

雅戈尔

600177

中性/ 维持评级

股 价	2009/03/31
RMB10.12	

基础数据

总股本（百万股）	2227
流通 A 股（百万股）	1232
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）	12465

财务数据

市净率 (X)	2.5
TRACING P/E (X)*	14.23
EPS (元)	0.71
股息率 (%)	2.96

*最近四季盈利计算。

相关研究

《十字路口的选择》公司深度报告
 (2009/01/18)

分 析 师
 汪蓉
 +755-82492801
 wangrongyjs@lhqz.com

胡栋亮
 +0755-82080004
 hudl@lhqz.com

股权投资风险渐散

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	7033.9	10780.3	12021.7	14960.7	15261.5
(+/-%)	14.8	53.3	11.5	24.4	2.0
归属母公司净利润(百万元)	2475.7	1583.2	2453.9	2479.1	2651.7
(+/-%)	220.5	-36.1	55.0	1.0	7.0
EPS(元)	1.11	0.71	1.10	1.11	1.19
P/E(倍)	9.1	14.2	9.4	9.3	8.7

■ 服装内销业务继续维持高平效和高毛利：08 年收入达到 21.71 亿元，同比增长 14.91%。增长原因来自门店数量的增加和单店平效的提高，而单店平效提高是更主要原因。依赖完善产业链所带来的规模效应以及技术研发优势，内销业务的毛利率提升至 65.58%。

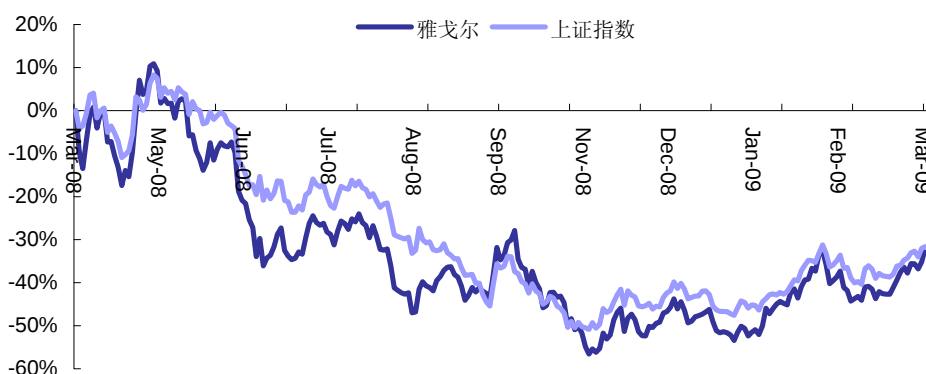
■ 08 年将新马集团的业务纳入合并范围使得服装销售规模大幅提升，但由于新马公司以 OPA 模式为主，毛利较低，并表反而拉低了外销业务综合毛利率。短期来看，公司对新马将以转移产能和整合为主，借助内地相对低廉的劳动力优势提升毛利率水平。不过由于新马公司的主要客户为美国的中档服装企业，其减少订单的可能性仍然较大。

■ 借 07 年房市火爆的余温，公司 08 年房地产销售收入达到 33.29 亿元，同比增长 62%，毛利率达到 47.21%。不过因为房价上涨乏力，且公司高价地储备较多，09 年起其房地产业务的好年景正渐行渐远。

■ 由于当年投资海通证券的成本较高，使得公司在 08 年抛售时反而亏损 4.69 亿元。此外公司依照谨慎性原则，对其所投资的海通证券和金马股份计提了 13.17 亿元的资产减值损失，也导致利润的大幅下滑。不过随着公司一次性计提资产减值损失和逐步完成减持，股权投资的风险正在被逐渐释放。

■ 我们仍然采用 NAV 估值法来判断公司的合理价值。在当前市场环境下公司的合理估值在 8.29 元，而如果考虑未来房价变化和股权投资标的的价格波动，我们认为公司的合理价格区间在 8.02 元-9.37 元，给予中性评级。

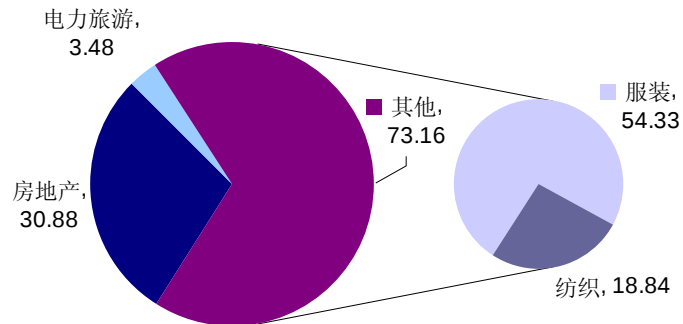
最近 52 周股价表现



公司公布 2008 年年报，显示 08 年实现营业收入 107.8 亿元，同比增长 53.26%；但由于计提了 14 个亿的资产减值损失，导致最终利润总额仅为 23.75 亿元，同比下降 35.65%。公司预计 08 年分红方案为每 10 股派现金红利 3 元。具体业务情况如下：

纺织服装业务对收入的贡献程度最大

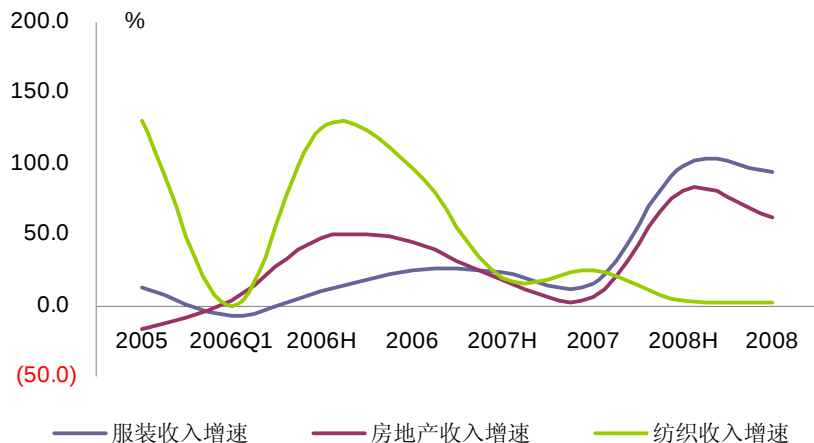
图 1、2008 年末公司主营业务构成



数据来源：公司公告、联合证券研究所

如若不考虑并购活动对服装收入的影响，各项业务的增长略显乏力

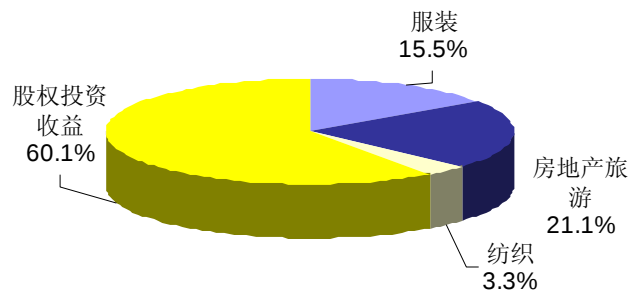
图 2、公司主要业务销售规模增长情况



数据来源：公司公告、联合证券研究所

房地产业务对 EPS 的贡献程度逐渐提高

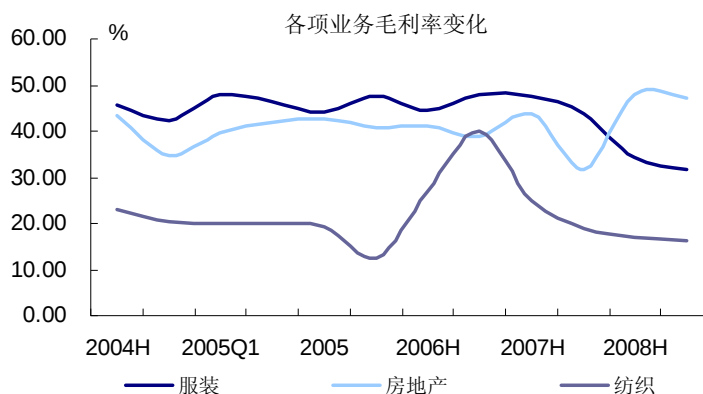
图 3、2008 年末公司 EPS 贡献构成



数据来源：公司公告、联合证券研究所

房地产业务仍然保持较高毛利率水平，而服装业务综合毛利因并购新马而被拉低

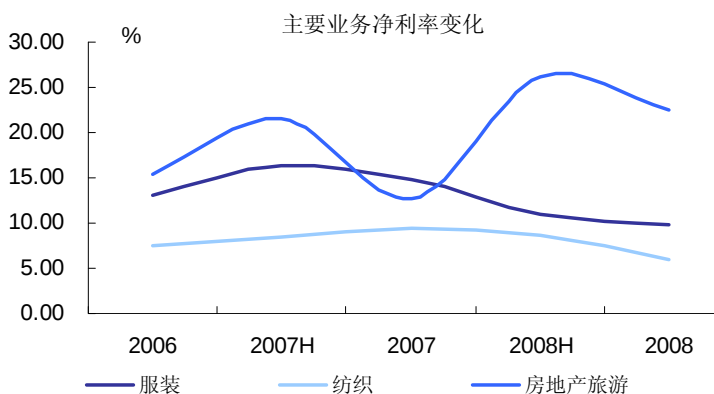
图 4、2008 年末公司主要业务毛利率增长情况



数据来源：公司公告、联合证券研究所

并购活动带来的正效应还未显现出来

图 5、2008 年末公司主要业务净利率增长情况



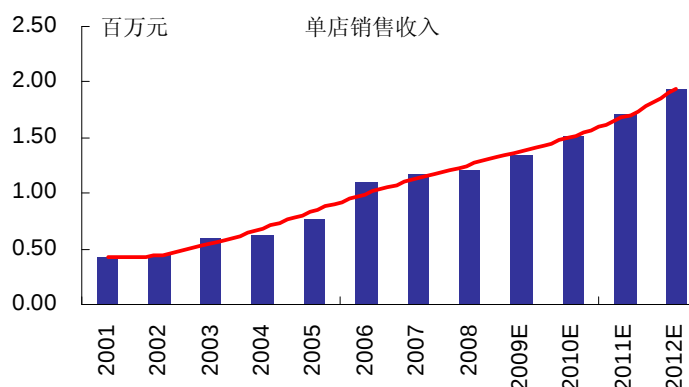
数据来源：公司公告、联合证券研究所

服装内销业务继续维持高平效和高毛利

08 年公司内销业务收入达到 21.71 亿元，同比增长了 14.91%。收入增长的原因来自门店数量的增加和单店平效的提高，而单店平效的提高是更主要原因。

数据表明，公司 08 年末门店数量达到 1808 家，同比增长 12.58%；而内销面积达到 15.4 万 m²，平效达到 1.41 万元/m²，较 07 年末提升了 16.53%。

图 6、公司内销业务单店销售收入变动情况



数据来源：公司公告、联合证券研究所

在全球经济不景气的背景下，公司依赖完善产业链所带来的规模效应以及产品技术研发优势，保证了内销业务的高毛利率，其水平由 07 年的 57.93% 提升至 65.58%，在业内属于高水平。同时也保证了公司在西服和衬衫市场的行业领先地位，市场占有率分别为 15.40% 和 13.30%，较 06 年分别提升了 2.1 个百分点和 1 个百分点，继续保持行业第一的位置。

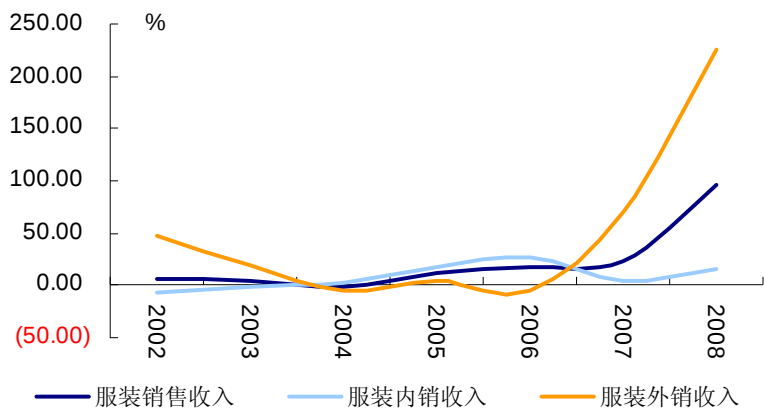
09 年公司将继续着力于提升雅戈尔品牌的核心竞争力，通过延伸品牌系列的方式增加其品牌深度和广度。在当前经济环境下，居民会更偏爱物美价廉的产品，这对公司来说非常有利。通过把握内销市场的消费特点，公司有望在内销这一块进一步提升市场份额。

并购活动带来服装外销业务的规模扩大

公司在 08 年将新马集团的业务纳入合并范围，使得服装销售规模获得大幅提升，特别是对衬衫和部分休闲服的收入增长贡献明显。但由于新马公司以 OPA（海外加工模式）为主要经营模式，因此毛利率方面显著低于公司原有外销业务，仅有 10-12% 的水平，加上去年四季度开始美国经济急剧恶化，对新马的业务造成一定负面影响，从而拉低了服装外销业务的综合毛利率。

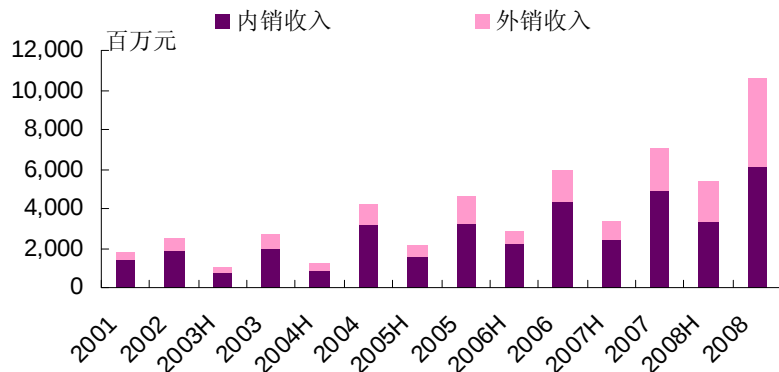
并购活动带来服装外销
规模的大幅提升

图 7、服装内外销业务销售收入增速变化



数据来源：公司公告、联合证券研究所

图 8、分地区业务销售收入增长情况



数据来源：公司公告、联合证券研究所

公司收购新马并非是因为看中其在服装方面的生产能力，而是希望通过借助新马的营销渠道和设计能力获得直接与国际品牌接触和合作的机会，进而提升“雅戈尔”的品牌运营能力。当然新马公司本身的产能转移和二者间的磨合需要一段时间，并购产生的协同效应还需要较长的时期才能显现。

短期来看，公司将以转移产能为重点，将新马公司在香港和深圳的生产部分转移到内地，借助内地相对低廉的劳动力进一步节约生产成本，提升外销业务的毛利率。预计 09 年将有 500-600 万件的产能转移到宁波的工厂，而通过产能转移，新马公司可以节约成本 2 美元/件。

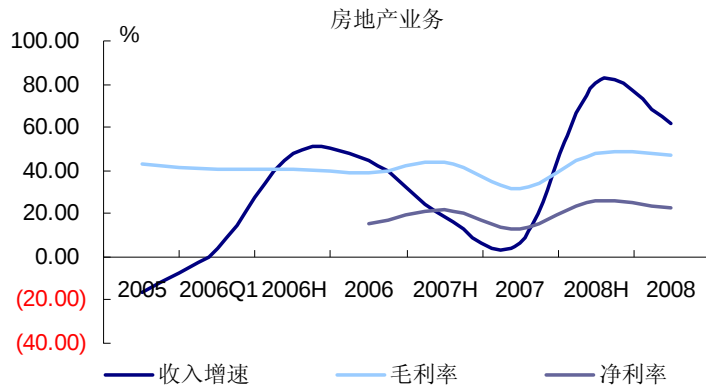
不过由于新马公司的主要客户为美国的中档服装企业，因此其销售会受到美国经济恶化的较大影响，虽然现有数据表明美国的国内需求恶化的程度在减弱，但公司减少订单的可能性仍然较大。

乘 07 年房市火爆的东风 房地产业务获得丰收

尽管 08 年中国的房地产市场逐渐步入调整期，但在 07 年高速增长的基础上，公司的房地产业务仍然获得不错业绩，整体销售收入达到 33.29 亿元，同比增长了 62%；毛利率达到 47.21%，在业内属于高水平。

不过从 09 年起，公司在房地产经营方面的压力渐大，首先是房价上涨乏力，其次是公司高价地储备较多，使得公司在未来三年消化高成本项目的任务较重。房地产业务的好年景已经渐行渐远。

图 9、2008 年末公司房地产业务增长情况



数据来源：公司公告、联合证券研究所

表 1、在建未售项目

地块名称	楼盘名称	建筑面积 (万 m ²)	产品类型	周边楼盘参考价格 (元/m ²)	预计预售时间
慈溪达蓬山地块	香湖丹堤二期	8.9	别墅、联排	周边无可比楼盘	2009.03
绍兴柯岩 J1、J2、J3 住商地块	清枫华景园一期	8.43	别墅、联排	7000	2009.06
东部新城 B3 地块	锦绣东城二期	11.87	高层、小高层	11000	2009.06
杭州转塘 D-11-2、D-11-1 地块	未定	11.89	高层、别墅	10000	2009.05
合计		41.09			

数据来源：公司调研、联合证券研究所

表 2、公司待建项目

地块名称	楼盘名称	建筑面积 (万 m ²)	产品类型	周边楼盘参考价格 (元/m ²)	预计开工时间
宁波鄞州东钱湖高钱村地块	比华利二期	3.37	别墅	17000~22000	争取 2009 年 3 月
宁波慈溪达蓬山地块	香湖丹堤三期	5.44	别墅	周边无可比楼盘	未定
宁波慈溪老鹰山地块	未定	13.15	未定	周边无可比楼盘	未定
宁波江北华辰北 9#地块	未定	22.19	未定	11000	争取 2009 年 06 月
宁波鄞州姜山镇地块	未定	9.49	未定	高层 7500、联排 15000	争取 2009 年 3 月
宁波江北北郊路以西地块	未定	7.48	未定	15000	争取 2009 年 6 月
杭州杭商院地块	隐寓	9.39	高层	24000	争取 2009 年 3 月
杭州留下街 53#地块	西溪晴雪	7.93	多层	周边无可比楼盘	争取 2009 年 3 月
苏州沈浒路北 72075#地块	未来城四期	10.92	别墅、高层、花园洋房	待定	争取 2009 年 6 月
苏州相城项目	帝豪花园	9.4	别墅、小高层、高层、商铺	别墅 12000 公寓 6500—7000	未定
苏州现代大道北 82037、82038、82039、82040 地块	太阳城	94.69	别墅、小高层、高层、花园洋房、商铺	6500	争取 2009 年 6 月
绍兴柯岩 J1、J2、J3 住商地块	清枫华景园二期	10.77	别墅、联排	7000	争取 2009 年 6 月
宁波鄞州中基地块	未定	13.51	未定	9000	未定
宁波鄞州东吴镇地块	未定	8.55	未定	7000	未定
合计		226.28			

数据来源：公司调研、联合证券研究所

表 3、在建在售项目

地块名称	楼盘名称	建筑面积 万 m ²	产品类型	销售均价 (元/m ²)	销售进度	预计交付时间
宁波鄞州核心居住区 B1 地块	都市森林一期	18.80	高层、小高层、多层	8700.00	0.97	交付中
宁波鄞州核心居住区 B1 地块	都市森林二期	7.75	高层、小高层、联排	13800.00	0.81	2009.06
宁波鄞州钱湖大道北侧 1#地块	香颂湾	11.20	联排	一期：15700 二期：19400	0.96	2009.09
宁波鄞州东钱湖高钱村地块	比华利一期	9.4	别墅、小高层	别墅：14900 公寓：12000	别墅：99% 公寓：80%	2008.12
宁波鄞州潘火 5#地块	世纪花园	24.23	高层、小高层、叠拼	一期：7400 二期：11000	99%	2009.03
苏州现代大道北 72049#地块	未来城二期	11.61	高层	公寓：9000 湖景公寓：11000	94%	2009.04
苏州现代大道北 72049#地块	未来城三期	17.94	高层	7700	35%	2010.06
天台始丰新城 D2-2 地块	溪林春天三期	6.3	高层	4600	40%	2009.12
宁波东部新城 B3 花园住宅地块	锦绣东城一期	17	高层、小高层	9300	60%	2010.09
宁波江北包家漕 3#地块	湖景花园	10.64	高层、联排	高层：20000 联排：35000	35%	2010.06
慈溪达蓬山地块	香湖丹堤一期	6.8	别墅、联排	7000	60%	2010.06
宁波鄞州陈婆渡地块	都市丽湾	4.56	高层、小高层	8500	47%	2010.12
合计		146.23				

数据来源：公司调研、联合证券研究所

根据公司计划的楼盘结算进度和楼盘开发情况，我们预计 2009-2011 年，公司来自房地产业务的收入分别为 39.22、59.95 和 54.37 亿元；合计实现净利润现值 23.55 亿元。

成也萧何、败也萧何：股权投资损失拖累净利润

截至 08 年末，为规避金融市场风险，公司已经出售了大部分交易性金融工具、同时减持了部分中信证券和海通证券。由于当年投资海通证券的成本较高，使得公司在 08 年抛售时遭遇 4.69 亿元的亏损。

此外公司依照谨慎性原则，对其所投资的海通证券和金马股份计提了 13.17 亿元的资产减值损失；加上其他应收款中 7080 万元的坏账损失，公司的资产减值损失项同比增加了 6254.33%。

投资收益的减少和资产减值损失的增加导致公司的营业利润同比下降了 39.8%。如若不考虑股权投资的影响，公司依赖主营业务所获得的盈利是同比增长 51.37%的，可见股权投资这一块对业绩影响的重大。

不过随着公司一次性计提了股权投资的资产减值损失，同时逐步完成对海通证券和中信证券的减持，股权投资的风险正在被逐渐释放。

表 4、可供出售金融资产

代码	股票名称	最新收盘价	初始投资成本	期末持股数	资产类型	解禁时间	收益核算方法	账面价值	预期可能的投资收益
600030	中信证券	24.91	209.21	147.37	可出售		市价-成本	3670.99	34.62
600837	海通证券	13.54	2612.64	145.63	可出售	20081221	市价-成本	1971.86	-6.41
000980	金马股份	5.83	301.00	43.00	可出售	20081029	市价-成本	250.69	-0.50
601328	交通银行	6.28	0.85	0.71	可出售		市价-成本	4.43	0.04
合计									27.74

数据来源：公司公告、联合证券研究所
 备注：股价时间截止 2009.03.30

表 5、权益法核算长期股权投资

股票代码	公司名称	最新收盘价	初始投资成本	持股比例	收益核算方法	解禁时间	被投资公司净利润	被投资公司净资产	投资收益	净资产增厚
002036	宜科科技	8.94	1890.13	12.84	权益法	2008-11-15	16.91	538.49	2.17	69.14
	汉麻产业		80.00	40.00	权益法	2010-7-19	-2.59	0.83	-1.04	0.33
	中基贸易		30.07	20.00	权益法		82.79	340.18	16.56	68.04
合计									17.69	137.51

数据来源：公司公告、联合证券研究所
 备注：被投资公司净利润和净资产以最新数据为准

表 6、成本法核算长期股权投资

代码	股票名称	昨收盘价	初始投资成本	期末持股数	资产类型	解禁时间	收益核算方法
002103	广博股份	7.16	9.83	32.65	法人股	2010-1-10	成本法
002142	宁波银行	9.77	18.16	179.00	法人股	2010-7-19	成本法

数据来源：公司公告、联合证券研究所
 备注：投资收益主要来自被投资公司的分红所得

盈利预测

我们仍然采用 NAV 估值法来判断公司的合理价格区间，在当前市场环境下公司的合理估值在 8.29 元。

长期来看，房地产企业去库存化仍在进行，且持续会有新盘推出，因此房价上涨的理由尚不充分；不过近期房屋销售情况略有回暖，也在一定程度上阻止了房价下滑的趋势，因此我们认为未来一段时间房价波动幅度不会很大。

股权投资标的的价格的波动则依赖于市场情绪，从目前市场对几个标的价格的一致预期来看，看涨情绪不足。

综合考虑未来房价变化和股权投资标的的价格波动，我们认为公司的合理价格区间在：8.02 元-9.37 元，给予中性评级。

表 7、服装业务盈利预测表（百万元、%）

	2009E	2010E	2011E	2012E
销售收入	6438.95	7176.99	7886.68	8693.11
毛利率	33.88	35.01	36.09	35.85
销售利润	2181.30	2512.76	2846.05	3116.62
销售费用	608.89	573.37	635.68	700.64
管理费用	448.92	500.41	549.97	606.21
财务费用	257.56	287.08	315.47	347.72
利润总额	865.94	1151.90	1344.94	1462.05
净利润	736.05	956.08	1116.30	1213.50
净利润率	11.43	13.32	14.15	13.96

数据来源：联合证券研究所

表 8、股权投资业务 NAV 估值（百万股、百万元）

截止估值日尚未出售股权				
	最新收盘价	期末持股数	估值日股权投资账面价值	
中信证券	24.91	147.37	3670.99	
海通证券	13.54	145.63	1971.86	
金马股份	5.83	43.00	250.69	
交通银行	6.28	0.71	4.43	
合计			5897.96	
08 年末至估值日已出售股权				
	抛售时间	抛售价格（均价）	抛售股份数	现金流入
中信证券	08/12/30-09/2/4	20.3	23.6	479.08
合计				479.08

数据来源：联合证券研究所

备注：估值日为 2008.12.31；

最新股价截至 2009.03.30

表 9、房地产业务盈利预测表（万元）

项目	权益 建面	楼面 地价	结算面积（未考虑权益）				销售收入(万元)				毛利 率	权益净利 润现值
			2009E	2010E	2011E	2012E	2009E	2010E	2011E	2012E		
都市丽湾	4.6	2659	0.0	4.6	0.0	0.0	0	35507	0	0	26%	2784
都市森林一期	18.9	2610	1.3	0.0	0.0	0.0	11913	0	0	0	49%	2266
都市森林二期	6.5	2610	1.9	4.5	0.0	0.0	24033	56076	0	0	37%	9900
湖景花园	15.0	2703	3.0	4.5	7.5	0.0	53939	80909	134848	0	57%	54011
湖山庄园 1 期	21.7	461	0.0	8.7	13.0	0.0	0	78120	117180	0	48%	32910
华辰北 9 号地块	22.2	7157	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	16%	5407
姜山镇 3 号地块	9.5	3526	0.0	0.0	0.0	6.6	0	0	0	59787	14%	746
锦绣东城	28.0	2211	0.0	5.6	8.4	8.4	0	34524	51786	51786	24%	11068
钱湖比华利一期	8.9	2238	2.7	0.0	0.0	0.0	43121	0	0	0	48%	8150
钱湖比华利二期	2.3	2238	0.0	0.0	0.0	2.3	0	0	0	45400	33%	4291
绍兴清风华景园	11.7	933	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	35%	8544
世纪花园	18.9	2478	17.0	1.9	0.0	0.0	136224	15136	0	0	30%	15497
苏州未来城 1 期	10.0	2789	1.5	0.0	0.0	0.0	13541	0	0	0	40%	2057
苏州未来城 2 期	11.5	2789	5.7	1.7	0.0	0.0	41248	12374	0	0	25%	4227
苏州未来城 3 期	9.6	2789	0.0	5.8	3.8	0.0	0	41339	27559	0	25%	4893
苏州未来城 4 期	8.2	2789	0.0	0.0	6.5	1.6	0	0	41275	10319	15%	693
苏州未来城 5 期	11.4	2789	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	35%	9217
溪林春天二期	6.7	700	1.1	0.0	0.0	0.0	5555	0	0	0	47%	618
溪林春天三期	2.3	700	3.1	0.8	0.0	0.0	14626	3657	0	0	14%	140
香颂湾	10.0	2660	5.0	5.0	0.0	0.0	48000	48000	0	0	37%	12586
浙江工商大学 23 号地块	9.4	15719	0.0	0.0	0.0	5.6	0	0	0	169020	26%	18861
香湖丹堤一期	6.8	450	0.0	5.4	1.4	0.0	0	30464	7616	0	20%	1834
香湖丹堤二期	8.9	450	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	20%	1936
香湖丹堤三期	5.4	600	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	17%	732
慈溪老鹰山地块	13.2	440	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	20%	2933
宁波北郊路地块	7.5	13500	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	-23%	-19910
宁波中基地块	13.5	1854	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	39%	11959
宁波东吴地块	8.5	1033	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	35%	5106
太阳城	94.7	1460	0.0	9.5	9.5	9.5	0	59655	59655	59655	28%	44420
帝豪花园 (苏州相城项目)	13.8	4549	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	6%	-4142
西溪晴雪 (留下街地块)	7.9	11100	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0	0	-5%	-10607
杭镇储出 50 号	10.1	5203	0.0	5.0	5.0	0.0	0	45405	45405	0	8%	-2822
杭镇储出 51 号	10.8	7000	0.0	5.4	5.4	0.0	0	58374	58374	0	6%	-4759
合计	448.3		42.4	68.4	60.6	34.1	392199	599540	543698	395966		235547.7

数据来源：联合证券研究所

表 10、NAV 估值（百万股、百万元）

总股本	2226.61
房地产净利润现值	2355.48
纺织、服装业务净利润现值	4728.90
08 年末净资产	9907.47
08 年末股权投资期末账面价值	4917.43
估值日股权投资账面价值	5897.96
08 年末至估值日已卖出股权现金流入	479.08
公司价值（元）	8.29

数据来源：联合证券研究所

表 11、服装业务波动对公司价值影响敏感性分析

服装业务净利润现值波动	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
纺织服装业务净利润现值	4019.56	4256.01	4492.45	4728.90	4965.34	5201.79	5438.23	5674.68
公司价值变动	7.97	8.07	8.18	8.29	8.39	8.50	8.61	8.71

数据来源：联合证券研究所

表 12、股权投资标的价格波动对公司价值影响敏感性分析

股权投资均价波动	-100%	-50%	-20%	-10%	0%	10%	20%	50%	100%
估值日股权投资账面价值	0.00	2948.98	4718.37	5308.17	5897.96	6487.76	7077.56	8846.95	11795.93
08 年末至估值日已卖出	479.08	479.08	479.08	479.08	479.08	479.08	479.08	479.08	479.08
股权现金流入	479.08	479.08	479.08	479.08	479.08	479.08	479.08	479.08	479.08
公司价值变动	5.64	6.96	7.76	8.02	8.29	8.55	8.82	9.61	10.94

数据来源：联合证券研究所

表 13、房价波动对公司价值影响敏感性分析

房价波动	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	10%	20%	30%	40%	50%
房地产净利润现值	-2115.28	-356.26	1335.97	2093.01	2360.21	4186.03	5477.46	6724.37	7926.74	9062.31
公司价值变动	6.28	7.07	7.83	8.17	8.29	9.11	9.69	10.25	10.79	11.30

数据来源：联合证券研究所

表 14、股权投资标的价格与房价同时波动时，对公司价值影响敏感性分析

公司价值变动		股权投资标的的均价波动										
		-100%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	100%
房价波动	-30%	3.63	4.95	5.48	5.75	6.01	6.28	6.54	6.81	7.07	7.60	8.93
	-20%	4.42	5.74	6.27	6.54	6.80	7.07	7.33	7.60	7.86	8.39	9.72
	-10%	5.18	6.50	7.03	7.30	7.56	7.83	8.09	8.36	8.62	9.15	10.48
	-5%	5.52	6.84	7.37	7.64	7.90	8.17	8.43	8.70	8.96	9.49	10.82
	0%	5.64	6.96	7.49	7.76	8.02	8.29	8.55	8.82	9.08	9.61	10.94
	10%	6.46	7.78	8.31	8.58	8.84	9.11	9.37	9.64	9.90	10.43	11.76
	20%	7.04	8.36	8.89	9.16	9.42	9.69	9.95	10.22	10.48	11.01	12.34
	30%	7.60	8.92	9.45	9.72	9.98	10.25	10.51	10.78	11.04	11.57	12.90
	40%	8.14	9.46	9.99	10.26	10.52	10.79	11.05	11.32	11.58	12.11	13.44
	50%	8.65	9.97	10.50	10.77	11.03	11.30	11.56	11.83	12.09	12.62	13.95

数据来源：联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。