新时代证券 New Times Securities

9 月金股配置：增配金融、周期

——月度金股报告

投资月报

● **组合构建思路：**

● **我们在 5-6 月份观察到增量资金进场后，强调消费可能会适度泡沫化，周期股可能会开始有绝对收益。站在当下时点来看，现在出现更大级别风格切换的概率更高，建议增配金融周期，这里的机会估计是季度级别的。这一变化的推动力有两点：1.从持续披露的经济数据来看，之前的经济回升可以用疫情后经济反弹来解释，但如果经济继续回升，则库存周期等长期逻辑可能会被证实。2.目前处于增量资金大幅进场的第二个季度，2014 年 Q4 大级别风格切换就是发生在增量资金进来的第二个季度。背后原因是增量资金刚进来时，定价的话语权依然是存量资金，风格只会扰动，不会完全变化，但随着增量资金增多，风格可能发生季度级别以上的变化。**

● **我们认为未来一段时间，影响市场板块风格的主要变量有：**

（1）股市资金格局：从北向资金 7 月份的动向来看，食品饮料等前期主线板块遭到大幅减持，金融周期等板块则开始出现净流入。另外从各类 ETF 的发行情况来看，周期类 ETF 的发行量也出现上涨。目前处于增量资金加速进场的第二个季度，按照 2014 年的经验，流动性可能会向低估值板块扩散。

（2）经济恢复情况：3 月-7 月的经济恢复可以用疫情后的反弹来解释，但是如果经济恢复持续到 10 月，则大概率会触发库存周期。

● **自上而下选了五个行业：银行（招商银行、常熟银行）、化工（联化科技、龙蟒佰利）、轻工（太阳纸业、顾家家居）、非银（新华保险）、电新（福斯特）。**

● **自下而上的行业：社服（中国中免）、食品饮料（顺鑫农业）、医药（博腾股份）、传媒（芒果超媒）、电子（传音控股）。**

● **2020 年 9 月建议关注的金股（标的按所属行业进行分类，不代表推荐先后顺序）**

行业	公司名称	净利润（亿元）			PE		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
银行	招商银行	934.23	1033.37	1171.67	10.96	10.21	9.17
银行	常熟银行	19.00	18.98	21.48	14.39	12.21	11.48
化工	联化科技	1.44	4.25	8.34	163.00	55.00	28.00
化工	龙蟒佰利	25.94	30.14	39.77	18.00	16.00	12.00
社服	中国中免	46.29	33.71	70.00	86.30	110.00	52.00
轻工	太阳纸业	21.98	26.25	29.57	9.60	14.40	12.70
轻工	顾家家居	12.20	13.22	15.74	36.40	30.10	25.50
非银金融	新华保险	145.60	163.40	198.30	13.27	11.83	9.74
食品饮料	顺鑫农业	8.09	10.24	13.12	63.00	50.00	39.00
医药	博腾股份	1.86	3.07	3.66	95.30	57.60	48.30
传媒	芒果超媒	8.66	11.56	15.84	136.78	102.39	74.74
电新	福斯特	7.51	9.57	11.52	73.37	57.58	47.83
电子	传音控股	17.97	20.12	25.19	20.00	38.00	31.00

资料来源：Wind、新时代证券研究所

● **风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。**

推荐（维持评级）

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

程磊（分析师）
021-68864812
chenglei@xsdzq.cn
证书编号：S0280517080001

开文明（分析师）
021-68865582
kaiwenming@xsdzq.cn
证书编号：S0280517100002

孙山山（分析师）
sunshanshan@xsdzq.cn
证书编号：S0280520030002

毛正（分析师）
证书编号：S0280520050002

郑嘉伟（分析师）
zhengjiawei@xsdzq.cn
证书编号：S0280519040001

姚轩杰（分析师）
010-69004656
yaoxuanjie@xsdzq.cn
证书编号：S0280518010001

赵汐雯（分析师）
zhaoxiwen@xsdzq.cn
证书编号：S0280520020001

鲍淼（分析师）
baomiao@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050001

沈瑞（分析师）
证书编号：S0280520060001

目　录

1、 9 月各行业金股推荐逻辑.....3
1.1、 银行：招商银行&常熟银行.....3
1.2、 化工：联化科技&龙蟒佰利.....5
1.3、 轻工：太阳纸业&顾家家居.....6
1.4、 非银金融：新华保险.....8
1.5、 电新：福斯特.....8
1.6、 社服：中国中免.....9
1.7、 食品饮料：顺鑫农业.....10
1.8、 医药：博腾股份.....11
1.9、 传媒：芒果超媒.....11
1.10、 电子：传音控股.....12
2、 9 月各行业金股财务数据.....13

图表目录

表 1: 9 月各行业金股盈利预测.....13

1、 9月各行业金股推荐逻辑

我们在5-6月份观察到增量资金进场后，强调消费可能会适度泡沫化，周期股可能会开始有绝对收益。站在当下时点来看，现在出现更大级别风格切换的概率更高，建议增配金融周期，这里的机会估计是季度级别的。这一变化的推动力有两点：1.从持续披露的经济数据来看，之前的经济回升可以用疫情后经济反弹来解释，但如果经济继续回升，则库存周期等长期逻辑可能会被证实。2.目前处于增量资金大幅进场的第二个季度， 2014年Q4大级别风格切换就是发生在增量资金进来的第二个季度。背后原因是增量资金刚进来时，定价的话语权依然是存量资金，风格只会扰动，不会完全变化，但随着增量资金增多，风格可能发生季度级别以上的变化。

我们认为未来一段时间，影响市场板块风格的主要变量有：

（1）股市资金格局：从北向资金7月份的动向来看，食品饮料等前期主线板块遭到大幅减持，金融周期等板块则开始出现净流入。另外从各类ETF的发行情况来看，周期类ETF的发行量也出现上涨。目前处于增量资金加速进场的第二个季度，按照2014年的经验，流动性可能会向低估值板块扩散。

（2）经济恢复情况：3月-7月的经济恢复可以用疫情后的反弹来解释，但是如果经济恢复持续到10月，则大概率会触发库存周期。

自上而下选了五个行业：银行（招商银行、常熟银行）、化工（联化科技、龙蟒佰利）、轻工（太阳纸业、顾家家居）、非银（新华保险）、电新（福斯特）。

自下而上的行业：社服（中国中免）、食品饮料（顺鑫农业）、医药（博腾股份）、传媒（芒果超媒）、电子（传音控股）。

1.1、 银行：招商银行&常熟银行

1、招商银行

投资逻辑：

科技赋能下零售之王的转型之路：招商银行是国内首家完全由企业法人持股的股份制商业银行，无控股股东及实际控制人，并且金融牌照优势明显。自成立以来，招商银行结合银行业务发展趋势以及自身发展特点，在30余年间历经多次战略转型改革创新，成功打造为我国商业银行零售业务的龙头。2005年，招商银行正式提出“加快发展零售业务、中间业务和中小企业业务”。2014年，招商银行进一步深化“二次转型”，定位“轻型银行”，明确“一体两翼”发展战略。科技赋能下招商银行第三次转型“金融科技银行”。

资产负债结构优势明显：招商银行总资产、净资产均在上市全国性股份制银行中位居首位。负债端市场化程度高、成本优势显著。招商银行战略转型以来，净息差均处于股份制银行同业中的前列。其98%的资金来源于计息负债，市场化程度高，成本优势显著。招商银行零售业务发展迅速，高净值客户资产规模较大。依托高净值客户，招商银行贷款质量高处于股份制银行前列，不良贷款率处于同业低位水平。得益于较低的不良贷款率、较高的资产质量以及较高的风险意识，招商银行拨备覆盖率不断提升，长期处于同业前列。招商银行资本充足率和核心一级资本充足率均位于同业前列，为股份制银行首位。

零售业务是招商银行的护城河：招商银行盈利能力较强，ROE、ROA均处于同业领先地位。贷款及垫款利息收入，是招商银行利息收入的最大组成部分。优势：

一是息差高于传统对公业务；二是风险分散，不良贷款率低于对公贷款；三是客户黏性高，能为招商银行带来更多中间业务收入。中间业务优势明显，非息收入占比较高长期处于上市银行的前列。同时，招商银行管理费用较高，长期位于股份制银行首位。主要由于，招商银行深耕零售业务所需投入较多，但同时从中获得较高收益率；并且招商银行大力支持金融科技创新，夯实科技基础，加大对 IT 基础设施建设及研发人员投入。

盈利预测、估值与评级：预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 4.25、4.92 和 5.71 元，根据相对估值和绝对估值法，我们预测，2020 年招商银行的 PE 合理区间在 10-12 之间，PB 在 1.8-2.16 之间，对应合理股价区间为 40.45-44.39 元，给予“推荐”评级。

风险提示：业务转型带来的经营风险监管趋严导致政策风险疫情冲击带来的市场风险。

2、常熟银行

投资逻辑：

2020 年 8 月 21 日，常熟银行 2020 年半年报出炉。上半年，常熟银行总资产规模为 2016.91 亿元，首次突破 2000 亿元，较上年末增加 168.52 亿元，增幅 9.12%；实现营业收入 34.17 亿元、同比增长 9.46%，实现归母净利润 8.66 亿元、同比增长 1.38%，营收、净利润增速明显放缓加权平均 ROE 为 10.02%。

中报亮点：村镇银行营收及利润贡献增加。常熟以外地区营业收入占比 59.54%，较年初提高 5.88 个百分点，营业利润占比 58.57%，较年初提高 0.69 个百分点，常熟以外地区业务贡献不断增加。

资产质量较好。公司资产质量总体平稳，拨备增加至 488%，以应对未来不良资产的处置风险。

中报不足：归母净利润及营收增速有所下降。公司归母净利润为 8.66 亿元，同比增长 1.36%，但环比一季度的 14.1%下降幅度较大。上半年公司营收增速为 9.4%较一季度的 10.4%下降 1 个百分点。

手续费及佣金净收入下降。公司上半年实现手续费及佣金净收入 1.78 亿元，同比减少 0.11 亿元，降低 5.77%。

净息差较 19 年有所下降。一季度净息差 3.30%，较 2019 年下降 11bp，但仍在农商行中保持较高的水平。

我们对公司的观点：我们认为，总体来说经营和资产质量等指标较为稳健。依附江苏独特的地理优势和异地扩张的战略，加以公司具有较强的忧患意识，公司将很快调整经营，以消除疫情带来的不良影响。随着对小微客户不断渗透，预计盈利增速将很快恢复。

投资建议：常熟银行定位清晰，打造支农主力银行，公司深耕小微及村镇，围绕“客户年轻化、服务线上化、竞争差异化”的零售业务发展趋势，加快线上线下双驱动，稳步推进现代化零售业务转型，构建线上线下相结合的小微金融服务网络，打造小微金融专营银行、小微服务标杆银行，坚持走差异化、特色化发展道路。公司超六成的信贷资金用于支持小微企业，超七成投向涉农领域，近八成服务于实体经济。深化零售转型，精耕小微客户群体，未来常熟银行的利润及业务优势可期。作为农商行的领跑者，常熟银行零售业务可能会受整体宏观经济的影响，敏感性较

高。综合 DDM 绝对估值和相对估值方法，常熟银行的目标价为 9-10.5 元，对应 PB 为 1.3 倍左右，维持“推荐”评级。

风险提示：业务转型带来的经营风险；监管趋严导致政策风险；疫情冲击带来的市场风险不可抗力带来的风险。

1.2、 化工：联化科技&龙蟒佰利

1、联化科技

投资逻辑：

事件：公司公告 2020 年半年度业绩预告 2020 年上半年预计实现净利 8000-12000 万，同比下降 49.70%-66.46%，2020 年第二季度单季度实现净利 1.17-1.57 亿。

单季度利润同比、环比均大幅改善，业绩向上拐点确认：因疫情影响，公司湖北生产基地停产，台州基地开工延后，使得 2020 年第一季度公司亏损 3680 万。二季度以来，公司开工顺利，订单饱满，业绩环比大幅提升。尽管盐城子公司仍处停产状态，部分功能化学品价格已回落至合理水平，但公司单季度业绩依然同比增长 34.48%-80.46%，业绩超预期。

6 月 24 日响水县工信局公示江苏联化及盐城联化部分项目通过县级复产验收并提请市级复核，通过市级复核后，公司相关产线将可以复产。类比此前盐城其他企业复产过程，我们认为江苏联化及盐城联化将在 2020 年三季度复产，公司迎来业绩向上拐点。

农药 CDMO 业务重回正轨，医药 CDMO 业务持续放量：随着盐城重要子公司的复产，公司农药 CDMO 业务将重回正轨，同时公司与全球农化巨头战略合作紧密，截止 2020 年一季度末，账面预收款已达 5 亿（预收款非流动负债中的一年以上预收款），未来新增项目众多，我们预计公司农药 CDMO 业务未来将保持 10%-15%增速，重回成长道路。

截止 2019 年底，公司已有 14 个商业化医药 CDMO 项目，临床三期项目 28 个，并已拓展至 API 特色原料药领域，同时台州募投项目已于 2019 年 8 月投产，医药业务持续放量，进入高速发展期。

核心竞争力不减，开辟全新成长赛道，维持强烈推荐”评级：公司客户粘性强，技术研发实力卓越，并且已成功切入医药 CDMO 赛道，业绩向上拐点已至，在优质赛道上步入新一轮成长期。暂不考虑保险赔偿及出售土地带来的非经常性收益公司营业中断险保费上限为 6.94 亿；公司拟出售小微企业园区部分厂房，预计产生利润约 1.26 亿我们预测公司 2020-2022 年业绩分别为 4.25、8.34、10.19 亿，当前股价对应 PE 分别为 46、23、19 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求低迷，产品价格大幅下降，新项目投产不及预期。

2、龙蟒佰利

投资逻辑：

事件：公司 2020 年半年报，2020 年上半年公司实现营业收入 63.25 亿，同比上升 17.98%，归母净利润 12.93 万，同比增长 1.84%。单季度来看，2020 年第二季度公司实现净利 3.92 亿，同比下滑 39.43%。

氯化法钛白产量翻倍，二季度出口受挫，盈利低于预期：2020 年上半年公司共生产钛白粉 40.53 万吨，同比增长 32.08%，是推动收入增长的主要因素，其中生产硫酸法钛白粉 31.02 万吨，同比增长 13.51%，氯化法钛白 9.51 万吨，同比增长 183.17%，氯化法钛白是公司重要增长点。

2020 年钛白粉市场价格呈前高后低的走势，主要由于一季度海外提前备货，而到二季度，海外市场受疫情影响，需求持续低迷。据海关总署数据 2020 年一季度我国钛白粉共出口 33.13 万吨，同比增长 42.30%，而第二季度仅出口 23.19 万吨，同比下滑 6.89%，使得金红石型钛白粉市场价由约 1.5 万吨下降至约 1.3 万吨，公司第二季度毛利率环比下降 4.73 个百分点，同时国内防疫使得管理费用及运输费用等均有不同程度上升，公司盈利低于预期。

钛白粉价格逐步恢复，公司将进一步提高市占率：6 月钛白粉出口环比上升 16.28%，国内需求也逐步恢复 7 月国内主要钛白粉企业上调钛白粉出厂价 300-500 元吨，同时成本端钛矿价格坚挺，支撑钛白粉价格逐步恢复合理水平。公推动襄阳 10 改 15 万吨硫酸法技改项目、焦作 6 改 10 万吨氯化法钛白技改项目，进一步提高钛白粉产能。

公司还计划通过非公开发行募资新建 20 万吨氯化法钛白，并依托攀枝花钛矿资源，实现氯化法钛白原材料的国产化；通过与金川集团战略合作，公司将进军金属钛产业，将保持长期成长。

崛起中的全球钛业巨头，维持“强烈推荐”评级：公司是我国率先掌握氯化法钛白规模化生产的企业，未来将形成 60 万吨硫酸法钛白+60 万吨氯化法钛白的生产能力，比肩国际钛白粉巨头；同时依托全产业链优势，布局金属钛业务，将成为全球钛业巨头。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 30.72、41.27、48.92 亿，当前股价对应 PE 分别为 16、12、10 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：钛白粉价格下跌，安全环保事故，新建项目进度低于预期。

1.3、 轻工：太阳纸业&顾家家居

1、太阳纸业

投资逻辑：

事件：公司公布 2020Q1 财务报告：2020Q1 实现营收 55.52 亿元（+1.85%），归母净利润 5.36 亿元（+40.97%），扣非后归母净利润 4.95 亿元（+48.18%）；业绩增长符合预期。

成本压力缓解、提价效应共同抬升利润水平：公司 2020Q1 实现毛利率 24.59%，净利率 9.65%，较上年同期分别提升 6.88pct、2.66pct。公司盈利能力高增长，主要是 2019Q1 浆价在历史高位随着木浆回调，成本端改善以及文化纸提价共同推升业绩成长性。

整体费用管控较好，运输费用增加致销售费用率略有上升：期间费用率 10.90%，较上年同期提升 1.41pct；其中销售管理财务费用率分别为 5.35%、2.97%、2.58%由于疫情影响运输费用增加，销售费用率较上年同期增加 2.1pct，管理与财务费用率与上年同期分别减少 0.62pct、0.08pct。

林浆纸一体化领先布局，中长期成本端受益原料自给：公司在老挝、广西林浆纸一体化建设优化产业链上游布局，原材料成本优势显著。文化纸上，公司自有林

地弥补木片供给缺口，80 万吨溶解浆产能国内领先，木浆自供缓解浆价中枢上行压力；包装纸上，自建半化学浆、木屑浆与再生浆产线原料自给率有望超 70%在国废回收受限、外废进口清零目标下减少外购依赖。原料自主可控度提升，成本节约加深龙头护城河中长期盈利增厚可期。

三大生产基地立体覆盖，未来 3 年产能投放助力成长：目前公司拥有山东、广西、老挝三大生产基地，国内外全覆盖布局已形成。其中广西 350 万吨林浆纸一体化项目已于 2020 年初取得环评，有望在明年底完工并开始试运营此外，20 万吨生物质纤维、5 万吨生活用纸、本部 45 万吨文化纸、老挝 80 万吨高档包装纸等项目预计在 2020-2022 年陆续投产，届时公司总产能有望突破 1000 万吨，规模化生产优势与综合实力进一步提升，驱动业绩稳健增长。

财务预测与估值：预计 2020~2022 年公司归母净利润分别为 24.59/28.02/31.52 亿元，同增 12.9%/13.9%/12.5%，EPS 分别为 0.95/1.08/1.22 元，对应 PE 分别为 8.5/7.4/6.6 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动，下游需求不及预期，项目建设不达预期。

2、顾家家居

投资逻辑：

事件：公司公布 2020 年中报：2020 年上半年营收 48.61 亿元（-2.97%），归母净利润 5.76 亿元（+3.06%）；其中 2020Q2 营收 25.74 亿元（+0.91%），归母净利润 2.69 亿元（+2.23%）。

内外销回暖、品牌竞争力强带动业绩逆势增长：2020H1 家具制造业营业收入 2796.10 亿元，同比下降 15%。受疫情冲击行业景气度下行，但公司盈利性稳中小幅提升；2020H1 公司毛利率 35.47%、净利率 12.40%，同比分别变动-0.17pct、+0.76pct。我们认为，公司业绩优于行业得益于产品核心竞争优势明显、内外销非同步修复下带动销售订单稳步增长。

品类高效迭代助力客单价提升，打造一站式软体购物服务商：分品类看，①功能沙发：现代类风格新款产品快速上市，抢占市场；②布艺沙发：睿致和缤纷系列快上快下，提升终端产品力；③软床：产品舒适度升级、优化床垫产品矩阵，打造差异化竞争优势；④全屋定制：成立青少年房、五金功能件专项项目小组，丰富新开门型以补充门型工艺矩阵；⑤顾家生活：聚焦全屋内容展示输出，提升连单率与客单价。

费用管控良好，研发投入力度加大：2020H1 公司销售管理财务研发费用分别为 8.93 亿元/1.37 亿元/0.23 亿元/0.93 亿元，同比分别变动 -0.53%/-14.75%/-57.74%/+25.45%，其中管理、财务、研发费用变动较大，主要原因分别是咨询费减少利息收入增加研发投入增加。公司成立七大技术平台，上半年获得外观设计专利等共计 200 余项。

品牌力持续稳固、产能提升助力公司长远发展：2020H1，公司协同奥美广告启动全年品牌焕新计划提升品牌形象；协同品牌市场线组助推营销系统变革与创新。产能布局上，嘉兴工厂、黄冈基地、定制工厂、越南基地稳步建设中，工程进度分别为 79.60%、38.00%、25.00%、40.00%，未来新增产能投产后有望继续提升市占有率和业绩。

财务预测预估值：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 13.08/15.48/17.44 亿元，

EPS 分别为 2.10/2.48/2.80 元，对应 PE 为 32.3/27.3/24.2X，维持“推荐”评级。

风险提示：1）原材料价格上涨 2 新品销售与产能投放不及预期。

1.4、 非银金融：新华保险

投资逻辑：

全国领先的寿险公司，致力于转型发展中实现二次腾飞。公司确立了以寿险业务为主体、以财富管理和康养产业为两翼、以科技赋能为支撑的“1+2+1”战略，坚守寿险发展本质，着力打造“中国最优秀的以全方位寿险业务为核心的金融服务集团”。

资产负债双轮驱动，规模价值全面发展。经过前期转型，公司产品结构得到优化，打下良好价值基础；在新阶段重塑发展格局，进一步打通负债端与资产端连接，实现规模与价值全面发展。**代理人队伍规模站上新平台，银保渠道新阶段发力传统优势。**2019 年末公司代理人队伍超过 50 万人，个险渠道保费占比达 79%；传统优势银保渠道重整发力，趸交业务激增，渠道保费快速增长。**保障型储蓄型产品共同发展，康养布局协同延伸保险产业链。**公司近年来健康险业务快速发展，产品价值率显著提升，长期储蓄型产品同样受到重视。多样化的养老产业和医疗、健康服务协同主业发展。**保险资金运用稳健积极，第三方资管业务具备发展潜力。**权益投资主动管理略有强化，债权类投资利率敏感性有所回升，非标投资平稳安全。资管公司与养老公司在第三方资产管理业务方面大有可为。

盈利预测、估值与评级：假设公司业务整体平稳增长，剩余边际长期摊销稳定贡献利润，投资成果与市场表现相吻合。预计公司 2020 至 2022 年 EPS 分别为 5.24、6.36、8.13 元，对应 2020 年 7 月 24 日收盘价 PE 分别为 9.9、8.2、6.4 倍；预计公司 2020 至 2022 年 EVPS 分别为 74.27、81.66、90.56 元，相应 P/EV 分别为 0.70、0.64、0.57 倍。采用保险评估价值法测算，得到公司 A 股的合理价值为 69.58 元每股，对应 2020 年 P/EV 为 0.94 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：外部金融环境、国际关系等发生重大变化带来系统性风险传导。保险风险发生率发生重大变化带来的损失风险、巨灾风险、利率风险、行业政策风险等。受经济、公司决策，以及资本市场波动等影响带来的经营成果不达预期风险。

1.5、 电新：福斯特

投资逻辑：

事件：公司发布 2020 年中报，2020H1 归母净利润 4.56 亿元，YoY+14.58%。公司发布 2020 年中报，2020H1 实现营业收入 33.76 亿元，YoY+13.35%；归母净利润 4.56 亿元，YoY+14.58%；扣非后归母净利润 4.43 亿元，YoY+45.54%。上半年毛利率 21.39%，YoY+1.92pct。对应 2020Q2 营业收入 18.67 亿元，YoY+36.89%，QoQ+23.74%；归母净利润 3.01 亿元，YoY+65.43%，QoQ+94.61%，扣非后归母净利润 2.94 亿元，YoY+83.80%，QoQ+97.02%。Q2 毛利率 21.02%，YoY+0.42pct，QoQ-0.83pct。

业绩略超市场预期：胶膜出货与毛利率提升感光干膜加速成长：上半年主要营收构成：光伏胶膜 30.98 亿元（占比 91.8%，同比+14.83%），背板 2.54 亿元（占比 7.5%，同比-7.64%），电子材料 0.76 亿元（占比 2.3%，同比+192.31%）。胶膜业务营收小幅增长，主要是 Q1 疫情影响拖累出货 Q2 出货量、单价均大幅增长。背板

业务同比略有下滑，主要受价格小幅下降影响。电子材料业务（感光干膜）营收大幅增长。

毛利率方面：光伏胶膜毛利率 20.85%（同比+1.64pct）、背板毛利率 21.34%（同比+3.93pct）、电子材料毛利率 16.06%（同比+10.26pct）。胶膜毛利率提升来自于 Q2POE 涨价（供不应求）及 POE 出货占比提升（双面双玻应用趋势），背板毛利率提升来自于原材料成本下降（大背景是油价下跌导致石油衍生品价格下跌，但反映到背板原材料上比胶膜原材料要早），电子材料业务走上正轨，毛利率大幅提升（单价、高端 LID 产品占比均有提升）。Q2 胶膜出货量 2.04 亿平，YoY+29.52%，QoQ+19.18%。不含税均价 8.19 元/平米，YoY+9.93%，QoQ+2.12%。

胶膜是光伏行业里最好的赛道，福斯特是这个赛道最强龙头：1、跟随行业增长，无技术替代风险。2、行业格局优异（单寡头市场），福斯特作为行业龙头，市占率超过 55%（仍在提升）。3、产品结构优化，高毛利产品 POE 和白色 EVA 占比增加，福斯特在 POE 优势更突出（市占率 70%）。

感光干膜有望复制胶膜成长路径，公司长期看成长为平台型公司：公司在 PCB 感光干膜上实现“0 到 1”突破，成功进入深南、景旺供应链，2.16 亿平新产能加速扩产。感光干膜国产化替代趋势清晰，看好公司成为感光干膜龙头。公司拥有深厚技术积累和强大研发优势新产品 FCCL、铝塑膜等持续突破，看好公司长期成长为平台型新材料公司。

盈利预测及投资建议：考虑到胶膜上涨及双面双玻应用加速，调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润 11.52（+0.97）、15.3（+0.88）、21.32（+1.91）亿元，对应 2020-2022 年 PE 估值 43.1、34、23.3 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：光伏需求不及预期、产品价格超预期下跌风险、感光干膜进展不及预期风险、应收账款回收风险。

1.6、 社服：中国中免

投资逻辑：

上半年离岛免税销售 86 亿增三成，Q2 大幅增长 145%。据海南省统计局数据显示，今年上半年，全省离岛免税品零售额为 85.72 亿元，同比增长 30.7%，远超市场预期。分季度来看，一季度离岛免税销售 29.78 亿元，同比下降 30.3%；二季度 55.94 亿元，同比增长 144.6%。一季度下滑主要受疫情影响较大。二季度，海南旅游解封五一、端午几个小长假叠加，出游人次和购物意愿大大增强，已摆脱疫情影响，免税销售及增速逐月提升。其中，4 月份销售额 13.18 亿元，同比增长 64%；5 月份销售额 19.77 亿元，同比增长 147.9%；6 月份免税销售额 22.99 亿元，同比增长 235%。

离岛免税政策满月，7 月销售额同比大增 240%。离岛免税政策新政自 7 月 1 日起正式实施，进一步激发了国人免税消费热情，销售规模快速放大。7 月份，海南离岛免税店共实现免税销售额约 25 亿元，同比增长 240%；人均消费 5527 元，同比增长 82%。单价超 8000 元的商品销售达 7 亿元，增长 5 倍，占比提升至 28%；手机是新增品类销售冠军供不应求，占新品类销售总额的 66%；化妆品、手机等售价比境外市场低 10-20%，价格优势凸显，销售远超预期。

中免今年全年离岛免税销售有望接近 300 亿，增长超 1 倍。三季度正值暑期高峰期，四季度十一黄金周和年底双十一等大型销售活动，都有利于下半年离岛免税

销售继续成倍增长。以上半年免税销售规模为基础，按目前增速预测，估算下半年离岛免税规模将达 210 亿元。因此，中免今年全年离岛免税销售有望接近 300 亿，增长超 1 倍。免税行业在政策红利下 5 年内仍具有 10 倍以上规模增长空间，公司是最大的受益者，其业绩长期高增长的逻辑稳固。

公司受益免税新政，增长加速、业绩长牛，维持“强烈推荐”评级。因二季度离岛免税销售大幅增长 145%。7 月免税新政实施后销售增速达 240%，奢侈品和手机等销量惊人，我们进一步上调中国中免盈利预测，预计 2020-2022 年实现营收 489.43 亿元、707.89 亿元、924.02 亿元，同比增长 2%、44.6%、30.5%；归母净利润分别为 35.02 亿元、70.48 亿元、100.49 亿元，同比增长-24.3%、101.2%、42.6%；对应 2020-2022 年 PE 分别为 122、60、42。对于中免来说，其免税业务处于黄金赛道、朝阳行业；增长加速、业绩长牛，长期看公司龙头优势明显，业绩高增长持续性良好，具有较高估值溢价空间，未来仍有较大市值增长潜力。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情反弹风险、免税销售低于预期风险、公司经营风险。

1.7、 食品饮料：顺鑫农业

投资逻辑：

事件：公司公布年报，2019 年白酒销售量 71.76 万吨/+15.56%；实现营业总收入 149.00 亿元/+23.40%，归母净利润 8.09 亿元/+8.73%；预收账款 61.91 亿元/+9.1%；其中 2019Q4 实现营收 38.38 亿元/+33.69%，归母净利润 1.45 亿元/-30.49%，主要系计提 1.09 亿元房地产跌价准备所致。

房地产计提存货减值准备及白酒包材等成本费用上升拖累全年业绩。2019 年公司毛利率 36.20%，同降 3.76pcts；销售费用率和管理费率分别为 9.60%和 5.75%，同降 0.54/0.01pcts；税金及附加占比 11.48%，同降 1.78pcts；净利率 5.49%，同降 0.54pcts，主要系：1）低价位陈酿快速放量（预计销量增速 16%+）+低毛利猪肉板块收入提速包材成本上涨（主要系玻瓶价格年内上涨约 15%）拖累毛利率；2）房地产减值计提 1.09 亿元跌价准备所致。

“白牛二”陈酿加速放量拉低吨价，预计 2020 提价将改善盈利能力。报告期内白酒板块营收 102.89 亿元/+10.91%，吨价 1.43 万元/-4.04%，主要系低价位“白牛二”等渠道下沉及节前经销商扩仓备货加速放量所致。2019 年公司推行“深分销、调结构、树样板”策略，打造了“北京南京、长春、东莞、苏州”的“1+4+N”样本市场预计北京市场收入稳中有增，2019 年营收 26 亿元长三角、珠三角销量保持 15%+快速增长。北京、廊坊、成都、吕梁生产基地的布局，夯实“牛二”全国化产能基础。受成本费用因素影响，公司于 2020 年 1 月 16 日对“白牛二”等主力产品进行提价，其中光瓶酒出厂价提高 0.5 元瓶，预计增厚白酒业务利润约 30%，2020 年盈利将进一步改善。

主业聚焦白酒、猪肉，房地产剥离仍存不确定性。2019 年公司进一步聚焦白酒（103 亿元/+11%，占比 69%）、猪肉（35.60 亿元/+44%，占比 23%），房地产板块营收 8.73 亿元/+502%，目前账面余额约 60 亿元/-2%，主要包括北京、内蒙古、海南三地项目，存量房产去化和项目整体处置仍在推进，仍存一定不确定性。

光瓶酒集中度提升逻辑不变，牛栏山将持续收割低线光瓶酒，维持“强烈推荐”评级。我们预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 10.24/13.12/15.82 亿元，同比增长 26.5/28.2/20.6%；当前股价对应 PE 分别为 45.5/35.5/29.4 倍。京味儿文化输出

赋能二锅头，需求刚性快消化，渠道高毛利、高周转，预计疫情冲击相对较小，期待加速推进体制机制改革，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情时间拉长致需求持续下滑，产品结构升级不及预期地产减值等风险。

1.8、 医药：博腾股份

投资逻辑：

公司中报收入端高速增长，CRO 业务二季度从疫情中恢复。公司上半年收入 9.25 亿（+48.2%），增速较去年同期增加 26 百分点，主要是客户和管线不断拓展，上半年公司全球团队已经自年初的 2,000 余人发展为 2,370 余人，增长 15%。CRO 上半年 2.28 亿（+36%），增速较去年同期提高 16 个百分点。一季度，受疫情影响，CRO 业务进展稍慢，但第二季度各大研发中心逐步常态化，CRO 业务增长逐步恢复。CMO 上半年 6.7 亿（+52%），增速较去年同期提高 29 个百分点。临床三期项目 21 个（+10 个），商业化项目 61 个（-1 个）临床三期项目增加较快。

利润端受新项目和股权激励影响，仍保持高速增长。上半年归母净利润 1.31 亿（+31.2%），一方面，收入增长拉动净利润；另一方面，公司产能利用率和运营效率不断提升，cro 项目价格提升，使得公司整体盈利能力提升。上半年整体毛利率同比增加 1.45 个 pp。

利润增速慢于收入增速主要是因为制剂 CDMO 和生物 CDMO 近年来仍处于布局初期，上半年减少并表净利润约 1,490 万元。2019 年以来公司实施了两期股权激励计划，上半年历次股权激励计划的实施共计增加公司管理费约 1,065 万元。不考虑这两点影响归母净利润为 1.55 亿元（+137.18%）。

盈利预测及投资建议：预计公司 2020-2022 年营业收入 20.8、27.8、36.7 亿，同比增长 34.1%、33.4%、32.1%，归母净利润 3.07、3.66、4.86 亿，同比增长 65.6%、19.3%、32.7%，EPS 分别为 0.57、0.68、0.90 元，对应 PE 分别为 53.5、44.9、33.8 倍。

风险提示：新业务进展不及预期。

1.9、 传媒：芒果超媒

投资逻辑：

事件：7 月 10 日，公司发布 2020 年上半年业绩预告。7 月 10 日，公司发布 2020 年上半年业绩预告，预计公司归属于上市公司股东的净利润为 10.4-11.4 亿元，同比增长 29.42%-41.86%。对应 2020Q2 的归母净利润为 5.6-6.6 亿元，同比增长 45%-71%。如果扣除非经常性损益 1.39 亿元，扣非归母净利润为 9.01-10.01 亿元，同比增长 14.2%-26.9%。

芒果 TV 持续推出多部爆款自制剧集和综艺节目，带动公司业绩增长。芒果 TV 充分发挥内容创新和体系自制优势，优化平台运营、创新内容编排，推出的《下一站是幸福》《锦衣之下》《我才不要和你做朋友》《乘风破浪的姐姐》《朋友请听好》《明星大侦探》等多部剧集和综艺节目持续热播，持续产出爆款，产品上线后持续释放价值，是公司业绩增速较快原因之一。

《乘风破浪的姐姐》爆红，有望继续带动会员和广告业务高增长。芒果 TV 自

制综艺《乘风破浪的姐姐》于 6 月 12 日正式开播，已经成为暑期档爆款之作。据艺恩数据显示，《乘风破浪的姐姐》以播映指数 75.62、媒体热度 66.45、用户热度 63.51、好评度 82 以及观看度高达 70.17 列在榜首，远远高于同期第二和第三的《密室大逃脱第二季》、《奔跑吧第四季》。

“大芒计划”升级 2.0 综艺直播带货新模式进一步扩大芒果生态边界。大芒计划 2.0 正式推出：为扶持 KOL 群体成长，打造 KOL 产业良性生态，公司成立芒果学院网红训练营，借助芒果 TV 强大的内容基因，培养新生代 KOL。6 月 19 日，芒果 TV 和抖音同时官宣《乘风破浪的姐姐》进行总计 12 场的抖音独家直播带货，通过“综艺 IP × 直播带货”的跨界合作在明星带货上实现热门综艺 IP 和直播带货的联动创新。

看好爆款综艺和剧集带动付费会员和广告增长，5G 时代公司“人才内容”。壁垒高，芒果生态边界有望扩大，维持“强烈推荐”评级。看好爆款综艺和剧集带动流媒体平台付费会员和广告增长，公司充分发挥可持续内容自制优势和全产业链协同优势，会员业务、广告业务、运营商业务实现持续稳健增长，芒果生态有望持续乘风破浪。我们上调盈利预测预计 2020/2021/2022 年净利润预测分别为 15.8/20.5/25.1 亿元，同比增长 37%/29%/23%，当前股价对应 2020/2021/2022 年 PE 分别为 81.9/63.3/51.6 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：内容合规风险、人才流失、新项目及用户付费不及预期等风险。

1.10、 电子：传音控股

投资逻辑：

公司业绩不惧疫情，营收净利双双逆势增长。营收净利双双上涨、盈利能力进一步提高：公司 H1 实现营收 138 亿元，同比增 32%；扣非归母净利 9.4 亿元，同比增 36%。Q2 对应营收 82 亿元，同比增 46%、环比增 45%。Q2 扣非归母净利 6.4 亿元，同比增 48%、环比增 117%。销售毛利率边际改善，从 Q1 的 26.42%提升至 26.88%。

此外，公司 H1 经营现金净流量由正转为负 4.6 亿元，系因购买商品支付现金同比增近 45 亿，相应存货较 19 年末增超 106%，其背后是公司加大芯片等核心器件备货，以应对未来芯片供给端的不稳定，以及加大总体库存以满足市场需求增长。

逆风宏观环境下，方显公司优良质地。20H1 手机行业面临两大负面因素：疫情及全球智能机销量放缓。而同期公司手机业务营收 127.6 亿元，同比增近 32%，一方面得益于非洲地区疫情受影响程度相对较小，另一方面更重要的，是公司牢牢把握非洲、南亚等新兴市场手机加速渗透的大趋势。此外，围绕手机衍生的 OS 及移动互联 App 发展势头迅猛，增厚公司营收。展望 H2，在公司库存尤其是核心器件备货充足情况下，加之疫情在全球范围内放缓，公司手机业务增长确定性强，同时叠加移动互联网生态的反哺，有望较 H1 继续边际改善。

逐梦一带一路，科技品牌出海新标杆。公司的核心优势是对新兴市场需求的独特把握公司为非洲市占率排名第一的厂商，“手机+自研 OS+全领域移动互联 App+家电配件”全生态布局，已初步成型。其背后的 β 因素是中国发达的电子制造生态和新兴市场强劲的渗透需求，α 因素则是公司对非洲消费者需求的深刻把握及行之有效的经销模式。这一 α 因素，使得公司在孟加拉、巴基斯坦再次取得市占率第一的成绩。一带一路国内外双循环，打开公司新兴市场开拓广阔空间：公司立足于国内发达的电子制造，结合自身对新兴市场的优势，有望将在非洲和南亚地区的成功

经验，移植到同等收入区间的其他一带一路地区，从而充分受益于国家内外双循环大战略，成为科技品牌出海新标杆。

盈利预测及投资建议：我们预计公司 2020-2022 年的营收分别为 287.69、349.88、410.76 亿元，归母净利润分别为 23.05、28.17、32.21 亿元，对应 EPS 分别为 2.88、3.52、4.03 元，8 月 26 日股价下的 PE 分别为 37、30、27 倍，上调至“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情反复对需求的冲击，非洲网络设备建设进度不及预期。

2、 9 月各行业金股财务数据

表1： 9 月各行业金股盈利预测

行业	公司名称	净利润（亿元）			PE			盈利增速		PEG	ROE	PB
		2019	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2020E	2021E		最新值	
银行	招商银行	934.23	1033.37	1171.67	10.96	10.21	9.17	1127.47%	1338.25%	0.81	1645.46%	1.64
银行	常熟银行	19.00	18.98	21.48	14.39	12.21	11.48	632.50%	1318.01%	1.82	1074.04%	1.29
化工	联化科技	1.44	4.25	8.34	163.00	55.00	28.00	195.14%	96.24%	0.28	249.00%	4.03
化工	龙蟒佰利	25.94	30.14	39.77	18.00	16.00	12.00	16.19%	31.95%	0.99	1957.00%	3.54
社服	中国中免	46.29	33.71	70.00	86.30	110.00	52.00	-23.00%	100.00%	2.22	24.30%	20.10
轻工	太阳纸业	21.98	26.25	29.57	9.60	14.40	12.70	12.90%	13.90%	1.12	3.52%	2.37
轻工	顾家家居	12.20	13.22	15.74	36.40	30.10	25.50	12.60%	18.40%	2.39	10.40%	7.52
非银金融	新华保险	145.60	163.40	198.30	13.27	11.83	9.74	1225.00%	2136.00%	0.46	1724.00%	2.02
食品饮料	顺鑫农业	8.09	10.24	13.12	63.00	50.00	39.00	28.10%	20.60%	1.78	11.46%	6.35
医药	博腾股份	1.86	3.07	3.66	95.30	57.60	48.30	34.10%	33.40%	1.44	9.00%	5.30
传媒	芒果超媒	8.66	11.56	15.84	136.78	102.39	74.74	33.59%	36.99%	3.05	13.16%	12.78
电新	福斯特	7.51	9.57	11.52	73.37	57.58	47.83	27.43%	20.38%	2.35	1467.00%	7.26
电子	传音控股	17.97	20.12	25.19	20.00	38.00	31.00	13.51%	21.62%	3.56	2173.00%	4.42

资料来源：Wind、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

程磊，14 年证券研究经验，2017 年加盟新时代证券，2011-2015 年连续 5 年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012 年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017 年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017 年 9 月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

毛正，复旦大学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，五年商品证券领域投研经验。曾就职于国元证券研究所，担任电子行业分析师，2020 年加入新时代证券，任电子行业首席分析师。

郑嘉伟，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

姚轩杰，社服行业首席分析师，中国人民大学硕士，5 年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

赵汐雯，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015 年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所。2020 年 1 月加盟新时代证券研究所，从事轻工和纺织服装领域研究。

鲍淼，非银首席分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2020 年 5 月进入新时代证券研究所。

沈瑞，中山大学生物与会计双学士，北京大学金融学硕士，中山大学会计硕士。09 年进入国信证券研究所从事医药宏观及相关课题研究，17 年进入财通证券研究所担任医药资深分析师，20 年加入新时代证券研究所，担任医药行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/