

黑牛食品 (002387)

增持/ 首次评级

股价：RMB40.39

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141

021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000210080001

021-68498639 hongting@lhqz.com

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000210080005

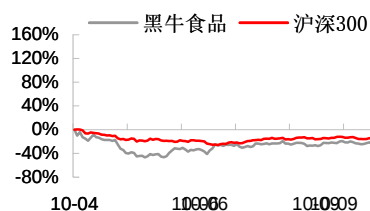
021-68498637 luhuy@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	133.5
流通A股(百万股)	33.5
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	1353.06

最近52周与沪深300对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

产能急剧扩张、双蛋动车潜力大

- **特色植物蛋白、双蛋白饮料发展机会大。**我国软饮料市场发展迅速，含乳及植物蛋白饮料增速略高于平均水平，其收入占比 14%。蛋白饮料原材料来源的食用、吸收便利性，很大程度上决定了细分品类的发展空间，由此看好特色植物蛋白、双蛋白饮料市场前景。
- **含乳及一般的植物蛋白饮料(包括双蛋白饮料)，农村市场产品竞争力强劲。**农村市场最关键的是价格合适、质量有保证。中低收入群体最适宜“物美价廉”策略，对价格变动高度敏感，因此合理的价格是最重要的。含乳及双蛋白饮料，成本远低于纯牛奶，价格低廉、口感佳，在农村市场产品竞争力强劲。这也是娃哈哈、太子奶、小洋人、黑牛食品看重农村市场的根本原因。
- **豆奶粉为主、液态豆奶是增长亮点。**公司收入、利润大部分来源于豆奶粉。2010 年上半年，豆奶粉、液态豆奶收入占比分别为 64%、16%。2009 年至今豆奶粉增速下降，主要是产能瓶颈。募投项目有望明年上半年投产，将显著提升豆奶销量。液态豆奶是公司的增长来源，2009 年于安徽投产，今年已拓展至周边省份，定位于二、三线城市及农村儿童市场。目前双蛋动车处于市场培育期，明年将进入快速成长期，实现销售收入翻倍。
- **产能急剧扩张成公司主线。**募投项目、超募资金大多用于产能扩张，尤其是液态豆奶，产能连年翻番。豆奶粉产能也快速增加，为收入高增长奠定基础。研发和销售，是软饮料企业的核心驱动力。公司独特的车销模式、大量的研发投入带来的新产品推出，构成企业核心竞争力。
- **盈利预测与评级。**公司豆奶粉业务成熟，未来更多保持稳定增长；液态豆奶是公司增长来源，市场空间广阔，明年进入快速成长期。我们预计：2010-2012 年每股收益 0.68、1.03、1.47 元，目前股价对应市盈率 57X、38X、26X，给予“增持”评级。

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	586.2	470.0	678.1	914.0	1217.3
(+/-%)	16.8	10.0	15.7	34.8	33.2
归属母公司净利润(百万元)	67.3	61.4	91.4	137.6	196.0
(+/-%)	19.4	40.0	35.9	50.5	42.5
EPS(元)	0.50	0.30	0.68	1.03	1.47
P/E(倍)	80.2	87.9	56.5	37.5	26.3

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

一、特色植物蛋白、双蛋白饮料发展机会大.....	3
二、二三线、农村市场空间广阔.....	5
三、豆奶粉为主、液态豆奶是增长亮点.....	6
3.1 豆奶粉起家，平稳增长，产能瓶颈明年解决.....	7
3.2 液态豆奶是增长亮点.....	8
四、产能急剧扩张成公司主线.....	9
4.1 募投、超募资金带来产能急剧增加.....	9
4.2 不断开发新产品、丰富产品线.....	10
4.3“车销”模式构成企业核心竞争力.....	11
五、盈利预测与评级.....	11
六、风险提示：.....	12

图 1 各种软饮料历年收入增速.....	3
图 2 2010 年 8 月各种软饮料收入占比.....	3
图 3 含乳、双蛋白饮料代表产品销售收入.....	5
图 4 双蛋动车拓展省份农村居民家庭人均收入增速.....	6
图 5 公司 2010 年上半年收入、利润分布.....	6
图 6 公司 2010 年上半年收入分区域.....	7
图 7 国内豆奶粉市场份额.....	7
图 8 豆奶粉历年收入及增速.....	8
图 9 双蛋动车半年度销售收入.....	8
图 10 娃哈哈营养快线历年销售收入及增速.....	9
图 11 公司各产品历年产能扩张.....	10
图 12 发酵型豆奶 250ml、原味 450ml、我最牛 190ml.....	10

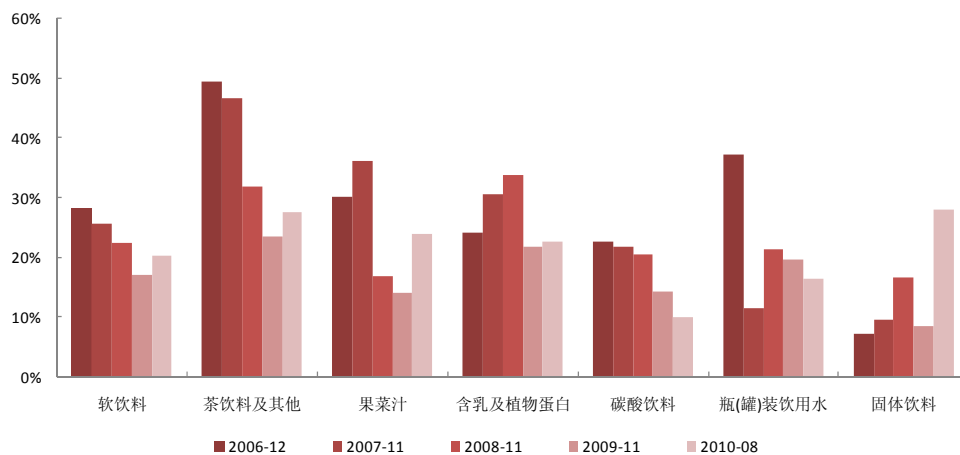
表 1 含乳及植物蛋白饮料之原材料食用便利性比较.....	4
表 2 与双蛋动车类似的含乳及植物蛋白饮料分类.....	5
表 3 部分超募资金使用计划.....	9
表 4 公司分产品收入预测.....	11

一、特色植物蛋白、双蛋白饮料发展机会大

饮料出现的初衷是满足解渴需求，所以携带方便的包装是必不可少的，在此基础上，又发展出营养、功能、败火、情感、时尚等诉求。最具生命力的饮料是生活方式、文化、荣誉等的象征，形成强大的重复消费引力。

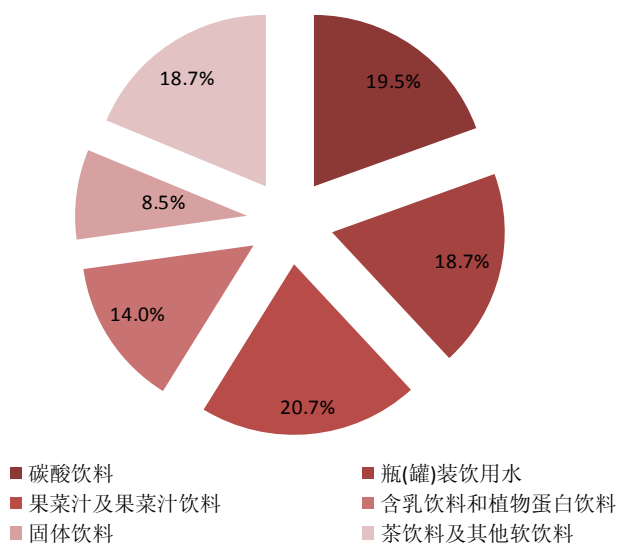
我国饮料市场发展迅速，人口基数、消费能力增强是其核心驱动力。碳酸饮料、瓶装饮用水、茶饮料是传统的三大强势品类，果汁饮料和功能性饮料正处于成长期。含乳饮料发展也很快，主要集中在儿童市场，在蒙牛“酸酸乳”、伊利“优酸乳”的大力推动下，也迅速普及。上述饮料品类竞争激烈，基本都是寡头垄断的市场格局。新进入者很难有机会，除非在品类基础上，开拓出新的需求，带来细分市场蓝海。

图 1 各种软饮料历年收入增速



资料来源: wind、国家统计局、华泰联合证券研究所整理

图 2 2010 年 8 月各种软饮料收入占比



资料来源: wind、国家统计局、华泰联合证券研究所整理

在整个饮料市场快速增长的背景下，植物蛋白饮料也取得迅速发展。植物蛋白饮料是指以大豆、花生、杏仁、核桃仁、椰子等植物果仁、果肉及大豆为原料，加工、调配后再经高压杀菌或无菌包装制得的乳状饮料。植物蛋白饮料市场竞争相对分散，尚未形成寡头垄断，新进入厂商发展机会较大。

蛋白饮料原材料来源的食用、吸收便利性，很大程度上决定了细分品类的发展空间。以牛奶为例，乳制品十年的高速发展，一方面是人们接受了牛奶的高营养，另一方面是牛奶食用方式的唯一性。以豆奶为例，大豆蛋白的营养性甚至优于牛奶，但是成规模的豆奶粉企业并不多。我们判断，主要是大豆蛋白的吸收来源较多（比如豆腐制品、豆浆等），冲击了豆奶粉食用形式。市面上也出现了红豆、绿豆、玉米等谷物类饮料，但市场开拓不如人意，主要是人们的意识中，谷类更多是作为主食，同时，餐饮企业自制也满足了很大一部分需求。

表 1 含乳及植物蛋白饮料之原材料食用便利性比较

含乳及植物蛋白饮料类型	代表产品	原料	原料食用形式	原料食用便利性	代表产品食用垄断性
牛奶	酸奶	原奶	酸奶	不能直接食用	高
	纯牛奶	原奶	纯牛奶	不能直接食用	高
含乳饮料	伊利优酸乳	牛奶	含乳饮料	只能大规模生产	高
	小洋人妙恋	牛奶	含乳饮料	只能大规模生产	高
	营养快线	牛奶+水果	含乳饮料	只能大规模生产	高
特色植物蛋白饮料	杏仁露	杏仁	杏仁露、直接食用	直接食用占比低	中高
	椰奶	椰子	椰奶、直接食用	携带不方便	高
	核桃露	核桃	核桃露、直接食用	壳硬、皮涩	中高
谷物饮料	红豆爽	红豆	红豆汤	家庭自制、很方便	低
	绿豆爽	绿豆	绿豆汤	家庭自制、很方便	低
	玉米汁	玉米	玉米汁、玉米棒	家庭自制、很方便	低
双蛋白饮料	银鹭花生牛奶	花生+牛奶	双蛋白饮料	只能大规模生产	高
	黑牛双蛋动车	豆奶+牛奶	双蛋白饮料	只能大规模生产	高
大豆蛋白饮料	黑豆维他奶	黑豆	豆制品、蒸煮	食用种类多、方便	低
	杨协成豆奶	大豆	豆制品、豆浆	食用种类多、方便	低

资料来源：华泰联合证券研究所整理

特色植物蛋白、双蛋白饮料，是含乳及植物蛋白饮料市场的主力军，增速最快。椰汁、杏仁露、核桃露原材料吸收方式、食用便利性有限，造就了相应产品一定的垄断地位。含乳饮料、双蛋白饮料的高速发展，不仅具备上述原料食用便利性有限带来的产品食用垄断地位，其口感优势也非常明显。

表 2 与双蛋动车类似的含乳及植物蛋白饮料分类

含乳饮料	双蛋白饮料	大豆蛋白	特殊植物蛋白	谷物饮料	乳酸菌
蒙牛酸酸乳	银鹭花生牛奶	黑豆维他奶	杏仁露	玉米汁	养乐多
伊利优酸乳	黑牛双蛋动车	杨协成豆奶	核桃露	红豆爽	太子奶
娃哈哈营养快线			椰汁	绿豆爽	
娃哈哈爽歪歪					
小洋人妙恋					

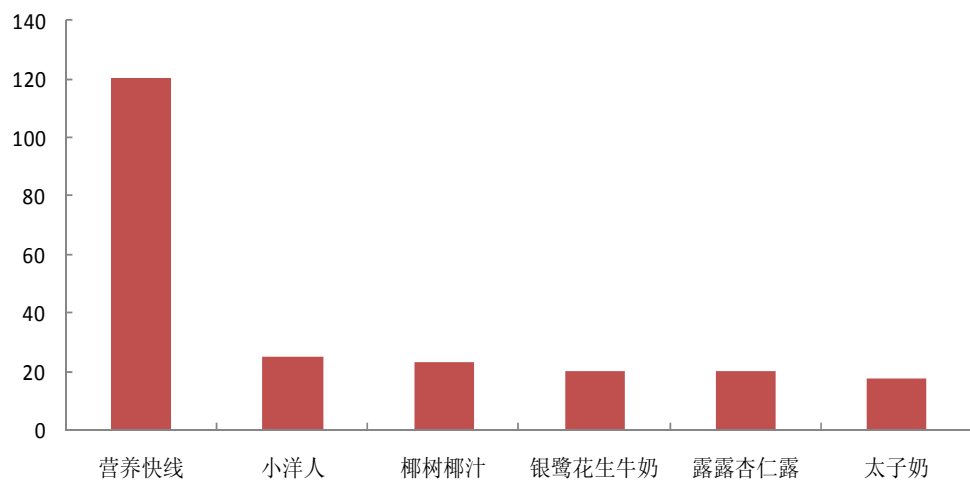
资料来源：华泰联合证券研究所整理

二、二三线、农村市场空间广阔

含乳及一般的植物蛋白饮料（包括双蛋白饮料），大部分市场在县城及农村。城市市场冷链完善，牛奶、酸奶普及率很高，再加上酸酸乳、优酸乳、特色植物蛋白饮料形成补丁市场，一般的植物蛋白饮料发展空间有限。农村市场拓展空间大，目前仅 UHT 牛奶形成一定规模，酸奶普及率很低，运输半径长、口感优势明显的含乳及部分植物蛋白饮料有很大的发展机会。

含乳及一般的植物蛋白饮料（包括双蛋白饮料），农村市场产品竞争力强劲。农村市场最关键的是价格合适、质量有保证。中低收入群体最适宜“物美价廉”策略，对价格变动高度敏感，因此合理的价格是最重要的。含乳及双蛋白饮料，成本远低于纯牛奶，价格低廉、口感佳，在农村市场产品竞争力强劲。作为生活的非必需品，消费能力最强的一般是儿童、老年人、女性市场，这也是娃哈哈、太子奶、小洋人、黑牛食品定位于农村儿童市场的根本原因。以营养快线为龙头，含乳、双蛋白饮料代表产品销售额充分说明了类似产品的市场空间。

图 3 含乳、双蛋白饮料代表产品销售收入 单位：亿元

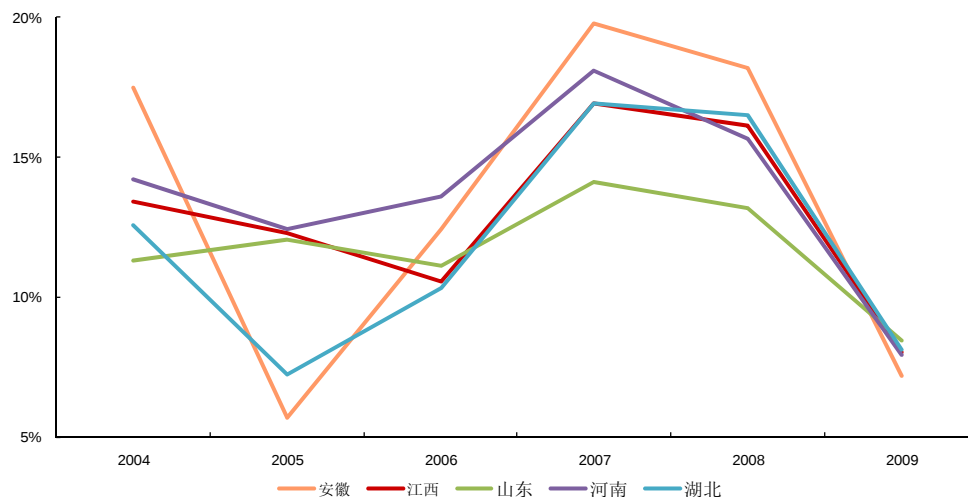


资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所整理

附注：太子奶的销售收入是 2007 年数据

三农政策、收入分配制度改革、从国富到民富等一系列刺激内需的政策，都将提高低收入群体购买力，提升大众消费品市场容量。定位于农村、县城儿童市场的含乳及双蛋白饮料，也将受益于此。

图 4 双蛋动车拓展省份农村居民家庭人均收入增速

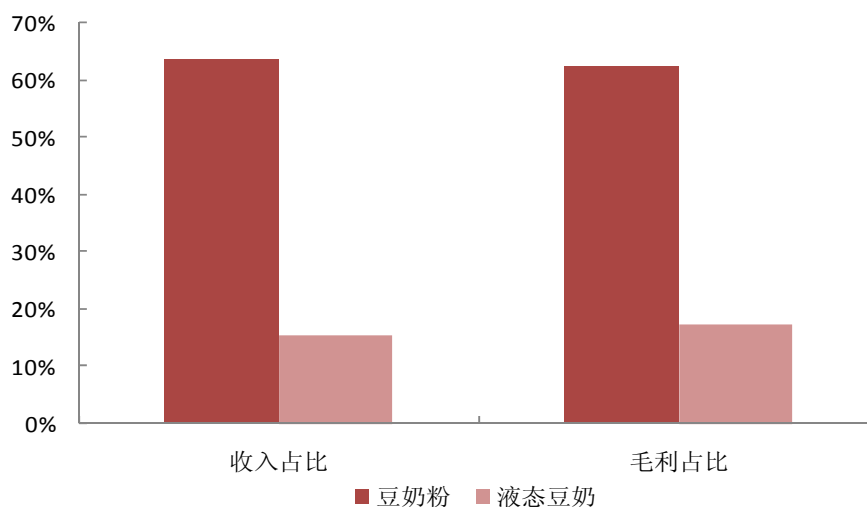


资料来源: wind、国家统计局、华泰联合证券研究所整理

三、豆奶粉为主、液态豆奶是增长亮点

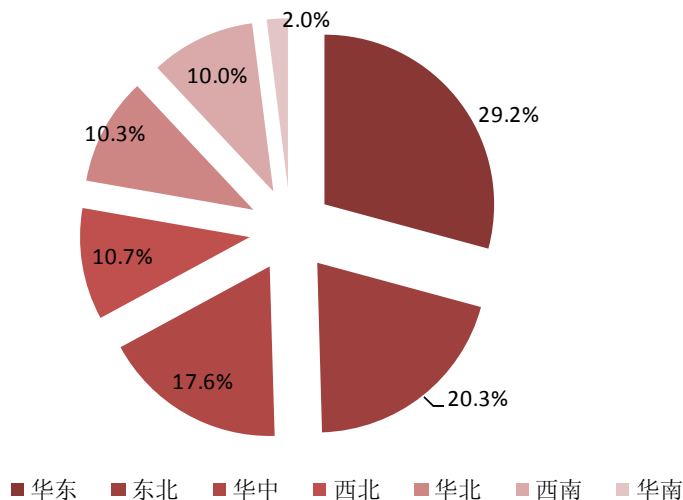
公司收入、利润大部分来源于豆奶粉。2010 年上半年，豆奶粉、液态豆奶收入占比分别为 64%、16%。2009 年公司开始销售液态豆奶，全年收入 5717 万元，今年上半年收入 4822 万元。

图 5 公司 2010 年上半年收入、利润分布



资料来源: 公司公告、华泰联合证券研究所整理

图 6 公司 2010 上半年收入分区域

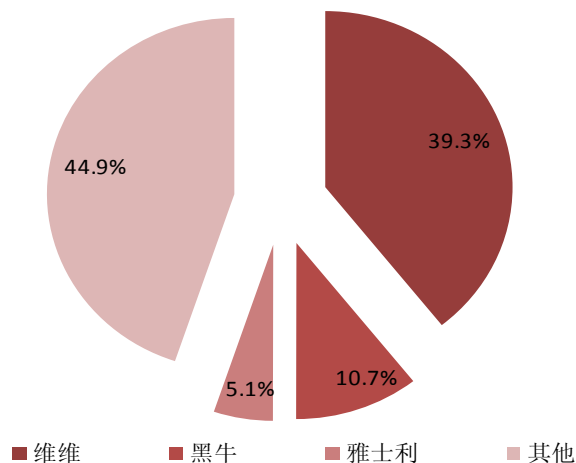


资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

3.1 豆奶粉起家，平稳增长，产能瓶颈明年解决

公司在豆奶粉行业市场占有率第二，多年来一直保持较高增速，高于行业平均。我国豆奶粉行业的自然增速在 10-20%之间，消费群体主要是中老年人，集中在二、三线城市及农村市场。公司豆奶粉生产在本部、辽宁、陕西，销售区域分布在东北和西北。

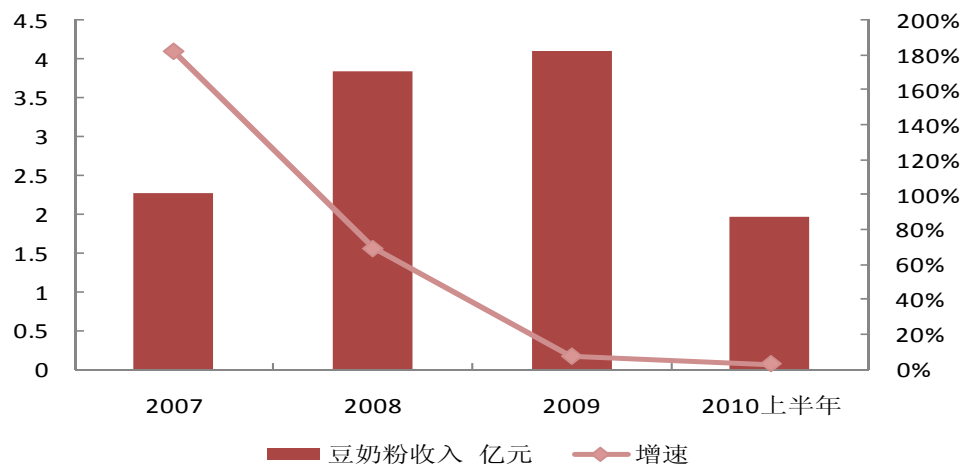
图 7 国内豆奶粉市场份额



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

近期公司豆奶粉收入增速下降，主要受制于产能。募投项目达产后，产能由 3.5 万吨增加至 5.7 万吨。豆奶粉行业竞争平缓，更多是与豆浆机、核桃粉、芝麻糊等替代品的竞争。因此，公司尚有较大市场空间，保持高于行业平均的平稳增长。随着销售区域的突破，以及产能释放，近两年增速也会加快。

图 8 豆奶粉历年收入及增速



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

3.2 液态豆奶是增长亮点

双蛋动车定位清晰、空间广阔、竞争力强。2007年，公司开发双蛋白饮品，主要是看中液态饮料的销售规模远高于粉状饮料。2009年正式推出双蛋动车，定位于二、三线城市及农村的儿童市场。我们上文分析过，农村市场消费能力非常契合价格较低的双蛋白饮料，青少年儿童又是最主要的消费群体。因此，双蛋动车在县城及农村市场有广阔的空间。同时，价格适中、质量保证、口感佳构成了双蛋动车强劲的竞争力。

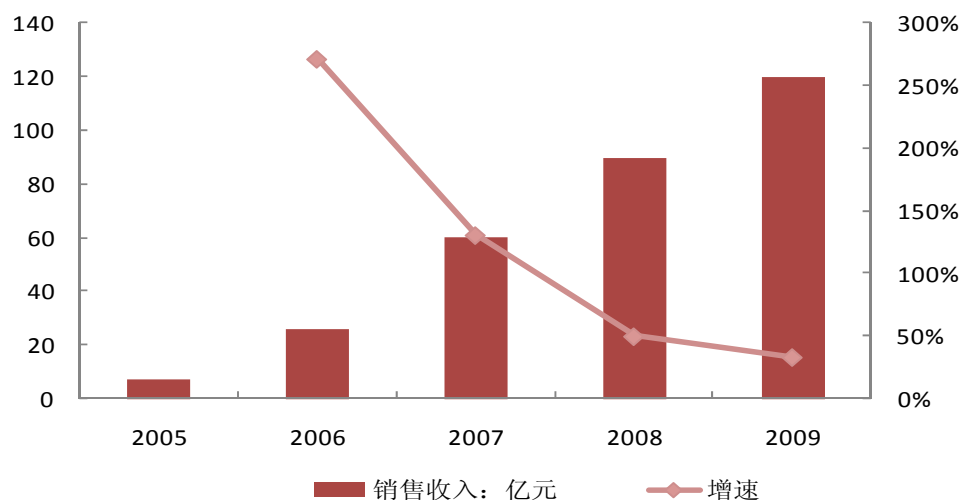
明后年部分省份有望进入快速成长期。安徽市场公司经营了多年，作为液态豆奶的大本营市场，试点效果很好，今年以来，公司扩大目标市场至山东、湖北、湖南、江西等周边省份。新品从推出到成长有个过程，根据生命周期理论，大概分为导入期、快速成长期、平稳增长期、成熟期和衰退期。双蛋动车去年推出，安徽市场及周边省份仍处于导入期。我们乐观预计，明后年开始，部分省份逐渐进入快速成长期，大幅提高公司收入增速。

图 9 双蛋动车半年度销售收入 单位：千万元



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

图 10 娃哈哈营养快线历年销售收入及增速



资料来源：公司网站、华泰联合证券研究所整理

四、产能急剧扩张成公司主线

4.1 募投、超募资金带来产能急剧增加

液态豆奶产能连年翻番。2009 年公司开始生产液态豆奶，现有产能 1.98 万吨，IPO 募集资金扩产 7.92 万吨。季报时公布超募资金使用计划，拟扩产液态豆奶 4 万吨。根据项目建设周期，2012 年底，公司液态豆奶产能增加至 13.9 万吨。液态豆奶产能的高速扩张，为销售收入激增奠定基础。

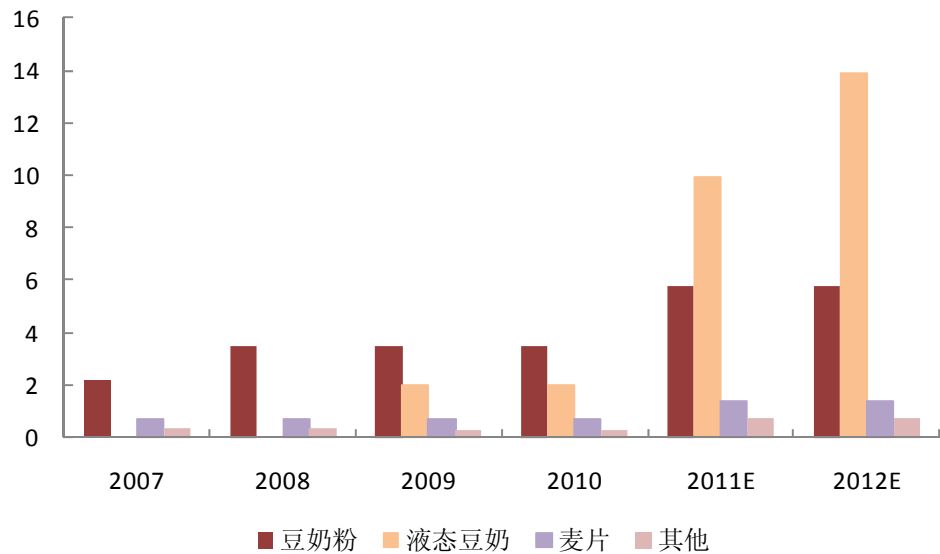
豆奶粉产能快速增加。豆奶粉前期增长很快，2009 年至今，受制于产能瓶颈，销售增速下降。IPO 募集资金扩产 2.2 万吨豆奶粉，豆奶粉产能由 3.5 万吨增加至 2011 年中期的 5.7 万吨。

表 3 部分超募资金使用计划

项目名称	产能：万吨	建设周期	金额：万元
扩建总部研发中心		一年半	2405.4
汕头芝麻糊扩产	0.45	一年	3500
安徽双蛋白液态豆奶二期	4	一年半	13930

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

图 11 公司各产品历年产能扩张 单位：万吨



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

4.2 不断开发新产品、丰富产品线

对于软饮料企业，核心驱动力是研发和销售。根据细分市场、顾客需求，不断开发新产品、推向市场，直到产品畅销，成为公司的战略产品。产品到达成熟期过程中，研发团队继续推出新品，作为战略储备，或者另一款畅销产品，实现销售收入持续增长。**加强研发团队建设。**公司将在现有技术中心基础上，进一步增加对技术中心的投入，以提高核心竞争力。公司制定了更合理高效的人才引进、培养计划，完善薪酬福利制度，以吸引人才，加强研发团队建设。超募资金部分用于建造总部研发中心，也体现出公司对研发的重视。

加快新产品推出。公司自 2009 年推出双蛋动车液态产品后，不断推出新产品，以填补市场空白、丰富主打产品线。目前，公司已开发出花生牛奶、核桃奶、双蛋白发酵奶，双蛋动车也细分包装，分为 125ml、190ml 和 450ml，以覆盖更多的消费群体。

图 12 发酵型豆奶 250ml、原味 450ml、我最牛 190ml



资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所整理

4.3 “车销”模式构成企业核心竞争力

研发、销售不断循环，构成企业成长轨迹。软饮料企业成长轨迹主要由战略产品组成，单个畅销产品生命周期演变，多个畅销产品更替，组成了企业收入来源。隐藏在战略产品背后的，是企业的研发、销售能力。销售衡量标准较复杂，销售队伍组建、市场趋势把握、渠道建设是其核心内容。

以经销商为主，提高乡镇市场直控力。公司产品主要通过经销商渠道，直销占比不大。公司销售网络从重点一级城市延伸到县城以及镇级市场，并能通过镇级商户批零结合延伸到乡村，具有较强的市场渗透力。

独特的“车销”模式，成为公司核心竞争力。车销模式是公司为了适应县级市场终端分散，发展出的与经销商沟通、送货的一种便捷方式。公司配置了几百辆车，规划每辆车的覆盖范围和拜访路线，同时承担终端服务职能。终端车销服务模式有利整合了各个营销要素，不仅掌握终端销售主动权，使得市场信息及时反馈至公司，更加强了品牌形象宣传和经销商忠诚度。

表 3 车销模式营销要素整合

营销要素	整合作用
经销商	更好的服务与沟通
终端	掌握终端主动权
市场	及时获取有价值的信息
公司	强化品牌形象宣传

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

五、盈利预测与评级

盈利预测与评级。公司豆奶粉业务成熟，明年产能瓶颈解决，未来更多保持稳定增长；液态豆奶是公司增长来源，市场空间广阔，明年进入快速成长期。我们预计：2010-2012 年每股收益 0.68、1.03、1.47 元，目前股价对应市盈率 57X、38X、26X，给予“增持”评级。

表 4 公司分产品收入预测 单位：百万元

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
豆奶粉	383.74	411.71	426.18	533.80	663.23
麦片	78.18	90.48	99.16	110.30	121.51
液态豆奶		57.16	129.26	247.82	410.43
其他	38.29	26.94	23.52	22.12	22.12
合计	500.21	586.29	678.12	914.04	1217.29

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

六、风险提示：

食品安全风险；

双蛋动车市场拓展进度低于预期风险；

大豆价格上涨过快风险；

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	287	1129	1151	1326	营业收入	586	678	914	1217
现金	208	946	878	1005	营业成本	396	449	597	789
应收账款	5	19	26	34	营业税金及附加	4	5	6	7
其他应收款	3	6	9	11	营业费用	74	85	110	139
预付账款	22	20	27	35	管理费用	21	27	32	40
存货	49	135	209	237	财务费用	7	-1	-5	-5
其他流动资产	0	2	3	4	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	278	449	656	779	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	192	292	446	539	营业利润	84	113	174	248
无形资产	83	91	99	107	营业外收入	4	7	7	7
其他非流动资产	3	66	111	133	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	564	1578	1807	2106	利润总额	88	120	181	255
流动负债	196	296	347	430	所得税	21	29	43	59
短期借款	31	10	10	20	净利润	67	91	138	196
应付账款	32	67	90	118	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	133	218	248	292	归属母公司净利润	67	91	138	196
非流动负债	86	22	22	22	EBITDA	108	135	203	289
长期借款	75	0	0	0	EPS (元)	0.67	0.68	1.03	1.47
其他非流动负债	11	22	22	22					
负债合计	283	318	369	453	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	100	134	134	134	成长能力				
资本公积	40	861	861	861	营业收入	16.8%	15.7%	34.8%	33.2%
留存收益	142	233	371	567	营业利润	25.7%	35.0%	53.6%	42.2%
归属母公司股东权益	282	1228	1365	1561	归属于母公司净利润	19.4%	35.9%	50.5%	42.5%
负债和股东权益	564	1546	1735	2014	获利能力				
					毛利率 (%)	32.4%	33.8%	34.7%	35.2%
现金流量表					净利率 (%)	11.5%	13.5%	15.0%	16.1%
单位: 百万元					ROE (%)	23.9%	7.4%	10.1%	12.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	33.6%	24.6%	21.6%	26.9%
经营活动现金流	146	106	127	262	偿债能力				
净利润	67	91	138	196	资产负债率 (%)	50.1%	20.6%	21.3%	22.5%
折旧摊销	17	22	34	46	净负债比率 (%)	44.22%	3.15%	2.71%	4.42%
财务费用	7	-1	-5	-5	流动比率	1.46	3.82	3.32	3.08
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.21	3.36	2.71	2.53
营运资金变动	53	6	-40	24	营运能力				
其他经营现金流	1	-13	1	1	总资产周转率	1.14	0.63	0.54	0.62
投资活动现金流	-35	-170	-240	-170	应收账款周转率	111	54	38	38
资本支出	35	160	230	160	应付账款周转率	12.41	9.03	7.61	7.59
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	-10	-10	-10	每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.68	1.03	1.47
筹资活动现金流	-18	782	15	5	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.09	0.79	0.95	1.96
短期借款	-104	-21	0	10	每股净资产 (最新摊薄)	2.11	9.20	10.23	11.70
长期借款	75	-75	0	0	估值比率				
普通股增加	0	34	0	0	P/E	76.77	56.50	37.54	26.35
资本公积增加	0	821	0	0	P/B	18.34	4.21	3.78	3.31
其他筹资现金流	11	24	15	-5	EV/EBITDA	47	38	25	18
现金净增加额	93	718	-98	97					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成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收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com