



# 公司最新消息

## 省广股份 (002400.SZ)

买入

证券研究报告

### 协同效应显著，并购整合活跃，重申买入

#### 最新事件

我们近期拜访了省广股份管理层。本次交流支持了我们对省广股份仍有望保持强劲内生增长，同时继续推进外延扩张战略的观点。我们微调盈利预测并重申买入评级，最新12个月目标价格人民币44.65元。

#### 潜在影响

会议要点如下：（1）品牌管理业务未来将以内生增长为主导，以客户结构优化为主要发展策略。

（2）管理层正试图进一步平衡媒介代理业务收入跟利润率增长的关系。我们认为，通过平衡两者关系，媒介代理业务的毛利率增速会放缓，但是收入增速可能会上升。

（3）收购兼并较为顺利，协同效应显现。各个公司之间通过交叉销售等方式加强了协同效应。

（4）管理层认为公司最近宣布的收购雅润文化议案将巩固省广股份的媒体购买业务，并使两家企业共享客户和资本，从而为客户提供更全面的服

务。公司仍将继续执行“通过横向扩充盈利模式，纵向拓展产业链，打造一流广告集团”的战略。管理层预计2014年潜在并购将重点考虑数字营销等相对薄弱领域。

#### 估值

我们小幅下调2013—16年EPS预测3%-6%，主要反映公司媒介代理毛利率提升速度的放缓。同时我们将PEG目标倍数调高至1.35倍（原先1.25倍），主要反映收购雅润文化对公司的积极影响。因此将基于PEG的12个月目标价格上调1%至44.65元。

#### 主要风险

并购执行与经济下行对广告业务增长造成压力。

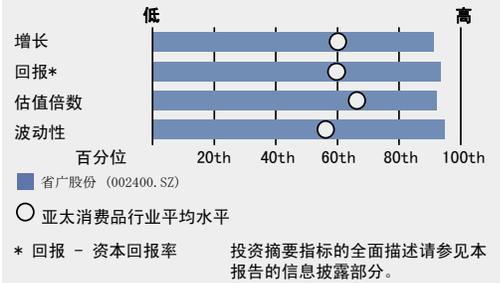
#### 所属投资名单

亚太买入名单

#### 行业评级：中性

廖绪发, CFA 执业证书编号: S1420510120006  
+86(21)2401-8902 xufu.liao@ghst.cn 北京高华证券有限责任公司  
刘智景 执业证书编号: S1420511070001  
+86(21)2401-8943 zhiqing.liu@ghst.cn 北京高华证券有限责任公司  
方竹静 执业证书编号: S1420513070001  
+86(21)2401-8949 zhuojing.fang@ghst.cn 北京高华证券有限责任公司

#### 投资摘要



主要数据	当前
股价 (Rmb)	35.61
12个月目标价格 (Rmb)	44.65
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	13,727.6 / 2,252.9
外资持股比例 (%)	--

	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
每股盈利 (Rmb) 新	0.47	0.73	1.02	1.37
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	(2.9)	(5.4)	(5.8)
每股盈利增长 (%)	82.7	56.5	39.5	33.9
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.47	0.73	1.02	1.37
市盈率 (X)	20.7	48.5	34.8	26.0
市净率 (X)	3.0	9.4	8.1	6.8
EV/EBITDA (X)	12.3	28.3	20.6	15.7
股息收益率 (%)	0.0	0.5	1.2	1.5
净资产回报率 (%)	15.4	20.8	24.9	28.4
CROCI (%)	33.6	40.7	42.7	44.9

#### 股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	(6.2)	23.9	259.7
相对于上证A股指数	(11.4)	29.7	218.2

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为11/29/2013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)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	资产负债表(Rmb mn)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
主营业务收入	4,626.6	5,538.6	6,762.3	8,070.4	现金及等价物	754.3	851.7	947.8	1,092.6
主营业务成本	(3,895.1)	(4,510.1)	(5,370.2)	(6,322.3)	应收账款	1,517.1	1,816.2	2,217.4	2,646.4
销售、一般及管理费用	(474.8)	(582.6)	(771.1)	(928.4)	存货	1.6	1.6	1.7	1.8
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	19.1	2.0	2.0	2.0
其它营业收入/(支出)	(9.8)	0.0	0.0	0.0	<b>流动资产</b>	<b>2,292.1</b>	<b>2,671.5</b>	<b>3,169.0</b>	<b>3,742.9</b>
<b>EBITDA</b>	<b>256.7</b>	<b>462.5</b>	<b>635.3</b>	<b>832.7</b>	固定资产净额	36.0	41.3	48.0	55.9
折旧和摊销	(9.6)	(16.7)	(14.3)	(13.1)	无形资产净额	260.4	313.5	378.2	455.1
<b>EBIT</b>	<b>247.0</b>	<b>445.8</b>	<b>621.0</b>	<b>819.6</b>	长期投资	41.7	147.8	254.0	360.2
利息收入	18.1	7.5	8.5	9.5	其它长期资产	11.0	(8.7)	(26.7)	(43.9)
财务费用	(1.1)	(1.4)	(1.4)	(1.5)	<b>资产合计</b>	<b>2,641.2</b>	<b>3,165.5</b>	<b>3,822.5</b>	<b>4,570.1</b>
联营公司	12.0	6.2	6.2	6.2	应付账款	1,106.2	1,280.9	1,525.1	1,795.6
其它	1.6	0.0	0.0	0.0	短期贷款	19.3	19.3	19.3	19.3
<b>税前利润</b>	<b>277.6</b>	<b>458.1</b>	<b>634.3</b>	<b>833.8</b>	其它流动负债	0.0	70.8	158.0	211.5
所得税	(64.1)	(108.5)	(150.7)	(198.6)	<b>流动负债</b>	<b>1,125.5</b>	<b>1,371.0</b>	<b>1,702.4</b>	<b>2,026.4</b>
少数股东损益	(32.6)	(66.5)	(88.6)	(106.3)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>优先股股息前净利润</b>	<b>180.9</b>	<b>283.2</b>	<b>394.9</b>	<b>528.8</b>	其它长期负债	116.5	116.5	116.5	116.5
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	116.5	116.5	116.5	116.5
<b>非经常性项目前净利润</b>	<b>180.9</b>	<b>283.2</b>	<b>394.9</b>	<b>528.8</b>	<b>负债合计</b>	<b>1,242.0</b>	<b>1,487.4</b>	<b>1,818.9</b>	<b>2,142.8</b>
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>优先股</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>净利润</b>	<b>180.9</b>	<b>283.2</b>	<b>394.9</b>	<b>528.8</b>	<b>普通股权益</b>	<b>1,254.9</b>	<b>1,467.3</b>	<b>1,704.3</b>	<b>2,021.6</b>
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.47	0.73	1.02	1.37	少数股东权益	144.3	210.8	299.4	405.7
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.47	0.73	1.02	1.37	<b>负债及股东权益合计</b>	<b>2,641.2</b>	<b>3,165.5</b>	<b>3,822.5</b>	<b>4,570.1</b>
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.47	0.73	1.02	1.37	<b>每股净资产(Rmb)</b>	<b>3.26</b>	<b>3.81</b>	<b>4.42</b>	<b>5.24</b>
每股股息(Rmb)	0.00	0.18	0.41	0.55	<b>比率</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>
股息支付率(%)	0.0	25.0	40.0	40.0	CROCI (%)	33.6	40.7	42.7	44.9
自由现金流收益率(%)	0.8	1.4	1.9	2.9	净资产回报率(%)	15.4	20.8	24.9	28.4
<b>增长率和利润率(%)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	总资产回报率(%)	7.7	9.8	11.3	12.6
主营业务收入增长率	24.5	19.7	22.1	19.3	平均运用资本回报率(%)	39.7	45.7	49.8	51.8
EBITDA增长率	102.6	80.2	37.4	31.1	存货周转天数	0.1	0.1	0.1	0.1
EBIT增长率	103.7	80.5	39.3	32.0	应收账款周转天数	102.2	109.8	108.9	110.0
净利润增长率	82.7	56.5	39.5	33.9	应付账款周转天数	91.4	96.6	95.4	95.9
每股盈利增长	82.7	56.5	39.5	33.9	净负债/股东权益(%)	(52.5)	(49.6)	(46.3)	(44.2)
毛利率	15.8	18.6	20.6	21.7	EBIT利息保障倍数(X)	NM	NM	NM	NM
EBITDA利润率	5.5	8.4	9.4	10.3	<b>估值</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>
EBIT利润率	5.3	8.0	9.2	10.2	基本市盈率(X)	20.7	48.5	34.8	26.0
<b>现金流量表(Rmb mn)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	市净率(X)	3.0	9.4	8.1	6.8
优先股股息前净利润	180.9	283.2	394.9	528.8	EV/EBITDA(X)	12.3	28.3	20.6	15.7
折旧及摊销	9.6	16.7	14.3	13.1	企业价值/总投资现金(X)	3.9	12.9	10.4	8.3
少数股东权益	32.6	66.5	88.6	106.3	股息收益率(%)	0.0	0.5	1.2	1.5
运营资本增减	(171.4)	(124.4)	(157.1)	(158.6)	<b>估值</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>
其它	(4.8)	10.9	(6.2)	(6.2)	基本市盈率(X)	20.7	48.5	34.8	26.0
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>47.0</b>	<b>252.8</b>	<b>334.5</b>	<b>483.5</b>	市净率(X)	3.0	9.4	8.1	6.8
资本开支	(15.1)	(55.4)	(67.6)	(80.7)	EV/EBITDA(X)	12.3	28.3	20.6	15.7
收购	(86.4)	0.0	0.0	0.0	企业价值/总投资现金(X)	3.9	12.9	10.4	8.3
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0	股息收益率(%)	0.0	0.5	1.2	1.5
其它	2.8	(100.0)	(100.0)	(100.0)	<b>估值</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(98.7)</b>	<b>(155.4)</b>	<b>(167.6)</b>	<b>(180.7)</b>	基本市盈率(X)	20.7	48.5	34.8	26.0
支付股息的现金(普通股和优先股)	(29.7)	0.0	(70.8)	(158.0)	市净率(X)	3.0	9.4	8.1	6.8
借款增减	16.1	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA(X)	12.3	28.3	20.6	15.7
普通股发行(回购)	0.5	0.0	0.0	0.0	企业价值/总投资现金(X)	3.9	12.9	10.4	8.3
其它	(6.9)	0.0	0.0	0.0	股息收益率(%)	0.0	0.5	1.2	1.5
<b>筹资活动产生的现金流</b>	<b>(20.0)</b>	<b>0.0</b>	<b>(70.8)</b>	<b>(158.0)</b>	<b>估值</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>
<b>总现金流</b>	<b>(71.7)</b>	<b>97.4</b>	<b>96.1</b>	<b>144.8</b>	基本市盈率(X)	20.7	48.5	34.8	26.0
					市净率(X)	3.0	9.4	8.1	6.8
					EV/EBITDA(X)	12.3	28.3	20.6	15.7
					企业价值/总投资现金(X)	3.9	12.9	10.4	8.3
					股息收益率(%)	0.0	0.5	1.2	1.5

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

## 对此报告有贡献的分析师

廖绪发, CFA  
xufa.liao@ghsl.cn

刘智景  
zhijing.liu@ghsl.cn

方竹静  
zhujing.fang@ghsl.cn

# 要点

**(1) 品牌管理业务未来将以内生增长为主导，以客户结构优化为主要发展策略。**省广股份目前客户规模在 100 家上下，其中长期服务（3 年以上）的客户占比在 60%以上，客户数量每年小幅增加。客户结构中以通信、快消、金融、汽车、大健康为主。通过优化客户结构，单个客户的年收入有望保持 20%左右的稳定增速。公司品牌管理业务对于其他业务拉动明显，目前品牌管理与媒介代理客户的重叠比例大致在 30—40%之间。

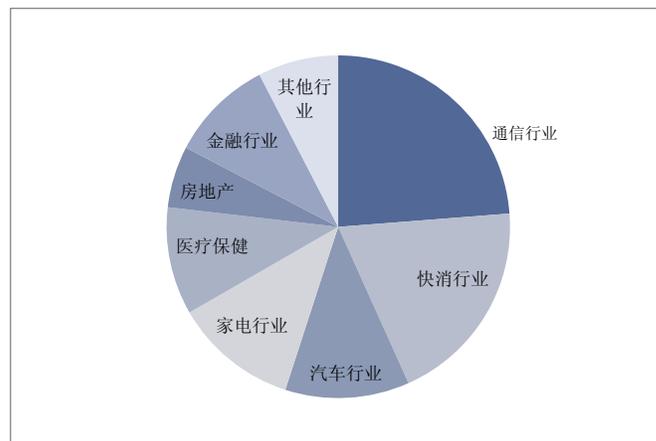
**图表1: 品牌管理业务增幅**

百万元人民币

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
品牌管理业务收入	133	160	179	205	246	295	355	425
同比增长率	2%	20%	12%	15%	20%	20%	20%	20%
品牌管理客户数量	80	100	112	105				
平均每个客户收入	1.7	1.6	1.6	2.0				
营业成本	23	31	33	34	34	38	43	47
毛利润	110	129	146	171	212	257	312	379
毛利率	82%	81%	81%	83%	86%	87%	88%	89%

资料来源：公司数据、高华证券研究

**图表2: 客户结构（2013年预期）**



资料来源：高华证券研究

**(2) 管理层正试图进一步平衡媒介代理业务收入跟利润率增长的关系。**过去三年，媒介代理的毛利率从 4.8%上升到 12%，但是在强调毛利率的同时也导致收入增速放缓。我们认为，媒介代理业务的毛利率增速会放缓，但是收入增速可能会上升。

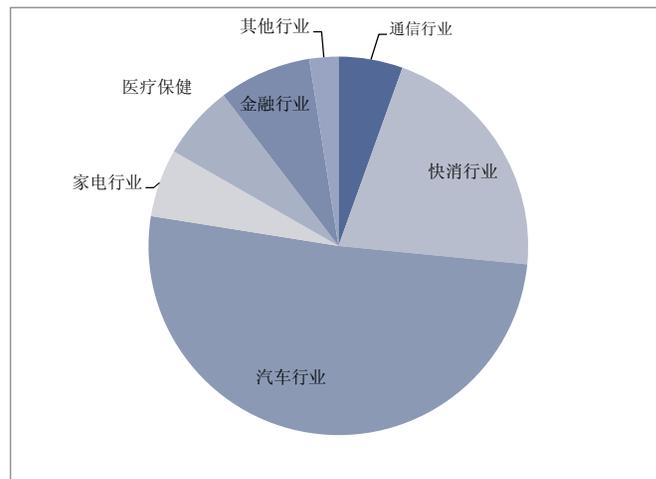
**图表3: 媒介代理业务增幅**

百万元人民币

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015	2016
媒介代理业务收入	1,781	2,758	3,321	3,987	4,747	5,649	6,722	7,999
同比增长率	14%	55%	20%	20%	19%	19%	19%	19%
营业成本	1,697	2,627	3,084	3,596	4,168	4,898	5,761	6,799
毛利润	85	131	238	391	579	751	961	1,200
同比增长率	26%	55%	81%	65%	48%	30%	28%	25%
毛利率	5%	5%	7%	10%	12%	13%	14%	15%

资料来源：公司数据、高华证券研究

**图表4: 客户结构（2013年预期）**



资料来源：高华证券研究

**(3) 收购兼并较为顺利，协同效应显现。**公司过去三年收购的公司中，除了重庆年度因行业原因业绩低于预期外，其他公司大多数符合或超出预期。同时内部整合顺利；各个公司之间通过交叉销售等方式加强了协同效应。

**图表5: 净利润拆分**

百万元人民币

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
<b>净利润拆分</b>	<b>53</b>	<b>68</b>	<b>99</b>	<b>181</b>	<b>283</b>	<b>395</b>
原有业务利润	53	68	85	150	212	297
收购公司权益净利润			14	31	71	98
广州旗智			5	11	15	23
重庆年度			9	11	13	13
青岛先锋				3	10	13
上海窗之外				6	8	10
合众传播					22	25
上海瑞格					3	15

资料来源：公司数据、高华证券研究

**(4) 管理层认为公司最近宣布的收购雅润文化议案将巩固省广股份的媒体购买业务，并使两家企业共享客户和资本，从而为客户提供更全面的服务。**公司仍将继续执行“通过横向扩充盈利模式，纵向拓展产业链，打造一流广告集团”的战略。管理层预计2014年潜在并购将重点考虑数字营销等相对薄弱领域。

**图表6: 公司并购活动一览**

省广股份上市以来并购投资汇总 (人民币 万元)							
日期	标的公司	主营业务	控股比例	价格	PE	地区	对省广股份的影响
3/8/2011	重庆年度广告	媒介代理	51%	11055	8.9	西南	进入买断式媒体代理领域；扩大媒介投资规模并提升利润率
6/15/2011	广州旗智企业管理咨询	公共关系	51%	955	9.3	华南	外延进入公共关系业务领域
6/24/2012	上海窗之外广告	户外广告	51%	3595	9.1	华东	进入户外广告业务领域，并扩大华东广告市场
6/24/2012	青岛先锋广告	媒介代理	51%	5100	14.5	华北	扩大媒介投资规模和客户基数
11/20/2012	北京合众传播	媒介代理	100%	13400	7.9	华北	扩大媒介投资规模和客户基数
8/22/2013	上海瑞格营销	线下营销	55%	11600	9.2	华东	外延进入线下营销业务领域
11/21/2013	上海雅润文化传播	电视媒介代理	100%	57000	10.0	华东	扩大媒介投资规模和客户基数

资料来源：公司数据、高华证券研究

## 财务概要

图表7: 省广股份财务概要

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	2050	3079	3717	4627	5539	6762	8070	9636
收入增长率	13%	50%	21%	24%	20%	22%	19%	19%
品牌管理	133	160	179	205	246	295	355	425
媒介代理	1781	2758	3321	3987	4747	5649	6722	7999
自有媒体	136	160	183	350	394	465	535	615
公关和其他			33	33	152	353	459	597
营业成本	1808	2766	3267	3895	4510	5370	6322	7469
毛利	243	312	450	732	1028	1392	1748	2168
毛利增长率	8%	29%	44%	63%	41%	35%	26%	24%
毛利率	11.8%	10.1%	12.1%	15.8%	18.6%	20.6%	21.7%	22.5%
品牌管理	82%	81%	81%	83%	86%	87%	88%	89%
媒介代理	5%	5%	7%	10%	12%	13%	14%	15%
自有媒体	36%	32%	26%	34%	38%	39%	39%	40%
公关和其他			60%	59%	58%	58%	58%	58%
营业税金及附加	24	31	49	63	48	65	81	99
% of 营业收入	1.2%	1.0%	1.3%	1.4%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	121	153	218	318	398	522	624	738
% of 营业收入	5.9%	5.0%	5.9%	6.9%	7.2%	7.7%	7.7%	7.7%
管理费用	33	46	63	94	137	184	224	271
% of 营业收入	1.6%	1.5%	1.7%	2.0%	2.5%	2.7%	2.8%	2.8%
财务费用	-1	-6	-19	-17	-6	-7	-8	-9
投资净收益	4	5	11	12	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	<b>71</b>	<b>91</b>	<b>151</b>	<b>278</b>	<b>458</b>	<b>634</b>	<b>834</b>	<b>1075</b>
减: 所得税	17	23	37	64	108	151	199	257
<b>净利润</b>	<b>54</b>	<b>68</b>	<b>115</b>	<b>214</b>	<b>350</b>	<b>484</b>	<b>635</b>	<b>819</b>
减: 少数股东损益	0	0	16	33	66	89	106	128
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>53</b>	<b>68</b>	<b>99</b>	<b>181</b>	<b>283</b>	<b>395</b>	<b>529</b>	<b>691</b>
YoY	16%	27%	46%	83%	57%	39%	34%	31%
原有业务利润	53	68	85	150	212	297		
收购公司权益净利润			14	31	71	98		

资料来源: 公司数据、高华证券研究

# 信息披露附录

## 分析师申明

We, Xufa Liao, CFA, Zhijing Liu and Zhujing Fang, hereby certify that all of the views expressed in this report accurately reflect our personal views about the subject company or companies and its or their securities. We also certify that no part of our compensation was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this report.

## 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。刘智星: 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、博瑞传播、中南传媒、中文传媒、省广股份、奥飞动漫、顺网科技、华谊兄弟、湖北广电、凤凰传媒、乐视网、掌趣科技、广电网络、天威视讯、时代出版、华数传媒、浙报传媒、华策影视。

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

### 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 (Rmb32.05)

### 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中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推荐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 © 2013 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。**