



## 卤肉制品门店经营的核心竞争力

### ——煌上煌(002695)与绝味的对比研究

**分析师**

张勇 0755-83515478

执业证书编号 S1070510120004

**联系人**

贺琪 0755-83881632

从业证书编号 S1070112060024

**投资评级: 推荐 (首次)**

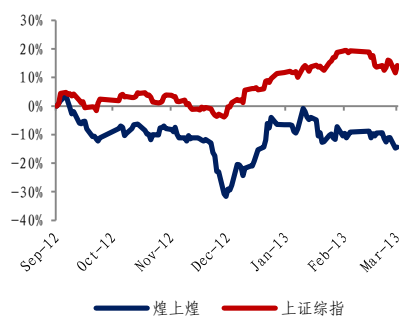
**市场数据**

目前股价(元)	22.8
总市值(亿元)	28.27
流通市值(亿元)	7.07
总股本(亿股)	0.93
流通股本(亿股)	1.24
12个月最高/最低	28.89/18.11

**公司盈利预测(百万元)**

	2012E	2013E	2014E
营业收入	890.91	1,108.52	1,501.61
(+/-%)	0.54	24.42	35.46
净利润	97.37	125.55	164.22
(+/-%)	33.80	20.06	28.94
EPS(元)	0.95	1.01	1.33
PE	23.47	22.00	16.82

**股价表现图**



数据来源: Wind 资讯

**投资建议:**

绝味和煌上煌的对比研究显示煌上煌发展模式与绝味相近,有较大发展空间,且有实力像绝味一样进行快速扩张。参照绝味的发展周期,目前煌上煌处于门店开设的加速期,并且随着老门店的逐渐成熟,业绩将会显著提高。预计12-14年EPS分别为0.95元、1.01元、1.33元,目前股价对应PE分别为23X、22X、17X。考虑到全国化市场广阔,门店扩张速度加快,首次给予“推荐”评级。

**要点:**

- **煌上煌与绝味的对比:** 煌上煌与绝味同属一个行业,是卤肉制品行业的标杆。从十个方面对比两家公司后发现,公司采用连锁加盟模式相近;该模式能够使公司实现较快的扩张,受资本市场青睐。煌上煌产品结构比绝味丰富,产品创新能力与绝味相仿。但绝味全国化布局早于煌上煌,门店开至23个省份。而煌上煌仅有5个生产基地,进入10余个省市。
- **卤肉制品企业核心竞争力:** 随着社会向品牌化消费方向发展,品牌影响力是食品企业的核心竞争力之一。卤肉制品企业通过连锁加盟的模式,渠道的控制至关重要。门店的开设需要初始投资成本,在经营不出现大问题的情况,煌上煌和绝味都具备先发笼络加盟商的优势。
- **产品和门店布局差异容易弥补:** 煌上煌和绝味的产品各有特色,消费者根据个人喜好进行选择,不存在严重倾向于任何一方的情况。鸭脖门店布局模式采用类似于肯德基和麦当劳的贴身战略,后发的模仿较为轻松,不具备先发优势。
- **风险提示:** 食品安全问题、开设门店速度低于预期。

## 1. 绝味鸭脖和煌上煌的对比

绝味和煌上煌是卤肉制品行业中市场份额最大的两家公司，对比研究意义重大，不仅有利于我们找到企业发展的共性，了解它们经营的模式和行业发展的趋势，还可以帮助我们寻找到煌上煌和绝味各自的竞争优势，以更好的辨别煌上煌的投资价值。我们从以下十个方面就两家公司的相似性与差异性进行研究。

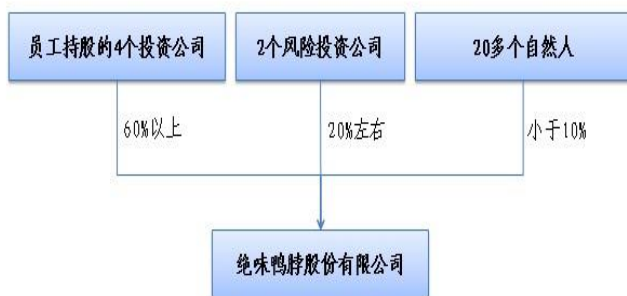
### 1.1、股权结构

**绝味：**08年公司改制时，董事长无偿拿出20%股权对员工进行激励。中层以上管理人员都持有公司的股份。目前的公司股东由三部分组成，一、四个员工持股的投资公司，占公司总股本的60%以上。董事长的股份分布在这四个投资公司中，且在3个公司具有50%以上股权；二、风险投资公司，包括九鼎和复星，持有公司总股本的20%股权；三、20多个自然人，持股比例不到10%。

**煌上煌：**煌上煌集团持有公司52.06%的股权，为公司的控股股东。集团公司的股东为徐桂芬家族成员，包括徐桂芬女士、褚建庚先生、褚浚先生和褚剑先生。其次，两个投资公司，包括天津达晨和国信宏盛，共持股11.83%。机构投资者持股比例超过10%。其他主要高级管理层并不持有公司股份。

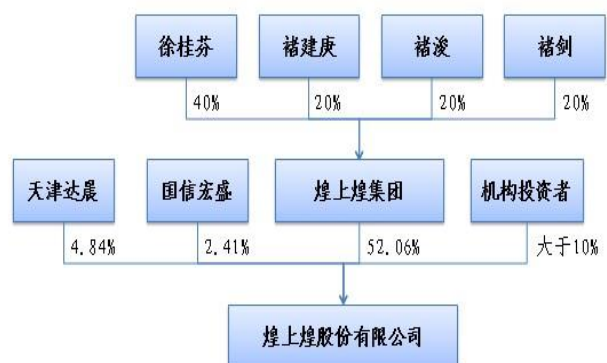
从股权结构可以看出，绝味对员工的激励更加到位，使其员工，特别是管理人员结构较为稳定。

图 1：绝味股份股权结构



资料来源：wind, 长城证券研究所

图 2：煌上煌股份股权结构



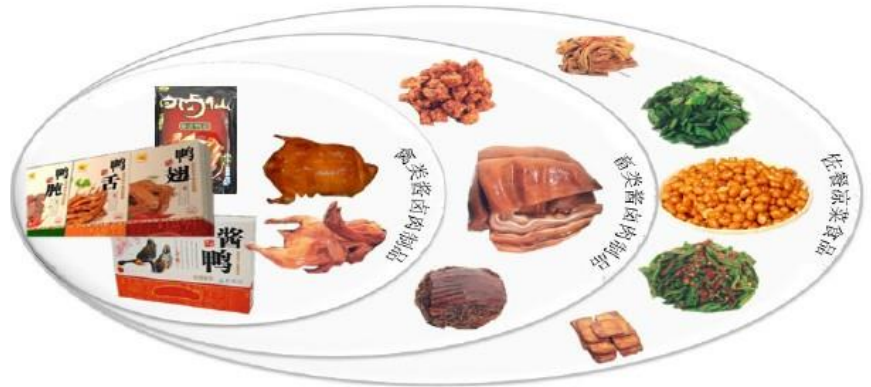
资料来源：wind, 长城证券研究所

### 1.2、产品种类

**绝味：**目前拥有包括5种口味的120余种产品品种，其中鸭副产品（鸭脖、鸭翅、鸭脚、酱鸭等5种）占总量的60%，其他包括肉类、素食类产品。除了鲜货产品还有少量的包装产品。公司每年会有10%的品种被淘汰，并补充新的产品进入。

**煌上煌：**产品种类与绝味相似，但品类比绝味更为丰富，拥有 200 多种产品，主要在佐餐凉菜类的产品多于绝味。产品每年也会更新。煌上煌的口味与绝味略有不同，从消费者角度看，二者吸引不同人群，没有出现一方压制另一方的局面。

图 3：绝味和煌上煌产品类别概况



资料来源：煌上煌招股书，长城证券研究所

### 1.3、经营模式

作为卤肉制品行业的企业，绝味和煌上煌经销模式相似，但又有所不同。

**相同之处：**两家公司都以连锁加盟的模式为主，直营模式为辅。加盟门店的规模和利润相近。每个加盟商需要每年缴纳一定的加盟费，费用随门店大小与地区有所不同（5000-8000 元之间）。每个加盟商的初始投资在 20-30 万元，其中包括了门店转让费（取决于当地门店费用）、保证金（5000 元左右）、存货周转金（一周 2 万元）、设备费用（2 万元左右）。加盟商毛利率在 30%左右，净利率在 10%左右，盈亏平衡点 6-8 个月，投资回收期在 18-20 月。平均每家门店年销售在 60-70 万元。

加盟连锁模式中，经销商的管理最为关键。绝味按照区域划分，对经销商进行定期辅导；煌上煌有 500 多销售人员（人数还在增加）对加盟门店进行督导，定期检查其货物的新鲜程度。

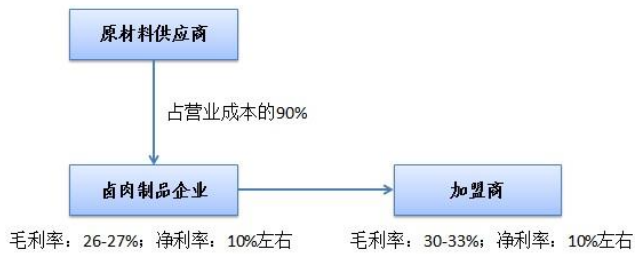
**不同之处：**加盟商管理的不同之处，绝味有 20 个子公司覆盖 23 个省级市场，加盟商的招募和管理由子公司负责；煌上煌的加盟商全部由母公司统一招募。由于管理模式的不同，绝味依赖于渠道精细化管理，能够快速扩张，但煌上煌对终端的控制力度会更强。

在经营区域上，两家公司也较有不同。绝味覆盖各省市较为均匀，最大的省级市场份额也不超过 10%。而煌上煌的主要市场集中在江西和广东，分别占总销售额的 72%和 16%。

**加盟店经营模式的思考：**加盟店模式能进行较快的扩张，因此资本市场也给予煌上煌较高的估值。但加盟模式又较容易产生食品安全问题，关于食品安全的防范之后会具体分析。加盟店模式与卤制品行业非常契合，使该行业不受电商

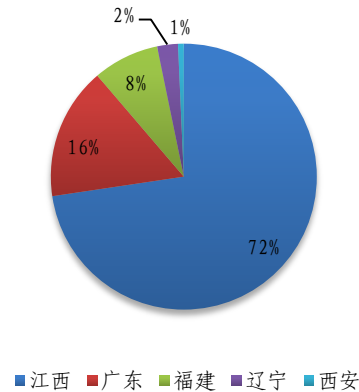
影响。这也与卤制品消费习惯有关，首先卤制食品的消费者属于即时需求，不会等待一两天的运输时间；其次卤制品保鲜期较短，一般的物流能达到全冷链运输；再次卤制品的标准化程度低，每个地区的产品都需对当地特殊口味进行调整。

图 4：产业链条利润分析



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 5：煌上煌各地区销售占比



资料来源: wind, 长城证券研究所

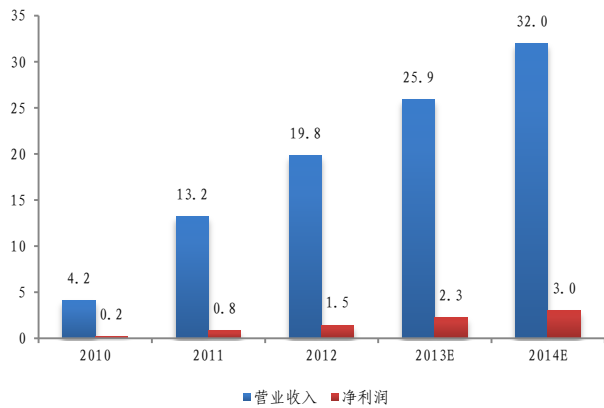
#### 1.4、销售规模和门店规模的对比

绝味自 05 年创立以来，发展迅速。12 年公司总销售额已接近 20 亿元，按照终端价计算为 30 亿元左右。由于基数增大，未来几年增速会逐步下滑，但按照公司的估计，3 年内收入增速仍可保持在 30% 左右。

受益于门店的迅速扩张，煌上煌在过去几年也经历了快速增长，年均增速在 30% 左右。

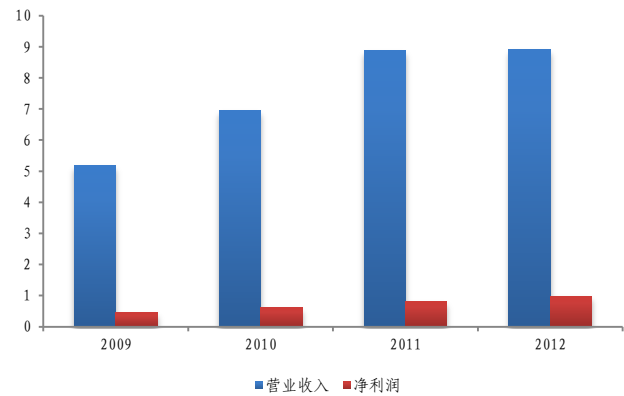
目前绝味拥有 5000 余家门店，门店分别由 20 个子公司管理（每个子公司对应一个生产基地），覆盖 23 个省级区域。相比之下，煌上煌仅拥有 1800 家门店，和包括西安的募投项目在内的 5 个生产基地。建设一个工厂的费用至少是 1 亿元，煌上煌利用航空运输将江西生产的货辐射江浙地区，南昌到上海空运费为 1.9 元/公斤。目前来讲绝味和煌上煌的毛利率是差不多的，所以这两种模式短期内应该都较为经济。

图 6: 绝味收入与利润变化 (亿元)



资料来源: 长城证券研究所

图 7: 煌上煌收入与利润变化 (亿元)



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 8: 绝味子公司的全国布局



资料来源: 长城证券研究所



图 9：煌上煌的全国布局



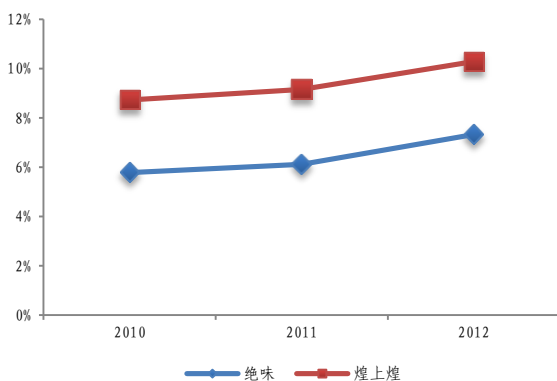
资料来源：长城证券研究所

### 1.5、盈利能力分析

绝味和煌上煌都以鸭副产品为主，且生产成本主要来自于原材料（占 90%以上），故两公司的毛利率接近，均在 26%-27%；但两公司的净利率有所差别，煌上煌的净利率较绝味高 2-3 个百分点。净利率的差别主要来源于营销费用投入的差别，绝味的营销费用高于煌上煌。绝味每年仅广告投入就占总收入的 3%左右；我们估计其销售费用率在 9 个百分点左右。

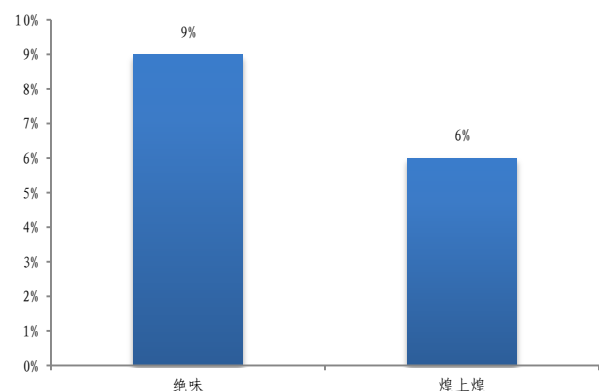
在我们的草根调研结果看，绝味的广告数量远高于煌上煌。目前绝味已经推出数个线上广告，煌上煌的相关广告还未看到；线下的广告包括公交车和推广活动等，两家公司均有所见。

图 10：绝味与煌上煌净利率对比



资料来源：wind, 长城证券研究所

图 11：绝味与煌上煌销售费用率对比（估计值）



资料来源：wind, 长城证券研究所

### 1.6、上游供应

山东和苏北地区是鸭子加工屠宰厂聚集之地。两家公司的主要供应商都来自于此。其中，山东六合集团是两家公司的最大供应商，供应量都超过了两家总采购量的 25%。

煌上煌具备“养殖-屠宰-食品加工-销售网络”一体化产业链。其自养鸭主要是鄱阳湖地区的麻鸭，用于生产烤全鸭产品，占公司总采购量比例 10%左右，对稳定原材料供应有一定帮助。

可以说，卤肉制品企业上游价格基本都随几家主要供应商决定。卤肉制品价格转嫁能力较强，近几年 CPI 波动较大，但绝味和煌上煌毛利相对稳定。

### 1.7、未来扩张空间

**绝味：**未来 2-3 年，仍计划保持每年 1000 多家的开店速度。新开门店朝两个方向扩张，1、目前公司较为成熟的市场有湖南、江西、贵州等省，对于新进入省份仍有较多空白处，是未来门店开设的主要地点；2、向县级城市扩张：公司平均每个省只有 20 多家门店，即使是在成熟市场也仅覆盖了地级市，县级市仍有较大的发展空间。

**煌上煌：**由于前期发展慢，煌上煌扩张区域空间更大，仍有较多省份未有覆盖。但未来几年主要靠现有市场扩张，在原有基础上做透。公司计划在江西新开 71 家门店，广东 80 家，福建 61 家，辽宁 35 家，陕西 18 家，浙江 23 家。除此之外也会有一定数量的新进入市场。

### 1.8、多元化业务空间

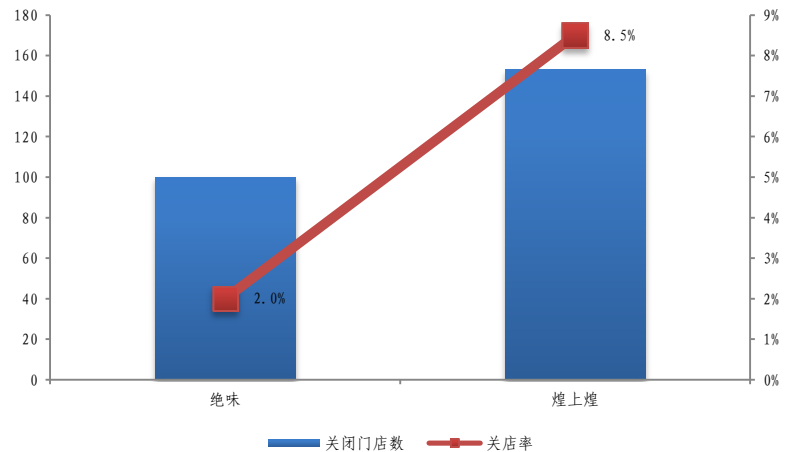
**绝味：**未来还可能做餐桌食品，但目前还是以做深现有产品为主。几年内并购会逐渐增加，特别是吸收一些地方性品牌，就当地受欢迎产品进行改进以补充自己的产品结构，之前就有跟德州扒鸡、道口烧鸡等探讨过并购或合作等事宜。包装食品暂时还不是发展重点，主要原因是包装食品大都有添加剂不如现有产品新鲜，利润率看也没有很大吸引力。

**煌上煌：**除传统卤制品外，公司积极利用自身优势，未来将介入鸭子的屠宰行业。目前公司的全资子公司-煌大食品负责公司的屠宰链条，但基本都是自产自销，在母公司的报表中内部抵消了并不表现出利润。公司介入屠宰业的主要考虑是公司本身具备屠宰设备且在鸭子屠宰这个细分领域具有优势，而且随着食品安全越发受到重视，规模化的屠宰是未来的大趋势，公司作为上市公司有更高的信誉度去承担这个责任和达到这个规模。目前公司屠宰能力为 3000 万羽/年，屠宰后的产能可通过农贸市场和商超进行销售，估计贡献收入 10 亿以上，但屠宰毛利率较低，是否真能贡献利润成为主要问题。

### 1.9、门店淘汰率

两家公司都会对一些不合格的门店定期进行淘汰，包括卫生不合格、亏损较为严重或者因为整修而暂时关闭的门店。绝味 12 年的门店淘汰率仅有 2%，且主要是门店整修等而临时关闭的。而煌上煌 12 年关闭门店 153 家，排除临时关闭的，关店率之高主要原因在于上市后卫生要求增高而进行整顿。

图 12：绝味和煌上煌 12 年关闭门店对比



资料来源：长城证券研究所

### 1.10、食品安全的管控

卤肉制品行业企业对食品安全问题非常重视，以下几种方式是绝味和煌上煌针对该问题的应对措施。一、全冷链物流配送；二、信息系统对加盟商产品存销情况进行统计分析，实施配送；三、销售人员对加盟商进行督导。争论这些措施的实际效用意义不大，关键是执行力。所有应对措施都是相对的，无法保证食品 100%安全，这也是投资这一类企业的主要风险。企业的目标是将食品安全问题降到最小，而不可能消除该问题。绝味和煌上煌是卤肉制品行业的领头羊，在食品问题上相对领先。更加严密的管控措施也需要整个行业进一步探索。

## 2. 对比后的思考-核心竞争力

卤肉制品企业的品牌和渠道优势至关重要。煌上煌和绝味是行业中最大的两家公司，都具备这两方面的先发优势。

**品牌优势：**品牌消费在我国各行业已是大趋势，特别是食品加工行业，消费者对大品牌的食品安全更加放心。大部分农贸市场小摊铺是无品牌的，在未来竞争必将处于劣势，而领头羊企业投入资金在地面和线上做广告，已经初步建立的品牌形象。待到领头羊企业快速扩张结束，还会针对套牌商铺进行打击，据了解，绝味已经开始这一过程。

**渠道优势：**首先，一家店铺的初始投入需要 10-20 万，一般加盟商若不出现亏损，不会放弃这部分初始成本转头其他企业；其次，加盟商会优先选择大品牌



企业，大品牌企业诚信度高，配套服务好，消费者认可度高。但是加盟费也将影响到加盟商的选择，目前来看，几个比较大的品牌，包括煌上煌、绝味在内的加盟费相近（5000-8000元），保证金都在2万元左右。一些小品牌的加盟费可能会低一些，但品牌实力弱，不一定成为加盟商的首选。

我们认为产品的口味和门店开设的先发优势并不是公司的核心竞争力。

从网络上关于“绝味、煌上煌和周黑鸭哪个好吃”的投票结果看，煌上煌和绝味的产品口味虽有差别，但都吸引着各自消费群体，不存在一边倒的局势。有理由相信，各主要产品已形成各自风格，产品口味并不是决定企业成败的核心因素。

表 1：网络关于三家卤肉企业口味的调查结果

哪个好吃	房网论坛（关于三者的对比）	房网论坛（绝味和煌上煌的对比）	奥一论坛
绝味	10	23	24
煌上煌	16	27	26
周黑鸭	23	未参与投票	未参与投票
三者差不多 或各有特色	5	6	8

资料来源：长城证券研究所

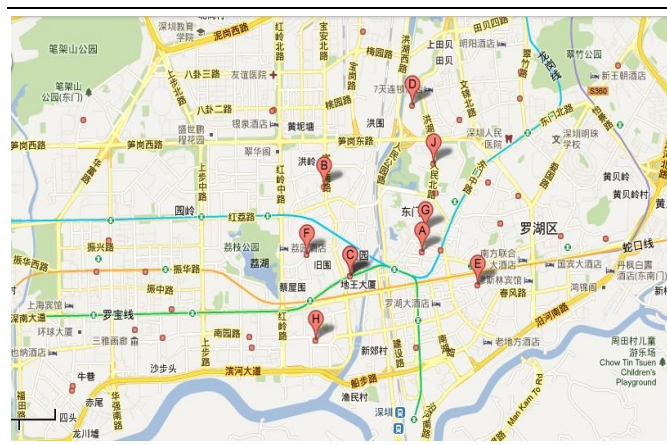
绝味虽然更早的进行全国化布局，但门店现行开设在竞争上并不具备先发优势。鸭脖门店的开设具有像肯德基和麦当劳一样的“贴身战术”的影子。从深圳罗湖区两家企业门店看，煌上煌共 32 家门店，绝味 33 家；在振华路、地王大厦、牛巷、东门等多地门店都有重合。总体而言，两家的门店都集中开设在人流多的区域，且间隔差距也差不多。所以说，未来煌上煌的扩张只需依据绝味门店设点路线即可。

图 13：煌上煌在深圳罗湖的门店布局



资料来源：google 地图, 长城证券研究所

图 14：绝味在深圳罗湖的门店布局



资料来源：google 地图, 长城证券研究所

### 3、投资建议

通过煌上煌和绝味的对比，我们认为煌上煌与绝味相近，可以复制绝味快速扩张的过程，只是速度可能会依据公司战略作出调整。随着新门店的开设以及老门店的逐渐成熟，业绩将会显著提高。预计 12-14 年 EPS 分别为 0.95 元、1.01 元、1.33 元，目前股价对应 PE 分别为 23X、22X、17X。考虑到全国化市场广阔，门店扩张速度加快，首次给予“推荐”评级。

### 4、风险提示

- 食品安全风险：食品安全是加盟连锁企业也是食品企业的主要风险之一；
- 新开门店数不达预期；
- 门店关闭数量超预期。

附表：盈利预测表

利润表 (百万)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	694.47	886.13	890.91	1,108.52	1,501.61
营业成本	535.34	675.10	659.02	814.77	1,103.68
销售管理费用	29.37	47.09	53.45	68.73	97.60
折旧与摊销	41.64	49.45	52.56	65.40	88.60
财务费用	0.86	4.29	-0.03	-6.98	-7.55
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	83.11	103.72	121.45	161.05	211.77
营业外收支	-1.08	3.74	5.00	2.00	1.50
利润总额	82.03	107.47	126.45	163.05	213.27
所得税	21.42	26.37	29.08	37.50	49.05
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	60.61	81.10	97.37	125.55	164.22

**资产负债表**

(百万)

流动资产	231.80	302.78	1,192.01	1,261.77	1,476.08
货币资金	28.75	48.28	957.61	971.84	1,083.34
应收账款	6.64	9.32	9.80	12.19	16.52
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	183.20	216.50	197.70	244.43	331.11
非流动资产	234.93	276.71	335.95	391.30	397.45
固定资产	161.67	204.74	267.37	324.83	331.40
资产总计	466.72	579.49	1,527.96	1,653.07	1,873.53
流动负债	168.30	200.16	122.65	122.21	178.45
短期借款	100.00	110.00	40.00	20.00	40.00
应付款项	29.66	27.36	26.36	32.59	44.15
非流动负债	5.98	5.78	5.00	5.00	5.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	174.28	205.95	127.65	127.21	183.45
股东权益	292.44	373.54	1,400.31	1,525.86	1,690.08
股本	92.90	92.90	123.88	123.88	123.88
留存收益	199.55	280.64	1,276.43	1,401.99	1,566.21
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和权益总计	466.72	579.49	1,527.96	1,653.07	1,873.53

**现金流量表**

(百万)

经营活动现金流	-44.21	66.59	128.40	114.41	126.45
其中营运资本减少	-108.39	-29.59	12.59	-35.97	-66.57
投资活动现金流	-100.56	-52.69	-78.47	-80.18	-34.96
其中资本支出	-57.92	-56.07	-79.75	-80.18	-33.26
融资活动现金流	104.12	5.63	859.40	-20.00	20.00
净现金总变化	-40.65	19.53	909.33	14.23	111.50

资料来源：wind、长城证券研究所

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>成长性</b>					
营业收入增长	34.18	27.60	0.54%	24.42	35.46
营业成本增长	30.86	26.11	-2.38%	23.63	35.46
营业利润增长	39.69	24.80	17.09	32.61	31.49
利润总额增长	39.27	31.00	17.67	28.94	30.80
净利润增长	34.78	33.80	20.06	28.94	30.80
<b>盈利能力</b>					
毛利率	22.91	23.81	26.03	26.50	26.50
销售净利率	8.73%	9.15%	10.93	11.33	10.94
ROE	20.73	21.71	6.95%	8.23%	9.72%
ROIC	20.27	18.67	18.67	20.66	23.51
<b>营运效率</b>					
销售管理费用/营业收入	4.23%	5.31%	6.00%	6.20%	6.50%
租赁费用/营业收入	6.00%	5.58%	5.90%	5.90%	5.90%
财务费用/营业收入	0.12%	0.48%	0.00%	-0.63%	-0.50%
投资收益/营业利润	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税/利润总额	26.11	24.54	23.00	23.00	23.00
应收账款周转率	87.03	92.71	81.02	77.22	77.39
存货周转率	2.68	3.26	2.98	2.83	2.84
流动资产周转率	2.60	1.19	0.73	0.81	0.93
总资产周转率	1.33	0.84	0.56	0.63	0.74
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.34	35.54	8.35%	7.70%	9.79%
流动比率	1.38	1.51	9.72	10.32	8.27
速动比率	0.29	0.43	8.11	8.32	6.42
<b>每股指标 (元)</b>					
EPS	0.65	0.87	0.95	1.01	1.33
每股净资产	3.15	4.02	11.30	12.32	13.64
每股经营现金流	-0.48	0.72	1.04	0.92	1.02
每股经营现金/EPS	-0.73	0.82	1.09	0.91	0.77
<b>估值</b>					
PE	34.18	25.54	23.47	22.00	16.82
PEG	1.24	0.96	0.79	0.71	-
PB	7.08	5.55	1.97	1.81	1.63
EV/EBITDA	22.80	17.92	19.96	15.58	12.05
EV/SALES	3.14	2.47	3.15	2.51	1.87
EV/IC	5.47	4.58	5.36	4.46	3.94
ROIC/WACC	2.40	2.21	2.21	2.44	2.78
REP	2.28	2.08	2.43	1.83	1.42

## 研究员介绍及承诺:

**张勇:** 经济学硕士, 2001 年加入长城证券, 现任金融研究所副所长, 从事宏观策略研究。

**贺琪:** 香港中文大学生物学硕士, 2012 年加入长城证券, 任食品饮料行业研究助理。

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

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%-15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%-5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券销售交易部

### 深圳联系人

刘璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com  
王涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com  
陈方圆: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com  
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

### 北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
杨洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com  
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李彦仪: 010-88366060-8750, 18611670060, lyany@cgws.com  
安雅泽: 010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cgws.com

### 上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
陈韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgws.com

## 长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 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 10 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>