

# 短期业绩承压，看好未来战略转型

2014年11月3日

## 投资要点

- ❖ 三季报点评：新渠道拓展成功，收入结构趋向良性，受销售费用影响净利润有所下降。**好想你 2014 年前三季度收入 6.89 亿，同比增长 9.82%，净利润 0.44 亿，同比下降 48.86%，实现 EPS0.3 元。分渠道来看：前三季度收入增速商超+88%、电商+50%、专卖店-8%，其中商超和电商的收入占比已提升至 30%。财务数据方面：公司利润下滑主要受销售费用上升所致，公司商超等销售人员薪酬增加以及广告宣传费、促销费增加使得前三季度销售费用同比增 67.96%至 1.87 亿。
- ❖ 产品结构：升级精简，开拓新品。**公司产品结构从原来的十大系列 300 多种单品精简升级为原枣类、休闲类、饮品冲调类、本土粮类四大品类，下含 100 多种单品。新产品方面，即食无核枣开拓顺利，今年 1-8 月销量已达到 6365 万元，其中 8 月销量达 915 万元，占总销量比例为 9%。即食无核枣有望成为未来大单品，预计占比将逐渐上升到 30%以上，成长空间巨大。
- ❖ 销售渠道：由单一专卖店模式转向专卖店、商超、电商三大渠道并驾齐驱。**专卖店渠道：全力“新四化”升级，截至 2014 年 9 月底，公司升级店面近 500 家；进行“四位一体”建设，以体验为主、展销为辅。商超渠道：拓展顺利，业绩成亮点。截至 9 月底，商超渠道进入乐购、大润发、世纪联华、沃尔玛等大型连锁 KA 卖场 1986 家。电商渠道：今年主要以肃清网络为主，打击假货，优化消费者购物体验。2014 年前三季度，专卖、商超、电商营业收入占比分别为 65%、22%、8%；营业收入同比增幅分别为-8%、88%、50%；专卖店占比逐步下降，商超渠道收入快速增长且份额上升。
- ❖ 发展规划：两转两升锁定长期发展。**公司将继续推进两大战略转型，由生产主导型企业转向市场营销型企业；由单一专卖店渠道转向多渠道共同发展。同时，完成产品与服务的两大提升，即产品由原枣为主向深加工提升，实现产品升级；服务由专卖店单一产品展销向注重产品体验、客户健康休闲提升。基建方面，中国红枣产业园项目一期正稳步建设中，预计 2016 年完工。团队建设方面，公司不断吸纳知名快消品企业的高管，加速战略转型。
- ❖ 风险因素：食品安全风险，原枣收购价格上涨风险，渠道建设风险。**
- ❖ 盈利预测、估值及投资评级。**2014 年公司将继续加强市场管控和新渠道开拓，销售费用的增加超出我们预期，同时短期开店速度可能受到影响，维持预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.55/0.70/0.90 元，2013 年到 2016 年的业绩年复合增长率为 9.26%，现价 20.96 元相对于 2014-16 年 PE 分别为 36/28/22 倍，结合可比公司估值，我们给予公司目标价为 22 元，维持“增持”评级。

项目/年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	908	1053	1262	1489
增长率 YoY %	1.28%	16.01%	19.78%	18.01%
净利润(百万)	102	81	103	133
增长率 YoY%	1.59%	-20.51%	27.24%	28.95%
每股收益(元)	0.69	0.40	0.48	0.60
毛利率%	38.19%	42.93%	45.93%	44.95%
净资产收益率%	7.49%	5.67%	6.80%	8.16%
P/E	28	36	28	22
P/B	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	21.31	31.53	24.54	19.58

资料来源：中信量化投资分析系统 注：股价为 2014 年 10 月 31 日收盘价


**增持 (维持)**

当前价：20.96 元

目标价：22.00 元

中信证券研究部

**黄巍**

食品饮料行业首席分析师

电话：0755-23835393

邮件：whuang@citics.com

执业证书编号：S1010510120026

**陈梦瑶**

电话：0755-23835390

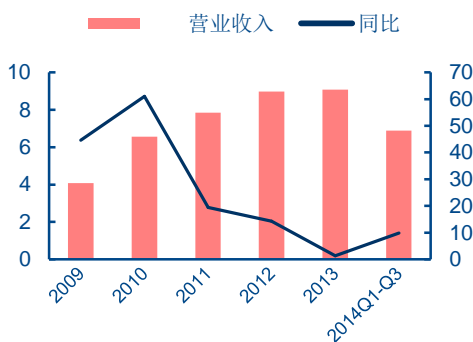
邮件：chenmengyao@citics.com

执业证书编号：S1010514080005

## 三季度报点评：新渠道拓展成功，收入结构趋向良性

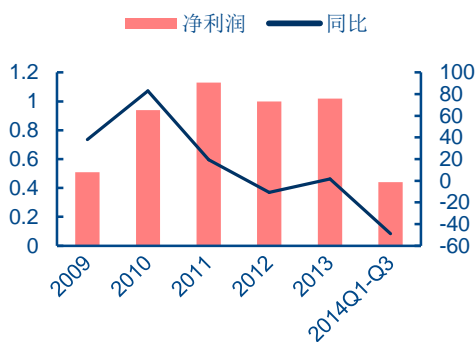
新渠道拓展成功，收入结构趋向良性，受销售费用影响净利润有所下降。好想你 2014 年前三季度收入 6.89 亿，同比增长 9.82%，净利润 0.44 亿，同比下降 48.86%，实现 EPS0.3 元。分渠道来看：前三季度收入增速商超+88%、电商+50%、专卖店-8%，其中商超和电商的收入占比已提升至 30%。财务数据方面：公司利润下滑主要受销售费用上升所致，公司商超等销售人员薪酬增加以及广告宣传费、促销费增加使得前三季度销售费用同比增 67.96% 至 1.87 亿。资产及负债方面：货币资金较年初增加 74.51%，主要系公司发行公司债券取得募集资金所致；存货较年初减少 44.10%，主要系原料 2013 年第四季度集中采购，2014 年 1-9 月逐月消耗所致；在建工程较年初增加 272.64%，主要系年产 5 万吨红枣及其制品深加工项目、信息商务大厦项目、新郑募投项目投入增加所致。

图 1：公司营业收入（亿元）及同比（%）情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：公司净利润（亿元）及同比（%）情况

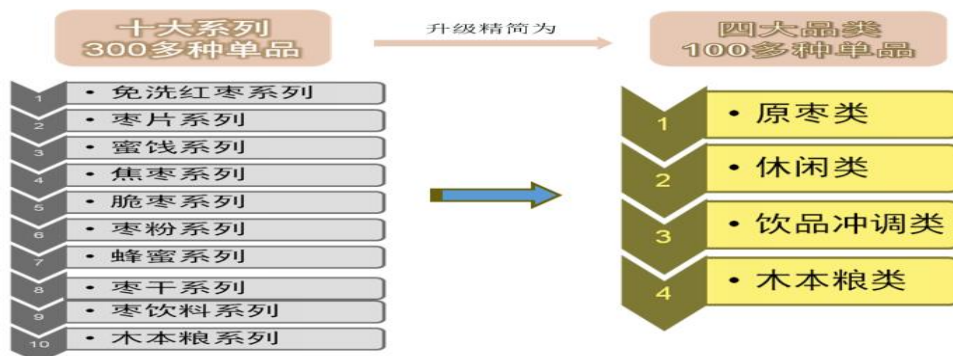


资料来源：wind，中信证券研究部

## 产品结构：升级精简，新品开拓顺利

十大系列+300 多种单品精简为四大品类+100 多种单品。公司根据消费者反馈及战略发展需要，将产品结构从原来的十大系列 300 多种单品进行精简升级，新的产品结构包括原枣类、休闲类、饮品冲调类、本土粮类四大品类，下含 100 多种单品。

图 3：产品结构精简升级



资料来源：公司调研，中信证券研究部

新产品方面，即食无核枣开拓顺利。2013年4月公司开始推广即食枣，全年销售2019万元，占总销售额2.08%；今年1-8月，即食枣的销量就已经达到6365万元，其中8月销量达915万元，占总销量比例为9%。即食无核枣有望成为未来大单品，收入占比逐渐上升到30%以上，成长空间巨大。今后，好想你产品的发展方向，主要是无核枣、红枣脆片、香心枣、熟化枣、枣片，加上一部分干果作为有益的补充。此外，枣类饮品处在开发和推广中，亦看好未来成长空间。

## 渠道优化：专卖店精耕“新四化”，“四位一体”铺垫 O2O

### 渠道组合：全力打造“三驾马车”，电商、商超业绩亮眼

公司现阶段正在铺设多元化渠道，升级原有专卖店渠道的同时积极布局商超渠道和电商渠道。公司确定了由生产主导型企业向市场营销型企业转型、由单一专卖店渠道向多渠道共同发展转型的战略任务，现有销售渠道的拓宽是公司当前工作的重中之重。从目前来看，公司渠道拓展进展顺利，突出表现为商超、电商渠道的快速增长和份额提升。2014年前三季度，专卖、商超、电商营业收入占比分别为65%、22%、8%；营业收入同比增幅分别为-8%、88%、50%。

表 1：前三季度分渠道收入（万元）

渠道	2014年1-9月		2013年1-9月		同比增减	增幅
	营业收入	比重	营业收入	比重		
专卖	44,255.28	65%	47,865.51	77%	-3,610.23	-8%
商超	15,137.22	22%	8,050.07	13%	7,087.15	88%
电商	5,639.25	8%	3,770.95	6%	1,868.30	50%
其他	3,057.80	4%	2,669.26	4%	388.54	15%
合计	68,089.56	100%	62,355.79	100%	5,733.77	9%

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

表 2：分季度分渠道收入（万元）

项目	一季度	同比	二季度	同比	三季度	占比	同比
专卖	18,846.64	-10%	13,742.83	21%	11,665.82	56%	-26%
商超	5,084.03	299%	3,486.57	46%	6,566.63	31%	50%
电商	2,421.64	162%	1,850.45	37%	1,367.17	7%	-9%
其他	1,003.35	68%	685.76	-37%	1,368.68	7%	40%
合计	27,355.66	16%	19,765.60	22%	20,968.29	100%	-7%

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

### 专卖店：精耕细作“新四化”，“四位一体”铺垫 O2O

2014年公司提出对专卖店渠道进行“新四化”建设，即“标准化”、“规范化”、“统一化”、“体系化”。1) 标准化方面，公司针对优化服务、店面装修、销售话术及宣传用语统一、连锁专卖分级管理四大方面制定并发布了一系列的标准和实施方案。同时，重新梳理单店模型，把门店分为旗舰店、A类店、B类店、C类店、店中店，对不合格的进行了淘汰、关闭。截至2014年9月底，公司升级店面近500家，店面升级后，形象统一、风格一致，产品陈列更加合理，升级后店面业绩提升5%~30%。今年，公司暂缓开新店速度，加大现有店面升级力度，新开店面要求运营规范、形象匹配。2) 规范化方面，公司对产品陈列、K3使用、销售话术、招聘培训、星级服务进行规范。3) 统一化方面，做到所有的专卖店统一形象、统一品牌、统一价格、统一配送、统一管理。4) 体系化方面，公司对专卖店的各项指标进行梳理、规划，形成一套完整的体系要求。

图 4：新老店面对比



资料来源：公司调研，中信证券研究部

表 3：旗舰店、C 型店标准对比

旗舰店					C 型店				
店面标准	商圈得分 85	选址得分 90	招牌长度 (米) 20	营业面积 (平方) 150-200	店面标准	商圈得分 75	选址得分 75	招牌长度 (米) 5-10	营业面积 (平方) 30-60
人员标准	人员数量 5-6	学历 本科>=1人	人员形象 高	进取心 高	人员标准	人员数量 2-3	学历 专科>=2人	人员形象 中等	进取心 中等
投资模型	转让费 25	装修费 40	固定资产 10	投资回收期 (月) 36	投资模型	转让费 10	装修费 15	固定资产 3	投资回收期 (月) 18
分区标准	产品区 有	休闲区 有	现场制作区 有	电商体验区 有	分区标准	产品区 有	休闲区 无	现场制作区 无	电商体验区 无

资料来源：公司调研，中信证券研究部

制定“四位一体”的终端运营新标准，成为 O2O 战略的重要铺垫。公司从产品展销、客户体验、人性化服务、信息化建设四位一体对专卖店终端的运营提出新的标准。公司专卖店功能过去仅局限在枣类产品展销，今后则转向更加注重客户体验和人性化、个性化服务。例如，现在专卖店为客户提供枣类营养早餐、枣类手工馒头的品尝，让顾客切身体会到枣类产品的健康与可口。同时，加快专卖店的信息化建设，为部分专卖店提供苹果一体化电脑和 IPAD，为客户展示枣类养生等内容服务。此外，专卖店还与公司的电商渠道相结合，提供免费试吃、代收包裹、送货上门等服务，部分专卖店开设电商服务专区，与公司线上销售构成完整的 O2O 服务链条，进一步完善客户的购物体验，增加客户黏性。

图 5：枣类早餐和手工馒头



资料来源：公司调研，中信证券研究部

图 6：新信息化设备

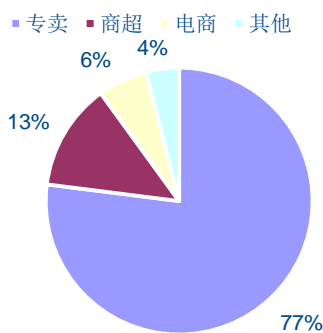


资料来源：公司调研，中信证券研究部

### 商超：强力推进，业绩增长成为一大亮点

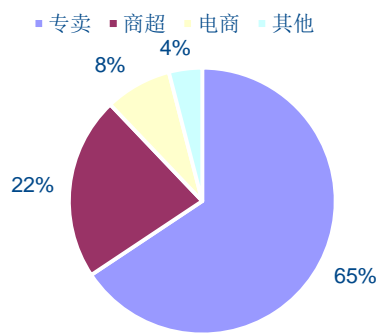
前三季度收入同比增 88%，占比超过公司总收入的五分之一。公司将商超渠道划分为四个大区，通过直营+经销商的市场操作模式，加强经销商体系管理，建立与客户全面持续合作伙伴关系，不断拓宽市场渠道，提高市场占有率。2014 年，公司在商超渠道建设方面的主要工作有：上海样板市场和样板店复制推广，推动全国商超渠道建设；直营带动经销商共同发展，合力推进商超铺货进度；深化商超分级制度，精细化管理；强力推进终端建设标准、陈列标准，以标准化和系统化的运作思路来进行各市场终端建设；推行新的绩效考核指标，提升即食无核枣销售占比。在公司大力推进下，商超渠道收入表现亮眼，今年前三季度商超渠道收入同比增长 88%，收入占比从去年同期 13% 上涨到 22%。截至 2014 年 9 月底，商超渠道已进入乐购、大润发、大商、世纪联华、沃尔玛、家乐福等大型连锁 KA 卖场 1986 家。

图 7：2013 年 1-9 月各渠道收入占比



资料来源：公司投资者交流会，中信证券研究部

图 8：2014 年 1-9 月各渠道收入占比



资料来源：公司投资者交流会，中信证券研究部

### 电商：线上线下产品严格区隔，运营模式日趋完善

电商渠道经过两年的发展，在公司总部的全力支持下，坚持创新、不断进步，队伍建设、运营模式日趋完善。2014 年 2 月推出淘枣帮系列产品，打造电商渠道专属系列产品，与线下产品进行了严格的区隔。电商渠道在自身高速发展的同时，也兼顾品牌维护和净化网络环境的职能，今年电商渠道的一大任务是肃清网络、打击假货，优化消费者购物体验。2014 年前三季度，电商营业收入达 5639.25 万元，同比增长 50%，占总收入比重达 8%，去年同期仅占 6%。

图 9：电商渠道合作方



资料来源：中信证券研究部

## 高管引进

公司在业务发展的同时，不断充实公司领导团队，提升管理水平。2014 年公司相继从外部引进总经理、销售中心副总经理、市场中心总监、人力资源总监等高管，这些高管具有杜康、家乐福、当当网、椰岛鹿龟酒、杜邦、白象等知名消费品、零售业公司的管理经验，有助于提高公司的整体管理能力，加快公司战略转型。

表 4：新引进高管情况

新引进高管职位	工作经历
总经理	三全食品副总经理，洛阳杜康总经理
销售中心副总经理	家乐福、乐购、物美等卖场管理工作，当当网百货事业部总经理，F 团 VP
市场中心总监	来伊份、欧味多、椰岛露酒等公司任职
人力资源总监	杜邦、沃尔玛、白象等担任人力资源
企管部总监	思念食品、中瑞控股、白象等任人力资源总监、董事会秘书

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

## 发展规划：“两转两升”锁定长期发展

发展进程方面，中国红枣产业园项目一期正稳步建设中，包括现代化车间三个、总部大楼、检测中心等，预计 2016 年将完工。发展规划方面，公司将继续推进两大战略转型，由生产主导型企业向市场营销型企业转变；由单一专卖店渠道向多渠道共同发展转变。同时，完成产品与服务的两大提升，即产品由原枣为主向红枣深加工提升，通过产品的不断升级和更新来更加贴近市场和消费者；专卖店由单一的产品展销向“四位一体”进行升级，展销的同时更加注重产品体验、客户休闲和信息化服务。

**盈利预测、估值及投资评级。**2014 年公司将继续加强市场管控和新渠道开拓，销售费用的增加超出我们预期，同时短期开店速度可能受到影响，维持预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.55/0.70/0.90 元，2013 年到 2016 年的业绩年复合增长率为 9.26%，现价 20.96 元相对于 2014-16 年 PE 分别为 36/28/22 倍，结合可比公司估值，我们给予公司目标价为 22 元，维持“增持”评级。

利润表					资产负债表				
(百万元)					(百万元)				
指标名称	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	908	1053	1262	1489	货币资金	212	211	220	174
营业成本	561	601	682	820	存货	361	544	483	751
毛利率	38.19%	42.93%	45.93%	44.95%	应收账款	131	36	164	72
营业税金及附加	4	4	5	6	其他流动资产	83	42	101	67
营业费用	171	276	308	354	流动资产	787	833	968	1064
营业费用率	18.83%	26.20%	24.44%	23.78%	固定资产	380	502	523	534
管理费用	93	92	162	175	长期股权投资	30	30	30	30
管理费用率	10.20%	8.73%	12.84%	11.75%	无形资产	44	39	34	29
财务费用	7	-5	-5	-4	其他长期资产	268	156	135	135
财务费用率	0.78%	-0.44%	-0.37%	-0.29%	非流动资产	722	727	721	727
投资收益	0	0	0	0	资产总计	1510	1559	1689	1791
营业利润	69	82	106	136	短期借款	0	0	0	0
营业利润率	7.56%	7.79%	8.41%	9.12%	应付账款	40	32	50	49
营业外收入	0	0	0	0	其他流动负债	53	42	66	57
营业外支出	50	8	8	8	流动负债	93	74	116	105
利润总额	119	90	114	144	长期负债	2	2	2	2
所得税	10	8	10	10	其他长期负债	53	53	53	53
所得税率	8.17%	8.90%	8.78%	6.96%	非流动性负债	55	55	55	55
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	148	129	171	160
归属于母公司股东的净利润	102	81	103	133	股本	148	148	148	148
净利率	11.24%	7.70%	8.18%	8.94%	资本公积	835	835	835	835
每股收益(元)	0.69	0.55	0.70	0.90	股东权益合计	1361	1430	1517	1630
					少数股东权益	0	0	0	0
					负债股东权益总计	1510	1559	1689	1791
现金流量表					主要财务指标				
(百万元)					2013 2014E 2015E 2016E				
指标名称	2013	2014E	2015E	2016E	增长率 (%)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	59	74	96	126	营业收入	1.28%	16.01%	19.78%	18.01%
少数股东损益	7	-5	-5	-4	营业利润	-34.64%	25.61%	29.81%	30.92%
折旧和摊销	43	94	104	92	净利润	1.59%	-20.51%	27.24%	28.95%
营运资金变动	-66	118	-145	116	利润率 (%)				
其他	138	-182	64	-266	毛利率	38.19%	42.93%	45.93%	44.95%
经营现金流	181	99	113	63	EBIT Margin	13.87%	8.09%	8.65%	9.36%
资本支出	-74	-100	-100	-100	EBITDA Margin	18.61%	16.98%	16.87%	15.53%
投资收益	0	0	0	0	净利率	38.19%	42.93%	45.93%	44.95%
资产变卖	-74	7	7	7	回报率 (%)				
其他	-148	-93	-93	-93	净资产收益率	7.49%	5.67%	6.80%	8.16%
投资现金流	0	0	0	0	总资产收益率	8.34%	5.46%	6.47%	7.78%
发行股票	0	0	0	0	其他 (%)				
负债变化	0	0	0	0	资产负债率	9.83%	8.30%	10.15%	8.96%
股息支出	0	0	0	0	所得税率	8.17%	8.90%	8.78%	6.96%
其他	-207	-8	-11	-16	股利支付率	43.18%	30.00%	30.00%	30.00%
融资现金流	-207	-8	-11	-16					
现金净增加额	-174	-2	9	-46					

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance\_hk@clsa.com。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。