



## 增长前景看好，上调盈利预测 ——辉丰股份(002496)调研报告

分析师

余嫻嫻 021-61680360  
执业证书编号 S1070512120001

杨超 0755-83663214  
执业证书编号 S1070512070001

凌学良 010-88366060-8886  
执业证书编号 S1070512020003

投资评级：推荐（维持）

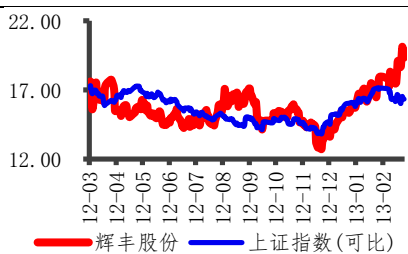
市场数据

|           |            |
|-----------|------------|
| 目前股价（元）   | 22.57      |
| 总市值（亿元）   | 36.88      |
| 流通市值（亿元）  | 15.58      |
| 总股本（万股）   | 16,342     |
| 流通股本（万股）  | 6,901      |
| 12个月最高/最低 | 23.18/12.5 |

公司盈利预测（百万）

|        | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入   | 2,402 | 2,941 | 3,394 |
| (+/-%) | 44.0% | 22.5% | 15.4% |
| 净利润    | 165   | 233   | 279   |
| (+/-%) | 43.1% | 40.7% | 19.8% |
| 摊薄 EPS | 1.01  | 1.42  | 1.71  |
| PE     | 19.6  | 13.9  | 11.6  |

股价表现图



数据来源：Wind 资讯

投资建议：

上调盈利预测，预计 2013-2015 年 EPS 分别为 1.01 元、1.43 元和 1.71 元，当前股价对应 PE 为 19.60 倍、13.90 倍和 11.60 倍，看好公司近年新产能投放以及上下游一体化带来的高速增长，维持“推荐”评级。

要点：

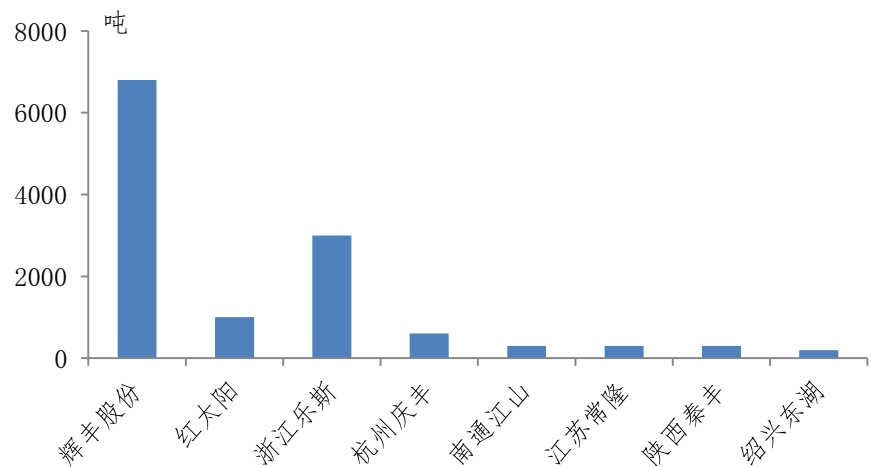
- **环保效应显现，咪鲜胺价格上涨：**今年一季度，受部分地区环保严查影响，咪鲜胺某些关键原料/中间体供应短缺，部分企业开工不足，导致市场一度缺货，价格较去年同期上涨 10% 左右。5 月份以来中间体供应逐渐稳定，但价格仍没有回落。在环保趋严与国外产能转移的大背景下，我们认为未来价格仍有上调的可能。公司目前有咪鲜胺产能 6800 吨，全球第一，产品纯度可达 98%，国内领先。2011 年公司收购临沂金源化工，实现了咪鲜胺产业链关键中间体咪唑等自给自足，充分受益于此次行业的货紧价扬。按照开工率 50% 预计，咪鲜胺价格每上涨 3000 元/吨，公司 EPS 增厚 0.06 元。
- **氟环唑前景看好，是今年业绩增长一大来源：**目前氟环唑全球销售额估计在 5 亿美金左右，销量 6000 吨。在跨国公司不断推出复配新产品、开拓新的应用领域背景下，氟环唑产销仍将保持高速增长。公司自 2004 年起开始对氟环唑的研发，能合成关键中间体氟苯环丙烷，产品含量高达 97%，国内领先。2011 年公司投资设立子公司连云港五环化工，进一步完善了氟环唑等系列产品的产业链，而 IPO 项目 1000 吨氟环唑于 2012 年投入运营后，产能大幅增加至 1200 吨，是今年业绩增长的一大来源。
- **研发、原药、制剂一体，打造综合农化龙头：**我们认为目前市场尚没有充分认识到公司前端研发实力与产品储备、下游制剂销售与贸易的合理价值。公司多年来注重产品的研制与工艺上的改进。截止 2012 年底，累计产品专利 23 个，高新技术产品 31 个，储备细分产品品种超过 10 个。目前在建 GLP 实验室，建成后除可见的经济效益外，更搭建了高端研发交流共享平台，利于长期发展。另一方面，公司制剂销售以及营销网络早就初见规模。目前登记的制剂产品个数近百个，总收入占比超过 15%。随着在建的年产 13000 吨农药制剂加工项目以及上海营销中心建设项目逐渐完工，公司在原药后端加工及营销方面优势将逐渐体现，打造研发-原药生产-制剂销售的综合农化巨头。
- **风险提示：**原材料苯酚等价格大幅波动，氟环唑、菊酯等产销不达预期，咪鲜胺等产品景气度下滑严重。

## 1、环保效应显现，咪鲜胺价格上涨

咪鲜胺是一种广谱杀菌剂，对多种作物由子囊菌和半知菌引起的病害具有明显的防效，也可以与大多数杀菌剂、杀虫剂、除草剂混用，具有较好的防治效果。是我国农业部农技推广中心联合推广产品和水稻稻瘟病政府采购品种之一。我们估计目前全球市场容量 1-1.5 万吨，1.5 亿美金，应用领域仍在不断扩大。

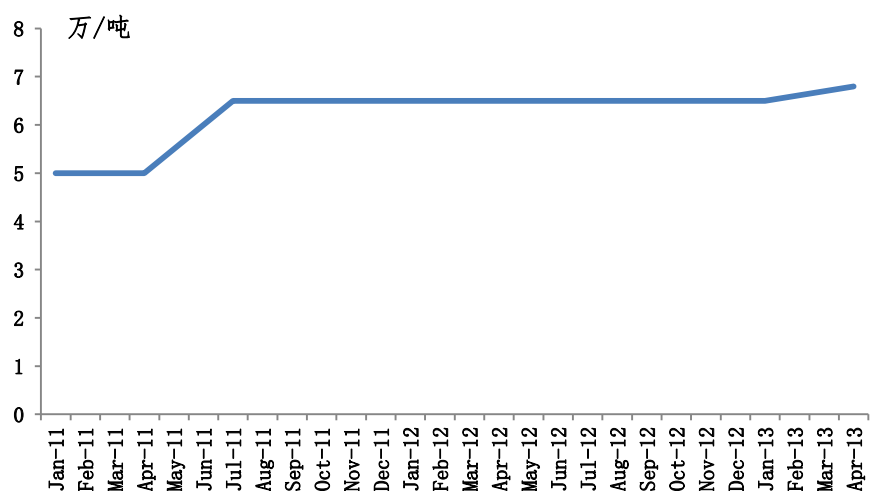
今年一季度，受部分地区环保严查影响，咪鲜胺某些关键原料/中间体供应短缺，部分企业开工不足，导致市场一度缺货，价格较去年同期上涨 10%左右。5 月份以来中间体供应逐渐稳定，但价格仍没有回落。在环保趋严与国外产能转移的大背景下，我们认为未来价格仍有上调的可能。

图 1：国内企业咪鲜胺产能



资料来源：长城证券研究所

图 2：国内部分企业咪鲜胺价格



资料来源：CCPIA, 长城证券研究所

公司目前有咪鲜胺产能 6800 吨，全球第一，经过长期的改进改良，产品纯度可达 98%，国内领先，与跨国公司保持长期稳定合作。2011 年公司收购临沂金源化工，实现了咪鲜胺产业链关键中间体咪唑等自给自足，充分受益于此次行业的货紧价扬。按照开工率 50% 预计，咪鲜胺价格每上涨 3000 元/吨，公司 EPS 增厚 0.06 元。

**表 1：国内原药登记情况**

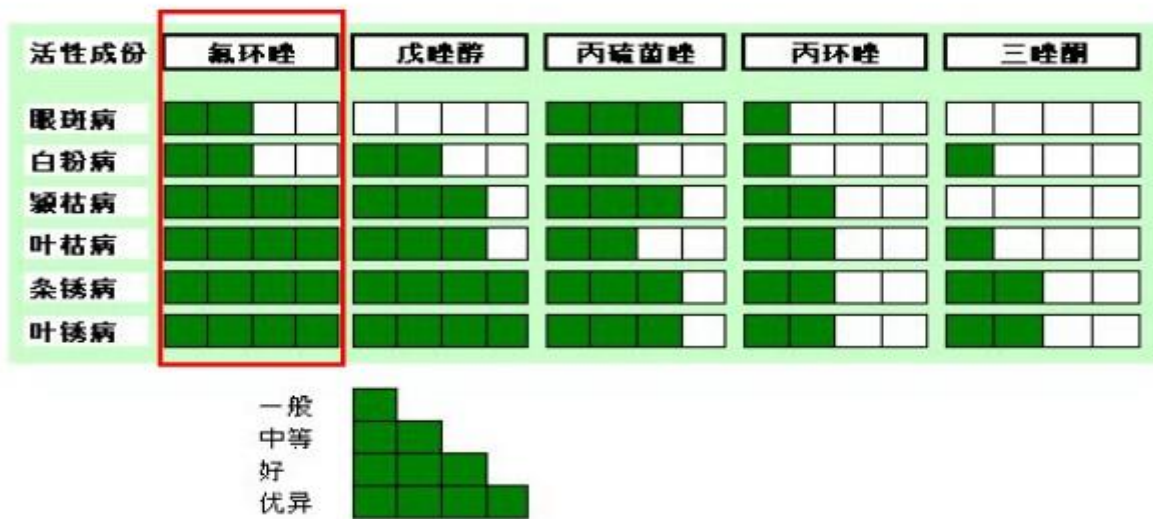
| 农药名称  | 有效成分 | 农药登记号      | 毒性分级 | 企业名称           | 含量  |
|-------|------|------------|------|----------------|-----|
| 咪鲜胺原药 | 咪鲜胺  | PD20070282 | 低毒   | 浙江省杭州庆丰农化有限公司  | 95% |
| 咪鲜胺原药 | 咪鲜胺  | PD20070548 | 低毒   | 江苏辉丰农化股份有限公司   | 98% |
| 咪鲜胺原药 | 咪鲜胺  | PD20070267 | 低毒   | 沈阳科创化学品有限公司    | 98% |
| 咪鲜胺原药 | 咪鲜胺  | PD20070603 | 低毒   | 陕西秦丰农化有限公司     | 97% |
| 咪鲜胺原药 | 咪鲜胺  | LS20051229 | 低毒   | 浙江省乐斯化学有限公司    | 95% |
| 咪鲜胺原药 | 咪鲜胺  | PD385-2003 | 低毒   | 德国拜耳作物科学公司     | 95% |
| 咪鲜胺原药 | 咪鲜胺  | PD20080246 | 低毒   | 以色列马克西姆化学公司    | 97% |
| 咪鲜胺原药 | 咪鲜胺  | PD20070685 | 低毒   | 江苏省南通江山农药化工    | 97% |
| 咪鲜胺原药 | 咪鲜胺  | LS20072023 | 低毒   | 江苏常隆化工有限公司     | 97% |
| 咪鲜胺原药 | 咪鲜胺  | PD20070484 | 低毒   | 浙江省绍兴市东湖生化有限公司 | 98% |
| 咪鲜胺原药 | 咪鲜胺  | PD20080100 | 低毒   | 南京红太阳股份有限公司    | 95% |
| 咪鲜胺原药 | 咪鲜胺  | PD20101849 | 低毒   | 南通维立科化工有限公司    | 95% |
| 咪鲜胺原药 | 咪鲜胺  | PD20101877 | 低毒   | 江苏绿叶农化有限公司     | 95% |

资料来源：中国农药信息网，长城证券研究所整理

## 2、氟环唑前景看好，是今年业绩增长一大来源

氟环唑为三唑类广谱杀菌剂，是巴斯夫公司于 1985 年开发的一种高端产品。其通过甾醇生物合成中 C-14 脱甲基化酶抑制剂，兼具保护和治疗作用，主要用于防治小麦、大麦、水稻、甜菜、油菜、豆科作物、蔬菜、葡萄和苹果等上的立枯病、白粉病、眼纹病等十多种病害。

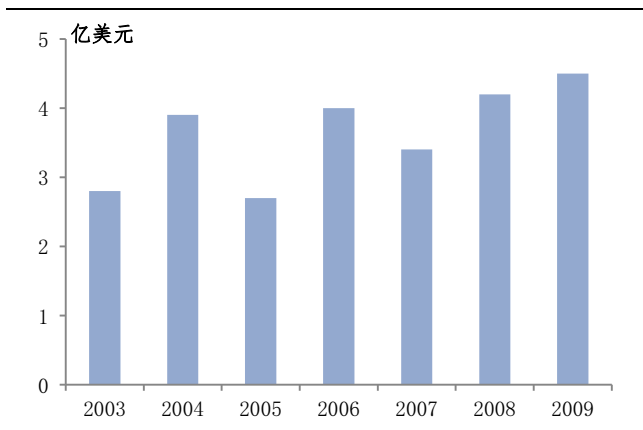
图 3: 多种杀菌剂防治效果比较



资料来源: BASF, 长城证券研究所

目前全球氟环唑销售额估计在 5 亿美金左右, 销量 6000 吨。近年跨国公司仍不断推出复配新产品(如氟环唑+嘧菌酯+丁苯吗啉, 商品名 AllegroPlus; 氟环唑+吡唑醚菌酯, 商品名 Opera 等) 扩大其应用范围提升功效, 使其销售保持平稳增长。而随着氟环唑专利到期与产能转移, 国内少数企业逐渐掌握其生产工艺, 预计国内企业目前总产能接近 2000 吨/年。

图 4: 氟环唑全球销售额



资料来源: 百度文库, 长城证券研究所

图 5: 巴斯夫、陶氏等部分登记产品

| 企业  | 登记成分          | 商品名         |
|-----|---------------|-------------|
| 巴斯夫 | 氟环唑+吡唑醚菌酯     | Opera       |
| 巴斯夫 | 氟环唑+醚菌酯+吡唑醚菌酯 | Covershield |
| 巴斯夫 | 氟环唑+嘧菌酯+丁苯吗啉  | AllegroPlus |
| 陶氏  | 氟环唑+苯氧喹啉+醚菌酯  | TPF         |

资料来源: 百度文库, 长城证券研究所整理

表 2: 国内原药登记情况

| 生产厂家         | 登记证号       | 总含量 | 剂型 | 产能 (吨) |
|--------------|------------|-----|----|--------|
| 江苏辉丰农化股份有限公司 | PD20121071 | 97% | 原药 | 1200   |
| 利尔化学股份有限公司   | PD20111383 | 96% | 原药 | 150    |

|                |            |     |    |     |
|----------------|------------|-----|----|-----|
| 沈阳科创化学品有限公司    | PD20094684 | 95% | 原药 | 100 |
| 江苏七洲绿色化工股份有限公司 | PD20120926 | 95% | 原药 | 150 |
| 巴斯夫欧洲公司        | PD20070364 | 92% | 原药 |     |
| 山东潍坊润丰化工有限公司   | PD20130855 | 97% | 原药 |     |
| 江苏中旗作物保护有限公司   | PD20130865 | 95% | 原药 | 100 |

资料来源：中国农药信息网，长城证券研究所整理

公司自 2004 年起开始对氟环唑的研发，能合成关键中间体氟苯环丙烷，产品含量高达 97%，国内领先。2011 年公司投资设立子公司连云港五环化工，进一步完善了氟环唑等系列产品的产业链，而 IPO 项目 1000 吨氟环唑于 2012 年投入运营后，产能大幅增加至 1200 吨。在产能转移及氟环唑应用领域不断拓宽的背景下，我们估计产能消化问题不大，是今年业绩增长的一大来源。

图 6：公司氟环唑生产情况



资料来源：长城证券研究所

### 3、研发、原药、制剂一体，打造综合农化龙头

我们认为目前市场尚没有充分认识到公司前端研发实力与产品储备、下游制剂销售与贸易的合理价值。

公司多年来注重产品的研制与工艺上的改进。近几年研发投入均占到营业收入的 4% 以上，领先同行。从专利与储备项目来说，截止 2012 年底，累计产品专利达 23 个，累计高新技术产品达 31 个，储备细分产品品种超过 10 个。另一方面，公司目前在建 GLP 实验室（目前国内仅有极少数几家通过国际相关认证），建成后除可见的经济效益外，更搭建了高端研发交流共享平台，利于长期发展。

表 3：公司部分储备项目

| 序号 | 项目名称              | 项目进程   |
|----|-------------------|--------|
| 1  | 100 吨/年抗倒酯原药项目    | 正在进行中试 |
| 2  | 200 吨/年肟草酮原药项目    | 正在进行中试 |
| 3  | 200 吨/年除草啶原药项目    | 正在进行中试 |
| 4  | 200 吨/年 2 甲 4 氯项目 | 正在进行中试 |

|    |                 |        |
|----|-----------------|--------|
| 5  | 2,500 吨/年三氯酚项目  | 正在进行中试 |
| 6  | 草胺磷原药项目         | 正在进行中试 |
| 7  | 草甘磷（空气氧化工艺）原药项目 | 正在进行小试 |
| 8  | 螺母酯原药项目         | 正在进行小试 |
| 9  | 烟嘧磺隆原药项目        | 正在进行小试 |
| 10 | 甲哌噻原药项目         | 正在进行小试 |

资料来源：招股书，长城证券研究所整理

与国内其他农药公司不同的是，公司制剂销售以及营销网络早就初见规模。据我们了解，目前公司登记的制剂产品个数近百个，总收入占比超过 15%。随着在建的年产 13000 吨农药制剂加工项目以及上海营销中心建设项目逐渐完工，公司在原药后端加工及营销方面优势将逐渐体现，打造研发、原药生产、制剂销售的综合农化巨头。

## 4、 盈利预测与估值

上调盈利预测, 预计 2013-2015 年 EPS 分别为 1.01 元、1.43 元和 1.71 元, 当前股价对应 PE 为 19.60 倍、13.90 倍和 11.60 倍, 看好公司近年新产能投放以及上下游一体化带来的高速增长, 维持“推荐”评级。

## 5、 风险提示

原材料苯酚等价格大幅波动, 氟环唑、菊酯等产销不达预期, 咪鲜胺等产品景气度下滑严重。

**附：盈利预测表**

| 利润表 (百万)     | 2011A    | 2012A    | 2013E    | 2014E    | 2015E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入         | 1,047.94 | 1,667.16 | 2,401.50 | 2,941.00 | 3,394.00 |
| 营业成本         | 791.45   | 1,272.55 | 1,837.88 | 2,208.92 | 2,536.46 |
| 销售费用         | 42.09    | 46.73    | 64.84    | 79.41    | 91.64    |
| 管理费用         | 141.66   | 183.76   | 254.87   | 300.42   | 338.93   |
| 财务费用         | (12.73)  | 1.68     | 20.17    | 39.47    | 50.35    |
| 投资净收益        | 0.00     | 0.74     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营业利润         | 75.19    | 152.63   | 219.36   | 309.26   | 372.55   |
| 营业外收支        | 6.04     | 8.11     | 7.58     | 10.00    | 10.00    |
| 利润总额         | 81.23    | 160.74   | 226.94   | 319.26   | 382.55   |
| 所得税          | 14.11    | 29.15    | 40.85    | 57.47    | 68.86    |
| 少数股东损益       | 4.78     | 16.05    | 20.77    | 29.22    | 35.01    |
| 净利润          | 62.35    | 115.54   | 165.32   | 232.57   | 278.68   |
| <b>资产负债表</b> |          |          |          |          |          |
| 流动资产         | (百万)     |          |          |          |          |
| 货币资金         | 1,615.76 | 1,841.94 | 2,333.05 | 2,692.92 | 3,102.49 |
| 应收账款         | 951.84   | 803.57   | 1,080.68 | 1,176.40 | 1,357.60 |
| 应收票据         | 223.17   | 324.78   | 328.97   | 402.88   | 464.93   |
| 存货           | 8.92     | 8.59     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 非流动资产        | 338.46   | 531.31   | 755.29   | 907.78   | 1,042.38 |
| 固定资产         | 756.97   | 1,223.89 | 1,669.94 | 1,735.69 | 1,773.45 |
| 资产总计         | 598.46   | 954.27   | 1,406.64 | 1,478.70 | 1,522.77 |
| 流动负债         | 2,372.73 | 3,065.84 | 4,002.99 | 4,428.61 | 4,875.94 |
| 短期借款         | 632.84   | 1,108.54 | 1,963.07 | 2,273.67 | 2,583.77 |
| 应付款项         | 269.15   | 474.56   | 450.00   | 450.00   | 450.00   |
| 非流动负债        | 287.00   | 539.73   | 704.94   | 786.74   | 903.40   |
| 长期借款         | 14.96    | 25.37    | 28.37    | 31.37    | 34.37    |
| 负债合计         | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 股东权益         | 647.81   | 1,133.92 | 1,991.44 | 2,305.04 | 2,618.14 |
| 股本           | 1,724.92 | 1,931.92 | 2,011.55 | 2,123.57 | 2,257.80 |
| 留存收益         | 160.00   | 163.42   | 163.42   | 163.42   | 163.42   |
| 少数股东权益       | 1,337.33 | 1,399.54 | 1,452.16 | 1,526.20 | 1,614.91 |
| 负债和权益总计      | 113.79   | 184.48   | 197.98   | 216.98   | 239.74   |
| <b>现金流量表</b> | 2,372.73 | 3,065.84 | 4,002.99 | 4,428.61 | 4,875.94 |
| 经营活动现金流      | (百万)     |          |          |          |          |
| 其中营运资本       | (103.49) | (77.94)  | 903.73   | 373.59   | 471.07   |
| 投资活动现金流      | (236.64) | (89.39)  | 668.09   | 49.45    | 84.73    |
| 其中资本支出       | (170.10) | (737.06) | (507.00) | (110.00) | (90.00)  |
| 融资活动现金流      | (167.22) | (380.30) | (507.00) | (110.00) | (90.00)  |
| 净现金总变化       | 111.59   | 246.60   | (123.75) | (139.54) | (167.21) |

| 主要财务指标          | 2011A  | 2012A  | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长性</b>      |        |        |       |       |       |
| 营业收入增长          | 0.32   | 0.59   | 0.44  | 0.22  | 0.15  |
| 营业成本增长          | 0.43   | 0.61   | 0.44  | 0.20  | 0.15  |
| 营业利润增长          | (0.29) | 1.03   | 0.44  | 0.41  | 0.20  |
| 利润总额增长          | (0.31) | 0.98   | 0.41  | 0.41  | 0.20  |
| 净利润增长           | (0.38) | 0.85   | 0.43  | 0.41  | 0.20  |
| <b>盈利能力</b>     |        |        |       |       |       |
| 毛利率             | 0.24   | 0.24   | 0.23  | 0.25  | 0.25  |
| 销售净利率           | 0.06   | 0.07   | 0.07  | 0.08  | 0.08  |
| ROE             | 0.04   | 0.06   | 0.08  | 0.11  | 0.12  |
| ROIC            | 0.04   | 0.06   | 0.07  | 0.09  | 0.10  |
| <b>营运效率</b>     |        |        |       |       |       |
| 销售费用/营业收入       | 0.04   | 0.03   | 0.03  | 0.03  | 0.03  |
| 管理费用/营业收入       | 0.14   | 0.11   | 0.11  | 0.10  | 0.10  |
| 财务费用/营业收入       | (0.01) | 0.00   | 0.01  | 0.01  | 0.01  |
| 投资收益/营业利润       | 0.00   | 0.00   | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 所得税/利润总额        | 0.17   | 0.18   | 0.18  | 0.18  | 0.18  |
| 应收账款周转率         | 6.57   | 6.09   | 7.35  | 8.04  | 7.82  |
| 存货周转率           | 3.05   | 2.93   | 2.86  | 2.66  | 2.60  |
| 流动资产周转率         | 0.69   | 0.96   | 1.15  | 1.17  | 1.17  |
| 总资产周转率          | 0.49   | 0.61   | 0.68  | 0.70  | 0.73  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |       |       |       |
| 资产负债率           | 0.27   | 0.37   | 0.50  | 0.52  | 0.54  |
| 流动比率            | 2.55   | 1.66   | 1.19  | 1.18  | 1.20  |
| 速动比率            | 2.02   | 1.18   | 0.80  | 0.79  | 0.80  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |       |       |       |
| EPS             | 0.38   | 0.71   | 1.01  | 1.42  | 1.71  |
| 每股净资产           | 10.78  | 11.82  | 12.31 | 12.99 | 13.82 |
| 每股经营现金流         | (0.65) | (0.48) | 5.53  | 2.29  | 2.88  |
| 每股经营现金/EPS      | (1.70) | (0.67) | 5.47  | 1.61  | 1.69  |
| <b>估值</b>       |        |        |       |       |       |
| PE              | 2011A  | 2012A  | 2013E | 2014E | 2015E |
| PEG             | 51.95  | 28.03  | 19.59 | 13.93 | 11.62 |
| PB              | 0.83   | 0.67   | 0.48  | 0.70  | -     |
| EV/EBITDA       | 1.84   | 1.68   | 1.61  | 1.53  | 1.43  |
| EV/SALES        | 26.69  | 18.40  | 16.80 | 12.59 | 11.04 |
| EV/IC           | 3.35   | 14.95  | 17.66 | 12.88 | 11.05 |
| ROIC/WACC       | 1.76   | 1.54   | 1.39  | 1.32  | 1.26  |
| REP             | 0.29   | 0.52   | 0.58  | 0.70  | 0.78  |



**研究员介绍及承诺:**

**杨超:** 2006年至2012年任职于鹏华基金,从事化工行业研究。2012年加入长城证券,任化工行业分析师。

**余嫒嫒:** 2003年至2010年就读于厦门大学。2010-2012年任职于国金证券,2012年加入长城证券,任化工行业分析师。

**凌学良:** 2002年至2008年就读于清华大学化学工程系,获工学学士、硕士学位。2009年加入长城证券,任化工行业分析师。

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,不得用于未经授权的其它任何用途。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

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

陈韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgws.com

杨洋: 021-61680670, 15001991899, yang-yang@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@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>