

加加食品 (002650)

合理价值区间

股价: RMB 27-32.4

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhc.com.cn

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8637

luhy@mail.htlhc.com.cn

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhc.com.cn

相关研究

基础数据

发行前总股本(百万股) 120

本次发行股本(百万股) 40

发行后总股本(百万股) 160

发行后大股东持股比例 40.05%

加加食品 (002650) 实施淡酱油
战略、拓展茶油业务

- **家族控制的民营企业、管理层及部分员工持有公司股权。**公司实际控制人是杨振、肖赛平和杨子江家庭,发行前直接和间接持有 56.28%的股份,发行后持股占比为 42.21%。公司拟在中小板发行 4000 万股,发行后总股本扩大至 1.6 亿股。天恒投资是公司核心营销人员为持有公司股权而设立的,发行前持有公司 825 万股,占比 6.875%。盈盛投资是公司及全资子公司中层管理人员、优秀员工为持有公司股权设立的,发行前持有公司 210 万股,占比 1.75%。
- **酱油和食用植物油为主要业务。**公司成立于 1996 年,是一家大型调味品企业,以加加系列酱油为主导,涉足到食醋、鸡精、味精和食用植物油等品类。酱油和食用植物油是公司的主要产品,合计收入、毛利占比超过 85%。
- **前两年成长性一般、实施淡酱油战略、拓展茶油业务。**2009、2010 年公司收入增速分别为 7.9%、14.5%。酱油老抽增速缓慢,生抽复合增长率 20%以上;食用植物油增速约 10%,主要是受限产能。2011 上半年,收入增速高达 50.8%,其中酱油销售额增速 26.2%,食用植物油同比大幅增长 113.2%。随着公司淡酱油战略的实施,生抽的收入占比向老抽接近;茶籽油投产的话,未来食用植物油的比重也会逐渐提升。
- **募投项目。**公司募集资金用于“年产 20 万吨优质酱油项目”和“年产 1 万吨优质茶籽油项目”,合计投资 6.28 亿元,解决产能紧张的矛盾。两个项目的建设周期均为一年,达产率都是第一年 60%、第二年 80%、第三年全部达产。
- **盈利预测与估值。**预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.92、1.08、1.37 元。我们主要参照食品饮料行业的平均市盈率定价。目前主流食品饮料公司 2012 年的市盈率基本不足 25 倍。按照略高于主流公司的估值,给予公司 2012 年 25-30 倍的市盈率,对应的合理价值区间为 27-32.4 元。
- **风险提示。**食品安全;市场拓展跟不上产能释放进度。

经营预测与估值	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1376	1718	1981	2471
(+/-%)	14.5%	24.9%	15.3%	24.8%
归属母公司净利润(百万元)	130	147	173	219
(+/-%)	60.3%	13.4%	17.5%	26.7%
EPS(元)	0.81	0.92	1.08	1.37
P/E(倍)				

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

家族控制的民企，管理层及部分员工持有股权	4
酱油和食用植物油为主要业务	4
调味品行业概述	5
种类多、较分散、内生性增长为主	5
调味品行业分类	6
酱油行业竞争格局	7
前两年成长性一般、实施淡酱油战略、拓展茶油业务	9
酱油增长不快、茶油提升盈利能力	9
酱油业务以创新为主推力	10
茶籽油为植物油新品类	11
募投项目	11
盈利预测与估值	12
风险提示	13

图表目录

图 1:	2011 年 1-6 月收入分布	5
图 2:	2011 年 1-6 月毛利分布	5
图 3:	调味品及发酵制品的利润总额及增速	5
图 4:	调味品行业前十名企业收入规模	6
图 5:	调味品行业前十名企业销量规模	6
图 6:	B2B 调味品企业发展动力	7
图 7:	B2C 调味品三大类行业增长点	7
图 8:	酱油行业历年产量及增速	8
图 9:	酱油龙头企业销量及收入规模	8
图 10:	公司历年收入及增速	9
图 11:	公司历年净利润及增速	9
图 12:	公司历年利润率、费用率	9
图 13:	公司酱油历年销量及增速	10
图 14:	酱油龙头企业销售均价比较	10
图 15:	公司食用植物油历年销售额及增速	11
表格 1:	公司股权结构	4
表格 2:	酱油行业竞争格局	8
表格 3:	公司收入预测	12

家族控制的民企，管理层及部分员工持有股权

家族控制的民营企业。公司控股股东为湖南卓越投资有限公司，持有公司 6408.60 万股股份，占发行前总股本的 53.405%。卓越投资的股东杨振、肖赛平和杨子江，合计持有卓越投资 100% 的股权，为公司的实际控制人。公司拟在中小板发行 4000 万股，发行后总股本扩大至 1.6 亿股。发行前，杨振家庭直接和间接合计持有公司 56.28% 的股份，发行后持股占比为 42.21%。

管理层及部分员工持有公司股权。卓越投资拥有的主要资产为公司 6408.60 万股股份，以及长沙可可槟榔屋有限公司 75% 股权。天恒投资是公司核心营销人员为持有公司股权而设立的，发行前持有公司 825 万股，占比 6.875%。盈盛投资是公司及全资子公司中层管理人员、优秀员工为持有公司股权设立的，发行前持有公司 210 万股，占比 1.75%。其他的股东，基本上都是在 2010 年 8 月份，通过增资或股权转让，持有公司股份的。

表格 1：公司股权结构

股东	持股数量 万股	发行前占比	发行后占比
卓越投资	6408.6	53.41%	40.05%
点量一期	855	7.13%	5.34%
天恒投资	825	6.88%	5.16%
嘉华卓越	771.4	6.43%	4.82%
苏州大道	763.5	6.36%	4.77%
嘉华致远	536.4	4.47%	3.35%
鼎源投资	436.5	3.64%	2.73%
嘉华优势	428.6	3.57%	2.68%
杨子江	345	2.88%	2.16%
盈盛投资	210	1.75%	1.31%
其他 12 个自然人	420	3.50%	2.63%
社会公众股	4000		25.00%
合计	16000		

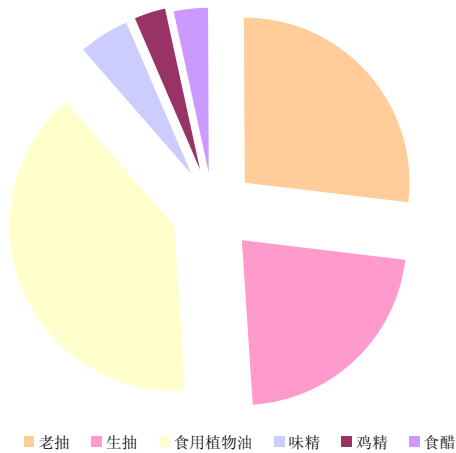
资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

酱油和食用植物油为主要业务

公司成立于 1996 年，是一家大型调味品企业，以加加系列酱油为主导，涉及到食醋、鸡精、味精和食用植物油等品类，包括 180 个品种规格。公司拥有加加、盘中餐两大品牌，多系列产品共用营销渠道。

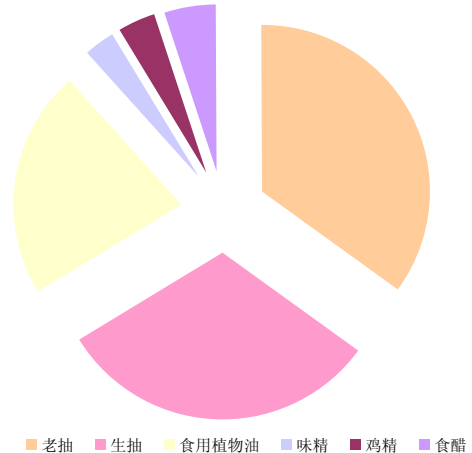
酱油和食用植物油是公司的主要产品，合计收入、毛利占比超过 85%。随着公司淡酱油战略的实施，生抽的收入占比向老抽接近。募投项目茶籽油投产的话，未来食用植物油的比重也会逐渐提升，尽管 2011 年上半年其毛利占比仅为 22%。

图 1: 2011 年 1-6 月收入分布



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 2: 2011 年 1-6 月毛利分布



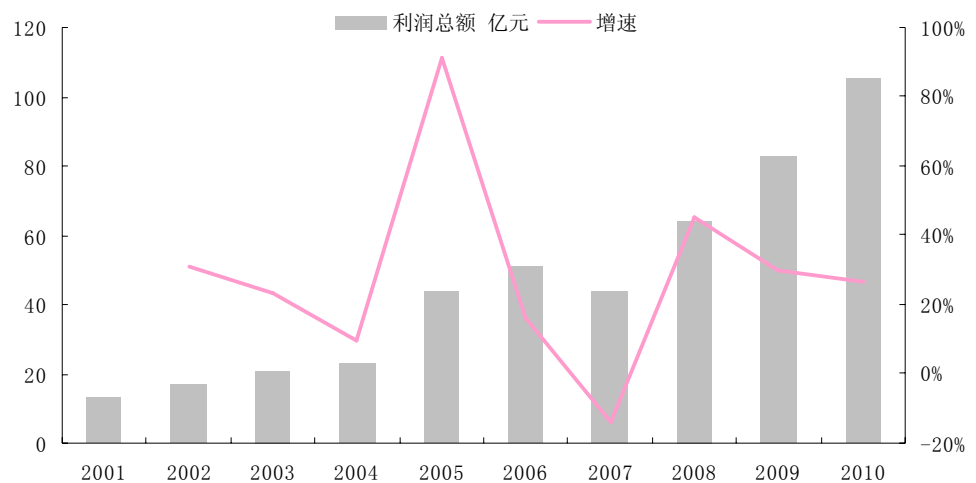
资料来源: 华泰联合证券研究所

调味品行业概述

种类多、较分散、内生性增长为主

种类多、容量小、较分散、内生性增长为主。口味众多对应调味品种类繁多,如味精、鸡精、酱油、食醋、酱等。因此相对其他食品饮料子行业,各品类的市场容量较小。由于进入壁垒较低,地方性调味品企业众多,行业格局较为分散,尤其是食醋行业。调味品行业主要以内生性增长为主,即大品牌公司逐渐替代散装、小品牌企业;推出中高档等创新产品,拓展细分市场。单纯人均消费量的提高,带来的行业容量扩张比较有限。

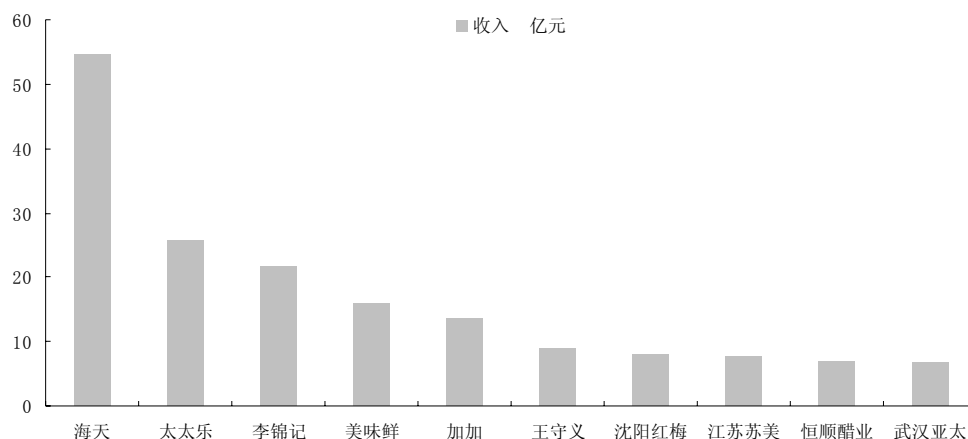
图 3: 调味品及发酵制品的利润总额及增速



资料来源: 国家统计局、华泰联合证券研究所整理

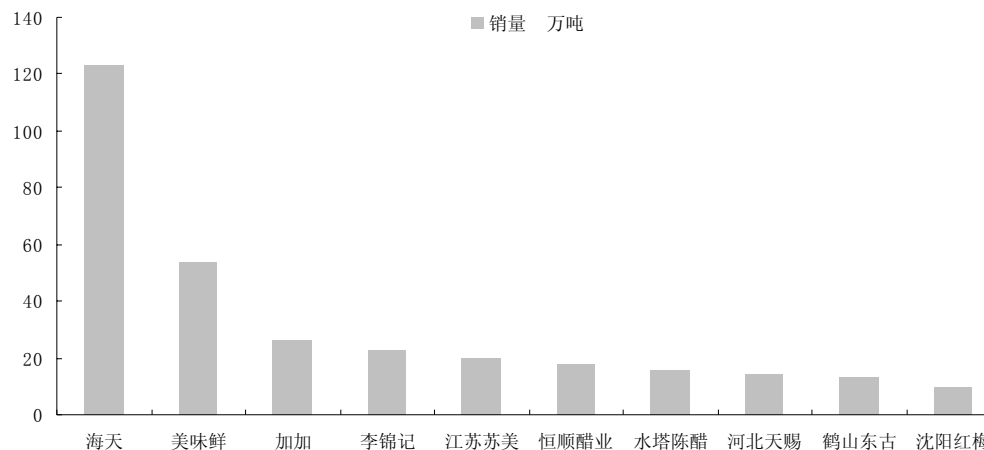
大企业多出自酱油行业。调味品规模最大的企业是佛山海天、太太乐、李锦记、美味鲜、加加等。除外资企业太太乐以外，其他大规模的企业基本都出自酱油行业，这与其市场容量相对其他调味品子行业较大有关。佛山海天近几年增长很快，得益于其自然条件优势、领先的产品战略和强大的营销网络。李锦记以耗油出身，产品定位中高端，竞争力强劲。

图 4： 调味品行业前十名企业收入规模



资料来源：中国调味品协会、华泰联合证券研究所整理

图 5： 调味品行业前十名企业销量规模



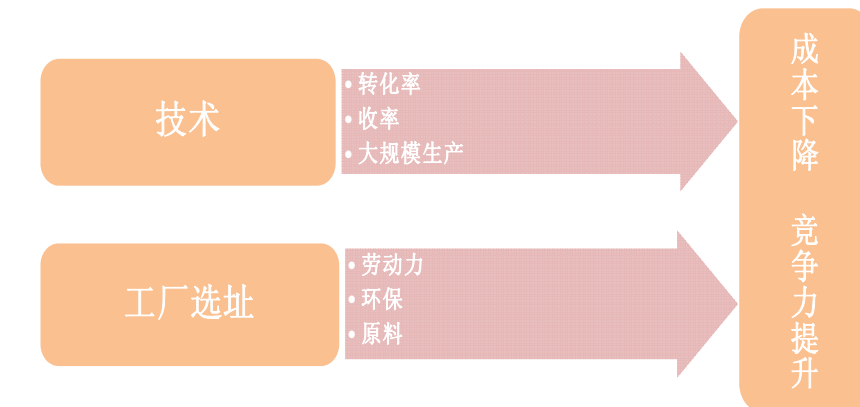
资料来源：华泰联合证券研究所

调味品行业分类

按照客户对象，调味品分为两大类，食品工业用品 B2B、终端消费品 B2C。B2B 主要是面对复合调味料、食品工业客户，以低成本为重，比如味精、呈味核苷酸、酵母味素等。B2C 主要是直接面向消费者的终端调味品，以品牌和渠道为重，比如酱油、醋、鸡精、鸡粉等。味精一部分是家庭、餐饮自用的终端消费品，另一部分是方便面、

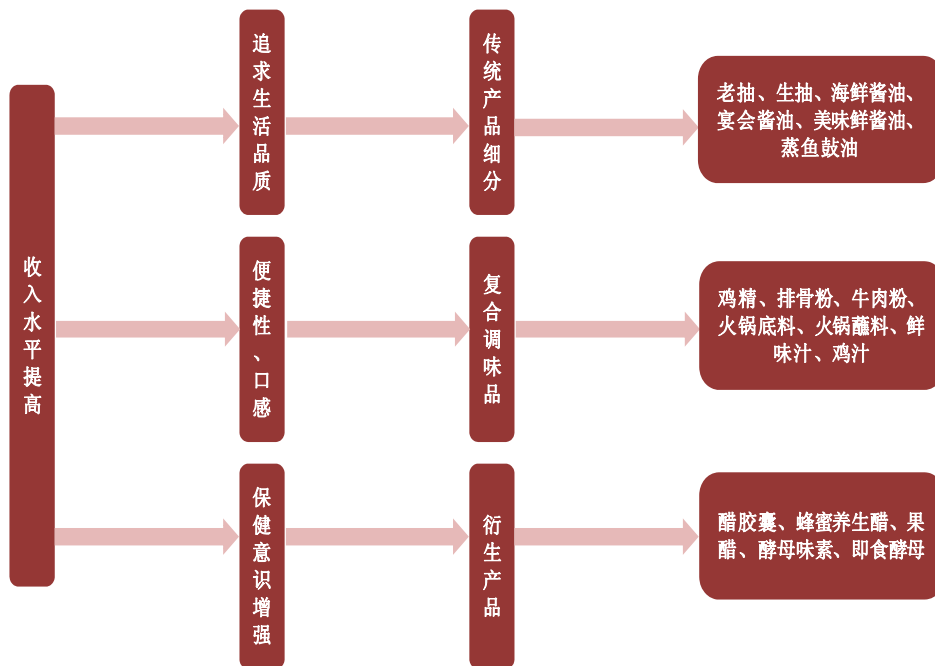
酱油企业等的食品工业用品。

图 6: B2B 调味品企业发展动力



资料来源：希杰专访、华泰联合证券研究所整理

图 7: B2C 调味品三大类行业增长点



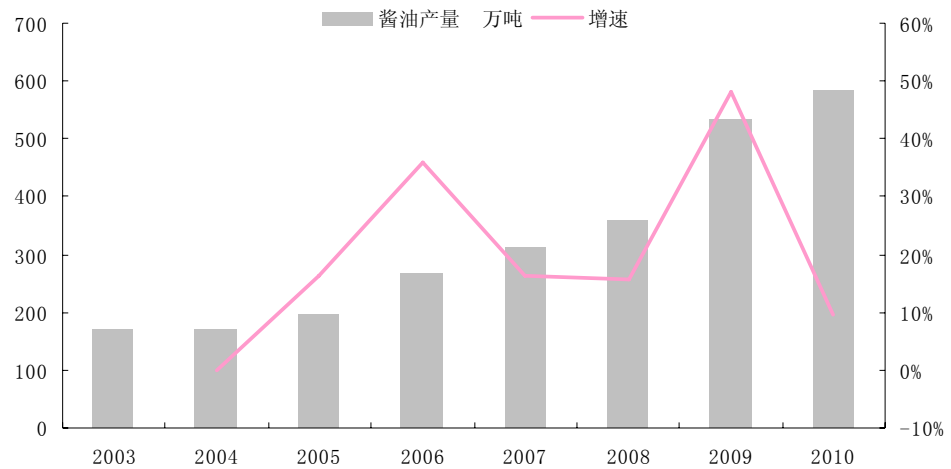
资料来源：希杰专访、华泰联合证券研究所整理

酱油行业竞争格局

酱油行业“南强北弱”，格局较为分散。从区域来看，行业呈现“南强北弱”的局面，广东省以其自然条件优势，占据全国酱油产量的接近半壁江山。从产品档次来看，我国高档酱油产量加起来不到 50 多万吨，低于全国总产量的十分之一。2009 年中国酱油产量排名前 10 位的企业产量总和占全国酱油总产量的比重不到 40%，行业集中度较低，主要是进入壁垒较低（大部分调味品的共性，除味精和鸡精子行业），地方酱油企业较多。尤其是乡镇和农村市场，以小规模工厂或家庭作坊为主。按照 2010 年销量计算，酱油行业龙头佛山海天市场份额约为 21.2%，李锦记销量份额 3.9%，广

东美味鲜和公司的销量占比分别为 9.2%和 4.5%。

图 8： 酱油行业历年产量及增速



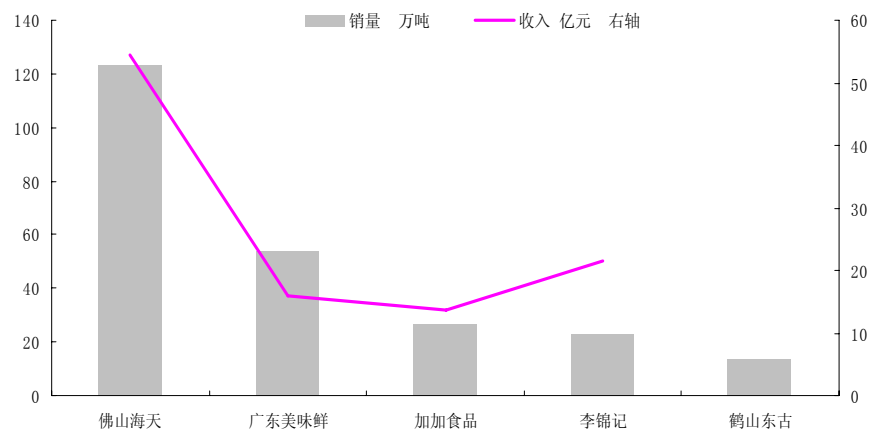
资料来源：国家统计局、华泰联合证券研究所整理

表格 2： 酱油行业竞争格局

竞争格局	代表性企业
全国性大品牌	海天、加加、李锦记、美味鲜，占全国总销量的 30%左右
地方性强势品牌	致美斋、家乐、金狮、珍极、欣和
外资品牌	龟甲万、美极、和田宽、淘大
小规模工厂或家庭作坊	多为散装、袋或瓶等简易包装

资料来源：中国调味品协会、招股说明书、华泰联合证券研究所整理

图 9： 酱油龙头企业销量及收入规模



资料来源：国家统计局、华泰联合证券研究所整理

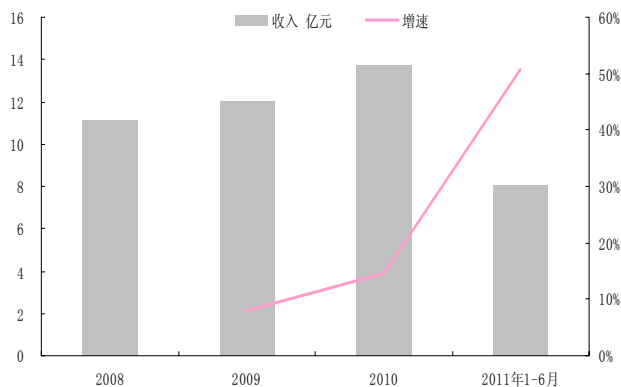
前两年成长性一般、实施淡酱油战略、拓展茶油业务

酱油增长不快、茶油提升盈利能力

前几年成长性一般。2009 年公司营业收入同比增长 7.9%，2010 年收入增速 14.5%。分产品看，酱油老抽增速缓慢，生抽复合增长率在 20%以上，食用植物油增速 10%左右，主要是受限产能。2011 年上半年，营业收入增速高达 50.8%，其中酱油销售额同比增长 26.2%，主要是老抽销量增速显著提升，食用植物油销售额同比大幅增长 113.2%。

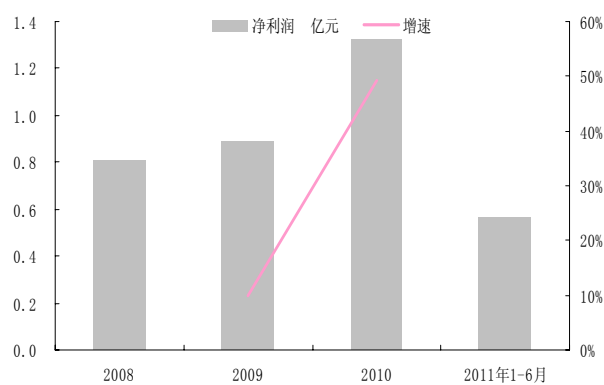
食用植物油业务以茶油为发展重点。食用植物油量价齐升，2011 年上半年销量增速 58.9%，均价上涨 34.2%。今年上半年，公司茶油销售额在食用植物油业务中的比重，从 2010 年的 8.3%提高到 11.5%。茶油属于中高档食用植物油，公司推出的茶油产品又主要定位于高端礼品消费，因此，茶油毛利率超过 50%，其在公司食用植物油中的毛利占比高于 40%。未来三年，公司将重点发展以茶籽油为核心的中高端食用植物油业务，提升盈利水平。

图 10： 公司历年收入及增速



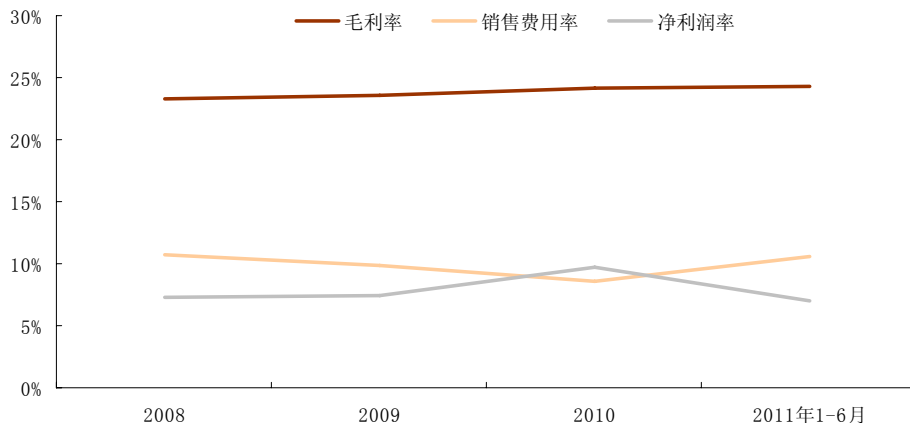
资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

图 11： 公司历年净利润及增速



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

图 12： 公司历年利润率、费用率

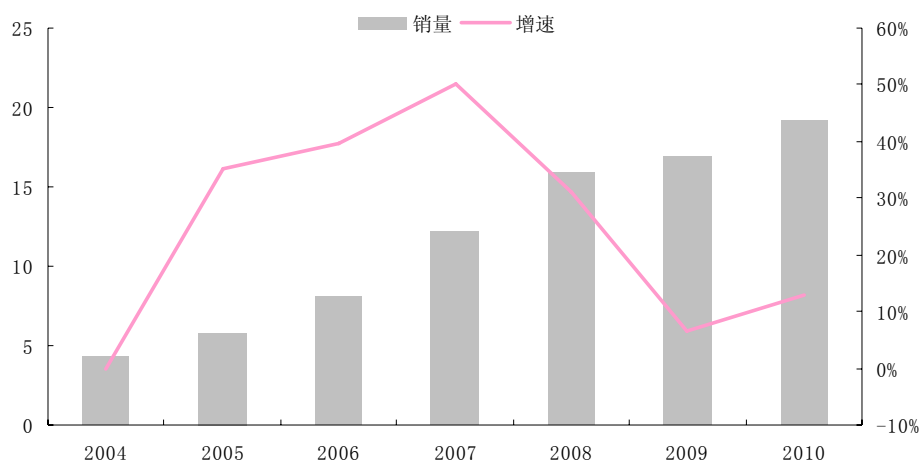


资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

酱油业务以创新为主推力

差异化战略、细分市场拓展。在产品同质性很强的酱油行业，公司非常重视营销策划，以建立差异化定位。成立之初是细节上的瓶盖创新，2001-2004 年推行实惠的营销策略——“加加酱油，一瓶当作两瓶用”。2005-2009 年是公司发展最快的阶段，主要是抓住了细分市场——“炒菜用加加老抽、凉拌用加加生抽”，引导生抽酱油不断替代老抽。2010 年，公司提出淡酱油战略，逐步树立酱油营养、调味的新定位，扩大了市场容量。公司于 2010 年在局部市场推出全新的酱油品类“面条鲜”，作为淡酱油的代表性产品，全年销售近 5000 吨。未来三年，公司调味品业务开发重点也将围绕淡酱油展开。

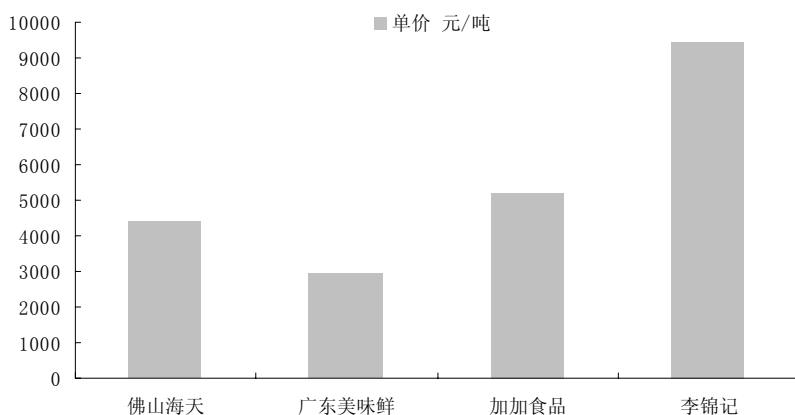
图 13： 公司酱油历年销量及增速



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

定位中档市场、以二三线城市为重点。公司酱油产品价位处于行业平均水平，与高端的李锦记区隔开来，略高于海天的价位。公司产品主要以二三线城市和县乡镇为重点市场，低毛利率产品仍占较大比重。公司在全国各地发展了近 1200 家总经销商，形成以长沙、郑州两大生产基地为中心，辐射全国的销售网络。从区域上看，公司销售额集中在华中、华东地区，合计占比约 65%。

图 14： 酱油龙头企业销售均价比较



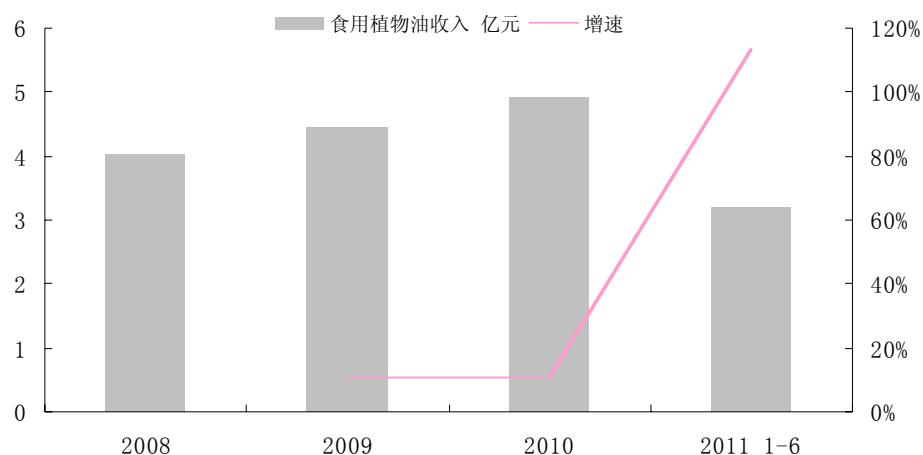
资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

茶籽油为植物油新品类

传统油种成红海。按照原料不同，植物油通常分为花生油、玉米胚芽油、大豆油、棉籽油、棕榈油、橄榄油、葵花籽油等等。其中，花生油、大豆油、棉籽油是传统的大品类植物油。经过多年的上下游资源抢占、并购整合，益海嘉里和中粮成为食用植物油行业主流油种的霸主。其他企业，只能在小品类植物油，或者创新产品概念带来的细分市场中，求得生存空间。

茶油新品类竞争缓和。茶油因不饱和脂肪酸含量高，媲美西方的橄榄油，在我国属于中高档油种，价格介于橄榄油和普通食用油之间。我国是世界上茶油产量最大的国家，2009 年产量 28.3 万吨，同比增长 14.1%，但市场上还没有成气候的品牌茶油产品。公司地处茶油之乡，上游资源丰富。2010 年公司推出茶籽油系列产品，当年销量 1177 吨，销售额 4109 万元；预计 2011 年茶油系列产品的销量可达 3000 吨，2011 年上半年已实现收入 3678 万元。公司茶籽油主要走礼品油、茶籽油、调和油，以针对不同的消费群体。

图 15： 公司食用植物油历年销售额及增速



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

募投项目

公开发行股票所募集的资金扣除发行费用后，将全部用于“年产 20 万吨优质酱油项目”和“年产 1 万吨优质茶籽油项目”，预计总投资分别为 47,874.42 万元、14,916.12 万元，合计 62,790.54 万元。

公司酱油现有产能 20 万吨，年产量也接近 20 万吨，产能较为紧张。年产 20 万吨的酱油项目建设期一年，第一年达产 60%、第二年达产 80%、第三年达产 100%。酱油扩产主要是为配合公司提出的淡酱油战略，以面条鲜为代表产品，同时优化产品结构，提高中高端产品占比。

年产 1 万吨茶籽油项目建设期也是一年，项目建成投产后，第一年预计达产 60%，第二年达产 80%，第三年全部达产。茶油项目主要是借助上游资源优势，看重小品类高端食用植物油的发展潜力。一方面缓解国内紧张的食用油供需矛盾，另一方面增加公司利润来源、提升盈利能力。

盈利预测与估值

我们判断公司明年下半年到后年进入成长期，主要基于产能瓶颈的解决。市场拓展方面，公司以面条鲜为主打，继续推进淡酱油战略；茶油分成三个价位段，将显著提高食用植物油的毛利率。

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.92、1.08、1.37 元。调味品上市公司规模偏小、业绩波动剧烈，部分公司业务种类较多，因此整体样本参考性有限。我们主要参照食品饮料行业的平均市盈率定价。

目前的市场环境下，主流食品饮料公司 2012 年的市盈率基本不足 25 倍。公司规模较小，对应一定的弹性，我们按照略高于主流食品饮料公司的估值，给予 2012 年 25-30 倍的市盈率。根据公司 2012 年每股收益 1.08 元，对应的合理价值区间为 27-32.4 元。

表格 3：公司收入预测

销量：万吨	2008	2009	2010	2011 年 1-6	2011	2012	2013
酱油	15.91	16.98	19.19	10.15	22.40	24.75	29.82
老抽	11.53	11.72	12.61	6.05	14.50	15.66	18.01
生抽	4.39	5.26	6.58	4.10	7.90	9.08	11.81
食用植物油	3.40	5.22	5.07	2.77	5.99	6.88	8.61
味精	0.83	0.77	0.86	0.38	0.87	0.88	0.89
鸡精	0.18	0.25	0.28	0.15	0.33	0.38	0.42
食醋	0.67	0.66	0.95	0.63	1.12	1.30	1.46
售价：元/吨							
酱油	3713	3672	3725	3887	3812	3876	3952
老抽	3542	3478	3513	3589	3584	3619	3656
生抽	4163	4104	4130	4328	4233	4317	4404
食用植物油	11856	8541	9734	11562	11194	11753	12341
味精	8796	9931	10176	10828	10685	10899	11117
鸡精	12171	12144	14401	15558	15121	15575	15886
食醋	3656	3720	3845	4234	4152	4235	4320
收入：亿元							
酱油	5.91	6.23	7.15	3.94	8.54	9.59	11.78
老抽	4.08	4.08	4.43	2.17	5.20	5.67	6.59
生抽	1.83	2.16	2.72	1.77	3.34	3.92	5.20
食用植物油	4.03	4.45	4.94	3.20	6.70	8.09	10.62
味精	0.73	0.77	0.88	0.41	0.93	0.96	0.98
鸡精	0.22	0.30	0.41	0.24	0.50	0.59	0.67
食醋	0.24	0.25	0.37	0.27	0.47	0.55	0.63
其他			0.01	0.04	0.05	0.03	0.02
合计	11.13	12.00	13.75	8.10	17.18	19.81	24.71
毛利率							
酱油	34.4%	35.8%	32.5%	33.0%	33.0%	33.5%	34.1%
老抽	34.8%	35.2%	31.8%	31.8%	32.0%	32.5%	33.0%

生抽	33.4%	37.0%	33.7%	34.5%	34.5%	35.0%	35.5%
食用植物油	9.2%	7.9%	12.4%	13.6%	13.4%	14.0%	14.5%
味精	14.3%	15.0%	18.3%	14.5%	14.5%	14.0%	14.0%
鸡精	14.7%	17.0%	25.2%	30.8%	31.0%	30.0%	30.0%
食醋	22.0%	31.3%	34.9%	36.0%	34.0%	32.0%	32.0%
其他			18.8%	9.5%	6.0%	5.0%	5.0%
合计	23.3%	23.6%	24.2%	24.3%	24.2%	24.4%	24.7%

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

风险提示

食品安全；市场拓展跟不上产能释放进度。

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	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012	2013
流动资产	625	828	1406	1400	营业收入	1376	1718	1981	2471
现金	221	219	734	658	营业成本	1043	1301	1497	1861
应收账款	7	48	56	70	营业税金及附加	4	6	7	9
其他应收	34	16	19	23	营业费用	118	168	202	252
预付账款	199	59	67	84	管理费用	36	44	51	64
存货	163	190	524	558	财务费用	-2	9	-2	-1
其他流动	0	10	6	7	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	176	456	1120	1482	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	157	364	914	1230	营业利润	181	189	225	287
无形资产	10	18	26	34	营业外收入	2	7	7	7
其他非流	9	74	180	218	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	801	1174	1856	2882	利润总额	181	195	231	292
流动负债	454	605	674	817	所得税	48	49	58	73
短期借款	98	0	0	6	净利润	133	147	173	219
应付账款	89	195	225	279	少数股东损益	3	0	0	0
其他流动	267	410	449	532	归属母公司净利	130	147	173	219
非流动负	0	22	22	22	EBITDA	189	222	289	404
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.81	0.92	1.08	1.37
其他非流	0	22	22	22	主要财务比率				
负债合计	454	627	696	839	会计年度	2010	2011E	2012	2013
少数股东	0	0	0	0	成长能力				
股本	120	160	160	160	营业收入	14.5%	24.9%	15.3%	24.8%
资本公积	123	123	883	1083	营业利润	40.9%	4.6%	19.0%	27.5%
留存收益	103	250	323	643	归属母公司净利	60.3%	13.4%	17.5%	26.7%
归属母公	347	534	1667	1886	获利能力				
负债和股	801	1161	2063	2725	毛利率(%)	24.2%	24.2%	24.4%	24.7%
现金流量					净利率(%)				9.4%
单位: 百万元					ROE(%)	37.5%	27.6%	10.4%	11.6%
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	ROIC(%)	59.1%	39.9%	14.9%	15.1%
经营活动	82	283	153	403	偿债能力				
净利润	133	147	173	219	资产负债率(%)	56.7%	54.0%	29.5%	30.8%
折旧摊销	11	24	66	118	净负债比率(%)	21.57%	0.00%	0.00%	0.72%
财务费用	-2	9	-2	-1	流动比率	1.38	1.37	2.09	1.71
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.02	0.72	1.31	1.03
营运资金	-29	101	-85	65	营运能力				
其他经营	-30	1	1	1	总资产周转率	1.87	1.65	1.04	0.91
投资活动	0	-280	-730	-480	应收账款周转率	142	58	36	37
资本支出	62	270	720	470	应付账款周转率	14.24	9.15	7.13	7.39
长期投资	-60	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资	2	-10	-10	-10	每股收益(最新摊	0.81	0.92	1.08	1.37
筹资活动	-44	211	1002	1	每股经营现金流	0.51	1.07	0.96	2.52
短期借款	-18	-98	0	6	每股净资产(最新	2.17	3.34	10.42	11.79
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增	64	40	0	0	P/E	0	0	0	0
资本公积	57	0	960	0	P/B	0	0	0	0
其他筹资	-147	269	42	-5	EV/EBITDA	0	0	0	0
现金净增	-25	213	425	-76					

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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。