

## 乘用车

署名人: 张镭

S0960209060260

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

6-12 个月目标价: 22.80 元

当前股价: 15.66 元

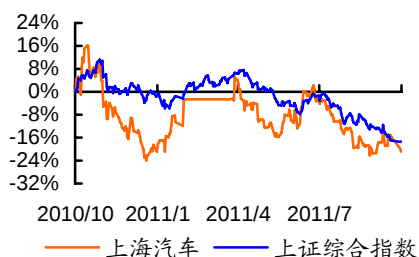
评级调整: 维持

## 基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2420.00 |
| 总股本(百万)   | 9242    |
| 流通股本(百万)  | 8521    |
| 流通市值(亿)   | 1334    |
| EPS (TTM) | 1.78    |
| 每股净资产(元)  | 8.84    |
| 资产负债率     | 64.3%   |

## 股价表现

| (%)    | 1M   | 3M     | 6M     |
|--------|------|--------|--------|
| 上海汽车   | 0.00 | -13.72 | -18.66 |
| 上证综合指数 | 0.00 | -12.15 | -19.90 |



## 相关报告

《上海汽车-低估值反映盈利担忧、再出发等待需求信心》2011-8-29

《上海汽车-把握业绩确定性, 等待估值提升点》2011-8-3

## 上海汽车

600104

## 强烈推荐

预计三季度 EPS 为 0.46 元, 股价低估严重, 投资价值显现

公司 10 月 11 日公布 9 月份产销快讯, 1-9 月份实现汽车销量 297 万辆, 同比增长 11.85%; 其中核心合营公司上海大众和上海通用分别实现销量同比增长 20% 和 25%。经过测算, 预计公司三季报实现收入 2800 亿元, 实现净利润 128 亿元, 每股 EPS 为 1.39 元。

我们认为: 1、汽车行业下一个景气高峰在 13-14 年, 来自于汽车消费和经济周期的叠加; 2、需求平淡和竞争加剧促使行业盈利能力回调合理水平, 但未来行业仍将平稳增长; 3、品牌竞争是未来市场主基调, 市场分化导致行业利润流入龙头公司, 龙头公司盈利能力仍将保持; 4、上海汽车股价低估严重, 投资价值显现。

## 投资要点:

- 汽车行业下一个景气高峰最迟在 13-14 年出现, 根源来自于汽车消费和经济周期的叠加。我国 02-03 年、06-07、09-10 年景气高峰来自于新车需求和换车需求 (4 年一换) 的释放, 同时经济周期向上带来的财富效应也将明显助推汽车消费; 我们认为, 下一个汽车景气高峰预计最迟在 13-14 年出现。
- 需求平淡和竞争加剧导致行业盈利能力回调至合理水平, 但是行业仍将平稳增长, 龙头公司的盈利能力仍将保持。现今的汽车市场以品牌竞争为主基调, 市场分化将导致行业利润优先流入龙头公司, 历史来看上海汽车依托品牌优势, 销量增速远超行业增速, 份额持续扩大, 盈利能力仍将维持。
- 股价低估严重, 长期投资价值彰显。我们认为汽车消费的内生性需求仍较强 (限购说明了需求的旺盛), 12 年行业增速将回归合理, 汽车增速 (10%) 超越 GDP 增速, 乘用车增速 (12%) 超越行业。行业竞争仍将维持分化: 优势公司业绩稳定, 但弱势公司下滑较快。汽车公司的估值风险实现释放, 整车和总成零部件普遍处于 8-10 倍, 毋庸置疑优秀龙头汽车公司的股价进入中长期的投资区域。
- 投资建议: 预计公司 11~13 年实现收入 3793 亿、4417 亿和 5194 亿, 归属于母公司净利润为 176 亿、200 亿和 237 亿, 每股 EPS 为 1.90、2.16 和 2.56 元, 我们给予公司 11 年 12 倍估值, 目标价 22.8 元, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 宏观经济放缓打击汽车消费情绪, 汽车市场需求下滑将影响公司业绩不达预期。

## 主要财务指标

| 单位: 百万元       | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 312485 | 379288 | 441697 | 519371 |
| 同比(%)         | 125%   | 21%    | 16%    | 18%    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 13729  | 17247  | 19966  | 23673  |
| 同比(%)         | 108%   | 26%    | 16%    | 19%    |
| 毛利率(%)        | 19.4%  | 19.2%  | 19.8%  | 19.8%  |
| ROE(%)        | 20.7%  | 21.1%  | 19.6%  | 18.9%  |
| 每股收益(元)       | 1.49   | 1.87   | 2.16   | 2.56   |
| P/E           | 14.70  | 11.70  | 10.11  | 8.52   |
| P/B           | 3.05   | 2.47   | 1.98   | 1.61   |
| EV/EBITDA     | 4      | 3      | 3      | 3      |

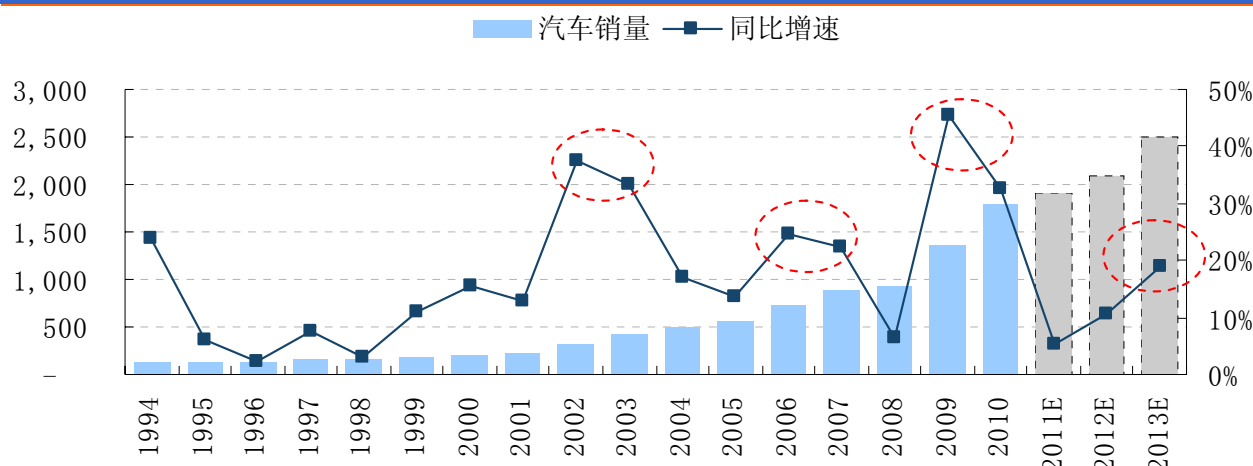
资料来源: 中投证券研究所

## 一、行业观点：

### 1、中长期观点：投资价值显现

长期而言：我们认为汽车行业的盈利在今年4季度到明年1季度都会呈现一定压力，行业下一轮高峰仍需等待，合理时点在12年下半年到14年，主要逻辑来源于**新车需求和换车需求**（4或5年一换）的释放，02-03年、06-07年、09-10年的需求高峰，同时**经济周期**向上推动财富效应将加强需求的释放。当然我们不排除在国家出台政策扰动的促使行业景气高峰提前启动的可能性。

图1 汽车行业增速及预测



资料来源：CAAM，中投证券研究所

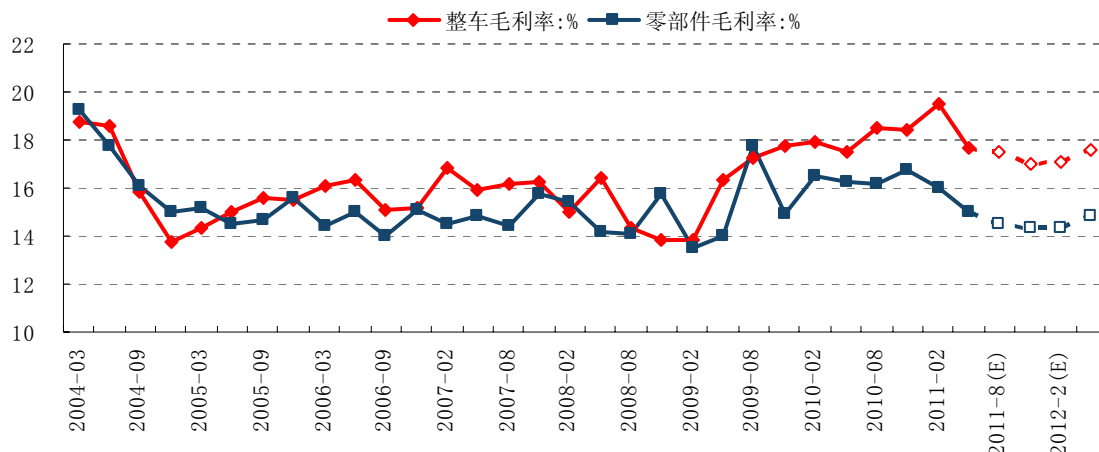
中期而言：我们认为汽车消费的内生性需求仍较强，（限购本身说明了需求的旺盛），11年的负面因素较多导致行业增速低于预期，但是12年行业回归合理轨道较为可信，汽车行业增速（10%）超越GDP增速，乘用车增速（12%）超越汽车行业增速。

我们认为，12年汽车行业竞争仍以品牌竞争为主，分化仍将维持：优势公司业绩稳定，但弱势公司下滑较快。随着行业增速低于预期，汽车公司的估值风险已经大部分释放，整车和总成零部件普遍处于8-10倍，细分零部件普遍处于15-20倍，毋庸置疑优秀龙头汽车公司的股价进入中长期的投资区域。

### 2、基本面看法：行业利润仍在流向优势龙头企业

我们认为零部件企业的毛利润率水平已经快速下降，我们预计4季度的利润率水平将到达历史低位14.3%；而整车企业毛利润率水平仍处于高位，我们认为4季度面临的压力也无可避免。但是我们认为毛利润率水平是回归合理，并不代表将持续恶化，同时毛利率的波动不能完全归咎于认为需求发生根本性转折，行业本身具有季节性波动，市场过分放大行业利润率水平的下降。

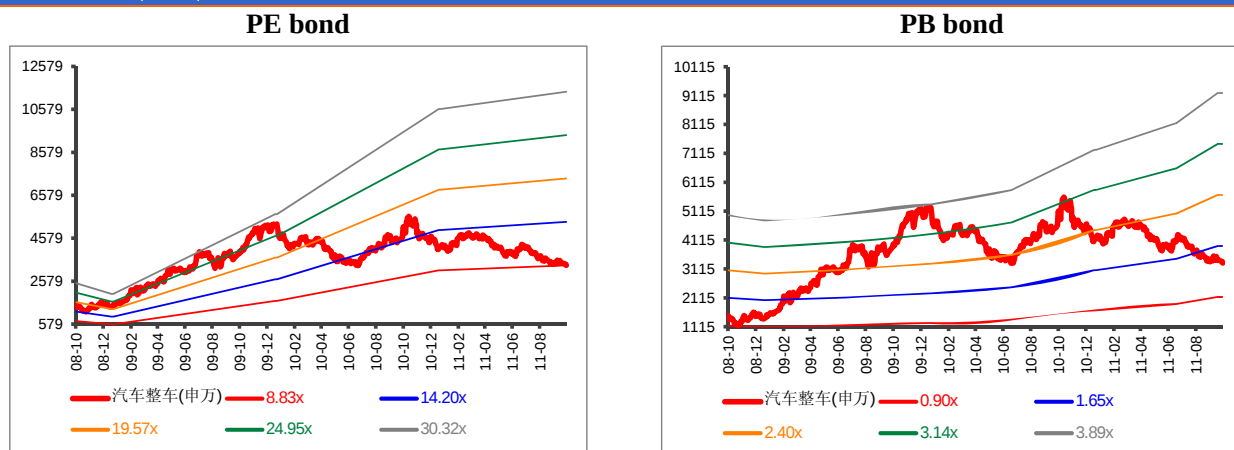
图 2 汽车整车制造业盈利数据



资料来源: wind, 中投证券研究所

对于汽车行业目前的估值水平而言, 由于处于 ROE 向下探底的过程, 所以 PE 估值将很快进入失真阶段, PB 估值将更为合理, 目前汽车行业整体的 PB 处于多年来的低点, 这和中国壮大后的汽车工业水平是不相匹配的。

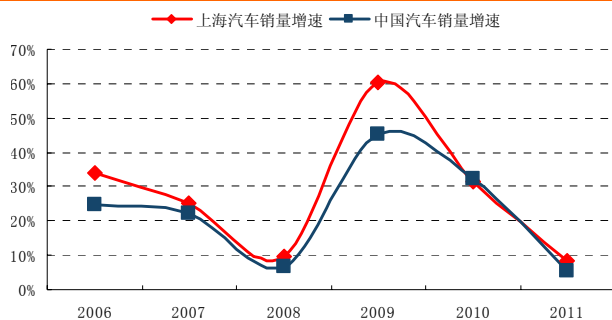
图 3 汽车整车历史估值



资料来源: wind, 中投证券研究所

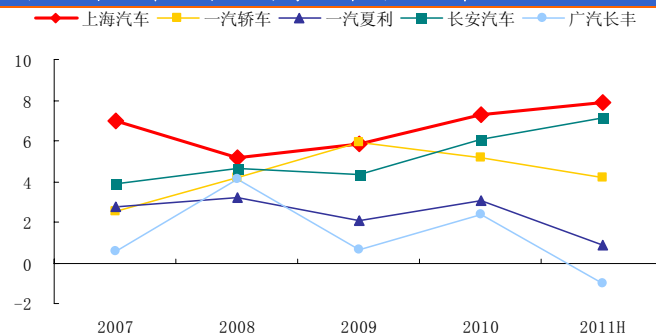
对比行业, 上海汽车 (600104) 本身的估值水平处于绝对的低位, 股价进入长期投资区间。理由包括: 1、汽车市场的竞争依托品牌和技术, 行业竞争激烈下对技术和质量的认可度低的品牌杀伤力较大, 汽车市场平稳增长背景下, 优质合资品牌增长超越行业增速; 2、上海汽车产销规模和技术优势在国内保持领先, PE (8 倍) 低于行业; 作为优质资产, PB (2 倍) 与大部分乘用车企业相当, 资产价值低估; 3、上海汽车的盈利能力出色, 一直保持行业领先, 抵御行业波动性的能力较强。

图 4 上海汽车与全国汽车销量增速对比



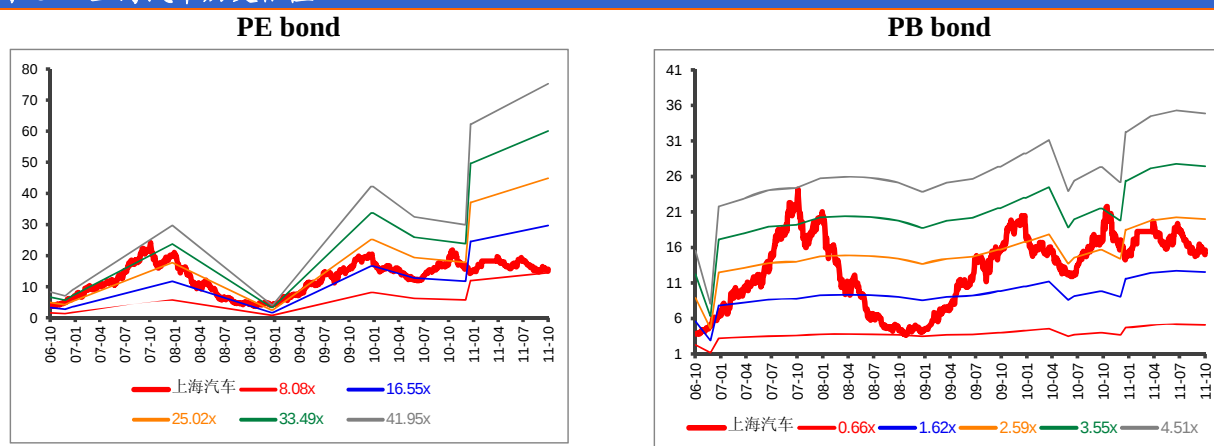
资料来源: wind, 中投证券研究所

图 5 乘用车上市公司净利率对比 (单位: %)



资料来源: wind, 中投证券研究所

图 6 上海汽车历史估值



资料来源: wind, 中投证券研究所

## 二、三季度业绩前瞻

我们预计,上海汽车 11 年 1-9 月份实现总收入 2560 亿元左右,其中上海通用和上海大众将贡献利润 139 亿元左右,由于本部的微车和自主品牌盈利能力有所下降,预计最终归属于母公司利润接近 128 亿元,每股收益约 1.39 元。

**收入构成中**,预计上海通用贡献收入 1190 亿元,上海大众贡献收入 1140 亿元,上汽通用五菱贡献收入约 305 亿元,自主品牌约 130 亿元;**净利润构成中**,上海通用和上海大众合计贡献净利润 139 亿元。

**从销量结果来看**,上海通用和上海大众延续上半年以来的市场氛围和品牌优势,份额保持扩张,增速远超行业;上汽通用五菱、南维柯和上汽乘用车受鼓励政策推出影响,出现负增长和不增长;上菲红受重卡行业回调销量增速快速下滑;其他商用车板块表现平淡。

表 1 上海汽车三季度销量情况 (2010.1-9、2011.1-9)

|        | 2011.1-9 | 2010.1-9 | 同比     |
|--------|----------|----------|--------|
| 上海大众   | 859,592  | 716,563  | 19.96% |
| 上海通用   | 927,344  | 742,176  | 24.95% |
| 上汽乘用车  | 120,360  | 120,258  | 0.08%  |
| 上汽通用五菱 | 953,130  | 969,693  | -1.71% |

|      |           |           |        |
|------|-----------|-----------|--------|
| 上海申沃 | 2,267     | 2,150     | 5.44%  |
| 上菲红  | 26,606    | 26,213    | 1.50%  |
| 南维柯  | 89,750    | 86,303    | 3.99%  |
| 合计   | 2,979,049 | 2,663,356 | 11.85% |

资料来源：上海汽车产销快讯、中投证券研究所

### 三、上海通用财务数据简析

上海通用：上海汽车核心合营子公司，上海汽车持股比例 51%；上海通用持有上海通用东岳、上海通用东岳动力总成、上海通用北盛各 50%的股权并实际控制三家公司的财务和经营决策，上海汽车与通用（中国）持有该三公司各 25%的股权。

根据乘联会数据，上海通用 2 季度销售数据表现稳定，实现同比增长 20%，环比增长 6%。通用品牌在行业销量增速下滑背景，仍然持续实现份额扩张，主要来自于原有品牌的持续热销及新车型的陆续放量。

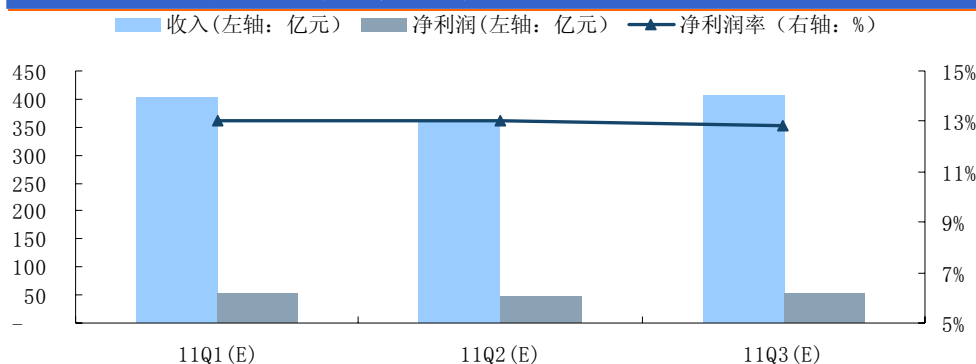
表 2 上海通用 11 年 1 季度销量数据表现

|              | 10Q3          | 11Q2          | 11Q3          | 季度同比       | 季度环比      |
|--------------|---------------|---------------|---------------|------------|-----------|
| 凯越           | 60803         | 60225         | 70077         | 15%        | 16%       |
| 雪佛兰景程        | 9474          | 8642          | 6269          | -34%       | -27%      |
| 雪佛兰科鲁兹       | 42151         | 45832         | 59493         | 41%        | 30%       |
| 雪佛兰乐风        | 17814         | 30524         | 977           | -95%       | -97%      |
| 别克君威         | 18450         | 18633         | 20470         | 11%        | 10%       |
| 别克英朗         | 28218         | 31722         | 34806         | 23%        | 10%       |
| 君越           | 23239         | 27214         | 24468         | 5%         | -10%      |
| 雪佛兰爱唯欧       | 0             | 2669          | 13595         | -          | 409%      |
| 别克 GL8       | 14210         | 19421         | 17550         | 24%        | -10%      |
| 别克林荫大道       | 613           | 618           | 734           | 20%        | 19%       |
| 凯迪拉克         | 4984          | 7526          | 7714          | 55%        | 2%        |
| 赛欧           | 37020         | 40212         | 51505         | 39%        | 28%       |
| 斯帕克          | 0             | 179           | 955           | -          | 434%      |
| 科迈罗          | 0             | 181           | 525           | -          | 190%      |
| 昂科雷          | 1667          | 1388          | 1475          | -12%       | 6%        |
| 科帕奇          | 2937          | 3471          | 4681          | 59%        | 35%       |
| <b>total</b> | <b>262221</b> | <b>298457</b> | <b>315294</b> | <b>20%</b> | <b>6%</b> |

资料来源：乘联会，中投证券研究所

上海通用作为优质的中高端乘用车企业，利润率一直保持稳健，受益近几年汽车市场的持续增长，净利润率从 2008 年的 5.52%攀升至现在的 13%左右，预计 3 季度盈利仍将维持高位，略受冲击。

图 7 上海通用季节毛利率及净利润率



注：上海通用净利润率实际为归属母公司净利润率，扣除东岳动力、东岳和北盛的少数股东损益

资料来源：公司资料，中投证券研究所

通过历史回溯，结合净利润情况，我们预测上海通用 11 年 3 季度归属于母公司净利润达到 52 亿元。上海通用在销量大增 20% 的背景下，产品结构变化不大，收入规模接近 400 亿元，利润率 12.80%，归属于母公司净利润接近 51 亿元。

#### 四、上海大众财务数据简析

上海大众：上海汽车核心合营子公司，上海汽车持股比例 50%。

3 季度上海大众销量同比增长 6%，环比小幅下滑 3%。由于新车型数量有限，车市竞争加剧，导致整体销量增速回调；可喜之处在于 11 年销量结构充分优化，高端车型途观、新帕萨特放量较为明显，收入和利润表现不减反增。

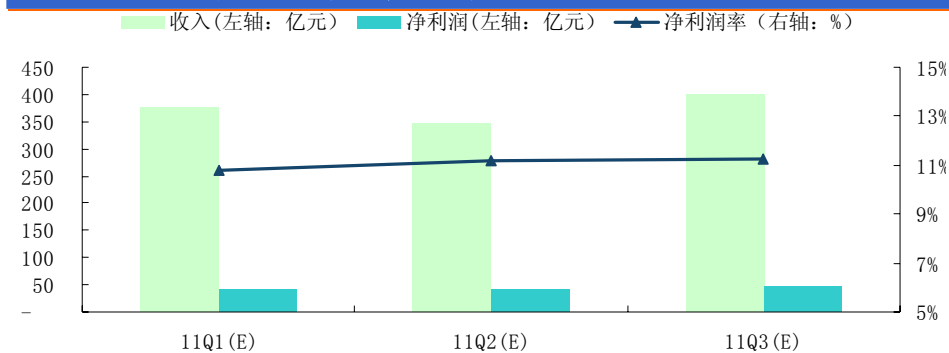
表 3 上海大众 11 年 1 季度销量数据表现

|       | 10Q3    | 11Q2    | 11Q3    | 季度同比 | 季度环比 |
|-------|---------|---------|---------|------|------|
| 波罗    | 36653   | 41007   | 40446   | 19%  | -1%  |
| 朗逸    | 62605   | 69021   | 44736   | -24% | -35% |
| 帕萨特   | 32540   | 14695   | 12720   | -58% | -13% |
| NMS   | 0       | 16599   | 42607   | -    | 157% |
| 桑塔纳   | 56138   | 57426   | 42204   | -27% | -27% |
| 途安    | 5948    | 6840    | 8346    | 127% | 22%  |
| 晶锐    | 13007   | 12424   | 11045   | 22%  | -11% |
| 明锐    | 30313   | 32235   | 32315   | -3%  | 0%   |
| 途观    | 33951   | 28613   | 38145   | 33%  | 33%  |
| 昊锐    | 15626   | 11210   | 10177   | 8%   | -9%  |
| total | 235,817 | 273,889 | 266,792 | 6%   | -3%  |

资料来源：乘联会，中投证券研究所

上海大众作为优质的中高端乘用车企业，作为老牌乘用车品牌，利润率从高峰回落，近年随着本土化开发的成功，以及高端 SUV 的投放旺销，净利润率从 2005 年的 2.21% 快速攀升至现在的 11% 左右。

图 8 上海大众季节毛利率及净利润率



资料来源：公司资料，中投证券研究所

通过历史回溯，结合净利润情况，我们预测上海大众 11 年 3 季度归属于母公司净利润达到 45 亿元。上海大众在销量增长 6% 的基础上，产品结构上升明显（途观和新帕萨特），单车售价与单车净利提升较快，收入规模接近 400 亿元，利润率 11% 左右，归属于母公司净利润接近 47 亿元。

附：财务预测表

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 会计年度            | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>    | 14554       | 15655        | 22066        | 27899        | <b>营业收入</b>     | 31248       | 37928        | 44169        | 51937        |
| 现金             | 61262       | 61262        | 10806        | 15340        | 营业成本            | 25190       | 30650        | 35442        | 41641        |
| 应收账款           | 3482        | 4227         | 7644         | 6861         | 营业税金及附加         | 8172        | 9919         | 11552        | 13583        |
| 其它应收款          | 528         | 582          | 1037         | 955          | 营业费用            | 21076       | 23706        | 30124        | 35421        |
| 预付账款           | 10811       | 13155        | 14703        | 17673        | 管理费用            | 11442       | 13889        | 16174        | 19018        |
| 存货             | 18162       | 22103        | 25588        | 30045        | 财务费用            | 387         | -1232        | -1978        | -3722        |
| 其他             | 51296       | 55225        | 63629        | 70052        | 资产减值损失          | 1922        | 1500         | 1500         | 1500         |
| <b>非流动资产</b>   | 83301       | 83610        | 86610        | 87006        | 公允价值变动收益        | 115         | 115          | 115          | 115          |
| 长期投资           | 20722       | 20722        | 20552        | 20523        | 投资净收益           | 8722        | 8722         | 8722         | 8722         |
| 固定资产           | 28494       | 29520        | 29815        | 28454        | <b>营业利润</b>     | 27006       | 33844        | 38737        | 45995        |
| 无形资产           | 5760        | 7858         | 9956         | 12053        | 营业外收入           | 411         | 411          | 411          | 411          |
| 其他             | 28324       | 25509        | 26287        | 25975        | 营业外支出           | 732         | 732          | 341          | 393          |
| <b>资产总计</b>    | 22884       | 24016        | 30727        | 36600        | <b>利润总额</b>     | 26684       | 33523        | 38808        | 46013        |
| <b>流动负债</b>    | 13226       | 11576        | 14891        | 16763        | 所得税             | 3852        | 4839         | 5601         | 6641         |
| 短期借款           | 4675        | 13029        | 8834         | 15581        | <b>净利润</b>      | 22833       | 28684        | 33206        | 39371        |
| 应付账款           | 53285       | 61825        | 72278        | 85666        | 少数股东损益          | 9104        | 11438        | 13240        | 15699        |
| 其他             | 74305       | 40914        | 67801        | 66392        | <b>归属母公司净利润</b> | 13729       | 17247        | 19966        | 23673        |
| <b>非流动负债</b>   | 14829       | 15696        | 16338        | 17318        | EBITDA          | 33512       | 36279        | 40646        | 46353        |
| 长期借款           | 2530        | 3397         | 4264         | 5132         | EPS (元)         | 1.49        | 1.87         | 2.16         | 2.56         |
| 其他             | 12299       | 12299        | 12074        | 12186        | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 14709       | 13146        | 16525        | 18495        | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 少数股东权益         | 15579       | 27016        | 40257        | 55956        | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 9242        | 9242         | 9242         | 9242         | 营业收入            | 125.0       | 21.4         | 16.5         | 17.6         |
| 资本公积           | 30085       | 30085        | 30085        | 30085        | 营业利润            | 220.3       | 25.3         | 14.5         | 18.7         |
| 留存收益           | 26843       | 42242        | 62208        | 85418        | 归属于母公司净利润       | 108.3       | 25.6         | 15.8         | 18.6         |
| 归属母公司股东权益      | 66170       | 81683        | 10176        | 12509        | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 22884       | 24016        | 30727        | 36600        | 毛利率             | 19.4        | 19.2         | 19.8         | 19.8         |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率             | 4.4%        | 4.5%         | 4.5%         | 4.6%         |
| <b>会计年度</b>    | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | ROE             | 20.7        | 21.1         | 19.6         | 18.9         |
| <b>经营活动现金流</b> | 24974       | -1241        | 44971        | 29874        | ROIC            | -906.       | 74.1         | 156.6        | 167.5        |
| 净利润            | 22833       | 28684        | 33206        | 39371        | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 折旧摊销           | 6120        | 3667         | 3887         | 4080         | 资产负债率           | 64.3        | 54.7         | 53.8         | 50.5         |
| 财务费用           | 387         | -1232        | -1978        | -3722        | 净负债比率           | 8.46        | 16.48        | 11.10        | 14.03        |
| 投资损失           | -8722       | -8722        | -8722        | -8722        | 流动比率            | 1.10        | 1.35         | 1.48         | 1.66         |
| 营运资金变动         | 5689        | -3620        | 20208        | -1501        | 速动比率            | 0.95        | 1.15         | 1.30         | 1.47         |
| 其它             | -1332       | 1388         | -1630        | 367          | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b> | -6930       | 3813         | 3783         | 4298         | 总资产周转率          | 1.70        | 1.62         | 1.61         | 1.54         |
| 资本支出           | 7183        | 2000         | 2000         | 1500         | 应收账款周转率         | 82          | 98           | 74           | 71           |
| 长期投资           | -1005       | 0            | 0            | 0            | 应付账款周转率         | 6.51        | 5.33         | 5.29         | 5.27         |
| 其他             | -9804       | 5813         | 5783         | 5798         | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| <b>筹资活动现金流</b> | 7475        | 8605         | -1955        | 11177        | 每股收益(最新摊薄)      | 1.49        | 1.87         | 2.16         | 2.56         |
| 短期借款           | 2930        | 8354         | -4195        | 6747         | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 2.70        | -1.34        | 4.87         | 3.23         |
| 长期借款           | 867         | 867          | 867          | 867          | 每股净资产(最新摊薄)     | 7.16        | 8.84         | 11.01        | 13.53        |
| 普通股增加          | 2691        | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积增加         | 7738        | 0            | 0            | 0            | P/E             | 14.70       | 11.70        | 10.11        | 8.52         |
| 其他             | -6752       | -616         | 1373         | 3563         | P/B             | 3.05        | 2.47         | 1.98         | 1.61         |
| <b>现金净增加额</b>  | 25477       | 0            | 46799        | 45349        | EV/EBITDA       | 4           | 3            | 3            | 3            |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院MBA。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

邢卫军: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位, 2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

| 深圳                                                                   | 北京                                                              | 上海                                                            |
|----------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼<br>邮编: 518000<br>传真: (0755) 82026711 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层<br>邮编: 100032<br>传真: (010) 63222939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼<br>邮编: 200041<br>传真: (021) 62171434 |