

通信

公募 REITs 试点，IDC 迎来长期推动力

一、IDC 为理想的 REITs 基础资产

2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委联合发布关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知。其中试点优先支持项目包括信息网络等新型基础设施，而 IDC 数据中心作为信息网络的数字基础设施，符合 REITs 基础资产方向。美国的 IDC 上市巨头如 EQIX、DLR 均已转型 REITs，此次政策试点有望带来国内的 IDC REITs 发展。

IDC 具有经营现金流稳定、重资产需要大规模资本开支、成长性好经营期限长等特点，是理想的 REITs 基础资产。1) 海外 REITs 对租金收入比例有较高要求。IDC 主要是通过出租机柜的形式获取稳定的租金，多为长期客户。美股相关公司的租金及相关收入比例基本在 90% 左右；2) 从经营现金流看，国内 IDC 上市公司整体维持增长趋势。美股持续增长趋势更加明显，EQIX 经营现金流自 2015 年的 58 亿元持续增长到 2019 年的 139 亿元；3) IDC 是典型的重资产行业，其固定资产比例较高。国内 IDC 资产比较纯的数据港，其固定+在建/总资产比例此前维持在 60% 以上，2019 年达到 74%。美股 COR 的比例达到了 80% 以上，EQIX 也超过 50% 以上；4) 受益于云计算和 5G 流量增长，IDC 长期需求确定，预计 2021 年，中国 IDC 市场规模将超过 2700 亿元，同比增长 30% 以上。

二、美股 REITs 指数长期表现优异，诞生全球 IDC 龙头

由于 REITs 具有税收优惠、现金流稳定、分红比例高等特点，美股市场对其未来预期稳定、投资认可度较高，美股 REITs 相关公龙头走出业绩和估值双击的长牛走势。VNQ 是追踪美股 REITs 上市公司的指数基金。从 2009 年以来的历史表现看，VNQ 大部分时间跑赢标普 500 指数。今年 VNQ 成分中受疫情较小的 IDC 在美股大跌下基本回到前期高点，甚至创新高。

影响 REITs 价格的一个重要因素是利率水平，VNQ 和美国长期国债期货走势负相关验证此点。一是因为 REITs 高分红比例，低利率时期，资金为了寻找收益通常会买入 REITs；二是 REITs 债务比例普遍较高，净利润对利率敏感，利率下降有利于利息支出降低、净利润释放。

EQUINIX 2012 年宣布申请变更为 REITs，于 2015 年正式成为 REITs。EQUINIX 2010-2015 复合增速约 17%，2016 年收入增速快速提升至 41.6%，转型效果明显。公司目前在全球拥有 210 个数据中心，已经成为行业龙头。

三、国内 IDC 融资环境优化，利好行业中长期成长

国内 IDC 上市公司短期不能类似 EQUINIX 等美股公司直接申请转为 REITs，主要是因为此次通知中对组织形式和交易机构的规定与美国不同。与美国 REITs 大多采用公司型不同，此次 REITs 政策试点通知里对国内 REITs 交易结构进行了规定，采取的是公募基金+ABS 的契约型。

IDC 项目融资渠道拓宽，对于那些有资源、但没有资金的公司来说，其可以通过 REITs 的方式实现一些 IDC 项目的融资建设。由于最低配售比例为 20%，IDC 上市公司可以在增加 IDC 机柜规模的同时实现资产出表，债务增加也相对有限，提升资金运营效率和转型轻资产运营模式。未来行业需求高增带来供需紧张时，REITs 模式有望助力行业快速发展，盘活存量资产。

四、投资建议

IDC 迎来短期和长期需求共振，数字基础设施需求持续向上。我们重点推荐：光环新网、宝信软件（计算机覆盖）、南兴股份（机械联合覆盖）；建议关注：沙钢股份、数据港、奥飞数据、科华恒盛等。

风险提示：REITs 政策落地不及预期；云计算行业需求放缓；行业竞争加剧

证券研究报告

2020 年 05 月 06 日

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

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

王俊贤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080002
wangjunxian@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《通信-行业专题研究:短期疫情影响明显，不改 5G、云计算、物联网大趋势》2020-05-05
- 2 《通信-行业研究周报:电联 5G SA 无线主设备集采落地，5G 新基建持续发力》2020-04-26
- 3 《通信-行业研究周报:全球 5G 商用持续推进，近期聚焦年报/一季报业绩》2020-04-19

内容目录

1. IDC 作为数字基础设施，国内 IDC REITs 有望迎来发展	3
1.1. 租金收入为主，经营现金流稳定	3
1.2. 重资产，需要持续的资本开支	4
1.3. 数字时代，IDC 行业长期成长性较传统基础设施更好	5
2. 美股 REITs 长期表现优异，诞生全球 IDC 龙头	6
2.1. REITs 指数表现优异，受益利率下行	7
2.2. EQUINIX 成长启示：2015 转型 REITs，终成全球 IDC 龙头	8
3. 国内 IDC 融资环境优化，利好行业中长期成长	10
3.1. REITs 试点拓宽 IDC 融资渠道	10
3.2. IDC 短期、长期需求共振，趋势向上	11

图表目录

图 1：EQIX 历年各项业务收入比例	3
图 2：DLR 历年各项业务收入比例	3
图 3：COR 历年各项业务收入比例	3
图 4：GDS 历年各项业务收入比例	3
图 5：国内 IDC 企业经营活动现金流（亿元）	4
图 6：国外 IDC 企业经营活动现金流（亿元）	4
图 7：国内 IDC 企业固定/总资产	5
图 8：国外 IDC 企业固定/总资产	5
图 9：万国数据资本开支及相关成本费用（亿元）	5
图 10：全球 IDC 市场规模	6
图 11：全球数据中心及机柜数量	6
图 12：中国 IDC 市场规模	6
图 13：EQIX、VNQ 及标普 500 指数对比	7
图 14：EQUINIX 股价表现	7
图 15：EQUINIX 股价表现	7
图 16：VNQ、10 年美国国债期货走势对比	8
图 17：Equinix2010-2019 年业绩情况	8
图 18：Equinix 情况简介	9
图 19：Equinix 客户	9
图 20：Equinix 全球数据中心布局	9
图 21、Equinix 机柜数、上架率及 MMR	10
图 22：国内公募 REITs 架构	10

1. IDC 作为数字基础设施，国内 IDC REITs 有望迎来发展

2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委联合发布关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知。其中关于基础设施 REITs 试点项目要求，通知指出：“优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。**鼓励信息网络等新型基础设施**，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。”

根据《通知》的部署，中国将率先在基础设施领域推进公募 REITs 试点。基础设施与持有型房地产是 REITs 的两类基础资产。从全球 REITs 的发展经验来看，这两类资产的 REITs 市场均运行良好，发展成熟。REITs 最早集中在持有型房地产领域，现已广泛应用于无线通讯设施、港口、收费公路、电力设施、物流仓库、数据中心等基础设施领域。

此次通知中提到优先支持息网络等新型基础设施，而 IDC 数据中心作为信息网络的数字基础设施，重资产、经营现金流稳定，符合 REITs 特点。国内的 IDC REITs 有望迎来发展。

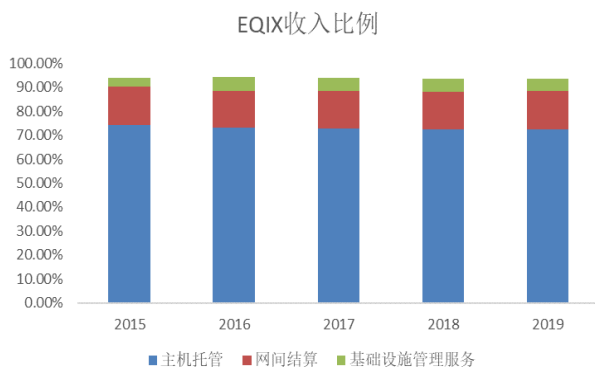
IDC 具有经营现金流稳定、重资产需要大规模资本开支、成长性好经营期限长等特点，是理想的 REITs 基础资产。

1.1. 租金收入为主，经营现金流稳定

REITs 对租金收入比例有较高要求，因为租金一般相对稳定，预期未来现金流相对持续。IDC 主要是通过出租机柜的形式获取稳定的租金，经营模式稳健。

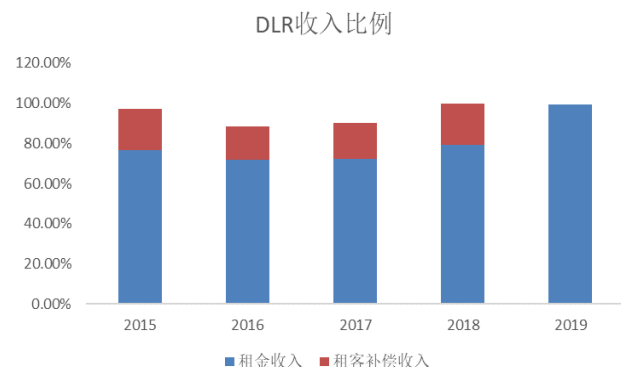
我们选取 EQUINIX、DLR、COR 和国内的万国数据 GDS 进行比较。相关公司的租金及相关收入比例基本在 90%左右。例如 EQUINIX 报表中主机托管+网间结算收入比例基本在 88%左右，DLR 报表中租金收入+租客补偿收入比例近两年上升至接近 100%。

图 1：EQIX 历年各项业务收入比例



资料来源：wind，天风证券研究所

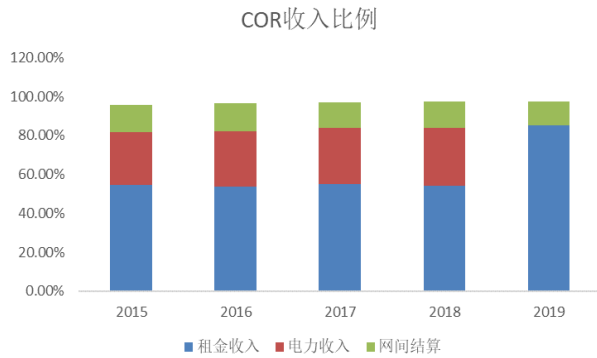
图 2：DLR 历年各项业务收入比例



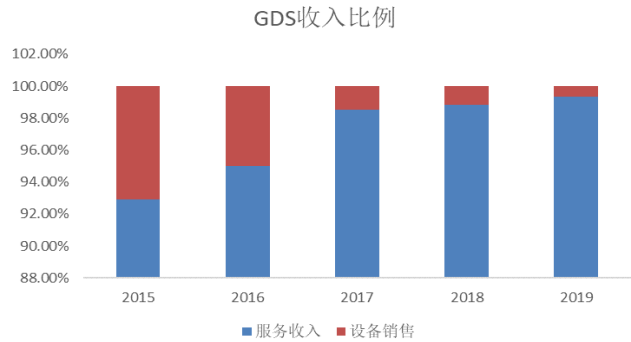
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：COR 历年各项业务收入比例

图 4：GDS 历年各项业务收入比例



资料来源: wind, 天风证券研究所

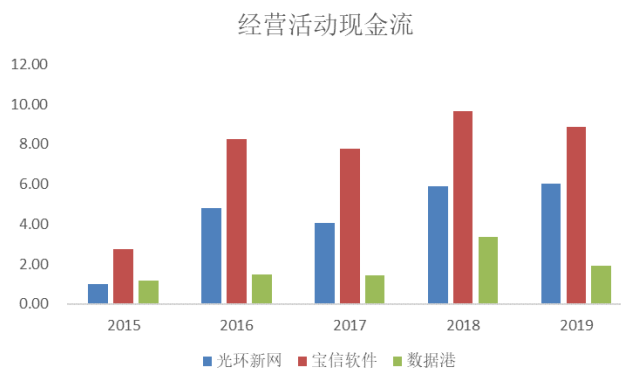


资料来源: wind, 天风证券研究所

从经营现金流看, 由于国内 IDC 上市公司还有非 IDC 业务, 例如光环新网运营 AWS 占用部分现金流, 宝信软件还有钢铁软件业务。但整体看, 经营现金流维持增长趋势。

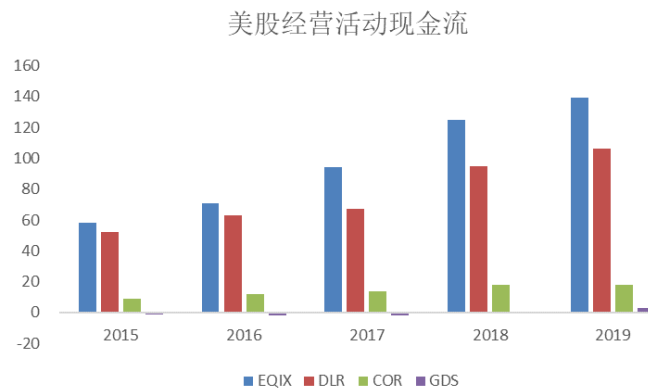
美股的几家 IDC 公司经营现金流呈现持续明显的上升趋势。例如 EQIX 经营现金流自 2015 年的 58 亿元持续增长到 2019 年的 139 亿元; DLR 经营现金流自 2015 年的 52 亿元持续增长到 2019 年的 106 亿元。中概股万国数据 2015 年经营现金流-1 亿元, 2018 年达到平衡, 2019 年快速增长到 3 亿元。

图 5: 国内 IDC 企业经营活动现金流 (亿元/人民币)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 国外 IDC 企业经营活动现金流 (亿元/人民币)



资料来源: wind, 天风证券研究所

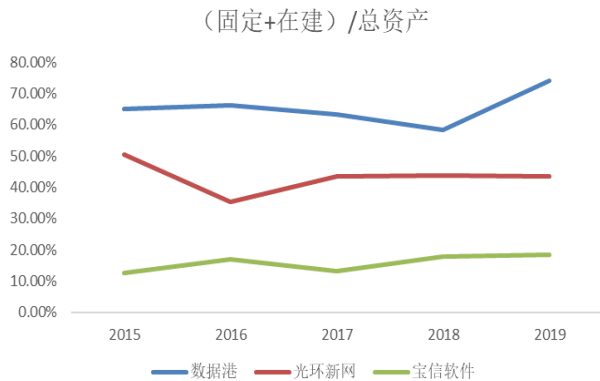
1.2. 重资产, 需要持续的资本开支

IDC 是典型的重资产行业。我们选用固定资产/总资产来衡量 IDC 企业的 IDC 房产相关价值在整个资产负债表中的比重。国内 IDC 资产比较纯的数据港, 其固定+在建/总资产比例此前维持在 60%以上, 2019 年达到 74%, 绝对值自 2015 年的 6.1 亿元增长到 2019 年的 27.74 亿元。光环新网维持在 40%以上, 2019 年固定+在建达到了 53.3 亿元。

美股 IDC 相关企业由于业务更纯, 其固定资产净值占总资产比重较 A 股更高。例如 COR 的比例达到了 80%以上, EQIX 也超过 50%以上。

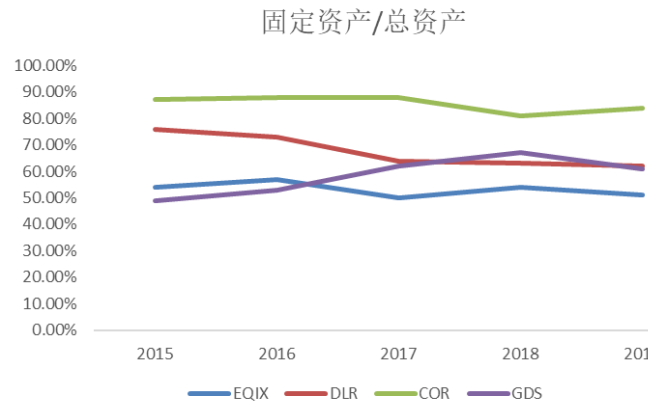
从上述数据看, IDC 企业的资产负债表中最重要的一块就是固定资产。

图 7：国内 IDC 企业固定/总资产



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：国外 IDC 企业固定/总资产



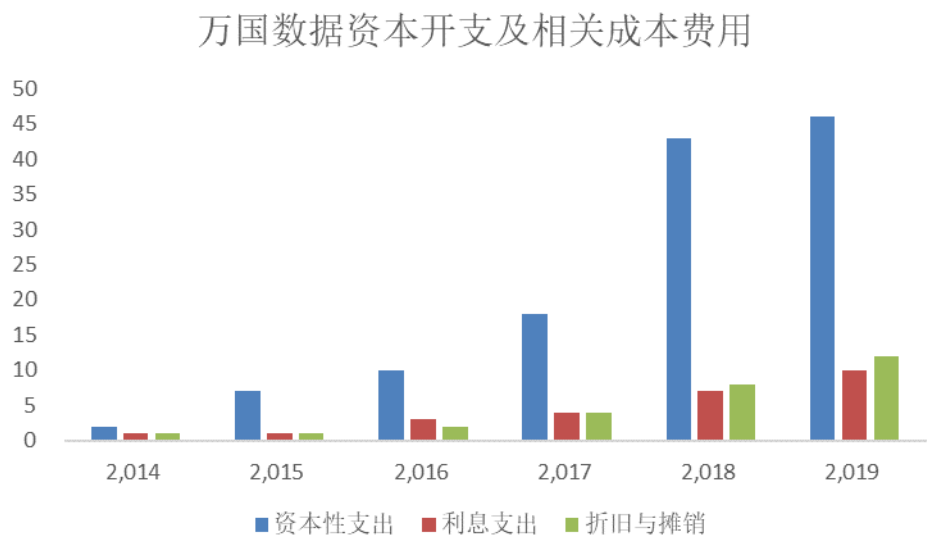
资料来源：wind，天风证券研究所

近几年受益于云计算、大数据的高速发展，IDC 行业处于快速发展期。企业需要持续的资本开支来满足日益增长的 IDC 需求。在资本开支快速增长阶段，企业的融资需求大增，除了股权融资很多企业的债务融资也大幅增加，相关利息费用攀升影响企业利润。

例如近两年国内迅速崛起的第三方 IDC 龙头万国数据。其资本开支自 2014 年的 2 亿元攀升到 2019 年 46 亿元，与此同时折旧摊销和利息支出规模快速扩大，2019 年分别达到 12 亿和 10 亿元。

面对 IDC 普遍重资产且需要大规模资本开支的行业现状，持续优惠的融资渠道是企业需要重点考虑的问题，所以海外 IDC 需求 REITs 化是现实且非常有效的路径。

图 9：万国数据资本开支及相关成本费用（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 数字时代，IDC 行业长期成长性较传统基础设施更好

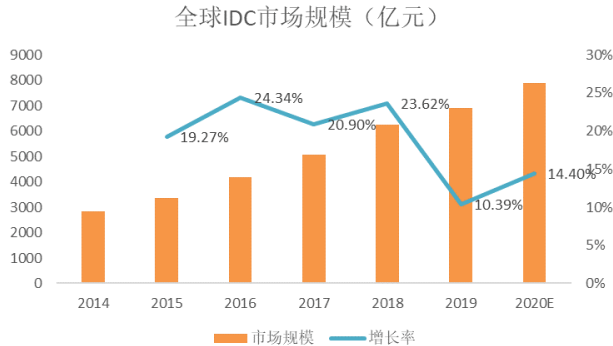
IDC 一方面作为云计算 IaaS 的底层基础设施，受益于云计算的发展而发展。另外一方面，5G 带来流量高增长时代对 IDC 的需求也进一步增加。

根据中国 IDC 圈数据显示，2018 年全球 IDC 市场在云计算业务的带动下继续保持较稳定增长，整体市场规模达到 6253.1 亿元，较 2017 年增长 23.6%。其中公有云市场规模增速

接近 30%，是拉动整体市场快速增长的主要原因。

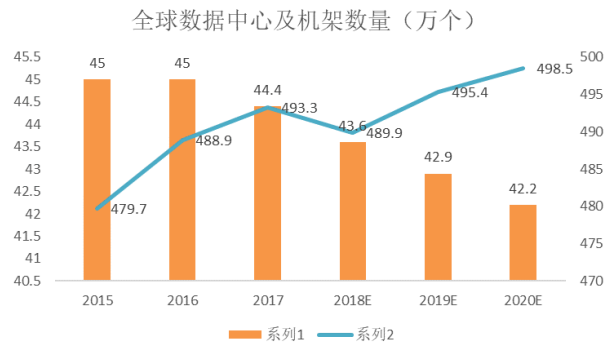
大规模数据中心是趋势。根据 Gartner 的测算，全球数据中心数量减少但体量越来越大，预计 2015-2020 年数据中心数量由 45 万个下降到 42.2 万个，而机架总数由 479.7 万个上升至 498.5 万个，这意味着数据中心正在向着更大规模的趋势发展。

图 10：全球 IDC 市场规模



资料来源：中国 IDC 圈，天风证券研究所

图 11：全球数据中心及机柜数量

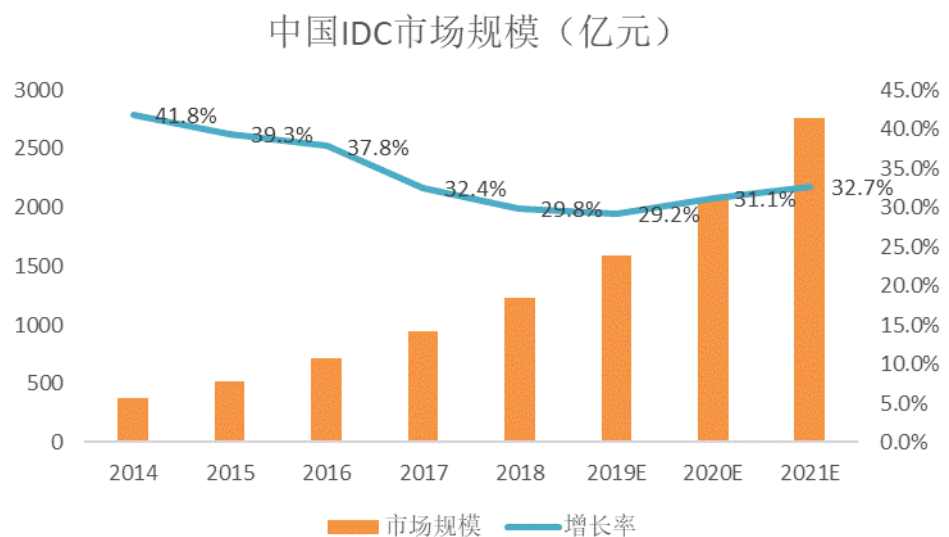


资料来源：gartner，天风证券研究所

《2018-2019 年中国 IDC 产业发展研究报告》中数据显示，中国 IDC 市场 2018 年总规模达 1228 亿元，同比增长 29.8%，增速放缓 2.6 个百分点，较 2017 年增长超过 280 亿元。在中国 IDC 市场行业结构中，网络视频行业和电子商务行业 IDC 业务需求增长明显。在区域市场中，由于北上广地区禁限政策的出台，数据中心布局范围逐渐向周边区域延伸，以满足区域市场内 IDC 业务需求。

预计 2021 年，中国 IDC 业务市场规模将超过 2700 亿元，同比增长 30% 以上。IDC 业务市场规模的增长，取决于既有需求的增长与新增需求的出现。既有需求主要来自互联网行业客户，新增需求则集中体现在 5G、物联网、虚拟现实等新兴技术的广泛商用，更多应用场景、更加复杂的数据结构以及更加频繁的数据处理及信息交互，提升 IDC 需求的量级与精细度，进而推动 IDC 市场规模的增长。

图 12：中国 IDC 市场规模



资料来源：《2018-2019 年中国 IDC 产业发展研究报告》，天风证券研究所

2. 美股 REITs 长期表现优异，诞生全球 IDC 龙头

由于 REITs 具有税收优惠、现金流稳定、分红比例高等特点，美股市场对其未来成长预期稳定、投资认可度较高，美股 REITs 相关龙头公司走出业绩和估值双击的长牛走势。

同时我们观察 REITs 指数和美国国债期货走势，在低利率下行背景下，REITs 相对受益。近期美股大跌，美联储实施宽松货币政策，部分业务影响较小的 REITs 反而跌幅较小甚至创新高。

2.1. REITs 指数表现优异，受益利率下行

VNQ 是美国不动产信托指数 ETF，是追踪美股 REITs 上市公司的指数基金。从 2020 年 1 月份重仓数据看，包括 IDC 行业的 EQIX、DLR，铁塔领域的 AMT、CCI 等电信相关资产。

从 2009 年以来的历史表现看，VNQ 大部分时间是跑赢标普 500 指数的。今年受到疫情影响，传统地产受到影响较大，VNQ 整体表现不佳，最高跌幅超过 40%。但是我们观察受疫情较小的 IDC 标的基本回到前期高点，甚至创新高，表现异常靓丽。

图 13：EQIX、VNQ 及标普 500 指数对比



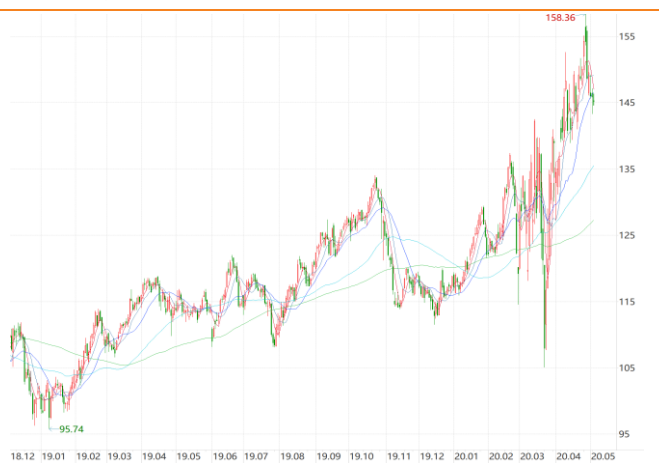
资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：EQUINIX 股价表现



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：EQUINIX 股价表现



资料来源：wind，天风证券研究所

影响 REITs 价格的一个重要因素是利率水平，VNQ 和美国长期国债期货走势负相关验证此点。一是因为 REITs 高分红比例，低利率时期，资金为了寻找收益通常会买入 REITs；二是 REITs 债务比例高于一般行业，净利润对利率敏感，利率下降有利于利息支出降低、净利润释放。

图 16：VNQ、10 年美国国债期货走势对比



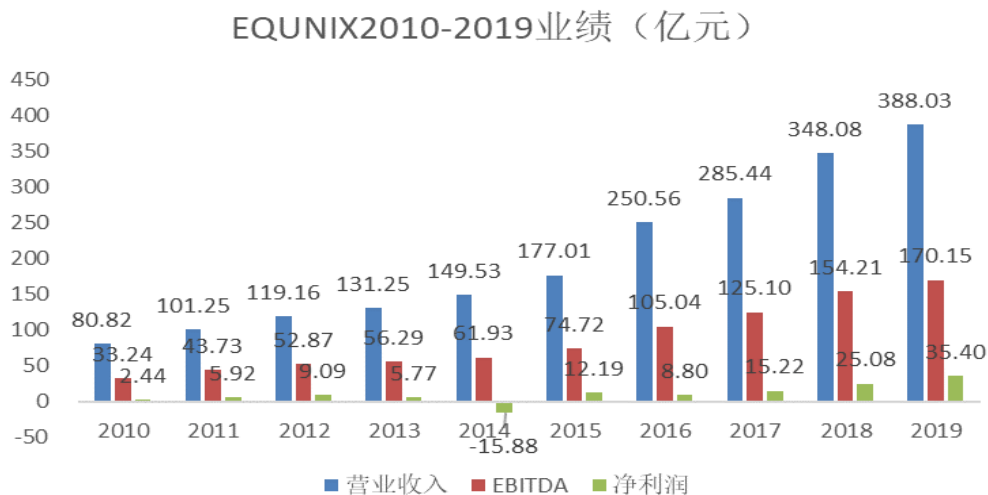
资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2. EQUINIX 成长启示：2015 转型 REITs，终成全球 IDC 龙头

EQUINIX 成立于 1998 年,2003 年在纳斯达克上市。2012 年公司宣布计划申请变更为 REITs，于 2015 年正式成为 REITs。

根据 Equinix 的最新 2019 年报，公司实现收入 388.03 亿元，同比增长 9.67%；EBITDA 170.15 亿元，同比增长 8.5%；净利润 35.4 亿元，同比增长 38.89%。公司自 2010-2019 年，各项业绩指标均持续稳定上涨。

图 17：Equinix 2010-2019 年业绩情况



资料来源: wind, 公司年报, 天风证券研究所

Equinix 目前在全球 26 个国家拥有 210 个数据中心(包含了三个 2020 年 1 月的墨西哥数据中心和两个未完全并表的数据中心), 超过 36 万个连接数以及超过 9700 个客户。客户群体中既包括公有云巨头微软 Azure、亚马逊 AWS、谷歌 cloud, 也包括 SaaS 龙头 salesforce、ZOOM 等。

图 18: Equinix 情况简介

9,700+
Customers

363,000+
Interconnections

210
Data Centers

55
Strategic Markets

8,000+
Employees

26
Countries

Metrics as of 12/31/2019 plus three Mexico data centers acquired on 1/8/20 and includes two xScale™ data centers held in unconsolidated entities.

资料来源: WIND, 公司年报, 天风证券研究所

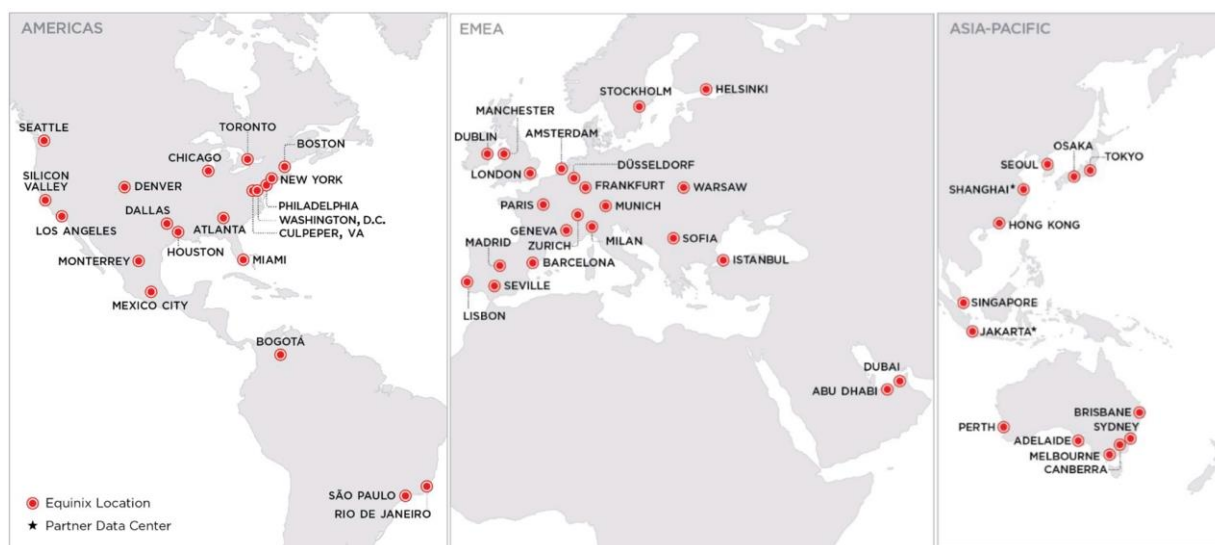
图 19: Equinix 客户



资料来源: WIND, 公司年报, 天风证券研究所

Equinix 从分布区域看遍布全球 26 个国家, 全球化的数据中心布局是国内 IDC 公司无法相比的优势。Equinix 从区域上主要将数据中心划分为美洲、欧洲中东及非洲和亚太三大区域, 其中美洲、欧洲中东及亚太的数据中心相对较多, 亚太相对较少。

图 20: Equinix 全球数据中心布局



资料来源: WIND, 公司年报, 天风证券研究所

截止 2019 年底, 公司机柜数 297000 个, 其中在运营机柜数 235800 个, 整体上架率 79.4%。分地区来看, 美洲机柜数 110900 个, 在运营机柜数 85000 个, 上架率 77%; 欧洲、中东及非洲机柜数 120300 个, 在运营机柜数 101200 个, 上架率 84%; 亚太地区机柜数 65800 个, 在运营机柜数 49600 个, 上架率 75%。

Equinix 单机柜 MMR (每月收入) 美洲地区为 2384 美元, 欧洲、中东及非洲地区为 1456 美元, 亚太地区 1824 美元。对应的亚太地区单机柜价格全年约 15.5 万元人民币。价格较高主要原因在于 Equinix 除了基础的机柜租赁业务外, 还可以提供高价值的数据中心互联业务, 这是区别于国内 IDC 公司盈利模式最主要的一点。

图 21、Equinix 机柜数、上架率及 MMR

	# of IBXs ⁽¹⁾	Total Cabinet Capacity ⁽²⁾	Cabinets Billed	Cabinet Utilization % ⁽³⁾	MRR per Cabinet ⁽⁴⁾
Americas	86	110,900	85,000	77%	\$ 2,384
EMEA	73	120,300	101,200	84%	1,456
Asia-Pacific	45	65,800	49,600	75%	1,824
Total	204	297,000	235,800		

资料来源：WIND, 公司年报，天风证券研究所

Equinix 凭借全球化的布局以及高价值的数据中心直连服务，打造了业务强大的“网络效应”，吸引更多的客户加入自身的数据中心网络。在云计算的大趋势下，Equinix 作为基础设施将持续受益。

3. 国内 IDC 融资环境优化，利好行业中长期成长

3.1. REITs 试点拓宽 IDC 融资渠道

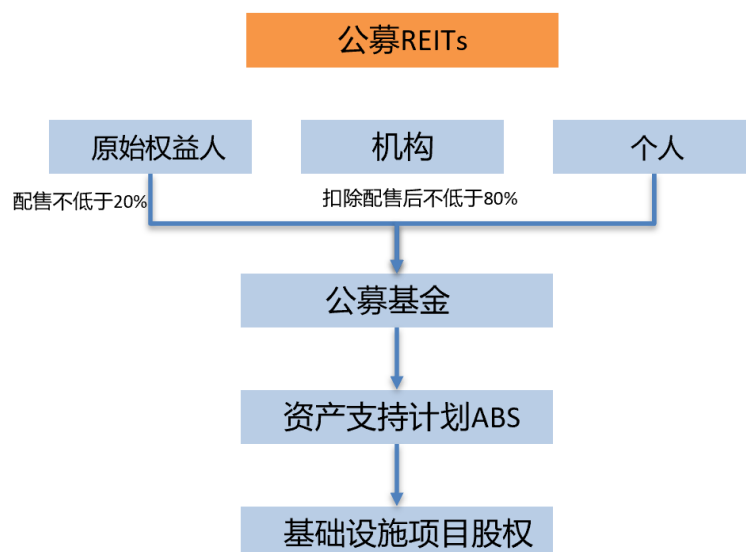
我们在上文中提到 IDC 作为重资产行业，需要大规模的债务融资来支持资本开支，REITs 有很多借贷便利。但国内 IDC 上市公司不能类似 EQUINIX 等美股公司直接申请转为 REITs，主要是因为此次通知中对组织形式和交易机构的规定与美国不同。

与美国 REITs 大多采用公司型不同，此次 REITs 政策试点通知里对国内 REITs 交易结构进行了介绍，采取的是公募基金+ABS 的契约形式。

公司型 REITs 上市主体是股份制公司实体企业，投资者通过认购股权方式持有公司股份，而公司再将投资房地产项目的收益以股利的方式分配给投资者。美股 EQUINIX 等即是采用公司制形式。

由公募基金投资以基础设施为底层资产的 ABS，具体要求为“公募基金 80%以上基金资产持有单一基础设施 ABS 全部份额，基础设施 ABS 持有基础设施项目公司全部股权；基金通过 ABS 和项目公司等载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权”。

图 22：国内公募 REITs 架构



资料来源：中国证监会、国家发展改革委，天风证券研究所

短期 IDC 相关上市公司短期不能直接申请转为 REITs，但 IDC 项目的融资渠道多了一条。对于那些有资源、但没有资金的公司来说，其可以通过 REITs 的方式实现旗下一些 IDC 项目的融资建设。由于最低配售比例为 20%，IDC 上市公司可以在增加 IDC 机柜规模的同时实现资产出表，债务增加也相对有限，提升资金运营效率和转型轻资产运营模式。未来行业需求高增带来供需紧张时，REITs 模式有望助力行业快速发展。

3.2. IDC 短期、长期需求共振，趋势向上

IDC 迎来短期和长期需求共振，数字基础设施趋势持续向上。

我们重点推荐：光环新网、宝信软件（计算机覆盖）、南兴股份（机械联合覆盖）；

建议关注：数据港、奥飞数据、科华恒盛、沙钢股份等。

风险提示：REITs 政策落地不及预期；云计算行业需求放缓；行业竞争加剧

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com