

目 录

快速增长的建筑装饰行业	4
行业需求：多因素带动行业快速增长	4
装饰企业的瓶颈：资金和人力资源	6
行业竞争：品牌、资金和人力资源决定竞争优势	6
行业供给：马太效应仍将持续	6
公装与家装：家装项目毛利率更高	7
“总部复制”模式引领公司前进	7
毛利率稳定，净利率不断提升	7
品牌、人力资源和资金实力全面占优	8
借力“总部复制”模式迅速扩张	9
募集资金项目投产助推毛利率提升	10
与恒大战略协议点评：未来业绩的强力保证	10
盈利预测	11
核心假设	11
投资建议	12
风险提示	12

图表目录

图 1: 我国 4 万亿投资分布	4
图 2: 我国城市化率	4
图 3: 商业营业用房新开工、竣工和施工面积	5
图 4: 办公楼新开工、竣工和施工面积	5
图 5: 人均可支配收入	5
图 6: 人均住房和居住支出	5
图 7: 建筑装饰市场需求预测	6
图 8: 我国百强装饰企业产值	7
图 9: 公司家装和公装毛利率	7
图 10: 广田股份家装和公装毛利率	7
图 11: 公司 2009 年各项业务营业收入占比	8
图 12: 装饰类上市公司毛利率	8
图 13: 装饰类上市公司净利率	8
图 14: 恒大地产合约销售额	11
图 15: 恒大地产合约销售面积	11
图 16: 公司住宅精装修营业收入	11
表 1: 公司主要竞争对手排名	8
表 2: 公司承接的部分知名项目	9
表 3: 建筑装饰类上市公司项目经理及培养方式	9
表 4: 木制品工厂化项目产能情况	10
表 5: 建筑幕墙及节能门窗项目产能	10
表 6: 公司主营业务盈利预测假设	12
表 7: 装饰公司估值水平	12

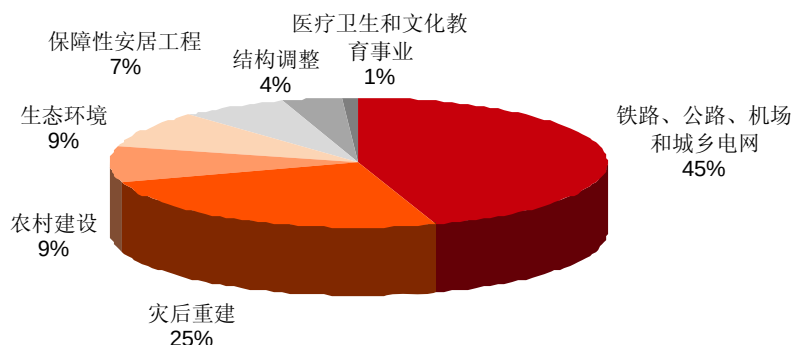
快速增长的建筑装饰行业

行业需求：多因素带动行业快速增长

公共建筑精装修：短期受益于 4 万亿，长期受益于城市化进程和居民消费升级

我们认为，未来 2 年，公共建筑精装修仍然会受到结束于 2010 年底的 4 万亿投资的影响，这是因为建筑装饰行业的订单一般滞后于固定资产投资 1-2 年，而 4 万亿投资带来的大量车站、机场等的修建将为公装市场提供大量的订单。

图 1：我国 4 万亿投资分布

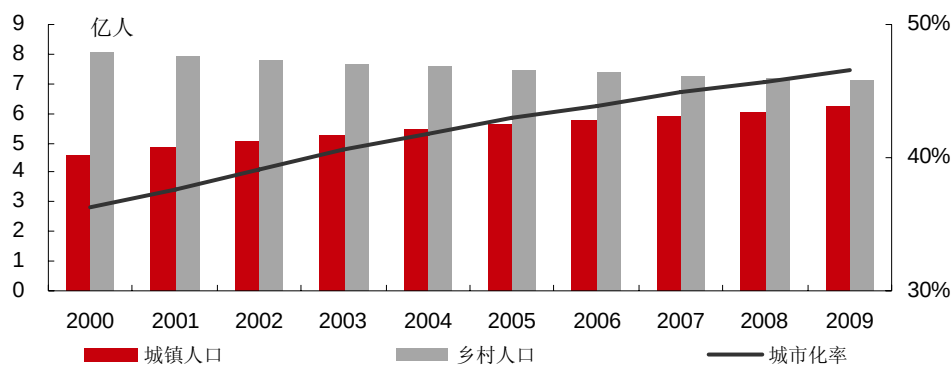


资料来源：发改委，华泰联合证券研究所整理

长期来看，公共建筑精装修将受益于城市化进程和居民消费升级的拉动。

根据发达国家的经验，一国的城市化率在 30%-70% 的区间时为高速发展阶段，2009 年我国城市化率为 46.59%，据此计算，我国城市化率在未来 20-30 年仍然会处于高速发展的阶段。

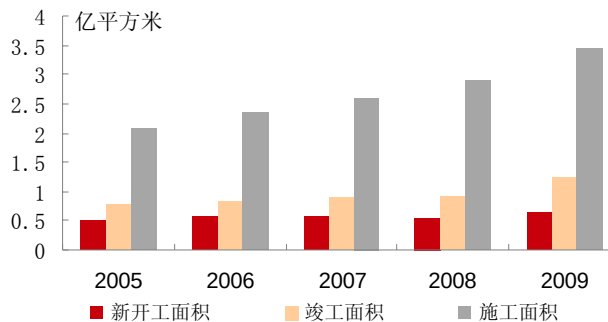
图 2：我国城市化率



资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所整理

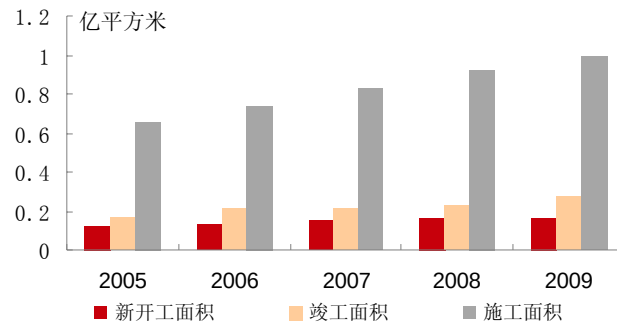
我国城市化率的提高将带来大量车站、机场、办公楼、酒店、文化体育设施和商场的的需求，而居民消费升级使得居民对于公共建筑装修档次的要求越来越高，加上通货膨胀的因素，公共建筑精装修的单位造价将不断攀升，量和价的增长将刺激公装市场容量的不断扩大。

图 3：商业营业用房新开工、竣工和施工面积



资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所整理

图 4：办公楼新开工、竣工和施工面积

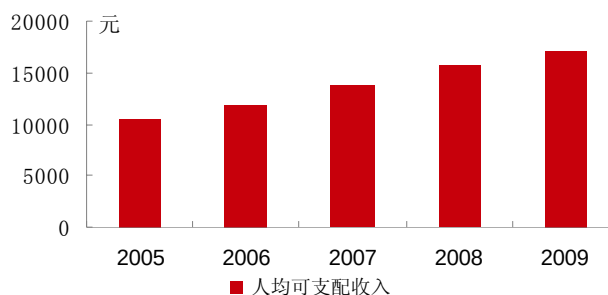


资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所整理

住宅精装修：未来 3 年或出现爆发式增长

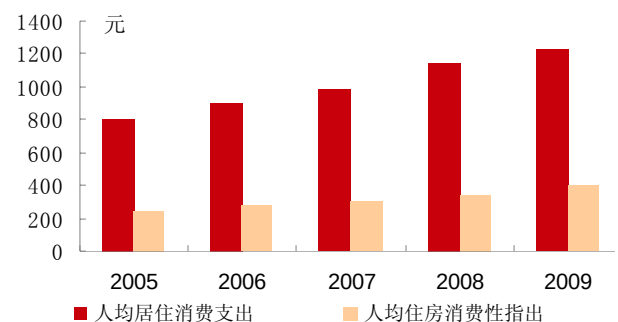
我们认为，长期来看，住宅精装修同样会受益于我国的城市化进程和居民消费升级。

图 5：人均可支配收入



资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所整理

图 6：人均住房和居住支出



资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所整理

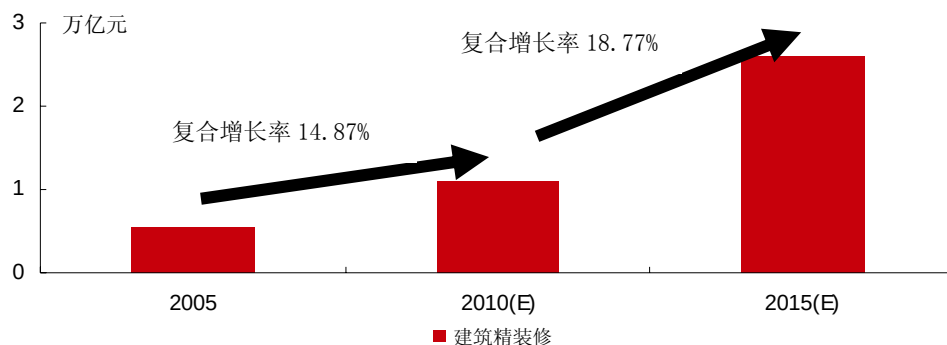
一次性装修到位的住宅对于开发商与普通消费者都能受益，未来 3 年市场或出现爆发式增长。

2009 年前三季度我国新建住宅中一次性装修到位的比例最高的广州才达到 47.6%，全国平均仅为 8%，与发达国家 80% 的比例相去甚远，成长空间巨大。对于开发商来说，一次性装修到位的住宅可以使得开发商获得更高的产品附加值；对于消费者来说，一次性装修到位的住宅可以节约时间，避免自行装修带来的质量风险。我们认为，随着居民可支配收入的提高和居民消费习惯的改变，一次性装修到位的住宅在新建住宅中的比例将会不断提高，未来 3 年住宅精装修的订单或出现爆发式增长。

需求预测：“十二五”复合增长率 18.77%

根据我国建筑装饰协会的统计和预测，到 2010 年底，我国建筑装饰（包括公共建筑装饰和住宅开发建设中的整体楼盘成品房装修）的总产值将达到 1.1 万亿，2015 年将达到 2.6 万亿，5 年复合增长率达到 18.77%。

图 7：建筑装饰市场需求预测



资料来源：中国建筑装饰协会，华泰联合证券研究所整理

装饰企业的瓶颈：资金和人力资源

从上面的需求分析可知，未来 3 年建筑装饰行业的订单将处于一个非常饱满的状态，而决定装饰企业是否能够迅速扩张的因素是其是否能消化如此大量的订单。我们认为，装饰企业的瓶颈来自于资金和其人力资源的配备。

首先，建筑装饰企业在与开发商的合作中处于弱势地位，不可避免的出现垫资现象，虽然装饰企业可以通过占用材料供应商货款的方式缓解现金流压力，但一般在项目运作中还是需要所承接项目规模 10%-25% 的流动资金。

其次，企业可用的人力资源，特别是项目经理人数是限制企业规模扩张的另外一个关键因素。按照装修项目一般 4-8 个月的施工周期来看，一个项目经理一年最多能完成 3 个项目。行业排名靠前和具有资金优势的的企业可以充分利用自身的资金优势和平台优势，招募和培养更多优秀的项目经理。

行业竞争：品牌、资金和人力资源决定竞争优势

我们认为，装饰企业的竞争优势来自于企业的品牌、人力资源和资金。

首先，建筑精装修质量的好坏不仅会影响建筑的使用，还有可能会降低建筑物的价值。另外，建筑精装修质量的好坏需要经过一段时间的检验，因此甲方在选择装饰企业的时候，在价格相等的情况下倾向于选择有长期合作关系或是有品牌优势的企业。目前许多大型的房地产开发商均有自己的战略合作企业，在项目招标时会通过直接发包的方式将项目发包给这些战略合作企业，因此，装饰企业的品牌在很大程度上影响了公司获取项目的能力。

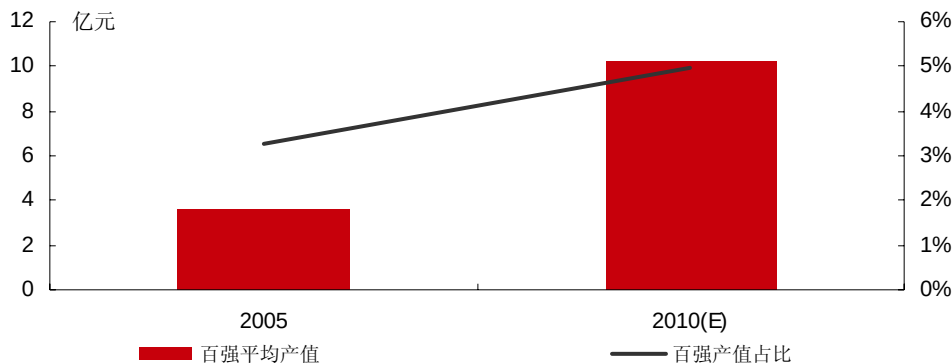
其次，正如前文所述，资金和人力资源是装饰企业的产能瓶颈所在，因此在资金充裕，以及人力资源充足和素质高的企业有能力完成更多的订单，在竞争中处于有利地位。

装饰行业具有明显的地域性，装饰企业在项目当地的人脉、品牌影响力、与当地材料供应商的关系以及在当地可以调用的人力资源都会影响到企业在当地获取项目的能力，企业进入一个新的区域往往需要付出高昂的成本。

行业供给：马太效应仍将持续

我国建筑装饰行业是典型的“大行业，小公司”的模式，行业壁垒和行业集中度都很低，2008 年行业百强完成的产值不足市场规模的 6%。根据行业协会的统计，业内企业由 2005 年的 19 万家下降到 2010 年的 14.8 万家，而拥有资质的企业从 2005 年的 4.5 万家增加到 2010 年的 5.8 万家，建筑装饰行业的马太效应已经显现。

图 8：我国百强装饰企业产值



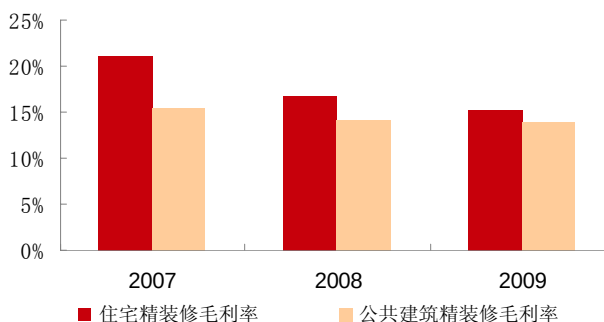
资料来源：中国装饰协会，华泰联合证券研究所整理

我们认为，未来 3 年，建筑装饰行业中的龙头公司，尤其是已在资本市场上融资或即将融资的公司，将凭借资金、品牌和人力资源上的优势，加速扩张，装饰行业的马太效应将更加明显，市场集中度将进一步提高。

公装与家装：家装项目毛利率更高

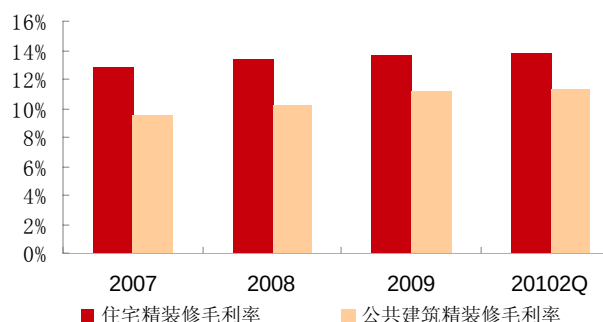
相对于公装项目，家装项目具有项目规模较大，标准化和易复制等特点，因此项目经理的周转率、工人的施工效率等均较高，材料损耗和返工均较少，成本更易控制，一般毛利率较高。

图 9：公司家装和公装毛利率



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

图 10：广田股份家装和公装毛利率



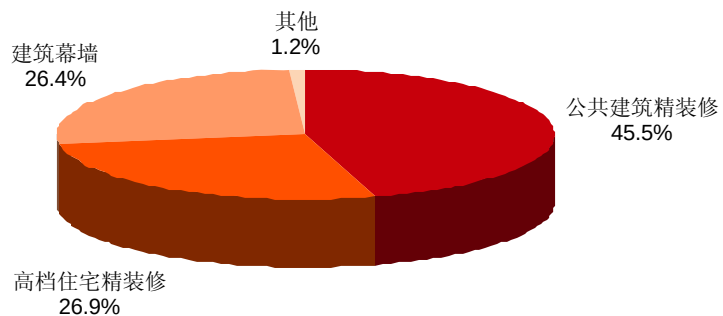
资料来源：广田股份招股说明书，华泰联合证券研究所整理

“总部复制”模式引领公司前进

毛利率稳定，净利率不断提升

公司主营业务包括公共建筑精装修、住宅精装修和建筑幕墙。

图 11：公司 2009 年各项业务营业收入占比

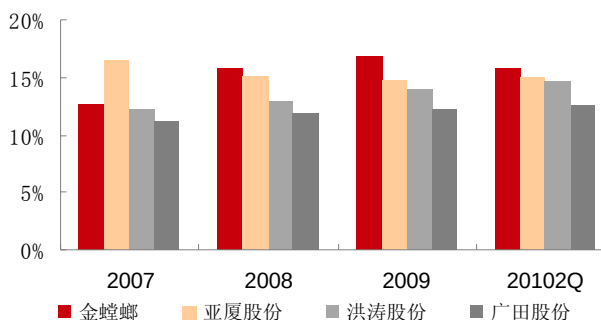


资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

2007 年以来，公司经营稳健，毛利率虽有小幅波动，但净利率不断提升，2010 年上半年已经在同行业上市公司中处于领先地位。

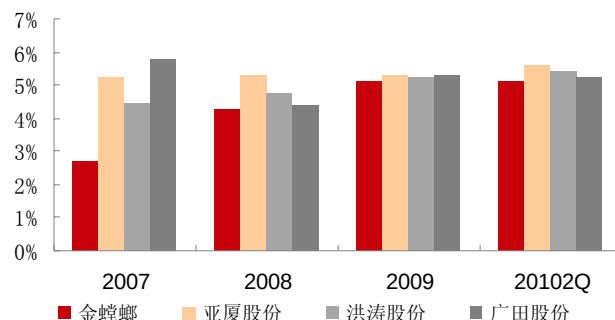
公司毛利率稳定而净利率逐步提升是公司加强成本控制和内部管理的结果，而公司申请的高新技术企业已经公示结束，预计 2011 年之后的 3 年，所得税率会减免至 15%，净利率会得到进一步提升。

图 12：装饰类上市公司毛利率



资料来源：公司公开资料，华泰联合证券研究所整理

图 13：装饰类上市公司净利率



资料来源：公司公开资料，华泰联合证券研究所整理

品牌、人力资源和资金实力全面占优

品牌优势

公司从 2002 年开始，连续 8 年位居全国装饰行业百强前三，并承接了大量酒店、高档住宅、博物馆、剧院等各类大型优质工程，与包括万科、中海地产、合生创展、绿城集团、滨江集团、凯德置地等一大批国内外知名房地产开发商保持了长期良好的合作关系，在行业内树立了良好的品牌优势，我们认为，品牌优势将有助于公司获得知名项目，而知名项目的承接又能提升公司的品牌，从而形成良性循环。

表 1：公司主要竞争对手排名

企业名称	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
金螳螂	1	1	1	1	1	1	1	1
亚厦股份	2	2	3	3	2	2	2	2
深装总	—	—	4	4	3	3	3	—
中建装饰	4	5	2	2	4	4	4	—
洪涛股份	6	9	5	11	5	5	5	—

资料来源：中国建筑装饰协会，华泰联合证券研究所整理

表 2：公司承接的部分知名项目

建筑类型	项目
酒店	杭州四季酒店、北京荷华国际万豪酒店、青岛海尔洲际酒店、北京东方文化凯悦酒店、北京郎琴国际希尔顿酒店、杭州索菲特西湖大酒店
高档住宅	北京御园、杭州留庄、三亚凤凰岛、滨江城市之星、大连万达公馆
博物馆、剧院	上海世博中心、中国三峡博物馆、宁波大剧院、嘉兴大剧院
机场、车站	杭州萧山国际机场、温州铁路客站、洛阳铁路客站

资料来源：公司公开资料，华泰联合证券研究所整理

人力资源的优势

截止到 2010 年 11 月，公司拥有约 300 名项目经理，其中拥有建造师资格的约 150 人。截止到 2009 年底，公司共有 58 人次获得全国优秀建筑装饰项目经理。

上市以后，公司可以凭借“亚厦”的平台优势，通过合理的激励机制，不断招募优秀的项目经理；另外，公司还通过与浙江建设职业技术学院联合办学的方式，培养项目经理，公司的目标是到 2011 年底，拥有建造师资质的项目经理人数将达到 300 人，是目前人数的 2 倍。我们认为，公司项目经理人数的增加，将为公司业务的迅速扩张提供强有力的支持。

表 3：建筑装饰类上市公司项目经理及培养方式

公司	全国优秀建筑装饰项目经理人数	项目经理及技术骨干培养方式
金螳螂	91	与苏州大学联合办学，成立金螳螂建筑与城市环境学院
亚厦股份	58	与浙江建设职业技术学院联合办学，成立亚厦学院
洪涛股份	25	—
广田股份	20	自设项目管理学院

资料来源：公开资料，华泰联合证券研究所整理

资金优势

公司通过公开发行，募集资金金额达到 16.2 亿元，超募资金约 11.63 亿，截止到 2010 年 9 月底，公司的货币资金月 17 亿。公司充足的资金不仅为主营业务的迅速扩张提供了强有力的保证，还为公司未来可能在园林等领域的横向并购奠定了坚实的基础。

借力“总部复制”模式迅速扩张

公司“总部复制”的管理模式，走在了整个行业的最前端。总公司向分公司派遣总经理、财务总监等核心管理人员，并对分公司在财政、业务扩展等方面进行充分的授权，有效的缩短了决策链，使得分公司可以迅速对当地市场环境的变化作出反应，充分调动了员工的积极性，有利于公司业务在当地的迅速增长。

目前，公司已经形成北京、重庆、海南和武汉四大区域分公司，2010 年上半年，公司浙江省外业务营业收入同比增长 106.99%，比省内业务营业收入同比增长高出约 38 个百分点，充分显现出了“总部复制”模式的优势，而未来这种管理模式也将有助于公司业务的迅速扩张。

公司上市后借助自身的平台优势和采取联合办学的模式，不断扩充人力资源配备。

“总部复制”的管理模式有效的缩短了决策链，有利于公司业务在当地的迅速扩张。

募集资金项目投产助推毛利率提升

木制品工厂化项目

木制品是建筑装饰的重要原材料，约占整个建筑装饰的 20%-30%。目前公司木制品自给率仅 5%-8%，严重影响了公司的施工效率。木制品工厂化项目的投产，将提高公司木制品自给率和木制品产品质量，缩短施工周期 15%-30%，达产后每年能为公司带来 4.06 亿元的营业收入和 4364 万元的净利润，预计该项目将于 2011 年 4-5 月份投产。

表 4：木制品工厂化项目产能情况

产品名称	年产量
木门及门套（套）	12000
防火门及门套（套）	20000
高柜（m）	40000
矮柜（m）	60000
装饰面板（m ² ）	60000
木线条（m）	300000

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

建筑幕墙及节能门窗投资项目

建筑幕墙和节能门窗项目建成后，能大幅提高幕墙和节能门窗的配套能力，保障施工质量的稳定，投产后每年能为公司带来 5.24 亿元营业收入和 3921 万元净利润，预计该项目将于 2012 年 4-5 月份投产。

表 5：建筑幕墙及节能门窗项目产能

产品名称	年产能（平方米）
节能铝合金幕墙	300000
构件式玻璃幕墙	150000
单元式玻璃幕墙	100000
合计	550000

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

与恒大战略协议点评：未来业绩的强力保证

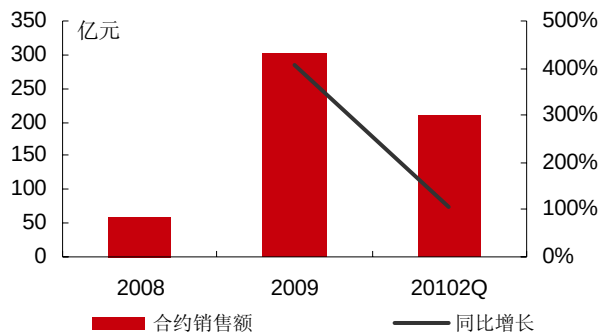
战略协议简介：未来两年 7 亿施工任务

2010 年 11 月 23 日，公司公告了与恒大地产（HK3333）签订战略合作协议，恒大地产在未来两年分别安排 30 亿和 40 亿施工任务给公司，而公司承诺给予恒大地产“最大的优惠”。

恒大地产经营情况良好

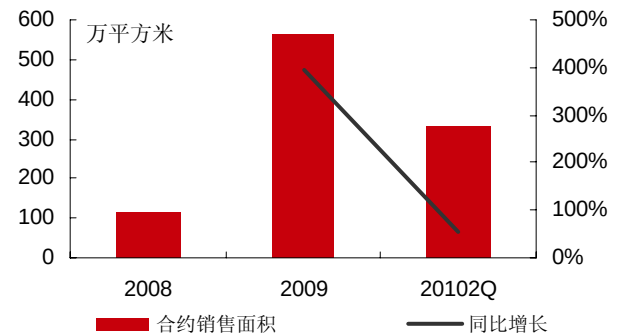
2009 年以来恒大集团经营情况良好，截止到 2010 年 6 月份，恒大地产土地储备建筑面积约 7238 万平方米，土地储备平均成本 519 元，足够未来 5 年的开发。

图 14: 恒大地产合约销售额



资料来源: 恒大地产公开资料, 华泰联合证券研究所整理

图 15: 恒大地产合约销售面积



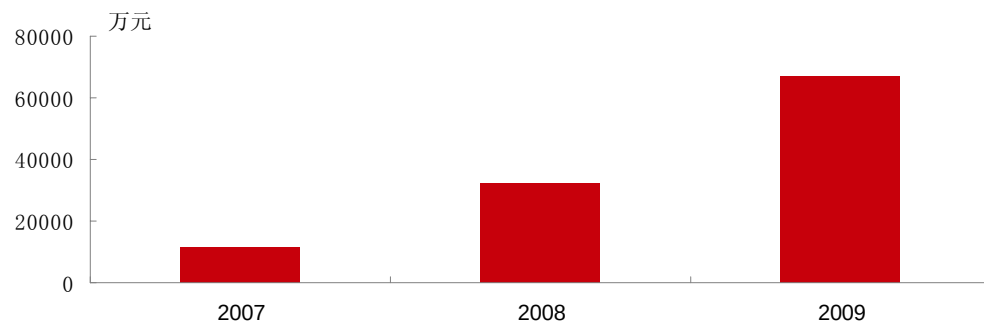
资料来源: 恒大地产公开资料, 华泰联合证券研究所整理

从公布的与金螳螂、广田股份以及公司的订单来看, 2011 年和 2012 年分别要安排 95 亿和 125 亿的施工任务给这 3 家装饰类上市公司。恒大项目的精装修准一般是 1000-2000 元/平方米, 按此标准和恒大经营数据计算, 预计恒大 2011 年和 2012 年的装饰施工任务均会超过 100 亿, 订单量完全足够分配。

公司住宅精装修业务将出现爆发式增长

我们认为, 经过多年的积累, 公司在住宅精装修领域已经积累下了丰富的施工和管理经验, 按照公司目前的资金情况和人员配置计划, 完全有能力消化恒大集团的施工任务, 我们认为, 未来 2 年公司在住宅精装修方面的爆发式增长是大概率事件, 而一旦公司继续与恒大地产续签合约, 将对公司的业绩形成长期利好。

图 16: 公司住宅精装修营业收入



资料来源: 公司招股说明书, 华泰联合证券研究所整理

“最大的优惠”不会导致净利率下降

协议中提到公司将给予恒大地产“最大的优惠”, 我们认为, 这项条款虽然会对公司住宅精装修毛利率产生一定的影响, 但正如我们前文中所提到的, 住宅精装修的毛利率要高于公共建筑精装修, 因此“最大的优惠”对公司毛利率的影响有限; 另外, 协议的签订使得公司在未来业务的扩展中可以省去大量的管理费用和营销费用, 因此“最大的优惠”不会对公司净利率产生重大影响。

盈利预测

核心假设

影响公司 2011 和 2012 年毛利率的因素有两个, 第一是与恒大的合作会对公司住宅精装修毛利率产生负面影响, 第二是公司木制品工厂化项目, 以及建筑幕墙和节

能门窗项目的投产会对公司毛利率产生积极的影响，我们判断，公司住宅精装修部分的毛利率受到给恒大提供“最大的优惠”的影响，将会小幅下降，而公共建筑精装修的毛利率在 2011 和 2012 年会受益于募集资金项目的投产而提高。

表 6：公司主营业务盈利预测假设

	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
业务 1：住宅精装修				
营业收入（万元）	67,021.53	140,745.21	320,000.00	470,000.00
营业收入增速	—	110.00%	127.36%	46.88%
毛利率	15.22%	15.22%	14.40%	14.90%
业务 2：公共建筑精装修				
营业收入（万元）	113,127.64	220,598.90	319,868.40	447,815.76
营业收入增速	—	95.00%	45.00%	40.00%
毛利率	14.02%	14.02%	14.50%	15.00%
业务 3：建筑幕墙				
营业收入（万元）	65,588.38	98,382.57	142,654.73.34	199,716.62
营业收入增速	—	50.00%	45.00%	40.00%
毛利率	14.31%	14.31%	14.70%	15.20%
合计				
营业收入（万元）	248,733.88	459,726.68	782,523.13	1,117,532.38
营业收入增速	—	84.83%	70.21%	42.81%
毛利率	14.83%	14.45%	14.50%	14.99%

资料来源：华泰联合证券研究所预测

投资建议

根据我们的模型测算，公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.27，2.59 和 3.99 元，3 年复合增长率 77%，对应 PE 分别为 69X，34X 和 22X，鉴于公司的高成长性和未来 2 年恒大订单对公司业绩的支撑，我们认为公司对应 2011 年的合理估值区间为 38X-44X，对应的合理价值区间为 98-114 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 7：装饰公司估值水平

	2010E	2011E	2012E	3 年 CAGR
金螳螂	60.80	34.41	23.09	62.33%
广田股份	65.96	36.85	25.37	60.91%
洪涛股份	56.07	38.82	29.44	38.00%
平均	60.95	36.69	25.97	—

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所整理

注：（金螳螂和广田股份盈利预测取与恒大订单公布后的各家券商盈利预测均值）

风险提示

1. 房地产调控导致恒大集团业绩不佳带来的风险。
2. 公司业务规模迅速扩大带来的应收账款回收不利的风险。
3. 公司项目经理和技工不足带来的业绩无法兑现的风险。

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	1466	3738	5135	7121	营业收入	2487	4597	7825	11175
现金	330	1671	1592	2084	营业成本	2118	3933	6691	9500
应收账款	888	1623	2779	3957	营业税金及附加	86	158	269	385
其他应收款	128	228	395	559	营业费用	18	33	55	76
预付账款	32	56	99	138	管理费用	56	104	172	235
存货	85	157	268	380	财务费用	2	-20	-34	-39
其他流动资产	0	2	2	3	资产减值损失	29	29	29	29
非流动资产	138	444	673	685	公允价值变动	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	49	249	471	522	营业利润	178	360	643	990
无形资产	29	37	45	52	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	158	157	111	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1604	4182	5808	7806	利润总额	177	360	643	990
流动负债	1064	1780	2858	4013	所得税	45	91	96	149
短期借款	45	45	45	45	净利润	132	268	547	842
应付账款	750	1393	2369	3364	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	0	343	444	604	归属母公司净	132	268	547	842
非流动负债	17	6	7	10	EBITDA	180	359	656	1019
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.63	1.27	2.59	3.99
其他非流动负	17	6	7	10					
负债合计	1081	1786	2866	4023	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	158	211	211	211	成长能力				
资本公积	80	1631	1631	1631	营业收入	53.7%	84.8%	70.2%	42.8%
留存收益	285	553	1100	1942	营业利润	57.5%	102.0%	78.9%	53.9%
归属母公司股	523	2395	2942	3784	归属母公司净	54.7%	102.8%	103.8%	53.9%
负债和股东权	1604	4182	5808	7806	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	14.4%	14.5%	15.0%
					净利率(%)	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%
					ROE(%)	25.3%	11.2%	18.6%	22.2%
					ROIC(%)	23.7%	33.8%	37.6%	46.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	67.4%	42.7%	49.3%	51.5%
					净负债比率(%)	102.61%	2.52%	1.57%	1.12%
					流动比率	1.38	2.10	1.80	1.77
					速动比率	1.30	2.01	1.70	1.68
					营运能力				
					总资产周转率	1.84	1.59	1.57	1.64
					应收账款周转	3	3	3	3
					应付账款周转	3.46	3.67	3.56	3.31
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新	0.63	1.27	2.59	3.99
					每股经营现金	0.82	0.22	0.76	2.51
					每股净资产(最	2.48	11.35	13.94	17.93
					估值比率				
					P/E	139.69	68.89	33.80	21.96
					P/B	35.33	7.72	6.28	4.88
					EV/EBITDA	95	51	28	18

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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn