

人人乐 (002336)

公司研究/点评报告

新开门店多+老店盈利能力下滑导致利润下降

—人人乐 (002336) 2011 年年报点评

民生精品---简评报告/商贸零售行业

2012 年 03 月 16 日

事件概述

公司 3 月 15 日晚间发布其 2011 年度报告: 报告期内, 公司实现营业总收入 120.92 亿元, 同比增长 20.43%, 实现归属上市公司股东净利润 1.69 亿元, 同比下降 28.52%, 实现扣非后净利润 1.68 亿元, 同比下降 28.78%, 实现每股基本收益 0.42 元, 同比下降 30.01%。拟以 11 年 12 月 31 日公司总股本 4 亿股为基数, 向全体股东按每 10 股派发现金红利 5 元 (含税), 共派发现金 2 亿元。

开店速度加快, 收入增速达3年最高

营收增速较 10 年上升 5.9 个百分点。其中同店实现营业收入 1,022,585 万元, 占营业收入比重 84.57%, 同店增长 6.79%, 4 季度同店增速放缓。11 年净增门店 24 家, 较 10 年多 14 家, 11 年底共拥有 127 家门店。

同店毛利率下降, 新店又尚处于培育期, 导致整体毛利率下降0.54%

全年综合毛利率为 20.27%, 较 10 年下降 0.54 个百分点。其中主营业务毛利率下降了 0.76 个百分点。新开门店由于处于市场培育期, 经营毛利率偏低; 同时, 为应对日益加剧的市场竞争, 公司加大了促销力度, 造成可比老店销售毛利率下降, 11 年可比老店毛利率为 20.2, 较 10 年同期下降 0.6 个百分点。

工资刚性增长以及新开门店长摊费用增加, 导致整体费用率增0.37个百分点

公司整体费用率为 17.7%, 较上年上升 0.37 个百分点。4 季度的销售费用率最高: 一是 4 季度收入增速放缓, 二是 4 季度有 11 家新开门店, 新店的销售暂时无法弥补费用的增长。费用率的增加主要因为员工工资的刚性增长, 以及 11 年新开门店较多, 相应门店装修摊销费用增加。

新店尚处培育期, 老店盈利能力下滑, 导致利润大幅下降

营业利润、归属于上市公司股东的净利润、扣非后净利润分别同比下降 21.7%、28.5%、28.8%。主要因为: 1、11 年新开店较多, 处于市场培育期, 经营毛利率低, 费用率高; 2、四季度同店增速放缓, 公司加大促销力度, 导致毛利率下滑, 促销费用上升; 3、11 年有效税率为 23%, 较 10 年高 8%, 深圳税率由 22% 上升到 24%, 南宁所得税免征期已满。

分季度来看, 3 季度营业利润下滑, 而利润总额大幅上升, 主要因为 10 年同期在租期内关闭了西安解放路店和东莞寮步店, 一次性支付了 1470 万元的违约补偿

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	10,041	12,092	14,813	16,294
增长率 (%)	14.5%	20.4%	22.5%	10.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	237	169	189	214
增长率 (%)	3.2%	-28.5%	11.6%	13.1%
每股收益 (元)	0.59	0.42	0.47	0.53
PE	25.3	35.4	31.7	28.1
PB	1.7	1.7	1.6	1.5

资料来源: 民生证券研究所

中性

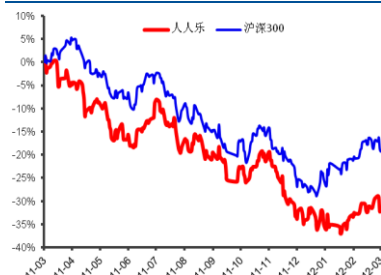
维持评级

目标价: --

交易数据 (2012-03-15)

收盘价 (元)	15.04
近 12 个月最高/最低	23.33/13.81
总股本 (百万股)	400.00
流通股本 (百万股)	100.00
流通股比例 (%)	25.00
总市值 (亿元)	60.16
流通市值 (亿元)	15.04

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 田慧蓝

执业证书编号: S0100511060002

电话: (86755)22662074

Email: tianhuilan@mszq.com

联系人: 王羽

电话: (86755)22662070

联系人: 陈玉蓉

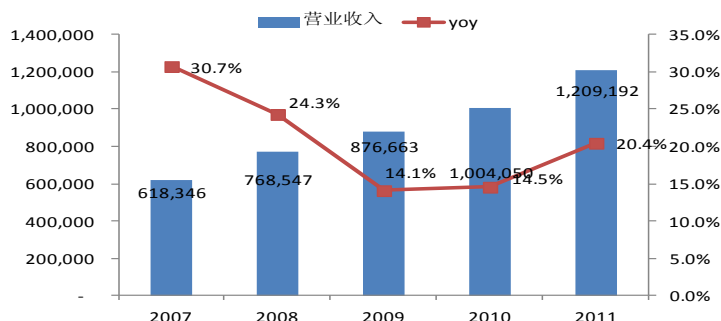
电话: (86755)22662096

相关研究

➤ 开店速度加快，收入增速达3年来最高

报告期内，公司实现营业收入 1,209,192 万元，同比增长 20.4%，增速较 10 年上升 5.9 个百分点。其中同店实现营业收入 1,022,585 万元，占营业收入比重 84.57%，同店增长 6.79%。

图 1：2007-2011 公司营业收入及其增长情况



资料来源：民生证券研究所

从分季度数据来看，尽管 10 年收入增速基数并不高，11 年 4 季度收入增速仍为全年最低，4 季度同店增速放缓。

表 1：2010-2011 年分季度公司营业收入（万元）及其增速

	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
11 年	331,053	278,569	292,375	307,196
yoy	25.01%	19.54%	20.92%	16.19%
10 年	264,830	233,029	241,788	264,402
yoy	11.60%	17.03%	15.54%	14.47%

资料来源：民生证券研究所整理

分区域来看，华南地区为公司首要业务所在地，营业收入占总销售额的 47.25%，09 年以来，占比呈逐年上升趋势，销售同比增速达 24.47%，较 10 年同期高 8.41 个百分点，11 年新开门店 14 家（含华中区-湖南省的 4 家），较 10 年多 4 家。

西北地区营收占总销售额的 25.93%，销售同比增速达 17.73%，较 10 年同期高 8.44 个百分点，11 年新开门店 3 家，低于 10 年的 4 家，较高收入增速应为老店贡献。

西南、华北区域销售增速均略有下滑，分别下降 0.08 和 2.47 个百分点，西南区 11 年新开门店 4 家，与 10 年持平，华北区新开 3 家，较 10 年多 2 家。

表 2：2007-2011 年分区域营业收入构成情况（万元）

	2007	2008	2009	2010	2011
华南区	309,102	363,804	395,566	459,066	571,388
yoy	38.71	17.70	8.73	16.05	24.47
占比	49.99	47.33	45.12	45.72	47.25
西北区	156,193	210,187	243,665	266,294	313,496
yoy	26.66	34.57	15.93	9.29	17.73
占比	25.26	27.34	27.79	26.52	25.93
西南区	106,420	124,389	141,393	167,781	198,960
yoy	15.74	16.89	13.67	18.66	18.58
占比	17.21	16.19	16.13	16.71	16.45
华北区	46,632	70,167	96,038	110,909	125,348
yoy	33.51	50.47	36.87	15.48	13.02
占比	7.54	9.13	10.95	11.04	10.37

资料来源：民生证券研究所整理（注：为了与以前年度可比，将华中区-湖南省仍并入华南区计算）

分品类来看，食品类、生鲜类、洗化类、百货专柜类、家电类、针纺类、日杂文体类主营收入分别占营业收入的 32.12%、16.52%、13.21%、10.50%、6.96%、5.15%、4.45%。各品类结构与 10 年基本相似，百货专柜类占比较 10 年增长 0.57 个百分点，主要因为除百货部类的内生增长外，公司逐步加大对专业百货业态的发展，11 年新开 5 家专业百货门店，分别为重庆永川店、深圳龙华店、湖南衡阳店、湖南宁乡店、天津迁安店。

表 3：2008-2011 年分品类主营收入构成情况（万元）

	2008	2009	2010	2011
食品类	254,761	280,255	321,648	388,344
yoy	25.04	10.01	14.77	20.74
占比	33.15	31.97	32.03	32.12
生鲜类	149,426	158,601	174,481	199,771
yoy	21.84	6.14	10.01	14.49
占比	19.44	18.09	17.37	16.52
洗化类	97,463	116,855	133,533	159,686
yoy	na	19.90	14.27	19.59
占比	12.68	13.33	13.29	13.21
百货专柜类	74,329	86,681	99,767	126,947
yoy	25.83	16.62	15.10	27.24
占比	9.67	9.89	9.93	10.50
家电类	50,211	56,910	69,199	84,196
yoy	14.44	13.34	21.59	21.67
占比	6.53	6.49	6.89	6.96
针纺类	38,073	44,209	51,797	62,265
yoy	20.14	16.12	17.16	20.21
占比	4.95	5.04	5.15	5.15
日杂文体类	28,193	37,157	43,762	53,847
yoy	na	31.80	17.78	23.04
占比	3.67	4.24	4.35	4.45

资料来源：民生证券研究所整理

分事业部来看，超市仍为公司主要收入来源，11 年超市事业部主营业务收入占总销售额比重为 78.41%，占比较 10 年同期低 0.71 个百分点，呈逐年下降趋势，主营收入增速为 19.35%，较 10 年高 4.87 个百分点。11 年百货事业部主营业务收入占总收入比重为 10.50%，较 10 年高 0.56 个百分点，逐年上升，主营收入增速为 27.24%，较 10 年同期高 12.51 个百分点。百货业务增速显著高于超市业务增速，特别是专业百货事业部，11 年主营收入增速达 64.06%。

表 4：2009-2011 年分事业部主营收入构成情况（万元）

	2009	2010	2011
超市事业部	693,987	794,421	948,109
yoy	na	14.47	19.35
占比	79.16	79.12	78.41
百货事业部	86,681	99,767	126,947
yoy	na	15.10	27.24
占比	9.89	9.94	10.50
其中：专业百货事业部	9,730	24,726	40,567
yoy	na	154.13	64.06
占比	1.11	2.46	3.35

资料来源：民生证券研究所整理

分销售方式来看，公司以购销方式为主，但占比逐年下滑，商品购销收入增速低于

联营专柜。

表 5：2007-2011 年分销售方式主营收入构成情况（万元）

	2007	2008	2009	2010	2011
商品购销	431,349	527,297	581,347	649,840	763,382
yoy	26.62	22.24	10.25	11.78	17.47
占比	69.76	68.61	66.31	64.72	63.13
联营专柜	129,630	165,157	199,321	244,348	311,674
yoy	48.12	27.41	20.69	22.59	27.55
占比	20.96	21.49	22.74	24.34	25.78

资料来源：民生证券研究所整理

公司 11 年加快了门店拓展，11 年净增门店 24 家，其中专业百货店 5 家，11 年底共拥有 127 家门店，营业面积达 1,812,100 平方米，较 10 年增长 32%，单店面积逐年增加，11 年达 14,269 平方米，与公司加大拓展大面积百货门店有关。

表 6：人人乐门店拓展表

	2007	2008	2009	2010	2011
期末门店数	57	73	93	103	127
本期净增	10	16	20	10	24
经营面积（平方米）	748,174	955,617	1,222,435	1,368,900	1,812,100
yoy	19%	28%	14%	12%	32%
单店面积（平方米）	13,126	13,091	13,144	13,290	14,269

资料来源：民生证券研究所整理

➤ **同店毛利率下降，新店又尚处于培育期，导致整体毛利率下降0.54%**

从分季度的毛利率情况来看，各季度的毛利率相比于 10 年同期均有不同程度的下降。全年综合毛利率为 20.27%，较 10 年下降 0.54 个百分点。其中主营业务毛利率下降了 0.76 个百分点。新开门店由于处于市场培育期，经营毛利率偏低；同时，为应对日益加剧的市场竞争，公司加大了促销力度，造成可比老店销售毛利率下降，11 年可比老店毛利率为 20.2，较 10 年同期下降 0.6 个百分点。

表 7：2009-2011 年毛利率情况

	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	全年综合
2009 年	20.06%	21.85%	20.07%	21.31%	20.80%
2010 年	20.05%	22.03%	20.36%	20.89%	20.81%
2011 年	19.67%	21.27%	19.64%	20.60%	20.27%

资料来源：民生证券研究所整理

分品类和分事业部来看，所有品类和事业部的毛利率均有不同程度的下降，其中降幅最大的为百货。

表 8：2008-2011 年分品类主营业务毛利率情况（%）

	2008	2009	2010	2011	2011 年减 2010 年
食品类	9.87	9.67	10.27	9.91	-0.36
生鲜类	9.12	6.85	6.34	5.93	-0.41
洗化类	11.17	11.01	10.91	9.29	-1.62
百货专柜类	18.44	16.78	15.86	14.16	-1.70
家电类	7.10	5.76	5.02	4.04	-0.98
针纺类	22.46	22.14	22.15	20.51	-1.64
日杂文体类	23.19	22.56	23.03	22.65	-0.38
主营业务毛利率	11.84	11.12	11.13	10.37	-0.76
综合毛利率	20.50	20.80	20.81	20.27	-0.54

资料来源：民生证券研究所整理

表 9：2009-2011 年分事业部主营毛利率情况 (%)

	2009	2010	2011	2011 年减 2010 年
超市事业部	10.41	10.53	9.86	-0.67
百货事业部	16.78	15.86	14.16	-1.70
其中：专业百货	16.26	15.86	13.38	-2.48

资料来源：民生证券研究所整理

分销售方式看，联营专柜毛利率下降较多。

表 10：2007-2011 年分销售方式主营毛利率情况 (%)

	2007	2008	2009	2010	2011	2011 年减 2010 年
商品购销	11.21	10.33	9.58	9.79	9.07	-0.72
联营专柜	14.98	16.68	15.62	14.68	13.56	-1.12

资料来源：民生证券研究所整理

➤ 工资刚性增长以及新开门店长摊费用增加，导致整体费用率增0.37个百分点

报告期公司整体费用率为 17.7%，较上年上升 0.37 个百分点。其中销售费率、管理费用率、财务费用率分别为 14.6%、3.3%、-0.2%，分别较上年上升 0.11、0.17、0.10 个百分点。

表 11：2007-2011 年公司期间费用率情况

	2007	2008	2009	2010	2011
销售费用率	12.9%	12.9%	14.1%	14.5%	14.6%
管理费用率	1.9%	3.0%	3.0%	3.1%	3.3%
财务费用率	0.0%	0.1%	0.1%	-0.3%	-0.2%
期间费用率合计	14.8%	16.0%	17.2%	17.3%	17.7%

资料来源：民生证券研究所整理

分季度来看，4 季度的销售费用率最高，导致 4 季度的期间费用率高企，我们判断主要原因为：一是 4 季度收入增速放缓，二是 4 季度有 11 家新开门店，新店的销售暂时无法弥补费用的增长。

表 12：2010-2011 年公司分季度期间费用率情况

	2010q1	2010q2	2010q3	2010q4	2011q1	2011q2	2011q3	2011q4
销售费用率	12.9	14.9	15.4	15.1	12.7	14.5	15.1	16.4
管理费用率	2.8	3.5	3.8	2.4	2.7	3.5	3.7	3.2
财务费用率	-0.2	-0.5	-0.3	-0.4	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2
期间费用率	15.4	17.9	18.9	17.2	15.2	17.8	18.6	19.4

资料来源：民生证券研究所整理

从公司销售+管理的分项费用率来看，费用率的增加主要因为工资及福利费、折旧和长摊费用率的增加，分别较 10 年增长 0.18 和 0.22 个百分点。从人效（只计算营运人员）上看，11 年人效为 56 万，较 10 年高 5.6 万，因此工资及福利费的上涨来源于员工工资的刚性增长。折旧和长摊费用率的增加主要因为 11 年新开门店较多，相应门店装修摊销费用增加。

表 13：2007-2011 年公司销售+管理费用率（费用/营收收入）情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2011 年减 2010 年
工资及福利费	3.36	4.78	4.40	4.53	4.71	0.18
租金	3.88	3.83	4.39	4.59	4.58	-0.01
水电费	2.33	2.10	2.43	2.17	2.18	0.00
折旧和长摊	1.94	1.57	1.89	1.71	1.93	0.22
其他	3.25	3.62	4.02	4.61	4.50	-0.11
合 计	14.77	15.91	17.12	17.62	17.90	0.28

资料来源：民生证券研究所整理

➤ 新店尚处培育期，老店盈利能力下滑，导致利润大幅下降

2011 年，公司实现营业利润 21,708 万元，同比下降 21.7%；实现归属于上市公司股东的净利润 16,941 万元，同比下降 28.5%；实现扣非后净利润 16,846 万元，同比下降 28.78%。

利润大幅下降，主要因为：1、11 年新开店较多，处于市场培育期，经营毛利率低，费用率高；2、四季度同店增速放缓，公司加大促销力度，导致毛利率下滑，促销费用上升；3、11 年有效税率为 23%，较 10 年高 8%，深圳税率由 22% 上升到 24%，南宁所得税免征期已满。

分季度来看，3 季度营业利润下滑，而利润总额大幅上升，主要因为 10 年同期在租期内关闭了西安解放路店和东莞寮步店，一次性支付了 1470 万元的违约补偿。

表 14：2011 年分季度公司主要利润指标（单位：万元）

	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	全年综合
营业利润	11,516	7,649	1,011	1,532	21,708
Yoy	13.4%	3.4%	-43.8%	-81.7%	-21.7%
利润总额	12,077	7,605	1,395	944	22,022
Yoy	15.4%	-2.4%	83.6%	-89.3%	-21.0%
归属于上市公司股东的净利润	8,920	6,418	979	624	16,941
Yoy	4.2%	-3.0%	71.2%	-92.2%	-28.5%

资料来源：民生证券研究所整理

➤ 2012 年计划实现营收增长约 22.5%，净利润增长 10%

2012 年公司将围绕董事会确定的“减速、调整、巩固、提高”经营指导思想，扎实工作，保持公司稳健发展，巩固经营业绩，力争实现营业收入 148 亿，比上年增长约 22.5%；净利润比上年同期增长 10%

➤ 盈利预测与投资建议

预计 2012-2013 年归属于母公司净利润为 1.89 和 2.14 亿元，增速分别为 11.6% 和 13.1%，EPS 为 0.47 与 0.53 元，对应 PE 为 32.0x 与 28.4x，给予中性评级。

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E
一、营业总收入	10,041	12,092	14,813	16,294
减：营业成本	7,951	9,641	11,835	13,011
营业税金及附加	76	96	117	129
销售费用	1,459	1,770	2,169	2,386
管理费用	310	394	483	531
财务费用	-34	-29	-35	-39
资产减值损失	0	2	2	2
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	277	217	243	275
加：营业外收支净额	1	3	3	3
三、利润总额	279	220	246	278
减：所得税费用	42	51	57	64
四、净利润	237	169	189	214
归属于母公司的利润	237	169	189	214
五、基本每股收益 (元)	0.59	0.42	0.47	0.53

主要财务指标

项目	2010A	2011A	2012E	2013E
EV/EBITDA	7.1	9.2	3.9	5.7
成长能力:				
营业收入同比	14.5%	20.4%	22.5%	10.0%
营业利润同比	11.9%	-21.7%	11.7%	13.3%
净利润同比	3.2%	-28.5%	11.6%	13.1%
营运能力:				
应收账款周转率	1789.6	884.1	991.6	3254.6
存货周转率	6.6	5.8	7.2	9.1
总资产周转率	1.6	1.6	1.7	2.8
盈利能力与收益质量:				
毛利率	20.8%	20.3%	20.1%	20.2%
净利率	2.4%	1.4%	1.3%	1.3%
总资产净利率 ROA	3.7%	2.3%	2.2%	3.7%
净资产收益率 ROE	6.6%	4.8%	5.0%	5.4%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.9	1.5	1.6	2.8
资产负债率	44.3%	51.6%	55.7%	31.7%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.42	0.47	0.53
每股经营现金流量	0.98	0.63	3.51	-3.75
每股净资产	8.98	8.90	9.37	9.91

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E
货币资金	3144	2264	3721	2255
应收票据	0	0	0	0
应收账款	6	14	15	5
预付账款	200	627	761	232
其他应收款	322	582	582	582
存货	1,198	1,657	1,654	1,436
其他流动资产	461	593	571	571
流动资产合计	5,330	5,738	7,304	5,081
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	375	673	353	32
在建工程	255	98	102	105
无形资产	398	711	581	452
其他非流动资产	88	133	133	133
非流动资产合计	1,116	1,616	1,169	721
资产总计	6,446	7,353	8,472	5,802
短期借款	0	0	0	0
应付票据	5	12	16	5
应付账款	1783	2262	2983	916
预收账款	704	986	1278	442
其他应付款	207	302	302	302
应交税费	54	54	-17	48
其他流动负债	101	133	116	81
流动负债合计	2,854	3,749	4,679	1,795
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	44	44	44
非流动负债合计	0	44	44	44
负债合计	2,854	3,793	4,723	1,838
股本	400	400	400	400
资本公积	2532	2553	2553	2553
留存收益	659	608	797	1011
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	3,591	3,561	3,750	3,964
负债和股东权益合计	6,446	7,353	8,472	5,802

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E
经营活动现金流量	391	251	1402	(1501)
投资活动现金流量	(507)	(931)	19	(3)
筹资活动现金流量	2,379	(200)	35	39
现金及等价物净增加	2264	(880)	1457	(1466)

分析师与联系人简介

田慧蓝，暨南大学经济学硕士研究生，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
韦珂嘉	北京	010-85127772	13701050353	weikejia@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
蔡虹	广深	0755-22662056	18665333929	caihong@mszq.com
刘毅	广深	0755-22662101	13760348848	Liuyi_sz@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。