

石油石化

证券研究报告
2023 年 07 月 07 日

涤纶长丝：国内复苏+海外去库，看好长丝产业回暖

高开工、低库存、利润趋势扩张，涤纶长丝产业上半年表现亮眼

2023 年上半年，涤纶长丝新增产能达到 321 万吨，而二季度以来，行业开工率不断攀升至历史同期高位，6 月底涤纶长丝负荷达到 87.7%；产品库存持续去化，POY/FDY/DTY 库存天数由年初 25/33/24 天下降至 6 月底 14/24/17 天；效益表现尚可，呈现淡季不淡的迹象，在国内整体化工品需求表现偏弱的背景下，长丝整体表现较为亮眼。

内需复苏及长丝出口订单转暖是支撑市场行情的重要原因：根据海关数据统计，1-5 月份，中国长丝出口量达到 174 万吨，较去年同期增加 40.4 万吨，同比+30%；其中出口印度增长强劲，2023 年 1-5 月出口印度总量合计为 25.78 万吨，同比上涨 18.37 万吨，涨幅 248%。

国内纺服消费复苏，海外去库存，内外需有望共振

国内纺服消费持续复苏：1-5 月我国服装鞋帽、针、纺织品类商品累计零售额为 5619 亿元，同比增长 14.1%，较 2021 年增长 0.9%。国内纺服库存有效去化：2023 年 5 月份，中国纺织服装、服饰业产成品存货金额 932.2 亿元，同比-3.6%，从过去 8 年的历史同期水平来看，处于中位区间。

上半年出口压力较大，但海外库存指标出现明显改善：1-5 月，纺织服装累计出口 1182 亿美元，下降 5.3%，其中纺织品出口 568.3 亿美元，下降 9.4%；服装出口 613.7 亿美元，下降 1.1%。海外库存去化：去年四季度以来，国际服装品牌普遍处于去库存阶段，NIKE、LULULEMON 等企业库存得到一定去化，但仍处于历史相对较高水平，随着下半年品牌库存进一步去化，外需或有一定好转。

中长期来看：竞争格局优化，产能扩张放缓，产业有望回暖

一体化优势下，长丝产业具备全球竞争力：近年来随着涤纶龙头行业进一步向上游 PTA 和 PX 扩产，中国大陆 PX/PTA/聚酯化纤产能分别占全球的 40%/62%/74%，上游原料自给率不断提高，我国涤纶成本优势明显，海外新增产能有限，长丝尚未出现大规模产业转移。

行业集中度不断提升，头部企业主导扩张：2017-2022 年，长丝 CR6 新增产能 1566.5 万吨，而国内合计净新增产能仅 1406 万吨，主要原因在于落后产能的退出，长丝 CR6 行业集中度由 2017 年 41%提升至 2022 年的 61%，行业壁垒加大，头部企业话语权增强。

产业良性扩张，产能投放接近尾声：行业过去几年扩张相对稳健，产能过剩压力并不大，2018-2021 年行业维持平均 84.8%的开工率，产能与消费增速基本匹配，后续来看，龙头企业扩能放缓且随着落后产能的进一步出清，未来新增聚酯产能增速有望持续放缓，看好长丝产业回暖。

风险提示：经济复苏不及预期，纺服消费走弱风险；产能集中投放，行业竞争加剧风险；印度 BIS 认证进度缓慢，长丝出口走弱风险；美国去库不及预期，外需复苏缓慢风险

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

张樨樨

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《石油石化-行业点评:炼化“出海”，国际业务布局正当时》 2023-06-27
- 2 《石油石化-行业专题研究:PV 10 看三桶油估值》 2023-05-30
- 3 《石油石化-行业专题研究:天然气专题:气价重估，有望推动价值重估》 2023-05-08

内容目录

1. 纺服出口偏弱背景下，涤纶长丝韧性仍强	3
1.1. 长丝呈现高开工、低库存、利润扩张趋势	3
1.2. 终端需求：国内不断复苏，海外有待改善	5
1.3. 海外库存去化，外需有望开启复苏进程	6
2. 竞争格局优化，产业有望回暖	7
2.1. 中国主导全球聚酯产业发展	7
2.2. 行业集中度不断提升，头部企业话语权增强	8
2.3. 产业良性扩张，产能投放接近尾声	8
3. 风险提示	9

图表目录

图 1：长丝月度开工率：%	3
图 2：POY 库存天数	3
图 3：FDY 库存天数	3
图 4：DTY 库存天数	3
图 5：PX-PTA-长丝产业链利润：元/吨	4
图 6：织造订单指数	4
图 7：江浙织造企业开工率：%	4
图 8：长丝月度出口量：万吨	5
图 9：2022 年涤纶长丝出口结构	5
图 10：中国零售额：服装鞋帽、针、纺织品类	5
图 11：中国纺织业库存同比：%	5
图 12：纺织出口：万美元	6
图 13：服装出口：	6
图 14：美国服装批发&零售额同比：	6
图 15：美国纺服库存：同比	6
图 16：NIKE：存货账面价值 MA-4 & 存货周转率 MA-4：百万美元	6
图 17：LULU：存货账面价值 MA-4 & 存货周转率 MA-4：千美元	6
图 18：2021 年全球 PX 产能分布	7
图 19：全球 PTA 产能分布	7
图 20：2021 年全球聚酯纤维产能分布	8
图 21：长丝年度出口量：万吨	8
图 22：6 家长丝头部企业产能：万吨/年	8
图 23：长丝 CR6 变化趋势	8
图 24：中国长丝产能及增速：万吨，%	9
图 25：涤纶长丝开工率：%	9
图 26：长丝新产能	9
图 27：化学纤维制造业固定资产投资增速：%	9

1. 纺服出口偏弱背景下，涤纶长丝韧性仍强

1.1. 长丝呈现高开工、低库存、利润扩张趋势

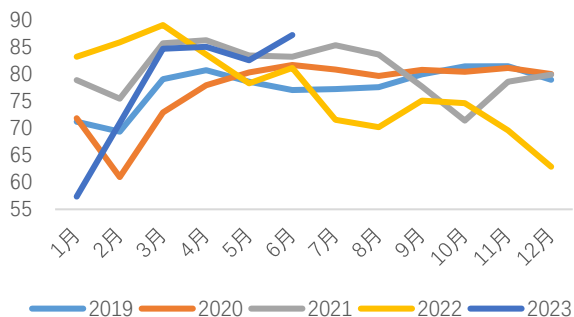
年初以来，随着国内需求的逐步复苏，长丝开工率不断攀升，6 月份是聚酯的传统淡季，但行业开工率不断攀升至同期历史高位，产品库存持续去化，效益表现尚可，呈现淡季不淡的迹象，在国内整体化工品需求表现偏弱的背景下，长丝整体表现较为亮眼。

当前开工率处于历史同期高位：上半年来看，长丝新增产能 321 万吨，而二季度开工率处于历史同期高位，内需复苏及长丝出口订单转暖是较重要的原因，海外市场的装置在低加工费之下选择减产甚至是停产，为国内企业出口打开了空间。

1-2 月份长丝经历了大幅减产，开工率最低跌至 50% 以下；在内需逐步复苏叠加长丝出口向好的支撑下，长丝开工率在 3 月份得到快速提升，平均达到 85% 左右；4 月份原料 PX/PTA 大幅上涨，对长丝开工形成一定抑制，下游观望情绪增加；5-6 月份，随着原料价格下跌，下游备货增加叠加出口较好，长丝维持高负荷运转，根据 CCFEI 数据，6 月底涤纶长丝负荷达到 87.7%，处于历史同期高位。

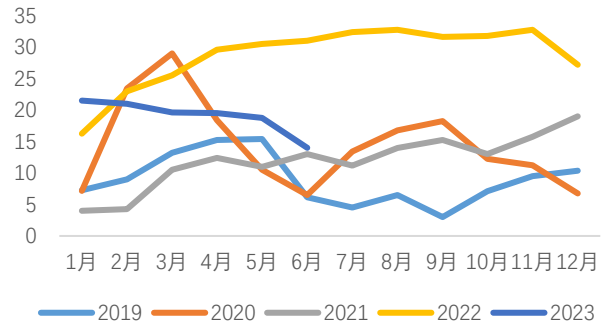
产品库存有效去化：在长丝高开工的背景下，长丝延续去库趋势，POY/FDY/DTY 库存天数由年初 25/33/24 天下降至 6 月底 14/24/17 天，库存处于历史同期中性或偏低位，长丝工厂尚无库存压力。

图 1：长丝月度开工率：%



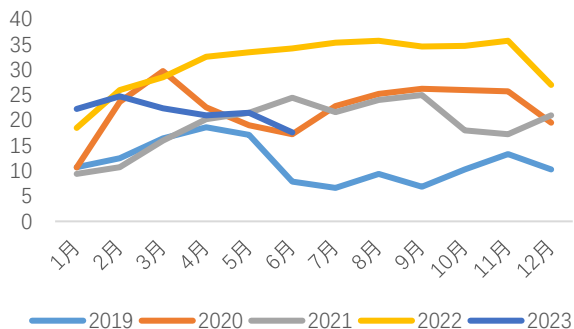
资料来源：CCFEI，天风证券研究所

图 2：POY 库存天数



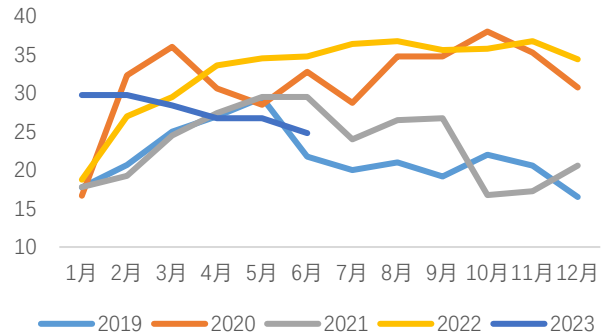
资料来源：CCFEI，天风证券研究所

图 3：FDY 库存天数



资料来源：CCFEI，天风证券研究所

图 4：DTY 库存天数



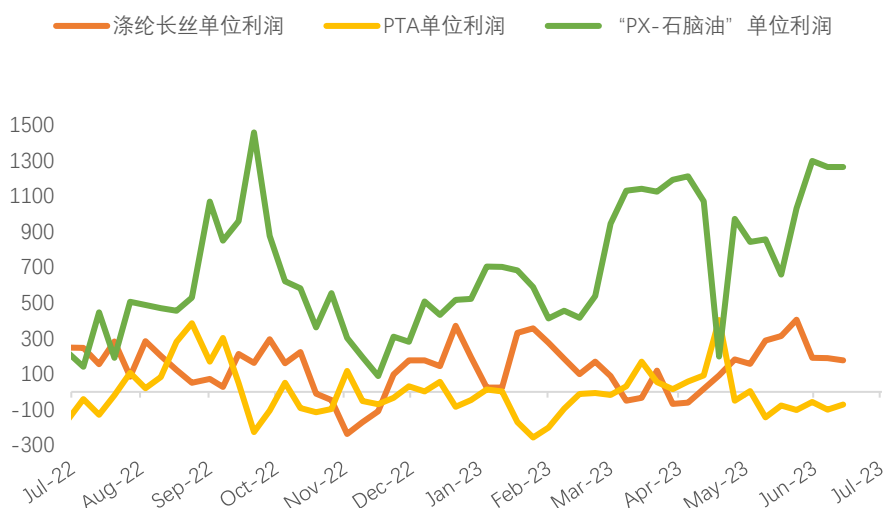
资料来源：CCFEI，天风证券研究所

利润表现尚可，夏季原料端仍存压力：从 PX-PTA-长丝产业链来看，PX 在产业链利润分

配中处于主导地位，今年 3 月份以来，根据我们的模拟测算，PX 利润一度维持在 1000 元/吨以上，主要原因在于：芳烃产品有化工和油品两大需求，甲苯和二甲苯既可以作为高辛烷值组分调和汽油，也可通过一系列化学反应制取 PX 和纯苯等化工基础原料；夏季是美国汽柴油需求旺季，或将带动部分装置调油比例增加，进而缩减 PX 产出量，根据卓创预估数据，我国 1-6 月份 PX 进口量同比减少 20%。

长丝端利润在年内出现大幅波动，呈现 V 型走势：根据我们的模拟测算 2 月份长丝利润一度达到 357 元/吨，之后随着 PX 价格大幅攀升，3-4 月份长丝利润一度下跌至负值；5-6 月，长丝出口较强叠加下游备货增加，利润一度回升至 405 元/吨。

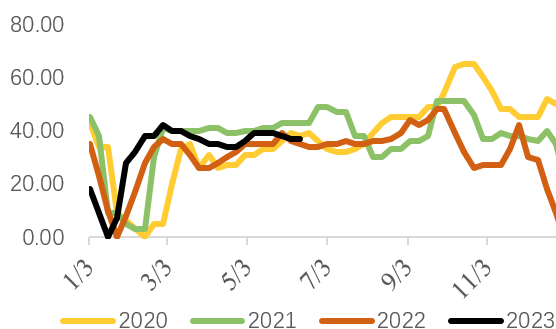
图 5：PX-PTA-长丝产业链利润：元/吨



资料来源：CCFEI，隆众资讯，天风证券研究所

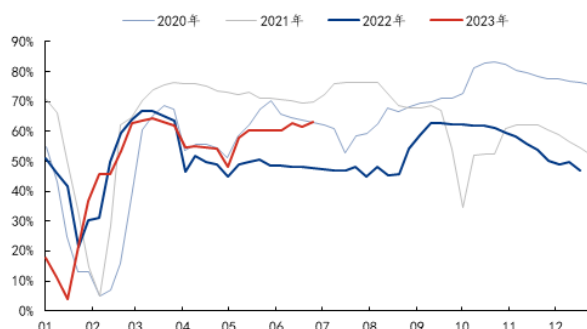
下游订单中性：根据 CCF 数据，主要织造基地新增订单指数为 37，处于同期偏中性位置；根据隆众数据，截至 6 月底，江浙地区化纤织造综合开工率为 63.05%，同样处于中性水平，根据往年经验来看，7-8 月份是传统淡季，下游织造端开工率或承压运行。

图 6：织造订单指数



资料来源：CCF，天风证券研究所

图 7：江浙织造企业开工率：%



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

长丝出口创历史新高：

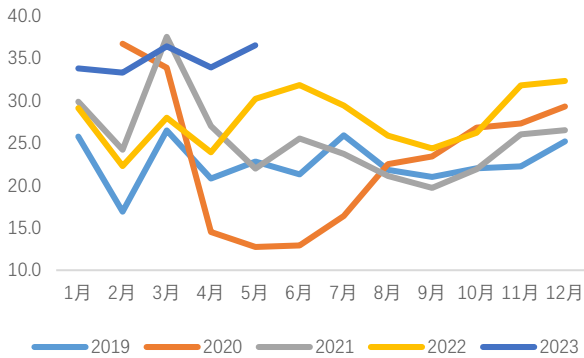
根据海关数据统计，1-5 月份，中国长丝出口量达到 174 万吨，较去年同期增加 40.4 万吨，同比+30%；其中出口印度增长强劲，2023 年 1-5 月出口印度总量合计为 25.78 万吨，同比上涨 18.37 万吨，涨幅 248%，占前五个月涤纶长丝出口总量的 15%。

主要有几点原因：1、国内涤纶长丝产能稳步增长，聚酯产业链配套相对完善，成本竞争优势明显；2、纺织品服装产业逐步向东南亚国家转移，海外对原料端涤纶丝需求增加；

3、印度 BIS 认证的问题，导致了上半年抢出口的现象。

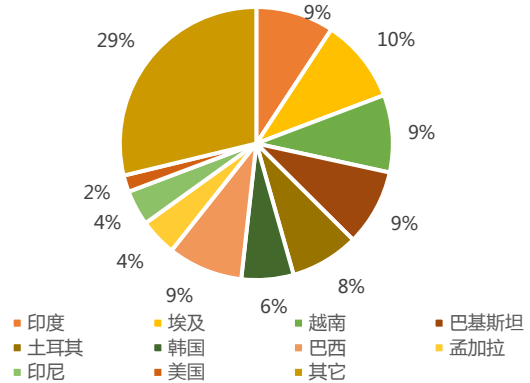
BIS 认证：ISI 认证发证机构印度标准局 (The Bureau of Indian Standards) 所负责的产品认证工作。BIS 认证涉及申请、记录、工厂检验、颁发证书、认证后监督五个环节，认证时长大多在 3-8 个月不等，在其管控范围中的产品需要有 BIS 认证才能完成清关。此次 BIS 强制认证于 2023 年 7 月 3 日起生效，针对的涤纶产品涉及 FDY/POY/IDY/PSY 四种。

图 8：长丝月度出口量：万吨



资料来源：CCFEI，天风证券研究所

图 9：2022 年涤纶长丝出口结构



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

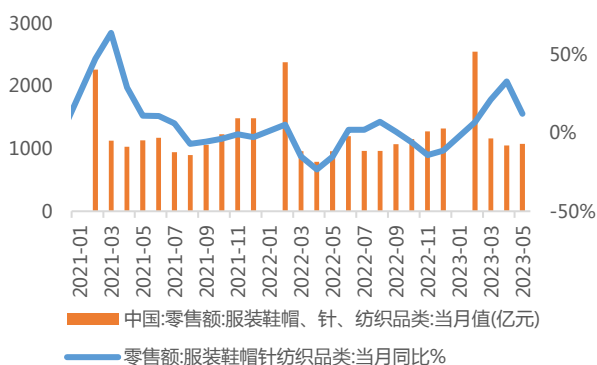
1.2. 终端需求：国内不断复苏，海外有待改善

国内纺服消费有效复苏：

根据国家统计局数据，1-5 月我国服装鞋帽、针、纺织品类商品累计零售额为 5619 亿元，同比增长 14.1%，较 2021 年增长 0.9%；其中 5 月份零售额为 1076 亿元，同比增长 12.3%，环比增长 2.38%，较 2021 年同比-4.8%，纺服消费得到快速复苏。

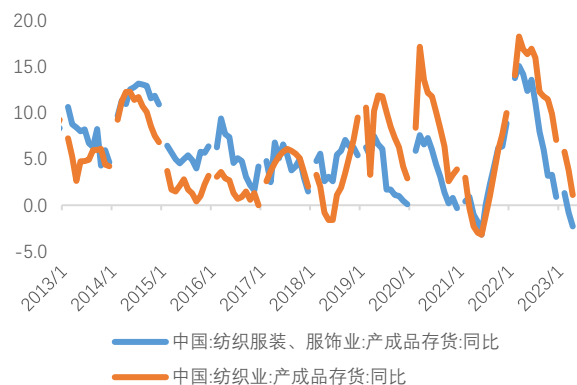
国内纺服库存得到快速去化：2023 年 5 月份，中国纺织服装、服饰业产成品存货金额 932.2 亿元，同比-3.6%，从过去 8 年的历史同期水平来看，处于偏中位区间，库存压力减小，纺服产业去库存效果显著。

图 10：中国:零售额:服装鞋帽、针、纺织品类



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：中国纺织业库存同比：%



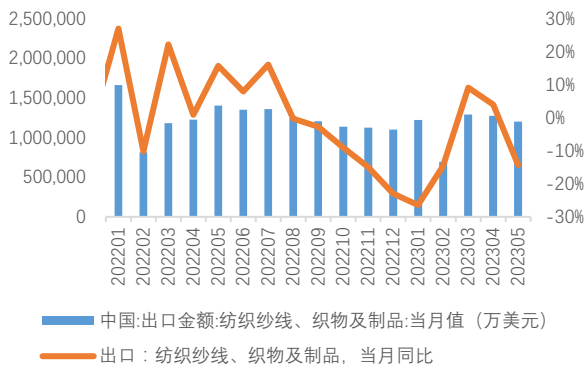
资料来源：wind，天风证券研究所

出口压力仍存：根据海关总署数据，2023 年 1-5 月，纺织服装累计出口 1182 亿美元，下降 5.3%，其中纺织品出口 568.3 亿美元，下降 9.4%；服装出口 613.7 亿美元，下降 1.1%。

外需未有效恢复，叠加去年出口基数高的影响，5 月，中国纺织服装出口 253.2 亿美元，同比下降 13.1%，环比下降 1.3%；其中纺织品出口 120.2 亿美元，同比下降 14.2%，环比下降 5.6%，较 2021 年-0.8%；服装出口 133 亿美元，同比下降 12.2%，环比增长 3%，较 2021 年+9%。

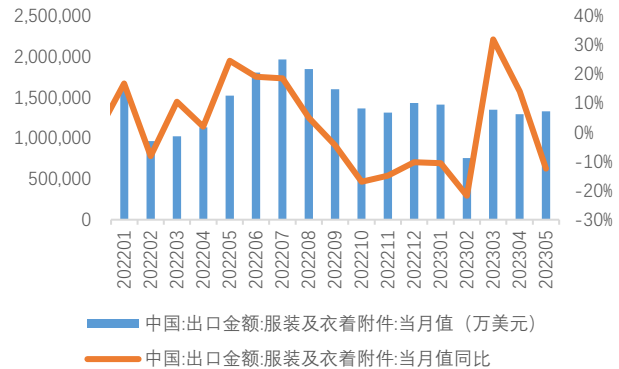
据国际纺联主席、中国纺织工业联合会会长孙瑞哲的讲话：从结构上来看，中国纺织服装出口同样发生较大变化，美国、欧盟、日本等传统市场比重呈现下降趋势，而中国对 RCEP 贸易伙伴国和地区纺织品服装出口额呈现稳定增长。中国纺织品服装在美国市场进口份额中的占比从 2018 年的 36.6% 急剧下降到 2022 年的 24.7%；2023 年第一季度，欧盟自中国进口纺织品服装的市场份额下降至 27.6%。

图 12：纺织出口：万美元



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：服装出口：



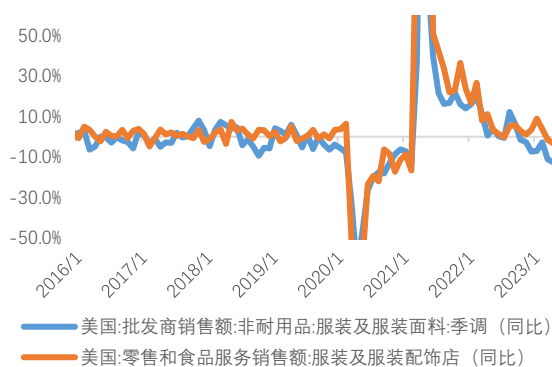
资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 海外库存去化，外需有望开启复苏进程

2021 年下半年至 2022 年，海外纺织服装产业经历一波快速累库，2022 年 6、7 月份，零售商和批发商库存同比增速一度分别达到 32% 和 74%；截至 2023 年 4 月份，美国批发商服装库存为 392 亿美元，零售商库存 613 亿美元，在高基数效应下，库存同比 +8.4%/5.1%。

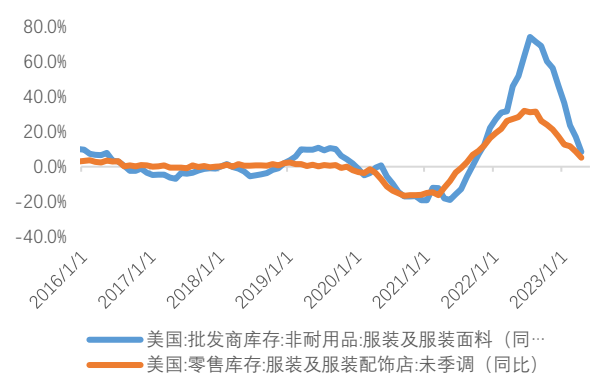
在较大的库存压力下，去年四季度以来，国际服装品牌普遍处于去库存阶段，2022 年 8 月份，NIKE 存货达到 96.6 亿美元，2023 年 2 月份下降至 89.1 亿美元；LULULEMON 2022 年 10 月份存货达到 17.4 亿美元，2023 年 4 月份，库存下降至 15.8 亿美元，企业库存得到一定去化，但仍处于历史相对较高水平，随着下半年品牌库存进一步去化，下半年外需或有一定好转。

图 14：美国服装批发&零售额同比：



资料来源：wind，天风证券研究所

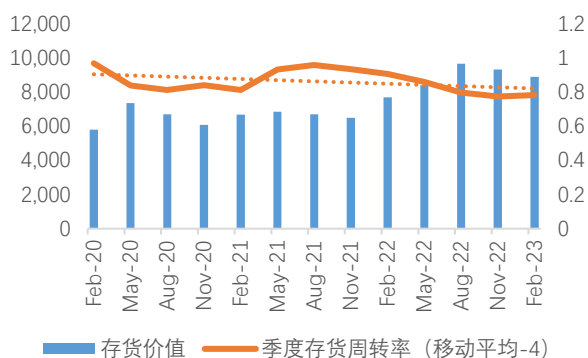
图 15：美国纺织服装库存：同比



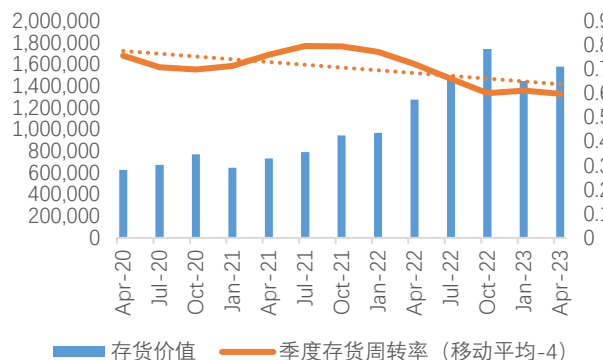
资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：NIKE：存货账面价值 MA-4 & 存货周转率 MA-4：百万美元

图 17：LULU：存货账面价值 MA-4 & 存货周转率 MA-4：千美元



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

2. 竞争格局优化，产业有望回暖

2.1. 中国主导全球聚酯产业发展

聚酯涤纶长丝行业在国内经过四十年的迅猛发展，已进入技术、工艺成熟，运用领域广泛的稳定阶段，我国也已经成为世界上涤纶长丝产量最大的国家，聚酯涤纶长丝行业成为具备全球竞争力的产业之一；近年来随着涤纶龙头行业进一步向上游 PTA 和 PX 行业的扩产，龙头企业技术实力与市场份额进一步提高，我们认为其产业链一体化优势明显，抗周期波动能力大大增强。

从产能分布来看，中国大陆 PX/PTA/聚酯化纤产能分别占全球的 40%/62%/74%，随着上游原料自给率不断提高，我国涤纶成本优势明显。

涤纶长丝尚未出现大规模产业转移：东南亚及印度近年来聚酯纤维产能增量有限，东南亚聚酯纤维产能由 2016 年的 376 万吨增长至 2021 年的 428 万吨，增量仅 52 万吨；印度聚酯纤维产能由 2016 年的 681 万吨增长至 2021 年的 770 万吨，增量 89 万吨。

近年来，纺织服装订单正在逐步流向东南亚国家，其中很多来自中国企业的主动转移，主要出于关税、环保政策、产业转型升级、劳动力成本等多方考量，使得海外对涤纶丝需求增加，我国涤纶长丝出口量由 2015 年 171 万吨增长至 2022 年 335 万吨，年均增速 10.1%。

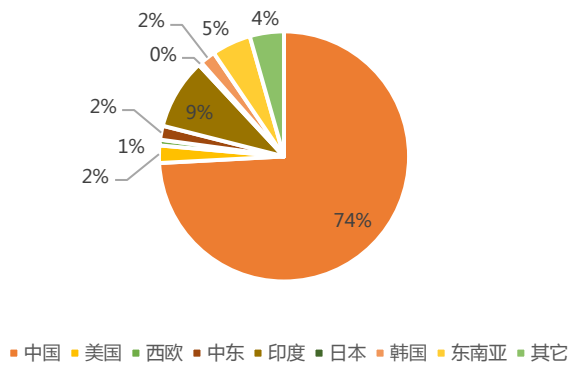
图 18：2021 年全球 PX 产能分布

图 19：全球 PTA 产能分布

资料来源：IHS，天风证券研究所

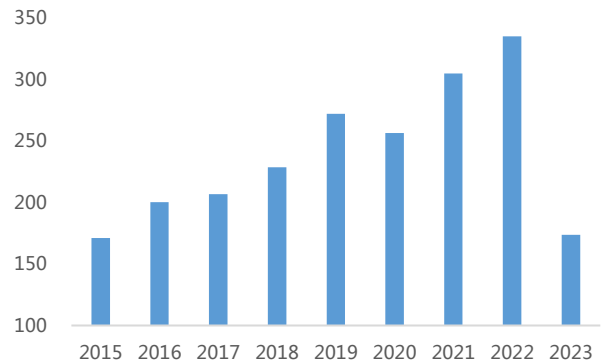
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 20：2021 年全球聚酯纤维产能分布



资料来源：IHS，天风证券研究所

图 21：长丝年度出口量：万吨



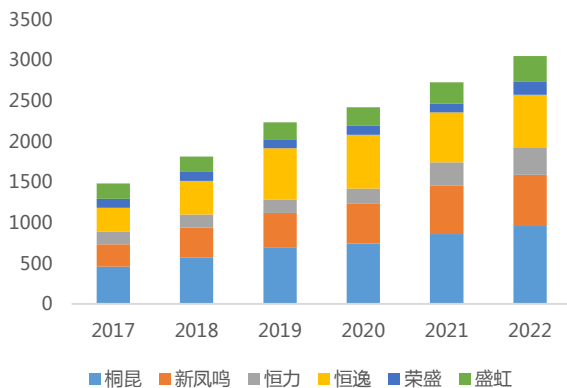
资料来源：CCFEI，天风证券研究所

2.2. 行业集中度不断提升，头部企业话语权增强

中国化纤企业众多，企业发展水平差异较大，近年来，龙头企业利用其技术及规模优势稳步扩张；而小企业，尤其是 2022 年，受地缘政治等诸多因素影响，能源价格大幅波动，小产能加速退出，长丝行业集中度持续提高，进入强者恒强的发展阶段。

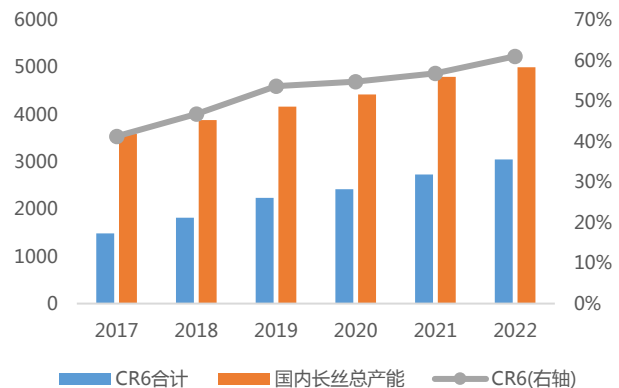
六家头部企业长丝产能由 2017 年 1483 万吨增长至 2022 年 3049.5 万吨，CR6 由 41% 提升至 61%。头部企业主导长丝产业扩张，2017-2022 年，CR6 新增产能 1566.5 万吨，而国内合计净新增产能仅 1406 万吨，主要原因在于落后产能的退出，根据 CCF 统计，2022 年聚酯长丝退出产能为 180 万吨。随着聚酯行业的市场集中度的提高，行业进入壁垒加大，头部企业话语权增强，竞争格局有望持续改善，行业趋向良性发展。

图 22：6 家长丝头部企业产能：万吨/年



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：长丝 CR6 变化趋势：万吨/年



资料来源：公司公告，CCFEI，天风证券研究所

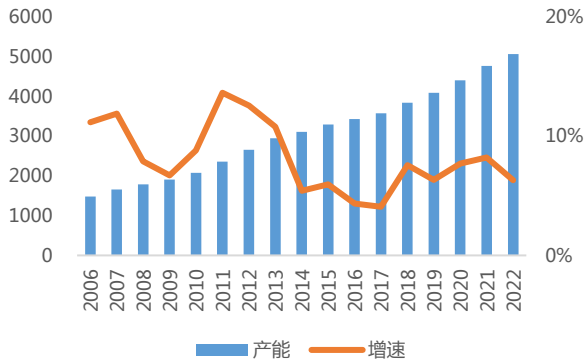
2.3. 产业良性扩张，产能投放接近尾声

从近十年长丝的扩能周期来看整体可以分成三个阶段，2010-2013 年长丝平均产能增速达到 11.5%，而此时随着欧债危机爆发，美国经济继续疲软的情况下，外需不足，导致长丝开工率出现大幅下滑；2014-2017 年，国内长丝产能增速平均为 5%，表观消费增速达到 8%，产能得到有效消化，行业开工率稳步提升；2018-2022 年，长丝产能经历新一轮温和扩张，平均增速 7.2%，而 2018-2021 年，国内表观消费增速达到 8%，供需基本平衡，行业开工率维持相对高位，2022 年地缘政治等诸多因素影响，内外需疲软，行业承

压运行。

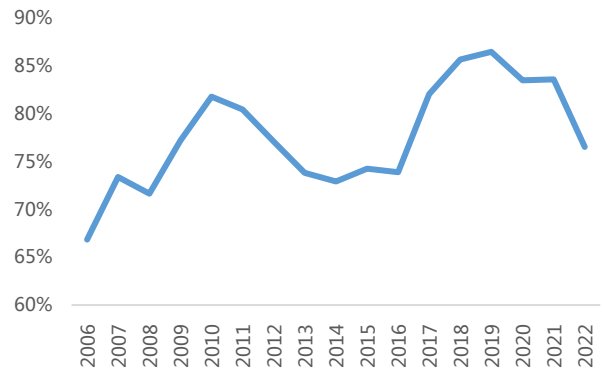
总体来看，行业过去几年扩张相对稳健，产能过剩压力并不大，2018-2021 年行业维持平均 84.8%的开工率；2023 年新增产能较多，根据 CCFEI 数据统计，预计新增产能达到 425 万吨，是近年来的产能投放高点，但后续来看，龙头企业扩产能放缓且随着落后产能的进一步出清，未来新增聚酯产能增速有望持续放缓，2023 年 1-5 月份化纤制造业固定资产投资累计同比-5.6%。从需求端来看，我们认为随着国内消费的进一步复苏叠加美国纺织服装库存去化，后续内外需有望共振，看好长丝产业回暖。

图 24：中国长丝产能及增速：万吨，%



资料来源：CCFEI，天风证券研究所

图 25：涤纶长丝开工率：%



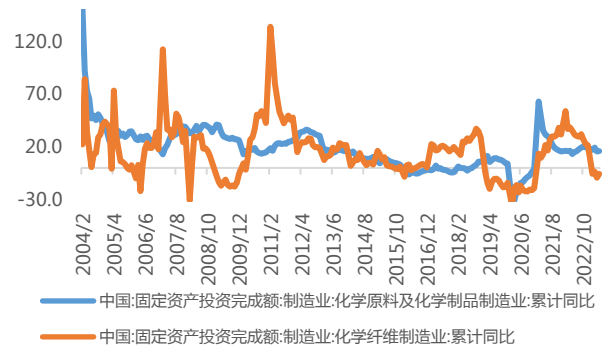
资料来源：公司公告，CCFEI，天风证券研究所

图 26：长丝新产能

2023 年计划新增项目列表（单位：万吨/年）					
厂家名称	装置所在地	产品	产能	投产时间	备注
桐昆宇新	新疆阿拉尔	涤纶长丝	30	2023 年一季度	
荣盛盛元	南通	涤纶长丝	50	2023 年一季度	
恒力轩达	南通	涤纶长丝	25	2023 年一季度	阳离子长丝
港虹纤维	吴江	涤纶长丝	25	2023 年一季度	阳离子长丝
古纤道-九华蓝	池州	涤纶长丝	65	2023 年二季度	
国望高科	宿迁	涤纶长丝	25	2023 年二季度	
桐昆恒阳	宿迁	涤纶长丝	30	2023 年二季度	
桐昆宇新	新疆阿拉尔	涤纶长丝	30	2023 年三季度	
新凤鸣新拓	徐州	涤纶长丝	30	2023 年三季度	
嘉通能源	南通	涤纶长丝	30	2023 年三季度	
恒逸恒鸣	绍兴	涤纶长丝	30	2023 年三季度	
桐昆恒阳	宿迁	涤纶长丝	30	2023 年四季度	
国望高科	宿迁	涤纶长丝	25	2023 年四季度	
预计新增总产能			425 万吨		

资料来源：CCFEI，天风证券研究所

图 27：化学纤维制造业固定资产投资增速：%



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 风险提示

- 1、经济复苏不及预期，纺服消费走弱风险：低基数效应下，纺服消费较 2022 年得到有力复苏，但 5 月份纺服零售额较 2021 年-4.8%，存在复苏不及预期风险；
- 2、产能集中投放，行业竞争加剧风险：2023 年长丝新增产能预计达到 425 万吨，供给端仍有一定压力，短期存在行业竞争加剧风险；
- 3、印度 BIS 认证进度缓慢，长丝出口走弱风险：2023 年 1-5 月长丝出口印度总量同比+248%，7 月份印度将开始 BIS 认证，长丝出口有走弱风险；
- 4、美国去库不及预期，外需复苏缓慢风险：2021-2022 年美国经历了较长的累库过程，当前美国纺服消费数据走弱，存在去库不及预期风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com