 2 毛利率变化对利润影响的敏感性分析

毛利率	34%	35%	36%	37%
2011 年 EPS	1.65	1.89	2.13	2.37
2012 年 EPS	1.89	2.17	2.45	2.73

数据来源: 安信证券研究中心

按照偏保守的假设, 我们预测 2010-2012 年公司每股收益分别为 1.15 元、1.65 元和 2.17 元 (根据公司对今年费用率下降的指引, 我们小幅调升今年的盈利至 32.90 亿元)。虽

然公司未来两年的复合增长率高达 38%，但考虑到近来市场较弱，我们仅仅给予公司 0.8 的 PEG；则对应 2010 年 EPS 的动态市盈率为 30 倍，得出目标价 34.5 元。我们上调公司的投资评级为“买入-A”。

5. 风险分析

由于中兴未来收入的增长将主要来自海外市场，所以首先可能面临一定的政策监管风险，比如前一阵印度“封杀”中国通信设备就对中兴通讯带来了很大的负面影响。其次，中国通信设备企业在国外的拓展往往采取设备垫资和卖方信贷的方式，这很可能面临一些国家的市场信用风险，从而带来坏帐损失的上升。再有，财务费用中的汇兑损失有可能增大，比如 2008 年其汇兑损失就比 2007 年多了 4 亿多；但长期看应该可以采用外汇金融衍生工具来减少汇率风险。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-7-3	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	44,293	60,273	76,004	91,305	105,791	成长性						
减: 营业成本	29,492.5	40,623.3	50,922.7	60,261.5	68,764.4	营业收入增长率	27.4%	36.1%	26.1%	20.1%	15.9%	
营业税费	415.9	692.9	836.0	913.1	1,057.9	营业利润增长率	24.4%	65.7%	49.4%	60.0%	39.6%	
销售费用	5,312.5	7,044.4	8,892.5	10,500.1	12,166.0	净利润增长率	32.6%	48.1%	33.8%	43.5%	31.8%	
管理费用	2,099.7	2,567.9	10,640.6	12,782.7	14,810.8	EBITDA 增长率	36.8%	31.7%	-46.8%	47.2%	34.5%	
财务费用	1,308.3	784.7	972.3	1,123.4	1,308.7	EBIT 增长率	39.2%	31.8%	-53.0%	49.3%	35.4%	
资产减值损失	419.4	737.9	669.7	806.1	810.5	NOPLAT 增长率	65.5%	8.1%	32.4%	38.5%	29.5%	
加: 公允价值变动收益	-128.3	12.6	-	-	-	投资资本增长率	39.8%	-3.5%	60.6%	-1.4%	-4.3%	
投资和汇兑收益	122.7	11.9	13.4	14.8	15.9	净资产增长率	17.8%	18.2%	23.3%	21.3%	23.2%	
营业利润	1,245.4	2,064.2	3,083.6	4,933.2	6,889.0	利润率						
加: 营业外净收支	1,017.2	1,260.6	1,365.6	1,451.2	1,524.7	毛利率	33.4%	32.6%	33.0%	34.0%	35.0%	
利润总额	2,262.5	3,324.7	4,449.2	6,384.4	8,413.6	营业利润率	2.8%	3.4%	4.1%	5.4%	6.5%	
减: 所得税	350.6	629.1	667.4	957.7	1,262.0	净利润率	3.7%	4.1%	4.3%	5.2%	5.9%	
净利润	1,660.2	2,458.1	3,290.2	4,721.3	6,221.9	EBITDA/营业收入	16.1%	15.6%	6.6%	8.1%	9.4%	
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	14.8%	14.3%	5.3%	6.6%	7.7%	
货币资金	11,480.4	14,496.8	14,254.1	20,620.5	28,902.1	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	29	26	27	29	31	
应收帐款	10,730.3	16,379.0	16,117.0	19,361.7	22,433.6	流动营业资本周转天数	58	41	46	45	31	
应收票据	1,578.5	779.1	2,498.8	3,001.8	3,478.1	流动资产周转天数	297	293	274	262	270	
预付帐款	355.9	355.4	406.3	466.6	535.4	应收帐款周转天数	69	81	80	72	74	
存货	8,978.0	9,324.8	12,695.8	14,859.0	16,767.2	存货周转天数	62	58	57	60	60	
其他流动资产	9,553.0	14,258.7	14,258.7	14,258.7	14,258.7	总资产周转天数	366	356	338	321	327	
可供出售金融资产	251.1	253.8	-	-	-	投资资本周转天数	87	74	75	76	64	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	168.4	440.3	497.7	547.8	591.3	ROE	12.6%	15.0%	17.1%	20.2%	21.6%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	3.9%	5.1%	6.1%	6.9%	
固定资产	4,103.1	4,714.5	6,504.9	8,243.6	9,892.3	ROIC	35.9%	27.8%	38.1%	32.8%	43.1%	
在建工程	817.1	1,332.7	800.2	480.7	289.0	费用率						
无形资产	589.1	613.8	511.6	452.0	399.3	销售费用率	12.0%	11.7%	11.7%	11.5%	11.5%	
其他非流动资产	1,785.0	4,615.0	4,788.6	4,952.5	5,107.4	管理费用率	4.7%	4.3%	14.0%	14.0%	14.0%	
资产总额	50,866	68,342	74,315	88,424	104,021	财务费用率	3.0%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	
短期债务	3,882.5	4,906.5	4,860.3	4,785.1	4,669.7	三费/营业收入	19.7%	17.3%	27.0%	26.7%	26.7%	
应付帐款	11,049.0	15,260.3	18,136.9	21,463.0	24,491.4	偿债能力						
应付票据	6,318.1	8,484.9	9,766.0	11,557.0	13,187.7	资产负债率	70.1%	73.7%	70.2%	69.6%	68.2%	
其他流动负债	2,083.4	4,814.1	7,137.5	10,880.1	15,137.0	负债权益比	235.0%	280.8%	235.9%	229.4%	214.6%	
长期借款	1,292.5	2,396.4	2,396.4	2,396.4	2,396.4	流动比率	1.42	1.35	1.29	1.30	1.32	
其他非流动负债	4,393.0	6,902.0	3,265.4	3,265.4	3,265.4	速动比率	1.11	1.11	0.99	1.00	1.03	
负债总额	35,682.4	50,393.5	52,209.8	61,600.0	70,978.2	利息保障倍数	5.00	11.00	4.17	5.39	6.26	
少数股东权益	934.0	1,123.6	1,615.2	2,320.7	3,250.4	分红指标						
股本	1,343.3	1,831.3	2,866.7	2,866.7	2,866.7	DPS(元)	0.13	0.29	0.17	0.25	0.33	
留存收益	12,751.4	15,108.8	17,651.7	21,664.8	26,953.4	分红比率	14.4%	22.5%	15.0%	15.0%	15.0%	
股东权益	15,183.5	17,948.9	22,133.6	26,852.2	33,070.5	股息收益率	0.7%	1.5%	0.9%	1.3%	1.7%	
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	1,911.9	2,695.7	3,290.2	4,721.3	6,221.9	EPS(元)	0.87	1.29	1.15	1.65	2.17	
加: 折旧和摊销	700.1	762.8	945.3	1,303.9	1,699.6	BVPS(元)	7.94	9.39	7.72	9.37	11.54	
资产减值准备	419.4	737.9	669.7	806.1	810.5	PE(X)	22.1	15.0	16.8	11.7	8.9	
公允价值变动损失	128.3	-12.6	-	-	-	PB(X)	2.4	2.0	2.5	2.1	1.7	
财务费用	382.7	897.0	545.0	972.3	1,123.4	P/FCF	17.7	6.9	-7.4	10.7	7.7	
投资收益	-122.7	-11.9	-13.4	-14.8	-15.9	P/S	0.8	0.6	0.7	0.6	0.5	
少数股东损益	251.7	237.5	491.6	705.5	929.7	EV/EBITDA	3.4	3.2	10.8	6.8	4.4	
营运资金的变动	1,379.7	-4,697.7	1,554.5	2,627.1	3,096.4	CAGR(%)	41.6%	38.4%	28.2%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	3,647.9	3,729.3	7,910.2	11,272.5	14,050.8	PEG	0.5	0.4	0.6	-0.1	-0.1	
投资活动产生现金流量	-1,987.7	-2,301.1	-2,072.5	-2,776.6	-3,203.4	ROIC/WACC	3.4	2.6	3.6	3.1	4.1	
融资活动产生现金流量	3,642.7	1,287.2	-4,109.9	-1,686.0	-2,166.0	REP	0.6	1.0	0.8	0.8	0.6	

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

黄方祥

021-68765913

梁涛

021-68766067

朱贤

021-68765293

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

南方

010-59113572

凌洁

021-68765237

张勤

021-68763879

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

刘欢

0755-82558069

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

深圳联系人

liuhuan@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