

行业研究/深度研究

2019年06月09日

行业评级:

农林牧渔

增持(维持)

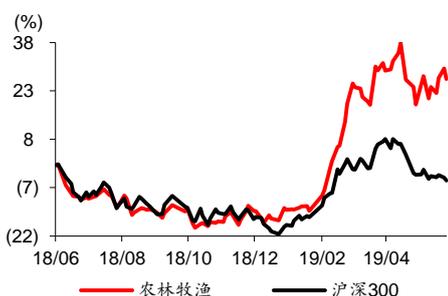
**许奇峰** 执业证书编号: S0570517020001  
研究员 010-56793956  
xuqifeng@htsc.com

**冯鹤** 执业证书编号: S0570517110004  
研究员 021-28972251  
fenghe@htsc.com

相关研究

- 1 《农林牧渔: 行业周报(第二十二周)》  
2019.06
- 2 《农林牧渔: 周期春意浓, 成长在征途》  
2019.05
- 3 《中牧股份(600195,买入): 低估值高成长, 静待后期周期启动》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 猪鸡共舞, 拥抱农业黄金时代

## 养殖行业深度报告

### 同步推荐生猪养殖、肉鸡养殖板块

生猪价格短期抑制因素基本消除, 高产能去化下生猪价格上涨节点渐行渐近, 推荐牧原股份、正邦科技等生猪养殖板块标的。同时, 受生猪养殖(量和价)带动, 肉鸡板块同样具有投资价值, 同步推荐肉鸡养殖板块。

### 生猪养殖: 扰动因素渐弱, 猪价上涨节点逼近

抛售渐缓、冻肉消化、需求回暖, 短期影响渐弱, 6月有望成为猪价新一轮上涨的起点。并且, 2018年8月开始, 受非洲猪瘟疫情影响, 能繁母猪存栏量开始下滑, 按照正常的生产周期, 能繁母猪损失将逐步反映到2019年6月及之后的生猪出栏量上。与此同时, 夏季母猪受孕率低以及冬春受腹泻等导致仔猪成活率低, 6月份生猪出栏也存在季节性低位。两因素共振, 我们认为, 6月之后生猪供给缺口将不断扩大, 6月有望成为猪价新一轮上涨的起点。

### 肉鸡养殖: 需求向好叠加供给收缩, 高景气剑指2020年

从供给端来看, 白羽肉鸡供给量仍然偏紧。1) 2017年10月-2018年9月祖代鸡更新数量较少, 对应19年鸡肉供给仍相对不足; 2) 强制换羽难以改变今年供给偏紧局面; 3) 受巴西反倾销事件影响, 鸡肉进口受限。从需求端来看, 受生猪去产能提振, 鸡肉需求量有望达到历史高点。

### 投资建议

受非洲猪瘟疫情影响, 我们认为, 国内生猪产能去化幅度已经可以支撑一轮猪周期的反转。现阶段, 生猪板块已进入行业基本面兑现阶段, 生猪价格上涨是股价核心驱动因素, 推荐牧原股份、正邦科技等生猪养殖板块标的。此外, 受生猪短缺以及猪价上涨的影响, 国内肉鸡行业也将维持高景气运行, 同步推荐国内肉鸡养殖板块。

风险提示: 生猪价格上涨时间推迟, 消费低迷, 鸡肉替代不顺畅。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
002714	牧原股份	58.01	买入	0.25	2.13	6.60	2.38	232.53	26.18	8.45	23.43
300498	温氏股份	37.09	买入	0.74	2.54	4.49	1.78	49.80	15.79	8.93	22.53
600195	中牧股份	12.92	买入	0.69	0.79	0.91	1.06	18.70	15.46	13.42	11.52

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

生猪养殖：扰动因素渐弱，猪价上涨节点逼近 .....	4
高产能去化幅度是矛盾的主要方面，猪价上涨渐行渐近 .....	4
抛售渐缓、冻肉消化、需求回暖，短期影响渐弱 .....	5
肉鸡养殖：需求向好叠加供给收缩，高景气剑指 2020 年 .....	7
供给：白羽肉鸡供给量仍然偏紧 .....	7
需求：受非洲猪瘟疫情影响，鸡肉需求量有望达到历史高点 .....	9
投资建议 .....	12
风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1：2019 年 5 月，全国生猪价格走势 .....	4
图表 2：2019 年 5 月，生猪价格分区域涨跌幅 .....	4
图表 3：2019 年 4 月，能繁母猪存栏量创历史新低 .....	4
图表 4：2019 年 4 月，生猪存栏量创历史新低 .....	4
图表 5：2008-18 年，我国猪肉进口规模及增速情况 .....	5
图表 6：2019 年 4 月以来，各区域生猪价格走势 .....	5
图表 7：2019 年 3 月以来，冻品库存率持续下降且降幅缩窄 .....	6
图表 8：2013-18 年，生猪价格月度走势 .....	6
图表 9：白羽肉鸡传导周期示意 .....	7
图表 10：白羽肉鸡扩繁示意图 .....	7
图表 11：2015-18 年，我国祖代鸡引种规模连续四年处于低位 .....	8
图表 12：2017 年 10 月-2018 年 9 月，引种量同比减少 24.62% .....	8
图表 13：2019 年以来，我国毛鸡价格走势 .....	8
图表 14：人工强制换羽对祖代、父母代产能的影响 .....	8
图表 15：2018 年，巴西占我国鸡肉进口总量的 84% .....	9
图表 16：2014-18 年，我国鸡肉进口数量相对稳定 .....	9
图表 17：巴西反倾销事件时间表 .....	9
图表 18：2013-18 年，我国肉制品消费结构 .....	9
图表 19：2018 年，禽肉是我国第二大肉制品消费品类 .....	9
图表 20：2018 年，世界主要国家白羽肉鸡消费占比情况 .....	10
图表 21：1987-2018 年，猪肉消费占比下降，伴随着鸡肉消费占比上升 .....	10
图表 22：2019 年 1-5 月，中小厂鸡苗景气度较高 .....	11
图表 23：2019 年 1-5 月，大厂鸡苗景气度较高 .....	11
图表 24：生猪、毛鸡价格走势具有较强的同步性 .....	11
图表 25：猪鸡比中枢值 1.99 .....	11
图表 26：6 月 6 日，重点养殖上市公司头均市值测算 .....	12

图表 27: 牧原股份历史 PE-Bands .....	12
图表 28: 牧原股份历史 PB-Bands .....	12
图表 29: 正邦科技历史 PE-Bands .....	12
图表 30: 正邦科技历史 PB-Bands .....	12
图表 31: 中牧股份历史 PE-Bands .....	13
图表 32: 中牧股份历史 PB-Bands .....	13

## 生猪养殖：扰动因素渐弱，猪价上涨节点逼近

5月猪价较月初小幅下跌0.45%，不及市场预期。根据行情宝的数据，截至5月27日，生猪均价15.34元/公斤，较月初小幅下跌0.45%，不及市场预期。分区域来看，受两广生猪外调的影响，华东、西南生猪价格分别下跌1.68%、2.53%；华南、华北、西北猪价因本地猪源短缺出现一定程度上涨；华中地区基本保持稳定，小幅上涨0.50%。

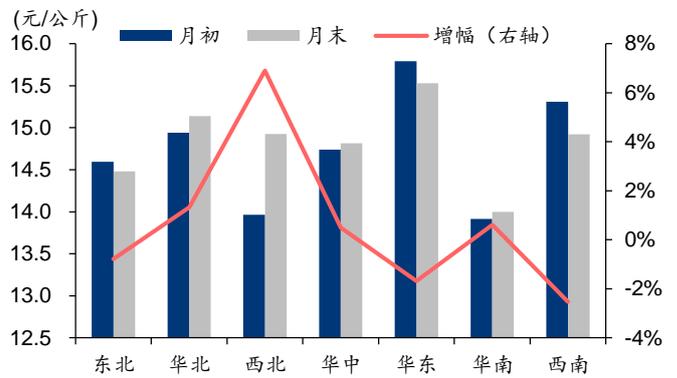
我们认为，5月猪价不达预期的主要原因在于以下三个方面：1) 两广集中抛售压制猪价上涨空间。南方尤其是两广地区疫情较为严重，养殖户恐慌情绪蔓延，集中抛售压制猪价上涨空间；2) 屠宰企业冻肉库存释放不利于猪价上涨。受农业农村部对非洲猪瘟检测力度进一步加大的影响，屠宰企业释放冻肉库存积极性提高，不利于猪价上涨；3) 猪肉消费尚处淡季，猪价上行动力不足。从历史经验来看，3-5月是猪肉消费淡季，终端消费不振导致猪价上行动力不足。

图表1：2019年5月，全国生猪价格走势



资料来源：行情宝，华泰证券研究所

图表2：2019年5月，生猪价格分区域涨跌幅

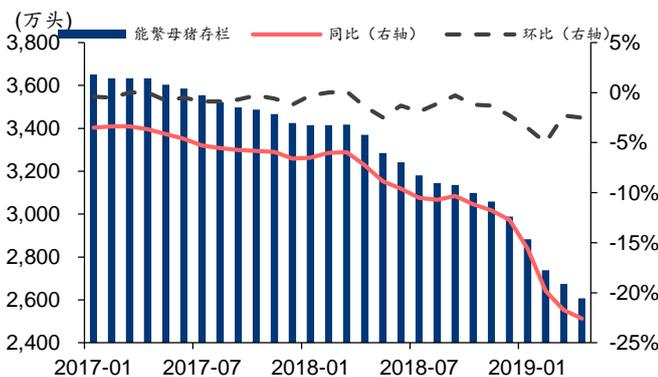


资料来源：行情宝，华泰证券研究所

## 高产能去化幅度是矛盾的主要方面，猪价上涨渐行渐近

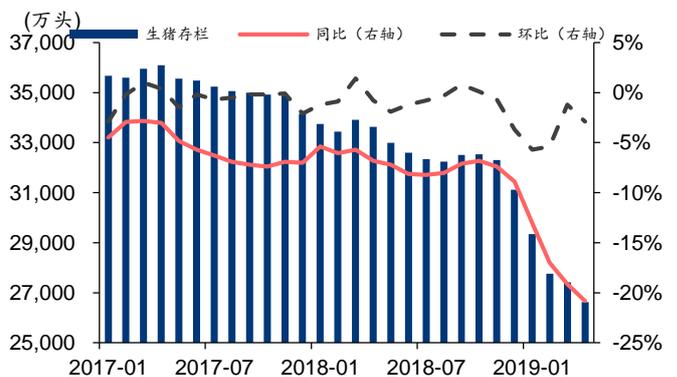
全国能繁母猪和生猪存栏量已达历史最低点，全年猪肉缺口或达1050万吨。农业农村部数据显示，受非洲猪瘟影响，2018年下半年开始，能繁母猪和生猪存栏急剧下滑，截至2019年4月，能繁母猪存栏同比下滑22.59%，环比下滑2.50%；生猪存栏同比下滑20.84%，环比下滑2.90%。从历史数据来看，当前全国能繁母猪和生猪存栏量已达近十年历史最低点，根据我们的测算，2019年会有1.4亿头商品猪的缺口，以一头猪净产猪肉150斤计算，保守估计对应全年猪肉缺口或达1050万吨。考虑国际猪肉进口的影响，2016年我国猪肉进口量达到顶峰，为160.02万吨，占我国猪肉产量的2.99%。根据青松农牧预测，由于今年生猪缺口较大，猪肉进口量在300万吨以上，仍然无法弥补国内猪肉缺口。

图表3：2019年4月，能繁母猪存栏量创历史新低



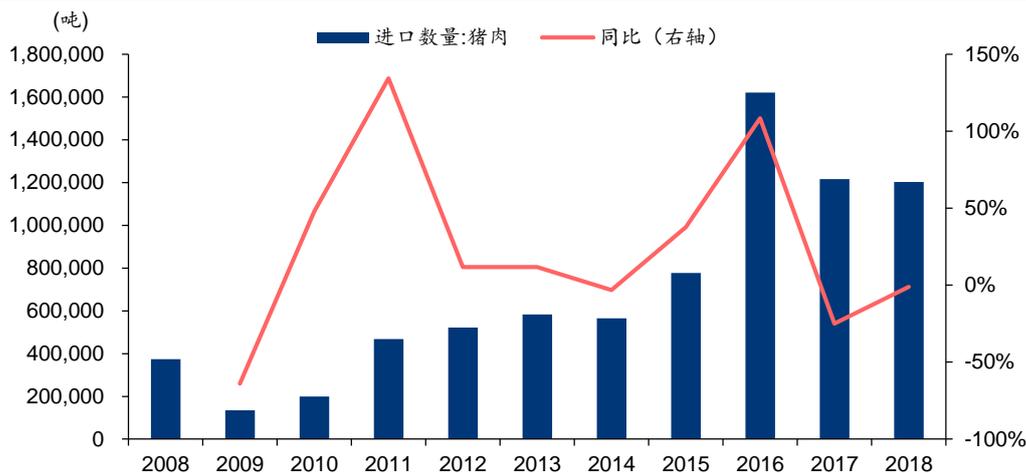
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表4：2019年4月，生猪存栏量创历史新低



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表5：2008-18年，我国猪肉进口规模及增速情况**



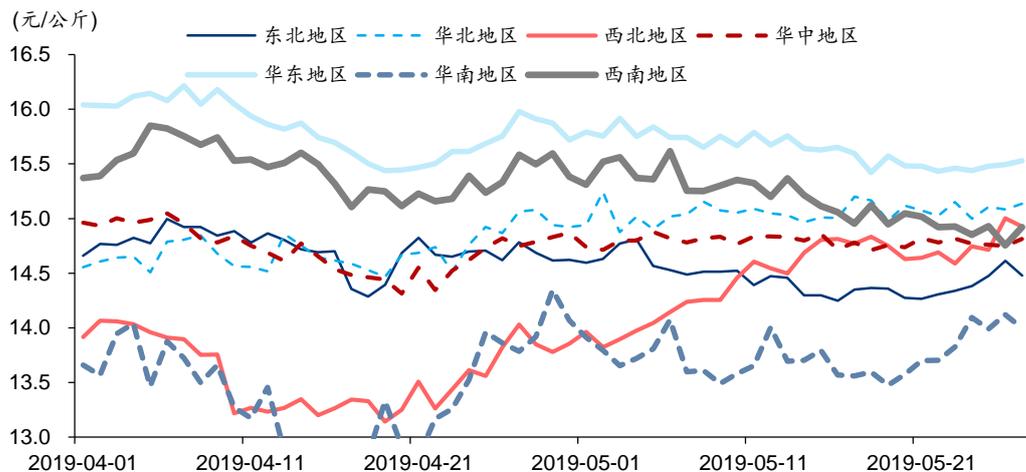
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**6月有望成为猪价新一轮上涨的起点。**2018年8月开始，受非洲猪瘟疫情影响，能繁母猪存栏量开始下滑，按照正常的生产周期，能繁母猪损失将逐步反映到2019年6月及之后的生猪出栏量上。与此同时，夏季母猪受孕率低以及冬春受腹泻等导致仔猪成活率低，6月份生猪出栏也存在季节性低位。两因素共振，我们认为，6月及之后生猪供给缺口将不断扩大，6月有望成为猪价新一轮上涨的起点。

**抛售渐缓、冻肉消化、需求回暖，短期影响渐弱**

**两广生猪抛售已进入尾声，对猪价的抑制作用将逐步消除。**南方尤其是两广地区因大面积疫情爆发，生猪抛售情况非常严重，已持续两个月之久，直接对全国猪价上涨形成压制。在当前节点，我们判断两广生猪抛售已接近尾声，对猪价的抑制作用将逐步消除，1) 两广生猪产能去化率已达30%，抛售潜力不足。根据我们草根调研，两广生猪产能去化率已升至30%，局部地区甚至高达70%以上，持续抛售潜力不足；2) 博白疫情爆发，广西禁止生猪外调。两广生猪，尤其是广西地区，抛售的结束，预示着猪价即将进入上涨的快车道，近期华南猪价的上漲也再一次验证了我们的判断逻辑。

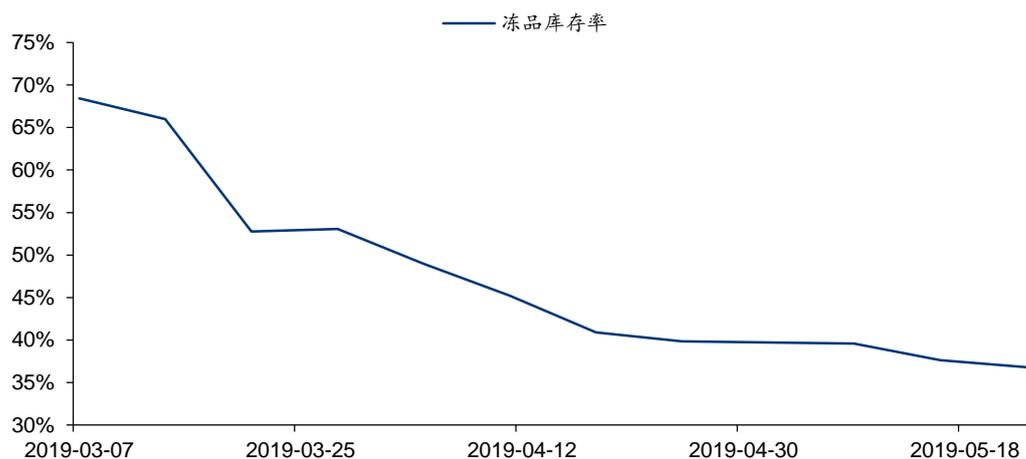
**图表6：2019年4月以来，各区域生猪价格走势**



资料来源：行情宝，华泰证券研究所

**屠企冻肉去库存基本完成，缺猪又缺肉的格局逐步形成。**随着农业农村部对屠宰环节疫情检测力度的逐步加强，屠企释放冻肉库存积极性提高，叠加当前消费逐步走强，冻肉库存消化速度较快。根据我们草根调研了解，全国屠宰企业冻肉库存率已由3月初的68.42%下降至36.80%，缺猪（非洲猪瘟疫情、夏季母猪受孕率低以及冬季仔猪成活率低，三因素叠加）又缺肉的格局逐步形成。

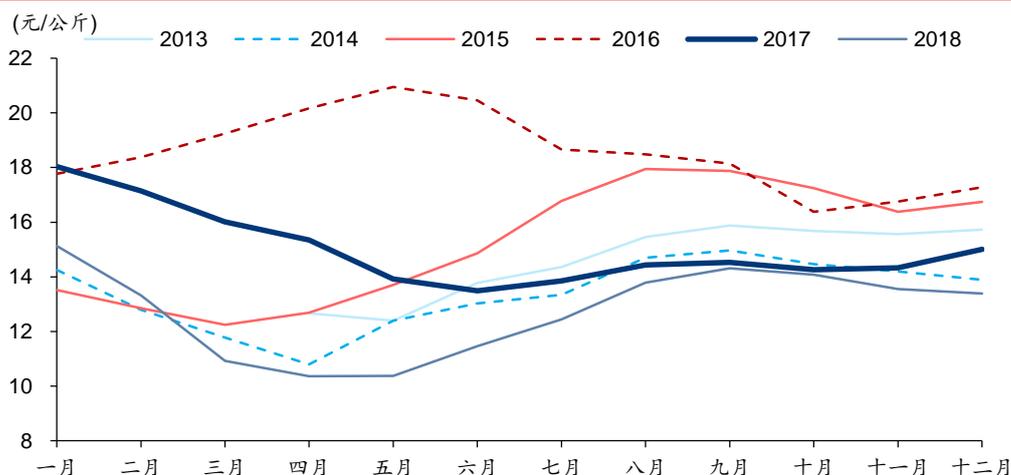
**图表7： 2019年3月以来，冻品库存率持续下降且降幅缩窄**



资料来源：草根调研，华泰证券研究所

**猪肉消费旺季即将到来，终端消费助力猪价上涨。**3-5月是猪肉消费淡季，终端消费不振导致猪价上行动力不足。当前节点，我们判断猪肉消费旺季即将到来，终端消费助力猪价上涨。从历史数据来看，每年5月后，生猪价格涨多跌少。

**图表8： 2013-18年，生猪价格月度走势**



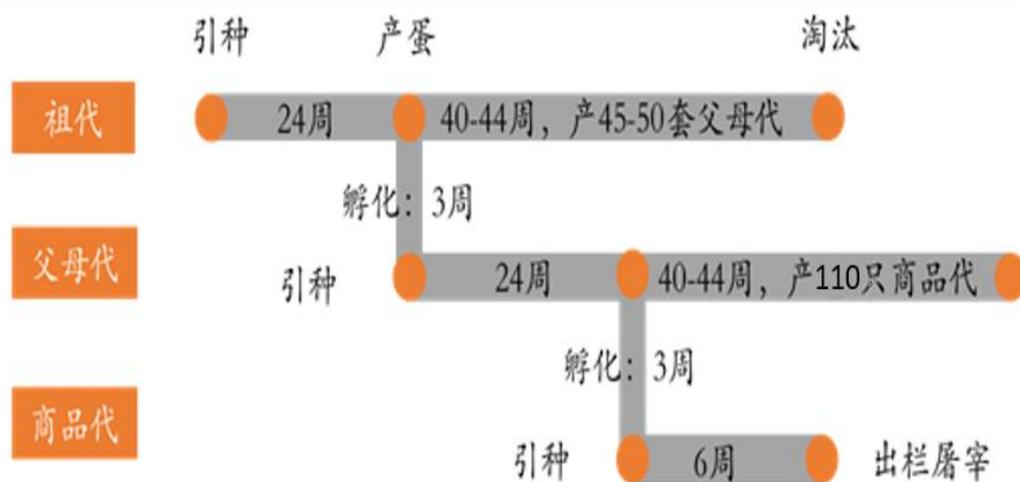
资料来源：行情宝，华泰证券研究所

我们认为，2018年能繁母猪损失将在今年6月及之后更长时间的生猪出栏量上逐步体现出来，而短期生猪抛售、冻肉库存释放、消费不振三大因素对短期猪价的压制作用逐渐减弱，猪价上涨渐行渐近。

## 肉鸡养殖：需求向好叠加供给收缩，高景气剑指2020年

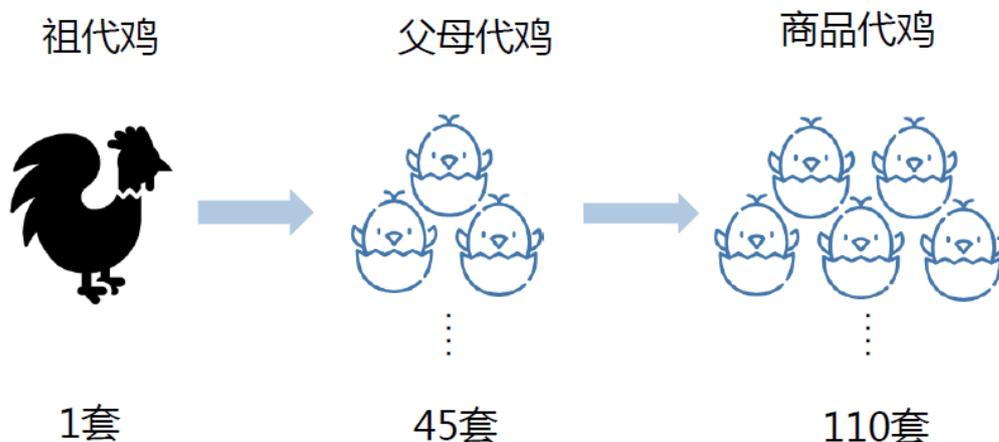
白羽肉鸡从祖代引种到商品代出栏耗时接近15个月。从白羽肉鸡生长周期来看，从祖代引种到商品代出栏共需经历祖代、父母代、商品代、出栏等4个阶段，全程耗时接近15个月，具体来看：祖代鸡从引种到产蛋需24周的时间，再经历40-44周产蛋45套左右后被淘汰；产蛋孵化3周后至父母代引种，父母代从引种到产蛋需24周的时间，再经历40-44周产蛋110只商品代后被淘汰；商品代从孵化到出栏屠宰共需9周的时间。总体来看，白羽肉鸡从祖代引种到商品代出栏屠宰耗时接近15个月的时间。

图表9：白羽肉鸡传导周期示意



资料来源：CNKI，华泰证券研究所

图表10：白羽肉鸡扩繁示意图



资料来源：CNKI，华泰证券研究所

## 供给：白羽肉鸡供给量仍然偏紧

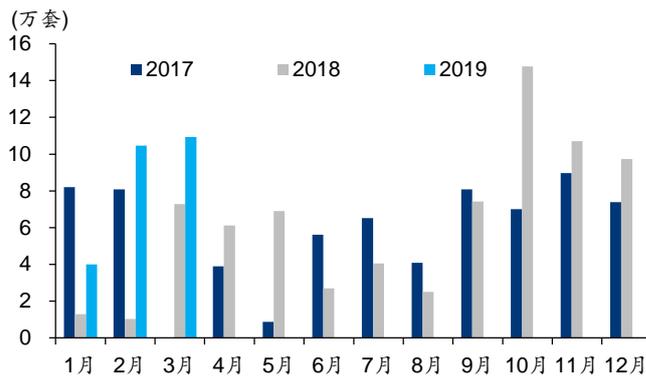
2017年10月-2018年9月祖代鸡更新数量较少，对应19年鸡肉供给仍相对不足。中国产业信息网数据显示，我国白羽肉鸡年均需求量为40亿羽左右，按照4950扩繁系数计算，每年至少需引种80.81万套。根据白羽肉鸡协会数据，2017年10月-2018年9月我国祖代鸡更新数量（引种+自繁）为62.68万套，仍低于最低引种需求，对应2019年的鸡肉供给仍偏紧。

**图表11: 2015-18年, 我国祖代鸡引种规模连续四年处于低位**



资料来源: 白羽肉鸡协会, 华泰证券研究所

**图表12: 2017年10月-2018年9月, 引种量同比减少24.62%**



资料来源: 白羽肉鸡协会, 华泰证券研究所

**图表13: 2019年以来, 我国毛鸡价格走势**



资料来源: 禽病网, 华泰证券研究所

**强制换羽难以改变今年供给偏紧局面。**根据我们草根调研了解, 2018年上半年强制换羽率较低, 虽然下半年强制换羽开始逐步增多, 但是由于存在种鸡质量、鸡病等因素的影响, 供应难以短期起量, 仍然难以改变今年鸡肉供给整体偏紧的局面。

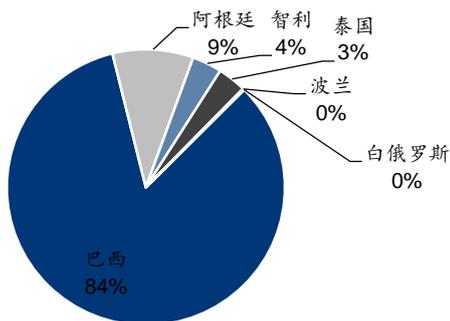
**图表14: 人工强制换羽对祖代、父母代产能的影响**

	祖代种鸡	父母代种鸡
正常产蛋期产能 (套)	45	110
正常产能 (套/周)	1.1	2.68
强制换羽后的产能 (套/周)	1.32	3.21
强制换羽后产能增长率	20%	20%

资料来源: 白羽肉鸡联盟, 华泰证券研究所

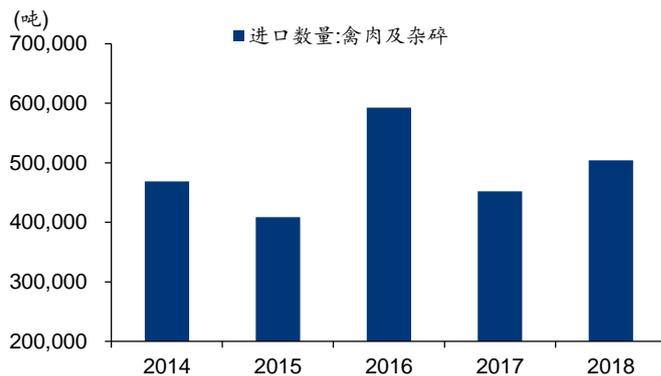
**受巴西反倾销事件影响, 鸡肉进口受限。**巴西是我国鸡肉进口的绝对主力, 2018年我国进口鸡肉50.39万吨, 其中巴西对华出口高达42.15万吨, 占比83.65%。然而, 商务部于2019年2月15日公布对巴西白羽肉鸡产品反倾销调查的最终裁定, 决定对巴西的白羽肉鸡征收17.8%-32.4%的进口关税。我国鸡肉进口数量基本稳定在50万吨左右, 虽然今年我国鸡肉供给较为紧张, 但受巴西反倾销事件影响, 我们预计今年鸡肉进口仍会保持稳定。

图表15: 2018年, 巴西占我国鸡肉进口总量的84%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 2014-18年, 我国鸡肉进口数量相对稳定



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: 巴西反倾销事件时间表

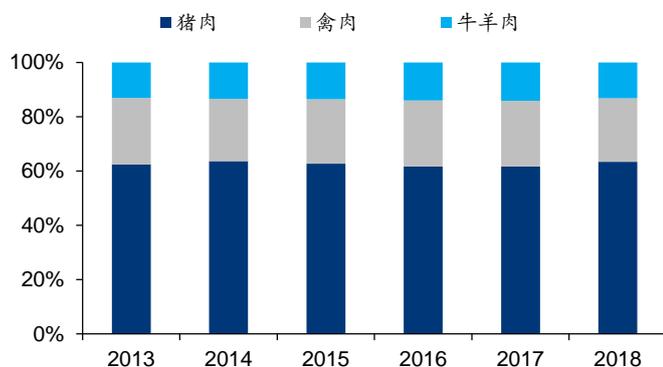
时间	事件详情
2017.6.28	中国畜牧业协会代表国内白羽肉鸡产业, 正式向调查机关提起对原产于巴西的进口白羽肉鸡产品进行反倾销调查的申请
2017.8.18	商务部决定对原产于巴西的进口白羽肉鸡产品进行反倾销立案调查
2018.6.8	商务部发布初裁公告, 初步认定原产于巴西的进口白羽肉鸡产品存在倾销, 国内白羽肉鸡产业受到实质损害, 而且倾销与实质损害之间存在因果关系, 决定对巴西的进口白羽肉鸡产品实施临时反倾销措施
2018.8.17	商务部发布延期公告, 决定将本案的调查期限延长6个月
2019.2.15	商务部最终裁定, 原产于巴西的进口白羽肉鸡产品存在倾销, 国内白羽肉鸡产业受到实质损害, 而且倾销与实质损害之间存在因果关系

资料来源: 商务部, 华泰证券研究所

### 需求: 受非洲猪瘟疫情影响, 鸡肉需求量有望达到历史高点

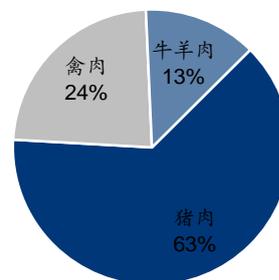
禽肉是我国第二大肉制品消费品类。国家统计局数据显示, 我国禽肉消费量已从2000年的1200万吨增加到2018年的2000万吨左右, 占肉制品消费的比重从2000年的19.8%提升至2018年的23.4%。分类别来看, 2018年, 中国禽肉消费量达到2000万吨, 猪肉消费量5540万吨, 牛羊肉等消费量1128万吨, 占肉制品比重分别为23.4%、63.4%、13.2%, 禽肉已经成为我国肉制品消费中仅次于猪肉的第二大品类。

图表18: 2013-18年, 我国肉制品消费结构



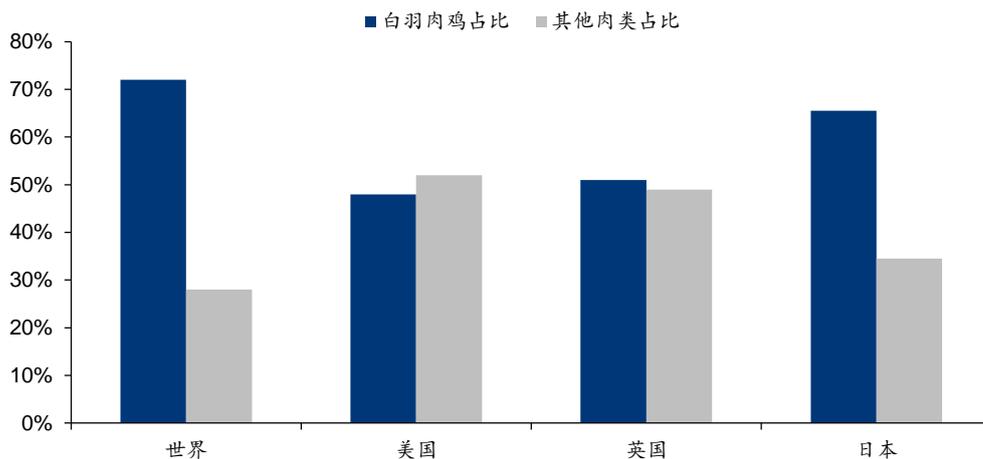
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表19: 2018年, 禽肉是我国第二大肉制品消费品类



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

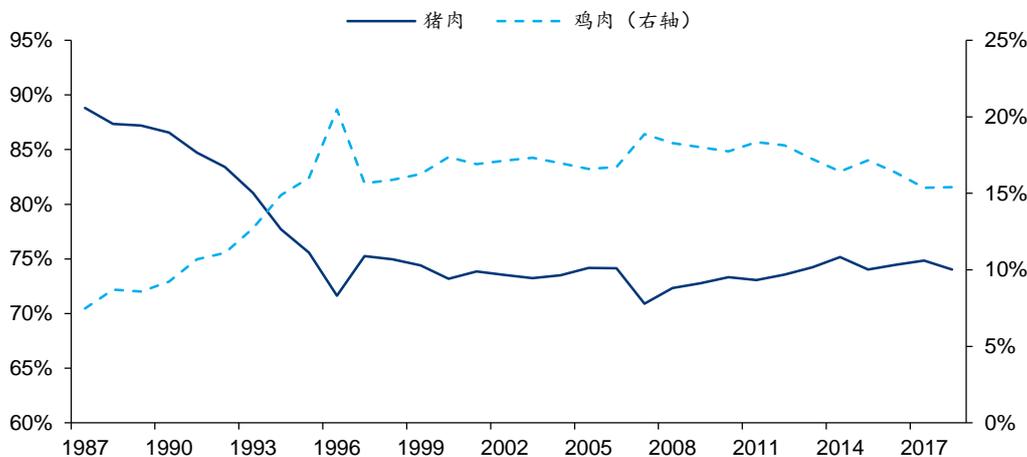
**图表20： 2018年，世界主要国家白羽肉鸡消费占比情况**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**猪肉缺口较大，鸡肉替代有望达到历史高点。**作为我国第二大肉制品消费品类，鸡肉与猪肉之间具有较强的替代关系。从历史经验来看，每一次生猪供给短缺都伴随着鸡肉消费量的急剧拉升。国家统计局数据显示，1995-1996年，猪肉消费同比减少13.56%，鸡肉消费同比增加16.68%；2006-2007年蓝耳病在国内大面积爆发，猪肉消费同比减少6.74%，鸡肉消费同比骤升10.07%；2014-2015年猪肉消费同比减少2.45%，鸡肉消费同比增加3.41%。我们认为，受非洲猪瘟影响，鸡肉替代有望达到历史高点。

**图表21： 1987-2018年，猪肉消费占比下降，伴随着鸡肉消费占比上升**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

此外，受生猪产能去化较大的影响，我们预计，2019年下半年开始生猪价格将进入上涨快车道，并且，本轮猪周期生猪价格有望创历史新高。受此影响，我们认为，生猪价格的较大幅度上涨将在一定程度上刺激鸡肉消费需求。我们预计，2019年下半年，生猪价格的较大幅度上涨将对终端鸡肉消费产生一定刺激作用。

**图表22： 2019年1-5月，中小厂鸡苗景气度较高**



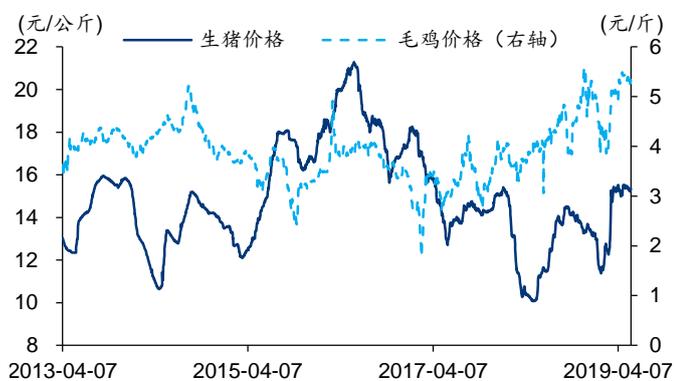
资料来源：禽病网，华泰证券研究所

**图表23： 2019年1-5月，大厂鸡苗景气度较高**



资料来源：禽病网，华泰证券研究所

**图表24： 生猪、毛鸡价格走势具有较强的同步性**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表25： 猪鸡比中枢值 1.99**



资料来源：行情宝、禽病网，华泰证券研究所

## 投资建议

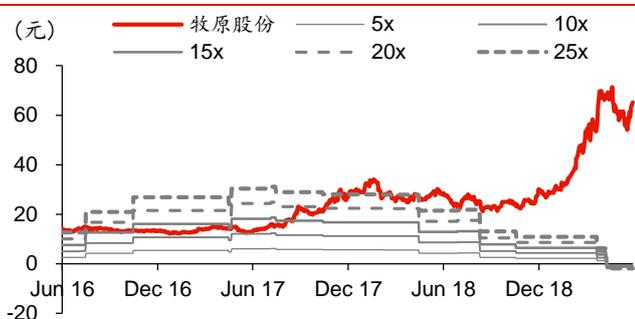
受非洲猪瘟疫情影响，我们认为，国内生猪产能去化幅度已经可以支撑一轮猪周期的反转。现阶段，生猪板块已进入行业基本面兑现阶段，生猪价格上涨是股价核心驱动因素，推荐牧原股份、正邦科技等生猪养殖板块标的。此外，受生猪短缺以及猪价上涨的影响，国内肉鸡行业也将维持高景气运行，同步推荐国内肉鸡养殖板块。

图表26：6月6日，重点养殖上市公司头均市值测算

公司	头均市值(元)
牧原股份	9304.96
温氏股份	7169.30
新五丰	7282.49
正邦科技	6238.04
天邦股份	5182.63
唐人神	5134.81
天康生物	4172.46

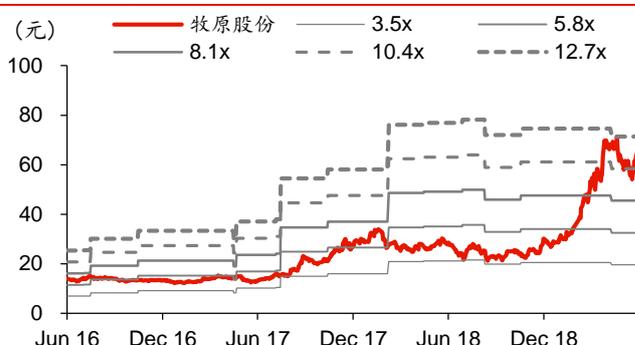
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27：牧原股份历史 PE-Bands



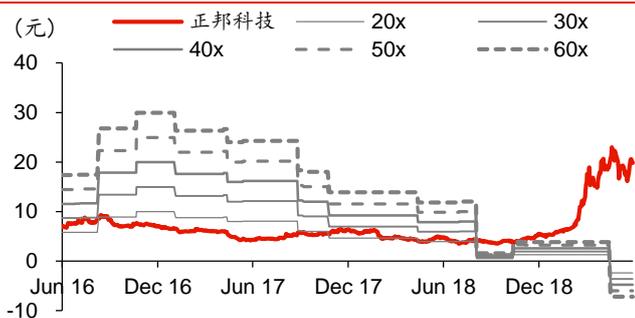
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表28：牧原股份历史 PB-Bands



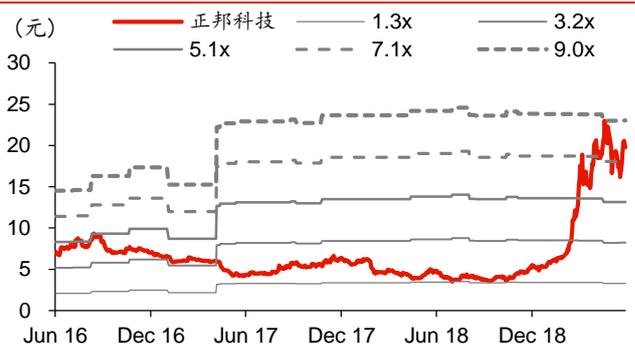
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表29：正邦科技历史 PE-Bands



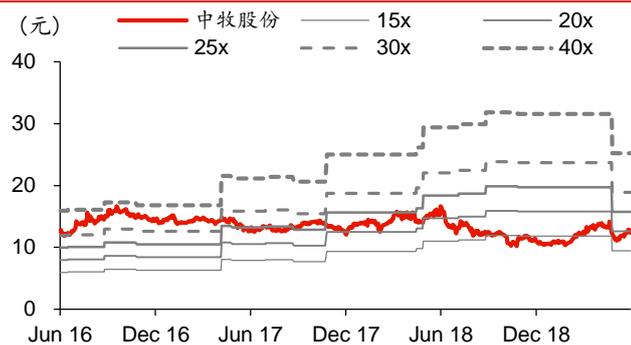
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表30：正邦科技历史 PB-Bands



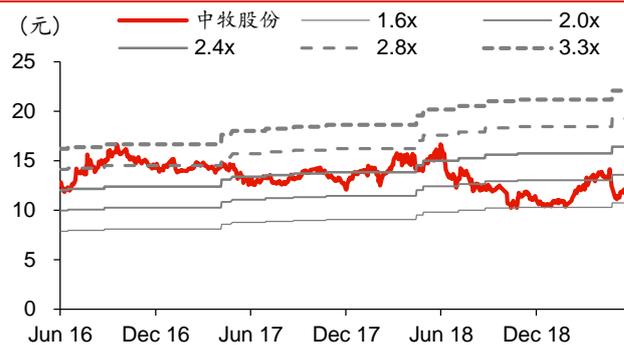
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表31: 中牧股份历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表32: 中牧股份历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 风险提示

**生猪价格上涨时间推迟。**当前生猪养殖板块投资催化剂是行业基本面的兑现，即生猪价格大幅上涨。如果生猪价格跳涨时间推迟，会波及市场情绪，进而影响生猪养殖板块出现较大幅度波动。

**消费低迷。**非洲猪瘟疫情会冲击部分消费这的消费心理，尤其是疫情发生地。消费低迷会部分抵消供给端缺口的影响，抑制生猪价格上涨幅度，从而影响行业基本面的兑现程度。

**鸡肉替代不顺畅。**理论上，生猪价格的上涨会催生鸡肉替代，但是，猪肉传统消费习惯的影响会减弱这种替代关系，导致鸡肉价格上涨程度不及预期，进而影响肉鸡板块投资。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

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

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com