

2011-04-18

证券研究报告
行业研究 / 深度研究

化工

农资连锁起步，优秀模式制胜

增持/维持评级

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000510120037

(0755)8249 3656

xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

联系人

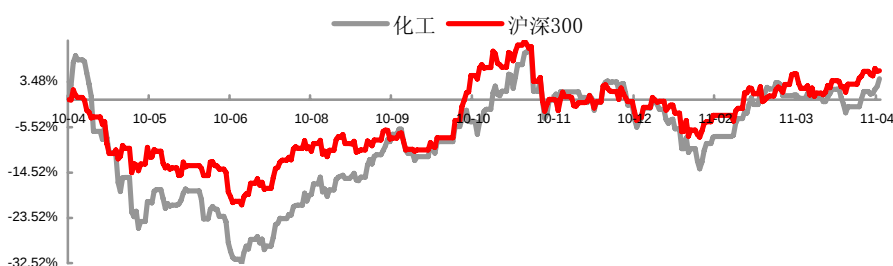
陈小鹭

(0755)8212 5084

chenxiaolu@mail.htlhsc.com.cn

- **农资连锁处于发展初期。**我国农资市场规模 4000 - 5000 亿元，受益农产品长期牛市，我国农资市场空间巨大。相比家电、零售、医药等行业连锁销售的行业成熟度，农资连锁行业还处于发展初期的无序竞争阶段，呈现“大行业、小企业”的格局。
- **多重因素将促使行业集中度提高。**随着农资流通由计划转向市场经济，农资连锁成为政策扶植重点。土地流转变革将导致原有家庭承包被适度集约的农业生产方式取代，农资购买主体转向大户、专业合作社、农业公司，有利于专业化的农资连锁销售模式发展。和传统“批发零售”相比，农资连锁通过统一采购和配送可以实现经营规模化和渠道扁平化。
- **激烈竞争，优秀模式将制胜。**近年来农资连锁企业迅速崛起，实现销售额约占全国 20%。我国农资市场具有地域性强、季节性明显，交通和信息化落后的特点，优秀的农资连锁模式通过打造强大的物流管理系统可以有效降低物流和仓储成本，专业的服务和营销体系对门店扩张和销售增长具有促进作用。我们重点推荐化肥为主的农资连锁龙头辉隆股份、农药制剂龙头诺普信、复合肥龙头芭田股份。
- **辉隆股份：农资连锁龙头，加盟模式推动快速扩张。**国内最早开展连锁并取得成功的流通企业，初步形成农资销售到农产品收购双向的农村商品流通网络。“配送中心+加盟店”模式大大推进了公司快速扩张。
- **诺普信：农药制剂龙头，双网驱动连锁起步。**具备国内最大销售队伍和网络，拥有最多“三证”制剂。通过直销网络，公司突破经销商瓶颈，实现海南、广东销售快速增长。通过农资连锁进一步控制渠道资源，有助于推动全国市占率的快速增长。
- **芭田股份：复合肥龙头，和原模式推动销售增长。**现有销售网络覆盖全国二十多个省市，我国复合肥市场空间广阔，和原生态将是复合肥企业利用技术优势占领市场的优秀模式。
- **风险提示：**天气恶劣导致农资需求减少，价格波动增大销售风险。

最近 52 周行业表现



目 录

我国农资连锁处于发展初期	4
我国农资市场空间巨大	4
农资销售进入市场化阶段	5
多重因素将促使行业集中度提高	6
政策支持——鼓励龙头行业整合	6
土地流转是促进行业整合的外在条件	7
“批发分销”的弊端是催生连锁经营的内生动力	8
农资连锁具备较好的运营和盈利模式	9
农资连锁盈利模式分析	10
销售规模决定上游产品控制力度	10
三大体系打造优秀农资连锁企业	11
投资建议	12
风险提示	14

图表目录

图 1:	农化制造业收入持续上升	4
图 2:	中国单位施肥量: 氮肥稳定, 磷和钾增长	4
图 3:	农资补贴额度逐年增加	4
图 4:	国内农产品价格持续上涨	5
图 5:	化肥、农药与食品价格指数相关	5
图 6:	农资销售行业发展历程	5
图 7:	全国土地流转面积迅速增加	8
图 8:	各地土地流转差异较大	8
图 9:	农化销售行业产业链: 价值主要来自上游产业及终端零售	8
图 10:	我国各地农资连锁	9
图 11:	农资连锁盈利模式	10
图 12:	优秀农资企业的三大核心优势	12
图 13:	农资销售毛利率低于其他连锁企业	12
图 14:	三项费用率低于其他公司	12
图 15:	和原生态模式图解	14
表格 1:	我国农资经营主体多样	6
表格 2:	农资流通政策	7
表格 3:	农资连锁于传统农资销售盈利比较	10
表格 4:	国内先进的农资销售连锁公司	11

我国农资连锁处于发展初期

随着我国农资流通体制由计划经济转向市场经济，流通企业的发展空间巨大，经营主体呈现多样化的局面，农资连锁自 2000 年首次出现，发展迅速。2004 年底国内开展农资连锁经营企业 1000 家以上，目前已超过 4000 家。

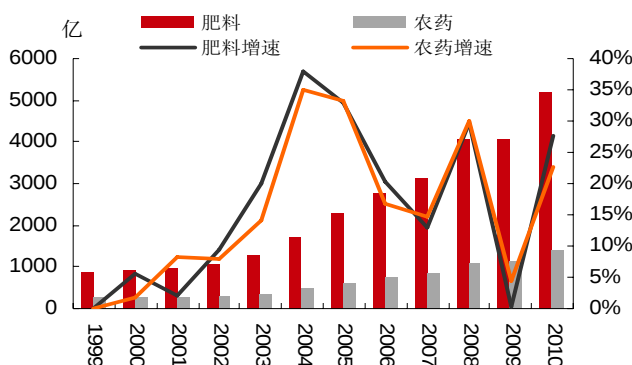
我国农资市场空间巨大

农资产品包括种子、化肥、农药和农机具、农膜等主要农业投入品，以化肥、农药为主，目前国内市场规模约 4000 - 5000 亿。中央和地方政府对农业补贴投入逐渐加大。

农资需求刚性、政府补贴持续增加

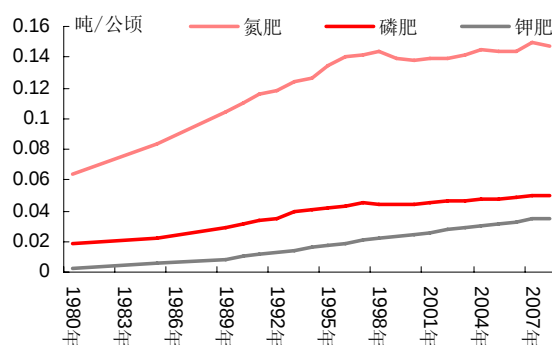
由于优先发展氮肥的政策，我国氮肥使用进入稳定阶段，磷肥和钾肥单位施用量与美国经历过的最高单位用肥水平相比，只有其 80% 和 56%，仍有超过 20% 的增长空间。近 10 年来国内农村居民人均收入持续上升，05 年以后开始持平甚至超过城镇居民增速，农民有更多积极性投入农业生产，近 10 年我国化肥农药收入年均增速接近 20%，

图 1： 农化制造业收入持续上升



资料来源：wind、华泰联合证券研究所

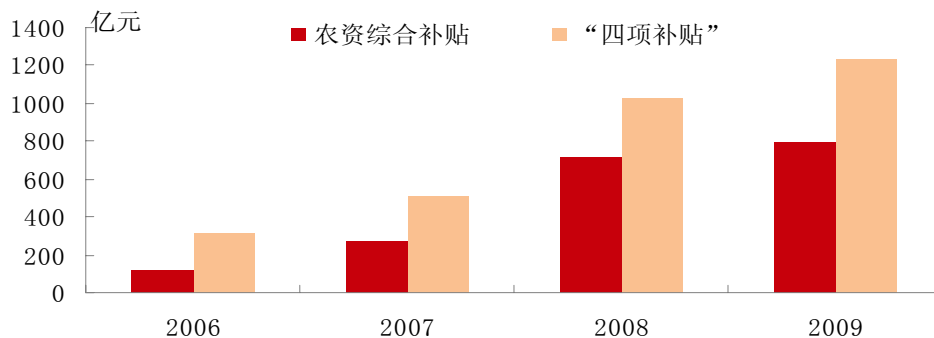
图 2： 中国单位施肥量：氮肥稳定，磷和钾增长



资料来源：wind、华泰联合证券研究所

2004 年以来，化肥、农药等农资价格持续上涨增加了农民的种粮成本。中央 2006 年出台了农资综合补贴政策，在粮食直补制度基础上，对种粮农民因柴油化肥等农资增支实行综合性直接补贴。其中农资综合补贴占“四项补贴”（粮食直补、良种补贴和农机具购置补贴）总额的 60% 以上。09 年我国农资综合补贴高达 795 亿元。

图 3： 农资补贴额度逐年增加

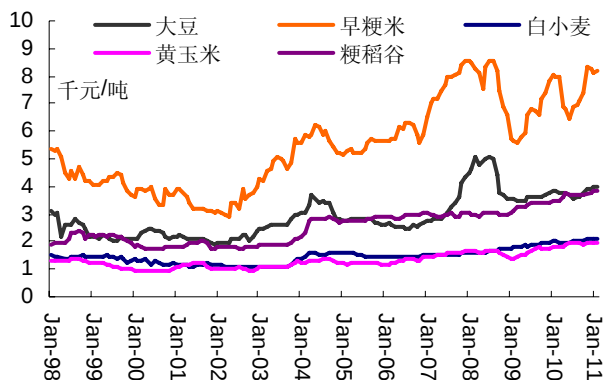


资料来源：辉隆股份招股书、华泰联合证券研究所

农产品牛市将推动农资需求

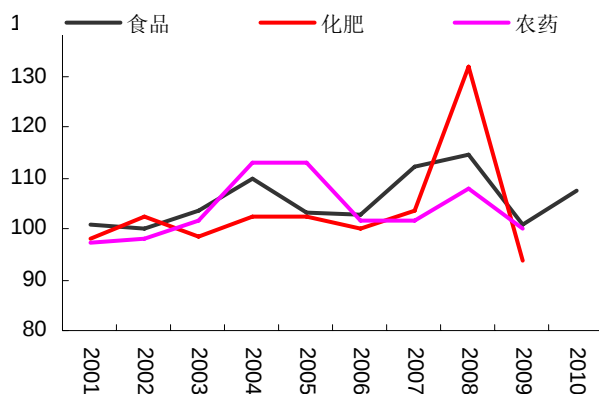
09年以来，国际油价突破100美元/桶，恶劣天气和国际地缘政治导致了农产品价格不断上涨。我们认为国内农产品价格波动相对有限，但是上涨趋势不改。农化产品价格与食品价格指数存在一定程度的正相关性。我们认为作为农业投入的要素，农资行业将受益于全球农产品牛市。

图4：国内农产品价格持续上涨



资料来源：wind、华泰联合证券研究所

图5：化肥、农药与食品价格指数相关



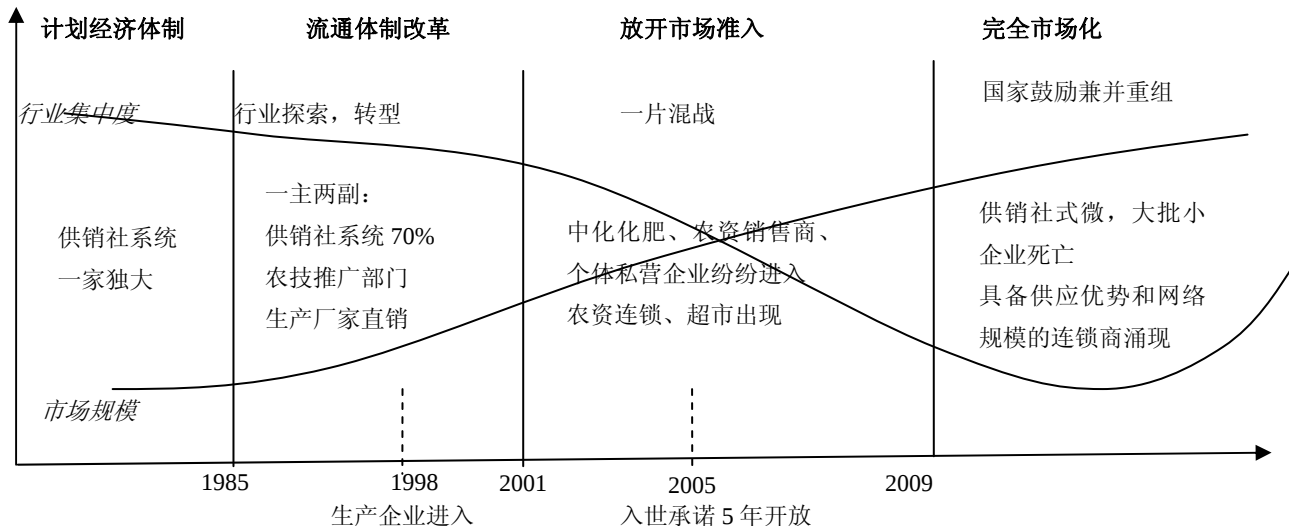
资料来源：wind、华泰联合证券研究所

农资销售进入市场化阶段

市场化格局刚刚开始

我国农资流通体系经历了计划经济体制到完全市场化机制的变迁，根据政策演进和行业变化可以划分为四个的阶段：1、计划经济阶段；2、流通体制改革阶段；3、加入WTO后放开市场准入；4、09年之后完全市场化阶段。

图6：农资销售行业发展历程



资料来源：华泰联合证券研究所

经营主体多样化、市场集中度低

据统计,全国登记各类化肥企业 5000 家以上,农药企业 2000 多家,种子企业近 2700 家,各类农资流通企业超过 2 万家,国内农资市场实际已形成了一个完全充分竞争、无序竞争的格局。

据国家统计局数据,09 年全国化肥销售额达到 2094 亿元,除中国农业生产资料集团公司和中化化肥控股有限公司两家中央大型企业外,尚无一家企业市场占有率超过 5%,前 5 名企业的市场占有率合计不超过 10%。总体来说,行业集中度较低,整体呈现“大行业、小企业”的格局。目前国内农资连锁经营企业实现销售额约占全国农资销售总额的 20%左右,产业链上各环节上都在参与连锁模式的探索,我们认为这是连锁经营处于初级阶段的体现。

从经营主体来看,包括国有农资公司、厂家直销、经销商连锁、其他行业兼营等形式,相比家电、零售、医药等行业连锁销售的行业成熟度,农资行业销售还处于发展初期的分散和无序状态,其他行业曾经激烈的竞争同样在农资销售领域拉开序幕。

表格 1、我国农资经营主体多样

经营主体	
1、国有农资公司、	政府主导的“万村千乡工程”、中化化肥、中农、供销社、植保站
2、厂家直销	云天化、鲁西、曹达三联店、红太阳、沙隆达 诺普信、田园生化、海利尔、芭田股份
3、经销商连锁	辉隆股份、喜洋洋、苏农连锁 千村植保
4、其他行业兼营	乡镇零售商、邮政三农、加油站

资料来源：华泰联合证券研究所

多重因素将促使行业集中度提高

随着农资流通由计划转向市场经济,农资连锁成为政策扶植重点。我们预计土地流转变革将导致原有家庭承包被适度集约的农业生产方式取代,农资购买主体转向大户、专业合作社、农业公司有利于专业化连锁销售模式发展,农资连锁龙头市场份额将获得提高。

政策扶持——鼓励龙头行业整合

为保障农业发展,农资销售一直是我国政府扶持的重点,09 年国务院取消对化肥经营企业所有制性质限制,鼓励大型化肥生产、流通企业通过兼并重组等方式,整合资源,发展连锁和集约化经营。我们认为市场化改革将进一步加剧行业竞争,消除化肥流通行业长期存在的区域壁垒。对于行业龙头企业而言,市场化竞争加剧和鼓励重组有利于其进行跨区域的行业整合。

表格 2、农资流通政策

时间	政策	内容
1998	《国务院关于深化化肥流通体制改革的决定》	打破原有供销社系统对于化肥的统购统销,允许化肥生产企业等进入化肥流通领域,形成以供销社系统和生产企业、农业“三站”组成的农资流通新格局。
2001	我国政府在加入 WTO 谈判中承诺	逐步放开化肥分销业务,化肥批发业务不迟于 2005 年 1 月 1 日,农药、农膜的批发业务不迟于 2003 年 1 月 1 日,对分销服务则没有限制。
2003.3	农业部《关于发展农产品和农资连锁经营的意见》	积极引导、大力发展农产品和农资连锁经营。各地农业部门要引导、扶持农产品和农资连锁经营发展。
2005	农村市场体系建设“十一五”规划	到 2010 年培育 10 家年销售额在 100 亿元以上的大型农资流通经营企业 ,进一步提高农资企业的经营规模和市场竞争力
2009.1	2009 年中央一号文件	支持流通与生产企业共建区域农村商品采购联盟,用现代流通方式建设和改造农村日用消费品流通网络,扩大“农家店”覆盖范围。 支持供销社、邮政、商贸企业 and 专业合作社等加快发展农资连锁经营
2009.8	《国务院关于进一步深化化肥流通体制改革决定》	取消对化肥经营企业所有制性质限制 ,允许各种所有制及组织类型的企业、专业合作社和个体户等进入化肥流通领域。 鼓励大型化肥生产、流通企业通过兼并重组等方式,整合资源,发展连锁和集约化经营。
其他相关行业政策		
2008	十七届三中全会	土地新改革的试点尤其是土地可以进行多种形式流转
2010.3	病虫害专业防治	拟在全国建 100 个统防统治示范县, 1000 个示范区,扶持 1 万个示范组织
2011.1	氮肥“十二五”发展规划(讨论稿)	大型氮肥企业产能占 80%以上,企业数量降至 250 家以下,建成 20 家具核竞争力的大型氮肥企业集团。复合率提高 50%以上

资料来源: 华泰联合证券研究所

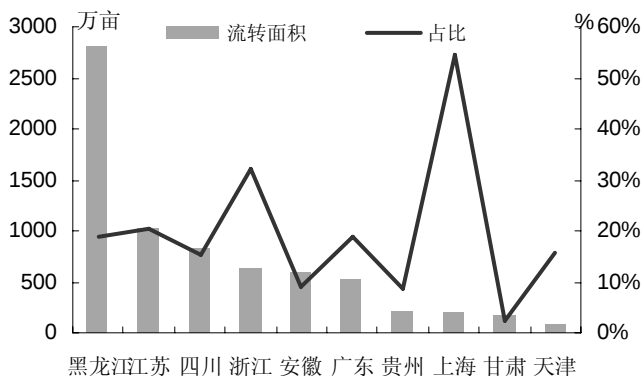
土地流转是促进行业整合的外在条件

我国原有的种植和养殖模式以家庭承包为主,已无法满足国内外市场对农产品安全化和标准化的两大需求,也难以满足政府对农民增收和扩大内需的迫切需要。

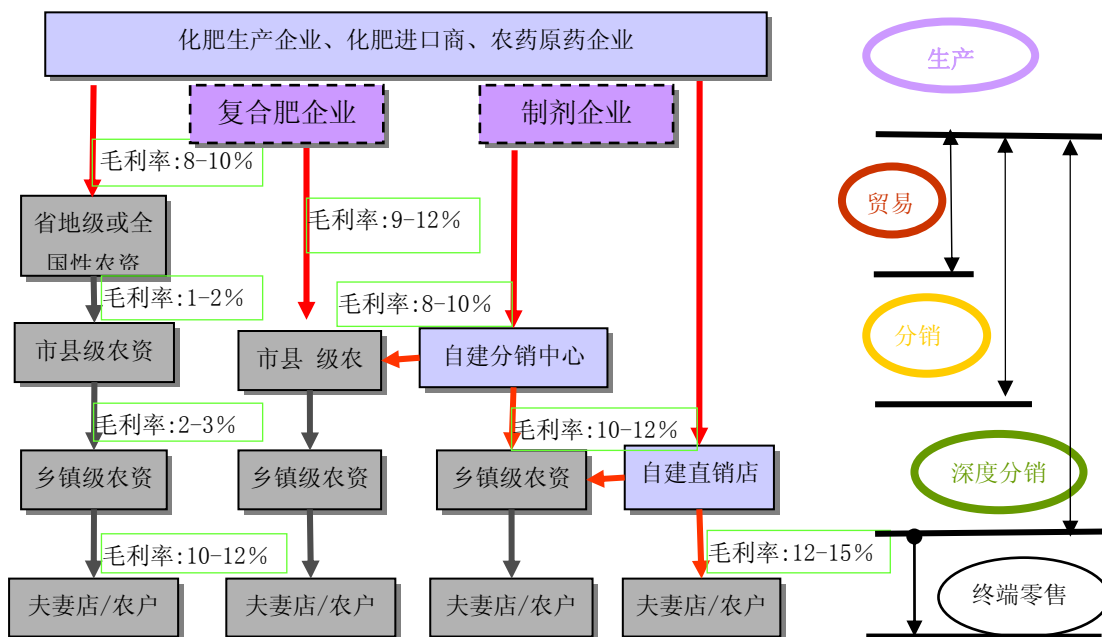
我国农村人口增长率进入下降状态,农村劳动力非农化加速。农村常住人口和户籍人口处于减少。从 96-07 年,农村常住人口从 8.51 亿减少到 7.28 亿,农村户籍人口从 9.04 亿减少到 8.78 亿。农村非农劳动力从 96 年的 17367 万人增加到 07 年的 19949 万人。农村务农劳动力从 96 年的 31661 万人减少到 27691 万人。当前 70 后的农民多数是两栖人,城市打工和回家种地两种方式,80 后的人,真正种地的少之又少;90 后务农的就更少。当 80、90 后成为这个社会主要劳动力资源,将成为土地流转完成的内生推动力。因此,我们预计未来 10 年将是国内土地流转巨大变革的重大时期。

根据国家长远性政策规划,城乡一体化发展已是必然,农村将逐步进行撤乡并镇,减

图 8: 各地土地流转差异较大



资料来源：农村土地网、华泰联合证券研究所



随着政府对农资连锁经营方面的政策支持力度增大，各种形式和体制的农资连锁经营企业迅速崛起，自 2000 年金色谷开始，从中农、中化，到各省的苏农、邦力达、辉隆、倍丰、惠多利，以及生产企业发起的红太阳、德地得、福建浩伦、陕西亨通等，目前我国开展连锁经营的农资流通企业超过 4000 多家，其中规模较大的主要包括辉隆股份、浙江农资集团有限公司等。目前国内农资连锁经营企业实现销售额约占全国农资销售总额的 20% 左右。

图 10： 我国各地农资连锁



资料来源：华泰联合证券研究所

资料来源：华泰联合证券研究所

农资连锁具备较好的运营和盈利模式

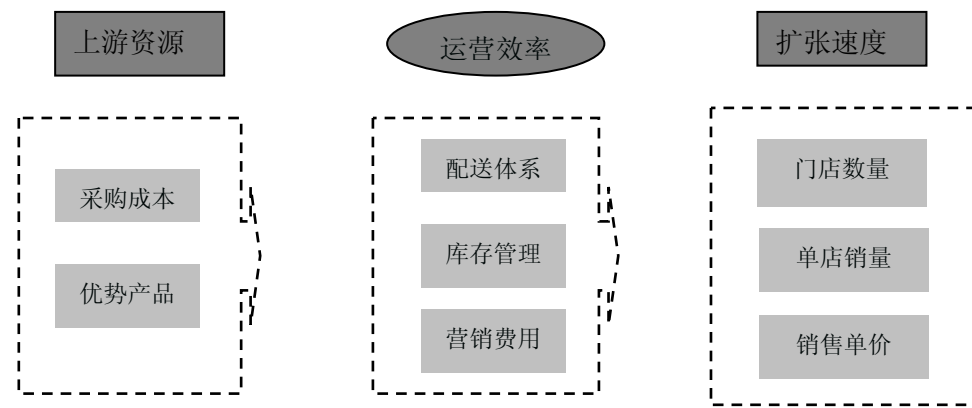
我国农资市场具有地域性强、季节性明显，交通和信息化落后的特点，流通企业在仓储、运输、管理、服务等方面面临诸多挑战，农资连锁通过自有或代理厂家产品组建

连锁销售网络，具备规模化的采购和运营优势。

农资连锁盈利模式分析

农资连锁要求店铺数量多、化肥农药品种齐全、后台体系强大，对资金和管理、产品品牌要求明显，因此强大的服务体系和营销体系一方面决定了销售的规模，也决定了企业能否获得有利的集中采购差价。

图 11： 农资连锁盈利模式



资料来源：华泰联合证券研究所

和传统的农资经销商相比，农资连锁企业通过由于统一采购、统一配送、实现了经营规模化和渠道扁平化，能有效降低物流和仓储成本，更多的获取销售渠道利润，同时统一的品牌和技术支持对终端门店的销售增长具有促进作用。优秀的加盟连锁模式可以给合伙的经销商和加盟店带来较高的渠道分销利润和零售利润。

表 3、农资连锁于传统农资销售盈利比较

	农资连锁	传统
收入	销售规模更大、来源多元化：加盟费	利润来源单一
成本	集中采购降低成本、有利于成本稳定	成本波动较大
费用	具备供应链管理优势	费用分散

资料来源：华泰联合证券研究所整理

销售规模决定上游产品控制力度

规模化经营是降低成本、提升竞争力的关键，在农资产品产业链上，生产环节本身存在较高的资金和技术壁垒，因此上游农资生产企业基本上都是当地的化肥、农药龙头企业，经销商与生产企业的议价能力不强，只有具备一定规模和网络优势的企业才能获得采购成本的优势，此外，对于稀缺的钾肥、进口农药等优势产品的获取能力将决定了经销商在一个地区的行业地位。

目前国内农资连锁尚处于前期混战时，部分公司通过不断增加门店数量，迅速做大做强，随着未来市场环境逐步成熟，先进的农资连锁公司通过农资连锁控制渠道源，将推动市场占有率的快速增长。

表格 4、国内先进的农资销售连锁公司

排名	公司	经营区域	规模
1	中国农资	20 多个省	800 个配送中心、18000 多家连锁店 收入超过 530 亿，化肥销量 2200 多万吨
2	中化化肥	26 个省，91%耕地	17 家分公司、1860 家分销网点
3	浙江农资	13 个省市	50 家区域公司
4	辉隆股份	安徽、黑龙江、吉林、河南、江苏等 9 省	56 个区域配送中心，2300 余家连锁店
5	黑龙江倍丰农资	黑龙江占有率近 60%	黑龙江 2100 余家加盟店、1200 余家村级服务点。 年产销化肥近 320 万吨，销售额 90 亿元
6	四川农资	四川	30 多个配送中心，基层门店 8000 多家
7	山东农资	山东	44 个配送中心，3200 家加盟店 销售化肥 160 多万吨，年收入 30 多亿
8	庆丰农资	东三省、内蒙古	22 家农资公司 化肥销量 150 万吨，年销售额 50 多亿元
9	苏农农资	江苏省	江苏 1800 多家连锁店
10	四川开元	四川	24 个区域公司
-	九禾股份	17 个省市	30 个区域公司
-	天盟农资	云、贵、川等省	13 个分公司，145 个加盟商

资料来源：辉隆股份招股说明书、各公司网站

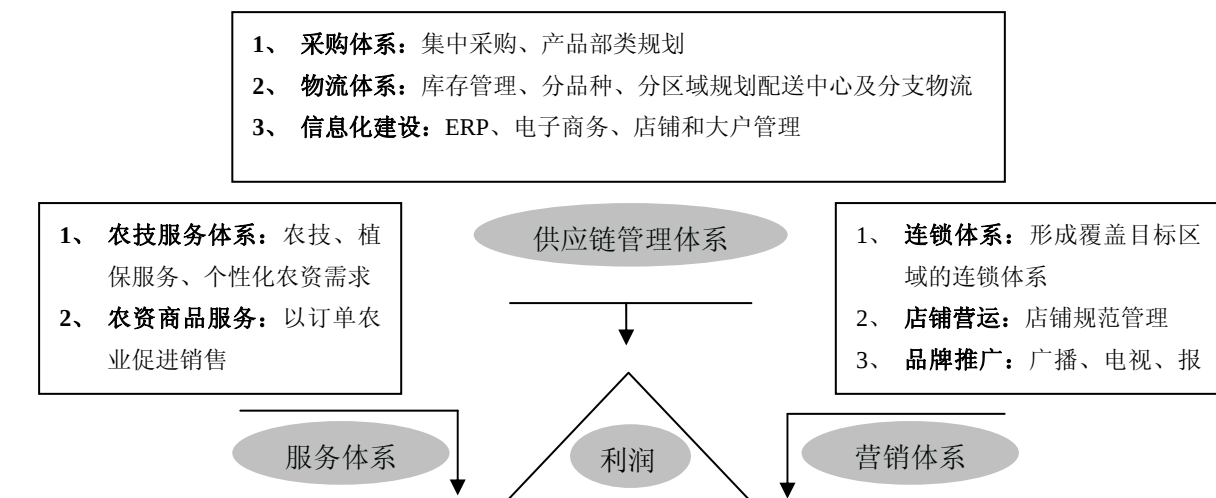
三大体系打造优秀农资连锁企业

中国农资流通协会对全国前 100 强农资流通企业统计显示，07-09 年行业平均毛利率水平基本维持在 4%-6%左右。和苏宁、吉峰农机等行业相比，农资流通毛利率较低，主要原因是过剩产能和激烈竞争，因此企业的采购成本和费用控制成为决定利润率的重要因素。

对于流通企业来说，费用控制来自于强大的供应链管理体系，由于我国农资消费具有产品种类多、地域广、季节性波动大的特点，长期对库存的调配能力和物流管理能力要求很高，只有通过合理调配采购、库存，压缩运营成本，因此通过强大供应链管理获取较高利润率和营业周转率是企业提高盈利能力的最重要方式。

我国农化行业整体需求平稳增长，终端销售网络是提高市场占有率的最好方式，其中强大的服务体系和营销体系将是企业扩大连锁网点数量和单店销售收入的保障。通过品牌建设和技术服务体系，可以提高农民对产品价格的接受度和购买粘度。

图 12： 优秀农资企业的三大核心优势



资料来源：华泰联合证券研究所

投资建议

随着我国农资销售市场集中度的逐渐提高，行业龙头将进入快速增长阶段，我们给予农资销售行业“增持”评级，建议关注的公司包括辉隆股份、诺普信、芭田股份。

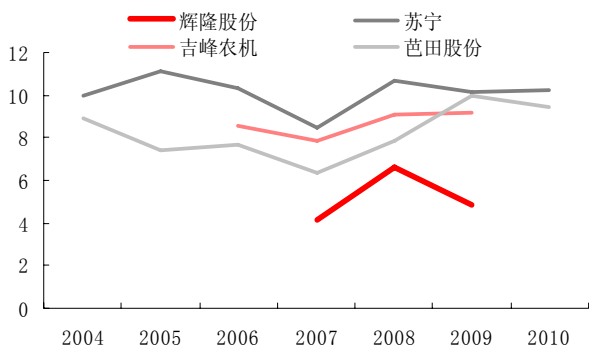
辉隆股份：农资连锁龙头，“配送中心+加盟店”推动全国扩张

公司是国内较早开展农资连锁，并取得初步成功的农资流通企业，初步形成从化肥、农药等农资产品供应到农产品收购一条龙的现代农村商品流通服务网络体系。

通过“配送中心+加盟店”的连锁模式，公司实现了市场占有率的大幅提升，配送中心从 07 年的 47 个发展至目前 56 个，连锁加盟店从 07 年 1937 家发展至目前 2315 家，除安徽省已建成成熟的连锁网络外，网点遍及黑龙江、吉林、河南、山东、江苏、广西、广东、辽宁等农资消费大省。

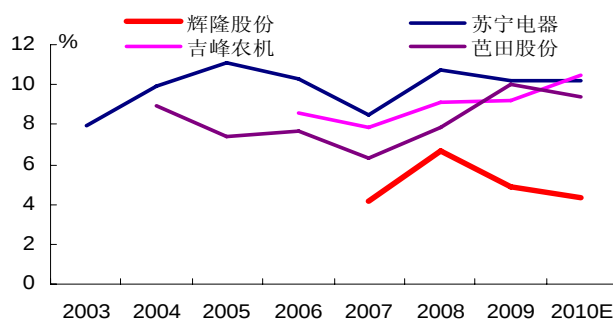
自身资金有限情况下，探索了除了“配送中心+加盟店”的连锁经营模式，一方面有效减少了中间流通环节，实现了流通渠道的扁平化，降低了流通成本；另一方面通过借助加盟商的人力、物力和财力，实现了终端销售网络的低成本快速扩张。公司剔除化工业务后主营业务收入随经营规模持续扩大而稳定增长。

图 13： 农资销售毛利率低于其他连锁企业



资料来源：wind、华泰联合证券研究所

图 14： 三项费用率低于其他公司



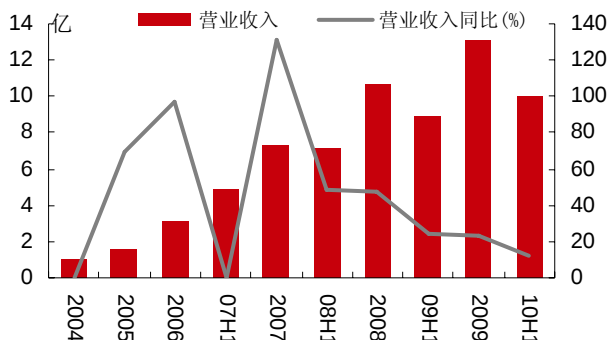
资料来源：wind、华泰联合证券研究所

诺普信：农药制剂龙头，“两张网”带动农资连锁起步

公司是国内农药制剂企业唯一上市标的，具备国内最大的销售队伍和销售网络。近 5 年收入复合增速超过 30%，净利率增速接近 50%。拥有行业内最多的“三证”制剂 700 多个，其水基化制剂销售额占比接近 60%，产品符合未来环保农药的发展趋势，优势明显。公司 07-09 年研发投入增速高达 70%，占销售收入达 4%。

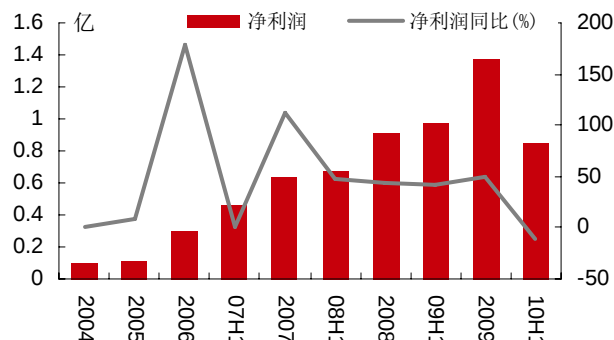
公司拥有超过 6000 家经销商，服务零售店近万家，销售范围覆盖了全国近 2800 个县市。通过在东莞新建 6 万吨产能水溶肥，公司将充分利用农药的销售渠道，进一步充分利用销售网络优势。

图 15： 公司近几年收入复合增速超过 30%



资料来源：wind、华泰联合证券研究所

图 16： 净利率增速接近 50%



资料来源：wind、华泰联合证券研究所

国内农药销售与化肥一样，通过厂家——省市县各级经销商——零售店链条进行销售，经销商和零售店获得了产业链的大部分利润。由于经销商及零售店主要由私营业主成立，专业技术和营销能力缺乏，经销商渠道存在地域分割、环节过多、监管困难的问题。

为了弥补经销商模式的增长瓶颈，公司在原来经销商网络的基础上，公司针对不同的品牌建立了区域配送中心+核心零售店的销售模式。其中一张是原有瑞德丰、诺普信与县级经销商合作的营销网络，一张是通过成立标皇兆农资有限公司，对标正、皇牌、兆丰年品牌进行统一管理，直接对零售大店合作的营销网络。通过这一销售方式，公司在广东和海南两个省的农药制剂销售份额已经超过了 10%。10 年公司将直销零售大店的模式引入内地，标皇兆品牌在全国服务的直销零售大店增长至近万家，产品上柜率明显提高、上柜品种大幅增加。

为了消除新销售模式和原经销商的冲突，公司一方面通过市场、品牌和产品的区分，在经销商覆盖的薄弱地带和空白地带实施新的模式、另一方面更多考虑经销商利益，构建“厂商价值一体化”，目前矛盾有所缓和。公司计划选取约 2 万家零售大店合作，保证这类店的 70-80% 的销售收入来自公司的产品。

09 年 11 月公司成立广东粤喜农资有限公司，在广东运行 5 家直营店试点农资连锁，产品以农药，化肥，种子，农具，农资等为主，为广大农户提供农业技术指导。实行“统一商品配送、统一质量标准、统一店面装修、统一招牌标识、统一货品展示、统一宣传推广、统一产品价格、统一服务规范”的“八统一”标准化经营。计划未来三年内覆盖全国，开设 2000 家直营及加盟农资连锁超市。

10 年 1 月，公司收购深圳市八千斤农资有限公司，5 月 8 日广东首家农资大卖场——“八千斤”农资超市正式试水增城市朱村镇，2000 多平方米的大卖场里，化肥、农药、农机和种子等品类一应俱全，据媒体报道首日成交金额逾 10 万元。“八千斤”前期的定位将在珠三角蔬菜产区开店，根据实际因地制宜的原则，将采取“成熟一家发展一家”的策略，稳步推进和发展。

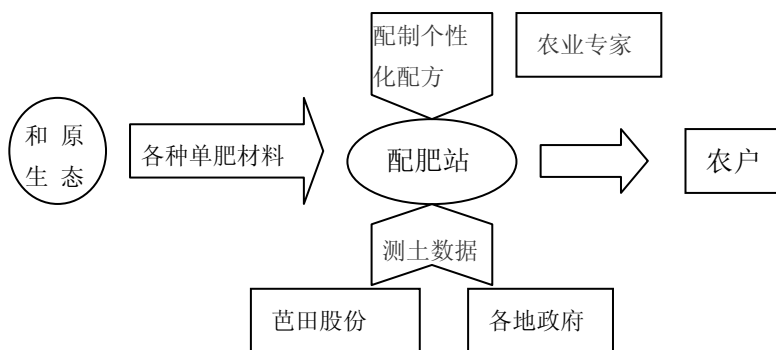
芭田股份：复合肥龙头，“和原生态”打造销售新模式

公司是我国复合肥第一家上市企业，，主要产品包括高效复合肥、缓控释肥、生态复合肥等 100 多个品种，基本涵盖了 95%以上主要农作物。公司现有销售网络覆盖全国二十多个省、市、自治区，拥有一万多个网络终端，初步形成了结构合理、管理完善的分销体系。

09 年 3 月，公司成立了和原生态控股股份有限公司主要运营模式为“政府测土，专家配方，农民来造自己的私家肥”，在广东省的 23 个点正处在试点推广阶段。

该模式的核心是在农村建立和原生态服务站，并为服务站配备小型复合肥配制设备，在各地政府和公司常年积累的测土数据基础上，聘请知名农业专家根据不同土壤、不同作物配制个性化的施肥配方，建立更具针对性的配方数据库。配制私家肥的原料由复合肥原粒的生产厂商直接运送到服务站，服务站则为优选现零售终端店而建立，可直接联接农户。农户来服务站购买肥料，只要输入相关资料（如地块位置和所种植的作物品种），电脑就会自动出具专家配方，通过连接的小型复合肥配制设备，农户就可以配制出适合自己农作物生长营养需求的个性化“私家肥”。

图 17： 和原生态模式图解



资料来源：华泰联合证券研究所

我国复合肥使用起步较晚，目前用量占化肥用量不到 30%，而发达国家已达 80%，根据国家农业部门规划，未来化肥复合化率还将继续提高到 50%，复合肥市场空间广阔。和原生态将是复合肥企业利用技术优势占领市场的优秀模式。

风险提示

- 1、天气恶劣，影响农作物耕作面积，化肥农药消费需求减少。
- 2、农化产品价格大幅波动增大农资销售的操作难度。
- 3、农化行业产能过剩，上下游大幅挤压经销环节利润空间。



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