

饲料行业

历史的轮回——饲料业面临景气向上拐点

评级： 增持

前次： 增持

分析师

联系人

谢刚

胡彦超

S0740510120005

Huyu@qlzq.com.cn

021-20315178

021-20315176

xiegang@qlzq.com.cn

张俊宇

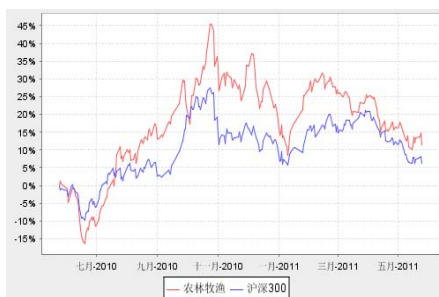
2011 年 6 月 28 日

Zhangjy01@qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	12
行业总市值(百万元)	56381
行业流通市值(百万元)	56381

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

公司名称	总股本 (亿股)	收盘价 (元)	EPS		PE		评级
			2011E	2012E	2011E	2012E	
新希望	17.324	19.80	1.09	1.19	18.17	16.64	买入
海大集团	5.824	15.85	0.50	0.67	31.70	23.65	买入
大北农	4.008	31.77	1.15	1.52	27.63	20.90	增持
唐人神	1.380	24.97	0.90	1.20	27.74	20.81	增持
金新农	0.94	21.35	0.76	1.13	28.09	18.89	—
正邦科技	4.311	10.99	0.36	0.44	30.53	24.98	增持

- 这是一个最新潮的时代，这是一个最传统的时代。在丁磊养猪、电脑猪等各类新经济名词铺天盖地的当下，中国传统的生猪养殖业在与互联网、芯片等新经济的碰撞中激起火花四溅，然而，一些亘古不变的自然规律却穿透了高科技的外衣闪烁着经典的光辉——我们惊奇地看到了2008年4月份猪价疯狂上涨的一幕在2011年6月份可能再度重演！如果历史真的只是简单的轮回，那么我们还将预见到猪价见顶后的3-4个月内，饲料行业的景气小周期将随之到来！
- 饲料业又见景气小周期，时间跨度乐观可看至2012年1季度。饲料行业相对畜禽养殖业来说，属后周期行业。我们的统计显示，在猪价高点出现6个月左右将出现饲料行业的盈利高峰（详见《畜禽养殖专题报告——养殖高景气有望贯穿2011年全年（2011.4.28）》）；基于6月份中大猪青黄不接可能造成猪价加速赶顶，我们预计饲料行业3-4季度会迎来量价齐升的小阳春；再考虑到资本市场股票建仓先行的原则，我们认为当前配置饲料股风险低、确定性高，兼获绝对收益和相对收益的概率较大。
- 推荐饲料股的逻辑之一：下游养殖业高景气拉动饲料需求销售，进而带动饲料行盈利高景气。其内在的传导机理为：高猪价→生猪补栏增加→猪饲料销量上升→猪饲料价格上涨和毛利率提升，以及高猪价→畜禽水产品价格全面上涨→畜禽、水产养殖盈利提升→畜禽、水产饲料量价齐升。
- 推荐饲料股的逻辑之二：小麦、玉米等饲料原料价格缺乏大涨基础，成本压力缓解。（1）玉米：2011年国内玉米种植面积大幅增长，预计2011/12国内玉米产量达到创纪录的1.815亿吨，略大于需求量1.75亿吨，供需偏紧格局稍有改善，玉米价格在成本推动下有望录得10%左右的涨幅；（2）豆粕：虽然全球大豆供需偏紧支撑国际大豆价格走强，但国内大豆进口增速远高于饲用豆粕需求增速，因此国内将有望维持豆油强豆粕弱的格局，豆粕价格在大豆价格拉动下温和上涨概率偏大；（3）鱼粉：智利秘鲁捕捞配额增加、日本核泄漏致日本需求锐减，鱼粉价格3月以来大幅回落25%。
- 基于“下游养殖景气拉动+上游成本压力缓解”，我们积极推荐饲料板块，建议首选新希望、海大集团，打包推荐三只质地优良的次新饲料股——大北农、唐人神、金新农，以及受益生猪高景气的正邦科技。

内容目录

养殖高景气刺激补栏启动，饲料业景气环比提升可期	- 4 -
历史的轮回——生猪养殖暴利化，刺激生猪补栏趋于积极	- 4 -
温故而知新：生猪补栏趋向积极后将饲料需求提升明显加速，预计 2011Q3 - 2012Q1 为本轮 饲料行业盈利景气提升阶段	- 4 -
开局良好：2011 年 1-5 月饲料行业实现量价齐升	- 6 -
全国饲料销量增长率 14.8%，价格上涨 6-8 %	- 6 -
新希望、海大、大北农等重点饲料企业销量远超行业增速	- 7 -
饲料原料温和上涨，饲料企业成本顺利向下游转移	- 7 -
2011 年玉米产量有望创历史记录，供需偏紧有所改善	- 8 -
豆粕：全球大豆供需趋紧，但国内进口大豆增速高于豆粕需求增速	- 9 -
鱼粉：供给增、需求减，日本地震后价格回落 25%	- 10 -
维持饲料行业“增持”评级，重点推荐新希望、海大集团	- 11 -

图表目录

图表 1：生猪仔猪价格涨至历史最高点（元/公斤）	- 4 -
图表 2：母猪价格 5 月起出现加速上涨（元/头）	- 4 -
图表 3：2008-09 年全国生猪出栏量增长 7%	- 4 -
图表 4：2008-2009 年猪饲料销量年增长 14.4%	- 4 -
图表 5：猪饲料毛利率于 2008Q3 开始走高	- 5 -
图表 6：猪饲料毛利水平超过均值 2 个百分点	- 5 -
图表 7：预计本轮猪饲料高景气持续的时间段大约为 2011Q3-2012Q1	- 5 -
图表 8：按进食量递增排序（公斤）	- 6 -
图表 9：教槽料行业未来五年年均增速达 24.7%	- 6 -
图表 10：06-10 年饲料分品种销量增长率	- 6 -
图表 11：06-10 年分品种销量（万吨）	- 6 -
图表 12：11 年 1-5 月配合饲料产量同比增长 14.8%	- 7 -
图表 13：2011 年国内饲料价格同比上涨 6-8%	- 7 -
图表 14：大猪配合料原料构成（按量）	- 8 -
图表 15：大猪配合料的成本构成（%）	- 8 -
图表 16：2011 年东北三省对全国玉米种植面积增长贡献 1.93%	- 8 -
图表 17：2011 年国内玉米产量有望创历史记录	- 9 -
图表 18：国内玉米库存消费比环比小幅提升	- 9 -
图表 19：蛰伏一年后五月份玉米价格再度上涨	- 9 -

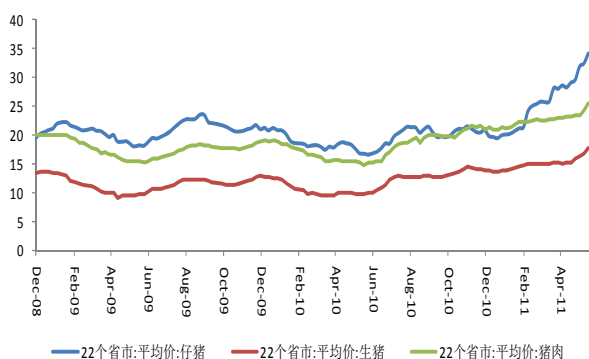
图表 20: 2010 以来豆粕走势偏弱 (元/吨)	- 9 -
图表 21: CBOT 大豆在 1400 美分/磅高位整理.....	- 10 -
图表 22: 2011/12 全球大豆库存消费比下滑至 24.....	- 10 -
图表 23: 全国大豆进口依存度达 80%.....	- 10 -
图表 24: 09 年以来国内豆粕产量年均增长 14%.....	- 10 -
图表 25: 鱼粉价格 3 月以来下跌 25% (美元/吨)	- 11 -
图表 26: 其他饲料添加剂价格基本稳定 (元/吨)	- 11 -
图表 27: 饲料行业推荐排序及估值表	- 11 -

养殖高景气刺激补栏启动，饲料业景气环比提升可期

历史的轮回——生猪养殖暴利化，刺激生猪补栏趋于积极

- 随着五月以来生猪价格的加速上行，生猪养殖出现了暴利化，目前自繁自养头盈利已经达到 800 元，与 2008 年一季度时的 800-1000 元接近。
- 按照历史规律，猪价上涨盈利提升→仔猪补栏、仔猪价格大涨→母猪补栏、带动母猪价格上涨，从今年行情演绎进程来看，仔猪价格和母猪价格大幅上涨。
- 2011 年 4-5 月份以来，生猪养殖高盈利刺激生猪补栏逐步趋于积极，这也与 2008 年 4 月份猪价达到高峰时生猪补栏趋向积极完全一致。

图表 1：生猪仔猪价格涨至历史最高点（元/公斤）



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：母猪价格 5 月起出现加速上涨（元/头）

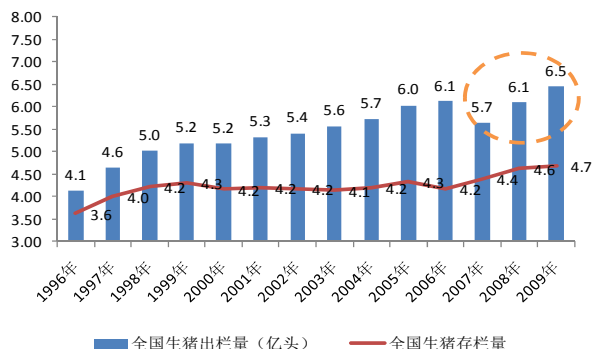


来源：中国生猪预警网、齐鲁证券研究所

温故而知新：生猪补栏趋向积极后将饲料需求提升明显加速，预计 2011Q3 - 2012Q1 为本轮饲料行业盈利景气提升阶段

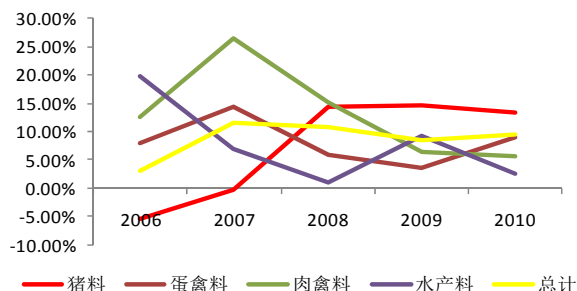
- 2008 年 4 月份生猪开始补栏后，带动猪饲料销量由 2007 年的 4001 万吨快速增长至 2009 年的 5243 万吨，年复合增长率达 14.4%，增速大大超过其他品种饲料，也超过整体饲料行业 9% 的复合增速。

图表 3：2008-09 年全国生猪出栏量增长 7%



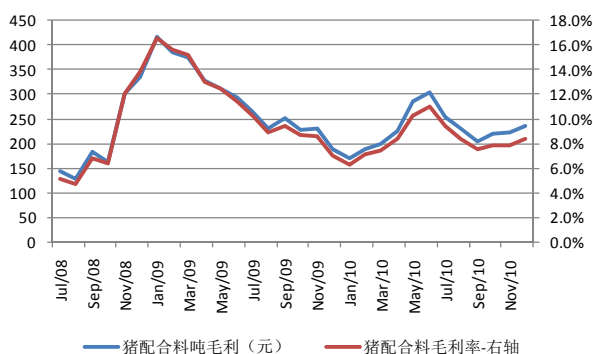
来源：农业部、齐鲁证券研究所

图表 4：2008-2009 年猪饲料销量年增长 14.4%

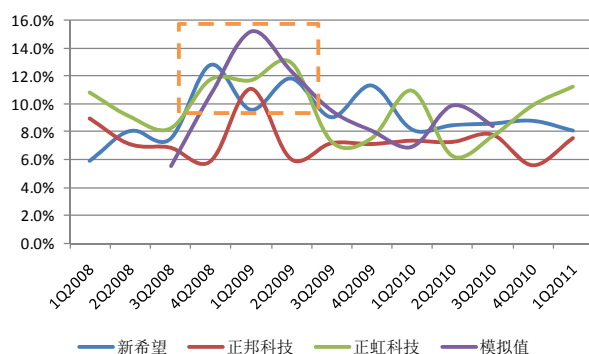


来源：中国饲料工业协会、齐鲁证券研究所

- 与此同时，饲料企业毛利率在猪价高点出现之后的 2 个季度也出现环比走高，且毛利率超过自身均值约 2 个百分点，并且保持了 3-4 个季度。
- 我们考察了饲料原料价格、吨人工水电折旧等成本数据，模拟出猪饲料的吨毛利走势图及毛利率趋势图，并通过和新希望、正邦科技等猪饲料企业的季度数据来拟合饲料行业模型。
- 历史数据显示：（1）猪饲料毛利率在 2008 年 3 季度走高，滞后于猪价高点两个季度；（2）高毛利维持至 2009 年 1 季度，此间毛利率水平超过均值 2%；（3）伴随着养殖盈利在 2009 年 2 季度再度回到盈利平衡点附近，饲料毛利率也随之大幅回落。

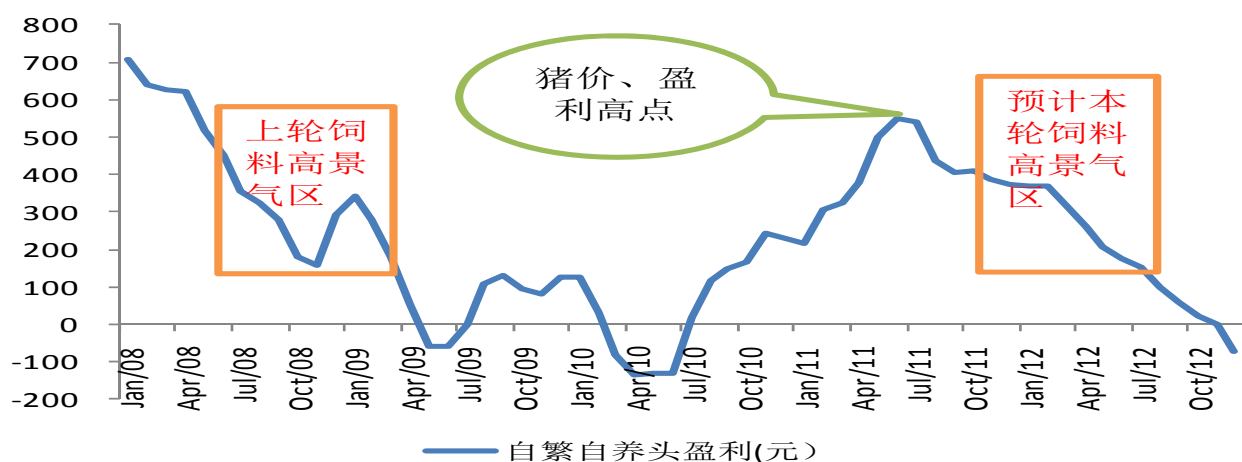
图表 5：猪饲料毛利率于 2008Q3 开始走高


来源：司定期报告、齐鲁证券研究所

图表 6：猪饲料毛利水平超过均值 2 个百分点


来源：齐鲁证券研究所

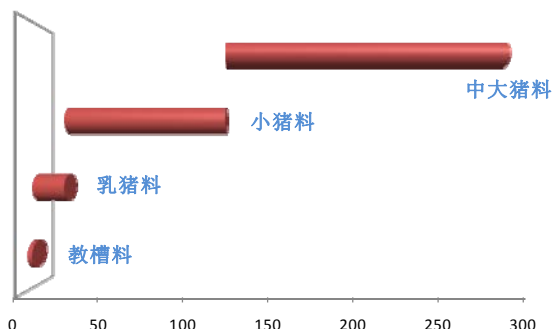
- 根据我们 2011 年 4 月 28 日的《畜禽养殖专题报告——养殖高景气有望贯穿 2011 年全年》中对猪价运行轨迹的判断，以及饲料行业盈利景气高点出现时点比猪价高点晚 6 个月的判断，我们预计本轮饲料行业高景气持续的时间段大约为 2011Q3 - 2012Q1。

图表 7：预计本轮猪饲料高景气持续的时间段大约为 2011Q3-2012Q1


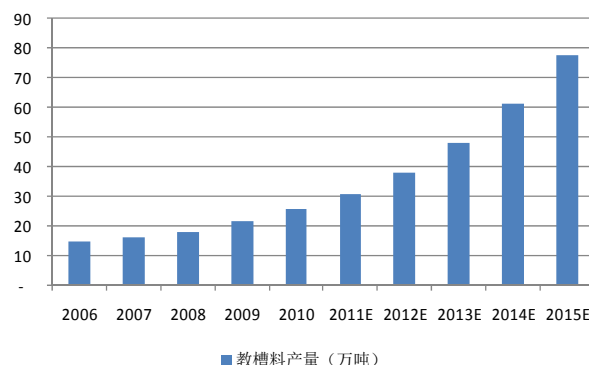
来源：齐鲁证券研究所

- 值得注意的是，乳猪仔猪料的需求增长早于大猪配合料需求增长约 3 个

月时间，乳猪仔猪料占比高的金新农、大北农将领先其他猪饲料企业，在 2011Q3 率先迎来利润率提升的拐点。

图表 8：按进食量递增排序（公斤）


来源：齐鲁证券研究所

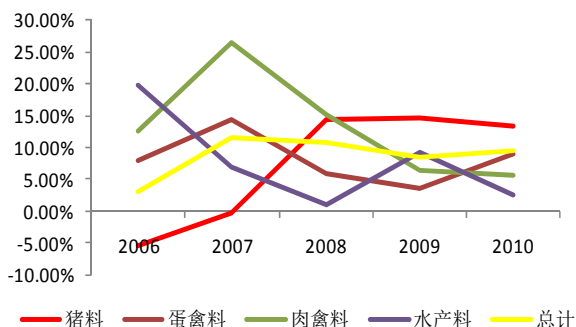
图表 9：教槽料行业未来五年年均增速达 24.7%


来源：齐鲁证券研究所

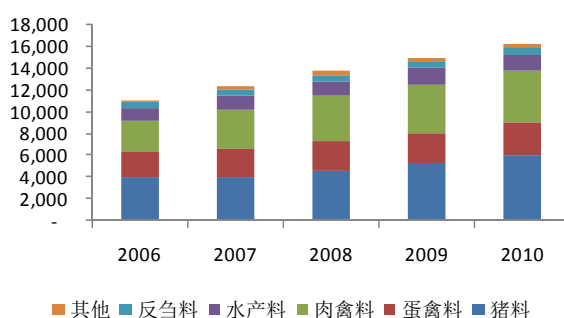
开局良好：2011 年 1-5 月饲料行业实现量价齐升

全国饲料销量增长率 14.8%，价格上涨 6-8%

- 2011 年 1-5 月我国配合饲料产销量同比增长 14.8%，高于 06-10 年的平均水平，显示出 2011 年是饲料行业良好的开局之年。我们预计下半年饲料行业销量增长环比仍将显著提升，但增长率可能回落到个位数。

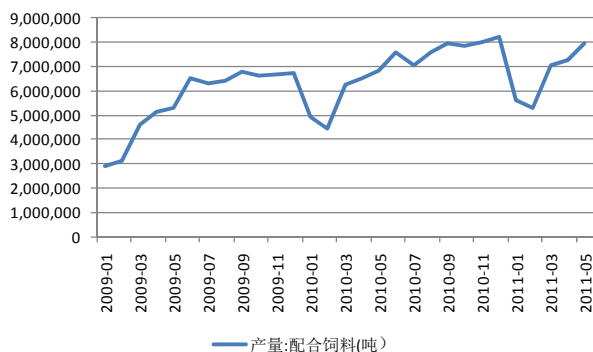
图表 10：06-10 年饲料分品种销量增长率


来源：齐鲁证券研究所

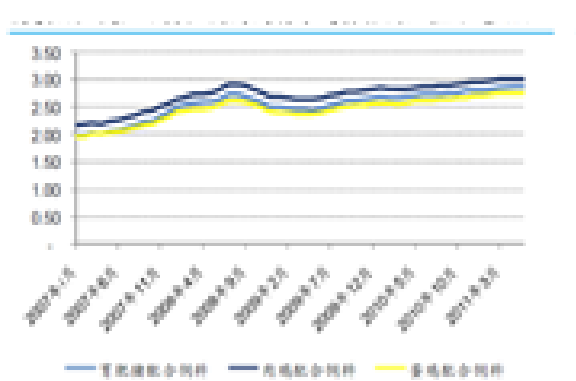
图表 11：06-10 年分品种销量（万吨）


来源：齐鲁证券研究所

- 受下游养殖高景气拉动，饲料企业的成本转嫁能力有所增强，不过由于玉米、豆粕等价格刚性上涨趋势仍在持续，因此，饲料企业普遍采取了提价转嫁成本的举措。
- 2011 年 1-5 月份全国饲料价格上涨 6-8%，涨幅略小于同期玉米、豆粕等成本上升幅度，因此我们预计饲料企业上半年利润率难以获得实质性的提升。
- 不过，基于后文原料分析部分的结论，我们认为这一现状有望在 3-4 季度得到一定程度的改观，下半年饲料企业毛利率有望回升 1-2 个百分点。

图表 12: 11 年 1-5 月配合饲料产量同比增长 14.8%


来源: 齐鲁证券研究所

图表 13: 2011 年国内饲料价格同比上涨 6-8%


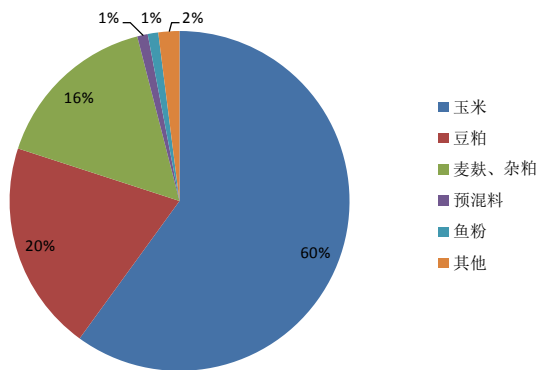
来源: 齐鲁证券研究所

新希望、海大、大北农等重点饲料企业销量远超行业增速

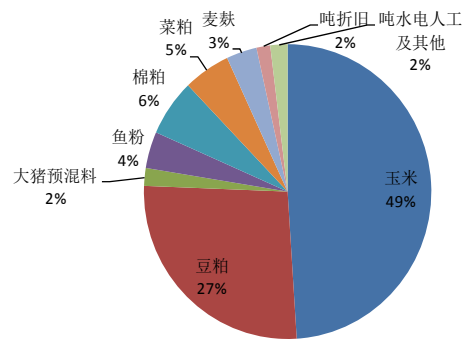
- 2011 年 1-5 月份, 我们重点跟踪的新希望、海大集团、大北农等公司, 销量增长率远超行业平均水平。
- 我们预计新希望按合并六合后的口径计算, 1-6 个月饲料+养殖每月净利润在 1.3-1.4 亿元左右, 若上半年并表, 则净利润增长 100%以上是大概率事件。
- 我们预计海大集团 1-5 月畜禽饲料销量增长 30%左右, 水产饲料增长 50-55%之间, 整体饲料销量 90 万吨左右, 增长应在 40%左右。
- 我们预计大北农今年饲料销量同比增长 45%左右, 达到 180 万吨是大概率事件。
- 我们预计唐人神 2011 年实现 160-170 万吨饲料销量, 同比增长 25%左右。
- 此外, 我们还预计 3-4 季度饲料行业毛利率环比略有上升, 幅度应在 1-2 个百分点以内。

饲料原料温和上涨, 饲料企业成本顺利向下游转移

- 饲料行业介入种植业、养殖业之间, 是联结二大产业的纽带。除了下游养殖景气外, 上游原料成本变动也和饲料企业的利润率息息相关——饲料行业中原料成本一般占总成本的 95%。
- 我们对占成本比重较大的玉米、豆粕、鱼粉的供需分析显示未来主要饲料原料价格将温和上涨 (10%), 在目前下游盈利高的情况下, 饲料企业的成本压力有望顺利向下游转嫁。

图表 14：大猪配合料原料构成（按量）


来源：齐鲁证券研究所（注：配方可根据原料成本灵活变化）

图表 15：大猪配合料的成本构成（%）


来源：齐鲁证券研究所（注：随原料价格和配方不同变化）

2011 年玉米产量有望创历史记录，供需偏紧有所改善

- 受 2010 年玉米大幅上涨带动种植效益提升，2011 年全国玉米种植面积预计增长 2.1% 以上。东北地区大豆种植面积大量被玉米所替代，对全国玉米种植面积增长贡献 1.93%，黄淮海夏播玉米区种植面积有望持平或略有增长，对全国玉米种植面积调查显示全国玉米种植面积将至少增长 2.1%。

➢ 目前辽宁、吉林和黑龙江等地春播玉米区已完成播种。辽宁播种面积维持上一年度的水平；吉林省略有增加，预计增幅在 3%—5%；黑龙江播种面积增幅约 1000 万亩，同比增幅在 10% 以上，主要是因为前期大量种豆的土地改种玉米。目前春播区墒情较好，播种进展较为及时和顺利，为玉米增产开了个好头。

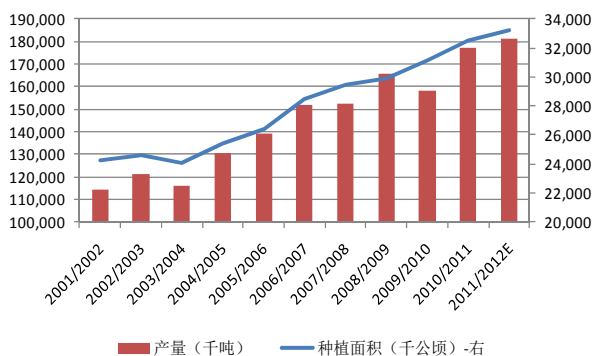
图表 16：2011 年东北三省对全国玉米种植面积增长贡献 1.93%

	种植面积占比	2011 年种植面积 yoy	对全国种植面积增长贡献
黑龙江	12.03%	12.8%	1.5%
吉林	9.79%	4.0%	0.4%
辽宁	6.31%	0.0%	0.0%
东北三省合计	28.13%	——	1.93%

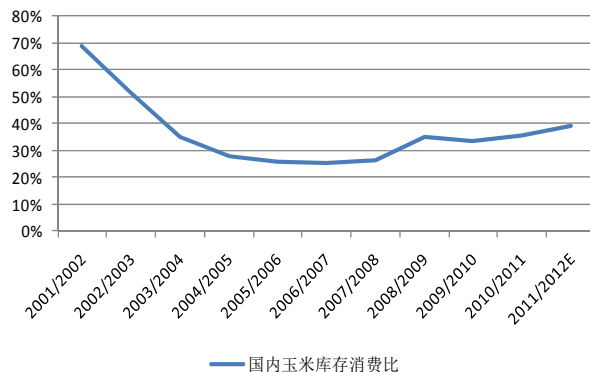
来源：东北三省农委、齐鲁证券研究所

- 供给端：受益于种植面积增长，2011/12 年度国内玉米产量有望达到创纪录的 1.815 亿吨。据中国粮油信息中心(CNGOIC)5 月 24 日发布的 2011 年农作物产量预测中称，中国今年玉米产量将同比上涨 2.4%，至创纪录的 1.815 亿吨。
- 需求端：2011/12 国内玉米总需求达到 1.75 亿吨。其中饲料需求有望在生猪补栏下增长 900 万吨（+7.7%）至 1.25 亿吨，增量占全国玉米产量的 5%；深加工需求随着国家对玉米深加工限制加强，预计保持在 5000 万吨水平。
 - 按照 08-09 年生猪出栏量增加 4000 万头计算，新增饲料玉米需求约 700 万吨，考虑其他饲料需求增长，预测饲料玉米需求增长 900 万吨。
 - 4 月份，七项调控玉米深加工的措施出台，包括取消玉米深加工的增值税进项税额抵扣等，这会对玉米深加工企业的开工率造成冲击。

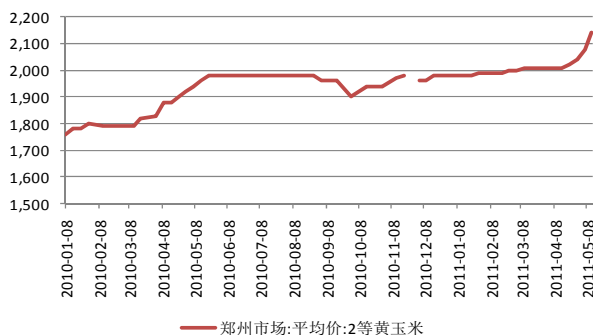
- **供需小结：**2011/12 国内玉米产量 1.815 亿吨，需求量 1.75 亿吨，产略大于需，供需偏紧格局略有改善，期末库存消费比由 36% 小幅上涨至 39%。预计 2011 年玉米价格将在成本推动下仍有望录得 10% 左右的涨幅，但暴涨的概率不大。

图表 17：2011 年国内玉米产量有望创历史记录


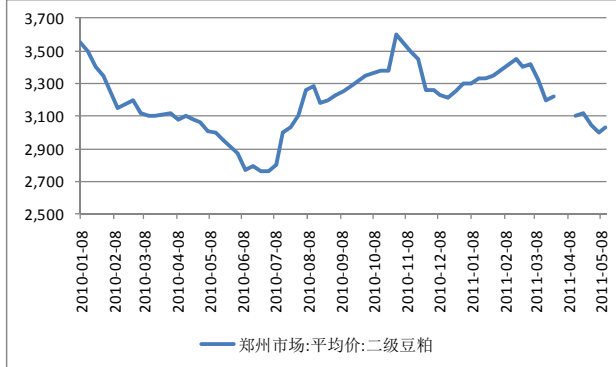
来源：USDA、中华粮网、国家粮油信息中心、齐鲁证券研究所

图表 18：国内玉米库存消费比环比小幅提升


来源：齐鲁证券研究所

图表 19：蛰伏一年后五月份玉米价格再度上涨


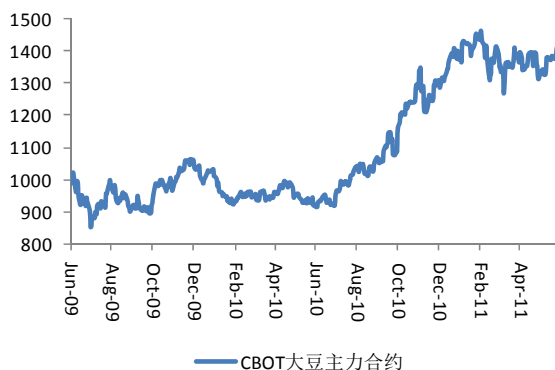
来源：齐鲁证券研究所

图表 20：2010 以来豆粕走势偏弱 (元/吨)


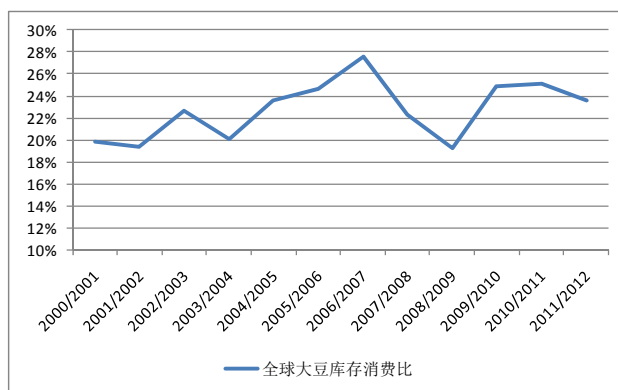
来源：齐鲁证券研究所

豆粕：全球大豆供需趋紧，但国内进口大豆增速高于豆粕需求增速

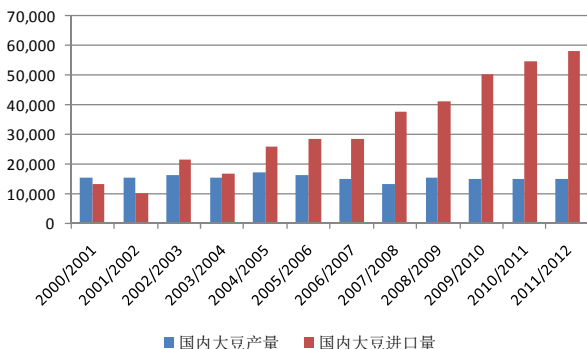
- 短期来看，大豆进口量增加导致 10/11 豆粕产量同比增长 17.5% 至 0.45 亿吨，而存栏仍处于低位，豆粕需求仍不旺盛，因此 2010 年豆粕价格走势远远弱于其他农产品。
- 中期来看，全球大豆供需偏紧支撑大豆价格，但国内大豆进口增速（近 3 年年均 12%）远高于豆粕需求增速（+7.7%），因此国内将有望维持豆油强豆粕弱的格局，豆粕价格在大豆价格拉动下温和上涨概率偏大。

图表 21: CBOT 大豆在 1400 美分/磅高位整理


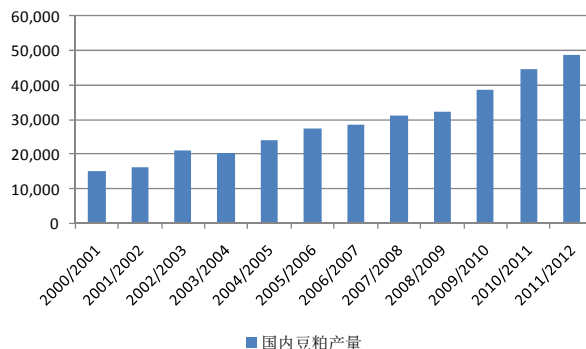
来源: 齐鲁证券研究所

图表 22: 2011/12 全球大豆库存消费比下滑至 24


来源: 齐鲁证券研究所

图表 23: 全国大豆进口依存度达 80%


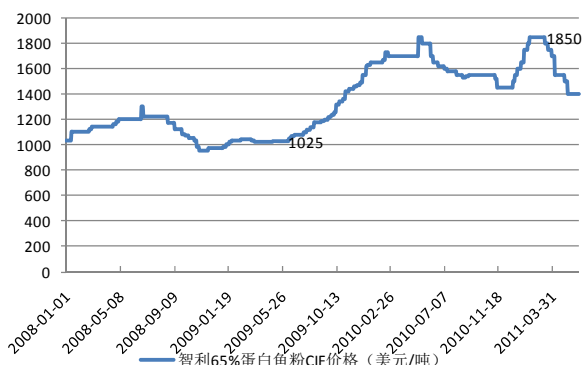
来源: USDA, 齐鲁证券研究所

图表 24: 09 年以来国内豆粕产量年均增长 14%


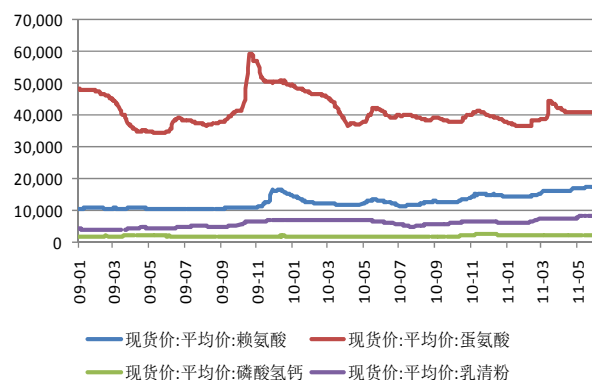
来源: 齐鲁证券研究所

鱼粉: 供给增、需求减, 日本地震后价格回落 25%

- 供给端来看, 2011 年秘鲁中北部第一捕季配额正式公布, 配额为 367.5 万吨, 捕捞时间从 2011 年 4 月 1 日零时至 2011 年 7 月 31 日, 预计可生产鱼粉 87.5 万吨, 远超 300 万吨的市场预期。智利的捕捞情况也非常好, 总捕捞配额由 219 万吨增加至 269 万吨。
- 需求来看, 受日本地震和核泄漏事件影响日本鱼粉进口量预计下滑 30% 以上。2009 年日本鱼粉进口量为 28 万吨, 其中从秘鲁进口 11.6 万吨, 2010 年从秘鲁进口鱼粉 11.3 万吨, 本次日本水产养殖的损失势必造成短期内日本鱼粉的进口量出现下滑。
- 基于以上原因, 近期进口鱼粉价格出现快速回落, 价格落差达到 25% 左右, 但中长期来看, 基于秘鲁和智利在全球鱼粉资源出口市场上的份额与影响力无与伦比, 鱼粉价格缺乏持续下跌将使两国削减配额和产量。我们预计 2011 年中国进口鱼粉价格保持在 1200-1600 美元/吨 (CIF 价格) 之间波动。

图表 25：鱼粉价格 3 月以来下跌 25%（美元/吨）


来源：齐鲁证券研究所

图表 26：其他饲料添加剂价格基本稳定（元/吨）


来源：齐鲁证券研究所

维持饲料行业“增持”评级，重点推荐新希望、海大集团

- 基于“下游养殖景气拉动+上游成本压力缓解”，我们积极推荐饲料板块。饲料业又见景气小周期，时间跨度大约可至 2011 年 4 季度。饲料行业相对畜禽养殖业来说，属后周期行业。我们的统计显示，在猪价高点出现 6 个月左右将出现饲料行业的盈利高峰（详见《畜禽养殖专题报告——养殖高景气有望贯穿 2011 年全年（2011.4.28）》）；基于 6 月份中大猪青黄不接可能造成猪价加速赶顶，我们预计饲料行业 3-4 季度会迎来量价齐升的小阳春；再考虑到资本市场股票建仓先行的原则，我们认为当前配置饲料股风险低、确定性高，兼获绝对收益和相对收益的概率较大。
- 重点公司方面，建议首选新希望、海大集团，打包推荐三只质地优良的次新饲料股——大北农、唐人神、金新农，以及受益生猪高景气的正邦科技。

图表 27：饲料行业推荐排序及估值表

股票代码	股票名称	归属于行业	收盘价格	总股本 (百万股)	总市值 (亿元)	2009EPS (元)	2010EPS (元)	2011EPS (元)	2012EPS (元)	2010PE (倍)	2011PE (倍)	2012PE (倍)	投资评级
000876.sz	新希望	饲料业	19.80	1732.37	343.01	0.24	0.80	1.09	1.19	24.8	18.2	16.6	买入
002311.sz	海大集团	饲料业	15.85	582.40	92.31	0.27	0.35	0.50	0.67	44.9	31.7	23.7	买入
002385.sz	大北农	饲料业	31.77	400.80	127.33	0.70	0.78	1.15	1.52	40.9	27.6	20.9	增持
600438.sh	通威股份	饲料业	8.50	687.52	58.44	0.21	0.35	0.38	0.52	24.6	22.5	16.2	增持
002157.sz	正邦科技	饲料业	12.90	269.41	34.75	0.20	0.22	0.36	0.44	59.9	35.8	29.3	增持
002567.sz	唐人神	饲料业	24.97	138.00	34.46	0.64	0.81	0.90	1.20	30.8	27.7	20.8	增持
002548.SZ	金新农	饲料业	24.05	94.00	22.61	0.54	0.62	0.76	1.13	38.7	31.7	21.3	未有评级

来源：齐鲁证券研究所（注：价格截至 2011 年 6 月 27 日）

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308