

双汇发展 (000895)

肉制品转型值得期待，进口成本优势凸显

——双汇发展更新报告

柯海东 (分析师)	闫伟 (研究助理)	胡春霞 (分析师)
0755-23976221	021-38674873	021-38676186
kehaidong013145@gtjas.com	yanwei@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号 S0880513050001	S0880113090019	S0880511010015

本报告导读:

肉制品新品初期推广顺利、全年放量值得期待，进口低价猪肉、新品放量有助盈利水平稳中有升。维持增持评级。

投资要点:

- **投资建议：维持增持评级。**因猪肉需求仍低迷，下调 2015-16 年 EPS 预测至 1.34、1.45 元（前次预测 1.4、1.67 元），参考相关公司，给予公司 2015 年 24 倍 PE，上调目标价至 32.2 元（前次预测 25.09 元）。
- **新品初期推广顺利，肉制品转型升级值得期待。**2015 年是公司历史上肉制品转型力度最大的一年，2 月起相继发布“非尝”系列等多款新品，预计 2 季度全部铺货到位。非尝系列包装、口感时尚，中式预制品、牛肉和鱼肉制品等对原有品类形成有力补充。预计 3 月新产品占肉制品销量比重 5%，全年新产品销量占比将达 6-8%，盈利占比将达到 10%以上，有望带动全年肉制品销量实现 5-10%的增长。
- **进口低价猪肉、肉制品新品放量助盈利水平稳中有升。**目前我国猪价比美国猪价高 70%左右，预计 2015 年公司进口猪肉金额将达 15 亿元，将较大程度平滑国内猪价上涨带来的成本波动。肉制品新品吨价高于老产品 50-60%，吨利润在 3000-10000 元之间，较老产品提高 50%以上，新品放量增长有望带动肉制品业务盈利水平的提升。
- **互联网经营稳步推进，冷链体系提供先天优势。**公司对待互联网的态度是积极谨慎稳妥推进，下半年将在天猫、京东等 6 大电商平台建旗舰店，全年争取在电商方面有突破。公司发展电商具有先天优势，即冠绝全国的冷链物流体系，2015Q1 已在漯河试点连锁电商平台，消费者可网上下单、公司线下配送，若模式成功将在全国进行复制。
- **核心风险：**肉制品新品销量低于预期；猪肉价格大幅上升。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	44,950	45,696	49,413	53,747	56,545
(+/-)%	13%	2%	8%	9%	5%
经营利润 (EBIT)	4,827	4,928	5,399	5,797	6,383
(+/-)%	35%	2%	10%	7%	10%
净利润	3,858	4,040	4,412	4,796	5,226
(+/-)%	34%	5%	9%	9%	9%
每股净收益 (元)	1.17	1.22	1.34	1.45	1.58
每股股利 (元)	1.35	1.45	1.80	2.20	2.60

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	10.7%	10.8%	10.9%	10.8%	11.3%
净资产收益率 (%)	26.9%	26.1%	31.6%	41.7%	64.1%
投入资本回报率 (%)	34.1%	28.5%	37.1%	49.5%	42.6%
EV/EBITDA	10.0	9.9	13.6	12.5	12.1
市盈率	22.7	21.7	19.8	18.2	16.7
股息率 (%)	5.1%	5.5%	6.8%	8.3%	9.8%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 32.20

上次预测: 25.09

当前价格: 26.50

2015.05.25

交易数据

52 周内股价区间 (元)	25.35-41.68
总市值 (百万元)	87,473
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,301/1,817
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	55%
日均成交量 (百万股)	2200.47
日均成交值 (百万元)	793.95

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	16,472
每股净资产	4.99
市净率	5.3
净负债率	-7.58%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.33	0.28
Q2	0.34	0.39
Q3	0.29	0.34
Q4	0.27	0.33
全年	1.22	1.34

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	26%	21%
相对指数	-7%	-11%	-101%

相关报告

《屠宰、肉制品量低于预期，盈利或将持续承压》2014.10.26

《屠宰稳定增长，预计下半年收入增速有所回升》2014.08.12

《屠宰加速、成本可控，业绩确定性较强》2014.03.23

《业绩符合预期，2014 年业绩确定性较强》2014.02.25

《业绩符合预期 期待与 SFD 的后续合作》

模型更新时间: 2015.05.25

股票研

必需消费

食品饮料

双汇发展 (000895)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 32.20

上次预测: 25.09

当前价格: 26.50

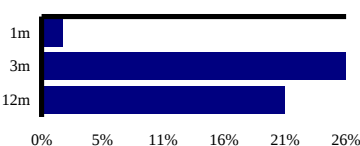
公司网址

www.shuanghui.net

公司简介

公司是国内最大的肉类加工企业,主要从事畜禽屠宰,加工销售肉类食品、肉类罐头、速冻肉制品、定型包装熟肉制品(含清真食品)、水产品(鱼糜制品)、蛋制品;销售方便食品(米乐高八宝肠);生产销售食品包装;生产加工肉制品及相关产品配套原辅料;技术咨询服务,化工产品销售(不含易燃易爆危险品),食品行业的投资,销售代理,物流及其相关经营业务的配套服务等。公司先后通过 ISO9001、ISO14001、HACCP 等体系认证,同时用自动化和信息化改造工业化,实现标准化管理、

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

25.35-41.68

市值 (百万)

87,473

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

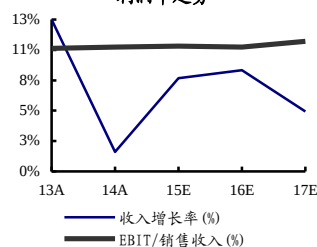
股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	44,950	45,696	49,413	53,747	56,545
营业成本	36,216	36,589	39,707	43,373	45,460
税金及附加	190	189	205	223	234
销售费用	2,364	2,474	2,569	2,741	2,827
管理费用	1,353	1,515	1,532	1,612	1,640
EBIT	4,827	4,928	5,399	5,797	6,383
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	81	150	150	150	150
财务费用	-44	-39	-37	-64	-38
营业利润	4,926	5,109	5,587	6,011	6,572
所得税	1,078	1,157	1,226	1,252	1,364
少数股东损益	211	176	198	213	232
净利润	3,858	4,040	4,412	4,796	5,226
货币资金、交易性金融资产	3,846	2,929	3,382	3,247	-2,482
其他流动资产	1,159	1,568	0	0	0
长期投资	169	162	162	162	162
固定资产合计	9,019	11,969	14,188	16,291	18,262
无形及其他资产	1,518	1,282	1,170	1,166	1,163
资产合计	19,746	21,982	23,214	25,442	20,839
流动负债	4,680	5,569	8,178	12,659	11,180
非流动负债	63	52	6	6	6
股东权益	14,347	15,503	13,974	11,508	8,152
投入资本(IC)	11,186	13,589	11,492	9,374	11,978
NOPLAT	3,816	3,867	4,266	4,638	5,107
折旧与摊销	653	683	802	930	1,062
流动资金增量	-985	974	-3,301	2,897	-1,957
资本支出	-1,335	-2,483	-2,659	-2,780	-2,780
自由现金流	2,149	3,041	-892	5,685	1,432
经营现金流	3,869	4,712	3,305	8,436	4,164
投资现金流	-1,984	-2,241	-2,509	-2,630	-2,630
融资现金流	-2,168	-3,385	-343	-5,942	-7,262
现金流净增加额	-282	-914	454	-136	-5,729
收入增长率	13.2%	1.7%	8.1%	8.8%	5.2%
EBIT 增长率	34.8%	2.1%	9.6%	7.4%	10.1%
净利润增长率	33.7%	4.7%	9.2%	8.7%	9.0%
利润率					
毛利率	19.4%	19.9%	19.6%	19.3%	19.6%
EBIT 率	10.7%	10.8%	10.9%	10.8%	11.3%
净利率	8.6%	8.8%	8.9%	8.9%	9.2%
净资产收益率(ROE)	26.9%	26.1%	31.6%	41.7%	64.1%
总资产收益率(ROA)	19.5%	18.4%	19.0%	18.9%	25.1%
投入资本回报率(ROIC)	34.1%	28.5%	37.1%	49.5%	42.6%
存货周转天数	36	37	35	33	29
应收账款周转天数	2	1	2	2	2
总资产周转天数	148	167	167	165	149
净利润现金含量	1.00	1.17	0.75	1.76	0.80
资本支出/收入	3%	5%	5%	5%	5%
资产负债率	24.0%	25.6%	35.3%	49.8%	53.7%
净负债率	-25.4%	-16.9%	-24.2%	-28.2%	30.5%
PE	22.7	21.7	19.8	18.2	16.7
PB	4.1	3.8	6.3	7.6	10.7
EV/EBITDA	10.0	9.9	13.6	12.5	12.1
P/S	1.3	1.3	1.8	1.6	1.5
股息率	5.1%	5.5%	6.8%	8.3%	9.8%

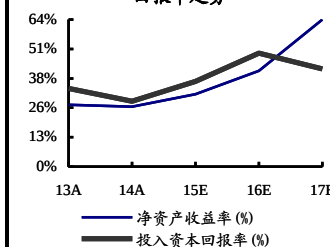
股票绝对涨幅和相对涨幅



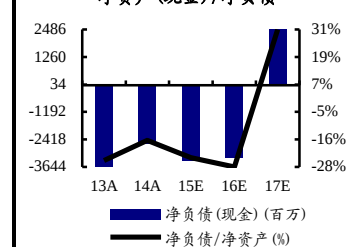
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 新品初期推广顺利，肉制品转型升级值得期待	4
2. 屠宰集中度提升空间大，有望保持稳健增长	5
3. 进口猪肉、肉制品新品放量助盈利水平稳中有升	6
4. 互联网经营稳步推进，冷链体系提供先天优势	7
5. 目标价 32.2 元，维持增持	7
6. 核心风险	8
图 1: 双汇肉制品新品非尝系列	4
图 2: 双汇中式低温肉制品新品	4
图 3: 2015Q1 肉制品销量同比下降 13%	5
图 4: 2014 年肉制品收入同比不变	5
图 5: 2015Q1 公司屠宰生猪量降低 14%	5
图 6: 2015Q1 公司生鲜肉销量同比增长 13%	5
图 7: 2014 年生鲜肉收入同比增长 5%	6
图 8: 2015 年 3 月中国猪价比美国猪价高 70% 左右	7
图 9: 公司各项业务毛利率保持稳定	7
图 10: 肉制品业务毛利润占比约 75%	7
图 11: 2015Q1 盈利水平略降	7
图 12: 双汇发展历史动态 PE 区间	8
表 1: 可比公司估值对比	8

1. 新品初期推广顺利，肉制品转型升级值得期待

● 2015 年是肉制品转型升级的重要年份

2015 年是公司历史上肉制品转型力度最大的一年。在面临原有产品老化、整体增长乏力的情况下，2015 年 2 月份公司发布了多款高温和低温肉制品新品，包括“非尝”系列（非尝美梨、非尝任杏、非尝花声）、甜甜向上，采用美国猪肉原料的弗吉尼亚风味香肠，西式中低温肉制品（海威夷黄金热狗、美式热狗肠、海威夷早餐肠、超值培根），中式中低温肉制品（港式叉烧、蜜汁烤香肠、双汇狮子头）等。

图 1：双汇肉制品新品非尝系列



数据来源：京东商城

图 2：双汇中式低温肉制品新品



数据来源：公司官网

公司后续仍将继续推广其他肉制品新品。第二批新产品将于 2015 年 5 月份陆续推出：其中包括 4 个高温产品——纯牛肉加工的智品牛肉王、纯鱼肉加工的食享鱼肉王、纯鸡腿肉加工的上选鸡腿王和具有特殊酸爽口感的休闲高温产品酸萌萌香肠；5 个中低温产品——芝士玉米热狗肠、弗吉尼亚风味火腿、弗吉尼亚风味烤肠、酱肉即食烤肠、蓝熏烤肠；5 个休闲小包装产品，以“食想家”为子品牌系列化进行包装设计。第三批新产品预计于 2016 年春节前推出，基本思路是以营养角度引入膳食纤维健康理念。

● 预计第一批新产品 2 季度将全部铺货到位

依托公司在全国的 70 万个肉制品销售终端及强大的渠道掌控力，第一批肉制品新品在 2 月份推出以来，4 月份主要渠道铺货率已达到 90% 以上，预计 2 季度将全部铺货到位。

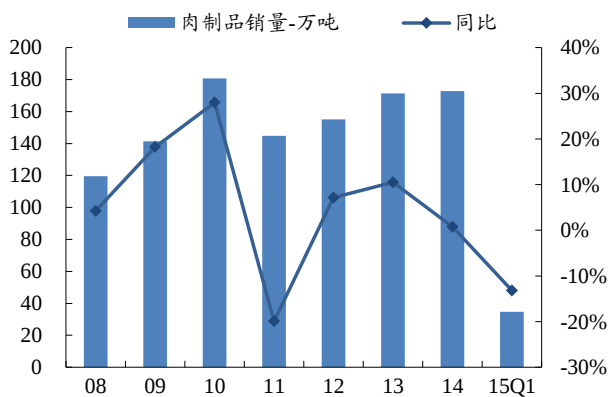
● 新产品形象时尚，对原有品类形成有力补充

新产品如非尝系列将原有肉制品材料与梨、杏仁等结合，包装、口感时尚，突破了过去老化的产品形象，颇具卖点；港式叉烧、蜜汁烤香肠、双汇狮子头等中低温肉制品定位餐桌食品，即将推出的高温产品（智品牛肉王、食享鱼肉王、上选鸡腿王）将品类延伸到猪肉制品以

外，均是对原有品类的有力补充。

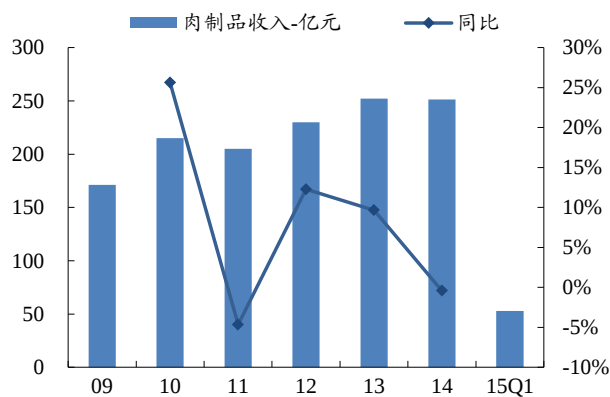
预计 3 月份新产品占肉制品销量比重 5%，全年新产品销量占比将达到 6-8%，盈利占比将达到 10%以上，有望带动全年肉制品销量实现 5-10% 的增长。

图 3: 2015Q1 肉制品销量同比下降 13%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 4: 2014 年肉制品收入同比不变



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2. 屠宰集中度提升空间大，有望保持稳健增长

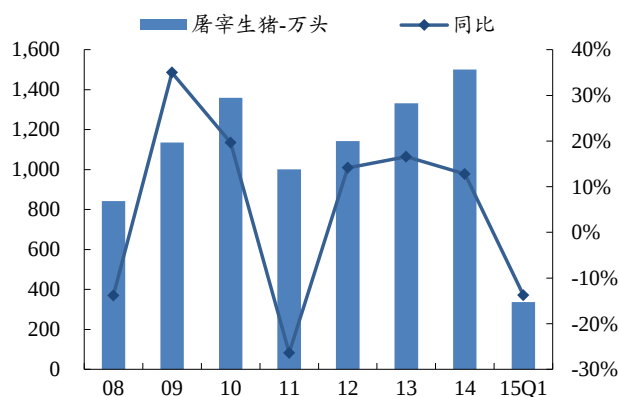
● 屠宰集中度存较大提升空间

2014 年屠宰行业整合进程加速，全年淘汰 5000 多家屠宰企业，目前还有 14000 多家屠宰企业，其中规模以上企业 3000 多家。公司屠宰业务在全国市占率第一，但销量份额仅为 1.9%，未来提升空间巨大。

● 加强生鲜肉品牌化经营力度，有助销量稳健增长

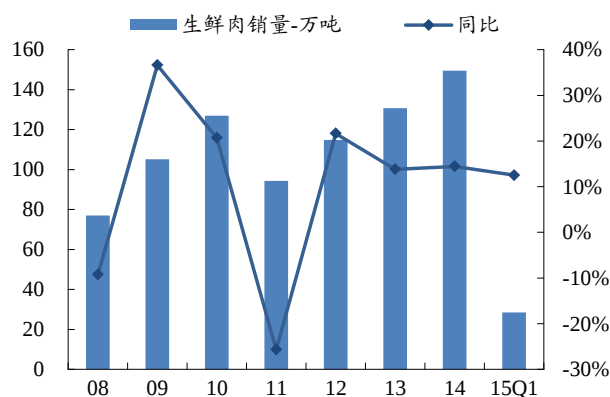
未来公司将通过加大生鲜肉预制品比例、采用真空包装、加大营销力度（如通过微信平台等媒介进行宣传）等手段，加强生鲜肉的品牌化经营力度；此外预计未来几年每年可增加 1 万家-1.2 万家生鲜肉销售网点（目前网点数约 4 万个），有望带动生鲜肉实现 5-10% 的稳健增长。

图 5: 2015Q1 公司屠宰生猪量降低 14%



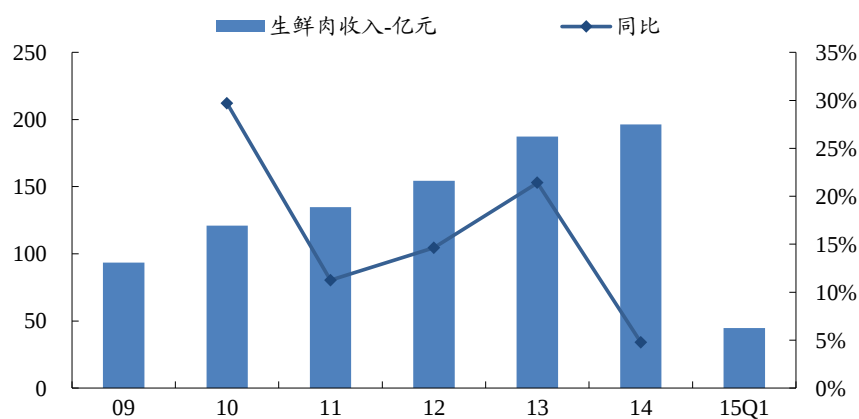
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 2015Q1 公司生鲜肉销量同比增长 13%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 7：2014 年生鲜肉收入同比增长 5%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3. 进口猪肉、肉制品新品放量助盈利水平稳中有升

● 预计 2015 年进口猪肉 15 亿元，有助平滑成本波动

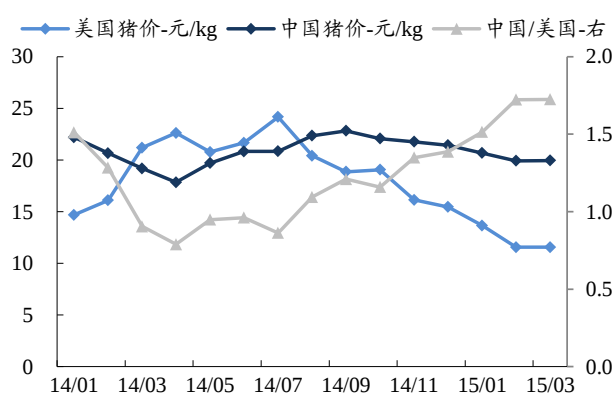
公司于 2013 年收购 SFD 后，可通过将 SFD 的屠宰业务进行无瘦肉精化处理，从而利用美国进口的低价猪肉平滑国内猪价上涨带来的成本波动。考虑到关税、运输费用等成本，预计国内猪肉价格比美国猪肉价格高 50% 以上时，进口美国猪肉将具有明显的成本优势。2014 年公司从美国进口了 8 亿多元的猪分割肉及骨类、副产品，进口原料占比并不大。

目前我国能繁母猪存栏量持续探底，近期猪价已开始进入上升通道，而美国猪价自 2014 年中以来持续下降，目前我国猪价比美国猪价高 70% 左右，进口美国猪肉的成本优势凸显。预计 2015 年公司进口猪肉金额将达 15 亿元、占生鲜肉营业成本的比重将达 10% 左右，将较大程度平滑国内猪价上涨带来的成本波动。

● 肉制品新品吨利润大幅提升，有望带动盈利水平提升

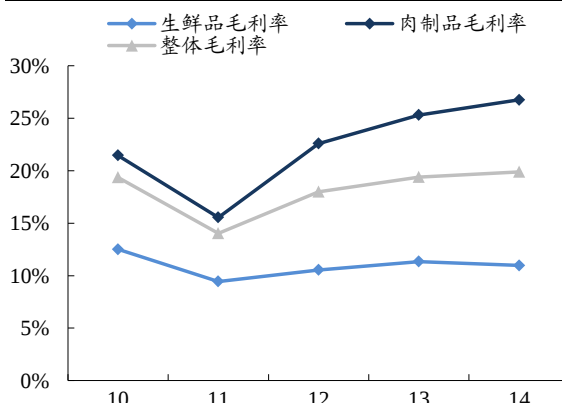
肉制品新品的吨价格高于老产品 50-60%，吨利润在 3000-10000 元之间，较老产品吨均利润提高 50% 以上。肉制品新品的放量增长有望带动肉制品业务盈利水平的提升，如 2015Q1 肉制品业务吨均利润为 2000 元，同比 2014Q1 提升 200 元左右。

图 8: 2015 年 3 月中国猪价比美国猪价高 70%左右



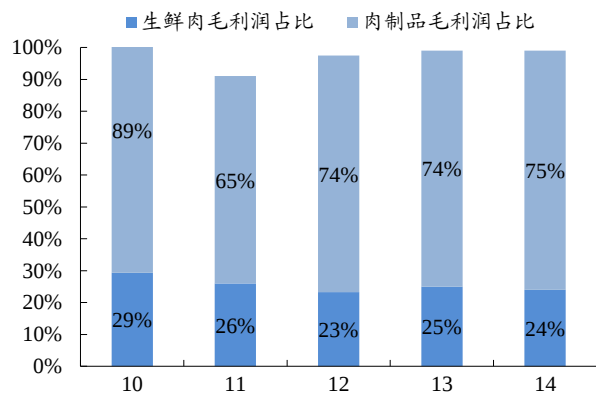
数据来源: Wind, USDA, 国泰君安证券研究

图 9: 公司各项业务毛利率保持稳定



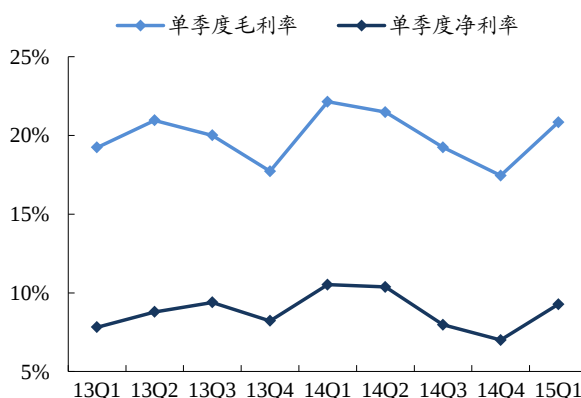
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 10: 肉制品业务毛利润占比约 75%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 11: 2015Q1 盈利水平略降



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4. 互联网经营稳步推进, 冷链体系提供先天优势

积极但谨慎推进互联网经营。公司对待互联网的态度是积极、谨慎、稳妥推进,公司于 2014 年 4 季度成立了电商运营部,下半年将在天猫、京东、1 号店、苏宁易购等 6 大电商平台开始建旗舰店,并发展 100 个大的运营商,全年争取在电商方面有新的突破。

冷链物流体系潜在价值较大, Q1 已在漯河地区试点 O2O。公司若发展电商运营具有先天优势,即冠绝全国的冷链物流体系。2015Q1 公司已在漯河试点连锁电商平台,消费者可通过网上下单,公司通过线下门店实现配送,配送仅需 5-10 分钟,若漯河地区模式成功将在全国进行复制。

5. 目标价 32.2 元, 维持增持

综上所述我们认为:肉制品新品初期推广顺利、全年放量值得期待,进口低价猪肉、新品放量有助盈利水平稳中有升。2015Q1 公司营业收入、营业利润、归母净利润分别 99.3、11.8、9.2 亿,同比分别下降 3%、

11%、15%，符合市场预期，收入和利润下降主因需求低迷及同期基数较高。但肉制品新品自2月份推出以来推广顺利，2、3月合计肉制品销量提升3%左右（1月份下滑幅度较大），已呈逐月改善趋势，我们认为2015Q1将是公司全年业绩低点，后续有望逐季改善。

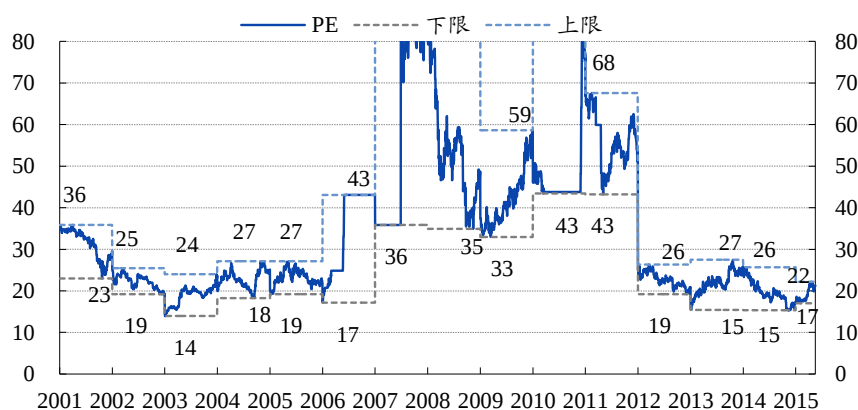
因猪肉需求仍较为低迷，下调2015-16年EPS预测至1.34、1.45元（前次预测1.4、1.67元），参考食品饮料行业相关龙头公司，2015年平均PE为27倍，谨慎考虑给予双汇发展2015年24倍PE，上调目标价至32.2元（前次预测25.09元），维持增持评级。

表 1: 可比公司估值对比

2015/05/15	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 2014-16	PE			PEG	PS		
		14A	15E	16E		14A	15E	16E		14A	15E	16E
000895.SZ 双汇发展	875	1.22	1.34	1.45	9%	22	20	18	2.2	1.9	1.8	1.6
相关可比公司												
600519.SH 贵州茅台	3,150	13.44	14.29	15.32	7%	21	19	18	2.9	10.0	9.2	8.6
002304.SZ 洋河股份	1,034	4.19	4.79	5.36	13%	23	20	18	1.5	7.0	6.3	5.6
600887.SH 伊利股份	1,216	1.35	1.82	2.15	26%	29	22	18	0.8	2.3	2.0	1.8
600600.SH 青岛啤酒	622	1.47	1.50	1.69	7%	31	31	27	4.3	2.1	2.1	2.0
603288.SH 海天味业	986	0.77	0.94	1.11	20%	47	39	33	2.0	10.0	8.6	7.5
600332.SH 白云山	497	0.92	1.30	1.70	36%	42	30	23	0.8	2.6	2.2	2.0
000848.SZ 承德露露	145	0.88	0.98	1.10	11%	33	30	26	2.6	5.4	4.7	4.2
可比公司平均值							27	23				

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 12: 双汇发展历史动态 PE 区间



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

6. 核心风险

肉制品新品销量低于预期。若肉制品新品在铺货阶段过后销量不达预期，公司的销量、收入可能达不到预期。

猪肉价格大幅上升。猪肉价格大幅上升将使公司的成本涨幅大于终端价格涨幅，若公司不能完全以冻肉库存或进口猪肉加以平滑，公司的

盈利水平可能低于预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		