

**动态报告**

家用电器

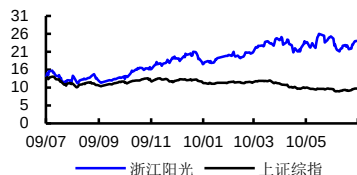
其他电器

**浙江阳光(600261)**
**推荐**

2010 年中报点评

(维持评级)

2010 年 7 月 27 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

|                 |                    |
|-----------------|--------------------|
| 昨收盘 (元)         | 24.15              |
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 249.77/197.64      |
| 流通 B 股/H 股(百万股) | 0.00/0.00          |
| 总市值/流通市值(百万元)   | 6,031.91/4,773.07  |
| 上证综指/深圳成指       | 2,588.68/10,591.13 |
| 12 个月最高/最低 (元)  | 26.20/11.71        |

**财务数据**

|           |          |
|-----------|----------|
| 净资产值(百万元) | 1,035.09 |
| 每股净资产(元)  | 4.14     |
| 市净率       | 5.83     |
| 资产负债率     | 54.74%   |
| 息率        | 1.24%    |

**相关研究报告:**

《浙江阳光: 收购公司股权目的在于拓展照明节能产品系列》——2009-12-23

《浙江阳光中报点评: 短期订单受挫、长期需求环境向好》——2009-8-25

《浙江阳光: 再次成为高效照明补贴招标的最大赢家》——2009-6-12

分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980205100168

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 未来高成长路径清晰可见

**● 成长进入快速、良性通道**

2010 年 1-6 月公司收入 969.92 百万元, 净利润 97 百万元, 分别同比增长 36% 和 99.8%, 每股收益 0.39 元。公司推行的开拓国内市场、多元化产品、增加产品附加值、增加自主品牌出口比率的各项战略已经出现了明显成效:

- ✓ 国内销售收入显著上升, 未来两年预期继续保持 50% 以上的增速, 国内销售收入占比已经由 08 年的 17% 上升到 09 年的 25% 再到 2010 年的 33%。
- ✓ 产品多元化。收购杭州汉光扩展陶瓷金卤灯, 拓展 LED 照明产品等, 为国内需要我们预期也可以考虑通过 OEM 外包模式增加所需产品品种。
- ✓ 高附加值产品明显增加。包括低汞节能灯、快亮节能灯、LED 照明产品等, 将有利于进一步提升公司产品盈利水平。2010 年 1-6 月公司毛利率为 22.68%, 同比去年提升 5 个百分点。
- ✓ 自主品牌出口比率上升。改变过去单纯的 OEM 加工出口, 假以时日, 将提升公司抵御汇率波动、材料价格波动风险的能力。

**● 设备研发能力领先于行业, 有利于公司提升效率, 抵御人工成本上升**

劳动力成本上升对行业产生加快整合的推动作用, 公司在生产设备研发上一直处于行业前列, 非常有利于公司抵御人工成本上升压力, 提升其竞争实力。

**● 新型 LED 照明投入加大, 将成为公司下一轮增长动力**

公司已经在 LED 照明产品上具备较好的产品储备, 且得到欧洲等市场的认同, 将继节能灯产品之后成为公司下一轮增长主力产品。我们认为公司会进一步加快该产品系列的投入, 包括可能投资上游芯片封装等。

**● 合理价值在 27—32 元/股之间, 维持“推荐”评级**

政府对节能照明的引导趋向以及公司积极的成长战略都将有利于公司获得较好的估值和 EPS 增速, 维持“推荐”评级。2010、11、12 年预期每股收益 0.85、1.14、1.66 元。

**盈利预测和财务指标**

|              | 2008     | 2009     | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|----------|----------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 1,890.74 | 1,743.11 | 2,388 | 3,152 | 4,161 |
| (+/-%)       | 8.36%    | -7.81%   | 37.0% | 32.0% | 32.0% |
| 净利润(百万元)     | 102.46   | 120.47   | 211   | 285   | 414   |
| (+/-%)       | -9.16%   | 17.58%   | 75.4% | 35.0% | 45.2% |
| 每股收益 (元)     | 0.41     | 0.48     | 0.85  | 1.14  | 1.66  |
| EBIT Margin  | 7.98%    | 9.61%    | 10.4% | 11.0% | 12.2% |
| 净资产收益率 (ROE) | 10.41%   | 11.91%   | 18.2% | 21.0% | 25.1% |
| 市盈率 (PE)     | 58.87    | 50.07    | 28.5  | 21.1  | 14.6  |
| EV/EBITDA    | 32.29    | 29.78    | 24.9  | 18.7  | 13.7  |
| 市净率 (PB)     | 6.13     | 5.96     | 5.20  | 4.44  | 3.66  |

## 厚积薄发

我们自 2007 到 2009 年，进行了一系列的发展战略调整，虽然这三年来公司业绩增速放缓，但一直在持续进行生产方面、销售渠道、产品结构调整方面的投资，为公司未来成长打下坚实基础。

### 国内市场的开拓，产品配合上增加多元化产品

公司 2010 年 1-6 月国内销售收入 3.17 亿元，同比增长 75%，销售收入占比不断提升，改变了过去过于依赖 OEM 加工出口的局面。

产品方面，公司 2010 年 5 月对杭州汉光照明有限公司投资 1,350 万元人民币，用于收购其 50% 股权，扩展了陶瓷金卤灯产品。其他灯具等产品品种也在增加过程中。

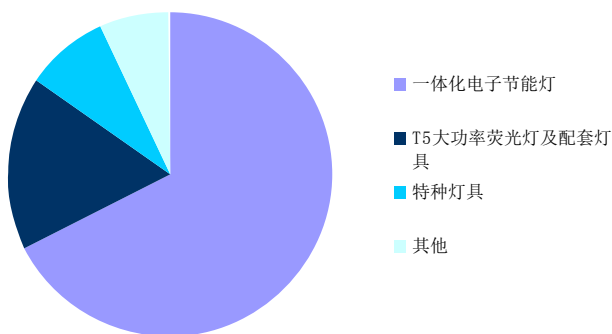
公司连续 3 年获得国家高效照明节能补贴招标第一名，为公司扩大在国内的品牌影响力提供了很好的效果。

表 1: 公司分区域销售收入变化 (百万元、%)

|          | 2007 年 | 2008 年  | 2009 年  | 2008 年 1-6 月 | 2009 年 1-6 月 | 2010 年 1-6 月 |
|----------|--------|---------|---------|--------------|--------------|--------------|
| 欧洲       | 461    | 393.79  | 436.28  | 223.66       | 176.27       | 220.41       |
| 亚洲       | 382    | 693.46  | 464.06  | 301.44       | 206.36       | 244.35       |
| 中国       | 348    | 291.41  | 550.63  | 160.32       | 181.21       | 317.28       |
| 中国销售收入占比 | 19.94% | 15.41%  | 31.59%  | 16.93%       | 25.44%       | 32.71%       |
| 拉丁美洲     | 224    | 98.46   | 184.21  | 95.79        | 70.88        | 151.63       |
| 北美洲      | 251    | 273.02  | 71.37   | 66.00        | 50.87        | 12.55        |
| 大洋洲      | 25     | 23.3    | 13.02   | 18.01        | 5.77         | 6.12         |
| 非洲       | 21     | 94.03   | 3.08    | 63.34        | 2.24         | 1.42         |
| 合计       | 1745   | 1890.74 | 1743.11 | 947.20       | 712.31       | 969.92       |

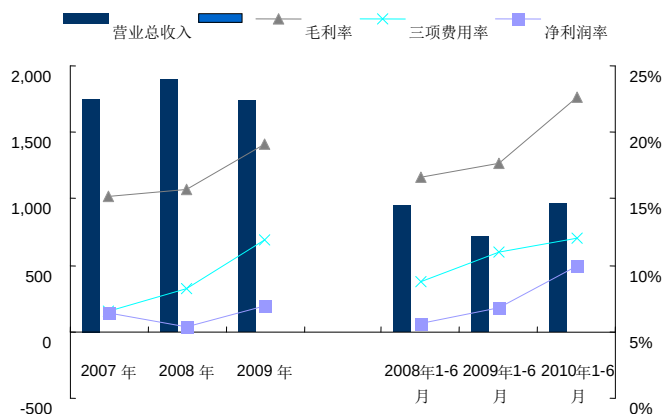
资料来源：公开信息、国信证券经济研究所

图 1: 公司 2010 年 1-6 月分产品收入比率 (%)



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2: 公司历年收入和利润率比较 (百万元、%)



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

### 自有品牌产品出口不断获得突破

公司已经成为越南第三大品牌；印度基地实现自有品牌的本地化生产与销售；欧洲公司自有品牌已切入主流市场及渠道；美国公司开始自有品牌销售。

### 产能布局为未来成长提供良好支撑

虽然公司 2007-2009 年收入并没有明显增长，但对产能的投资却一直没有间断，主要是基于全球白炽灯停用的大趋势。公司目前具备江西、上虞、厦门三大生产基地，且各有侧重，厦门也将是公司未来 LED 照明的主要生产基地，这些都将为公司分享全球白炽灯停用后节能灯的需求增加、LED 新一代照明产品需求上升提供很好的产能支撑。

### 产品结构优化成效显著

公司近年来产品毛利率，公司整体利润率呈上升趋势，主要得益于公司的产品结构优化成效显著。更为注重开发附加值较高的照明节能产品。2010 年公司综合毛利率 2010 年 1-6 月公司毛利率为 22.68%，同比去年提升 5 个百分点。

## 盈利预测

表 2: 公司收入及毛利率预期 (亿元)

|      | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 内销收入 | 2.9    | 3.8    | 6.5    | 9.8    |
| 外销收入 | 16.0   | 13.2   | 17.4   | 21.7   |
| 合计   | 18.9   | 17     | 23.9   | 31.5   |
| 收入增速 | 8%     | -10%   | 28%    | 32%    |
| 毛利率  | 15.65% | 17.8%  | 21.9%  | 22.5%  |

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

我们预期公司在内销收入上未来继续有超过 50 的收入增长，产品综合毛利率方面，公司在各类新产品加入的预期下，有进一步上升趋势。

## 附表 1：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |             |             |             |             | 利润表 (百万元)        |              |              |             |              |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
|                  | 2009        | 2010E       | 2011E       | 2012E       |                  | 2009         | 2010E        | 2011E       | 2012E        |
| 现金及现金等价物         | 588         | 668         | 819         | 1069        | 营业收入             | 1743         | 2388         | 3152        | 4161         |
| 应收款项             | 469         | 458         | 605         | 798         | 营业成本             | 1409         | 1865         | 2443        | 3176         |
| 存货净额             | 331         | 302         | 396         | 516         | 营业税金及附加          | 8            | 10           | 13          | 17           |
| 其他流动资产           | 16          | 22          | 29          | 38          | 销售费用             | 86           | 119          | 158         | 208          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1405</b> | <b>1452</b> | <b>1851</b> | <b>2423</b> | 管理费用             | 116          | 147          | 192         | 253          |
| 固定资产             | 544         | 631         | 671         | 695         | 财务费用             | 4            | 15           | 14          | 12           |
| 无形资产及其他          | 100         | 96          | 93          | 90          | 投资收益             | 7            | 9            | 3           | 3            |
| 投资性房地产           | 48          | 48          | 48          | 48          | 资产减值及公允价值变动      | (2)          | (5)          | (5)         | (5)          |
| 长期股权投资           | 104         | 107         | 110         | 113         | 其他收入             | (0)          | 0            | 0           | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>2200</b> | <b>2334</b> | <b>2773</b> | <b>3369</b> | 营业利润             | 125          | 236          | 330         | 493          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 50          | 50          | 50          | 50          | 营业外净收支           | 31           | 31           | 31          | 31           |
| 应付款项             | 583         | 504         | 661         | 861         | <b>利润总额</b>      | <b>156</b>   | <b>268</b>   | <b>362</b>  | <b>525</b>   |
| 其他流动负债           | 194         | 258         | 339         | 442         | 所得税费用            | 26           | 40           | 54          | 79           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>827</b>  | <b>812</b>  | <b>1050</b> | <b>1353</b> | 少数股东损益           | 10           | 16           | 22          | 32           |
| 长期借款及应付债券        | 269         | 269         | 269         | 269         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>120</b>   | <b>211</b>   | <b>285</b>  | <b>414</b>   |
| 其他长期负债           | 25          | 25          | 25          | 25          |                  |              |              |             |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>294</b>  | <b>294</b>  | <b>294</b>  | <b>294</b>  | 现金流量表 (百万元)      |              |              |             |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>1121</b> | <b>1106</b> | <b>1343</b> | <b>1647</b> |                  | 2009         | 2010E        | 2011E       | 2012E        |
| 少数股东权益           | 68          | 69          | 71          | 73          | 净利润              | 120          | 211          | 285         | 414          |
| 股东权益             | 1012        | 1159        | 1359        | 1649        | 资产减值准备           | 6            | (8)          | 0           | 0            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2200</b> | <b>2334</b> | <b>2773</b> | <b>3369</b> | 折旧摊销             | 43           | 39           | 48          | 55           |
|                  |             |             |             |             | 公允价值变动损失         | 2            | 5            | 5           | 5            |
|                  |             |             |             |             | 财务费用             | 4            | 15           | 14          | 12           |
| 关键财务与估值指标        |             |             |             |             | 营运资本变动           | 87           | 11           | (10)        | (19)         |
|                  | 2009        | 2010E       | 2011E       | 2012E       | 其它               | (5)          | 9            | 2           | 2            |
| 每股收益             | 0.48        | 0.85        | 1.14        | 1.66        | <b>经营活动现金流</b>   | <b>253</b>   | <b>267</b>   | <b>330</b>  | <b>457</b>   |
| 每股红利             | 0.45        | 0.25        | 0.34        | 0.50        | 资本开支             | (82)         | (120)        | (90)        | (80)         |
| 每股净资产            | 4.05        | 4.64        | 5.44        | 6.60        | 其它投资现金流          | 4            | (1)          | 0           | 0            |
| ROIC             | 8%          | 16%         | 21%         | 30%         | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(77)</b>  | <b>(124)</b> | <b>(93)</b> | <b>(83)</b>  |
| ROE              | 12%         | 18%         | 21%         | 25%         | 权益性融资            | 5            | 0            | 0           | 0            |
| 毛利率              | 19%         | 22%         | 22%         | 24%         | 负债净变化            | 216          | 0            | 0           | 0            |
| EBIT Margin      | 7%          | 10%         | 11%         | 12%         | 支付股利、利息          | (111)        | (63)         | (86)        | (124)        |
| EBITDA Margin    | 10%         | 12%         | 13%         | 14%         | 其它融资现金流          | (372)        | 0            | 0           | 0            |
| 收入增长             | -8%         | 37%         | 32%         | 32%         | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(158)</b> | <b>(63)</b>  | <b>(86)</b> | <b>(124)</b> |
| 净利润增长率           | 18%         | 75%         | 35%         | 45%         | <b>现金净变动</b>     | <b>18</b>    | <b>80</b>    | <b>151</b>  | <b>250</b>   |
| 资产负债率            | 54%         | 50%         | 51%         | 51%         | 货币资金的期初余额        | 570          | 588          | 668         | 819          |
| 息率               | 1.8%        | 1.1%        | 1.4%        | 2.1%        | 货币资金的期末余额        | 588          | 668          | 819         | 1069         |
| P/E              | 50.1        | 28.5        | 21.1        | 14.6        | 企业自由现金流          | 171          | 140          | 242         | 386          |
| P/B              | 6.0         | 5.2         | 4.4         | 3.7         | 权益自由现金流          | 15           | 127          | 230         | 377          |
| EV/EBITDA        | 43.0        | 24.9        | 18.7        | 13.7        |                  |              |              |             |              |

资料来源：国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上          |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间      |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间  |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间    |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上         |

### 免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所研究团队(含联系人)**

|                 |                |              |                |              |                |
|-----------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| <b>宏观</b>       |                | <b>策略</b>    |                | <b>交通运输</b>  |                |
| 周炳林             | 0755-82130638  | 黄学军          | 021-60933142   | 郑 武          | 0755- 82130422 |
| 林松立             | 010-66026312   | 崔 嵘          | 021-60933159   | 陈建生          | 0755- 82133766 |
|                 |                | 廖 喆          | 021-60933162   | 岳 鑫          | 0755- 82130432 |
|                 |                |              |                | 高 健          | 0755-82130678  |
| <b>银行</b>       |                | <b>房地产</b>   |                | <b>机械</b>    |                |
| 邱志承             | 021- 60875167  | 方 焱          | 0755-82130648  | 余爱斌          | 0755-82133400  |
| 黄 飙             | 0755-82133476  | 区瑞明          | 0755-82130678  | 黄海培          | 021-60933150   |
| 谈 焯             | 010- 66025229  | 黄道立          | 0755- 82133397 | 陈 玲          | 0755-82130646  |
|                 |                |              |                | 杨 森          | 0755-82133343  |
|                 |                |              |                | 李筱筠          | 010-66026326   |
| <b>汽车及零配件</b>   |                | <b>钢铁</b>    |                | <b>商业贸易</b>  |                |
| 李 君             | 021-60933156   | 郑 东          | 010- 66026308  | 孙菲菲          | 0755-82130722  |
| 左 涛             | 021-60933164   | 秦 波          | 010-66026317   | 吴美玉          | 010-66026319   |
|                 |                |              |                | 祝 彬          | 0755-82131528  |
| <b>基础化工</b>     |                | <b>医药</b>    |                | <b>石油与石化</b> |                |
| 张栋梁             | 0755-82130532  | 贺平鸽          | 0755-82133396  | 李 晨          | 021-60875160   |
| 陈爱华             | 0755-82133397  | 丁 丹          | 0755- 82139908 | 严蓓娜          | 021-60933165   |
| 邱 斌             | 0755-82130532  | 陈 栋          | 021-60933147   |              |                |
| <b>电力设备与新能源</b> |                | <b>传媒</b>    |                | <b>有色金属</b>  |                |
| 皮家银             | 021-60933160   | 陈财茂          | 021-60933163   | 彭 波          | 0755-82133909  |
|                 |                |              |                | 谢鸿鹤          | 0755-82130646  |
| <b>电力与公用事业</b>  |                | <b>非银行金融</b> |                | <b>通信</b>    |                |
| 徐颖真             | 021-60875162   | 邵子钦          | 0755- 82130468 | 严 平          | 021-60875165   |
| 谢达成             | 021-60933161   | 田 良          | 0755-82130513  | 程 峰          | 021-60933167   |
|                 |                | 童成敦          | 0755-82130513  |              |                |
| <b>造纸</b>       |                | <b>家电</b>    |                | <b>计算机</b>   |                |
| 李世新             | 0755-82130565  | 王念春          | 0755-82130407  | 段迎晟          | 0755- 82130761 |
| 邵 达             | 0755-82130706  |              |                |              |                |
| <b>电子元器件</b>    |                | <b>纺织服装</b>  |                | <b>农业</b>    |                |
| 段迎晟             | 0755- 82130761 | 方军平          | 021-60933158   | 张 如          | 021-60933151   |
| 高耀华             | 0755-82130771  |              |                |              |                |
| <b>旅游</b>       |                | <b>食品饮料</b>  |                | <b>建材</b>    |                |
| 廖绪发             | 021-60875168   | 黄 茂          | 0755-82138922  | 杨 昕          | 021-60933168   |
| 刘智景             | 021-60933148   |              |                |              |                |
| <b>煤炭</b>       |                | <b>建筑</b>    |                | <b>固定收益</b>  |                |
| 李 然             | 010-66026322   | 邱 波          | 0755-82133390  | 李怀定          | 021-60933152   |
| 陈 健             | 010-66215566   | 李遵庆          | 0755-82133055  | 高 宇          | 0755- 82133538 |
| 苏绍许             | 021-60933144   |              |                | 侯慧娣          | 021-60875161   |
|                 |                |              |                | 张 旭          | 010-66026340   |
|                 |                |              |                | 蔺晓熠          | 021-60933146   |
|                 |                |              |                | 刘子宁          | 021-60933145   |
| <b>指数与产品设计</b>  |                | <b>投资基金</b>  |                | <b>量化投资</b>  |                |
| 焦 健             | 0755-82133928  | 杨 涛          | 0755-82133339  | 葛新元          | 0755-82133332  |
| 王军清             | 0755-82133297  | 彭怡萍          | 0755-82133528  | 董艺婷          | 021-60933155   |
| 彭甘霖             | 0755-82133259  | 刘舒宇          | 0755-82133568  | 林晓明          | 0755-25472656  |
| 阳 瑾             | 0755-82133538  | 康 亢          | 010-66026337   | 赵斯尘          | 021-60875174   |
| 周 琦             | 0755-82133568  | 刘 洋          |                | 程景佳          | 021-60933166   |
| 赵学昂             | 0755-66025232  |              |                | 郑 云          | 021-60875163   |
|                 |                |              |                | 毛 甜          | 021-60933154   |
| <b>交易策略</b>     |                |              |                |              |                |
| 戴 军             | 0755-82133129  |              |                |              |                |
| 秦国文             | 0755-82133528  |              |                |              |                |
| 徐左乾             | 0755-82133090  |              |                |              |                |
| 黄志文             | 0755-82133928  |              |                |              |                |

**国信证券机构销售团队**

| 华北区（机构销售一部） |                                                       |  | 华东区（机构销售二部） |                                                      |  | 华南区（机构销售三部） |                                                        |  |
|-------------|-------------------------------------------------------|--|-------------|------------------------------------------------------|--|-------------|--------------------------------------------------------|--|
| 王立法         | 010-66026352<br>13910524551<br>wanglf@guosen.com.cn   |  | 盛建平         | 021-60875169<br>15821778133<br>shengjp@guosen.com.cn |  | 万成水         | 0755-82133147<br>13923406013<br>wancs@guosen.com.cn    |  |
| 王晓建         | 010-66026342<br>13701099132<br>wangxj@guosen.com.cn   |  | 马小丹         | 021-60875172<br>13801832154<br>maxd@guosen.com.cn    |  | 魏 宁         | 0755-82133492<br>13823515980<br>weining@guosen.com.cn  |  |
| 焦 骥         | 010-66026343<br>13601094018<br>jiaojian@guosen.com.cn |  | 郑 毅         | 021-60875171<br>13795229060<br>zhengyi@guosen.com.cn |  | 邵燕芳         | 0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn   |  |
| 李 锐         | 010-66025249<br>13691229417<br>lirui2@guosen.com.cn   |  | 黄胜蓝         | 021-60875166<br>13761873797<br>huangsl@guosen.com.cn |  | 林 莉         | 0755-82133197<br>13824397011<br>linli2@guosen.com.cn   |  |
| 徐文琪         | 010-66026341<br>13811271758<br>xuwq@guosen.com.cn     |  | 刘 塑         | 021-60875177<br>13817906789<br>liusu@guosen.com.cn   |  | 王昊文         | 0755-82130818<br>18925287888<br>wanghaow@guosen.com.cn |  |
|             |                                                       |  | 叶琳菲         | 021-60875178<br>13817758288<br>yelf@guosen.com.cn    |  | 甘 墨         | 0755-82133456<br>15013851021<br>ganmo@guosen.com.cn    |  |
|             |                                                       |  | 孔华强         | 021-60875170<br>13681669123<br>konghq@guosen.com.cn  |  | 段莉娟         | 0755-82130509<br>18675575010<br>duanlj@guosen.com.cn   |  |
|             |                                                       |  |             |                                                      |  | 黎 敏         | 0755-82130681<br>13902482885<br>limin1@guosen.com.cn   |  |
|             |                                                       |  |             |                                                      |  | 徐 冉         | 13632580795<br>xuran1@guosen.com.cn                    |  |
|             |                                                       |  |             |                                                      |  | 颜小燕         | 13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn                     |  |