

伊利股份(代码 600887.Sh)

行业转好+费用减少+所得税负担降低

——伊利股份调研报告

闫亚磊

86-22-2845 1975

yanyl@bhq.com

核心观点:

- 行业基本面逐渐好转
- 销售恢复、费用减少和所得税降低催升业绩
- 公司高管有动力和能力行使股权激励

投资要点:

● 行业产量和销售正在逐步恢复。

11 月份液体乳生产情况明显好转,已经基本恢复到去年水平的 7.5 成;乳制品产量为 131.16 万吨,基本上恢复到了往年生产水平的 7.8 成。9-11 月液体乳及乳制品制造业实现主营业务收入 322.29 亿元,同期实现利润总额-11.76 亿元,去年同期利润总额则为 18.58 亿元。9-11 月份行业应收帐款净额增加值占同期主营业务收入的比例远低于 5 月末水平反映出三季度行业收入质量并未有恶化。

● 公司销售恢复快于预期,已恢复到 8 成。

● 受益于销售费用和所得税负担的降轻,公司 09、10 年业绩快速恢复。

股权激励费用的计提在 09 年之后将不复存在,会大大降低公司管理费用;08 年的亏损将会大大减轻公司未来两年的所得税负担。这两项短期内会促进公司业绩的释放。

● 关于公司促进股权激励权证行权的动力与能力的探讨

● 投资建议

预计伊利股份 2008 年-2010 年每股收益分别为-1.65 元、0.25 元和 0.77 元。1 月 14 日股票收盘价为 8.7 元,对应 09-10 年市盈率为 34.8 倍和 11.30 倍,09 年估值仍然较高。考虑到 09 年仍为公司业务的恢复期,我们以 2010 年每股收益和 15 的市盈率来算,公司股票目标价为 11.55 元,目前股价仍有 32.76%的上涨空间,我们给与伊利股份“买入”投资评级。

评级:

买入

首次评级

目标价格:

¥ 11.55

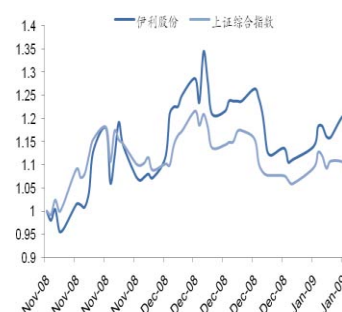
首次预测:

当前价格:

¥ 8.7

2009.01.14

单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.0836
2Q/2008	0.0766
3Q/2008	-0.2828
4Q/2008	-1.51



公司简介

首次报告

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	16579.69	19359.69	23156.32	23284.92	27842.79
EBITDA(百万元)	926.00	549.25	-451.58	1047.99	1591.16
净利润(百万元)	326.66	-19.78	-1319.44	199.31	612.91
摊薄 EPS(元)	0.63	-0.03	-1.65	0.25	0.77
PE(X)	13.83	-294.70	-5.30	35.09	11.41
EV/EBITDA(X)	5.14	10.14	-16.76	7.54	4.70
PB(X)	1.52	1.24	2.14	2.00	1.68
ROIC	10.31%	-0.10%	-21.97%	5.78%	12.39%
总资产周转率	2.59	2.21	2.14	2.06	2.41

资产负债表(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	1012.1	1771.6	1852.5	1862.8	2227.4	营业收入	16579.7	19359.7	23156.3	23284.9	27842.8
应收票据	86.7	125.8	150.5	151.3	180.9	营业成本	12030.7	14347.3	17548.4	16794.1	20054.9
应收账款	343.2	205.0	444.1	350.9	419.5		72.3	82.6	98.8	99.4	118.8
预付款项	337.7	497.0	488.2	496.6	506.7	销售费用	3387.2	3911.3	5557.5	5279.6	5966.0
其他应收款	103.6	299.2	150.5	151.4	181.0	管理费用	491.0	884.4	1057.8	768.1	867.9
存货	1504.7	1737.4	2125.0	2033.7	2428.5	财务费用	15.2	29.2	59.0	95.9	99.1
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	31.0	17.4	300.0	30.0	40.0
长期股权投资	20.6	390.4	532.9	532.9	532.9	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	3452.6	4407.4	4939.8	4803.0	4639.1	投资收益	2.8	-2.9	3.0	0.0	0.0
在建工程	321.7	472.0	501.6	550.8	575.4	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	6.2	31.7	31.7	31.7	31.7	营业利润	555.1	84.7	-1462.2	217.8	696.1
无形资产	139.7	179.7	166.4	153.1	139.8	营业外收支净额	-2.7	21.7	129.5	0.0	0.0
长期待摊费用	12.7	16.7	13.3	10.0	6.7	税前利润	552.5	106.4	-1332.7	217.8	696.1
资产总计	7364.5	10173.9	11428.8	11160.4	11901.8	减: 所得税	176.5	111.0	100.0	0.0	24.0
短期借款	856.9	890.9	1936.6	2257.7	2142.0	净利润	376.0	-4.6	-1432.7	217.8	672.1
						归属于母公司的净					
应付票据	245.1	20.4	24.9	23.8	28.4	利润	326.7	-19.8	-1319.4	199.3	612.9
应付账款	1960.3	2153.6	3846.2	2990.7	3022.0	少数股东损益	49.3	15.2	-113.3	18.5	59.2
预收款项	390.2	879.8	833.4	880.0	935.7	基本每股收益	0.63	-0.03	-1.65	0.25	0.77
应付职工薪酬	332.5	304.9	304.9	304.9	304.9	稀释每股收益	0.63	-0.03	-1.65	0.25	0.77
应交税费	-154.5	-212.2	-269.2	-269.2	-269.2	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	520.2	1004.3	1086.1	1086.1	1086.1	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	36.2%	16.8%	19.6%	0.6%	19.6%
长期借款	35.6	94.6	94.6	94.6	94.6	EBIT 增长率	28.5%	-77.6%	-924.6%	-131.1%	142.9%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	11.0%	-106.1%	6571.5%	-115.1%	207.5%
负债合计	4394.0	5466.7	8154.3	7668.0	7737.4	盈利性					
股东权益合计	2970.5	4707.2	3274.5	3492.3	4164.4	销售毛利率	27.4%	25.9%	24.2%	27.9%	28.0%
现金流量表(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	2.0%	-0.1%	-5.7%	0.9%	2.2%
净利润	376	-5	-1433	218	672	ROE	11.0%	-0.4%	-40.3%	5.7%	14.7%
折旧与摊销	328	415	655	704	756	ROIC	10.31%	-0.10%	-21.97%	5.78%	12.39%
经营活动现金流	495	778	441	385	1179	估值倍数					
投资活动现金流	-1611	-1449	-1326	-600	-600	PE	13.8	-293.0	-5.3	34.9	11.3
融资活动现金流	561	1430	966	225	-215	P/S	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
现金净变动	-555	759	81	10	365	P/B	1.5	1.2	2.1	2.0	1.7
期初现金余额	1567	1012	1772	1853	1863	股息收益率	2.3%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	1012	1771	1853	1863	2227	EV/EBITDA	5.1	10.1	-16.7	7.5	4.7

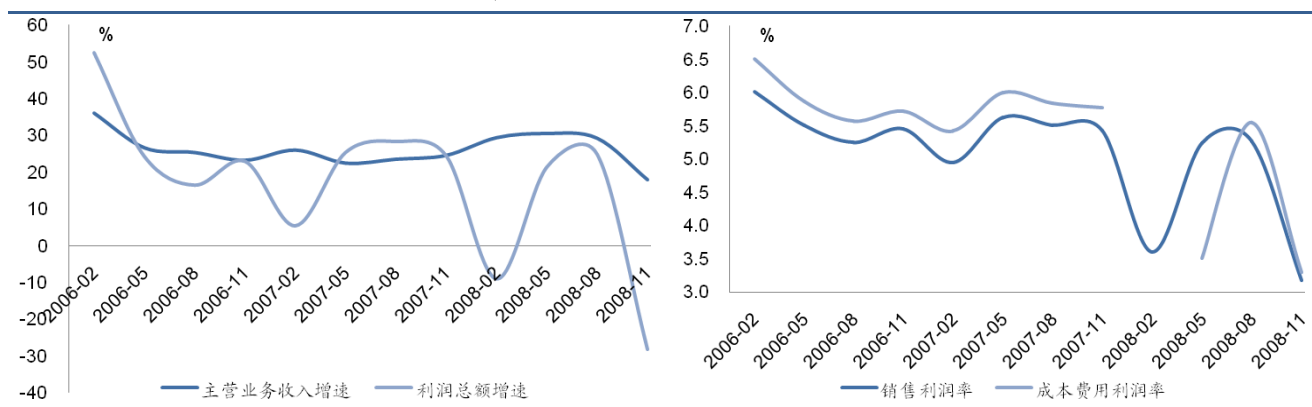


1 行业好转中

1.1 收入有所恢复 盈利状况恶化

9-11 月液体乳及乳制品制造业实现主营业务收入 322.29 亿元，比去年同期的 358.29 亿元下降了 36 亿元，降幅为 10.05%；同期实现利润总额-11.76 亿元，去年同期利润总额则为 18.58 亿元。三季度利润出现大幅下滑一方面是由于三胺事件使得产品消费量下降导致收入增速下滑，另一方面销售的困难使得各乳制品企业纷纷加大营销力度增加营销费用，其中包括大强度的买赠促销活动。从行业应收帐款来看，9-11 月份行业应收帐款净额增加了 10.27 亿元，占同期主营业务收入的 3.19%，远低于 5 月末应收帐款净值占主营业务收入的比重 9.34%，反映出三季度行业收入质量并未有恶化。

图 1：液体乳及乳制品行业收入及利润率趋势图



数据来源：天相 渤海证券研究所

1.2 产量增速显著改善 乳制品改善速度明显快于液体乳

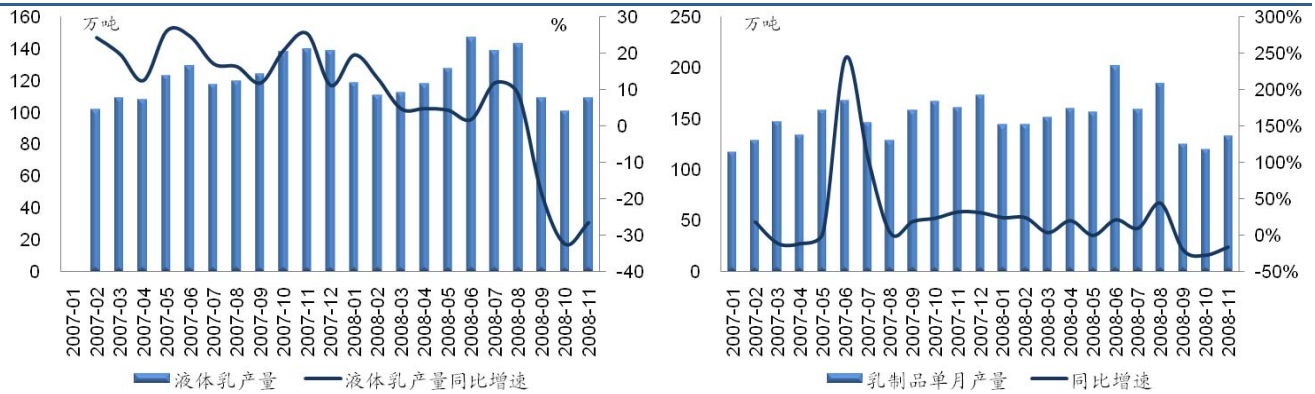
11 月份液体乳产量为 108.99 万吨，同比增速为-26.56%，而 10 月份液体乳产量为 100.90 万吨，同比增速为-32.49%，11 月份液体乳生产情况明显好转，已经基本恢复到去年水平的 7.5 成。

乳制品生产的恢复情况要明显好于液体乳。11 月份乳制品产量为 131.16 万吨，比去年同期下降了 22.47%，基本上恢复到了往年生产水平的 7.8 成；同比增速在 10 月份同比下降 28.83%的水平上显著改善了 6.36 个百分点。

从成都和北京地区的牛奶售价来看，在三胺事件对行业的冲击下，各乳制品企业纷纷采取买赠的方式进行促销维持了市场零售价格的基本稳定。大规模的买赠促销在 10 月中下旬的时候基本结束，主要液态奶售价并未随之回落，甚至在 11 月份的时候北京市场的各品牌牛奶售价出现了一定的上涨。三胺事件对乳制品行业造成冲击的同时也使得行业发展更加理性，光明乳业于近期在乳制品消费淡季上调了部分地区相关产品的售价，行业内通过降价进行恶性竞争的情况在短期内大大缓解。

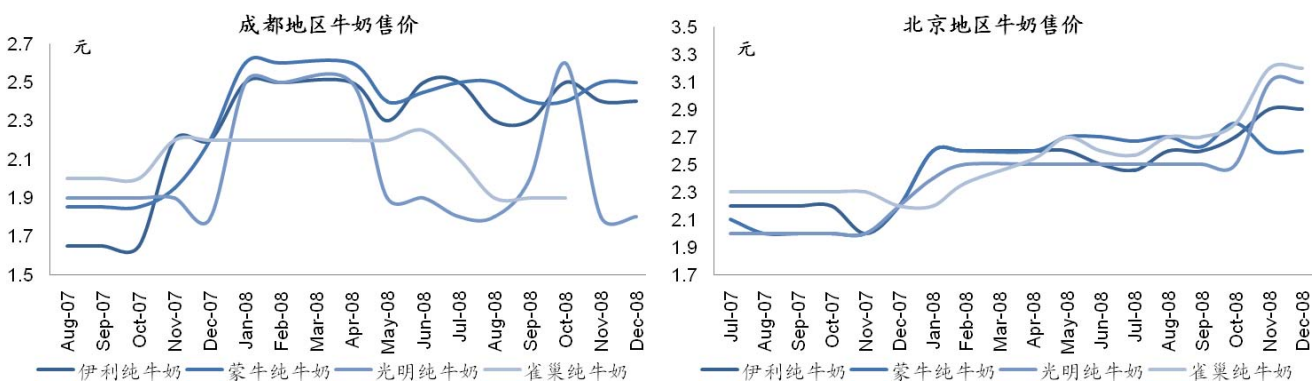
随着时间的推移，液体乳及乳制品的消费将继续恢复，在国家大力规范乳制品行业发展的前提下，行业发展将会越来越规范。行业短期内处于持续向好的进程，上调乳业评级至“买入”。

图 2：液体乳和乳制品当月产量及增速



数据来源：Wind，渤海证券研究所

图 3：北京、成都地区主要牛奶品种销售价格显著改善



数据来源：糖酒快讯，Wind，渤海证券研究所

2 关于 08 年亏损的计算

08 盈利预测：行业亏损情况的印证、相应公司的对比

猜测一：截止到 08 年 11 月份，亏损企业亏损总额累计值为 13.84 亿元，而前 8 个月这一亏损额度仅为 3.4 亿元。假设从前 8 月累计亏损总额到前 11 月累计利润总额的增加是由蒙牛和伊利造成的，那么大致测算截止到 11 月份蒙牛和伊利两家公司亏损额为 10.44 亿元。两家公司种报数据显示蒙牛和伊利的利润总额上半年分别为 7.5 亿元和 1.48 亿元，按照上半年的盈利状况，截止到 8 月份两家公司的利润总额在 12 亿元左右，再加上 8-11 月增加的 10.44 亿元，这两家公司 8-11 月实际亏损了 22.44 亿元左右，合每个月 7.5 亿元，考虑到三胺时间爆发在 9 月 12 日，保守起见我们假设 8-11 月每月亏损额度为 8 亿元。如果按照这种简单的测算，蒙牛和伊利两家公司 08 年利润总额将会达 18.44 亿元。按照这种方法，如果蒙牛亏损在 9 亿元，那么伊利 08 年利润总额为-9.44 亿元。

猜测二：蒙牛发布 09 年业绩预亏 9 亿元左右，上半年蒙牛净利润为 5.832 亿元，显示出下半年蒙牛亏损额度将会超过 14.8 亿元；蒙牛、伊利规模基本相当，如果不考虑伊利奶粉业务占比较多的情况，假设伊利下半年亏损额度与蒙牛同为 14.8 亿元，考虑伊利中期利润总额 1.48 亿元，则伊利股份 08 年的利润总额-13.32 亿元。

根据这两种测算方法，09 年伊利股份的亏损额度在 9.44 亿元-13.32 亿元。

3 09 年费用和所得税带来收益

3.1 股权激励费用提完，管理费用将大幅降低

计提股权激励费用导致公司 06-08 年管理费用分别额外增加 0.05 亿元、4.60 亿元和 2.74 亿元。除去股权激励费用之外，公司 04-07 年实际管理费用变化如下表所示：

表 1：伊利股份管理费用趋势表

	04 年	05 年	06 年	07 年
报表管理费用	30365.66	41735.13	49099.59	88439.09
股权激励费			506.13	45981.92
实际管理费用	30365.66	41735.13	48593.46	42457.17

数据来源：公司公告，渤海证券研究所 单位：万元

从上表可以看出 05-07 年公司管理费用基本稳定在 4-5 亿元之间。08 年前三季度公司管理费用为 8.59 亿元，除去分摊的 2.06 亿元股权激励费用，前三季度公司的管理费用已经高达 6.53 亿元。考虑到 08 年三胺事件的影响导致费用的增加，08 年公司的管理费用将达到 10.58 亿元，除去股权激励费用的管理费用将达到 7.84 亿元，在 07 年的基础上增长了 84.47%。

股权激励费用的计提在 09 年之后将不复存在。在盈利预测时我们采用相对保守的方法，即 09 年公司管理费用与 08 年实际管理费用相当，为 7.84 亿元，2010 年在 09 年基础上实现相对营业收入增速稍低的增长，为 9.33 亿元。

3.2 08 年亏损导致未来两年所得税费用的降低

伊利股份所得税负担较重，税改前实行 33% 的所得税税率，尤其是 07 年受股权激励费用不能税前抵扣的影响，实际税率过高。如果简单的考虑股权激励费用的影响，06-07 年实际税率应为 31.77% 和 19.61%。但是同期公司主要竞争对手蒙牛乳业的实际税率基本均在 10% 以下，04-07 年均值在 5% 左右。

税赋的差距主要来自蒙牛乳业享受外商所得税优惠政策以及内蒙古地区贫困县所得税返还政策，随着内外所得税政策的统一，蒙牛和伊利在所得税上的差距将会被逐渐缩小。

表 2: 伊利、蒙牛税务负担的比较

	04 年		05 年		06 年		07 年	
	伊利股份	蒙牛乳业	伊利股份	蒙牛乳业	伊利股份	蒙牛乳业	伊利股份	蒙牛乳业
税前利润总额	37887.86	41056	49161.14	61714	55248.53	94232	10639.22	113031
所得税费用	12185.81	1847	15214.59	6161	17653.22	7603	11095.55	2166
实际税率	32.16%	4.5%	30.95%	9.98%	31.95%	8.07%	1.0429%	1.92%

数据来源: 公司公告, 渤海证券研究所 单位: 万元

所得税率的巨大差距导致以下两方面: 1) 蒙牛和伊利所得税率的不同导致两大公司竞争力上有所区别, 蒙牛乳业的资产盈利能力质量比伊利股份要强; 2) 伊利股份控制费用的冲动没有蒙牛乳业那么强, 反映在报表上就是伊利股份的销售费用和管理费用大于销售收入比自己更高的蒙牛乳业。

08 年的亏损将减轻 09 和 10 年伊利股份和蒙牛乳业在所得税上的不平等。根据我们的预测 08 年亏损 13.43 亿元, 基本上相当于未来两年公司利润总额之和, 预计公司未来两年所得税负担基本降至 0, 大大减少了与竞争对手在所得税上的差距。

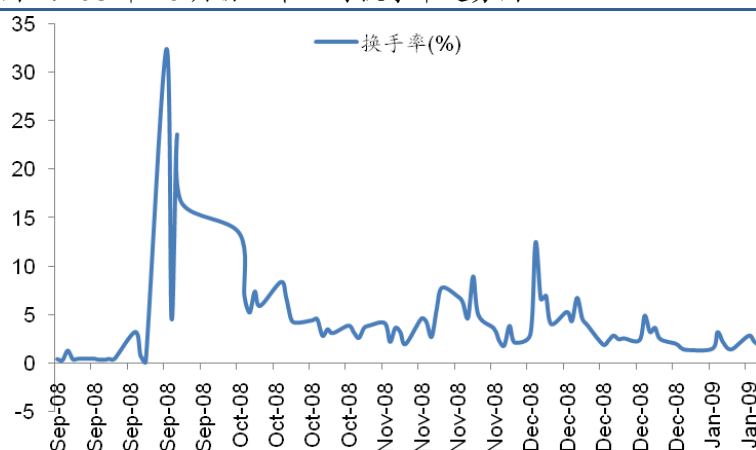
4 探讨基金调仓对公司股价的抑制作用-较弱

Wind 数据显示截止到 3 季度末, 共有 10 家机构持有伊利股份股权, 其中有 8 家基金, 其持有的公司股权占流通股比例仅为 6.56%。8 只基金中有 3 只指数型基金, 分别为上证 50 交易型开放式指数证券投资基金 (1135.52 万股)、易方达 50 指数证券投资基金 (867.85 万股) 和嘉实沪深 300 指数证券投资基金 (581.43 万股), 他们合计持股 2584.8 万股。

指数基金调整对股价影响较小。 上证 50 指数已经在 09 年 1 月将伊利股份调出成份股, 并且指数基金会在股票调出指数前后做出决策, 我们认为上证 50 指数基金对公司股价的影响已经基本消化。因此剔除两只上证 50 基金外, 只有 6 只基金持有公司股份, 其中嘉实沪深 300 指数基金持有公司股权占流通股比例为 0.8%。预计沪深 300 指数会在 09 年 7 月将伊利股份剔除, 嘉实沪深 300 指数基金会在前后择机减持公司股票, 由于其所持有公司股权占流通股比例较低, 预计其减持行为对公司股价影响相对较小。

指数基金之外的基金减持对公司股价影响较小。 剩余的 5 家开放式基金持有公司股权占公司流通 A 股的比重仅为 3%。自 08 年 10 月份以来公司股票日均换手率为 4.16%, 09 年 1 月份以来换手率基本维持在 1.5%-3% 之间, 加之这些基金投资和减持较指数型基金具有较大的灵活性, 预计这些基金的减持行为对公司股价影响相对较小。

图 4: 08 年 10 月份以来公司换手率趋势图



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

5 盈利预测

盈利预测假设: 1) 目前液态乳销售恢复到事发前的 8 成, 并且一直处于逐步恢复的过程中, 另外, 9 月中旬事发后给公司销售带来的不利影响降低了 09 年相应时间段的增长基数, 基于以上两点我们认为 09 年液体乳整体恢复到事发前的 0.95 成; 2) 奶粉及奶制品属于近几年快速发展品种, 综合考虑到目前也恢复到 8 成水平, 且三鹿股份的破产为其他公司让出将近 15% 的市场份额, 公司在奶粉业务上具有一定的品牌优势, 预计 09 年奶粉业务在 08 年的基础上有望实现 10% 的增长; 3) 冷饮产品系列受影响相对较小, 预计 09 年有望实现 10% 的增长; 4) 假设 09 年和 10 年将抵扣 08 年的亏损使得实际税率降至 0。

表 3: 盈利预测表

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入 (万元)					
液体乳	1165014	1325475	1,458,023	1385121	1592890
奶粉及奶制品	200852	272004	406,192	446811	603195
冷饮产品系列	228084	273515	381,628	419,791	503,749
混合饲料	39950	49850	69,790	76,769	84,446
营业成本 (万元)					
液体乳	850283	1001123	1085923	997287	1146881
奶粉及奶制品	138840	189685	305829	310534	419221
冷饮产品系列	156993	192669	303871	306447	367737
混合饲料	35077	42300	59217	65138	71652
毛利率					
液体乳	27.02%	24.47%	28.50%	28.00%	28.00%
奶粉及奶制品	30.87%	30.26%	30.50%	30.50%	30.50%
冷饮产品系列	31.17%	29.56%	26.50%	27.00%	27.00%
混合饲料	12.20%	15.15%	15.15%	15.15%	15.15%

数据来源: 渤海证券研究所

根据上面的盈利预测假设以及盈利预测表，我们预计伊利股份 2008 年-2010 年每股收益分别为-1.65 元、0.25 元和 0.77 元。

6 估值与投资建议

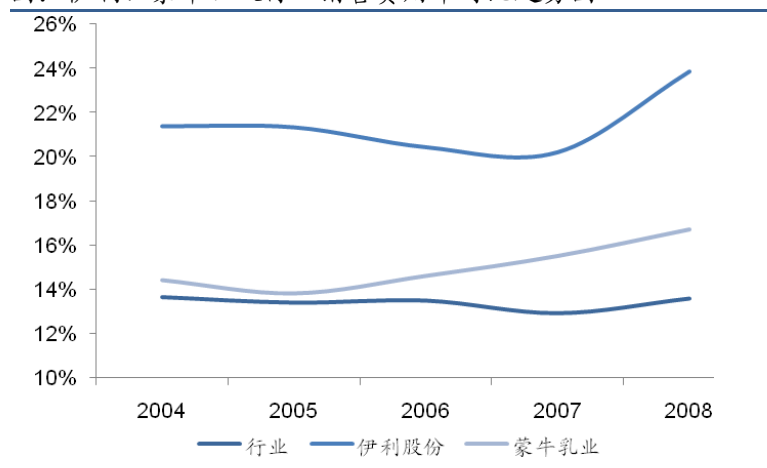
1 月 14 日公司股票收盘价为 8.7 元，对应 09-10 年市盈率为 34.8 倍和 11.30 倍，目前啤酒和肉制品这些大众消费品 09 年市盈率在 21-23 倍之间，如果用 09 年业绩来估，公司的股价范围仅为 5.25 元-5.75 元。考虑到 09 年仍为公司业务的恢复期，我们以 2010 年每股收益和 15 的市盈率来算，公司股票目标价为 11.55 元，目前股价仍有 32.76% 的上涨空间，我们给与伊利股份“买入”投资评级。

我们给与伊利股份“买入”评级除了考虑消费恢复、公司营销费用和所得税费用的降低带来的公司业绩增长之外，还基于以下三点：

股权激励权证行权的探讨。公司管理层股权激励未行权期权份数为 7729.84 万份，占公司总股本的 9.67%，行权价为每股 10.04 元。公司目前股价为 8.7 元，行权价仅比目前股价高出 15.4%，差距不是特别大。另外，股权激励规定行权期为 8 年，即到 2014 年，并且行权条件为相对于 2005 年收入复合增长率大于 15%。根据我们的盈利预算，公司仅有 2009 年业绩不达标，也就是说被激励者在 2010 年没有行权权利，从 2011 年到 2014 年被激励者还有 4 年行权机会。我们认为公司管理层还是有动力推动期权行权的。

公司销售费用具有较大的压缩空间。公司自 05 年以来销售费用率基本上都维持在 20% 以上的水平，甚至在 08 年三季度销售费用率高达 23.86%（其中股权激励费用摊销提高销售费用率 1.08%）。行业的销售费用率维持在 13% 左右的水平，公司最大的竞争对手蒙牛股份近两年的销售费用率维持在 15%-17% 水平。我们认为公司销售费用具有较大的下降空间，由于公司的业绩对费用率的变动非常敏感，因此我们认为公司有能力通过严控费用来提高业绩。

图：伊利、蒙牛以及行业销售费用率对比趋势图



数据来源：Wind，公司公告，渤海证券研究所

并购的好标的。《乳制品工业产业政策》增加了新进入者的难度，国外成熟市场乳制品消费增长缓慢，我国市场发展空间大。公司股权结构分散，最大股东仅持有公司 10.5%的股权，无论是对外资亦或是内资，公司是较好的潜在并购对象。以 8.7 元股价计算，公司总市值为 70 亿元，其 15%的股权市值为 10.5 亿元。

7 风险提示

08 年的亏损可能会超出预期；

乳制品行业再次爆发食品安全事故；

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	IT 研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn