

欧债危机专题分析报告

通信设备行业

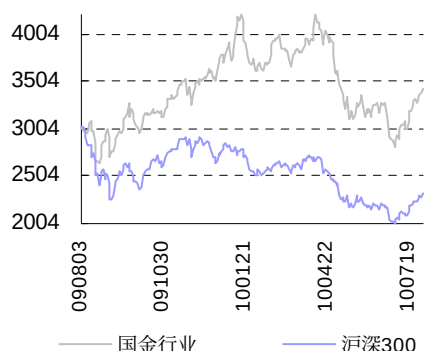
行业公司专题报告

长期竞争力评级：高于行业均值

欧债危机对全球通信设备竞争格局影响分析

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	53.26
市场优化平均市盈率	29.70
国金通信设备指数	3375.82
沪深 300 指数	2917.28
上证指数	2672.52
深证成指	11004.74
中小板指数	6031.66



相关报告

- 1.《精选五股,集中投资》, 2010.6.28
- 2.《2010 年电信及通信设备行业中期策略》, 2010.6.10
- 3.《从公司综合价值比较看待 Q4 投资机会》, 2009.10.9

行业策略：

- **中国电信设备提供商已经体现了强大的竞争力**：虽然遇到各种国外政府干预，但中国优秀设备提供商中兴华为已经成为电信设备市场上举足轻重的力量，华为超越阿朗成为前三电信设备提供商，70%销售收入来自海外市场。中兴也宣布已经成为第一大 CDMA 设备提供商，在无线市场上已经超越阿朗成为第三大无线设备提供商。
- **欧债危机为中国电信设备提供商提供了进一步扩大市场份额的机会**：经济危机下，终端用户的消费习惯改变直接影响到运营商的盈利水平，电信网络也在明显从语音向数据、宽带演进。运营商越来越注重投资效益，对于中国电信设备商将是长期的利好。
- **投资策略：推荐中兴通讯，6 个月目标价 30.87 元（对应 2010 年 30 倍 PE）**：我们认为当前公司基本面已经见底，其标志性时间就是印度市场出口获得有条件通过，而如今已基本明朗，下半年公司在印度市场的主要压力是集中发货的压力而不是订单数量。我们预计 2010-2012 年公司除权后 EPS 分别为 1.029 元（增速 20%）、1.365 元（33%）和 1.824 元（34%），未来 3 年复合增速约 30%。

行业观点

- **欧债危机将影响全球经济复苏，进而对全球电信行业产生影响**：电信产业和全球经济有明显的正相关性，经济复苏的阴影，虽然对语音类等刚性需求影响较少，但加大了用户的价格敏感性，预付费用户比例的增加使运营商 ARPU 值持续下降，加上固网用户的持续减少，对运营商的利润水平带来考验。
- **如何保证收入、提高投资效益、网络向 IP 演进是运营商主要关注点**：随着智能手机，IPAD 等移动终端的普及，用户对于移动宽带，数据类业务的需求持续增加，迫切要求网络升级，但运营商收入水平增长缓慢，数据业务大量是对原有语音业务的替代，在营业收入和用户需求的双重压力下，运营商将越来越关注投资效益。
- **网络转型时期，将是中国电信设备提供商扩大市场份额的绝好机会**：网络转型时期，带来的是对原有网络的替换机会。中兴，华为通过 10 年的海外耕耘，已经证明了技术和服务能力，持续的研发投入和以客户为导向的运作机制将为今后的进一步发展奠定基础。经济危机下的融资能力和成本结构也将成为中兴、华为进一步扩展海外市场的助力。

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

内容目录

欧洲债务危机带来的冲击	4
欧洲主权债务危机的起因和发展	4
欧债危机不是单纯的债务危机，更是欧洲经济增长危机	4
直接影响银行业，提高融资成本	5
宏观经济与电信业的正相关性	6
固定用户减少，移动 ARPU 值下降，经济危机下运营商的经营压力	7
明显增加	7
网络向宽带，数据转型，提高投资效率成为全球运营商的重点	9
欧债危机的对于设备商的直接影响	10
欧元贬值对欧洲设备商并不是利好	10
金融危机下的客户融资，中兴，华为受到强大国家政策支持	11
网络升级阶段，行业重新洗牌，中兴，华为的市场进入机会	11
从 2G,3G 到 LTE，越来越减少的技术和品牌差距	12
兼并方式和自然成长	12
欧元贬值对欧洲设备商并不是利好	13
客户导向 VS 产品导向	13
持续创新能力	13
从卓越到伟大，中兴、华为为进一步国际化需要克服的难题	14

图表目录

图表 1：欧洲债务危机图	错误！未定义书签。
图表 2：经济增长预测	5
图表 3：融资难度比较	5
图表 4：汇率变化图	6
图表 5：欧洲 ARPU 趋势	8
图表 6：美国预付费增长趋势	9
图表 7：Sprint 公司预付费用户趋势与 APRU 值关系	9
图表 8：美国数据业务 ARPU 占比	9
图表 9：法国运营商数据业务 ARPU 占比	9
图表 10：电信运营商营业收入增长趋势	10
图表 11：电信运营商净利润水平（百万美元）	10
图表 12：运营商 CAPEX/REVEUNE 比例趋势	10
图表 13：设备商业务按地理分布	11
图表 14：设备商以美元计价成本与收入差	11

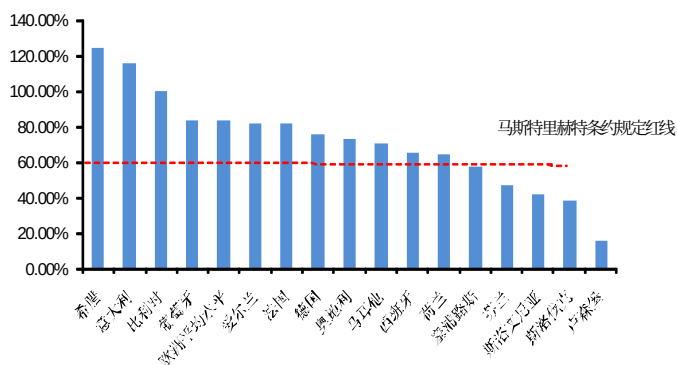
图表 15：设备商提供客户融资趋势	11
图表 16：2005 年无线市场份额.....	12
图表 17：2009 年无线市场份额.....	12
图表 18：中兴按区域划分销售额（百万美元）	12
图表 19：设备商业务分布	13
图表 20：设备商汇率影响	13
图表 21：研发费用增长率	14
图表 22：研发费用占营业收入比例	14

欧洲债务危机带来的冲击

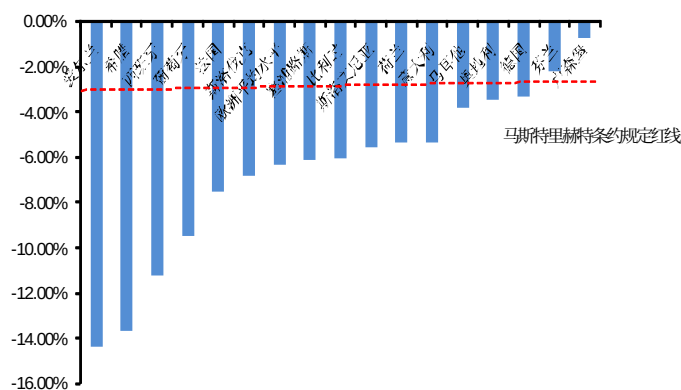
欧洲主权债务危机的起因和发展

- 从 2008 年冰岛“破产”，到 2009 年乌克兰等中东欧国家的主权债务问题，乃至 2009 年 10 月，希腊政府宣布 2009 年财政赤字将达到 GDP 的 12.7%，远高于欧盟规定的 3% 的上限，西班牙、爱尔兰、葡萄牙、意大利等国相继爆出严重的政府债务危机，欧洲债务危机不再是个别国家的问题，而成为整个欧洲的问题，欧盟 27 国财政赤字平均达 7%，远超《稳定与增长公约》3% 的约束。
- 欧债危机的直接原因是：在美国次贷危机阴影下，欧洲各国加大政府支出以刺激经济复苏，政府救市导致欧洲部分国家政府赤字高于警戒线，同时欧元区利用长期的低利率来刺激经济，掩盖了部分国家劳动力成本高，生产效率低下，失业率居高不下等内在问题。
- 欧元区统一货币政策和不同国家独立的财政政策，欧元区国家之间经济发展不平衡之间的制度性问题是触发危机的根本原因，在缺乏货币政策工具情况下，政府严重依赖财政政策刺激经济。强弱经济体之间不同的复苏步伐也导致各自利益的不协调，最终导致欧洲整体复苏的延缓。

图表1：2010 年欧洲各国债务与 GDP 比值



图表2：2009 年欧洲各国公开赤字与 GDP 比值



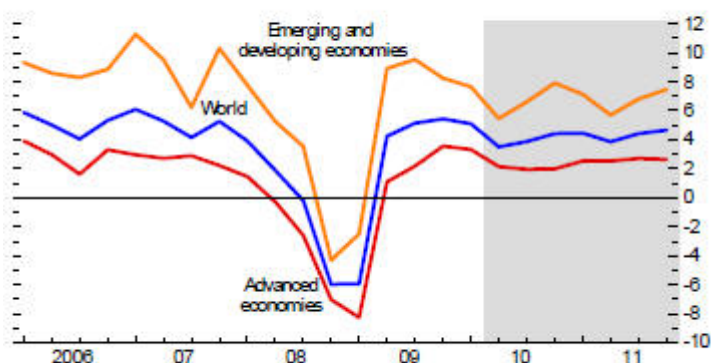
来源：欧洲委员会，欧盟数据服务中心，国金证券研究所

欧债危机不是单纯的债务危机，更是欧洲经济增长危机

- 政府支出减少，影响宏观经济复苏，在 G20 峰会上，欧洲国家和美国，新兴市场的主要分歧也是在于政府经济刺激计划的退出时机。为改善政府的债务结构，希腊、西班牙、葡萄牙等国采取的激进财政紧缩政策，可能使其经济重新陷入衰退，根据 IMF 最新预估，2010 年，希腊、西班牙、爱尔兰和葡萄牙四国实际 GDP 增长率为 -2%、-0.4%、-1.5% 和 0.3%。

图表3：经济增长预测

Figure 1. Global GDP Growth
(Percent; quarter-over-quarter, annualized)



Source: IMF staff estimates.

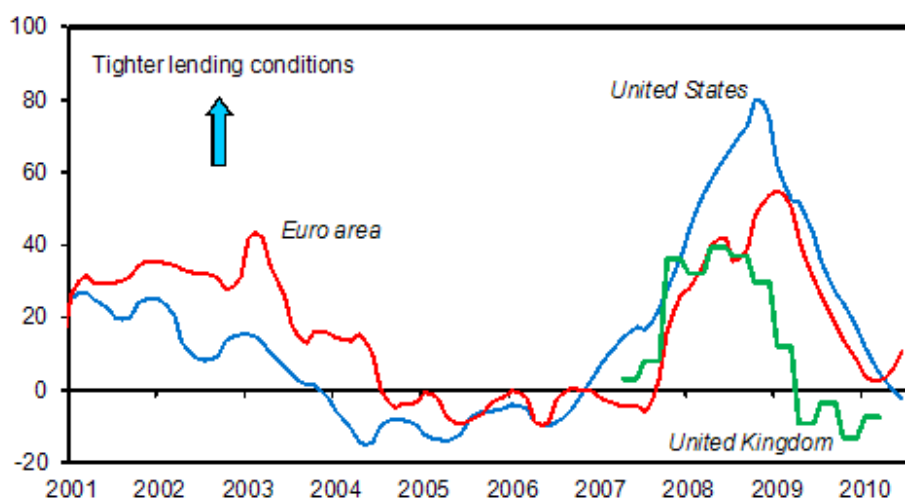
来源：国金证券研究所

直接影响银行业，提高融资成本

- 欧债危机波及欧洲多国的银行体系，欧洲的主要持有者为法国，德国等欧洲银行。虽然欧洲央行 5 月开始的 590 亿欧元的证券购买计划注入了流动性，但希腊等欧猪五国在 2010 年 3 季度和 4 季度仍将面临 3000 亿欧元到期债务的再融资，对于债务的清理将持续较长时间，债务危机严重影响市场信心和再融资难度。

图表4：融资难度比较

Figure 8. Lending Conditions
(Net percentage of domestic respondents tightening standards for loans)



Sources: Lending surveys by the Bank of England, European Central Bank, and the U.S. Federal Reserve for households and corporates; and IMF staff estimates.

来源：国金证券研究所

- 汇率影响，欧元对于美元的大幅贬值，此次欧债危机的一个重要影响是欧元货币的稳定，从危机开始欧元对于其他主要货币的汇率大幅下降。

图表5：汇率变化图

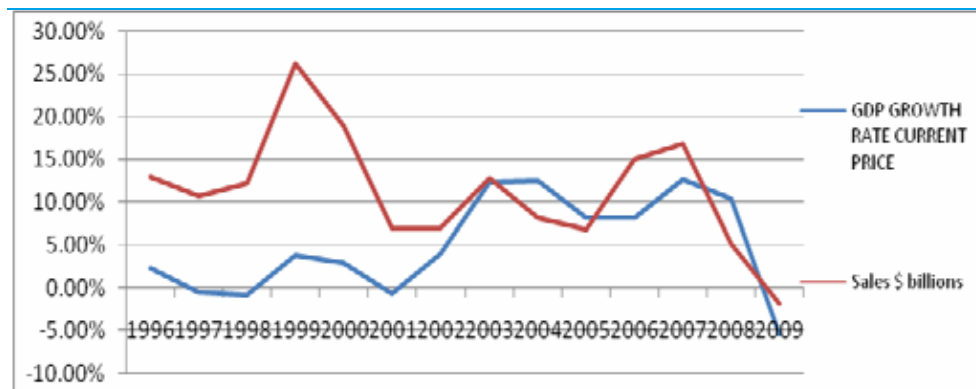


来源：yahoo finance 国金证券研究所

宏观经济与电信业的正相关性

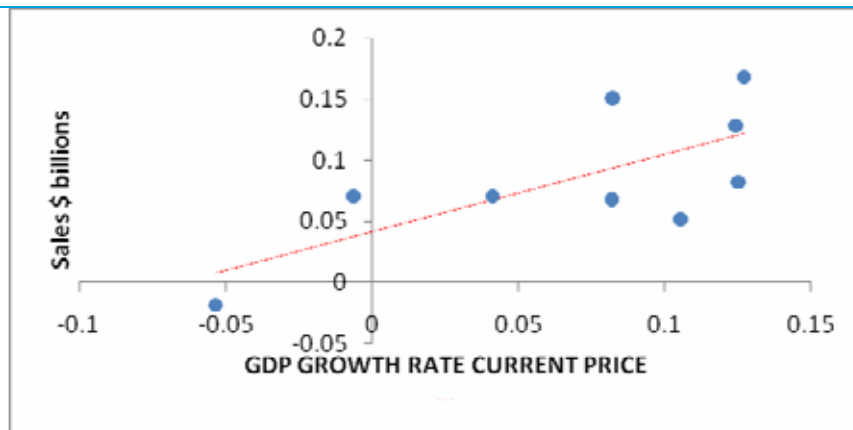
- 欧债危机给陷入缓慢复苏的全球经济蒙上阴影，从宏观上影响电信行业复苏
 - 通过比较全球主要的 85 个电信运营商的营业收入与全球 GDP，可以明显得出电信业收入与全球宏观经济的正相关性。
 - 电信业务作为支撑经济发展的重要基础设施，基本语音业务等已经具备基本消费品特性，有刚性需求的部分，但经济危机也带来对于企业需求，终端高端业务需求的冲击。
 - 运营商面临财务压力和日益激烈的竞争格局，在终端用户补贴政策上的力不从心和运营商定价能力下降，使电信服务业从 20 世纪 90 年代的高增长到 21 世纪的和 GDP 增长率逐步接近。

图表5：宏观经济与电信行业的比较图



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表6：宏观经济与电信行业的关系图

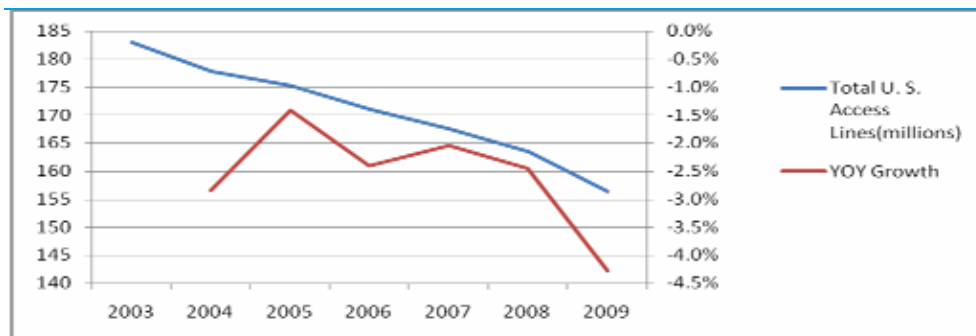


来源：Bloomberg, 国金证券研究所

固定用户减少，移动 ARPU 值下降，经济危机下运营商的经营压力明显增加

- 美国的数据显示固定用户数量加速减少，欧洲德国、意大利等国固定用户数有稳定迹象，但由于经济危机影响，企业用户数收入下降明显。

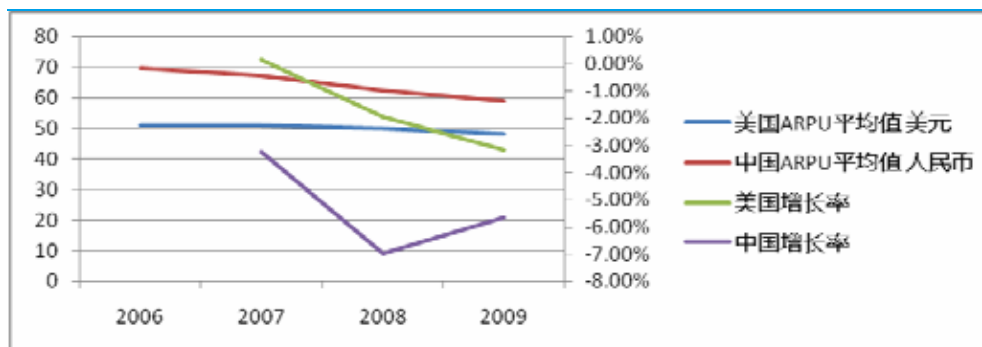
图表7：固定接入用户趋势



来源：国金证券研究所

- 移动用户 ARPU 降低，与固定业务的 ARPU 值相对稳定不同，业务弹性移动业务弹性更大，ARUP 值下降趋势更为明显，

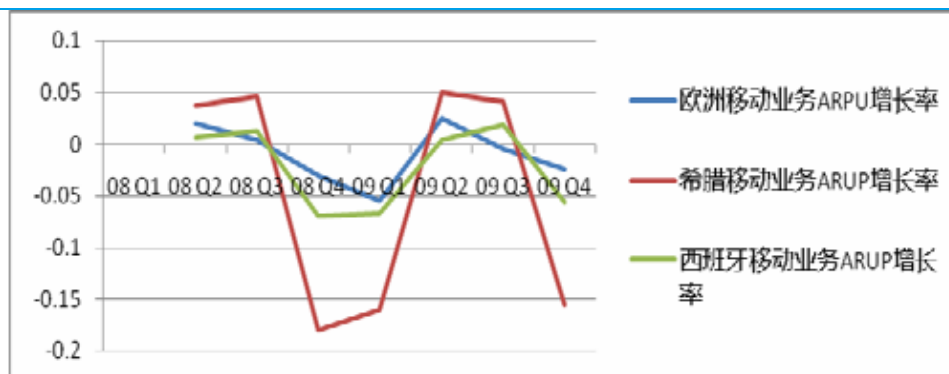
图表8：ARPU 趋势



来源：国金证券研究所

- 美国作为发达成熟市场的代表，运营商的 ARPU 值也在逐年下降（包括 Verizon Wireless, AT&T, Sprint Nextel, T-Mobile USA 公司）。中国作为新兴市场的代表，运营商的 ARPU 值下降趋势更加明显。
- 作为此轮经济危机的重点地区，欧洲移动运营商的运营压力更加严重，从运营商在希腊，西班牙和欧洲整体的收入水平看，经济危机对于 ARPU 值有直接影响，从 09 年 Q3 开始，希腊，西班牙的 ARPU 值降幅远高于欧洲整体水平。

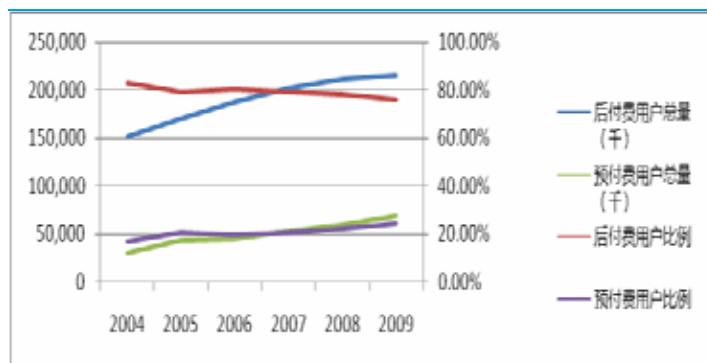
图表6：欧洲 ARPU 趋势



来源：国金证券研究所

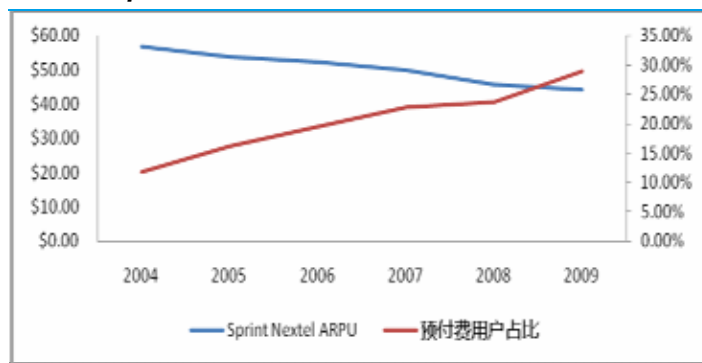
- 用户结构变化影响运营商盈利水平
 - 运营商的客户群体的变化，用户对价格更加敏感，预付费用户占据越来越多的比例，平均 24 美元左右的预付费用户对于平均 55 美元左右的后付费用户（美国）。
 - 用户渗透率的趋向饱和，取得新用户的成本提高，激励的竞争格局降低了运营商的定价能力。

图表7：美国预付费增长趋势



来源：公司年报，国金证券研究所

图表8：Sprint 公司预付费用户趋势与 ARPU 值关系



- 美国三大移动运营商的竞争态势，Verizon Wireless 凭借庞大的高端客户群优势（2009 年 Verizon 的数据业务 ARPU 占比高达 30%，高于 AT&T 的 29%，Sprint 的 25%），AT&T 借助与神奇的 IPHONE 联盟，都保证了经营利润和 ARPU 值的相对稳定。而第三大移动运营商 SPRINT 则面临后付费客户减少，预付费用户比例高企的困境，ARPU 值下降明显，也直接导致公司连年亏损。
- 从另外一个侧面，Sprint 的用户流失也说明了经济环境对于电信业的冲击，Sprint 原本高达 25%的企业用户是极大的优势，但经济危机下企业裁员以及减少通信开支对于导致 Sprint 从 2008 年开始后付费用户严重流失（从 2007 年的 4000 万降低到 2009 年的 3396 万）。

网络向宽带，数据转型，提高投资效率成为全球运营商的重点

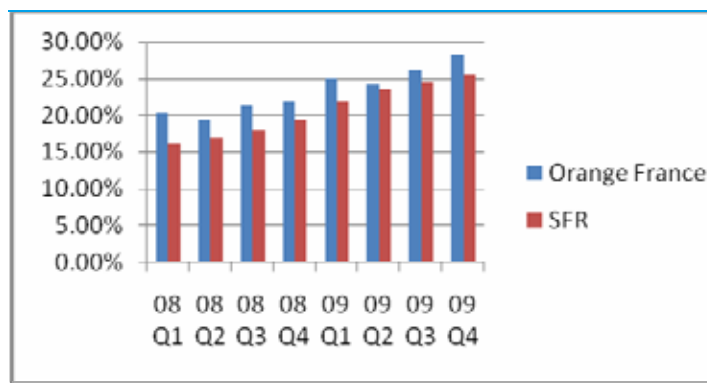
- 运营商收入下降和用户需求明显向数据、宽带通信转移的前提下，全球运营商普遍关心的问题是业务增长，改进运营效率和将现有网络向 IP 演进。

图表9：美国数据业务 ARPU 占比



来源：公司年报，国金证券研究所

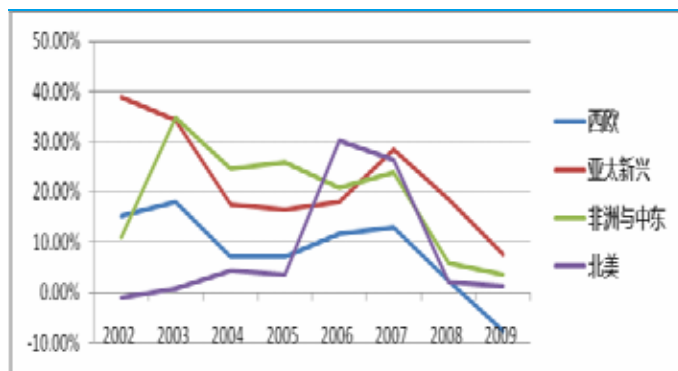
图表10：法国运营商数据业务 ARPU 占比



- 数据业务的增多对于运营商来说不是主动的推动，而是必须顺应的技术和市场需求
 - 第一，相比较长途语音，短信等高利润业务，数据业务所占用网络资源更多，而运营商在数据业务上一直缺乏高利润的定价方式。
 - 第二，数据业务的增多必然要求运营商对网络更新换代，采购高成本的 3G 设备，包括无线，传输和对于 IP 骨干网改造。

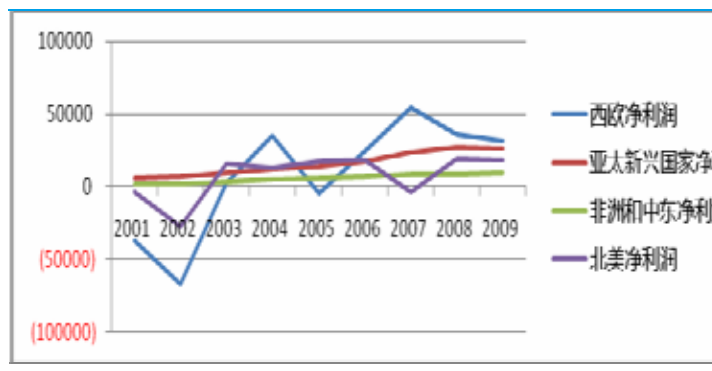
- 第三，终端设备，日益复杂的 3G 终端设备，比 2G 终端成本更高，需要运营商的套餐等补贴支持也更大。
 - 第四，用户的平均 ARPU 值趋于下降，数据业务的增长只是弥补了原有语音业务的下降，从一定程度上，是替代的作用。
 - 第五，网络控制权，数据业务给终端用户提供了更多的应用选择，同时也为第三方服务提供商提供了平台，比如 APPLE 的应用商店，AMAZON 的网上书店，电信网络从封闭逐步开放，对于运营商也是严峻的考验。
- 数据业务量蓬勃发展，但业务收入增长缓慢。随着电信发展的高峰期结束，新兴市场趋于成熟，全球电信市场收入增长率下降明显，西欧甚至陷入负增长，这与数据业务网络转型需要投入的形成对运营商的双重压力。

图表11：电信运营商营业收入增长趋势



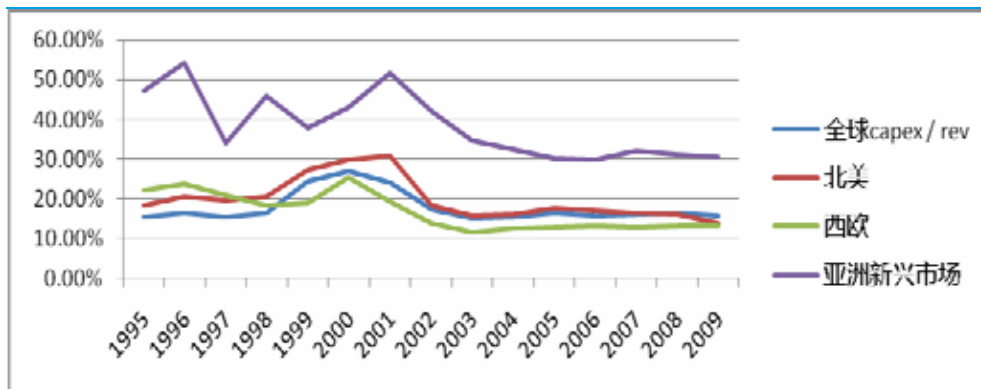
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表12：电信运营商净利润水平（百万美元）



- 运营商更加注重投资效益，从全球 CAPEX/REVENUE 的比例可以看出，在经济危机 2007 年开始后，CAPEX 比 REVENUE 比例有下降趋势。

图表13：运营商 CAPEX/REVEUNE 比例趋势



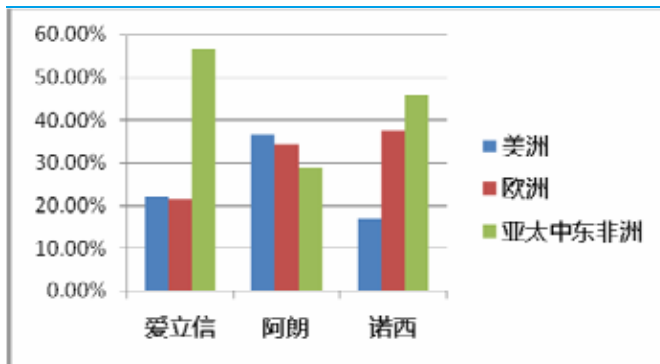
来源：Bloomberg，国金证券研究所

欧债危机的对于设备商的直接影响

欧元贬值对欧洲设备商并不是利好

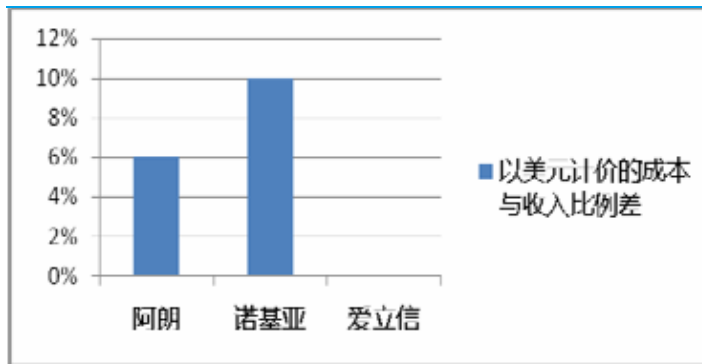
- 本币贬值，有利于出口，一般认为对于欧洲的设备商将是利好。但通过调查三大欧洲设备商的收入和成本结构，发现事实正好相反。
- 爱立信，阿朗，诺西的业务分布都很国际化，在欧洲，亚太，美国的收入基本比较平均。
- 从以美元计价的收入和成本结构看，欧洲三大电信设备商由于以美元计价的成本比例大于收入，所以美元对于欧元的升值，反而影响了欧洲三大设备商的利润水平。

图表14：设备商业务按地理分布



来源：Bloomberg，国金证券研究所

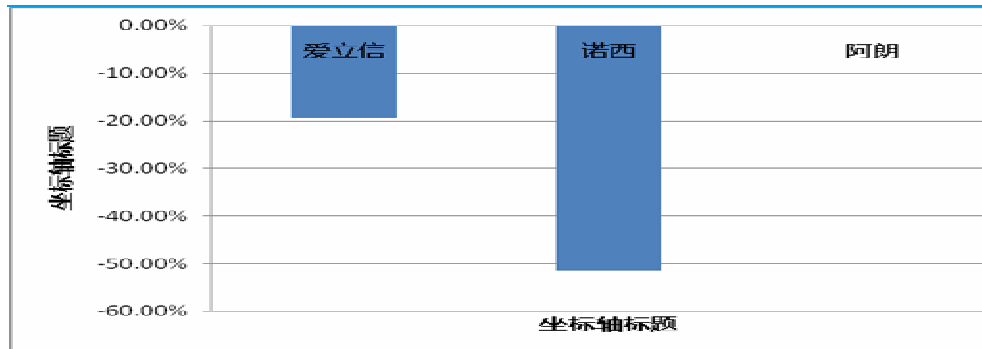
图表15：设备商以美元计价成本与收入差



金融危机下的客户融资，中兴，华为受到强大国家政策支持

- 运营商在金融危机下，融资难度加大，也加大了对于设备商提供融资的需求，特别是在新兴市场尤其明显。但设备商也面临相同的融资困境，从年报上看出，欧洲厂商由于依赖商业银行贷款和债券融资，受到的影响比中国设备商更大。

图表16：设备商提供客户融资趋势



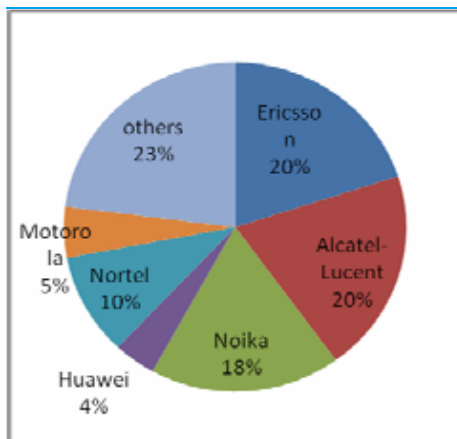
来源：公司年报，国金证券研究所

- 在严格监管下，中国银行体系受此次金融危机影响不大，并且中兴，华为等新兴国家的客户很多依靠中国政府国家贷款项目，中兴等也借助国家开发银行，进出口银行等国家政策银行融资，受到国家政策扶持。

网络升级阶段，行业重新洗牌，中兴，华为的市场进入机会

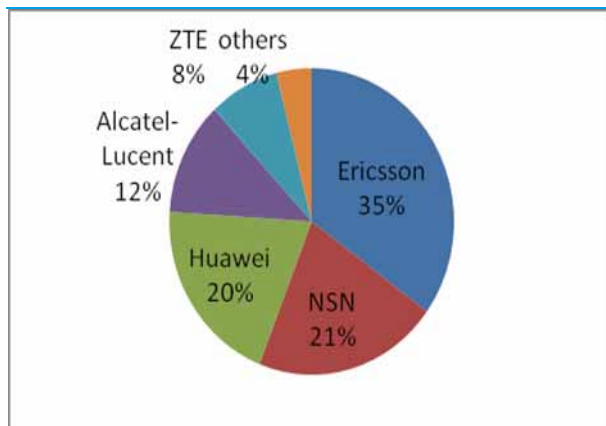
- 每个技术转型时期都将带来行业的重新洗牌。全球网络正在经历从窄带到宽带，从语音到数据的革命性变革，这也是中兴，华为等新兴厂家进入市场的绝佳机会。爱立信在年报中强调它现有 150 万老基站升级可以作为它今后几年的收入来源，但从这种网络升级对于华为，中兴等厂家未尝不是替换现有网络的机会所在。

图表17：2005年无线市场份额



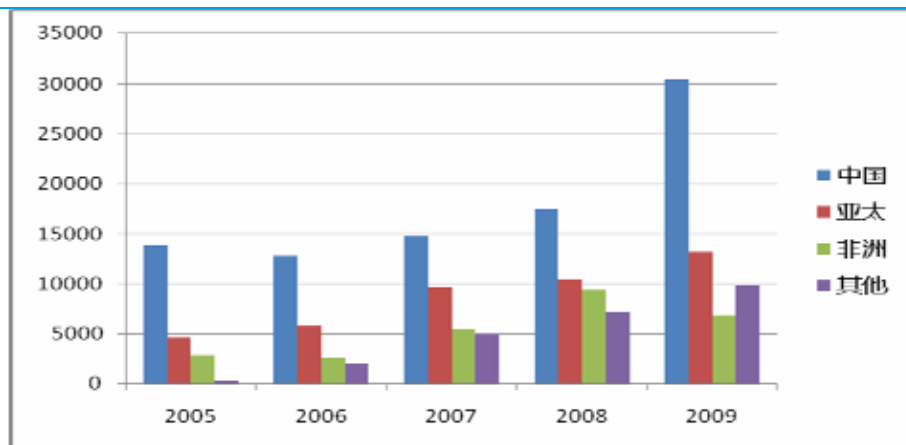
来源：dell 'co, 国金证券研究所

图表18：2009年无线市场份额



- 华为和中兴在近几年逐步蚕食传统无线提供商的市场份额，华为展开与诺西在全球第二无线设备提供商的争夺，而中兴在 4 月 15 日宣布已经超越阿朗成为全球第四大无线设备提供商，所占市场份额达到 12.6%。
- 从东南亚，印度，东欧，欧洲主要电信运营商再到北美，中兴，华为的国际化已经势不可挡。成本优势是基石，积极的市场政策和以客户为中心的经营理念成为扩展市场的利器。

图表19：中兴按区域划分销售额（百万美元）



来源：Bloomberg 国金证券研究所

从 2G,3G 到 LTE，越来越减少的技术和品牌差距

- 从固网程控交换机起家，中兴在光通信，DSL 进入全球领域前三位置。
- 在移动通信领域，中兴，华为等中国厂家增长速度惊人，09 年中兴已经成为 GSM 出货量全球前三，2009 年，Frost & Sullivan 的 CDMA 专题报告显示，中兴通讯 CDMA 产品综合竞争力排名全球第二位。
- 欧美主要运营商所看重的厂家技术能力，长期合作关系等，中兴，华为近 10 年的海外开拓已经取得信任，海外已经衰落设备商原有的网络基础不再是障碍，反而成为搬迁目标。
- 可以说中国企业错过了 2G 时代的黄金时期，在 3G 领域从海外小运营商打开市场缺口，在 LTE/4G 领域直接和海外主流运营商合作。

兼并方式和自然成长

- 通过收购兼并方式当然是扩大市场份额，取得欠缺的产品线的最快途径，阿尔卡特通过和朗讯兼并成为北美最大的设备提供商，爱立信收购北电资

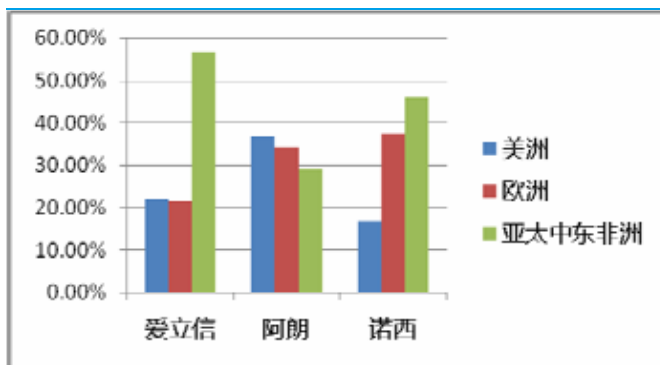
产后也扩大了北美的市场份额，诺西在近日收购摩托罗拉的无线设备部分将成为北美第三大设备提供商。

- 企业文化差异，产品线重合，人员冗余等问题使兼并不能有效形成合力，造成现实中兼并收购案成功率不高。
- 华为，中兴面临严厉的外国政府干预，艰难扩展海外市场，通过自然成长并且取得快速突破，体现出强大的竞争力和业务可持续性。

欧元贬值对欧洲设备商并不是利好

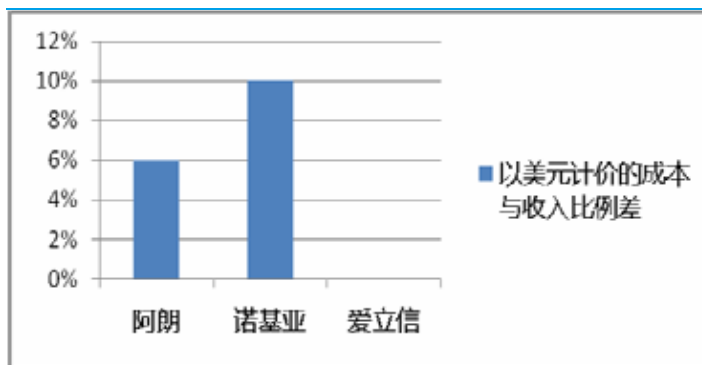
- 本币贬值，有利于出口，一般认为对于欧洲的设备商将是利好。但通过调查三大欧洲设备商的收入和成本结构，发现事实正好相反。
- 爱立信，阿朗，诺西的业务分布都很国际化，在欧洲，亚太，美国的收入基本比较平均。

图表20：设备商业务分布



来源：dell 'co, 国金证券研究所

图表21：设备商汇率影响



- 从以美元计价的收入和成本结构看，欧洲三大电信设备商由于以美元计价的成本比例大于收入，所以美元对于欧元的升值，反而影响了欧洲三大设备商的利润水平。

客户导向 VS 产品导向

- 华为的 IPD 集成产品开发模式，变产品推动市场为以市场拉动产品研发，任正非“谁来呼唤炮火，应该让听得见炮声的人来决策”的呐喊也充分体现了华为对于市场的极端重视，一系列的变革也在制度上保证了前线人员的决策权和资源调动能力。
- 相比之下，欧洲公司更多采用事业部制，多年形成的业务单元的在公司内部的相对强势地位很难短时间改变。在客户需求相应速度，公司整体协调作战能力，合同谈判决策流程，短期利益与长期发展之间的矛盾等方面都有一定的大企业病。

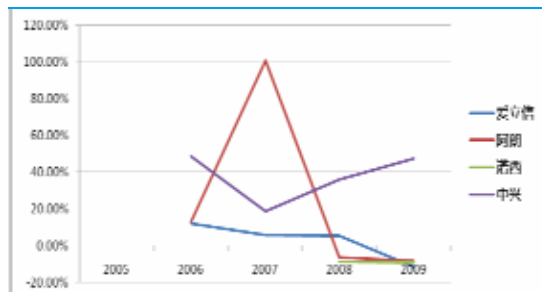
持续创新能力

- 电信设备商的持续创新能力是企业生命力的重要保证，从研发费用占营业收入比例来看，阿朗，诺西，爱立信等企业的占比远高于中兴，华为等国内厂商，在研发人员占比远小于国内厂商的前提下，从一个方面也体现了国外厂商的人员成本高。
- 爱立信在研发方面的投入在持续减少，虽然公司在 GSM/WCDMA 方面占据领先地位，但持续减少的研发投入也将对未来的发展产生一定影响，另外爱立信近年在成本控制方面有所欠缺，管理和销售费用占比持续飙升，影响了公司的利润率。
- 阿朗和诺西加强成本控制，但企业整合带来的震荡需要时间消化。在销售收入连年下降的前提下，研发的绝对投入也在相应的减少。阿朗的战略上

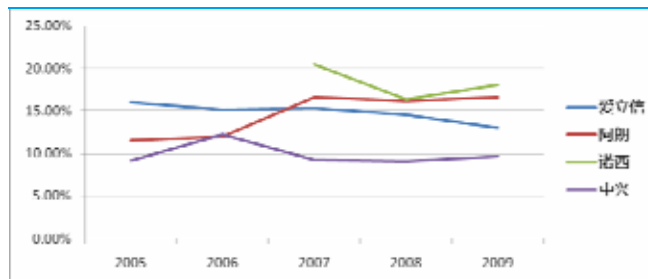
减少研发投入，专攻 LTE 等前沿研发而放弃对成熟技术的维护和投入，将一定程度加大了公司的技术风险。

- 相比而言，中兴在营业收入持续高速增长的同时，研发占比保持稳定，即表明了公司成熟的成本控制能力，也体现了公司对于持续创新能力的持续投入。

图表22：研发费用增长率



图表23：研发费用占营业收入比例



来源：dell ‘co，国金证券研究所

从卓越到伟大，中兴、华为进一步国际化需要克服的难题

- 国家安全顾虑。印度政府以国家安全为理由禁止中兴、华为设备的事件凸显了电信设备作为关系国家通信命脉的重要性。而在全球最重要的美国市场，中兴、华为迟迟不能形成突破，也和美国政府的干预有关。华为 2008 年由于受到美国外国投资委员会（CFIUS）以“国家安全”为理由拒绝而最终放弃。北电与摩托罗拉的收购案也最终与华为无缘，积极的海外游说，联合外资背景的投行发起收购，考虑与美国政府达成“缓和协议”以将自己的运营状况透明化的代价来换取美国政府的信任等姿态都没能打消美国政府对于中国电信设备商收购美国电信资产的顾虑。At&T, Verizon, Sprint 等三大运营商由于为五角大楼等美国政府提供电信服务，中兴、华为参与竞标也遇到美国政府的潜规则，到目前为止，中兴、华为只能在美国边缘运营商得到订单。
- 贸易保护主义。中兴、华为以低价取得合同的做法已经声名在外，6 月 30 日，欧盟发起中国数据卡企业发起的价值 41 亿美元的发倾销及保障措施调查也将贸易保护扩展到了电信设备领域。国外政府为保障本国就业，利用贸易保护来限制进口的做法也成为中兴、华为的新课题。
- 品牌的提升。中兴、华为给人的印象是低成本供应商，快速的市场响应速度和完善的客户服务是强项，但产品研发的前瞻性和系统设计的可靠性与国外厂商尚有差距，快速推出新产品然后通过扑上大量研发人员修补的做法，在成熟市场的接受度有待商榷。另外中兴、华为 20 年左右的企业历史，与国外厂商的百年老店相比，虽然正处于壮年期，但在品牌，企业文化，公司治理等方面需要进一步提升。

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