

分析师： 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751126 appi\_claret@hotmail.com

## 费率下降带来全面超越契机，2011 期待双拐点

### 事件描述

三全食品（002216）今日公告 2010 年年报，全年共实现营业收入 19.23 亿元，同比增长 33.15%；营业利润 1.05 亿元，同比增长 27.17%；利润总额 1.39 亿元，同比增长 48.42%；归属于母公司所有者净利润 1.23 亿元，同比增长 32.38%；基本每股收益 0.66 元。

### 事件评论

#### 第一， 收入增长但毛利率有所下滑，2011 年期待行业公司双拐点的出现

公司 2010 年实现营业收入 19.23 亿元，同比增长 33.15%；营业利润 1.05 亿元，同比增长 27.17%；利润总额 1.39 亿元，同比增长 48.42%；归属于母公司净利润 1.23 亿元，同比增长 32.38%（调整后）；基本每股收益 0.66 元。

我们认为公司所披露的报表数据中有两点值得注意：

在收入水平维持高速增长的情况下，公司四季度的毛利率同比和环比均有所回落。这与我们半个月前草根调研的结果基本一致，即成本的显著上涨一方面来自去年下半年以来农副产品价格高企，另一方面则在于公司一线员工工资的增长（幅度在 30%左右）。

毛利率下滑的同时费用率也大幅下降，进而造成净利率的上涨。从历史上看四季度一向是公司费用率的低点，然而同比来看依旧有 5 个百分点左右的降幅，我们的猜想是在逐步拓展经销商和分销商的通路之后，是否意味着三全也会逐步和思念一样，在渠道方面挖潜出一条“低毛利&低费用”之路。

2010 年全年的营业外收支为 3500 万元左右，同比增长近 139%，主要是上年收到的政府补助增加所致，经测算这部分非经常性损益对 EPS 的贡献为 0.19 元。

在上一篇点评《四季度收入回升，刘易斯拐点效应显现》我们已经对于行业拐点的逐步显现做了详尽的论述，在此我们将进一步提出公司业绩存在拐点的潜在可能。

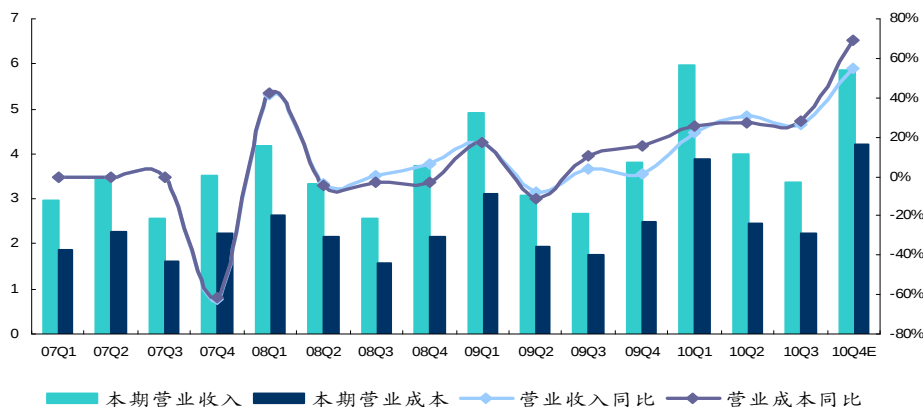
表 1：公司近两年来分季度主要财务数据一览

|       | 09Q1   | 09Q2   | 09Q3   | 09Q4   | 10Q1   | 10Q2   | 10Q3   | 10Q4   |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入  | 4.91   | 3.07   | 2.66   | 3.80   | 5.98   | 4.00   | 3.37   | 5.88   |
| 毛利率   | 36.86% | 36.81% | 34.21% | 34.21% | 35.12% | 38.25% | 33.83% | 28.15% |
| 三项费用率 | 29.74% | 31.60% | 32.33% | 24.47% | 28.60% | 34.75% | 31.45% | 19.51% |
| 营业利润  | 0.32   | 0.15   | 0.04   | 0.32   | 0.37   | 0.13   | 0.05   | 0.50   |
| 营业外收支 | 0.05   | 0.03   | 0.03   | 0.00   | 0.07   | 0.13   | 0.05   | 0.09   |

|           |       |       |       |       |       |       |       |        |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 利润总额      | 0.37  | 0.18  | 0.06  | 0.32  | 0.44  | 0.26  | 0.10  | 0.59   |
| 所得税费用     | 0.06  | 0.01  | 0.00  | -0.02 | 0.07  | 0.06  | 0.02  | 0.01   |
| 归属于母公司净利润 | 0.31  | 0.17  | 0.06  | 0.34  | 0.37  | 0.19  | 0.07  | 0.60   |
| 净利率       | 6.31% | 5.54% | 2.26% | 8.95% | 6.19% | 4.75% | 2.08% | 10.20% |
| 每股收益      | 0.33  | 0.09  | 0.03  | 0.18  | 0.20  | 0.10  | 0.04  | 0.32   |

资料来源：公司公告，长江证券研究部（注：每股收益都是按照期末摊薄股本匡算，2009Q1 公司总股本为 9350 万股，2009Q2 开始总股本为 18700 万股）

图 1：公司四季度成本增速超过收入



资料来源：公司公告，长江证券研究部

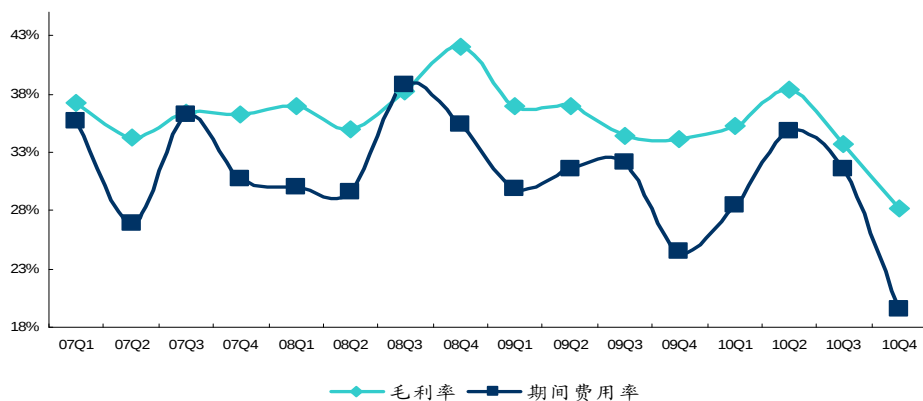
## 第二，公司四季度毛利率和费用率双降，主营利润和归属母公司净利润同比皆有所上涨

对比公司的毛利率和期间费用率，可以发现自 2010 年下半年以来两者均呈现下滑，而后者在四季度回落的趋势更加显著。

人们对于速冻米面食品固有的消费习惯使得公司主营利润和归属母公司净利润均呈现出较强的周期性，一、四季度相对为全年高点而三季度则落入低谷。上年四季度公司主营利润和归属母公司净利润同比皆有所上涨。

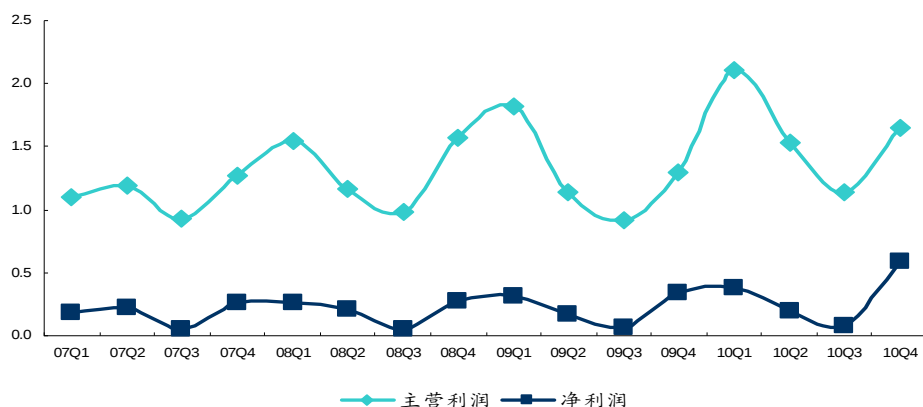
进一步分解公司的期间费用率，发现三费中仅销售费用大幅超过相比行业平均水平（2 倍左右），其中人员经费和市场费用占比近五成，相比之下管理费用和财务费用甚至低于均值。

图 2：公司 2010 年下半年以来毛利率和费用率均呈现下滑



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：公司四季度公司主营利润和归属母公司净利润同比皆有所上涨



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：三全食品和申万食品饮料行业的费用结构对比

| 季度费用<br>统计 | 销售费用率  |        | 管理费用率 |       | 财务费用率  |       |
|------------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|
|            | 三全食品   | 申万食品   | 三全食品  | 申万食品  | 三全食品   | 申万食品  |
| 2007Q1     | 29.15% | 13.36% | 4.85% | 4.77% | 1.73%  | 0.82% |
| 2007Q2     | 22.88% | 14.20% | 2.67% | 4.66% | 1.35%  | 0.82% |
| 2007Q3     | 27.00% | 13.63% | 7.47% | 4.62% | 1.74%  | 0.84% |
| 2007Q4     | 25.96% | 9.72%  | 3.31% | 5.07% | 1.41%  | 0.83% |
| 2008Q1     | 25.11% | 13.02% | 3.78% | 4.78% | 1.10%  | 0.70% |
| 2008Q2     | 24.50% | 13.31% | 4.48% | 4.90% | 0.58%  | 0.71% |
| 2008Q3     | 30.56% | 13.70% | 7.84% | 4.96% | 0.34%  | 0.71% |
| 2008Q4     | 28.09% | 13.63% | 7.45% | 6.36% | -0.18% | 0.77% |
| 2009Q1     | 26.33% | 14.05% | 3.53% | 5.20% | 0.05%  | 0.51% |
| 2009Q2     | 26.08% | 14.83% | 5.59% | 5.25% | -0.05% | 0.59% |
| 2009Q3     | 25.80% | 14.77% | 6.51% | 5.35% | -0.12% | 0.58% |
| 2009Q4     | 21.69% | 14.27% | 3.05% | 5.91% | -0.18% | 0.51% |
| 2010Q1     | 26.22% | 13.94% | 2.47% | 5.30% | -0.16% | 0.28% |
| 2010Q2     | 28.32% | 14.20% | 6.77% | 5.37% | -0.26% | 0.21% |
| 2010Q3     | 28.01% | 13.63% | 3.84% | 5.39% | -0.34% | 0.20% |
| 2010Q4     | 16.35% |        | 3.40% |       | -0.23% |       |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

### 第三，新产品支撑起公司毛利率，产品结构将进一步以差异化为导向

分产品来看，汤圆、水饺、粽子和面点在收入水平上均有所增长，其中水饺所占份额以及对毛利的贡献均最大，然而粽子却是唯一毛利率有所提升的品种。

表 3：公司分产品收入和成本状况一览

| 分行业或分产品 | 营业收入      | 营业成本      | 毛利率(%) | 营业收入比上年增减(%) | 营业成本比上年增减(%) | 营业利润率比上年增减(%) |
|---------|-----------|-----------|--------|--------------|--------------|---------------|
| 汤圆      | 57,903.42 | 38,714.54 | 33.14  | 40.21        | 45.38        | -2.38         |
| 水饺      | 80,346.31 | 54,682.63 | 31.94  | 24.36        | 29.31        | -2.61         |

|       |            |            |       |       |       |       |
|-------|------------|------------|-------|-------|-------|-------|
| 粽子    | 16,260.88  | 9,144.81   | 43.76 | 44.47 | 42.49 | 0.78  |
| 面点及其他 | 37,322.99  | 25,084.12  | 32.79 | 38.25 | 45.68 | -3.43 |
| 合计    | 191,833.60 | 127,626.10 | 33.47 | 33.07 | 37.89 | -2.33 |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

新产品成为传统速冻米面食品增速接近天花板的情况下支撑起公司毛利率的关键（尽管速冻米面食品在农村尚处一片蓝海，但愿景显然在收入水平而不在盈利能力上），而按照公司的发展规划来看其产品结构还会继续升级。相应地，公司会进一步高端产品的研发和投入，预计每年高端产品的份额增速在5%左右。

**表 4：公司高端产品的份额将会逐步上升**

| 档次  | 份额  | 毛利率 |
|-----|-----|-----|
| 高端  | 30% | 45% |
| 中低端 | 70% | 35% |

资料来源：长江证券研究部

公司部分产品具有较为明显的季节性，如2-3月份的汤圆和5-6月份的粽子。公司预计在下个月放量“状元”水饺，4-5月份推出的新品——高端馄饨和5-6月份推出的高端粽子同样值得期待。值得注意的是，公司今年特别要招募3000-4000人左右的粽子工，体现了其要将差异化进行到底的策略。

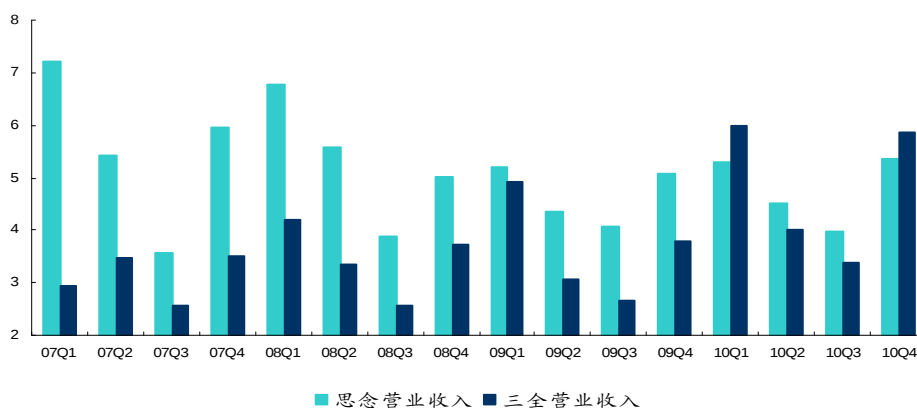
#### 第四，市场占有率已经能雄踞首位，利费双降带来全面赶超的契机

对比思念和三全的收入、毛利以及费用，我们发现：

- 2010 年一季度三全已经首次在收入上超过竞争对手思念，尽管二、三季度有所回落，三全仍然凭借四季度的强势在全年的收入上领先思念 0.26%。
- 与思念一直贯彻执行的“低毛利率低费率”的渠道铺设思路不同，三全由于之前一直走的是直供终端之路而在毛利率上高于思念，同时由此造成的渠道扁平化所带来的高额费用也在一定程度上拖累了三全的业绩。
- 一直以来四季度都是三全业绩的高点，却同时也是思念业绩的相对低点。另一方面，思念的营销选择使其在效率领先于三全（历史上仅 2008 年第四季度三全的毛利率-销售费率高于思念），然而在三全于去年四季度同时降低毛利率和费用率之后，效率骤然超越思念 5 个点之多。

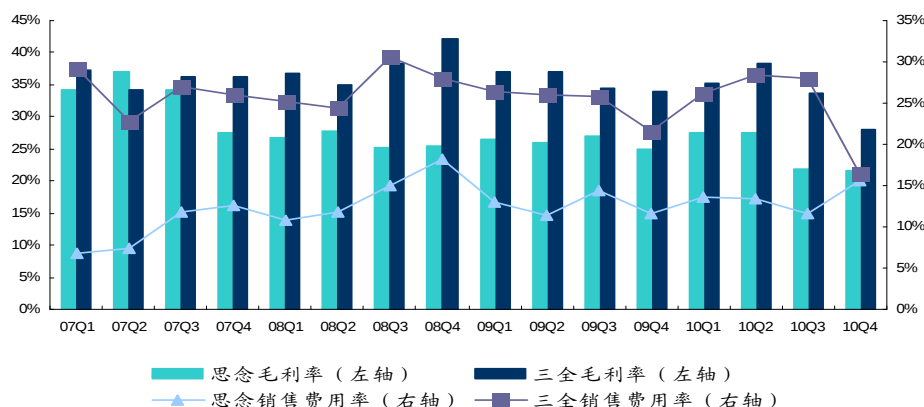
小结：三全在份额上已经以 27.34%市场占有率雄踞行业首位，然而同思念相比其营销效率的低下则时常其遭人诟病，四季度公司毛利率和费用率的双降是否标志着三全在经营思路革新的开端进而完成对思念的全面超越呢？

**图 4：2010 年我国玉米价格呈现上升通道**



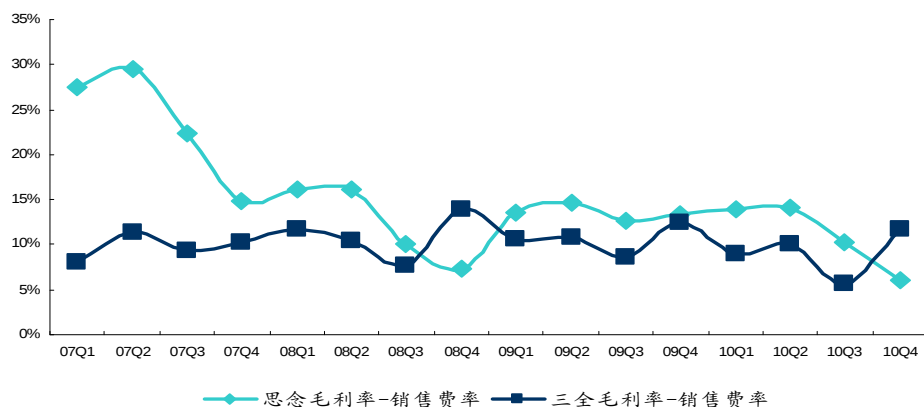
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：2010 年我国玉米价格呈现上升通道



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：2010 年我国玉米价格呈现上升通道



资料来源：公司公告，长江证券研究部

实际上，公司在 2010 年已经在渠道管控方面作出改进：成立渠道管控的运作部门，在每个省都设有一个销售分部，作为常规的经销商管理机构，主要负责市场招商、客户维护 and 产品质量三方面的衔接工作。公司的计划是自己的渠道会继续精耕细作，同时也会加强经销商（分销商）的二次开发。

总结公司上一年的增长，除了来自行业的自然需求，就是主动地渠道扩展下导致的经营效率的提高。同时公司目前待开发一套 CRM 系统(客户关系管理系统)，这使得业务人员的销售行为可以由采集自终端的数据所支持，从而进一步加强销售环节的管控和销售组织的继续下沉。

表 5：三全和思念的渠道对比

| 相同点  |                                  | 不同点                                                                 |
|------|----------------------------------|---------------------------------------------------------------------|
| 渠道广度 | 渠道深度                             | 市场分布                                                                |
| 三全   | 直营（上海，大型商超）和经销商（江苏，中小超市）的占比都是四六开 | 目前公司已经渗透到 4 级渠道（县级），全国 3000 个县大约只有十几个尚未覆盖                           |
| 思念   | 思念的渗透能力甚至要超过三全。目前思念在其优势的华        | 以零售市场为主，业务市场还是处于自然放量的状态，预计 2011 年公司会组织一个业务部门专注于业务市场的开拓，但渗透的具体进度尚不明朗 |
|      |                                  | 尽管目前还是以传统的零售市场为主，思念其实很早就已经涉足业务市场。如肯德基的                              |

|                           |                              |
|---------------------------|------------------------------|
| 东和华南区域已经布局到了<br>村级（5 级市场） | 油条和蛋挞以及富士康食堂里的包子都打<br>有思念的烙印 |
|---------------------------|------------------------------|

资料来源：长江证券研究部

## 第五，需求旺盛下产能依旧吃紧，但资金链无忧

从我们之前前往三全郑州基地实地调研的情况来看公司的库存接近于零，而经销商依旧络绎不绝等待公司发货，需求端的一片繁荣更加凸显供给上的短缺，因此扩产能成为公司 2011 年亟待解决的难题。

目前公司旧厂区（9 万吨）和新厂区（11.78 万吨）已达满负荷生产，加上外协（3-5 万吨）和部分成都广州的产能（1.5 万吨），公司总产能在 25 万吨左右。

公司未来规划在全国设立五大生产基地，分别是华中区（郑州）、华北区（天津）、华南区（广州）、华东区（太仓）和华西区（成都），公司方面认为如果筹建新厂的进程顺利，则 2013 年有望实现满产。

**表 6：五大区的布局和产能进度安排**

| 生产基地 | 预计产能  | 目前进度                                                                                                 |
|------|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 郑州   | 30 万吨 | 旧厂区产能 9 万吨,新厂区目前拥有已经建好的 1 号和 2 号车间(合计产能 11.7 万吨), 以及运用自有资金建设的 3 号车间(预计 8 月份达产)和 4 号车间(年底达产)          |
| 天津   | 20 万吨 | 预计建成 20 亿元左右的规模,净利率在 6%-7%。一期工程预计 2011 年下半年投产,其中:速冻汤圆 3.2 万吨/年,速冻饺子 4 万吨/年,速冻粽子 0.8 万吨/年,速冻面点 1 万吨/年 |
| 太仓   | 20 万吨 | 目前暂时停产,等待复工                                                                                          |
| 成都   | 10 万吨 | 今年 6、7 月份达产                                                                                          |
| 广州   | 7 万吨  | 设计产能 7 万吨/年,一期工程设计产能 5.17 万吨/年,其中:速冻汤圆 1.95 万吨/年,速冻饺子 1.43 万吨/年,速冻粽子 0.27 万吨/年,速冻面点 1.52 万吨/年        |

资料来源：长江证券研究部

在积极上产能的大背景下，公司的资金链成为我们关注的重点。对此公司做出以下三点解释：首先，公司的自有资金仍较为充裕（账面上还有 5 个亿左右）；第二，由于账面上无银行贷款，目前公司拥有 6-7 个亿左右的授信额度（可同时满足两个生产基地的开工）；第三，由于公司自上市以来从未增发，因此也不排除借力资本市场的可能（定向增发&收购）。

## 第六，风险提示

### 费用&成本

由于行业竞争相对比较激烈（除了思念，还有湾仔码头和龙凤等），因此公司计划在未来会逐步加大品牌影响力的宣传，相应的费用应该还会进一步增加。

另一方面，据我们草根调研的结果显示公司一线员工的工资上涨了 30%左右，而速冻食品快消品的属性又制约了其价格的波动，只能通过走量来维持增长，因此我们认为成本和费用超预期成分可能会对公司现有 35%左右的毛利率产生一定影响。

产能的投放进度低于预期长期以来一直是困扰公司业绩释放的主因，在接下来和公司的接触过程中我们也会对此持续予以关注。

## 第七， 盈利预测

基于 2011 年可能出现的行业与公司的潜在“双拐点”，我们从基本面角度将公司的评级由“谨慎推荐”上调为“推荐”，预计 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.90 元、1.30 元和 1.73 元；对于投资面，尽管公司在历史上一直被给予较高的估值，然而我们依然建议等待较低点位的建仓时机，30 元左右应该是一个较为合适的介入点位。

**财务报表及指标预测**

| 利润表（百万元）   |       |       |       |       | 资产负债表（百万元） |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |            | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 营业收入       | 1923  | 2546  | 3418  | 4657  | 货币资金       | 616   | 684   | 656   | 839   |
| 营业成本       | 1280  | 1619  | 2153  | 2921  | 交易性金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 毛利         | 643   | 927   | 1265  | 1736  | 应收账款       | 182   | 347   | 475   | 660   |
| % 营业收入     | 33.4% | 36.4% | 37.0% | 37.3% | 存货         | 448   | 537   | 720   | 985   |
| 营业税金及附加    | 10    | 13    | 17    | 23    | 预付账款       | 86    | 80    | 107   | 145   |
| % 营业收入     | 0.5%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.5%  | 其他流动资产     | 6     | 37    | 50    | 69    |
| 销售费用       | 461   | 637   | 855   | 1178  | 流动资产合计     | 1342  | 1699  | 2025  | 2721  |
| % 营业收入     | 24.0% | 25.0% | 25.0% | 25.3% | 可供出售金融资产   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用       | 75    | 113   | 152   | 207   | 持有至到期投资    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入     | 3.9%  | 4.5%  | 4.5%  | 4.5%  | 长期股权投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用       | -4    | -1    | -2    | -3    | 投资性房地产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入     | -0.2% | 0.0%  | -0.1% | -0.1% | 固定资产合计     | 475   | 464   | 651   | 691   |
| 资产减值损失     | -2    | 11    | 4     | 6     | 无形资产       | 72    | 69    | 65    | 62    |
| 公允价值变动收益   | 0     | 0     | 0     | 0     | 商誉         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益       | 0     | 0     | 0     | 0     | 递延所得税资产    | 16    | 1     | 0     | 1     |
| 营业利润       | 105   | 155   | 240   | 324   | 其他非流动资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入     | 5.4%  | 6.1%  | 7.0%  | 7.0%  | 资产总计       | 1906  | 2233  | 2742  | 3474  |
| 营业外收支      | 35    | 35    | 35    | 35    | 短期贷款       | 21    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额       | 139   | 190   | 275   | 359   | 应付款项       | 483   | 657   | 879   | 1201  |
| % 营业收入     | 7.2%  | 7.4%  | 8.0%  | 7.7%  | 预收账款       | 223   | 280   | 376   | 512   |
| 所得税费用      | 16    | 22    | 32    | 38    | 应付职工薪酬     | 26    | 32    | 43    | 58    |
| 净利润        | 123   | 168   | 243   | 322   | 应交税费       | -10   | 13    | 19    | 24    |
| 归属于母公司所有者  |       |       |       |       | 其他流动负债     | 100   | 118   | 157   | 214   |
| 的净利润       | 123.5 | 168.5 | 244.2 | 322.9 | 流动负债合计     | 842   | 1100  | 1474  | 2009  |
| 少数股东损益     | -1    | -1    | -1    | -1    | 长期借款       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EPS（元/股）   | 0.66  | 0.90  | 1.31  | 1.73  | 应付债券       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 现金流量表（百万元） |       |       |       |       | 递延所得税负债    | 0     | 0     | 0     | 0     |
|            | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 其他非流动负债    | 41    | 41    | 41    | 41    |
| 经营活动现金流净额  | 209   | 212   | 312   | 404   | 负债合计       | 884   | 1142  | 1515  | 2050  |
| 取得投资收益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 归属于母公司     | 1036  | 1179  | 1387  | 1661  |
| 收回现金       |       |       |       |       | 所有者权益      |       |       |       |       |
| 长期股权投资     | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东权益     | -14   | -14   | -14   | -13   |
| 无形资产投资     | 0     | 0     | 0     | 0     | 股东权益       | 1022  | 1165  | 1372  | 1648  |
| 固定资产投资     | -111  | -25   | -234  | -97   | 负债及股东权益    | 1906  | 2306  | 2888  | 3698  |
| 其他         | 6     | 0     | 0     | 0     | 基本指标       |       |       |       |       |
| 投资活动现金流净额  | -105  | -25   | -234  | -97   |            | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 债券融资       | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS        | 0.660 | 0.901 | 1.306 | 1.727 |
| 股权融资       | 0     | 0     | 0     | 0     | BVPS       | 5.54  | 6.31  | 7.42  | 8.88  |
| 银行贷款增加（减少） | -15   | -35   | 0     | 0     | PE         | 44.61 | 32.69 | 22.56 | 17.05 |
| 筹资成本       | 39    | -24   | -34   | -46   | PEG        | 1.18  | 0.87  | 0.60  | 0.45  |
| 其他         | -85   | 0     | 0     | 0     | PB         | 5.32  | 4.67  | 3.97  | 3.31  |
| 筹资活动现金流净额  | -60   | -60   | -34   | -46   | EV/EBITDA  | 35.95 | 24.83 | 16.88 | 12.22 |
| 现金净流量      | 44    | 127   | 43    | 262   | ROE        | 11.9% | 14.3% | 17.6% | 19.4% |

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工        | 电话              | E-mail                             |
|-----|-----------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管       | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理    | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 王 磊 | 华东区总经理助理  | (8621) 68751003 | 13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区副总经理   | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理助理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理   | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理   | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |
| 沈方伟 | 深圳私募总经理助理 | (0755) 82750396 | 15818552093 shenfw@cjsc.com.cn     |

## 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                                |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看 好： 相对表现优于市场<br>中 性： 相对表现与市场持平<br>看 淡： 相对表现弱于市场                                                                                                                  |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推 荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。