

营收下滑仍是业绩下滑的关键

—2012年半年报分析

投资要点

2012年二季度业绩全部披露完毕，上市公司整体净利润同比下滑1.62%，非金融类则下滑15.5%，下滑有所加速。在量价齐跌的基础背景下，营收开始进入个位数增长，依然是业绩下滑的核心驱动力。从盈利能力来看，毛利率仍在底部徘徊，虽有底部企稳的迹象，但回升难度大，ROE同比则呈现了季节性回升的局面，但环比依然偏弱。从存货和现金流来看，去库存仍是主基调，房地产行业现金流有所改善。展望未来，三季度业绩将继续下滑，四季度则由于基数原因，呈现数据上的回升。

1、二季度上市公司净利润同比仍在下滑。按照可比口径来看，2012年2季度上市公司整体净利润同比下滑1.62%，而1季度则实现微幅增长；非金融类上市公司净利润同比下滑15.5%，相对于1季度的下滑12.2%，继续下滑。金融类整体业绩有所增长，但银行类业绩开始加速下滑。分行业来看，上游的能源包括石油、煤炭等开始加速下滑；中游仍然下滑为主，但是下滑幅度有所收敛；下游开始分化，房地产好转，食品饮料类开始下滑。

2、量价齐跌所引致的营收下滑依然是业绩下滑的核心驱动力。量价齐跌的基础背景下，上市公司营收大幅度下滑，2012年二季度，上市公司剔除金融类营业收入增长7.8%，进入个位数增长，三季度很有可能负增长，自2011年3季度以来，营收下滑依然是业绩下滑的核心驱动力。从营业成本端来看，继续下滑，且同营收变动的方向一致，因此判断业绩改善关键在于营收实现增长。

3、盈利能力同比底部徘徊，环比依然偏弱。从盈利能力来看，2012年2季度剔除金融类毛利率为18.02%，相比于2012年一季度的18.03%有所下滑，整体仍在底部徘徊，但已有底部企稳的迹象，未来回升力度取决于实体经济的需求水平。ROE则呈现了季节性回升的局面，2012年二季度非金融类ROE为2.55%，相对于1季度的2.34%，略有回升，但力度要弱于2007年以来二季度ROE环比回升值。从杜邦分析来看，ROE的提升源于权益乘数及总资产周转率的提升。

4、库存资产比仍在高位，去库存过程仍将继续。从存货情况来看，衡量存货状况主要用2个指标，一是存货占流动资产的比重，另一个是存货同比变动情况。从存货资产比来看，剔除金融地产后仍在攀升，但房地产有所下滑。从存货同比来看，非金融类整体以及房地产行业存货同比均继续下降，暗示了二季度去库存进程有所加速，未来去库存仍将继续。

5、经营性现金流微幅改善，房地产则显著改善。2012年2季度非金融地产类经营性现金流同比增长5.2%，有所改善，但经营性现金流同比在0上下徘徊，使得实体经济资金利率持续高位运行。房地产行业则由于二季度销售的好转以及调控条件下地产公司减少拿地，经营性现金流出现了显著的改善，一改2010年调控以来2季度现金流为负的情形。

郭艳红 胡国鹏
证券分析师：钟青 李虹蓉
执业编号：S0360210030002
Tel: 010-66500819
Email: huguopeng@hczq.com

相关研究报告

2011年9月2日 《业绩拐点仍需等待》
2012年8月6日 《业绩下滑过程，继续关注清理低效投资风险》

目 录

一、二季度上市公司净利润同比仍在下滑	4
1、二季度非金融类上市公司净利润同比下滑 15.5%	4
2、金融类整体业绩有所增长，但银行类业绩开始加速下滑	4
3、分行业来看，上游能源、材料类加速下滑，下游食品饮料等开始下滑	5
二、量价齐跌所引致的营收下滑依然是业绩下滑的核心驱动力	5
1、营收继续下滑是业绩下滑的核心	5
2、营业成本和营收同步下滑	6
三、盈利能力同比底部徘徊，环比依然偏弱	7
1、2 季度毛利率仍在底部徘徊，底部有所企稳	8
2、非金融类 ROE 季节性回升，环比力度较弱	8
3、分行业毛利率分化较为明显	9
4、盈利能力的波动是企业业绩波动的关键	10
四、库存资产比仍在高位，去库存过程仍将继续	10
1、库存资产比仍在高位，房地产有所下降	10
2、存货同比继续下降，暗示了去库存仍将继续	11
五、经营性现金流微幅改善，房地产则显著改善	12

图表目录

图表 1	二级上市公司净利润同比继续下滑	4
图表 2	二季度金融业整体业绩有所增长，主要源于非银行金融的贡献	4
图表 3	上游能源、材料类加速下滑，下游食品饮料等开始下滑	5
图表 4	营收继续下滑是业绩下滑的核心	6
图表 5	量价齐跌背景导致了营收加速下滑	6
图表 6	非金融类营业成本继续下滑	7
图表 7	上市公司营业成本和营业收入增速同步	7
图表 8	工业企业经济效益指标显示营收和营业成本变化同步	7
图表 9	2 季度毛利率仍在底部徘徊，微幅下滑	8
图表 10	2012 年单季度 ROE 微幅回升	8
图表 11	2012 年二季度单季度 ROE 回升力度弱于往年	9
图表 12	ROE 提升源于资产负债率以及周转率的攀升	9
图表 13	从长周期视角来看，ROE 目前仍在下滑趋势中	9
图表 14	房地产能源毛利率下滑严重，而制药、服务类及公用事业类毛利率回升 ...	10
图表 15	盈利能力波动是企业业绩波动的关键	10
图表 16	剔除金融资产比仍在攀升	11
图表 17	房地产库存资产比有所下降	11
图表 18	存货同比继续下降，表明去库存仍在继续	12
图表 19	经营性现金整体流微幅改善，依然偏紧	12
图表 20	房地产现金流改善显著	12

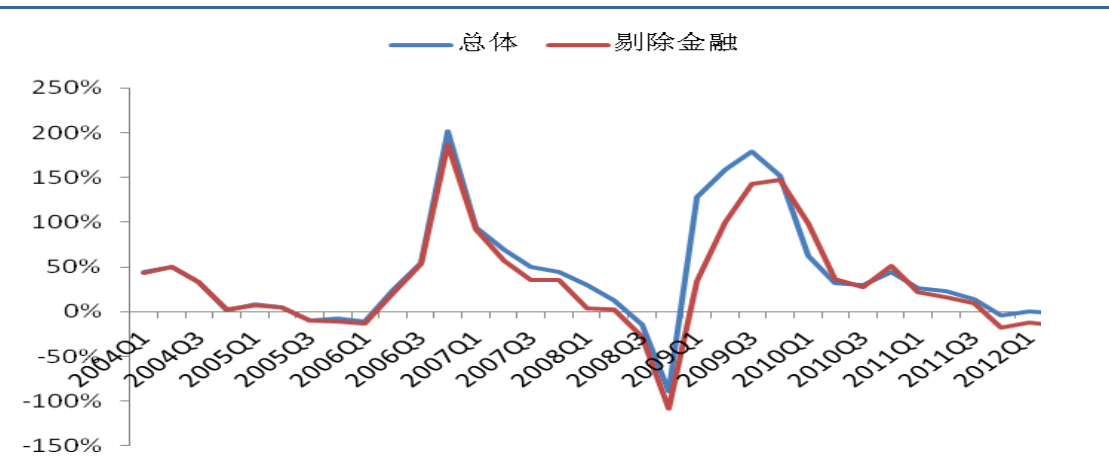
一、二季度上市公司净利润同比仍在下滑

按照可比口径来看，2012 年 2 季度上市公司整体净利润同比下滑 1.62%，而 1 季度则实现微幅增长；非金融类上市公司净利润同比下滑 15.5%，相对于 1 季度的下滑 12.2%，继续下滑。金融类整体业绩有所增长，但银行类业绩开始加速下滑。分行业来看，上游的能源包括石油、煤炭等开始加速下滑；中游仍然下滑为主，但是下滑幅度有所收敛；下游开始分化，房地产好转，食品饮料类开始下滑。

1、二季度非金融类上市公司净利润同比下滑 15.5%

截止 8 月 31 日，上市公司二季度业绩已全部披露完毕，按照可比的口径看，上市公司整体净利润同比下滑 1.62%，相比于 1 季度上市公司整体增长 0.4%，二季度业绩下滑加速。剔除金融类按照可比的口径看，二季度业绩下滑 15.56%，相比于 1 季度业绩下滑 12.2%，非金融类上市公司净利润同比继续下滑。

图表 1 二级上市公司净利润同比继续下滑

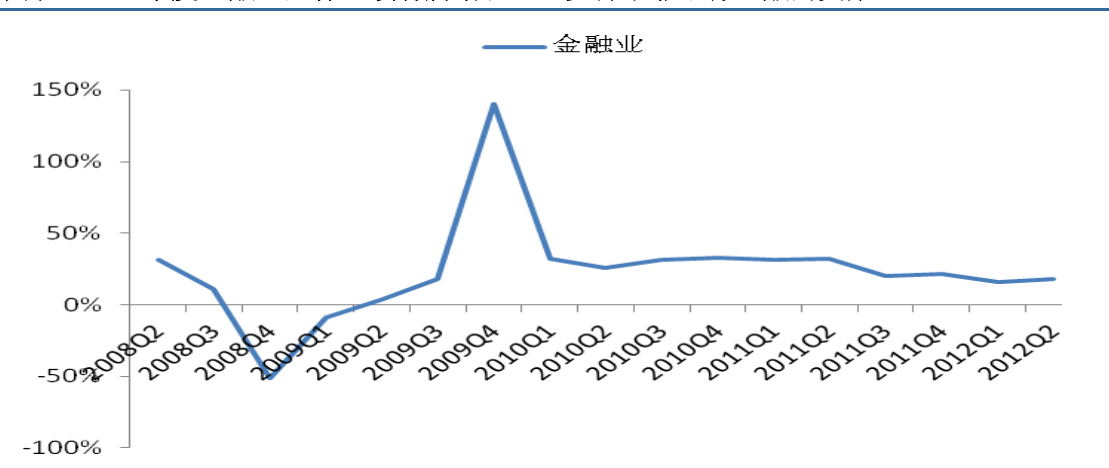


资料来源: wind 华创证券

2、金融类整体业绩有所增长，但银行类业绩开始加速下滑

2012 年 2 季度金融业净利润同比增长 18.1%，相比于 1 季度的 16%，回升了 2.1%。金融业业绩回升主要源于非银行金融类的业绩贡献，其中保险类二季度业绩增长 12.4%，而一级净利润同比下滑 20%；券商信托类二季度业绩增长 22%，而 1 季度则下滑 23.7%。银行业净利润同比增长 18.5%，相比于 1 季度的 21.6%，下滑 3.1%，业绩增速下滑加速。

图表 2 二季度金融业整体业绩有所增长，主要源于非银行金融的贡献



资料来源: wind 华创证券

3、分行业来看，上游能源、材料类加速下滑，下游食品饮料等开始下滑

- **上游的能源、材料类加速下滑。**能源类行业包括石油、煤炭等二季度净利润同比增长-18.8%，相比于1季度的-3.8%，业绩大幅下滑，主要源于二季度上游能源类价格加速下滑，且实体经济需求低迷，销量同样下滑。材料类二季度净利润同比下滑50%，相比于1季度下滑60%有所好转，但是业绩下滑幅度依然非常大。
- **中游仍然下滑为主，但是下滑幅度有所收敛。**汽车及其零部件二季度下滑0.92%，相比于1季度下滑1.5%，下滑程度有所减缓；资本货物二季度下滑12.5%，相比于1季度的下滑17%，下滑程度同样有所收敛。
- **下游开始分化，房地产好转，食品饮料类开始下滑。**耐用消费品和服装微幅好转，二季度增长0.63%，而1季度则下滑4.6%；房地产行业由于销量好转，二季度业绩提升至14.4%；制药和医疗保健行业继续保持增长，但增速有所放缓，医疗保健类二季度增长7.3%，1季度增长13%；食品饮料行业业绩增长高位回落，1季度增长33%，二季度则增长23.7%。

图表 3 上游能源、材料类加速下滑，下游食品饮料等开始下滑

时间	2012Q1	2012Q2	时间	2012Q1	2012Q2
半导体	-109.75%	-179.31%	耐用消费品与服装	-4.59%	0.63%
材料	-60.30%	-50.26%	制药	6.92%	1.70%
运输	-51.45%	-22.38%	医疗保健	13.10%	7.26%
能源	-3.85%	-18.79%	保险	-20.13%	12.40%
技术硬件	-8.86%	-16.64%	房地产	3.18%	14.41%
资本货物	-17.36%	-12.49%	公用事业	50.16%	15.54%
食品与主要用品零售	-6.48%	-11.50%	银行	21.68%	18.47%
软件	-5.13%	-10.48%	多元金融	-23.77%	21.96%
零售业	9.93%	-2.42%	食品、饮料与烟草	33.09%	23.71%
消费者服务	43.90%	-1.57%	商业和专业服务	11.69%	30.30%
电信服务	328.32%	-1.22%	家庭与个人用品	18.94%	31.21%
汽车与汽车零部件	-1.50%	-0.92%	媒体II	45.81%	41.49%

资料来源: wind 华创证券

二、量价齐跌所引致的营收下滑依然是业绩下滑的核心驱动力

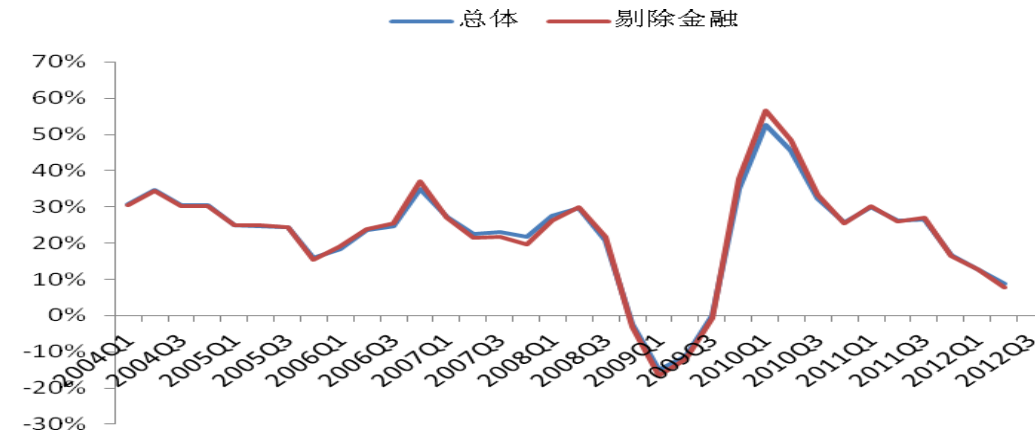
量价齐跌的基础背景下，上市公司营收大幅度下滑，2012年二季度，上市公司剔除金融类营业收入增长7.8%，进入个位数增长，三季度很有可能负增长，自2011年3季度以来，营收下滑依然是业绩下滑的核心驱动力。从营业成本端来看，继续下滑，且同营收变动的方向一致，因此判断业绩改善关键在于营收实现增长。

1、营收继续下滑是业绩下滑的核心

2012年二季度，上市公司剔除金融类营业收入增长7.8%，相比于1季度的12.7%，大幅回落了4.9%，营收下滑开始加速，且进入个位数增长，三季度很有可能负增长。工业类营收6%，继续下滑，我们从去年三季度提示要注意营收下滑的风险，后续风险依然在营收。金融类营收小幅增长，从13.6%上升到14.7%。

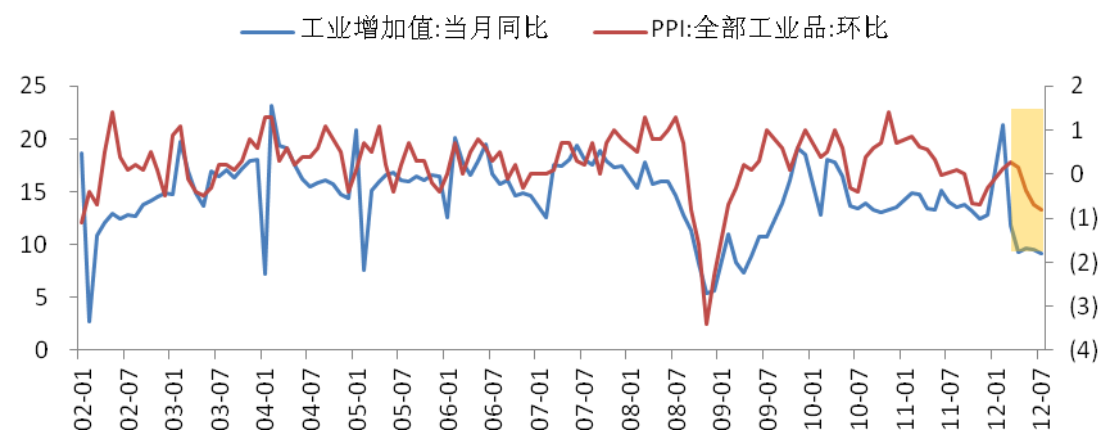
二季度量价齐跌的基础背景决定了营收的继续下滑。从价格方面看，5、6 月份 PPI 环比加速下滑，5 月份环比下滑 0.4%，6 月份更是下滑 0.7%，价格的加速下滑主要源于实体经济需求端的异常疲弱。从量的方面看，产出端在加速下滑，尤其是工业品二季度进入个位数增长，下滑幅度加大，主要源于二季度实体经济加速去库存，这可以从 PMI 中库存指标中得以验证。

图表 4 营收继续下滑是业绩下滑的核心



资料来源: wind 华创证券

图表 5 量价齐跌背景导致了营收加速下滑



资料来源: wind 华创证券

2、营业成本和营收同步下滑

二季度营业成本继续下滑。一季度同比 39.9%，二季度较一季度下滑 6.4%至 33.5%，营业成本的持续下滑源于价格段的下滑，特别是 2011 年 3 季度之后随着整体价格水平的加速下滑，营业成本也随之下滑，2011 年 3 季度营业成本增速为 57.2%，随后连续 3 个季度营业成本增速下滑了 23.7%，此前营业成本增速最低值在 2009 年 1 季度的 4%，而目前营业成本增速依然在高位运行，依然存在下降的空间。

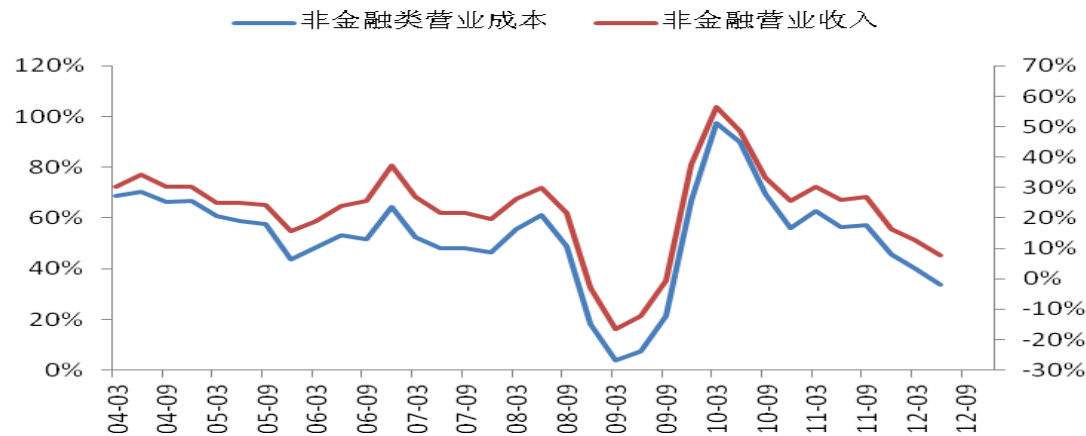
营业收入和营业成本变动方向一致，均是需求下滑的结果。两者同步见底往往意味着企业盈利见底，目前两者均还在往下的趋势中，结合目前的量价判断，三季度将继续下滑，四季度由于去年较低的基数效应，可能表现为数据上的回升。

图表 6 非金融类营业成本继续下滑



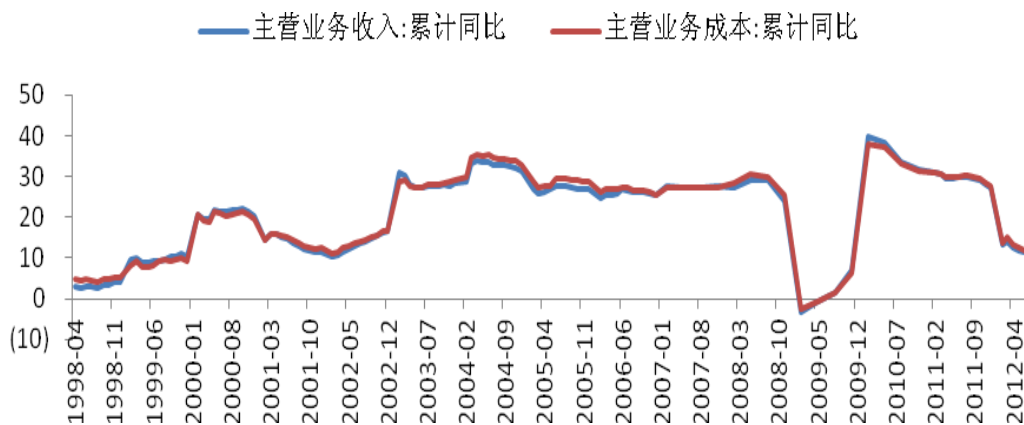
资料来源: wind 华创证券

图表 7 上市公司营业成本和营业收入增速同步



资料来源: wind 华创证券

图表 8 工业企业经济效益指标显示营收和营业成本变化同步



资料来源: wind 华创证券

三、盈利能力同比底部徘徊，环比依然偏弱

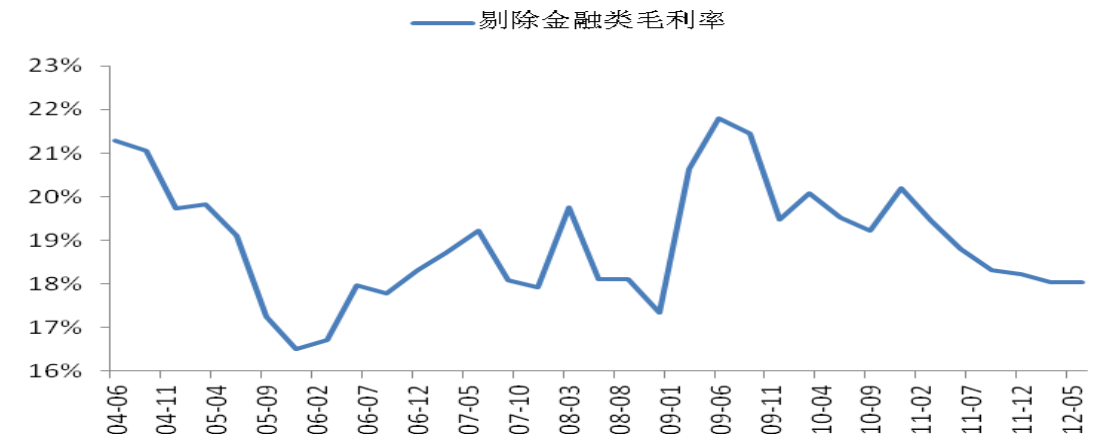
从盈利能力来看,2012年2季度剔除金融类毛利率为18.02%,相比于2012年一季度的18.03%有所下滑,整体仍在底部徘徊,但已有底部企稳的迹象,未来回升力度取决于实体经济的需求

求水平。ROE 则呈现了季节性回升的局面，2012 年二季度非金融类 ROE 为 2.55%，相对于 1 季度的 2.34%，略有回升，但力度要弱于 2007 年以来二季度 ROE 环比回升值。从杜邦分析来看，ROE 的提升源于权益乘数及总资产周转率的提升。

1、2 季度毛利率仍在底部徘徊，底部有所企稳

按照可比的口径，2012 年二季度剔除金融类毛利率为 18.02%，相比于 2012 年一季度的 18.03%，微幅下滑了 0.01%，整体仍在底部徘徊，但已有底部企稳的迹象，未来回升力度取决于实体经济的需求水平，目前看依然偏弱，呈现有底无回升的局面，三季度依然在底部徘徊，回升概率较小。

图表 9 2 季度毛利率仍在底部徘徊，微幅下滑



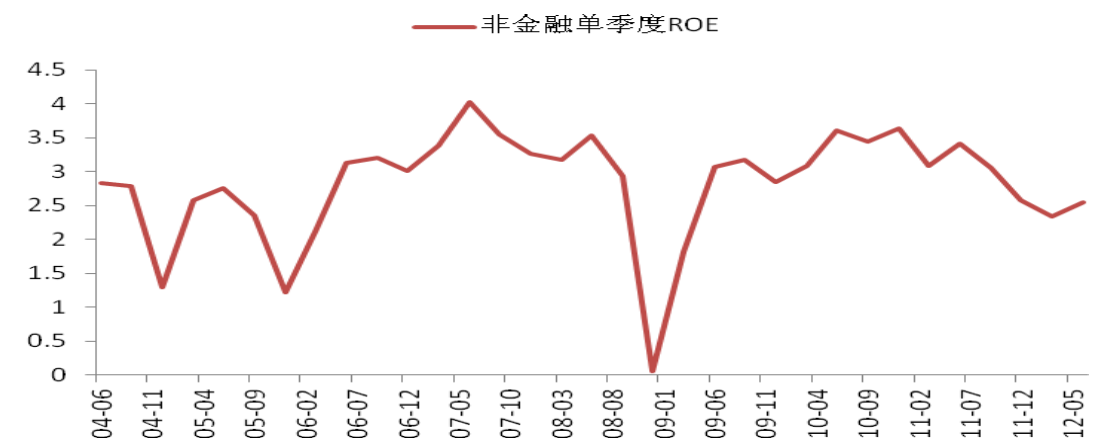
资料来源: wind 华创证券

2、非金融类 ROE 季节性回升，环比力度较弱

2012 年二季度非金融类 ROE 为 2.55%，相对于 1 季度的 2.34%，略有回升，但力度要弱于 2007 年以来二季度 ROE 环比回升值，这表明上市公司净资产收益率依然较弱，盈利能力仍在低位，按照长周期的角度来看，ROE 仍处于 2010 年底以来的下滑趋势中，目前尚难以扭转。

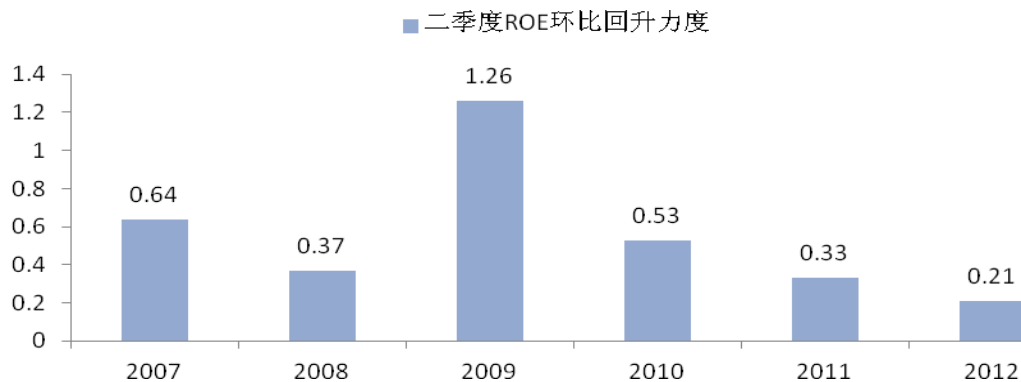
按照杜邦分解法，影响 ROE 的主要因素为税收负担、利息负担、权益乘数、经营利润率和资产周转率。从二季度来看，ROE 的季节性提升一方面源于资产负债率的攀升导致的权益乘数的上升，资产负债率从 60.56% 提升 61.3%；另一方面则源于总资产周转率的提升，总资产周转率从 80% 提升到 83%。

图表 10 2012 年单季度 ROE 微幅回升



资料来源: wind 华创证券

图表 11 2012 年二季度单季度 ROE 回升力度弱于往年



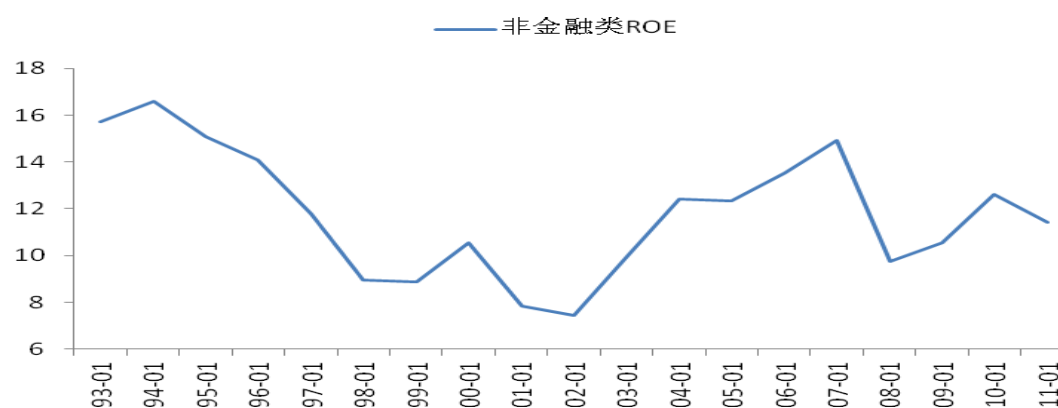
资料来源: wind 华创证券

图表 12 ROE 提升源于资产负债率以及周转率的攀升

ROE	资产负债率	总资产周转率
2010-03-31	57.79	0.8028
2010-06-30	58.65	0.8632
2010-09-30	58.82	0.869
2010-12-31	58.68	0.8923
2011-03-31	59.3	0.8596
2011-06-30	60.25	0.9058
2011-09-30	60.55	0.9128
2011-12-31	60.46	0.9252
2012-03-31	60.56	0.8016
2012-06-30	61.3	0.8374

资料来源: wind 华创证券

图表 13 从长周期视角来看, ROE 目前仍在下滑趋势中



资料来源: wind 华创证券

3、分行业毛利率分化较为明显

分行业毛利率来看, 房地产、食品饮料、能源以及零售类毛利率下滑程度较大, 房地产行业毛利率从 41.7% 下滑到 38.2%, 下滑了 3.5%; 能源类毛利率从 21.52% 下滑到 20%, 下滑了 1.5%。毛利率提升的行业主要集中在制药、商业服务、消费者服务、家庭和个人用品、电信服务、公用事业类等。

图表 14 房地产能源毛利率下滑严重，而制药、服务类及公用事业类毛利率回升

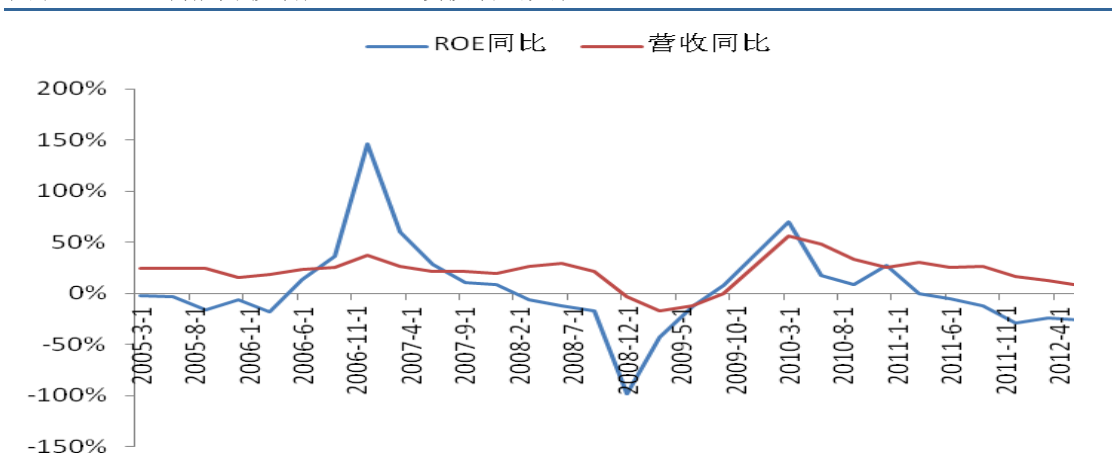
行业	2012-3-31	2012-6-30	行业	2012-3-31	2012-6-30
房地产	41.71%	38.23%	运输	17.45%	18.02%
食品、饮料与烟草	32.57%	29.62%	半导体	15.87%	16.67%
能源	21.52%	20.03%	材料	9.34%	10.17%
食品与主要用品零售	15.34%	14.46%	制药、生物科技	38.64%	40.45%
医疗保健设备与服务	38.07%	37.53%	商业和专业服务	30.51%	33.41%
资本货物	13.75%	13.51%	消费者服务	39.61%	42.80%
媒体	30.51%	30.28%	家庭与个人用品	29.78%	33.17%
零售业	14.82%	14.64%	电信服务	28.00%	31.52%
耐用消费品与服装	19.06%	18.96%	软件与服务	38.82%	42.73%
汽车与汽车零部件	17.15%	17.17%	公用事业	15.62%	20.43%
技术硬件与设备	17.67%	17.89%			

资料来源: wind 华创证券

4、盈利能力的波动是企业业绩波动的关键

如果把企业的净利润分拆，可以把净利润分成规模扩张和盈利能力两部分，即净利润=营收乘以（净利润/营收），然后再把净利润微分，即净利润的同比变动源于营收的同比变动和盈利能力的同比变动。可以发现，上市公司盈利能力的波动率要远大于企业营收增速的波动率，即盈利能力是企业业绩波动的核心，这也是为什么经济增长小幅变动可以引起企业利润如此大幅度波动的原因，核心在于盈利能力的波动。

图表 15 盈利能力波动是企业业绩波动的关键



资料来源: wind 华创证券

四、库存资产比仍在高位，去库存过程仍将继续

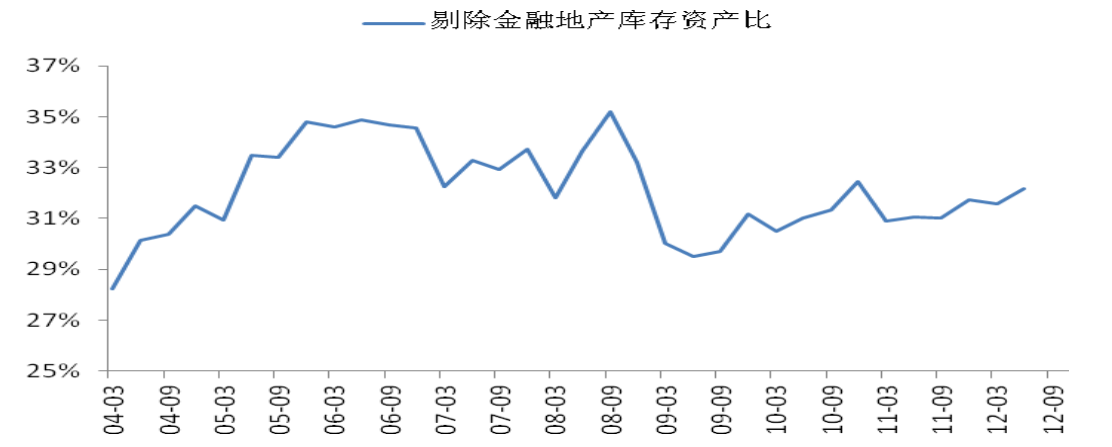
从存货情况来看，衡量存货状况主要用 2 个指标，一是存货占流动资产的比重，另一个是存货同比变动情况。从存货资产比来看，剔除金融地产后仍在攀升，但房地产有所下滑。从存货同比来看，非金融类整体以及房地产行业存货同比均继续下降，暗示了二季度去库存进程有所加速，未来去库存仍将继续。

1、库存资产比仍在高位，房地产有所下降

衡量存货状况主要用 2 个指标，一是存货占流动资产的比重，另一个是存货同比变动情况。

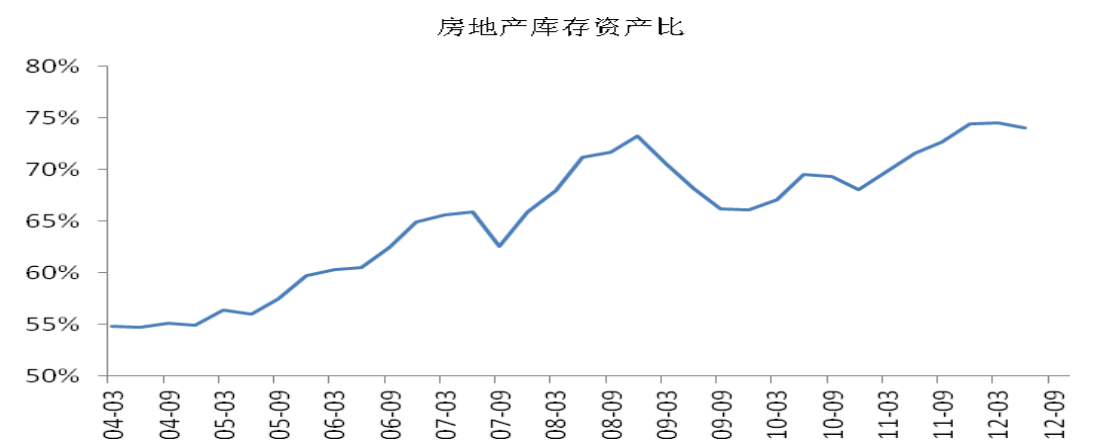
从存货资产比来看，2 季度房地产库存资产比为 74%，相比于 1 季度的 74.5%，有所下滑。剔除金融地产类，存货资产比从 1 季度的 31.6% 上升到二季度的 32.2%，存货资产比进一步攀升。这暗示了在实体经济疲弱的状态下，存货占比依然偏高，未来存在继续去库存的需要，这也意味着企业进一步扩大生产受到制约。

图表 16 剔除金融资产比仍在攀升



资料来源: wind 华创证券

图表 17 房地产库存资产比有所下降

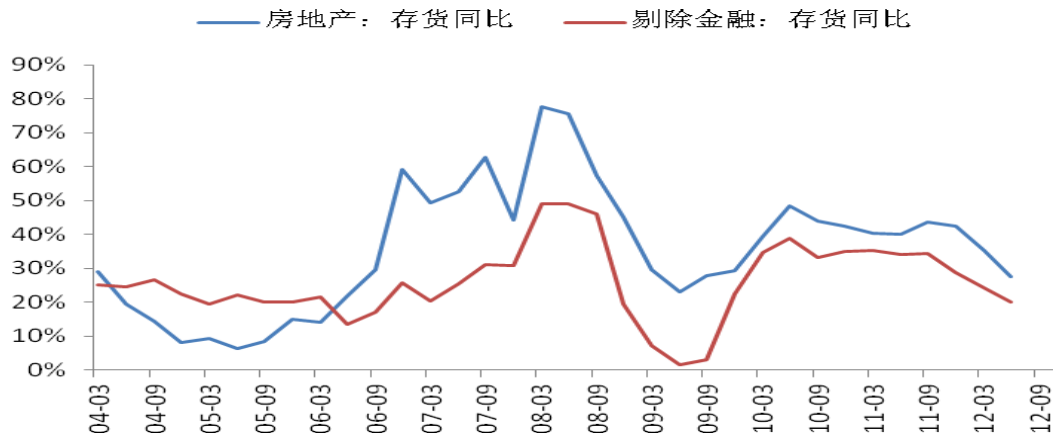


资料来源: wind 华创证券

2、存货同比继续下降，暗示了去库存仍将继续

从存货同比变动来看，房地产行业的存货同比从 2012 年一季度的 35.4% 下滑到二季度的 27.6%，由于房地产销量在二季度的好转，使得房地产行业的存货进一步下降，随着新开工的低位运行以及三季度房地产销量的继续好转，未来房地产行业库存将进一步下降。剔除金融类的存货同比从 2012 年一季度的 24.4% 下降到二季度的 20%，下滑了 4.4%，非金融类存货进一步下降，后续仍存在下降的空间。

图表 18 存货同比继续下降，表明去库存仍在继续

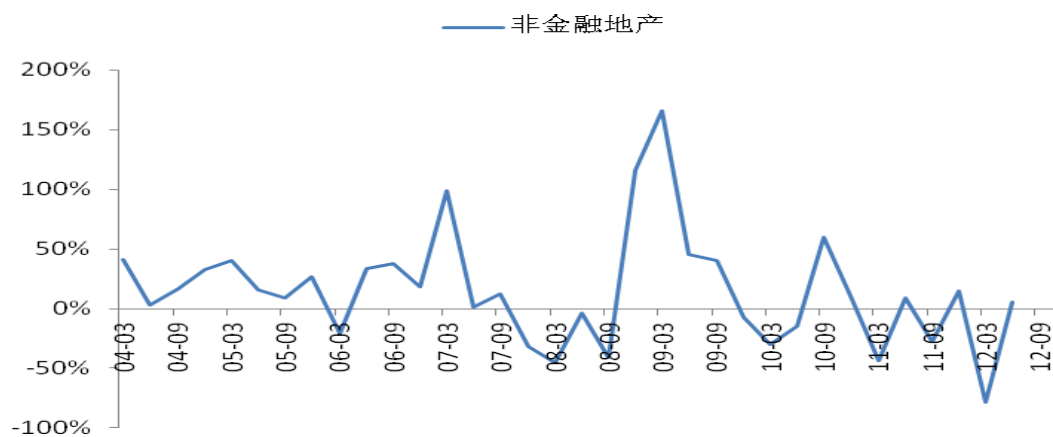


资料来源: wind 华创证券

五、经营性现金流微幅改善，房地产则显著改善

2012 年 2 季度非金融地产类经营性现金流同比增长 5.2%，有所改善，但始于 2011 年年初的现金流紧张局面仍未显著改善，经营性现金流同比在 0 上下徘徊，这也是为什么实体经济资金利率持续高位运行的重要原因。房地产行业则由于二季度销售的好转以及调控条件下地产公司减少拿地，经营性现金流出现了显著的改善，一改 2010 年调控以来 2 季度现金流为负的情形。

图表 19 经营性现金流整体微幅改善，依然偏紧



资料来源: wind 华创证券

图表 20 房地产现金流改善显著

时间	2010-3-31	2010-6-30	2010-9-30	2010-12-31
房地产	-43289216692	-35825668952	-4164717430	1326067604
时间	2011-3-31	2011-6-30	2011-9-30	2011-12-31
房地产	-35179432672	-13220896649	-20390412629	6331671730
时间	2012-3-31	2012-6-30		
房地产	-15294342049	26209398065		

资料来源: wind 华创证券

策略组分析师介绍

策略组组长 策略高级研究员：**郭艳红**

西南财经大学硕士研究生，2007 年供职于平安证券，2009 年供职于华创证券，6 年从业经验

投资组合研究 策略高级研究员：**李虹蓉**

重庆大学工学硕士。曾供职于平安证券宏观策略部，从事宏观经济研究、流动性分析，10 年从业经验，华创证券负责组合筛选及调整。

策略研究员：**胡国鹏**

西南财经大学硕士研究生，2009 年加入华创证券，3 年证券从业经验

策略助理研究员：**钟青**

对外经贸大学硕士研究生，2009 年加入华创证券，3 年证券从业经验

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京	杨晓昊	机构销售总监	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	刘 玄	机构销售经理	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	石翌飞	机构销售经理	010-66500836	shizhaofei@hczq.com
	赵翌帆	机构销售经理	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
	周 琼	机构销售助理	010-66500838	zhou.vivian@yahoo.com
广深	李 涛	机构销售总监	0755-82027736	litao@hczq.com
	张 娟	机构销售经理	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	杨 茜	机构销售经理	0755-82027566	yangxi@hczq.com
	汪丽燕	机构销售助理	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	刁建楠	机构销售助理	0755-88283039	diaojiannan@hczq.com
	宋唯瑛	私募销售经理	0755-83711905	songweiyi@hczq.com
上海	魏媛红	机构销售总监	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	王维昌	机构销售经理	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	王潇岸	机构销售经理	021-50329316	wangsuan@hczq.com
	吴丽平	机构销售经理助理	021-50581878	wuliping@hczq.com
	晏宗飞	私募销售经理助理	021-50157561	yanzongfei@hczq.com

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编：518038
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558