

双塔食品 (002481.sz)

未来两年不乏业绩新增长点

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210070003

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210020048

主业稳步增长, 预计每年保持 30%以上的增速

粉丝行业集中度低, 2008年公司的市占率仅为3.14%, 则为行业第一, 而公司上市后, 品牌溢价效应, 未来几年高于行业平均增速可期。

通过OEM方式获取市场份额有利亦有弊

采取兼并收购可迅速扩大市场份额, 但公司经验风格稳健, 不轻易采取收购其它竞争对手, 采取“OEM”的代工方式来增加公司产能。但是, 采取此种方式, 容易产生产品质量问题。

食用蛋白陆续达产成为公司2011年利润增长点

从粉丝浆液里提取的蛋白, 转化为食用蛋白, 其原料成本和生产成本低, 销售价格确有望达7000元-13000元之间, 与饲料蛋白相比, 在蛋白功能相同的情况下, 具备明显的市场竞争优势。若投产, 预计可带来年5600万元的销售收入, 2100万元的营业利润。

公司定位具备极高的战略意义: 向“生态食品公司”迈进

公司作为传统食品粉丝行业老大, 经营主业的同时, 将生产过程中粉渣循环利用, 朝“生态食品公司”迈进。若“粉丝生产中废料、粉渣综合利用”项目在2012年达产, 预计可带来9500万元的销售收入和2258万元的营业利润。

盈利预测: 12个月目标价为55元

综合粉丝以及副产品业务收入, 预计2010-2012年销售收入分别为3.3亿元、4.67亿元和7.2亿元, 摊薄之后EPS为0.74元、1.19元、1.94元。按照2011年40倍PE测算, 公司估值为48元, 做盈利预测时, 我们仅假设2011年食用蛋白业务产能利用率为40%, 其超预期概率较大, 股价有上涨空间, 一年内目标价为55元, 给予公司买入评级。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	274.48	321.45	329.90	466.70	723.40
增长率(%)	48.39%	17.11%	2.63%	41.47%	55.00%
EBITDA(百万元)	46.40	58.68	64.74	106.01	175.78
净利润(百万元)	28.83	42.95	44.17	71.22	116.53
增长率(%)	41.46%	48.99%	2.82%	61.24%	63.63%
每股收益(元)	0.64	0.95	0.74	1.19	1.94
市盈率	0.00	0.00	65.62	40.69	24.87
市净率	0.00	0.00	3.91	3.57	3.12
EV/EBITDA	1.22	1.38	38.77	25.33	16.14

数据来源: 烟台双塔食品股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	48.30
目标价格(元)	55.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	9.30%	6.46%	6.46%
沪深300	-10.30%	8.15%	-13.32%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
60.00/12.00

主要股东:

招远市君兴投资管理中心

主要股东持股比例 38.53%

财务比率

ROE	29.95%
ROA	17.55%
资产负债率	58.71%
每股净资产(元)	3.19

2009 年报数据

公司投资要点

- **主业稳步增长，预计每年保持30%以上的增速。**理由为：尽管04-08年国内粉丝销量符合增长率为5.5%，行业每年保持不算太高的增长，但是公司07-09年销售增长率分别为97%和37%。此外，行业集中度低，2008年行业前10名企业的市场占有率仅为12%，而双塔食品的市占率仅为3.14%，则为行业第一，公司上市后，品牌溢价效应，未来几年高于行业平均增速可期。
- **公司产品结构符合绿色消费概念和提高毛利率水平。**随着居民健康意思提高，多吃粗粮有意健康的引导下，公司募集资金扩大杂粮粉丝产能，符合市场需求，加之粗粮粉丝成本低于纯豆，未来毛利率有提高空间。
- **商超占比提升有利于提高高端产品推广，直销餐饮名企效果未知。**公司是国内粉丝行业最早通过商超渠道进行销售的企业，商超销售收入占比持续提高。**商超渠道占比的提升，有助于公司高档次产品的推广。**现阶段商超与农批市场收入比重为1:1，未来比重仍可继续提高。此外，公司正在尝试直销餐饮名企方式，扩大产品销售网络。
- **通过OEM方式获取市场份额有利亦有弊。**采取兼并收购可迅速扩大市场份额，但公司经验风格稳健，不轻易采取收购其它竞争对手，采取“OEM”的代工方式来增加公司产能。但是，采取此种方式，粉丝质量控制是首要，否则容易给公司带来负面影响，这也是市场人士担心的问题。
- **食用蛋白陆续达产成为公司2011年利润增长点。**公司当前有饲料蛋白业务，但公司近期公告将进行深加工，技术升级，从粉丝浆液里提取的蛋白，转化为食用蛋白，其原料成本和生产成本低，销售价格确有望达7000元-13000元之间，与饲料蛋白相比，在蛋白功能相同的情况下，具备明显的市场竞争优势，市场前景良好。若投产，预计带来5600万元的年销售收入，2100万元的营业利润。
- **公司定位具备极高的战略意义：向“生态食品公司”迈进。**公司作为传统食品粉丝行业老大，经营主业的同时，将生产过程中粉渣循环利用，朝“生态食品公司”迈进。公司公告将超募资金投向“粉丝生产中废料、粉渣综合利用”项目称：利用粉丝生产过程中的粉渣作为原料生产燃料乙醇，同时利用乙醇生产过程中产生的酒糟制取沼气，沼气用于产蒸汽燃料及发电用气。项目若在2012年达产的话，预计可带来9500万元的销售收入和2258万元的营业利润。
- **盈利预测：**综合粉丝以及副产品业务收入，预计2010-2012年销售收入分别为3.3亿元、4.67亿元和7.2亿元，摊薄之后EPS为0.74元、1.19元、1.94元。按照2011年40倍PE测算，公司估值为48元，做盈利预测时，我们仅假设2011年食用蛋白业务产能利用率为40%，其超预期概率较大，股价有上涨空间，一年内目标价为55元，给予公司买入评级。

公司主业稳定增长：预计未来3年复合增速至少30%

粉丝作为中国传统食品，其历史悠久，最近几年国内销量增速呈现较为稳定的态势，公司作为行业龙头企业，未来增速可期。保守估计，公司未来3年平均增速为20%以上。判断依据为：

第一、行业增速稳定，05-08年全国粉丝产量复合增速为5.5%

根据中国市场调研研究数据显示，05年国内粉丝销售量为73.98万吨，而08年粉丝销量则达86.85万吨，3年复合增速为5.5%。

相比国内销量，出口数量不及国内销量10%，05-09年每年出口数量不超过9万吨，09年出口数量为8.5万吨，且从09年出口数量和金额地域分布看，1)我国对韩国出口数量最大，占比达到31.8%；2)对日本出口金额最大，占比为38.77%，主要原因为出口日本的产品大多为高端产品，价格较高；3)除日本和韩国（两国饮食习惯与我国较为相似）外，出口粉丝量其它的地区主要分布在华裔居住较多的东南亚，如菲律宾、马来西亚、印尼、越南等，还有少数出口欧美国家。因此，我们可以认为，粉丝出口数量和国内消费量都拥有比较稳定的增速。

而公司产品收入结构看，07-09年，公司粉丝出口获得的收入占总收入比例分别为30.63%、23.55%以及15.26%，08年和09年出口创收占比下降的原因为，一方面内销粉丝数量增长较快，从07年8582万元的收入，到09年时，内销粉丝收入则为2.51亿元，收入增长几近3倍，这个我们也对公司国内粉丝增速可以保持一定信心；另一方面，受金融危机影响，08年粉丝出口下降较为明显。

随着美国QE2的持续刺激，全球经济未来2年很难再现08年的衰退，而国内消费稳定增长的形势下，餐饮业零售额继续扩张，粉丝消费习惯向中高端产品聚集。因此，从行业增速并结合对宏观经济判断，粉丝行业销量保持稳定增速是大概率事件。

图1：国内粉丝销售量

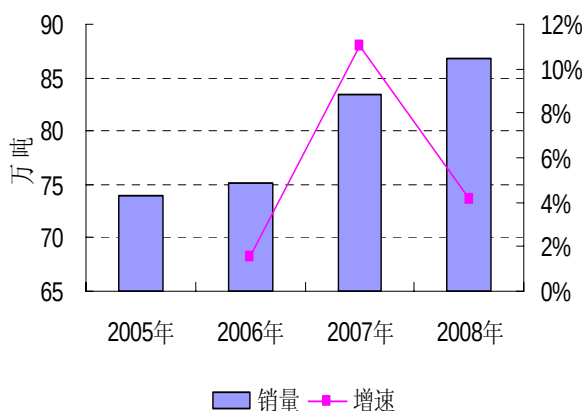
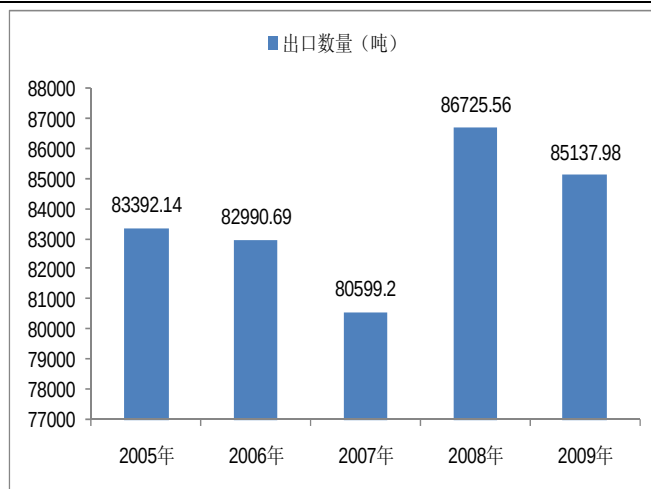


图2：近几年粉丝出口数量



数据来源：公司招股说明书，海关数据

图3：出口数量国家或地区分布

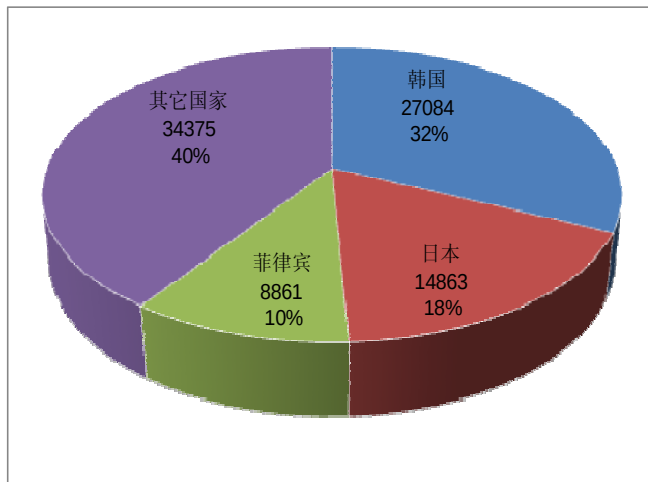
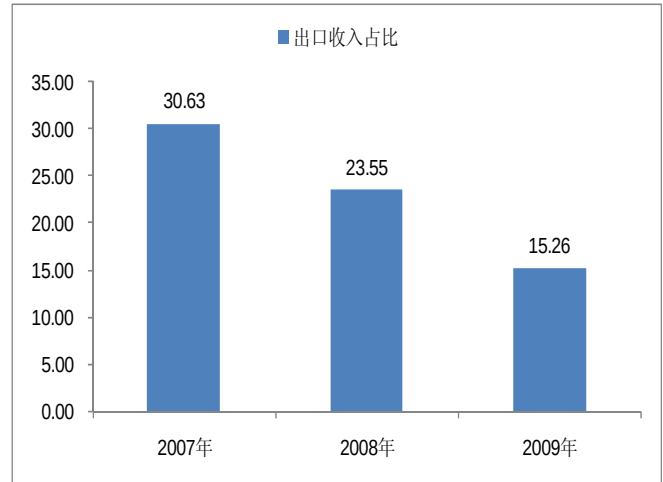


图4：公司出口创收占比情况



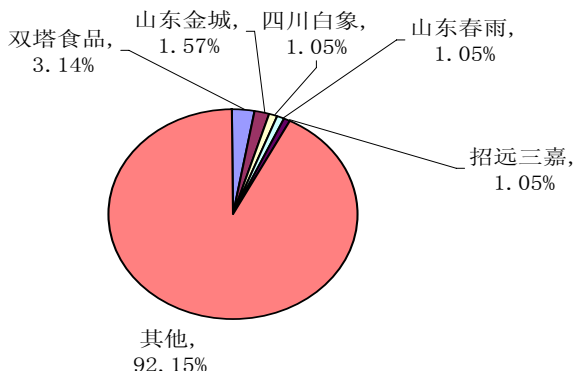
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

第二、公司国内市占率为3.14%，居行业首位，未来成长空间大

粉丝行业早期主要为作坊式的生产，导致行业集中度较低，行业大企业少，2007年国内粉丝消费量不到90万吨，但生产规模达1万吨的企业却不足10家，且2008年公司粉丝销量的市占率为3.14%，则为行业老大地位，排名前十的企业市占率仅为12%。这种行业格局，给公司未来成长带来巨大空间，根据公司规划，至2015年，公司目标市占率为10%，意味着，如果行业复合增长率按5%计算的话，至2015年全行业消费量将几近115万吨，那么，公司销量则达11.5万吨，当前公司产能仅为3万吨，则意味着公司未来每年要保持约30%的增速。而公司近3年产能情况看，08年和09年同比增速110%和40%。

但是行业集中低给公司带来巨大机会，也给公司短期扩张带来挑战，正是因为行业分散，公司产能扩张只能依靠以下三种途径：一方面，随着食品安全意识的提高以及农村人均收入的提高，消费者主动选择有品牌保证的产品，公司上市后品牌凝聚力增强，有利于公司规模扩张；另一方面，通过产品技术升级以及机械自动化，淘汰落后生产方式，小规模的企业被淘汰或者具备竞争实力的企业由于经营不善等其他原因破产倒闭；第三，借助外力，如兼并收购和公司目前采取的OEM代工模式，兼并收购行业排名前十名的企业可迅速扩大公司规模，但这种方式通常人力、财力等成本较高，以及存在整合失败风险。因此，短期来看，公司2-3年仅能依托自身产能扩张，如新投生产线或者OEM代工。

图5： 2008年国内粉丝行业市占率情况



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

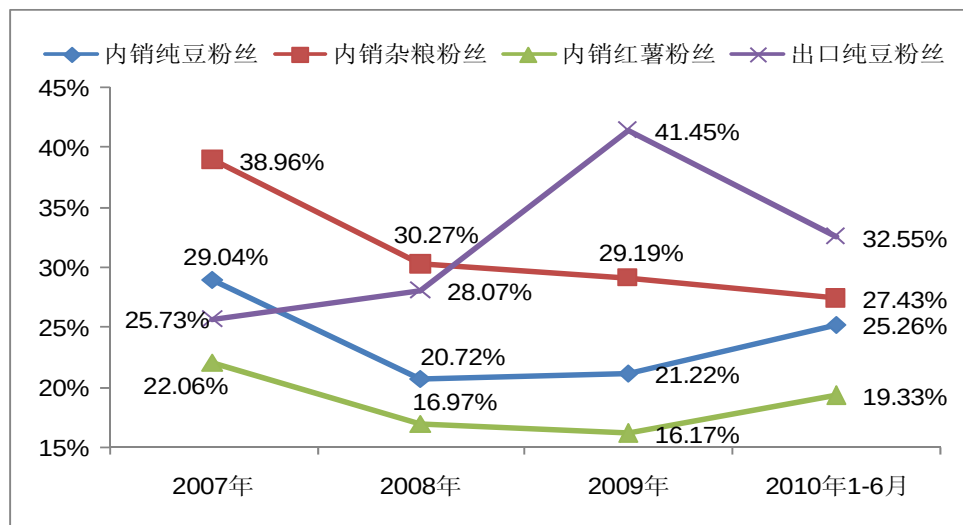
公司产品结构符合绿色消费概念和提高毛利率水平

公司当前产品结构主要为纯豆粉丝、杂粮粉丝以及红薯粉丝。其中，07-08年毛利率较高的为杂粮粉丝，毛利率分别达38.96%和30.27%，09年和10年上半年出口纯豆粉丝毛利率较高，09年和10年上半年分别达41.5%和30.25%。

根据公司战略以及募集资金投向看，新增的2万吨产能中主要为6000吨纯豆粉丝，主要用于出口，继续扩大日本市场份额，牢牢守住日本市场，14000吨杂粮粉丝用来内销或者东南亚国家，此两种粉丝的毛利率都比较高。

随着居民饮食“绿色健康”理念推动下，“食用粗粮”越来越受到消费者的认可，未来市场份额可逐步提高。此外，杂粮粉丝的成本低于纯豆成本，杂粮粉丝中约42%为纯豆成本，内销纯豆粉丝中约66%为纯豆成本，外销纯豆粉丝中约58%为纯豆成本，因此，内销纯豆对原材料价格波动最为敏感，杂粮粉丝居中，甘薯粉丝最不敏感，杂粮粉丝产能扩大有利平滑毛利率波动。

图6： 公司产品毛利率变动情况



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

表1： 公司原材料价格波动对毛利率影响的敏感性

		豌豆价格上涨 5%	甘薯价格上升 5%	豌豆、红薯价格上升 5%
单位毛利变动	内销纯豆粉丝	-12.21%		
	内销杂粮粉丝	-10.83%		
	外销纯豆粉丝	-4.13%		
	总毛利变动	-6.79%	-2.28%	-9.08%
营业利润变动		-11.70%	-3.93%	-15.63%

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

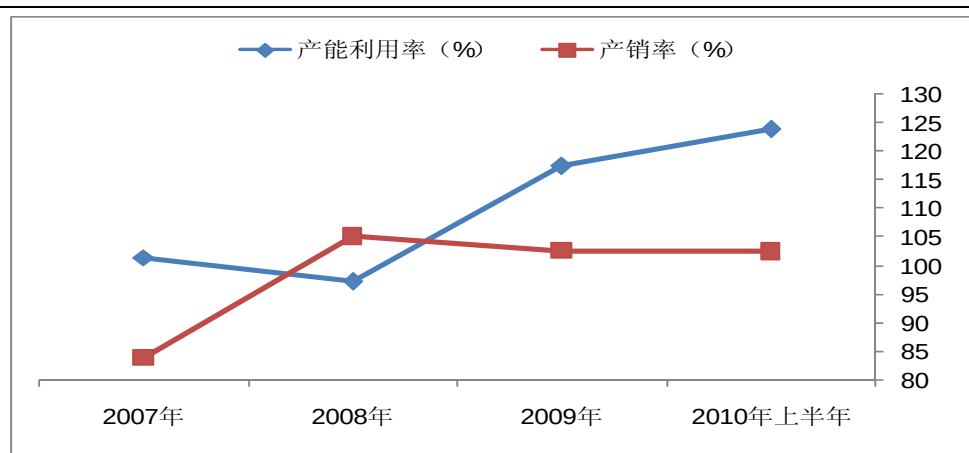
OEM代工方式来扩大产能是一把双刃剑

前面我们提到，公司要规模扩大主要为三种途径，即竞争对手灭亡、兼并收购以及自身产能扩张。

采取兼并收购可迅速扩大市场份额，但公司经营风格较为稳健，在胜算不大的情况下，不轻易采取收购其它竞争对手，而采取“OEM”的代工方式来增加公司产能。此举可以减少减轻生产压力，因为公司上半年产能利用率为123.92%，产销量为102.45%，主要通过延长生产时间，工人的加班费高于正常上班时间的单位劳动成本，而且“OEM”方式可以在客户订货集中期选择长期合作的工厂进行代工生产，既降低成本又扩大产能增加企业毛利率。

但是，采取此种方式，粉丝质量控制是首要，否则容易给公司带来负面影响，这也是市场人士担心的问题。虽然公司表明，一般低端产品公司才会选择代工，如出口日本的纯豆粉丝等高端产品则公司自己生产，并会派相关技术人员监督指导代工企业，严控质量安全。但是我们仍然认为代工仅是产能扩大的过渡手段，而且代工的规模不可能很大，规模大容易被代工企业获得定价权，这样会挤压公司利润空间。因此，我们认为，“OEM”方式扩大产能并非长久之计。

图7： 公司近几年产能利用率和产销率



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

商超渠道占比提升，尝试直销餐饮名企

双塔食品产品主要通过商场超市和农批市场进行销售。其中商场超市销售以纯豆粉丝为主，产品档次较高；农批市场销售以杂粮粉丝、红薯粉丝为主。

双塔食品是国内粉丝行业最早通过商超渠道进行销售的企业，商超销售收入占比持续提高。现阶段商超与农批市场收入比重为1:1，未来比重仍可继续提高。**商超渠道占比的提升，有助于公司高档次产品的推广。**

在国内市场，双塔已基本建立覆盖全国各大中心城市的销售网络。双塔食品直供的大型连锁商场超市有10余家，全国门面店合计10000多家。上市后，品牌溢价给予更多与全国大型连锁商超的合作机会。

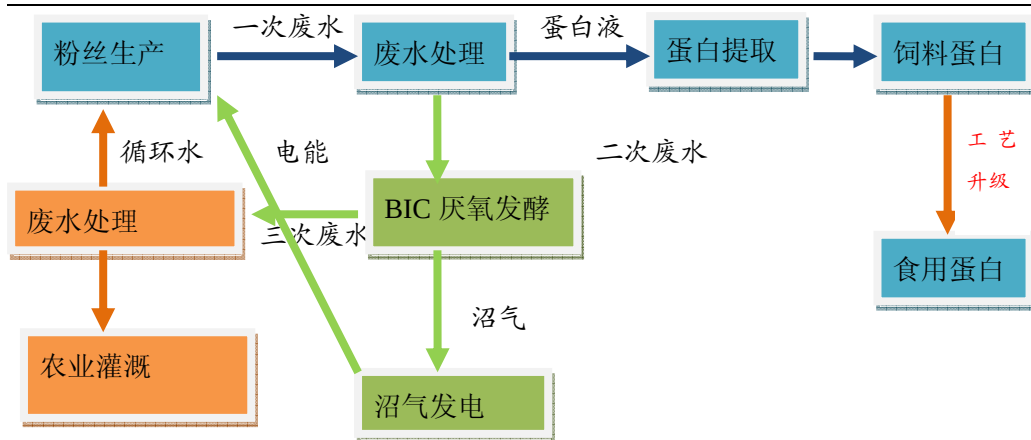
此外，公司正在尝试推行餐饮行业直销模式，直接与全国各地知名连锁酒店餐饮企业合作，不断推出以公司粉丝产品为主的新菜肴，改变以前粉丝菜肴品种单调的局面。这点公司可以借鉴金字火腿的经验。**市场开拓渠道到底效果如何，还需时间考验，如果成功的话，有利于促进公司实现2015年市占率达10%的目标。**

食用蛋白达产成为2011年利润新增长点

公司在粉丝生产过程中产生的废水，经过提浆、沉淀、压滤、蒸煮消毒、烘干等多道工序将得到饲料蛋白，饲料蛋白经过加工技术处理后，可作为食用蛋白。

目前公司直接将饲料蛋白生产车间外包，自身并不直接经营饲料蛋白的生产和销售业务。2008年、2009年、2010年上半年公司因出售粉丝废水以及出租饲料蛋白生产车间获得收入1,095.05万元、1,226.01万元、635.80万元。目前饲料蛋白的市场销售价格为2000-3000元/吨，而升级成食用蛋白后，预计市场销售价格在7000-13000元/吨。按照公司年产8000万吨食用蛋白超募资金公告，预计项目完全达产后，年可实现年销售收入5600.00万元，净利润2100.08万元，这给公司带来较大的利润空间。项目建设期为1年，且项目已进入建设期，预计明年部分投产，假设项目产能利用率为40-50%，将给公司带来2200-2800万元的销售收入。

图8：食用蛋白生产工艺流程图



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

公司战略定位清晰：向生态食品公司迈进

公司作为传统食品粉丝行业老大，不仅稳扎稳打将主营业务拓展到国内外，而且能将生产过程中粉渣循环利用，朝“生态食品公司”迈进。

公司近期公告超募资金投向“粉丝生产中废料、粉渣综合利用”项目，公司正在引进先进的燃料乙醇生产工艺，将粉丝生产过程中的粉渣作为原料生产燃料乙醇，同时利用乙醇生产过程中产生的酒糟制取沼气，沼气用于产蒸汽燃料及发电用气。该项目拟建设年产燃料乙醇15000吨和沼气500万立方米，建设周期为1年，预计项目完全达产后，年可实现年销售收入9500.00万元，利润总额2558.71万元，预计将给公司2012年带来新的业绩增长点。

如果“2万吨粉丝项目”、“8000万食用蛋白项目”以及“粉丝生产中废料、粉渣综合利用项目”皆在2012年全部达产，根据公告预测数据，若产能利用率为100%时，则公司销售收入相比今年销售收入至少翻番（2亿元+5600万元+9500万元=3.51亿大于2009年实际销售收入2.97亿元）。此外，超募资金投资的两个项目符合国家产业政策，有利于公司获得优惠税率。

盈利预测与估值分析：12个月目标价为55元

关键假设如表2所示：

表 2：粉丝业务盈利预测假设

粉丝	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
产能（吨）	18750	30000	30000	30000	50000	50000
销量（吨）	15954.7	30662.82	36183.65	38284	44962	54891
价格（元/公斤）	7.7	7.6	8.2	8.6	9.2	9.8
销售收入（百万元）	122.3	233.2	296.8	329.9	416.9	545.4
成本	93.22	186.25	231.59	249.11	312.19	407.51
毛利率（%）	23.77%	20.12%	21.97%	24.48%	25.12%	25.29%

数据来源：广发证券发展研究中心

考虑到2011年食用蛋白业务部分投产，假设40%的产能利用率，则带来公司销售收入约2200万元；若“粉丝生产中废料、粉渣综合利用项目”2011年年底达产，假设2012年产能利用率为70%，乙醇和沼气发电带来的销售收入约为6500万元。

综合粉丝以及副产品业务收入，预计2010-2012年销售收入分别为3.3亿元、4.67亿元和7.2亿元，摊薄之后EPS为0.74元、1.19元、1.94元。按照2011年40倍PE测算，公司估值为48元，做盈利预测时，我们仅假设2011年食用蛋白业务产能利用率为40%，其超预期概率较大，股价有上涨空间，一年内目标价为55元，给予公司买入评级。

风险提示

OEM方式可能会给公司带来食品安全问题

原材料价格剧烈波动

新增产能未能如期投产

资产负债表

单位：百万元

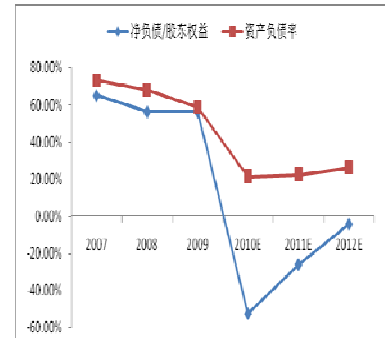
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	194	221	779	703	744
货币资金	24	43	505	329	178
应收及预付	32	39	133	177	271
存货	138	138	141	197	294
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	118	127	165	344	507
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	107	107	147	326	489
在建工程	4	0	0	0	0
无形资产	5	19	18	18	17
其他长期资产	1	0	0	0	0
资产总计	312	347	944	1,047	1,251
流动负债	198	197	203	235	322
短期借款	72	117	117	117	117
应付及预收	124	73	86	118	205
其他流动负债	2	7	0	0	0
非流动负债	14	7	0	0	0
长期借款	7	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	7	0	0	0
负债合计	212	204	203	235	322
股本	45	45	60	60	60
资本公积	17	17	556	556	556
留存收益	38	81	125	196	313
归属母公司股东权益	100	143	741	813	929
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	312	347	944	1,047	1,251

利润表

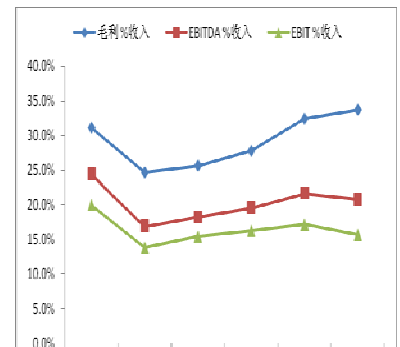
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	274	321	330	467	723
营业成本	215	248	249	336	516
营业税金及附加	2	2	2	3	5
销售费用	9	7	11	23	33
管理费用	10	15	13	19	31
财务费用	9	6	6	5	6
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	28	43	48	80	133
营业外收入	3	10	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	29	52	52	84	138
所得税	0	9	8	13	21
净利润	29	43	44	71	117
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	29	43	44	71	117
EBITDA	46	59	65	106	176
EPS (元)	0.64	0.95	0.74	1.19	1.94

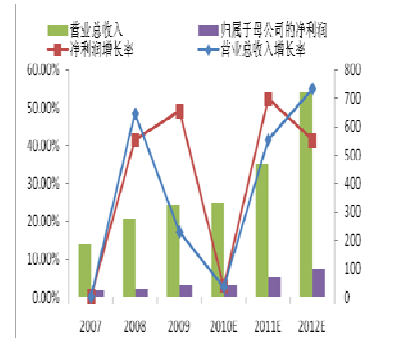
资产负债率趋势



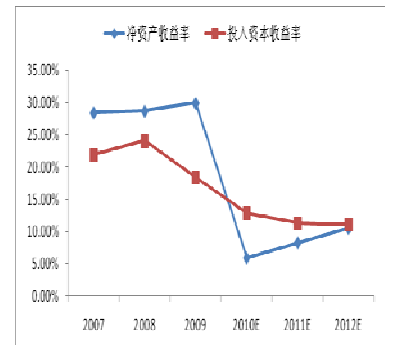
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

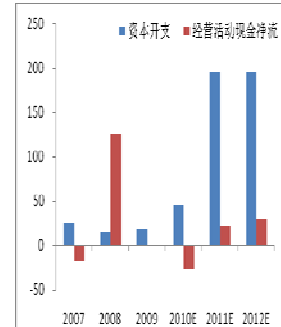
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	126	0	-26	26	51
净利润	29	43	44	71	117
折旧摊销	9	9	11	21	37
营运资金变动	80	-60	-84	-68	-105
其它	8	8	2	2	2
投资活动现金流	-14	-18	-45	-196	-196
资本支出	-14	-18	-45	-196	-196
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-88	37	534	-6	-6
银行借款	117	147	0	0	0
债券融资	-197	-104	-14	0	0
股权融资	0	0	554	0	0
其他	-8	-6	-6	-6	-6
现金净增加额	23	19	462	-176	-151
期初现金余额	1	24	43	505	329
期末现金余额	24	43	505	329	178

主要财务比率

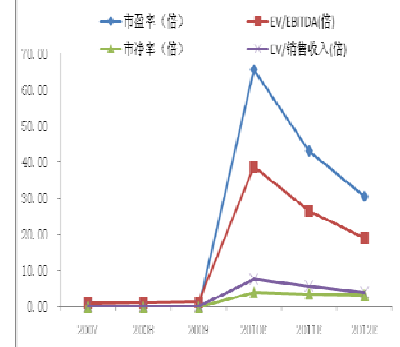
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	48.4%	17.1%	2.6%	41.5%	55.0%
营业利润	7.7%	53.7%	11.9%	67.0%	67.2%
归属于母公司净利润	41.5%	49.0%	2.8%	61.2%	63.6%
获利能力					
毛利率	21.6%	22.8%	24.5%	27.9%	28.6%
净利率	10.5%	13.4%	13.4%	15.3%	16.1%
ROE	28.7%	30.0%	6.0%	8.8%	12.5%
ROIC	24.1%	18.4%	12.9%	12.0%	13.5%
偿债能力					
资产负债率	67.8%	58.7%	21.5%	22.4%	25.7%
净负债比率	56.4%	56.5%	-52.4%	-26.1%	-6.6%
流动比率	0.98	1.12	3.84	3.00	2.31
速动比率	0.25	0.39	2.64	1.56	0.73
营运能力					
总资产周转率	0.95	0.98	0.51	0.47	0.63
应收账款周转率	15.26	12.81	16.95	14.81	14.67
存货周转率	1.57	1.79	1.77	1.71	1.76
每股指标 (元)					
每股收益	0.64	0.95	0.74	1.19	1.94
每股经营现金流	2.79	0.00	-0.44	0.43	0.84
每股净资产	2.23	3.19	12.36	13.54	15.49
估值比率					
P/E	0.0	0.0	65.6	40.7	24.9
P/B	0.0	0.0	3.9	3.6	3.1
EV/EBITDA	1.2	1.4	38.8	25.3	16.1

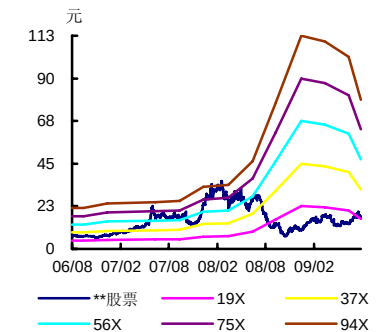
资本支出与经营活动现金流



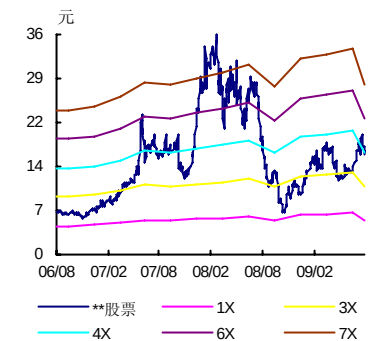
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发固定收益研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

双塔食品(002481.sz)_新股发行与上市定价报告

汤伟亮

2010-09-07

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。