

2011-07-27

证券研究报告
行业研究 / 行业观点

有色金属

增持/维持评级

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlhsc.com.cn

联系人

陆冰然

(0755)2380 5914

lubr@mail.htlhsc.com.cn

孙浩中

(021)6849 8635

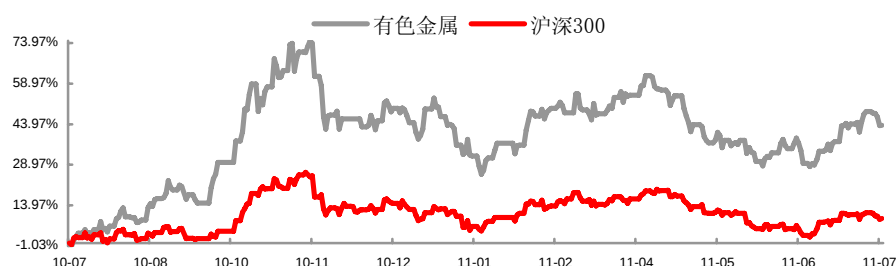
sunhz@mail.htlhsc.com.cn

量价齐升 盈利能力快速恢复

- **铝行业量价齐升。**我们观察到，1-6 月份国内电解铝产量持续上升，月度产量屡创新高，而上交所库存快速下滑，国内铝价稳步攀升。面对库存滑落、铝量价齐升的现实，我们推断，铝需求快速增长已超市场预期。
- **存量产能接近饱和、增量产能暂难释放。**目前行业产能利用率已达 88% 以上，存量产能的边际供给已接近极限；而新增产能在短期又难以释放，主要因为：1、新增产能投产集中在四季度；2、多部委正在全国实地检查拟建产能，当前处风口浪尖；3、资金成本上升预期压制企业投资意愿；4、夏季电力紧张难以保证能源供应。我们认为，短期铝供给弹性已经弱化。
- **从区域结构上看，中国是全球最大的铝消费国，约占 40%，其次为欧洲与北美。**1-5 月份，所有地区均实现了同比正增长，北美地区增速拔得头筹，为 17%；中国亦有不俗表现，行业整体呈现遍地开花的态势。
- **从消费结构上看，中国以建筑为主，而欧美以交通运输为主。**上半年国内地产施工面积、空调产量与电力投资均实现了同比 30% 的高增长；而欧美汽车产量的同比增长约 20%，亦实现快速增长，日本汽车业也逐步在地震后得以恢复。我们判断，短期供需基本面仍将支撑铝价继续上行。
- **金融属性或将推波助澜。**铝价虽有上涨，但涨幅仍落后其他品种；铜铝比再创新高，铜价大概率高位震荡的前提下，金属铝极可能受到商品基金的关注。LME 铝未平仓合约目前处于近两年的相对低位，未来具备继续建仓的空间。原油处于高位、美元相对弱势，都为铝价上行提供了良好的外部环境。
- **行业盈利能力快速改善。**我们测算，在当前 18000 元/吨的现货价格下，行业平均吨毛利将达到 1500 元/吨（含税），而部分具备电力与氧化铝价格优势的公司吨毛利有望到达 2000 元/吨，未来铝价若继续上行，将进一步放大行业的盈利空间，业绩高弹性的特质将展现得淋漓尽致。
- **相关公司：云铝股份、焦作万方、中孚实业、中国铝业**

风险提示：行业中期仍面临过剩风险、全球宏观经济增长放缓影响需求

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

铝行业：量价齐升 库存快速下降	4
结论 1：供需面将推升短期铝价	4
存量产能见顶 增量产能暂无忧	4
融资性库存暂不足虑	7
两个维度看需求：区域与结构	7
全球消费：遍地开花的绚丽	8
需求结构：建筑领域无忧	9
结论 2：金融属性或将推波助澜	10
结论 3：铝行业盈利能力显著恢复	11
相关公司及投资要点	12
云铝股份（000807）:	12
焦作万方（000612）:	12
中孚实业（600595）:	13
中国铝业（601600）:	13
风险提示	14

图表目录

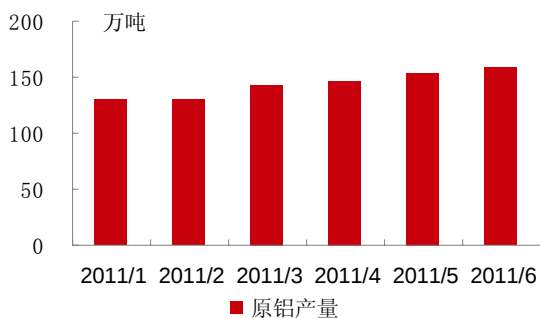
图 1:	1-6 月铝产量屡创新高.....	4
图 2:	铝价创出 2008 年 12 月以来新高.....	4
图 3:	上期所库存快速下降.....	4
图 4:	国内存量产能的利用率趋于饱和.....	5
图 5:	融资成本存在上升的预期.....	6
图 6:	国家气象局发布全国高温预警.....	6
图 7:	美联储利率仍维持低位.....	7
图 8:	LME 铝处于远期升水.....	7
图 9:	铝价与库存消费比存在负相关关系.....	7
图 10:	巴克莱预测库存消费比将进一步下滑.....	7
图 11:	各地区铝现货 premium 攀升.....	8
图 12:	国内现货对三个月期升水持续.....	8
图 13:	中国是铝最大消费国（2010 年）.....	8
图 14:	1-5 月累计消费增速北美居首.....	8
图 15:	中国铝材出口高增长.....	8
图 16:	1-5 月份全球铝需求增速快于供给增速.....	8
图 17:	各国铝消费结构略有差异.....	9
图 18:	国内下游主要领域高增长.....	9
图 19:	欧美汽车同比 20% 增长、日本汽车业灾后稳步恢复.....	9
图 20:	6 月以来铝价表现稍逊一筹.....	10
图 21:	铜铝比又回高位.....	10
图 22:	铝的未平仓合约处近两年的低位.....	10
图 23:	原油仍在高位.....	11
图 24:	美元维持弱势.....	11
图 25:	我国电解铝现金成本构成.....	11
表格 1:	今年 10 月份以后国内将建成的电解铝产能.....	5
表格 2:	电解铝行业相关政策.....	5
表格 3:	铝全球供需平衡表.....	9
表格 4:	吨铝毛利对铝价和电价的敏感性测算.....	12
表格 5:	云铝股份 EPS 对铝价的敏感性分析.....	12
表格 6:	焦作万方 EPS 对铝价的敏感性分析.....	13
表格 7:	中国铝业 EPS 对铝价的敏感性分析.....	13
表格 8:	相关公司铝产能与电力成本概况.....	13

铝，它虽然很“贱”，但你不能忽视它的存在，时不时它也会展现妩媚来撩拨我们脆弱的神经。
——编者按

铝行业：量价齐升 库存快速下降

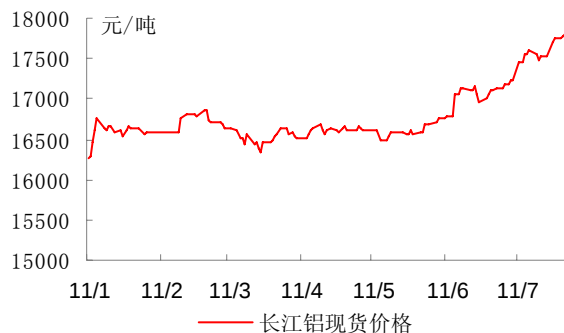
1-6 月份国内铝产量持续上升，月度产量屡创新高；而近期国内外铝价稳步上涨，国内现货铝价已经创了 2008 年 12 月以来的新高，达到 17950 元/吨，距 23790 的历史高位仅有 32% 的空间，这一现象值得我们认真审视。

图 1： 1-6 月铝产量屡创新高



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

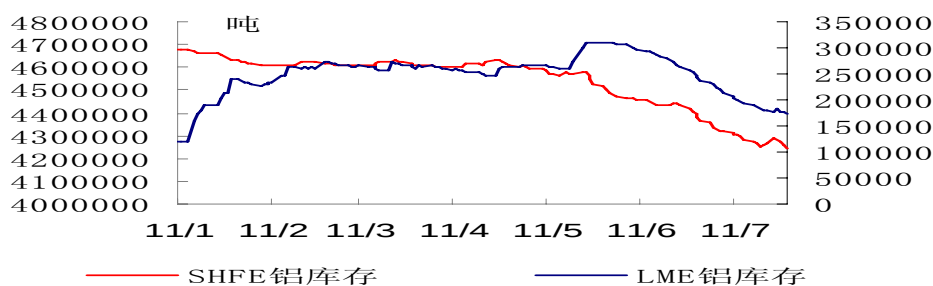
图 2： 铝价创出 2008 年 12 月以来新高



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

另一方面，上海期交所、伦交所交易所库存快速下滑；此外，作为社会库存指标的保税库库存也降至较低水平；而前期我们在河南万基铝业调研时也获悉，该企业的库存仅为两天。我们判断，此轮价格上涨的主要推动力或是需求快速增长导致的供需阶段性失衡。

图 3： 上期所库存快速下降



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

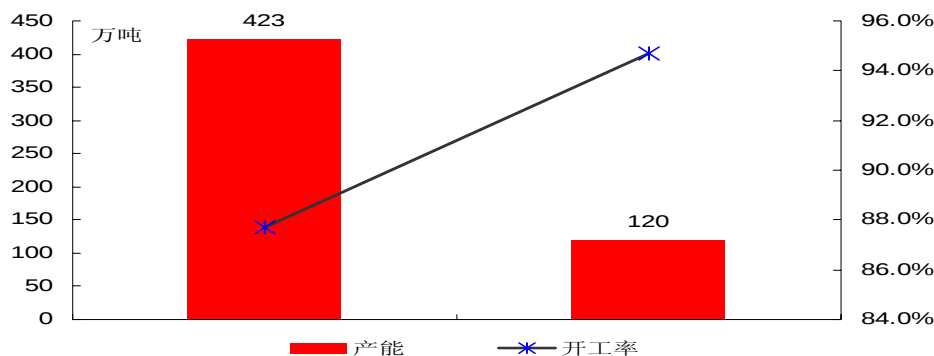
结论 1：供需面将推升短期铝价

存量产能见顶 增量产能暂无忧

铝的供应主要分为原铝与再生铝，再生铝不足 20%，份额仍然较低，再加之近期对再生铝的整治极大的影响了再生铝企业的开工率，原铝仍是当前供给的主要形式。

据亚洲金属网的信息，国内具有代表性的电解铝省份河南、山西目前的综合产能利用率分别达 87.7%和 94.7%，与 2007 年顶峰时的 97%的行业产能利用率已经非常接近，当前存量产能的边际供给已经乏力。

图 4： 国内存量产能的利用率趋于饱和



资料来源：亚洲金属网，华泰联合证券研究所

尽管长期来看，行业整体存在产能过剩的潜在风险已基本达成共识；但短期而言，新增产能的投放不会对后续供给构成明显威胁。主要理由为：

1、今年总计约 250 万吨的新增产能中，预计大部分于四季度投产，未来三个月暂难形成有效供给。

表格 1：今年 10 月份以后国内将建成的电解铝产能

公司名称	投产产能	释放产量
魏桥铝业	60	30
东方希望	80	6.7
新疆信发	20	10
河南神火	10	1.6
曾氏铝业	20	3.4
四川其亚	10	0.8
总计	140	52.5

数据来源：亚洲金属网，华泰联合证券研究所

2、7 月初以来，工业和信息化部、国家发展改革委等多个部委监察结构组成联合检查组，对 10 个省（区）的 23 个拟建电解铝项目进行实地检查。各地政府也纷纷表示从大局出发，坚决执行国家宏观调控的各项政策措施，坚决叫停拟建电解铝项目，遏制电解铝产能盲目扩张，促进电解铝行业的持续健康发展。我们认为，在全国实地检查的大背景下，面对政策利剑，地方政府与企业的投资冲动将趋于谨慎。

表格 2：电解铝行业相关政策

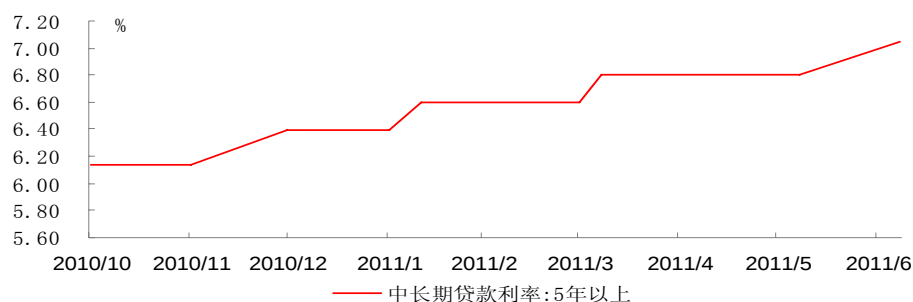
出台政策	相关内容
2006 年，发改委发布《关于加快铝工业结构调整指导意见的通知》	保持电解铝供需基本平衡。扶优汰劣，使骨干企业的产量达总产量的 3/4 以上。淘汰落后能力，力争全部采用 160KA 以上大型预焙槽冶炼工艺，电流效率达到 94%以上，主要企业综合交流电耗在 14300 千瓦时/吨以下、氧化铝单耗在 1.9 吨以下，污染物达标排放。再生铝的消费量达到铝总消费量的 30%以上。

2007 年,发改委发布《铝行业准入条件》	从产能,工艺以及能耗三个方面设置准入门槛,要求新建氧化铝项目年产至少在 60 万吨,矿山项目 30 万吨以上;电解铝淘汰落后生产能力置换项目及环保改造项目必须采用电流强度 2 0 0 k A 及以上大型预焙槽工艺;新改造的电解铝生产能力综合交流电耗必须低于 14300 千瓦时/吨铝;电流效率必须高于 94%。
2009 年,国务院通过《有色金属产业调整和振兴规划》	09 年的三年后,原则上不再核准新建和改扩建电解铝项目,到 10 年底,淘汰落后小预焙槽电解铝产能 80 万吨。并计划 2011 年内铝行业产量前十的企业占行业总产量的比重达到 70%。
2010 年,取消优惠电价	国家发改委,电监会,能源局三部委联合下发通知,限期取消对电解铝等国内高能耗企业用电价格的优惠。
2011 年工信部发布《关于遏制电解铝行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的紧急通知》	自《通知》下发之日起,立即叫停拟建电解铝项目,坚决制止任何扩大产能的新建项目的违规审批行为。对违规拟建的电解铝项目,要立即停止办理用地审批、环评审查、环境影响评价、电力供应和新增授信等手续。取消地方出台的各项优惠政策。在不增加电解铝产能的前提下,继续支持企业跨行业、跨地区、跨所有制联合重组。

资料来源:华泰联合证券研究所

3、国内资金成本上升的预期下,资本支出的压力增加,企业自身投资动力会下降,项目进度可能放缓;

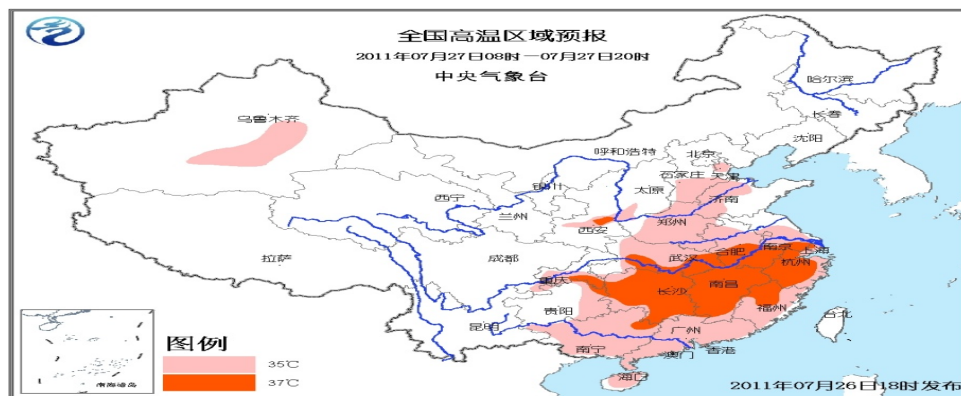
图 5: 融资成本存在上升的预期



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

4、7 月以后,高温天气来袭,全国进入用电高峰阶段,电力紧张背景下,新产能的电力供应恐无法保证。

图 6: 国家气象局发布全国高温预警



资料来源:中国气象局(7月26日晚),华泰联合证券研究所

融资性库存暂不足虑

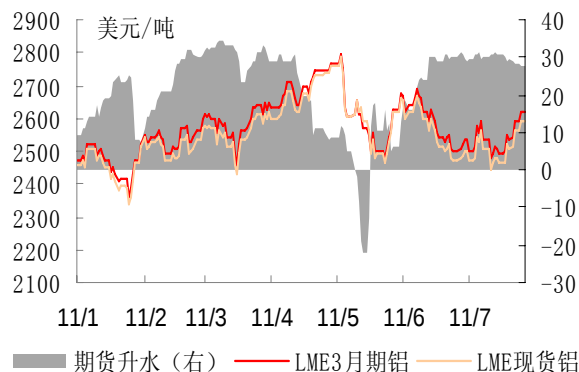
此前我们曾担心由于融资成本的上升，对 LME 的融资性库存会形成挤出。但站在当前时点上，我们发现，LME 铝仓单融资部分仍不会释放，主要是因为：1、美联储的利率仍维持低位；2、远期升水（Contango）的市场结构仍有利于该部分头寸的展期。

图 7： 美联储利率仍维持低位



资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

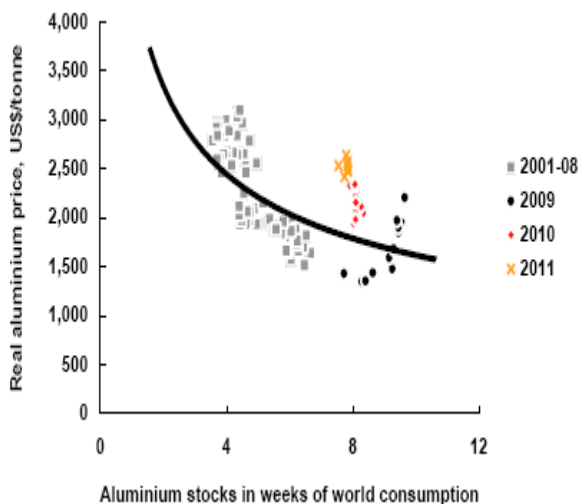
图 8： LME 铝处于远期升水



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

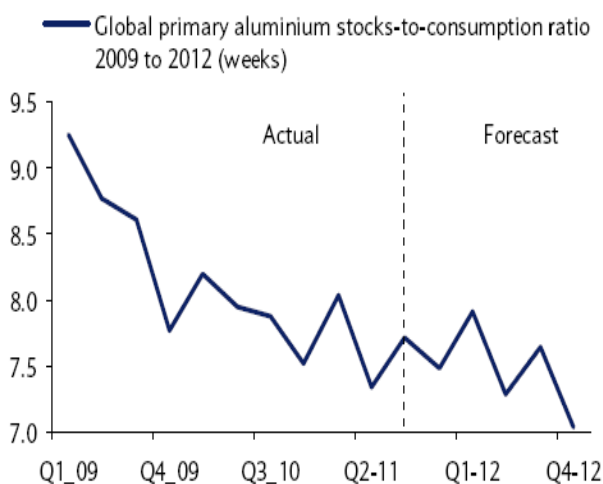
麦格理的研究发现，长期看，库存消费比与铝价呈现显著的负相关关系；而巴克莱预计铝的库存消费比仍将继续下滑，这无疑将对铝价构成有力支撑。

图 9： 铝价与库存消费比存在负相关关系



资料来源：麦格理研究，华泰联合证券研究所

图 10： 巴克莱预测库存消费比将进一步下滑

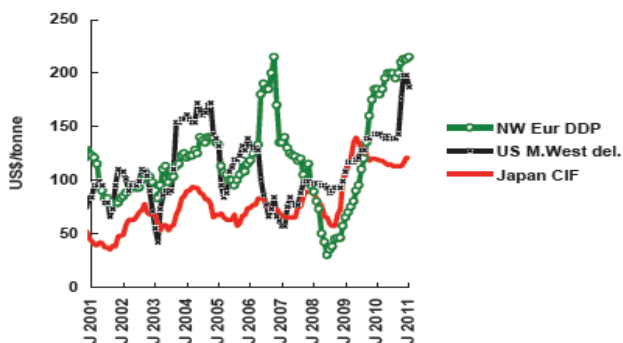


资料来源：Barclays Capitals，华泰联合证券研究所

两个维度看需求：区域与结构

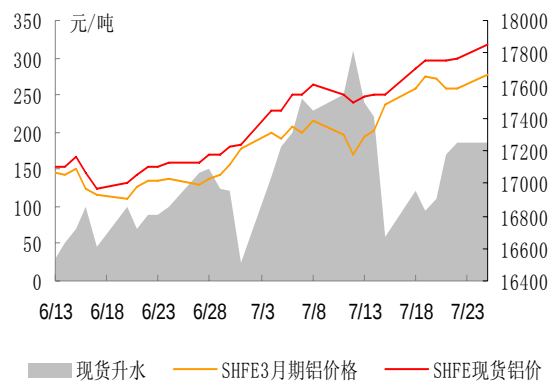
近期欧洲、美国、日本的铝现货升水均稳步攀升，并创出新高；国内现货对三个月也处升水状态，显示现货市场偏紧的局面。我们认为，目前全球铝需求极为旺盛，我们需要对消费作深入的分析，我们遴选了两个维度：区域与结构。

图 11: 各地区铝现货 premium 攀升



资料来源: 麦格理研究, 华泰联合证券研究所

图 12: 国内现货对三个月期升水持续

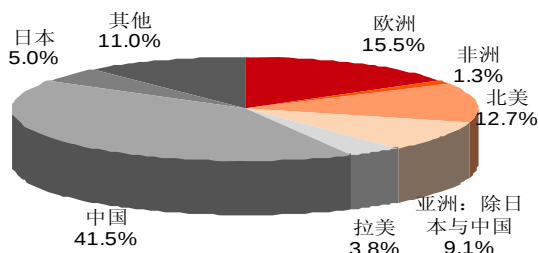


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

全球消费: 遍地开花的绚丽

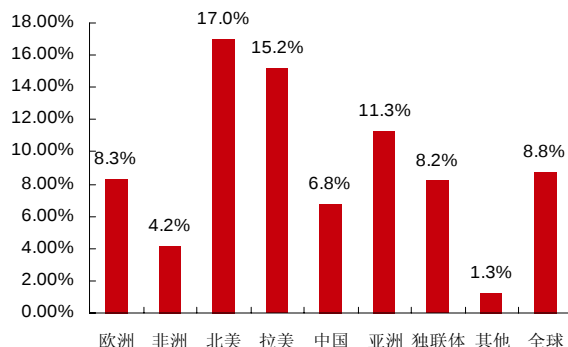
从消费区域上, 中国是全球最大的铝消费国, 约占 40%, 其次为欧洲与北美。1-5 月份, 所有地区均实现了同比正增长, 而北美地区增速拔得头筹, 达到 17%; 中国亦有不俗表现, 行业整体呈现遍地开花的态势。

图 13: 中国是铝最大消费国 (2010 年)



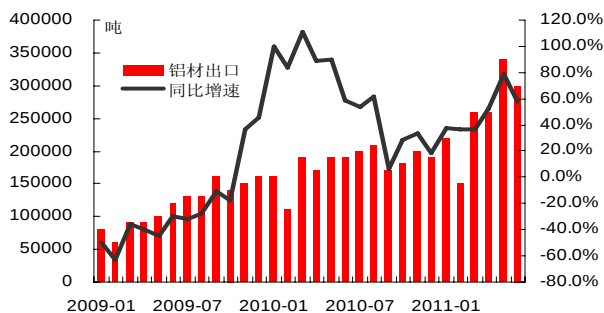
资料来源: BARCLAYS CAPITALS, 华泰联合证券研究所

图 14: 1-5 月累计消费增速北美居首



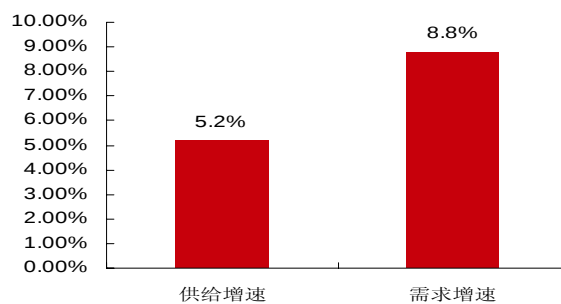
资料来源: BARCLAYS CAPITALS, 华泰联合证券研究所

图 15: 中国铝材出口高速增长



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

图 16: 1-5 月份全球铝需求增速快于供给增速



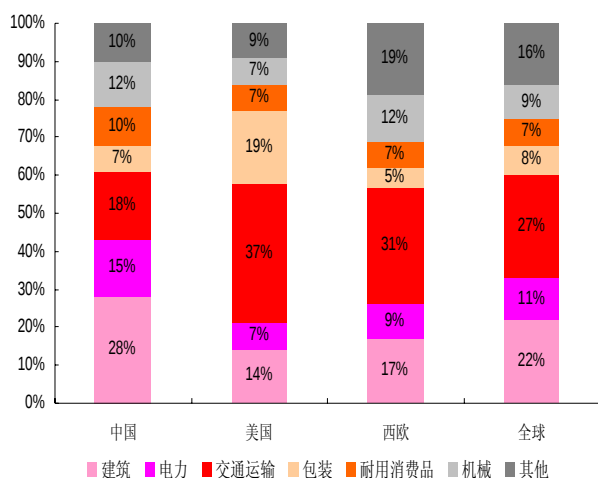
资料来源: 日本铝协会, 华泰联合证券研究所

国内旺盛的需求与海外消费的快速恢复可以从我国铝材产量与出口量中获得部分佐证。但需要提醒的是，铝材生产产业链较长，而在产品也往往被纳入了铝材统计口径，因此实际铝材产量增速恐低于统计数据，但即使考虑该因素，我们认为，铝需求快速增长也是一个不争的事实。

需求结构：建筑领域无忧

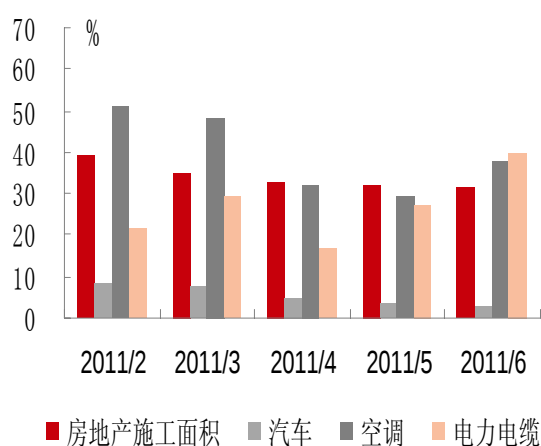
铝的各国终端消费结构略有差异，中国主要用于建筑、交通运输、电力以及耐用品等领域；而欧美交通运输、建筑与包装领域为主。上半年，国内房地产施工面积、电力与空调均实现了 30% 左右的高增长。

图 17： 各国铝消费结构略有差异



资料来源：CRU，华泰联合证券研究所

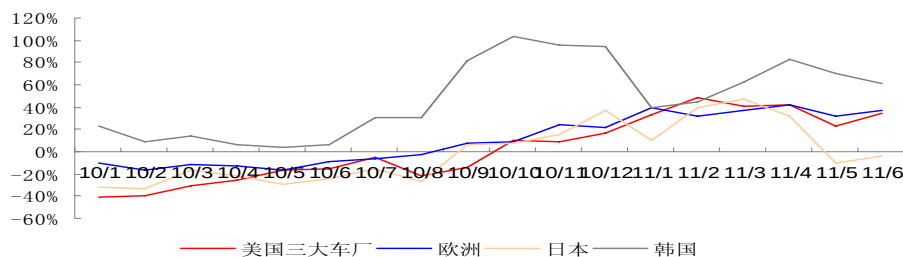
图 18： 国内下游主要领域高增长



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

国外的下游数据也同样喜人，欧美汽车产量实现 20% 的快速增长，而日本也呈现出地震后稳步复苏的趋势。

图 19： 欧美汽车同比 20% 增长、日本汽车业灾后稳步恢复



资料来源：华泰联合证券研究所

我们倾向于认为，未来三个月，供需面将支撑铝价的继续上行，并预计 2011 年全球铝供需平衡将呈现小幅短缺。

表格 3： 铝全球供需平衡表

	2010 年	2011 年 F	2012 年 F
--	--------	----------	----------

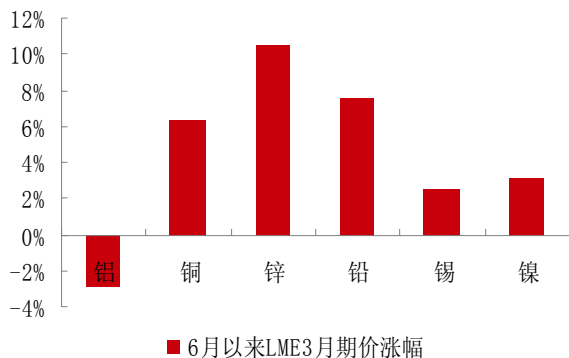
全球供给: 千吨	42,848	46,001	50,391
全球需求	42,743	46,152	50,234
供需平衡	106	-151	156

数据来源: 巴克莱资本, 华泰联合证券研究所

结论 2: 金融属性或将推波助澜

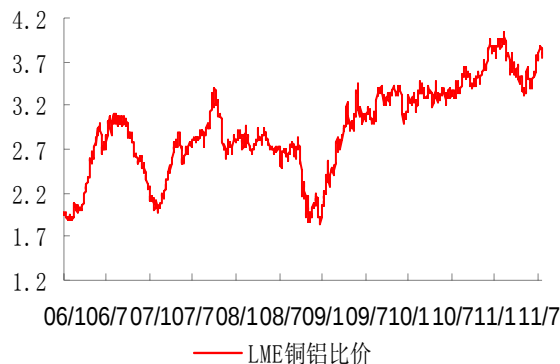
铝价虽创新高, 但六月以来铝价表现仍弱于其他金属; 而铜铝比又重回高位, 我们判断铜价高位震荡的概率较大, 则铝这一品种很可能会再次受到商品基金的关注, 其金融属性有望加强。

图 20: 6 月以来铝价表现稍逊一筹



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

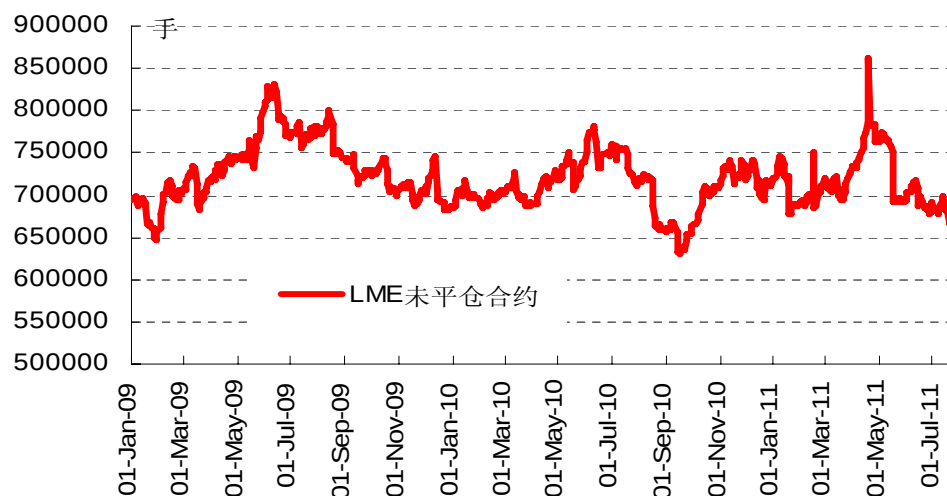
图 21: 铜铝比又回高位



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

LME 铝未平仓合约目前也处于近两年的相对低位, 这有利于商品基金构建更多的头寸。

图 22: 铝的未平仓合约处近两年的低位



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

铝作为一种高载能的金属，价格与油价呈现明显的正相关关系。目前原油价格仍处于高位，而美国债务上限调整的扰动将对美元币值构成一定压力，这些均为铝价上行提供了良好的外部环境。

图 23： 原油仍在高位



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 24： 美元维持弱势

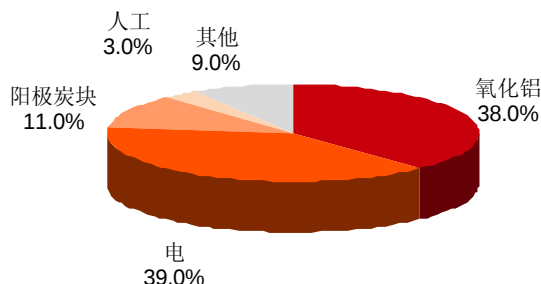


资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

结论 3： 铝行业盈利能力显著恢复

电解铝的成本主要分为电力、氧化铝、阳极碳素等三个部分。由于国内以火力发电为主占据 60%-70%的比例，因此电力成本占比相对较高，对电解铝的成本影响也较大；氧化铝一般与电解铝价格呈现同向变化的趋势，许多电解铝企业购置氧化铝的协议价格与原铝价格直接挂钩，旨在对冲铝价变化带来的风险。

图 25： 我国电解铝现金成本构成



资料来源：华泰联合证券研究所

我们测算，在当前 18000 元/吨的现货价格下，行业平均吨毛利将达到 1500 元/吨（含税），而部分具备电力与氧化铝价格优势的公司吨毛利有望到达 2000 元/吨，未来铝价若继续上行，将进一步放大行业的盈利空间，业绩高弹性的特质将淋漓尽致地展现。

表格 4：吨铝毛利对铝价和电价的敏感性测算

铝价(元/吨) \ 电价(去税)	17600	17800	18000	18200	18400	18600	18800
0.46 (元/度)	1616.07	1730.34	1844.62	1958.89	2073.16	2187.44	2301.71
0.47 (元/度)	1476.07	1590.34	1704.62	1818.89	1933.16	2047.44	2161.71
0.48 (元/度)	1336.07	1450.34	1564.62	1678.89	1793.16	1907.44	2021.71
0.49 (元/度)	1196.07	1310.34	1424.62	1538.89	1653.16	1767.44	1881.71
0.50 (元/度)	1056.07	1170.34	1284.62	1398.89	1513.16	1627.44	1741.71

资料来源：华泰联合证券研究所 *注：吨铝交流电耗按2010年全国平均水平14000kwh/t计算；氧化铝价格假设按现货铝价17%的比例计算

相关公司及投资要点

云铝股份（000807）：

公司电解铝年产能50万吨，2010年原铝营业收入占比49.14%；由于公司铝加工制品生产中，电解铝使用基本全部自给，产业关联收入占比达到92.73%。公司集铝土矿开采，氧化铝生产，电解铝冶炼和铝深加工为一体。公司电解技术国内领先，单位电解铝综合电耗低于国内平均水平。通过子公司“云南文山铝业”控制上游铝土矿资源，有望成为原料自给率最高的国内电解铝企业。现阶段，公司电力供应全部依赖网电；由于地处水电资源较为丰富的云南，在加大水电开发、管理力度和水电站投产的背景下，公司电力供应状况方面的改善值得期待，区位优势在长期内有望转化为公司电力成本优势。此外，在环保成本日益提升的背景下，我们认为，水电炼铝有望得到重点扶持，成为国内电解铝行业的发展方向。

表格 5：云铝股份 EPS 对铝价的敏感性分析

铝价(元/吨) \ 电价(元/度)	16600	16800	17000	17200	17400	17600	17800
11年 EPS (元/股)	0.01	0.03	0.06	0.08	0.11	0.13	0.15

资料来源：华泰联合证券研究所

焦作万方（000612）：

公司电解铝年产能42万吨，2010年原铝营收占比98.45%，全资控股子公司焦作万方电力有限公司，供电量占总用电量的25%；参股电力公司金冠嘉华电厂，供电量占比30%；目前公司正在筹划建设两台30万千瓦热电机组，建成后，预计供电自给率将达到60%以上。公司拥有煤炭企业“赵固能源”30%的股份，一定程度上具备平抑煤电成本上升的能力，未来在煤电-电解铝发展方向上与子公司有进一步合作的可能。

表格 6：焦作万方 EPS 对铝价的敏感性分析

铝价(元/吨)	16600	16800	17000	17200	17400	17600	17800
电价 (元/度)							
11 年 EPS (元/股)	0.72	0.82	0.92	1.03	1.13	1.23	1.34

资料来源：华泰联合证券研究所

中孚实业 (600595):

在收购了林丰铝电后，再加上产能扩张，公司目前控制的电解铝产能超过 80 万吨，成为国内超大型的电解铝企业。公司供电自给率约为 53%（集团拥有电厂），铝电联营带来的成本优势较为突出。公司铝制品加工业务扩张迅速，并不断向深加工领域渗透，2011 年初，公司通过配股募集资金约 24.29 亿元，资金将用于投资建设“热连轧项目”、“13 万吨冷轧项目”以及“5 万吨特种铝材项目”。项目完成后，将进一步完善公司的产业链，由单纯向市场提供铝锭及中低端铝加工品逐步转为市场急需的中高端铝板带材，提高公司产品的附加值，增强抗击经济周期波动的能力。

中国铝业 (601600):

公司电解铝年产能 404.92 万吨，2010 年原铝营业收入占比 43.39%，公司自备电力供应占比大约 25%。作为全国最大的电解铝生产企业，产量大约占全国总量的 20%。旗下子公司分布广泛，在山东，河南，贵州，青海，甘肃，辽宁等地都设有加工企业；在海外同时拥有贸易公司和矿产资源。公司这几年在稳定铝主业的同时，在其他方面，也将进行积极拓展。在海外，重点发展奥鲁昆项目、马来西亚沙捞越专案、沙特阿拉伯铝电项目和几内亚铁矿石等项目；在国内积极进入稀土领域，公司正在通过行业渗透将自身打造为一个综合性的矿业公司，而多领域的业务可望提升公司的经营稳定性和抗风险能力，为公司业绩提供支撑。

表格 7：中国铝业 EPS 对铝价的敏感性分析

铝价(元/吨)	16600	16800	17000	17200	17400	17600	17800
电价 (元/度)							
11 年 EPS (元/股)	0.10	0.13	0.16	0.19	0.22	0.25	0.28

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 8：相关公司铝产能与电力成本概况

	EPS			产能/总股本 (吨/万股)	产能/总市值 (吨/万元)	预计电力成本
	2011 年	2012 年	2013 年			
焦作万方	0.92	1.26	1.51	0.000875	0.000051	0.46
中孚实业	0.25	0.36	0.39	0.000528	0.000055	0.46
云铝股份	0.06	0.23	0.44	0.000325	0.000036	0.48
中国铝业	0.15	0.17	0.23	0.000299	0.000029	0.47

资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

风险提示

1. 铝行业长期仍面临产能过剩的潜在风险;
2. 全球宏观经济增长放缓导致需求萎缩
3. 中短期电解铝产能投放进度超出预期;
4. 电力紧张影响相关公司的正常生产, 价不足以补量;
5. 国内货币紧缩预期加剧, 对股票估值形成压制;



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。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司