

目 录

速冻食品行业增长空间大，集中度提升是必然趋势.....	4
农村居民收入增长及城镇化推进带来广阔的新市场	4
业务市场需求短期尚未启动，未来发展空间较大	5
其他种类的速冻食品市场空间更大	6
食品安全性及标准化的需求推升龙头企业的市场占有率	6
龙头企业受益行业成长.....	7
产销量及收入增速将回升并实现稳定增长.....	7
公司毛利率有望实现稳定上升趋势	9
行业竞争格局变化有利于三全的发展.....	10
思念：不思主业，沦为行业跟随者	11
湾仔码头：专注于一线城市市场，开发高端产品为主.....	11
做餐桌美食供应商的领导者，公司业务未来发展空间巨大.....	12
风险提示	13

图表目录

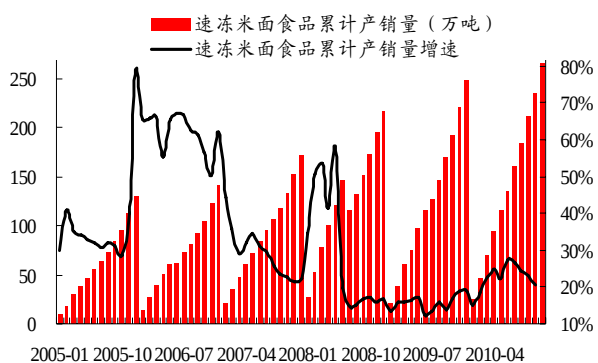
图 1:	速冻米面食品月度累计产销量及增速（200501—201011）	4
图 2:	速冻米面食品行业收入和净利润及增速（图上为 1-11 月累计数据）	4
图 3:	国内速冻米面食品行业的结构及发展的驱动因素	5
图 4:	日本速冻米面市场家庭用市场与业务用市场的销售量	6
图 5:	三全食品在速冻米面食品行业的市场占有率变化	7
图 6:	三全食品销量及销量增速变化	8
图 7:	三全食品营业收入及收入增速变化	8
图 8:	三全食品毛利率变化	9
图 9:	三全食品单位成本及单位价格变化	9
图 10:	2010 年新产品—“果然爱”水果汤圆	10
图 11:	2010 年新产品—花漾小云吞	10
图 12:	三全和思念销售收入变化比较	11
图 13:	三全和思念净利润变化比较	11
表格 1:	速冻食品行业的子行业分类	6
表格 2:	公司各新产能的产能规划和兴建进程	8
表格 3:	三全食品主要的产品结构	10
表格 4:	三全食品分产品盈利预测	13
表格 5:	主要推荐的食品类企业的盈利预测和估值	13

速冻米面食品行业增长空间大，集中度提升是必然趋势

公司所处的速冻米面食品行业属于朝阳行业，在国内起步于 1992 年，发展时间较短，未来增长空间仍然较大。

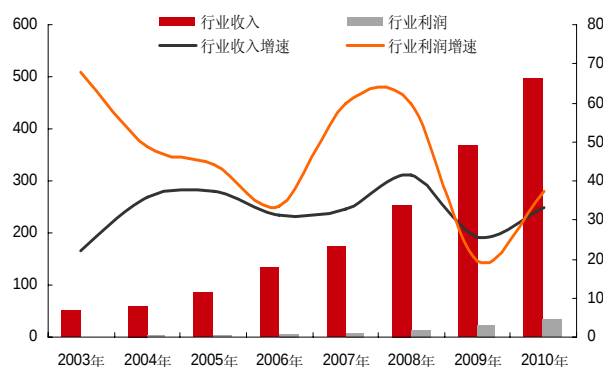
行业经过 2005-2006 年的爆发增长期，2008 年开始由于国际金融危机和国内经济和消费减速，行业销量增速出现下降。2010 年在经济和国内消费回升的推动下，行业产销量增速重新恢复到 20% 以上。预计未来在经济景气持续的背景下，行业增速将继续有望保持在 20% 以上。

图 1： 速冻米面食品月度累计产销量及增速（200501—201011）



资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

图 2： 速冻米面食品行业收入和净利润及增速（1-11 月累计数据）



资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

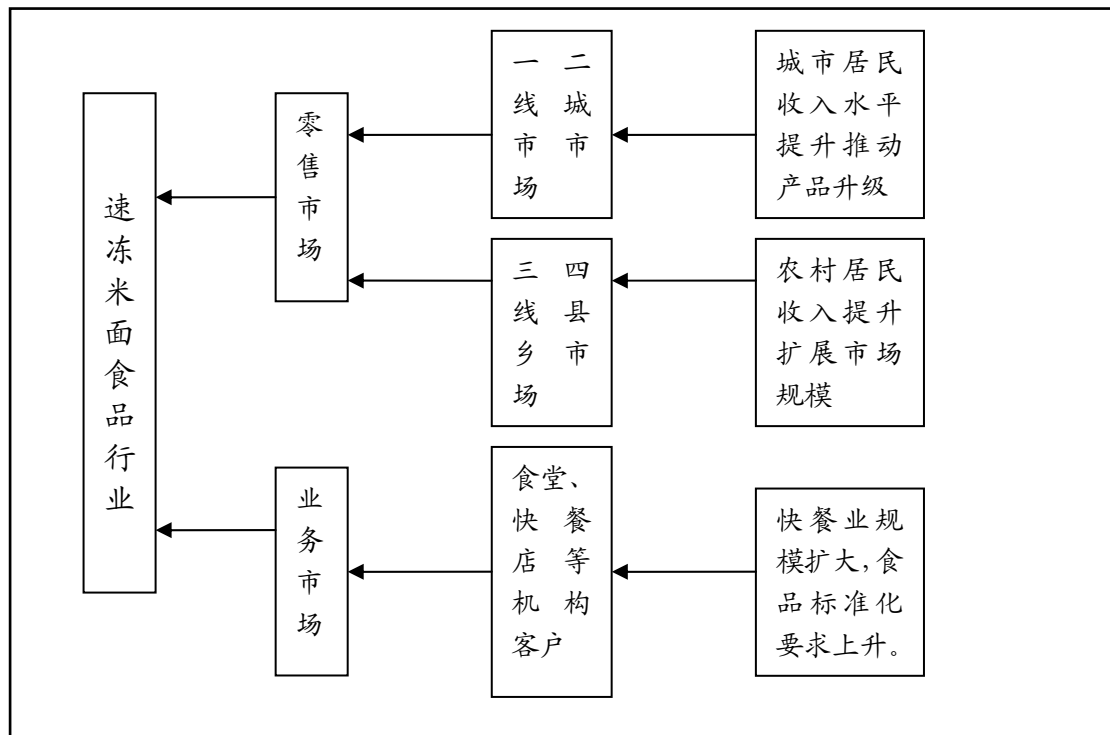
农村居民收入增长及城镇化推进带来广阔的新市场

速冻米面食品行业根据消费对象的不同分为家庭市场和业务市场，家庭市场以普通消费者为主要的消费群体，而业务市场以食堂、快餐厅等机构客户为主。

目前国内的速冻米面行业的市场 90% 以上主要集中在家庭市场。家庭市场分为直辖市及省会城市为主的一、二线市场以及小城市及县乡为主的三、四线市场。一二线市场销售通过近几年的发展，其销售网络已经基本实现了全面的覆盖，未来在这些市场的销售将保持稳定增长，其增长的主要来源是一二线城市居民收入水平提升带来的消费升级和产品升级。

而小城市及县乡级的三、四线市场是速冻米面市场未来增长的主要来源。未来政府将继续推动低收入人群和农民的收入增长，随着小城市及县乡居民收入的逐步提升，它们的消费习惯将向一二线城市居民靠近，三、四线市场速冻米面食品市场将实现逐步的增长，成为未来速冻米面行业新的增长点。

图 3： 国内速冻米面食品行业的结构及发展的驱动因素



资料来源：华泰联合证券研究所

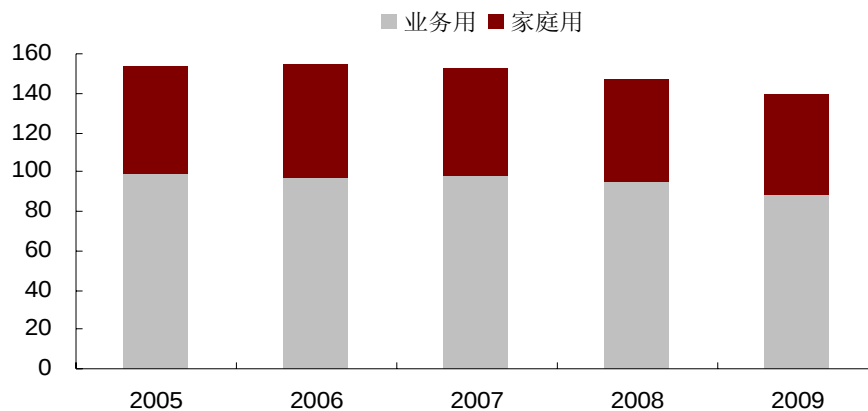
业务市场需求短期尚未启动，未来发展空间较大

业务市场是指向食堂、快餐等机构客户提供速冻预制半成品，然后由食堂、快餐等进行加工后对外销售。目前业务市场仍处于前期开拓阶段，占总市场的比重仅为 5%左右。

而在日本等速冻食品行业发展较为发达的市场，其业务用市场占速冻行业的比重已经超过 60%，成为速冻食品行业的重要组成部分。

参考日本市场，我们认为国内业务用市场仍有较大的发展空间。作为业务用市场最大的应用领域，国内的快餐市场已经有 2000 亿元的营业收入的规模，但目前行业内部对食品的标准化的要求不高，对速冻预制半成品的需求也较少。我们认为未来随着消费者对食品安全的需求的提高，对快餐业标准化的要求也会提高，国内快餐业将向国外统一化和标准化的快餐服务转变，对统一的速冻预制半成品的需求也会增加，速冻行业业务市场的需求也将会得到较快的发展。

图 4： 日本速冻米面市场家庭用市场与业务用市场的销售量



资料来源：日本冷冻食品协会网站，华泰联合证券研究所

其他种类的速冻食品市场空间更大

国际上将速冻食品市场分为速冻水产、速冻蔬菜、速冻畜产和速冻调理食品（以速冻米面食品为主）。速冻米面食品只是速冻调理食品之中的一种产品，相较于速冻米面食品，速冻食品行业整体的市场空间更大。

表格 1：速冻食品行业的子行业分类

子行业	主要产品种类
速冻水产	海虾、冻鱼，冻虾仁等
速冻蔬菜	毛豆、花生、混合蔬菜等
速冻畜产	猪肉、鸡肉等
速冻调理食品	中式包点类、火锅类食品类、糕点类、裹面油炸类

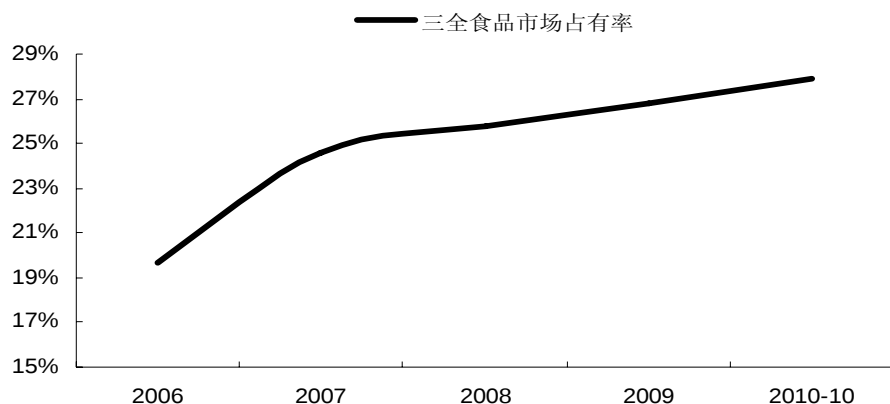
资料来源：华泰联合证券研究所

食品安全性及标准化的需求推升龙头企业的市场占有率

速冻米面食品行业整体销售量持续增长的同时，行业的销售也在持续的向龙头企业集中。行业前 4 大企业三全、思念、湾仔码头和龙凤占行业的比重已达到 60%以上，其中，行业第一的三全食品的市场占有率也从 2006 年的 19.7%上升到 2010 年 7 月的市场占有率达到 27.89%。

我们认为随着消费者对食品安全的需求不断提升，以及政府对速冻米面食品行业标准化要求的提高，未来速冻米面食品的消费将逐步向产品标准化较高，食品安全有保障的龙头企业集中，三全食品等龙头企业的市场占有率将继续上升。

图 5： 三全食品在速冻米面食品行业的市场占有率变化



资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

龙头企业受益行业成长

产销量及收入增速将回升并实现稳定增长

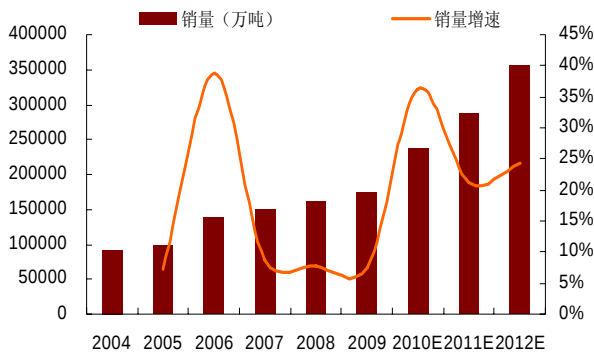
三全销量和收入随行业实现增长，产能成短期增长瓶颈

作为行业龙头企业和行业标准制定者之一的三全食品在行业增长的背景下也实现了持续的增长。2004-2009 年公司营业收入的复合增长率为 20%，销售量的复合增长率为 13.37%。

公司 2005-2006 年销量实现较快的增长，但到了 2008-2009 年销量增速出现下降，主要原因一方面是在国际金融危机，国内经济减速的环境下，速冻米面食品行业增速有所下降，另一方面公司 2010 年之前产能增长速度较慢，导致 2009 年旺季期间公司的生产无法满足市场需求，产能瓶颈也成为 2009 年销量增速下降的主因。

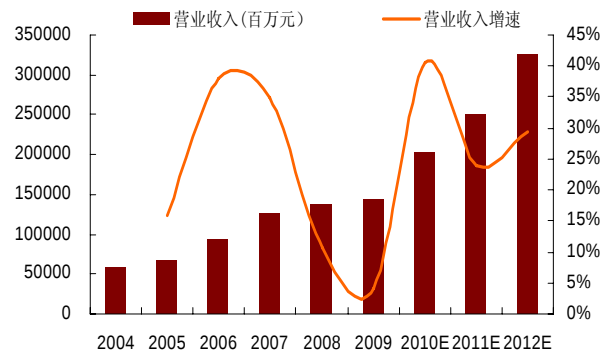
2010 年公司在郑州地区运用 IPO 募集资金新建的 11.76 万吨新基地完全建成并投产，及时补充了公司 2010 年之前的产能缺口，实现了 2010 年销量增速的快速提升，我们预计销量在 24.26 万吨，同比增长 39.76%。

图 6： 三全食品销量及销量增速变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 7： 三全食品营业收入及收入增速变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

四地新建产能逐步解决产能瓶颈，推动未来销售较快增长

为了解决短期的产能瓶颈，公司除了在郑州新建基地之外，已经计划在成都、太仓、天津、广东四地分别兴建西南、华东、华北、华南基地。各个产能基地都是建立在公司目前产品销售较好的主销区，基地建成之后就能很快地解决公司的产能瓶颈，实现销售的增长。

各产能的建设期基本都在 2 年左右，其中西南基地进度最快，目前已在建设之中，2011 年上半年将建成，旺季前实现投产；华东基地已完成征地工作，2011 年初开建，预计 2012 年旺季前建成投产；华北、华南基地目前都处于征地阶段，预计 2013 年投产。

公司目前自有总产能在 21.66 万吨，预计到 2013 年公司 4 个新基地建成之后，公司的自有总产能翻番，增加 26.17 万吨，按照这个产能的建设进度，公司未来 2010-2013 年销量的复合增长率将达到 30%。新产能的建设为公司未来销售稳定较快增长带来产能的保证。

表格 2 公司各新产能的产能规划和兴建进程

	汤圆 (万吨)	饺子 (万吨)	粽子 (万吨)	面点及其他 (万吨)	合计 (万吨)	预计产能建设进度
郑州新基地	3.36	5.04	1.20	2.16	11.76	2010 年已建成并完全贡献产能
西南基地 (成都)	3.04	1.14	0.54	0.29	5.00	2011 年上半年建成，旺季前实现投产
华东基地 (太仓)	2.10	2.80	0.35	1.75	7.00	2011 年初开建，2012 年旺季前投产
华北基地 (天津)	3.20	4.00	0.80	1.00	9.00	目前处于征地阶段，预计 2013 年投产
华南基地 (广东)	1.95	1.43	0.27	1.52	5.17	目前处于征地阶段，预计 2013 年投产

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

加强销售渠道管理巩固市场同时持续推动销售增长

公司目前营销网络已经遍及全国，拥有 20 多家分支机构，近千家经销商、十几万个门店，覆盖了全国（除台湾以外）的所有省、自治区和直辖市，90%以上的地级市场、80%以上的县级市场。

公司的销售模式是直销和分销相结合的模式，在各地市场与经销商签约的同时，也在重点地区设立办事处，并派驻销售人员与当地经销商一起开拓和维护渠道。公司这种直分销相结合的模式使得公司对经销商和销售终端具有较强的控制能力。

公司 2010 年专门成立了渠道管理部门，对渠道管理进行深化和精细化，特别是对各地市场的业务代表的工作具体化，以推动渠道消化产品的速度和能力，目前公司在商超渠道的 92%以上的商品的周转期都低于 1 个月，较前几年有很大的提升。

我们认为公司对销售渠道较强的控制力以及对渠道管理的细化将帮助公司更为有效的深化和扩展销售市场，在产能增长的推动下实现销售的快速增长。

公司毛利率有望实现稳定上升趋势

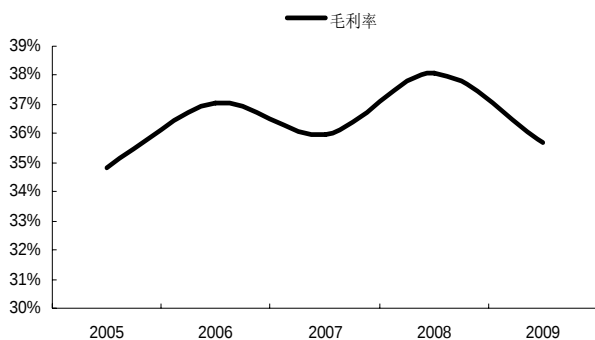
较强成本转嫁能力保持毛利率的稳定性

公司产品的主要原材料是糯米、猪肉和面粉等。近几年来猪肉价格的波动较为剧烈，对公司成本的影响也最大。2007 年在猪肉价格大幅上涨的背景下，公司的综合单位平均成本上升了 26.25%。

虽然公司的单位成本在猪肉价格地影响下出现波动，但自 2005 年以来公司的毛利率水平一直稳定在 35%-40%之间。主要原因是公司具有较强的成本转嫁能力，在成本上涨的情况下，公司会适时的提高产品售价，减少促销活动；在成本下降的情况下，公司也会增加促销活动，提升产品销量。公司产品价格的变动一般在原材料价格变动之后 1 个半月实施。

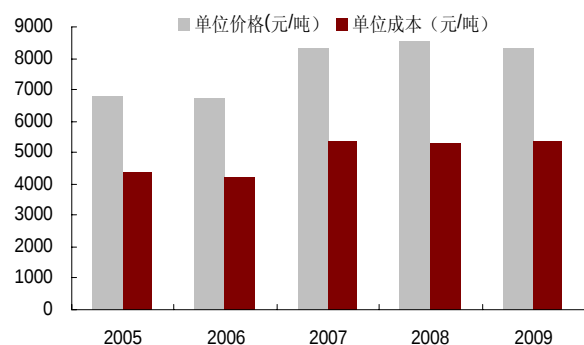
公司较为巧妙灵活的价格和销售活动的调节机制帮助公司实现了毛利率的稳定。

图 8： 三全食品毛利率变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 9： 三全食品单位成本及单位价格变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

产品档次升级及新产品的推出推升毛利率上升

公司的目前产品分为高档产品和中档产品，其中高档产品主要为状元系列产品，每袋产品的零售价格在 20 元以上，中档产品主要为三全系列产品，每袋零售价格在 10-20 元之间。为了全面提高公司产品的食品安全性和品牌形象，公司今年已经全面停止销售简装的低档产品。

公司高档产品占总销量的比重只有 20%，占比仍然偏低，公司未来将逐步加大对高档产品的销售推广以推动高档产品占比推升公司毛利率水平。

表格 3 三全食品主要的产品结构

	零售价格(元/包)	主要产品	销量占比
高档产品	20 元以上	状元系列产品	20%
中档产品	10-20 元	三全系列产品	80%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

同时公司每年都会推出 1-2 个新品，新产品的定价一般都高于传统产品，新产品的推出对公司的综合毛利率和盈利能力都会有一定的提升。公司今年 10 月推出两款新产品分别为“果然爱”水果汤圆和花漾小云吞。新产品包装精美，符合市场需求，上市之后获得消费者广泛认同，销售量超过公司计划量。

图 10： 2010 年新产品——“果然爱”水果汤圆



图 11： 2010 年新产品——花漾小云吞



资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

行业竞争格局变化有利于三全的发展

三全目前在市场上主要的竞争对手是思念和湾仔码头。思念与三全一样都创始于河南郑州，其发展规模和发展区域也较为相似，产品的差异较小，目前在市场规模和市场占有率上基本上与三全食品分庭抗礼。

而湾仔码头是创始于香港的速冻米面食品品牌，以高档产品进入北京、上海和广州等一线省会城市，进入中国市场后，湾仔码头一直专注于一线城市的开发和发展，一线城市的市场占有率较高。

思念：不思主业，成为行业跟随者

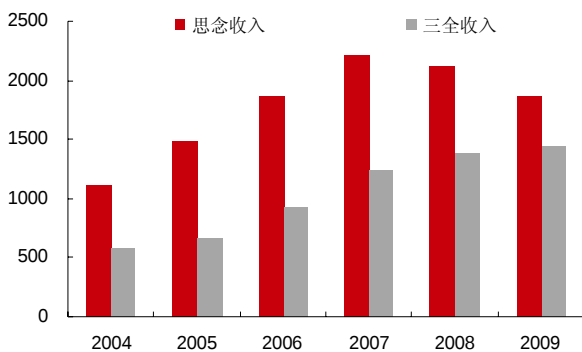
思念通过前期快速的市场扩张，实现了对国内大部分一二线市场的渠道布局，成为行业内的龙头企业，但公司近年来的关注重点和工作重心有所转移，董事长将更多精力投入于房地产开发业务。

多样化的经营使得公司在速冻米面食品行业中的地位从一个行业的引领者，成为行业的跟随者，其推陈出新，进行市场扩张的积极性减弱，近几年企业的销售和盈利状况也逐步下降。

思念对于速冻米面食品业务较为保守的发展态度给了另一行业龙头三全食品很好的发展机会。三全和思念在产品结构和销售市场布局上较为接近，思念在主业上发展速度放缓将给三全较大的增长空间。

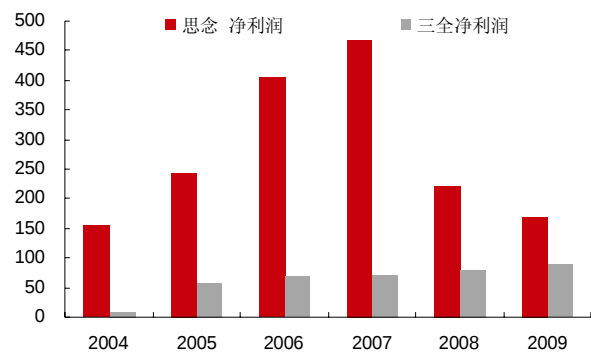
特别是从 2008 年开始思念的收入和净利润出现持续的快速下滑，而三全的收入和净利润仍保持上升之势，这些数据也从一个侧面体现了三全和思念之间竞争格局已经开始改变，利于三全食品未来的长期增长。

图 12： 三全和思念销售收入变化比较



资料来源：bloomberg，华泰联合证券研究所

图 13： 三全和思念净利润变化比较



资料来源：bloomberg，华泰联合证券研究所

湾仔码头：专注于一线城市市场，开发高端产品为主

湾仔码头是香港地区的速冻食品品牌，在香港市场的速冻水饺市场拥有较高的市场占有率，公司 1997 年被著名的美国食品集团通用磨坊公司收购并获注资开始在中国市场的开拓。目前已经在上海、广州等地建立生产基地。

湾仔码头的产品定位高端，其产品的价格是三全普通中档产品的一倍左右。由于产品价格较贵，公司目前主攻的是以北京、上海和广州为主的一线城市市场，其中公司在广州的市场占有率达到 50%，在北京、上海的市场占有率也在 1/3 左右。

虽然三全食品在一线市场上与湾仔码头会有较为正面和激烈的竞争。但在广阔的二、三线市场，三全食品在销售渠道上有较大的优势，同时湾仔码头未来仍将以高档产品和一线城市为主，对三全在全国市场的扩张并不会产生负面影响。

立志餐桌美食供应商的领导者，公司业务未来发展空间巨大

我们在前文的速冻食品行业介绍中指出，速冻食品行业包括速冻蔬菜、速冻畜产、速冻水产和速冻调理食品。公司 2010 年将“做餐桌美食供应商的领导者”作为公司未来的发展目标和口号，表现了公司未来将公司业务向其他速冻食品领域扩展的计划。

公司目前所提供的速冻米面食品属于速冻调理食品中的一种，我们认为公司产品的种类和范围还有很大的扩展和增长空间，未来完全有可能和能力将产品的种类向其他类型的速冻食品领域发展，以获取更为广阔的市场和发展空间。我们认为推动公司实现“餐桌美食供应商的领导者”的目标主要有以下因素：

- **公司控制并部分拥有了较为完整的冷链运输和销售系统。**由于速冻食品在生产、保存、运输、销售过程中都需要保持在-18 度的低温环境之中，所以冷链运输和销售系统成为发展速冻食品行业最重要的基础，公司通过十几年在速冻米面行业的发展，公司的冷链系统已经随着公司的销售网络基本实现了对全国重点销售地区的覆盖。公司目前的冷链系统部分自有，部分租赁，但公司对目前的冷链系统具有一定的控制能力，为公司未来生产和投放其他种类的速冻食品提供了极大的便利。
- **公司在 95%以上的超市都有销售终端，为未来推出的新产品提供销售渠道。**公司目前的销售网络覆盖广泛，未来推出的新的速冻食品能够较快的通过现有的销售渠道提供给销售者，以较快的实现销售的增长。
- **公司在速冻食品研发领域有一定的研发优势。**公司自创建初期就是以研制和生产中国第一颗速冻汤圆而知名，公司也是速冻食品的研究和开发上已经有十几年的经验，对于未来开发并生产其他种类的速冻产品有一定的研发优势，同时公司也一直在以每年推出 3-4 个新品的速度增加公司的产品种类，我们预计未来随着市场需求的变化，公司推出新品的速度将加快。

盈利预测和投资建议

结合速冻食品行业未来的增长空间、公司近期的产能建设、公司在行业内竞争力和竞争地位的提升，我们预计公司未来 2-3 年将能够保持 25%以上的销售收入的增长，同时公司以“做餐桌美食供应商的领导者”作为未来的发展目标，公司未来长期的成长能力和成长潜力都将会很大，是一个值得长期投资和持有的公司。

我们根据以下假设给出公司 2010-2012 年的盈利预测：

- 1、公司未来的销售增长将随着公司产能建成的速度同比增长，产能的利用率基本都能达到 100%，预计 2010-2012 年的总销量分别为 24.26 万吨 30.26 万吨和 37.26 万吨。
- 2、未来 3 年公司的毛利率维持在 35%的水平，销售费用率和管理费用率随着销售规模的增长略有下降。
- 3、2010 年开始公司部分所得税优惠政策将逐步取消，实际所得税率逐步上升。

根据以上假设,我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.62、0.87 和 1.26 元。2010-2012 年的业绩的复合增长率达到 42%,同时我们预计由于速冻食品行业广阔的增长空间以及公司目前在行业中较为有利的竞争地位,在 2012 年之后公司的业绩长期复合增长率仍能够在较长时间内保持在 25%左右。年前跟随着食品饮料板块的一轮下跌,公司目前的股价较前期高点已经下降了 23%,目前的股价相对于 2012 年的业绩的 PE 在 26 倍左右,鉴于公司业绩近几年的高增长以及长期的成长性,我们给予三全食品一定的估值溢价,按照 2012 年 30-35 倍的 PE,确定公司的合理价值区间为 37-44 元,买入评级。

表格 4 三全食品分产品盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
汤圆	51,180	71,600	101,950	122,950
饺子	75,420	104,400	125,800	153,800
销量(吨)				
粽子	20,400	27,000	32,400	35,900
面点及其他	26,580	39,600	42,450	59,950
合计	173,580	242,600	302,600	372,600
营业收入(百万元)	1,445	1,445	2,084	2,663
营业成本(百万元)	929	929	1,338	1,711
营业毛利率	35.7%	35.7%	35.8%	35.8%

资料来源: bloomberg, 华泰联合证券研究所

表格 5 主要推荐的食品类企业的盈利预测和估值

公司名称	收盘价 (20110211)	市值 (亿元)	EPS 2010	EPS 2011	EPS 2012	CAGR	PE 2010	PE 2011	PE 2012	投资评级
三全食品	32.70	61	0.62	0.87	1.26	42.56%	53	38	26	买入
双汇发展	86.71	525	2.34	3.40	4.65	40.97%	37	26	19	买入
安琪酵母	37.57	115	0.93	1.25	1.72	35.99%	40	30	22	买入
伊利股份	37.27	298	0.86	1.05	1.35	25.29%	38	31	24	增持

资料来源: bloomberg, 华泰联合证券研究所

风险提示

速冻食品的安全风险。

经济增速可能下滑影响速冻食品销售增速的风险。

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	1133	1500	1709	2194	营业收入	1445	2084	2663	3406
现金	568	417	399	528	营业成本	929	1338	1711	2189
应收账款	169	329	396	473	营业税金及附加	9	13	16	20
其他应收款	16	28	29	38	营业费用	361	521	639	783
预付账款	46	76	78	105	管理费用	63	83	107	136
存货	307	493	604	791	财务费用	-1	0	0	0
其他流动资产	19	158	202	259	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	479	597	705	720	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	346	474	569	583	营业利润	82	129	190	276
无形资产	65	74	86	89	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	49	51	48	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	1612	2098	2414	2914	利润总额	94	129	190	276
流动负债	646	974	1128	1393	所得税	5	13	29	41
短期借款	35	242	218	211	净利润	89	116	162	235
应付账款	299	462	547	704	少数股东损益	0	0	0	-1
其他流动负债	0	270	363	478	归属母公司净利	89	116	162	236
非流动负债	29	0	0	0	EBITDA	81	195	284	392
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.62	0.87	1.26
其他非流动负	29	0	0	0					
负债合计	675	974	1128	1393	主要财务比率				
少数股东权益	4	4	3	2	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	187	187	187	187	成长能力				
资本公积	385	494	494	494	营业收入	4.5%	44.3%	27.8%	27.9%
留存收益	361	439	602	837	营业利润	33.6%	56.6%	48.0%	45.1%
归属母公司股	933	1121	1283	1519	归属母公司净利	11.6%	30.9%	39.8%	45.1%
负债和股东权	1612	2098	2414	2914	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	35.8%	35.8%	35.7%
					净利率(%)	6.1%	5.6%	6.1%	6.9%
					ROE(%)	9.5%	10.4%	12.7%	15.5%
					ROIC(%)	7.9%	12.2%	14.6%	19.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	41.9%	46.4%	46.7%	47.8%
					净负债比率(%)	100.98	24.83	19.34	15.13
					流动比率	1.75	1.54	1.51	1.58
					速动比率	1.28	1.03	0.98	1.01
					营运能力				
					总资产周转率	0.93	1.12	1.18	1.28
					应收账款周转率	8	8	7	8
					应付账款周转率	3.34	3.52	3.39	3.50
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新)	0.47	0.62	0.87	1.26
					每股经营现金流	1.54	-1.24	1.11	1.43
					每股净资产(最)	5.01	5.99	6.86	8.12
					估值比率				
					P/E	68.88	52.64	37.66	25.95
					P/B	6.53	5.46	4.77	4.03
					EV/EBITDA	76	29	20	14

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