



# 理文造纸

## 3月初出现拐点

### 公司动态

#### 公司近况

我们在香港组织了理文造纸的反向路演,并注意到箱板纸行业在3月初出现拐点,纸价上涨和利润率提升已经到头。我们已察觉到去年12月份纸价涨幅超1000元/吨实属反常,并在2月初及时提示投资者注意风险,因为该板块将在3月进入淡季。目前市场仍将箱板纸看作纯周期性行业,主要根据价格和利润率趋势进行交易,但我们认为大部分纸厂2017年上半年的吨净利会比2016年下半年吨净利更高,且目前的价格回调很可能仅是价格回归到正常水平,而非未来会出现过度回调。

#### 评论

**3月前3周,纸价和利润率恶化足以令市场望而却步。**箱板纸价格较2月底的峰值下滑了445元/吨;而较3周前的峰值,瓦楞纸下滑了760元/吨,白板纸下滑了360元/吨。同时,国内外废纸价格在3月初以前仍保持增长,拖累行业吨毛利减少550元。

**库存水平呈现上行趋势或说明近期内可能结束补库存。**理文造纸正常的库存水平在1~2周左右。相比于春节前1~2天的库存水平,目前库存在4~5天,符合市场趋势。虽然目前库存仍处在合理水平,但市场对箱板纸价格和利润率下滑已经采取更加谨慎的态度。

**纸价更高的地区可能要面临由产能过剩带来的临近地区的价格竞争。**我们看到今明两年湖北、山东、浙江和福建的储备产能更多,这些省区临近玖龙纸业和理文造纸的两个核心市场——广东和江苏。虽然纸厂的最佳物流半径为500千米以内,但为了更好的消化过剩产能,临近省份的纸厂也可能打破这一规律,给广东和江苏等纸价和利润率较高地区的纸厂带来威胁。

**理文造纸的纸中业务迅速扩张,但近期内利润率可能下降。**近期木浆价格上涨,引发对公司利润率的担忧,此前公司整合的竹浆厂出现产能短缺,无法满足下游纸中产能的快速扩张,公司可能需要从外部购买纸浆,丧失成本优势。理文造纸今年的销量目标为30万吨以上,考虑公司的销量目标,我们预计纸中业务的利润贡献仍将有所增长,尽管成本增加可能造成吨净利下滑(完整版见第3页)。

#### 估值建议

我们预计理文造纸1季度的吨净利约为600港元/吨,同时希望近期出现的回调会减少产能的涌入,因此维持2017/18年吨净利预期562港元和569港元不变,即理文造纸仍能维持盈利的上行趋势。维持2018年底目标价7.25港元,对应1.5倍的历史市净率均值。考虑公司盈利增长前景稳定,维持推荐。

#### 风险

需求恶化;产能过剩;废纸和纸浆价格上涨。

#### 袁霏阳

分析员

feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727

#### 宋丽华

分析员

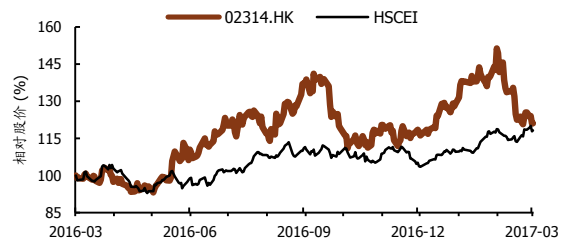
lihua.song@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080516080004

SFC CE Ref: AXE839

### 维持推荐

股票代码	02314.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 6.15
目标价	港币 7.25
52周最高价/最低价	港币 7.83~4.65
总市值(亿)	港币 280
30日日均成交额(百万)	港币 136.39
发行股数(百万)	4,539
其中:自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	20.37
主营业务	林业与造纸包装



(港币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	17,616	18,342	21,817	23,870
增速	3.0%	4.1%	18.9%	9.4%
归属母公司净利润	2,332	2,863	3,455	3,744
增速	22.4%	22.8%	20.7%	8.4%
每股净利润	0.51	0.63	0.76	0.82
每股净资产	3.80	3.71	4.26	4.84
每股股利	0.16	0.21	0.25	0.27
每股经营现金流	0.78	0.82	0.97	0.97
市盈率	12.0	9.8	8.1	7.5
市净率	1.6	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.4	9.0	7.7	6.7
股息收益率	2.6%	3.3%	4.0%	4.4%
平均总资产收益率	6.6%	8.1%	9.6%	9.9%
平均净资产收益率	13.4%	16.8%	19.1%	18.1%

资料来源:万得资讯,彭博资讯,公司信息,中金公司研究部



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万港元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	17,616	18,342	21,817	23,870	营业收入	3.0%	4.1%	18.9%	9.4%
营业成本	-14,037	-14,261	-17,043	-18,766	营业利润	19.9%	21.2%	19.1%	7.3%
营业费用	-318	-252	-300	-328	EBITDA	16.0%	18.2%	15.2%	7.9%
管理费用	-797	-875	-873	-955	净利润	22.4%	22.8%	20.7%	8.4%
其他	441	568	592	680	<b>盈利能力</b>				
营业利润	2,905	3,521	4,194	4,501	毛利率	20.3%	22.2%	21.9%	21.4%
财务费用	-155	-167	-146	-115	营业利润率	16.5%	19.2%	19.2%	18.9%
其他利润	0	0	0	0	EBITDA 利润率	21.4%	24.3%	23.6%	23.2%
利润总额	2,750	3,354	4,048	4,386	净利润率	13.2%	15.6%	15.8%	15.7%
所得税	-418	-491	-593	-642	<b>偿债能力</b>				
少数股东损益	0	0	0	0	流动比率	1.31	1.15	1.19	1.39
归属母公司净利润	2,332	2,863	3,455	3,744	速动比率	0.94	0.79	0.79	0.97
EBITDA	3,776	4,465	5,142	5,548	现金比率	0.35	0.16	0.12	0.20
扣非后净利润	2,332	2,863	3,455	3,744	资产负债率	51.6%	51.9%	47.7%	43.2%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	65.6%	73.0%	59.9%	43.3%
货币资金	2,959	1,274	954	1,538	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	4,869	4,960	5,201	5,916	总资产收益率	6.6%	8.1%	9.6%	9.9%
存货	3,092	2,914	3,156	3,323	净资产收益率	13.4%	16.8%	19.1%	18.1%
其他流动资产	122	45	45	45	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	11,042	9,193	9,356	10,821	每股净利润 (港元)	0.51	0.63	0.76	0.82
固定资产及在建工程	23,351	24,312	26,164	26,317	每股净资产 (港元)	3.80	3.71	4.26	4.84
无形资产及其他长期资产	1,206	1,495	1,495	1,495	每股股利 (港元)	0.16	0.21	0.25	0.27
非流动资产合计	24,557	25,807	27,659	27,812	每股经营现金流 (港元)	0.78	0.82	0.97	0.97
资产合计	35,599	35,000	37,015	38,634	<b>估值分析</b>				
短期借款	5,250	4,240	3,740	3,240	市盈率	12.0	9.8	8.1	7.5
应付账款	3,043	3,549	3,921	4,305	市净率	1.6	1.7	1.4	1.3
其他流动负债	156	174	205	225	EV/EBITDA	10.4	9.0	7.7	6.7
流动负债合计	8,449	7,964	7,867	7,770	股息收益率	2.6%	3.3%	4.0%	4.4%
长期借款	9,012	9,307	8,807	7,807					
非流动负债合计	9,914	10,213	9,804	8,904					
负债合计	18,363	18,177	17,671	16,674					
股本	114	114	114	114					
未分配利润	17,122	16,709	19,230	21,846					
股东权益合计	17,236	16,823	19,344	21,960					
负债及股东权益合计	35,599	35,000	37,015	38,634					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	2,750	3,354	4,048	4,386					
折旧和摊销	871	943	948	1,047					
营运资本变动	339	615	-79	-479					
其他	-418	-1,172	-502	-543					
经营活动现金流	3,542	3,741	4,414	4,411					
资本开支	-3,000	-3,970	-2,800	-1,200					
其他	15	0	0	0					
投资活动现金流	-2,986	-3,970	-2,800	-1,200					
股权融资	-411	-1	0	0					
银行借款	1,523	-716	-1,000	-1,500					
其他	-739	-739	-934	-1,127					
筹资活动现金流	372	-1,455	-1,934	-2,627					
汇率变动对现金的影响	-2	0	0	0					
现金净增加额	926	-1,684	-320	583					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

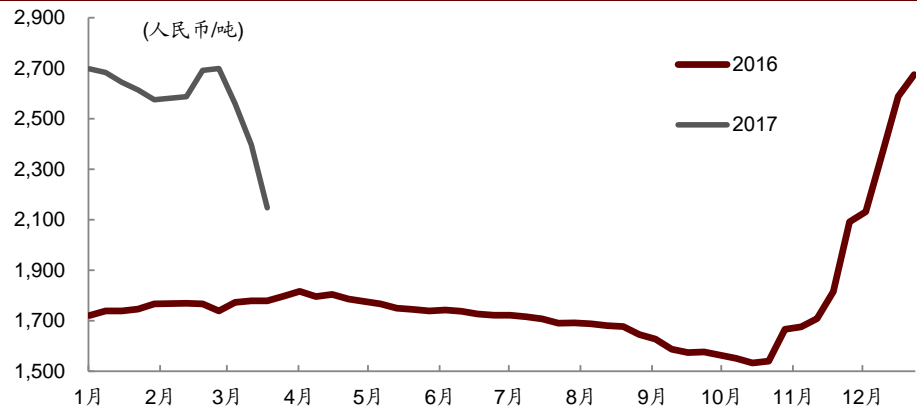
理文造纸有限公司是在全球具领导地位的箱板原纸及纸浆生产商之一。公司生产不同级别及规格的包装用牛皮箱板纸及瓦楞芯纸。公司致力于扩充规模及发展涵盖制浆及废纸回收的垂直业务模式，以确保原材料的稳定供应。



## 评论完整版

3月前3周，纸价和利润率恶化足以令市场望而却步。箱板纸价格较2月底的峰值下滑了445元/吨（降幅10%左右）；而较3周前的峰值，瓦楞纸下滑了760元/吨（降幅16%左右），白板纸下滑了360元/吨（降幅8%左右）。同时，国内外废纸价格在3月初以前仍保持增长，拖累行业吨毛利减少550元，较1月初的峰值下滑20%左右，目前吨毛利恢复至去年11月末的水平。理文造纸和玖龙纸业均宣布下调吨价200元左右，作为行业龙头，其降价幅度已经低于行业均值。整体而言，华北纸厂降价幅度高于华南纸厂，或因为华北纸厂2016年12月份提价幅度更大。

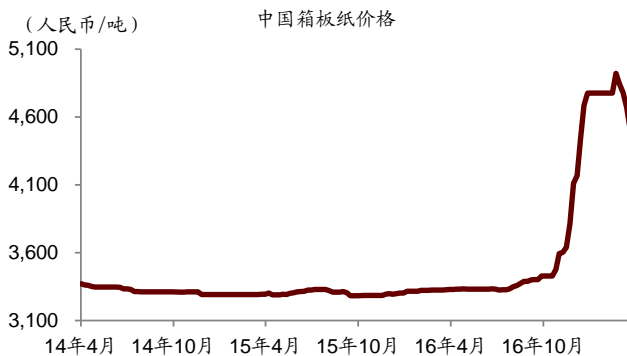
图表1：包装纸吨毛利



注：包装纸价格（含增值税）为箱板纸、瓦楞纸和白纸板价格的加权平均数，权重为下游消费量；废纸价格为之后1个月的国内废纸价格和之后2个月的海外废纸价格的加权平均数，权重为3:7；假设每吨包装纸消耗1.15吨废纸和0.6吨煤。

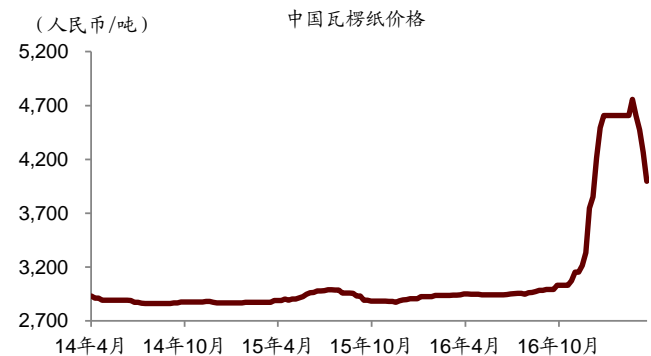
资料来源：万得资讯、纸业联讯、中金公司研究部

图表2：中国箱板纸价格



资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

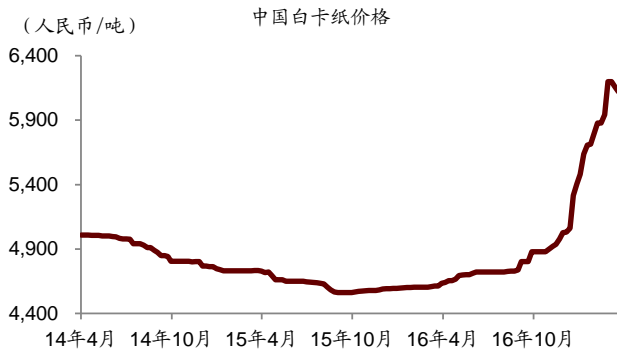
图表3：中国瓦楞纸价格



资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

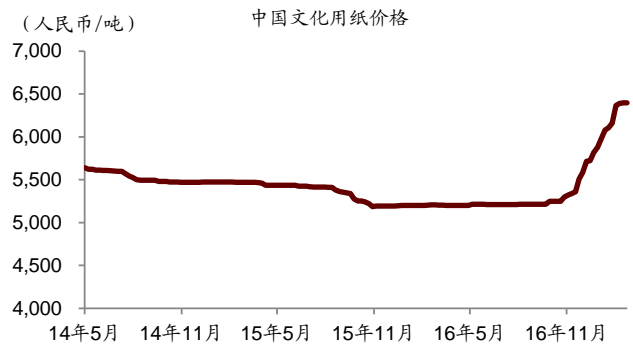


图表4：中国白卡纸价格



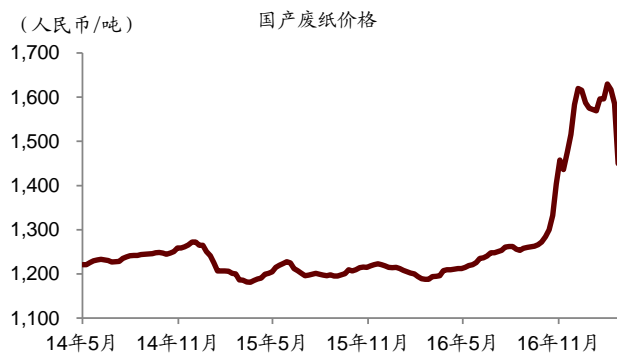
资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表5：中国文化用纸价格



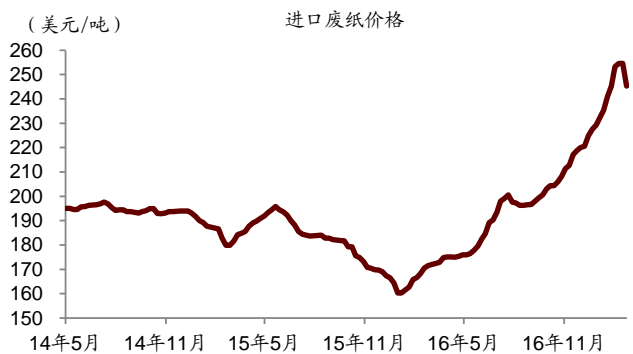
资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表6：中国国产废纸价格



资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

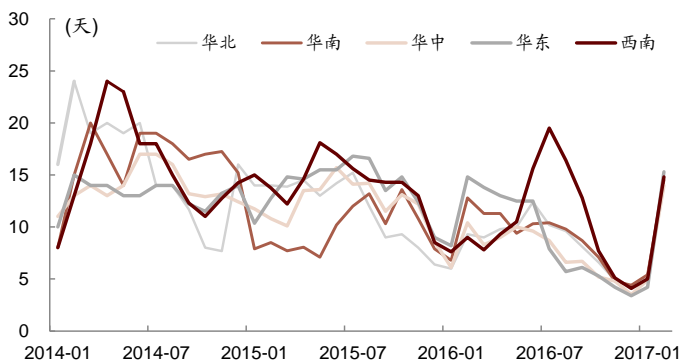
图表7：进口废纸价格



资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

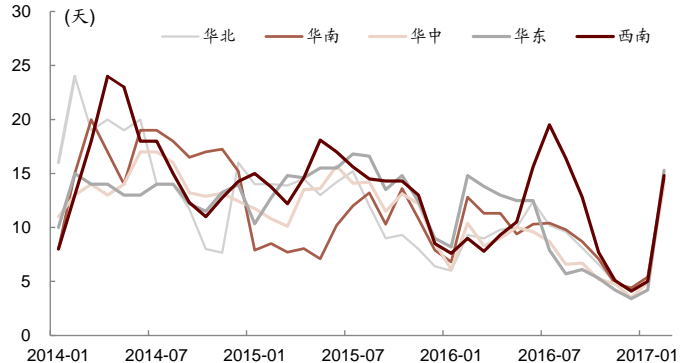
库存水平呈现上行趋势或说明近期内可能结束补库存。理文造纸正常的库存水平在1~2周左右。相比于春节前1~2天的库存水平，目前库存存在4~5天，符合市场趋势。虽然目前库存仍处在合理水平，但市场对箱板纸价格和利润率下滑已经采取更加谨慎的态度。

图表8：箱板纸库存水平



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

图表9：瓦楞纸库存水平



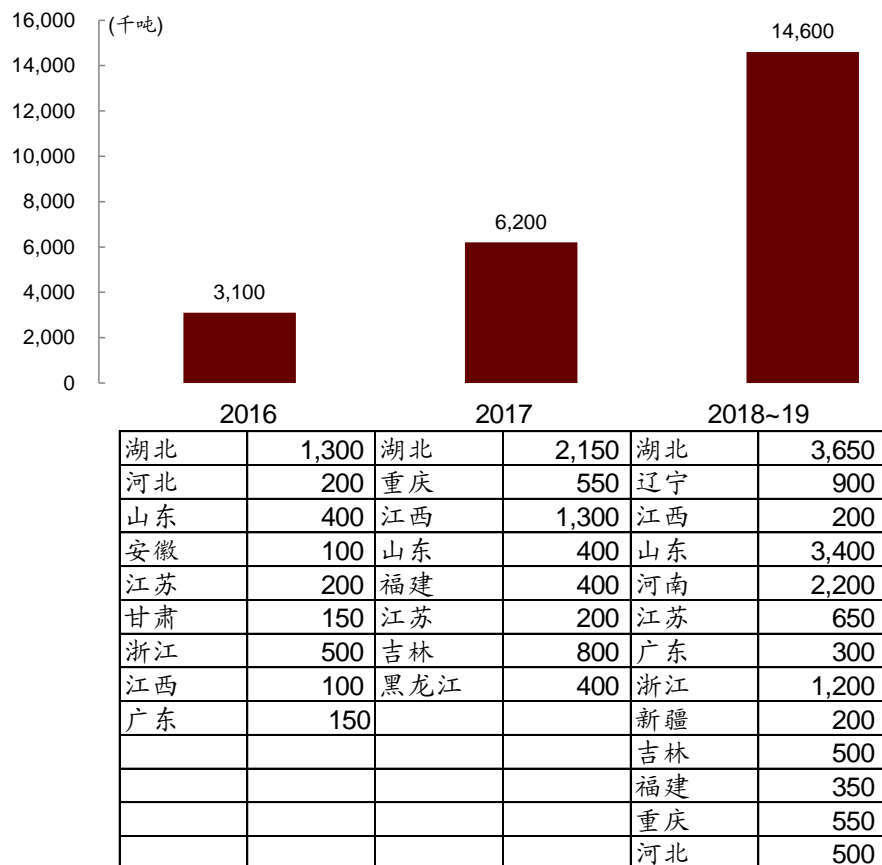
资料来源：卓创资讯，中金公司研究部



利润率提升吸引新产能，理文造纸也确认了文化用纸产能转箱板纸产能的可行性。最近的案例是山东太阳纸业将80万吨文化用纸产能牌照转为生产箱板纸，因为后者利润更高。市场可能担心还会有类似文化用纸产能转箱板纸产能的情况，但是我们认为可能性很低，因为从今年1季度起文化用纸价格和利润率迅速提升，而箱板纸价格和利润率则呈现下行趋势，这将使得有此意愿的纸厂不会再将其付诸行动。

纸价更高的地区可能要面临由产能过剩带来的临近地区的价格竞争。我们看到今明两年湖北、山东、浙江和福建的储备产能更多，这些省区临近玖龙纸业和理文造纸的两个核心市场——广东和江苏（收入和利润贡献口径）。虽然纸厂的最佳物流半径为500千米以内，但为了更好的消化过剩产能，临近省份的纸厂也可能打破这一规律，给广东和江苏等纸价和利润率较高地区的纸厂带来威胁。

图表 10：包装纸新产能估算（2016~2019）

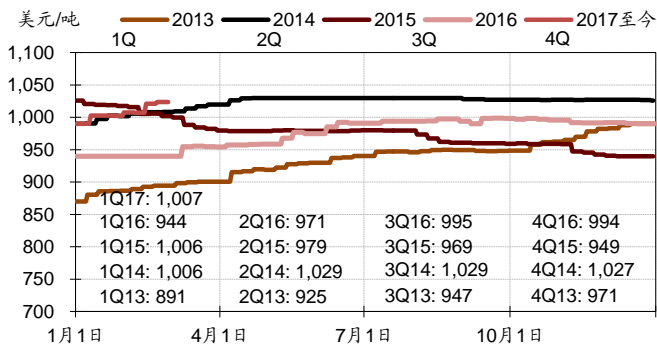


资料来源：纸业联讯、公司资料、中金公司研究部

理文造纸的纸巾业务迅速扩张，但近期内利润率可能下降。近期木浆价格上涨，引发对公司利润率的担忧，此前公司整合的竹浆厂出现产能短缺，无法满足下游纸巾产能的快速扩张，公司可能需要从外部购买纸浆，丧失成本优势。这也可以从2016年下半年利润率较上半年利润率有所下降中看出，尽管销量同比增长许多。理文造纸今年的销量目标为30万吨以上，且明年的目标可能更高，以消化已经投资的60万吨产能，考虑公司的销量目标，我们预计纸巾业务的利润贡献仍将有所增长，尽管成本增加可能造成吨净利下滑。

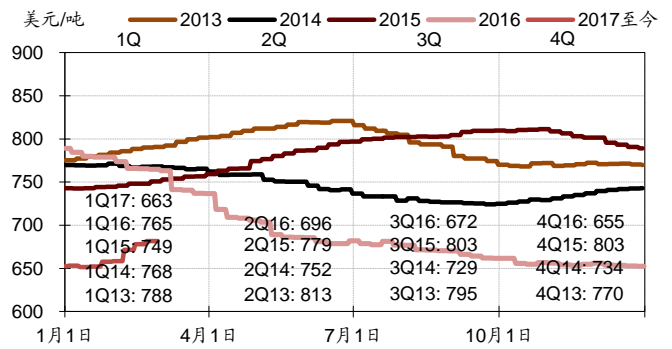


图表 11: 进口长纤价格



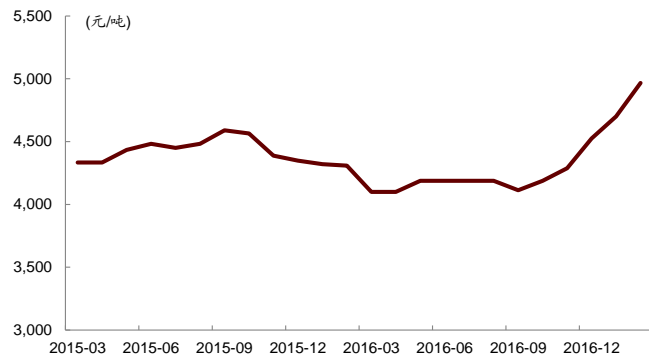
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 12: 进口短纤价格



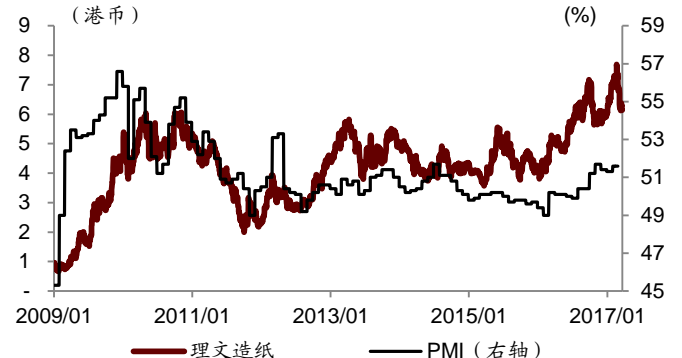
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 13: 国内竹浆价格



资料来源: 纸业联讯, 中金公司研究部

图表 14: PMI 与理文造纸股价对比



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 15: 每吨经营数据比较

(港币/吨)	1H13	2H13	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16	2016A	2017E	2018E
营收	3,485	3,392	3,465	3,299	3,237	3,242	3,137	3,367	3,258	3,644	3,717
成本	(2,869)	(2,836)	(2,855)	(2,694)	(2,569)	(2,593)	(2,408)	(2,646)	(2,533)	(2,847)	(2,923)
毛利	616	556	609	604	668	649	729	721	725	797	795
其他收入	79	78	64	89	55	107	116	87	101	99	106
分销管理费用	(185)	(193)	(193)	(217)	(217)	(193)	(196)	(204)	(200)	(196)	(200)
财务费用	(29)	(32)	(48)	(38)	(26)	(30)	(33)	(27)	(30)	(24)	(18)
所得税	(64)	(37)	(52)	(67)	(63)	(91)	(81)	(93)	(87)	(99)	(100)
吨净利	418	374	381	372	417	445	536	483	508	577	583
经常性吨净利	392	366	385	358	435	488	524	466	493	562	569

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

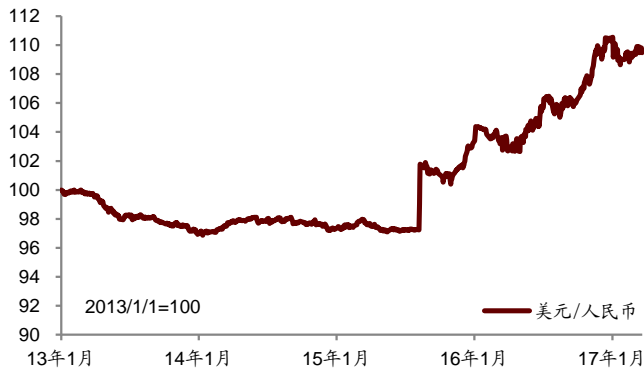
图表 16: 估值表

公司	代码	股价		市值	评级	市盈率(x)			市净率(x)			净资产收益率			股息收益率(%)			EV/EBITDA(x)		
		2017/3/23	目标价			2015A	2016A/E	2017E	2015A	2016A/E	2017E	2015A	2016A/E	2017E	2015A	2016A/E	2017E	2015A	2016A/E	2017E
<b>林业造纸</b>																				
理文造纸	2314.HK	6.15	7.25	27,912	推荐	12.0	9.8	8.1	1.6	1.7	1.4	13.6	17.1	17.9	2.6	3.3	4.0	10.5	9.1	7.7
玖龙纸业	2689.HK	8.74	9.99	40,829	推荐	25.9	32.6	8.9	1.4	1.4	1.2	5.5	4.2	13.7	0.9	1.7	2.2	12.0	9.3	7.1
维达国际	3331.HK	15.00	19.10	17,074	中性	54.2	26.1	21.6	3.0	2.2	2.0	5.6	8.5	9.3	0.3	0.9	1.3	15.8	11.3	9.9
恒安国际	1044.HK	59.90	68.77	72,173	中性	20.1	18.7	17.6	4.4	4.4	4.3	22.0	23.6	24.6	3.3	5.2	5.6	12.8	12.1	11.2
平均						28.0	21.8	14.0	2.6	2.4	2.3	11.7	13.3	16.4	1.8	2.8	3.3	12.8	10.4	9.0

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司研究部

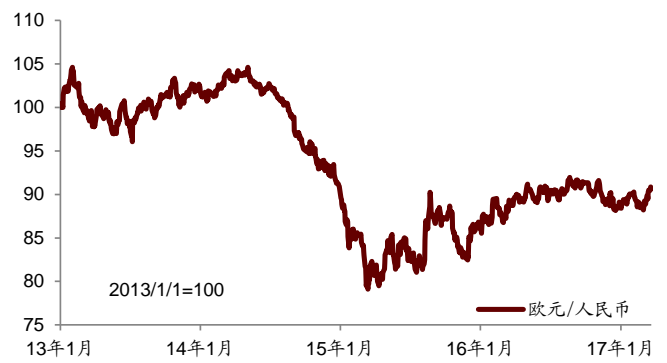


图表 17：美元/人民币汇率走势



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 18：欧元/人民币汇率走势



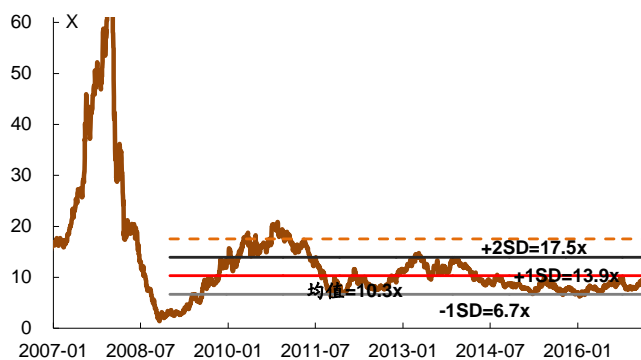
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 19：关键假设

百万港币	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>销售量 (千吨)</b>						
箱板纸	3,861	3,945	4,316	4,565	4,793	5,033
瓦楞纸芯	431	508	509	397	417	438
灰底白卡纸	519	437	425	454	477	501
木浆	128	163	140	73	-	-
纸巾	-	10	48	141	300	450
<b>单价 (港币/吨)</b>						
箱板纸	3,410	3,355	3,146	3,140	3,454	3,454
瓦楞纸芯	3,146	3,045	3,039	3,123	3,436	3,436
灰底白卡纸	3,470	3,503	3,280	3,222	3,545	3,545
木浆	5,058	4,357	4,822	4,129	-	-
纸巾	-	7,392	8,842	7,130	7,130	7,130
<b>收入</b>						
箱板纸	13,166	13,237	13,576	14,334	16,556	17,384
瓦楞纸芯	1,356	1,547	1,547	1,240	1,432	1,504
灰底白卡纸	1,801	1,531	1,394	1,463	1,690	1,774
木浆	647	710	675	303	-	-
纸巾	-	74	424	1,002	2,139	3,209
综合毛利率	17.0%	18.0%	20.3%	22.2%	21.9%	21.4%
销售管理费用率	5.5%	6.1%	6.3%	6.1%	5.4%	5.4%
息税前利润率	17.8%	19.0%	21.4%	24.3%	23.6%	23.2%
息税前利润率	13.8%	14.2%	16.5%	19.2%	19.2%	18.9%
税前利润率	12.9%	12.9%	15.6%	18.3%	18.6%	18.4%
税率	11.1%	13.8%	15.2%	14.6%	14.6%	14.6%
净利率	11.5%	11.1%	13.2%	15.6%	15.8%	15.7%
息税前吨利润 (港币/吨)	612	643	694	793	859	864
吨净利 (港币/吨)	394	376	429	508	577	583
财务费用	149	215	155	167	146	115

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 20：市盈率区间



资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

图表 21：市净率区间



资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
翻译：张懿  
编辑：杨梦雪





## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455



CICC  
中金公司

