

## 证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

**五 粮 液(000858)**

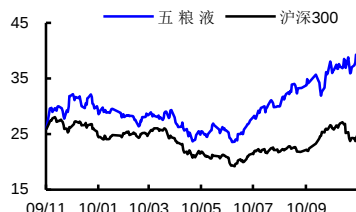
调研报告

**推荐**

(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)          | 40.44               |
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 3,796.0/3,795.5     |
| 流通 B 股/H 股(百万股) | 0.0/0.0             |
| 总市值/流通市值(百万元)   | 153,508.9/153,490.9 |
| 上证综指/深圳成指       | 2,871.70/12,539.01  |
| 12 个月最高/最低(元)   | 40.44/23.56         |

## 财务数据

|           |           |
|-----------|-----------|
| 净资产值(百万元) | 17,076.69 |
| 每股净资产(元)  | 4.50      |
| 市净率       | 8.99      |
| 资产负债率     | 29.03%    |
| 息率        | 0.37%     |

## 相关研究报告:

《五粮液-000858-2010 中报点评: 业绩符合预期, 增长有待量价齐升》——2010-8-11

《五粮液 09 年报点评: 利润回流 估值已处于底部》——2010-3-19

《五粮液 09 年业绩快报: 四季度利润实现正常化 业绩释放提速》——2010-2-1

## 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

# 销售模式变革 业绩增长高确定

## ●变条为块集中销售资源 中高端产品销售或出现突破

公司过去采取以品牌事业部为主的模式, 由于品牌较多, 导致资源分散。公司现在设立华东营销中心, 统一协调华东地区所有五粮液产品的营销工作, 并承担起所有业绩考核的责任。我们认为这样的变革, 会突出高端产品对中高端产品销售的带动作用, 整合各种销售资源, 实现重点区域的突破。

## ●五粮液团购增长快 提价时点或要到年后

我们预计五粮液团购今年将超过 2000 吨, 是公司今年销量增长的主要来源。随着五粮液营销体制的改善, 团购的增长还有很大潜力。另一方面, 由于政府对物价控制的态度, 公司预计年前不会提价, 但也会考虑主要竞争对手的提价情况。

## ●市值考核将会延续 未来业绩稳定增长有保证

公司表示市值考核将会持续下去, 我们认为这保证了未来几年公司业绩的持续释放, 从而有利于公司的估值提升。

## ●风险提示

预收账款过多, 可能导致提价在财务上的最终体现偏晚。

## ●合理价值在 46.9-54.7 元之间, 维持“推荐”评级

五粮液目前的终端价格与出厂价的价差超过 250 元, 给未来的提价留下了丰富空间。我们上调 10-12 年 EPS 到 1.22、1.56 和 1.95 元, 目前股价对应动态市盈率分别是 32、25 和 20 倍。

在加息和通货膨胀周期中, 高端白酒多重受益, 我们认为五粮液 11 年动态市盈率可以看高到 30-35 倍一线, 对应目标价 46.9-54.7 元, 相对目前股价还有 20%-40% 空间。我们继续维持“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)   | 7,933.07 | 11,129.22 | 14,762 | 17,853 | 21,089 |
| (+/-%)      | 8.25%    | 40.29%    | 32.6%  | 20.9%  | 18.1%  |
| 净利润(百万元)    | 1,810.69 | 3,244.75  | 4613   | 5933   | 7399   |
| (+/-%)      | 23.27%   | 79.20%    | 42.2%  | 28.6%  | 24.7%  |
| 每股收益(元)     | 0.48     | 0.85      | 1.22   | 1.56   | 1.95   |
| EBIT Margin |          |           | 41.5%  | 44.1%  | 46.3%  |
| 净资产收益率(ROE) | 15.91%   | 22.73%    | 27.1%  | 29.7%  | 31.2%  |
| 市盈率(PE)     | 84.78    | 47.31     | 32.21  | 25.04  | 20.08  |
| EV/EBITDA   |          |           | 22.51  | 17.64  | 14.46  |
| 市净率(PB)     | 13.49    | 10.75     | 8.72   | 7.43   | 6.27   |

## 近期的销售情况比较理想

从前 10 个月的销售情况来看，公司今年达到 10 万吨没有问题，五粮液完成全年 1.2 万吨的计划也是指日可待；生产层面：一级基酒有 10-20% 的增幅，保证明年五粮液可以达到 14000 吨，形势比较乐观。公司近期设立了华东营销中心，对销售商的资源进行整合，期待在销售上实现突破，关键是中高价位酒的突破。公司会给予华东营销中心一些比较大的自主权。华东营销中心由朱总负责。

## 公司七大增长点确保明年业绩

1、五粮液每年销量增长保证至少 10%；

2、由于国家表态要控制物价，最近一个季度可能不会提价。具体提价也要看看同行业的提价时点和幅度。9 月 30 日团购价上调了 40 元，此外没有提价。中长期来看，高端白酒未来的趋势是要和洋酒差不多，达到 1000 多。未来高端白酒价格的龙头老大不一定是茅台，未来有拉锯的可能；

3、五粮春空间大，关键是营销，过去一直比较稳健，没有突飞猛进的。华东营销中心的成立将会对五粮春的支持很大。以前，五粮春在华东卖得很好，其优势是品质和品牌，而洋河的优势是体制和机制比较灵活。我们的华东营销中心也会有比较灵活的机制；五粮液春的具体目标要和总经销商协商制定；

4、五粮醇市场很大，品牌和品质有绝对的优势，只要是喝酒的人，都可以喝出来。公司中档酒首选重点是五粮醇，目前出厂价最低的 25 元，平均估计在 30 元左右。五粮液醇的目标在一年左右要达到 2 万吨，终极目标要达到 3-4 万吨。

5、永福酱酒，品质没有问题，是 1218 活动的礼品。目前缺的是品牌，还要做很大的工作。今年的目标是 500 吨，但可能有压力，因为 9 月 9 日才开始正式推出。酱酒靠的是营销上的机动。明年要达到 1000 吨以上。

6、自有资金量很大，有 100 来亿，用活用好。比如一些并购战略。

7、目前团购价是 569 元比经销商拿货价 509 元，要高 60 元，近期团购增长很快，带动平均销售价格上移。团购酒估计占 20% 左右，所谓团购就是批条酒，主要是企事业单位，也有少量经销商。

## 压缩预收账款 市值考核将会持续

从今年初开始，公司就一直在控制预收账款，会增加经销商财务压力。对经销商的预收货款都是计划内的货款，没有计划外的。预收账款是提价前的，可能对提价在财务上的体现时间有一定影响。

市值考核的对比目标是全部白酒上市公司进行加权。市值考核占对上海公司考核权重的 10%。以后会持续考核；公司业绩释放的节奏把握，要看公司的整体考虑。

## 未来增长高度确定 估值有提升空间

五粮液目前的终端价格与出厂价的价差超过 250 元，给未来的提价留下了丰富空间。目前主品牌销售态势良好，未来销量稳定增长态势明确；公司市值考核将会延续，业绩持续释放动力明确。我们上调 10-12 年 EPS 到 1.22、1.56 和 1.95 元，目前股价对应动态市盈率分别是 32、25 和 20 倍。

在加息和通货膨胀周期中，高端白酒多重受益，我们认为五粮液 11 年动态市盈率可以看高到 30-35 倍一线，对应目标价 46.9-54.7 元，相对目前股价还有 20%-40% 空间。我们继续维持“推荐”评级。

## 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         | 7544         | 7981         | 11561        | 15898        | 营业收入             | 11129         | 14762         | 17853         | 21089         |
| 应收款项             | 2014         | 1618         | 1565         | 1849         | 营业成本             | 3861          | 4583          | 5049          | 5457          |
| 存货净额             | 3477         | 4297         | 4169         | 4615         | 营业税金及附加          | 799           | 1230          | 1503          | 1790          |
| 其他流动资产           | 225          | 148          | 179          | 211          | 销售费用             | 1164          | 1666          | 2031          | 2414          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>13283</b> | <b>14053</b> | <b>17484</b> | <b>22583</b> | 管理费用             | 839           | 1164          | 1410          | 1667          |
| 固定资产             | 7154         | 9363         | 9080         | 8718         | 财务费用             | (110)         | (194)         | (264)         | (371)         |
| 无形资产及其他          | 308          | 298          | 288          | 277          | 投资收益             | 3             | 3             | 2             | 2             |
| 投资性房地产           | 74           | 74           | 74           | 74           | 资产减值及公允价值变动      | 7             | 7             | 7             | 7             |
| 长期股权投资           | 30           | 32           | 35           | 38           | 其他收入             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>20849</b> | <b>23820</b> | <b>26959</b> | <b>31689</b> | 营业利润             | 4587          | 6322          | 8132          | 10141         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 0            | 0            | 0            | 0            | 营业外净收支           | 19            | 0             | 0             | 0             |
| 应付款项             | 239          | 49           | 54           | 60           | <b>利润总额</b>      | <b>4606</b>   | <b>6322</b>   | <b>8132</b>   | <b>10141</b>  |
| 其他流动负债           | 6025         | 6303         | 6347         | 7217         | 所得税费用            | 1139          | 1517          | 1952          | 2434          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>6264</b>  | <b>6352</b>  | <b>6401</b>  | <b>7277</b>  | 少数股东损益           | 222           | 192           | 247           | 308           |
| 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>3245</b>   | <b>4613</b>   | <b>5933</b>   | <b>7399</b>   |
| 其他长期负债           | 5            | 5            | 5            | 5            |                  |               |               |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>5</b>     | <b>5</b>     | <b>5</b>     | <b>5</b>     | 现金流量表 (百万元)      |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>6269</b>  | <b>6357</b>  | <b>6406</b>  | <b>7282</b>  |                  | 2009          | 2010E         | 2011E         | 2012E         |
| 少数股东权益           | 305          | 421          | 544          | 699          | 净利润              | 3245          | 4613          | 5933          | 7399          |
| 股东权益             | 14275        | 17043        | 20009        | 23709        | 资产减值准备           | 9             | (9)           | 0             | 0             |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>20849</b> | <b>23820</b> | <b>26959</b> | <b>31689</b> | 折旧摊销             | 654           | 765           | 926           | 1017          |
|                  |              |              |              |              | 公允价值变动损失         | (7)           | (7)           | (7)           | (7)           |
| 关键财务与估值指标        |              |              |              |              | 财务费用             | (110)         | (194)         | (264)         | (371)         |
|                  | 2009         | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 营运资本变动           | 1260          | (267)         | 199           | 114           |
| 每股收益             | 0.85         | 1.22         | 1.56         | 1.95         | 其它               | 200           | 124           | 124           | 154           |
| 每股红利             | 0.05         | 0.49         | 0.78         | 0.97         | <b>经营活动现金流</b>   | <b>5360</b>   | <b>5219</b>   | <b>7175</b>   | <b>8677</b>   |
| 每股净资产            | 3.76         | 4.49         | 5.27         | 6.25         | 资本开支             | (3154)        | (2947)        | (626)         | (638)         |
| ROS              | 29%          | 31%          | 33%          | 35%          | 其它投资现金流          | (16)          | 14            | 0             | 0             |
| ROE              | 23%          | 27%          | 30%          | 31%          | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(3172)</b> | <b>(2936)</b> | <b>(628)</b>  | <b>(641)</b>  |
| 毛利率              | 65%          | 69%          | 72%          | 74%          | 权益性融资            | 11            | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 40%          | 41%          | 44%          | 46%          | 负债净变化            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 46%          | 47%          | 49%          | 51%          | 支付股利、利息          | (190)         | (1845)        | (2967)        | (3700)        |
| 收入增长             | 40%          | 33%          | 21%          | 18%          | 其它融资现金流          | (201)         | 0             | 0             | 0             |
| 净利润增长率           | 79%          | 42%          | 29%          | 25%          | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(570)</b>  | <b>(1845)</b> | <b>(2967)</b> | <b>(3700)</b> |
| 资产负债率            | 32%          | 28%          | 26%          | 25%          | <b>现金净变动</b>     | <b>1618</b>   | <b>437</b>    | <b>3580</b>   | <b>4337</b>   |
| 息率               | 0.1%         | 1.2%         | 2.0%         | 2.5%         | 货币资金的期初余额        | 5925          | 7544          | 7981          | 11561         |
| P/E              | 45.8         | 32.2         | 25.0         | 20.1         | 货币资金的期末余额        | 7544          | 7981          | 11561         | 15898         |
| P/B              | 10.4         | 8.7          | 7.4          | 6.3          | 企业自由现金流          | 2906          | 2200          | 6472          | 7911          |
| EV/EBITDA        | 30.2         | 22.5         | 17.6         | 14.5         | 权益自由现金流          | 2705          | 2348          | 6673          | 8193          |

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       |
| <b>煤炭</b>       |                    | <b>建筑</b>      |                | <b>新兴产业</b>  |                    |
|                 |                    | 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      |
| 蔺晚熠             | 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                    |  |