

从“绿芽”到“森林”之路

——2009 年中期投资策略

报告关键点：

- 全球主要经济体先后出现复苏“绿芽”；
- 预计“绿芽”将进一步成长为“小树”和“森林”；
- 全球资产价格将随着“绿芽”的成长继续向历史均值回归。

报告摘要：

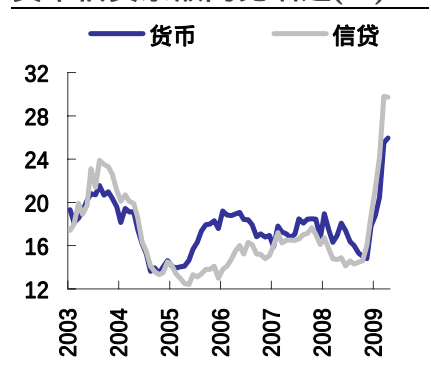
- 自2008年全球遭遇百年不遇的金融危机以来,在各个国家和地区政府的共同努力下,全球主要经济体先后出现经济复苏的“绿芽”。在部分受金融危机相对较小的国家,这些“绿芽”甚至已经成长为“小树”；
- 对于全球资产价格特别是股票市场、房地产市场和大宗商品市场价格而言,依据经济复苏的顺序,我们可以将其行情划分为四个阶段：“补种”行情阶段(对应的基本面是：各国政府在危机发生后采取了前所未有的宽松的货币、财政和产业政策进行补救,期望重新启动几乎已经停滞的实体经济和金融系统)；“绿芽”行情阶段(对应的基本面是：一些重要的经济先行指标显示出经济触底复苏的迹象,但另一些重要经济指标仍然指向衰退)；“小树”行情阶段(对应的基本面是：所有重要经济先行指标均显示经济已经开始复苏,但重要经济数据如GDP增速、产能利用率、企业盈利能力仍低于历史均值)；“森林行情”阶段(对应的基本面是：所有重要的经济数据均恢复到历史均值水平)；
- 我们认为, A股市场目前正与香港、印度、印度尼西亚、巴西、俄罗斯这样一些新兴市场由“绿芽”行情阶段转向“小树”行情阶段,领先于全球其它经济体。因此,我们继续看好A股市场下半年行情。
- 行业配置方面,在估值条件相当的情况下,盈利水平的高低决定着股价增长的潜力。2002-2007年间,由于名义GDP的增速一直高于企业ROE水平,所以除个别利润份额快速下降的行业外, A股ROE整体呈上升趋势,但这一格局在4Q2008被打破。在名义GDP低于ROE水平的条件下,只有利润份额持续提升的优势行业才能够使ROE维持在较高水平,甚至呈上升趋势。
- 而利润份额持续提升的优势行业主要来自于三种情形：一是行业在产业链上的强势议价地位,可以在危机中攫取产业链其它环节的利润；二是行业可以在危机中顺畅整合,淘汰小企业,使利润向大企业集中；三是行业复苏进度显著快于其它行业。通过反复比照,我们仍然继续推荐地产、煤炭、金融、商业、医药以及其它一些具有资源性特征的行业。

报告日期 2009-06-01

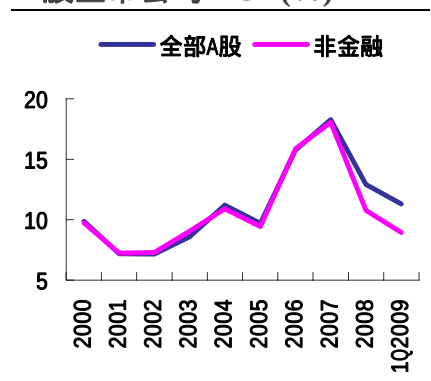
指数表现(%)

指数	30 天涨幅	90 天涨幅
沪深 300	8.98	33.54
上证综指	9.84	30.65
上证 50	9.56	30.46
上证 180	9.24	33.82
深成指	9.67	36.97
深综指	8.68	36.70

货币信贷余额同比增速(%)



A 股上市公司 ROE(%)



研究员

程定华 021-68766193	首席策略分析师 chengdh@essences.com.cn
张治 021-68766135	高级策略分析师 zhangzhi@essences.com.cn
诸海滨 021-68766170	策略分析师 zhuhb@essences.com.cn
范妍 021-68765053	助理策略分析师 fanyan@essences.com.cn

前期研究成果

- 《蓄势待发》2009 年 5 月 4 日
- 《新一轮资产泡沫正在酝酿》2009 年 4 月 8 日
- 《二次去库存化》2009 年 3 月 9 日
- 《大胆假设小心求证》2009 年 2 月 4 日
- 《寒凝大地发春华》2008 年 12 月 8 日
- 《买入时机已经来临》2008 年 11 月 3 日

1. 案例与观点回顾

我们认为货币过剩背景下资产泡沫分为两个阶段，其产生的条件及特征如表 1 所示：

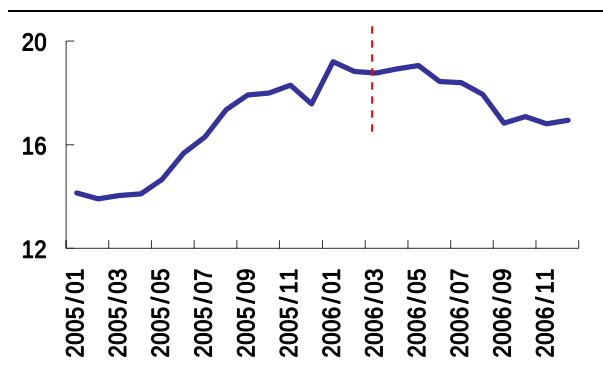
表 1、货币过剩背景下资产泡沫的两个阶段

	阶段	阶段
必要条件	货币、信贷增速迭创新高	经济复苏、货币活期化
推动力量	估值	估值+盈利
特征	估值提升完全掩盖盈利的恶化	盈利推动估值加速上扬
板块	低估值、高 β 、周期、题材	高 β 、高盈利增长

数据来源：安信证券研究中心

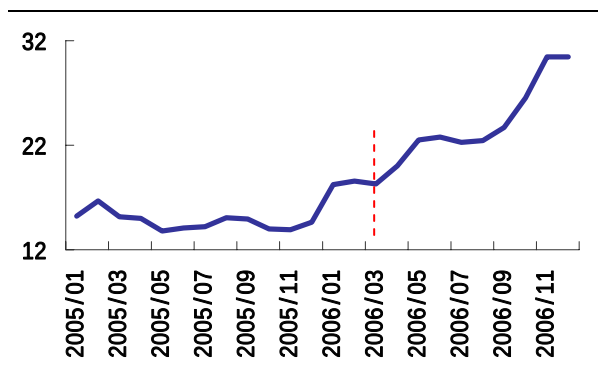
典型案例是 2005-2006 年的中国(图 1-4)和 1989-1991 年的美国(图 5-8)(具体分析参见《新一轮资产泡沫正在酝酿》，2009 年 4 月 7 日)。

图 1 中国 M2 增速(%)



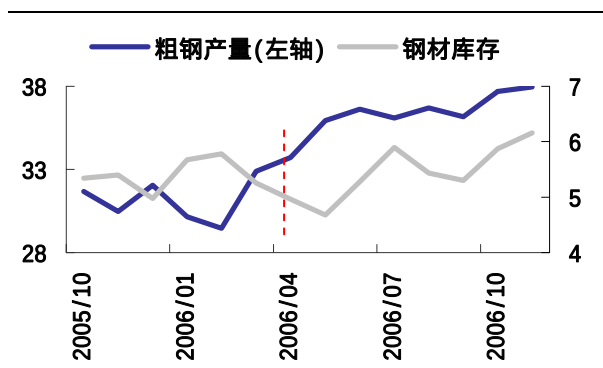
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 2 A 股估值与盈利



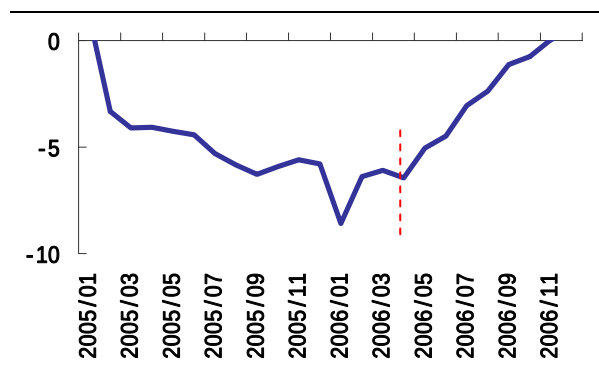
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 3 钢铁行业库存去化



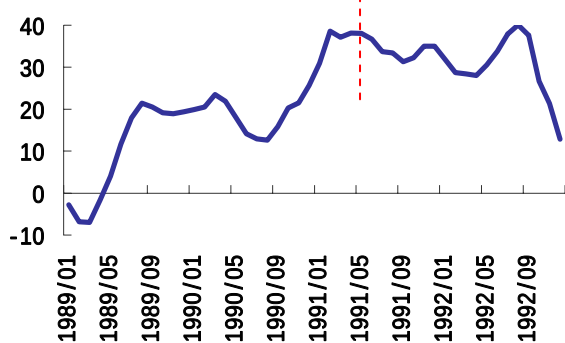
数据来源：Bloomberg，Mysteel，安信证券研究中心

图 4 中国 M1 与 M2 增速差(%)



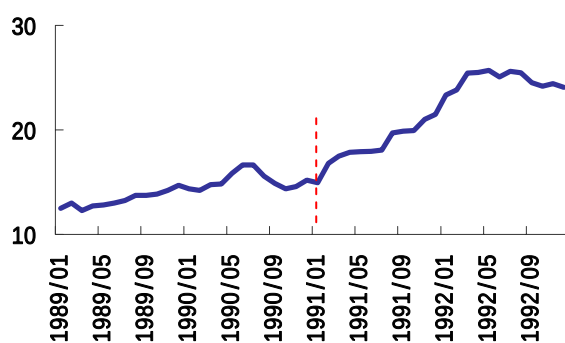
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 5 美国 M3 增速(%)



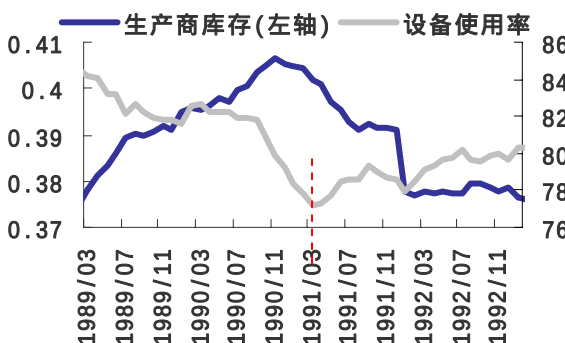
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 6 标普 PE 走势



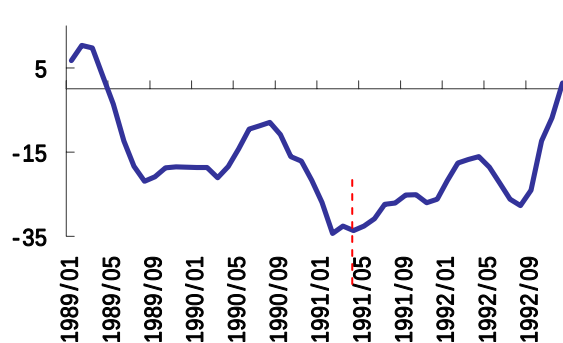
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 7 美国企业库存去化进程



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

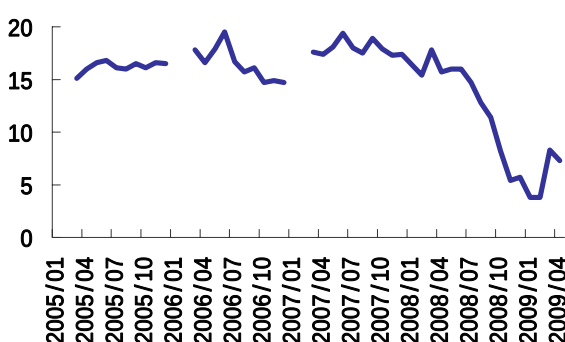
图 8 美国 M1 与 M3 增速差(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

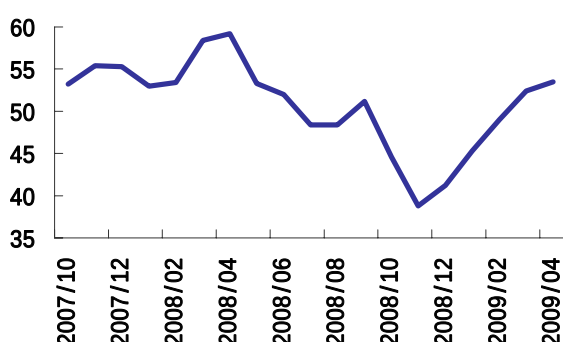
随着国内企业去库存化的结束和经济复苏(图 9、10)，我们预期在企业现金流和经济活动恢复正常后(图 11、12)，货币活期化的趋势将得以确立(图 13)(具体分析参见《蓄势待发》，2009 年 5 月 4 日)。在此背景下，资产泡沫的进程将逐步转入第二阶段。

图 9 工业增加值(%)



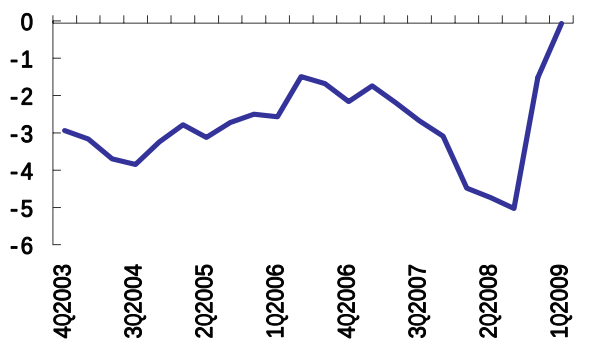
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 10 中国 PMI 指数



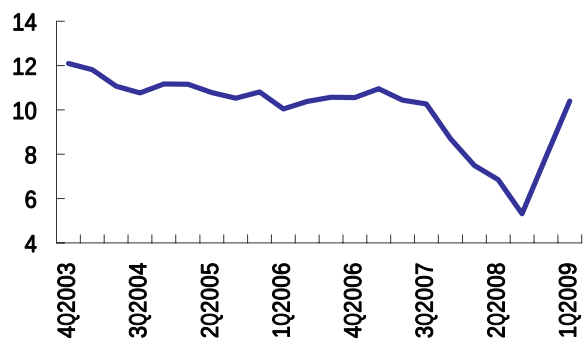
数据来源：采购与物流协会，安信证券研究中心

图 11 - 存货/主营业务收入(%)



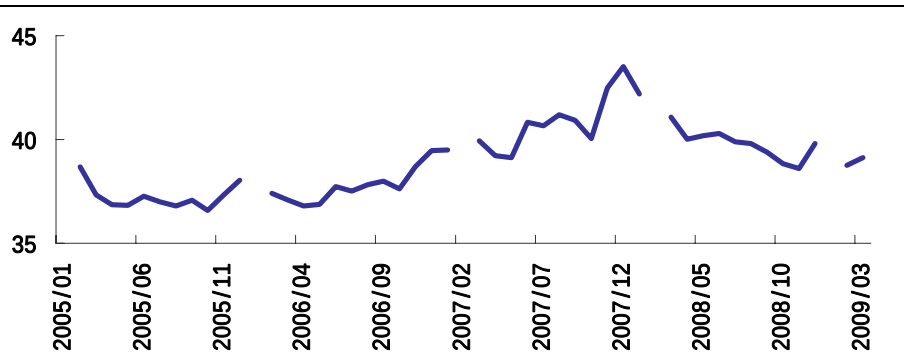
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 12 A 股经营性现金流/主营业务收入(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 13 活期存款占比(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

注：活期存款占比=(活期储蓄+企业活期存款)/(储蓄存款+企业存款)

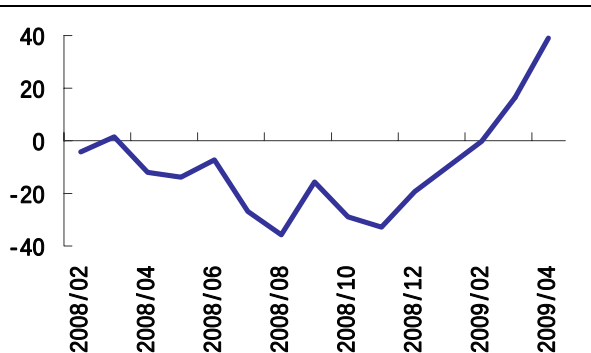
2. 经济复苏之路

当前，经济复苏的可持续性成为市场关注的焦点，我们认为各主要经济体出现的「绿芽」暗含着全球产业链重新启动的线索，且大有燎原之势。

2.1. 复苏有序

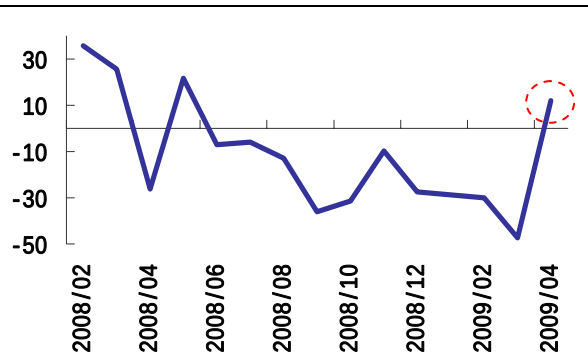
从复苏的顺序看，完成去库存化的中国无疑走在了世界的最前端。更重要的是，继政府投资之后，房地产成为推动经济持续复苏的重要力量(图 14)，而且土地购置面积在 4 月份重新进入正增长(图 15)，显示与地产相关的私人投资开始启动。基于地产行业在国内经济体系中的重要性，我们判断中国经济的复苏是可持续的。

图 14 商品房销售面积月同比增速(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

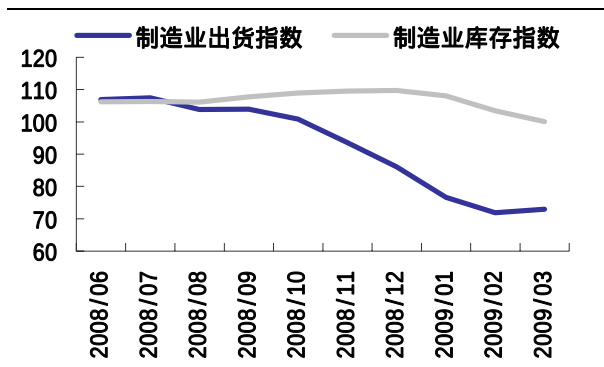
图 15 土地购置面积月同比增速(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

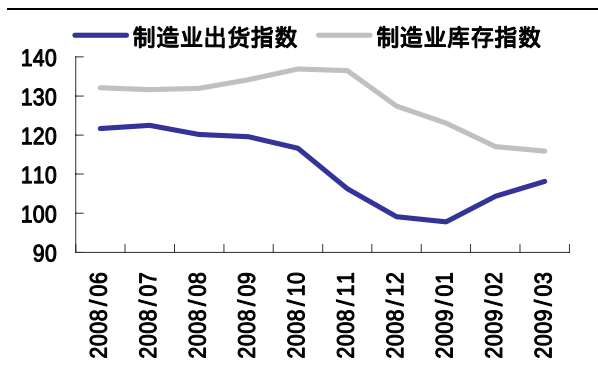
与中国相比，日、韩等主要亚洲国家复苏要缓慢一些，库存去化(图 16、17)仍然对企业生产形成压制，但出货量的连续上升表明，这些经济体已停止供给收缩，进入放量去库存阶段，整个去化过程大约滞后中国 1-2 个月。

图 16 日本制造业出货指数与库存指数



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

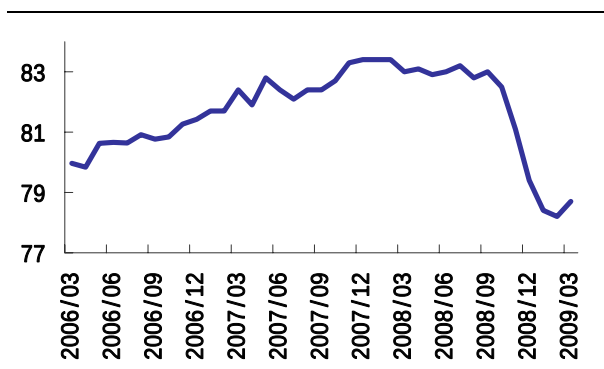
图 17 韩国制造业出货指数与库存指数



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

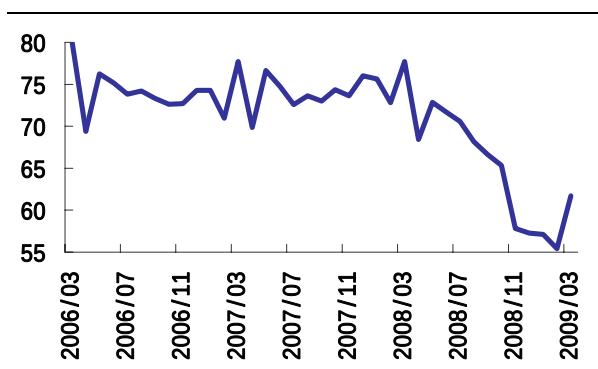
3 月份开始，巴西、泰国等资源相对丰富的国家产能利用率开始提高(图 18、19)，表明去库存已进入尾声，整体复苏进程略微滞后于中国，但在日、韩之前。

图 18 巴西工业产能利用率(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 19 泰国工业产能利用率(%)

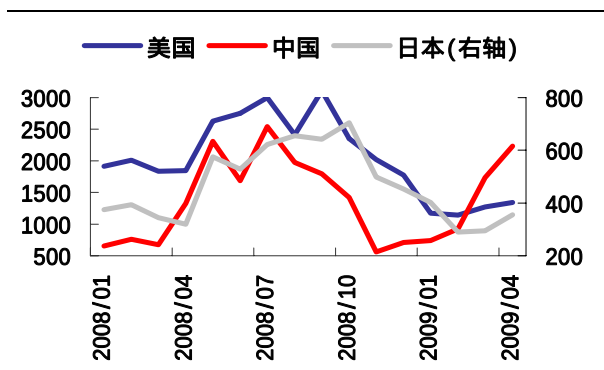


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

2.2. 中国因素

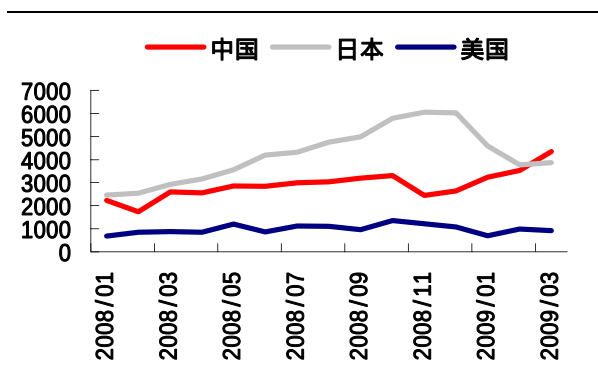
上述复苏的有序进程显示，中国因素在各国的复苏进程中起到了有效的拉动作用，考察各国对中国出口的变化，事实及其隐含的逻辑背景就更加清晰了。

图 20 巴西分国别出口情况(百万美元)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

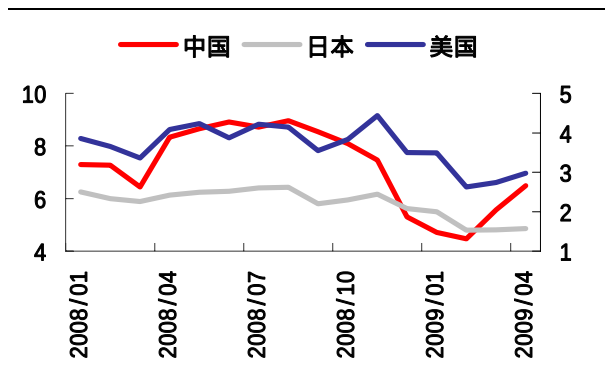
图 21 澳大利亚分国别出口情况(百万澳元)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

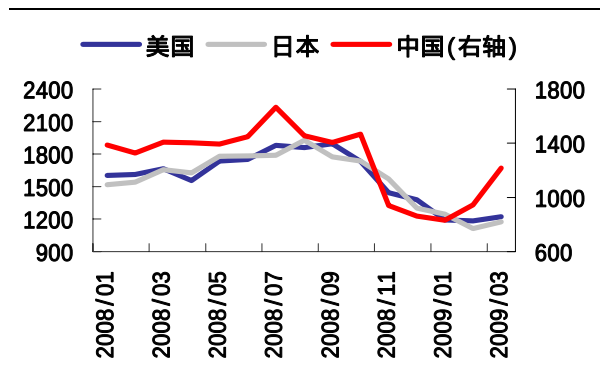
首先受益于中国因素的是巴西、澳大利亚等资源国家(图 20、21)，目前两国对中国的出口回到甚至超过前期高点，中国在两国的出口份额已超过美、日跃居第一位；其次是与中国经济关系密切的亚洲国家，中国对这些国家的出口拉动非常明显(图 22-25)。

图 22 韩国分国别出口情况(十亿美元)



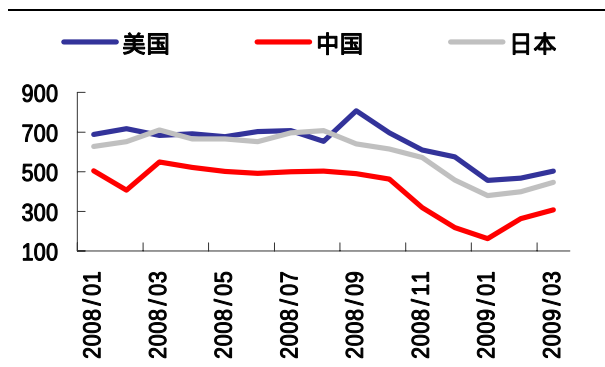
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 23 泰国分国别出口情况(百万美元)



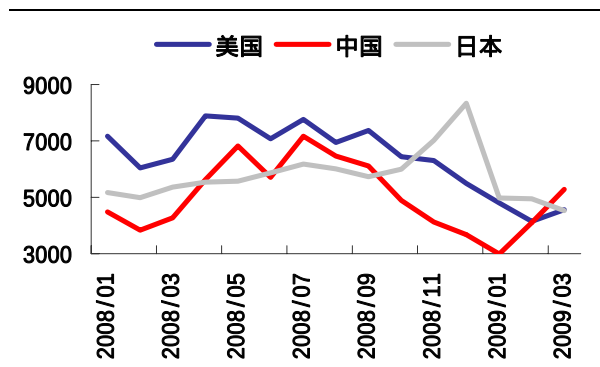
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 24 菲律宾分国别出口情况(百万美元)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

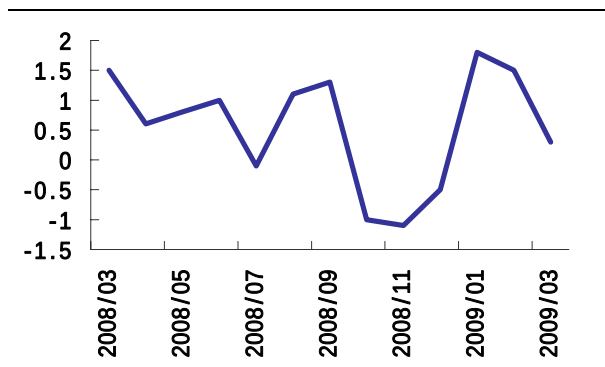
图 25 马来西亚分国别出口情况(百万林吉特)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

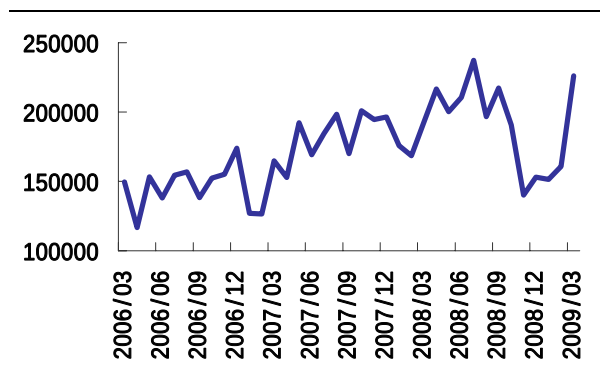
对顺差国来讲，出口几乎对经济具有决定性的意义，比如巴西，在出口上升的同时，消费需求重新好转(图 26、27)。

图 26 巴西零售额环比增速(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 27 巴西汽车消费(辆)

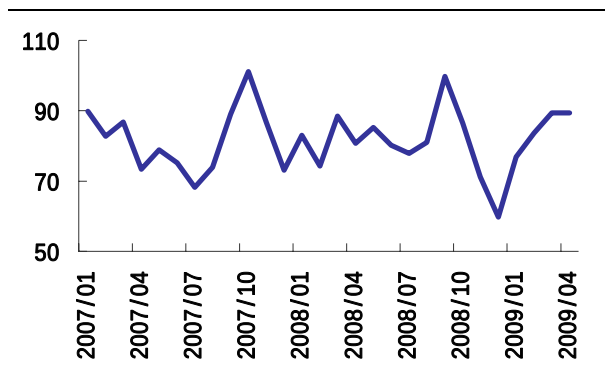


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

2.3. 不只是中国

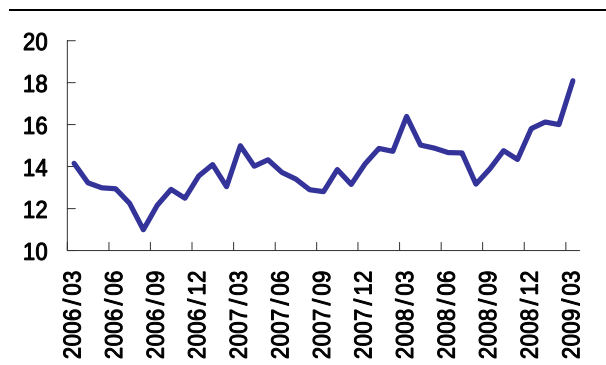
除中国外，印度、印尼等内需为主、低外贸依存度的国家，经济也出现了明显的改善(图 28-30)。

图 28 印度汽车销售量(万辆)



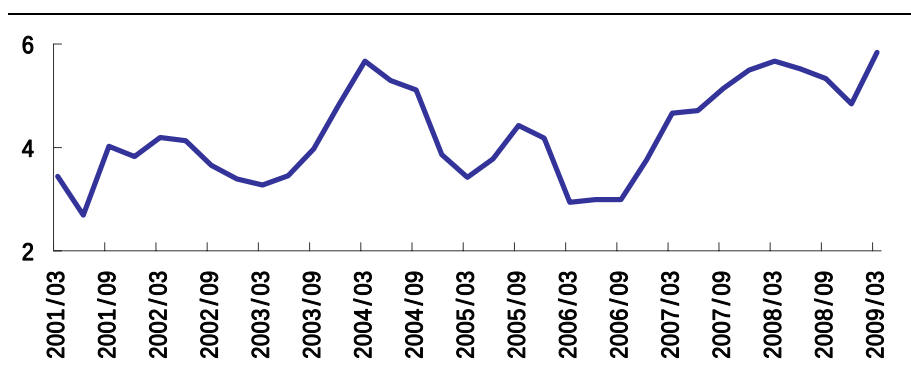
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 29 印度水泥产量(百万吨)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 30 印尼私人消费同比增速(%)

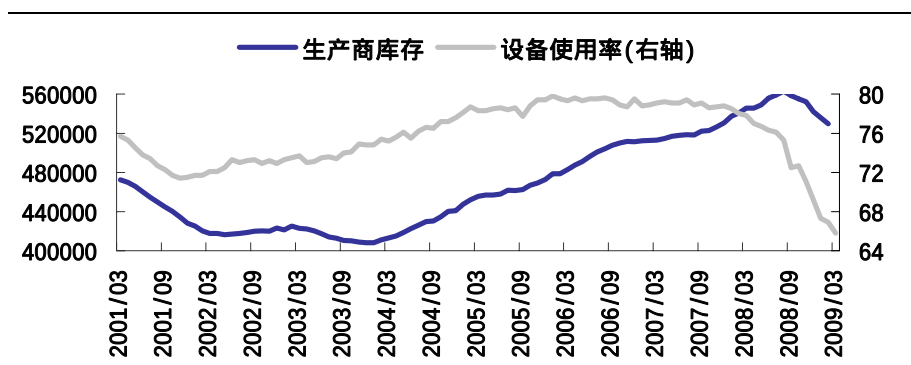


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

2.4. 美国还要收缩多久？

与别国不同，美国经济的收缩还在继续中(图 31)，大致还处在缩量去库存的阶段，虽然部分数据环比有所改善，但总体仍不太稳定。

图 31 美国工业企业库存与产能利用率

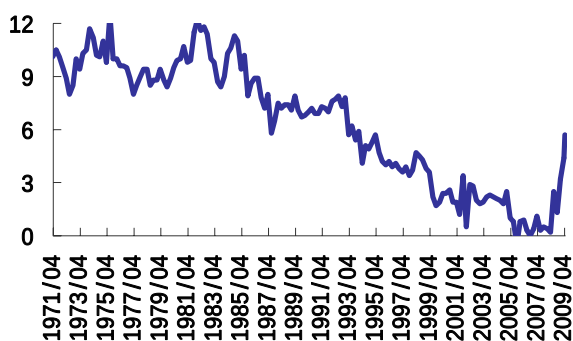


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

对于美国经济收缩的问题，我们大体可以用两种方式进行判断：其一，假设美国对过去二十年资产负债表的膨胀进行完全修正，收缩结束的标志应是储蓄率重回 8%，按照目前的收缩进度，大致会在今年年底结束(图 32)；其二，资产负债表的收缩来自资产价格的下跌和居民贷款意愿的下降，但从 4 月份开始，美国住房贷款余额和增速在持续两个季度的收缩后，首次出现上升，5 月份也延续了这一势头(图 33)。更重要的是，这次的上升是居民主动选择的结果，表明其偿还贷款的资产配置行为正趋于结束。

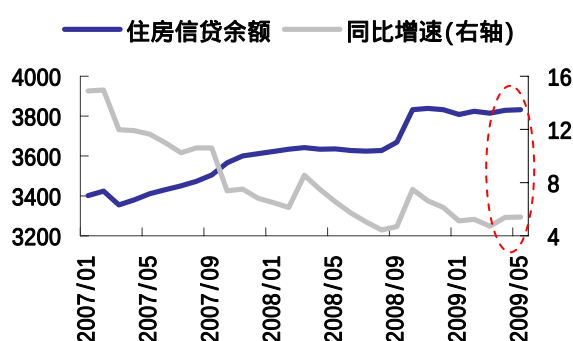
考虑到近期美国股市的上涨和住房市场渐趋稳定，资产负债表完全可能在储蓄率回到8%之前就停止收缩，其主要表现形式和判断依据是贷款余额的趋势性上升。

图 32 美国储蓄率(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 33 美国住房信贷数据



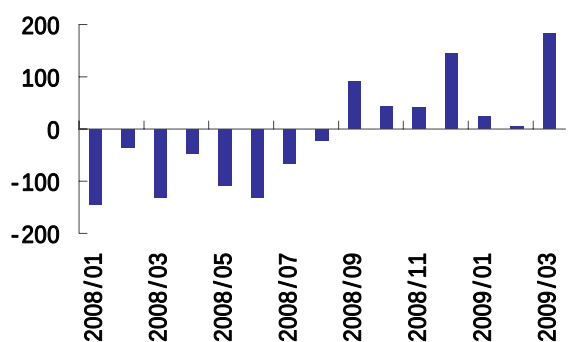
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

综合上述分析，我们认为中国因素正在以其固有的方式拉动全球经济的复苏，各国的内需刺激政策也开始看到效果。考虑到中国、印度等国家内需的可持续性，虽然美国经济可能继续收缩到年底，但全球经济复苏的绿芽仍将继续生长。如果因为资产价格的刺激，美国经济收缩提前结束，情况会更加理想。

3. 流动性扩散

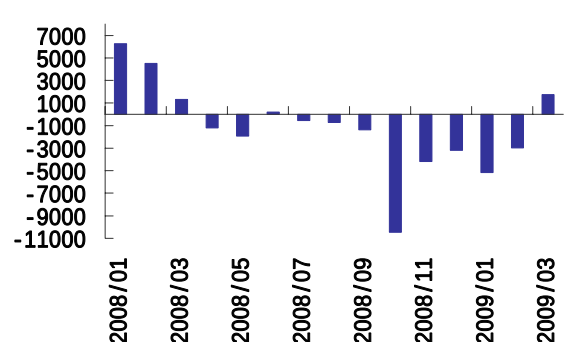
在经济复苏的同时，过剩的流动性也开始同步扩散，尤其亚洲新兴市场国家，3 月份以来，资本大规模流入的趋势非常明显(图 34-39)。

图 34 香港资本流入(十亿港元)



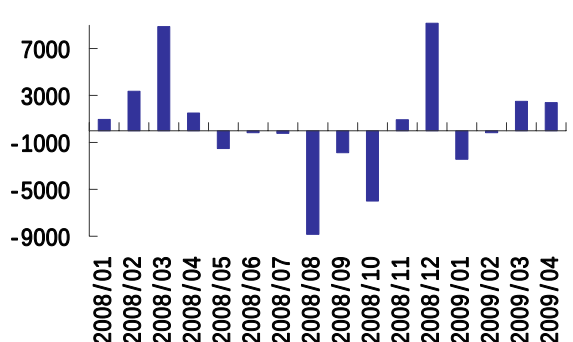
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 35 巴西资本流入(百万美元)



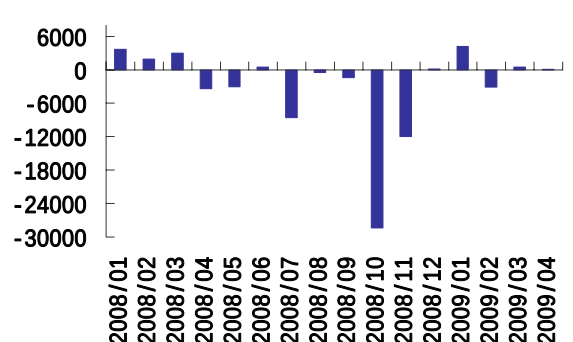
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 36 台湾资本流入(百万美元)



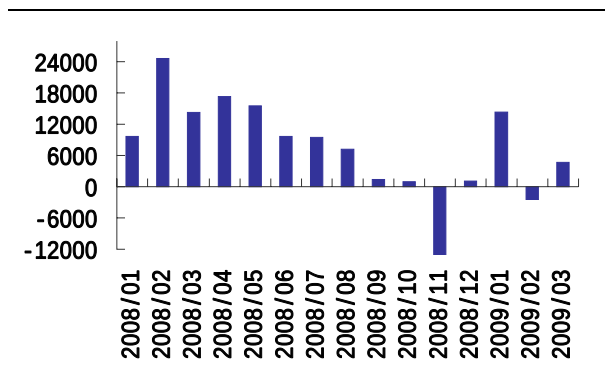
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 37 韩国资本流入(百万美元)



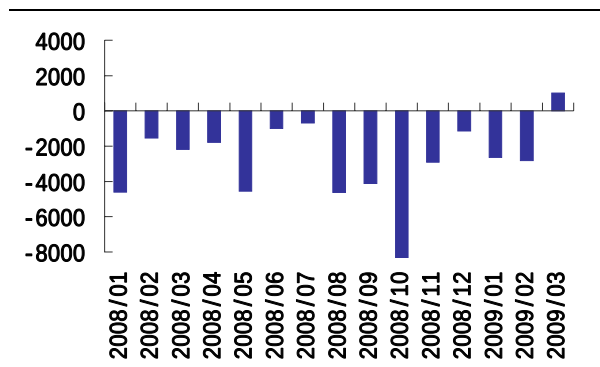
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 38 印度资本流入(百万美元)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

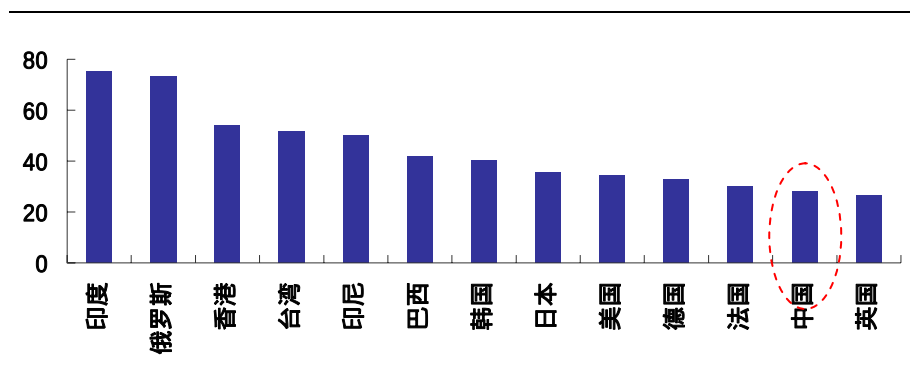
图 39 印尼资本流入(百万美元)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

资本流入加上经济复苏，通常会带来资产价格上涨。如果在 3 月份以前，中国股市在全球是一枝独秀的话，3 月份以后，新兴市场的表现显然更加抢眼(图 40)。

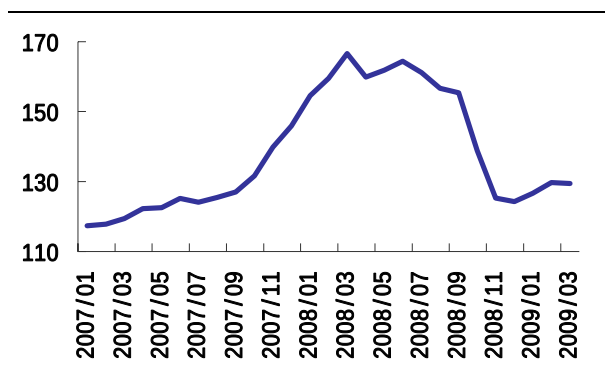
图 40 各国股市表现(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心
 注：3 月份以来的最大涨幅

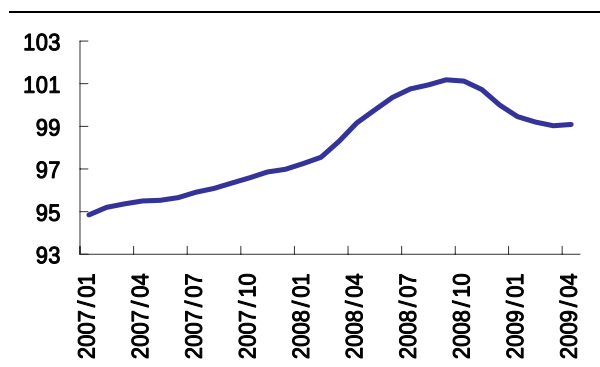
不仅如此，香港房价开始回升(图 41)，韩国楼市也逐步企稳(图 42)。

图 41 香港房价指数



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 42 韩国房价指数



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

我们预期随着流动性的继续扩散和经济复苏的持续，资产价格上涨的趋势将在全球范围内酝酿。

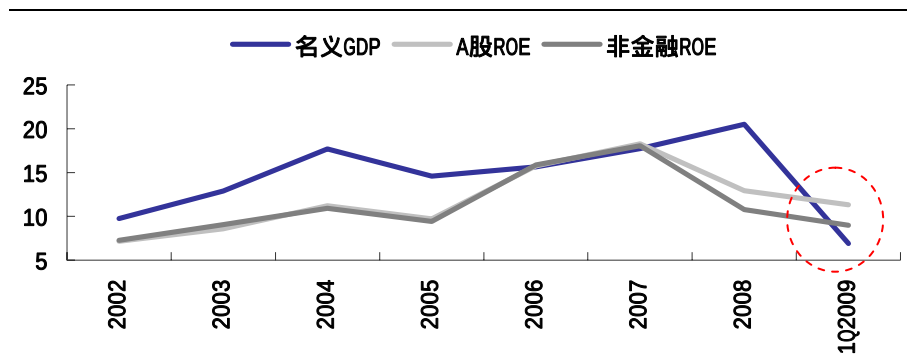
4. 行业比较

4.1. 盈利优势行业

在估值条件相当的情况下，盈利水平的高低决定着股价增长的潜力。2002-2007 年间，由于名义 GDP 的增速一直高于企业 ROE 水平，所以除个别利润份额快速下降的行业外，A 股 ROE 整体呈上升趋势，但这一格局在 4Q2008 被打破(图 43)。

在名义 GDP 低于 ROE 水平的条件下，只有利润份额持续提升的优势行业才能够使 ROE 维持在较高水平，甚至呈上升趋势。

图 43 名义 GDP 与 ROE(%)

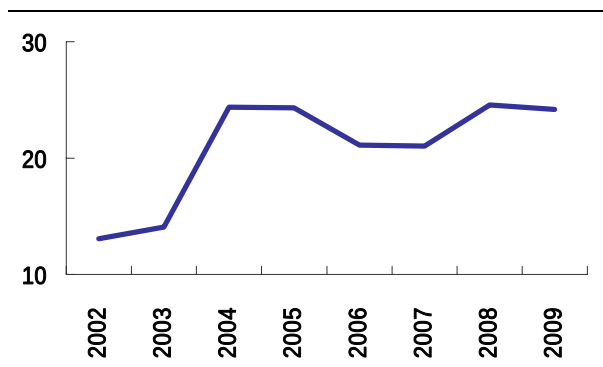


数据来源：Wind，安信证券研究中心

从图 43 我们还可以发现，2003-2009 年，A 股 ROE 整体呈横向发展，底部并没有明显抬高，这意味着，具有盈利优势、能够持续提升利润份额的行业，必然体现出 ROE 水平底部抬高的特征。

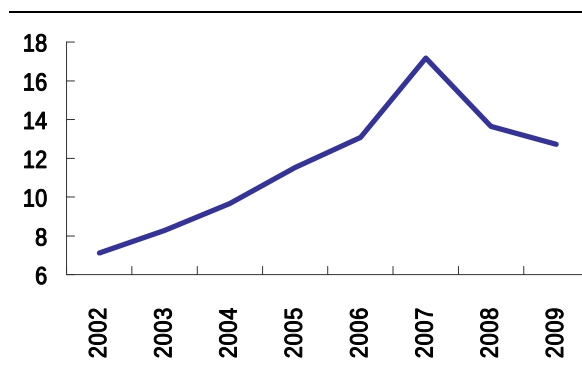
在计算了各行业 ROE 水平的变化趋势后，我们发现总共有十个行业具有上述特征，分别是：煤炭、房地产、银行、零售、工程机械、机床、电气设备、交通基础设施、饮料制造和白色家电(图 44-53)。

图 44 煤炭行业 ROE(%)



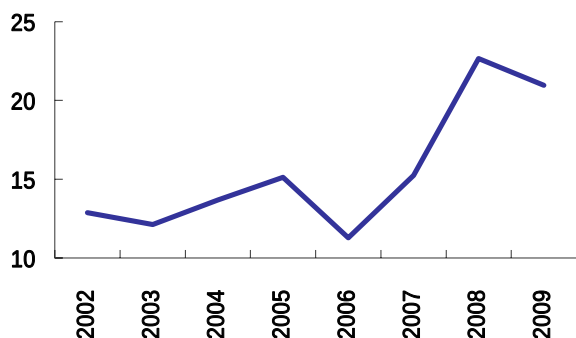
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 45 房地产行业 ROE(%)



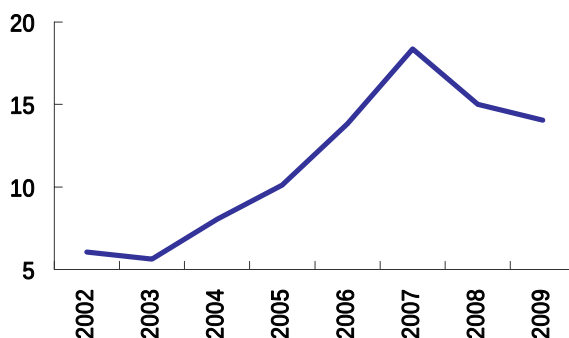
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 46 银行业 ROE(%)



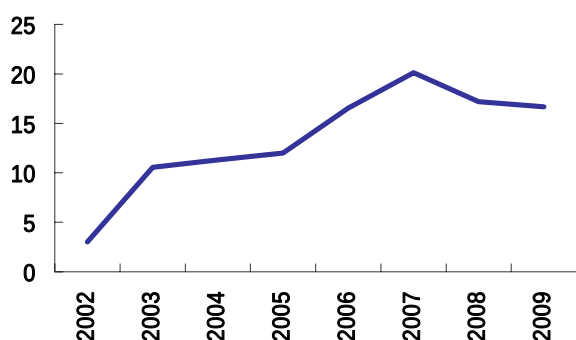
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 47 零售行业 ROE(%)



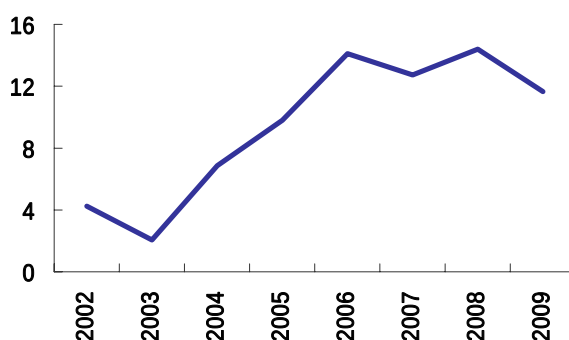
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 48 工程机械行业 ROE(%)



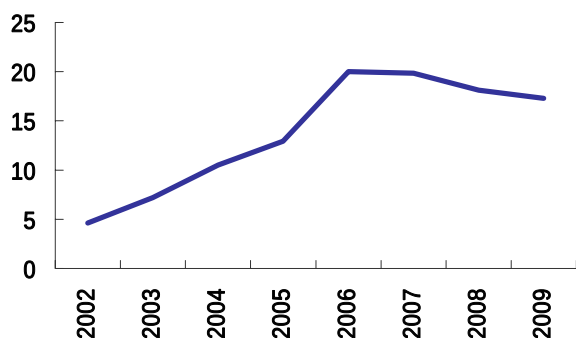
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 49 机床行业 ROE(%)



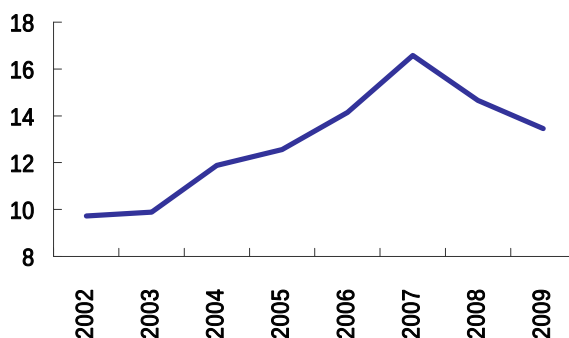
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 50 电气设备行业 ROE(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 51 交通基础设施行业 ROE(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 52 饮料行业 ROE(%)

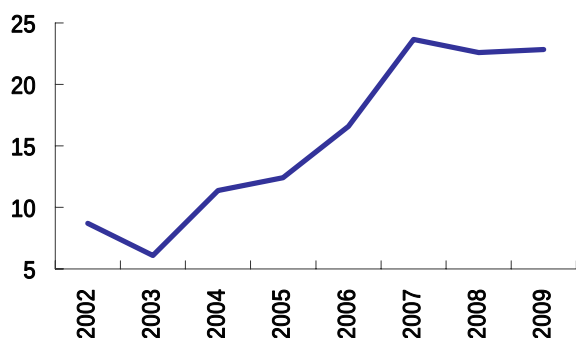
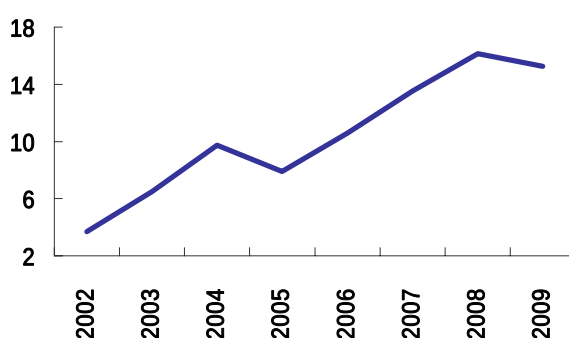


图 53 白电行业 ROE(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

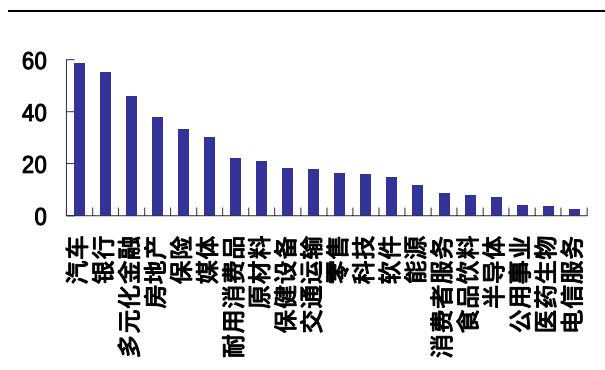
数据来源：Wind，安信证券研究中心

上述行业基于各自的理由，在产业发展过程中取得了相对优势地位，我们假设这一趋势能够得以持续，则我们需要的配置将在其中产生。结合当前的实际情况，我们继续做进一步的筛选。

4.2. 金融与地产

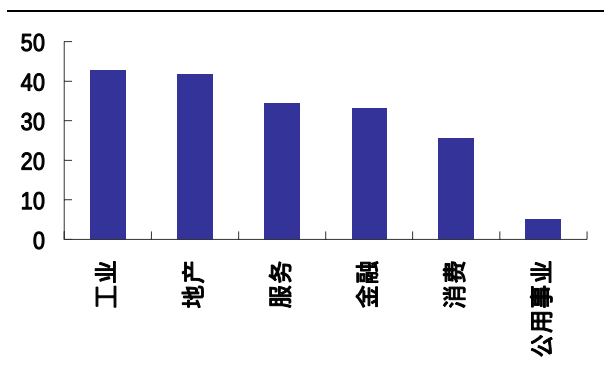
在流动性过剩的条件下，资产总是受到青睐，中国自不必说，在3月份以来全球股票市场普遍上涨的过程中，虽然各个市场尤其自身的特性，但一个很明显的共同点是，金融与地产总是在涨幅榜前列(图54-59)。

图 54 美国分行业涨幅(%)



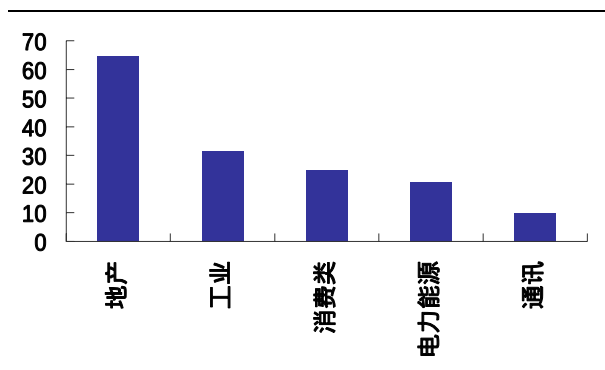
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 55 香港分行业涨幅(%)



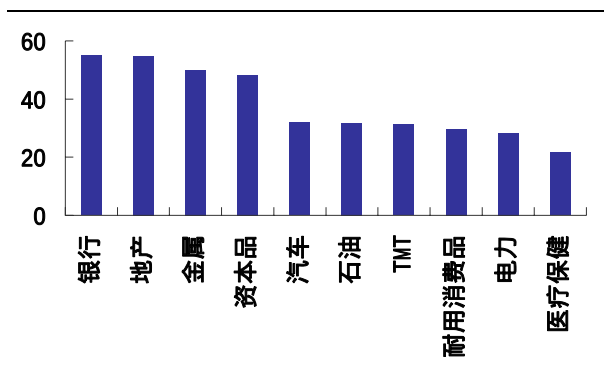
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 56 巴西分行业涨幅(%)



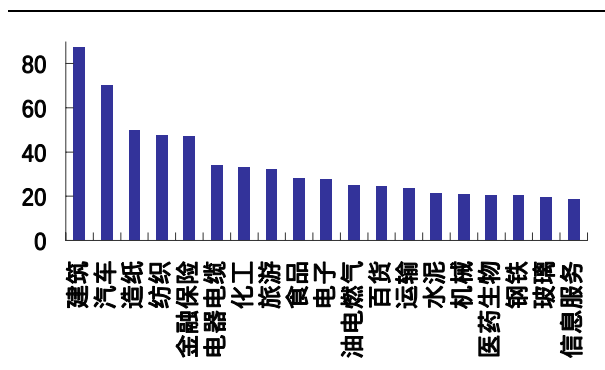
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 57 印度分行业涨幅(%)



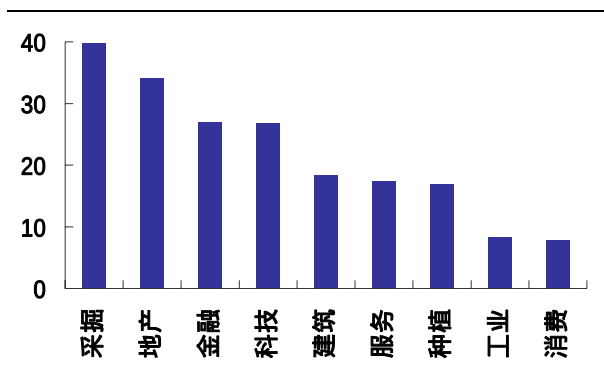
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 58 台湾分行业涨幅(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 59 马来西亚分行业涨幅(%)



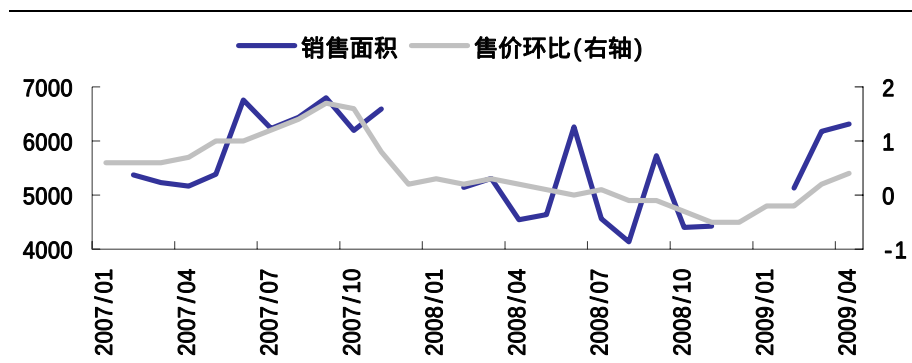
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

4.3. 量与价

当前国内经济的特征是总量开始显著扩张，但受产能过剩的制约，产品价格水平仍在低位徘徊，并削弱相关企业的盈利能力。为此，那些在总量扩张的同时，价格水平能够保持稳定甚至上升的行业将具有相对盈利优势。

目前表现最明显的是地产行业，呈量价齐升的态势(图 60)。

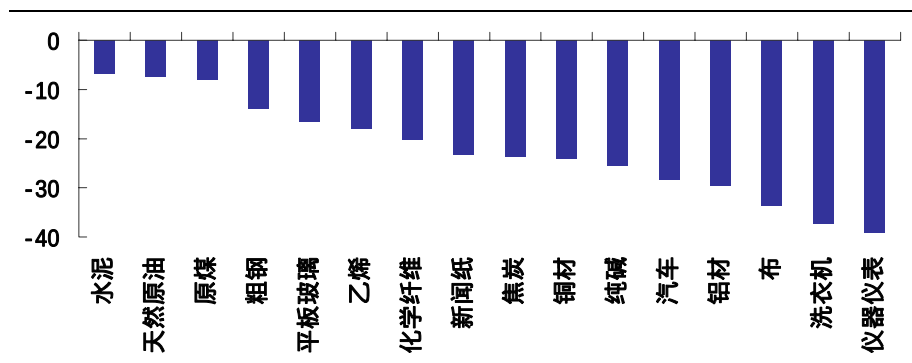
图 60 房地产销量与价格



数据来源：Wind，安信证券研究中心

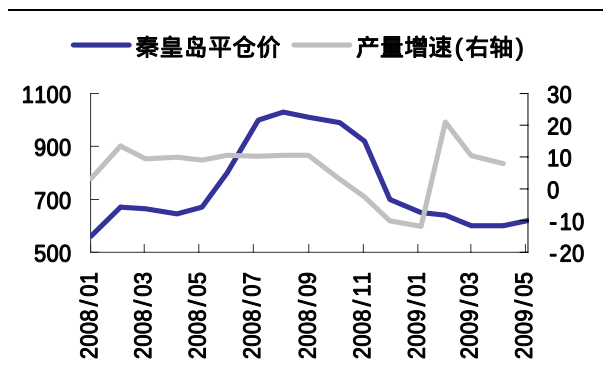
其次是供需相对紧张的煤炭和水泥行业(图 61-63)。

图 61 金融危机期间主要工业品产量最大降幅(%)



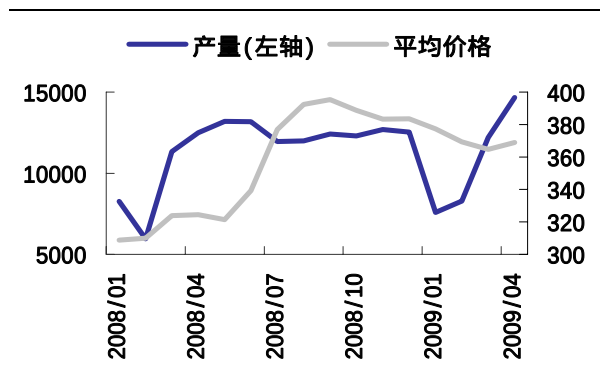
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 62 煤炭销量与价格



数据来源：Wind，安信证券研究中心

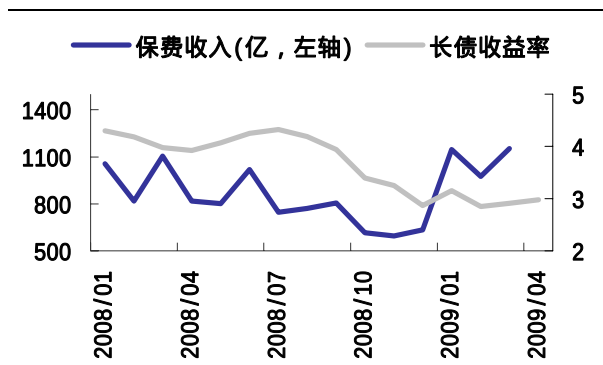
图 63 水泥产量与价格



数据来源：Wind，安信证券研究中心

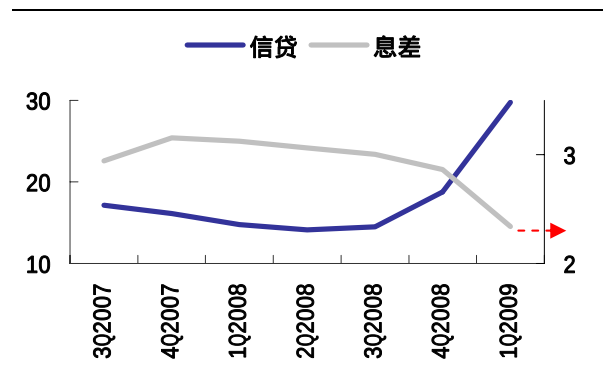
以及保险、银行等金融行业(图 64、65，我们预期 1Q2009 是银行息差的最低点)。

图 64 保费收入与长债收益率



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 65 银行业信贷与息差

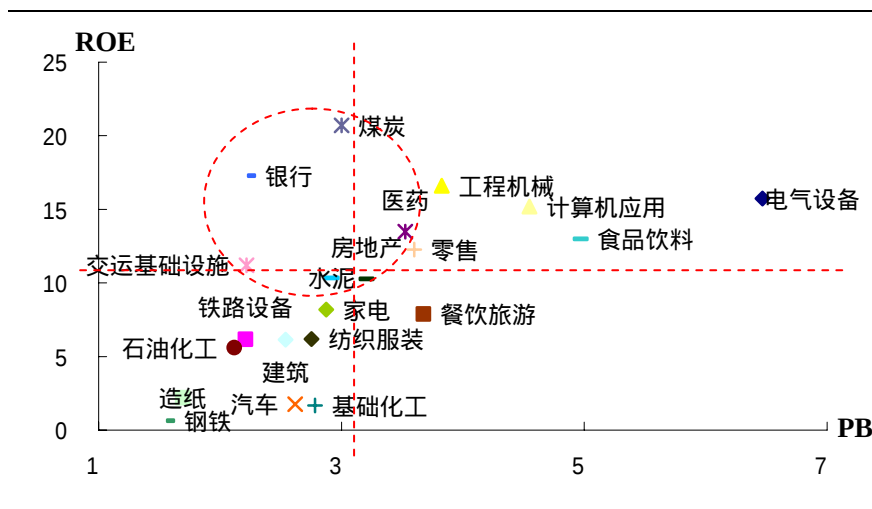


数据来源：Wind，安信证券研究中心

4.4. 相对估值优势

前面假设估值水平相当，如果考虑到当前不同行业的估值水平，并将其结合盈利总和考虑，位于低估值、高盈利象限的行业则是优先考虑的对象，从图 66 可以看到，估值低于市场平均水平，而 ROE 高于市场平均水平的行业主要有：煤炭、银行、地产、水泥、零售、医药和交通基础设施。

图 66 A 股各行业 ROE 与 PB



数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：虚线为 A 股总体 ROE 及 PB 水平

5. 配置与组合

综合上述分析，通过反复比照，我们仍然继续推荐地产、煤炭、金融、商业、医药以及其它一些具有资源性特征的行业，具体配置与组合如表 2 所示。

表 2、行业配置与组合

行业	基准比例	超配	标配	低配	重点公司
农林牧渔	1.59		1.59		敦煌种业、绿大地、农产品
采掘	4.44	5.33			潞安环能、中煤能源、中国神华、平煤股份、西山煤电
化工	6.90			4.83	中国石油、吉林化纤、雷鸣科化、中炬高新、烟台万华、科力远、巨化股份、华鲁恒升
黑色金属	4.06			2.84	鞍钢股份、宝钢股份、华菱钢铁
有色金属	4.86		4.86		神火股份、中金岭南、西部矿业、云南铜业、紫金矿业
建筑建材	4.10		4.10		海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、祁连山、葛洲坝、中材国际、龙元建设、中国铁建
机械设备	6.13		6.13		晋西车轴、秦川发展、中国南车、金风科技、许继电气、思源电气
电子元器件	1.51			1.20	青岛软控、拓邦电子、哥尔声学
交运设备	3.62		3.62		潍柴动力、中国重汽、江淮汽车、一汽轿车、福田汽车
信息设备	1.96			1.57	武汉凡谷、中兴通信
家用电器	1.69	2.03			格力电器、美的电器、海信电器
食品饮料	4.07		4.07		青岛啤酒、燕京啤酒、光明乳业
纺织服装	1.36			0.68	伟星股份、瑞贝卡、七匹狼
轻工制造	1.10			0.50	永新股份、劲嘉股份、广博股份
医药生物	4.43		4.43		丽珠集团、华邦制药、益佰制药
公用事业	5.54			2.77	京能热电、华电国际、华能国际、国电电力、金山股份
交通运输	5.24		5.24		中国国航、厦门空港、中海发展、中远航运、南方航空
房地产	7.57	11.36			张江高科、北京城建、华侨城、招商地产、保利地产、万科 A、中华企业
金融服务	19.72	25.79			中信证券、中国平安、中国人寿、中国太保、东北证券、兴业银行、深发展、北京银行、招商银行、建设银行
商业贸易	3.59	4.31			鄂武商、苏宁电器、武汉中百、广百股份、广州友谊
餐饮旅游	0.52		0.52		中青旅、黄山旅游、峨眉山
信息服务	4.47			2.24	中国联通
综合	1.54			0.00	

资料来源：安信证券研究中心

注：行业采用申万行业分类，权重以 2009 年 5 月 31 日流通市值为基准

作者简介

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

张治，南京大学理学学士、金融学硕士，七年证券、期货投资与研究经验，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，七年证券研究经验，2007 年 5 月加盟安信证券研究中心。

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008 年 9 月加盟安信证券研究中心，从事策略研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王昊文

0755-82558069

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wanghw@essence.com.cn

信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034