



2012年11月27日

投资决策

买入

百视通 (600637.SS)

潜在回报: 34%

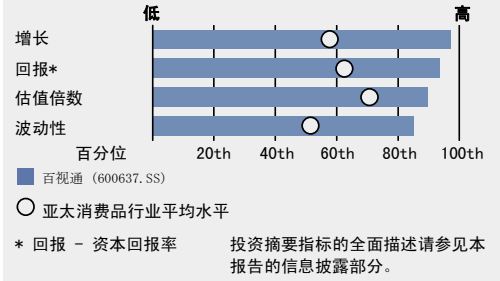
证券研究报告

IPTV 与互联网电视双轮驱动，重申买入

建议理由

我们重申百视通“买入”评级，12个月目标价为19.77元（上调6%）。推荐理由主要是决定公司长期增长的两大因素逐渐明朗化：(1) 互联网电视商业模式逐渐清晰，凭借全产业链模式竞争优势明显。预计到2015年用户达到2000万，收入超10亿，再造一个IPTV。(2) 下半年IPTV分成明朗化，预计2012年的分成为3亿左右，2012-15年分成占IPTV结算收入将分别上升到24%、37%、47%，扣除外部分成后的IPTV结算收入增长速度分别为26%、27%、17%，仍然较快，而且因运营成本上升速度较慢，盈利增长将超过30%。

投资摘要



推动因素

互联网电视用户迅速增长，商业化进展顺利。

IPTV 分成基本明朗。

估值

我们略微下调2012-14年每股收益0-5%至0.48/0.65/0.89元（同比增速分别达到52%/34%/36%），以反映IPTV分成比例的逐渐提高假设，仍然采用PEG方法（倍数1.16倍不变），基于未来两年净利润复合增速（35%）的提升，将12个月从18.73元提高6%到19.77元。

主要风险

IPTV 分成超出预期，互联网电视发展初期成本过大。

主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	14.73
12个月目标价格 (Rmb)	19.77
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	16,405.3 / 2,635.2
外资持股比例 (%)	--

	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
每股盈利 (Rmb) 新	0.39	0.48	0.65	0.89
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	(1.6)	(5.4)	0.0
每股盈利增长 (%)	160.1	24.2	34.3	36.5
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.39	0.48	0.65	0.89
市盈率 (X)	37.8	30.4	22.7	16.6
市净率 (X)	6.3	5.3	4.4	3.6
EV/EBITDA (X)	20.4	18.5	12.8	8.9
股息收益率 (%)	0.0	0.3	0.4	0.6
净资产回报率 (%)	18.3	19.0	21.3	23.7
CROCI (%)	51.7	46.2	44.5	47.0

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	(8.8)	3.4	(6.7)
相对于上证A股指数	(5.5)	19.6	10.2

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为11/26/2012收盘价)

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 xufa.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 zhuqing.fang@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

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。

百视通：财务数据概要

损益表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	资产负债表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入	1,335.5	2,070.2	3,104.6	4,394.4	现金及等价物	1,410.0	1,887.8	2,306.3	2,846.0
主营业务成本	(671.9)	(1,088.7)	(1,753.4)	(2,556.8)	应收账款	311.0	482.1	722.9	1,023.3
销售、一般及管理费用	(317.1)	(424.5)	(589.1)	(780.4)	存货	114.8	186.0	299.5	436.8
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	136.7	0.0	0.0	0.0
其它营业收入/ (支出)	(1.4)	0.0	0.0	0.0	流动资产	1,972.4	2,555.9	3,328.7	4,306.0
EBITDA	515.4	788.4	1,106.5	1,536.9	固定资产净额	242.8	290.3	374.1	500.4
折旧及摊销	(170.3)	(231.4)	(344.5)	(479.8)	无形资产净额	110.8	233.5	408.6	657.5
EBIT	345.1	556.9	762.0	1,057.2	长期投资	767.8	812.7	864.3	923.1
利息收入	11.0	16.9	18.9	23.1	其它长期资产	22.4	34.7	52.2	76.2
财务费用	(2.8)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	资产合计	3,116.2	3,927.1	5,027.9	6,463.2
联营公司	45.8	44.9	51.6	58.8	应付账款	431.2	698.8	1,125.3	1,641.0
其它	9.2	10.0	10.0	10.0	短期贷款	5.0	5.0	5.0	5.0
税前利润	408.4	628.3	842.1	1,148.6	其它流动负债	6.3	60.2	78.7	105.1
所得税	(52.7)	(84.9)	(113.9)	(156.6)	流动负债	442.5	764.0	1,209.0	1,751.1
少数股东损益	(0.5)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
优先股股息前净利润	355.1	539.1	723.9	987.8	其它长期负债	5.7	5.7	5.7	5.7
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	5.7	5.7	5.7	5.7
非经常性项目前净利润	355.1	539.1	723.9	987.8	负债合计	448.3	769.7	1,214.8	1,756.8
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	355.1	539.1	723.9	987.8	普通股权益	2,589.0	3,074.2	3,725.8	4,614.8
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	0.39	0.48	0.65	0.89	少数股东权益	78.9	83.2	87.4	91.6
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.39	0.48	0.65	0.89	负债及股东权益合计	3,116.2	3,927.1	5,027.9	6,463.2
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.39	0.48	0.65	0.89	每股净资产 (Rmb)	2.32	2.76	3.35	4.14
每股股息 (Rmb)	0.00	0.05	0.06	0.09					
股息支付率 (%)	0.0	10.0	10.0	10.0					
自由现金流收益率 (%)	3.1	2.9	2.9	3.7					
增长率和利润率 (%)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	比率	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入增长率	(37.4)	55.0	50.0	41.5	CROCI (%)	51.7	46.2	44.5	47.0
EBITDA增长率	1,205.2	53.0	40.4	38.9	净资产回报率 (%)	18.3	19.0	21.3	23.7
EBIT增长率	470.9	61.4	36.8	38.7	总资产回报率 (%)	11.7	15.3	16.2	17.2
净利润增长率	234.4	51.8	34.3	36.5	平均运用资本回报率 (%)	25.2	41.7	51.1	57.6
每股盈利增长	160.1	24.2	34.3	36.5	存货周转天数	69.7	50.4	50.5	52.6
毛利率	49.7	47.4	43.5	41.8	应收账款周转天数	76.6	69.9	70.8	72.5
EBITDA利润率	38.6	38.1	35.6	35.0	应付账款周转天数	342.4	189.4	189.9	197.4
EBIT利润率	25.8	26.9	24.5	24.1	净负债/股东权益 (%)	(52.7)	(59.6)	(60.4)	(60.4)
					EBIT利息保障倍数 (X)	NM	NM	NM	NM
现金流量表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	估值	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
优先股股息前净利润	355.1	539.1	723.9	987.8	基本市盈率 (X)	37.8	30.4	22.7	16.6
折旧及摊销	170.3	231.4	344.5	479.8	市净率 (X)	6.3	5.3	4.4	3.6
少数股东权益	0.5	4.2	4.2	4.2	EV/EBITDA (X)	20.4	18.5	12.8	8.9
运营资本增减	(432.0)	25.2	72.2	78.0	企业价值/总投资现金 (X)	6.1	7.4	5.6	4.0
其它	451.0	91.8	(51.6)	(58.8)	股息收益率 (%)	0.0	0.3	0.4	0.6
经营活动产生的现金流	544.9	891.9	1,093.2	1,491.0					
资本开支	(178.6)	(414.0)	(620.9)	(878.9)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.5	0.0	0.0	0.0					
其它	497.3	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	319.1	(414.0)	(620.9)	(878.9)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	0.0	0.0	(53.9)	(72.4)					
借款增减	0.0	0.0	0.0	0.0					
普通股发行 (回购)	14.7	0.0	0.0	0.0					
其它	(5.6)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	9.1	0.0	(53.9)	(72.4)					
总现金流	873.2	477.8	418.4	539.7					

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

互联网电视业务模式逐步清晰，蕴含爆发式成长

百视通的互联网电视业务包括一体机和机顶盒两种模式，我们预计到2015年百视通互联网电视用户将接近2000万，相关收入超过10亿，相当于再造一个IPTV（以2011~12年收入水平衡量）。

- **一体机业务市场排名第二，预计到2015年出货量达到600万。**目前公司已与创维、海尔、康佳、联想、清华同方、三星、夏普的等电视机厂商实现了合作。截至2011年底，对接百视通技术的互联网电视集成运营平台的各类电视机超过500万台，占市场保有量的29%左右。这一规模仅次于华数传媒（1000万台左右），排名市场第二。但是从活跃用户比例看，百视通的比例在20%以上，要高于市场平均不到20%的水平。预计随着互联网一体机销售市场的继续扩大，百视通的一体机用户仍将保持快速增长。按照我们之前预测的到2015年中国互联网电视机的保有量达到1.15亿台，如果对接百视通技术平台的电视机占有率维持在30%左右，开通率上升到40%左右，到2015年底百视通的一体机活跃用户将达到1400万左右。目前从商业模式看，一体机主要的收入是收取来自家电厂商的平台服务费。2011年该项收入为1000万左右，2012年预计为3000万左右。预计2013年之前该模式不会有大的改变。到2014年的时候，随着活跃用户规模达到1000万以上，广告、点播、增值服务商业模式将可以开展起来。
- **机顶盒业务布局领先，商业模式逐步清晰。**2011年底广电总局181号文发布之后，关于机顶盒业态获得合法化试点地位。百视通迅速抓住市场机遇，加快与产业链各方的合作，于2012年上半年推出自主研发的机顶盒“小红”，并规划在上海等试点城市通过与中国电信的合作快速启动OTT商用试点。我们预计未来可能的合作模式包括“免费赠送设备、包月付费”和“一次性购买设备，前两年内容免费”两种模式。我们对于百视通机顶盒用户2012-15年的预测分别为：50万、150万、300万、600万，占我们预测的全行业互联网机顶盒用户数量的50%、30%、30%、30%。当机顶盒用户达到100万的时候，按照ARPU为15元测算（主要考虑弥补机顶盒摊销成本、带宽成本等），年收入将达到1.8亿左右。随着用户规模的不断扩张，广告、点播、增值服务等商业模式也将可以开展起来。

综上判断，我们预计到2015年互联网电视用户（含一体机活跃用户与机顶盒用户）将从2012年的250万达到2000万左右，互联网电视的相关收入将从2012年的6000万左右上升到2015年的超过10亿。

长期看，虽然中国的互联网电视面临商业模式探索、政策监管、竞争激烈等不确定性因素，但是互联网电视将以其更高的开放性、互动性和更好的用户体验而获得长足发展。我们看好百视通的互联网电视的长期发展，主要基于以下两点：

- 不同于IPTV，百视通在互联网电视业务上具有更强的掌控力，包括对终端用户的掌控、对集成播控平台的掌控、对于内容服务平台的掌控三大方面。
- 百视通在互联网电视业务上所采取的“硬件+平台+内容+播控+渠道”的全产业链运营战略，符合行业发展规律，将形成明显的优势。
- 公司在IPTV运营方面已经在付费点播、广告经营、包月付费、增值服务等方面形成了丰富的经验，因此相对于竞争对手而言有利于未来互联网电视的商业化。

图表1: 百视通互联网电视预测

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
互联网电视业务收入	10	60	180	480	1188
互联网电视用户（万）	75	250	500	1000	1980
一体机用户	75	200	350	700	1380
OTT用户		50	150	300	600
ARPU(元/年)	13.3	24.0	36.0	48.0	60.0

资料来源：公司公告、高华证券研究预测

IPTV 分成格局渐趋明朗

对公司盈利影响最大的不确定性因素正在逐步解决。随着 IPTV 播控总平台的合并，百视通与 CNTV 合资协议的签署，以及地方电视台加快二级播控平台上的建设，百视通与 CNTV 和地方电视台的分成也逐渐明朗。2012 年上半年百视通在半年报中确认了预提给 CNTV 的 8800 万分成，以及预提给地方电视台 3000 万的分成，两者合计 1.18 亿，占上半年 IPTV 结算收入的 21% 左右。我们预计下半年的分成将超过上半年，我们对未来几年分成比例的测算大致如下：

- 上半年预提给 CNTV 的 8800 万分成，主要是基于存量用户的分成（按照 2011 年底剔除掉上海地区的存量用户共 800 万为基数），比例为该部分存量用户结算收入的 20%。随着下半年合资公司的正式成立，预计在增量用户上也需要计提分成。我们预测 2012 年全年给 CNTV 的分成将在 2 亿左右，即下半年可能确认 1.12 亿，比上半年多出 2400 万左右。2012 年给央视的分成占 IPTV 结算收入比例为 16% 左右，2013、14 年这一比例将上升到 18%、21% 左右。
- 上半年预提给地方台 3000 万的分成，占上半年 IPTV 结算收入 5% 左右。随着下半年合资公司的正式成立，以及与地方台谈判的推进，预计分成比例将逐步提高。我们预测 2012 年全年给地方台的分成达到 1 亿左右，即下半年可能确认 7000 万左右。2012 年给地方台的分成占 IPTV 结算收入比例为 8% 左右，2013、14 年这一比例将上升到 19%、26% 左右。
- 两者合计，预计 2012 年的分成为 3 亿左右，占 IPTV 结算收入的 24%。2013、2014、2015 年这一比例将分别上升到 37%、47%、51%。
- 按此预计，2012—15 年扣除外部分成后的 IPTV 结算收入增长速度分别为 26%、27%、17%、17%。尽管较前几年有所放缓，但仍然较快，而且因扣除分成后的运营成本上升速度较慢（2012 年上半年同比增长 5%），盈利增长将超过 30%。
- 长期而言，百视通的 IPTV 业务发展将面临两个调整，一是 IPTV 这种模式本身将逐渐被互联网电视等新兴的、更有活力的模式所替代；二是百视通目前在行业内的强势地位可能随部分地方台运营能力的提高、CNTV 话语权的提升而逐渐弱化。

图表2: 百视通 IPTV 分成比例测算表

单位: 百万元

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
IPTV 年均结算用户量(万)	210	400	682	1229	1991	2875	3874
ARPU (元/年)	116	108	110	101	96	91	87
IPTV 结算收入	243	432	748	1240	1909	2619	3352
YoY	169%	77%	73%	66%	54%	37%	28%
外部合作方分成				299	715	1224	1721
外部合作方分成/IPTV 结算收入				24%	37%	47%	51%
扣除外部分成后的 IPTV 结算收入	243	432	748	941	1194	1395	1632
YoY	169%	77%	73%	26%	27%	17%	17%
CNTV 分成				201	350	550	697
CNTV 存量分成比例				20%	20%	20%	20%
CNTV 增量分成比例				5%	15%	20%	20%
CNTV 分成/IPTV 结算收入				16%	18%	21%	21%
地方台分成				98	365	673	1024
地方台存量分成比例				0%	10%	15%	15%
地方台增量分成比例				20%	25%	30%	35%
地方台分成/IPTV 结算收入				8%	19%	26%	31%

资料来源: 公司公告、高华证券研究预测

重申买入评级

我们略微下调 2012—14 年每股收益 0—5% 至 0.48/0.65/0.89 元，同比增速分别达到 52%/34%/36%。仍然采用 PEG 方法（倍数 1.16 倍不变），基于未来两年净利润复合增速（35%）的提升，将 12 个月从 18.73 元提高 6% 到 19.77 元。

我们认为公司在 IPTV 业务上中短期内仍将保持快速增长，互联网电视则将在未来两年迎来用户数和收入的爆发式增长，从而成为公司长期成长的巨大驱动力。基于对公司在电视新媒体产业的长期前景的看好，我们重申买入评级。

图表3：百视通盈利预测汇总

单位，百万元	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	589.1	684.5	934.8	1,335.5	2,070.2	3,104.6	4,394.4
同比增长		16%	37%	43%	55%	50%	42%
百视通技术	262	351	521	891	1594	2590	3839
文广科技	235	234	283	274	296	320	346
广电制作	92	99	131	167	180	194	210
营业成本	352.0	373.7	465.7	671.9	1,088.7	1,753.4	2,556.8
百视通技术	97	115	162	331	735	1371	2144
文广科技	187	186	217	218	228	246	266
广电制作	68	72	87	123	126	136	147
毛利	237	311	469	664	981	1351	1838
毛利率	40.2%	45.4%	50.2%	49.7%	47.4%	43.5%	41.8%
营业税金及附加	20.0	27.5	35.5	49.5	80.6	124.7	179.9
占营业收入比重	3.4%	4.0%	3.8%	3.7%	3.9%	4.0%	4.1%
销售费用	70.0	66.7	74.5	81.3	102.7	131.6	168.6
占营业收入比重	11.9%	9.7%	8.0%	6.1%	5.0%	4.2%	3.8%
管理费用	84.0	102.6	168.6	164.8	241.3	332.9	431.9
占营业收入比重	14.3%	15.0%	18.0%	12.3%	11.7%	10.7%	9.8%
财务费用	-5	-6	(3.5)	-8	-17	-18	-23
投资净收益	31	65	78	58	45	52	59
加：营业外收入	4	5	14	11	11	11	11
减：营业外支出	1	0	6	-2	-1	-1	-1
利润总额	100	184	275	408	628	842	1149
减：所得税	8	5	12	55	85	114	157
净利润	91	180	263	353	543	728	992
减：少数股东损益	8	0	5	4	4	4	4
归属于母公司所有者的净利润	83	179	258	355	539	724	988
同比增长		116%	44%	38%	52%	34%	36%
总股本				1114	1114	1114	1114
基本每股收益				0.39	0.48	0.65	0.89
归属于母公司净利润构成	83	179	258	355	539	724	988
百视通技术	39	109	151	267	436	600	842
文广科技	14	0	21	14	16	18	19
广电制作	8	11	19	19	22	24	25
上海信投投资	11	63	67	43	45	52	59
其他	10	-3	0	12	20	31	42

资料来源：公司公告、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: 百视通 (Rmb13.88)

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。

高盛高华为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提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空头或多头寸，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。