

专业连锁

署名人: 樊俊豪

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@china-invs.cn

6-12 个月目标价: 8.60 元

当前股价: 7.04 元

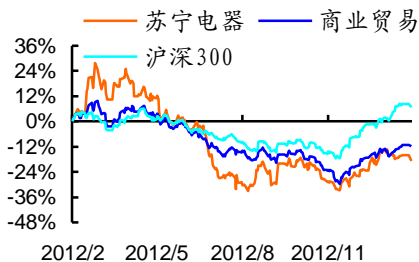
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2421.56 |
| 总股本(百万) | 7383 |
| 流通股本(百万) | 5442 |
| 流通市值(亿) | 383 |
| EPS | 0.32 |
| 每股净资产(元) | 3.83 |
| 资产负债率 | 57.5% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|--------|--------|--------|
| 苏宁电器 | -6.13% | 11.75% | 14.47% |
| 商业贸易 | 2.19% | 14.49% | 3.37% |
| 沪深 300 | 5.47% | 25.73% | 18.33% |



相关报告

苏宁电器_苏宁易购 2013 年将迎来毛利率向上拐点 2013-01-17

苏宁电器_借力品牌+渠道优势, 苏宁有望首批获得虚拟运营商牌照 2013-01-15

苏宁电器_苏宁并购红孩子: 优势互补, 结局双赢 2012-09-26

苏宁电器_易购加速扩张是公司毛利率下降、费用率上升主因 2012-10-31

苏宁电器

002024

强烈推荐

变革即将发生, “大象”开始发力

公司公告: 1、**变更公司名称。**公司拟将中文名由“苏宁电器股份有限公司”变更为“苏宁云商集团股份有限公司”, 以更好的与公司未来的经营范围和“云商模式”(即店商+电商+零售服务商)相适应;

2、**增加经营范围。**苏宁将新增“国内快递(邮政企业专营业务除外)”业务, 以加快公司开放平台的建设, 充分发挥苏宁物流体系优势。

公告点评:

- **改名“苏宁云商集团”仅是苏宁本次变革的前奏,**我们预计苏宁后续将围绕其“店商+电商+零售服务商”的“云商”定位, 从组织架构、年度计划、经营策略、人员任命等方面进行全面变革。苏宁详细的变革内容, 我们预计最早将于 2 月 21 日揭晓(参见本文附录“苏宁董事长张近东在春季部署会议上的讲话摘要”)。
- **何谓“云商模式”。**我们认为“云商模式”, 从经营形态上看是“店商+电商+零售服务商”的业态分类, 以更好的实现线上线下互补融合发展; 从盈利模式上看是**零售**(店商+电商, 强调的是通过商品进销差价赚钱)+**服务**(零售服务商, 强调的是开放平台, 通过整合利用苏宁的各种资源, 为入驻商家、供应商、消费者提供支付、金融、数据、营销、托管、仓储物流、云计算等增值服务来赚钱)。
- **苏宁的此次组织架构变革, 我们认为其将会基于专业+协同两种思路, 对各业务模块按事业部制进行重新划分,**按事业部群的角度大致可分为三类: ①**平台型事业部群**, 面向客户端, 注重平台建设、客户体验、精准营销, 包括电子商务平台、连锁店面平台; ②**产品型事业部群**, 重在拓展品类的广度与深度, 包括实体产品与虚拟产品; ③**独立专业性事业部群**, 可以为苏宁内部及外部提供各种专业服务, 如物流、售后服务、IT 技术、呼叫中心等。
- **苏宁是一家善于提前进行战略布局, 管理层优秀且执行力强的公司, 我们看好苏宁的此次组织架构大变革**(相信苏宁的本次变革, 并非其一时心血来潮, 而是基于其对过往实践经验的深思熟虑), **其将对苏宁在新十年的发展奠定坚实基础。**中长期看, 苏宁若能依靠其变革后的新组织架构, 继续完善提高其转型所需的平台+商品运营、供应链整合、物流配送、客户体验等能力, 则其“线上+线下”协同扩张模式是能够成功的。
- **观点重申: ①短期公司业绩仍将承压, 但其基本面已现改善迹象**(首先看到的将是收入增速改善); ②**短期内苏宁的投资机会不在于业绩**(2013 年业绩增速将较慢, 市场已充分预期), 而在于**市场对苏宁预期的转变以及电子商务格局能否出现利于苏宁的变化**”。预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.42、0.44、0.53 元, 给予线下 12 倍 PE, 线上 1 倍 PS 的估值, 目标价 8.6 元, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示: 线下利润增速继续下降, 线上增长缓慢, 宏观经济衰退**

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 93889 | 103277 | 119802 | 141726 |
| 收入同比(%) | 24% | 10% | 16% | 18% |
| 归属母公司净利润 | 4821 | 3254 | 3388 | 4105 |
| 净利润同比(%) | 20% | -33% | 4% | 21% |
| 毛利率(%) | 18.9% | 18.4% | 17.9% | 17.5% |
| ROE(%) | 21.6% | 11.0% | 10.3% | 11.1% |
| 每股收益(元) | 0.62 | 0.42 | 0.44 | 0.53 |
| P/E | 10.98 | 16.26 | 15.62 | 12.89 |
| P/B | 2.37 | 1.79 | 1.61 | 1.43 |
| EV/EBITDA | 4 | 6 | 6 | 5 |

一、短期苏宁业绩仍将承压，但其基本面已现改善迹象，最先看到的指标将是收入增速改善

1.1 短期苏宁业绩仍将承压，2013 年预计低个位数增长

2012 年 Q4，苏宁受线上、线下大规模促销（苏宁易购 11、12 月的大力度促销，使得其毛利率预计仅有 2.5%）所导致的毛利率下降，以及 2011 年 Q4 的高基数（2011 年 Q4，苏宁业绩 13.83 亿元，EPS 0.187 元，在 2011 年各季度中最高）影响，苏宁的业绩下滑幅度预计较大，我们判断其 2012 年四季度的利润下滑幅度在 40%以上，全年业绩下滑幅度在 35%左右（上下波动 2%，即 33% - 37%）。同店增速上，我们预计 2012 年下滑 10%左右。

2013 年，苏宁仍处在线上+线下协同发展的战略转型期，不确定性因素较多，短期内的业绩阵痛难以避免：

一是线下实体店的门店结构调整，三四线城市的渠道下沉以及品类扩张效果仍具有一定的不确定，需要观察；

二是线上规模的快速成长，以及消费者习惯的改变，将对苏宁线下商品的价格带来冲击，由此使得公司毛利率面临较大压力。

因此，期待 2013 年苏宁的业绩出现较大幅度好转不现实，我们预计其 2013 年业绩为低个位数增长（5%以内）。

1.2 苏宁基本面 2013 年将现好转迹象，最先看到的指标将是收入增速改善

尽管 2013 年苏宁业绩难以大幅好转，但并不妨碍其其它基本面指标的改善（如收入增速改善、费用率下降等），其中我们最先看到的，将是苏宁的收入增速好转。

1、收入增速 2013 年将会好转。

受 2012 年较低的行业及公司自身基数（2012 年预计公司同店增速下滑 10%左右），以及 12 年底以来的房地产销售回暖所可能带来的行业景气度回升影响，苏宁的收入增速在 2013 年将大概率出现改善。我们预计苏宁 1-2 月的线上+线下收入增速在 30% - 35% 区间，其中线下的同店增速在 10% - 15%，线上的销售增速在 150% - 160%。

尽管苏宁 2013 年 1-2 月的收入增速改善已基本确定,但这一趋势是否可持续,我们仍需要观察 3 月份及以后行业及公司自身的收入增速情况。**我们预计 2013 年苏宁线下实体门店的同店增速由负转正概率较大**(2012 年,苏宁线下门店的同店增速为 -10%,2013 年我们预计同店增速为 +10% 左右)。

2、费用率将会有所下降

从 2012 年开始,公司已通过各种途径不断加强线下门店的费用控制力度,如 12 年 1-9 月已关店 136 家(预计全年将关店 150 家左右),裁员 1 万余人。且考虑目前的市场环境,苏宁到期门店的提租幅度预计也不会太高(30% 左右)。关店/裁员等费用控制措施的效果,将在 2013 年逐渐显现。

我们预计 2013 年苏宁的销售+管理费用率将呈略微下降趋势(线上、线下的销售+管理费用率均将略有下降)。

3、其它基本面可能好转指标:

①线下同店增速

预计 2013 年,苏宁线下门店的同店增速将由负转正(12 年苏宁线下的同店增速预计为 -10%,2013 年我们预计在 +10% 左右);

②线下净利润

2013 年,苏宁线下受收入的快速增长,以及费用率下降等因素带动(尽管 2013 年苏宁线下毛利率也将有所下降),**我们预计其线下的净利润将在 2012 年低基数的基础上保持稳定并略有增长(5%-10%)**;

③线上毛利率、净利率

线上毛利率 2013 年将迎来明确的向上拐点(具体原因请见此前报告《苏宁易购 2013 年将迎来毛利率向上拐点》),预计毛利率将从 2012 年的 4%-5% 提升至 2013 年的 5%-6%。

苏宁线上的净利率也将有所提升(线上毛利率增,线上费用率略降),我们预计从 -4% 提升至 -2.5% 左右。预计苏宁易购 2013 年的亏损额与 2012 年基本持平(即亏损额在 6-7 亿元)。

④线上的流量、转化率、销售规模

流量:目前苏宁的流量是日均 350 万 UV,公司 2013 年上半年的目标是日均 UV 达到稳定的 500 万水平。

转化率:目前苏宁的转化率为 1.5%,公司希望 2013 年能达到 1.8%-2% 的转化率水平。

销售规模:2012 年,苏宁易购的销售规模为 152 亿元(相比 2011 年增加约 100 亿元),我们预计随着流量的上升,以及转化率的提高,苏宁易购 2013 年的销售规模达到 250 亿元(含税,相比 2012 年亦增加 100 亿元)概率较大。不排除苏宁在平台业务放开后,销售规模超预期的可能。

二、投资建议：基本面好转迹象已现，建议中长期+战

略角度投资苏宁

1、苏宁目前仍在痛苦转型过程中，基本面的改善不会立竿见影，需要过程与时间，预计 2013 年将是市场对苏宁预期发生转变的一年。

根据我们前面的分析，2013 年苏宁将可明显看到收入增速改善（苏宁业绩改善的发动机）、费用率下降等基本面好转迹象，但苏宁业绩的改善程度将受转型期诸多不确定因素（如线下毛利率下降幅度、易购亏损额超预期等）影响，预计 2013 年好转程度将不明显。

2、苏宁是一家善于提前进行战略布局，管理层优秀且执行力强的公司，我们看好苏宁此次的组织架构大变革（相信苏宁的本次变革，并非其一时心血来潮，而是基于其对过往实践经验的深思熟虑），其将对苏宁在新十年的发展奠定坚实基础。中长期看，苏宁若能依靠其变革后的新组织架构，继续完善提高其转型所需的平台+商品运营、供应链整合、物流配送、客户体验等能力，则其“线上+线下”协同扩张模式是能够成功的。

3、维持“短期内苏宁的投资机会不在于业绩（2013 年业绩增速将较慢，市场已充分预期）；而在于市场对苏宁预期的转变（预期正在起变化）以及电子商务格局能否出现利于苏宁的变化”观点。

4、苏宁是零售板块内稀缺的，未来股价具备翻倍空间的个股（如果转型成功的话），建议从中长期+战略角度投资苏宁，近期苏宁受京东 7 亿美金融资成功影响，股价已有所调整。预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.42、0.44、0.53 元，给予苏宁线下业务 12 倍 PE，线上业务 1 倍 PS 估值，则公司目标价 8.6 元，维持“强烈推荐”评级。

附录：苏宁董事长张近东近日在 2013 年春季部署会议

上的讲话摘要（来源：相关媒体）

各位苏宁同仁：

大家上午好！今天，短暂的春节假期结束了，各体系、各大区的高管集结总部，参加为期三天的集团年度春季工作部署会。我谨代表集团向春节期间奋战在一线的员工致以亲切的慰问，向大家拜一个晚年。各位高管，今年的部署会不同于以往，我们将在新的模式、新的组织体系下，推进 2013 年的各项工作。苏宁二次创业始于 1999 年，2003 年连锁发展进入快车道；苏宁新十年变革始于 2009 年，2013 年，无论从内部经验的积累，还是外部环境的条件，都将催生苏宁新十年的发展在今年进入快车道。

中国零售业有数百万家从业企业，上亿人口围绕这一行业就业发展。长期以来，商业零售并没有受到格外的关注，农耕时代衣食堪忧，自然得重农轻商，工业化初期商品短缺，肯定要重工轻商。商业零售的崛起，是工业化充分发展、产能相对过剩的必然结果。如今中国正在进入内需驱动、消费主导的发展阶段，零售企业即将迎来自己的春天。

生于忧患，死于安乐，零售企业决不能坐等春天的到来。大家知道，去年底一个地产界的企业家和一个互联网界的企业家，以中国零售业的未来为筹码，下了一个不小的赌注。如果按照这样的假设，未来十年的消费市场，不消分流一半的销售，现在所有的零售企业都将丧失利润和生存能力。但旁观者终究是旁观者，零售业的春天只能由零售企业自己去开创。未来的零售企业，不独在线下，也不只在线上，一定是线上线下的完美融合，没有线上就没有线下，有了线下才能有更好的线上。

过去二十年，苏宁由小到大、由区域到全国，始终面对竞争。我们深刻地感受到，竞争是永恒的，不断变换的是对手和竞争手段。新的十年，不是同行的成了同行，不是对手的成了对手。其实，这并不是针对苏宁的挑战和竞争，这是针对整个零售行业的挑战，这是面向所有零售企业的竞争。竞争并不是坏事，跑得过狮子的羚羊得以繁衍，追得上羚羊的狮子得以生存。

作为行业的从业者、领先者，苏宁深知，零售是没有终点的马拉松，来不得半点投机。零售业看似简单，不过是信息互动下的资金、商品互换。但零售业始终与时俱进，互联网时代的零售，信息进入网络化传播，货币变成电子化结转，商品实现自动化拣配。面对零售要素的变革趋势，阻挠是徒劳的挡车螳螂，观望是绥靖的温水青蛙，正确的态度是掌握变革的零售技术手段，改变自己、参与变革，创优自我、主导变革。

面对巨大的利益诱惑，似是而非的论调铺天盖地，是可以理解的；面对生死存亡的角逐，指鹿为马的观点比比皆是，也是可以预见的。实践磨练真知，事

实胜过雄辩。历经三年网商运营，苏宁总结出两点结论：第一，电子商务的主力军应该是店商，而不应该是电商，无论店商还是电商，零售盈利的精髓都取决于本地化的经营和服务；第二，电子商务的发展要由零售企业自己主导，而不是由电商服务商主宰，电子商务是实体经济不是虚拟经济，虚拟经济主导实体经济必然导致泡沫经济。

各位高管，过去三年，从店商到电商，苏宁探索着自己的科技零售之路；新的一年，苏宁不能独善其身，要为中国零售业的春天做出贡献，做线上线下的零售服务商。店商+电商+零售服务商，这就是苏宁所要倡导的中国零售的云商模式。在接下来的三天里，集团将围绕云商模式，从组织架构、年度计划、经营策略、人员任命进行全面部署。

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产 | 43425 | 49768 | 55416 | 66482 | 营业收入 | 93889 | 103277 | 119802 | 141726 |
| 现金 | 22740 | 30894 | 31666 | 38232 | 营业成本 | 76105 | 84326 | 98380 | 116973 |
| 应收账款 | 1842 | 1382 | 1901 | 2308 | 营业税金及附加 | 370 | 419 | 485 | 553 |
| 其它应收款 | 382 | 626 | 908 | 835 | 营业费用 | 9367 | 12269 | 14101 | 16270 |
| 预付账款 | 3643 | 3141 | 4240 | 4999 | 管理费用 | 2089 | 2561 | 3055 | 3373 |
| 存货 | 13427 | 12942 | 15825 | 19134 | 财务费用 | -403 | -708 | -871 | -966 |
| 其他 | 1391 | 784 | 875 | 973 | 资产减值损失 | 70 | 59 | 68 | 66 |
| 非流动资产 | 16361 | 16586 | 17904 | 19627 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 555 | 648 | 665 | 623 | 投资净收益 | 152 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 7347 | 7623 | 7550 | 7307 | 营业利润 | 6444 | 4351 | 4584 | 5457 |
| 无形资产 | 4368 | 5516 | 7012 | 8860 | 营业外收入 | 118 | 101 | 97 | 121 |
| 其他 | 4091 | 2798 | 2677 | 2837 | 营业外支出 | 88 | 84 | 91 | 84 |
| 资产总计 | 59786 | 66355 | 73320 | 86109 | 利润总额 | 6473 | 4368 | 4590 | 5494 |
| 流动负债 | 35638 | 35468 | 38860 | 47413 | 所得税 | 1587 | 1054 | 1147 | 1319 |
| 短期借款 | 1666 | 661 | 882 | 1069 | 净利润 | 4886 | 3313 | 3442 | 4176 |
| 应付账款 | 8526 | 9166 | 10853 | 12908 | 少数股东损益 | 65 | 60 | 55 | 70 |
| 其他 | 25447 | 25640 | 27125 | 33435 | 归属母公司净利润 | 4821 | 3254 | 3388 | 4105 |
| 非流动负债 | 1118 | 580 | 708 | 768 | EBITDA | 7013 | 4568 | 4672 | 5469 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.69 | 0.42 | 0.44 | 0.53 |
| 其他 | 1118 | 580 | 708 | 768 | 主要财务比率 | | | | |
| 负债合计 | 36756 | 36048 | 39568 | 48181 | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 少数股东权益 | 702 | 762 | 817 | 887 | 成长能力 | | | | |
| 股本 | 6996 | 7770 | 7770 | 7770 | 营业收入 | 24.3% | 10.0% | 16.0% | 18.3% |
| 资本公积 | 517 | 4763 | 4763 | 4763 | 营业利润 | 18.6% | -32.5% | 5.4% | 19.0% |
| 留存收益 | 14800 | 17004 | 20392 | 24497 | 归属于母公司净利润 | 20.2% | -32.5% | 4.1% | 21.2% |
| 归属母公司股东权益 | 22328 | 29545 | 32935 | 37041 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 59786 | 66355 | 73320 | 86109 | 毛利率 | 18.9% | 18.4% | 17.9% | 17.5% |
| 现金流量表 | | | | | 净利率 | 5.1% | 3.2% | 2.8% | 2.9% |
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | ROE | 21.6% | 11.0% | 10.3% | 11.1% |
| 经营活动现金流 | 6589 | 6011 | 1810 | 7859 | ROIC | 217.2% | 4262.7 | 90.5% | 317.8% |
| 净利润 | 4886 | 3313 | 3442 | 4176 | 偿债能力 | | | | |
| 折旧摊销 | 972 | 925 | 959 | 979 | 资产负债率 | 61.5% | 54.3% | 54.0% | 56.0% |
| 财务费用 | -403 | -708 | -871 | -966 | 净负债比率 | 4.86% | 2.16% | 2.53% | 2.46% |
| 投资损失 | -152 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 1.22 | 1.40 | 1.43 | 1.40 |
| 营运资金变动 | 1026 | 2748 | -1853 | 3624 | 速动比率 | 0.84 | 1.04 | 1.02 | 1.00 |
| 其它 | 260 | -267 | 134 | 47 | 营运能力 | | | | |
| 投资活动现金流 | -5990 | -1525 | -2133 | -2446 | 总资产周转率 | 1.81 | 1.64 | 1.72 | 1.78 |
| 资本支出 | 6094 | 22 | 22 | 22 | 应收账款周转率 | 62 | 63 | 71 | 66 |
| 长期投资 | -190 | -122 | 61 | -0 | 应付账款周转率 | 9.91 | 9.53 | 9.83 | 9.85 |
| 其他 | -87 | -1625 | -2050 | -2424 | 每股指标 (元) | | | | |
| 筹资活动现金流 | 679 | 3668 | 1094 | 1153 | 每股收益(最新摊薄) | 0.62 | 0.42 | 0.44 | 0.53 |
| 短期借款 | 1348 | -1005 | 220 | 188 | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.85 | 0.77 | 0.23 | 1.01 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 2.87 | 3.80 | 4.24 | 4.77 |
| 普通股增加 | 0 | 774 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 资本公积增加 | -138 | 4246 | 0 | 0 | P/E | 10.98 | 16.26 | 15.62 | 12.89 |
| 其他 | -530 | -347 | 874 | 965 | P/B | 2.37 | 1.79 | 1.61 | 1.43 |
| 现金净增加额 | 1273 | 8154 | 772 | 6566 | EV/EBITDA | 4 | 6 | 6 | 5 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

樊俊豪: 连锁零售行业分析师, 中山大学金融学硕士, 通过 CFA 二级考试, 1 年基金行业从业经验, 曾任职于广发基金金融工程部, 2011 年加盟中投证券。2012 年“水晶球”奖最佳分析师入围。

重点覆盖公司: 海宁皮城、苏宁电器、永辉超市、文峰股份、海印股份、大连友谊、小商品城、友谊股份、农产品、华联综超、吉峰农机、新华都、红旗连锁等。

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

徐晓芳, 百货零售行业分析师, 中山大学岭南学院西方经济学硕士。2007 年加盟中投证券研究所, 3 年机构销售从业经验, 1 年行业研究经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434