

减水剂业务发展进入快车道

建研集团调研报告

报告关键点:

- 减水剂业务产能释放在即，聚羧酸提升综合毛利率
- 增持-A，6个月目标价42元

报告摘要:

- 第三代聚羧酸减水剂优势明显。**其具有掺量低、减水率高、坍落度轻时损失小、增强效果显著、产品绿色环保以及经济效益好等特点。国际发达国家聚羧酸市场占比达到60%，中国目前仅有10%。
- 国内聚羧酸减水剂应用近几年呈快速发展趋势。**前期制约三代聚羧酸对二代产品的替代的主要壁垒：起步晚，掌握聚羧酸生产以及复配工艺相对较弱；对混凝土配料中的辅材包括砂、粉煤灰等原材料的要求相对较高；与萘系的不兼容，混凝土商在换代过程中需要进行全套设备的清洗或者另为配置设备。但随着国内技术的逐步成熟，适应各种混凝土辅材的复配技术应运而生，而聚羧酸系产品优越的产品性能与经济效率也使得下游混凝土商的接受度越来越高。
- 产能释放在即。**公司募集资金项目漳州年产5万吨聚羧酸减水剂母液项目以及收购了贵州建工建材公司、重庆市建研科技公司，并分别改扩建2万吨二代氨基及脂肪族与1万吨聚羧酸母液合成项目产能均将在明年大量释放，预计2010-2012年的产量增长将分别达到42%、125%、52%，考虑公司目前相对较好的现金状况以及以往的扩张模式，不排除公司继续通过产业整合进一步提升产能以及销售的布点的可能。
- 收入快速增长，毛利率有望回升。**预计公司2010-2012年销售收入增长为36.5%、70.8%、46.6%，三代聚羧酸减水剂业务占比的提升将抬升综合毛利率；对应2010-2012年EPS分别为0.47、1.05、1.49元，给予2011年40倍PE及“增持-A”的投资评级，6个月目标价42元。
- 风险提示：**公司主要的风险在于原材料价格，环氧乙烷、聚醚单体以及工业萘等主要原材料如果出现价格大幅上涨，可能会在一定时间内影响公司相关业务的盈利能力。

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

42.00 元

期限:

6 个月 上次预测:

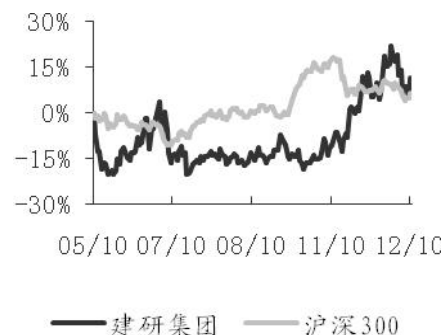
现价 (2011 年 1 月 06 日) : 31.21 元

报告日期:

2011-01-07

总市值(百万元)	3,882.00
流通市值(百万元)	970.50
总股本(百万股)	120.00
流通股本(百万股)	30.00
12 个月最低/最高	22.40/36.20 元
十大流通股东 (%)	9.66%
股东户数	18,294

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.29	25.16	23.25
绝对收益	6.34	31.72	11.74

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	382.8	363.8	496.6	848.2	1,243.8
Growth(%)	-20.4%	-5.0%	36.5%	70.8%	46.6%
净利润	55.9	68.7	56.6	125.5	178.4
Growth(%)	-15.8%	22.9%	-17.5%	121.6%	42.2%
毛利率(%)	28.8%	33.5%	25.6%	29.3%	28.4%
净利率(%)	14.6%	18.9%	11.4%	14.8%	14.3%
每股收益(元)	0.47	0.57	0.47	1.05	1.49
每股净资产(元)	1.79	2.20	7.58	8.42	9.61
市盈率	69.2	56.3	68.3	30.8	21.7
市净率	18.0	14.6	4.3	3.8	3.4
净资产收益率(%)	25.8%	26.0%	6.2%	12.4%	15.5%
ROIC(%)	48.0%	32.5%	20.0%	24.0%	24.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

王天睿

行业分析师

021-68765363

wangtr@essence.com.cn

执业证书编号

S1450210070004

李孔逸

行业分析师

021-68763865

liky@essence.com.cn

执业证书编号

S1450209090282

前期我们调研了建研集团，我们认为公司目前减水剂业务的跨地域快速发展是近期公司最大的看点；此外，传统检测业务的市场区域与业务范围的扩张亦有望在未来逐步做大做强。

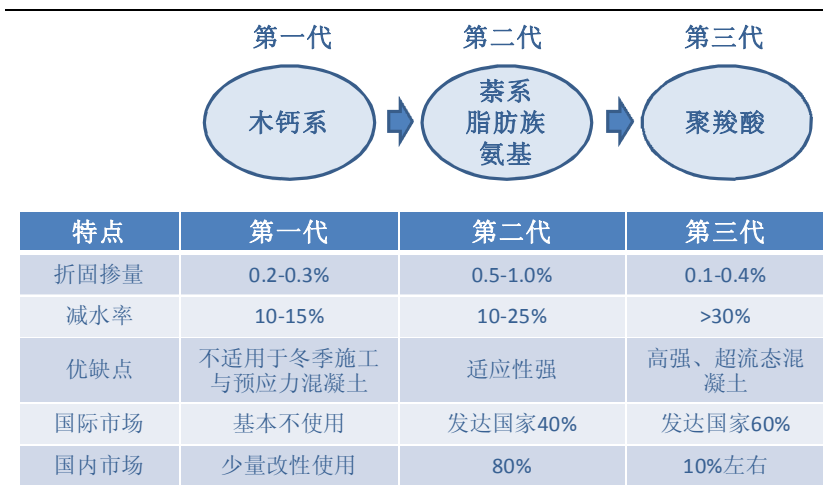
1. 关注减水剂行业尤其是三代聚羧酸的发展前景

1.1. 减水剂的技术发展

减水剂是指在混凝土和易性及水泥用量不变条件下，能减少拌合用水量、提高混凝土强度（20%以上）和寿命；或在和易性及强度不变条件下，节约水泥用量的外加剂。它可以提高工程的质量，降低成本，满足现代建筑对混凝土性能提出的各种特殊要求，在工程建设、节能领域、工程经济、劳动保护及环境保护方面具有重要的现实意义，符合国家产业政策导向，具有广阔的市场前景与发展空间。

目前市场上常用的几种减水剂为：萘系高效减水剂、脂肪族高效减水剂、氨基超速高性能减水剂、木质素磺酸钠、聚羧酸系减水剂。而其中聚羧酸系高性能减水剂作为第三代减水剂，是目前世界上最前沿、科技含量最高、应用前景最好、综合性能最优的一种混凝土超塑化剂（减水剂）。

图 1 减水剂的发展阶段与各阶段的特点



数据来源：安信证券研究中心

1.2. 聚羧酸减水剂经济效益优势明显

聚羧酸减水剂在诞生的初期，由于其减水率高，混凝土流动性好，所以主要是用于C60以上高强度混凝土。随着复配技术的发展以及对聚羧酸系列产品性能的掌握，目前聚羧酸减水剂已经可以应用于C15-C60全系列的混凝土。

根据行业测算资料对比显示，由于在配置同一强度等级的混凝土时，聚羧酸盐系减水剂由于其对混凝土抗压强度提升幅度较萘系高，从而可以降低水泥用量，单方成本比萘系节约8.7元，而且随着合成技术的改进和完善，聚羧酸的单价有可能进一步降低，性能及成本优势决定聚羧酸系高性能减水剂取代萘系高效减水剂将是大势所趋。

表 1 聚羧酸盐系与萘系性能比较

减水剂类型	水泥掺量 (%)	水灰比	砂率	28d 抗压强度 (Mpa)	单方混凝土成本: 元
聚羧酸盐系	0.8	0.48	43	41.3	196.9
萘系	1.8	0.48	43	39.5	205.6

数据来源：《中国混凝土》杂志、安信证券研究中心整理

1.3. 聚羧酸减水剂国内发展迅猛

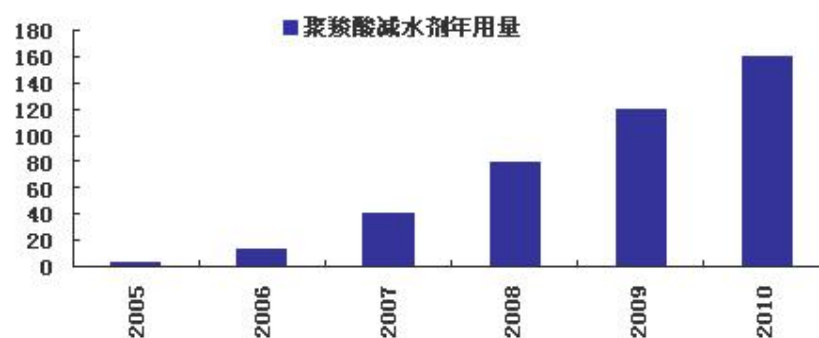
由于第三代聚羧酸减水剂具有掺量低、减水率高、坍落度轻时损失小、增强效果显著、产品绿色环保以及经济效益好等特点，近些年来，它已经发展成为国际上主流的混凝土减水剂品种。

国内来看，制约三代聚羧酸对二代产品的替代的主要壁垒主要为以下几方面：

- 1) 国内混凝土减水剂发展起步相对较晚，国内相关厂商成熟掌握聚羧酸生产以及复配工艺的时间依然较短；
- 2) 三代聚羧酸对混凝土配料中的辅材包括砂、粉煤灰等原材料的要求相对较高；
- 3) 由于三代聚羧酸在母液复配阶段要求较高，终端提供减水剂复配的厂商的技术力量受限；
- 4) 由于聚羧酸与萘系的不兼容，混凝土商在换代过程中需要进行全套设备的清洗或者另为配置设备。

虽然有这些壁垒，但是随着国内技术的逐步成熟，适应各种混凝土辅材的复配技术应运而生，而聚羧酸系产品优越的产品性能与经济效率也使得下游混凝土商的接受度越来越高。整体来看，国内聚羧酸减水剂应用近几年呈快速发展趋势。

图 2 我国聚羧酸减水剂年用量（万吨）



数据来源：安信证券研究中心

2006年，铁道部发布《客运专线高性能混凝土暂行技术条件》，要求在高速铁路等大型工程建设中混凝土添加剂必须使用聚羧酸系减水剂；2007年，建设部公告第684号文，批准《聚羧酸系高性能减水剂》为建筑工业行业产品标准。这些行业标准进一步加速了聚羧酸系减水剂的发展步伐。

2. 并购与自建结合，迅速扩充减水剂产能

公司混凝土减水剂的生产流程包括合成工艺和复配工艺，其中合成工艺形成的产品为减水剂母液（脂肪族系合成母液含固量为44%、萘系合成母液含固量为39%、羧酸系合成母液含固量为40%）或减水剂粉剂，是进行复配工艺的主要原材料；而终端销售的是母液或粉末通过复配后的产品（其中萘系终端为含固量30-33%，羧酸终端含固量分别为高浓20-22%、低浓8.5-11%）。合成工艺是减水剂生产的核心生产流程，其合成工艺水平是减水剂厂商实力的主要标志。

公司2006年通过采购二代萘系粉剂进行复配进入减水剂市场，并逐步开始投资自建合成产能，上市前拥有脂肪族、萘系和羧酸系三条合成生产线计4.06万吨产能。上市之后，除了募集资金的漳州三代年产5万吨母液聚羧酸减水剂项目之外，公司还分别收购了贵州建工建材公司、重庆市建研科技公司，并分别改扩建2万吨二代氨基及脂肪族与1万吨聚羧酸母液合成产能，见下表。

表 2 公司生产线及投产时间

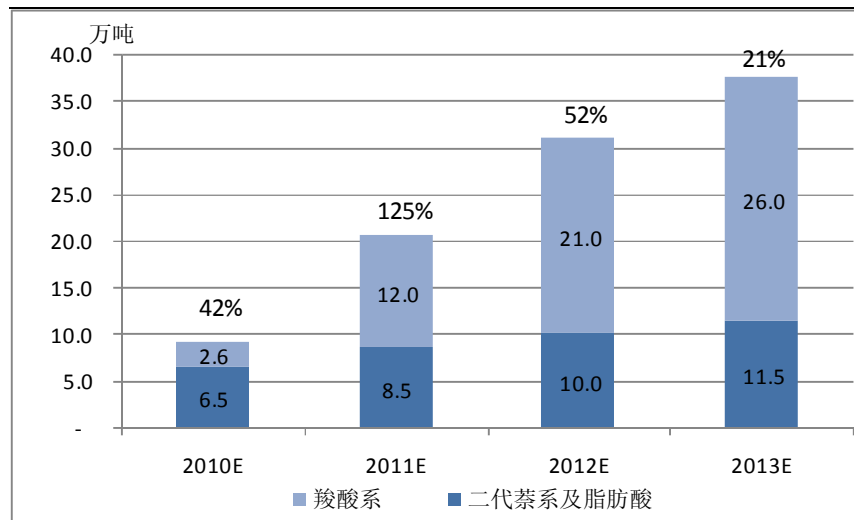
项目	地点	产能(母液) (万吨)	复配产能 (万吨)	投产时间 (预计)
萘、脂肪族、羧酸	漳州	4.06	15	
聚羧酸	漳州	1.5	5-6	2010
		1.5	5-6	Jun-11

		2	6-8	Jan-12
氨基及脂肪族	重庆	2	2.6	Dec-10
聚羧酸	贵州	1	3-4	Jan-11

数据来源：安信证券研究中心

根据相关生产线投产时间的预测，我们预计公司2010-2012年的产量增长将分别达到42%、125%、52%，其中主要增长来自于三代聚羧酸项目。考虑公司目前相对较好的现金状况以及以往的扩张模式，不排除公司继续通过产业整合进一步提升产能以及销售的布点的可能，此点我们未在预测中考虑。

图3 公司减水剂产量预测（2010E-2013E）

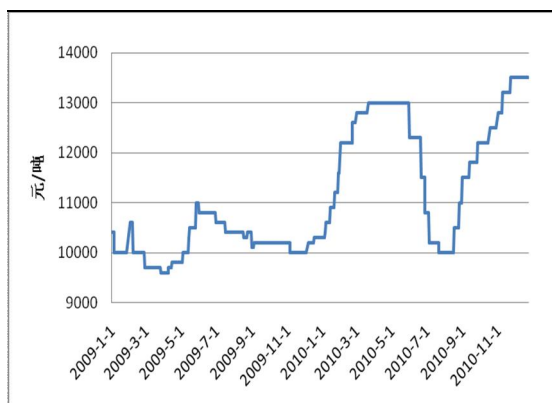


数据来源：安信证券研究中心

3. 减水剂毛利率未来有望回升

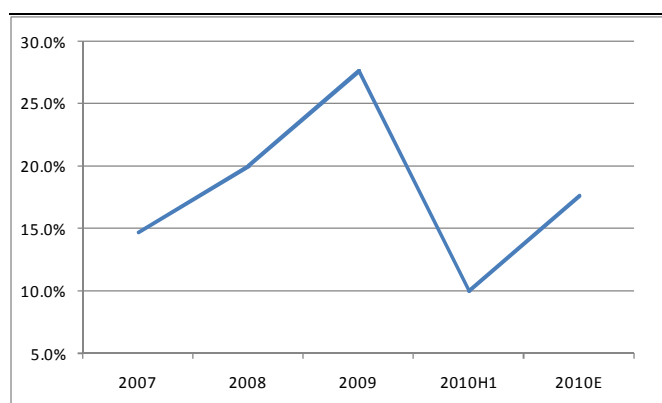
今年以来，减水剂主要原材料工业萘以及聚醚单体价格出现较大幅度的上涨。由于下游提价存在一个逐步传导的过程，减水剂厂商销售价格调整落后于原材料调整，受此影响，公司2010年上半年减水剂业务的毛利率出现大幅回落。随着公司逐步提高了销售价格，我们预计公司2010年全年减水剂业务的毛利率有望回升至15-20%的水平。

图4 聚醚单体主要原材料环氧乙烷价格



数据来源：安信证券研究中心

图5 公司减水剂业务毛利率（2007-2010E）



数据来源：安信证券研究中心

而进一步展望未来毛利率的趋势，公司高端三代聚羧酸产品的毛利率远高于其二代产品；此外，二代产品的原材料工业萘目前主要是煤焦油生产过程中的副产品，随着国家对煤焦油项目的限制，工业萘增速的回落已成事实，而聚羧酸原材料聚醚单体由于生产工艺路线较多，未来原材料的产能释放与供给相对充裕。综合而言，我们判

断未来三代产品的毛利率回升较二代产品更快，未来聚羧酸业务占比的提升或将抬升公司减水剂业务整体毛利率。

4. 检测业务跨区域、跨领域发展

公司2009年开始尝试跨区域发展，检测业务进军重庆市场；上市之后，通过提升品牌号召力以及充实资金，半年以来已经收购了上海中浦勘察(2010年7月)、泉州建筑设计院(2010年11月)。总体来看，公司已经形成了具有特色的跨区域(上海、重庆)、跨领域(设计)的发展模式。

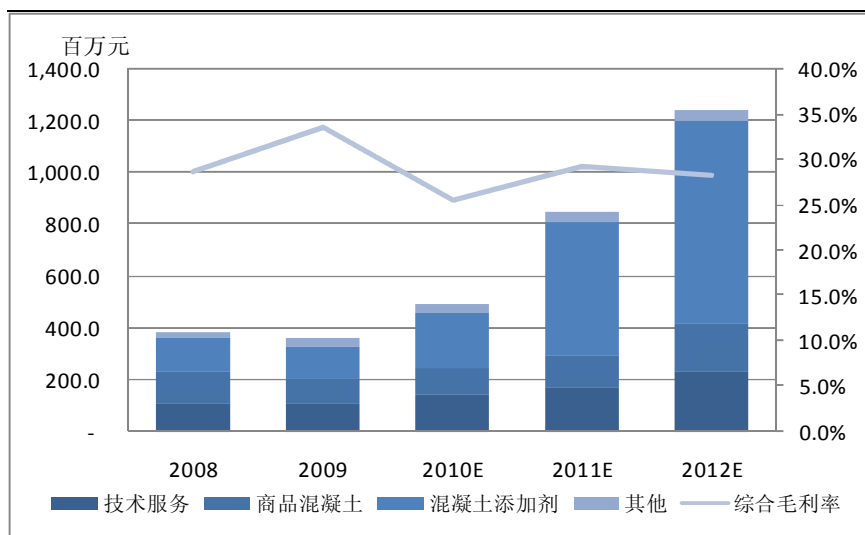
但是我们同时看到，由于收购标的并非是所在区域的强势品牌，而公司自身品牌在跨区域的影响力方面还存在不足，相应对整合的资产往往还是处于单点作战，虽然各自都形成了较快的增长，但在品牌协同方面还有存较大的发展空间。

此次调研我们也了解到，目前各地市级的建研院很多都逐步完成了股份制改制，但是这些区域公司要做大做强，离不开资本以及品牌的支持；公司具有先发优势，率先进入资本市场，同时，通过前期的整合兼并，也积累了相关的行业整合经验。我们依然看好公司未来在行业整合方面的前景。

5. 盈利预测

我们预计公司2010-2012年销售收入的增长分别为36.5%、70.8%、46.6%；如前文所述，毛利率在经历了2010年的低点以后，随着三代聚羧酸减水剂业务的快速成长，我们采取相对中性的假设，预计公司未来的毛利率有望回升到2008年的水平。

图5 公司分项业务收入与综合毛利率预测(2010E-2013E)



数据来源：安信证券研究中心

以此测算，公司2010-2012年的EPS分别为0.47、1.05、1.49元，2011与2012年净利润的增速分别为122%、42%。我们认为，公司减水剂业务通过自建与行业整合兼并，已经驶上发展的快车道；而未来减水剂以及检测业务跨区域扩张的模式还将持续，行业整合兼并存较大的空间，这些都有可能形成超预期的影响。综合考虑以上因素，我们建议给予公司2011年40倍的PE以及“增持-A”的投资评级，6个月目标价42元。

6. 风险提示

公司主要的风险在于原材料价格，环氧乙烷、聚醚单体以及工业萘等主要原材料如果出现价格大幅上涨，可能会在一定时间内影响公司相关业务的盈利能力。

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2011-1-5	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	382.8	363.8	496.6	848.2	1,243.8	成长性					
减: 营业成本	272.6	241.8	369.3	600.1	890.6	营业收入增长率	-20.4%	-5.0%	36.5%	70.8%	46.6%
营业税费	7.7	7.9	10.7	18.2	26.7	营业利润增长率	-14.4%	9.1%	-10.4%	125.3%	42.7%
销售费用	7.9	9.3	11.4	19.5	28.6	净利润增长率	-15.8%	22.9%	-17.5%	121.6%	42.2%
管理费用	24.5	26.5	35.3	59.4	84.6	EBITDA 增长率	-6.8%	5.3%	0.7%	114.2%	41.9%
财务费用	3.8	2.7	-0.2	-2.6	-1.0	EBIT 增长率	-8.5%	7.2%	-13.9%	122.2%	44.6%
资产减值损失	-0.7	2.4	4.6	5.9	3.5	NOPLAT 增长率	-14.2%	20.5%	-21.0%	118.5%	44.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	78.1%	28.5%	81.9%	44.4%	27.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	23.2%	22.7%	244.3%	11.1%	14.2%
营业利润	67.1	73.2	65.5	147.7	210.8	利润率					
加: 营业外净收支	1.5	5.6	2.0	2.0	2.0	毛利率	28.8%	33.5%	25.6%	29.3%	28.4%
利润总额	68.5	78.8	67.5	149.7	212.8	营业利润率	17.5%	20.1%	13.2%	17.4%	16.9%
减: 所得税	12.9	10.0	10.8	24.0	34.0	净利润率	14.6%	18.9%	11.4%	14.8%	14.3%
净利润	55.9	68.7	56.6	125.5	178.4	EBITDA/营业收入	21.5%	23.8%	17.6%	22.0%	21.3%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	18.5%	20.9%	13.2%	17.1%	16.9%
货币资金	62.8	58.2	489.9	392.4	362.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	69	82	95	110	113
应收帐款	143.6	166.4	236.6	424.5	688.0	流动营业资本周转天数	33	48	62	78	91
应收票据	12.7	9.4	20.4	46.5	68.2	流动资产周转天数	208	238	371	355	301
预付帐款	2.3	8.1	7.7	7.1	6.2	应收帐款周转天数	124	150	143	138	159
存货	7.0	9.9	16.2	32.9	48.8	存货周转天数	10	8	9	10	12
其他流动资产	-0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	337	439	599	545	455
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	162	249	289	267	245
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	0.5	0.5	0.5	0.5	ROE	25.8%	26.0%	6.2%	12.4%	15.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	13.8%	14.2%	4.9%	9.0%	10.2%
固定资产	77.4	89.2	172.5	343.8	439.7	ROIC	48.0%	32.5%	20.0%	24.0%	24.0%
在建工程	40.2	84.5	171.1	100.5	85.2	费用率					
无形资产	55.3	54.1	50.5	47.1	44.0	销售费用率	2.1%	2.6%	2.3%	2.3%	2.3%
其他非流动资产	2.4	2.8	3.3	3.3	3.3	管理费用率	6.4%	7.3%	7.1%	7.0%	6.8%
资产总额	403.8	483.0	1,168.7	1,398.5	1,746.0	财务费用率	1.0%	0.7%	0.0%	-0.3%	-0.1%
短期债务	68.0	57.0	50.0	62.8	75.7	三费/营业收入	9.5%	10.6%	9.4%	9.0%	9.0%
应付帐款	81.9	93.0	107.3	174.3	258.6	偿债能力					
应付票据	22.3	36.7	50.6	57.5	97.6	资产负债率	46.7%	45.3%	22.2%	27.8%	34.0%
其他流动负债	13.9	9.5	36.2	78.7	146.0	负债权益比	87.5%	82.8%	28.5%	38.4%	51.4%
长期借款	-	20.0	20.0	20.0	20.0	流动比率	1.21	1.27	3.25	2.46	2.05
其他非流动负债	-	-	1.6	1.6	1.6	速动比率	1.18	1.22	3.18	2.37	1.97
负债总额	188.4	218.8	259.1	388.3	592.8	利息保障倍数	18.83	27.93	-276.65	-55.87	-210.80
少数股东权益	2.8	3.0	3.1	3.3	3.6	分红指标					
股本	90.0	90.0	120.0	120.0	120.0	DPS(元)	-	0.17	0.07	0.16	0.22
留存收益	122.6	171.2	786.5	886.9	1,029.6	分红比率	0.0%	29.1%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	215.4	264.2	909.6	1,010.2	1,153.2	股息收益率	0.0%	0.5%	0.2%	0.5%	0.7%
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	55.6	68.8	56.6	125.5	178.4	EPS(元)	0.47	0.57	0.47	1.05	1.49
加: 折旧和摊销	12.9	12.2	21.9	41.7	55.2	BVPS(元)	1.79	2.20	7.58	8.42	9.61
资产减值准备	-0.7	2.4	4.6	5.9	3.5	PE(X)	69.2	56.3	68.3	30.8	21.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	18.0	14.6	4.3	3.8	3.4
财务费用	0.5	4.7	3.1	-0.2	-2.6	P/FCF	199.7	257.4	-21.3	-42.9	-264.5
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	10.1	10.6	7.8	4.6	3.1
少数股东损益	-0.3	0.1	0.1	0.3	0.4	EV/EBITDA	35.4	33.7	39.9	19.3	13.8
营运资金的变动	-31.3	-16.0	-34.0	-118.5	-114.7	CAGR(%)	31.3%	37.5%	55.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	40.6	70.0	49.0	52.3	121.7	PEG	2.2	1.5	1.2	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-74.5	-59.3	-190.1	-140.0	-130.0	ROIC/WACC	6.1	4.1	2.5	3.0	3.0
融资活动产生现金流量	46.1	-17.6	584.7	-3.4	-12.9	REP	2.2	2.5	2.7	1.6	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008年6月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2009年所在团队荣获“新财富建筑材料行业最佳分析师”第五名。

李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007年7月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010年1月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

分析师声明

王天睿、李孔逸分别声明，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。

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

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@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