

谁能成功晋级

——大消费行业专题研究系列一——



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

冯伟

SAC 执业证书编号:s0350209030573

(0755)8236 4467

fengweisiz@mail.htlhsc.com.cn

联系人

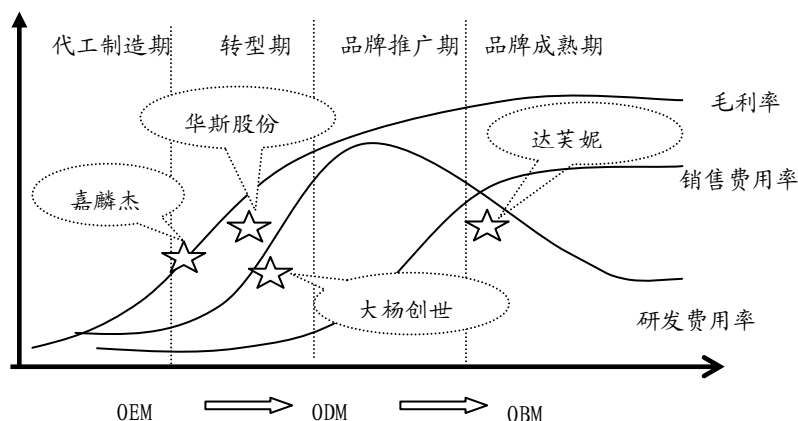
顾益辉

(0755)8249 2280

guyihui323@hotmail.com

本篇报告试图回答及下问题

1. 中国制造业由代工往自主品牌演化路径可能会如何？
 2. 大消费类中的哪些行业更容易产生品牌溢价？
 3. 如何识别未来具有品牌溢价的企业？即由制造商到品牌商转型过程中企业有什么样的基本面财务特征？
- **品牌的意义和价值逐步凸显。**消费升级推动消费向时尚化个性化的方向发展。当前国内制造型企业品牌提升的意识逐渐加强，而中国拥有的巨大消费市场也为这些企业转型提供了空间。
 - **竞争定价（价格不透明）、需求弹性低（价格不敏感）的行业中，企业有创建自主品牌的动力和必要。**根据我们的分析，白酒，女服装，职业装，鞋类，珠宝，手表等准奢侈品等行业有从代工制造向自主品牌转型的潜在动力。
 - **品牌企业发展路径分代工制造，转型，品牌推广，品牌成熟四个阶段。**企业通过代工积累了技术和规模，进而以技术来提升产品附加值，并最终创建自有品牌。研发投入，销售费用率的增加是转型的基本，而毛利的稳步改善是判断转型价值的核心。充足的资金投入、传统制造与品牌营销的定位、以及自创品牌形象的提升是转型企业需要解决的三个核心问题。
 - 我们研究了达芙妮的案例，该企业从代工到自主品牌成功转型的发展的历程基本验证了我们对品牌建设周期的判断。
 - 鉴于中国人均收入分配的特殊性，奢侈品品牌距离我们还较远，但可以关注那些以大众为主，处于易于产生品牌溢价子行业，注重自主品牌建设，拥有技术优势，毛利不断提升的上市公司。**建议重点关注：裘皮行业的华斯股份，西装行业的大杨创世，以及户外运动行业的嘉麟杰。**



目 录

一、自主品牌建设将迎来黄金发展期.....	4
二、品牌溢价能力较强的消费品企业转型之路探析	5
品牌溢价子行业分布几何	5
消费品品牌建设的四部曲	6
达芙妮案例解析	7
转型之核心观测指标	8
成功转型需要解决的问题	9
三、关注转型带来的投资机会.....	9
四、重点标的	11
附录.....	14

图表目录

图 1:	高端品牌服装行业各项支出占比	4
图 2:	品牌溢价的行业分布	5
图 3:	企业品牌建设周期时钟	6
图 4:	达芙妮品牌成熟期的费用率走势	8
图 5:	达芙妮品牌成熟期的毛利率稳步提升	8
图 6:	企业品牌建设路径下各个指标的对应趋势	8
图 7:	华斯股份的销售和研发费用不断提升	12
图 8:	华斯股份的毛利率稳步提升	12
图 9:	两项指标显示大杨创世已经进入转型期	12
图 10:	2007 年-2010 年大杨创世销售毛利率稳步提升	12
图 11:	嘉麟杰的两项费用有所提升	13
图 12:	2007 年-2010 年嘉麟杰毛利率稳步提升	13
图 13:	各个企业的发展状态	14
表 1:	主要知名品牌商的毛利较高	4
表 2:	学术上的代工转型评价汇总	6
表 3:	达芙妮的转型四部曲	7
表 4:	财务指标识别	9
表 5:	转型上市公司一览	9
表 6:	A 股主要消费类个股的财务指标一览（2010 年 3 季度数据）	10
表 7:	大杨创世旗下品牌	13
表 8:	目前主要服装类代工制造企业一览	14

一、自主品牌建设将迎来黄金发展期

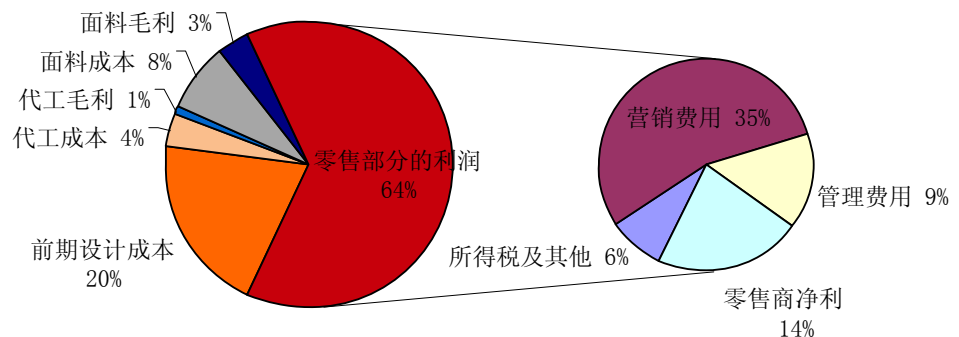
在消费升级的大背景下，消费趋势不断向时尚化、个性化的方向发展，品牌的意义和价值逐步得到凸显。品牌意味着在同样的资本投入的情况下，能够卖出更多的产品和更高的价格。国内大大批企业长期从事为跨国企业代工，随着人口红利期的结束以及收入分配制度改革呼声日近，代工利润率逐渐下降，国内企业普遍存在通过转型来提升附加值的意愿。（普通的代工企业的毛利只有 15% 左右，而国外一线奢侈品的品牌高达 80%。）另一方面，国内厂商多年来从事代工，实际上制造水平已经日臻完善，具备一定的技术和实力进行转型，预计后续自主品牌建设将进入黄金发展期。

表 1：主要知名品牌商的毛利较高

品牌定位	代表公司	毛利率
奢侈服饰	宝姿	82%
	慕诗国际	81%
	雅天妮	48%
商务休闲系列	七匹狼	41%
	报喜鸟	49%
	雅戈尔	30%
	美邦服饰	42%
鞋系列	百丽国际	63%
	星期六	49%
	达芙妮国际	55%
运动休闲	李宁	47%
	安踏	42%
	中国动向	37%
普通代工制造类	大杨创世（转型前）	15%

资料来源：Bloomberg，wind，华泰联合证券研究所

图 1： 高端品牌服装行业各项支出占比



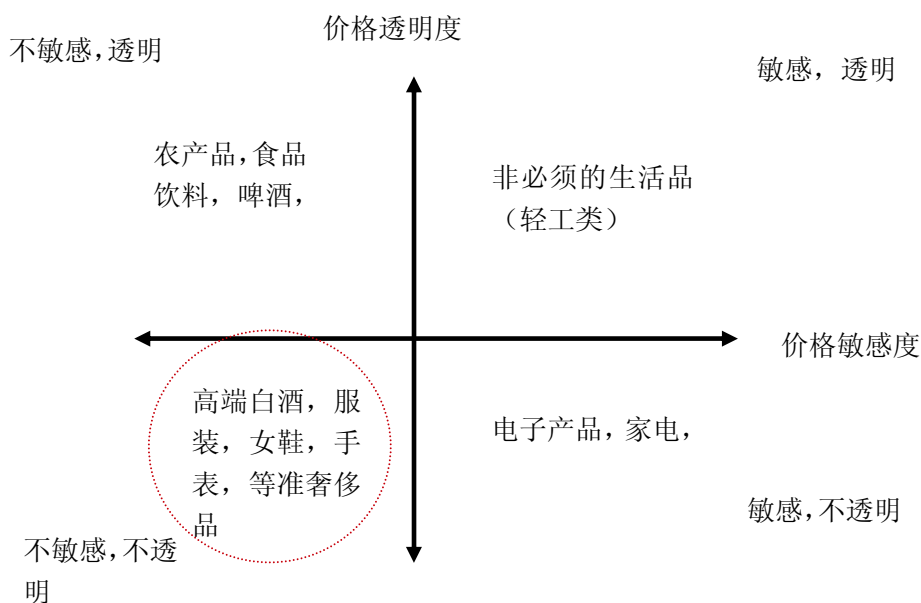
资料来源：时尚品牌网，华泰联合证券研究所整理

二、品牌溢价能力较强的消费品企业转型之路探析

品牌溢价子行业分布几何

各个子行业本身存在差异，消费品行业中通过创建品牌来享受品牌溢价的收益程度并不相同。行业本身的特点决定了公司从制造转向自主品牌意愿的强度。我们从产品信息透明度和敏感度两个角度去考察哪些行业的企业能够转型做自主品牌。

图 2： 品牌溢价的行业分布



资料来源：华泰联合证券研究所

产品透明度低容易产生品牌溢价

诺贝尔经济学奖获得者之阿克洛夫在《“柠檬”市场：品质不确定性与市场机制》中提出由于信息不对称，质量高于平均值水平的卖者就会退出交易，只有质量低的进入市场。信息不确定导致的信用缺失导致交易成本的变大。品牌的创建正是企业像消费者发出的特殊“信号”。卖方为了像消费者发送产品质量的信息，就必须创建和维持良好的品牌。因此，无法通过物理线索传递产品价值的子行业更需要产生品牌。简单说，消费者无法通过简单的外形，质的判断内涵价值，就需要品牌来区分指引。对物理线索的判定比较感性，我们倾向于用产品的定价模式来区分，也即竞争定价行业自主权较大，价格透明度相对较低，容易产生自主品牌溢价；而相反通过成本加成定价的产品信息透明度相对较高，不容易有品牌溢价。

产品的需求弹性容易产生品牌溢价

在产品的需求对价格敏感的行业，一旦竞争对手采取降价的策略，企业往往很难坚持原价，容易进入竞争性降价的恶性循环，价格逐渐向成本收敛。在这种情况下，自主品牌本身的提价因素得到抑制。因而对价格的不敏感是品牌溢价的理想条件之一。

总结来看，竞争定价（价格不透明）、需求弹性低（价格不敏感）的行业中，企业有创建自主品牌动力和必要。在信息透明度高，但是价格过于敏感的行业，品牌无法通过差异化来提高产品的溢价，如家电行业、电子产品等行业。同样价格不敏感，但是透明度高的行业消费者对产品成本构成有相当程度了解，一旦有更为低廉的替代品出现，品牌产品很快会失去市场，如食品饮料行业和大多数农产品行业有此类特征。我们结合来看，白酒，女服装，职业装，鞋类，珠宝，手表等准奢侈品行业更高概率上容易产生溢价的品牌。

消费品品牌建设的四部曲

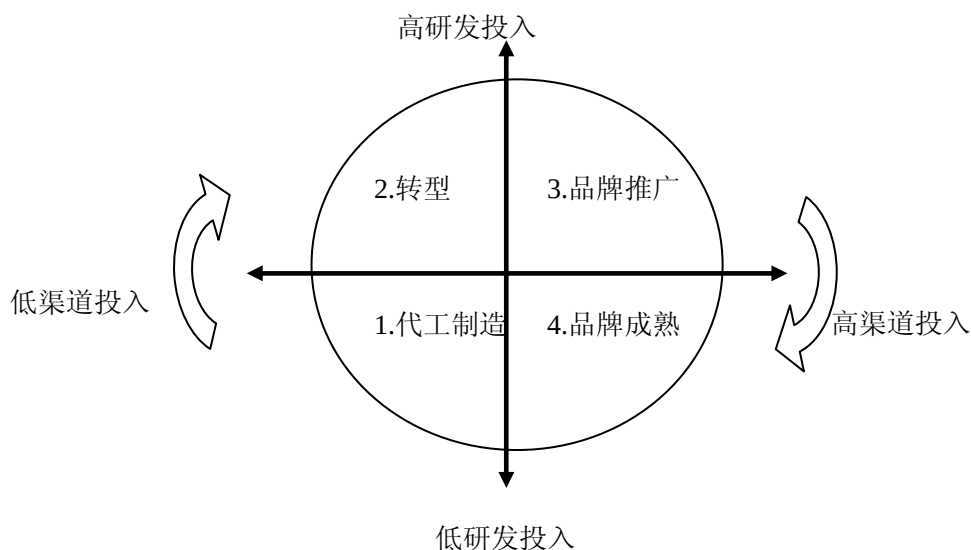
学术上描述了中国企业OEM（原始设备制造商）、ODM（原始设计制造商）OBM（自主品牌商）三个发展阶段。即代工企业在“核心能力”不断升级的基础上，扩展其“价值链活动”范围的过程。在此基础上，我们偏重于转型期财务指标的考量，将企业的升级发展战略按照技术和营销两个战略划分为代工制造期，转型期，品牌推广期，以及品牌成熟期四个阶段。

表 2：学术上的代工转型评价汇总

阶段	OEM	ODM	OBM
存在问题	业务来源不稳定	较低的工艺水平	需要大量资金
	无核心技术	路径依赖	存在市场风险
	资金与人才不足		产品低质形象
升级战略	扩大规模范围	提升工艺	明确市场定位
	提升自主研发能力	增强品牌意思	

资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 3：企业品牌建设周期时钟



资料来源：华泰联合证券研究所整理

中国特色的代工起步期

学术上对OEM的讨论汗牛充栋。主要结论是企业可以通过OEM吸收技术，积累资本，并通过规模优势加快发展，这是中国大多数企业经历的主要发展路径。具体看，这个阶段盈利的提升需要通过扩大经营规模实现，毛利率处于较低水平。企业不涉及产品的研发和市场的销售，因而管理费用和销售费用处于相对较低的水平。

转型期

企业在长期的代工过程中积累了一定的技术，具备了初步的工艺设计能力，日益感到客户依赖风险严重。希望通过自己的研发优势来提高产品附加值。这个阶段公司的研发投入开始加大，研发人员的比例也在增加。对应的管理费用率不断提升。受益于自主研发的技术提升，企业的毛利率随之提升。

品牌推广期

公司的技术和规模达到一定的水平，希望通过品牌来进一步提高毛利。而在这个阶段持续的渠道扩张和研发投入是保障品牌建设的基本。从财务特征上看，对应这个阶段的管理费用率和销售费用率也不断上升。

品牌成熟期

企业通过一段时间的品牌推广，知名度有一定的提升。品牌价值开始出现，更高的毛利率意味着公司能够在同等投入股本资金的情况下，获得更加长期的和可持续的增长。在这个阶段公司的研发投入率维持在适当的水平，但是依然需要的不断的渠道投入和广告营销来维持品牌形象，公司的销售费用始终维持在较高的占比。这点我们可以从奢侈品产业的收入构成分布中看出。

达芙妮案例解析

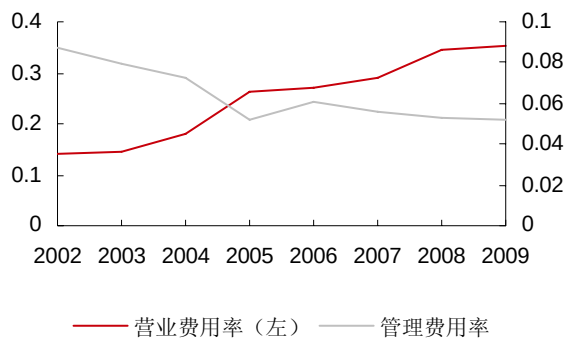
达芙妮创建于1987年的达芙妮女鞋，最初是台湾做鞋子OEM的一家代工厂。达芙妮已经顺利完成转型，逐渐进入品牌成熟。目前成为鞋业研发、消费、加工、出售的多元化团体，商品遍及欧洲、北美洲与亚洲各地域。对应的研发费用比例趋于稳定，毛利稳步提升。这些指标特征基本符合我们之前提到的趋势。从达芙妮的发展历程来看，我们基本符合转型四部曲的阶段特征。

表 3： 达芙妮的转型四部曲

阶段	时间	具体状态
代工制造期	1987—1990	处于代工制造阶段，为外国企业贴牌生产
转型期	1991—1996	自创品牌开始从代工制造自有品牌的销售转型，并在1996年由批发转型为自营店。
品牌建设期	1996—2004	迅速从上海扩张到全国的重点城市，开始了一个全国品牌的市场布局。同时开始实施从“实质店”向“概念店”的战略转型，完成了组织再造、制度更新、流程梳理。
品牌成熟期	2004—至今	逐渐进入品牌成熟。成为鞋业研发、消费、加工、出售的多元化团体。

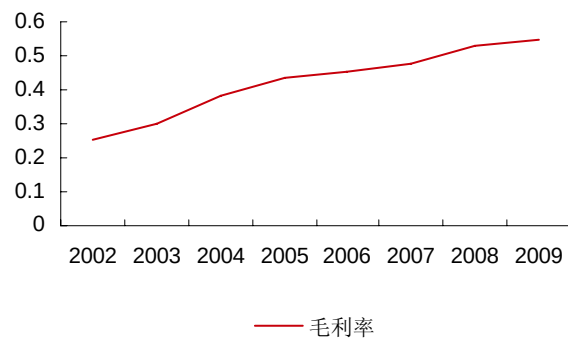
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

图 4： 达芙妮品牌成熟期的费用率走势



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

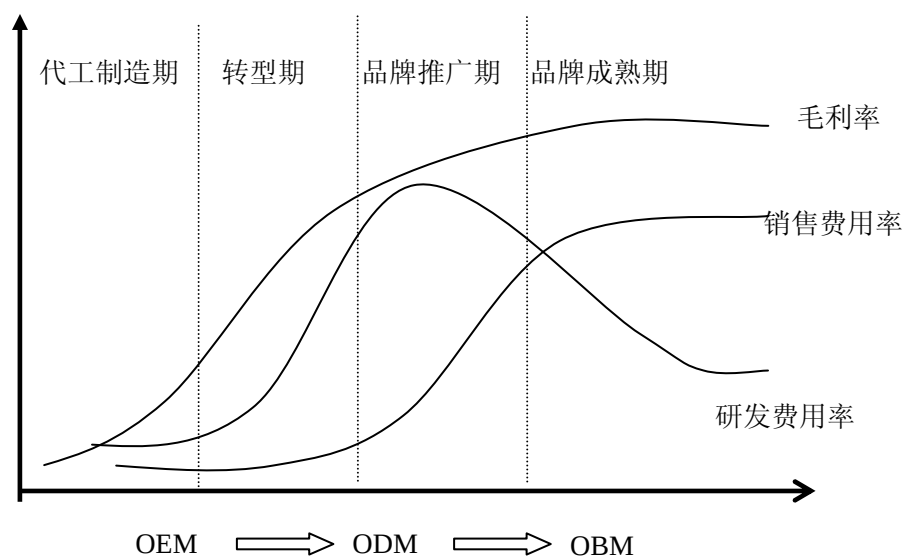
图 5： 达芙妮品牌成熟期的毛利率稳步提升



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

转型之核心观测指标

图 6： 企业品牌建设路径下各个指标的对应趋势



资料来源：华泰联合证券研究所

研发与设计是转型的开始-关注研发投入、人员结构

从 OEM 到 ODM，企业需要投入新的工艺技术，研发最为关键。因而这个阶段的研发投入在不断上升。没有研发的投入，完全靠人工优势无法帮助企业实现转型，只有那些已经拥有部分技术储备，能够持续性的提供工艺创新的企业容易成功。关注研发投入占收入的比重是否有效提升，人员结构的比例是否有所变化。

渠道扩张是品牌建设的根本—关注销售费用率及终端开店速度

终端门店数是企业对消费者影响力的直接体现，大量的新增门店，表明企业处于品牌扩张的外延式增长下。品牌推广的过程必然伴随着渠道建设和广告投入的大量增加，销售费用率不断上升。

毛利提升是转型战略有效性的保障

毛利率的变化状况是转型前后考察的重点。如果毛利率没有显著提升，那么意味着转型并没有带来公司实质的价值提升，而前期的研发和渠道建设带来的巨大费用将给企业造成巨大的负担，甚至推向风险的边缘。因而毛利率的稳步提升是转型前后观察的重点指标。

表 4： 财务指标识别

	指标	指标解释	应用
研发	研发费用率	设计能力	产品驱动启动
渠道	销售费用率	营销能力	营销驱动启动
盈利	毛利率	公司的价值提升能力	验证研发和渠道投入有效性

资料来源：华泰联合证券研究所，

成功转型需要解决的问题

企业的转型涉及到盈利模式的改变，并不是一蹴而就。企业希望成功转型还需要解决一些列的问题。我们归结为以下几点：

- （1） 充足的资金投入。** 转型需要大量资金拓展市场、建立营销渠道并提供售后服务，企业随时面临市场风险。转型成功与否很大程度上取决于管理层的决心。
- （2） 传统制造与品牌营销的战略定位。** 制造商转型很容易与代工的客产品相冲突，影响代工业务的发展，进而威胁到企业的资金积累。因而企业应该采取渐进式的模式，以制造为优势，逐渐向品牌商延伸。事实上大多数成功的转型者都以制造为后盾来协调品牌的发展。
- （3） 自创品牌形象的提升。** 企业长期从事代工制造，容易给消费者造成产品的低品质形象定位。公司企业应该技术提升和品牌宣传来不断提升产品的影响力和可信度。

三、关注转型带来的投资机会

鉴于转型期间的特点，我们建议关注那些转型已经启动，以大众为主，处于易于产生品牌溢价子行业，注重自主品牌建设，拥有技术优势，毛利不断提升的上市公司。

表 5： 转型上市公司一览

品牌定位	代表公司	主营业务
服饰类	华斯股份	公司主要从事经济特种动物毛皮深加工和裘皮服饰的制造。公司注重自主品牌的建设，目前 ODM 和 OBM 的比例不断加大。
	大杨创世	公司加工单上衣、西裤、大衣等各类产品，其中大部分销往日本、英国、美国、德国等国家的服装零售巨头，自有的高级男装品牌“创世”
	嘉麟杰	公司以 ODM 形式的高端面料设计、生产、销售业务为主，开始了自主品牌的长远布局。
	金飞达	从事中高档服装（女装）的 ODM 与 OBM 业务，为“LARRY LEVINE、ABS、CATO”等 40 多种美国知名服装品牌提供 ODM 产品。

轻工类	巨星科技	五金行业中手工具产品的龙头企业，专业从事手工具、手持式电动工具的研发、生产及销售。自有品牌产品“GreatStar”、“Sheffield”比例不断提升。
	骅威股份	公司主要致力于智能玩具、动漫玩具的研发销售，目前开启了动漫相结合的新模式，OBM 不断比例提升

资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

表 6： A 股主要消费类个股的财务指标一览（2010 年 3 季度数据）

证券简称	毛利率	净利率	营业费用率	管理费用率	主营产品
老板电器	54.8	10.9	34.9	6.6	厨房器具、厨房小家电
报喜鸟	54.0	18.0	18.6	11.7	服装配饰、内衣、外衣
凯撒股份	52.7	18.3	23.3	5.9	奢侈饰品、外衣、鞋子
探路者	47.9	12.0	23.6	11.3	服装零售店、鞋子
星期六	47.1	7.5	28.4	7.3	鞋子
富安娜	45.8	9.9	26.0	6.6	装饰用纺织品
美邦服饰	44.5	6.6	28.3	4.5	服装配件配饰、外衣
梦洁家纺	41.4	9.2	25.2	4.5	装饰用纺织品
七匹狼	41.0	11.6	13.6	7.5	内衣、外衣
汉王科技	40.7	10.3	22.3	10.7	消费电子产品
冠福家用	39.4	0.9	20.2	12.6	玻璃制品、民用陶瓷制品
美克股份	39.1	5.1	21.3	8.8	家具、连锁超市
奥飞动漫	38.2	14.5	10.5	10.9	玩具、影视制作发行
罗莱家纺	37.8	12.6	16.3	4.3	国内贸易、其他纺织品
九阳股份	37.1	13.2	14.6	6.4	厨房小家电、粮食
希努尔	36.9	9.9	16.4	5.4	服装配件配饰、外衣
伟星股份	36.3	13.9	7.3	8.7	服装配件配饰、光学设备
潮宏基	35.7	14.5	17.8	3.2	奢侈饰品
搜于特	34.8	14.6	9.1	5.5	衣着用纺织品
金亚科技	34.4	21.5	5.7	10.7	消费电子产品
高乐股份	33.8	24.3	2.3	5.0	玩具
合肥三洋	33.2	10.1	17.4	4.6	厨房器具、熨烫器具
华帝股份	33.1	4.8	20.3	6.1	厨房器具、清洁器具
美尔雅	32.9	8.4	25.5	11.5	经纪业务、酒店、外衣
鲁泰 A	32.8	17.2	2.8	9.4	内衣、其他纺织品
星辉车模	32.3	17.0	8.6	4.3	玩具
漫步者	31.1	15.0	4.9	10.0	消费电子产品
山下湖	30.6	11.4	2.9	5.8	奢侈饰品、水产品
飞亚达 A	30.4	5.4	14.1	7.4	奢侈饰品、物业出租
雅戈尔	30.0	12.5	10.0	8.8	内衣、外衣、纺织品
大杨创世	30.1	13.9	6.5	4.7	服装配件配饰、外衣
宜华木业	29.7	14.8	4.5	3.6	家具、木材
圣莱达	29.2	14.5	2.2	11.0	厨房小家电

苏泊尔	28.3	7.5	14.6	3.8	厨房器具
爱仕达	27.9	3.7	16.6	4.9	厨房器具
山东如意	26.65	9.11	2.61	4.91	衣着用纺织品
嘉麟杰	26.48	9.96	6.44	5.83	衣着用纺织品
天山纺织	25.81	2.23	8.21	9.31	服装配饰、衣着用纺织品
ST 雷伊 B	25.60	-13.06	8.40	16.94	内衣、外衣
青岛海尔	24.90	4.61	14.72	5.69	厨房器具、空调器具
美菱电器	24.48	4.32	20.70	2.00	空调器具、制冷器具
皖美菱 B	24.48	4.32	20.70	2.00	空调器具、制冷器具
浔兴股份	24.33	5.92	5.95	7.62	服装配件配饰
雅致股份	23.77	7.35	6.83	6.03	建筑钢结构
浪莎股份	23.58	13.18	4.80	4.62	服装配件配饰、内衣
杉杉股份	23.53	4.24	6.48	10.51	内衣、外衣、证券业务
劲胜股份	23.36	8.48	2.25	11.72	其他消费电子产品
骅威股份	23.30	10.64	3.78	4.59	玩具
华斯股份	23.00	13.40	1.82	3.83	奢侈品、外衣

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

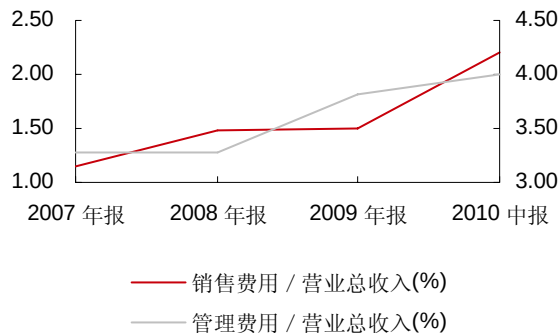
四、重点标的

鉴于中国人均收入分配的特殊性, 奢侈品品牌距离我们还较远, 我们建议重点关注:
华斯股份、大杨创世、嘉麟杰

华斯股份	裘皮世家, 更有传承					
	EPS09	EPS 10E	EPS 11E	EPS 12E	复合增长率	P/E 10
	0.44	0.46	0.61	0.85	25	65.7
						69.2

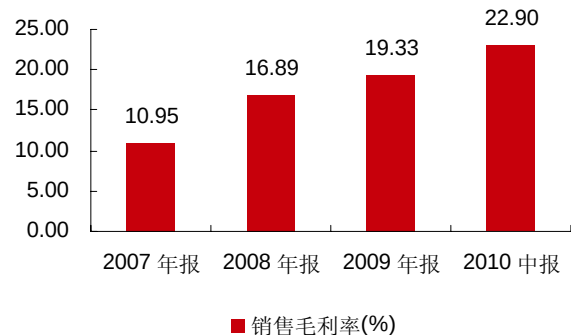
- 华斯股份主要从事特种养殖动物皮毛的深加工和裘皮服装饰品的设计研发的一体化供应商。具备从原料采购, 鞣制处理, 染色加工, 服装设计和销售贸易的完整产业链。
- 受益于通胀, 存货优势集中。目前存货达到 1.5 亿元, 相当于总资产的 46%, 其中大部分为易于保存的半成品, 即裘皮皮张面料。准奢侈品的特质也决定了产品未来有很强的提价能力。
- 终端品牌运作渐显示佳绩。自主品牌产品目前成功打入俄罗斯。海外市场有望提升。公司开始注重内功休养, ODM, OEM 产品的比例稳步提升, 内销市场也逐步提高。研发费用、销售费用, 以及毛利走势表明公司进入转型期。

图 7: 华斯股份的销售和研发费用不断提升



资料来源: Wind 华泰联合证券研究所

图 8: 华斯股份的毛利率稳步提升



资料来源: Wind 华泰联合证券研究所

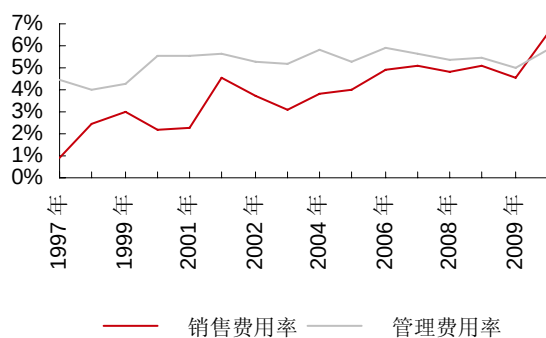
大杨创世

转型进行时，未来可期待

EPS09	EPS 10E	EPS 11E	EPS 12E	复合增产率	P/E 10	P/E09
0.67	0.61	0.72	0.91	11	23	24

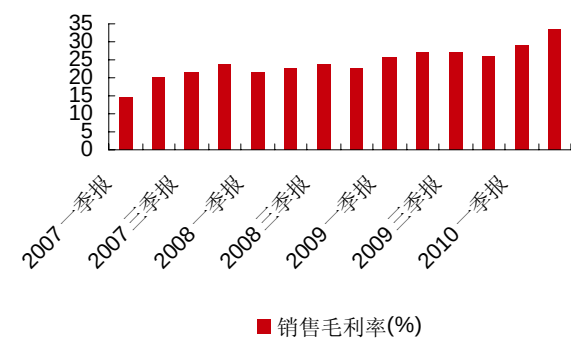
- 加工制造向自有品牌转型。2010 年公司将全面启动战略转型，围绕创世、凯门和 Yousoku 三个自有品牌，计划在 3-5 年内做到从贴牌加工向自主品牌的调整，将自主品牌的比重由目前的 10%提高到 50%
- 稳步的渠道拓展计划。公司的终端拓展计划是 2010 年开店 6-8 家，相对于公司已有的 25 家专卖店来说，新增店面数量将占到店面总数的 20%以上。
- 创世品牌高端定位，目标客户群属于小众，这一扩张步伐稳健。毛利和收入持续增长保障转型。

图 9: 两项指标显示大杨创世已经进入转型期



资料来源: Wind 华泰联合证券研究所

图 10: 2007 年-2010 年大杨创世销售毛利率稳步提升



资料来源: Wind 华泰联合证券研究所

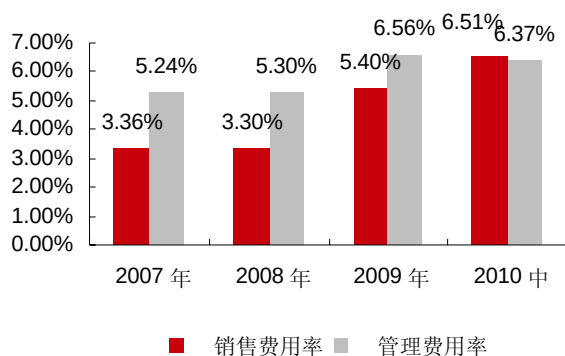
表 7： 大杨创世旗下品牌

品牌	推出时间	目标人群	产品价位(元)	毛利率水平	销售途径	库存
创世 TRENDS	1995	精英人士	最低 6800, 最高 148000, 中档 20000	50%60%	直销专卖	高库存
凯门 KEYMEN	2007	高级白领	1000-3000	30%40%	商务团购	无库存
YOUSOK U	2009	职场新锐	580-1580	推广期, 未定	网络直销	低库存

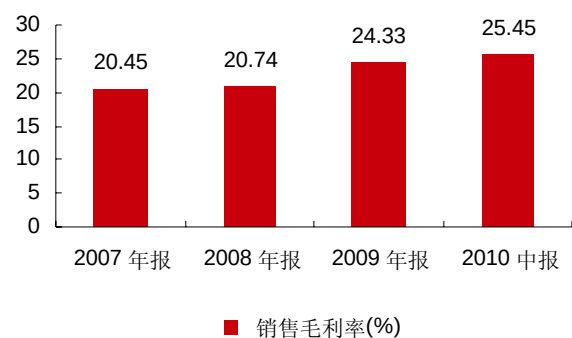
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

嘉麟杰	高端面料提供商					
	EPS09	EPS 10E	EPS 11E	EPS 12E	复合增产率	P/E 10 P/E09
	0.27	0.28	0.34	0.49	22	52 51

- 公司是户外运动功能性面料的领先企业。公司是从事户外运动功能性面料生产企业，是国内首批研发纬编功能性面料，羊毛纬编功能性面料，以及起绒类面料的三大产品的公司。
- 公司主要定位于高端市场。运动型功能面料是国内平均同类产品的3.6倍定位高端，技术优势明显。公司走差异化道路，使核心面料成为公司的利润中心。
- 产业链向下游延伸，建立自主品牌。 2010年上半年已经在国内开设了5家自主品牌的户外运动专卖店。从费用和毛利的变化情况来看，公司进入转型期。

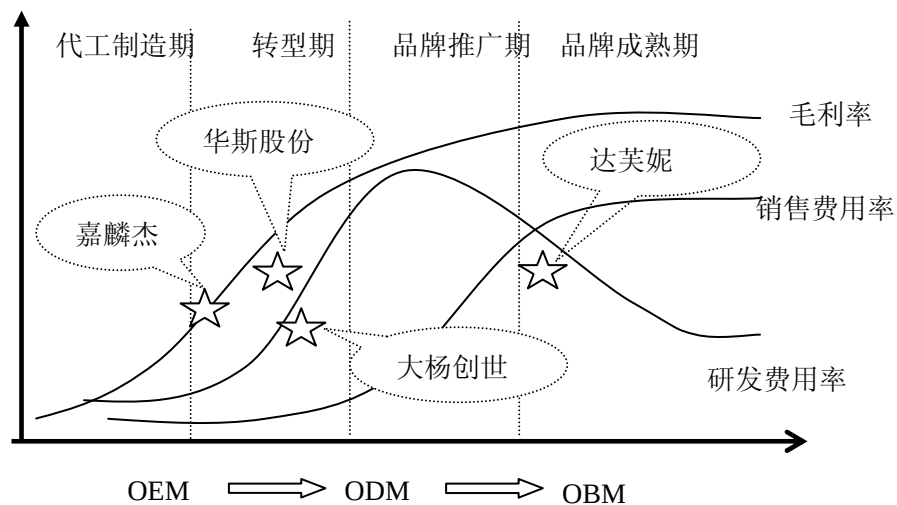
图 11： 嘉麟杰的两项费用有所提升


资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 12： 2007 年-2010 年嘉麟杰毛利率稳步提升


资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 13： 各个企业的发展状态



资料来源：华泰联合证券研究所

附录

表 8： 目前主要服装类代工制造企业一览

企业	代工品牌
联泰集团	Ralph Lauren、Liz Claiborne、Calvin Klein、Victoria's Secret
联业集团	DKNY、Nautica、Givenchy、Brooks Brother、Burberry
溢达集团	Lacoste、Polo Ralph Lauren、Tommy Hilfiger
九兴控股（1836.HK）	LVMH、Prada、ECCO、Timberland、Clarks
长江制衣（0294.HK）	Pringle、Miss Sixty、YSL、Diesel、Marc Jacobs
浙江盛宏	Armani 的副牌、La Perla、Max Mara
夏梦·意杰集团	Zegna
大杨创世（600233.SH）	BCBG、Macy's、Aoki

资料来源：华泰联合证券研究所整理

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