证券研究报告—动态报告/公司快评

新三板

特种陶瓷制品制造

秉扬科技（836675） 无评级

重大事件快评

2020 年 10 月 23 日

陶粒支撑剂优质提供商，下游页岩油气市场前景广

证券分析师： 彭若恒 pengruoheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520060002

事项：

公司于 10 月 14 日通过精选层挂牌审议会，选择以盈利性为核心的入层标准“市值不低于 2 亿元，最近两年净利润均不低于 1,500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%，或者最近一年净利润不低于 2,500 万元且加权平均 净资产收益率不低于 8% ”。公司停牌前市值 19.65 亿元,，2019/2018 年按入层指标计算的净利润为 4848/4420 万元，本次拟募集资金 3.45 亿元，其中 1.5 亿元用于偿还银行贷款和补充流动资金，1.83 亿元将用于“年产 40 万吨陶粒用粘土矿技改扩能项目”，0.12 亿元将用于“米易县得石镇杉木洞耐火粘土矿开发利用项目（年产 10 万吨）”。

国信新三板观点：1）公司为陶粒支撑剂优质本土生产商，产品用于页岩油气开采，综合实力突出；2）位于页岩气资源极为丰富的四川境内，靠近主要开采低，掌握优质原料资源，区位优势突出；3）2019 实现收入 3.27 亿元，同比+23.82%，归母净利润 4900 万元，同比+10.75%， 2019 年 EPS 为 0.46 元，PE 为 40.4 倍；4）风险提示：产品单一；客户集中依赖大客户；核心技术泄漏；市场竞争加剧；下游页岩油气政策变化；原油价格长期低迷；公开发行失败；疫情影响持续。5）投资建议：公司为较领先的本土陶粒支撑剂生产商，产品在页岩油气的开采中起重要作用。公司立足于页岩气资源丰富、下游产业聚集的四川地区，运输成本低、主要客户合作稳定，并掌握独特优质原料资源，区位条件极为良好，而在生产规模、核心工艺技术，产品性能质量、原料资源等诸多方面相比业内众多小型企业具有明显综合优势。从需求端来看，我国石油天然气对外依赖性较高，但非常规油气资源潜力很大，尤其是页岩气资源十分丰富，储量位居世界第一，在国家政策的持续推动下，中石油、中石化等相关企业都在加大对页岩油气的开发投入力度，全国产量持续增长，同时随技术的进本开采经济性也显著提高，综合而言国内页岩气行业即将进入成长阶段，对性能较好的陶粒支撑剂产品需求也将不断增加。公司方面，由于下游需求旺盛产品供不应求，已启动的 25 万吨/年大规模扩产计划有序推进，建成后产能将提升至当前水平 6 倍以上，其中的 18 万吨将在 2020 年陆续投产，本次募集资金将用于相关原料产能的建设及运营资本的投入，综合来看业务前景良好，推荐持续关注。

评论：

■ **专注生产用于页岩油气开采的陶粒支撑剂，掌握独特工艺技术和优质原料资源，立足下游产业集中的四川地区**

公司成立于 2003 年，位于四川省攀枝花市，多年专注生产用于页岩油气开采的陶粒支撑剂，是众多本土业内企业中为数不多销售额过亿的较大型生产商，具有一定的综合领先优势。

陶粒支撑剂为压裂支撑剂中的一种，在深井开采时，矿床经压裂处理后含油气岩层裂开，油气从裂缝形成的通道中汇集而出，此时需要将支撑剂注入岩石基层以抵消裂缝的闭合应力，维持这个通道。公司已积累了制造陶粒支撑剂所需的精密的工程技术，具备较强工艺路线选择及工艺过程控制能力，能提供高、中、低各种密度及各种粒径的一系列产品，具有耐高温、耐腐蚀、高强度、高导流能力、低破碎等特点，其中低密度高强度产品为相对高端产品，特别受到市场青睐。目前公司已拥有包括 4 项发明在内的共计 18 项行业专利技术，为国家高新技术企业。

公司区位优势明显，所处四川省是国内页岩气主要产区之一，总产量约占全国三分之一，累积探明量超万亿立方米，国家规划开发的五个页岩气开发示范区中有三个距离公司均较近，因此在供应四川省内客户时，较国内其他竞争者

在运输距离上具有一定的成本优势，此外攀枝花当地粘土矿钒钛等金属含量较高，有利于提升陶粒支撑剂质量，可进一步巩固公司的市场地位，其子公司拥有丰富黏土矿原料资源。

客户方面，由于下游油气开采行业在国内属于国有资本垄断行业，陶粒支撑剂的采购方一般为中石油、中石化等大型国有企业，买方集中度高，一般采用“专家采购模式”，对供应商产品质量、供货稳定性、服务能力具有较高综合要求，公司当前绝大部分产品都提供给中石油下属企业，通过长年的客户服务，能够清晰地掌握客户需求，及时为客户提供相应产品和技术支持，已获得客户的信赖。

■ 樊荣与其配偶为公司实控人，股权高度集中，高管业内相关经验丰富

樊荣为公司控股股东，与其配偶桑红梅同为实际控制人，二人合计控制公司 95.17%的股份（预计发行后 68.80%-71.38%），其中樊荣直接持股 62.77%（预计发行后 45.38-47.08%），桑红梅直接持股 32.40%（预计发行后 23.42-24.30%），此外二人近亲属 4 人共计直接持股 1.07%，公司无其他 5%以上持股股东。管理层方面，樊荣担任公司董事长兼总经理，桑红梅任公司董事，其余高管共 5 名，大都拥有丰富业内相关的工程技术、市场销售等经验，其中樊荣与董事兼副总经理赵龙善、廖利 3 人为核心技术人员，此外高管皆持有公司股份，合计 0.57%。

表 1：公司核心管理层情况

人员	公司职务、身份	个人履历
樊荣	董事长兼总经理、实际控制人、核心技术人员	1962 年生，本科学历，1982-1988 年任西充县大全完小教师，1988-2005 历任任攀枝花矿务局(现攀枝花煤业集团)政教主任、行政处绿化办主任、农林公司副经理。2005 年至 2015 年任秉扬有限董事长、总经理;2015 年至今，任秉扬科技董事长、总经理。
桑红梅	董事、实际控制人	1975 年生，大专学历，1997 -2002 年，任攀枝花煤业集团水电公司财务会计；2003 -2005 年，任秉扬有限执行董事、总经理；2005 -2015 年任秉扬有限监事；2015 年至今任秉扬科技董事
赵龙善	董事兼副总经理、核心技术人员	1962 年生，高中学历，1980-2006 年个体承包工程，2007-2010 年，任秉扬有限工程部部长;2011-2014 年任总经理助理兼秉扬矿业总经理，2014-2015 年任副总经理;2015 年至今，任秉扬科技董事、副总经理。
廖利	董事兼副总经理，核心技术人员	1985 年生，本科学历。2007-2015 年，先后任秉扬有限办公室文员、购销部主管、购销部副部长、购销部部长、副总经理。2015 年至今，任秉扬科技董事、副总经理。
李玉昌	副总经理	1969 年生，本科学历，1990-1996 年在攀枝花矿务局沿江煤矿从事矿井地质、水文地质、采掘技术工作岗位；1997-2009 年历任攀枝花市地质矿产局、攀枝花市国土资源局地质环境管理处技术岗位，任地质环境管理处；2010-2014 年任四川省核工业地质调查院雅西攀办事处主任，2014-2018 年任攀枝花市正旦商贸有限责任公司、宁南县金德矿业有限责任公司技术、行政、财务管理岗位。2018 年至 2020 年，任秉扬科技行政管理、安全环保管理和矿山管理岗位；2020 年至今任秉扬科技副总经理。
李华彬	副总经理兼董事会秘书	1968 年生，硕士学历。1993-1994 年任人工晶体研究所助理工程师，1994-2006 年任攀钢钢铁研究院高级工程师，2006-2016 年任四川龙蟒矿冶有限责任公司副总工程师。2016 年任秉扬科技工作人员;2016 年至今任秉扬科技副总经理、董事会秘书。
白华琴	财务负责人	1986 年生，本科学历。2011-2015 年，先后任任秉扬有限会计、主办会计、财务部副部长、财务部部长。2015 年至今，任秉扬科技财务负责人。

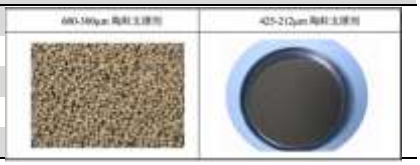
资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

■ 主营分析：生产低密度高强度陶粒支撑剂，用于页岩油气开采，客户主要为中石油、中石化相关公司

公司的主营产品为陶粒支撑剂，为压裂支撑剂中的一种，主要用于页岩层石油天然气的开采。在深井开采时，矿床经压裂处理后，含油气岩层裂开，油气从裂缝形成的通道中汇集而出，此时需要将支撑剂注入岩石基层以抵消裂缝的闭合应力，维持这个通道。陶粒支撑剂相比石英砂和覆膜支撑剂在抗压强度、球度、导流能力、化学稳定性方面有着综合优势。

公司自产产品主要为技术壁垒较高，相对高端的低密度品种，目前大部分用于川渝地区页岩气的开采，按抗破碎强度、密度、尺寸规格，公司生产的陶粒支撑剂可分为不同系列，同时也能根据用户需求生产相关规格非标产品，具体陶粒支撑剂主要参数情况如下表所示：

表 2：公司产品评判规格

强度	密度	规格	图例
52MPa	超高密度	1,180-600μm	
69MPa	高密度	850-425μm	
86MPa	中密度	600-300μm	
103MPa	低密度	425-212μm	
	超低密度	212-106μm	

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

除自产生产，公司也会通过贸易销售模式为客户提供产品，又分为带技术指导的贸易模式和一般性贸易模式（直接购买成品），一方面系国内油气开采投资增大迅速，公司现有产能扩张速度无法满足下游市场需求量，需以贸易销售模式应对短期产能不足问题，另一方面系公司会争取一些“运输经济半径”以外，但行业影响力较大的客户订单。

表 3：公司两种贸易销售模式情况

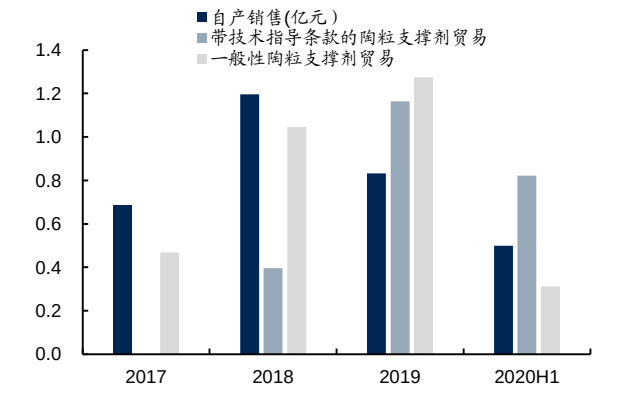
贸易模式	具体情况	具体操作方式
带技术指导条款的陶粒支撑剂贸易	供应商为及时满足开采企业的需求，向其同行业公司采购同类产品作为补充。为保证公司外购陶粒支撑剂的产品质量，公司与供应商签订技术指导条款，要求供应商按照在公司技术规范的指导下进行生产。	公司技术部门根据下游客户具体订单中对陶粒支撑 剂的各项技术指标要求，结合接受技术指导的供应商所使用生产原材料组成成分，提供预制好的含有不同微量元素的关键辅料，同时要求供应商完全按照公司给出的具体指标调整生产设备与生产工艺，并收购全部合格产成品。
一般性陶粒支撑剂贸易	陶粒支撑剂销售过程中受到运输方式、运输距离的限制，一般而言， 运输距离越长，运费越高;汽车运输单位距离成本高于火车;超出一定运 输范围后，运输成本过高，产品销售不再具有经济性。根据国内油气田的分布，实施全国布点，在现有“经济半径”以外地区争取行业内具有较大影响力的订单。	取得订单后，在客户所在地的“经济半径”内寻找优质同行业供应商，向其采购符合下游客户需求的陶粒支撑剂产品，转售给客户， 并由公司承担售后服务。此外，在公司为“经济半径”内客户提供陶粒支撑剂产品时，如遇到货源不足的情况，也会采用“一般性陶粒支撑剂贸易”的方式为客户提供产品。

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

从主营业务的收入及结构来看，2019 年主营收入为 3.27 亿元（+23.82%），按销售收入模式划分，2019 年自产销售模式收入 0.83 亿元（-30.45%，占比 25.45%），贸易模式收入 2.44 亿元（+68.99%，占比 74.55%），其中带技术指导条款的贸易模式收入 1.16 亿元（+193.56%，占比 35.58%），一般性贸易收入 2.44 亿元（+21.80%，占贸易模式收入 38.97%）。

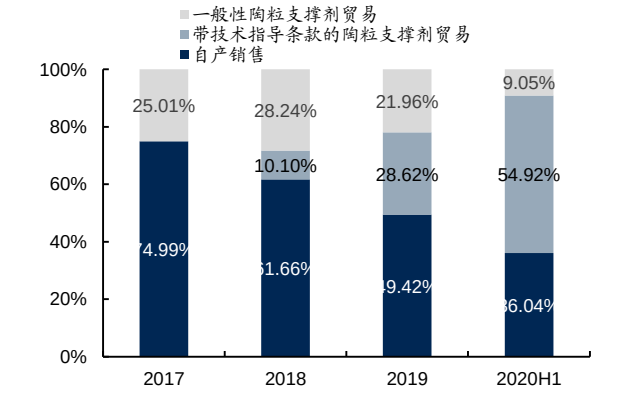
从毛利润结构来看，公司 2019 年毛利润 9935 万元，其中自产自销模式占比 49.42%（毛利率为 59.01%），贸易模式毛利润占比 50.57%（毛利率为 20.61%），其中的带技术指导条款的贸易销售毛利润占比 28.62%（毛利率为 24.44%），一般性陶粒支撑剂贸易毛利润占比 21.96%（毛利率为 17.12%）。

图 1：2017-2020H1 主营分模式收入（亿元）



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

图 2：2017-2020H1 公司主营分盈利模式毛利润占比



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

公司客户主要为中石油集团下属企业，集中度极高。由于下游油气开采行业属国有资本主导的高度垄断行业，公司客户大多为中国石油 、中国石化下属大型石油开采集团及其下属企业和油田。同时，公司五大客户之一的河南郑耐新材料和郑州鑫源防磨耐材同为公司前五大供应商，出于产品“经济半径”考虑，公司向其采购成品并转售给中石油长庆油田区域客户。2017-2019 年前五客户合计销售收入占比分别为 100%，99.93%，99.92%，具体情况如下：

表 3：公司主要客户情况

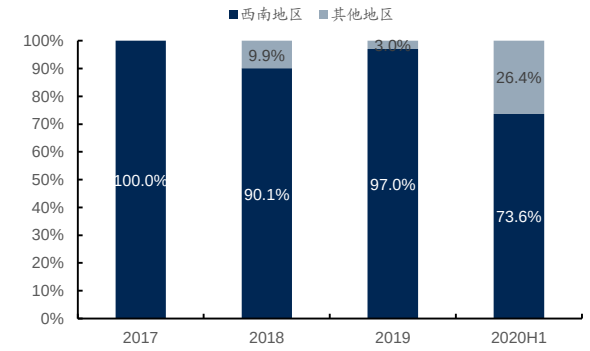
排序	2019	营收占比	排序	2018	营收占比	排序	2017	营收占比
1	中国石油天然气集团有限公司	89.31%	1	中国石油天然气集团有限公司	99.40%	1	中国石油天然气集团有限公司	85.74%
其中：	西南油气田物资分公司	49.04%	其中：	西南油气田物资分公司	68.57%	其中：	川庆钻探工程有限公司井下作业公司	33.91%
	川庆钻探工程有限公司井下作业公司	16.30%		川庆钻探工程有限公司井下作业公司	21.35%		西南油气田物资分公司	20.43%
	长庆油田分公司	15.97%		长城钻探工程有限公司物资分公司	6.39%		长庆油田分公司	18.25%
	长城钻探工程有限公司物资分公司	6.08%		长庆油田分公司	2.74%		长城钻探工程有限公司物资分公司	6.95%
	华北石油管理局有限公司	1.92%		新疆吐哈石油勘探开发有限公司	0.19%		渤海钻探工程有限公司	3.53%
2	河南郑砂新材料有限公司	6.61%	2	华北石油管理局有限公司	0.16%		华北石油管理局有限公司	2.38%
3	郑州鑫源防磨耐材有限公司	3.49%	3	中国石油化工股份有限公司西南油气分公司	0.47%		冀东油田分公司	0.30%
4	中国石油化工股份有限公司	0.57%	4	盐边县宏金星有限公司	0.05%	2	中国石油化工股份有限公司西南油气分公司	14.25%
5	四川新创能石油工程技术有限公司	0.01%	5	四川新创能石油工程技术有限公司	0.01%	3	四川新创能石油工程技术有限公司	0.01%
	合计	**99.99%**		**合计**	**99.93%**		**合计**	**100%**

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

区域分布方面，当前公司主营收入的主要集中于西南地区，主要系公司位于四川，而四川为国内页岩气主要产区，中石油、中石化户新建页岩气开发项目在西南地区特别是四川地区尤为集中，2019 年西南地区收入占比超过 90%。公司通过扩大服务对象和地区，业务向其他区域扩展，2020H1 其他地区收入占比达到 26.5%。

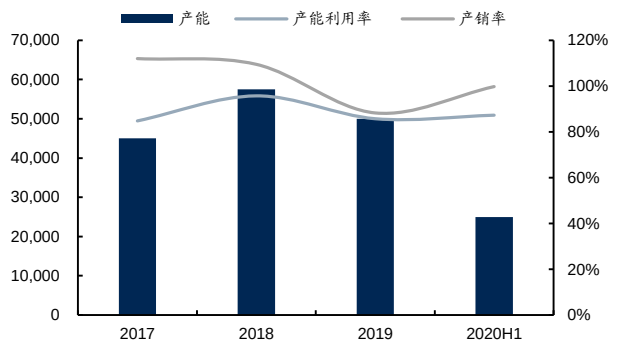
产销情况方面，2019 年公司产能 5 万吨/年，产能利用率 85.72%，产销率 88.25%。公司原一期生产线设计产能 2 万吨/年，二期生产线设计产能 6 万吨/年，在实际生产过程中，实际产能受实际开工天数影响一般要小于设计产能。2018 年底公司启动了两条共计 25 万吨/年生产线建设工作，建设完成后可以与原有生产线共用厂区道路、电气设施、物料运输系统等，但 2017 年启动的原一期生产线技改扩产因此搁置，同时施工过程中对原有生产线正常生产造成一定不利影响，导致公正常开工天数低于原设计开工天数，造成当前产能严重不足。新生产线中的一条已于 2020 年 4 月正式启动生产调试工作，预计约有 18 万吨新增产能将在 2020 年投入试生产，并在随后逐步释放。

图 3：2017-20120H1 分地区主营收入占比产品



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

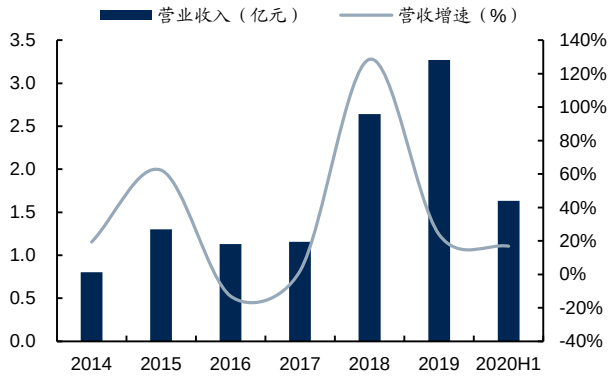
图 4：2017-2020H1 产能利用率、产销率情况



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

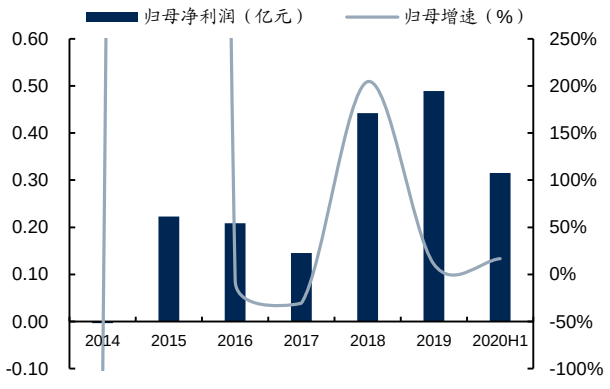
■ 公司财务情况

图 5：2014-2019 营业收入及增速（亿元）



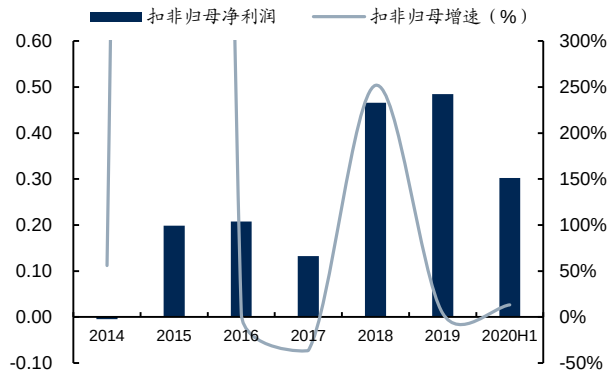
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：2014-2019 归母净利润及增速（亿元）



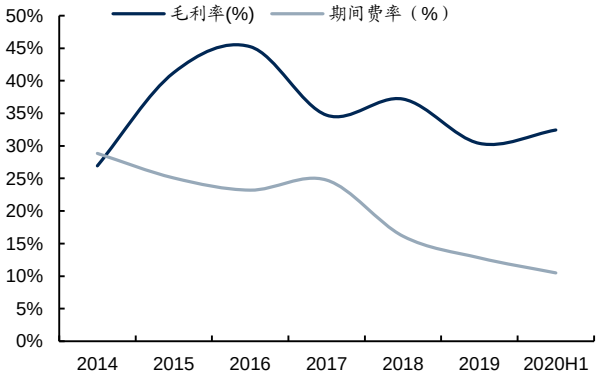
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：2014、2016 年增速为 110.09%、6827.92%

图 7：2014-2019 扣非归母及增速（亿元）



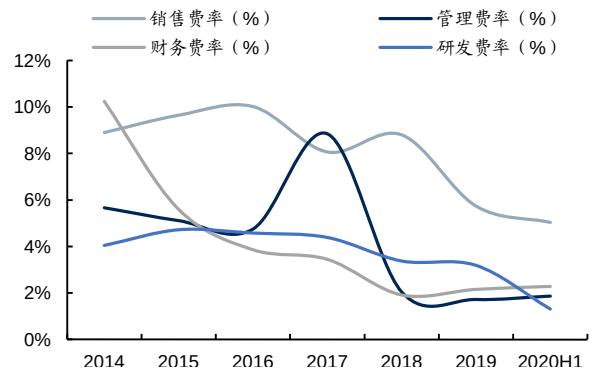
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：2015 年增速为 4621.41%

图 8：2014-2019 毛利率及期间费用率



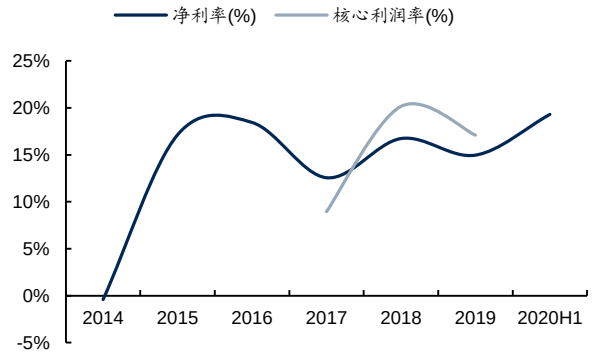
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 9：2014-2019 四项期间费用率



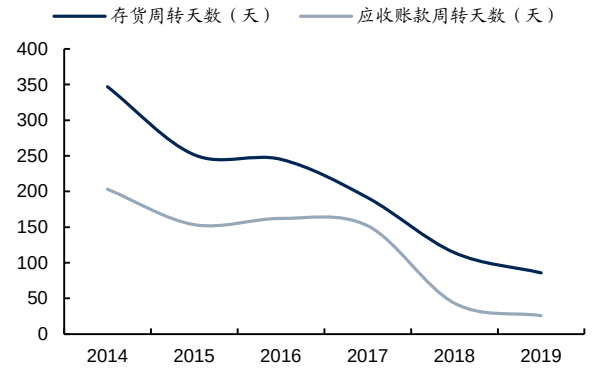
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 10：2014-2019 净利率及核心利润率



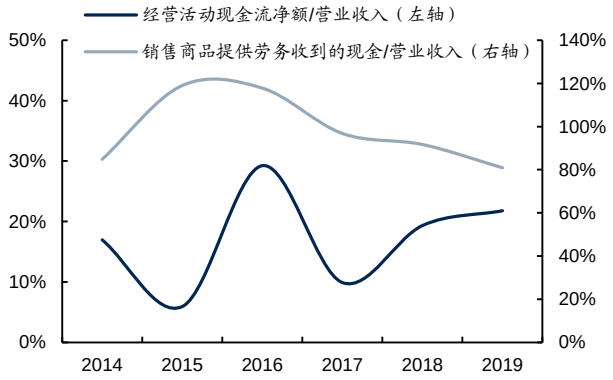
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
核心利润率：毛利率-四项费用率-营业税金及附加/营收

图 11: 2014-2019 存货及应收周转天数



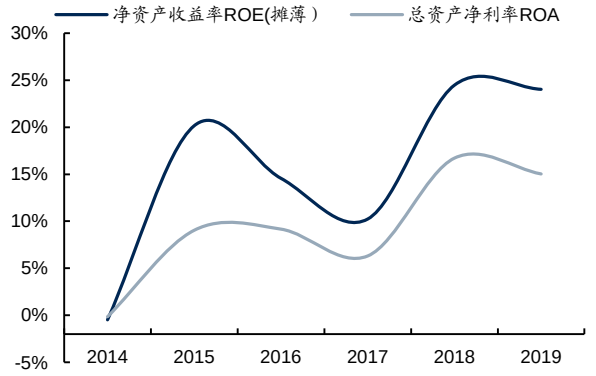
资料来源: Wind，国信证券经济研究所整理

图 12: 2014-2019 现金流情况



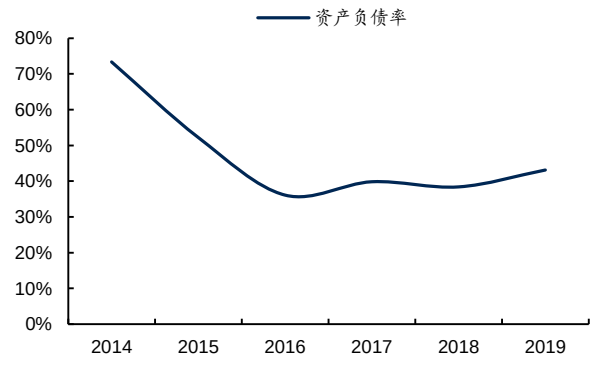
资料来源: Wind，国信证券经济研究所整理

图 13: 2014-2019 净资产收益率及总资产净利率



资料来源: Wind，国信证券经济研究所整理

图 14: 2014-2019 资产负债率



资料来源: Wind，国信证券经济研究所整理

■ 募投项目：为大规模扩产提供粘土矿原料开采配套，还款改善资本结构，减少财务负担和流动资金压力

本次公开发行拟募集 3.45 亿元，1.5 亿元用于补充流动资金及偿还银行贷款，其中 1.83 亿元将投入“年产 40 万吨陶粒用粘土矿技改扩能项目”，1233 万元投入“米易县得石镇杉木洞耐火粘土矿开发利用项目 (年产 10 万吨)”，其余将用于偿还债务和补充流动资金，具体情况如下:

表 6: 募投项目情况

序号	项目名称	募集资金总额（万元）	占比	项目内容
1	补充流动资金以及偿还银行贷款	15,000.00	43.42%	补充流动资金 6000 万元，偿还银行贷款 9000 万元
2	年产 40 万吨陶粒用粘土矿技改扩能项目	18,315.60	53.01%	公司全资子公司盐边县宏金星粘土矿有限公司具有在四川省盐边县马鞍山矿区粘土岩矿资源采矿权。项目建成后，实现年开采陶粒用粘土 40 万吨，为公司陶粒压裂支撑剂产品供应原材料。
3	米易县得石镇杉木洞耐火粘土矿开发利用项目 (年产 10 万吨)	1,233.60	3.57%	目前公司 25 万吨陶粒支撑剂生产线建设已接近尾声，届时公司产能将达到 35 万吨，满足对粘土原材料需求。
	合计	34,549.20		

资料来源:公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

由于下游需求旺盛，公司推进了大规模扩产项目，25 万吨/年陶粒支撑剂项目的建成将使得当前产能扩大 5 倍以上，本次募资一方面是建设与扩产同步配套的原料开采项目，另一方面在于降低负债减少财务负担并缓解流动资金压力:

（1）偿还银行贷款和补充流动资金方面，随经营规模持续扩大，公司负债上升较快，对营运资金的需求也快速增加。公司当前长期资本负债率超过 30%，偿还债务有利于改善资本结构，减少财务负担，增大抗风险能力，补充流动资金也有利于稳健业务开展。

（2）“年产 40 万吨陶粒用粘土矿技改扩能项目” 能为公司当前 25 万吨/年扩产项目配套，公司拥有盐边县马鞍山矿区粘土岩矿资源采矿权，根据勘探报告该矿藏储量为 9,778 千吨，项目建成后公司可实现年开采陶粒用粘土 40 万吨，为公司陶粒压裂支撑剂产品供应原材料，矿石量 10 万吨，为公司供应原材料。

（3）“米易县得石镇杉木洞耐火粘土矿开发利用项目（年产 10 万吨）”同样为扩产配套，公司拥有米易县得石镇杉木洞耐火粘土矿采矿权资质，经攀枝花市自然资源和规划局评审该矿藏储量为 673.41 千吨，项目建成将实现年开采矿石量 10 万吨，为公司供应原材料。

■ 投资建议

公司为较领先的本土陶粒支撑剂生产商，产品在页岩油气的开采中起重要作用。公司立足于页岩气资源丰富、下游产业聚集的四川地区，运输成本低、主要客户合作稳定，并掌握独特优质原料资源，区位条件极为良好，而在生产规模、核心工艺技术，产品性能质量、原料资源等诸多方面相比业内众多小型企业具有明显综合优势。从需求端来看，我国石油天然气对外依赖性较高，但非常规油气资源潜力很大，尤其是页岩气资源十分丰富，储量位居世界第一，在国家政策的持续推动下，中石油、中石化等相关企业都在加大对页岩油气的开发投入力度，全国产量持续增长，同时随技术的进本开采经济性也显著提高，综合而言国内页岩气行业即将进入成长阶段，对性能较好的陶粒支撑剂产品需求也将不断增加。公司方面，由于下游需求旺盛产品供不应求，已启动的 25 万吨/年大规模扩产计划有序推进，建成后产能将提升至当前水平 6 倍以上，其中的 18 万吨将在 2020 年陆续投产，本次募集资金将用于相关原料产能的建设及运营资本的投入，综合来看业务前景良好，推荐持续关注。

■ 风险提示：产品单一；客户集中依赖大客户；核心技术泄漏；市场竞争加剧；下游页岩油气政策变化；原油价格长期低迷；公开发行失败；疫情影响持续

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032