

稳步迈向整合营销传播集团，上调至买入

建议理由

我们将省广股份评级从“中性”上调至“买入”，12个月目标价格上调29%至人民币25.13元。主要基于：（1）我们之前对省广股份的并购执行力较为谨慎，但是公司上市以来进行的系列并购表明公司战略执行到位，核心竞争不断增强。公司正朝着综合性营销传播集团的道路迈进，未来发展空间广阔。（2）我们之前对于省广股份主营业务增速预测较为保守，但是二季度以来公司内生增长明显恢复，毛利润上升44%，而且主要是来自于毛利率的提升，具有一定的可持续性。（3）当前股价距离目标价格潜在上行空间达到24%。

推动因素

省广股份未来两年增长主要来自毛利率的提升和并购的贡献。预计2012年净利润为1.43亿，同比增长45%，其中来自并购子公司的权益利润为3,400万左右，占比24%；来自原有业务的净利润为1.09亿左右，同比增长28%。在不考虑新宣告的并购的情况下，预计2013年净利润为1.89亿，同比增长32%；其中原有业务内生增长23%，并购子公司贡献净利润5,500万，占比29%。如果2013年还有新的并购发生，盈利增速将会进一步提高。

估值

我们仍然应用1.1倍的PEG（与A股同类公司平均水平一致，并与公司历史PEG交易水平和国际可比公司可比）对省广股份估值，2013-14年预期每股盈利的年均复合增长率为31%，12个月目标价为25.13元，上调29%，以反映上调后的2012年预期每股盈利和未来两年的增速变化。

主要风险

宏观经济下行对公司广告业务的影响超出预期；并购活动出现失败案例。

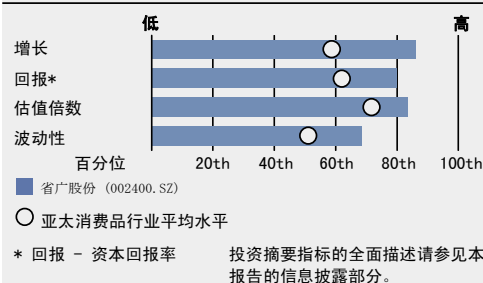
所属投资名单

亚太买入名单

行业评级：中性

廖绪发, CFA (分析师) 执业证书编号: S1420510120006
+86(21)2401-8902 xufu.liao@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
刘智景 (分析师) 执业证书编号: S1420511070001
+86(21)2401-8943 zhijing.liu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
方竹静 (研究助理)
+86(21)2401-8949 zhujing.fang@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要

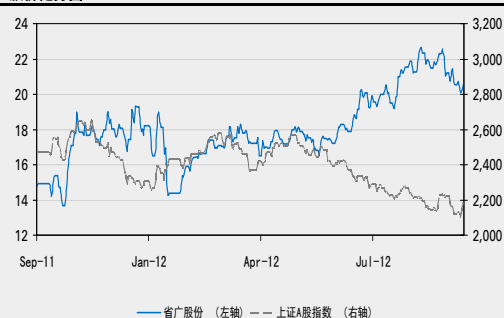


主要数据

主要数据		当前
股价 (Rmb)		20.55
12个月目标价格 (Rmb)		25.13
市值 (Rmb mn / US\$ mn)		3,961.0 / 630.2
外资持股比例 (%)		--

	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
每股盈利 (Rmb) 新	0.86	0.74	0.98	1.27
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	6.6	10.2	13.4
每股盈利增长 (%)	18.7	(13.6)	31.7	29.8
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.86	0.74	0.98	1.27
市盈率 (X)	23.9	27.7	21.0	16.2
市净率 (X)	2.8	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA (X)	9.9	14.7	10.3	7.9
股息收益率 (%)	0.0	0.9	1.2	2.5
净资产回报率 (%)	9.4	12.4	14.7	17.2
CROCI (%)	34.7	32.8	35.1	38.5

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	10.5	19.4	32.3
相对于上证A股指数	16.3	30.8	51.7

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为9/28/2012收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

省广股份： 财务数据概要

损益表(Rmb mn)					资产负债表(Rmb mn)				
	12/11	12/12E	12/13E	12/14E		12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入	3,716.9	4,540.8	5,478.5	6,466.4	现金及等价物	824.5	732.4	813.7	936.1
主营业务成本	(3,267.0)	(3,842.9)	(4,572.7)	(5,336.9)	应收账款	1,074.3	1,312.4	1,583.4	1,868.9
销售、一般及管理费用	(329.3)	(479.6)	(599.3)	(735.2)	存货	0.5	0.6	0.6	0.6
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	0.7	2.0	2.0	2.0
其它营业收入/（支出）	0.6	0.0	0.0	0.0	流动资产	1,900.0	2,047.4	2,399.7	2,807.6
EBITDA	126.7	226.5	322.5	410.8	固定资产净额	31.3	45.3	43.4	41.9
折旧和摊销	(5.4)	(8.1)	(15.9)	(16.6)	无形资产净额	78.3	214.6	255.7	304.2
EBIT	121.3	218.4	306.6	394.2	长期投资	34.3	39.4	44.6	49.7
利息收入	19.5	8.2	7.3	8.1	其它长期资产	3.7	27.0	26.7	27.7
财务费用	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	资产合计	2,047.6	2,373.6	2,770.0	3,231.1
联营公司	4.8	5.1	5.1	5.1	应付账款	844.2	993.0	1,181.6	1,379.0
其它	5.9	0.0	0.0	0.0	短期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	151.4	231.6	318.8	407.3	其它流动负债	0.0	35.8	47.1	97.9
所得税	(36.6)	(54.3)	(75.3)	(96.5)	流动负债	844.2	1,028.7	1,228.7	1,476.9
少数股东损益	(15.8)	(34.2)	(55.1)	(66.1)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
优先股股息前净利润	99.0	143.1	188.5	244.7	其它长期负债	32.3	32.3	32.3	32.3
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	32.3	32.3	32.3	32.3
非经常性项目前净利润	99.0	143.1	188.5	244.7	负债合计	876.5	1,061.1	1,261.0	1,509.2
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	99.0	143.1	188.5	244.7	普通股权益	1,100.5	1,207.8	1,349.1	1,495.9
每股基本盈利（非经常性项目前）(Rmb)	0.86	0.74	0.98	1.27	少数股东权益	70.6	104.8	159.9	226.0
每股基本盈利（非经常性项目后）(Rmb)	0.86	0.74	0.98	1.27	负债及股东权益合计	2,047.6	2,373.6	2,770.0	3,231.1
每股摊薄盈利（非经常性项目后）(Rmb)	0.86	0.74	0.98	1.27	每股净资产(Rmb)	7.42	6.27	7.00	7.76
每股股息(Rmb)	0.00	0.19	0.24	0.51					
股息支付率(%)	0.0	25.0	25.0	40.0					
自由现金流收益率(%)	(3.3)	(2.3)	2.8	4.0					
增长率和利润率(%)					比率				
	12/11	12/12E	12/13E	12/14E		12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入增长率	20.7	22.2	20.7	18.0	GROCI (%)	34.7	32.8	35.1	38.5
EBITDA增长率	49.5	78.8	42.4	27.4	净资产回报率(%)	9.4	12.4	14.7	17.2
EBIT增长率	51.3	80.1	40.4	28.6	总资产回报率(%)	5.2	6.5	7.3	8.2
净利润增长率	46.1	44.4	31.7	29.8	平均运用资本回报率(%)	43.8	36.9	37.3	41.1
每股盈利增长	18.7	(13.6)	31.7	29.8	存货周转天数	0.0	0.1	0.0	0.0
毛利率	12.1	15.4	16.5	17.5	应收账款周转天数	90.3	95.9	96.5	97.4
EBITDA利润率	3.4	5.0	5.9	6.4	应付账款周转天数	86.9	87.2	86.8	87.6
EBIT利润率	3.3	4.8	5.6	6.1	净负债/股东权益(%)	(70.4)	(55.8)	(53.9)	(54.4)
					EBIT利息保障倍数(X)	NM	NM	NM	NM
现金流量表(Rmb mn)					估值				
	12/11	12/12E	12/13E	12/14E		12/11	12/12E	12/13E	12/14E
优先股股息前净利润	99.0	143.1	188.5	244.7	基本市盈率(X)	23.9	27.7	21.0	16.2
折旧及摊销	5.4	8.1	15.9	16.6	市净率(X)	2.8	3.3	2.9	2.6
少数股东权益	15.8	34.2	55.1	66.1	EV/EBITDA(X)	9.9	14.7	10.3	7.9
运营资本增减	(161.1)	(89.4)	(82.5)	(88.1)	企业价值/总投资现金(X)	3.1	5.1	4.3	3.7
其它	(12.1)	(6.5)	(5.1)	(5.1)	股息收益率(%)	0.0	0.9	1.2	2.5
经营活动产生的现金流	(52.9)	89.5	171.9	234.1					
资本开支	(15.8)	(181.6)	(54.8)	(64.7)					
收购	(5.0)	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	16.3	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(4.5)	(181.6)	(54.8)	(64.7)					
支付股息的现金（普通股和优先股）	(13.2)	0.0	(35.8)	(47.1)					
借款增减	2.0	0.0	0.0	0.0					
普通股发行（回购）	5.6	0.0	0.0	0.0					
其它	(21.9)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(27.6)	0.0	(35.8)	(47.1)					
总现金流	(85.0)	(92.1)	81.3	122.4					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

廖绪发, CFA
xufa.liao@ghsl.cn

刘智景
zhijing.liu@ghsl.cn

方竹静
zhujing.fang@ghsl.cn

并购战略稳步推进

并购战略执行力强，纵向整合、横向拓展打造广告营销巨头

省广股份在上市后进行了一系列成功的并购和投资活动，我们认为，这些活动充分反映了公司管理层在并购扩张战略上较强的执行力。纵向来看，公司通过并购具有互补性、协同性业务的公司，积极拓展新的业务增长点，完善整合产业链。在原有的业务基础上，公司丰富和完善了公共关系、户外广告、电视媒体代理、新媒体代理、互动营销、体育营销等相对薄弱的业务领域。我们预计，公司今后将以新设立的赛铂互动广告为平台，进一步拓展和整合新媒体营销资源，在数字化营销的浪潮中抢占先机；横向来看，公司积极拓展区域市场，加速全国战略性布局。公司在 2012 年上半年通过收购上海窗之外广告和青岛先锋广告成功拓展了华东和华北这两块占据中国广告市场半壁江山的区域。公司通过这些前瞻性的布局夯实了在国内广告业的领头羊地位，并初步形成综合性广告营销集团的雏形。

图表1：省广股份主要并购投资活动

省广股份上市以来并 投	(人民 万元)						
日期	标的公司	主营业务	地区	控股比例	价格	PE	对公司的战略意义
3/8/2011	重庆年度广告*	媒介代理	西南	51%	11,055	8.9	进入买断式媒体代理领域
6/15/2011	北京合力唯胜体育营销(合资)	体育营销	华北	51%	255	NA	拓展体育广告营销业务
6/15/2011	广州旗智企业管理咨询*	公共关系	华南	51%	955	9.3	拓展公共关系业务
6/24/2012	上海窗之外广告*	户外广告	华东	51%	3,595	9.1	拓展户外数字广告业务、拓展华东市场
6/24/2012	青岛先锋广告*	媒介代理	华北	51%	5,100	14.5	拓展华北市场媒介代理业务
6/25/2012	广东赛铂互动传媒广告(设立)	网络营销	华南	100%	1,000	NA	拓展数字营销业务
6/25/2012	广州指标品牌管理咨询(设立)	品牌管理	华南	100%	500	NA	强化品牌管理业务

资料来源：公司数据

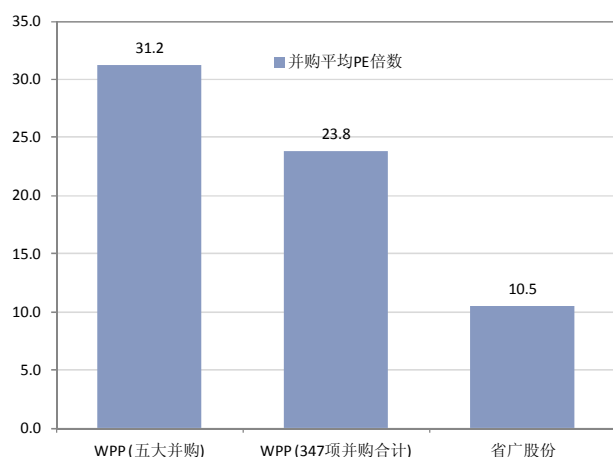
并购估值优势显著，内生增长和外延扩张齐头并进

我们对省广股份上市以来的四次并购进行了梳理，并和国际巨头 WPP 集团的并购情况进行了对比，发现公司的并购估值显著低于国际同行。公司四次并购的平均 PE 仅为 10.5 倍，而 WPP 集团 2000 年以来的五次大型并购市盈率达到了 31 倍，而其他 300 多次中小并购的市盈率也有 23.8 倍。我们认为，造成这种现象的主要原因在于：1) 国内广告市场过于分散，集中度太低（省广股份作为国内最大的本土广告企业仅占 2% 的市场份额），因而广告巨头可选择的并购标的较多，在并购时拥有较强的议价能力。2) 国内广告行业上市门槛较高，先上市的公司拥有明显的资本优势。我们发现，WPP 集团五次大型并购的标的（Y&R、Tempus、Grey、TFSM、TNS）都是上市公司，因此收购时需要根据二级市场的交易价格来定价，同时还要支付高昂的收购溢价。例如今年上半年日本电通集团收购英国安吉斯集团就支付了高达 45% 的溢价，因而收购成本较高。而在国内广告市场，已上市的广告公司数目极少，而且广告行业的上市门槛业相对较高，因此上市公司在收购非上市公司时并不需要通过二级市场来定价，支付的溢价也相对较小，所以收购成本也相对较低。

低廉的收购成本不仅为公司的规模扩张提供了极好的契机，同时也为公司创造了非常可观的盈利增厚和并购价值。2011 年，省广股份并购的两家公司贡献了 1,360 万元的净利润，占当年净利润的 14%；我们预计，2012 年来自并购的子公司的净利润为 3,420 万，占当年净利润的 24%。即使在不考虑未来新宣告的并购情况下，到 2013 年省广股份在 2011-12 年之间并购的四家子公司所贡献的净利润将占到公司净利润的 30% 左右。如果从增量上看，则占到 2010-13 年净利润增量的 45% 左右。

我们预计，未来几年公司的内生增长将依然保持强劲，而外延扩张的步伐将会加速，公司将继续利用价格优势通过并购积极拓展新市场、新业务，而外延增长也将逐渐成为公司收入和利润增长的主要驱动力。

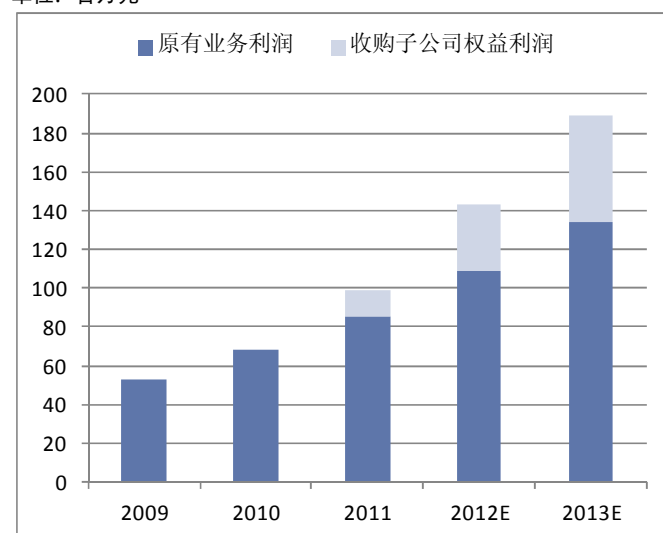
图表2: 省广股份与 WPP 集团并购估值比较



资料来源: 公司公告、高华证券研究预测

图表3: 省广股份净利润分解

单位: 百万元



资料来源: 公司公告、高华证券研究预测

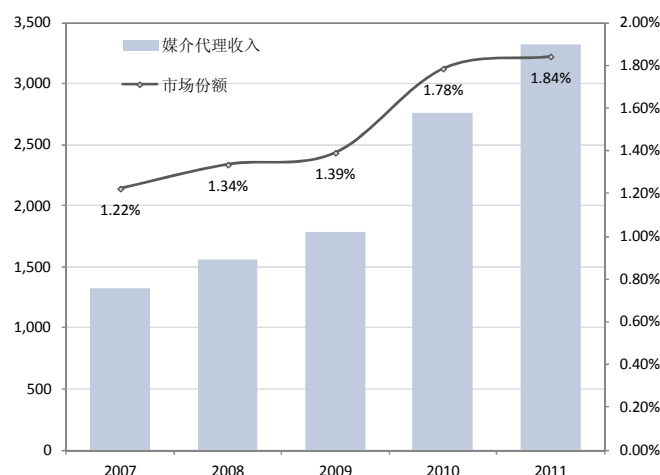
并购加速媒介采购集中化进程, 规模和利润率稳步提升

在上下游竞争加剧的环境下, 媒介采购业务将通过内部集中和外部集中的方式实现规模化和集中化的趋势。省广股份自上市以来积极顺应这一行业趋势, 并取得了显著的效果。公司主要从两方面实现了这一目标: 1) 利用 IPO 募集的资金投入 1.08 亿元人民币拓展媒介的集中化采购业务, 公司与 13 家媒体签订合作协议, 通过预付款等方式扩大采购规模, 以获得更多的返点, 提高采购的毛利率; 2) 收购了重庆年度广告和青岛先锋广告, 进入买断式媒介采购领域, 逐步实现媒介采购方式从临时性采购向集中式、买断式采购的过渡, 从而大幅提高媒介代理业务的规模和毛利率。

公司的并购战略取得了积极显著的效果, 过去五年媒介代理业务规模从 13 亿增长到 33 亿, 年均增幅达 25.7%, 同时, 市场份额也从 2007 年的 1.22% 上升至 2011 年的 1.84%; 此外, 媒介代理业务毛利率也稳步上升, 从 2007 年的 3.9% 上升至 2012 年上半年的 9.6%。

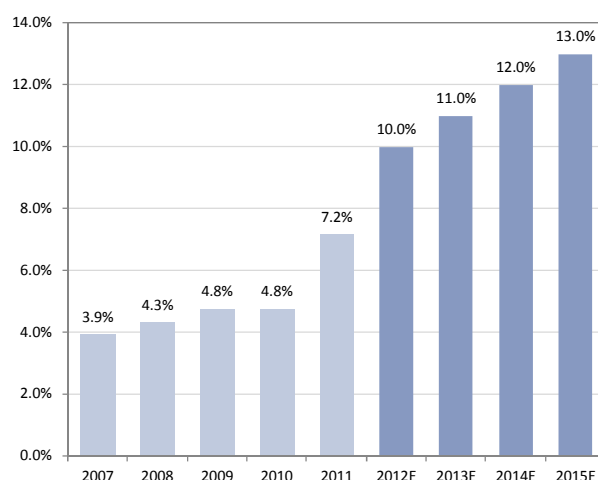
我们认为, 在经济转型和消费升级的大背景下, 国内市场媒介代理业务的集中化趋势正在加速, 而公司将继续通过并购扩张的战略扩大媒介采购的规模以及逐步实现采购方式的转型, 从而持续提升该业务的市场份额和毛利率水平。我们预计到 2015 年媒介代理业务的毛利率将达到 13% 的水平, 平均每年提高 1 个百分点。

图表4: 省广股份媒介代理收入（百万人民币）及市场份额



资料来源：公司数据、高华证券研究预测

图表5: 省广股份媒介代理业务毛利率预测



资料来源：公司数据、高华证券研究预测

图表6: 省广股份与全球主要营销集团综合毛利率比较（2011 年）

2011		WPP	阳狮	电通	博报堂
货币	百万人民币	百万英镑	百万欧元	百万日元	百万日元
营业额	3,717	44,792	5,816	1,833,449	936,476
毛利润	450	10,022	931	317,696	152,218
毛利率	12.1%	22.4%	16.0%	17.3%	16.3%

资料来源：公司数据

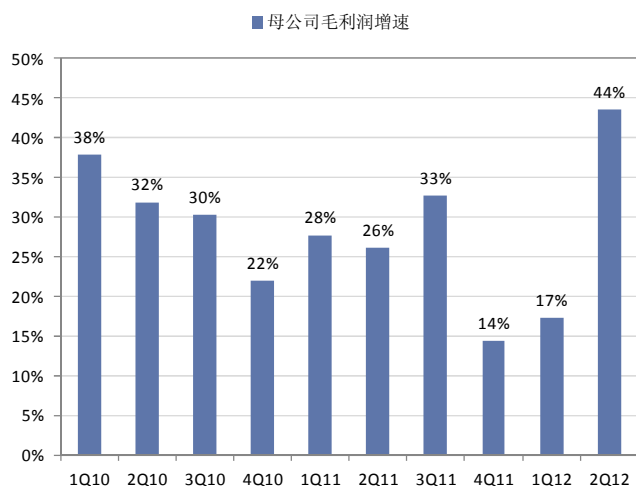
内生增长逐渐回升

我们采用母公司毛利润这一指标来衡量省广股份内生增长的情况。原因有两点：（1）广告公司的毛利润是相对于收入而言更好的衡量增长趋势的指标。（2）省广股份上市之后的并购基本采用控股子公司的模式。

可以发现，从 2012 年二季度开始，省广股份母公司的毛利润增长显著加速，并且创下上市以来的新高，达到 44% 的水平。这一点主要跟毛利率的显著回升有关。二季度的母公司毛利率达到了 12%，高于一季度 9% 的水平，也高于过去 13 个季度平均 9.3% 的水平。这一点可能与公司提升集中采购比例和优化媒体采购结构有关。

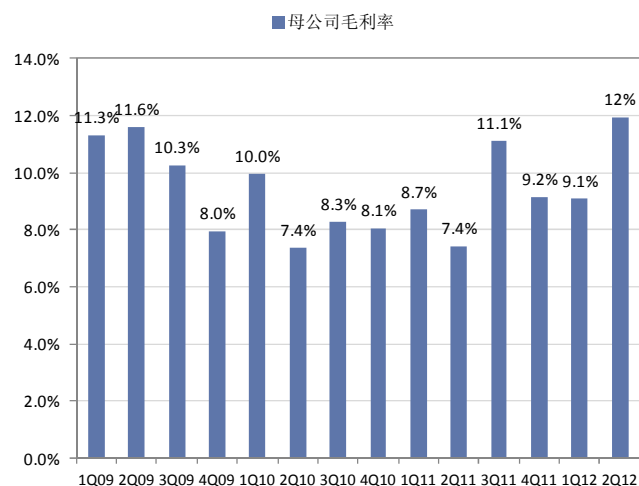
内生增长重回高速增长轨道，将对公司的总体增长和估值构成有效支撑。

图表7: 省广股份母公司毛利润增速逐季回升



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表8: 省广股份母公司毛利率创下新高



资料来源: 公司数据、高华证券研究

上调盈利预测、目标价格和投资评级

我们将 2012—14 年每股盈利预测分别上调 10%/16%/19%至人民币 0.74 元/0.98 元/1.27 元, 以反映内生增长的恢复和最近完成的两项并购带来的增厚效应。

我们预计 2012 年净利润为人民币 1.43 亿, 同比增长 45%, 其中来自并购子公司的权益利润为 3,400 万左右, 占比 24%; 来自原有业务的净利润为 1.09 亿左右, 同比增长 28%。在不考虑新宣告的并购的情况下, 预计 2013 年净利润为 1.89 亿, 同比增长 32%; 其中原有业务内生增长 23%, 并购子公司贡献净利润 5,500 万, 占比 29%。如果 2013 年还有新的并购发生, 盈利增速将会进一步提高。

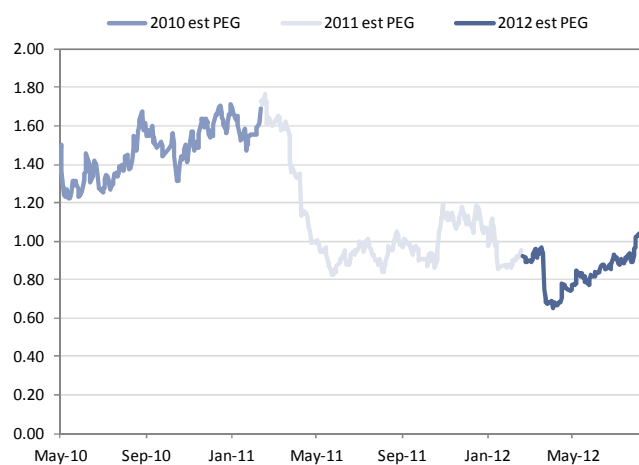
仍然基于 1.1 倍的 PEG (与 A 股同类公司平均水平一致), 2013-14 年每股盈利预测的年均复合增长率为 31%, 12 个月目标价为人民币 25.13 元 (原为人民币 19.49 元), 上调 29%, 以反映上调后的 2012 年每股盈利预测和未来两年的增速变化。

我们同时采用省广股份的历史交易的 PEG 水平和国际可比公司的 PEG 水平来进行交叉验证。省广股份上市以来 PEG 平均交易在 1.16 倍左右, 目前国际可比公司的 PEG 平均为 1.13 倍, 考虑到省广股份虽然与国际公司行业地位较弱, 但是具有更高的增长潜力, 我们认为给予 1.1 倍的目标 PEG 也是较为合理的。

当前股价距离 12 个月目标价格潜在上升空间 24%左右。我们将投资评级从中性上调为买入。

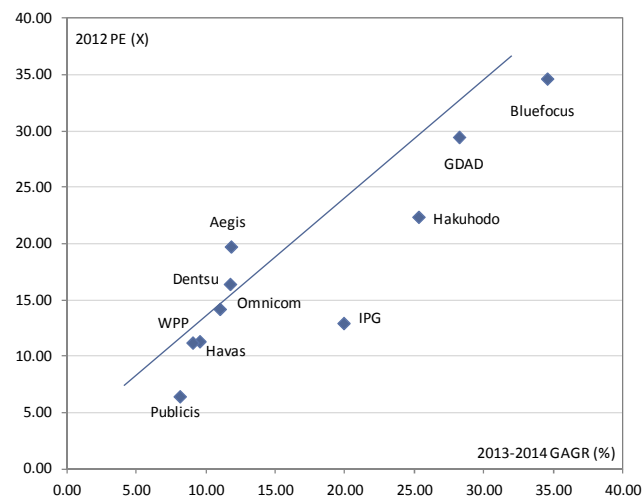
主要风险: 宏观经济下行对公司广告业务的影响超出预期; 并购活动出现失败案例。

图表9: 2010 年以来省广股份的 PEG 平均为 1.16 倍



资料来源: 高华证券研究预测

图表10: 国际可比公司平均 PEG 为 1.13 倍



资料来源: 高盛研究预测、高华证券研究预测

图表11: 省广股份盈利预测汇总(百万元人民币)

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入	2050	3079	3717	4541	5479	6466
收入增长率	13%	50%	21%	22%	21%	18%
品牌管理	133	160	179	197	236	279
媒介代理	1781	2758	3321	4038	4846	5718
自有媒体	136	160	183	214	270	305
其他			33	92	127	164
营业成本	1808	2766	3267	3843	4573	5337
毛利	243	312	450	698	906	1129
品牌管理	110	129	146	159	191	226
媒介代理	85	131	238	404	533	686
自有媒体	48	52	47	81	108	122
其他			13	39	53	69
毛利增长率	8%	29%	44%	55%	30%	25%
毛利率	11.8%	10.1%	12.1%	15.4%	16.5%	17.5%
品牌管理	82%	81%	81%	81%	81%	81%
媒介代理	5%	5%	7%	10%	11%	12%
自有媒体	36%	32%	26%	38%	40%	40%
其他			60%	58%	58%	58%
营业税金及附加	24	31	49	72	92	113
% of 营业收入	1.2%	1.0%	1.3%	1.6%	1.7%	1.8%
销售费用	121	153	218	304	379	466
% of 营业收入	5.9%	5.0%	5.9%	6.7%	6.9%	7.2%
管理费用	33	46	63	104	128	156
% of 营业收入	1.6%	1.5%	1.7%	2.3%	2.3%	2.4%
财务费用	-1	-6	-19	-8	-7	-8
投资净收益	4	5	11	5	5	5
利润总额	71	91	151	232	319	407
减: 所得税	17	23	37	54	75	97
净利润	54	68	115	177	244	311
减: 少数股东损益	0	0	16	34	55	66
归属于母公司所有者的净利润	53	68	99	143	188.5	244.7
YoY	16%	27%	46%	44%	32%	30%
基本每股收益	0.86	0.94	0.86	0.74	0.98	1.27
稀释每股收益	0.86	0.94	0.86	0.74	0.98	1.27
原有业务利润	53	68	85	109	133	
原有业务内生增速		27%	26%	27%	22%	
收购公司权益净利润			14	34	55.1	
外延增速				2	61%	
广州旗智			5	11	15	
重庆年度			9	16	22	
青岛先锋				4	10	
上海窗之外				3	8	

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

信息披露附录

申明

我们，廖绪发, CFA、刘智景，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

廖绪发, CFA：中国传媒业、中国旅游业。

中国传媒业：皖新传媒、光线传媒、歌华有线、华录百纳、百视通、蓝色光标、中南传媒、中文传媒、省广股份、奥飞动漫、华谊兄弟、凤凰传媒、乐视网、广电网络、天威视讯、时代出版、武汉塑料、华策影视。

中国旅游业：首旅股份、湘鄂情、中青旅、中国国旅、峨眉山 A、桂林旅游、黄山旅游、丽江旅游、锦江股份、宋城股份。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：省广股份 (Rmb20.55)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)：**未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)：**由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)：**我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)：**我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)：**此资料不存在或不适用。**无意义(NM)：**此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华是高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2012 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。