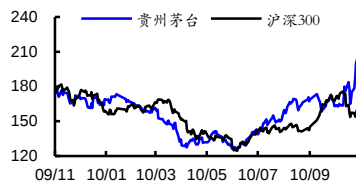


**证券研究报告—动态报告**
**食品饮料**
**饮料**
**贵州茅台(600519)**
**推荐**
**调研报告**

(维持评级)

2010年11月29日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

|               |                     |
|---------------|---------------------|
| 昨收盘(元)        | 207.24              |
| 总股本/流通A股(百万股) | 943.8/943.8         |
| 流通B股/H股(百万股)  | 0.0/0.0             |
| 总市值/流通市值(百万元) | 195,593.1/195,593.1 |
| 上证综指/深圳成指     | 2,871.70/12,539.01  |
| 12个月最高/最低(元)  | 207.24/125.81       |

**财务数据**

|           |           |
|-----------|-----------|
| 净资产值(百万元) | 17,521.75 |
| 每股净资产(元)  | 18.57     |
| 市净率       | 11.16     |
| 资产负债率     | 22.31%    |
| 息率        | 0.57%     |

**相关研究报告:**

《贵州茅台-600519-10年三季报点评:青山遮不住,毕竟东流去》——2010-10-29

《贵州茅台-600519-10中报点评:回款高速增长,消费税率显著回落》——2010-8-12

《贵州茅台调研报告:保证利益链和谐,不公平税负有望调整》——2010-5-30

**证券分析师: 黄茂**

电话: 0755-82138922

E-mail: huangmao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980209080407

**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。

**更新报告**

# 王者归来 茅台的放量元年

**●茅台的业绩释放动力有显著变化**

随着近几个月贵州省主要领导的更替,新一届省委省政府提出了“又好又快、更好更快发展”的口号。明年又是“十二五”的开局之年,烟酒又是贵州工业化强省战略提出的“振兴十大行业”之一,公司加速发展的态度比较明确。另外国资委也在考虑对茅台的市值考核,也从侧面支持茅台的业绩释放预期。

**●茅台酒三年内销量有望翻番**

我们估计公司今年茅台酒销量在1万吨左右,而产量在2.6万吨。按照茅台酒的生产规律,新生产的酒经过三年左右的储存,加以勾兑就可以销售。即使按照最保守的估计,三年后的茅台酒可销量也可以达到2万吨以上,实现翻番。茅台公司的风格一向稳健和保守,如果有10%的放量预期,背后的可放量应该远超过这个数。同时,公司对销量释放的态度也更为明确和正面,这可能是茅台启动销量释放的一个信号。

**●投资者关系改善 股价应该超过洋河**

公司主要领导全部出席与投资者交流,并明确表示会加强与投资者的沟通交流。我们认为这反映了公司对股价的重视。洋河和五粮液股价大幅上涨对公司有直接的压力。作为蓝筹股代表,茅台11年的动态市盈率比洋河和张裕有30-40%的折价,这很大程度上反映了投资者关系的折价。我们认为,随着茅台投资者关系的改善,茅台的股价应该超过洋河。

**●风险提示**

CPI高涨导致政府直接干预物价,可能对公司提价的时点和幅度带来一定影响。

**●合理股价应该在洋河之上,给予“推荐”评级**

我们预测茅台10-12年EPS分别为5.14、7.17和9.52元,目前动态市盈率分别为40、29和22倍。我们认为公司合理估值为286.7元,相当于11年40倍市盈率。相对目前股价还有30%以上空间,给予“推荐”评级。

**盈利预测和财务指标**

|             | 2008     | 2009     | 2010E     | 2011E     | 2012E     |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 8,241.69 | 9,670.00 | 11,375.96 | 15,326.01 | 20,158.94 |
| (+/-%)      | 13.88%   | 17.33%   | 17.6%     | 34.7%     | 31.5%     |
| 净利润(百万元)    | 3,799.48 | 4,312.45 | 4,851.28  | 6,764.85  | 8,985.21  |
| (+/-%)      | 34.22%   | 13.50%   | 12.5%     | 39.4%     | 32.8%     |
| 每股收益(元)     | 4.03     | 4.57     | 5.14      | 7.17      | 9.52      |
| EBIT Margin |          |          | 58.82%    | 60.59%    | 61.32%    |
| 净资产收益率(ROE) | 33.79%   | 29.81%   | 26.80%    | 29.62%    | 31.33%    |
| 市盈率(PE)     | 51.48    | 45.36    | 40.32     | 28.91     | 21.77     |
| EV/EBITDA   |          |          | 29.13     | 21.10     | 15.96     |
| 市净率(PB)     | 17.39    | 13.52    | 10.80     | 8.56      | 6.82      |

## 茅台会加速发展 明年会比今年更好

茅台和其他公司不一样，存在着决策难得问题。如果从今年开始想发展，要五年市场才有反应。其中建设期一年，提前一年投料，制酒一年，储存要三年；五年之后的市场到底怎么样，存在很多不确定性。因此茅台决策要提前五年，所以茅台选择了稳健发展的道路。近期，贵州省委书记和省长发生了更替，新一届省委省政府提出了“又好又快、更好更快发展”的口号。茅台要相应省委的号召，发展速度还是要快一点，但一定会是比较稳妥的。我们一定要向前发展，**比今年会更好**。

## 一定会把成本费用控制下来 市值考核有望

对于报纸上说茅台镇环境整治要五十个亿，公司没有说，最后会按照谁得利谁出钱的原则进行分摊。公司的目标是一定要吧成本控制下来。利润的增长主要依靠三个方面：一个是增产，一个降耗，一个是节支。公司未来会在降耗和减少费用上下功夫。市值考核估计过一段时间会搞，国资委已经说过这个事，但是股权激励还没有时间表。目前，对公司的考核主要还是利税、资产保值增值和其他一些财务指标。

## 中高端会有动作 茅台的股价被低估

公司在 300-500 价位段已经推出水立方等中高端酒，王子酒和迎宾酒供不应求，会想法加大生产力度。目前股价没有完全反应茅台的价值。相信茅台的股价一定会是最高的，**请大家明年拭目以待**。我们的规划还是 2015 年到茅台产量达到 4 万吨，同时茅台走以酒业为核心的相关多元化道路已获得政府的批准。

## 提价幅度保持稳定 明年的问题是放量

茅台目前年销售量才一万吨，股东要获得回报，只有依靠提价、增量、减少成本。提价当然是最关键的，更重要的是消费者的承受能力如何，最稳妥的办法是逐步放量，比如每年 10%就好了。现在最重要的是放量和减少成本。税收的问题，不是我们能够决定的，我们是在努力工作。我们为了确保质量，坚守工艺，不卖新酒。把茅台做大做强。茅台计税价格是 256 元，五粮液计税价格是 158 元。

量的问题，新的一届省委省政府提出了要更好更快发展，未来每年新建产能会增加到 3000 吨。今年的产量已经达到 26000 吨，未来肯定还要增加的，03 年我们就实现了销量超万吨。目前公司有库存七八万吨酒。团购的比例，占总的比例是小的，但是促进和带动作用很大。目前普通茅台酒终端限价是 869 元。**对明年的销量问题有思考**，但是不方便说。

## 未来要大力改善投资者关系

以前茅台领导到一个地方主要是拜访消费者，现在也要同时拜访投资者，以后会把这个工作做起来。还有就是以后会更多参与各种投资者交流活动，宣传茅台。

## 11 年茅台目标价 280 元

我们判断，提价方面，茅台可能仍然会保持稳健的态度，我们估计在 100 元左右的概率较大，也就是 20% 的幅度；如果考虑年份酒，综合提价幅度还会更大一些。放量方面，我们认为明年可是茅台放量的元年，尤其是新一届省委省政府的要求和明年是十二五的开局之年，销量出现 10-15% 的增长可以期待。**更重要的是，今年茅台 2.6 万吨的产量，到了 2013 年基本就可以带来至少 2 万吨的销量，相对目前 1 万吨的销量。这意味着，未来 3 年茅台销量会年均增长 3000 吨以上。所以我们认为茅台的放量已经迫在眉睫。**

加上公司会加强对管理费用和销售费用的控制，我们预计茅台 11 年的增长，可以期待达到 40%。而且随着茅台放量的开始，未来的利润增速会保持在 30% 以上，动态市盈率可以给到 40 倍。

我们预测茅台 10-12 年 EPS 分别为 5.14、7.17 和 9.52 元，目前动态市盈率分别为 40、29 和 22 倍。我们认为公司合理估值为 286.7 元，相当于 11 年 40 倍市盈率。相对目前股价还有 30% 以上空间，给予“推荐”评级。茅台是通货膨胀和加息背景下的首选防御标的。

## 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         | 9743         | 11925        | 14443        | 17390        | 营业收入             | 9670          | 11376         | 15326         | 20159         |
| 应收款项             | 498          | 623          | 840          | 1105         | 营业成本             | 951           | 987           | 1197          | 1428          |
| 存货净额             | 4192         | 6344         | 8152         | 10798        | 营业税金及附加          | 941           | 1706          | 2146          | 2822          |
| 其他流动资产           | 1205         | 0            | 0            | 0            | 销售费用             | 621           | 626           | 858           | 1129          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>15656</b> | <b>18910</b> | <b>23452</b> | <b>29309</b> | 管理费用             | 1217          | 1381          | 1855          | 2435          |
| 固定资产             | 3388         | 4943         | 6625         | 8444         | 财务费用             | (134)         | (162)         | (264)         | (318)         |
| 无形资产及其他          | 466          | 450          | 435          | 419          | 投资收益             | 1             | 2             | 2             | 2             |
| 投资性房地产           | 257          | 257          | 257          | 257          | 资产减值及公允价值变动      | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 长期股权投资           | 4            | 4            | 4            | 4            | 其他收入             | 0             | (1)           | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>19770</b> | <b>24564</b> | <b>30773</b> | <b>38433</b> | 营业利润             | 6076          | 6838          | 9535          | 12665         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 0            | 0            | 0            | 0            | 营业外净收支           | 5             | 0             | 0             | 0             |
| 应付款项             | 139          | 221          | 298          | 413          | <b>利润总额</b>      | <b>6081</b>   | <b>6838</b>   | <b>9535</b>   | <b>12665</b>  |
| 其他流动负债           | 4969         | 5830         | 6953         | 8321         | 所得税费用            | 1528          | 1716          | 2393          | 3179          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>5108</b>  | <b>6051</b>  | <b>7251</b>  | <b>8735</b>  | 少数股东损益           | 240           | 270           | 377           | 501           |
| 长期借款及应付债券        | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>4312</b>   | <b>4851</b>   | <b>6765</b>   | <b>8985</b>   |
| 其他长期负债           | 10           | 20           | 30           | 40           |                  |               |               |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>10</b>    | <b>20</b>    | <b>30</b>    | <b>40</b>    | 现金流量表 (百万元)      |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>5118</b>  | <b>6071</b>  | <b>7281</b>  | <b>8775</b>  |                  | 2009          | 2010E         | 2011E         | 2012E         |
| 少数股东权益           | 186          | 388          | 652          | 978          | 净利润              | 4312          | 4851          | 6765          | 8985          |
| 股东权益             | 14466        | 18104        | 22840        | 28680        | 资产减值准备           | (1)           | 0             | 0             | 0             |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>19770</b> | <b>24564</b> | <b>30773</b> | <b>38433</b> | 折旧摊销             | 199           | 246           | 344           | 463           |
|                  |              |              |              |              | 公允价值变动损失         | (0)           | 0             | 0             | 0             |
| 关键财务与估值指标        |              |              |              |              | 财务费用             | (134)         | (162)         | (264)         | (318)         |
|                  | 2009         | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 营运资本变动           | (910)         | (119)         | (815)         | (1416)        |
| 每股收益             | 4.57         | 5.14         | 7.17         | 9.52         | 其它               | 172           | 202           | 264           | 326           |
| 每股红利             | 1.31         | 1.29         | 2.15         | 3.33         | <b>经营活动现金流</b>   | <b>3773</b>   | <b>5181</b>   | <b>6558</b>   | <b>8357</b>   |
| 每股净资产            | 15.33        | 19.18        | 24.20        | 30.39        | 资本开支             | (739)         | (1786)        | (2010)        | (2266)        |
| ROS              | 45%          | 43%          | 44%          | 45%          | 其它投资现金流          | (17)          | 0             | 0             | 0             |
| ROE              | 30%          | 27%          | 30%          | 31%          | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(756)</b>  | <b>(1786)</b> | <b>(2010)</b> | <b>(2266)</b> |
| 毛利率              | 90%          | 91%          | 92%          | 93%          | 权益性融资            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 61%          | 59%          | 60%          | 61%          | 负债净变化            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 63%          | 61%          | 63%          | 64%          | 支付股利、利息          | (1235)        | (1213)        | (2029)        | (3145)        |
| 收入增长             | 17%          | 18%          | 35%          | 32%          | 其它融资现金流          | 1103          | 0             | 0             | 0             |
| 净利润增长率           | 14%          | 12%          | 39%          | 33%          | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(1367)</b> | <b>(1213)</b> | <b>(2029)</b> | <b>(3145)</b> |
| 资产负债率            | 27%          | 26%          | 26%          | 25%          | <b>现金净变动</b>     | <b>1649</b>   | <b>2182</b>   | <b>2518</b>   | <b>2946</b>   |
| 息率               | 0.6%         | 0.6%         | 1.0%         | 1.6%         | 货币资金的期初余额        | 8094          | 9743          | 11925         | 14443         |
| P/E              | 45.4         | 40.3         | 28.9         | 21.8         | 货币资金的期末余额        | 9743          | 11925         | 14443         | 17390         |
| P/B              | 13.5         | 10.8         | 8.6          | 6.8          | 企业自由现金流          | 3912          | 3341          | 4462          | 6027          |
| EV/EBITDA        | 32.7         | 29.1         | 21.1         | 16.0         | 权益自由现金流          | 5016          | 3463          | 4659          | 6265          |

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。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 国信证券经济研究所团队成员

|                 |                    |                |                |              |                    |
|-----------------|--------------------|----------------|----------------|--------------|--------------------|
| <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       | 闫莉             | 010-88005316   | 陈建生          | 0755- 82133766     |
| 崔嵘              | 021-60933159       |                |                | 岳鑫           | 0755- 82130432     |
| 吴土金             | 0755-82130833-1332 |                |                | 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  | 陈玲           | 0755-82130646      |
| 谈煊              | 010- 66025229      | 黄道立            | 0755- 82133397 | 杨森           | 0755-82133343      |
| <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- 66025270  | 孙菲菲          | 0755-82130722      |
| 左涛              | 021-60933164       | 秦波             | 010-66026317   | 祝彬           | 0755-82131528      |
|                 |                    |                |                | 田惠蓝          | 0755-82133263      |
|                 |                    |                |                | 吴美玉          | 010-66026319       |
| <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  | 严蓓娜          | 021-60933165       |
| 陈爱华             | 0755-82133397      | 丁丹             | 0755- 82139908 |              |                    |
| 邱斌              | 0755-82130532      | 陈栋             | 021-60933147   |              |                    |
| 罗洋              | 0755-82150633      | 杜佐远            | 0755-82130473  |              |                    |
| <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      | 黄海培            | 021-60933150   |              |                    |
| <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       |
| 黄磊              | 0755-82151833      |                |                |              |                    |
| 高耀华             | 0755-82130771      |                |                |              |                    |
| <b>旅游</b>       |                    | <b>食品饮料</b>    |                | <b>建材</b>    |                    |
| 陈财茂             | 021-60933163       | 黄茂             | 0755-82138922  | 杨昕           | 021-60933168       |
| 煤炭              |                    | 建筑             |                | 新兴产业         |                    |
|                 |                    | 邱波             | 0755-82133390  | 陈健           | 010-66022025       |
|                 |                    | 李遵庆            | 0755-82133055  | 李筱筠          | 010-66026326       |
| <b>固定收益</b>     |                    | <b>指数与产品设计</b> |                | <b>投资基金</b>  |                    |
| 李怀定             | 021-60933152       | 焦健             | 0755-82133928  | 杨涛           | 0755-82133339      |
| 高宇              | 0755- 82133538     | 王军清            | 0755-82133297  | 刘舒宇          | 0755-82133568      |
| 侯慧娣             | 021-60875161       | 彭甘霖            | 0755-82133259  | 康亢           | 010-66026337       |
| 张旭              | 010-66026340       | 阳瑾             | 0755-82133538  | 刘洋           | 0755-82150566      |
| 蔺晓熠             | 021-60933146       | 周琦             | 0755-82133568  | 李腾           | 0755-82130833-6223 |
| 刘子宁             | 021-60933145       | 赵学昂            | 0755-66025232  |              |                    |
|                 |                    | 邓岳             | 0755- 82150533 |              |                    |
| <b>数量化投资</b>    |                    | <b>交易策略</b>    |                |              |                    |
| 葛新元             | 0755-82133332      | 戴军             | 0755-82133129  |              |                    |
| 董艺婷             | 021-60933155       | 秦国文            | 0755-82133528  |              |                    |
| 林晓明             | 0755-25472656      | 徐左乾            | 0755-82133090  |              |                    |
| 赵斯尘             | 021-60875174       | 黄志文            | 0755-82133928  |              |                    |
| 程景佳             | 010-88005326       |                |                |              |                    |
| 郑云              | 021-60875163       |                |                |              |                    |
| 毛甜              | 021-60933154       |                |                |              |                    |

**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   |  |
| 徐文琪         | 010-66026341<br>13811271758<br>xuwq@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   |  |
| 李文英         | 010-88005334<br>13910793700<br>liwying@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 |  |
| 赵海英         | 010-66025249<br>13810917275<br>zhaohy@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    |  |
| 原 玮         | 010-88005332<br>15910551936<br>yuanyi@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   |  |
|             |                                                       |  |             |                                                      |  | 徐 冉         | 0755-82130655<br>13632580795<br>xuran1@guosen.com.cn   |  |
|             |                                                       |  |             |                                                      |  | 严小燕         | 13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn                     |  |
|             |                                                       |  |             |                                                      |  | 赵晓曦         | 15999667170<br>zhaoxxi@guosen.com.cn                   |  |
|             |                                                       |  |             |                                                      |  | 温 馨         | 13612901872<br>wenxin@guosen.com.cn                    |  |