天风证券 TF SECURITIES

游族网络（002174）

证券研究报告
2019 年 11 月 09 日

Q3 内生显著改善，明年分红比例有望提升，低估值品种

事件：公司于 10 月 22 日晚发布三季报：**19 年前三季度**公司实现营收 26.42 亿，同增 0.73%；实现归母净利 7.05 亿（前期预告为 7~8 亿，落在靠近下限位置），同增 3.29%；实现扣非归母净利 6.17 亿，同增 10.95%。经拆分，**19Q3** 实现营收 9.12 亿，同增 9.11%，环增 1.70%，归母净利 2.98 亿，同增 57.11%，环增 27.28%，扣非归母净利 3.01 亿，同增 70.08%，环增 107.65%。

业绩变化主要系：1）《权游》7 月 10 日上线，虽流水表现略低于前期预期，但仍带动 19Q3 业绩修复；2）《圣斗士星矢》海外上线带动，9 月以来海外发行收入有增长，出海发行商排名从之前的 20 名开外提升到 16 名；**3）19Q3 游族合并财务报表的范围发生重大变化，**掌淘不再并表，对三季度的收入和利润产生影响；**4）19Q3 投资净收益为 189.74 万，公允价值变动净收益为 4226.83 万。**

成本分析：19Q3 毛利率和净利率提升，主要系《权游》享受直接分成毛利率较高所致。19Q3 公司毛利率 55.49%，同比上升 5.64pcts；净利率 32.68%，同比上升 10.01pcts。 **费用分析：费用率同比及环比下降，19Q3 四项费用率为 27.20%，同比下降 5.78pcts，环比下降 12.72pcts。**

可转债到账后，资产负债表质量改善。2019 年 9 月 23 日游族发行面值总额 11.5 亿元、期限 6 年、初始转股价为 17.06 元的可转债，主要用于网络游戏开发及运营建设项目、网络游戏运营平台升级建设项目和补充流动资金，三季报显示公司：**1）货币资金增加** 8.56 亿元；**2）偿还短期借款** 2.22 亿元；**3）预付款项增加** 1.69 亿元，估计系准备上线的产品的广告投放和新的版权金（如代理产品等）所致。

公司积极把握云游戏产业趋势。除云游戏产业联盟（CGIA）探讨前沿技术外，11 月 7 日证券时报消息，游族网络与华为签署合作框架协议，双方将联手开展云游戏合作，共同开拓云游戏行业市场。后续双方将共同推进云游戏解决方案并发布云游戏产品，包括 ARM 安卓云游戏和 PC 云游戏等。

投资观点：公司三季报接近前期预告下限，但单季度已有所改善，后续《山海镜花》（预计 11 月底上线）、《少年三国志 2》（等待版号）、《荒野乱斗》（年底或明年年初上线）等头部产品表现可期。结合三季报，我们下调公司 19 年盈利预测值，预计 2019-2021 年净利分别为 11/14/17 亿元，对应估值 12x/9x/8x，后续持续观察游戏上线情况及投资收益，预计 19 年内生利润约 9 亿，同比增长超 20%。此外，董事郑家耀提议派息率由 10%提高为不低于 30%，明年年报分红比例有望提升，且大股东资金面情况不断改善，质押率预计持续下降，公司也在梳理调整。再次重申看好 5G 商用落地后游戏产业长期发展空间，建议关注低估值修复。

风险提示：版号发放不及时导致游戏无法及时上线、已上线游戏表现低于预期、页游流水萎缩、海外推广遇阻、行业监管收紧等风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,235.68	3,581.25	3,649.30	4,592.28	5,290.76
增长率(%)	27.89	10.68	1.90	25.84	15.21
EBITDA(百万元)	736.94	1,450.59	1,241.70	1,585.15	1,862.85
净利润(百万元)	655.89	1,009.12	1,100.16	1,400.35	1,700.14
增长率(%)	11.57	53.85	9.02	27.29	21.41
EPS(元/股)	0.74	1.14	1.24	1.58	1.91
市盈率(P/E)	19.87	12.92	11.85	9.31	7.67
市净率(P/B)	3.22	2.89	2.87	2.36	1.94
市销率(P/S)	4.03	3.64	3.57	2.84	2.46
EV/EBITDA	25.54	11.02	10.09	7.76	5.77

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.67 元
目标价格	20.25 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	888.47
流通 A 股股本(百万股)	644.89
A 股总市值(百万元)	13,033.82
流通 A 股市值(百万元)	9,460.49
每股净资产(元)	5.97
资产负债率(%)	42.03
一年内最高/最低(元)	26.68/12.79

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com
冯翠婷 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

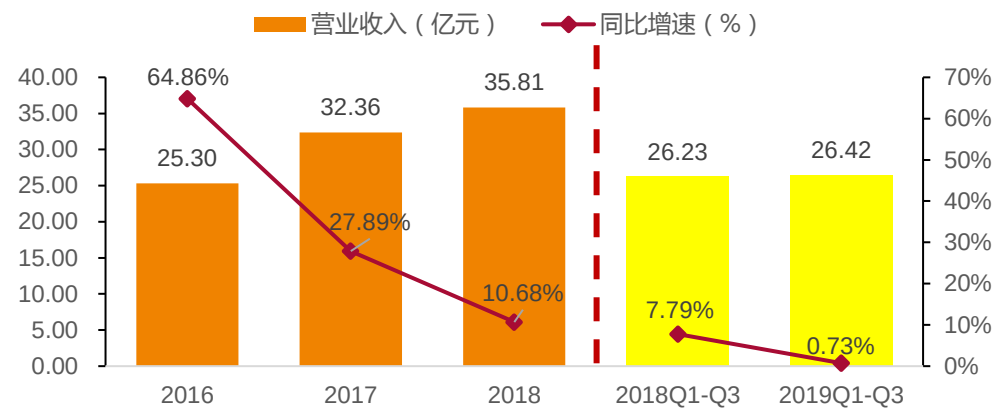
股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

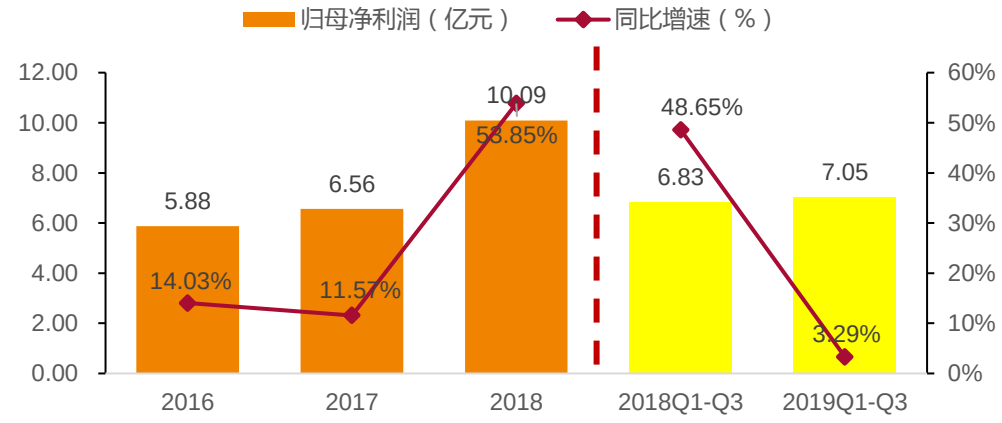
1 《游族网络-半年报点评:《权游》上线驱动三季度高增长，关注估值修复》2019-09-02
2 《游族网络-年报点评报告:18 年研发投入增长显著，静待《权游》上线业绩增长》 2019-05-21
3 《游族网络-公司点评:全年归母 10.17 亿符合预期，静待游戏版号落地催化》2019-02-28

图 1：2016-2019Q1-Q3 公司营收及同比



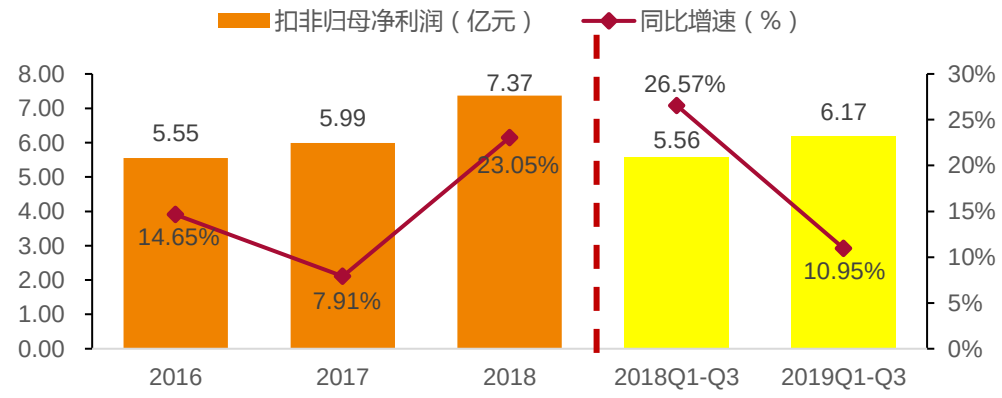
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：2016-2019Q1-Q3 公司归母净利润及同比



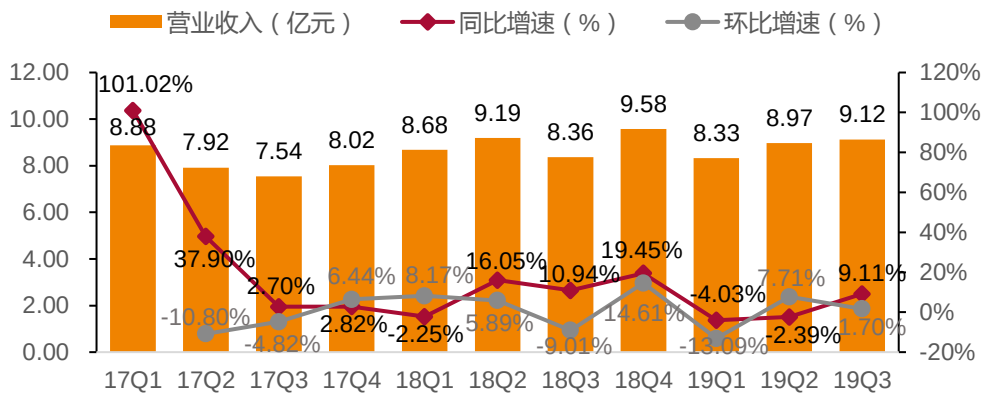
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：2016-2019Q1-Q3 公司扣非归母净利润及同比



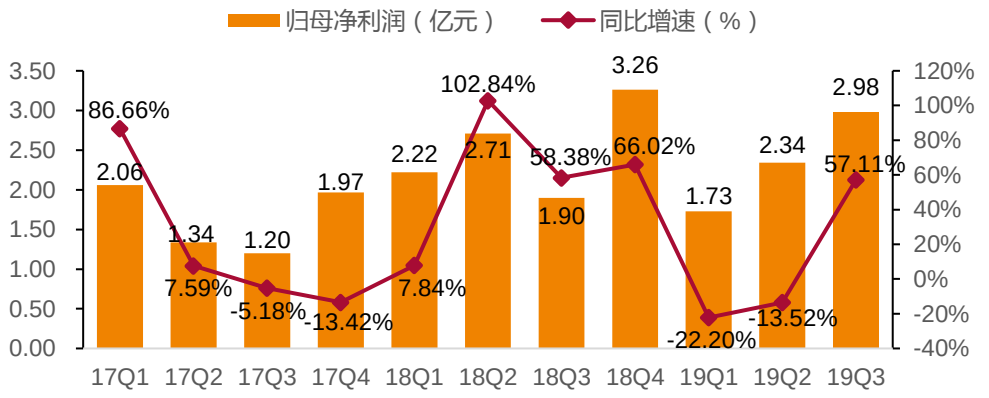
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：17Q1-19Q3 营收及同比和环比



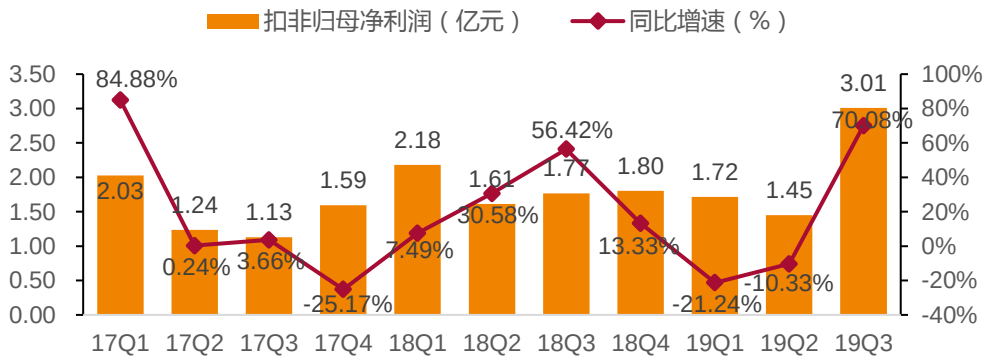
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：17Q1-19Q3 归母净利润及同比



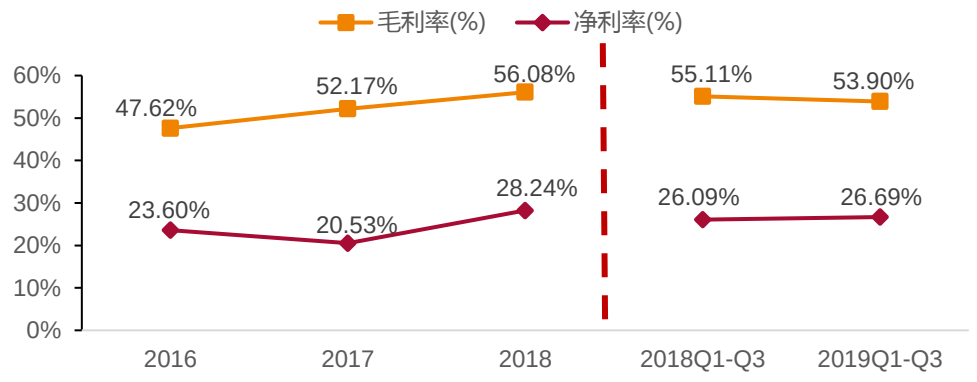
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：17Q1-19Q3 扣非归母净利润及同比



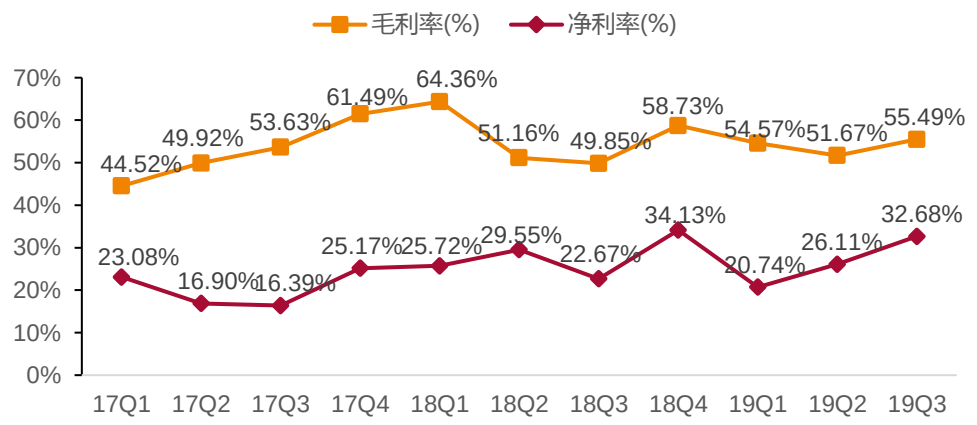
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：2016-2019Q1-Q3 毛利率及净利率变化情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：17Q1-19Q3 毛利率及净利率变化情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

费用分析：费用率同比及环比下降，经拆分，19Q3 四项费用率为 27.20%，同比下降 5.78pcts，环比下降 12.72pcts，主要系：

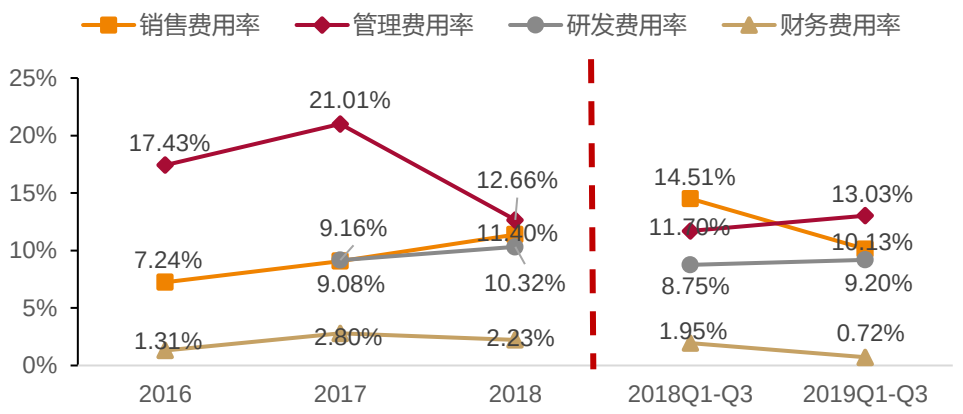
1）**销售费用率：**19Q3 销售费用 0.76 亿元，同比下降 27.69%，销售费用率 8.35%，同比下降 4.25pcts；

2）**管理费用率：**19Q3 管理费用 1.07 亿元，同比上升 15.19%，管理费用率 11.77%，同比上升 0.62pcts；

3）**研发费用率：**19Q3 研发费用 0.83 亿元，同比上升 57.65%，研发费用率 9.12%，同比上升 2.81pcts；

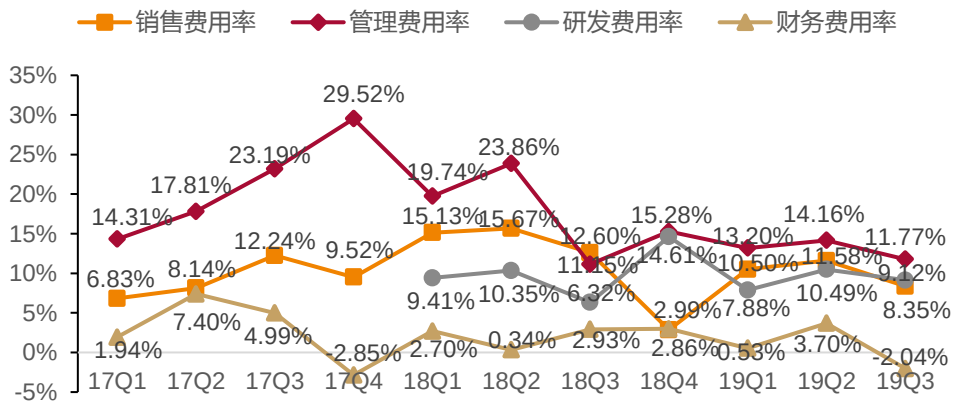
4）**财务费用率：**19Q3 财务费用-0.19 亿元，财务费用率-2.04%，同比下降 4.96pcts，后续负债减少有望减少财务费用。

图 9：2016-2019Q1-Q3 费用率变化情况



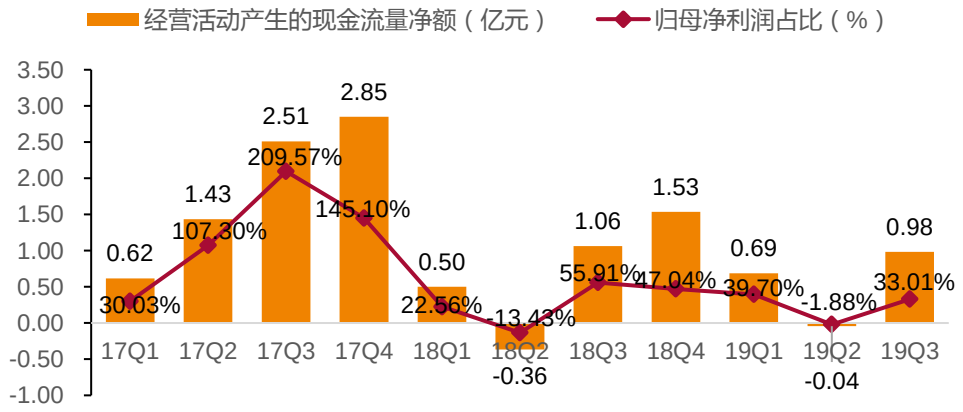
资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：2018 年实行新会计政策，将研发费用从管理费用中拆分出来单独列示

图 10：17Q1-19Q3 费用率变化情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：18Q3 实行新会计政策，将研发费用从管理费用中拆分出来单独列示

图 11：17Q1-19Q3 经营活动产生的现金流量净额及归母净利润占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 1：游族可转债基本条款及附加条款

基本条款	
发行起始日	2019 年 9 月 23 日
发行总额	11.5 亿元
期限	6 年
利率	第一年为 0.4%、第二年为 0.6%、第三年为 1.0%、第四年为 1.5%、第五年为 1.8%、第六年为 2.0%
到期赎回价格	票面面值的 115%（含最后一期利息）的价格
主体评级	AA
债项评级	AA
担保	无
转股期间	2020 年 3 月 27 日起至到期（2025 年 9 月 23 日）
初始转股价	17.06 元
发行方式	优先配售,网上定价
发行起始日	2019 年 9 月 23 日
发行总额	11.5 亿元
附加条款	
转股价修正条款	90%，15/30（转债存续期内）
赎回条款	130%，15/30 或未转股余额不足人民币 3,000 万元（转股期内）
回售条款	70%，30（最后两个计息年度）

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 2：游族可转债资金用途

项目名称	项目投资总额（亿元）	拟使用本次募集资金额（亿元）
网络游戏开发及运营建设项目	14.48	6.53
网络游戏运营平台升级建设项目	6.62	1.52
补充流动资金	3.45	3.45
合计	24.55	11.50

资料来源：公司公告、天风证券研究所

后续《山海镜花》（预计 11 月底上线）、《少年三国志 2》（等待版号）、《荒野乱斗》（年底或明年年初上线）等头部产品表现可期。

- 《山海镜花》官网预约人数已经突破 50 万，已经有不少玩家对于游戏的正式上线充满期待。在几次测试不断的调整与优化中，《山海镜花》在传统回合制 RPG 的玩法基础上，大大增强了战斗策略性以及养成乐趣；
- 《少年三国志 2》已经开启全民预约，老玩家回归可领取绝版“荣耀少年”称号和 188 元宝；《少年三国志 2》H5 小游戏活动正在火热进行中，活动的背景设在一张精美的三国地图上；少年们将化身 Q 萌的赵云，向活动的终点洛阳城不断迈进；
- 公司将参与 Supercell 旗下重磅大作《荒野乱斗》在国内的发行业务，该产品在 TapTap 上获得超过 45.5 万人次的关注以及 8.9 分的高分。
- 另外公司还储备有《狂暴之翼》续作《狂暴之翼 2》，自研产品中将有多款高品质作品在未来陆续上线，包括《少年三国志 2》、《山海镜花》、《少年三国志零》等，其他自研产品如《盗墓笔记》等正在积极研发中。后续产品类型涵盖 MOBA、二次元、ARPG 等新品类突破。
- 公司积极把握云游戏产业趋势。随着 5G 时代的到来，云游戏、AR、VR、人工智能及交互技术在游戏中的应用以及对游戏体验的提升将推动游戏行业的成长，成为行业发展新引擎，公司加入云游戏产业联盟（CGIA）共同发展前沿技术，推动游戏创新及发展，积极布局产业热点，提升公司竞争力。

图 12：《权力的游戏》iOS 中国区畅销榜排名

资料来源：七麦数据、天风证券研究所；时间截至 2019.10.22

图 13：《少年三国志》iOS 中国区畅销榜排名

资料来源：七麦数据、天风证券研究所；时间截至 2019.10.22；注：10.22 发布新版本

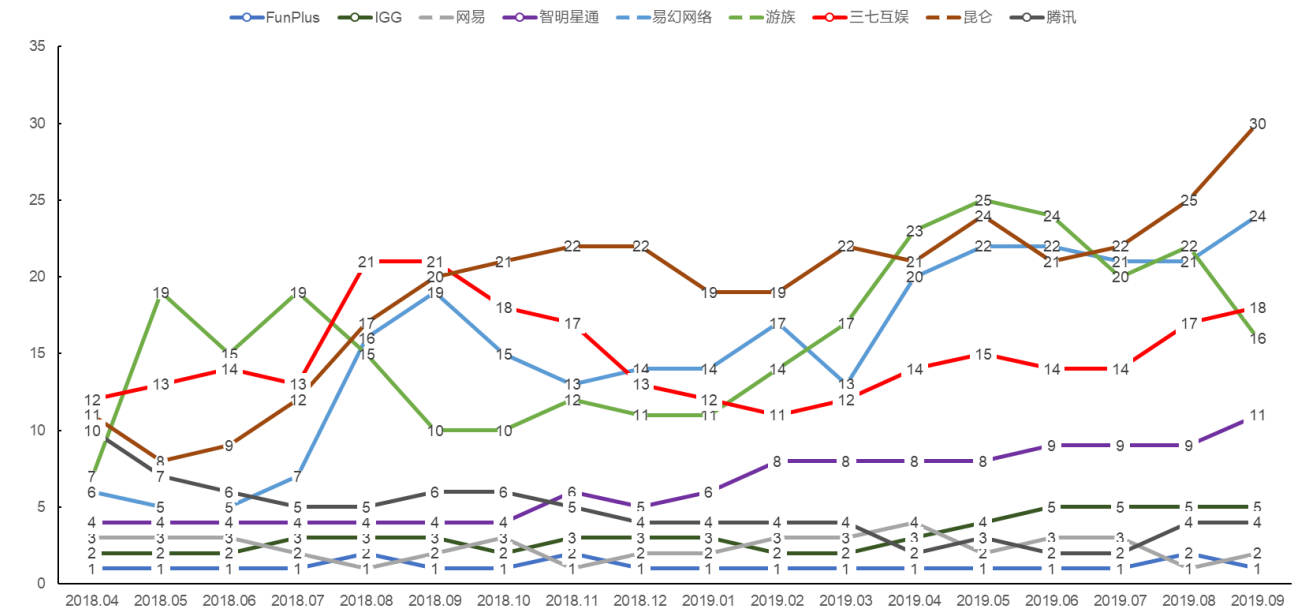
图 14：《三十六计》iOS 中国区畅销榜排名

资料来源：七麦数据、天风证券研究所；时间截至 2019.10.22

图 15：《圣斗士星矢：觉醒》iOS 香港畅销榜排名

资料来源：七麦数据、天风证券研究所；时间截至 2019.10.22

图 16：2018 年 4 月-2019 年 9 月主要游戏公司出海收入排名



资料来源：App Annie、天风证券研究所；注：排名结果为 iOS 及 Google Play 综合，且不包括中国公司的海外收购公司以及中国公司通过海外代理发行。

表 3：公司手游 pipeline

游戏名称	上线时间/待上线时间	开发模式	游戏类型
《一代宗师》	2012.10	自研	武侠 RPG
《萌江湖》	2013.01	自研	武侠卡牌
《女神联盟手游》	2014.11	自研	角色扮演
《大皇帝 OL 》	2014.11	自研	策略卡牌
《少年三国志》	2015 年初	自研	立体卡牌
《狂暴之翼》	2016.06	运营	MMO
《少年西游记》	2016.07	自研	西游卡牌
《天使纪元》	2018.01	自研	魔幻 RPG
《女神联盟 2 手游》	2018.08	自研	角色扮演
《三十六计手游》	2018.08，2019Q3 韩国首发	自研	战争策略/SLG
《一直奔向月》	2019.05	自研	明星养成
《权力的游戏 凛冬将至》	2019.07	自研，腾讯发行	战争策略
《圣斗士星矢》	2019Q3 欧美首发，2019Q4 韩国首发	代理	卡牌
《宝石研物语 1,2》	2019Q3 日本首发	代理	放置
《GOT-Mobile》	2019Q4 亚太首发，2020Q2 欧美首发（后续计划在南美和中东地区上线）	自研	SLG
《山海镜花》	2019.11	自研	古风 RPG/二次元
《少年三国志》2	2019Q4 大陆首发，2020Q1 港台首发	自研	立体卡牌
《盗墓笔记手游》	2020Q1	自研	角色扮演/MMO
《荒野乱斗》	2020Q4	与腾讯联合代理	实时对战/休闲
《无尽帝国 IOE(原三国志 霸略)》	2019Q4 欧美首发	自研	SLG
《塞尔之光》	2020Q1 东南亚首发	代理	-
《少三零（S-Project）》	2020Q1 大陆首发，2020Q2 港台首发	自研	卡牌竞技
《宝石研物语 3》	2020Q1 日本首发	代理	放置
《狂暴之翼 2》	2020Q2 海外首发	代理	ARPG
《兽娘》	2020Q2 日本首发	代理	二次元
《星球大战手游》	-	自研	角色扮演/MMO
《王者围城》	-	代理	-

资料来源：七麦数据、taptap、公司公告、天风证券研究所

投资观点：公司三季报接近前期预告下限，但单季度已有所改善，后续《山海镜花》（预计 11 月底上线）、《少年三国志 2》（等待版号）、《荒野乱斗》（年底或明年年初上线）等头部产品表现可期。结合三季报，我们下调 19 年盈利预测值（由 12 亿下调至 11 亿），预计公司 2019-2021 年净利分别为 11/14/17 亿，对应估值 12x/9x/8x，后续持续观察游戏上线情况及投资收益，预计 19 年内生利润约 9 亿，同比增长超 20%。此外，董事郑家耀提议派息率由 10%提高为不低于 30%，明年年报分红比例有望提升，且大股东资金面情况不断改善，质押率预计持续下降，公司也在梳理调整。再次重申看好 5G 商用落地后游戏产业长期发展空间，建议关注低估值修复。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,937.77	1,156.06	1,824.65	3,214.59	3,703.53
应收票据及应收账款	474.20	886.05	1,156.75	1,413.91	1,547.75
预付账款	360.06	698.29	386.28	953.51	568.70
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	361.96	443.67	1,756.75	1,824.22	1,790.36
流动资产合计	**3,133.99**	**3,184.06**	**5,124.43**	**7,406.22**	**7,610.34**
长期股权投资	443.17	433.29	433.29	433.29	433.29
固定资产	699.06	714.99	702.84	710.77	717.74
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	264.03	354.34	281.65	208.96	136.27
其他	2,095.70	2,645.89	1,351.63	1,382.36	1,344.52
非流动资产合计	**3,501.96**	**4,148.51**	**2,805.40**	**2,804.98**	**2,703.58**
资产总计	**6,635.95**	**7,332.58**	**7,929.83**	**10,211.20**	**10,313.91**
短期借款	1,274.32	1,889.82	2,210.26	3,494.81	2,346.22
应付票据及应付账款	176.46	177.43	240.50	275.77	310.80
其他	687.99	325.96	509.97	490.19	516.92
流动负债合计	**2,138.77**	**2,393.20**	**2,960.74**	**4,260.77**	**3,173.93**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	398.16	398.95	398.56	398.75	398.66
其他	30.58	34.17	32.37	33.27	32.82
非流动负债合计	**428.74**	**433.12**	**430.93**	**432.02**	**431.48**
负债合计	**2,567.51**	**2,826.32**	**3,391.67**	**4,692.80**	**3,605.41**
少数股东权益	17.27	(3.36)	(3.36)	(3.36)	(3.36)
股本	888.47	888.47	888.47	888.47	888.47
资本公积	930.32	842.61	(302.90)	(302.90)	(302.90)
留存收益	3,173.59	4,028.46	3,653.06	4,633.30	5,823.40
其他	(941.22)	(1,249.92)	302.90	302.90	302.90
股东权益合计	**4,068.44**	**4,506.26**	**4,538.16**	**5,518.41**	**6,708.51**
负债和股东权益总	**6,635.95**	**7,332.58**	**7,929.83**	**10,211.20**	**10,313.91**

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	664.15	1,011.36	1,100.16	1,400.35	1,700.14
折旧摊销	143.78	151.71	108.84	111.16	113.55
财务费用	89.38	104.17	27.98	59.64	25.89
投资损失	(2.78)	(227.35)	(198.00)	(132.00)	(107.00)
营运资金变动	(560.22)	(1,134.12)	37.73	(813.93)	337.84
其它	407.22	367.57	80.00	80.00	80.00
经营活动现金流	**741.51**	**273.34**	**1,156.72**	**705.22**	**2,150.42**
资本支出	310.53	213.73	61.79	79.10	50.45
长期投资	133.05	(9.89)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,107.10)	(762.47)	41.72	(107.10)	(73.45)
投资活动现金流	**(663.53)**	**(558.62)**	**103.51**	**(28.00)**	**(23.00)**
债权融资	2,041.58	2,288.77	2,793.37	3,985.84	2,883.28
股权融资	658.37	(559.05)	(761.38)	(54.84)	(21.08)
其他	(1,826.86)	(2,191.54)	(2,623.62)	(3,218.28)	(4,500.68)
筹资活动现金流	**873.10**	**(461.82)**	**(591.64)**	**712.73**	**(1,638.48)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**951.08**	**(747.11)**	**668.59**	**1,389.94**	**488.94**

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**3,235.68**	**3,581.25**	**3,649.30**	**4,592.28**	**5,290.76**
营业成本	1,547.56	1,572.94	1,611.89	1,991.21	2,262.33
营业税金及附加	20.21	24.50	22.80	28.69	33.05
营业费用	293.71	408.08	366.02	407.09	449.01
管理费用	383.17	453.43	462.37	514.33	571.40
研发费用	296.53	369.53	331.36	388.97	412.68
财务费用	90.52	79.74	27.98	59.64	25.89
资产减值损失	70.42	17.41	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	80.00	80.00	80.00
投资净收益	2.78	227.35	198.00	132.00	107.00
其他	(115.51)	(621.74)	(556.00)	(424.00)	(374.00)
营业利润	**646.27**	**1,050.01**	**1,104.87**	**1,414.35**	**1,723.41**
营业外收入	32.40	6.76	30.00	30.00	30.00
营业外支出	5.17	0.69	0.69	0.69	0.69
利润总额	**673.51**	**1,056.09**	**1,134.19**	**1,443.66**	**1,752.72**
所得税	9.36	44.73	34.03	43.31	52.58
净利润	**664.15**	**1,011.36**	**1,100.16**	**1,400.35**	**1,700.14**
少数股东损益	8.26	2.24	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	**655.89**	**1,009.12**	**1,100.16**	**1,400.35**	**1,700.14**
每股收益（元）	0.74	1.14	1.24	1.58	1.91

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	27.89%	10.68%	1.90%	25.84%	15.21%
营业利润	22.40%	62.47%	5.23%	28.01%	21.85%
归属于母公司净利润	11.57%	53.85%	9.02%	27.29%	21.41%
获利能力					
毛利率	52.17%	56.08%	55.83%	56.64%	57.24%
净利率	20.27%	28.18%	30.15%	30.49%	32.13%
ROE	16.19%	22.38%	24.22%	25.36%	25.33%
ROIC	27.39%	35.38%	27.63%	35.39%	35.41%
偿债能力					
资产负债率	38.69%	38.54%	42.77%	45.96%	34.96%
净负债率	2.55%	25.14%	21.35%	13.98%	-12.23%
流动比率	1.47	1.33	1.73	1.74	2.40
速动比率	1.47	1.33	1.73	1.74	2.40
营运能力					
应收账款周转率	5.71	5.27	3.57	3.57	3.57
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.57	0.51	0.48	0.51	0.52
每股指标（元）					
每股收益	0.74	1.14	1.24	1.58	1.91
每股经营现金流	0.83	0.31	1.30	0.79	2.42
每股净资产	4.56	5.08	5.11	6.21	7.55
估值比率					
市盈率	19.87	12.92	11.85	9.31	7.67
市净率	3.22	2.89	2.87	2.36	1.94
EV/EBITDA	25.54	11.02	10.09	7.76	5.77
EV/EBIT	30.02	12.00	11.06	8.35	6.15

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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