

德联集团 (002666)
 无评级

拥有上下游资源的车用化学品综合 供应商

分析师
 赵森
 SAC 执业证书编号:S1000511090004
 (0755)8236 8536
 zhaosen@mail.htlhsc.com.cn

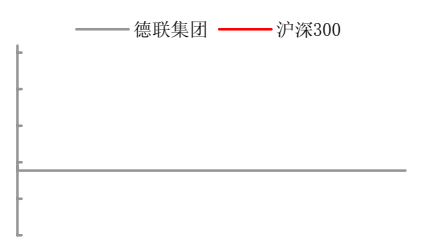
- 公司是伴随国内汽车产业发展、特别是乘用车市场的快速发展而发展壮大的汽车精细化学品综合供应与服务平台，目前可提供十一大类产品，国内市场占有率超过 3%，其中主要产品防冻液、制动液和动力转向油 2011 年在乘用车整体市场占有率分别达到 18.69%、23.43%和 16.41%。公司以乘用车 OEM 和 OES 渠道销售为主，市场稳定。
- 公司与知名化工企业和国内整车厂深度合作，形成优势互补的稳定配套关系，在上下游间起桥梁作用，确立独立市场地位和较强竞争优势。
- 公司根据国内汽车产业集群的地域分布，按照贴近整车厂、扩大覆盖面原则设立了长春、佛山和上海基地，目前正筹建成都基地。通过“贴厂基地”与汽车产业集群区内的整车厂形成紧密的相互依存关系，为发展本地化延伸服务提供便利，最终形成对新竞争者的进入壁垒。
- 公司与巴斯夫、陶氏、潘东兴、雅富顿等国际知名化工企业建立长期的战略合作关系，且部分产品为的国内长期、唯一合作方，与众多国际化工企业合作，保证丰富的基础原材料供应，并可满足不同整车厂对产品的不同标准、价格和质量要求，不断提高市场份额，增强盈利能力和抗风险能力。
- 根据中汽协资料，中国已成为全球汽车工业制造中心和全球最大汽车消费市场，2010 年国内汽车产量达 1826 万辆，同比增长 32%，2011 年产量为 1842 万辆，同比增长 1%，其中乘用车产量 1447 万辆，截至 2011 年底国内乘用车保有量超过 6000 万辆，庞大的汽车市场为汽车精细化学品市场发展提供充足需求空间。
- 我们预计公司 2012-14 年摊薄后 EPS 分别为 1.00、1.24 和 1.42 元，参考可比公司，我们认为德联 2012 年 PE 估值区间在 16X-20X，对应公司合理价值区间在 16-20 元。
- 风险提示：国内汽车产销量低于预期；下游客户销量增速放缓；乙二醇、基础油等原料价格大幅上涨；募投项目进程低于预期等。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	160
流通 A 股 (百万股)	160
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	

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

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1121.1	1458	1779	2091
(+/-%)	21.1	30.1	22.2	17.5
归属母公司净利润(百万元)	117.9	159	198	228
(+/-%)	17.9	34.9	24.5	15.2
EPS(元)	0.74	1.00	1.24	1.42
P/E(倍)				

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

公司基本情况	4
国内最大的车用化学品模块供应商之一	4
公司财务情况.....	5
公司股权结构.....	5
公司独特商业模式，处于供应链关键环节	6
以 OEM 和 OES 销售为主，收入稳定	6
“贴厂基地”，为下游整车厂提供及时的本地化服务	7
获得上游化工企业独家授权，垄断销售渠道	8
下游行业扩张，推动公司持续成长	9
国内汽车产销量逐年增长.....	9
车用精细化学品需求持续增长.....	9
募投项目	11
盈利预测与估值	11
风险提示	12

图表目录

图 1: 公司收入及毛利率.....	5
图 2: 公司主要产品收入占比.....	5
图 3: 公司上市前股权结构.....	6
图 4: 公司主营业务及在国内汽车产业链的定位描述.....	7
图 5: 公司“贴厂基地”分布情况.....	7
图 6: 国内汽车、乘用车销量逐年增长.....	9
图 7: 2006 年至 2013 年国内乘用车防冻液市场容量.....	10
图 8: 2006 年至 2013 年国内乘用车制动液市场容量.....	10
图 9: 2006 年至 2013 年国内乘用车发动机油市场容量.....	10
图 10: 06 至 13 年国内乘用车变速箱油 OEM 市场容量.....	10
图 11: 06 年至 13 年国内乘用车胶粘剂 OEM 市场容量.....	11
表格 1: 公司主要产品及用途.....	4
表格 2: 公司产品国内市场占有率.....	5
表格 3: 上游化工企业经营授权情况.....	8
表格 4: 公司募集资金项目.....	11
表格 5: 汽车用化学品相关上市公司估值.....	12

公司基本情况

国内最大的车用化学品模块供应商之一

德联集团主营业务为汽车精细化学品的制造和销售，产品包括消耗类防冻液、制动液、动力转向油、自动变速箱油、发动机油、燃油添加剂及非消耗类胶粘剂、纤维增强胶片等胶类等，主要用于国内乘用车市场。公司与众多下游整车厂建立了战略合作关系；并与巴斯夫、陶氏化学、潘东兴、雅富顿等大型化工企业建立长期的战略合作关系。公司在产品的多技术来源、质量保证、低成本服务等方面确立了竞争优势，成为集研发、生产、销售、仓储、配送、服务等全面优势的国内汽车精细化学品综合供应和服务平台。

公司主要产品

公司产品为各类汽车精细化学品，主要分消耗类和非消耗类产品，消耗类产品为防冻液、制动液、动力转向油、自动变速箱油、发动机油、燃油添加剂等汽车运行中必需使用、且按一定时间或里程更换的精细化学品，非消耗类产品主要为胶粘剂、纤维增强胶片等胶类产品。汽车精细化学品作为汽车底盘系统、车身系统、润滑系统、防护用品等必要配件，在汽车的正常运行中起到关键作用。

表格 1：公司主要产品及用途

产品	用途
防冻液	又名冷却液，冰点和沸点是基本指标，具有防冻、防沸腾、防腐蚀、防水垢的特点，不受季节及地域的影响，具有以下功能：①对冷却系统部件起到防腐保护作用；②防止水垢，避免降低散热器的散热作用；③保证发动机在正常温度范围内工作。
制动液	又名刹车油，保证车辆在严寒和酷暑的条件下，在高速、重负荷、大功率及频繁制动的操作条件下，均能有效、可靠地保证汽车制动灵活，确保行驶安全。
发动机油	①润滑减摩作用：润滑发动机部件减少部件之间的摩擦及噪声；②散热作用：在发动机内部循环流动时带走热量；③清洁作用：通过机油泵加压后从机油滤清器过滤，在润滑系统反复循环，保持机件清洁及正常运转；④密封作用：在润滑的同时充满配合间隙形成油封而达到密封不漏气，保证发动机的输出功率；⑤保护作用：吸附在金属表面，防止酸性气体和水分对金属的腐蚀，起到保护作用。
自动变速箱油	①通过液力变矩器将发动机动力传递给变速器；②通过电控、液控系统传递压力和运动，完成对各换档元件的操纵；③将变速器中的热量带出传递给冷却介质；④对行星齿轮机构和摩擦副强制润滑；⑤清洁运动零件并起密封作用。
动力转向油	加注在汽车动力转向系统里的一种介质油，起到传递转向力和缓冲的作用，在-40℃至130℃之间使用，确保液压系统在极端温度条件下无故障运行。
胶粘剂	包括汽车焊装、涂装、总装发动机、底盘零部件和制造工艺用到的五大类胶种，均有密封和粘接性能，在汽车产品的构件增强、紧固防松、密封防锈、减振降噪、隔热消音、内外装饰以及简化制造工艺等方面起作用。
胶片	包括纤维增强胶片和阻尼减振胶片，纤维增强胶片粘贴并固化于汽车的车门把手、发动机罩、顶棚、地板、前后挡泥板、后备箱盖等应力较为集中处，作为约束层来增强车身钢板的强度，可减少汽车车身钢板的用量，减轻车身重量，节省燃油；阻尼减振胶片粘贴于车顶、车门、C柱、车内地板、脚踏板、中空地方等处，起到减振降噪、隔音隔热的作用。
燃油添加剂	包括汽油、柴油、重油添加剂，用于抑制汽车燃油进气系统产生沉积物并可清洗在该系统中已产生沉积物的一类高分子无灰表面活性物质，还可以解决燃油氧化变质，燃油中水的存在造成的汽车零部件锈蚀、油品乳化等问题。

玻璃清洗液 夏季除胶型具有除虫胶、除树胶、除灰尘等功能；冬季防冻型具有-40℃正常使用并能溶冰溶雪、保护挡风玻璃的功能。

资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

公司主要产品市场占有率

按照中国乘用车每年消耗汽车精细化学品的用量统计，公司最近三年在乘用车领域的市场占有率如下：

2011 年公司主要产品防冻液、制动液和动力转向油在乘用车整体市场占有率分别为 18.69%、23.43%和 16.41%，均处于市场领先地位。

表格 2：公司产品国内市场占有率

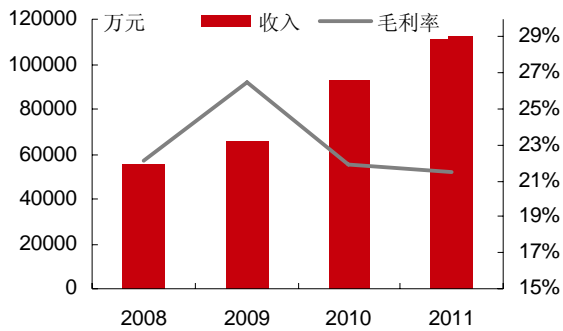
项目	2011 年	2010 年	2009 年
乘用车整体市场占有率	3.23%	3.31%	2.94%
乘用车 OEM 市场占有率	3.20%	3.17%	2.51%

资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

公司财务情况

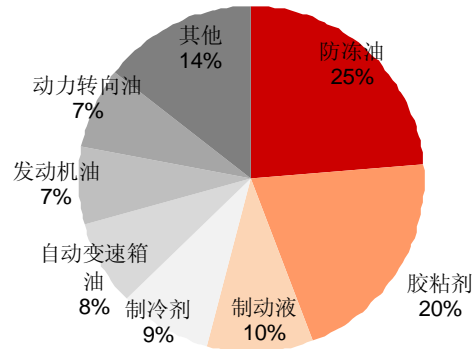
公司 2009 年，2010 年，2011 年营业收入分别为 6.54 亿元，9.26 亿元，11.21 亿元。净利润分别为 0.92 亿元，1 亿元，1.18 亿元，净利润的复合增长率为 13.1%。

图 1： 公司收入及毛利率



资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

图 2： 公司主要产品收入占比

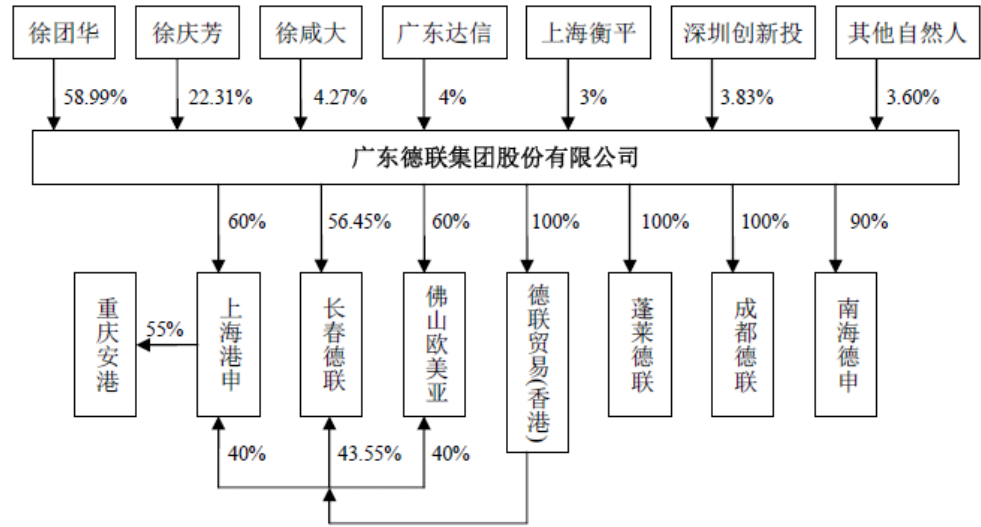


资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

公司股权结构

公司为民营企业，董事长徐咸大、徐团华、徐庆芳为一致行动人，本次发行前合计持有公司 85.57 股权，本次发行后将持有公司 64.18% 股权，处于绝对控股地位。

图 3： 公司上市前股权结构



资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

公司独特商业模式，处于供应链关键环节

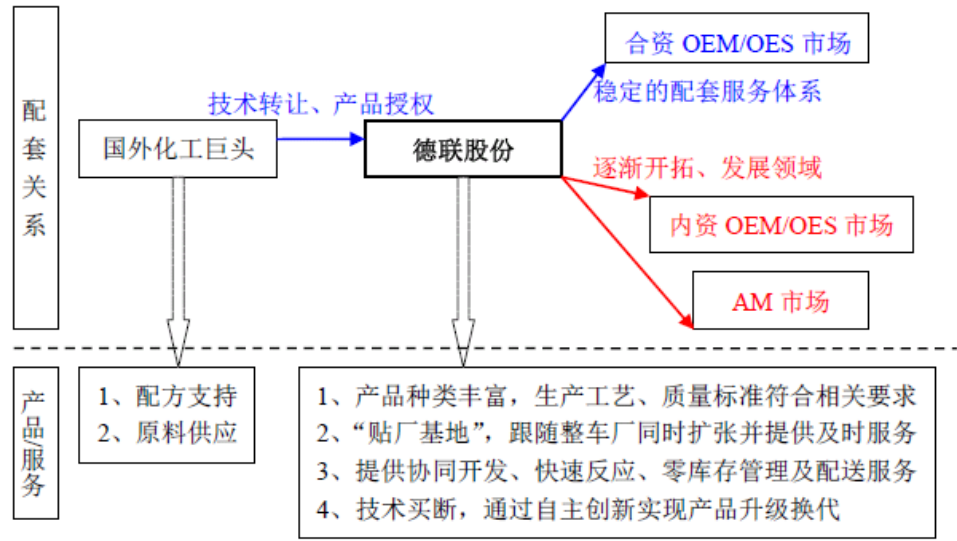
以 OEM 和 OES 销售为主，收入稳定

公司作为全球知名化工企业与国内下游整车厂的桥梁，与上下游客户深度合作，形成了分工协作和优势互补的稳定配套关系，确立了独立的市场地位和较强的竞争优势。

德联集团以乘用车 OEM 和 OES 渠道销售为主，市场稳定。车用精细化学品作为初装配件的成为 OEM；作为原厂部件，由整车厂采购并投放 4S 店的为 OES；非汽车原厂零部件的销售为 AM。德联产品三者的比例为 59: 39: 2。OEM 市场需求量和整车厂产品直接相关，计划性强，销量稳定，且一般为高端市场。OEM 和 OES 为原厂配件，营销费用低，采购量大，客户集中，进入壁垒高。AM 客户分散，存量车多，但进入壁垒不高，市场竞争比较激烈。

公司与上下游企业分工合作，保障了公司与上下游之间能够形成相互依存、长期稳定的战略合作关系。公司与上游企业从最初的单一产品和简单经销模式，发展为目前 11 大类产品 and 配制生产及技术买断模式。公司与巴斯夫合作已达 16 年，与潘东兴的合作达 13 年，与陶氏化学、雅富顿的合作达 7 年；公司在一汽大众、上海大众、上海通用、长安福特、北京奔驰等下游整车厂的建厂之初就开始供货并合作至今，逐渐丰富的产品线也拓展了客户范围，已经与二十余家下游整车厂建立了战略合作。

图 4： 公司主营业务及在国内汽车产业链的定位描述



资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

“贴厂基地”，为下游整车厂提供及时的本地化服务

“贴厂基地”指贴近核心客户设立综合服务基地。公司根据国内汽车产业集群的地域分布，按照贴近整车厂、扩大覆盖面原则先后设立了长春、佛山和上海基地，目前正在筹建成都基地。

图 5： 公司“贴厂基地”分布情况



资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

公司各“贴厂基地”可实现技术研发、采购、生产、仓储、配送、跟踪服务、市场开发等全环节，为现有及潜在客户 provide 全方位的服务。针对核心客户，公司“贴厂基地”可保证满足 24 小时随时响应需求，同时运输成本降低有利于提高产品的价格竞争力；在整车厂零库存的情况下，为整车厂提供未来三个月生产计划所需配套产品。公司通过“贴厂基地”与汽车产业集群内的众多整车厂形成紧密的相互依存关系，为发展本地化的延伸服务提供便利，最终形成对新进竞争者的进入壁垒。

获得上游化工企业独家授权，垄断销售渠道

公司与巴斯夫、陶氏化学、潘东兴、雅富顿建立长期的战略合作关系，且为特定产品的国内长期、唯一合作方。公司在与上述国际知名化工企业的合作中，实际成为上述国外合作方同类产品在国内的唯一销售商，合作领域包括配制技术或经销的授权、原材料的采购及生产，与整车厂联合开发新产品、共同降低成本和提高国产化率等内容。

表格 3：上游化工企业经营授权情况

客户	授权方	授权性质	授权的实际执行情况
防冻液	巴斯夫	一般许可	公司独家经营授权产品，许可范围为公司现有客户及正在开发客户，巴斯夫从未自营生产、销售或授权第三方经营授权产品，因此实质为独家许可
制动液	巴斯夫	一般许可	公司独家经营授权产品，独家许可范围为公司现有客户，陶氏化学从未自营生产、销售或授权第三方经营授权产品
胶粘剂	陶氏化学	独家许可	公司独家经营授权产品，独家许可范围为国内市场，潘东兴从未自营生产、销售或授权第三方经营授权产品
发动机油	潘东兴	独家许可	公司独家经营授权产品，独家许可范围为国内市场，潘东兴从未自营生产、销售或授权第三方经营授权产品
自动变速箱油	潘东兴	独家许可	公司独家经营授权产品，独家许可范围为国内市场，潘东兴从未自营生产、销售或授权第三方经营授权产品
动力转向油	潘东兴	独家许可	公司独家经营授权产品，独家许可范围为国内市场，潘东兴从未自营生产、销售或授权第三方经营授权产品
燃油添加剂	雅富顿	独家许可	公司独家经营授权产品，独家许可范围为国内市场，潘东兴从未自营生产、销售或授权第三方经营授权产品

资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

公司与众多国际化工企业合作，保证丰富的基础原材料供应，但不依赖于单一合作方或单一产品，同时满足不同整车厂对产品的不同标准、价格和质量要求，不断提高市场份额，增强盈利能力和抗风险能力。

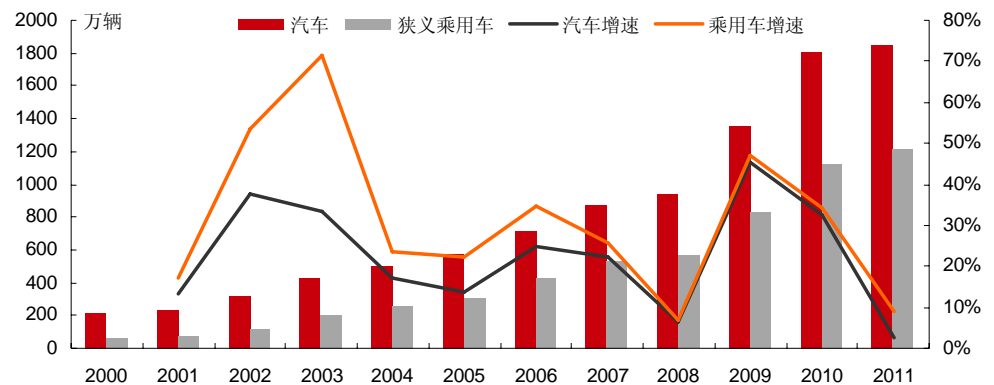
下游行业扩张，推动公司持续成长

国内汽车产销量逐年增长

2001 年以来，中国经济进入新一轮快速增长通道，随着整体工业基础和人民生活水平提高，汽车产业发展迅猛，汽车产销量逐年增加。根据中国汽车工业协会资料，中国已经成为全球汽车工业的制造中心，同时成为全球最大的汽车消费市场，未来几年汽车的产销量仍然将保持一个稳定的增速。

随着国内经济的发展和居民消费水平的提高，乘用车消费需求旺盛，销量连年增长，截至 2011 年底国内乘用车保有量超过 6000 万辆，未来还将保持快速增长，为汽车精细化学品的 OES 和 AM 市场提供巨大的需求空间。

图 6： 国内汽车、乘用车销量逐年增长



资料来源：中汽协，中客网，华泰联合证券研究所

车用精细化学品需求持续增长

近 20 年，全球汽车产业向新兴经济体转移，21 世纪以后，亚太地区逐渐成为全球汽车产业发展的中心，并成为重要的汽车精细化学品生产和消费市场。

2009 年国内防冻液需求量大约为 36.32 万吨，其中乘用车防冻液需求量为 8.90 万吨，占防冻液需求总量的 24.5%。随着国内经济水平的提高和汽车工业的快速发展，私人汽车拥有量将呈稳定增长趋势，预计到 2013 年，国内乘用车防冻液需求量将接近 20 万吨。

2009 年，国内乘用车制动液需求量为 1.41 万吨，占制动液需求总量的 30.2%，乘用车制动液的需求量将持续增长，特别是 OES 和 AM 市场的需求增长更大。预计到 2013 年，国内乘用车制动液的需求量将达到 3 万吨。

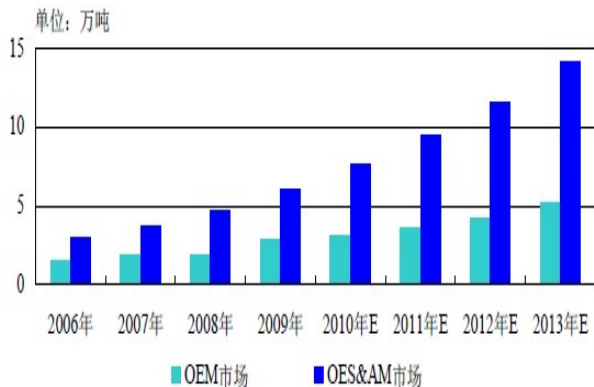
乘用车发动机油属于发动机油中的高端产品，乘用车保有量的增加将推动发动机油的高端化发展进程。2009 年，国内乘用车发动机油的需求量为 61.93 万吨，预计未来

几年将达到至少 20% 的增长速度，预计到 2013 年，发动机油的需求量将达到 142.51 万吨。

自动变速箱油的需求量随着国内自动挡汽车产销量的不断提高而增加，目前国内乘用车市场中自动挡车的销量占比为 30% 左右，低于国外平均水平。2009 年自动变速箱油的需求量为 19740 吨，预计到 2013 年，自动变速箱油的需求量将达到 47250 吨。

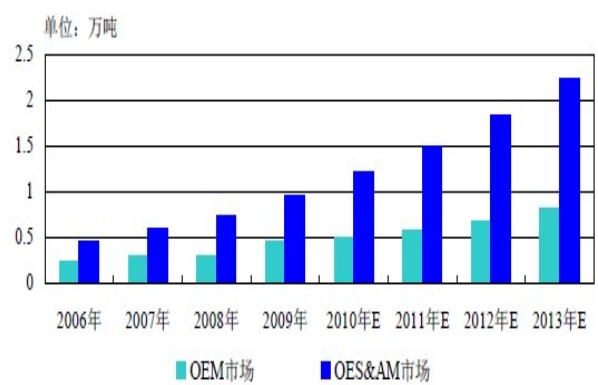
胶粘剂是汽车生产中重要工艺材料，在结构增强、密封防锈、减振降噪、隔热消音、坚固防松、内外装饰，以及简化制造工艺、减轻车身重量、促进新型结构材料的应用等方面起重要作用。按照汽车行业的经验数据，目前国内乘用车需求胶粘剂约 20 公斤/辆。预计到 2013 年，国内各种类型车用胶粘剂需求量将达到 49.60 万吨，其中乘用车胶粘剂需求量将达到 26.98 万吨。

图 7： 2006 年至 2013 年国内乘用车防冻液市场容量



资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

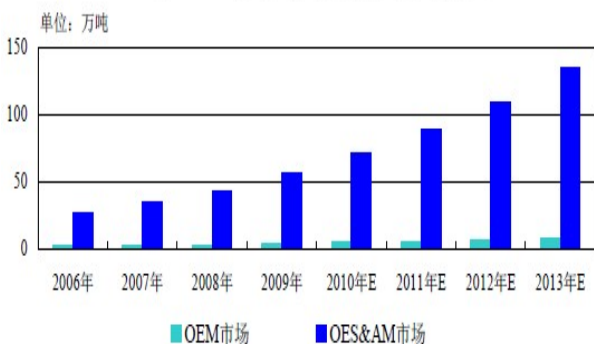
图 8： 2006 年至 2013 年国内乘用车制动液市场容量



资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

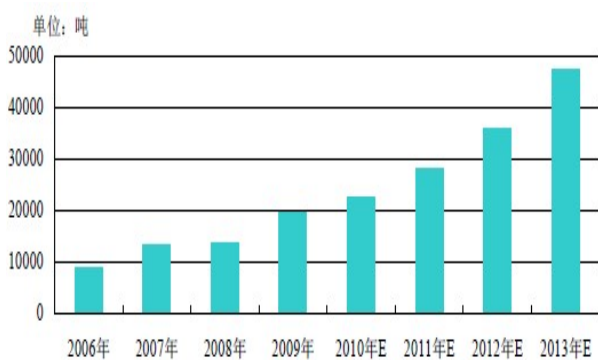
图 9： 2006 年至 2013 年国内乘用车发动机油市场容量

2006年至2013年国内乘用车发动机油市场容量



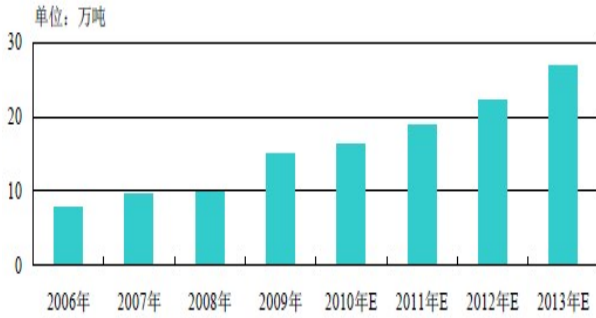
资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

图 10： 06 至 13 年国内乘用车变速箱油 OEM 市场容量



资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

图 11: 06 年至 13 年国内乘用车胶粘剂 OEM 市场容量



资料来源: 公司招股书, 华泰联合证券研究所

募投项目

公司拟公开发行不超过 4000 万股, 约占发行后总股本的 25%, 本次募集资金拟对长春、上海、成都、广州四个基地投资 4.07 亿元, 新增 1.3 万吨防冻液、2400 吨制动液、5100 吨动力转向液、2500 吨自动变速箱油、1 万吨发动机油、2000 吨胶类和 4000 吨添加剂项目, 建设期均为一年。

募投项目将改善公司产能瓶颈, 有利于完善产品结构, 满足公司产品销量不断增长的需要, 同时提高公司自主研发和国产化的能力, 增强公司的核心竞争力。

表格 4: 公司募集资金项目

序号	项目名称	项目投资/万元	第一年投资/万元
1	长春德联扩产改造项目	13278.54	13278.54
2	上海港申扩产改造项目	11500.00	11500.00
3	成都基地建设项目	8000.00	8000.00
4	广东德联(扩建)技术改造项目	7950.05	7950.05
合计		40728.59	40728.59

资料来源: 公司招股书, 华泰联合证券研究所

盈利预测与估值

根据公司招股书中项目投产进程, 保持公司产品价格及综合毛利率基本稳定条件下, 我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.00、1.24、1.42 元。

我们参考汽车用化学品相关上市公司估值, 认为公司 2012 年估值区间在 16X-20X, 对应公司合理价值区间在 16-20 元。

表格 5：汽车用化学品相关上市公司估值

公司名称	股价/20120319	EPS/2012E	PE/2012E	备注
普利特	12.7	0.44	28.57	改性复合材料
海利得	9.85	0.64	15.30	涤纶工业丝和灯箱布
黔轮胎 A	5.47	0.32	17.25	轮胎制造
中鼎股份	12.53	0.81	15.54	橡胶密封件和特种橡胶制品
金发科技	12.33	0.85	14.51	车用改性塑料
均值		0.61	18.23	

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所 注：各公司盈利预测采用 Wind 一致预期。

风险提示

国内汽车产销量低于预期；下游客户销量增速放缓；乙二醇、基础油等原料价格大幅上涨；募投项目进程低于预期等。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	776	2038	2678	2940	营业收入	1121	1458	1779	2091
现金	229	1322	1812	1923	营业成本	880	1111	1339	1572
应收账款	151	221	270	317	营业税金及附加	4	6	7	8
其他应收款	6	7	9	10	营业费用	23	51	71	92
预付账款	53	89	107	126	管理费用	53	85	105	121
存货	288	333	402	471	财务费用	10	-1	1	4
其他流动资产	50	65	79	93	资产减值损失	-0	3	3	3
非流动资产	160	336	317	297	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	121	256	261	253	营业利润	151	203	253	291
无形资产	31	31	31	31	营业外收入	2	3	3	3
其他非流动	8	49	25	13	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	936	2373	2995	3238	利润总额	152	206	256	294
流动负债	291	423	465	504	所得税	34	46	57	66
短期借款	170	170	170	170	净利润	118	160	199	228
应付账款	73	86	105	128	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负	48	167	191	206	归属母公司净利	118	159	198	228
非流动负债	0	500	900	900	EBITDA	173	216	274	315
长期借款	0	500	900	900	EPS (元)	0.98	1.00	1.24	1.42
其他非流动	0	0	0	0					
负债合计	291	923	1365	1404	主要财务比率				
少数股东权	2	2	3	3	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	120	160	160	160	成长能力				
资本公积	82	688	688	688	营业收入	21.1%	30.0%	22.0%	17.5%
留存收益	440	600	779	983	营业利润	19.7%	34.6%	24.7%	15.0%
归属母公司	643	1448	1627	1831	归属母公司净利	17.9%	35.2%	24.3%	14.8%
负债和股东	936	2373	2995	3238	获利能力				
					毛利率(%)	21.5%	23.8%	24.7%	24.8%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	10.5%
					ROE(%)	18.4%	11.0%	12.2%	12.4%
					ROIC(%)	21.4%	18.6%	21.1%	22.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	31.1%	38.9%	45.6%	43.3%
					净负债比率(%)	58.32%	77.99%	82.02	79.79
					流动比率	2.67	4.82	5.75	5.84
					速动比率	1.68	4.03	4.89	4.90
					营运能力				
					总资产周转率	1.36	0.88	0.66	0.67
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	14.42	13.94	14.02	13.50
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊	0.74	1.00	1.24	1.42
					每股经营现金流	0.56	0.55	0.69	0.87
					每股净资产(最新	4.02	9.05	10.17	11.45
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	-0	-0	-0	-0

数据来源: 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±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。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司