



金元证券股份有限公司  
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

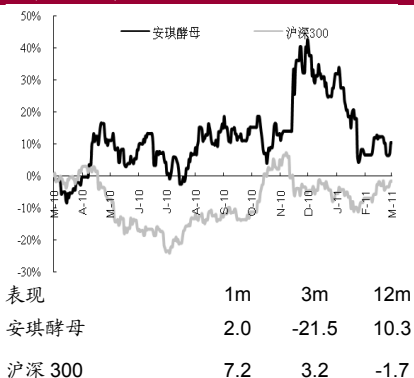
食品饮料  
Food & Drink

2011年3月2日

Type your comment here

市场数据	2011年2月28
当前价格(元)	36
52周价格区间(元)	30.57-48.95
总市值(百万)	11339.03
流通市值(百万)	10055.37
总股本(万股)	30605
流通股(万股)	27140
日均成交额(百万)	86
近一月换手(%)	13.43
Beta(2年)	0.44
第一大股东	湖北安琪生物集团有限公司
公司网址	http://www.angelyeast.com

一年期收益率比较



#### 相关报告

黄黎明  
+86 755 21515595  
Huangliming@jyzq.cn

执业证书编号:  
黄黎明: S0340208070036

## 安琪酵母(600298)调研报告

——国际化、专业化的酵母巨头

评级: 买入(维持)

赢利预测	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	2,101	2,756	3,445	4,163
主营收入增长率(%)	24.6%	31.2%	25.0%	20.8%
归母公司净利(百万元)	285	409	576	730
净利润增长率(%)	35.6%	43.6%	40.8%	26.7%
每股收益(元)	0.93	1.24	1.74	2.21
PE	38.62	29.01	20.61	16.26
PB	7.61	4.54	3.83	3.19

资料来源: 金元证券研究所

- **品牌和规模全球前列。**安琪产能规模世界第三, 亚洲第一, 公司“十二五”计划达到收入50亿元和产能20万吨。其中, 酵母味素2.1万吨的产能占国内生产总量的60%, 全球第二。
- **以技术为基础, 不断丰富和完善业务结构。**安琪追求“技术质量是生命”的经营方针, 拥有国内酵母行业最雄厚的科研开发力量。近年来, 安琪不断向YE、复合饲料以及特种酶制剂等领域衍伸, 提高产品附加值。
- **治理结构不断完善。**公司高级管理人员均是公司的创业者, 对安琪有着深厚的感情, 对酵母行业有着丰富的经验。2010年解决少数股东权益问题后, 公司的治理结构更加完善。
- **拟募投项目分析。**

**埃及1.5万吨酵母项目**是由产品全球化到生产全球化的重要一步, 而且埃及地理优势明显, 区域市场潜力大。

**酶制剂**是公司新的延伸邻域, 其中, 特种酶附加值更高, 尽管目前规模小, 但发展空间更广阔, 公司近年来已有多项储备, 将是未来重要利润增长点。

**复合生物饲料**天然、安全, 是未来的饲料发展趋势, 预计对饲用抗生素的替代不可避免, 10年公司生物饲料收入增长51%。

复合调味料和保健品属于快速消费品, 也是酵母的下游产品。安琪的技术和产品质量水平一流, 但是营销模式要从“B2B”向“B2C”延伸, 任务仍然艰巨。

- **盈利预测及投资建议。**预计2011~2013年的每股收益分别为1.24元、1.74元和2.21元(按2400万股增发摊薄)。目前估值处于食品饮料中游水平, 考虑到公司的行业地位、治理结构以及技术优势, 目前价格具有吸引力, 最困难的时候也是中长期介入的良机, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 成本压力、人民币升值以及新产品推广不利等等

发酵工程是一项应用范围极广、也是极具发展潜力的生物技术，与人们的日常生活息息相关，一些发达国家的发酵工业总产值占到国民生产总值的5%，发展前景广阔。

酵母行业是发酵行业重要部分，广泛应用于烘焙食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、生物发酵、食品调味、医药及营养保健、动物营养等领域，新产品和细分领域也不断衍生，是典型的朝阳行业；近年来，全球酵母产销整体年均增速约6-8%，我国约15-20%。

### 安琪竞争优势分析

#### ■ 规模和品牌全球前列

目前，全球酵母总产量约为350万吨，其中约120万吨干酵母，酵母抽提物产能约15万吨。全球酵母企业约300家，但产量主要集中在少数几家生产企业，如法国的LESAFFRE（乐斯福）、英国的AB MAURI（马利）、加拿大的LALLEMAND（拉曼）和中国的安琪酵母等，呈现寡头垄断竞争。

表1：世界主要酵母企业情况

企业	国别	产能	概况
LESAFFRE	法国	25 万吨	主要生产面包酵母和抽提物。在全球拥有 25 个以上的酵母工厂，近期购买了荷兰的一家企业近 9 万吨产能。在中国拥有两家工厂，近 1 万吨产能
ABMAURI	英国	20 万吨	主要生产酵母。2004 年英联食品（AB Food）购买澳洲 BURNS PHILP 集团 MAURI 发酵公司酵母烘焙业务，并与原添加剂业务重组，建立 AB MAURI，目前在中国拥有 5 家工厂，2.3 万吨产能。
安琪酵母	中国	10.6	酿酒酵母起家，品种齐全。除本部宜昌外，近年来在新疆伊犁、内蒙古赤峰、广西崇左、山东滨州和河南睢县建立了生产基地，其中，滨州是亚洲最大的鲜酵母工厂，崇左是世界最大的干酵母工厂。
LALLEMAND	加拿大	>6 万吨	1952 年以来由 Chagnon 家族拥有，1970 年代以后通过并购进入美国、墨西哥、欧洲市场，2006 年购买了南非的一家大型酵母工厂

资料来源：公司公告

目前，我国酵母生产企业已经发展到 30 家左右，年生产能力达到 20 万吨（折干）左右，约 45 亿元(2010)年的销售规模，预计未来 3-5 年行业增长将维持在 20% 左右，酵母味素增速更高。

表2：安琪酵母产能变化及分布（万吨）

基地	2007	2008	2009	2010	2011E
宜昌本部	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
新疆伊犁	1.5	1.5	3	3	3
内蒙古赤峰	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
山东滨州（折干）	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7
河南睢县	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
广西崇左	0	0.9	2	3.5	3.5
埃及					1.5
合计	5.2	6.1	9.2	10.7	12.2

资料来源：公司公告

安琪产能规模世界第三，亚洲第一，具有较强的品牌和规模优势，生产规模占国内半壁江山；产品出口全球120个国家和地区，出口占公司收入过半。公司“十二五”计划达到收入50亿元和产能20万吨。

国内生产布局“东西南北中”，在南北两大原材料（糖蜜）产区均有重要基地，正在建设的埃及生产基地将是走向世界的重要一步。

公司另一大产品——**酵母味素或抽提物（YE）**，也在国内外举足轻重，2.1万吨的产能占国内生产总量的60%，全球第二。

图 1：全球酵母产能分布

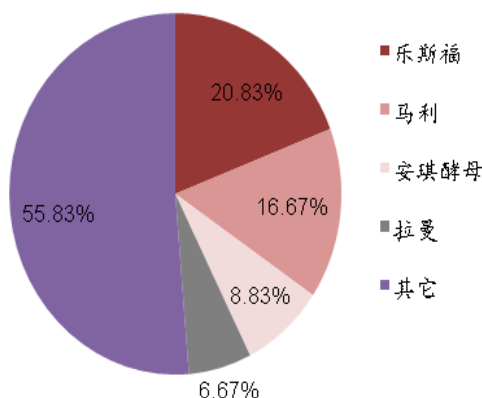
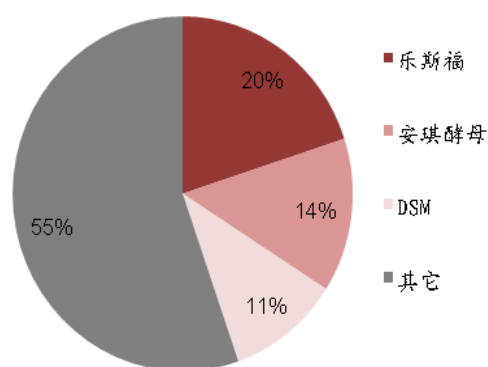


图 2：全球酵母味素产能分布



资料来源：金元证券研究所

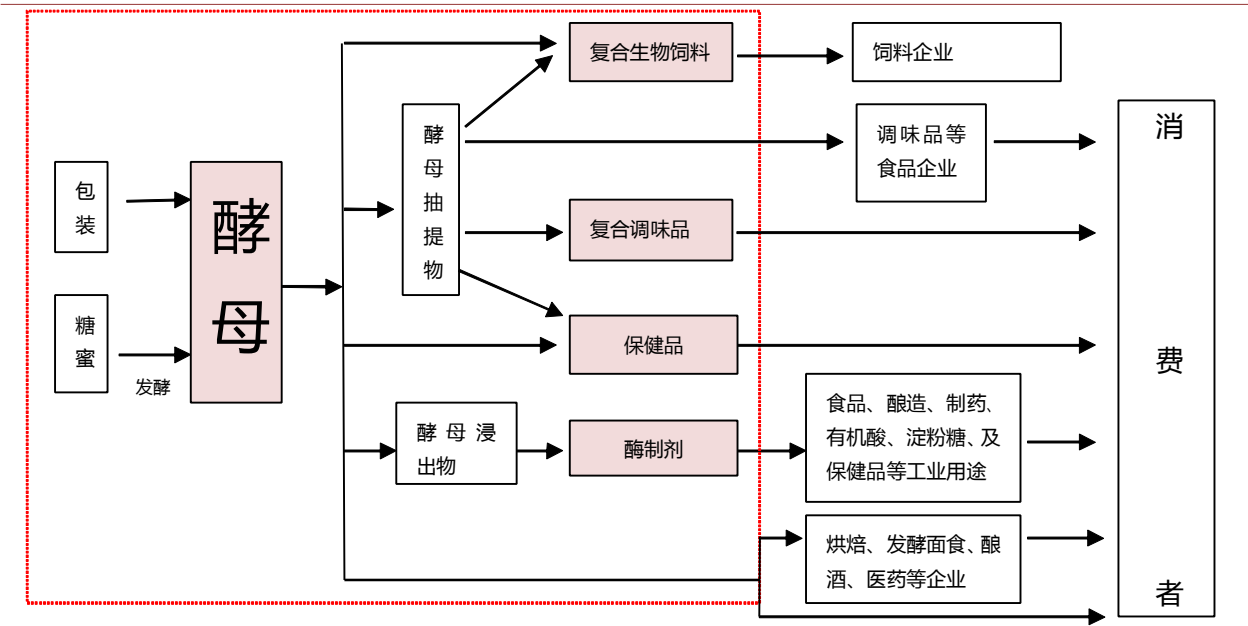
### ■ 以技术为基础，不断丰富和完善业务结构

安琪追求“**技术质量是生命**”的经营方针。拥有国内酵母行业最雄厚的科研开发力量。公司前身为宜昌食用酵母基地，始建于1986年，是由原国家科委、中科院微生物所、国家计委科技司三家联合建议立项，国家计委布点的全国唯一一家活性干酵母工业性试验基地。1998年改制设立安琪酵母股份有限公司。设有国家级博士后科研工作站，为国内外培养大量发酵工程人才；拥有世界一流的试验装置，2003年，公司检测中心经批准成为国内唯一的酵母产品检测的国家认可实验室。

近年来，安琪以生物技术为基础，业务以酵母生产为主干，并不断向酵母抽提物、复合饲料、复合调味品、保健品以及特种酶制剂等领域衍伸，不断提高产品附加值，初步构建了一个产业链完善、业务结构合理的世界级酵母巨头。特别是新型的YE调味料、酶制剂和保健品业务是未来的重要看点。

同时，公司为了减少原材料波动，也向上游糖蜜（东亚糖业、伊力特糖业）和包装（宏裕塑业）领域延伸。

图 3：安琪酵母业务及产业链结构



资料来源：金元证券研究所；注：红虚线部分为公司业务范围，粉色背景部分为拟募投项目

图 4：安琪收入结构—分产品

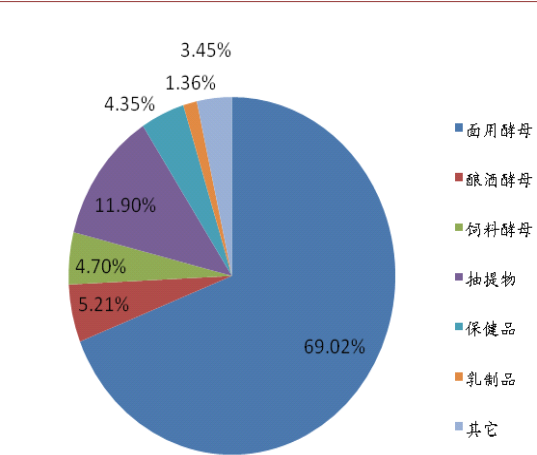
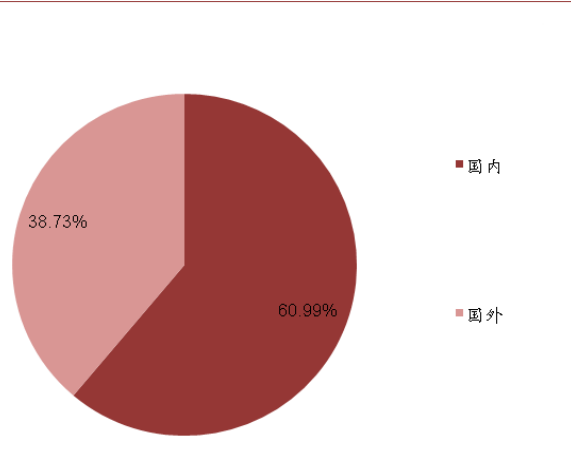


图 5：安琪收入结构—分地区



资料来源：WIND 资讯

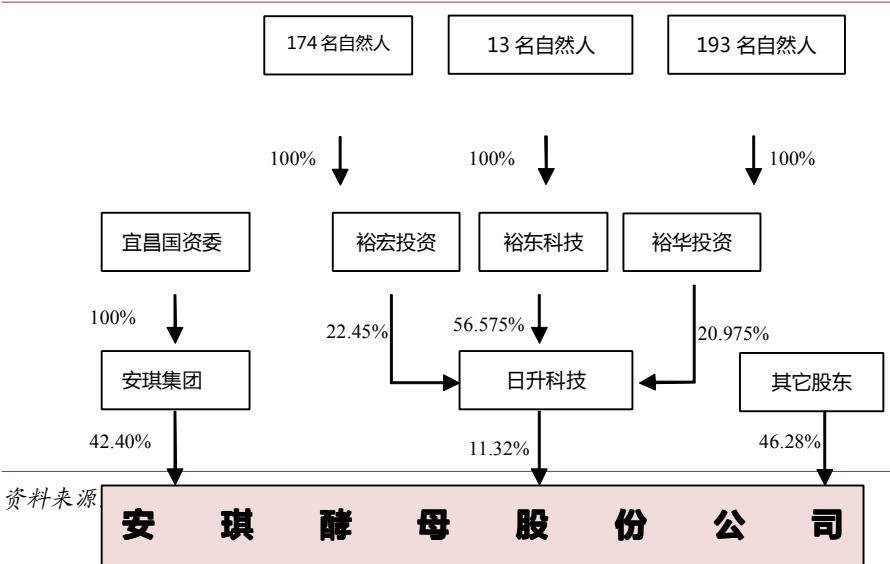
■ 治理结构不断完善

公司高级管理人员均是公司80年代成立时一直伴随公司成长的创业者，对安琪有着深厚的感情，对酵母行业有着丰富的经验。

2010年，通过向日升科技定向增发解决少数股东权益问题后，除增厚公司业绩外，公司的治理结构更加完善，中层以上的管理及技术人员获得股权激励，与其它国有和社会公众股东利益趋于一致，进一步奠定了长期

发展基础。

图 6：安琪酵母股权结构



■ “B2B” 经验丰富，渠道网络成熟

酵母、酵母抽提物以及未来的酶制剂业务，处于产业链中游，主要采用“B2B”模式销售。

经过多年积累，公司有着成熟的对工业客户销售渠道和销售经验，主要有“营销中心——>办事处——>工业客户”或“营销中心——>办事处——>经销商——>终端客户”渠道模式。

公司拥有北京、上海和成都三大营销中心，在全国26个办事处和约 300 名营销人员。在销售产品的同时，也提供优质的售后技术服务，并经常举办酵母应用技术的培训，与客户深度合作，渠道控制力强。

拟募投资项目分析

公司此次拟非公开发行的募投项目主要以下五个，其中四个是酵母的衍生业务。

表 3：安琪酵母拟募投资项目情况

项目（万元）	总投入	拟投募资	建设期（月）	预计投产期	达产收入	税后利润
5000 吨新型酶制剂项目	17400	17400	18	2012.7	16,025	4,903
1 万吨复合调味料生产线项目	14200	14200	12	2012.1	20,800	3,194
8000 吨复合生物饲料项目	7800	7800	12	2011.12	15,000	2,457
生物保健食品生产基地项目	12200	12200	9	2011.12	31,221	2,825

埃及 1.5 万吨干酵母项目	33843.6	28534.8	24	2011.12	\$3611.34	\$523.2
总计	85,443.6	80,134.8				

资料来源：公司公告；注：以上项目已开始用自有资金建设

### ■ 埃及酵母项目：产品全球化到生产全球化的重要一步

近几年，公司酵母产品的品质持续改进，品牌国际知名度不断提升，出口持续高增长，目前在总收入占比约 40%（10 年由于产能不足，放缓了出口增长，优先满足国内需求）。

**区域市场潜力大。**中东、非洲（特别是北非）居民以发酵面食为主食，酵母的需求量巨大，但酵母自产量不足，大量依赖于外部进口，每年这些区域的干酵母进口量达到 6 万吨以上，其中，埃及国内酵母需求量达到 3-4 万吨（鲜酵母计，折干约 1-1.5 万吨）。近年，安琪在这些区域增长迅猛，2007 -2009 年，销量年均增长 30%以上，2009 年，安琪干酵母销量达到 1.5 万吨，增长了 33%。预计埃及项目设计产能能被现有市场快速消化，公司未来将会扩产。

**地理位置重要。**埃及地处亚、非、欧三大洲中枢位置，战略地位重要，而且对欧、美、中东及非洲众多国家出口享有零关税，也有利于拓展这些市场。

另外，埃及也有丰富的糖蜜资源和低廉的人工成本优势。

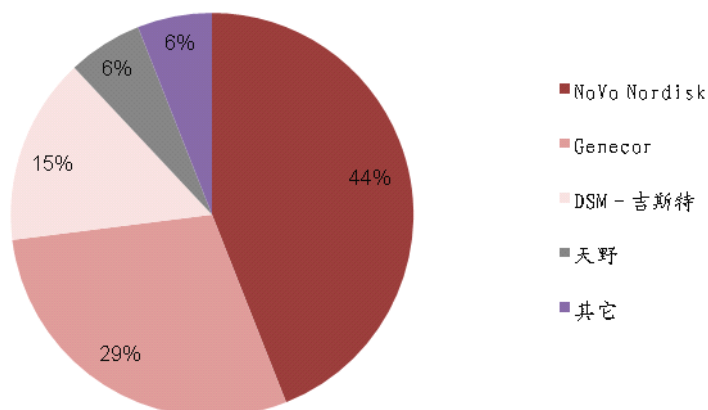
### ■ 酶制剂：新的高附加值延伸邻域

酶制剂是一类从动物、植物、微生物中提取具有生物催化能力的蛋白质。

酶制剂作为生物产业领域的重要分支，是高技术产业，它的特点是用量少、催化效率高、专一性强，是为其他相关行业服务的工业，被广泛应用于食品、酿造、味精、制药、有机酸、淀粉糖、纺织、皮革、洗涤剂及保健品等很多领域。

近数十年来酶制剂市场规模持续扩大，2009 年全球酶制剂市场总规模达到 30.18 亿美元，1993-2009 年的复合增长率约 7%。全球酶制剂行业基本呈现寡头垄断格局。前四大酶制剂巨头基本占据全球 90%以上的市场份额。

图 8：全球酶制剂行业市场份额（%）



资料来源：金元证券研究所

目前，中国酶工业已形成近 40 万吨的产能规模，已成为世界酶制剂大国，规模化生产的酶至少有 28 种，但主要为低端大宗酶，盈利能力较低，缺乏国际市场竞争力。

特种酶制剂空间广阔。相对于大宗普通工业酶而言，新型的特种酶制剂技术门槛和产品附加值极高，但市场规模较小（世界最大的特种酶制剂日本天野年销售额也仅约 2 亿美元），竞争更集中，很多品种甚至一家垄断，预计未来将在酶制剂行业中的比重不断提高，发展空间广阔。

表 4：拟酶制剂项目产品

品种	销量（吨）	单价（元/吨）	备注
卤醇脱卤酶（液体）	2,800	30,000	用于阿托伐他汀中间体 A5 生产，预计到 2011 年国内市场需求 3000 吨
核酸酶 P1	20	600,000	用于核酸的降解和核苷酸的生产，预计未来 2-3 年，全球核酸酶和腺苷脱氨酶的市场需求量将达到 40 吨以上；公司酵母抽提物每年需求量达到 2 吨，未来 2-3 年的年需求量将达到 10 吨以上
腺苷脱氨酶	10	600,000	
脲水解酶	1,770	25,000	用于扁桃酸和烟酸的生物合成，潜在市场规模约 5 亿元
环糊精葡萄糖基转移酶	300	35,000	用于环糊精的生产
$\alpha$ -葡萄糖苷酶	100	35,000	用于低聚异麦芽糖的生产
小计	5,000		—

资料来源：公司公告

安琪酵母凭借在发酵工程领域较强的技术、资金等资源优势，从 2007 年即着手进行了新型特种酶制剂的研发，目前已有多种技术储备。例如，已比较系统地开展了高效卤醇脱卤酶菌种选育，去年卤醇脱卤酶产品已经在国内 3 家较大的阿托伐他汀中间体 A5 生产企业成功推广。

#### ■ 复合生物饲料：饲料的未来发展趋势

**生物饲料是发展趋势。**动物性食品的安全首先是饲料的安全，天然、安全、环保的饲料不仅是市场发展的趋势，也是国际社会和 WTO 贸易规则的必然要求。美国从 70 年代就开始使用生物饲料，2005 年欧盟就已全面禁止食品动物中使用抗生素，极大促进了全球生物饲料添加剂的研发。

中国是饲料大国，2009 年饲料总产量突破 1.5 亿吨，占世界总量的 15% 以上，位居世界第二。目前我国还没有计划限制或禁止在饲料中使用抗生素，生物饲料添加剂作为饲用抗生素的替代品必将得到快速发展。生物饲料添加剂的用量若按照 0.1% 计算，潜在需求量可达约 15 万吨，年销售规模 20 多亿元。

表 5：拟复合生物饲料项目产品

产品	产能 (吨)	单价 (元/吨)	收入 (万元)
复合益生菌	1600	15000	2400
复合有机微量元素	1600	18000	2880
饲料品质改良剂	1600	16000	2560
特殊营养补充剂	2400	17000	4080
复合发酵菌剂	800	38500	3080
小 计	8000		15000

资料来源：公司公告

安琪酵母早在 2001 年就开始进行生物饲料的研制开发工作，先后开发成功饲用高活性干酵母、酵母细胞壁多糖、酵母硒、复合酵母等一系列生物饲料产品。2010 年，公司复合生物饲料销售达到 9500 吨，实现销售收入 1.56 亿元，分别同比增长 51% 和 42%，出口收入约 800 万美元；公司预计 2011 年销量将达 1.3 万吨，该项目将缓解产能瓶颈，前景看好。

#### ■ 复合调味料和保健品：好产品、好市场，期待好的营销

不同于公司其它中上游业务，复合调味料和保健品属于下游快速消费品。

##### 复合调味料

新型复合调味料前景广阔。2008 年我国调味料行业整体营业收入超过千亿元，近五年年均保持了 20% 以上的增速；与此同时，在发达国家如欧美地区，鸡精产品消费量占鲜味调味品总量的 80% 以上，而国内鸡精与味精的消费比例截至 2009 年底尚低于 1:8，新一代复合调味料对味精替代不可避免。

YE（酵母抽提物）是一种纯天然、安全、健康的调味增鲜剂，而新型 YE 鸡精是以富含高 I+G 的 YE 为基料，比普通鸡精更适应了“纯天然、无添加”的消费趋势变化和欧美食品“清洁标签”的发展需求，潜力巨大。

图 9：安琪调味料



资料来源：金元证券研究所

公司凭借在 YE 领域的优势，已推出多种复合调味品，但还没有在全国范围铺开，未来将以餐饮渠道为主，也符合实情。值得注意的是，鸡精、鸡粉行业中，太太乐和家乐合计就占有 70% 的份额，湖北省内也有亚太等强劲对手，加上营销是公司的短板，我们暂时对该业务保持谨慎。

#### 生物保健食品

保健食品行业也是一个典型的朝阳行业。2006 年全球保健食品市场销售额达到 700 亿美元，增长速度达到 7%。目前我国大约有 1000 余家保健品企业，2010 年预计超过 1000 亿元，年均增长 15-20%。

公司实际上早在 2000 年就进入酵母类保健食品，主要有“安琪纽特”、“康普力星”等保健品品牌，核心区域市场在内陆，主要采用医药连锁店、婴童店和网购等扁平渠道模式，但开拓东南沿海等发达地区还不太成功。我们认为，尽管公司保健品有着良好的品质，公司在产品定位、渠道创新和品牌打造等方面还需要进一步创新和完善。

2010 年，公司保健品收入约 9000 万元，同比增长 20%，由于营销费用投入较大，盈利能力欠佳。

总的来看，公司的技术和产品质量水平一流，但是随着部分业务向消费品延伸，营销模式也必然要从“B2B”向“B2C”延伸，需要公司在发展理念、人才等方面有新的提升，任务艰巨。

图 10：安琪酵母保健品



资料来源：金元证券研究所

## 盈利预测及投资建议

### ■ 盈利预测主要假设

公司 2011 年力争实现主营业务收入 28 亿元，同比增长 33%。我们对公司主要盈利假设如下：

- ✓ **酵母产品** 11-13 年销量分别同比增长 25%、22%、20%。2010 年出口放缓主要源于产能不足，公司只好牺牲部分国外订单（国外毛利率相对较低），实际需求依然旺盛；去年底崇左 1.5 万吨产能的投产以及今年底埃及项目的投产暂时缓解产能瓶颈。
- ✓ **酵母抽提物** 未来三年平均增速约 30%（近年国内 YE 行业平均增速也在 30% 左右，安琪 10 年销量增速 43%），11 年增速在 40% 以上。
- ✓ **糖蜜成本和产品提价。**

由于糖蜜价格上涨，目前糖蜜占营业成本 40-50%；糖蜜是蔗糖生产的副产品，一般在四季度和次年一季度（榨季）采购。09/10 年榨季，糖蜜价格从 500-700 元/吨涨至 1000-1100 元/吨，目前价格在 1200 元/吨附近，预计本榨季仍上涨 10%，今年公司仍将面对成本压力。

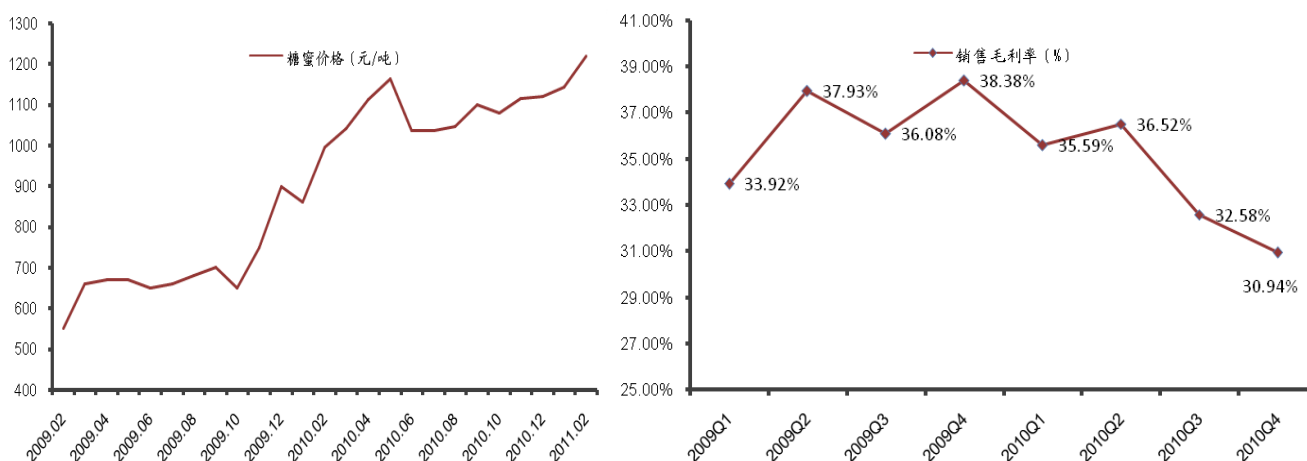
为抵御成本压力，公司在去年 10 月提价约 5%，今年再提价约 5%，但仍难以完全抵消成本上涨。

另外，对保健品和调味料业务保持谨慎假设。

应该说，2011 年仍是比较艰难的一年，2012 年，公司多个募投项目开始投产，复合调味料、保健品、酶制剂以及复合生物饲料，超预期可能性较大。

图 11：糖蜜价格走势

图 12：安琪毛利率走势（分季度）



资料来源: NCCE, 公司公告

### ■ 盈利预测及估值

根据以上假设, 预计 2011~2013 年的每股收益分别为 1.24 元、1.74 元和 2.21 元 (按 2400 万股增发摊薄)。当前 36 元价格对应 11~12 年的市盈率分别为 29X、20.27X 和 16.3X, 估值处于食品饮料板块中游水平, 考虑到公司的行业地位、治理结构以及技术优势, 目前价格具有吸引力, 最困难的时候也是中长期介入的良机, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 成本压力、人民币升值以及新产品推广不利等等。

附表: 盈利预测表

利润表:					现金流量表:				
科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2,101	2,756	3,445	4,163	净利润	336	435	611	775
营业成本	1,392	1,816	2,219	2,653	折旧与摊销	140	84	95	100
营业税金及附加	12	14	17	21	财务支出	39	43	30	21
销售费用	211	276	345	416	投资损失	-2	-2	-2	-2
管理费用	91	116	145	175	净营运资本变动	-164	21	-105	-112
财务费用	40	44	26	14	经营性现金流	349	581	629	782
资产减值损失	4	0	0	0	资本支出	-359	-291	-105	-85
其他经营收益	2	2	2	2	其它投资	16	2	2	2
营业利润	354	493	696	886	投资性现金流	-343	-289	-103	-83
利润总额	393	508	711	901	股权融资	0	817	0	0
减 所得税	57	74	100	126	债券融资	1,996	-202	-400	0
净利润	336	435	611	775	股利分配及其它	-107	-105	-116	-131
少数股东损益	51	25	36	45	筹资性现金流	1,888	511	-516	-131
归母公司净利润	285	409	576	730	货币资金变动	1,894	802	10	568
资产负债表:					主要财务比率:				
科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	167	970	980	1,548	成长能力 (YOY)				

应收账款	160	138	172	208	营业收入	24.6%	31.2%	25.0%	20.8%
预付账款	131	73	89	106	营业利润	21%	39.4%	41.1%	27.3%
存货	477	599	732	876	归母公司净利润	35.6%	43.6%	40.8%	26.7%
其它	36	50	62	75	盈利能力				
流动资产合计	971	1,829	2,035	2,813	销售毛利率	33.8%	34.1%	35.6%	36.3%
长期股权投资	38	38	38	38	销售净利率	13.6%	14.8%	16.7%	17.5%
固定资产合计	1,632	1,681	1,855	1,863	ROE	21.7%	15.9%	18.7%	19.7%
长期待摊费用	0	0	0	0	ROIC	19.2%	15.3%	15.0%	19.5%
其它	292	424	260	237	偿债能力				
非流动资产合计	1,963	2,144	2,154	2,139	资产负债率	47.3%	31.1%	22.1%	20.7%
资产总计	2,934	3,973	4,189	4,952	流动比率	1.04	2.27	4.10	4.74
短期借款	602	400	0	0	速动比率	0.53	1.53	2.63	3.27
应付账款	219	236	288	345	营运能力（次）				
预收款项	31	41	52	62	资产周转率	0.80	0.80	0.84	0.91
其它	78	128	156	186	存货周转率	3.14	3.38	3.33	3.30
流动负债合计	930	805	496	593	应收账款周转率	16.39	18.53	22.22	21.89
长期借款	429	429	429	429	每股指标（元）				
其它	-413	28	2	2	每股收益	0.93	1.24	1.74	2.21
非流动负债合计	16	457	431	431	每股经营现金流	1.14	1.76	1.91	2.37
负债合计	1,386	1,236	927	1,024	每股净资产	4.73	7.91	9.40	11.28
实收资本	306	330	330	330	每股股利	0.00	0.19	0.26	0.33
资本公积	379	1,172	1,172	1,172	估值指标（倍）				
留存收益及其它	865	1,239	1,764	2,429	PE	38.62	29.01	20.61	16.26
所有者权益合计	1,550	2,740	3,265	3,931	PB	7.61	4.54	3.83	3.19
负债和权益总计	2,937	3,976	4,192	4,955	EV/EBITDA	22.42	19.38	14.72	12.03

资料来源：金元证券研究所

**金元证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

**金元证券股票投资评级标准:**

**买入:** 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

**增持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;

**中性:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ +5%;

**减持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ -15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.