

2010-12-07

证券研究报告
行业研究 / 年度策略

食品饮料

增持/维持评级

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:s1000210080001

(021)6849 8639

hongting@lhq.com

蒋小东

SAC 执业证书编号:s0930208020141

(021)6849 8615

jiangxiaodong@lhq.com

逯海燕

SAC 执业证书编号:s1000210080005

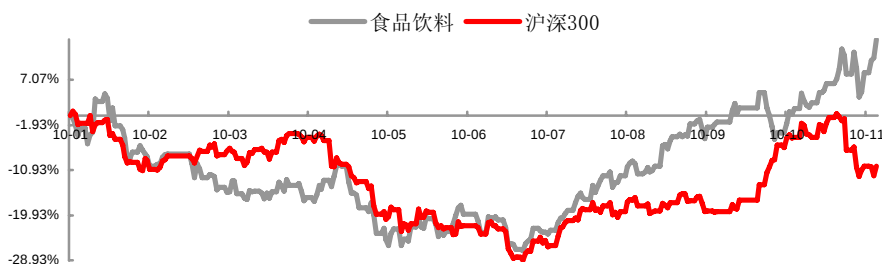
(021)6849 8615

luhy@lhq.com

收入增长和通胀中优选子行业 ——食品饮料行业 2011 年投资策略

- **居民收入增长和通胀的经济环境中优选食品饮料子行业。**今年底制定的十二五经济发展规划将继续将推动居民收入和消费作为未来工作重点,我们认为将长期利好食品饮料行业的增长。另一方面,我们通过比较分析在通胀周期中成本价格上升在各子行业中的传导能力和速度优选出在通胀周期中盈利能力持续提升的白酒、葡萄酒和调味品行业,以及成本压力已达高点,短期存在提价可能的乳品行业。
- **白酒: 销售持续增长, 短期调控无碍涨价预期。**经济持续增长的环境下,明年白酒产销量增长将持续,预计增速超 20%; 目前高档白酒的出厂价与零售价之间的价差已达历史高位,明年初提价确定性大; 首推品牌力稳固、销售力上升同时估值处于历史相对低点的一线白酒公司,推荐泸州老窖、五粮液和贵州茅台; 预计明年二线地产酒市场增长仍然较快,但竞争将日趋激烈,优选有一定品牌基础的洋河、汾酒和古井贡。
- **葡萄酒: 市场增长空间大, 进口葡萄酒影响前高后低。**国内葡萄酒市场销售量与白酒、啤酒有较大差距,人均葡萄酒消费量也大大低于全球平均水平,未来市场有长期增长空间; 随着消费者对进口葡萄酒消费渐趋理性化,进口葡萄酒对国产酒的影响将呈现前高后低,持续推荐品牌和市场渠道都具有绝对优势、受益行业增长的张裕 A。
- **乳品: 提价或能消化成本压力; 关注行业整合。**目前原奶价格已超历史高位,行业成本压力已达历史高点,预计明年原奶价格继续上升可能性小,短期提价可能较大,行业利润或将回升; 蒙牛收购君宝乐,行业整合将逐步开始,恶性竞争减少。推荐行业龙头伊利股份。
- **调味品: 产品种类多, 投资机会丰富。**行业由客户不同分为 B2B(面向工业客户)和 B2C(面向消费终端); B2B 行业集中度提升,明年提价可能性较大; B2C 的投资机会来源于复合调味料、衍生产品和品牌优势,我们推荐星湖科技和安琪酵母。
- **2011 年投资策略:** 推荐白酒、葡萄酒、乳品和调味品,推荐的上市公司为泸州老窖、五粮液、茅台、张裕 A、伊利、星湖科技和安琪酵母。

最近 52 周行业表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

推动收入和消费的政策长期利好食品饮料行业销量增长.....	4
从通胀传导速度及对行业盈利的效应优选子行业	5
食品饮料重点子行业及上市公司推荐.....	6
白酒：销售持续增长，价格调控无碍提价预期.....	6
销售增长，提价确定.....	6
首推一线老品牌白酒公司：老窖、五粮液和茅台	6
优选品牌基础扎实，销售力强的二线地产酒：洋河、汾酒和古井贡	6
白酒上市公司推荐.....	7
葡萄酒：增长空间大，进口影响将前高后低	8
行业增长空间大，增速稳定.....	8
进口葡萄酒影响前高后低.....	8
葡萄酒上市公司推荐.....	9
乳制品：提价或能消化成本压力，关注行业整合	9
提价或能消化成本压力.....	9
未来乳品行业的市场销售量和利润都有一定的增长空间和可能。	10
行业整合启动，集中度提升减少恶性竞争	10
乳品行业上市公司推荐.....	11
调味品产品种类多、投资机会丰富	11
B2B 机会多在行业整合后	11
B2C 投资机会分为三类：复合调味料、衍生产品和品牌价值.....	13
调味品行业上市公司推荐.....	15
重点推荐公司盈利预测及估值.....	15

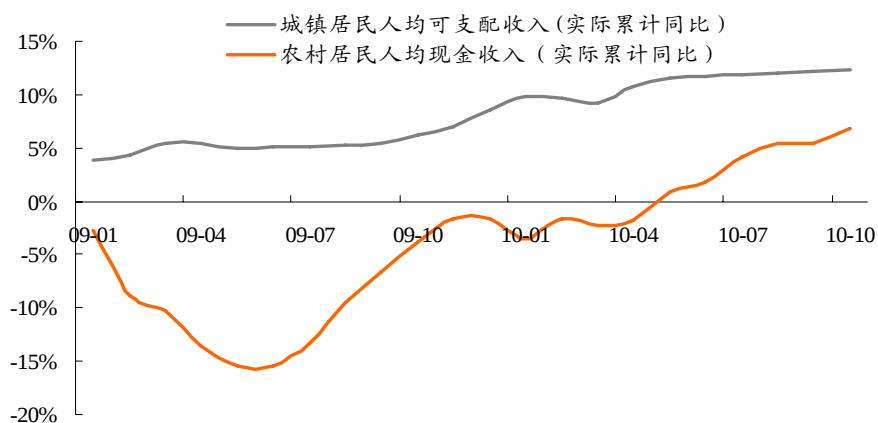
图表目录

图 1 城镇及农村居民收入月度实际累计增速	4
图 2 白酒月度累计销量增长	4
图 3 葡萄酒月度累计销量增长	4
图 4 啤酒月度累计销量增长	5
图 5 液体乳月度累计销量增长	5
图 6 CPI 与食品饮料各子行业毛利率变化比较	5
图 7 经济增速与白酒行业产销量增速呈正相关	6
图 8 主要高档白酒产品出场价与零售价的价差变化	6
图 9 一线白酒公司的历史估值比较	7
图 10 葡萄酒行业产销量与白酒、啤酒的产销量比较	8
图 11 全球各地人均葡萄酒消费量的比较	8
图 12 进口葡萄酒进口量和进口金额的变化	9
图 13 原奶价格已近历史高点	10
图 14 乳品行业销售毛利率和利润增速已近历史低点	10
图 15 原奶价格已近历史高点	10
图 16 味精价格走势	13
图 17 呈味核苷酸价格走势	13
图 18 终端调味品三大类行业增长点	14
图 19 鸡精、鸡粉行业销量及增速	15
表格 1 各主要品牌在液体乳市场的份额	11
表格 2 发酵产业链横向延伸为主、纵向延伸为辅	12
表格 3 鸡精、鸡粉与味精的比较	14
表格 4 重点推荐公司盈利预测及估值	14

推动收入和消费的政策长期利好食品饮料行业销量增长

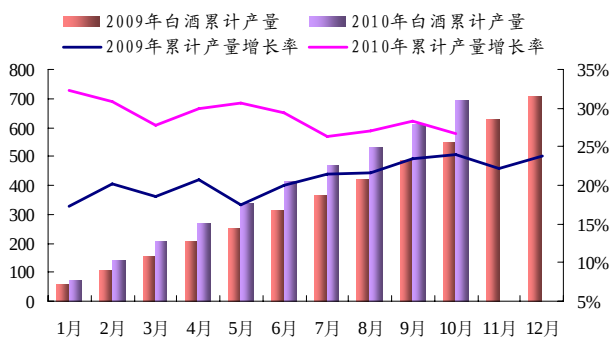
09 年以来居民收入增速上升推动各子行业销量增长，政府今年底制定的十二五发展计划将继续把推动居民收入和消费作为未来工作重点，将长期利好食品饮料行业销量增长。

图 1 城镇及农村居民收入月度实际累计增速



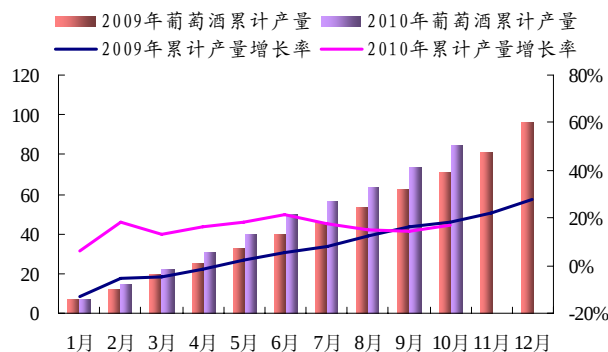
资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

图 2 白酒月度累计销量增长



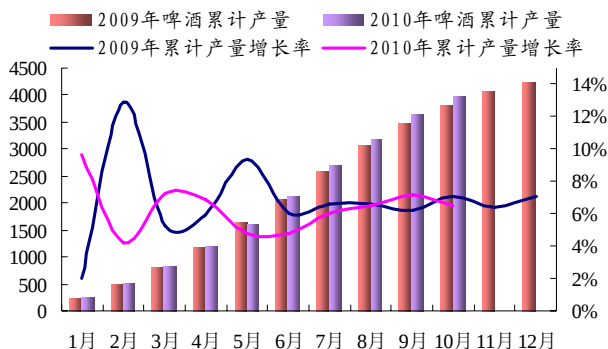
资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

图 3 葡萄酒月度累计销量增长



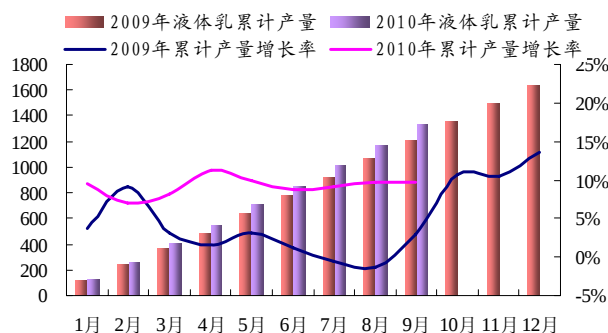
资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

图 4 啤酒月度累计销量增长



资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

图 5 液体乳月度累计销量增长



资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

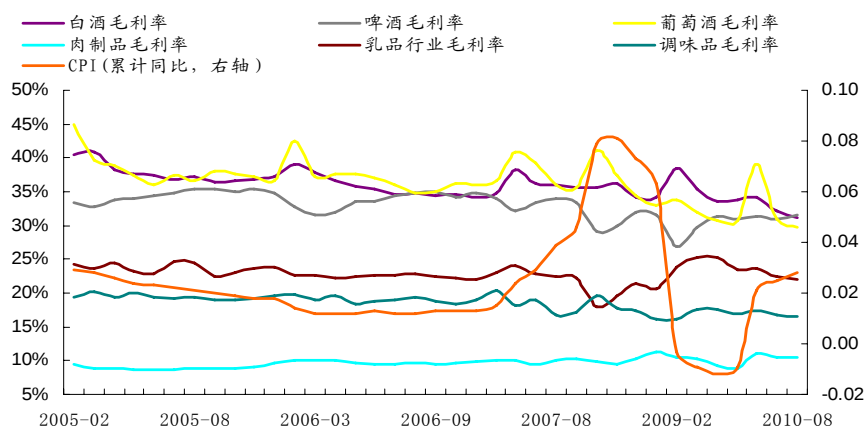
从通胀传导速度及对行业盈利的效应优选子行业

从 2010 年中期开始国内经济进入了新一轮的通胀，原材料产品纷纷涨价，我们预计该轮通胀很有可能持续到明年上半年。

2010 年下半年食品饮料各子行业在通胀的推动下成本价格均有所上升，我们通过历史数据分析（07-08 年）各子行业内通胀从成本向产品价格的传导能力和速度（提价的能力和速度）以研判明年各子行业的盈利能力的可能变化。

我们发现通胀传导速度较快，提价能力较强，通胀中实现盈利能力提升的行业为：白酒、葡萄酒、调味品；而通胀高点时盈利能力下降的行业为乳品、肉制品和啤酒。综合考虑行业增长空间、行业整合速度等其他因素 2011 年我们优选了白酒、葡萄酒、调味品和乳品行业进行推荐。

图 6 CPI 与食品饮料各子行业毛利率变化比较



资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

食品饮料重点子行业及上市公司推荐

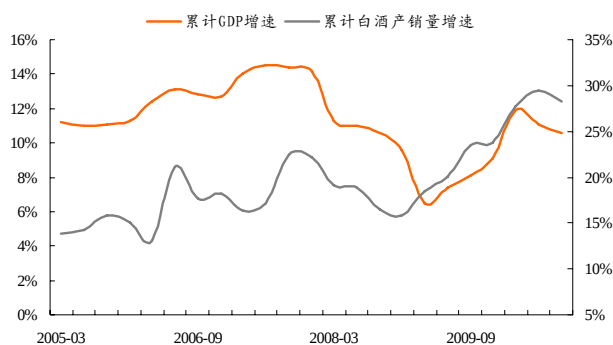
白酒：销售持续增长，价格调控无碍提价预期

销售增长，提价确定

经济增长推升行业销售增长持续。白酒行业产销量增速与国内经济增长呈正相关关系，在经济持续增长的背景下，白酒的产销量将继续保持较为稳定的增长，我们预计白酒行业明年仍然能够实现 20% 以上的销量增长。

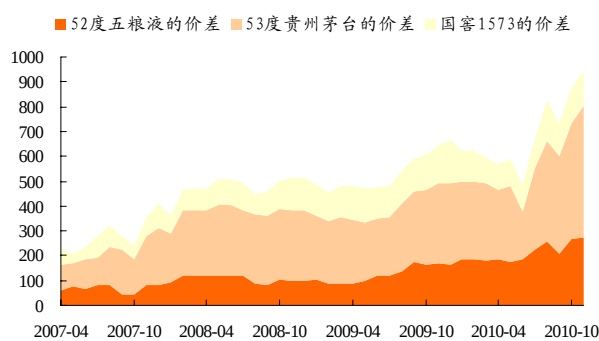
短期价格调控无碍提价预期，明年初提价确定较大。目前高档酒的零售价与出厂价差为历史高位，其中贵州茅台的差价最高达到 500 元左右，五粮液的差价为 280 元，提价空间和能力均存在。我们预计在政府价格调控的压力下，茅台和五粮液可能会将提价时点咽喉，但由于较大的出厂价和零售价的价差使得两企业的提价势在必行，我们认为明年初提价确定性较大。

图 7 经济增速与白酒行业产销量增速呈正相关



资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

图 8 主要高档白酒产品出场价与零售价的价差变化



资料来源：糖酒快讯，华泰联合证券研究所

首推一线老品牌白酒公司：泸州老窖、五粮液和贵州茅台

品牌力毋庸置疑，销售力回升助推公司业绩增速上升。贵州茅台、泸州老窖和五粮液等产品均具有较高的全国品牌知名度和美誉度。另一方面在白酒行业内部竞争持续激烈，二线地产酒公司销售快速增长的压力下，一线老品牌白酒企业也开始在销售策略上进行改革和调整以期实现销售力的上升推动业绩增速上升。

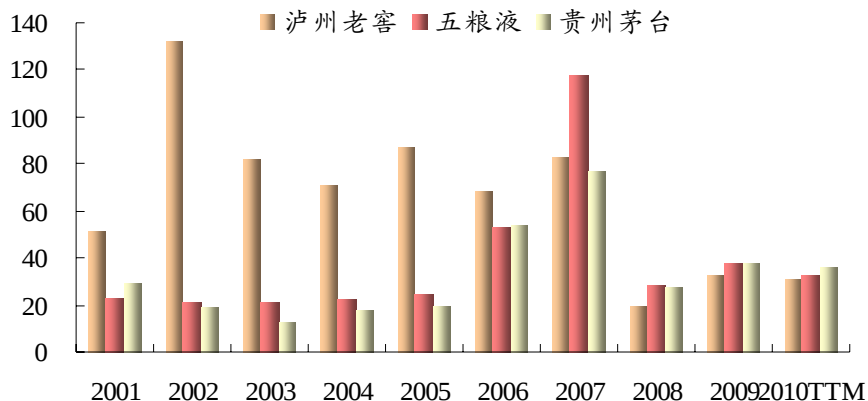
一线白酒的估值处于相对较低位置，仍有上升空间。一线白酒公司 2010 年的平均 PE 在 32 倍左右，2011 年的平均估值在 25 倍左右，处于历史相对偏低的水平，有一定的上升空间。

优选品牌基础扎实，销售力强的二线地产酒：洋河、汾酒和古井贡

二线地产白酒市场明年仍能实现较快增长，但随着二线白酒产品数量的增长，业内竞争将加剧，同时由于各地地产酒的估值普遍偏高，他们并不是我们短期内首推的品种。

行业内优胜劣汰开始，产品质量和品牌力度对消费者选择的影响力加强。长期看好具有名优品牌产品的洋河、汾酒和古井贡。

图 9 一线白酒公司的历史估值比较



资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

白酒上市公司推荐

泸州老窖：业绩有望重回增长快车道

- **国窖 1573 提价后销量仍实现稳定增长。**率先提高国窖 1573 的出厂价，推动公司业绩的同时巩固该产品在高档市场中的地位。
- **老窖特曲渠道修复实行按销量回升。**公司主要中档酒产品老窖特曲经过销售渠道的调整和修补等，其销量增速有望实现持续的回升。
- **新产品推升公司产品结构和盈利能力。**公司今年推出新产品 9 年陈老窖特曲和中国品味，期待在明年下半年或后年开始形成新的业绩增长点。
- **柒泉销售模式提升提升公司经营效率。**柒泉销售公司模式完善并推广，公司目前已有 5 家柒泉销售公司。

五粮液：销售积极性提升，业绩增长确定性强

- **一级酒销售火爆。**在公司扩大产量和白酒高档市场持续景气的推动下公司一级酒的销量将继续保持稳定增长，年增速在 20% 左右。
- **公司销售积极性提升，建立华东营销中心。**公司开始对销售体制进行改革，公司的销售能力和积极性较前几年将有较大提升，将推动公司业绩稳定快速增长。
- **市值管理推升企业放业绩动力。**公司领导对资本市场的关注度增强，市值管理占管理层绩效的比重达到 10%。
- **公司十二五计划保证公司未来业绩稳定快速增长。**四川省政府对公司的十二五计划为 2015 年实现 500 亿收入，复合增长率 27%。

贵州茅台：提价、放量助推业绩稳步增长

- 出厂价和零售价格差距最大，明年初提价可能性较大。53 度贵州茅台零售价超 1000 元，出厂价认为 499 元，提价空间较大，预计元旦提价实现，提价幅度可能超市场预期。
- 产能已经实现提升，预计明年销量可能会上升。公司通过 5 期 1 万吨的产能计划的建设以增加茅台酒产能，预计明年可销售的茅台产品将增加 1000 吨，明年销量将上升。

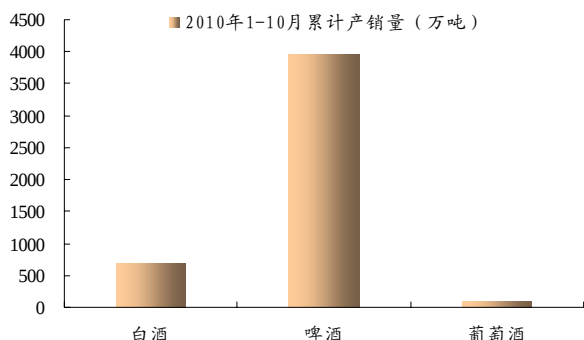
葡萄酒：增长空间大，进口影响将前高后低

行业增长空间大，增速稳定

葡萄酒产销量与白酒啤酒之间存在较大的差距和增长空间。2010 年 1-10 月葡萄酒的累计产销量为 81.17 万吨，而白酒和啤酒则分别高达 694.7 万吨和 3970.28 万吨，存在较大差距也给予行业较大增长空间。

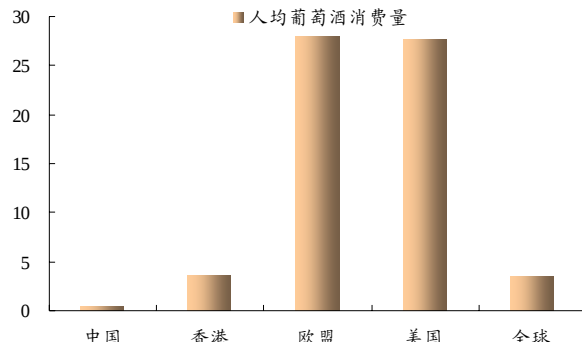
国内人均葡萄酒消费量低于世界平均水平。2009 年中国人均葡萄酒消费量仅为 0.5 升，而全球的平均水平为 3.5 升，而同样消费习惯较为相近的香港地区葡萄酒人均消费量也达到了 3.6 升的水平，国内人均葡萄酒消费量有上升的空间也有上升的可能。

图 10 葡萄酒行业产销量与白酒、啤酒的产销量比较



资料来源：华泰联合证券研究所

图 11 全球各地人均葡萄酒消费量的比较

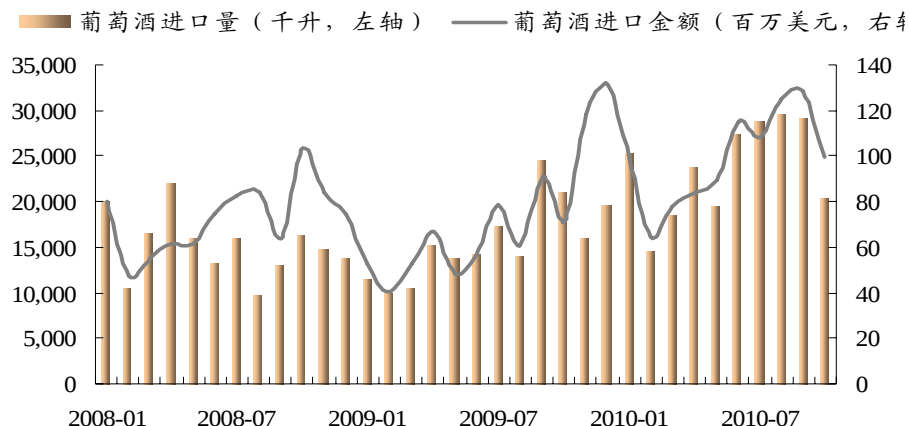


资料来源：华泰联合证券研究所

进口葡萄酒影响前高后低

近年来葡萄酒进口量增长较快，但我们判断其对国内葡萄酒负面影响将前高后低。在 2005 年进口关税下降以及 2008 年之后传统葡萄酒销售地区销售量增速放缓的影响下，葡萄酒进口量出现较快上升。随着居民对葡萄酒消费理性的回归，未来葡萄酒增速将下降，对国内葡萄酒行业的影响呈现前高后低。

图 12 进口葡萄酒进口量和进口金额的变化



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

葡萄酒上市公司推荐

张裕 A:5 年再造一个张裕

- 品牌与销售渠道在行业内具有明显优势。
- 拥有 25 万亩葡萄基地实现对公司 80% 的原料供应，产品质量获得保证。
- 新建陕西、北京和新疆三大酒庄，计划 5 年实现收入和业绩翻番，业绩长期稳定增长的确定性较强。

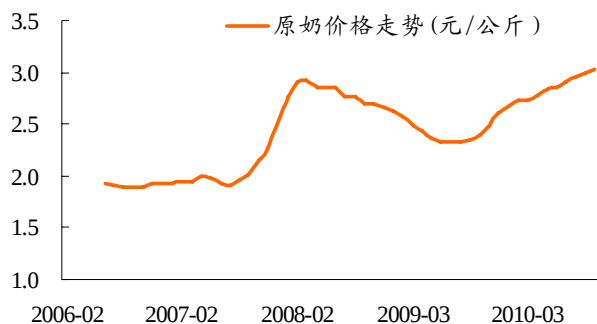
乳制品：提价或能消化成本压力，关注行业整合

提价或能消化成本压力

原奶价格及行业成本压力已近历史高点。10 月国内原奶的收购均价为 3.02 元，已经超过历史高点，预计明年原奶继续大幅上涨的可能性较小。

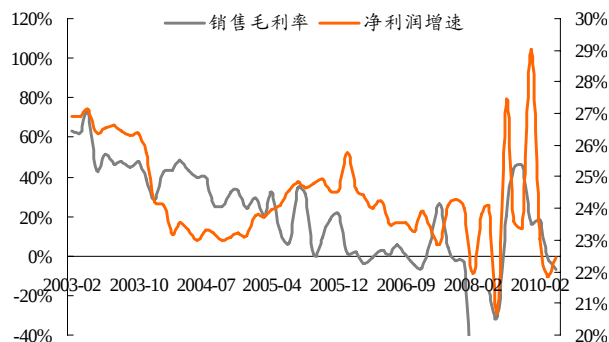
乳品行业的销售毛利率和利润增速已近历史低点，明年产品价格提升的可能性很大。今年 1-8 月乳品行业的累计销售毛利率为 22.07%，达到历史相对较低水平，行业利润同比下降 1.02%，行业的盈利受成本挤压较为明显，预计提价可能性较大，近期据市场调研数据所得，蒙牛、光明、伊利等产品的零售价格已经纷纷上调。产品的提价或能消化今年成本上升的压力，明年行业利润增速将回升。

图 13 原奶价格已近历史高点



资料来源：农业部网站，华泰联合证券研究所

图 14 乳品行业销售毛利率和利润增速已近历史低点



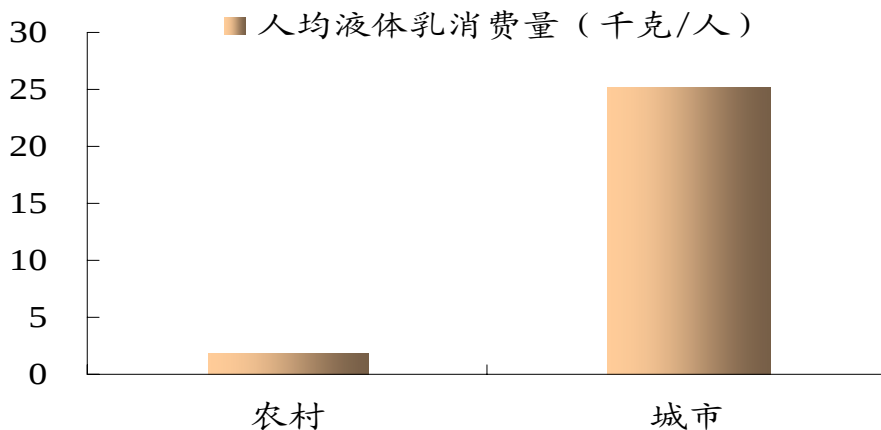
资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

未来乳品行业的市场销售量和利润都有一定的增长空间和可能。

我国目前城市居民乳品人均消费量达到 25.16 千克，接近全球平均水平，而农村人口人均消费量仅为 1.86 千克，农村居民人均消费量有较大的上升空间。同时在政府增加中低收入居民政策的推动下，农村居民人均乳品消费量未来将稳步提升。

近年来随着消费升级的推动，国内居民的乳品消费结构也逐步发生变化，酸奶及含乳饮料等毛利率较高的产品的销售增速较快，占比提升，将推升行业的盈利能力。

图 15 原奶价格已近历史高点



资料来源：华泰联合证券研究整理

行业整合启动，集中度提升减少恶性竞争

在成本上升的状况下，目前大部分小型乳品企业出现亏损，行业环境有利于龙头企业开展并购整合。近期蒙牛公司已率先收购君宝乐，预计未来伊利也可能会跟进，行业的集中度将进一步提升，龙头企业的规模也会有较快的增长。

表格 1 各主要品牌在液体乳市场的份额

公司名称	2010 年 2 月各主要品牌液体乳市场份额(不含乳饮料)
蒙牛	39.30%
伊利	23.70%
旺旺	10.20%
银鹭	5.20%
光明	4.90%
三元	3.10%
银桥	1.30%
完达山	0.90%
天友	0.70%

资料来源: AC 尼尔森数据, 华泰联合证券研究所

乳品行业上市公司推荐

伊利股份: 行业龙头受益行业增长和整合

- 行业仍有一定增长空间, 行业内部整合启动, 伊利作为全国销售型乳品企业龙头将受益行业增长和内部整合。
- 公司液体乳中中高档液体乳及酸奶的收入占比提升, 将推升公司盈利能力。
- 公司大力发展奶粉业务, 主攻三、四线城市及农村的奶粉市场, 奶粉将是公司未来业绩的新增长点。
- 通过奥运会及世博会的宣传, 伊利的品牌获得较好的提升和推广, 竞争力和销售力逐步超过蒙牛。

调味品产品种类多、投资机会丰富

为清晰把握调味品行业投资机会, 我们将调味品分为 **B2B、B2C** 两大类。B2B 是指面向食品工业客户为主的产品, 比如味精、呈味核苷酸等。B2B 产品核心竞争力是低成本, 主要由产能布局、技术进步推动的。B2C 产品就是我们熟悉的终端调味品, 一般是品牌、渠道双轮驱动。

B2B 机会多在行业整合后

注重全产业链竞争。我们总结国内外 B2B 调味品巨头成长轨迹, 发现大多都遵循横向延伸为主、纵向延伸为辅的发展路径。横向延伸是指发展多品类发酵产品, 主要是基于同样的原料、类似的生物发酵技术。纵向延伸是指发展下游的终端调味品, 一般是企业到一定规模后才开始实施。安琪酵母非公开发行的募投项目(埃及高活性干酵母、产业链横向的酶制剂和复合生物饲料、面向终端的复合调味料和生物保健食品, 使用资金占比各三分之一左右), 即充分体现了发酵产业链延伸的战略提升。

表格 2 发酵产业链横向延伸为主、纵向延伸为辅

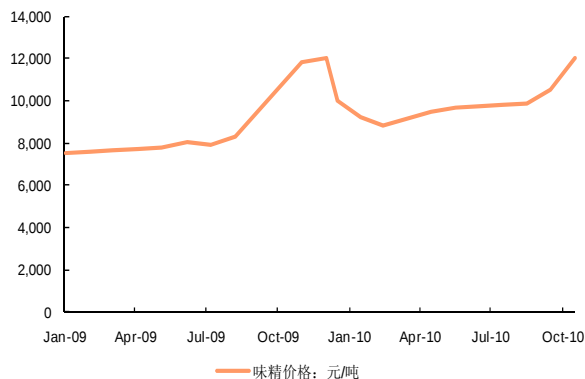
公司	发酵主产品	发酵产业链细分产品	公司	发酵链产品	产业链下游或其他
梅花集团	味精	苏氨酸	味之素	谷氨酸	终端调味品酱油等
		谷氨酰胺		赖氨酸	汤料
		牛磺酸		苏氨酸	加工食品
		呈味核苷酸		色氨酸	
		有机肥		呈味核苷酸	
阜丰集团	味精	苏氨酸	希杰	其他氨基酸	
	黄原胶	淀粉甜味剂		赖氨酸	终端调味品鸡精鲜味汁等
		玉米油		苏氨酸	韩式汤料
星湖科技	呈味核苷酸	苏氨酸		色氨酸	食品服务
		利巴韦林		蛋氨酸	饲料
安琪酵母	高活性干酵母	酵母味素		呈味核苷酸	家庭购物
		动物营养		其他氨基酸	
		人类营养			

资料来源：华泰联合证券研究整理

行业集中度提升后，定价能力增强。B2B 行业最大的催化剂是涨价，但我们认为，涨价只是表面因素，背后的行业整合才是基础。低成本驱动的行业整合过后，容易造成供给紧张，涨价往往一触即发。味精、呈味核苷酸行业的发展历程，都体现了这一点。味精经过落后产能淘汰、中小企业出局后，行业集中度大幅提高，需求稳定增长刺激了供给偏紧的局面，最终造成味精价格上涨。呈味核苷酸行业整合过程不太明显，星湖科技壮大后，形成了三足鼎立的寡头垄断格局。在 2008 年国家严查食品添加剂安全、打击走私的背景下，需求的快速增长同样带来供给端紧张，导致呈味核苷酸价格一年内翻番。

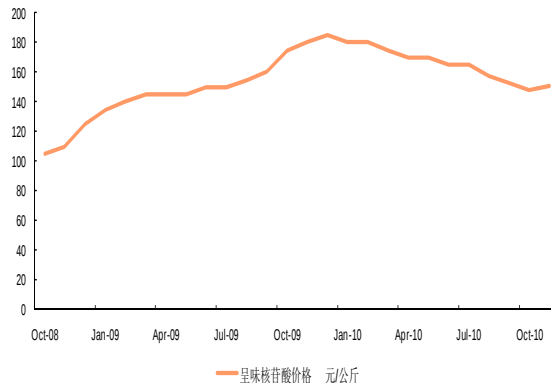
明年农产品高位背景下，B2B 产品涨价可能性很大。经过行业整合，供给话语权掌握在少数几家寡头厂商手里，议价能力很强。上游原料涨价的话，很容易通过价格上涨传导成本压力。明年农产品价格很可能维持高位，我们认为，行业集中度高的 B2B 产品价格上涨可能性很大，比如味精、呈味核苷酸、酵母等（部分产品价格已经上涨）。

图 16 味精价格走势



资料来源：中国发酵工业协会、华泰联合证券研究所

图 17 呈味核苷酸价格走势



资料来源：食品商务网、华泰联合证券研究所

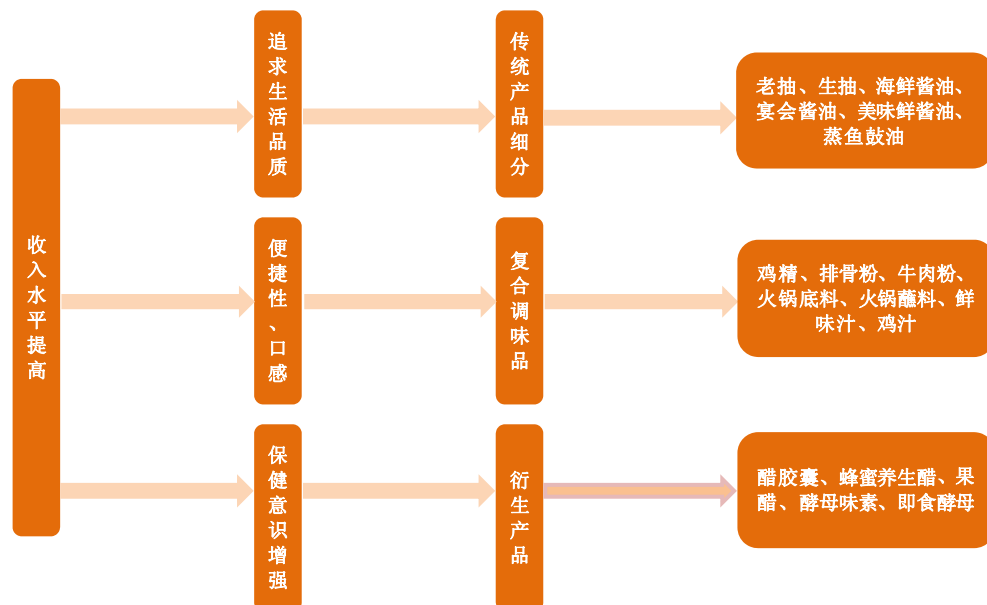
B2C 投资机会分为三类：复合调味料、衍生产品和品牌价值

复合调味料异军突起。B2C 产品投资机会主要分为以下三类：1) 传统产品细分扩大市场容量；2) 复合调味料需求前景广阔；3) 衍生产品有望带来空白细分市场。我们最看好复合调味料的成长前景，基于其便捷性、口感优势带来的强劲竞争力。典型代表产品鸡精、鸡粉，连续五年以上销量增速都超过 20%，市场空间巨大。

衍生产品有望带来新的行业增长点。调味品、发酵制品衍生产品众多，随着人们保健意识增强，给营养价值高的衍生产品带来较大的市场空间。以食醋行业为例，其营养价值是公认的，但作为调味品，食用量比较稳定。食醋的衍生产品如醋胶囊、果醋等，口感明显提升，再加上营养优势，给传统行业带来新的细分空白市场。

品牌优势明显的终端调味品，有望顺利消化成本压力。调味品原料以玉米、黄豆、糯米、高粱等农产品为主，原料价格上涨直接侵蚀毛利率。但是品牌优势明显、渠道完善的企业，可以通过产品价格上涨转移成本压力。大多数企业开发中高档产品，提升产品结构，变相提价以应对农产品上涨，毛利率保持稳定。

图 18 终端调味品三大类行业增长点



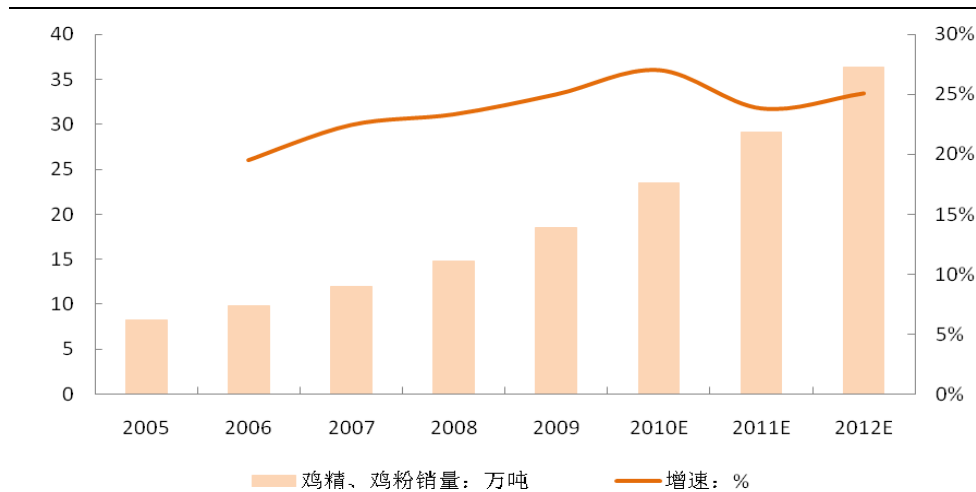
资料来源：中国调味品协会，华泰联合证券研究所

表格 3 鸡精、鸡粉与味精的比较

对比项目	鸡精、鸡粉	味精
鲜度	相对较高	相对较低
成分	主要成分为鸡肉、鸡骨粉或其浓缩抽提物、食用盐、味精、呈味核苷酸钠及其他辅料等（属于复合调味品）	主要成分为谷氨酸钠
口感	口感协调性好，具有鸡肉的鲜香味	口感相对单一
营养	含有氨基酸、蛋白质及部分矿物质元素	无

资料来源：佳隆股份招股说明书，华泰联合研究所

图 19 鸡精、鸡粉行业销量及增速



资料来源：中国调味品协会，华泰联合证券研究所

调味品行业上市公司推荐

星湖科技：发酵主业加速发展、产品价格上涨势头显现

- 呈味核苷酸价格上涨势头显现，苏氨酸、利巴韦林价格上涨持续四个月了。
- 伴随餐饮业、复合调味料的快速发展，呈味核苷酸需求稳定增长，销量年增速 20% 左右。
- 多年研发技术积累，产品储备丰富，带来发酵主业加速发展。
- 大股东广新集团入住后，对公司规模提出较高要求，支持力度较大。
- 狂犬病疫苗临床试验项目锦上添花。

安琪酵母：竞争优势突出的行业龙头

- 糖蜜价格上涨带来酵母涨价预期。
- 国内市场竞争力强劲，国外市场低成本优势带来出口收入持续高速增长。
- 发酵产业链横向、纵向延伸，提升公司战略，带来新的广阔市场空间。
- 管理层直接持股，公司治理结构优越。

重点推荐公司盈利预测及估值

总结：我们 2011 年度策略推荐子行业为白酒、葡萄酒、乳品和调味品，推荐上市公司的排序为泸州老窖、五粮液、贵州茅台、张裕 A、伊利股份、星湖科技和安琪酵母。

表格 4：重点推荐公司盈利预测及估值

证券简称	收盘价 (20101124)	市值(亿元)	EPS			CAGR	PE		
			2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E
贵州茅台	193.5	1887	5.58	6.78	8.29	21.89%	35	29	23
五粮液	37.19	1491	1.26	1.60	2.00	25.99%	30	23	19
泸州老窖	41.4	642	1.49	1.98	2.50	29.53%	28	21	17
张裕 A	99	577	2.62	3.41	4.33	28.56%	38	29	23
伊利股份	40	345	0.86	1.05	1.35	25.29%	46	38	30
安琪酵母	44	139	1.04	1.40	1.73	28.98%	42	31	25
星湖科技	14	83	0.67	0.83	1.01	22.78%	21	17	14

资料来源：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 2010 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