

山东黄金 (600547)

内外兼修

中性/ 首次评级

股价: RMB38.90

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000206110083

+755-82492171 yetao@lhqz.com

联系人

张勇

+755-82080071 zhangyong@lhqz.com

王茜

+755-82364392 wangqianyjs@lhqz.com

- 国内最大的黄金生产企业之一。业务涵盖黄金采选、冶炼和销售。公司目前拥有 10 座矿山，权益储量接近 224.6 吨，其中 26 吨属公司对原有矿山深部勘探所得。
- 深部勘探，提升资源储量。根据山东省地矿部门对胶东半岛地区金矿成矿深度的预测，金矿成矿深度预计可达 3000 米，而公司的勘探深度仅为 500 米。未来随着深部勘探的推进，公司矿山储量未来仍有很大的增长空间。
- 优化采选结构，提高生产效率。公司围绕“资源整合”的经营主线，制定了“分区采、集中选”的管理方针，并建立了 6000 吨、8000 吨选厂和 1200 吨/日氰化厂，降本增效的空间进一步提高，规模优势也更加凸显。
- 集团资源注入可期。集团目前拥有采矿权及探矿权 208 个，矿权面积合计约 1716.29 平方公里。公司是集团旗下唯一的上市公司，将在适当时间获得集团资产的注入。目前，集团适合注入的黄金储量预计在 250 吨左右。
- 黄金中期前景谨慎乐观。黄金价格长期、稳定的影响因素主要有三个：美元汇率、通货膨胀以及避险因素，基本面供需对金价影响较小。在不同阶段，占据主导作用的因素亦有所不同。目前金价受到避险因素的影响而出现上涨，但同时美元上涨对金价的压力依然存在，通胀因素的影响并不显著。中、长期来看，危机总会过去，避险因素将逐渐减弱，通货膨胀和美元汇率对金价的影响作用将会增加。我们预计金价的强势格局在一定时期内仍将保持。
- 按 2010-2012 年金价 255、255、250 元/克的假设，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.79、0.91 和 0.97 元/股。现股价对应 2010 年 PE 50 倍。我们认为，在市场弱势，估值水平回归的情况下，公司较高的估值终将抑制其股价表现，目前情况下并不具备明显的投资吸引力，首次覆盖，给予“中性”评级。
- 风险提示，金价大幅下跌、公司改扩、建项目进展低于预期。

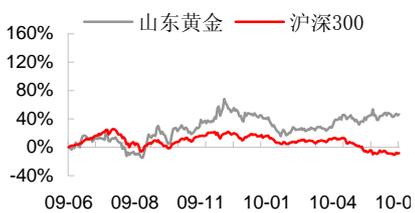
相关研究

《有色金属年度策略：退一步，海阔天空》(2009/11/27)

基础数据

总股本 (百万股)	1423
流通 A 股 (百万股)	692
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)	27393

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

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	23360.1	5965.3	26450.0	25682.9	28142.4
(+/-%)	17.5	0.7	13.2	-2.9	9.0
归属母公司净利润(百万元)	745.8	268.1	1120.1	1290.9	1345.7
(+/-%)	17.1	72.6	50.2	15.3	22.2
EPS(元)	0.52	0.19	0.79	0.91	0.97
P/E(倍)	75.5	210.2	50.4	43.8	42.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

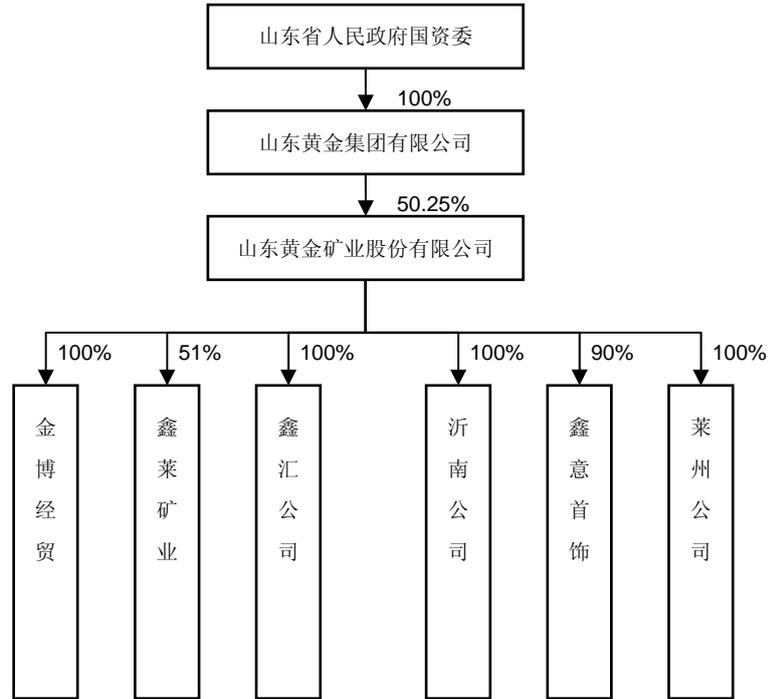
## 目 录

公司概况 .....	3
内部：深挖增潜，整合增效 .....	5
深部勘探，提升资源储量 .....	5
优化采选结构，提高生产效率 .....	5
外部：注入、收购，公司发展新机遇 .....	6
集团资源注入可期 .....	6
外部矿山收购成为有益补充 .....	7
黄金：中期前景谨慎乐观 .....	7
美元反弹对金价构成压力 .....	7
欧洲主权债务危机引发避险需求再起 .....	8
通货膨胀依然温和可控 .....	8
盈利预测和投资分析 .....	9
主要的经营性假设 .....	9
盈利预测及敏感性 .....	10
估值与投资建议 .....	10
市盈率估值 .....	10
投资建议 .....	10
风险提示 .....	11

## 公司概况

山东黄金主营黄金采选、冶炼和销售，其控股股东山东黄金集团是大型国有企业中唯一的黄金生产企业，持有上市公司 50.25% 的股权。

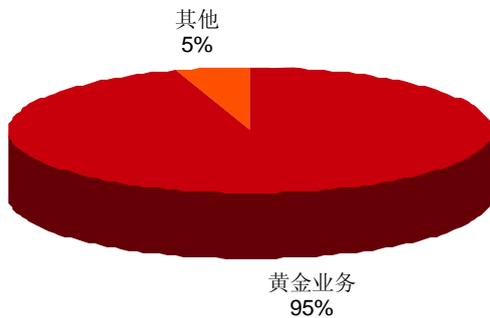
图 1、公司结构图



资料来源：公司财报、华泰联合证券研究所

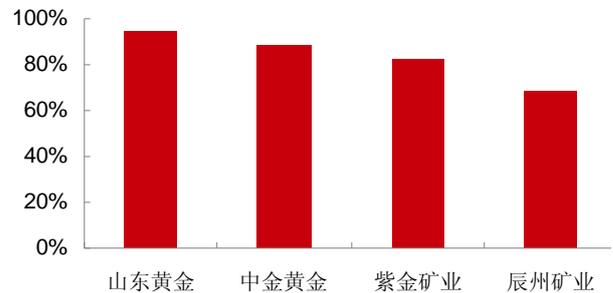
公司主要产品是黄金，盈利 95% 以上依赖于黄金业务，其占比大大高于中金黄金、紫金矿业等其他黄金上市公司，属于典型的纯黄金企业。

图 2、公司黄金业务毛利占比



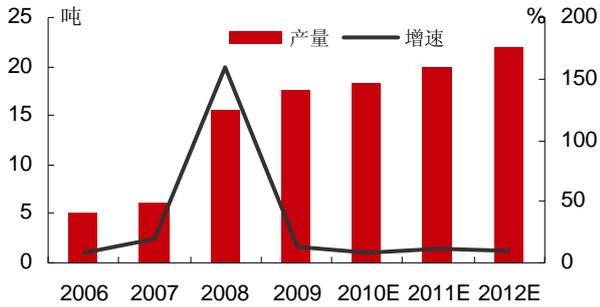
资料来源：公司财报、华泰联合证券研究所

图 3、主要黄金公司黄金业务毛利占比



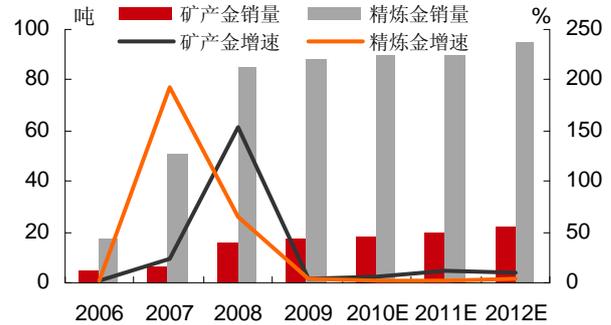
资料来源：公司财报、华泰联合证券研究所

图 4、公司矿产金产量及增速（吨，%）



资料来源：公司财报、华泰联合证券研究所

图 5、公司矿产金销量及增速（吨，%）



资料来源：公司财报、华泰联合证券研究所

公司秉承“以资源为核心，内强机制、外扩资源”的发展战略，已形成地质勘探、矿山采选、设备制造与安装、电力及物资供应、黄金精炼集于一体的“一条龙”综合性矿业公司。

公司目前拥有 10 座矿山，权益储量接近 224.6 吨，其中 26 吨属公司对原有矿山深部勘探所得。

表 1、公司主要矿山汇总

主要矿山	金属量 (吨)	矿石品位 (克/吨)	权益比例%	所在地	产量 (万两)
新城金矿	42	4.29	100	山东莱州	7
焦家金矿	28	3.45	100	山东莱州	11.5-12
金州金矿	12	5.02	51	山东乳山	5
金仓金矿	58	4.1	100	山东莱州	
三山岛金矿	12.3	3.22	100	山东莱州	
玲珑金矿	6.86	6.4	100	山东招远	7
沂南金矿	3	1.91	100	山东临沂	1
鑫汇金矿	9.7	4.53	100	山东青岛	3
柴胡栏子金矿	19.75	4.99	73.52	内蒙赤峰	1
新立村金矿	33	2.96	100	山东莱州	
原矿山新探明储量	26				
总计	224.6				

资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所

从业绩对金价的弹性角度来看，山东黄金的每股黄金含量最高，且少数股东权益占比较小，金价上涨对公司盈利影响最为显著。

表 2、国内黄金上市公司每股黄金量

	2009		2010E		每股黄金量 (克)
	矿产金 (吨)	成本 (元/克)	矿产金 (吨)	成本 (元/克)	
紫金矿业	31.5	76	35	78	0.0024
中金黄金	12.5	138	20	140	0.0253

山东黄金 17.5 125 21 128 0.0295

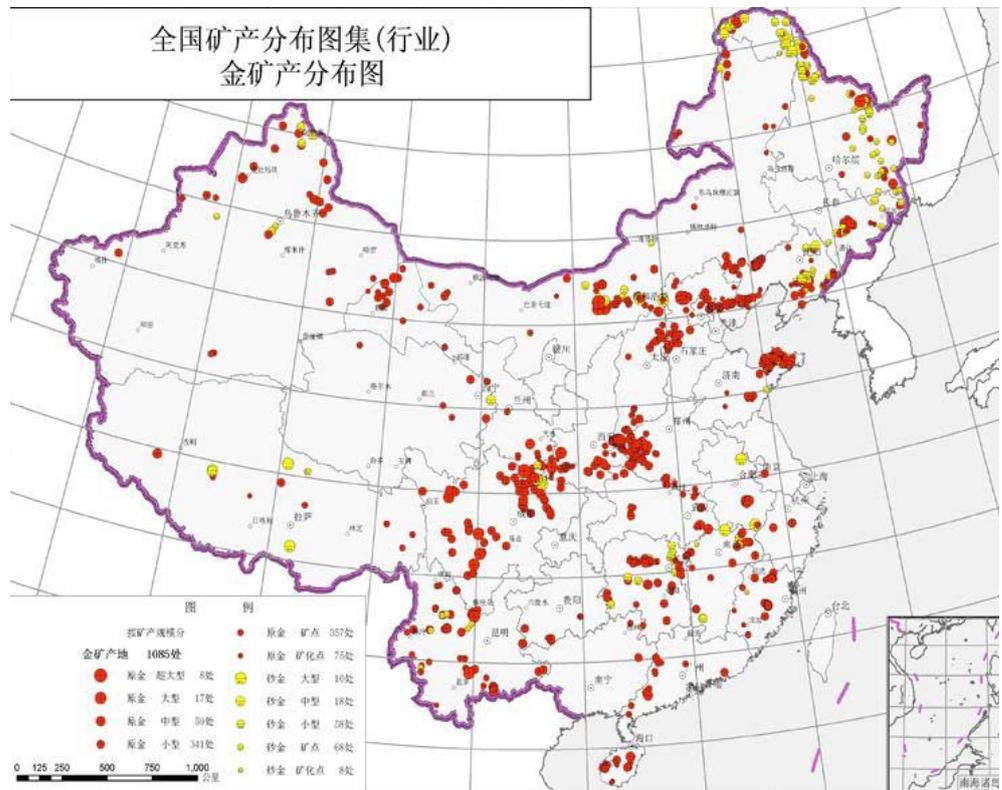
资料来源：公司财报，华泰联合证券研究所

## 内部：深挖增潜，整合增效

### 深部勘探，提升资源储量

山东省黄金资源丰富，全省储量占全国总储量的 14.37%，位居全国前列。山东省内黄金资源主要集中分布在招远、莱州、莱西等胶东半岛地区，金矿主要以单生黄金矿床居多，整体品位较高。根据山东省地矿部门对胶东半岛地区金矿成矿深度的预测，金矿成矿深度预计可达 3000 米左右，黄金的远景储量可观。

图 6、公司矿山主要集中在胶东半岛地区



资料来源：中国矿权网、华泰联合证券研究所

公司目前除柴胡栏子之外，其余矿山基本都集中在山东省胶东半岛地区，其中新城、焦家、金仓以及三山岛等主要金矿都集中在莱州附近。目前莱州主要金矿的勘探深度集中在地下 500 米左右，矿山深部的勘探程度较低。

根据山东省地矿局预测，莱州矿山深部资源储量可达 500-600 万吨，资源量十分可观。随着深部勘探的推进，公司矿山储量未来仍有很大的增长空间。

### 优化采选结构，提高生产效率

公司矿山主要集中在山东莱州地区，以往受管理水平限制，各矿山“各自为政、经营分散”，导致生产效率低下，内耗较严重。

针对这一情况，公司在山东莱州成立了总部管理公司，统一管理辖区内所属的新城、焦家、三山岛、玲珑以及金仓矿业下属的新立、望儿山、寺庄、曹家埠及仓上等矿山。

集中管理、统一经营，有效降低了公司经营内耗，提高了企业的生产效率。

另外公司围绕“资源整合”的经营主线，制定了“分区采、集中选”的管理方针，并建立了 6000 吨、8000 吨选厂和 1200 吨/日氰化厂，降本增效的空间进一步提高。

三山岛 8000 吨/日选厂，服务于三山岛金矿四个矿区，即三山岛矿区、新立矿区、仓上矿区和平里店矿区。

焦家金矿 6000 吨/日选厂主要服务于焦家金矿及望儿山分矿。目前焦家金矿采选扩建项目已投产，待项目全部建成，将可实现矿石的集中运输和选矿，最大限度地发挥规模优势，降低矿山作业成本。

## 外部：注入、收购，公司发展新机遇

### 集团资源注入可期

作为国内最大黄金生产企业之一，山东黄金集团具有明显的资源优势。集团目前拥有采矿权及探矿权 208 个，矿权面积合计约 1716.29 平方公里。矿权面积主要位于山东省内，另外在四川、安徽、内蒙古自治区、贵州以及陕西等省也有分布。

2006 年以来，集团在山东省政府的大力支持下，相继对莱州市黄金资源进行了区域整合，资源保有量大幅增加。其中包括，集团出资 3.5 亿元收购莱州市大型金矿-寺庄金矿，该金矿已探明储量约 51 吨。

此外，集团在山东栖霞收购了西林金矿，该矿已探明储量约 21 吨；在山东招远收购玲珑东风矿，其远景储量约 24 吨。

除了山东省内的资源扩张，2008 年 11 月集团成功收购了海南金大丰矿业开发有限公司(抱伦金矿)63%的股权。抱伦金矿位于金矿资源丰富的琼西南地区乐东县，是国内近年发现的特大型金矿成矿区之一，与冈底思雄村铜金矿、东昆仑青海大场金矿、秦岭甘肃省甘南地区阳山金矿、山东莱州寺庄金矿 4 个成矿区一起，被业内称为国内新发现的“五座金山”。目前该矿已探明的黄金储量超过 80 吨，未来仍有探矿空间。

公司作为集团旗下唯一一家上市公司，未来有望获得母公司的资产注入。目前，集团适合注入的黄金储量预计在 250 吨左右。

**表 3、集团近年主要资源扩张汇总**

项目名称	所处地区	概况
抱伦金矿	海南	08 年 11 月收购抱伦金矿 63%的股权
		09 年底 800 吨/日的新选厂投产后，处理能力达 1120 吨/日
石盘沟金矿	河南	国内近年发现的特大型金矿成矿区之一，探明储量约 80 吨
		股权比例 70%
九仗沟金矿	河南	位于河南嵩县境内，毗邻祈雨沟金矿，拥有良好的探矿前景
		股权比例 70%
		已探明储量 9.88 吨
		计划在天运金矿和九仗沟金矿建设 5000 吨/日选厂

招远东风矿	山东	设计采选规模 2000 吨/日，产量 1.54 吨/年 平均品位 2.79 克/吨，储量为 19.3 吨，远景储量为 24 吨
寺庄金矿	山东	出资 3.5 亿收购 探明储量 51.83 吨，平均品位 4.45 克/吨
蓬莱河西金矿	山东	股权比例 51% 拥有采矿区三处，探矿区六处，总面积达 55 平方公里
莱州鲁地金矿	山东	股权比例 51% 拥有两个探矿区
栖霞西林金矿	山东	已探明储量 21 吨
归来庄金矿	山东	黄金储量 16.3 吨，平均品位 7.77 克/吨 预计 10 年矿产金 1.5 吨
果洛龙洼金矿	青海	已探明资源量 30.2 吨，外围具有较大的探矿前景 计划以果洛龙洼为中心，采取“分区采选、集中冶炼”的方式

资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所

### 外部矿山收购成为有益补充

金属产业的特点，决定了唯有不断获取资源、提高资源储备，才能保持公司永续发展并在价格上升周期中获得较高收益。

2007 年以来，公司不断通过收购等方式实现扩张，使得资源储量大幅增长至目前 224.6 吨左右。

2008 年 12 月，公司收购柴胡栏子金矿 73.5% 的股权，控制黄金储量 9.75 吨左右。通过进一步勘探，柴胡栏子金矿储量已经达到 19.75 吨。

未来公司除集团矿山注入外，还将继续收购新的矿山，为公司的发展提供新的动力。

## 黄金：中期前景谨慎乐观

经过数量化分析，我们发现黄金价格长期、稳定的影响因素主要有三个：美元汇率、通货膨胀以及避险需求，而非来自基本面供需。在不同阶段，占据主导作用的因素亦有所不同。

### 美元反弹对金价构成压力

长期以来，美元汇率对黄金价格的影响作用持续且稳定，2000 年之后呈现逐步增强的态势。美元作为黄金价格的计价货币，美元汇率与黄金价格呈现出一定的负相关关系

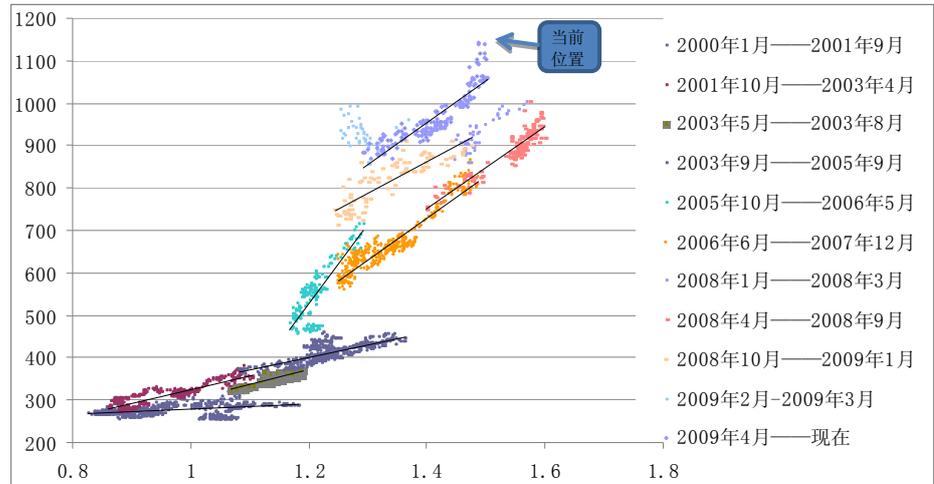
欧洲主权债务危机致使欧元的大幅下跌，间接导致美元上涨，美国良好的经济数据和美联储加息预期也提振美元走势，美元升值对金价的上涨构成一定的压力。

然而大量财政刺激和综合国力相对弱化背景下，美元的中长期前景并非一帆风顺，其弱势阶段依然会对以美元计价的资产价格构成支撑。

05年以来，金价对汇率的敏感性显著增强，但趋于稳定

曲线的上移来自突发事件带来的避险需求及通胀因素

图7、黄金价格与美元兑欧元汇率的关系



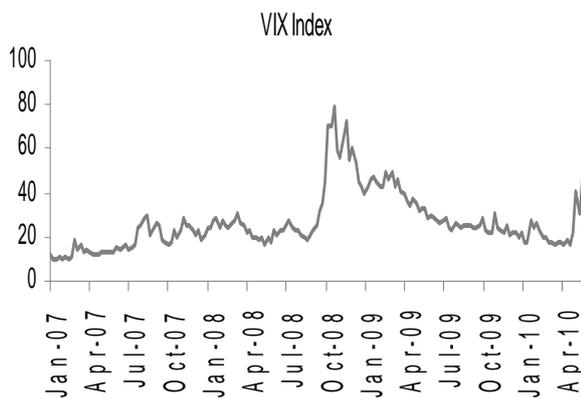
资料来源: bloomberg, 华泰联合证券研究所

欧洲主权债务危机引发避险需求再起

重大、突发事件引发的避险因素会对金价产生短期刺激作用，远见伊拉克战争，911事件，近见次贷危机爆发，欧元区债务危机，重大危机出现时总会引起金价的上涨。但从前几次危机的后续影响看，随着危机的逐渐明朗，金价则逐渐回调。可以说，避险因素是引起金价短期波动的促发因素。

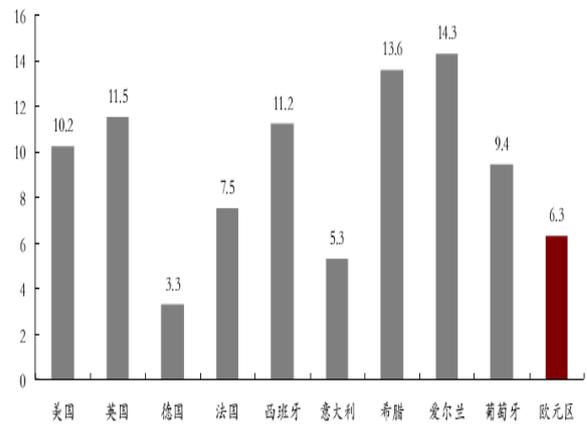
近期希腊债务危机引发市场对欧元区经济复苏的担忧加剧，VIX 指标重新走高。未来一段时间内，欧洲债务问题仍将困扰市场，指标继续向上的可能性依然存在，我们认为短期避险因素对金价的支撑作用仍将继续。

图8、避险情绪提升



资料来源: bloomberg, 华泰联合证券研究所

图9、主要国家 2009 年财政赤字占 GDP 比重%



资料来源: bloomberg, 华泰联合证券研究所

通货膨胀依然温和可控

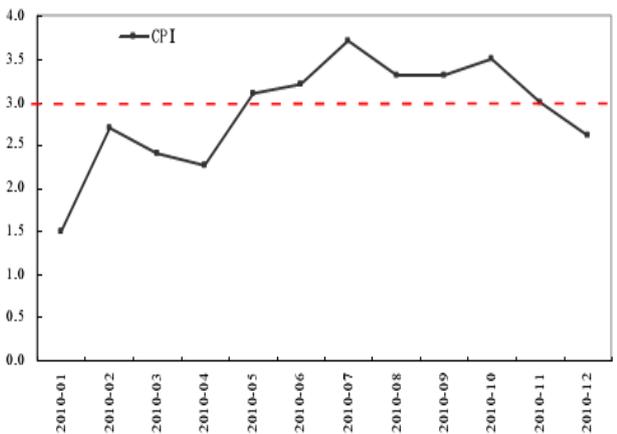
黄金一直被认为是抵御通胀的重要品种，过去 10 年的金价走势也一定层度反应了这个观点。

过去 20 年，各国通胀水平长时间维持低位。原因主要源于两方面的结构性变化：1、从 20 世纪 80 年代末期开始，中国及其他计划经济体的市场化改革，全球化的供应对全球通胀产生持续性下行压力；2、主要经济体的货币政策越来越关注于将通胀控制在较低水平，越来越多的央行开始执行以通胀定标的货币政策。

在流动性收缩、全球产能过剩情况仍难以全面消除的背景下，当前通胀环境依然温和可控。因此，我们认为现阶段通胀因素对金价的推动作用仍不显著。

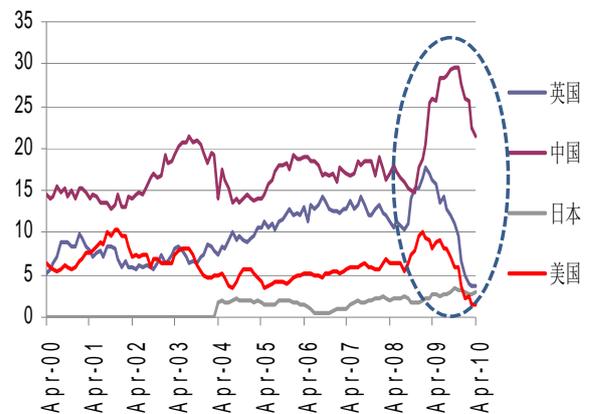
长期来看，2009 年各国货币信贷大扩容的后果需要较长时间才能显现。近期希腊地区的罢工和暴力事件充分表明了民众对紧缩政策的抵触情绪。未来通胀的波动水平将会加大，对黄金价格的影响也将增强。

图 10、未来半年 CPI 依然较高



资料来源：华泰联合证券研究所

图 11、各国广义货币供应量增速



资料来源：bloomberg，华泰联合证券研究所

综合来看，目前金价主要受到避险因素的支持而出现上涨，但同时美元上涨对金价的压力依然存在，通胀因素的影响并不显著，金价将保持震荡的格局。中、长期来看，危机总会过去，避险因素的作用未来将逐渐减弱，通胀和美元未来将是影响金价的主要因素。

## 盈利预测和投资分析

### 主要的经营性假设

表 4、主要经营性假设

	单位	2009	2010E	2011E	2012E
主要产品产量					
矿产金	吨	18.00	18.20	20.00	22.00
冶炼金	吨	89.68	90.12	92.30	95.26
主要产品价格					
黄金	元/克	207	255	255	250
黄金生产成本	元/克	119	121	122	125

资料来源：华泰联合证券研究所

### 盈利预测及敏感性

基于以上假设，预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.79 元/股、0.91 元/股、0.97 元/股。对应现股价的 PE 分别为 50 倍、44 倍和 41 倍。

公司盈利主要来自黄金，黄金的价格波动对公司业绩将会产生显著影响。我们对 2010 年的盈利预测进行敏感性分析，如果金价波动 10 元/克，每股盈利变化约为 0.04 元。

**表 5、2010 年业绩对金价的敏感性分析**

金价	255	265	275
EPS	0.79	0.83	0.88

资料来源：华泰联合证券研究所

### 估值与投资建议

#### 市盈率估值

我们以国内外可比代表性公司相对估值作参照。目前，国外黄金代表性公司 09 年的动态市盈率在 15-60 倍之间，平均为 31 倍，10 年 PE 平均 23 倍；而国内同业公司的估值要显著高于海外市场，黄金上市公司 09/10 年 PE 平均为 63/39 倍。

**表 6、全球主要黄金公司估值情况**

代码	简称	货币	股价	EPS			PE		
				08	09	10E	08	09	10E
ABX	Barrick Gold	USD	43.19	-4.73	2.83	2.88	-	15	15
NEM	Newmont	USD	58.33	2.66	3.56	3.86	22	16	15
GG	Goldcorp inc	USD	43.97	0.33	1.14	1.65	133	39	27
KGC	Kinross Gold	USD	17.69	0.45	0.67	0.78	39	26	23
RGLD	Royal	USD	52.28	1.09	0.90	1.53	48	58	34

资料来源：Bloomberg；注：收盘价取自 6 月 16 日数据

**表 7、A 股主要上市黄金公司估值情况**

代码	简称	货币	股价	PB	EPS			PE		
					09	10E	11E	09	10E	11E
600547	山东黄金	RMB	39.34	11.0	0.52	0.79	0.91	76	50	44
601899	紫金矿业	RMB	7.01	5.2	0.24	0.37	0.48	29	19	14
600489	中金黄金	RMB	57.16	11.0	0.66	1.13	1.30	87	51	44

资料来源：Bloomberg；注：收盘价取自 6 月 18 日数据

### 投资建议

在流动性逐渐收缩、避险因素弱化以及通胀预期温和可控的背景下，我们判断黄金中期前景恐难以太过乐观，金价长期上涨的空间有限。但随着未来矿山开发力度的提升，公司有望进一步增加矿产金产量和静态盈利能力。按 2010-2012 年金价 255、255、250 元/克的假设，公司现股价对应 2010 年 PE 50 倍，在市场弱势，估值水平回归的情况下，公司较高的估值或抑制其股价表现，现阶段并不具备明显的投资吸引力，我们首次研究覆盖，给予“中性”评级。

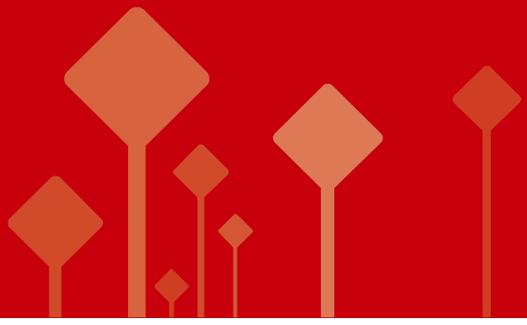
## 风险提示

金价大幅下跌、公司改扩、建项目进展低于预期。

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	1392	1271	2565	3982	<b>营业收入</b>	23360	26450	25683	25600
现金	401	100	1520	2850	营业成本	21299	23992	22990	22798
应收账款	15	45	43	34	营业税金及附加	2	3	3	3
其他应收款	120	271	208	259	营业费用	28	36	33	33
预付账款	456	510	429	466	管理费用	854	862	899	889
存货	394	337	355	365	财务费用	81	77	48	47
其他流动资产	5	8	10	8	资产减值损失	34	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4871	4716	4754	4861	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	11	12	11	11	投资净收益	20	34	34	29
固定资产	2476	2637	2505	2226	<b>营业利润</b>	1087	1514	1744	1861
无形资产	1108	1417	1833	2344	营业外收入	41	0	0	0
其他非流动资产	1276	651	405	280	营业外支出	34	0	0	0
<b>资产总计</b>	6263	5987	7319	8843	<b>利润总额</b>	1094	1514	1744	1861
<b>流动负债</b>	2607	1219	1125	1085	所得税	280	394	454	484
短期借款	1790	559	380	350	<b>净利润</b>	814	1120	1291	1377
应付账款	331	316	353	335	少数股东损益	68	0	0	0
其他流动负债	486	345	393	401	归属母公司净利润	746	1120	1291	1377
<b>非流动负债</b>	467	529	664	852	EBITDA	1523	1952	2204	2345
长期借款	300	399	531	708	EPS (元)	1.05	0.79	0.91	0.97
其他非流动负债	167	130	133	144					
<b>负债合计</b>	3074	1749	1790	1937	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	309	309	309	309	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	712	1423	1423	1423	<b>成长能力</b>				
资本公积	464	108	108	108	营业收入	17.5%	13.2%	-2.9%	-0.3%
留存收益	1706	2399	3690	5067	营业利润	20.6%	39.2%	15.3%	6.7%
归属母公司股东权益	2880	3930	5221	6598	归属于母公司净利润	17.1%	50.2%	15.3%	6.7%
<b>负债和股东权益</b>	6263	5987	7319	8843	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	8.8%	9.3%	10.5%	10.9%
					净利率 (%)	3.2%	4.2%	5.0%	5.4%
					ROE (%)	25.9%	28.5%	24.7%	20.9%
					ROIC (%)	17.7%	23.2%	27.0%	27.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	49.1%	29.2%	24.5%	21.9%
					净负债比率 (%)	67.98%	54.77%	50.90%	54.62%
					流动比率	0.53	1.04	2.28	3.67
					速动比率	0.38	0.77	1.96	3.33
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	4.47	4.32	3.86	3.17
					应收账款周转率	578	761	513	571
					应付账款周转率	65.99	74.25	68.80	66.34
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.52	0.79	0.91	0.97
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.82	0.82	1.35	1.23
					每股净资产 (最新摊薄)	2.02	2.76	3.67	4.64
					<b>估值比率</b>				
					P/E	75.73	50.43	43.75	41.02
					P/B	19.61	14.37	10.82	8.56
					EV/EBITDA	38	30	27	25

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