



家用电器业/可选消费品

九阳股份 (002242)

重申新品拉动模式，复制小电增长模式

——九阳股份半年度业绩说明会调研报告


方馨
 021-38676685
 fangxin@gtjas.com
 S0880108043281

本报告导读：

重申豆浆机“新品拉动模式”，小电“创新拉动模式”将得到印证并复制到其他产品。

2010-2012 年 EPS 0.85 元、1.03 元与 1.23 元，维持“增持”评级。

投资要点：

- **九阳股份半年度业绩说明会主要亮点：**1. 豆浆机市场份额5-7月持续回升，6月为62%。营养王系列增长与盈利双优。2. 电压力煲市场份额前三，6月为9%。9月投放央视广告后有望继续提升。3.推出电饭煲新品类，目标是1年内做到市场份额前三，对应份额8%-12%，保守估计贡献明年5%的增长。
- **我们重申豆浆机“新品拉动模式”。**按照每年两次新品的推出节奏，九阳市场份额已基本企稳。新品加速豆浆机高端市场成长；九阳在高端市场的差异化突出、型号丰富，市场份额维持在80%以上。预计未来2-3年豆浆机高端市场销量增长将在30%以上，九阳独占鳌头的优势将持续，盈利能力将在较长时间内继续维持高位。
- **小电的渠道力与产品力将更为均衡，构筑小电持续增长模式，增速至少达到行业水平。**新品类电饭煲与旧品类电压力煲的市场份额有望逐步提升，将分别印证公司的两方面小电运作能力：渠道力与产品力。仅依靠渠道和品牌延伸即可取得8%-12%的市场份额，产品力将通过研发与推广投入提升而提升。基于电饭煲推出与电压力煲等产品力提升，未来2-3年小电将取得较高增长。中长期看，基于这两个要素的增长模式支撑小电的“创新拉动模式”形成，新品类有望“复制”老产品的份额提升之路，因此增长的确定性与持续性都比较强。从拓展空间来看，小电领域还有丰富的新品类，或采取并购方式进入。
- 维持2010年EPS 0.85元的谨慎预期，调高2011-2012年EPS分别至1.03元与1.23元，维持“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,323	4,636	5,452	6,666	7,847
(+/-)%	122.5%	7.2%	17.6%	22.3%	17.7%
经营利润 (BIT)	711	690	863	1,064	1,272
(+/-)%	76.4%	-2.9%	25.2%	23.2%	19.6%
净利润	538	610	644	786	939
(+/-)%	63.6%	13.3%	5.6%	22.1%	19.4%
每股净收益 (元)	0.71	0.80	0.85	1.03	1.23
每股股利 (元)	0.80	0.70	0.42	0.52	0.62

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	16.4%	14.9%	15.8%	16.0%	16.2%
净资产收益率(%)	23.6%	22.8%	21.5%	23.2%	24.3%
投入资本回报率(%)	2067.9%	244.7%	118.0%	138.0%	161.1%
EV/EBITD	17.2	17.3	13.4	10.9	9.1
市盈率	23.5	20.8	19.7	16.1	13.5
股息率 (%)	4.8%	4.2%	2.5%	3.1%	3.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：21.20

上次预：21.20

当前价格：16.65

2010.09.13

交易数据

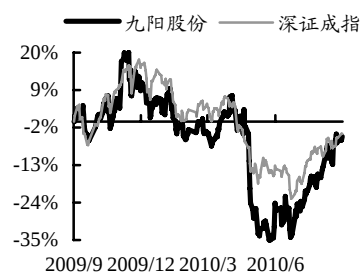
52 周内股价区间 (元)	10.92-33.21
总市值 (百万元)	12,670
总股本/流通 A 股 (百万股)	761/191
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	6
日均成交值 (百万元)	84

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,592
每股净资产	3.41
市净率	4.9
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010
Q1	0.17	0.11
Q2	0.25	0.25
Q3	0.20	0.25
Q4	0.18	0.24
全年	0.80	0.85

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升	13%	38%	-3%
相对指数	6%	22%	0%

相关报告

《九阳股份公司 2010-09-07 调研提纲》	2010.09.02
《二季度复苏明显，看好新品拉动模式》	2010.08.29
《九阳股份公司 2010-08-10 调研提纲》	2010.08.06
《豆浆机快速增长，中期业绩符合预期》	2009.08.04
《2008 年度业绩说明会纪要》	2009.03.29

模型更新时间: 2010.09.13

股票研究

可选消费品

家用电器业

九阳股份 (002242)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 21.20

上次预测: 21.20

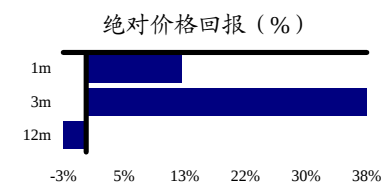
当前价格: 16.65

公司网址

www.joyoung.com

公司简介

公司前身为山东九阳小家电有限公司,成立于2002年7月,2007年9月正式改制为股份公司。公司主要从事厨房小家电系列产品的研发、生产和销售。主要产品有豆浆机、电磁炉、料理机、榨汁机、开水煲、紫砂煲、电压力煲等七大系列一百多个型号,同时还开发了专供酒店、写字楼的商用豆浆机。其中,九阳豆浆机已成为业内第一品牌,市场份额占80%以上;九阳电磁炉国内市场占有率超过10%,销量跃居全国第二位;料理机榨汁机国内市场占有率超过30%,行业排名第一;紫砂煲和开



52 周价格范围

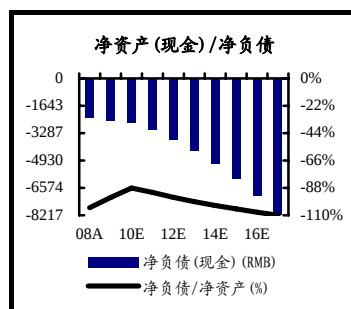
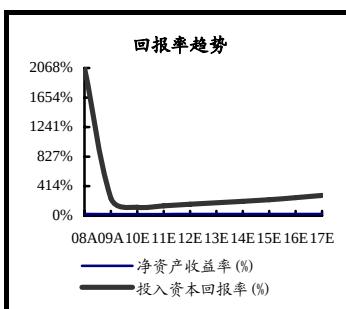
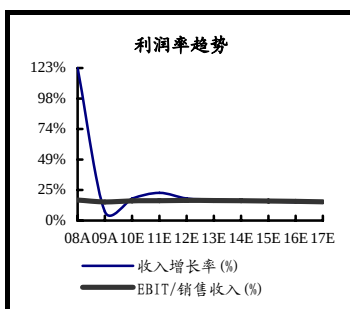
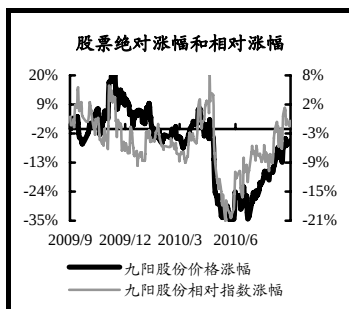
10.92-33.21

市值 (百万)

12,670

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	4,323	4,636	5,452	6,666	7,847	9,168	10,634	12,276	14,093	16,107
营业成本	2,674	2,845	3,383	4,154	4,910	5,772	6,751	7,861	9,108	10,502
税金及附加	3	5	6	8	9	10	12	14	16	18
营业费用	696	746	861	1,047	1,224	1,412	1,616	1,841	2,086	2,368
管理费用	241	327	338	393	432	495	564	638	719	805
EBIT	711	690	863	1,064	1,272	1,479	1,691	1,922	2,167	2,417
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	-24	-43	-46	-48	-56	-67	-79	-93	-109	-127
营业利润	734	733	905	1,107	1,324	1,541	1,765	2,010	2,271	2,539
所得税	94	71	183	223	267	310	355	404	457	510
少数股东损益	102	104	88	107	128	149	170	194	219	245
净利润	538	610	644	786	939	1,092	1,249	1,423	1,607	1,797
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	2,377	2,569	2,650	3,118	3,700	4,378	5,154	6,040	7,064	8,214
其他流动资产	831	702	1,150	1,408	1,659	1,942	2,258	2,613	3,009	3,448
长期投资	0	0	0	0	1	1	1	1	2	2
固定资产合计	308	497	539	618	680	745	813	886	939	991
无形资产及其他资产	150	238	230	223	215	209	202	196	190	184
资产合计	3,676	4,005	4,568	5,367	6,256	7,275	8,429	9,736	11,203	12,838
流动负债	1,259	1,180	1,333	1,631	1,923	2,247	2,606	3,008	3,453	3,944
长期负债	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股东权益	2,278	2,674	2,996	3,389	3,859	4,405	5,029	5,741	6,544	7,443
投入资本(IC)	30	256	585	617	632	649	667	687	685	679
现金流量表										
NOPLAT	620	627	691	851	1,018	1,183	1,353	1,538	1,734	1,934
折旧与摊销	18	34	69	80	97	114	133	155	180	206
流动资金增量	251	51	(295)	40	40	41	43	47	49	52
资本支出	(288)	(312)	(102)	(152)	(152)	(173)	(195)	(222)	(227)	(252)
自由现金流	601	401	362	820	1,003	1,166	1,334	1,518	1,736	1,940
经营现金流	885	780	464	971	1,153	1,334	1,522	1,731	1,952	2,177
投资现金流	(298)	(325)	(107)	(157)	(157)	(178)	(200)	(227)	(232)	(257)
融资现金流	(190)	(312)	(276)	(345)	(413)	(479)	(546)	(619)	(695)	(771)
现金流净额	397	143	81	468	582	677	776	885	1,025	1,149
财务指标										
成长性										
收入增长率	122.5%	7.2%	17.6%	22.3%	17.7%	16.8%	16.0%	15.4%	14.8%	14.3%
EBIT 增长率	76.4%	-2.9%	25.2%	23.2%	19.6%	16.2%	14.3%	13.7%	12.7%	11.5%
净利润增长率	63.6%	13.3%	5.6%	22.1%	19.4%	16.3%	14.4%	13.9%	13.0%	11.8%
利润率										
毛利率	38.1%	38.6%	38.0%	37.7%	37.4%	37.0%	36.5%	36.0%	35.4%	34.8%
EBIT 率	16.4%	14.9%	15.8%	16.0%	16.2%	16.1%	15.9%	15.7%	15.4%	15.0%
净利润率	12.4%	13.2%	11.8%	11.8%	12.0%	11.9%	11.8%	11.6%	11.4%	11.2%
收益率										
净资产收益率(ROE)	23.6%	22.8%	21.5%	23.2%	24.3%	24.8%	24.8%	24.8%	24.6%	24.1%
总资产收益率(ROA)	14.6%	15.2%	14.1%	14.7%	15.0%	15.0%	14.8%	14.6%	14.3%	14.0%
投入资本回报率(ROIC)	2067.9%	244.7%	118.0%	138.0%	161.1%	182.4%	202.7%	223.7%	253.1%	284.8%
运营能力										
存货周转天数	31	#VALUE	33	33	34	34	34	34	34	34
应收账款周转天数	5	#VALUE	3	4	4	4	4	4	4	4
总资产周转天数	204	#VALUE	287	272	270	269	269	270	271	272
净利润现金含量	1.64	1.28	0.72	1.23	1.23	1.22	1.22	1.22	1.21	1.21
资本支出/收入	7%	7%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
偿债能力										
资产负债率	34.3%	29.5%	29.2%	30.4%	30.7%	30.9%	30.9%	30.9%	30.8%	30.7%
净负债率	-104.3%	-96.1%	-88.4%	-92.0%	-95.9%	-99.4%	-102.5%	-105.2%	-107.9%	-110.4%
估值比率										
PE	23.5	20.8	19.7	16.1	13.5	11.6	10.1	8.9	7.9	7.1
PB	2.0	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	17.2	17.3	13.4	10.9	9.1	7.9	6.9	6.0	5.3	4.8
P/S	1.03	1.82	2.32	1.90	1.61	1.38	1.19	1.03	0.90	0.79
股息率	4.8%	4.2%	2.5%	3.1%	3.7%	4.3%	4.9%	5.6%	6.3%	7.1%

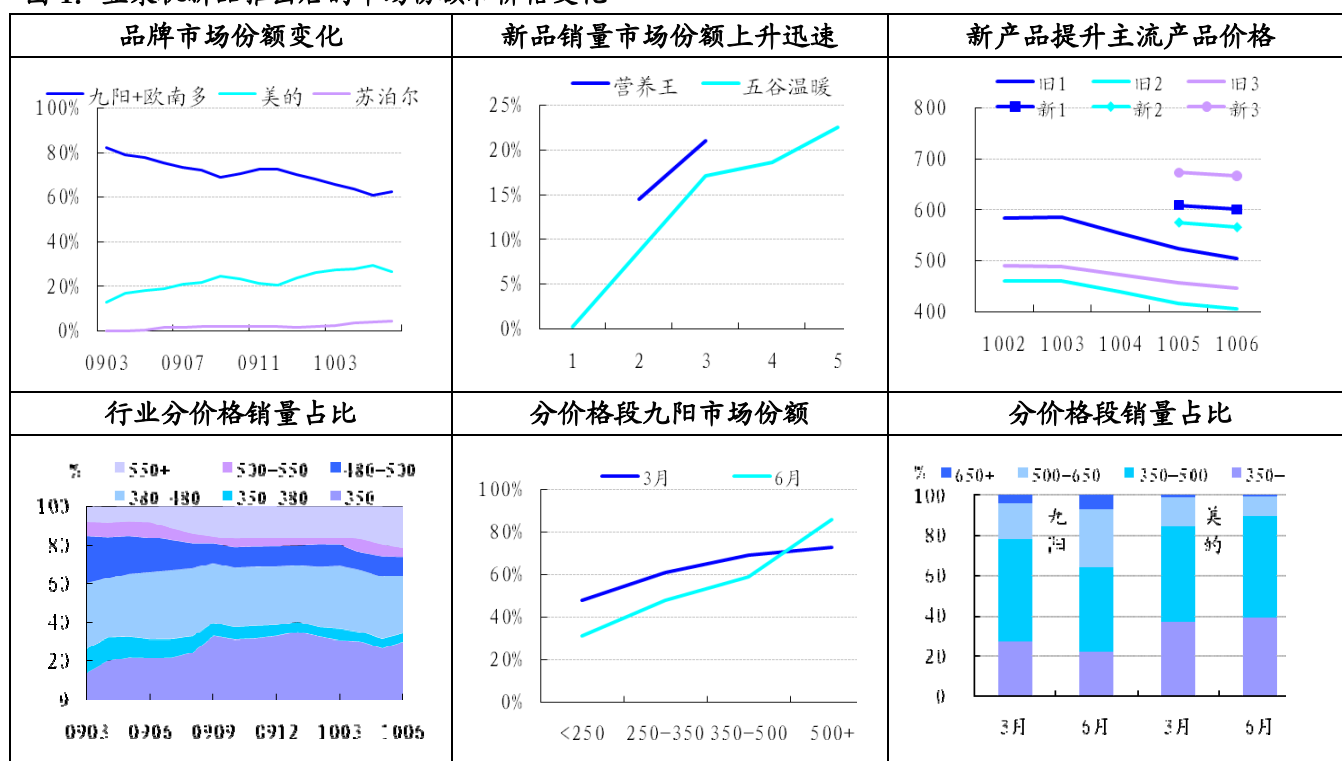


1. 豆浆机份额继续回升，重申新品拉动模式

在6月九阳豆浆机市场份额回升到61%之后（加欧南多为62%），7月市场份额继续回升。事实上，我们观察到，去年温暖系列与今年营养王系列新品推出的2-3个月，九阳整体市场份额都表现出见底回升，前4名新品型号的市场份额之和均超过20%。我们认为，有必要重申我们对公司豆浆机“新品拉动”模式的强调。

- ✓ 按照每年两次新品的推出节奏，九阳市场份额已基本企稳。如果按照新品推出后2-3个月市场份额开始回升、回升持续3-4个月来推演，以每年推两次新品的节奏，公司豆浆机市场份额已基本企稳，未来将随新品与竞争因素小幅波动。此外，一般在新进入者进入2-3年后市场竞争会趋于稳定，从时间点来看也将出现在未来1年内。
- ✓ 新品加速豆浆机高端市场成长。自09年3月以来，市场上零售价500元以上及350元以下产品的销量份额都经历了持续提升，目前分别已占1/3左右。九阳的每次新品推出都带来高端产品在整个市场份额的提升，这样的高端化是其他任何小家电品种都不曾出现过的。我们认为，因食品安全诉求而成长为主流产品的豆浆机行业，天生就具有高端化的倾向，消费者愿意为健康支付更多。
- ✓ 九阳在高端市场的独占鳌头的优势将持续。在500元以上细分市场内，[九阳+欧南多]的市场份额一直在80%以上，3月清库存而下降到73%，营养王推出后6月回升到86%。公司在高端市场拥有高壁垒的差异化（有网结构专利）、丰富的产品系列及技术储备（营养王、温暖及未来规划新品）、长期积淀的健康专业形象，这是竞争品牌无网产品难以比拟的。推新品节奏快亦避免了旧产品外观设计被模仿而削弱差异化。这正是公司豆浆机盈利能力维持高位的根本原因，我们相信豆浆机较高的盈利能力在未来几年能够持续。

图1：豆浆机新品推出后的市场份额和价格变化



数据来源：公司公告，中怡康，国泰君安证券研究

注：新1代表新品中份额最大的型号，旧1代表旧品中份额最大的型号，以此类推。

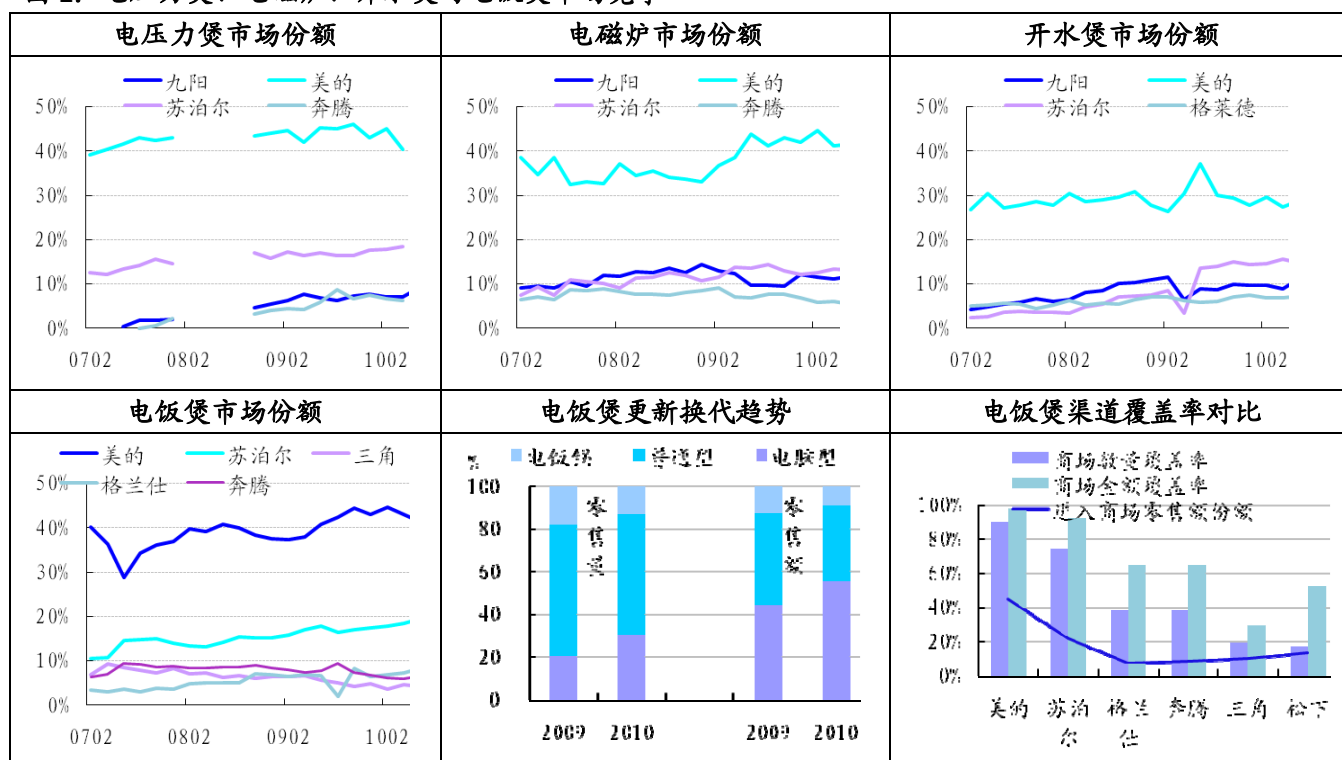
2. 电压力煲与电饭煲份额提升，印证小电运作能力

在未来一段时间，公司新品类电饭煲与旧品类电压力煲的市场份额有望逐步提升，将分别印证公司的两方面小电运作能力：渠道力与产品力。中长期看，基于这两个要素的增长模式支撑小电的“创新拉动模式”形成，增长的确定性与持续性都比较强。

公司此前对小电的投入较少，电压力煲、电磁炉与电水壶的第三名市场份额基本是依靠渠道与品牌延伸而获取。也即是说，仅仅依靠公司的渠道与品牌延伸，做到市场占有率第三名、市场份额 8%-12%是比较合理的。目前公司推出新品类电饭煲，目标是一年内做到市场份额第三。我们认为，这能够随着时间推移逐步得到印证。

- ✓ 目前公司电压力煲、电磁炉与电水壶市场份额均为第三，仅低于美的和苏泊尔。6 月电压力煲市场份额 9%，电磁炉份额 12%，电水壶份额 11%。
- ✓ 公司此前进入电压力煲、电磁炉与电水壶行业，做到市场份额前三的时间基本上是 1-2 年。近年九阳终端网点数量从 08 年的 8000 个增长到目前的 23000 个，渠道与品牌的拉力都显著增强了。
- ✓ 电饭煲这一小电品类存在较大的更新换代机遇，电脑型电饭煲与电压力煲存在一定相似性，上半年增长也达到 50%左右，在电饭煲品类的销量占比 30%左右。电饭煲整体内销市场规模稳定在 4000 万台左右。强势品牌仅美的与苏泊尔，后续格兰仕奔腾品牌占有率约 6-9%之间。以九阳的渠道覆盖率，超过 3-5 名品牌应不难。
- ✓ 保守估计，如果电饭煲产品明年市场占有率提升到 8%，年度平均占有率 6%，销量约 200 万台，将带来 3 亿元左右收入增长，贡献增长率 5%；到 2012 年占有率提升到 9%，那么收入将再增长 1-2 亿元。边际费用率不高，带来的盈利增长幅度或与收入同步。

图 2：电压力煲、电磁炉、开水煲与电饭煲市场竞争

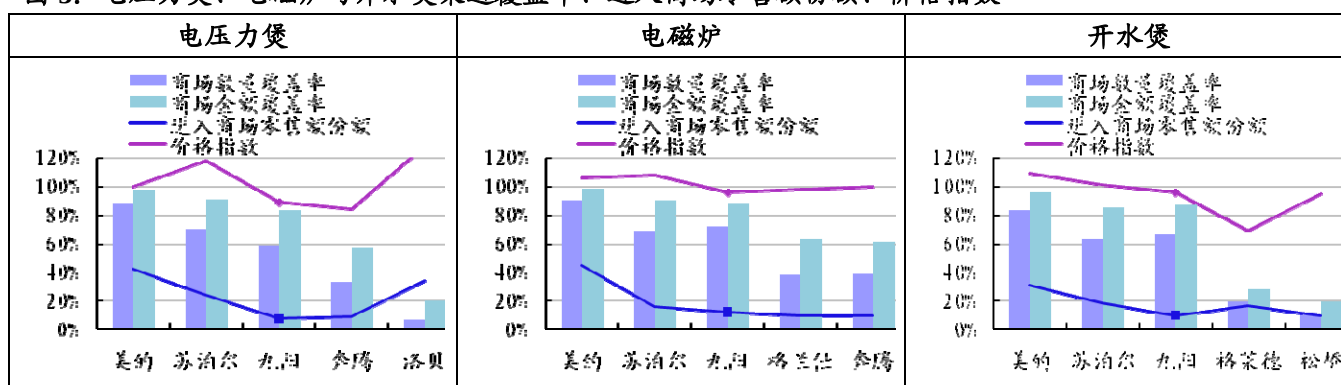


数据来源：公司公告，中怡康，《电器》，国泰君安证券研究

小电一直存在的单店贡献率较低的问题，未来将通过加大小电研发与推广等投入来逐步改善。这一模式的有效性，我们可以通过未来电压力煲市场份额的持续提升来观察。

- ✓ 目前小电产品单店贡献率较低，价格指数低于平均，广告投入基本没有。这反映小电市场占有率基本依靠渠道与品牌延伸而获得，小电品类本身的产品力还没有得到强调。
- ✓ 广告投入是提升单店贡献率的最有效方法。9月起九阳已在央视豆浆机广告后投放电压力煲广告，相信未来电压力煲的单店贡献率将得到提升，由此带来市场占有率的持续提升。
- ✓ 小电单店贡献率提升，反映九阳小电的渠道力与产品力分配更为均衡，成熟的小电运作模式已经逐步形成。小电渠道利益关系业已理顺，小电方面的创新带来持续增长的模式将更为确定。

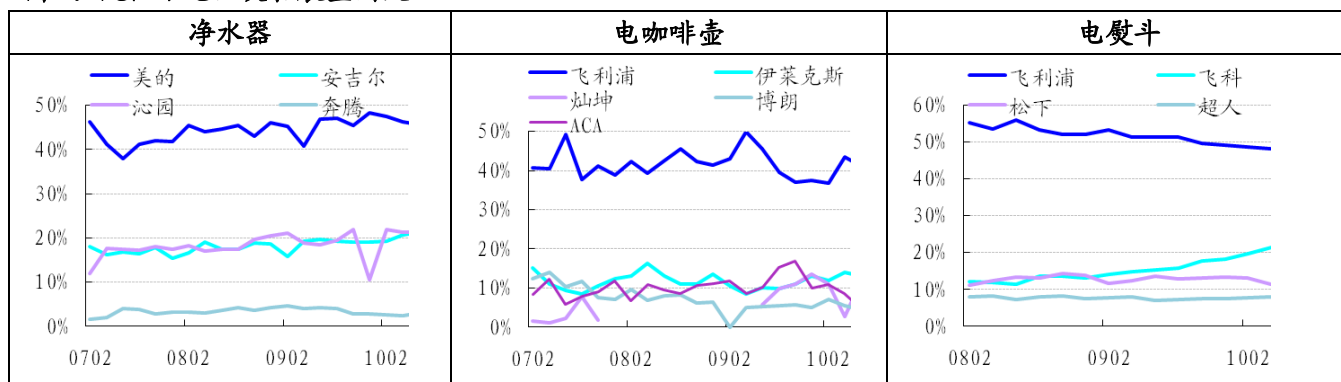
图 3：电压力煲、电磁炉与开水煲渠道覆盖率、进入商场零售额份额、价格指数



数据来源：公司公告，中怡康，国泰君安证券研究

小电业务未来拓展空间大。目前公司仅进入了电压力煲、开水煲、紫砂煲与电磁炉这几类产品，以及食品料理类产品（豆浆机、榨汁机、料理机等），下半年即将进入电饭煲领域。还有众多的西式小家电、个人护理类小家电品类可以拓展，这些方面的拓展可能通过并购而实现。从趋势上看，西式小家电与个人护理用品进口替代将是大概率事件，这很大程度上需要 OEM 厂商的技术实力与国内小电厂商的品牌渠道力相结合而实现。只要在其他品类“复制”像电压力煲、电饭煲等品类的份额提升过程，那么持续较高增长就能够获得。

图 4：九阳小电品类拓展空间大



数据来源：中怡康，《电器》，国泰君安证券研究

3. 未来增长路径逐步明晰

九阳目前已经基本形成较成熟的小电运作机制，中长期增长模式为创新主导，在品类拓展等方面的创新将使公司取得与小电行业的平均增速。而在近期，豆浆机行业高增长、小电单店贡献率提升仍将为公司带来较高增长。

- ✓ **九阳进入新品类的能力逐步得到印证，未来增长模式逐步明晰，与小电行业相当的增速可以期待。**小电行业拥有各种不同生命周期的产品，其增速的叠加维持了行业整体 20%-30% 的增速。小电企业的增长方式亦如是，只要能够持续进入新品类，就能够形成不同生命周期产品的组合，维持与行业相当的增速。对九阳来说，豆浆机品类逐步进入成长后期，但近 3 年仍将有较好增长；小电新品类还有很大扩展空间，形成生命周期组合增长模式的运作能力可通过电压煲与电饭煲来印证，未来“创新拉动增长”的模式逐步明晰。
- ✓ **未来 2-3 年内，豆浆机高端市场有望维持 30% 以上增长；九阳高端产品差异化维持较高盈利能力。**目前豆浆机城镇保有量约 30 台/百户，即使考虑今年豆浆机行业因竞争而增速较高，销量上升到 2600 万台以上，那么未来 2 年豆浆机市场规模复合增长 20%、市场规模达到 3700 万台也属于合理范围。特别需要指出的是，高端市场增速显著高于行业，上半年 500 元以上高端市场零售销量同比增长约 140%，份额提升一半；而行业零售销量增长约 60%。未来 2-3 年内，即使高端产品份额每年仅提升 15%、行业增速 15%，高端市场销量年均增速也将超过 30%。高端市场是九阳豆浆机盈利的主要来源，相信未来 2-3 年公司高端产品仍将保持较高增速与较高盈利能力。
- ✓ **未来 2-3 年内，小电投入增加将带来单店贡献率提升，促使小电市场份额进一步提升；明年电饭煲新品类将贡献 5% 左右的增长。**电磁炉是公司进入较早较成熟的品类，6 月九阳电磁炉的[进入商场零售额份额]为 13%，如果未来 2-3 年内，电水壶电压煲产品也能够提升到这个幅度，那么其市场份额还能够提升 1/3 左右。明年的另外一个确定性增长来自电饭煲，保守估计将贡献 5% 的增长。
- ✓ **商用机与豆料业务或超预期。**商用机与豆料业务进展较为缓慢，目前在商业模式和渠道拓展方面有些突破。商用机土地问题解决后业务增长将加速，上半年收入达到去年全年，未来拓展速度或超预期。豆料业务竞争力提升有待花式豆浆产品推出。此外，豆组其他产品料理机与榨汁机，符合食物料理行业趋势，亦有较大的成长空间。

我们看好近年九阳豆浆机高端市场的增长与盈利能力，同时看好小电运作能力提升带来的持续增长，未来业绩增长的确定性和持续性将逐步得到印证。2010 年净利润增长受到一季度清库存、税率上升及非经常性损益下降的影响，下半年小电投入将上升，我们维持 0.85 元的谨慎预期；但 2011-2012 年业绩增速将会提升，增长确定性将逐步印证，我们调高 2011-2012 年 EPS 分别至 1.03 元与 1.23 元，维持“增持”评级。

作者简介:**方馨:**

方馨:女, 复旦大学计算机科学与技术专业学士、经济学硕士。2007 年进入国泰君安证券, 从事家电行业的研究。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		