

金禾实业 (002597)

证券研究报告

2023年05月06日

价格下行拖累业绩，新五年规划绿色化学宏伟蓝图

金禾实业发布 2022 年度报告，22 年实现收入 72.51 亿元，同比+24.04%，实现归母净利润 16.95 亿元，同比+44%；其中 Q4 实现收入 17.22 亿元，同比-5.69%，环比-10.7%，实现归母净利润 3.62 亿元，同比-21.84%，环比-24.32%。公司发布 23 年一季报：Q1 实现收入 13.84 亿元，同比-27.10%，环比-19.7%，归母净利润 2.45 亿元，同比-44.49%，环比-32.3%。四季度盈利能力保持较高水平，23 年一季度毛利率和净利率下滑明显

公司 2022 年毛利率 35.17%，净利率提升至 23.37%，均为近 5 年新高。分季度来看，2022Q4 毛利率 37.23%为 22 年最高水平，净利率水平环比下行至 21.05%，是 2022 年四个季度最低水平，23 年 Q1 单季度毛利率为 27.30%，环比下滑 9.97PCT，净利率为 17.74%，回到 2021 年初水平。公司 2022 年度四费率 6.34%，研发费用和管理费用绝对额增长较为明显，四项费用绝对额随着收入提升而提升。其中 Q4 四费率提升至 11.98%，单季度产生财务费用 4502 万元，前两个季度均为财务收益。而 2023 年 Q1 公司仍然保持了 9.47%的四费率较高水位，费用增加也对业绩产生一定的拖累。

22 年食品制造提升，基础化工下行，23Q1 价格下行拖累业绩

公司 22 年食品制造和基础化工板块收入和毛利贡献差异较大，食品制造板块收入盈利创新高，基础化工板块下行明显。盈利水平来看，食品制造毛利率创近五年新高，而基础化工业务毛利率创五年新低，从 22 年下半年来看，食品制造和基础化工分别为 5 年最佳/最差半年度利润表现。

价格方面，公司主要产品三氯蔗糖/安赛蜜/甲基麦芽酚/乙基麦芽酚价格 22 年年均价高位，但逐季下行，三氯蔗糖/安赛蜜均价同比涨幅较大。季度来看，乙基麦芽酚价格 22 年 Q1 下行后保持平稳；安赛蜜 22 年窄幅区间逐季下行，23 年 Q1 大幅下行；三氯蔗糖在 22 年前三季度高位平稳略降，但 Q4 和 Q1 分别环比下行 16%和 27%。22 年的产品价格下行并未影响到公司毛利率，甚至在 Q4 达到近 5 年新高，而 23 年 Q1 的产品价格下行对盈利影响较大，特别是三氯蔗糖 Q1 大幅下行对收入和利润产生影响。

新的五年计划，围绕生物、绿色化学展开布局

公司 22 年度基本完成自 17 年制定的五年计划，并制定了五年新的规划，而这些规划不乏一些围绕生物、绿色化学展开的布局，我们相信公司通过定远二期项目建设、生物合成平台建设，向生物-化学、产业链一体化的精细化产品等多个方向延伸，新的五年进入新产品的投入周期，有望为公司带来长期成长支持。

盈利预测：产品价格下行，我们下调部分年份盈利预期，预计 23-25 年归母净利润分别为 10.38/16.38/19.44 亿元（23-24 年前值 21.81/23.56 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：定远项目推广不及预期；产品价格持续下行；安全环保风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,845.32	7,250.50	6,577.13	7,495.57	8,216.90
增长率(%)	59.44	24.04	(9.29)	13.96	9.62
EBITDA(百万元)	1,879.73	2,558.18	1,574.69	2,290.79	2,715.71
归属母公司净利润(百万元)	1,177.10	1,695.01	1,037.63	1,637.95	1,943.58
增长率(%)	63.82	44.00	(38.78)	57.86	18.66
EPS(元/股)	2.10	3.02	1.85	2.92	3.46
市盈率(P/E)	12.08	8.39	13.70	8.68	7.31
市净率(P/B)	2.43	2.02	1.87	1.69	1.52
市销率(P/S)	2.43	1.96	2.16	1.90	1.73
EV/EBITDA	14.07	5.95	5.94	5.01	3.92

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.34 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	560.93
流通 A 股股本(百万股)	557.16
A 股总市值(百万元)	14,213.85
流通 A 股市值(百万元)	14,118.54
每股净资产(元)	12.68
资产负债率(%)	32.28
一年内最高/最低(元)	47.16/25.30

作者

郭建奇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522110002
guojianqi@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《金禾实业-季报点评:三季度业绩历史新高，定远百亿投资落地》2022-10-20
- 《金禾实业-半年报点评:上半年业绩高速增长，长期发展潜力初现》2022-09-05
- 《金禾实业-季报点评:一季度业绩大幅增长，未来成长性初现》2022-04-30

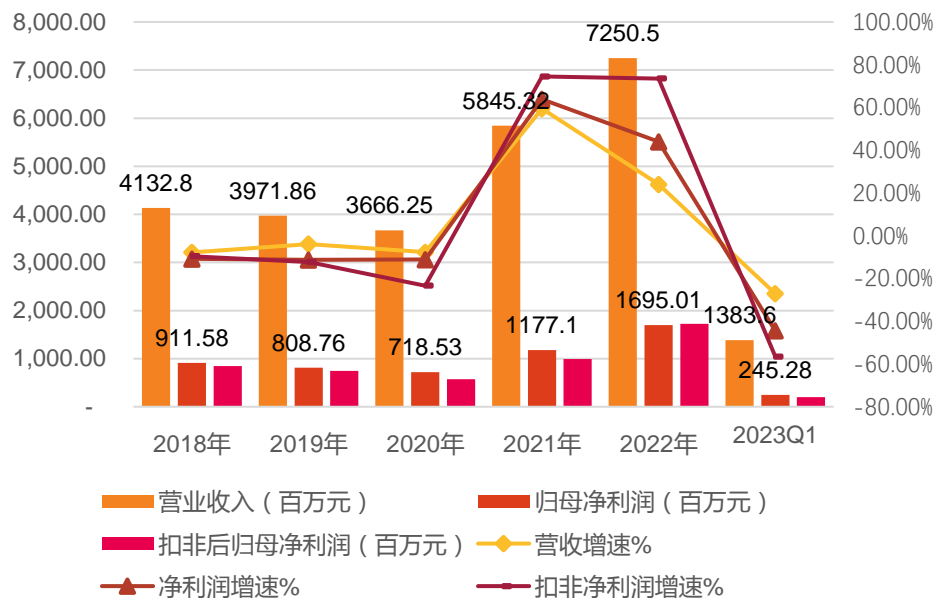
1. 22 年高价格高盈利，食品板块表现突出，23Q1 价格进入下行区间，盈利水平明显回调

1.1. 22 年收入创历史新高，Q4 盈利水平仍然保持，但 Q1 快速下行

金禾实业发布 2022 年度报告，公司 22 年实现收入 72.51 亿元，同比+24.04%，实现归母净利润 16.95 亿元，同比+44%，实现扣非后归母净利润 17.26 亿元，同比+73.51%；其中 Q4 实现收入 17.22 亿元，同比-5.69%，环比-10.7%，实现归母净利润 3.62 亿元，同比-21.84%，环比-24.32%，扣非归母净利润 3.87 亿元，同比-4.01%，环比-15.6%。

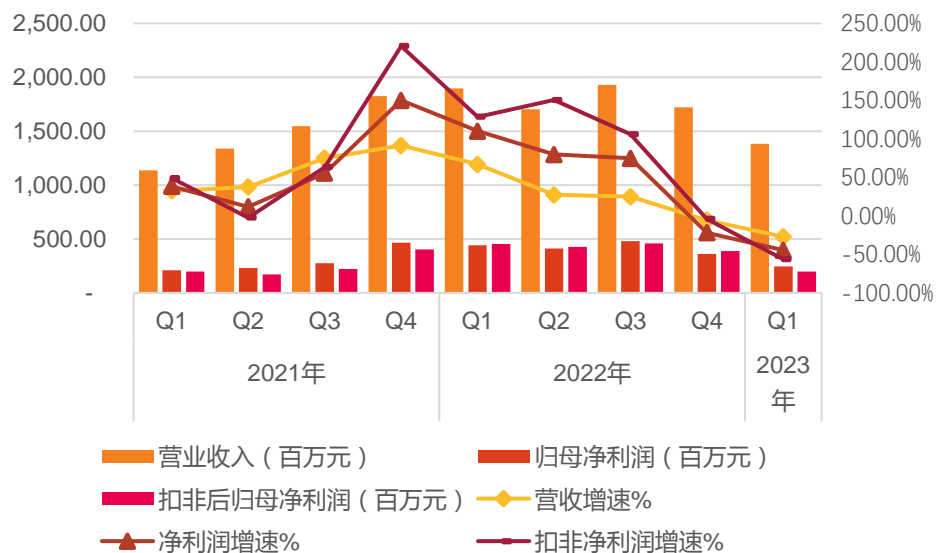
公司公布 2023 年 Q1 业绩情况：Q1 实现收入 13.84 亿元，同比-27.10%，环比-19.7%，归母净利润 2.45 亿元，同比-44.49%，环比-32.3%，扣非归母净利润 1.97 亿元，同比-56.50%，环比-49.1%。

图 1：年度收入和利润情况



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 2：季度收入和利润情况



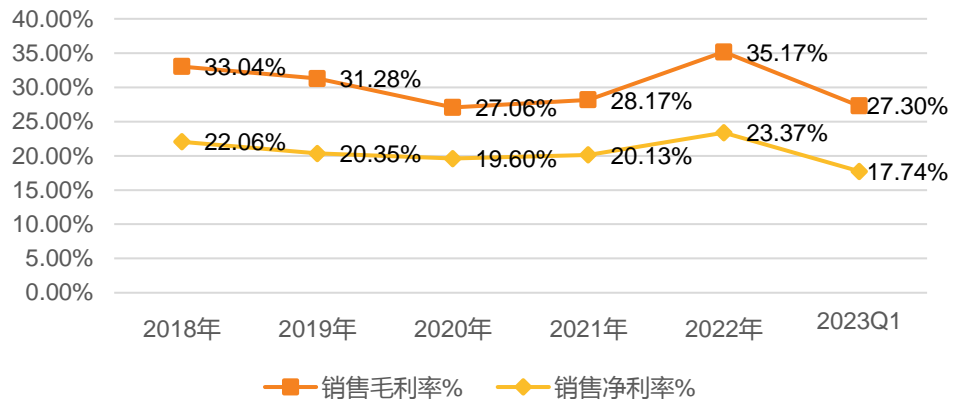
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.1.1. 四季度盈利能力保持较高水平，23 年一季度毛利率和净利率下滑明显

公司 2022 年毛利率水平为 35.17%，创近 5 年新高，较 2021 年提升 7PCT，净利率水平也提升至 23.37%，为近 5 年最高水平。分季度来看，2022Q4 毛利率 37.23% 为 22 年最高水平，虽然 Q4 毛利率提升明显，但净利率水平出现明显环比下行，Q4 净利率仅为 21.05%，是 2022 年四个季度最低水平。

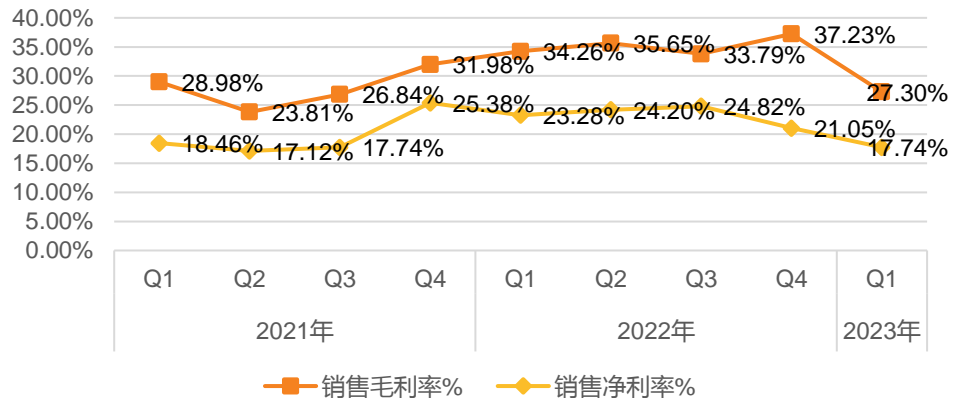
2023 年 Q1 毛利率和净利率均出现明显下行，单季度毛利率为 27.30%，环比 Q4 下滑 9.97PCT，净利率为 17.74%，回到 2021 年初水平。

图 3：年度毛利率和净利率



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 4：季度毛利率和净利率

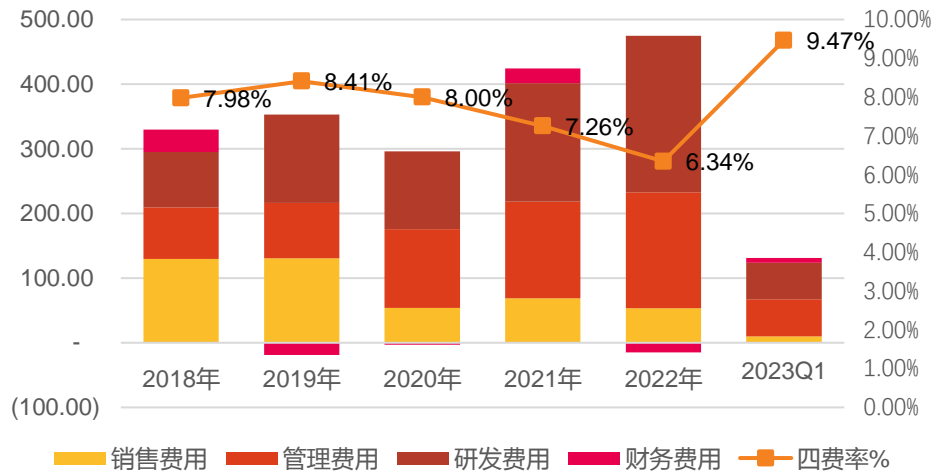


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.1.2. 费用端 Q4 产生较大拖累，财务费用增长明显

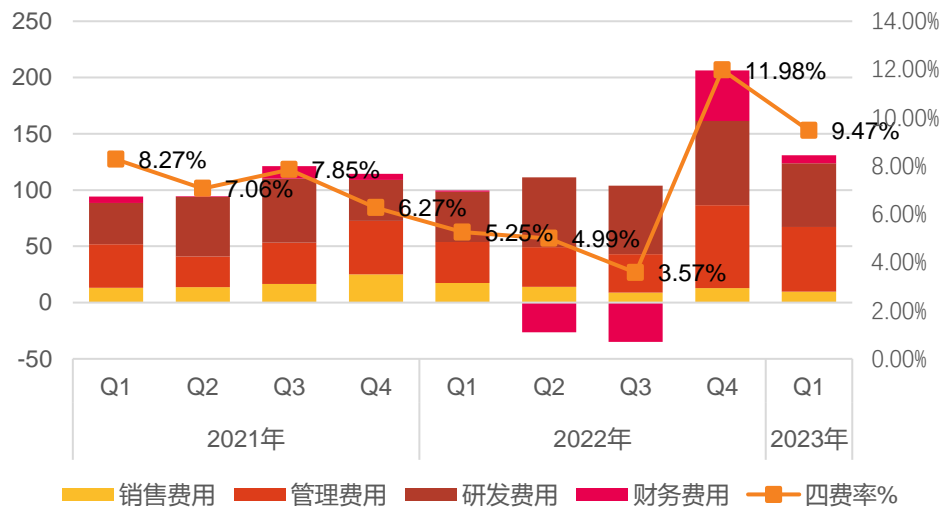
虽然公司 2022 年度四项费用率为 5 年新低的 6.34%，但研发费用和管理费用绝对额增长较为明显，四项费用绝对额随着收入提升而提升。其中 Q4 四项费用占收入比重快速提升至 11.98%，财务费用由过去两个季度的财务收益，变为财务费用，单季度产生财务费用 4502 万元。而 2023 年 Q1 公司仍然保持了 9.47% 的四费率较高水位，也对业绩产生一定的拖累。

图 5：年度费用情况（单位：万元）



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 6: 季度费用情况 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

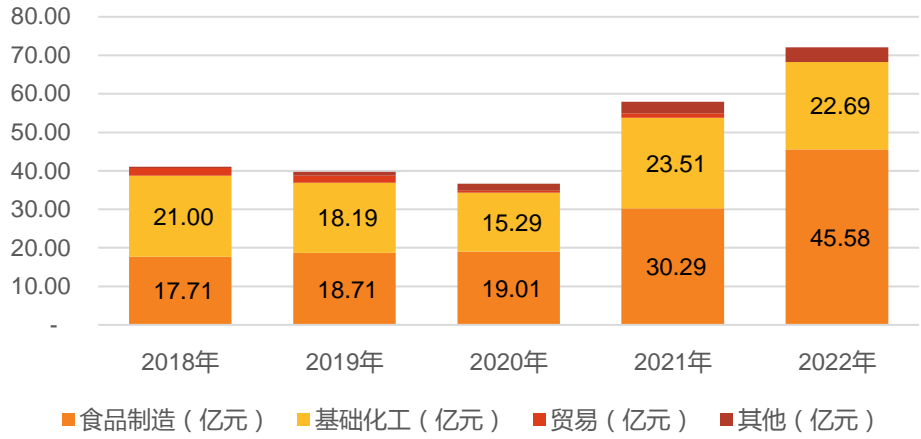
1.2. 22 年食品制造提升明显，基础化工下行有所拖累，23 年 Q1 食品板块价格下行拖累业绩，但整体需求仍保持高位

1.2.1. 22 年食品制造相关板块收入毛利提升明显，基础化工出现下滑

公司 2022 年食品制造和基础化工量大板块收入和毛利贡献差异较大，22 年食品制造板块创造收入 45.58 亿元，创造毛利 21.77 亿元，较 2021 年分别提升 50.47%/114.10%；而基础化工板块收入和毛利水平均出现下滑，2022 年实现收入 22.69 亿元，实现毛利 2.80 亿元，较 2021 年分别-3.47%和-49.08%。

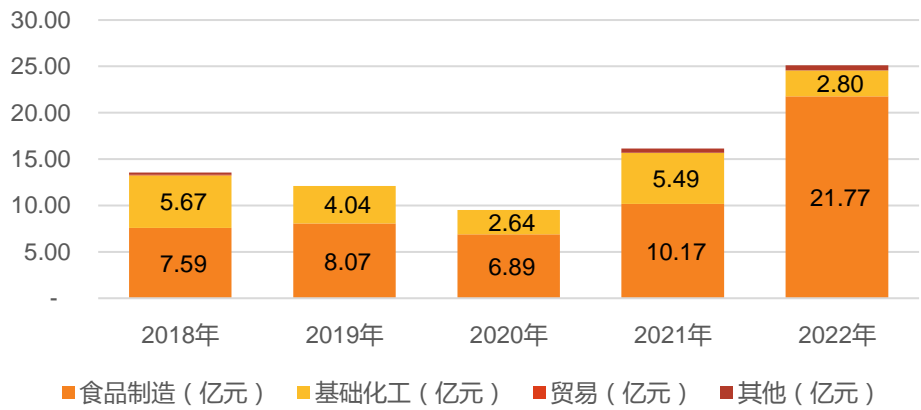
而从毛利率角度来看，食品制造 2022 年毛利率水平为 47.77%，创近五年新高，而基础化工业务毛利率下滑至 12.32%，创五年新低，板块盈利水平分化明显。

图 7: 收入结构拆分



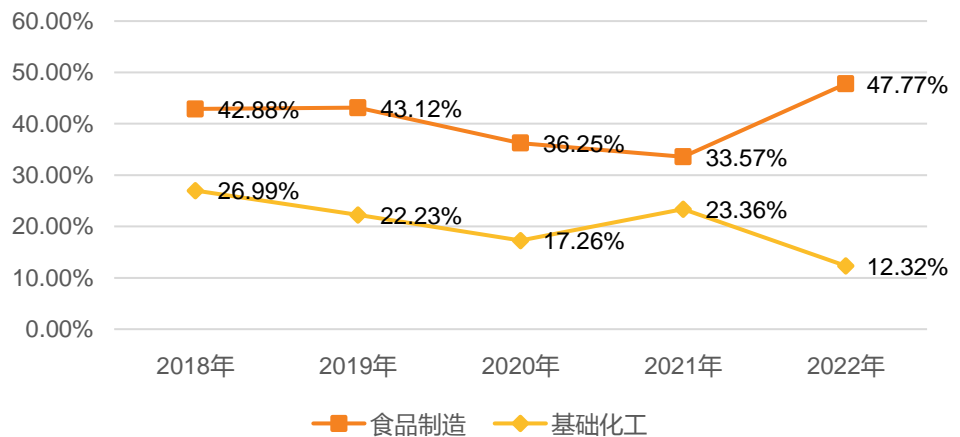
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 8: 毛利结构拆分



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 9: 分板块毛利率情况



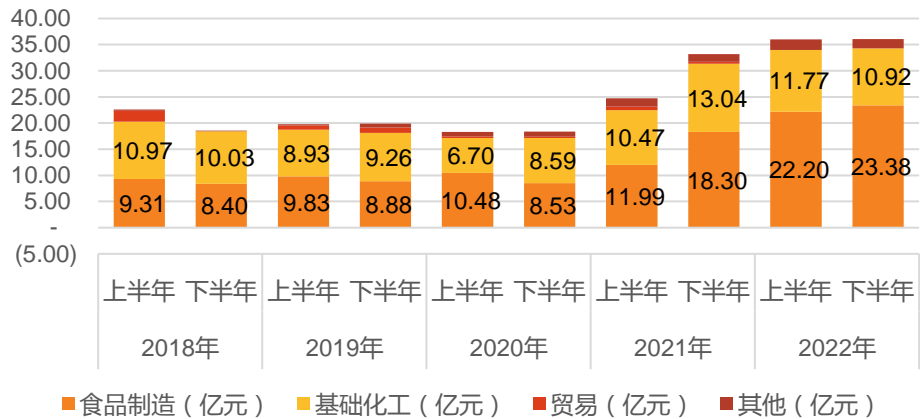
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

1.2.2. 食品制造下半年盈利提升, 基础化工下半年盈利快速下行

按照上下半年拆分来看, 2022 年食品制造领域收入、毛利均保持近 5 年新高, 特别是毛利水平, 2022 年下半年毛利 12.09 亿元, 连续四个半年度提升; 而基础化工板块 2022 年下

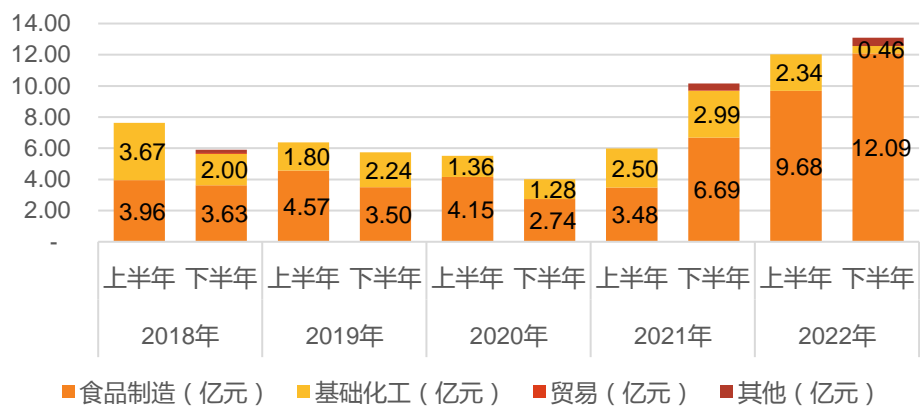
半年毛利 0.46 亿元，为近五年最差的半年表现。

图 10：半年度板块收入拆分



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 11：半年度板块毛利拆分



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

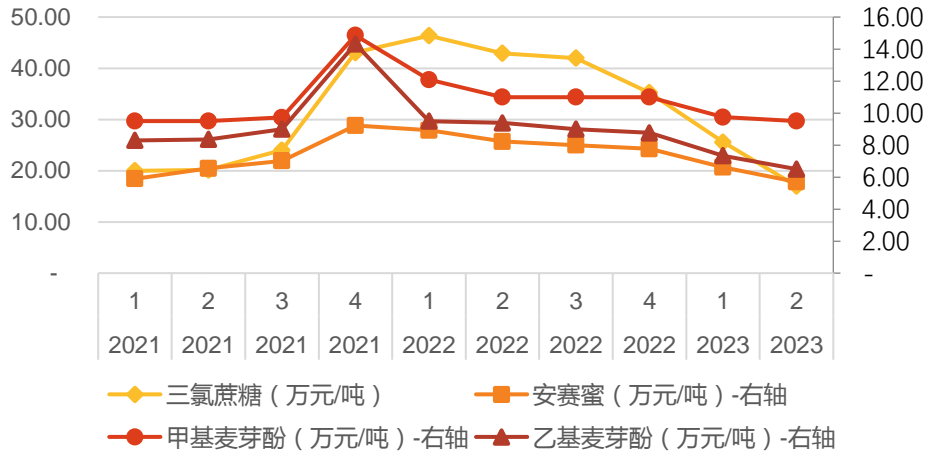
1.2.3. 产品价格 Q4 下滑为正常回调，而 23 年 Q1 快速下行带来了盈利水平的下行

根据百川盈孚数据，公司四个主要产品三氯蔗糖/安赛蜜/甲基麦芽酚/乙基麦芽酚价格 2022 年均为前高后低状态，产品价格 2021 年 Q4 冲高后呈现持续回落状态，2022 年四个主要产品实现均价分别为 41.45/8.20/11.24/9.15 万元/吨，其中三氯蔗糖、安赛蜜较 2021 年均价涨幅较大。

季度间价格波动来看，乙基麦芽酚价格 2022 年 Q1 环比下行明显，并在 2022 年逐季缓步下行；安赛蜜价格 2022 年保持在 7.7-8.9 万元/吨价格区间窄幅逐季下行，进入 2023 年 Q1 下行幅度较为明显；三氯蔗糖在 22 年前三季度保持 40 万元/吨价格平稳略降，但 Q4 和 Q1 分别环比下行 16%和 27%，价格下行趋势明显。

但根据我们上述对于季度间收入、毛利率和净利率的分析，2022 年全年的产品价格下行并未影响到公司毛利率，我们认为，价格下行的主导因素可能主要以原材料价格下跌的跟跌相关，毛利率甚至在 Q4 达到近 5 年新高。我们认为，23 年 Q1 的产品价格下行落实到公司收入和盈利能力来看可能影响较大，特别是三氯蔗糖单季度均价下行超过 27%，价格下行可能对收入和利润产生影响。

图 12：公司主要产品价格季度波动情况

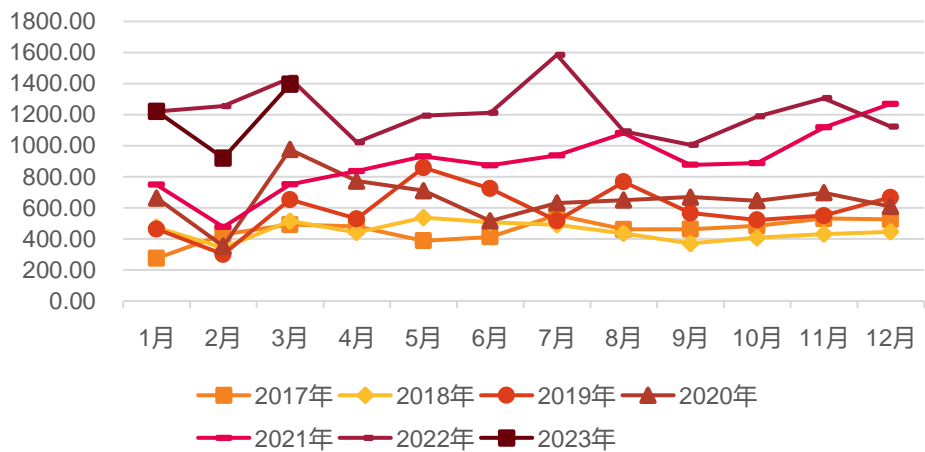


资料来源: Wind, 百川盈孚, 天风证券研究所

1.2.4. 国内外需求并不弱，三氯出口受疫情影响高位波动

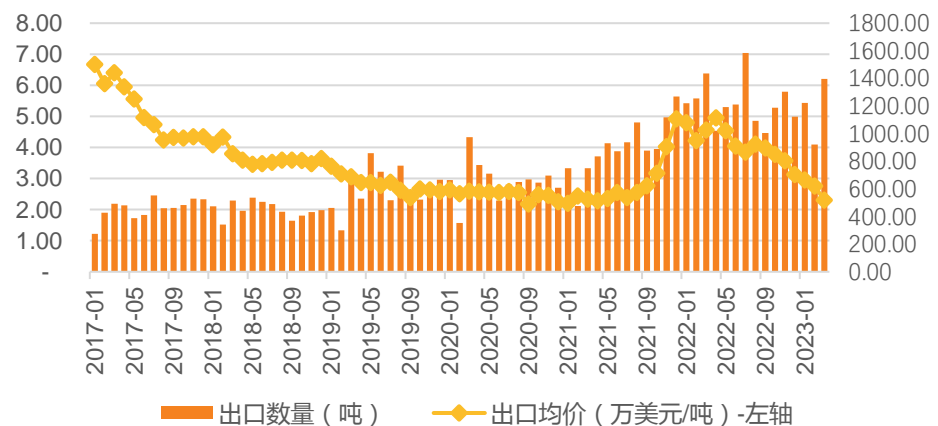
自 2021 年 Q4 以来，除 23 年 2 月外，三氯蔗糖出口数据长期维持在 1000 吨/月以上，需求仍然保持较高增速，进入 2023 年以来，除 2 月份因过年因素导致的出口下行外，3 月已经恢复至较高出口水平，由于三氯蔗糖等代糖产品下游偏向于刚需，国内外需求仍然高位较为稳定。

图 13: 三氯蔗糖出口海关数据 (单位: 吨)



资料来源: Wind, 中国海关, 天风证券研究所

图 14: 三氯蔗糖单月出口量和出口均价



资料来源: Wind, 中国海关, 天风证券研究所

2. 新的五年计划，围绕生物、绿色化学展开布局

公司 2022 年度基本完成过 2017 年制定的五年计划，对于下一个五年公司已经有了新的规划，而这些规划不乏一些围绕生物、绿色化学展开的布局：

- 1、聚焦于营养健康和先进制造两个产业方向：① 围绕营养健康领域，除三氯蔗糖、安赛蜜等产品外，公司 2022 年布局的阿洛酮糖有望投入商业化，推进甜菊糖等产品的研发，并推动天然甜味剂的酶催化和胞内合成路径发展，香精香料方面，公司积极和高效等科研院所配合研发推出多款天然香料产品，推动香精香料产业发展；② 围绕先进制造领域，公司拥有盐化工、煤化工等产业链上游配套，公司围绕相关中间产品向下游进一步延伸，拓展多种含氯产品。
- 2、搭建生物-化学合成平台，加大绿色化学+合成生物学的研发力度，向绿色低碳产业发展：① **化工领域**：公司进一步延伸产业链和布局，巩固自身产品优势的同时，探索非粮生物基产品和新能源产品，特别是公司 2023 年对于定远二期项目的投资进入全方位建设过程中；② **生物合成领域**：将非粮生物基材料和合成生物学相结合，未来 3-5 年打造非粮生物基材料全组分利用的创新技术，争取实现相关产品的产业化；

我们相信公司通过定远二期项目建设、生物合成平台建设，向生物-化学、产业链一体化的精细化产品等多个方向延伸，新的五年进入新产品的投入周期，有望为公司带来长期成长支持。

3. 盈利预测和投资建议

因公司产品价格下行，我们下调部分年份盈利预期，预计 23-25 年归母净利润分别为 10.38/16.38/19.44 亿元（23-24 年前值 21.81/23.56 亿元），维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,985.11	2,360.47	3,493.78	1,426.89	2,344.58
应收票据及应收账款	505.17	732.74	279.17	874.04	390.15
预付账款	109.34	130.97	98.91	137.48	122.44
存货	505.75	627.41	517.99	624.82	632.26
其他	2,388.58	2,866.84	2,936.79	2,878.84	2,900.66
流动资产合计	5,493.95	6,718.43	7,326.63	5,942.06	6,390.08
长期股权投资	19.76	18.65	18.65	18.65	18.65
固定资产	2,399.67	2,751.09	2,406.59	3,049.46	4,096.68
在建工程	334.18	78.67	78.67	1,039.34	1,519.67
无形资产	119.99	266.81	250.76	234.72	218.67
其他	480.28	507.19	260.58	245.38	181.98
非流动资产合计	3,353.88	3,622.41	3,015.26	4,587.55	6,035.65
资产总计	8,847.82	10,340.84	10,341.89	10,529.61	12,425.73
短期借款	176.16	204.18	0.10	0.10	0.10
应付票据及应付账款	1,089.59	927.88	1,548.65	848.54	1,681.28
其他	381.78	1,328.62	766.43	891.57	1,049.69
流动负债合计	1,647.53	2,460.69	2,315.18	1,740.21	2,731.07
长期借款	630.00	616.25	0.10	0.10	0.10
应付债券	506.87	0.00	330.04	278.97	203.00
其他	90.36	161.71	105.83	119.30	128.95
非流动负债合计	1,227.23	777.96	435.97	398.37	332.05
负债合计	3,006.71	3,305.35	2,751.15	2,138.58	3,063.12
少数股东权益	0.28	1.88	1.74	1.45	1.17
股本	560.91	560.92	560.92	560.92	560.92
资本公积	482.20	358.88	358.88	358.88	358.88
留存收益	4,740.93	6,074.97	6,593.78	7,412.76	8,384.55
其他	56.80	38.86	75.43	57.03	57.10
股东权益合计	5,841.12	7,035.50	7,590.74	8,391.03	9,362.62
负债和股东权益总计	8,847.82	10,340.84	10,341.89	10,529.61	12,425.73

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,176.45	1,694.60	1,037.63	1,637.95	1,943.58
折旧摊销	319.94	354.90	360.54	412.51	488.49
财务费用	24.91	45.19	2.89	(22.70)	(17.39)
投资损失	(119.04)	(67.70)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(242.00)	112.04	1,188.57	(1,319.62)	1,433.96
其它	(275.35)	16.19	(0.28)	(0.58)	(0.56)
经营活动现金流	884.92	2,155.23	2,589.36	707.57	3,848.08
资本支出	575.63	504.40	55.88	1,986.53	1,990.35
长期投资	15.38	(1.11)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,330.87)	(1,022.32)	(55.88)	(3,986.53)	(3,990.35)
投资活动现金流	(739.86)	(519.03)	0.00	(2,000.00)	(2,000.00)
债权融资	580.85	211.12	(973.95)	62.64	41.05
股权融资	(423.67)	(141.25)	(482.11)	(837.09)	(971.43)
其他	71.97	(415.52)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	229.15	(345.66)	(1,456.06)	(774.45)	(930.39)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	374.21	1,290.54	1,133.30	(2,066.88)	917.69

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,845.32	7,250.50	6,577.13	7,495.57	8,216.90
营业成本	4,198.64	4,700.56	4,845.19	5,049.37	5,363.28
营业税金及附加	33.35	63.08	46.65	53.72	62.89
销售费用	68.84	53.37	74.14	75.98	78.80
管理费用	149.62	179.23	183.12	195.28	215.32
研发费用	182.87	242.36	213.87	242.93	269.39
财务费用	22.89	(15.00)	2.89	(22.70)	(17.39)
资产/信用减值损失	(23.50)	(54.33)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	49.49	(135.53)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	119.04	67.70	0.00	0.00	0.00
其他	(340.86)	201.14	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,384.94	1,947.92	1,211.26	1,900.98	2,244.61
营业外收入	0.75	0.71	0.73	0.73	0.73
营业外支出	21.85	26.19	19.32	22.45	22.65
利润总额	1,363.84	1,922.44	1,192.67	1,879.26	2,222.68
所得税	187.39	227.84	155.32	241.89	279.66
净利润	1,176.45	1,694.60	1,037.35	1,637.37	1,943.02
少数股东损益	(0.65)	(0.41)	(0.28)	(0.58)	(0.56)
归属于母公司净利润	1,177.10	1,695.01	1,037.63	1,637.95	1,943.58
每股收益(元)	2.10	3.02	1.85	2.92	3.46

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	59.44%	24.04%	-9.29%	13.96%	9.62%
营业利润	64.95%	40.65%	-37.82%	56.94%	18.08%
归属于母公司净利润	63.82%	44.00%	-38.78%	57.86%	18.66%
获利能力					
毛利率	28.17%	35.17%	26.33%	32.64%	34.73%
净利率	20.14%	23.38%	15.78%	21.85%	23.65%
ROE	20.15%	24.10%	13.67%	19.52%	20.76%
ROIC	35.82%	48.86%	26.19%	59.96%	34.45%
偿债能力					
资产负债率	33.98%	31.96%	26.60%	20.31%	24.65%
净负债率	-10.38%	-11.17%	-38.07%	-9.33%	-17.91%
流动比率	3.09	2.66	3.16	3.41	2.34
速动比率	2.80	2.41	2.94	3.06	2.11
营运能力					
应收账款周转率	14.60	11.71	13.00	13.00	13.00
存货周转率	13.82	12.80	11.48	13.12	13.07
总资产周转率	0.74	0.76	0.64	0.72	0.72
每股指标(元)					
每股收益	2.10	3.02	1.85	2.92	3.46
每股经营现金流	1.58	3.84	4.62	1.26	6.86
每股净资产	10.41	12.54	13.53	14.96	16.69
估值比率					
市盈率	12.08	8.39	13.70	8.68	7.31
市净率	2.43	2.02	1.87	1.69	1.52
EV/EBITDA	14.07	5.95	5.94	5.01	3.92
EV/EBIT	16.83	6.85	7.70	6.11	4.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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