

珠江啤酒(002461)

珠江啤酒新股定价报告

发行价格: 预计 4.81-5.2 元

2010.07.30

闫亚磊
86-22-28451975
SAC 执业证书编号 S1150209100148
yanyl@bhq.com

核心观点:

- 占据广东市场区位优势
- 销售体系的改革有利于改善销售不利局面
- 募投项目目标市场有优势

核心观点:

● 公司业务简介

珠江啤酒总部设在广州拥有中国最大的啤酒酿造中心,“珠江牌”啤酒商标被认定为中国驰名商标。公司销售收入在 2009 年在全国啤酒行业中排名第七。公司主要优势区域集中在华南地区。公司具有较强的技术研发实力节能降耗和循环经济也走在行业前列。

● 公司在广东地区占据相对优势

公司在广东有 10 家生产企业,形成了较强的区位优势。公司 2007-2009 年在广东市场的市场占有率分别为 47.04%、39.54%和 32.93%,虽然市场占有率逐年下降,但仍然对广东市场具有一定的控制力。

● 销售短板的改革有利于公司销量增长

公司在 2008 年下半年开始逐步引进协同深度分销模式,该模式的精髓就是扁平化和渠道下沉。明确经销商的责任,加强对终端的控制力,有利于及时了解对手信息,更好进行好客情维护。该模式在佛山试点,推广到广东、深圳、东莞和中山。2009 年四季度公司销量出现同比回升,回升幅度在 15%左右。

● 募投项目目标市场公司增长有基础力

公司目前在广西和湖南销量分别在 10 万吨左右,典型的现有市场再建产能。募投项目建成后有利于增强公司在相应区域的竞争力。

● 业绩预测

根据我们的测算,公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.163 元、0.20 元和 0.238 元。

● 定价分析

公司上市之后在二级市场的合理估值应该在 30-35 倍(分别对应 11 年和 10 年 eps),预计公司上市后的价格区间应在 5.6-6 元之间。发行报价应在 4.81-5.2 元之间比较合理。上市首日价格预计 7.5-8 元。

(百万元,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	3227	2828	3096	3453	3781
EBITDA	319	401	416	435	461
净利润	60	86	111	136	162
摊薄 EPS(元)	0.10	0.14	0.16	0.20	0.24
PE(X)	57.0	39.9	34.3	28.0	23.5
EV/EBITDA(X)	14.6	11.0	9.3	8.3	7.2
PB(X)	1.24	1.20	1.17	1.12	1.07
ROIC	2.37%	3.49%	3.78%	4.14%	4.68%
总资产周转率	0.67	0.59	0.65	0.72	0.79

请务必阅读正文之后的免责条款部分

关键数据

预计发行价	5 元
首日上市价	7.5-8 元
收益率	50%-60%
一年目标价	5.6-6 元
询价区间	5.11-5.89 元

股本数据

A 股发行股数	不超过 7000 万股
发行后总股本	不超过 6.80 亿股

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	240	214	619	691	756	营业收入	3227	2828	3096	3453	3781
应收票据	151	127	424	473	518	营业成本	2107	1664	1827	2044	2249
应收账款	246	308	337	376	411	营业税金及附加	282	270	294	328	359
预付款项	47	37	38	39	40	销售费用	408	409	447	498	530
其他应收款	5	4	4	5	5	管理费用	316	305	331	369	405
存货	561	509	90	101	111	财务费用	57	54	45	27	16
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	10	13	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	2387	2729	2603	2469	2337	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	487	67	49	44	47	营业利润	47	112	152	186	222
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	23	0	0	0	0
无形资产	658	647	608	569	530	税前利润	70	113	152	186	222
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	9	24	38	47	55
资产总计	4834	4693	4772	4767	4756	净利润	61	88	114	140	166
短期借款	1408	1186	352	359	198	归属于母公司的净利润	60	86	111	136	162
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	3	3	4	4
应付账款	429	374	346	402	455	基本每股收益	0.10	0.14	0.16	0.20	0.24
预收款项	33	27	20	12	4	稀释每股收益	0.10	0.14	0.16	0.20	0.24
应付职工薪酬	25	24	24	24	24	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	26	64	300	300	300	成长性					
其他应付款	108	149	149	149	149	营收增长率	-13.6%	-12.4%	9.5%	11.5%	9.5%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-61.8%	58.3%	10.1%	8.0%	11.3%
长期借款	15	13	313	113	53	净利润增长率	-71.7%	42.8%	29.7%	22.3%	19.1%
负债合计	2083	1856	1524	1380	1203	盈利性					
股东权益合计	2751	2837	3248	3387	3554	销售毛利率	34.7%	41.2%	41.0%	40.8%	40.5%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	1.9%	3.0%	3.6%	3.9%	4.3%
净利润	61	88	114	140	166	ROE	2.2%	3.0%	3.4%	4.0%	4.6%
折旧与摊销	205	222	219	221	224	ROIC	2.37%	3.49%	3.78%	4.14%	4.68%
经营活动现金流	261	422	722	336	358	估值倍数					
投资活动现金流	-449	-145	-35	-45	-55	PE	57.0	39.9	34.3	28.0	23.5
融资活动现金流	36	-303	-282	-220	-238	P/S	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0
现金净变动	-153	-26	405	71	66	P/B	1.24	1.20	1.17	1.12	1.07
期初现金余额	393	240	214	619	691	股息收益率	0.9%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	240	214	619	691	756	EV/EBITDA	14.6	11.0	9.3	8.3	7.2

1 公司概况

1.1 区域啤酒龙头

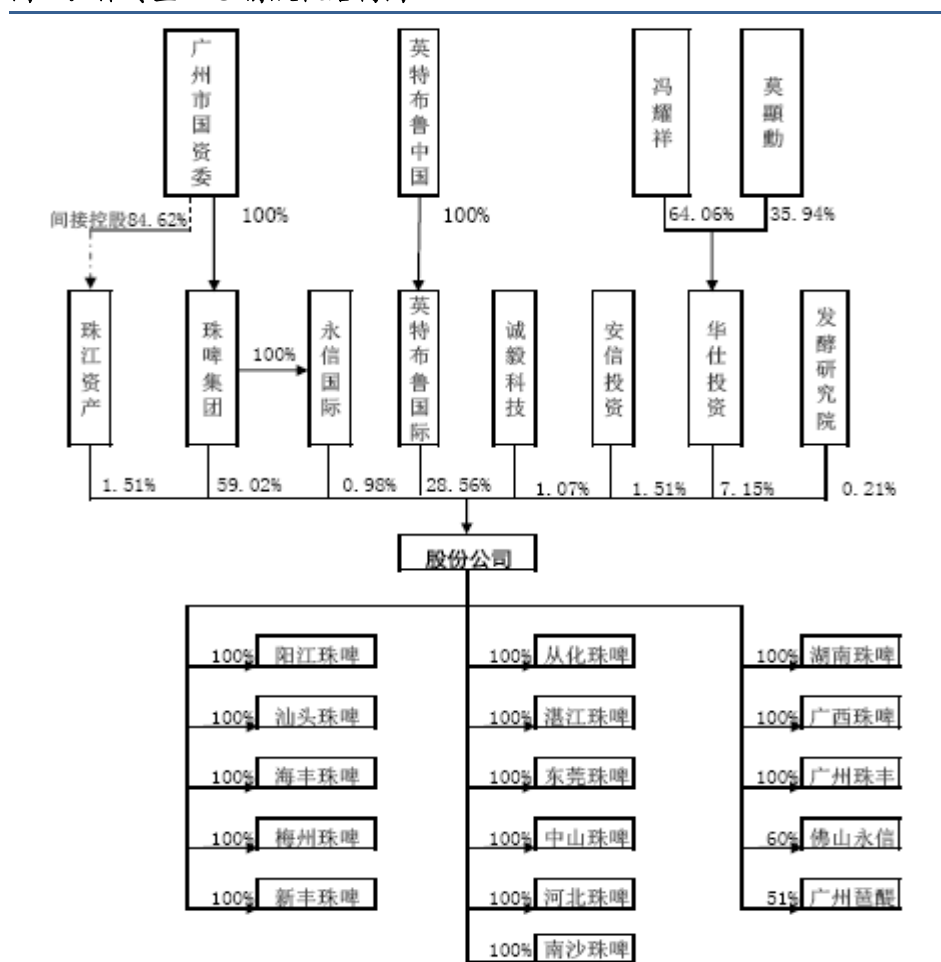
珠江啤酒是一家总部设在广州的啤酒生产厂商，拥有中国最大的啤酒酿造中心，“珠江牌”啤酒商标被认定为中国驰名商标。公司销售收入在 2008 年在全国啤酒行业中排名第六，2009 年排名第七。公司主要优势区域集中在华南地区。2009 年度在华南市场实现销售额占公司总销售额的比例为 84.89%。

公司在广东有 10 家生产企业，形成了较强的区位优势。公司 2007-2009 年在广东市场的市场占有率分别为 47.04%、39.54%和 32.93%，虽然市场占有率逐年下降，但仍然对广东市场具有一定的控制力。

1.2 股权结构多样化

公司控股股东为广州珠江啤酒集团有限公司，实际控制人为广州市国资委。公司股权结构多样化，除了国有资本外，还有民营资本和外资参与其中，另外还有其他行业如物流和 IT 行业持股。

图 1：保龄宝 IPO 前股权结构图



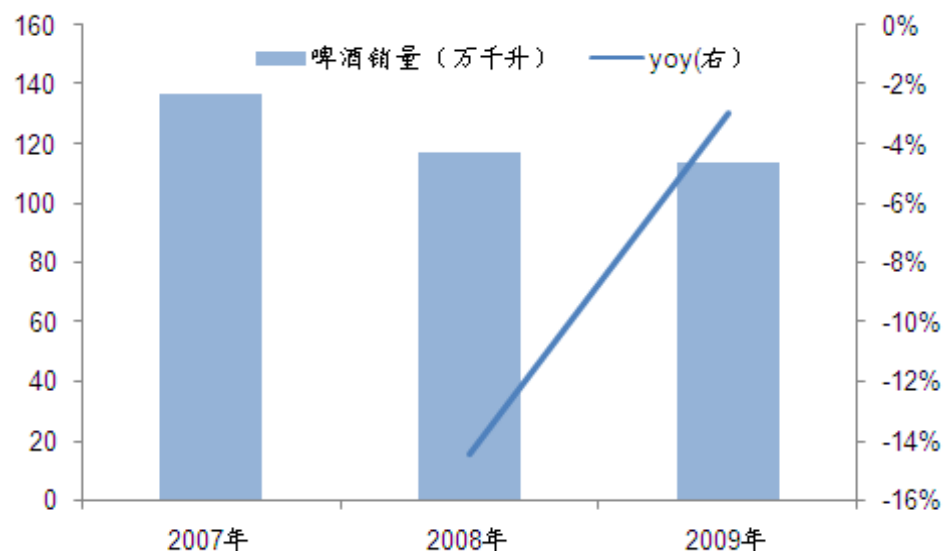
数据来源：公司公告，渤海证券研究所

2 公司主营业务分析

2.1 近两年销量增长逊于行业整体水平

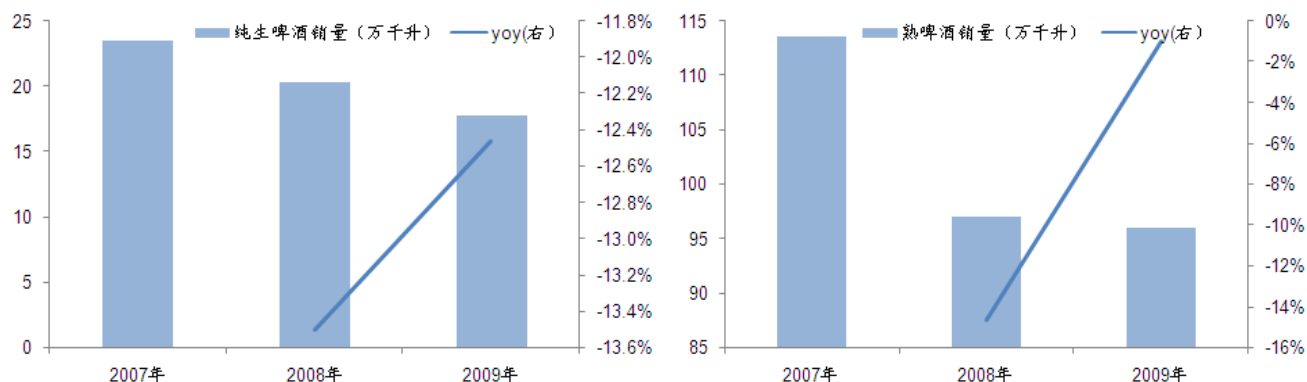
受金融危机影响，公司在 2008 年碰上了前所未有的销量下滑，下滑的幅度高达 14.45%，公司销量发展远逊与行业水平。主要原因在于金融危机背景下，广东外向型经济受负面影响更为严重，GDP 增速下滑幅度高于全国经济，并且伴随着大量的劳动者回流内地，均为给啤酒销量的增长带来压力。2009 年又碰上主要竞争对手包括燕京啤酒和青岛啤酒放量，而且公司 2008 年底对营销体制进行改革，2009 年处于磨合期，在这些因素综合作用下，09 年公司销量小幅下滑 2.98%，下滑幅度与 2008 年相比显著收窄。分产品来看，纯生啤酒在 2009 年受影响相对较小，但是恢复起来速度也慢；熟啤酒相对低端，受影响大，但是随着劳动力回流，恢复的速度也很快。

图 2：啤酒销量逐年下降，但降幅收窄



数据来源：公司公告，渤海证券研究所

图 3：纯生啤酒和熟啤酒销量趋势图



数据来源：公司公告，渤海证券研究所

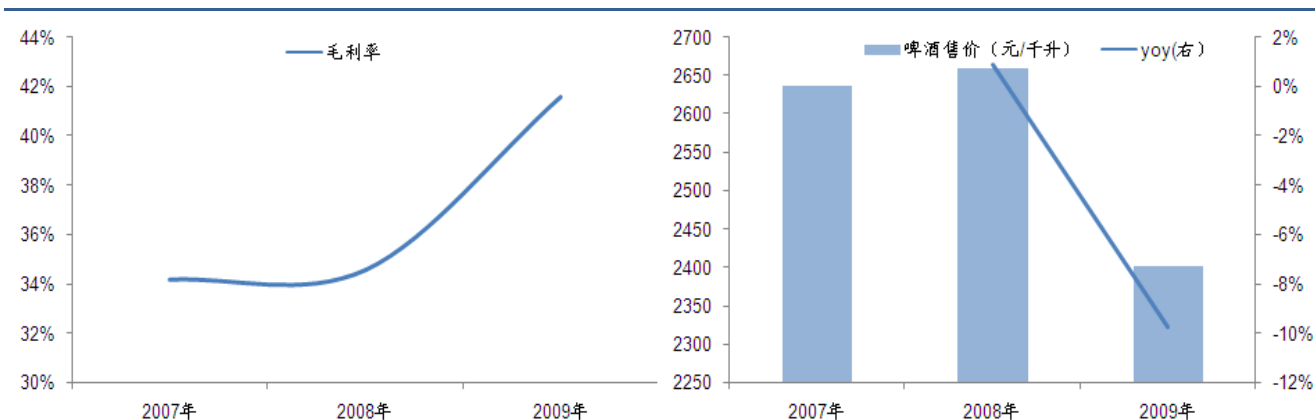
2.2 受益低价大麦和结算方式改变，毛利率有所回升

2005 年到 2007 年，公司整体毛利率分别为 36.15%、34.46%以及 34.39%，处于一个持续下滑的局面，原因在于广州地区啤酒行业竞争不断加剧，并且 2007 年啤酒大麦价格出现大幅上涨，导致公司盈利能力收到挤压。但是毛利率持续走低的情况在 2008 年和 2009 年年持续得到改善，主要原因为：

1) 2008 年为了应对啤酒大麦、麦芽价格大幅上涨，公司采取优化产品结构、改进工艺增加国产啤酒大麦用量等措施部分消耗了原材料价格上涨的影响，其中 2008 年每千升啤酒消耗麦芽量从 07 年的 78.06 公斤下降了 13.68%至 67.38 公斤，2008 年国产麦芽使用比例从 2006 年的接近 0%上升至 78.33%，这些措施保证了在发生金融危机、啤麦上涨的情况下毛利率在 07 年基础上微幅上升；

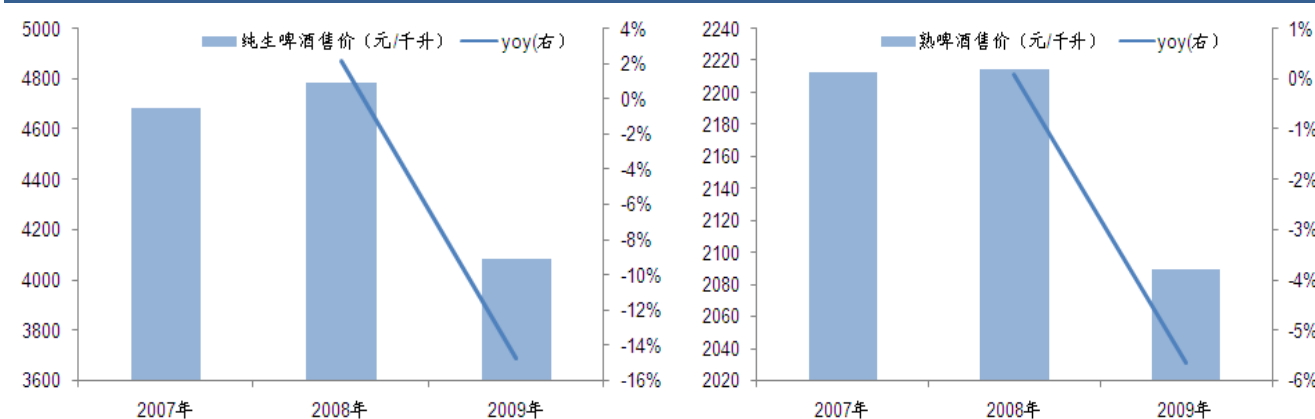
2) 2009 年随着高价大麦及大麦芽库存消耗完毕，毛利率有一个自然回升的过程，并且公司将销售模式从带瓶销售改为不带瓶销售，也在一定程度上提高了毛利率水平。这也是 2009 年公司产品销量下滑 2.98%的基础上收入却大幅下滑了 12.38%的主要原因。

图 4：毛利率持续提升，吨酒售价基本稳定



数据来源：公司公告，渤海证券研究所

图 5：公司收入和毛利润增速分别维持在 20%和 15%以上

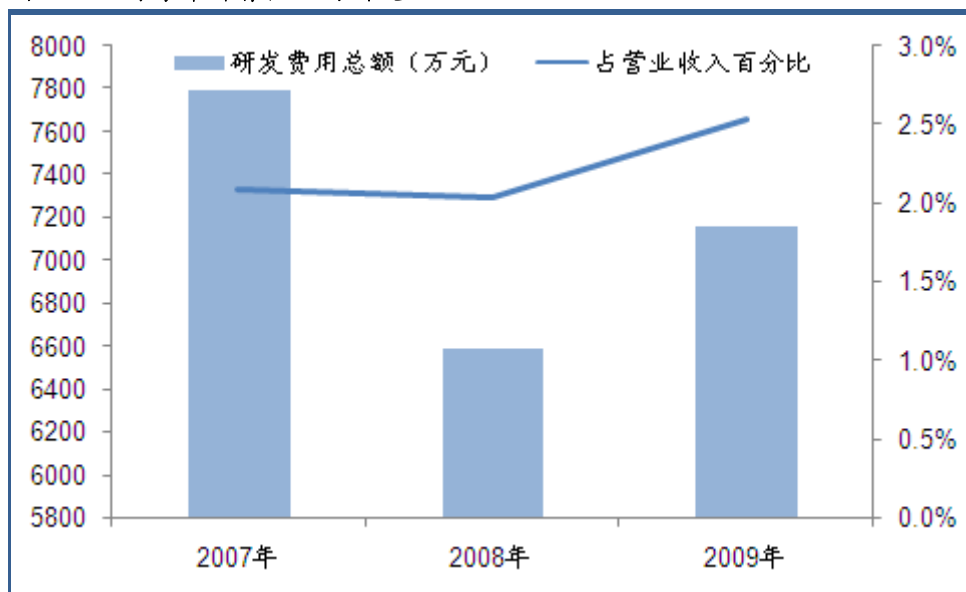


数据来源：公司公告，渤海证券研究所

2.3 研发实力强，销售短板正在弥补

公司具备领先的技术优势，拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，公司研发中心系国内啤酒行业三家国家级企业技术中心之一，同时也是广东省重点工程技术研究开发中心、省级技术中心。研发中心目前共有 266 人，其中中国酿酒大师 2 人（占全国酿酒大师啤酒行业的三分之一），高级酿酒师 9 人，国家级高级品酒师 6 人，品酒师 10 人，啤酒酿造高级技师 32 人，博士 4 人，具有较强的技术力量。公司一直注重新产品开发和新技术研究，每年都有固定的费用用于研发。在我国率先研制出纯生啤酒、含活性酵母白啤酒、上面发酵啤酒。珠江啤酒连续多年被评为中国名牌产品，2006 年被评为国家免检产品。

图 6：公司每年都有较大的研发投入



数据来源：公司公共 渤海证券研究所

在生产工艺以及循环经济方面，公司也走在行业前列。公司改善发酵工艺，发酵期仅为 12 天，远低于行业 20 天以上的平均水平；通过技术改进提高了生产效率和减小了能耗，公司 1 吨酒耗水在 4.66 吨，远低于行业平均 10.24 吨的水平。

客观来说，公司在产品和技术方面具有一定的优势，但是作为快消品公司，销售成为公司的短板。公司在 2008 年下半年开始逐步引进协同深度分销模式，该模式比以前减少了一个销售层级。改革前是“厂商-一批商-二批商-终端”，改革后为“厂商-分销商-终端”，减少销售层级，明确经销商的责任，加强对终端的控制力，一方面有利于及时了解对手信息，另一方面可以进行好客情维护；改善了对市场变化反应慢和对终端控制力差的局面。协同深度分销模式的精髓就是扁平化和渠道下沉，2008 年底从佛山试点，取得初步成绩后从佛山推广到广东、深圳、东莞和中山。随着公司深度分销策略推进并过了磨合期后，公司在广东市场下滑的趋势得到扭转，在 2009 年四季度时销量出现同比回升，回升幅度在 15% 左右。

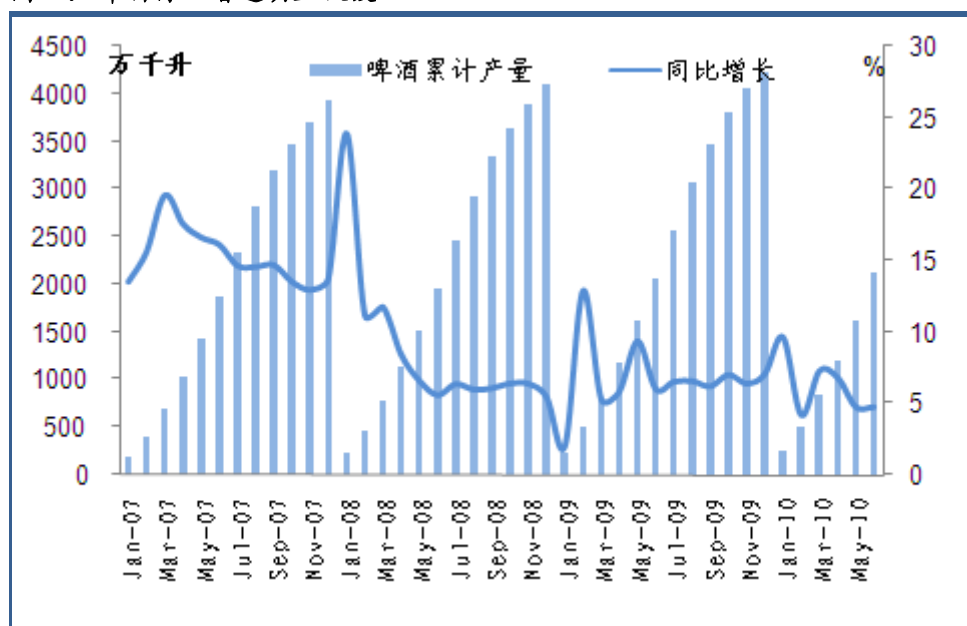
3 啤酒行业：市场集中度提升，产品结构升级

3.1 成熟行业，增速放缓

经过 20 多年的发展，我国目前人均啤酒销量为 32 升，与世界平均水平基本相当，啤酒行业已经经过了快速发展期到达一个稳定发展的阶段。2008 年在金融危机的冲击下，整个行业结束了 2004-2007 年连续 4 年两位数产量增长的时期，进入个位数增长的时期。

虽然增速有所下降，且人均消费量达到世界平均水平，但是我国啤酒行业仍有较大的发展空间：1) 首先城乡居民人均消费差距大，城镇化率的提升、城市人口的增加为啤酒行业发展提供空间；2) 经济增长方式从“投资型”向“内需型”转变，啤酒行业作为消费品的一种也受益；3) 劳动力价格的提升有利于提升中低收入阶层啤酒消费量。我们认为啤酒消费的增速会随着经济景气度的提升有所回升，但是总体仍将维持个位数增长。

图 7：啤酒行业增速明显放缓



数据来源：Wind 渤海证券研究所

3.2 产品结构升级、市场集中度不断提升

2008 年我国人均 GDP 已经达到 3267 美元，按照国际经验，人均 GDP 超过 1000 美元之后，将触发国内社会消费的结构升级。伴随居民消费升级浪潮的到来，对啤酒新鲜度、口味、品质的要求不断提高，促使我国啤酒产品的品种结构不断优化。2008 年全国啤酒企业销售单价同比增长 4.67%，标志着口味纯正和新鲜度高的纯生啤酒及中高档熟啤酒的市场份额不断扩大，未来市场前景十分广阔。

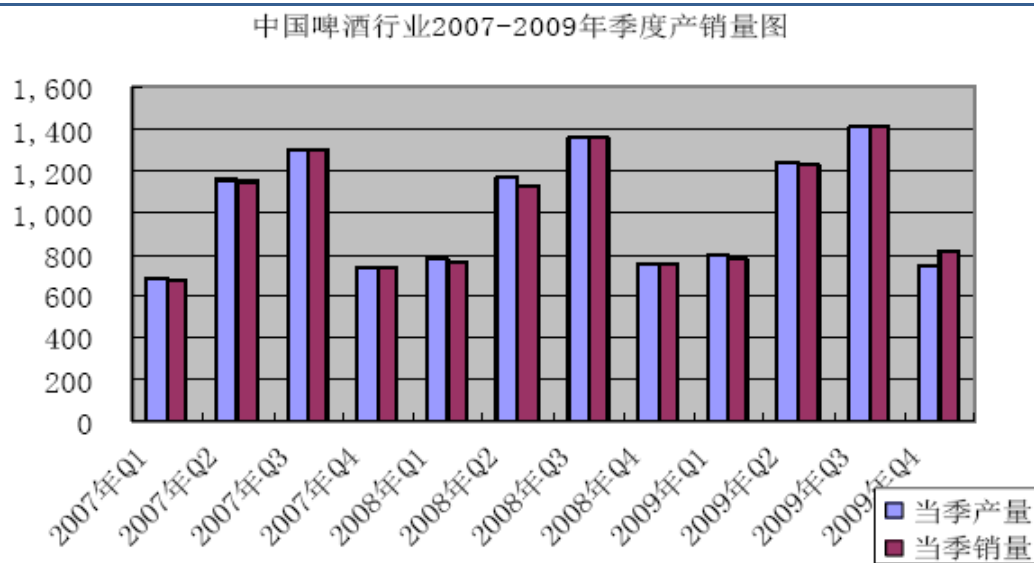
另外，我国啤酒企业规模明显扩大，品牌逐步趋向集中化，行业集中度进一步提

高。2004 年国内前十大啤酒生产商的市场份额占全国总产量的 56%，2009 年跃升为 63.19%，但与主要啤酒生产国的行业集中度相比仍存在一定的差距。

3.3 销售具有明显的季节性特征

由于啤酒消费受到气温的影响较大，因此产销量有明显的季节性特征，通常 2、3 季度为销售旺季，1、4 季度为销售淡季。2007-2009 年度平均 1 季度、2 季度、3 季度、4 季度销售量分别占年销售量的 19.03%、26.22%、35.00%和 19.75%。但是在公司所属的华南市场在南方市场，由于气候关系，第四季度的气温仍然较高，啤酒的销量不会有很大的下降，只有一季度才属于销售淡季。

图 8：啤酒行业具有明显的季节性特征



数据来源：招股说明书 渤海证券研究所

4 募集资金项目有利于公司拓展市场

4.1 募投项目简介

表 1：本次募集资金投资项目具体情况

序号	投资项目	投资总额	其中		建设期投资		生产期
			固定资产投入	流动资金投入	0.5 年	1 年	正常年
1	湖南珠啤年产 20 万千升啤酒工程项目	54,166	53,266	900	15,980	37,286	900
2	广西珠啤年产 20 万千升啤酒工程项目	52,512	51,612	900	15,484	36,128	900
	合计	106,678	104,878	1,800	31,464	73,414	1,800

数据来源：公司公告，渤海证券研究所

公司 ipo 募投资金主要用于建设以下两个项目：一是投资 5.42 亿元建设湖南珠啤年产 20 万千升的啤酒工程项目；二是投资 5.25 亿元建设广西珠啤年产 20 万千升

4.2 湖南珠啤年产 20 万千升啤酒工程项目分析

湖南省啤酒消费有较大发展空间

09 年湖南省人均啤酒消费量仅为 12 升，远低于全国人均消费量 32 升。但是随着湖南省人口增长和人均收入水平的提升，整个湖南省啤酒产量呈现出良好的增长势头，整个啤酒市场容量越来越大。从 2007 年到 2009 年，啤酒产量从 64.16 万千升上升到 82.61 万千升，年复合增长率为 13.47%，远高于同期全国啤酒行业产量的增长速度。

公司在湖南省发展有基础

公司在湖南新建产能有一定的优势。首先湖南与广东联系紧密，消费习惯受广东影响大，珠江啤酒在湖南有很好的品牌基础，而且湖南市场也是珠啤在华南以外地区销售最好的市场。2001 年公司在湖南市场的销量为 10.06 万千升，市场占有率为 15.68%，位于湖南啤酒市场的第一军团。虽然受到金融危机影响，2008 年和 2009 年公司在湖南市场分别实现销量 9.76 万千升和 9.57 万千升。

湖南市场，包括公司在内重要的啤酒企业有六家，其余五家分别为：雪花啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒和百威英博。09 年公司在湖南省的市场份额超过重庆和百威英博，随着新增产能的逐步达产，公司有望继续提高在湖南的市场份额。

为进一步开拓华中市场奠定基础

湖南对于公司走出华南具有重要意义。在湖南建厂可以辐射湖北、江西等市场，对珠江啤酒巩固和进一步拓展华中地区起到重要作用。

项目经济效益分析

项目建设为全资子公司湖南珠啤负责，项目建设期为 1.5 年，达产后年销售收入达 4.3 亿元，年税后利润为 3702 万元，投资利润率为 8.24%，投资回收期为 8.54 年（不含建设期）。在 2009 年底湖南新增 20 万产能已经投产。

4.3 广西珠啤年产 20 万千升啤酒工程项目分析

广西省啤酒消费有较大发展空间

09 年广西省人均啤酒消费量仅为 24 升，远低于全国人均消费量 32 升。但是随着湖南省人口增长和人均收入水平的提升，整个广西省啤酒产量呈现出良好的增长势头，整个啤酒市场容量越来越大。从 2007 年到 2009 年，啤酒产量从 102.37 万千升上升到 124.38 万千升，年复合增长率为 10.22%，虽然低于湖南市场发展增速，但是仍然高于同期全国啤酒行业产量的增长速度。

公司在广西省发展有基础

广西与广东联系紧密，消费习惯受广东影响大，珠江啤酒作为广东地区的强势品牌，在广西也有很高的市场知名度。广西省主要啤酒品牌有漓泉啤酒、珠江啤酒和青岛啤酒，其中只有漓泉啤酒显示出较大的优势，2009 年漓泉啤酒在广西市场占有率高达 69%，公司销量位居第二。2007 年到 2009 年公司在广西地区实现销量分别为 8.93 万千升、8.59 万千升以及 9.19 万千升，除了 09 年受经济危机影响有小幅下滑外，整体呈现出稳定的增长趋势。随着新建产能的逐步投产，公司在广西地区的市场占有率有望提升。

为开拓大西南与东盟市场奠定基础

广西项目建成投产后，除了能提升在广西地区的影响力外，还能进一步辐射云南、贵州等大西南地区市场。另外，广西处于对东南亚开放的前沿，并且东南亚是公司最重要的传统出口市场之一，广西项目的建设对公司拓展东盟市场具有战略地位。

项目经济效益分析

项目建设为全资子公司广西珠啤负责，项目建设期为 1.5 年，达产后年销售收入达 4.29 亿元，年税后利润为 3521 万元，投资利润率为 8.81%，投资回收期为 8.76 年（不含建设期）。项目于 2009 年底正式动工，按照进度预计在 2011 年中期能够投产使用。

5 盈利预测

5.1 盈利预测假设

- 1) 2010 年湖南项目投产, 2011 年广西项目投产;
- 2) 大麦芽价格基本稳定, 通过产品结构调整, 公司 2010-2011 年毛利率分别为: 40.5%、40.2%和 40%;
- 3) 销售费用率 2010-2011 年分别为 14.42%、14.42%、14.02%; 管理费用率均为 10.7%;
- 4) 从 2010 年开始公司实际税率为 25%;

5.2 盈利预测表

表 2: 盈利预测假设表

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
纯生啤酒						
产能(万千升)	30.00	40.00	50.00	60	60	60
销量(万千升)	23.47	20.30	17.77	18.66	20.52	22.58
yoy		-13.51%	-12.46%	5.00%	10.00%	10.00%
销售收入(万元)	09,932.71	97,151.38	72,513.63	77662.16	87564.08	98246.90
销售价格(元/千升)	4,683.97	4,785.78	4,080.68	4162.29	4266.35	4351.68
yoy		2.17%	-14.73%	2.00%	2.50%	2.00%
熟啤酒						
产能(万千升)	130.00	130.00	130.00	140	160	60
销量(万千升)	113.61	96.97	96.00	103.68	111.97	118.69
yoy		-14.65%	-1.00%	8.00%	8.00%	6.00%
销售收入(万元)	251,418.98	214,780.04	200,611.12	220993.30	244639.58	264504.31
销售价格(元/千升)	2,213.00	2,214.90	2,089.70	2131.49	2184.78	2228.48
yoy		0.09%	-5.65%	2.00%	2.50%	2.00%
合计						
产能(万千升)	160.00	170.00	180.00	200	220	120
销量(万千升)	137.08	117.27	113.77	122.34	132.50	141.27
yoy		-14.45%	-2.98%	7.53%	8.31%	6.62%
销售收入(万元)	361,351.69	311,931.42	273,124.75	298655.45	332203.66	362751.21
yoy		-13.68%	-12.44%	9.35%	11.23%	9.20%
销售价格(元/千升)	2,636.06	2,659.93	2,400.67	2441.22	2507.22	2567.79
yoy		0.91%	-9.75%	1.69%	2.70%	2.42%

数据来源: 公司公告 渤海证券研究所

6 投资定价分析

公司处于啤酒行业，目前啤酒行业上市公司有 7 家，按照市盈率估值情况如下：

表 3：盈利预测假设表

证券简称	2009 年 PE	2010 年 PE	2011 年 PE
燕京啤酒	39.64	29.00	23.96
西藏发展	100.55		
兰州黄河	52.83	14.50	34.71
啤酒花	601.95	61.79	52.35
重庆啤酒	96.09	73.14	70.01
惠泉啤酒	37.96	30.37	25.01
青岛啤酒	37.19	28.62	23.56
平均	41.90	29.33	26.81

数据来源：Wind，渤海证券研究所

在所有上市公司中，我们认为燕京啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒和惠泉啤酒业务相对单一，并且经营稳定，对我们定价更具价值。其中 2009 年这四家公司市盈率区间为 37-40 倍，2010 年估值区间维持在 30 倍左右（重庆啤酒由于乙肝疫苗因素的炒作股指相对较高）。对应每股收益分别为 0.13 元和 0.16 元，对于询价区间为 4.81 元-5.2 元，我们预计发行价在 5 元左右。

预计 2010 年和 2011 年每股收益分别为 0.16 元和 0.2 元，考虑到新股估值高，预计公司上市之后在二级市场的一年内合理估值应该在 30-35 倍（分别对应 2011 年和 2010 年 eps），预计公司上市后的价格区间应在 5.6-6 元之间。

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。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn
huangfeng@bhzq.com

谢晓冬 022-28451849
13820872805
actionfish@live.cn
xiexd@bhzq.com

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) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn