

暖日晴风初破冻

——造纸行业 2009 年二季度投资策略

分析师

寻春珍

☎ (86-755) 83515662

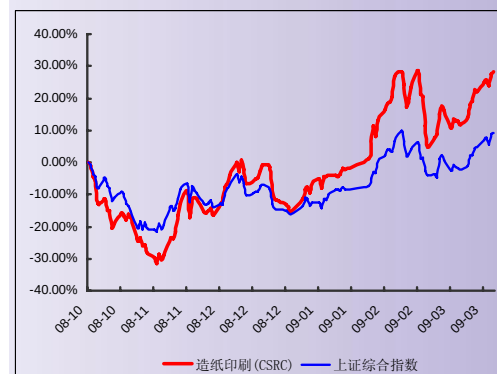
✉ xuncz@cgws.com

投资评级：中性

行业重点公司盈利预测及评级

股票简称	08EPS	09EPS	投资评级
太阳纸业	0.42	0.56	推荐
劲嘉股份	0.51	0.73	谨慎推荐
博汇纸业	0.50	0.40	谨慎推荐
晨鸣纸业	0.55	0.46	中性
华泰股份	0.60	0.55	中性

行业表现



相关报告

《调整周期中的造纸业》——造纸行业 2009 年度投资策略 2008.12.10
《高增长难持续》——造纸行业 2008 年四季度投资策略 2008.9.24
《行业到达景气高点》——造纸行业 2008 年中报点评 2008.9.5
《景气依旧，内生式利润增速放缓》——造纸行业 2008 年下半年投资策略 2008.6.18
《行业景气趋升 整体向好》——造纸行业 2007 年报及 08 年 1 季报点评 2008.5.7
《纸中仍有黄金屋》——造纸行业二季度投资策略 2008.3.27

要点：

- **一季度环比略有好转。**2008 年四季度生产企业主动去库存，至今年 1 月份高价位的原材料库存基本消化完毕，产成品周转天数逐渐走低，生产企业和经销商库存压力有所减轻。今年 2 月份纸张和木浆价格虽仍在底部徘徊，但已止跌回稳，纸张产量和纸浆进口量 2 月份同比数据也出现正增长。可以预见今年一季度造纸行业经营状况环比已略有好转，但去年春节、雪灾等对基数的扰动，以及去库存化后纸浆库存自然回补的影响，目前还不能得出好转可持续的结论。
- **持续复苏有赖于需求恢复。**在目前的经济环境下，判断行业回暖最根本、最直接的方法是观察下游行业的复苏状况。下游行业将首先感受到经济回暖带动的需求变化，然后沿着产业链逐步传导至中上游行业。包装纸下游部分行业 2 月份产销量数据有喜有忧，由于基数干扰因素较多，同比数据是否已经包含了经济恢复的信息，仍然难以断定，需要 3、4 月份造纸传统旺季数据进一步的确认。轻工产业规划对造纸行业来讲更着重于长期的产业结构优化和行业的可持续发展，在目前内需不振、外需萎缩的大环境下，轻工业调整振兴规划对造纸行业影响有限。
- **维持行业“中性”评级。**虽然行业 09 年形势不明朗，但仍存在阶段性的投资机会。建议从三个方面把握造纸板块的投资机会：一是纸种受经济调整影响相对较小，并且受益于今年 5 月份实施的新环保标准的公司，如博汇纸业；二是若经济回暖，建议关注率先感受到经济复苏的包装纸生产企业，如太阳纸业；三是下游需求稳定，并受益于造纸不景气的印刷包装业的龙头公司，如劲嘉股份。

独立声明

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。



正文目录

一、前期回顾.....	4
二、2009 年一季度情况略有好转	4
2.1 纸价止跌企稳	4
2.1.1 双胶纸.....	4
2.1.2 铜版纸	5
2.1.3 新闻纸	5
2.1.4 白纸板	6
2.1.5 箱板纸	7
2.2 原材料价格止跌企稳.....	8
2.2.1 木浆价格 2 月下旬止跌	8
2.2.2 废纸	9
2.3 好转可持续否?	10
三、持续好转有赖于需求恢复.....	11
3.1 尚需 3、4 月份数据确认.....	11
3.2 轻工振兴规划作用有限.....	13
四、投资策略.....	14



图表目录

图 1: 机制纸产量月度数据	4
图 2: 机制纸产销率及库存情况	4
图 3: 双胶纸价格走势	5
图 4: 铜版纸价格走势	5
图 5: 新闻纸价格走势	6
图 6: 新闻纸产量月度数据	6
图 7: 烟卡纸价格走势	7
图 8: 社会卡纸价格走势	7
图 9: 白底白板纸价格走势	7
图 10: 灰底白板纸价格走势	7
图 11: 箱板纸价格走势	7
图 12: 箱板纸产量	7
图 13: FOEX NBSK 浆价格指数	8
图 14: 我国进口针叶浆港口报价	8
图 15: 进口针叶浆国内现货价格	9
图 16: 国产针叶浆价格	9
图 17: FOEX BHKP 浆价格指数	9
图 18: 我国进口阔叶浆港口报价	9
图 19: 进口阔叶浆国内现货价格	9
图 20: 国产阔叶浆价格	9
图 21: 美废 8#、欧废 ONP 价格	10
图 22: 美废 11#、欧废 OCC 价格	10
图 23: 纸张产量与纸浆进口量情况	10
图 24: 玩具类出口情况	11
图 25: 鞋类出口情况	11
图 26: 彩电产量	12
图 27: 空调产量	12
图 28: 洗衣机产量	12
图 29: 冰箱产量	12
图 30: 传真机产量	12
图 31: 电子计算机产量	12
图 32: 液体乳产量	13
图 33: 白酒产量	13
图 34: 各板块 PE 和 PB 相对于整体 A 股溢价比较	14

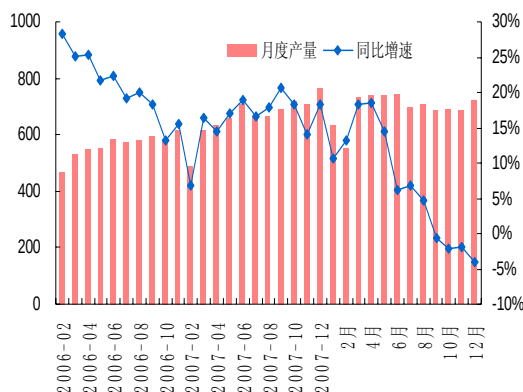


一、前期回顾

近年来，我国造纸业快速发展，特别是包装纸发展势头较为迅猛，生产企业为做大做强纷纷投资建设新生产线。2008 年下半年造纸产能的惯性扩张突然面临内需不振、出口萎缩的局面。

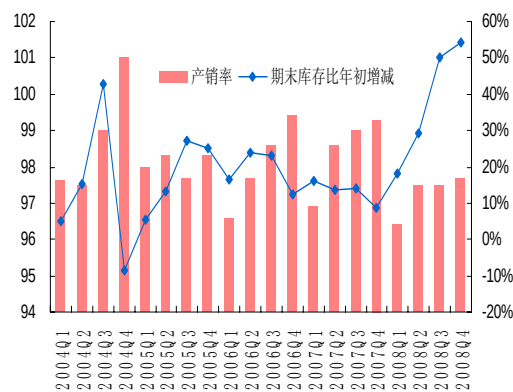
包装纸受经济环境影响最为直接，三季度出口萎缩效应的叠加共振，产品积压爆仓，部分企业存货占压资金数十亿元。中小型造纸包装企业多处于停产、半停产状态。9 月份我国造纸产量从上半年的月均 740 万吨减少至 688 万吨，同比下降 0.6%，为近 10 年来的首次负增长，12 月产量同比下降 4%。纸价快速下跌，造纸企业和经销商产品库存压力较大，再加上高价位的原材料库存较多，企业盈利情况自 2008 年三季度开始快速回落，四季度生产企业主动去库存化，亏损较大。

图 1：机制纸产量月度数据 万吨



数据来源：WIND 长城证券研究所

图 2：机制纸产销率及库存情况



数据来源：WIND 长城证券研究所

二、2009 年一季度情况略有好转

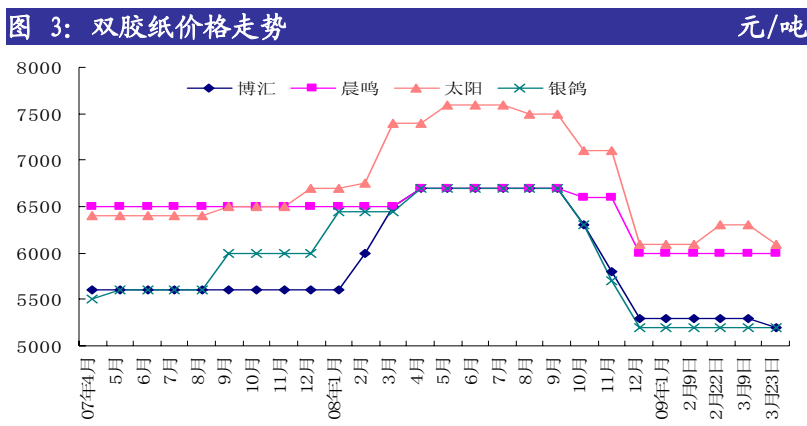
2.1 纸价止跌企稳

2008 年四季度生产企业主动去库存，今年 1 月份高价位的原材料库存基本消化完毕，产成品周转天数逐渐走低，生产企业和经销商库存压力有所减轻。纸张价格自 2008 年下半年开始快速回落后，终于在今年 2 月份开始止跌，部分纸种价格在 2 月中旬有小幅反弹，但 3 月下旬反弹迅速夭折，价格依然在低位徘徊。

2.1.1 双胶纸

双胶纸价格去年下半年开始至今最大跌幅达 22% 左右，随着生产企业和经销商主动去库存的结束，今年 1 月份开始止跌企稳，2 月初更有部分品牌

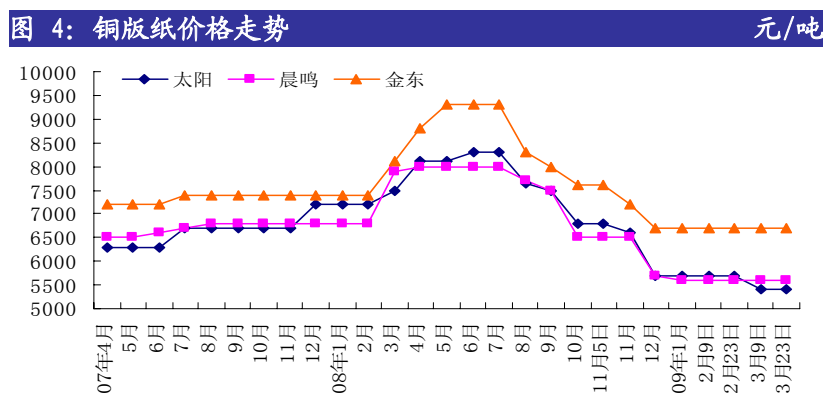
开始酝酿提价计划。但市场需求不旺，并随着山东泉林纸业 10 万吨/年的混浆双胶纸于 2 月 18 日正式投产，河南龙丰纸业 25 万吨/年的双胶纸开始试机生产，终端市场双胶纸提价迅速夭折，多数品牌价格出现小幅下滑，成交平淡。



数据来源：纸业联讯 长城证券研究所

2.1.2 铜版纸

铜板纸价格最大跌幅 35%，今年 1 月份开始止跌企稳，2 月中旬开始少数工厂提涨报价，但由于下游需求未见明显增多，实际成交价依旧难以上调。3 月初有部分品牌开始酝酿提价计划。但下游印厂开工不足，囤货意愿不强，目前市场报价勉强维稳，但实际成交价格已出现下滑。



数据来源：纸业联讯 长城证券研究所

2.1.3 新闻纸

2008 年上半年新闻纸经历了 3 次提价，上半年新闻纸价格的屡次提高一定程度上改善了该子行业的盈利能力，毛利率虽然环比仍有小幅差距，但环比已有较大提高。下半年受原材料价格走低、产能过剩、奥运过后新闻纸需求降低，经济调整进一步降低新闻纸需求等多方面的影响，9 月初开始新

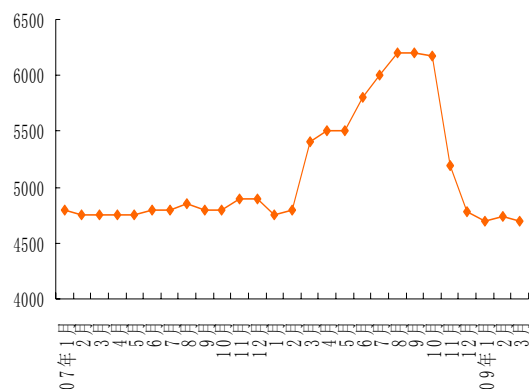


闻纸实际成交价格已有所松动，10 月份开始快速回落。新闻纸价格和废纸价格的大起大落之后，目前新闻纸价格较高点已回落了 25%左右。

自 2008 年下半年开始新闻纸产量增速下滑，12 月份出现负增长。目前生产企业仍在实施限产、停机举措应对需求不足的局面，以降低开工率实现的供需弱势平衡，基础较为脆弱。另外我国新闻纸生产设备较为先进，短时间内退出市场的可能性不大，生产企业采取停产、限产措施几个月的时间就可实现去库存化，但产能的过剩短期内难以解决，需要经济的明显复苏相配合。

图 5：新闻纸价格走势

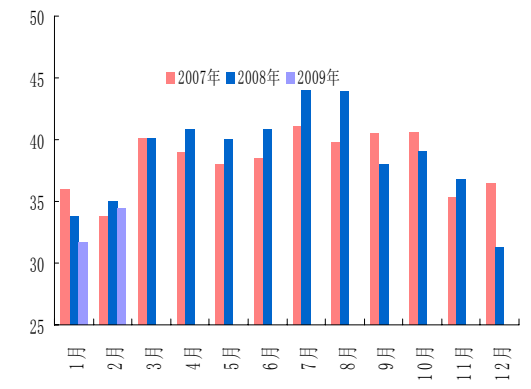
元/吨



数据来源：纸业联讯 长城证券研究所

图 6：新闻纸产量月度数据

万吨



数据来源：国家统计局 长城证券研究所

2.1.4 白纸板

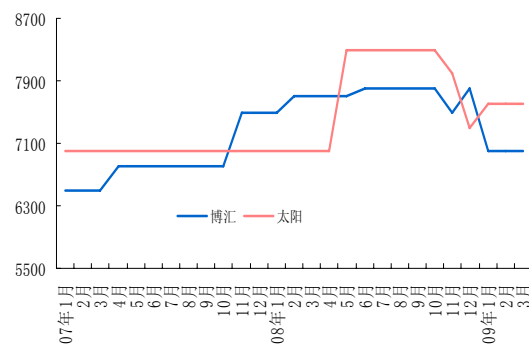
白纸板为中高档包装纸，分为白卡纸和白板纸。白卡纸分又为烟卡和社会卡。烟卡纸需求受经济形势影响较小，需求稳定。前期烟卡纸涨幅较小，后期回调有限，与上半年的价格高点回落了 4%左右。由于烟卡目前处于买方市场，后期排产烟卡纸的生产企业增多，不排除因成本降低和供给增加烟卡纸价格下挫的可能。但我们认为烟卡纸长期稳定的客户关系、与进口烟卡纸较大的价格优势，后期价格下跌幅度也将有限。

与较稳定的烟卡走势相反，社会卡价格 2008 年上半年涨幅居前，下半年受经济调整和产能集中释放影响，价格迅速回落，最大跌幅已超过 30%。随着生产企业去库存的顺利实施，社会卡价格今年 1 月份开始止跌，2 月份部分纸厂提价意愿强烈，但需求不旺，市场价格继续维持平稳走势，成交速度仍然稍缓。

白板纸走势与社会卡类似，经历了去年下半年的惨痛下跌后，目前价格止跌企稳。2 月初也有部分纸厂宣布提价白板纸，涨幅 200 元/吨左右，但同样由于市场需求不旺，实际售价仍较为平稳，销量平淡。

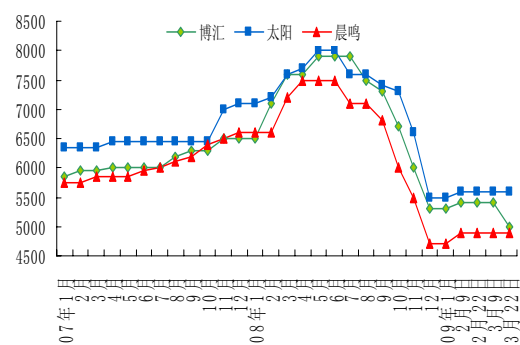


图 7: 烟卡纸价格走势 元/吨



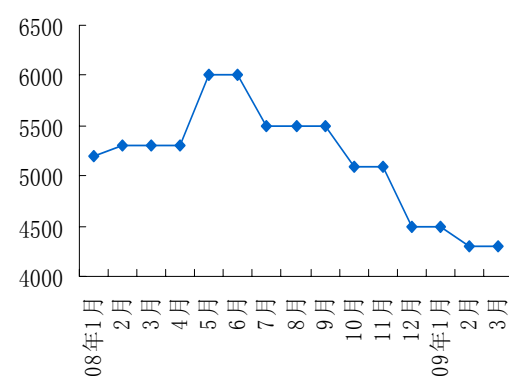
数据来源: 纸业联讯 长城证券研究所

图 8: 社会卡纸价格走势 元/吨



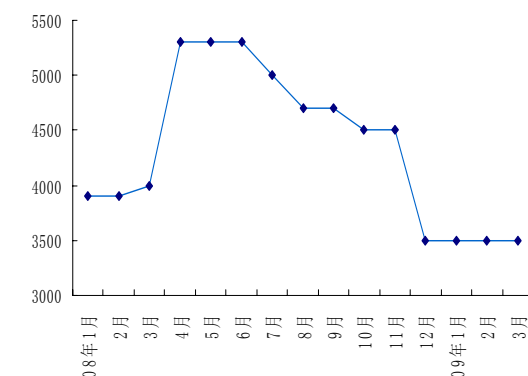
数据来源: 国家统计局 长城证券研究所

图 9: 白底白板纸价格走势 元/吨



数据来源: 纸业联讯 长城证券研究所

图 10: 灰底白板纸价格走势 元/吨



数据来源: 纸业联讯 长城证券研究所

2.1.5 箱板纸

国际宏观经济形势严峻对箱板纸子行业影响最为显著。全球经济增速回落、国内出口增速放缓,用于货物包装的箱板纸需求量降低,而今后两年我国箱板纸新增产能较多,箱板纸市场在后期将继续呈现严重的供过于求的局面。虽然箱板纸主要原材料美废 11#和欧废 OCC 价格在去年二季度以后开始下降,但仍不足以改善箱板纸子行业的盈利能力。在产能集中释放及需求降低的背景下,箱板纸回暖压力较大。

图 11: 箱板纸价格走势 元/吨

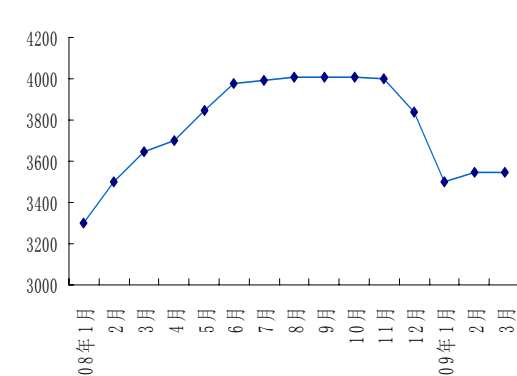
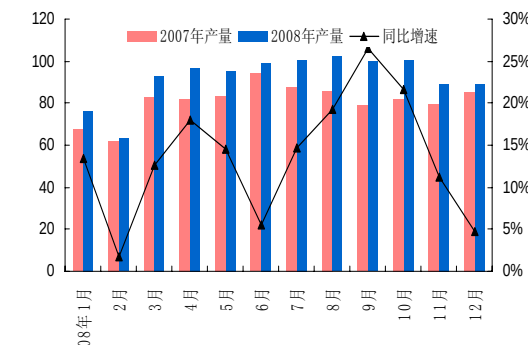


图 12: 箱板纸产量 万吨





数据来源：纸业联讯 长城证券研究所

数据来源：中国纸网 长城证券研究所

2.2 原材料价格止跌企稳

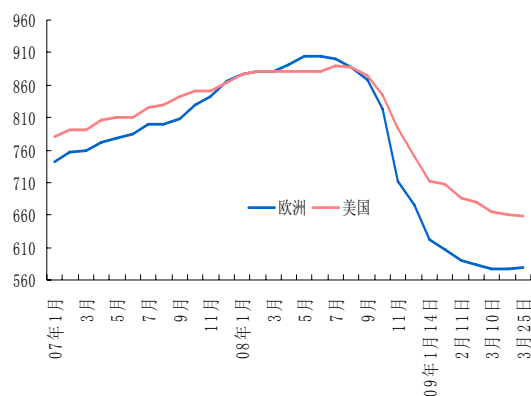
2.2.1 木浆价格 2 月下旬止跌

经济调整影响纸张需求，通过产业链传导，上游纸浆需求低迷。国际商品针叶浆库存天数增加，NBSK（北方漂白针叶浆）价格自 2008 年下半年开始回落。去年 8 月底我国进口木浆港口报价开始松动，四季度我国纸厂主动去库存，商品浆采购意愿明显下降，9、10 月份港口报价和现货价格经历了高台跳水式的惨痛下跌，最大跌幅超过 40%。

木浆现货和期货价格的惨痛下跌已使得国内浆厂亏损严重，去年四季度几个大型的浆厂均实施了减产或停机措施。

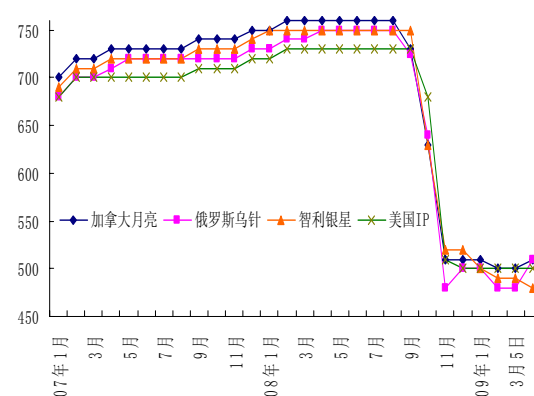
在我国纸厂自去年四季度开始去库存化的同时，国外浆厂也主动缩减产量应对浆价的连续下跌。今年一季度国内纸厂去库存化进入尾声，高价位原料库存基本消化完毕，原料库存自然回补。2 月下旬开始木浆期货和现货价格开始企稳，3 月份针叶浆有小幅提价。但由于国际木浆库存依然在高位，纸厂开工率不足影响木浆需求，针叶浆价格继续上行存在阻力，目前市场存在高报低出现象，成交价未全面跟进。阔叶浆形式可能不如针叶浆乐观，虽然目前部分纸厂将阔叶浆配比上调，但 09 年阔叶浆新增产能较多，特别是乌拉圭桉木浆生产线已投产，生产成本较低，给阔叶浆价格反弹造成较大阻力。

图 13: FOEX NBSK 浆价格指数 美元/吨



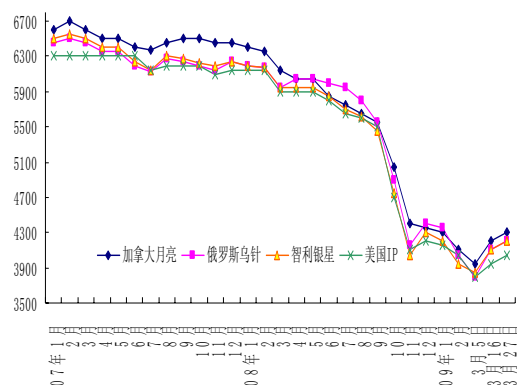
数据来源：FOEX 长城证券研究所

图 14: 我国进口针叶浆港口报价 美元/吨



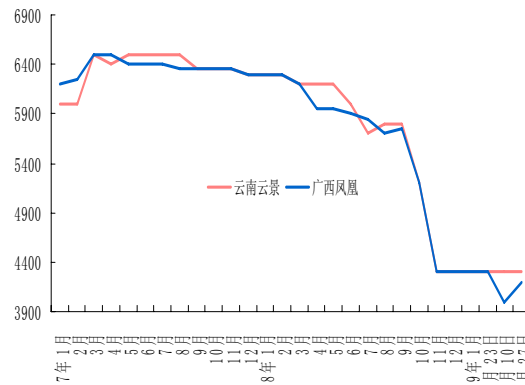
数据来源：纸业联讯 长城证券研究所

图 15: 进口针叶浆国内现货价格 元/吨



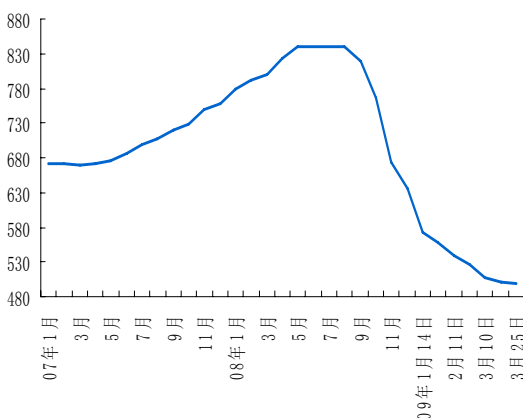
数据来源: 纸业联讯 长城证券研究所

图 16: 国产针叶浆价格 元/吨



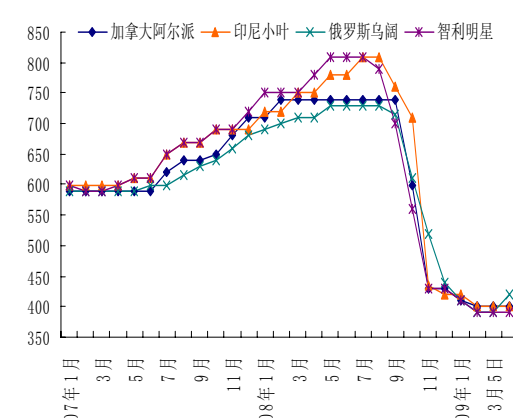
数据来源: 纸业联讯 长城证券研究所

图 17: FOEX BHKP 浆价格指数 美元/吨



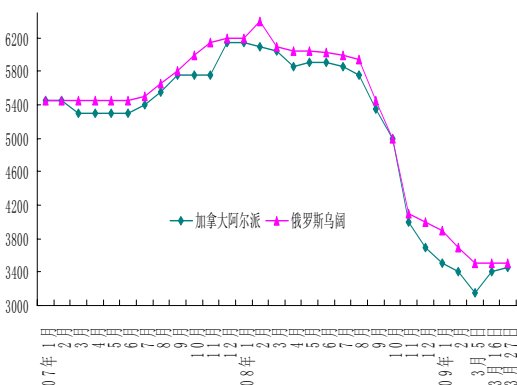
数据来源: FOEX 长城证券研究所

图 18: 我国进口阔叶浆港口报价 美元/吨



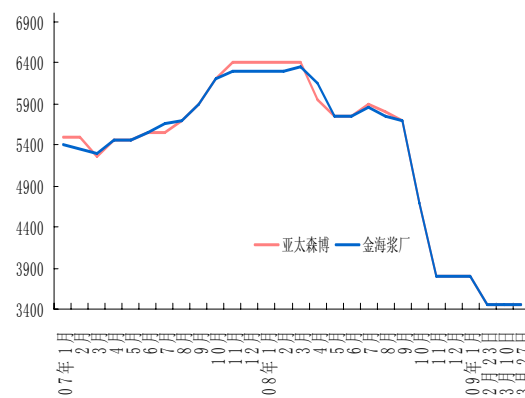
数据来源: 纸业联讯 长城证券研究所

图 19: 进口阔叶浆国内现货价格 元/吨



数据来源: 纸业联讯 长城证券研究所

图 20: 国产阔叶浆价格 元/吨



数据来源: 纸业联讯 长城证券研究所

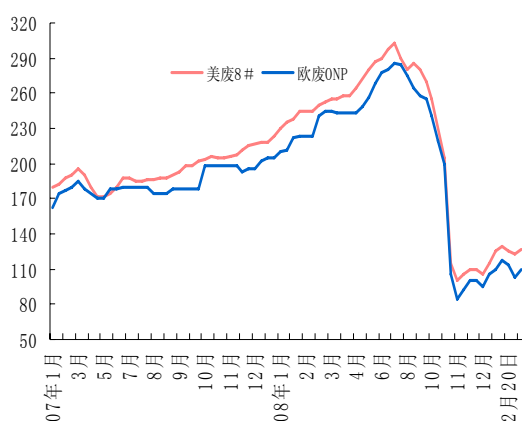
2.2.2 废纸价格震荡上行

与木浆类似, 废纸价格在去年下半年也经历了高台跳水式的急降, 最大跌幅达到 65%。价格大幅下跌使得欧洲和北美地区废纸回收量大幅下降, 供



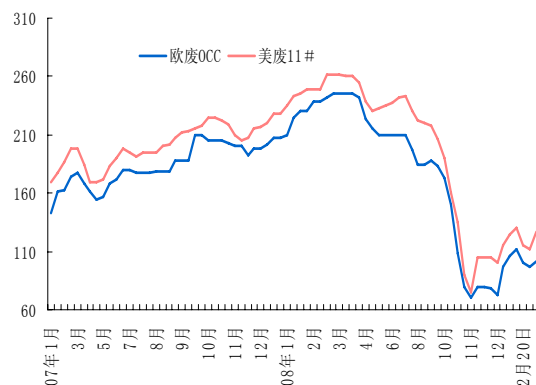
应减少。今年一季度纸厂去库存结束，废纸库存自然回补，废纸需求环比稍有回暖。同时由于目前我国出口增速放缓，空箱返港装载废纸的运力吃紧，自今年 1 月份开始废纸价格震荡上行。但下游箱板纸、白板纸、新闻纸等销售持续低迷，纸厂开工率仍然偏低，避免过多库存成为纸厂的共识。需求清淡，废纸价格继续大幅上涨缺乏动力。

图 21: 美废 8#、欧废 ONP 价格 美元/吨



数据来源：纸业联讯 长城证券研究所

图 22: 美废 11#、欧废 OCC 价格 美元/吨

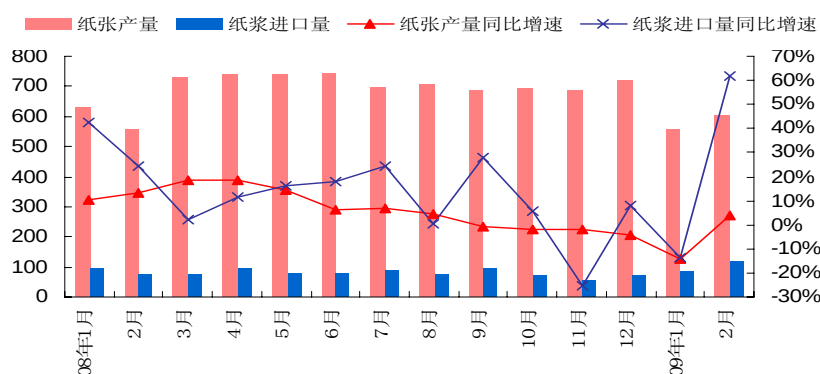


数据来源：纸业联讯 长城证券研究所

2.3 好转可持续否？

今年 2 月份纸价和木浆止跌回稳，中旬部分纸种价格小幅反弹，而后又迅速回落。目前纸张和木浆、废纸价格仍在底部徘徊。纸张产量自去年去年 9 月份开始负增长，今年 2 月发生扭转，同比增长了 3.84%。纸浆进口量 2 月同比增速大幅回升至 61.7% 的高位。可以预见今年一季度造纸行业经营状况环比略有好转，但去年春节、雪灾等对基数的扰动，以及去库存化后纸浆库存自然回补的影响，目前还不能得出好转可持续的结论。

图 23: 纸张产量与纸浆进口量情况 万吨



数据来源：长城证券研究所



三、持续好转有赖于需求恢复

3.1 尚需 3、4 月份数据确认

如前所述，我国造纸工业近几年产能快速扩张，在遭遇全球经济的急剧收缩时，产能的惯性扩张不能及时刹车。去库存化可以用几个月的时间完成，但产能的过剩将要通过需求增加进行消化。

目前对行业需求定量分析的常用方法是与 GDP 或 GDP 增速进行回归分析。但在目前以基建投资刺激增长的背景下，回归分析的数据准确度降低。

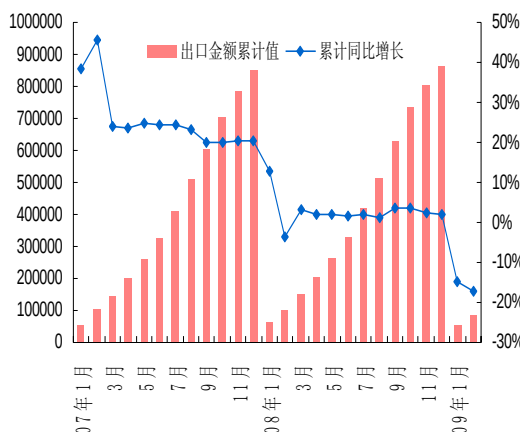
判断行业回暖最根本、最直接的方法是观察下游行业的复苏状况。下游行业将首先感受到经济回暖带动的需求变化，然后沿着产业链逐步传导至中上游行业。

占行业总产量 60% 的包装纸受此轮经济影响较显著，若经济明显复苏，包装纸将最先受惠。包装纸下游庞杂，在此我们主要观察家电（箱板纸、白纸板等）、鞋（箱板纸、白纸板等）、玩具（白纸板、箱板纸、白卡纸等）、食品饮料（白板纸、白卡纸等）近期的生产销售状况。

玩具、鞋类在前期出口增速基本稳住的情况下，2 月份出口再次出现明显回落，若考虑到去年 2 月份春节和雪灾对基数的影响，2 月份玩具、鞋类的出口增速回落实际要更猛烈。

图 24：玩具类出口情况

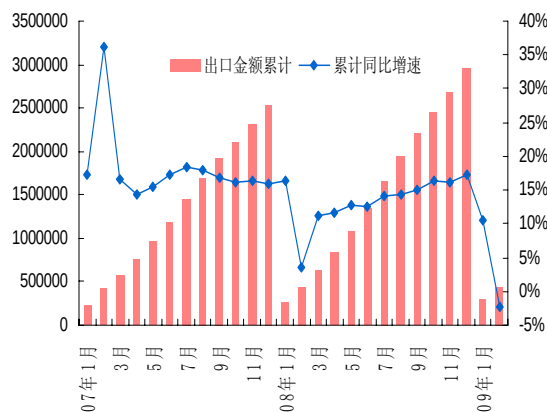
万美元



数据来源：长城证券研究所

图 25：鞋类出口情况

万美元



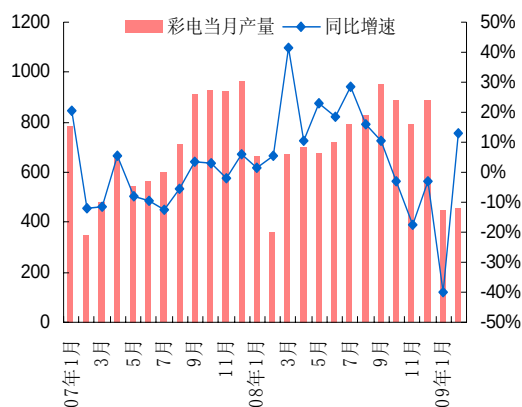
数据来源：长城证券研究所

阴霾下也有一些亮点：家电、传真机、电子计算机、白酒、液体奶产量增速在 2 月份均有一定复苏，其中彩电、洗衣机、冰箱、电子计算机、液体奶、白酒产量实现正增长。



图 26: 彩电产量

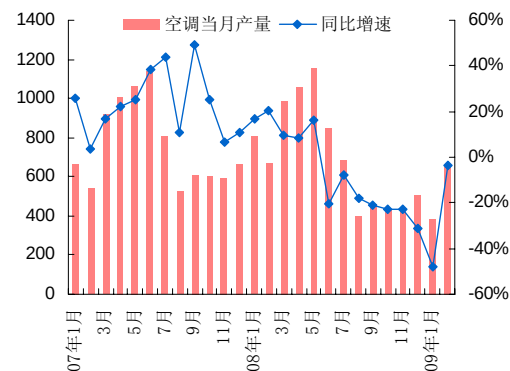
万台



数据来源: 长城证券研究所

图 27: 空调产量

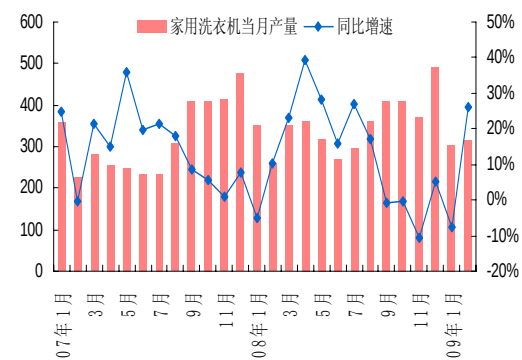
万台



数据来源: 长城证券研究所

图 28: 洗衣机产量

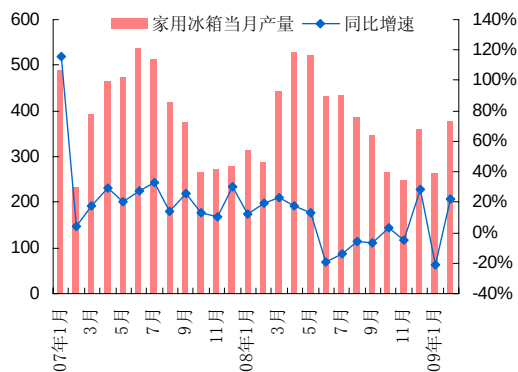
万台



数据来源: 长城证券研究所

图 29: 冰箱产量

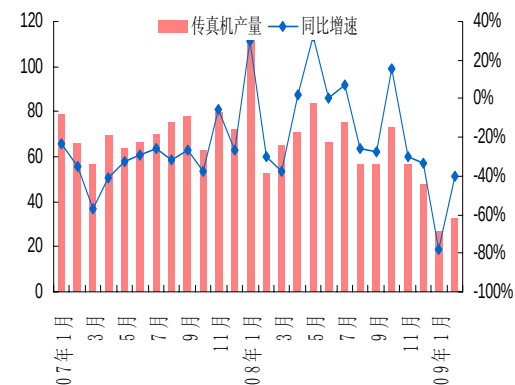
万台



数据来源: 长城证券研究所

图 30: 传真机产量

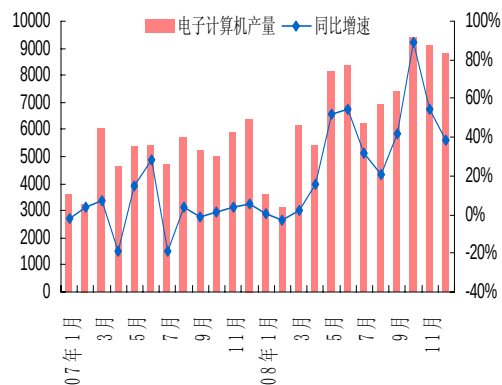
万台



数据来源: 长城证券研究所

图 31: 电子计算机产量

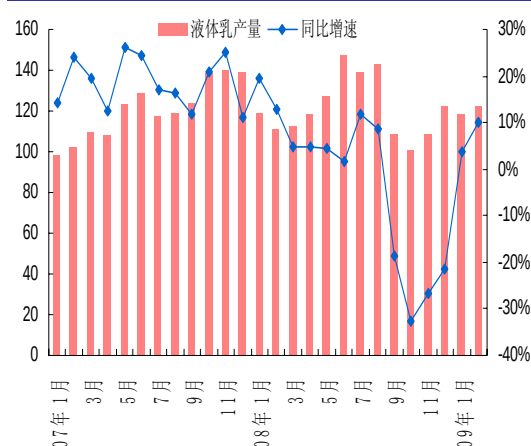
万台



数据来源: 长城证券研究所

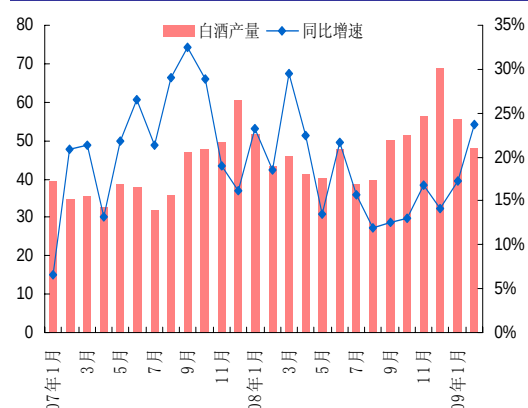


图 32: 液体乳产量 万吨



数据来源: 长城证券研究所

图 33: 白酒产量 万千升



数据来源: 长城证券研究所

造纸所处产业链位置决定了其回暖速度将落后与宏观经济形式。下游行业目前有喜有忧, 再加上去年 2 月春节、雪灾、闰年对同比基数的扰动, 及去库存结束后, 社会库存的自然回补, 同比数据是否已经包含了经济恢复的信息, 仍然难以断定, 需要 3 月份以后的数据进行确认。从造纸行业自身情况来讲, 这一轮去库存化已基本接近尾声, 目前生产企业虽然库存压力有所减轻, 盈利能力环比略有好转, 但生产设备开工率和纸价仍在低位徘徊, 以降低开工率而实现的供需平衡关系也较为脆弱。好转的可持续性尚需 3、4 月份行业传统旺季数据的进一步确认。

3.2 轻工振兴规划作用有限

2 月 19 日国务院常务会议上, 审议并原则通过轻工业调整振兴规划, 实施细则尚未发布。

纲要里涉及造纸行业的规划主要有两点: 一是支持优势品牌企业跨地区兼并重组, 提高产业集中度; 二是加快技术进步, 推进节能减排和环境保护。这两项举措也是 07 年 10 月份发布的《造纸产业政策》里的重要举措之一, 并已实施。该项举措对造纸行业长期发展有利, 短期内不能从根本上解决目前行业面临的产能过剩需求萎缩问题。

规划指出要进一步提高部分轻工产品出口退税率, 未明确提及造纸行业。前期恢复纸张出口退税呼声很高, 但近期财政部、国家税务总局发布的《关于提高轻纺、电子信息等商品出口退税率的通知》并未惠及到造纸行业。由于历年我国纸张出口比重不超过 7%, 即使后期能恢复废纸加工贸易、恢复纸张出口退税, 并不能从根本上拉动国内外需求, 进而无力带动行业走出低谷。



四、投资策略

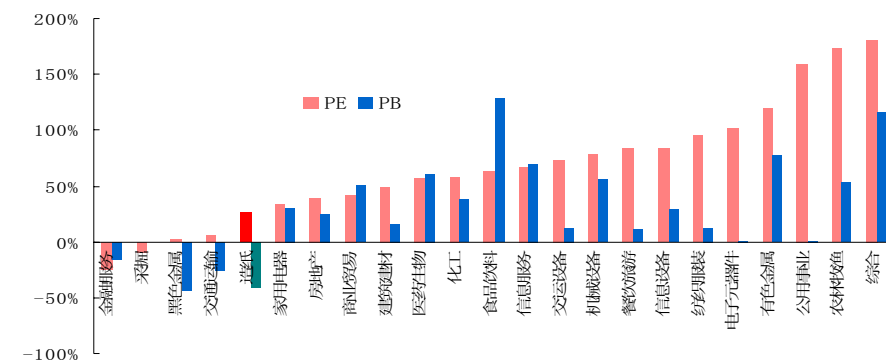
今年一季度行业形式环比已略有好转,持续好转则有赖于经济回暖需求复苏。轻工产业规划对造纸行业来讲更着重于长期的产业结构优化和行业的可持续发展,在目前内需不振、外需萎缩的大环境下,轻工业调整振兴规划对造纸行业影响有限。只有当全球经济形式回暖,国内外消费需求回升,才能实现造纸行业根本性的好转。但去年2月春节、雪灾、闰年对同比基数的扰动,以及生产企业去年四季度去库存化后,库存的自然回补影响,同比增数据是否已经包含了经济恢复的信息,仍然难以断定,尚需等待3、4月份行业传统旺季数据的进一步确认。目前维持行业“中性”的投资评级。

虽然行业 09 年形势不明朗,但仍存在阶段性的投资机会。建议从三个方面把握造纸板块的投资机会:一是若后期经济数据表明大环境明显回暖,建议关注率先感受到经济复苏的包装纸生产企业,如太阳纸业;二是纸种受经济调整影响相对较小、并且受益于今年 5 月份实施的新环保标准的公司,如博汇纸业;三是下游需求稳定,并受益于造纸不景气的印刷包装业的龙头公司,如劲嘉股份。

股票代码	公司名称	评级	08EPS	09EPS	08PE	09PE
002078	太阳纸业	推荐	0.42	0.56	25.7	19.2
002191	劲嘉股份	谨慎推荐	0.51	0.73	30.3	21.2
600966	博汇纸业	谨慎推荐	0.50	0.40	14.5	18.2
000488	晨鸣纸业	中性	0.55	0.46	13.3	15.9
600308	华泰股份	中性	0.60	0.55	16.5	18

数据来源:长城证券研究所

图 34: 各板块 PE 和 PB 相对于整体 A 股溢价比较



数据来源:长城证券研究所



研究员介绍及承诺:

寻春珍: 华南理工大学制浆造纸专业工学硕士, 2007年加入长城证券, 任造纸、环保水务行业分析师。本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
行业评级	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层
邮编: 518034
传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编: 100044
传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>