



# 大市场、小公司

## ——老板电器（002508）动态跟踪报告

分析师

朱政 021-61680362  
执业证书编号 S1070512060002

投资评级：推荐（维持）

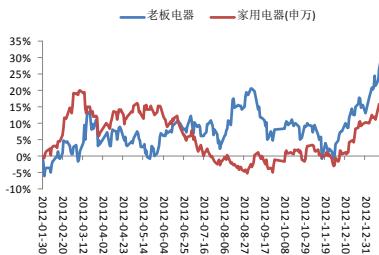
市场数据

目前股价（元）	20.99
总市值（亿元）	53.70
流通市值（亿元）	19.52
总股本（百万股）	256
流通股本（百万股）	92.8
12个月最高/最低	21.28/14.35

公司盈利预测

	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	1,951	2,550	3,334
(+/-%)	27.2%	30.7%	30.7%
净利润（百万元）	264	347	440
(+/-%)	41.4%	31.4%	26.5%
摊薄EPS	1.03	1.36	1.72
PE	20.3	15.5	12.2

股价表现图



数据来源：Wind 资讯

结论：

公司发布 2012 年业绩预增公告，预计 2012 年归属于母公司的净利润同比增长 40%-50%，超出市场预期。我们上调盈利预测，预计公司 2012~2014 年归属于母公司净利润分别同比增长 41%、31%、27%，每股收益分别为 1.03 元（+9%）、1.36 元（+12%）、1.72 元（+11%），对应前日收盘价 PE 分别为 20 倍、15 倍、12 倍，看好公司市场份额及盈利能力的提升，维持公司“推荐”评级，12 个月目标价 26 元。

要点：

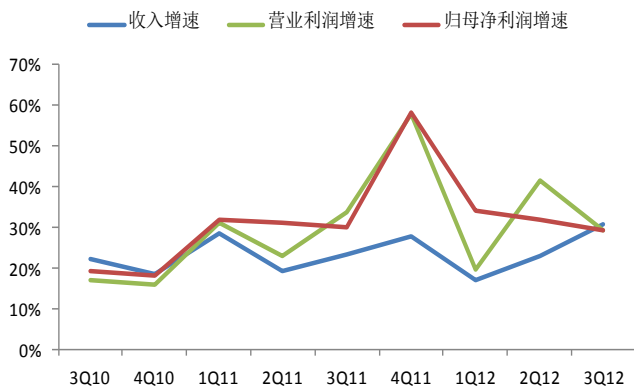
- **抗周期能力超出预期。** 2012 年初，市场觉得公司的产品和房地产关联度大，担忧公司的业绩会受到地产调控的影响，而回顾 2012 年的情况，行业确实受到地产调控的影响，但公司凭借产品竞争力以及多渠道发力的策略，市场份额显著提升，主要产品销量同比增长了 20% 以上，很好的抵御了行业的波动。同时，原材料价格下跌以及低成本渠道占比的上升提升了公司的盈利能力，为业绩锦上添花。
- **大市场、小公司。** 公司所处的行业市场份额分散，呈现典型的大市场、小公司的局面。目前行业缺乏权威的统计数据，但从各家机构给出的数据看，吸油烟机年销量约为 1600-1800 万台，燃气灶年销量约为 2000-2200 万台，公司 2011 年吸油烟机销量 70 万台，燃气灶销量 65 万台，市场份额不到 10%。厨房大家电行业和白电行业类似，产品更新慢，强者愈强，龙头企业的市场份额会越做越大，目前空调、冰箱、洗衣机龙头市场份额已经达到 30%，我们判断未来厨电龙头的市场份额也会持续提升。
- **公司战略：品牌多元化+渠道多元化。** 公司目前有帝泽、老板、名气三个品牌，分别定位为奢侈、高端、大众三个档次，覆盖了 2000 元到上万元的价格区间，其目标市场分别定位在精装修、一二级市场及三四级市场，通过产品价位、目标市场的差异化，公司将最大限度的发挥各个品牌的竞争力，提升市场份额。另外，渠道多元化也是公司的一个特色，目前公司主要的销售渠道包括 KA、专卖店、精装修、电子商务、地方百货超市以及橱柜专营。渠道多元化一方面有利于公司接触更多的消费群体，做大市场份额，另一方面使公司不必过度依赖 KA 渠道，提升了公司对渠道的议价能力，最终体现为盈利能力的逐步提升。
- **风险提示：** 地产调控超出预期。

## 1. 抗周期能力超出预期

公司发布2012年业绩预增公告, 预计2012年归属于母公司的净利润同比增长40%-50%, 超出市场预期(市场预期为30%)。年初, 市场觉得公司的产品和房地产关联度大, 担忧公司的业绩会受地产调控的影响, 而回顾2012年的情况, 行业确实受到地产调控的影响, 但公司凭借产品竞争力以及多渠道发力的策略, 市场份额显著提升, 主要产品销量同比增长了20%以上, 很好的抵御了行业的波动。同时, 原材料价格下跌以及低成本渠道占比的上升提升了公司的盈利能力, 为业绩锦上添花。

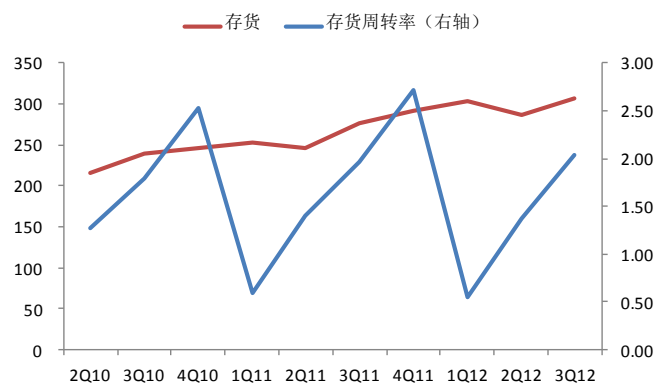
公司收入确认方式保守, 一般都是在终端把产品销售到消费者手中后, 公司才确认收入, 因此公司资产负债表中的库存项目基本可以代表工厂库存及渠道库存。近几个季度公司的库存周转率是比较平稳的, 因此其增长是良性的, 产品并未停留于渠道中。

图 1: 公司单季度业绩增速



资料来源: 公司资料, 长城证券研究所

图 2: 公司季度存货水平及周转率 单位: 百万元

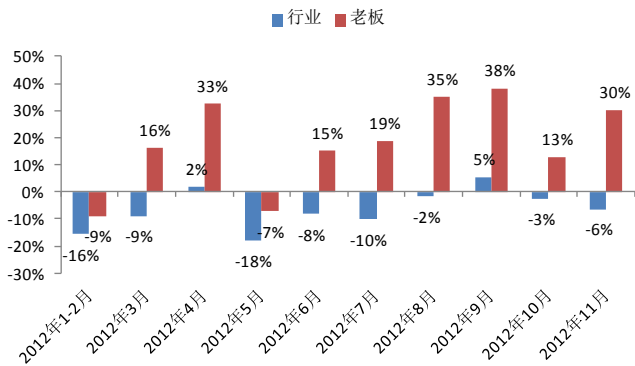


资料来源: 公司资料, 长城证券研究所

## 2. 大市场、小公司带来缓冲垫

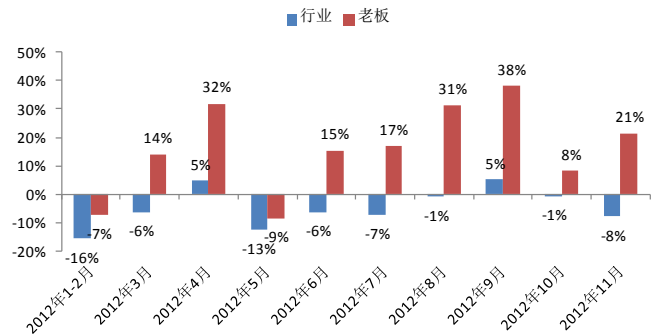
公司的市场份额提升是2012年实现较好增长的主要因素。中怡康的数据代表一二级市场KA、百货、超市这些实体店的零售数据, 2012年老板电器在这些主流渠道内的销售增长远远超越了行业, 2012年1-11月吸油烟机行业销量同比下滑了7%, 老板同比增长了17%, 燃气灶行业销量同比下滑了5%, 老板同比增长了15%。上半年, 多数品牌经营业绩不够理想, 同比出现了负增长, 在行业品牌数量较多的情况下, 各家企业的经营实力差距较大, 强者愈强的特征比较明显, 上半年实现增长的只有老板、方太和华帝这些强势品牌。

图 3: 吸油烟机月度销量增速



资料来源: 中怡康, 长城证券研究所

图 4: 燃气灶月度销量增速



资料来源: 中怡康, 长城证券研究所

公司所处的行业市场份额分散, 呈现典型的大市场、小公司的局面。目前行业缺乏权威的统计数据, 但从各家机构给出的数据来看, 吸油烟机年销量约为1600-1800万台, 燃气灶年销量约为2000-2200万台, 公司2011年吸油烟机销量70万台, 燃气灶销量65万台, 市场份额不到10%。厨房大家电行业和白电行业类似, 产品更新慢, 强者愈强, 龙头企业的市场份额会越做越大, 目前空调、冰箱、洗衣机的龙头企业市场份额能达到30%, 我们判断未来厨电龙头的市场份额也会持续提升。

### 3. 公司战略: 品牌多元化+渠道多元化

#### 3.1 品牌多元化

公司目前有帝泽、老板、名气三个品牌, 分别定位为奢侈、高端、大众三个档次, 覆盖了2000元到上万元的价格区间, 其目标市场分别定位在精装修、一二级市场及三四级市场, 通过产品价位、目标市场的差异化, 公司将最大限度的发挥各个品牌的竞争力, 获取更多市场份额。

图 5: 公司的三大品牌

品牌	定位	目标市场	经营主体
帝泽	奢侈	精装修	与法格合资的公司, 老板占 51% 股权
老板	高端	一二级市场	老板电器股份有限公司
名气	大众	三四级市场	老板全资子公司

资料来源: 长城证券研究所

老板品牌是公司目前的主打品牌, 是收入利润的主要来源。老板品牌定位在高

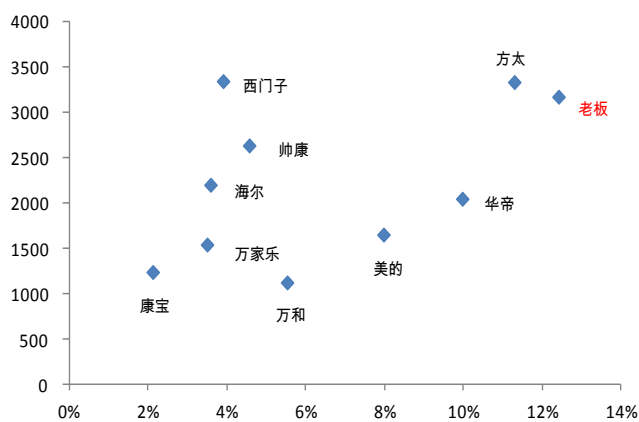
端，其产品均价仅次于西门子和方太。老板品牌的规模处于业内领先地位，据中怡康统计，其吸油烟机销量份额12%，位列行业第一，燃气灶销量份额10%，位列行业第二。

厨电行业不同于其他家电行业，老板和方太等本土企业在高端市场占据着绝对的优势，主要原因在于中国传统的烹饪习惯与国外差别较大，大部分外资企业的产品在设计 and 功能上难以满足国内烹饪习惯的要求，因此外资在国内厨房大家电领域涉足不深，目前进入行业前十的外资企业仅有西门子一家。

国内企业目前分为两类，一类是以老板、方太、华帝为代表的专业厨电企业，另一类是以美的、海尔为代表的综合家电企业。目前，专业厨电企业的产品定位以及整体规模都会高于综合家电企业，体现出消费者在认购产品时会更加认同“专注”的企业。

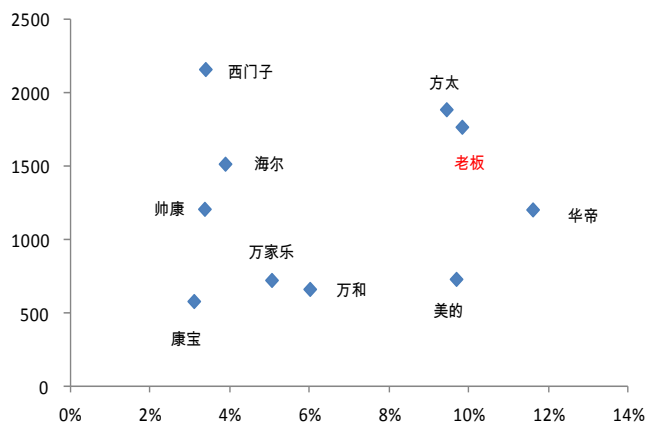
老板的产品定位较高，有60%的吸油烟机产品零售价处于3000元以上，而行业零售价在3000元以上的吸油烟机约占整体销量的18%，在这个高端市场上，老板市场份额为32%，方太为29%，西门子为11%，前三家的市场份额合计达到72%，市场集中度较高。据中怡康数据显示，2012年1-11月老板吸油烟机销量同比增长了17%，而销售额同比增长22%，说明公司在高端市场具备一定的定价权。

图 6：吸油烟机前十品牌销量份额及均价 单位：元



资料来源：中怡康，长城证券研究所

图 7：燃气灶前十品牌销量份额及均价 单位：元



资料来源：中怡康，长城证券研究所

名气品牌定位于普通大众，2012年收入预计达到8000万，同比增长100%，2013年目标是再增长一倍，名气品牌目前处于打基础阶段，还未贡献利润。为了不影响老板品牌的销售，公司目前把名气品牌完全独立经营。名气单独成立子公司，其管理、品牌、财务、渠道等都与老板独立开来。名气目前的均价是老板的一半，两个品牌的价格差距拉的比较远。名气目前已经有41个经销商，与老板经销商完全独立，终端渠道上，名气目前只在专卖店、小型的地方百货销售，以后会进入一些大型的地方百货以及小部分的KA渠道。从规模上来讲，名气未来的空间比老板更大，主要的增长来源是整合中低端市场。

帝泽品牌来自于老板电器与法格(FAGOR)的合资公司,老板电器占合资公司51%的股权。帝泽品牌主攻精装修市场,目前在上海新天地开出了中国的首家门店。精装修市场对品牌美誉度的要求非常高,外资品牌往往占有一定优势,公司的主要竞争对手西门子厨电在中国精装修市场表现突出,公司此次推出帝泽品牌将进一步增强公司在精装修市场的竞争力。法格品牌是享誉全球的知名品牌,于1943年诞生于西班牙,主营厨房烹饪、小家电、橱柜等,今天的法格品牌遍及全球百万家庭,作为拥有半个多世纪悠久历史的强大的工业集团,法格不仅是西班牙白色家电唯一的全球性制造商,更以卓越的创新力享誉世界。

### 3.2 渠道多元化

公司是业内渠道多元化做的最为出色的企业之一,目前公司主要的销售渠道包括一二级市场的KA、三四级市场的专卖店、精装修工程渠道、网络和电视购网等电子商务渠道、地方百货超市以及橱柜专营。KA和专卖店是公司目前出货量最大的两个渠道,2011年这两个渠道的销售占比分别达到了45%和20%,但这两个传统渠道增长并不快,KA今年上半年增长了10%,专卖店增长了10%-15%,受宏观调控的影响较大。精装修和电子商务这两个新兴渠道是公司增速最快的两类渠道,今年上半年分别增长了60%和150%。精装修渠道理论上受地产的影响较大,但公司之前积累了较深的客户资源,并且这些客户从今年开始逐步贡献订单,因此受到的影响不大。

渠道多元化对公司而言,一方面可以接触更多的消费群体,做大市场份额,另一方面还可以帮助公司摆脱过度依赖KA渠道的弊端,提升公司对渠道的议价能力。公司目前在京东等电商渠道销售的利润率远高于国美苏宁的实体店,今年电商渠道也是对盈利能力做出了较大的贡献,随着电商销售占比的提升,这种趋势将会延续。

图 8: 公司各类渠道的销售占比及增长情况

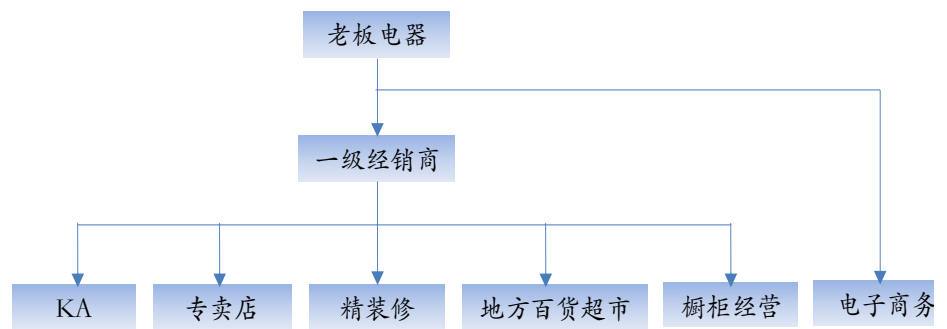
渠道类型	2011 年销售占比	2012 年上半年增速
KA	45%	10%
专卖店	20%	10%-15%
精装修	9%	60%-70%
电子商务	6%	150%
地方百货超市	9%	0%
橱柜专营	8%	0%
其他	3%	0%

资料来源: 长城证券研究所

公司渠道较为扁平化，总部下设一级经销商，直接面对终端渠道，其中上海、北京销售公司为公司的控股子公司，其余地区的销售均由经销商代理。除与KA、电子商务、全国前50大地产商的谈判由总部直接进行、经销商负责安装外，其他渠道均由经销商自主经营。

老板品牌目前有60个一级经销商，2009年上市时为50个，总体增长比较缓慢，公司在渠道扩张方面比较谨慎，经销商质量是公司重点考虑的因素。公司的渠道实力与国内大家电企业相比还有较大的差距，主要是渠道深度不够，公司的产品在很多的县城乡镇都未有销售，未来专卖店的持续开设，以及名气品牌的放量，将使公司在三四级市场获得更多市场份额。

图 9：公司的渠道层级

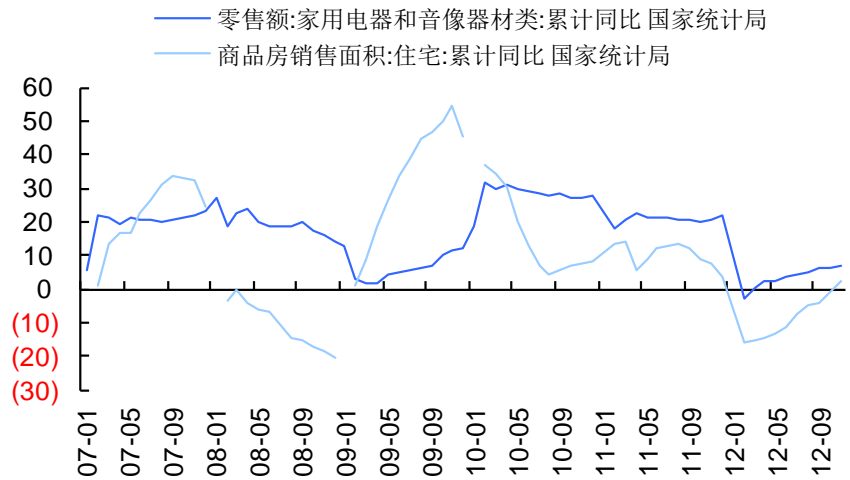


资料来源：长城证券研究所

## 4. 地产销售企稳有望带动行业销售

地产销售一般领先家电销售3-6个月，上半年地产刚需开始逐步释放，将对下半年的家电销售起到一定带动作用，下半年家电销售有望逐步企稳。厨房大家电是家电产品中跟地产关联度最大的产品，主要原因是厨房大家电目前主要在城市销售，需求大部分是地产的装修需求，因此，厨房大家电下半年的需求恢复程度应当是最明显的。

图 10: 地产销售领先家电销售 3-6 个月



资料来源: 统计局, 长城证券研究所

## 5. 维持公司“推荐”评级

### 5.1 预测假设

(1) 销量: 公司市场份额持续提升, 增长好于行业。行业增速受益于地产回暖, 小幅回升。

(2) 毛利率: 电商渠道占比提升带来毛利率的提升; 同时老板品牌凭借在高端市场的竞争力, 可以小幅提升产品均价, 进而带来毛利率提升。

(3) 销售费用率: 老板品牌的费用率稳定, 名气品牌的费用率较低, 随着名气品牌上量, 整体费用率下降。

**图 11: 收入成本预测 单位: 百万元**

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>老板品牌</b>						
销售额	869.93	1276.62	1572.72	1921.21	2417.40	2997.90
增速%	9.70%	46.75%	23.19%	22.16%	25.83%	24.01%
成本	380.14	645.30	820.04	941.87	1152.20	1403.25
毛利率%	56.30%	49.45%	47.86%	50.98%	52.34%	53.19%
<b>名气品牌</b>						
销售额			40.00	80.00	160.00	320.00
增速%				100.00%	100.00%	100.00%
成本			26.40	52.80	105.60	211.20
毛利率%			34.00%	34.00%	34.00%	34.00%

资料来源: 长城证券研究所

**图 12: 销售费用预测 单位: 百万元**

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
销售费用	340.32	421.00	488.36	634.54	821.47	1059.24
销售费用率	36.43%	34.18%	31.84%	32.52%	32.22%	31.77%

资料来源: 长城证券研究所

## 5.2 投资建议

我们上调盈利预测, 预计公司2012~2014年归属于母公司净利润分别同比增长41%、31%、27%, 每股收益分别为1.03元(+9%)、1.36元(+12%)、1.72元(+11%), 对应前日收盘价PE分别为20倍、15倍、12倍, 看好公司市场份额及盈利能力的提升, 维持公司“推荐”评级, 12个月目标价26元。

## 6. 附录

### 6.1 公司简介

公司主营吸油烟机、燃气灶、消毒柜、小家电, 其中吸油烟机连续八年全国销量第一, 燃气灶连续八年全国销量前三。“老板”品牌先后入选中国500最具价值品牌、亚洲品牌500强, 是国内厨房家电领域的高端品牌。

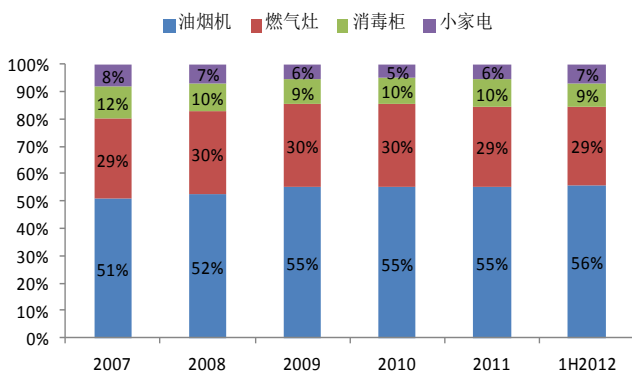


## 6.2 业务情况

2012年上半年,公司吸油烟机、燃气灶、消毒柜、小家电的收入占比分别为56%、29%、9%、7%,吸油烟机是公司竞争力最强的产品,在烟灶消成套销售的趋势下,对燃气灶和消毒柜的销售起到了带动作用。

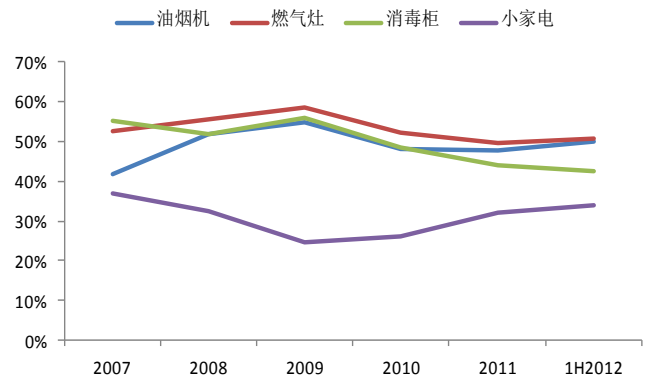
公司产品定位高端,因此毛利率较高。2012年上半年,公司吸油烟机、燃气灶、消毒柜、小家电的毛利率分别为50%、51%、43%、34%。从2010年以来,公司报表显示的毛利率水平有所下滑,需要说明的是,毛利率下滑主要受财务入账方式影响,实际毛利率稳中有升。毛利率下滑两方面原因:一方面是给经销商的返点改为直接在出厂价中折让,另一方面是一部分代理商转为经销商,开票方式发生了改变,公司的毛利率和费用率同时下降。

图 13: 产品收入占比



资料来源: 公司资料, 长城证券研究所

图 14: 产品毛利率



资料来源: 公司资料, 长城证券研究所

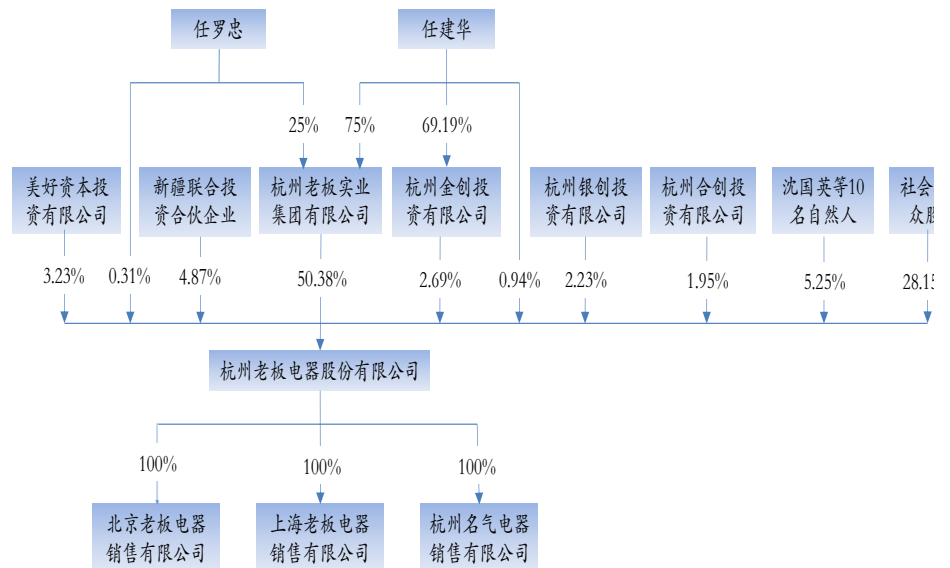
## 6.3 股权结构

公司大股东为杭州老板实业集团有限公司,持有公司50.38%的股权,实际控制人为任建华,间接持有公司54.01%的股权。另外,金创投资、银创投资、合创投资分别是公司高管、代理商以及中层管理人员入股组成,由此可以看出,公司对内部员工以及渠道的激励体制是比较完善的。

美好资本和联合资本是公司上市前入股的两个财务投资人,两者的禁售期为12个月,自2011年11月23日起,两个财务投资人的股份解锁,到目前为止,美好资本已经减持完毕老板电器股份,联合资本尚有一部分股份,减持压力已很小。

上市公司下设3家全资子公司,北京老板和上海老板分别负责北京和上海地区的销售,由于这两个城市是公司的重点销售区域,也是打造品牌影响力的核心城市,公司通过子公司直接管理销售,以增强控制力。名气是公司的第二品牌,主打中低端,与老板品牌的高端定位形成差异化,老板和名气两个品牌的经营是完全独立的,公司通过设立子公司的方式来分离两个品牌的管理、财务、销售、经销商团队等,以避免两个品牌之间相互影响。

图 15：公司股权结构

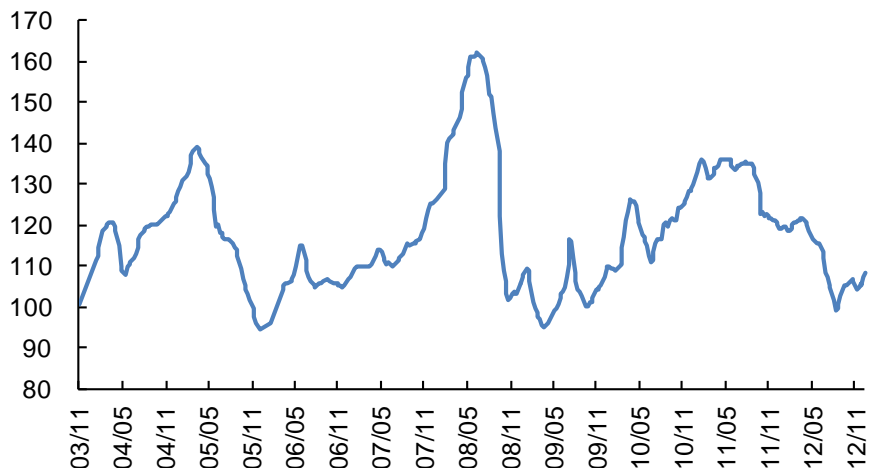


资料来源：公司资料, 长城证券研究所

## 6.4 成本构成

公司的原材料包括冷轧板、不锈钢板、电机、开关、燃烧器、燃气控制阀总成、厨用锅架等，原材料占公司营业成本的比例均在65%-70%。钢材是公司最主要的原材料，年初以来，钢材价格的持续走弱，也为公司的盈利能力提升做出了贡献。

图 16：钢材综合价格指数



资料来源：wind, 长城证券研究所

## 附表：盈利预测表

利润表 (百万)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,232	1,534	1,951	2,550	3,334
营业成本	559	729	881	1,152	1,533
销售费用	421	488	635	821	1,059
管理费用	90	113	140	181	233
财务费用	-3	-24	-25	-27	-31
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	152	210	298	395	502
营业外收支	4	8	9	9	9
利润总额	156	218	307	404	511
所得税	22	31	43	57	72
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	134	187	264	347	440

## 资产负债表

(百万)

流动资产	1,547	1,631	1,869	2,241	2,731
货币资金	1,075	1,023	1,117	1,258	1,434
应收账款	86	128	160	210	274
应收票据	125	175	187	245	320
存货	246	291	383	501	666
非流动资产	137	288	321	351	376
固定资产	73	123	180	226	263
资产总计	1,684	1,919	2,190	2,591	3,107
流动负债	313	409	467	600	780
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	132	200	224	292	389
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
负债合计	313	409	467	600	780
股东权益	1,371	1,510	1,723	1,991	2,327
股本	160	256	256	256	256
留存收益	1,211	1,254	1,467	1,735	2,071
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和权益总计	1,684	1,919	2,190	2,591	3,107

## 现金流量表

(百万)

经营活动现金流	121	137	171	243	299
其中营运资本减少	66	86	148	188	252
投资活动现金流	-37	-142	-50	-50	-50
其中资本支出	0	142	50	50	50
融资活动现金流	820	-48	-27	-52	-73
净现金总变化	899	-54	94	141	176

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>成长性</b>					
营业收入增长	31.8%	24.5%	27.2%	30.7%	30.7%
营业成本增长	33.2%	30.4%	20.9%	30.7%	33.1%
营业利润增长	61.9%	37.4%	42.4%	32.3%	27.1%
利润总额增长	65.8%	39.3%	41.3%	31.4%	26.5%
净利润增长	64.2%	39.2%	41.4%	31.4%	26.5%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	54.6%	52.5%	54.8%	54.8%	54.0%
销售净利率	10.9%	12.2%	13.5%	13.6%	13.2%
ROE	9.8%	12.4%	15.3%	17.4%	18.9%
ROIC	26.7%	22.3%	26.2%	28.4%	29.1%
<b>营运效率</b>					
销售费用/营业收入	34.2%	31.8%	32.5%	32.2%	31.8%
管理费用/营业收入	7.3%	7.4%	7.2%	7.1%	7.0%
财务费用/营业收入	-0.3%	-1.6%	-1.3%	-1.1%	-0.9%
投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	14.0%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
应收账款周转率	13.9	14.3	13.5	13.8	13.8
存货周转率	2.5	2.7	2.6	2.6	2.6
流动资产周转率	4.7	4.4	4.2	4.5	4.5
总资产周转率	1.1	0.9	0.9	1.1	1.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.6%	21.3%	21.3%	23.2%	25.1%
流动比率	4.9	4.0	4.0	3.7	3.5
速动比率	4.2	3.3	3.2	2.9	2.6
<b>每股指标 (元)</b>					
EPS	0.84	0.73	1.03	1.36	1.72
每股净资产	8.6	5.9	6.7	7.8	9.1
每股经营现金流	0.8	0.5	0.7	0.9	1.2
每股经营现金/EPS	0.9	0.7	0.6	0.7	0.7

估值	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
PE	40.0	28.7	20.3	15.5	12.2
PEG	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
PB	3.9	3.6	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	15.5	23.2	15.7	11.6	8.9
EV/SALES	2.0	3.0	2.3	1.8	1.3
EV/IC	5.1	6.4	5.1	4.0	3.2
ROIC/WACC	2.6	2.2	2.6	2.8	2.8
REP	4.11	2.95	2.09	1.59	1.26

## 研究员介绍及承诺:

**朱 政:** 经济学硕士, 2012 年加入长城证券, 现任家电行业分析师。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券销售交易部

### 深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com  
王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com  
陈方圆: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com  
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

### 北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李彦仪: 010-88366060-8750, 18611670060, lyany@cgws.com  
安雅泽: 010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cgws.com

### 上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
陈 韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgws.com

## 长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>