

神州泰岳 (300002.SZ) 软件行业

评级：买入 维持评级

公司点评

陈运红

分析师 SAC 执业编号：S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

李哲人

联系人
(8621)61357580
lizheren@gjzq.com.cn

农信通协议签订，为公司打开未来增长空间

事件

神州泰岳 8 月 3 日中午发布公告，宣布全资子公司新媒传信和互联时代与重庆移动签署农信通相关商务合同共计 5 项，包括《中国移动通信农村信息网日常运营支撑合同》、《2010 年中国移动通信农村信息网网站运营合同》、《商贸易业务合作协议》、《务工易业务合作协议》、《百事易业务合作协议》。

评论

合作形式以分成为主，实现盈利模式新突破：合同 3、4、5 是与泰岳旗下 SP 公司互联时代签订的业务发展合同，按照行业惯例肯定是采取分成模式，而合同 1 我们判断是与农信通中央平台整体收入状况直接挂钩，也相当于分成模式。公司是产业内商业模式创新的领导者，而每一次创新也都为公司创造出更大数量级的市场空间，从而帮助公司实现跨越式发展。此次农信通协议的签订，标志着公司从简单的平台运维外包向移动互联网综合服务提供商的重大转型，同时也意味着公司进入了一个更高数量级的蓝海市场。

农信通业务前景广阔，为公司打开增长空间：我们认为中移动的农信通业务将超越飞信，未来将有百亿级的市场空间，原因主要有三方面：1) 农村信息化具有经济和社会双重效益，是政治任务；2) 农村信息服务是蓝海市场；3) 农信通是一个品牌和综合业务平台，已有很好的业务基础。凭借 TP+SP+CP 于一身的市场地位，我们认为泰岳将成为农信通平台上的主 SP，预计农信通业务 2010-2012 年将分别为公司贡献收入 1.01 亿、3.66 亿和 8.11 亿；

运营商关系更趋紧密：市场对于公司与中国移动的合作关系一直以来看法都有分歧，包括传言飞信业务合同到期后面临不利变化。而此次农信通分成协议的签订，我们认为在业务本身之外，也显示了很强的启示意义，同时也符合我们对于公司基本面的一贯判断，即公司凭借开发经验的累积和平台既有合作的基础，与中国移动的合作关系只会越来越紧密，而不会趋于疏远。基于这一判断，我们对于公司各项业务的发展，以及此模式今后向更多移动互联网业务扩展的前景表示充分的乐观。

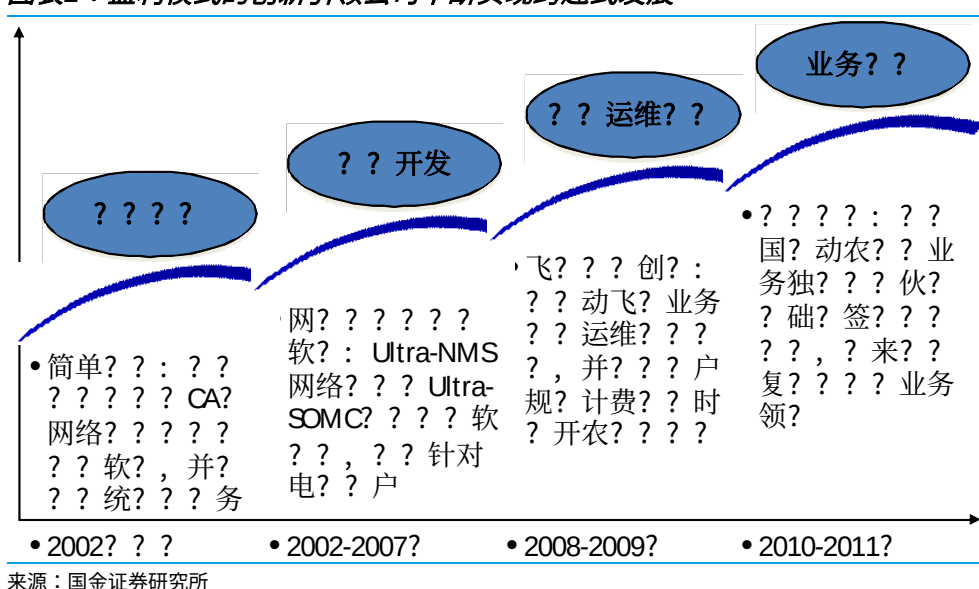
投资建议

小幅上调 11-12 年业绩预测，重申“买入”评级：我们之前的业绩预测已经包含了农信通业务开展的预期，但此次公司同时宣布三项业务的协议签订比我们依次展开的估计要略为提前，因此我们小幅上调了农信通业务的收入预测，其弹性主要体现在 11-12 年。预计公司 2010-2012 年实现 EPS 分别为 1.260 元、1.934 元（原为 1.913 元）和 2.866 元（原为 2.789 元），同比增长 47.04%、53.54%和 48.19%。公司未来三年业绩复合增速将达到 49.56%，而当前股价仅相当于 2010 年 47x 和 2011 年 31xPE，考虑到农信通业务及分成模式为公司带来的更大数量级的增量空间以及公司与中国移动的合作关系更趋紧密，我们在此重申对于公司的“买入”评级。

农信通协议签订具有重大意义

- **事件：**神州泰岳 8 月 3 日中午发布公告，宣布全资子公司新媒传信和互联时代与重庆移动签署农信通相关商务合同共计 5 项，包括《中国移动通信农村信息网日常运营支撑合同》、《2010 年中国移动通信农村信息网网站运营合同》、《商贸业务合作协议》、《务工业务合作协议》、《百事业务合作协议》。
- **积极意义一：盈利模式实现突破，迎来跨越发展的历史机遇：**合同 3、4、5 是与泰岳旗下 SP 公司互联时代签订的业务发展合同，按照行业惯例肯定是采取分成模式，而合同 1 我们判断是与农信通中央平台整体收入状况直接挂钩，也相当于分成模式。公司是产业内商业模式创新的领导者，而每一次创新也都为公司创造出更大数量级的市场空间，从而帮助公司实现跨越式发展。此次农信通协议的签订，标志着公司从简单的平台运维外包向移动互联网综合服务提供商（TP+SP+CP）的重大转型，同时也意味着公司进入了一个更高数量级的蓝海市场；
- **积极意义二：运营商关系更趋紧密：**市场对于公司与中国移动的合作关系一直以来看法都有分歧，包括传言飞信业务合同到期后面临不利变化。而此次农信通分成协议的签订，我们认为在业务本身之外，也显示了很强的启示意义，同时也符合我们对于公司基本面的一贯判断，即公司凭借开发经验的累积和平台既有合作的基础，与中国移动的合作关系只会越来越紧密，而不会趋于疏远。基于这一判断，我们对于公司各项业务的发展，以及此模式今后向更多移动互联网业务扩展的前景表示充分的乐观。

图表1：盈利模式的创新引领公司不断实现跨越式发展

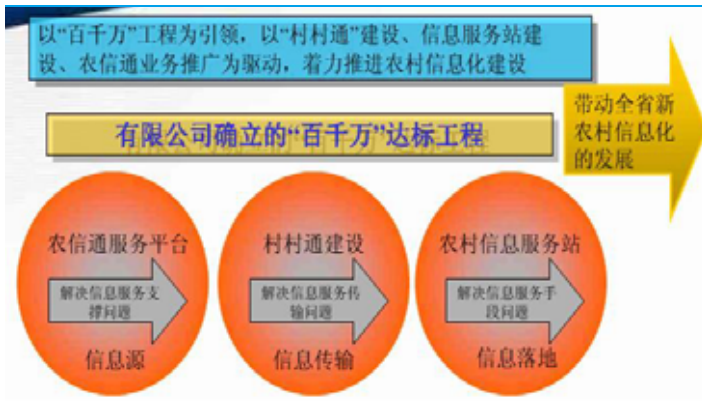


农信通市场特点及公司战略分析

- **农村市场是中国移动互联网业务的巨大蓝海，而农信通则是中移动农村市场战略布局下信息服务的唯一平台**（农信通业务背景资料请参见我们之前的公司点评）。中国农村人口的规模基础和移动互联网业务创新的无限性，决定了其未来将是一个百亿级的市场空间；
- **农信通业务特点：**
 - **农村信息化具有经济和社会双重意义，受益于国家农村政策推动：**农信通业务在起始阶段是一项政治任务，其口号即是“信息惠三农，助建新农村”，所以在国家长期支持和发展农村的思路下，农信通的推广未来只可能受政策推动而加速，而不会在政策上出现负面的阻碍。从前期国家商务部在重庆与农信通签署合作协议就可以看出，运营商、地方政府、国家部门对于大力发展农信通，提供“针对农民工的 12580”业务具有很强的动力；
 - **农村信息服务是蓝海市场：**正如中国移动当初因政治任务投入“村村通”工程，结果发现农村市场为其贡献了超过一半以上的用户增长一样，农村信息服务的市场，仍然是移动互联网业务的蓝海领域。在 3G 网络用户体验尚待提高的现阶段，大力开拓农村信息服务市场，扩大收入规模，增加用户黏性，实现社会效益和经济效益的双丰收，已经成为运营商的必然选择，同时也是移动互联网服务商巨大的蓝海市场；

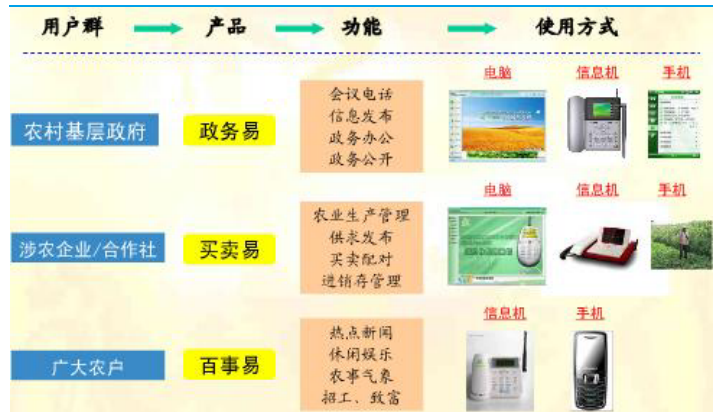
- **农信通是品牌，是综合业务平台，已有很好的业务基础：**到目前为止，农信通已可以通过热线、短信、网站等方式提供四个“易”、一村一品、社区及微博等一系列的服务。其作为综合业务平台，而不是单一业务的定位，决定了农信通市场空间从用户规模发展的一维有限性向业务创新的立体无限性的关键转变，是我们判断其市场空间的重要前提。同时农信通业务全国各省活跃用户已达到 5000 万，年收入规模超过 10 个亿，已经具有良好的业务基础，为神州泰岳运营的重庆中央平台未来的发展提供了坚实的基础。

图表2：中移动农村战略平台三层结构



来源：国金证券研究所

图表3：农信通业务举例



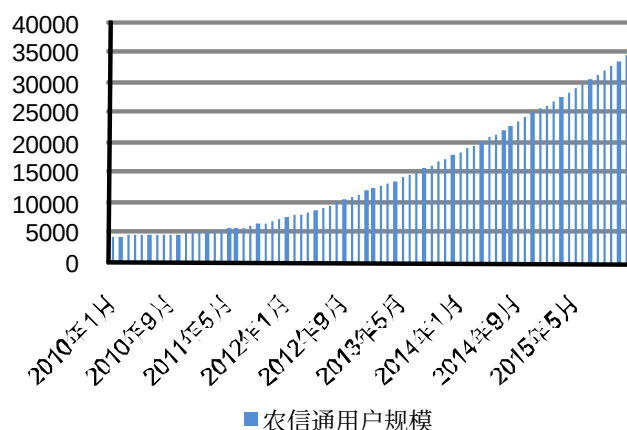
■ 神州泰岳农信通平台可能的发展策略：

- **TP+SP+CP 模式：**TP+SP 模式是当前国内移动增值产业链中利润空间最大的一环，其话语权也仅次于运营商。通过此次协议及后续极有可能展开的内容资源的收购，公司将集 TP、SP 和 CP 三重身份于一身，从而拥有竞争对手难以比拟的产业链整合优势；
- **定位二八理论中的“二”类业务：**依靠独家平台合作商的身份和业务先发优势，公司必将“二八”业务中基础性、通用性强的“二”类业务牢牢地抓在自己手中。这类业务的用户规模 and 市场份额都将占据市场的大头，同时也是公司未来业务扩张的坚实基础；
- **以业务培育用户：**在老的按用户规模收费模式下，服务商没有动力投入业务研发，只能通过免费或降价来单纯做大用户规模。这就形成了“增量不增收”的尴尬局面，且长远来看由于业务粘性不高，用户规模也不可能真正做大。而分成模式则是打开这一僵局、实现双赢的金钥匙，公司势必加大农信通特色业务的研发投入，形成以业务培育用户的良性循环。

■ 农信通增值业务收入状况预测：

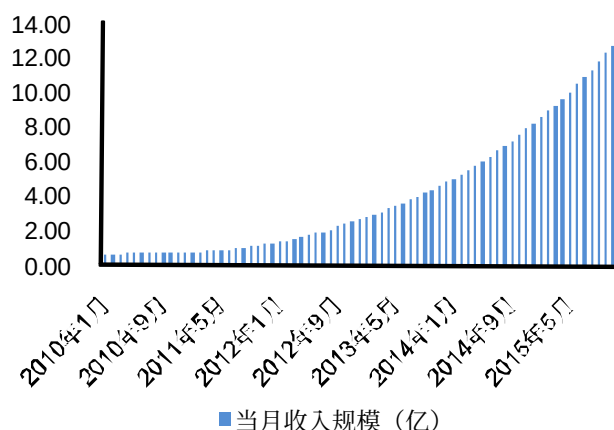
- **用户渗透率：**农信通业务的现有用户近 5000 万，中移动用户渗透率为 8.58%，预计至 2012 年底用户规模将达到 1.2 亿（中移动的现有目标是超过 1 个亿），渗透率 16.50%；
- **农信通总体市场规模：**由于现有业务形势较为简单，农信通用户 ARPU 为 1.5-1.6 元左右，预计随着业务种类的不断丰富，用户 ARPU 值在 11 下半年至 12 年将有明显上升，至 12 年底将达 2.2 元，农信通单月市场规模也将达到 2.7 亿，12 年总体收入规模 23.69 亿，而到 2015 年的中位预计将达到 129 亿的规模；
- **泰岳农信通增值业务用户规模：**公司现阶段将几乎同时启动百事易、务工易、商贸易，今后还将根据自身能力不断推出新的增值业务，不同业务之间具有用户的累积效应，预计 2010-2012 年平均用户规模（存在不同业务之间重复）分别达到 187 万、982 万和 3283 万；
- **泰岳农信通增值业务收入规模：**公司的增值业务较现有地方的农信通业务内容和效益性更强，ARPU 值将明显高于中移动农信通整体 ARPU，预计泰岳的增值业务分成之前总收入规模 2010-2012 年分别为 2600 万、2.78 亿和 12.2 亿。
- **农信通平台运维收入：**此次公布的合同 1 我们理解即相当于公司去年的农信通运营维护工作收入，同时也包含了未来作为 TP 的分成收入，基本采取与农信通总体业务规模挂钩的分成模式。我们预计此方面收入 2010-2012 年分别近 6000 万、1.6 亿和 1.9 亿，11-12 年弹性较大主要是各地农信通业务逐步并入中央平台所产生的运维和省级支撑收入。

图表4：中移动农信通业务用户规模预测（万人）

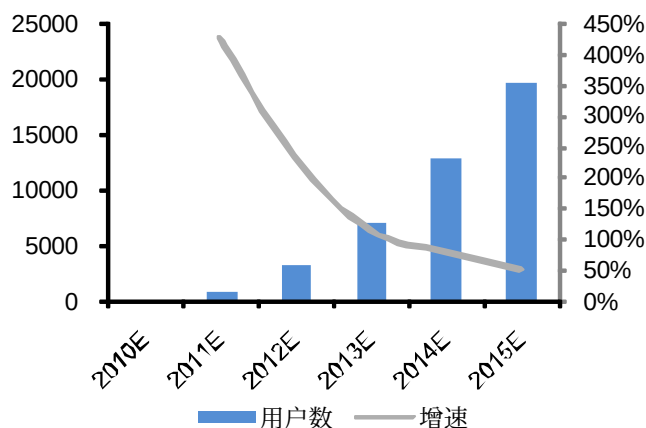


来源：国金证券研究所

图表5：中移动农信通业务月收入规模预测（亿元）

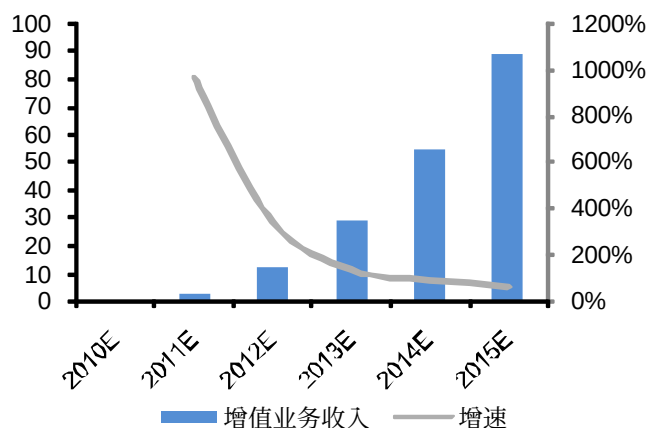


图表6：泰岳农信通业务用户规模（万人）



来源：国金证券研究所 注：用户数存在业务间重复，收入规模为分成前总数

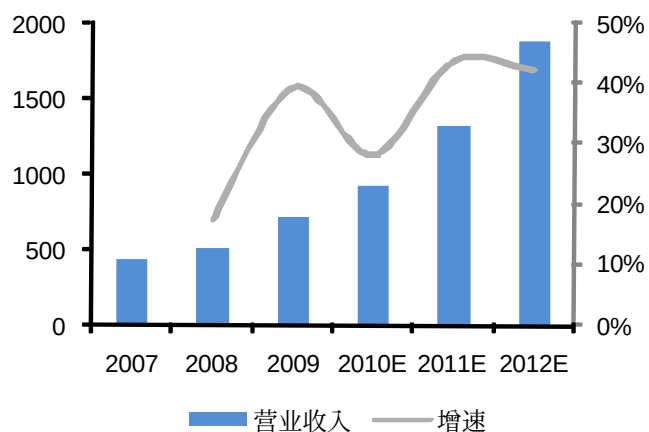
图表7：泰岳农信通增值业务总收入规模（亿元）



业绩预测及投资建议

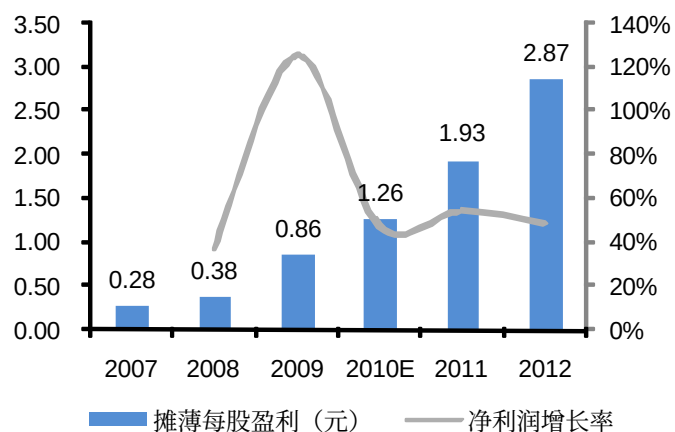
- **小幅上调 11-12 年业绩预测：**我们之前的业绩预测已经包含了农信通业务开展的预期，但此次公司同时宣布三项业务的协议签订比我们依次展开的估计要略为提前，因此我们小幅上调了农信通业务的收入预测，其弹性主要体现在 11-12 年。预计公司 2010-2012 年实现 EPS 分别为 1.260 元、1.934 元（原为 1.913 元）和 2.866 元（原为 2.789 元），同比增长 47.04%、53.54%和 48.19%。
- **投资建议：重申“买入”评级。**考虑到农信通业务及分成模式为公司带来的更大数量级的增量空间，公司未来三年业绩复合增速将达到 49.56%，而公司当前股价仅相当于 2010 年 47x 和 2011 年 31xPE，我们对公司各项业务的发展以及与中国移动的合作关系更趋紧密具有信心，重申对于公司的“买入”评级。

图表8：公司收入预测（百万元）



来源：国金证券研究所

图表9：公司EPS 预测（元）



图表10：公司业务收入预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
软件产品开发与销售						
销售收入 (百万元)	58.02	84.32	141.40	180.12	217.58	249.26
增长率 (YOY)	20.75%	45.34%	67.68%	27.39%	20.80%	14.56%
毛利率	86.66%	94.05%	94.90%	94.00%	95.00%	95.00%
销售成本 (百万元)	7.74	5.02	7.22	10.81	10.88	12.46
增长率 (YOY)	-37.05%	-35.17%	43.87%	49.73%	0.66%	14.56%
毛利 (百万元)	50.28	79.31	134.18	169.32	206.71	236.80
增长率 (YOY)	40.63%	57.73%	69.19%	26.19%	22.08%	14.56%
占总销售额比重	13.10%	16.24%	19.56%	19.47%	16.39%	13.23%
占主营业务利润比重	29.64%	30.33%	25.22%	23.28%	19.25%	15.32%
飞信业务						
销售收入 (百万元)	87.74	277.83	441.03	496.89	569.73	628.20
增长率 (YOY)	#DIV/0!	216.66%	58.74%	12.67%	14.66%	10.26%
毛利率	59.08%	52.80%	76.55%	78.50%	81.00%	81.00%
销售成本 (百万元)	35.91	131.12	103.43	106.83	108.25	119.36
增长率 (YOY)	#DIV/0!	265.19%	-21.12%	3.29%	1.33%	10.26%
毛利 (百万元)	51.83	146.71	337.60	390.06	461.48	508.84
增长率 (YOY)	#DIV/0!	183.03%	130.11%	15.54%	18.31%	10.26%
占总销售额比重	19.82%	53.50%	61.02%	53.72%	42.93%	33.35%
占主营业务利润比重	30.55%	5868.30%	13503.81%	15602.34%	18459.37%	20353.67%
其他技术服务						
销售收入 (百万元)	33.47	37.04	63.26	76.76	90.24	101.33
增长率 (YOY)	22.71%	10.66%	70.81%	21.33%	17.56%	12.29%
毛利率	45.00%	52.00%	62.00%	67.00%	72.00%	72.00%
销售成本 (百万元)	18.41	17.78	24.04	25.33	25.27	28.37
增长率 (YOY)	35.25%	-3.42%	35.22%	5.37%	-0.25%	12.29%
毛利 (百万元)	15.06	19.26	39.22	51.43	64.97	72.96
增长率 (YOY)	10.22%	27.88%	103.66%	31.12%	26.33%	12.29%
占总销售额比重	7.56%	7.13%	8.75%	8.30%	6.80%	5.38%
占主营业务利润比重	8.88%	7.36%	7.37%	7.07%	6.05%	4.72%
系统集成						
销售收入 (百万元)	263.54	120.09	57.89	69.47	83.37	93.37
增长率 (YOY)	134.71%	-54.43%	-51.79%	20.00%	20.00%	12.00%
毛利率	19.91%	13.52%	15.94%	55.00%	57.00%	57.00%
销售成本 (百万元)	211.07	103.86	48.67	31.26	35.85	40.15
增长率 (YOY)	135.63%	-50.80%	-53.14%	-35.76%	14.67%	12.00%
毛利 (百万元)	52.47	16.24	9.23	38.21	47.52	53.22
增长率 (YOY)	131.11%	-69.06%	-43.17%	314.12%	24.36%	12.00%
占总销售额比重	59.52%	23.13%	8.01%	7.51%	6.28%	4.96%
占主营业务利润比重	30.93%	6.21%	1.73%	5.25%	4.43%	3.44%
农信通						
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	19.18	101.77	366.29	811.33
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	430.65%	259.92%	121.50%
毛利率	0.00%	0.00%	62.00%	77.00%	80.00%	83.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	7.29	23.41	73.26	137.93
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	221.18%	212.97%	88.28%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	11.89	78.36	293.03	673.41
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	559.04%	273.94%	129.81%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	2.65%	11.00%	27.60%	43.08%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	2.23%	10.77%	27.29%	43.58%
销售总收入 (百万元)	442.77	519.28	722.76	925.01	1,327.21	1,883.50
销售总成本 (百万元)	273.12	257.77	190.65	197.64	253.50	338.27
毛利 (百万元)	169.64	261.51	532.11	727.38	1,073.71	1,545.23
平均毛利率	38.31%	50.36%	73.62%	78.63%	80.90%	82.04%

来源：国金证券研究所

图表11：公司三项报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	443	519	723	925	1,327	1,883
增长率		17.3%	39.2%	28.0%	43.5%	41.9%
主营业务成本	-273	-258	-191	-198	-254	-338
% 销售收入	61.7%	49.6%	26.4%	21.4%	19.1%	18.0%
毛利	170	261	532	727	1,074	1,545
% 销售收入	38.3%	50.4%	73.6%	78.6%	80.9%	82.0%
营业税金及附加	-7	-14	-8	-11	-15	-22
% 销售收入	1.7%	2.7%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-18	-20	-19	-28	-38	-52
% 销售收入	4.0%	3.8%	2.6%	3.0%	2.9%	2.7%
管理费用	-80	-121	-223	-296	-408	-555
% 销售收入	18.0%	23.3%	30.9%	32.0%	30.7%	29.5%
息税前利润 (EBIT)	65	107	282	393	613	917
% 销售收入	14.6%	20.6%	39.0%	42.5%	46.2%	48.7%
财务费用	0	1	4	20	23	30
% 销售收入	0.0%	-0.1%	-0.6%	-2.2%	-1.7%	-1.6%
资产减值损失	3	-3	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	11	15	22
% 税前利润	n.a	0.0%	0.0%	2.5%	2.3%	2.1%
营业利润	68	105	284	424	651	968
营业利润率	15.3%	20.2%	39.2%	45.9%	49.1%	51.4%
营业外收支	23	19	17	18	28	38
税前利润	91	124	300	442	679	1,006
利润率	20.5%	23.9%	41.6%	47.8%	51.2%	53.4%
所得税	-2	-4	-30	-44	-68	-101
所得税率	2.5%	2.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	88	121	270	398	611	906
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	88	121	271	398	611	906
净利率	19.9%	23.2%	37.5%	43.0%	46.1%	48.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	88	121	270	398	611	906
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-1	7	8	22	47	55
非经营收益	-1	2	-2	-23	-43	-60
营运资金变动	-22	14	-64	25	-27	-25
经营活动现金净流	64	144	212	422	588	876
资本开支	-11	-7	-77	-436	-22	18
投资	5	0	0	-74	0	0
其他	0	0	0	11	15	22
投资活动现金净流	-7	-7	-77	-499	-7	40
股权募资	2	0	1,786	0	0	0
债权募资	0	-6	-10	-6	0	1
其他	-26	-23	-24	0	0	0
筹资活动现金净流	-24	-29	1,751	-6	0	1
现金净流量	33	108	1,886	-83	581	917

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	82	193	2,077	1,994	2,575	3,492
应收款项	90	124	162	191	267	364
存货	31	31	42	32	40	51
其他流动资产	7	12	5	4	5	7
流动资产	209	360	2,285	2,222	2,888	3,913
% 总资产	91.9%	94.8%	96.1%	78.9%	82.9%	87.4%
长期投资	0	0	0	74	74	74
固定资产	13	15	87	515	518	483
% 总资产	5.6%	3.9%	3.7%	18.3%	14.9%	10.8%
无形资产	2	1	1	5	5	5
非流动资产	18	20	94	594	597	562
% 总资产	8.1%	5.2%	3.9%	21.1%	17.1%	12.6%
资产总计	228	380	2,379	2,815	3,484	4,475
短期借款	16	10	0	0	0	0
应付款项	46	103	79	123	170	238
其他流动负债	16	28	33	33	44	59
流动负债	78	141	112	156	214	298
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	15	5	6	0	0	0
负债	93	146	118	156	214	299
普通股股东权益	134	234	2,260	2,658	3,269	4,175
少数股东权益	0	0	1	0	0	0
负债股东权益合计	228	380	2,379	2,814	3,483	4,474

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	2.045	2.791	2.142	3.150	4.836	7.166
每股净资产	3.109	5.411	17.880	21.030	25.866	33.032
每股经营现金净流	1.475	3.326	1.678	3.340	4.650	6.931
每股股利	N/A	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	65.77%	51.58%	11.98%	14.98%	18.70%	21.69%
总资产收益率	38.79%	31.71%	11.38%	14.15%	17.55%	20.25%
投入资本收益率	41.87%	42.68%	11.21%	13.31%	16.87%	19.75%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	17.28%	39.18%	27.98%	43.48%	41.91%
EBIT增长率	N/A	65.93%	162.88%	39.55%	55.96%	49.55%
净利润增长率	N/A	36.50%	124.60%	47.04%	53.54%	48.19%
总资产增长率	16.22%	66.98%	525.86%	18.35%	23.76%	28.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.7	70.6	69.1	70.0	68.0	65.0
存货周转天数	60.1	44.0	70.3	60.0	58.0	55.0
应付账款周转天数	32.7	73.7	115.1	120.0	125.0	130.0
固定资产周转天数	10.4	10.5	10.8	157.5	124.3	86.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.08%	-78.36%	-91.84%	-75.01%	-78.77%	-83.61%
EBIT利息保障倍数	705.3	-153.8	-62.6	-19.3	-26.8	-30.2
资产负债率	41.02%	38.52%	4.95%	5.55%	6.13%	6.68%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-10-11	减持	23.17	N/A
2	2010-03-18	买入	63.11	N/A
3	2010-04-20	买入	77.09	N/A
4	2010-04-22	买入	79.85	N/A
5	2010-06-01	买入	62.83	N/A
6	2010-07-30	买入	55.19	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；

持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；

卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，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。

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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

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：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室