

海南海药 (000566)

买入/调高评级

股价: RMB27.79

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

联系人

朱建华

(0755)8212 5071

zhujh@mail.htlhsc.com.cn

张金涛

(0755)8320 1063

zhangjt@mail.htlhsc.com.cn

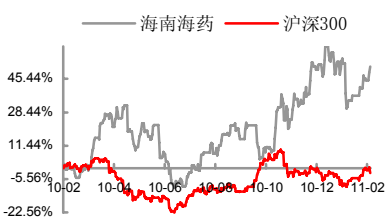
相关研究

《海潮澎湃 声声入耳》2011-1-17

基础数据

总股本(百万股)	213
流通 A 股(百万股)	213
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	5,915

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

未雨绸缪 迎接变革时代的狂欢

我们统计了海南海药在各省市的中标状况, 海南海药的核心品种头孢西丁钠、头孢唑肟钠及枫蓼肠胃康系列中标数量大幅提高, 中标情况超出我们预期。因此我们上调公司的盈利预测, 同时上调评级为“买入”。

- **医药行业大变革时代来临 海南海药有望脱颖而出。**安徽招标模式是降低药价最明显的试点方案, 考虑到主导安徽模式的负责人调任发改委, 以及卫生部对安徽模式的肯定, 我们大胆判断安徽模式可能在全国推广, 将会在未来 2~3 年内为医药行业竞争格局带来颠覆性的改变, 能够打通产业链、最大限度降低生产成本的企业将在变革中胜出。因此海南海药有望凭借打通头孢类抗生素从中间体到制剂整条产业链的优势, 在变革中脱颖而出。
- **销售改革给力新特药:**枫蓼肠胃康和紫杉醇是公司的优势品种, 曾分别是公司的中药保护品种和国内首批仿制品种。2010 年公司新建招商、普药、胃肠用药及抗肿瘤药四个事业部, 改变过去代理的模式, 加大营销推广。我们认为在新的销售模式下加大营销推广力度和 2010 年中标情况的显著提高, 新特药将在 2011 年获得长足的发展。
- **人工耳蜗 蓝海起航。**我们对比了 2004 年血管支架市场和 2011 年人工耳蜗市场的市场容量、消费人群情况, 认为在国家政策支持较弱的情况下, 人工耳蜗仍可实现约 1.2 万套的销售规模, 人工耳蜗的销售前景是不存在疑虑的。通过现金流折现和与 cochlear 公司对比, 我们认为力声特加盟将为海药带来 10.82~11.08 元/股的价值提升。
- **盈利预测及投资评级:**公司 2010 年以来招标情况明显反转向好, 因此我们上调公司 2010~2012 年 EPS 为 0.19 元、0.73 元和 0.99 元, 对应 2011 年、2012 年 P/E 为 38 倍、28 倍, 属于医药行业平均估值水平。集合人工耳蜗带来的价值提升, 公司合理价值位于 35.44~35.70 元, 上调评级至“买入”。
- **风险提示:**药品价格下降幅度超预期; 非公开发行受阻导致产业链建设进度缓慢;

经营预测与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	517.2	558.0	1515.0	1973.0
(+/-%)	33.8	7.9	171.5	30.2
归属母公司净利润(百万元)	65.6	41.0	198.0	270.0
(+/-%)	53.5	-37.5	382.9	36.4
EPS(元)	0.31	0.19	0.73	0.99
P/E(倍)	90.2	144.4	30.1	22.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

打通产业链 备战行业变革	4
安徽模式受肯定 触发行业洗牌	4
寻找变革中的优胜者	4
铺就产业链 赢得“小头豹”变革先机	5
抗生素新品涌现	6
紫杉醇原料优势凸显 期待多西他赛问世	7
枫蓼肠胃康 营销改革带来新的起点	8
中标状况明显好转 期待 11 年业绩爆发	9
人工耳蜗 蓝海起航	9
成人市场 毋庸置疑	9
医生瓶颈 毋须担心	9
价格真的是限制瓶颈吗?	9
风险提示:	12

图表目录

图表 1 安徽模式降价效果显著.....	5
图表 2 美罗培南原料出口持续增长.....	7
图表 3 氨曲南市场新兴发展迅速.....	7
图表 4 紫杉醇和多西他赛居前两位.....	8
图表 5 肠胃康中标状况明显向好.....	8
图表 6 2010 年以来公司主要产品中标情况明显好转.....	9
表格 1 安徽模式成为全国推广基础.....	4
表格 2 公司在小头孢领域初具优势.....	5
表格 3 打通产业链大幅节约生产成本.....	5
表格 4 产业链优势凸显.....	6
表格 5 人工耳蜗与血管支架对比测算.....	10
表格 6 人工耳蜗 2013 年业绩情景分析.....	10
表格 7 人工耳蜗价值测算.....	11
表格 8 力声特价值对比.....	12

打通产业链 备战行业变革

安徽模式受肯定 触发行业洗牌

医改以来，安徽省招标采购采取双信封、单一货源承诺、一品三剂型两规格等措施，明显的降低了采购成本。2010 年底《关于建立和规范政府办基层医疗卫生机构基本药物采购机制指导意见》(国办发[2010]56 号)的出台将安徽模式正式推向全国。我们认为安徽模式的单一货源、一品三剂型等措施所带来的药品低价将为医药行业竞争格局带来最深入的变革。

表格 1 安徽模式成为全国推广基础

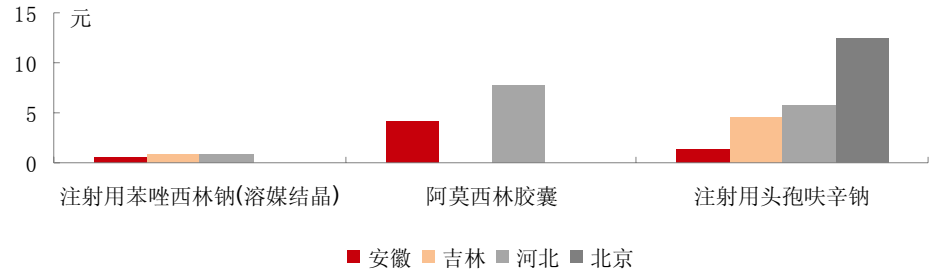
模式	政策	主要内容
安徽模式	安徽省基层医疗卫生机构基本药物集中采购实施方案(2010 年版) 关于重新启动基本药物招标采购工作的通知	双信封招标、量价挂钩、单一货源承诺、生产企业承担配送责任、省采购服务中心代替医疗机构进行采购、一品三剂型两规格、国库统一结算、允许转配送
全国方向	《关于建立和规范政府办基层医疗卫生机构基本药物采购机制指导意见》(国办发[2010]56 号) 《医药卫生体制五项重点改革 2011 年度主要工作安排》(国办发(2011)8 号)	鼓励各地采用双信封制招标，采用量价挂钩，单一货源承诺的机制，执行一品三剂型两规格的招标原则 明确采购数量，实行两家挂钩。暂无法确定采购数量的通过单一货源承诺方式进行采购。 鼓励各地采用“双信封”招标，由价格最低者中标。

资料来源：华泰联合证券研究所整理

寻找变革中的优胜者

新医改的主要目的之一是解决看病贵的问题，而降低药品价格是更为直接的方法。安徽模式推广以来基本药物集中采购平均降价 47.22%，降价成效显著。安徽模式在全国推广，势必导致招标药品的价格进一步下降。低成本将是制药企业在招标中胜出，保障持续经营的生存之本。

图表 1 安徽模式降价效果显著



资料来源: 健康网 (部分地区 2010 招标结果), 华泰联合证券研究所

铺就产业链 赢得“小头孢”变革先机

海南海药的生产模式是: 天地药业生产中间体及原料药, 海口制药厂完成制剂生产。公司在小头孢市场具有先发优势, 其中, 注射用头孢西丁钠在国内首家获批上市; 注射用头孢唑肟钠在国内较早取得生产批文, 处于行业第三位。

表格 2 公司在小头孢领域初具优势

产品	市场份额 (2009 年)	市场地位
注射用头孢西丁钠	17%	首家上市
注射用头孢唑肟钠	8.27%	行业第三位

资料来源: 华泰联合证券研究所

公司拟增发对天地药业增资用以生产头孢类中间体 7-ACCA、7-ANCA 和头孢噻吩酸 (140 吨 7-ACCA、50 吨 7-ANCA、200 吨头孢噻吩酸)。中间体项目完成后, 公司将形成中间体—原料药—制剂的全产业链生产体系。

我们以 7-ANCA 为例对全产业链生产成本进行简单测算, 每千克 7-ANCA 起的生产流程, 节约生产成本达到 3860 元。因此我们认为 7-ANCA 等中间体的投产使得公司凭借完善的产业链在安徽模式的全国推广中占据成本优势, 在招标中脱颖而出。

表格 3 打通产业链大幅节约生产成本

	生产成本 (元)
7-ANCA 生产成本	3840
7-ANCA 销售价格	4800
头孢唑肟生产成本	6160
头孢唑肟原料销售价格 (1.4kg)	7700

资料来源: 健康网, 华泰联合证券研究所测算

注: 各环节按照 20% 的毛利率测算成本

安徽模式的推行将带来头孢抗生素行业的重新洗牌，我们从行业产业链出发寻找能够脱颖而出的企业，我们认为凭借成本优势，海南海药将会成为 2011 年开始的行业洗牌的优胜者，将会取得超越行业的发展。

表格 4 产业链优势凸显

原料	主要生产企业	对应制剂	主要制剂生产企业	贯穿产业链企业
7-ACCA	无规模量产企业， 主要印度进口	头孢克洛	山东淄博新达制药、哈尔滨誉衡药业、海南三叶制药、广州白云山光华药业公司、苏州第三制药厂、四川制药制剂公司、浙江亚太药业、昆明贝克诺顿制药、汕头金石制药总厂、浙江昂立康制药	海南海药
7-ANCA	浙江天台制药厂、 台州市新星医药 化工有限公司、重 庆天地药业(海南 海药子公司)哈药 集团	头孢唑肟、 头孢布稀	西南药业股份有限公司、深圳 市制药厂、山西泰盛制药有限 公司、海口市制药厂(海南海 药子公司)、海南通用三洋药 业、山西普德药业、天津新丰 制药、哈药集团制药总厂	海南海药， 哈药集团
头孢噻吩酸	哈药集团，重庆天 地药业(海南海药 子公司)石药集团	头孢西丁	海南海药、哈药股份、信立泰、 深圳致君制药、苏州第壹制药 苏州中化药品工业、苏州二叶 制药、广东博洲药业、重庆科 瑞制药厂、苏州东瑞制药	海南海药， 哈药集团

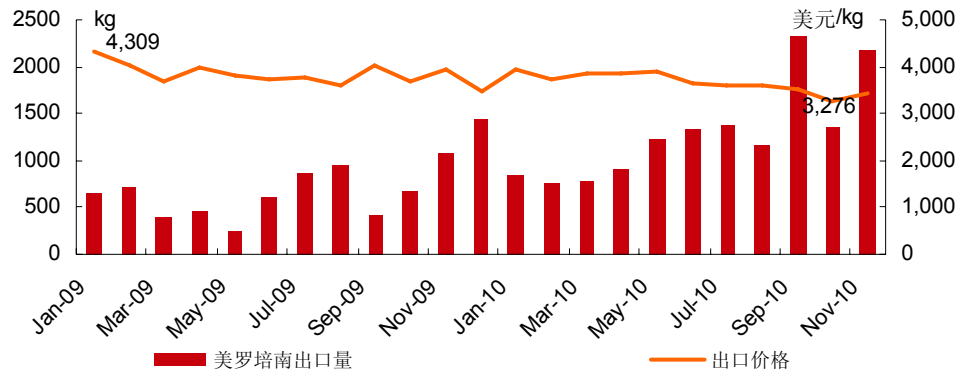
资料来源：华泰联合证券研究所

抗生素新品涌现

碳青霉烯药物是一类含碳青霉烯环的新型广谱的 β -内酰胺类抗生素，而且是迄今为止抗菌谱最广、抗菌活性强的抗生素，属于临床重症感染的最后一道防线，2008 年国内用药金额达到 22.46 亿元，同比增长 32.44%。

作为培南类的龙头药物，目前美罗培南处于量增价稳的局面。公司 2009 年获得美罗培南原料药和制剂的生产批件，我们按照美罗培南原料药 2.3 万元/kg 的价格测算，在月产预计 50kg 的假设下，美罗培南原料药约为公司带来 1.3 亿的销售收入。

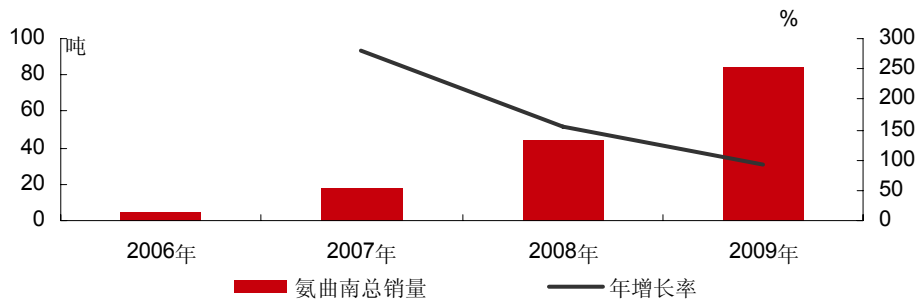
图表 2 美罗培南原料出口持续增长



数据来源：健康网，华泰联合证券研究所

氨曲南在尿路感染、下呼吸道感染、败血症、腹腔内感染、皮肤软组织感染中有良好的疗效。2006~2009年氨曲南市场复合增长率超过160%，属于高速成长的一类抗生素药物。海南海药作为氨曲南新军，将搭上氨曲南市场迅速扩容的顺风车。

图表 3 氨曲南市场新兴发展迅速



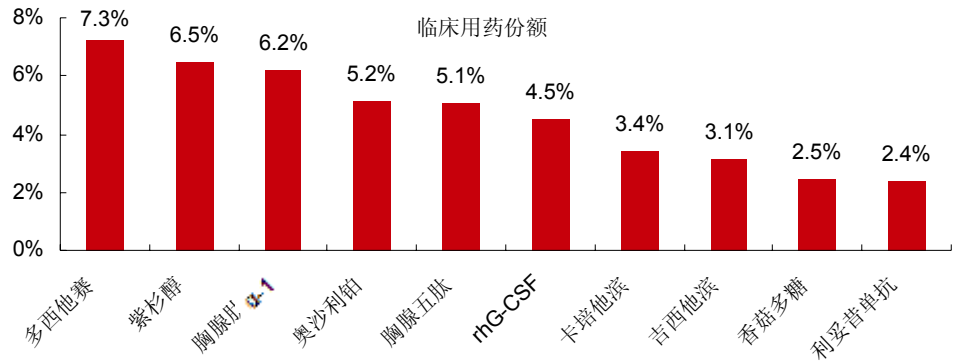
资料来源：SFDA 南方所，华泰联合证券研究所

紫杉醇原料优势凸显 期待多西他赛问世

紫杉醇是医院抗肿瘤用药一线品种，对乳腺癌、卵巢癌、非小细胞肺癌等恶性肿瘤疗效确切，被誉为抗肿瘤药物研发史上的一个“里程碑”。

公司约有1.5万亩红豆杉种植基地，年产紫杉醇约50kg，我们按照30mg的剂量测算，公司紫杉醇制剂年产约达到50万支。作为植物提取紫杉醇，公司拥有较高的招标价格，目前招标价格约为300元/支，因此紫杉醇将为公司带来约2.5亿的理论收入。

图表 4 紫杉醇和多西他赛居前两位



数据来源: SFDA 南方所, 华泰联合证券研究所

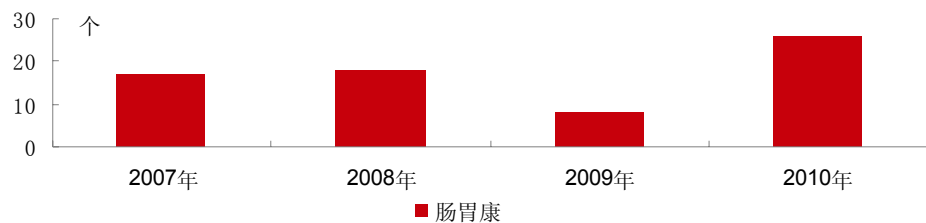
多西他赛是从红豆杉的枝叶中提出半成品, 经过化学合成方法而得的, 是半合成紫杉醇衍生物, 抗肿瘤谱比紫杉醇更广, 临床用药金额从 2004 年的 4.5% 快速升至 2009 年的 7.3%, 复合增长率超过 50%。我们认为公司在取得多西他赛生产批文之后, 借助红豆杉原料优势, 将成为公司抗肿瘤特素的新的增长动力。

枫蓼肠胃康 营销改革带来新的起点

枫蓼肠胃康属于国内独家品种, 是国家中药保护保护和优质优价品种, 对于急慢性肠胃炎、溃疡性结肠炎和肠易激综合症有良好疗效。

2008 年起公司对营销体系进行改革, 肠胃康一直处于边缘角色, 2010 年公司设立专门的肠胃康事业部, 将肠胃康作为主力产品着力推广。枫蓼肠胃康一直作为处方药来进行销售, 缺乏学术和 OTC 广告推广, 目前公司设立肠胃康事业部着力进行营销。2010 年以来公司中标地区达到 26 个省市, 远超 2009 年 8 个省市的规模, 我们认为在公司营销的努力下, 2011 年枫蓼肠胃康实现跨越式发展成为大概率事件。

图表 5 肠胃康中标状况明显向好



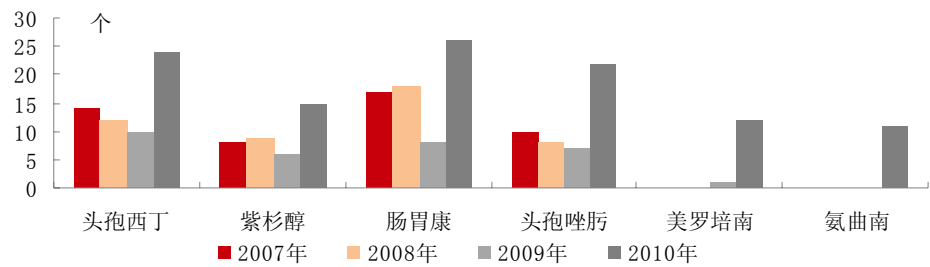
资料来源: SFDA, 华泰联合证券研究所

注: 招标数据中相同产品不同规格在同一省市中标, 按照一个省市统计

中标状况明显好转 期待 11 年业绩爆发

我们统计了公司 2008 年至 2010 年的中标状况，2010 年以来公司在全国中标状况明显好转。由于省级中标数量大幅上升，我们认为表现优异的中标状况成为公司 2011 年业绩良好的基础。

图表 6 2010 年以来公司主要产品中标情况明显好转



资料来源：健康网，SFDA，华泰联合证券研究所

人工耳蜗 蓝海起航

在《海潮澎湃，声声入耳》报告中，我们通过对人工耳蜗的性能、价格、竞争对手等因素分析认为力声特将成为国内人工耳蜗行业龙头。力声特在 2011 年取得耳蜗批文是大概率事件。

成人市场 毋庸置疑

我们在 56 岁以上人口不进行人工耳蜗手术的假设下保守测算成人人工耳蜗市场：根据中国残疾人联合会统计数据测算 16~55 岁重度耳聋患者人数约为 70 万人，其中感音性耳聋患者占比达到 80%~90%，因此必须用人工耳蜗解决听力问题的成人达到 56~63 万人，力声特的人工耳蜗面临巨大的成人市场。

医生瓶颈 毋须担心

限制人工耳蜗推广的瓶颈在于：医生和费用。人工耳蜗手术并不复杂，外科手术医生经过三个月左右培训即可掌握相关手术。国内完成 100 例以上的专家约有 50 人，按照每个耳蜗安装需要一小时测算，目前的专家存量每年可以安装 6 （每天安装量） $\times 10$ （每月工作天数） $\times 12$ （月） $\times 50$ （专家人数） $= 3.6$ （万套），我们认为医生不会成为人工耳蜗推广的瓶颈。

价格真的是限制瓶颈吗？

我们对照目前人工耳蜗市场和 2004 年的血管支架市场状况，对人工耳蜗市场在没有进入医保的情况下的销售前景进行判断。在仅考虑 16~55 岁成人市场，价格和人均收入相差无几的情况下，我们认为人工耳蜗在没有医保报销时 16~55 岁成人市场销量可达到约 1.2 万套的规模。

表格 5 人工耳蜗与血管支架对比测算

	血管支架 (2004 年)	人工耳蜗 (2011 年)
市场容量	约 930 万心脏病患者	约 2870 万耳聋患者
需求人群	约 300 万人	约 400 万成年人 我们按照 60 万计算
价格	5.9 万元	6 万元
每个患者平均费用	9.44 万元	7 万元
人均年收入(支出)	2000~8000	3000
年手术量	6 万人	预计 1.2 万套

资料来源: 中国老年协会, 2010 卫生统计年鉴, 乐普医疗招股说明书, 华泰联合证券研究所

注: 930 万人为 2004 年心脏病患病人数, 我们按照其中 30% 为冠心病且患病严重需要使用血管支架计算需求人群。

在各地对于人工耳蜗初步推出报销政策的情况下, 我们认为国产人工耳蜗上市, 人工耳蜗价格大幅降低之后, 人工耳蜗报销政策仍存在大幅松动的可能性。我们对力声特 2012 年人工耳蜗销量对海南海药盈利提升进行敏感性测算。

表格 6 人工耳蜗 2012 年业绩情景分析

	悲观	中性	乐观
销售数量 (套)	800	2000	4000
单价 (万元)	6	6	6
营业收入 (万元)	4800	12000	24000
净利润 (万元)	1200	3000	6000
增厚海药 EPS (元)	0.022	0.056	0.112

资料来源: 华泰联合证券研究所测算

注: 人工耳蜗对力声特价值提升, 按照成功增发 6000 万股的假设测算。

人工耳蜗估值

我们采用相对和绝对估值方法对力声特加盟之后为海药带来的价值提升进行测算, 现金流折现后, 力声特为海药带约 11.08 元/股的价值提升。我们将力声特与澳大利亚的 cochlear 公司进行比较, 测算出力声特步入稳定发展期时的为海药带来的价值提升为 10.82 元/股。

人工耳蜗价值绝对估值法

关键假设:

1. 公司 2014 年达产 10000 套, 2015 年销售量达到 10000 套
2. 2015 年之后公司结束高增长阶段, 年增长率为 20%

3. 经营成本中不包括折旧和摊销
4. 折现系数 $r=1.10$
5. 2020 年之后公司进入永续增长阶段，永续增长率为 2%

表格 7 人工耳蜗价值测算

人工耳蜗		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	永续阶段
现金流入	销售数量(套)	800	2000	4000	7000	10000	12000	14400	17280	20736	24883	
	单价(万元)	6	6	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	
	销售额(万元)	4800	12000	22000	38500	55000	66000	79200	95040	114048	136857	
现金流出	固定资产投资	4000	4000	4000	3954							
	无形资产											
	更新改造资金											
	流动资金	780										
	经营成本	1680	4200	7700	13475	19250	23100	27720	33264	39917	47900	
	销售税金及附加	240	600	1100	1925	2750	3300	3960	4752	5702	6843	
	所得税	432	1080	1980	3465	4950	5940	7128	8554	10264	12317	
净现金流量	净现金流量	-2332	-2120	7220	15681	28050	33660	40392	48470	58164	69797	
	折现系数($r=9\%$)	1	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	
	净现金流量现值	-2332	1927	5967	11781	19158	20900	22800	24873	27134	29601	431327
	人工耳蜗价值	59.3138 (亿元)										
	海药价值增厚	11.08 (元)										

资料来源：华泰联合证券研究所测算

注：价值增厚为未摊薄之前价值

与科利耳对比，测算力声特为海药带来价值提升为 10.82 元/股。

人工耳蜗价值相对估值法

关键假设：

力声特 2015 年结束高速增长，步入稳定增长阶段

表格 8 力声特价值对比

澳大利亚医药保健行业		中国医药保健行业	
市盈率	P/S	市盈率	P/S
18.6	4.55	19.25	11.64
cochlear		力声特（海药分享部分）	
2010 年收入（亿澳元）	7.29	2015 年收入（亿人民币）	2.805
市值(亿澳元)	44.11	根据 cochlear 测算 P/S	15.48
P/S（市值/销售收入）	6.05	2015 年市值（亿元）	43.42
		折现至 2011 年市值（亿元）	29.53
		折合海药每股股价（元）	10.82

资料来源: bloomberg, 华泰联合证券研究所

注: 股价为摊薄之前测算值, 考虑到沪深股市医药股估值高于澳大利亚医药股估值, 因此我们给予力声特更高的 P/S 值。

风险提示:

1. 安徽模式全国推广力度不足;
2. 人工耳蜗儿童临床实验进展缓慢;
3. 2010 年 8 月 17 日海南海药非公开发行股票募集资金运用可行性研究报告中用于增资力声特, 我们对公司的判断是基于公司非公开发行基础之上的;
4. 我们的估值和盈利预测中包含了人工耳蜗的测算, 因此非公开发行受阻会严重影响我们对公司的判断。

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	469	637	2260	2643	营业收入	517	558	1515	1973
现金	47	134	1002	976	营业成本	351	363	1011	1310
应收账款	130	124	338	445	营业税金及附加	3	3	7	9
其他应收款	45	37	114	135	营业费用	54	61	159	207
预付账款	31	48	136	165	管理费用	37	40	91	118
存货	212	290	659	908	财务费用	14	18	19	15
其他流动资产	0	4	11	14	资产减值损失	5	4	0	0
非流动资产	376	433	435	422	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	5	15	11	13	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	201	211	215	208	营业利润	53	68	227	312
无形资产	158	162	165	168	营业外收入	0	6	11	11
其他非流动资产	0	45	43	33	营业外支出	0	15	1	1
资产总计	845	1070	2695	3066	利润总额	84	59	238	322
流动负债	214	393	503	600	所得税	13	9	36	48
短期借款	74	235	164	167	净利润	72	50	202	274
应付账款	68	86	229	294	少数股东损益	6	9	4	4
其他流动负债	0	72	110	139	归属母公司净利	66	41	198	270
非流动负债	185	181	183	182	EBITDA	68	105	266	349
长期借款	175	175	175	175	EPS (元)	0.31	0.19	0.73	0.99
其他非流动负	2	7	8	8					
负债合计	400	574	686	782	主要财务比率				
少数股东权益	54	64	68	73	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	211	211	271	271	成长能力				
资本公积	171	171	1422	1422	营业收入	33.8%	7.9%	171.5	30.2%
留存收益	8	49	247	517	营业利润	17.3%	28.0%	232.4	37.1%
归属母公司股	391	432	1941	2211	归属母公司净利	53.5%	-37.2%	380.2	36.4%
负债和股东权	845	1070	2695	3066	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	34.9%	33.2%	33.6%
					净利率(%)	12.7%	7.4%	13.1%	13.7%
					ROE(%)	16.8%	9.5%	10.2%	12.2%
					ROIC(%)	8.6%	9.6%	15.6%	16.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	47.3%	53.7%	25.4%	25.5%
					净负债比率(%)	115.82	71.41	49.33	43.69
					流动比率	2.19	1.62	4.49	4.40
					速动比率	1.20	0.88	3.18	2.89
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.58	0.80	0.68
					应收账款周转率	4	4	6	4
					应付账款周转率	5.28	4.72	6.42	5.01
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.31	0.19	0.73	0.99
					每股经营现金流	0.37	0.04	-1.57	-0.03
					每股净资产(最)	2.09	2.04	9.18	10.46
					估值比率				
					P/E	90.17	144.41	30.07	22.06
					P/B	13.28	13.77	3.07	2.69
					EV/EBITDA	92	59	23	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 2011 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