

渤海租赁 (000415)

买入/维持评级

股价: RMB14.02

分析师

李聪
SAC 执业证书编号:S1000510120013
(021)6849 8610
licong@mail.htlhsc.com.cn

张黎
SAC 执业证书编号:S1000510120017
(0755)8236 6995
zhanglisz@mail.htlhsc.com.cn
丁文韬
SAC 执业证书编号:S1000511090006
021-50106410
dingwentao@mail.htlhsc.com.cn

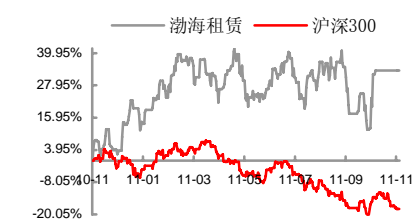
联系人

华莎
(021)6849 8507
huasha@mail.htlhsc.com.cn

基础数据

总股本 (百万股)	976
流通 A 股 (百万股)	976
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	13,688

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

渤海展翅 跃跃欲飞

——关于收购海航香港的点评

- 渤海租赁低价收购海航旗下飞机租赁资产。** 2011.12.1 渤海租赁公告, 拟以现金方式购买实际控制人海航集团全资子公司海航香港 100% 股权, 后者主营全球飞机租赁业务, 净资产 18.3 亿元, 2011-13 年的业绩承诺为 1.22、1.41、2.71 亿元 (按最新汇率计算)。1) 如果不考虑渤海租赁承接海航对海航香港债务的影响, 本次收购作价 24.3 亿元, 对应渤海租赁收购该飞机租赁资产的 PB 仅为 1.33 倍, 2013 年 PE 仅为 9 倍。 2) 由于渤海租赁承接海航对海航香港债务 7.8 亿元, 渤海租赁实际需支付现金 16.5 亿元, 由于是上市公司欠全资子公司的债务, 该债务并不对合并后财务报表产生影响, 即实际收购价格为 16.5 亿元。扣除前述债务后, 海航香港在实际可用净资产为 10.5 亿元(=18.3-7.8)的情况下, 预计实现 2011-13 年 roe 分别为 12%、12%、19%, 而 PB 仅为 1.58 倍(=16.5/10.5), 2013 年 PE 仅为 6 倍, 作价非常便宜。应该说, 此方案非常有利于流通股股东。
- 飞机租赁业务前景广阔。** 1) 市场容量: 09 年末全球飞机租赁余额 1557 亿元, 未来 3-5 年 CAGR 预计为 6.2%。 2) 竞争格局: 全球前 12 家公司占据 75% 份额, 高集中度提升议价能力。 3) 海航香港竞争优势: 融资成本低、项目资源多、管理经验丰富。
- 投资建议: 积极买入, 分享成长。** 1) 安全性: 收购飞机业务之后, 公司的长期 ROE 将有望提升至 15% 以上, 目前 2.1 倍 PB 明显偏低 (本次交易由于是 PB 溢价收购同一控制人下资产, 导致合并后净资产降低 6 亿元)。 2) 金融股中其估值全面占优: 流动市值仅 42 亿元, 但其 PB 远低于同类流动市值较低的金融股估值。 3) 海航集团租赁资产众多, 公司在公告中已明确提及未来对其他租赁资产的整合可能。基于对飞机租赁业务的良好预期以及公司外延扩张的巨大潜力, 我们提高公司合理估值至 20 元, 对应 2011 年底 3 倍 PB, 维持“买入”评级。考虑到公司收购飞机租赁业务影响, 我们调整盈利预测为 2011-13 年分别为 4.8、6.2、8.7 亿元 (本次交易后口径), 对应 2011-13 年 EPS 分别为 0.49、0.63、0.89 元。
- 风险提示: 本次收购尚需多部门审批。**

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	577	1,973	2,616	3,450
(+/-%)	276	242	33	32
归属母公司净利润(百万元)	252	483	616	873
(+/-%)	148	92	28	42
EPS(元)	0.26	0.49	0.63	0.89
P/E(倍)	54	28	22	16

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

渤海租赁低价收购海航旗下飞机租赁资产	4
飞机租赁业务前景广阔.....	5
投资建议：积极买入，分享成长.....	9
风险提示：尚需多部门审批	12

图表目录

图 1: 全球飞机数量未来 20 年 CAGR 预计为 3.8%.....	6
图 2: 各机型的飞机价格走势	6
图 3: 全球飞机租赁比例过去近 40 年的 CAGR 为 5.8%.....	8
图 4: 全球飞机租赁市场的 75% 份额由前 12 家公司所占有	8
图 5: 经营较好的海外飞机租赁公司 ROE 可达到 20%.....	9
表格 1: 海航香港的机队规模预测 (单位: 架)	4
表格 2: 海航香港财务简表 (单位: 亿元)	4
表格 3: 海航香港损益表预测 (单位: 亿元)	5
表格 4: 海外飞机租赁公司机队的平均单价 (单位: 百万美元)	7
表格 5: 金融类企业流通市值从低到高排序 (单位: 亿元)	10
表格 6: 金融类企业 PB 估值从低到高排序 (单位: 亿元)	10
表格 7: 海航集团旗下其他租赁公司资料	11

渤海租赁低价收购海航旗下飞机租赁资产

2011.12.1 渤海租赁公告,拟购买公司实际控制人海航集团全资子公司海航香港 100% 股权,标的资产作价 24.3 亿元,支付方式为渤海租赁以现金支付 16.4 亿元,承接海航集团及海航国际总部对海航香港债务 7.8 万元。实际收购价格为 16.4 亿元。

海航香港主营全球飞机租赁业务,其资产主要来自于 2010 年海航收购的澳洲 allco 公司的飞机租赁业务。根据 Airfinance Journal Rsearch 发布的全球飞机租赁公司拥有和管理的飞机数量 and 价值的排名,海航香港 2010 年位列第 14 名。

截至 2011 年 10 月 31 日,海航香港已开展的飞机租赁业务涉及的飞机 68 架,其中自有出租飞机 32 架,管理出租飞机 36 架,出租的机型大部分为受国际航空公司欢迎的机型空客 A320-200 和波音 B737-800 飞机,主要出租给国际著名航空公司,例如澳大利亚航空等。预计 2020 年末,公司机队规模将达到 86 架,其中自有 81 架,管理 5 架。

表格 1: 海航香港的机队规模预测 (单位: 架)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
机队规模	71	75	76	75	78	82	86	87	89	86
2011 年 6 月 30 日管理	37	34	30	28	26	22	20	13	9	5
2011 年 6 月 30 日报表内	32	32	29	21	19	19	15	13	13	10
新增加的飞机	2	9	17	26	33	41	51	61	67	71
报表内飞机合计	34	41	46	47	52	60	66	74	80	81

资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

海航香港 2011H1 末净资产为 18.3 亿元,海航对海航香港 2011-13 年的业绩承诺为 1.22、1.41、2.71 亿元 (按最新汇率计算)。

表格 2: 海航香港财务简表 (单位: 亿元)

资产负债表	2011H1	2010	2009
资产总计	91.50	83.39	17.86
负债合计	73.09	69.89	9.88
归属母公司所有者权益	18.27	13.44	7.98
损益简表			
营业总收入	5.07	10.56	0.02
营业利润	0.69	-0.25	-0.26
利润总额	0.69	-0.25	-0.26
归属母公司所有者的净利润	0.68	-0.17	-0.26

资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

表格 3：海航香港损益表预测（单位：亿元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	9.59	10.21	12.74	13.70	15.20	16.84	19.11	20.61	23.81	24.89
租金收入	9.11	9.71	12.16	13.16	14.72	16.13	18.35	20.34	23.46	24.53
管理费收入	0.48	0.50	0.58	0.54	0.48	0.71	0.75	0.27	0.35	0.35
其他业务收入	0.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-
减：营业成本	4.70	4.88	5.52	5.98	6.59	7.13	7.86	8.42	9.47	9.92
利息收支净额	3.00	3.55	4.10	4.81	5.46	5.56	6.66	7.35	8.50	9.06
加：公允价值变动	-	0.07	0.29	-	0.03	0.19	0.19	1.38	0.60	0.35
利润总额	1.42	1.85	3.40	2.91	3.18	4.35	4.78	6.23	6.44	6.26
减：所得税	0.04	0.31	0.56	0.48	0.53	0.72	0.79	1.03	1.06	1.03
净利润	1.38	1.55	2.84	2.43	2.66	3.63	3.99	5.20	5.38	5.23
归属母公司所有者净利润	1.22	1.41	2.71	2.35	2.60	3.58	3.95	5.18	5.36	5.22
少数股东损益	0.15	0.13	0.13	0.08	0.05	0.05	0.04	0.02	0.02	0.01

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

注：已按照最新美元兑人民币 6.36 的汇率计算。

1) 如果不考虑渤海租赁承接海航对海航香港债务的影响，本次收购作价 24.3 亿元，对应渤海租赁收购该飞机租赁资产的 PB 仅为 1.33 倍，2013 年 PE 仅为 9 倍。

2) 由于渤海租赁承接海航对海航香港债务 7.8 亿元，渤海租赁实际需支付现金 16.5 亿元，由于是上市公司欠全资子公司的债务，该债务并不对合并后财务报表产生影响，即实际收购价格为 16.5 亿元。扣除前述债务后，海航香港在实际可用净资产为 10.5 亿元(=18.3-7.8)的情况下，预计实现 2011-13 年 roe 分别为 12%、12%、19%，而 PB 仅为 1.58 倍(=16.5/10.5)，2013 年 PE 仅为 6 倍，作价非常便宜。应该说，此方案非常有利于流通股股东。

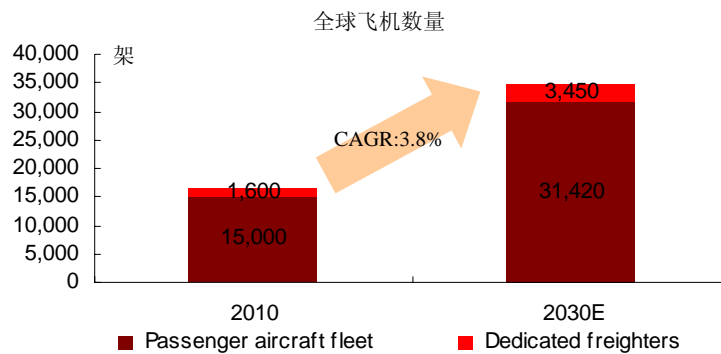
飞机租赁业务前景广阔

1) 市场容量：09 年末全球飞机租赁余额 1557 亿美元，未来 3-5 年 CAGR 预计为 6.2%。

截止 2009 年底，全球飞机租赁余额为 1557 亿美元。根据公式：飞机租赁余额=飞机数量*平均单价*租赁比例，展望未来，全球飞机租赁市场增长将主要受公式右侧 3 因素影响，下面我们分别进行预测。

A. 飞机数量：根据空客公司预计，2011-30 年未来 20 年间全球飞机数量 CAGR 为 3.8%；

图 1： 全球飞机数量未来 20 年 CAGR 预计为 3.8%



资料来源：空客公司，华泰联合证券研究所

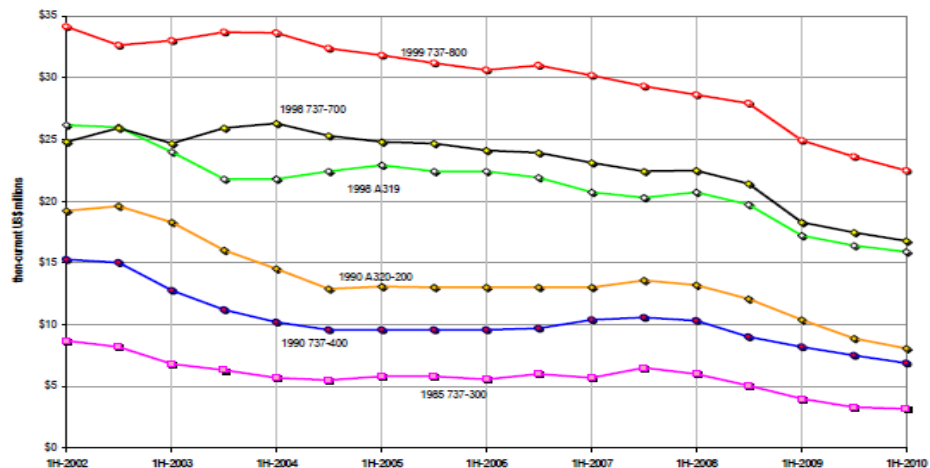
B.平均单价：变化趋势主要受到飞机更新换代速度影响，考虑到前述的 3.8%全球飞机数量增长速度，预计未来 3-5 年飞机租赁资产组合的平均单价的 CAGR 为-2.5%。

a.正面影响：飞机租赁资产组合中的传统老机型逐渐被新机型所替代，后者单价更高，抬升整体飞机租赁资产组合的平均单价。

b.负面影响：传统老机型面临更新换代压力，价格通常处于下降趋势。

从下图中我们可以清晰看出以上的两项影响，一方面，同一机型的价格趋势往下；另一方面，生产年份更晚的新机型通常享有更高单价。

图 2： 各机型的飞机价格走势



资料来源：Aviation Specialists Group., 华泰联合证券研究所

注：各线条上标志的左侧为生产年份，右侧为机型。

综合以上一整一负影响后，对国际上各类飞机租赁公司的资产组合平均单价的影响各有不同，主要因素取决于飞机租赁公司对飞机更新换代的速度，即更新越快，飞机组

合中单价更高的新机型占比越高，平均单价通常处于上升趋势；更新越慢，老机型跌价影响越明显，平均单价通常处于下降趋势。

如表格 1 所示，AER、Aircastle 的飞机数量在 2006-10 年经历了接近 20% 的复合增长，更新换代较快，因此其平均单价的 CAGR 均在 7% 以上；而 ILFC 的飞机数量同期 CAGR 仅为 3.2%，更新换代较慢，因此其平均单价的 CAGR 为 -3.1%。根据前面表格 1 海航香港 2011-20 年的机队规模测算，飞机数量的 CAGR 为 10%，更新换代速度处于中等水平，预计其平均单价将基本处于稳定。

表格 4：海外飞机租赁公司机队的平均单价（单位：百万美元）

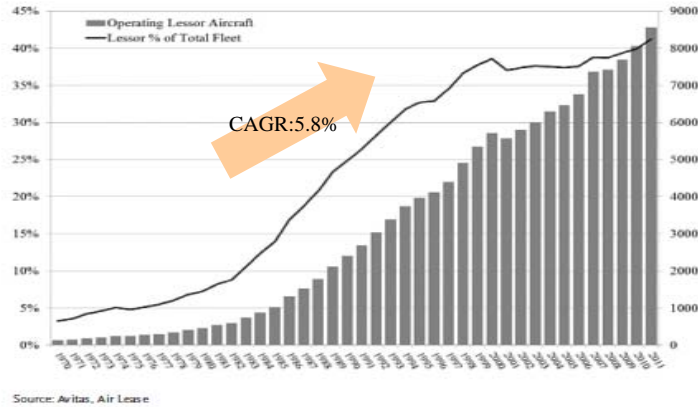
	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR
AER						
飞机总额	2,967	3,050	3,990	5,230	8,061	28.4%
飞机数量	131	136	160	180	271	19.9%
飞机单价	23	22	25	29	30	7.1%
Aircastle						
飞机总额	1,559	3,807	3,838	3,813	4,066	27.1%
飞机数量	69	113	130	129	136	18.5%
飞机单价	23	34	30	30	30	7.2%
ILFC						
飞机总额	38,526	43,930	43,220	41,798	38,476	0.0%
飞机数量	824	900	955	993	933	3.2%
飞机单价	47	49	45	42	41	-3.1%
合计						
飞机总额	43,052	50,787	51,047	50,841	50,603	4.1%
飞机数量	1,024	1,149	1,245	1,302	1,340	7.0%
飞机单价	42	44	41	39	38	-2.6%

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

考虑到前述的 3.8% 全球飞机数量增长速度，结合上表中合计值的飞机数量增速以及对应的飞机单价增速，我们预计，未来 3-5 年全球飞机租赁资产组合的平均单价的 CAGR 为 -2.5%。

C. 租赁比例：全球飞机市场上的租赁比例从 1970 年的 4% 提升至 2011 年的 41%，CAGR 为 5.8%，谨慎预计未来 3-5 年 CAGR 为 5%。

图 3： 全球飞机租赁比例过去近 40 年的 CAGR 为 5.8%



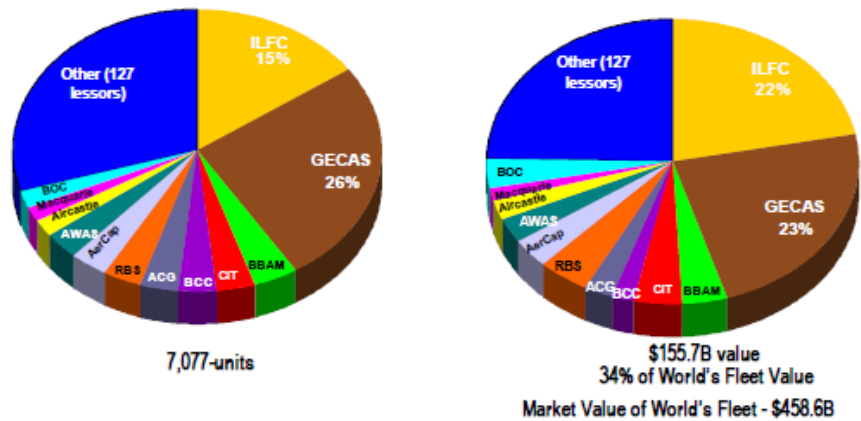
资料来源: Avitas, Air Lease, 华泰联合证券研究所

综合以上 3 项驱动因素的未来增速计算，全球飞机租赁余额未来 3-5 年 CAGR 预计为 6.2%，高于全球 GDP 的约 3-4% 的增速。

2) 竞争格局: 全球前 12 家公司占据 75% 份额，高集中度提升议价能力。

从事飞机租赁业务要求较高的资本实力以及较强的飞机资产管理能力等，高门槛决定了脱颖而出者寥寥无几。全球飞机租赁市场上，前 12 家公司占据了 75% 份额。

图 4： 全球飞机租赁市场的 75% 份额由前 12 家公司所占有

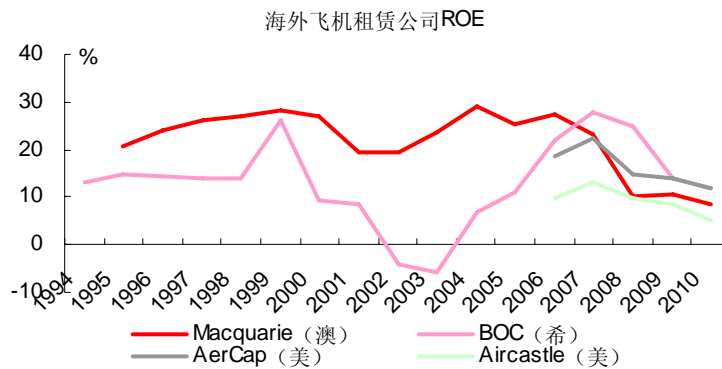


Source: Boeing Capital, Airleas as of 12/14/09.
Note: Includes all in-service/stored western built jets operated by airlines and managed by operating lessors. Generic Market Value as of Sep '09.

资料来源: Avitas, Air Lease, 华泰联合证券研究所

较高的集中度水平提升了飞机租赁公司的议价能力。参考海外上市的飞机租赁公司，经营较好的公司的长期 roe 可达到 20% 左右的水平。

图 5： 经营较好的海外飞机租赁公司 ROE 可达到 20%



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

3) 海航香港竞争优势: 融资成本低、项目资源多、管理经验丰富。

A. 融资成本: 实际控股之人海航集团与银行广泛的业务合作关系以及海航香港地处利率较低的香港, 均可助其获取更低的融资成本, 比如 2011H1 公司新增的 5 架飞机的贷款利率仅为 4.4%。

B. 项目资源多: 海航对航空产业的熟悉助其更容易发掘项目机会。

C. 管理经验丰富: allco 的飞机租赁业务起步较早, 其管理团队在飞机租赁行业经营了十来年, 已经历多个经济周期, 经验丰富。

投资建议: 积极买入, 分享成长

1) 安全性:

收购飞机业务之后, 长期 ROE 将有望提升至 15% 以上, 目前 2.1 倍 PB 明显偏低 (本次交易由于是 PB 溢价收购同一控制人下资产, 导致合并净资产降低 6 亿元)。

与目前正在推荐的海通证券、中信证券做比较, 目前海通的 ROE 今年预计 6% 左右, 正常化 8% 左右, 乐观也就 10% 左右, 目前估值大约 1.4PB, (中信类似), 渤海租赁, 我们相信随着业务的正常化, 公司的 ROE 水平将有望达到 15% 以上, 对应目前 2.1PB 的估值明显偏低。

2) 金融股中其估值全面占优

渤海租赁作为一个金融股, 目前其流动市值只有 42 亿, 但其 P/B 估值水平远远低于流动市值较低的前 15 位的金融股。如果按照估值水平排名, 渤海租赁的流通市值远远低于在 2 倍 P/B 水平下的其他任何金融个股。

表格 5：金融类企业流通市值从低到高排序（单位：亿元）

序号	公司	流通市值(亿元)	总市值(亿元)	最新 PB	2011PE
1	国海证券	18	90	3.40	29.71
2	香溢融通	37	37	2.42	29.97
3	中国中期	38	38	8.67	-
4	渤海租赁	42	137	1.97	27.86
5	陕国投 A	45	45	5.61	45.50
6	爱建股份	65	65	4.88	40.12
7	西南证券	71	207	2.08	31.34
8	鲁信创投	77	142	5.21	23.81
9	方正证券	78	317	2.21	36.60
10	安信信托	84	84	19.66	20.15
11	大众公用	83	83	2.06	14.48
12	东北证券	98	98	3.00	47.67
13	太平洋	108	109	5.24	75.23
14	国金证券	112	112	3.44	26.93
15	山西证券	113	185	3.12	51.02

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

表格 6：金融类企业 PB 估值从低到高排序（单位：亿元）

序号	公司	流通市值(亿元)	总市值(亿元)	最新 PB	2011PE
1	交通银行	1,469	1,469	1.08	5.59
2	中信银行	1,280	1,289	1.13	6.66
3	深发展 A	482	795	1.14	7.85
4	浦发银行	1,268	1,586	1.14	6.17
5	中国银行	5,631	5,631	1.16	6.34
6	华夏银行	519	712	1.17	8.53
7	北京银行	585	585	1.22	7.44
8	国元证券	182	182	1.23	23.57
9	兴业银行	1,315	1,315	1.23	5.54
10	民生银行	1,310	1,310	1.26	6.07
11	光大银行	429	1,140	1.26	6.98
12	南京银行	260	260	1.28	8.52
13	农业银行	520	7,469	1.33	6.34
14	海通证券	651	651	1.45	17.43
15	宁波银行	226	262	1.47	8.65
16	建设银行	450	450	1.52	6.85
17	中信证券	1,054	1,057	1.53	18.31
18	华泰证券	161	507	1.53	19.27
19	工商银行	10,987	10,987	1.62	7.01
20	渤海租赁	42	137	1.97	27.86

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

3) 海航集团租赁资产众多

公司在本次公告中已明确提及未来对其他租赁资产的整合可能，渤海租赁未来外延扩张的潜力巨大。

表格 7：海航集团旗下其他租赁公司资料

公司名称	注册资本	总资产	净资产	主营业务	业务进展
长江租赁	28 亿元	167.28 亿元	40.18 亿元	通用飞机、飞机发动机及其他航空器材	截止 2010 年 4 月底，已起租的项目包括 56 架飞机
扬子江租赁	1.14 亿美元	31.21 亿元	8.65 亿元	通用飞机、飞机发动机及其他航空器材	截止 2010 年 4 月底，扬子江租赁已起租 8 架飞机共计 1.73 亿美元，已起租飞机发动机等航空器材共计 4.79 亿元
大新华租赁	17 亿元	5.00 亿元	5.00 亿元	船舶租赁	尚未开展具体业务
香港国际租赁	3.89 亿港元	19.11 亿港元	3.90 亿港元	民用飞机租赁、飞机发动机及其他航空器材租赁、船舶租赁	截止 2010 年 4 月底，香港国际租赁已起租的项目包括 5 架飞机和一台飞机发动机
香港航空租赁	100 万港币	n.a.	n.a.	民用飞机租赁和投融资服务	截止 2010 年 4 月底，共起租 64 架飞机

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

注：总资产、净资产均为 2009 年数据。

公司目前 2011 年 PB 仅为 2.1 倍，且是进入正常化经营的第二年，因此，我们目前要求公司较高的 ROE 水平也不现实，随着公司收购飞机租赁业务以及将账上的资金逐步地充分利用，公司整体的 ROE 水平还将不断上移，明年的整体 ROE 有望上升到 10% 左右，但是同时，公司又是资本消耗型的企业，因此，公司必将进行再融资，此时公司的 PB 水平又将下移，而整体 ROE 水平随着经营的正常化还将一步步上移。（2010 年，民生租赁 ROE 都达到 15% 左右，远东宏信 ROE 高达 26% 左右）。（同时公司的 ROE 水平也还可以通过债项融资的方式完成，ROE 的水平远高出发债成本）所以在未来的过程中，随着整体 ROE 上移的过程，公司的 P/B 水平却还在不停的下降，这必将带来不错的收益。

简单而言：渤海租赁，没有银行的坏账担忧，却享受着与银行一般的估值，金融板块内流动市值第二小的公司且身处朝阳产业，却没有享受到流动性溢价，本属逆周期品种，却没有在逆周期中显示出优势。从 A 股市场的交易规则来看，我们认为随着更名摘帽的完成，这些问题都将会得到解决。作为 A 股唯一的租赁类企业，公司在更名摘帽完成之后将受到的重视程度必将会大幅提高。

基于对飞机租赁业务提升整体 roe 的良好预期以及公司外延扩张的巨大潜力，我们提高公司合理估值至 20 元，对应 2011 年底 3 倍 PB，维持“买入”评级。

风险提示：尚需多部门审批

本次交易方案尚需满足多项交易条件方可实施，包括但不限于：1) 渤海租赁股东大会批准本次交易；2) 国家发改委核准；3) 商务部核准；4) 中国证监会核准。



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±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了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投资目标或财务状况;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。