

投资评级：强烈推荐（维持）

分析师

顾锐 0755-83675954

Email: gurui @cgws.com

执业证书编号: S1070516040001

杨超 0755-83663214

Email: ychao@cgws.com

执业证书编号: S1070512070001

余嫒嫒 021-61680360

Email: yuyy@cgws.com

执业证书编号: S1070512120001

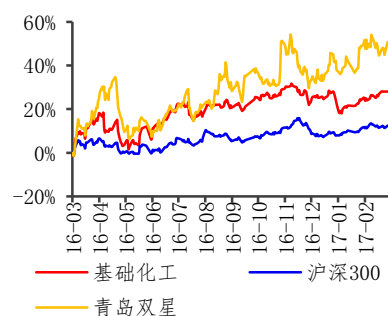
市场数据

目前股价	8.8
总市值（亿元）	59.36
流通市值（亿元）	55.26
总股本（万股）	67,458
流通股本（万股）	62,797
12 个月最高/最低	9.37/5.65

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,293	3,787	4,355
(+/-%)	10.0%	15.0%	15.0%
净利润	102	167	229
(+/-%)	67.1%	63.0%	37.2%
摊薄 EPS	0.15	0.25	0.34
PE	58.0	35.6	25.9

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

收购锦湖轮胎，勇于迎接机遇与挑战

——青岛双星（000599）公司动态点评

投资建议

青岛双星旗下并购基金签署锦湖轮胎收购协议，一旦并购成功，对青岛双星将既是巨大的机遇，同时也带来巨大的挑战。我们认为，双方更大可能会实现优势互补，加快双星轮胎走向世界，助力公司实现全球化布局，推动公司跨越式发展，促进民族轮胎工业崛起。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.15、0.25、0.34 元，对应 PE 分别为 58X、36X、26X，维持“强烈推荐”评级。

投资要点

- **事件：**青岛双星接到其发起设立青岛星微股权投资基金中心（有限合伙）（以下简称“星微基金”）的通知，星微基金控股子公司青岛星微国际投资有限公司签订了《股份买卖协议》，青岛星微国际投资有限公司将作为该《股份买卖协议》的买方，在约定的先决条件满足的前提下，出资 9550 亿韩元（约 8.34 亿美元），收购锦湖轮胎 42.01% 股权。如果收购成功，将取得相对控股地位。
- **青岛双星收购锦湖轮胎对双方的意义：**1、首先看青岛双星目前缺什么，锦湖轮胎有什么？国内轮胎行业在质量，技术上与国外轮胎企业距离在逐渐缩小，尤其是在中低端市场，已经与国外质量、技术接近。但在品牌、渠道、整车前装配套市场，差距巨大。青岛双星如果依靠自身力量，还需要比较长的时间去追赶。而锦湖轮胎在品牌、渠道、整车前装配套、国际市场布局方面，遥遥领先于国内轮胎企业。2、再看看锦湖轮胎缺什么，青岛双星又有什么？锦湖轮胎目前除了资金问题之外，股东非常分散（前两大股东是金融机构，合计持股不到 30%），缺乏一个强有力的股东支持（沃尔沃在吉利收购之前，也面临同样局面）。此外锦湖轮胎虽然具备一定品牌力，也在全球做了布局，但距离国际一流企业，仍然有相当大的差距。未来轮胎市场，中国是最具潜力的市场，而锦湖轮胎在中国的竞争力并不十分突出。青岛双星的优势一个是依托国内资本市场所具备的强大资金实力，能够作为一个强有力的股东以支持锦湖的发展。另外相对于锦湖轮胎的优势就是贴近中国市场的本土化优势。3、如果青岛双星与锦湖双方能够取长补短，合作顺利，就有望协同发展，共同走向新的繁荣。无论结果如何，这次收购对双星还是锦湖，都将会是非常值得关注的标的。因为一旦收购实现，对双星与锦湖双方都将只是故事的开始，对双方都会带来巨大的机遇与挑战，未来的演变、发展相信也会精彩纷呈，不应错过。从双方利益诉求角度分析，我们还是相信机会大于挑战。

- **锦湖轮胎是韩国第二大的轮胎生产企业，全球第十四大轮胎生产企业：**

<<业绩增长 50-80%; 竞购锦湖轮胎, 布局全球化发展>> 2017-01-20

<<3 季度延续高增长, 搬迁补偿到位, 增强资金实力>> 2016-10-31

<<中报业绩增长 105.82%, 发展态势良好>> 2016-09-01

锦湖轮胎成立于 1960 年, 是韩国第二大的轮胎生产企业, 全球第十四大轮胎生产企业, 公司全球化经营, 其轮胎产品销往全球 180 多个国家。锦湖轮胎在全球有 9 个生产基地, 分布在韩国 (3 个)、中国 (4 个)、越南 (1 个) 和美国 (1 个); 公司在全球拥有 5 个研发中心, 分布在韩国 (2 个)、美国 (1 个)、中国 (1 个) 和德国 (1 个); 公司还拥有 9 个海外销售公司。目前, 公司韩国地区轮胎业务收入占公司轮胎业务总收入的比例为 32.7%, 北美占 22.7%, 中国占 12%, 欧洲占 14.5%, 拉丁美洲占 4.5%。锦湖轮胎全球化经营, 是国际知名轮胎企业。根据 2015 年数据, 锦湖轮胎收入约 168 亿元人民币, 青岛双星收入为 30 亿元人民币, 锦湖为双星的 5.6 倍。2015 年, 锦湖轮胎产能为 6900 万套, 青岛双星为 1080 万套, 锦湖为双星的 6.4 倍。青岛双星目前实力, 不仅距离国际一线轮胎企业有较大距离, 就是跟国内领先企业相比, 也缺乏优势。如果成功收购锦湖, 青岛双星竞争实力上将会迈上一个新的台阶, 不仅取得国内领先, 在国际市场上也有望取得一席之地。加快双星轮胎走向世界, 助力公司实现全球化布局, 推动公司跨越式发展, 促进民族轮胎工业崛起。

- **锦湖轮胎持续亏损, 谋求股权转让:** 近年来, 受困于债务重组和中国区业务下滑, 锦湖轮胎经营业绩欠佳。2015 年, 锦湖轮胎实现营业收入 30,404 亿韩元 (约 168 亿人民币), 净利润-694 亿韩元 (约-3.8 亿人民币)。公司营业收入持续三年下滑, 净利润出现亏损。2016 年前三季度, 锦湖轮胎实现营业收入 21567 亿韩元, 同比下降 4.4%; 实现净利润-549 亿元, 亏损幅度加大。2016 年前三季度, 公司中国区业务收入同比下滑 14.6%, 北美区业务收入同比下滑 9.4%。锦湖轮胎持续亏损, 其股东谋求股权转让。
- **青岛双星通过旗下产业并购基金 (星微基金) 收购锦湖轮胎:** 2016 年底, 青岛双星出资人民币 9 亿元, 作为一般级有限合伙人, 与青岛国信资本投资有限公司、青岛国际投资有限公司、青岛国投得厚投资管理有限公司、青岛国信创新股权投资管理有限公司共同发起设立青岛星微股权投资基金中心 (有限合伙) (简称 “星微基金”)。星微基金总规模不超过人民币 100 亿元, 主要投资于国内外轮胎、汽车及上下游相关行业领域, 其投资的部分优质资产将作为青岛双星进行行业整合的储备资源。今天, 星微基金的控股子公司青岛星微国际投资有限公司与韩国发展银行为代表的锦湖轮胎的债权人签订了《股份买卖协议》, 青岛星微国际投资有限公司将作为该《股份买卖协议》的买方, 在约定的先决条件满足的前提下, 出资 9550 亿韩元 (约 8.34 亿美元), 收购锦湖轮胎 42.01% 股权。若优先购买权人在 30 天内没有行使其优先受让权, 则青岛双星将成功收购锦湖轮胎, 成为其第一大股东。协议的签署, 后面虽然还存在审批等不确定性, 但距离成功收购已经较为接近了。
- **风险提示:** 胎需求下降; 最终收购结构存在不确定; 中韩关系影响。

附：锦湖轮胎介绍

1. 锦湖轮胎基本情况

锦湖轮胎成立于 1960 年，是韩国第二大的轮胎生产企业，全球第十四大轮胎生产企业。公司全球化经营，轮胎产品销往全球 180 多个国家。

锦湖轮胎在全球有 9 个生产基地，分布在韩国（3 个）、中国（4 个）、越南（1 个）和美国（1 个）；公司在全球拥有 5 个研发中心，分布在韩国（2 个）、美国（1 个）、中国（1 个）和德国（1 个）；公司还拥有 9 个海外销售公司。2015 年公司海外收入约 18 亿美元。

2015 年底，锦湖轮胎的第一大股东为韩国友利银行，持股 14.2%；第二大股东为韩国发展银行，持股 13.5%。

图 1 锦湖轮胎股权结构

Shareholding Structure

(unit: share, %)

Shareholder	No. of shares	Shareholding Ratio
WOORI BANK	22,357,561	14.2%
KOREA DEVELOPMENT BANK	21,339,320	13.5%
ASIANA IDT	470,000	0.3%
ASIANA AIRPORT	176,200	0.1%
KUMHO BUSLINES	1,116,352	0.7%
OTHERS	112,533,725	71.2%
TOTAL	157,993,158	100.0%

资料来源：长城证券研究所整理

2015 年，锦湖轮胎拥有 6900 万套轮胎生产能力，其中韩国 3320 万套，中国 2850 万套，越南 330 万套，美国 400 万套。目前，锦湖轮胎的主要生产基地在韩国和中国。

图 2 锦湖轮胎的全球轮胎产能分布单位：百万套

ANNUAL PRODUCTION CAPACITY

[million units]

69



CHINA
28.5



KOREA
33.2



VIETNAM
3.3



USA
4.0

资料来源：长城证券研究所整理

2. 锦湖轮胎近几年财务数据

2015 年，锦湖轮胎实现营业收入 30,404 亿韩元（约 168 亿人民币），净利润-694 亿韩元（约-3.8 亿人民币）。公司营业收入持续三年下滑，净利润出现亏损。

表 1: 锦湖轮胎 2007 年至 2015 年营业收入、营业利润、净利润单位：人民币亿元

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
营业收入	187.6	153.9	169.7	207.2	215.1	238.9	213.6	195.7	167.7
同比 (%)		-18%	10%	22%	4%	11%	-11%	-8%	-14%
营业利润	5.2	1.8	-6.9	7.7	10.2	22.0	20.0	20.4	7.5
同比 (%)		-65%	-475%	-212%	33%	117%	-9%	2%	-63%
净利润	-3.1	-9.9	-45.6	-3.3	-1.8	7.3	5.5	7.4	-3.8
同比 (%)		224%	358%	-93%	-43%	-495%	-24%	34%	-152%

资料来源：长城证券研究所整理，

注：以期末历史汇率换算

2015 年底，锦湖轮胎拥有总资产 273 亿人民币，总负责 208 亿人民币，资产负债率 76%。

表 2: 2013 年至 2015 年锦湖轮胎资产负债表单位：人民币亿元

	2013 年	2014 年	2015 年
流动资产：			
现金及现金等价物	9	11	13
其他短期投资	16	16	11
应收款项合计	38	35	33
存货	35	33	30
其他流动资产	2	3	3
流动资产合计	100	97	90
非流动资产：			
固定资产净值	138	143	165
其他长期投资	8	6	6
商誉及无形资产	3	2	2
其他非流动资产	25	25	25
非流动资产合计	173	177	198
总资产	273	273	288
流动负债：			
应付账款及票据	23	25	21
短期借贷及长期借贷当期到期部分	148	51	94
其他流动负债	21	22	22
流动负债合计	193	98	136
非流动负债：			
长期借贷	2	87	60
其他非流动负债	13	13	23
非流动负债合计	15	100	82
总负债	208	198	218
股东权益：			

	2013 年	2014 年	2015 年
归属母公司股东权益	59	69	63
少数股东权益	7	7	7
股东权益合计	66	75	70
总负债及总权益	273	273	288

资料来源：长城证券研究所整理

注：以期末历史汇率换算

2015 年，锦湖轮胎销售毛利率为 25.5%，但销售净利润为-2.34%；公司管理费用较高，为 21.03%。

表 3: 2014 年至 2015 年锦湖轮胎主要财务指标单位：%

	2014 年	2015 年
销售毛利率	29.45	25.50
销售净利率	3.71	-2.34
营业利润/营业总收入	10.43	4.47
管理费用/营业总收入	19.02	21.03
财务费用/营业总收入	3.98	3.48
净资产收益率(平均)	11.64	-5.90
资产负债率	72.40	75.85

资料来源：长城证券研究所整理

2015 年，锦湖轮胎的轮胎业务实现销售收入 30046.7 亿韩元，其中韩国地区实现轮胎业务收入 9740 亿韩元，北美地区 6797.7 亿韩元，亚洲（除韩国）5173 亿韩元，欧洲 3811.8 亿韩元，拉丁美洲 1599.8 亿韩元。

图 3 锦湖轮胎的营业收入分区域结构单位：亿韩元

[KRW million]				
Product	Region	2013	2014	2015
Tires	Korea	1,077,346	1,031,391	974,041
	Europe	480,238	466,774	381,175
	North America	725,196	745,566	679,768
	Latin America	296,708	227,081	159,982
	Asia	689,285	548,067	517,325
	Others	390,242	374,966	292,375
	Total	3,659,015	3,393,645	3,004,667
Non-tire products		39,527	44,024	35,740
Total		3,698,542	3,437,669	3,040,407

资料来源：长城证券研究所整理

2016 年第三季度，公司韩国地区轮胎业务收入占公司轮胎业务总收入的比例为 32.7%，北美占 22.7%，中国占 12%，欧洲占 14.5%，拉丁美洲占 4.5%。

图 4 锦湖轮胎的轮胎业务收入分地区结构

	Korea	North America	China	EU	Latin America	ETC	Global
2015 3Q	30.0%	24.5%	13.1%	14.7%	4.4%	13.3%	100.0%
2016 3Q	32.7%	22.7%	12.0%	14.5%	4.8%	13.3%	100.0%

资料来源：长城证券研究所整理

3. 最新一期锦湖轮胎经营情况

2016 年前三季度，锦湖轮胎实现营业收入 21567 亿韩元，同比下降 4.4%；实现净利润-549 亿元，亏损幅度加大。

锦湖轮胎中国区业务收入同比下滑 14.6%，北美区业务收入同比下滑 9.4%。

我们估计锦湖轮胎中国区轮胎厂开工率仅有 57%，韩国本土轮胎厂开工率为 78%，而越南区轮胎厂开工率接近满产。

表 4: 2016 年前三季度锦湖轮胎营业收入、净利润、轮胎产量情况

	2016Q3	2016Q2	2016Q1	2016 年前三季度合计
营业收入(亿韩元)	7101	7448	7018	21567
	-1.0%	-5.1%	-7.0%	-4.4%
其中：韩国	2290	2400	2110	6800
	8.0%	-1.2%	-1.9%	1.5%
中国	840	900	950	2690
	-9.7%	-18.2%	-15.2%	-14.6%
北美	1590	1570	1570	4730
	-8.6%	-8.2%	-11.3%	-9.4%
欧洲	1020	1130	910	3060
	-1.9%	-1.7%	2.2%	-0.6%
净利润（亿韩元）	-320	-75	-154	-549
	-42.2%	-146.6%	-344.4%	66.4%
轮胎产量（万套）				
其中：韩国	628.5	667.2	656.1	1951.8
	34.4%	-9.5%	-1.0%	4.5%
中国	401.9	424.9	388.3	1215.1
	9.7%	-17.4%	-14.2%	-8.9%
越南	96.9	100.6	86.5	284
	8.9%	14.1%	5.9%	9.7%

资料来源：长城证券研究所整理

附：盈利预测表

利润表（百万）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,977.99	2,993.71	3,293.08	3,787.04	4,355.09	成长性					
营业成本	3,402.27	2,410.20	2,650.93	2,991.76	3,396.97	营业收入增长	-24.5%	-24.7%	10.0%	15.0%	15.0%
销售费用	187.22	197.97	217.34	246.16	283.08	营业成本增长	-28.2%	-29.2%	10.0%	12.9%	13.5%
管理费用	244.00	253.05	274.20	295.28	334.10	营业利润增长	85.6%	9.0%	101.8%	71.3%	40.1%
财务费用	79.26	64.86	39.45	45.54	52.82	利润总额增长	56.5%	-10.6%	81.4%	63.0%	37.2%
投资净收益	0.00	14.36	15.00	0.40	0.40	净利润增长	110.2%	5.3%	67.1%	63.0%	37.2%
营业利润	51.37	55.98	112.98	193.56	271.10	盈利能力					
营业外收支	27.53	14.56	15.00	15.00	15.00	毛利率	14.5%	19.5%	19.5%	21.0%	22.0%
利润总额	78.90	70.54	127.98	208.56	286.10	销售净利率	1.5%	2.0%	3.1%	4.4%	5.3%
所得税	20.73	11.34	25.60	41.71	57.22	ROE	2.3%	2.4%	3.8%	6.0%	7.8%
少数股东损益	-0.01	-2.07	0.00	0.00	0.00	ROIC	2.7%	2.7%	3.0%	5.3%	6.3%
净利润	58.18	61.26	102.38	166.85	228.88	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	4.7%	6.6%	6.6%	6.5%	6.5%
					(百万)	管理费用/营业收入	6.1%	8.5%	8.3%	7.8%	7.7%
流动资产	2,790.25	3,329.37	2,976.60	3,072.58	3,377.40	财务费用/营业收入	2.0%	2.2%	1.2%	1.2%	1.2%
货币资金	702.85	1,235.97	1,206.82	1,186.74	1,219.43	投资收益/营业利润	0.0%	25.7%	13.3%	0.2%	0.1%
应收帐款	739.36	770.48	799.81	867.91	998.09	所得税/利润总额	26.3%	16.1%	20.0%	20.0%	20.0%
应收票据	169.63	137.09	164.65	189.35	217.75	应收帐款周转率	5.04	3.97	4.19	4.54	4.67
存货	654.94	852.50	726.28	737.69	837.61	存货周转率	4.65	3.20	3.36	4.09	4.31
非流动资产	2,261.20	2,575.34	2,516.13	2,694.05	2,939.39	流动资产周转率	1.45	0.98	1.04	1.25	1.35
固定资产	1,941.73	2,281.78	2,230.03	2,415.41	2,668.22	总资产周转率	0.80	0.55	0.58	0.67	0.72
资产总计	5,051.45	5,904.71	5,492.73	5,766.63	6,316.80	偿债能力					
流动负债	2,389.61	2,597.62	2,221.97	2,379.08	2,769.03	资产负债率	50.4%	56.1%	51.5%	51.7%	53.4%
短期借款	883.38	918.38	1,000.00	1,000.00	1,000.00	流动比率	1.17	1.28	1.34	1.29	1.22
应付款项	959.84	1,384.70	1,089.42	1,229.49	1,396.02	速动比率	0.89	0.95	1.01	0.98	0.92
非流动负债	158.80	712.34	604.34	604.34	604.34	每股指标（元）					
长期借款	113.00	575.00	467.00	467.00	467.00	EPS	0.09	0.09	0.15	0.25	0.34
负债合计	2,548.41	3,309.96	2,826.31	2,983.42	3,373.37	每股净资产	3.71	3.85	3.95	4.13	4.36
股东权益	2,503.04	2,594.75	2,666.42	2,783.21	2,943.43	每股经营现金流	0.82	0.18	0.27	0.78	1.11
股本	674.58	674.58	674.58	674.58	674.58	每股经营现金/EPS	9.53	2.03	1.77	3.15	3.26
留存收益	1,811.22	1,833.90	1,905.57	2,022.36	2,182.58	估值					
少数股东权益	8.62	43.14	43.14	43.14	43.14	PE	102.04	96.90	57.98	35.58	25.94
负债和权益总计	5,051.45	5,904.71	5,492.73	5,766.63	6,316.80	PEG	3.12	1.49	0.92	0.96	-
现金流量表					(百万)	PB	2.37	2.29	2.23	2.13	2.02
经营活动现金流	554.70	124.21	181.33	525.88	746.58	EV/EBITDA	17.21	33.61	25.03	16.02	12.87
其中营运资本减少	82.68	258.55	-133.65	41.05	117.82	EV/SALES	1.52	22.45	43.04	25.33	19.46
投资活动现金流	-602.80	135.58	-400.00	-400.00	-200.00	EV/IC	1.60	1.53	1.51	1.47	1.40
其中资本支出	-270.53	-599.28	-400.00	-400.00	-200.00	ROIC/WACC	0.22	0.22	0.24	0.42	0.50
融资活动现金流	197.31	-74.99	-57.09	-50.05	-68.66	REP	7.39	7.02	6.60	3.59	2.79
净现金总变化	149.21	184.80	-275.76	75.83	477.91						

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺

顾锐: 2009 年至 2015 年任职于中山证券。2016 年加入长城证券金融研究所，任化工行业分析师。

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金，从事化工行业研究。2012 年加入长城证券，任化工行业分析师。

余嫒嫒: 2010-2012 年任职于国金证券，2012 年加入长城证券，任化工行业分析师。

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

长城证券股份有限公司（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任何其它任何用途。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**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

朱慧芳: 0755-8346 7943, 13823166780, zhuhf@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

王一: 021-61683504, 13761867866, wangy@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 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 8 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>