

友好集团 (600778)

塞上有明珠

增持/ 首次评级

股价: RMB11.81

分析师

吴红光
SAC 执业证书编号:S1000207030103
+755-82492069 wuhg@lhqz.com

联系人

耿邦昊
+755-82080081 gengbh@lhqz.com
李珊珊
+755-82364411 liss@lhqz.com

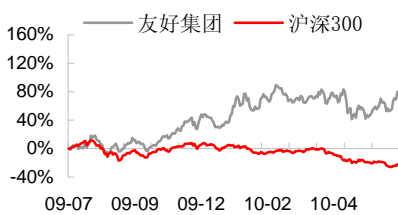
相关研究

基础数据

总股本(百万股)	311
流通 A 股(百万股)	308
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	3635

- “七五”之后新疆区域发展规划的重要性都有了明显提升，新疆开发不仅更符合国家民族安定和社会稳定政策，对疆内资源的充分合理利用也有利于经济的持续发展。我们预计疆内公司有极大可能在近几年内受到实质性政策倾斜和资金支持，进而获得资本市场的追捧。
- 我们看好公司未来发展，不仅在于公司将享受政策红利带来的区内消费快速增长，还在于其现有门店在区域内具备了庞大规模、强大的品牌优势和消费者认同度。管理团队发展战略清晰，将引导公司未来快速发展。
- 美美百货作为公司打造国际品牌聚集平台，引进了包括 LV、Cartier 等 24 个国际一线品牌进驻。虽然背负较重的租金负担，但公司整体影响力得到大幅提升；受益于区域消费高涨和品牌调整得力措施，天山百货和友好商场 1-5 月份收入增速约为 25%和 30%，作为占公司收入约 70%的主力门店，收入快速增长成为今年业绩增长的最大动力。
- 公司骏景家园今年结算，贡献 EPS=0.104 元，汇友地产项目为未来主力房地产项目，保守预计在未来两年内该项目贡献权益净利润约 2.5 亿元。房地产项目的结算将为公司提供充沛的现金流，进而支持公司未来业务扩张。
- 公司冗员负担沉重，人工费用占收入比高达 7.8%，位列 A 股零售公司前列。公司计划通过跨区域、跨业态发展分流冗员，导致费用率下降、盈利提升。
- 综上，我们认为公司未来成长性主要来源于两点：1、培育期百货逐渐成熟，进入利润快速贡献期；2、超市业务扩张带来的冗员分流和费用率持续下降。
- 鉴于汇友地产业绩确认的不确定性，不考虑该项目后我们预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.40 和 0.43 元，其中两年零售主业分别为 0.29 和 0.43 元。考虑到公司基本面良好、未来成长空间广阔、所处区域有极大可能享受实质性的政策倾斜和资金支持，我们认为可以维持对其长期关注，增持！

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2000.0	687.4	2642.9	3142.3
(+/-%)	27.4	28.4	32.1	18.9
归属母公司净利润(百万元)	60.4	26.3	119.1	134.5
(+/-%)	26.1	131.0	106.9	7.4
EPS(元)	0.19	0.08	0.40	0.43
P/E(倍)	60.9	139.7	29.4	27.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

新疆印象：繁荣新章

与大多数远赴新疆的人一样，我们在此次调研之前怀着很忐忑和紧张的心情。这不仅是因为这片土地过于遥远和陌生，更多的在于“七五”事件之后对于疆内是否动荡的担忧。

虽然抵达乌鲁木齐的时间距“七五”一周年并不远，但无论是在大街、商场或是餐厅，除了身边走过荷枪实弹的巡逻军人之外，我们感觉不到一丝紧张的气氛。乌鲁木齐百货门店中熙熙攘攘的客流和旺盛的消费气氛与我们调研的中西部任何一个百货无异，甚至更加火热。

客观的说，无论从政治角度还是经济角度出发，“七五”之后新疆区域发展规划的重要性都有了明显提升，而疆内上市公司则因祸得福，有极大概率在近几年内持续享受政策支持，这也是今年以来新疆板块受到资本市场的热捧的主要原因。

今年5月27日的中央新疆工作座谈会量化了未来新疆发展的目标任务和政策部署，我们摘录在表1当中。

表 1：5 月 27 日中央新疆工作座谈会政策摘录

目标任务	坚持走具有中国特色、符合新疆实际的发展路子，全面推进经济建设、政治建设、文化建设、社会建设以及生态文明建设和党的建设；到 2015 年新疆人均地区生产总值达到全国平均水平，城乡居民收入和人均基本公共服务能力达到西部地区平均水平，基础设施条件明显改善，自我发展能力明显提高，民族团结明显加强，社会稳定明显巩固；到 2020 年促进新疆区域协调发展、人民富裕、生态良好、民族团结、社会稳定、边疆巩固、文明进步，确保实现全面建设小康社会的奋斗目标。
政策支持	在新疆率先进行资源税费改革，将原油、天然气资源税由从量计征改为从价计征；对新疆困难地区符合条件的企业给予企业所得税“两免三减半”优惠；中央投资继续向新疆自治区和兵团倾斜，“十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间增加一倍；鼓励各类银行机构在偏远地区设立服务网点，鼓励股份制商业银行和外资银行到新疆设立分支机构；适当增加建设用地规模和新增建设用地占用未利用地指标；适当放宽在新疆具备资源优势、在本地区和周边地区有市场需求行业的准入限制；逐步放宽天然气利用政策，增加当地利用天然气规模等。

资料来源：华泰联合证券研究所。

安徽作为上一个国家重点支持的省份，其从 04 年起获得了大量的政策资源倾斜，04-08 年固定资产投资增速平均高于全国水平 25% 左右，固定资产的高速发展拉动了 GDP 及社会消费品零售总额的快速增长。而在这期间，安徽板块个股在资本市场也有不俗表现，涌现了如合肥百货、科大讯飞等一系列牛股。

相比安徽省，新疆大开发不仅更符合国家民族安定和社会稳定政策，对疆内资源的充分合理利用也有利于经济的持续发展，因而实质性的政策倾斜和资金支持是大概率事件。

友好集团：塞上明珠

我们看好公司未来发展，主要基于以下三点原因：

- 1、**生逢其时**：享受政策红利带来的区内消费快速增长；
- 2、**家底殷实**：门店布局兼具深度和广度优势，消费者认同度高。
- 3、**管理卓著**：现任管理团队发展战略清晰，兼具门店经营管理和扩张能力；

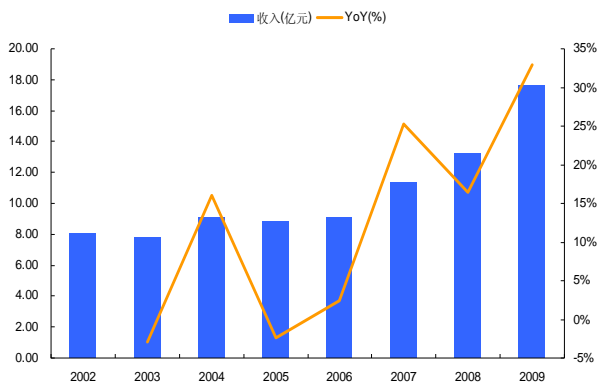
公司未来的成长性主要来源于两点：**1、培育期百货逐渐成熟，进入利润快速贡献期；2、超市业务扩张带来的冗员分流和费用率持续下降。**

战略清晰，扩张有序

2006 年之前，公司的主业较为分散，涵盖了零售、供暖、旅游业、物流配送、生物科技等多个行业。除零售主业以外，许多业务盈利能力差，部分投资产生坏账，不仅拖累了公司整体业绩，还限制了零售主业的发展。

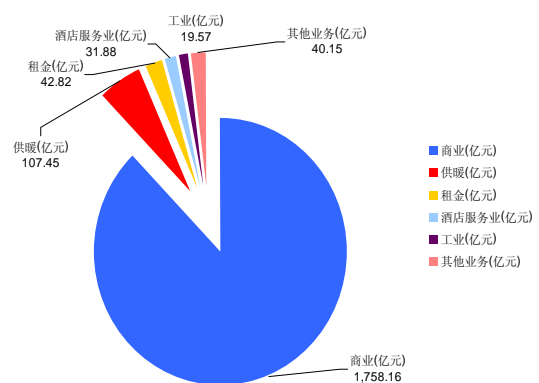
现任管理层在 2006 年 5 月份改选上台后，很快明确了以商业为主、地产为辅，择机退出副业的发展战略。公司很快收缩了非主业的投资，并于 07-09 年三年间每年新开一家百货门店，一举从竞争对手中脱颖而出，成为区域百货龙头。

图 1：友好集团零售主业收入状况



资料来源：华泰联合证券研究所

图 2：截止 2009 年底友好集团收入结构



资料来源：华泰联合证券研究所

表 2：友好集团现有百货门店简介

百货门店	股权比例	建筑面积	物业情况	经营情况&定位	开业时间
友好商场	100%	2.6+0.5	自有，其中 2010 年 5 月收购相邻佳雨大厦 2-5 层共 5500 平方米物业部分计划于 2010 年 9 月开业	中档定位，主力店之一	1958
天山百货	100%	3.5	自有	中高档定位，主力店之一	1994
天百名品	100%	2.0	租赁新疆国有资产经营管理公司物业	托管门店，公司输出管理	1998
友好百盛	49%	4.0	自有	由百盛集团管理，公司收取租金和利润分成	2002
库尔勒天百	51%	6.7	租赁物业，租金为 50 万/年	当地中高档百货	2007
独山子天百	100%	1.3	自有	当地中高档百货	2008
美美百货	100%	4.0	租赁物业，2010-2011 年租金 3200/4000 万元	高端奢侈品百货	2009

资料来源：华泰联合证券研究所

优势区位，高端品牌

公司三家百货主力门店（天山百货、友好商场和美美百货）收入占公司零售主业收入逾 80%，无论是从直观的逛店感受、具体的经营状况等多方面衡量，公司在百货经营、品牌引进都具备了较高的水准，公司作为新疆百货区域龙头的地位难以撼动。

占据核心商圈优势地段

乌鲁木齐市共有中山路和友好两个主力商圈，由于国企的先天优势，公司在这两个商圈的核心地段都拥有成熟门店，这对其他进入者构成了进入壁垒。从我们调研的其他门店如王府井、世纪金花和丹璐等来看，由于没有占据有利区位，这些百货的客流明显少于公司门店，因而其规模和经营状况也较差。

图 3：乌鲁木齐主要商圈及友好门店布点分布



资料来源：华泰联合证券研究所

引进高端品牌，锁定高端客户

公司虽然采取总部招商、集团配置品牌的管理策略，但各个百货的错层定位较好，从奢侈品百货、高端时尚百货、大众百货到折扣百货一应俱全，覆盖了各个收入水平的消费群体，目前公司 VIP 卡客户占比已经超过 40%（部分门店达到 60%），消费粘性极强。

2009 年 4 月公司通过与华铨集团合作开设了美美百货，并成功引进了包括 LV、Cartier 等 24 个国际一线品牌之后，公司的品牌知名度骤升，集团招商能力也大为加强；除美美百货内的一系列品牌之外，诸如迪奥、兰蔻、纪梵希、雅诗兰黛等化妆品品牌独家进驻天山百货，提升了公司门店整体品牌定位，进一步拉大了与竞争对手的差距。

公司重点门店分析

美美百货，占领奢侈品百货的制高点

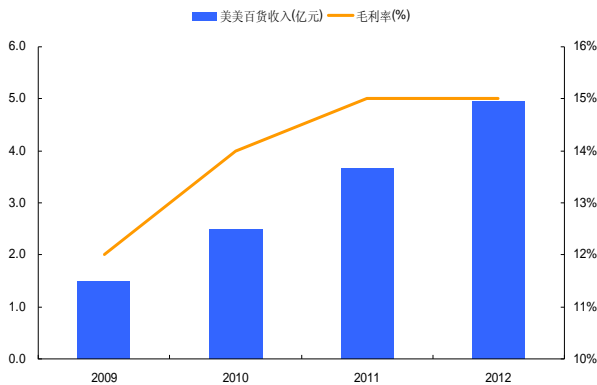
虽然从收入规模和盈利状况来衡量，美美百货都不是公司最好的门店，但其在品牌的奢化度以及乌市百货行业中巨大的影响力却是首屈一指。

在美美百货开业前，由于国际一线品牌对于国企的不信任以及乌市发展情况的局限性，想引进 LV、Cartier 等国际一线品牌是很困难的，因此公司通过与香港华铨集团合作的方式，由华铨集团引进品牌，公司负责与品牌的合作。

由于该物业的出租方当初动用个人关系引进了部分国际品牌（LV 到目前为止也是与物业出租方签约，其收入并不计入美美门店），因此门店租金较贵，09-11 年租金分别为 2000、3200 和 4000 万元，11 年之后如果销售收入超过 4.5 亿元，超过部分的 6% 将计入增量租金。

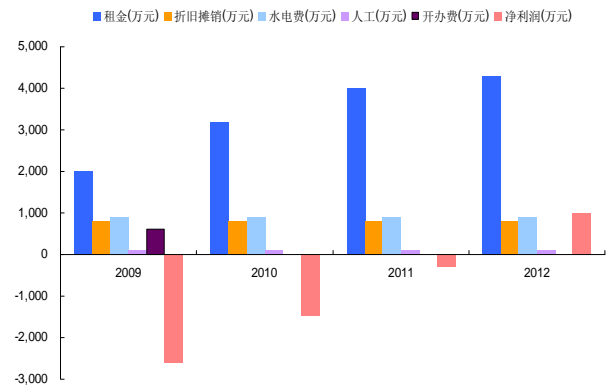
2009 年 3 月底开业后美美百货收入约 1.5 亿元，我们预计今年上半年该店收入达到 1.24 亿元，预计全年销售在 2.5 亿元左右。由于国际品牌扣点率较低，因此门店毛利率在 13% 左右。考虑到租金压力较重，该店未来更多的是公司在乌市品牌影响力的战略布局，但利润贡献较少，预计 10 年仍有 1500 万元亏损，11 年略亏，12 年开始盈利。

图 4：2009-2012 美美百货收入及毛利率预测



资料来源：华泰联合证券研究所

图 5：2009-2012 美美百货费用分析及净利润预测



资料来源：华泰联合证券研究所

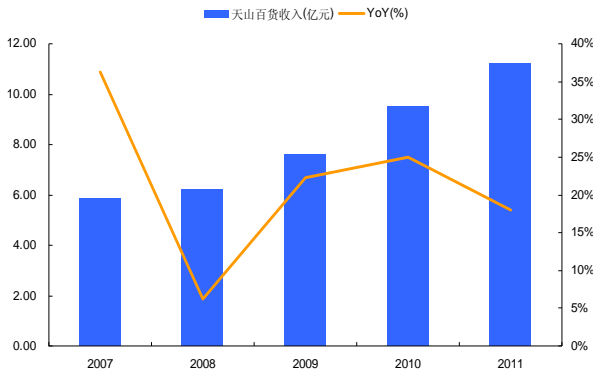
天山百货，成熟高档精品百货

天山百货始建于 1957 年，在 1992 年 7 月进行改扩建后，于 1994 年开业经营，目前建筑面积约 3.5 万平方米，其中地下 1F 超市面积约 5000 平。

在美美百货开业之前天山百货是乌鲁木齐定位最高档的精品百货店，直到目前该店仍是乌鲁木齐单体百货销售第一名。2008 年公司引进了化妆品国际一线品牌如迪奥、兰蔻、纪梵希、雅诗兰黛、娇兰等（迪奥、兰蔻等均为乌市独家进驻品牌），并加强了少少女装的品牌引进，形成与美美百货的错位经营。目前该店 VIP 卡客户消费占比已经达到 60%，消费者忠诚度很高。

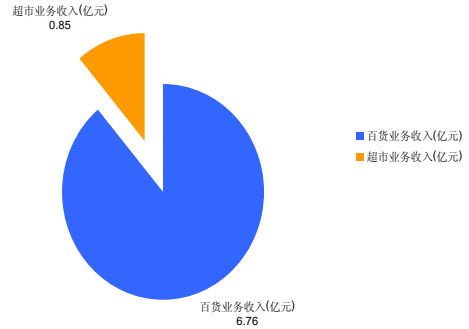
2009 年该店全年实现销售收入 7.6 亿元，今年 1-5 月份门店收入增长 25%，门店综合毛利率在 20%左右（百货毛利 22%、超市毛利 13%）。我们预计该店未来保持较快增长，但考虑到基数较大，收入增速将逐渐趋缓。

图 6：2007-2011 天山百货收入预测



资料来源：华泰联合证券研究所

图 7：2009 天山百货收入构成



资料来源：华泰联合证券研究所

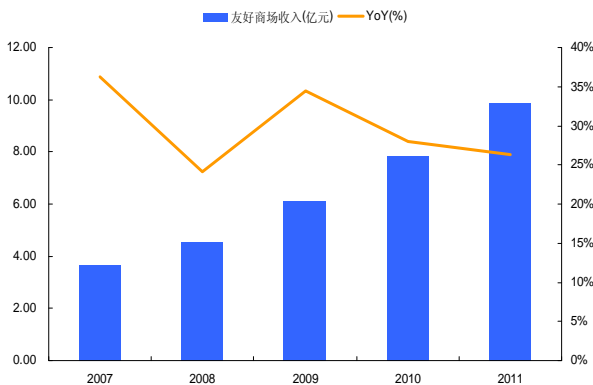
友好百货，客流旺盛的大众百货

友好百货建于 1958 年，是乌鲁木齐最早的百货门店之一，位于友好商圈的核心地段。目前该店建筑面积约 2.6 万平方米，其中地下 1 层超市约 7000 平方米。

由于建店时间早，消费者认同度高，该店的人流量非常旺盛，2008 年底公司尝试将 1F 地下停车场改建为超市并大获成功，目前仅该超市收入就达到近 2 亿元。今年 5 月份公司公告以 16200 元/平的单价收购与门店紧邻的佳雨大厦 2-4 层约 5000 平方米物业，目前该部分物业正在装修过程中，预计今年 9 月份与老门店联通开业。

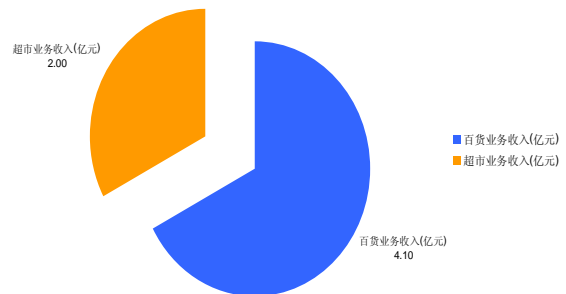
2009 年门店收入约 6.1 亿元，毛利率在 20%-21%左右，今年 1-5 月份该店收入增速在 30%左右，毛利率持平。我们预计全年老店部分收入增长在 25%左右，新增部分面积仍会有一些时间培育期，预计 10、11 年该部分平销分别为 0.5、1.5 万元。

图 8：2007-2011 友好商场收入预测



资料来源：华泰联合证券研究所

图 9：2009 友好商场收入构成



资料来源：华泰联合证券研究所

友好百盛&天百名品，收租分成与管理出租

友好百盛 2002 年开业，建筑面积 4 万平方米，公司持有 49% 股权及物业所有权，百盛商业持有 51% 股权，全权负责该店的经营。公司 02 年与百盛签订了 10 年的租约合同，每年从该店收取租金 2500 万元，并通过投资收益分享门店净利润的 49%。2009 年友好百盛实现销售收入 5.8 亿元，为乌鲁木齐第三大单体百货。

天百名品为乌鲁木齐国资公司的资产，但目前由公司托管并全权经营，2009 年该店收入约为 8000 万元，考虑到该店 98 年开业后持续多年亏损（目前已经扭亏），因此公司一直未收取托管费，但未来不排除收取一定托管费的可能。

外埠门店库尔勒&独山子，低成本、盈利易

库尔勒天百和独山子金盛百货均为公司 07、08 年新一届领导班子上任后对外扩张的布点。库尔勒作为南疆的石油重镇，目前人口达到 40 万，是除乌鲁木齐以外人口规模较大的地市之一。而独山子作为石化新城，也以石油工业为主，是国外管道输出枢纽，人均收入水平较高，消费能力较强。

库尔勒天百建筑面积近 7 万平方米，1-2 层层经营商业，3-4 层餐饮，-1 层为停车场及一个小超市，库尔勒天百 08、09 年营业收入分别为 4800、8000 万，其中 09 年亏损约 400 万元。由于当初进驻时开发商给予的租金极其优惠（50 万元/年），因此该店盈亏平衡收入仅为 1.2 亿元。今年 1-5 月份库尔勒天百收入增速超过 70%，且已经实现逐月盈利，我们预计全年如果没有较大资本开支，该店将实现约 100 万元的盈利。

独山子金盛百货为公司 08 年以 5000 元/平方米单价收购的物业，09 年该店销售收入达到 5000 万元，微亏 400 万元，今年 1-5 月份该店收入增长同样超过 70%，预计全年保持微亏状态，2011 年即可实现微利。

房地产业务，锦上添花

公司目前的房地产业务包括已经基本预售完毕的骏景家园和储备的汇友地产项目两个。

骏景家园项目建筑面积共 5 万平方米，其中 80-90% 已经预售完毕，销售均价在 4700 元/平左右。报表预收账款当中约 1.8 亿是骏景家园的预售款，我们预计今年这部分预售款将在年内确认收入。由于拿地成本当时不低，我们测算该项目净利润率在 18% 左右，贡献净利润约 3240 万元。

汇友项目是公司去年公告项目，公司计划出资 5.82 亿元收购一运司共 49.9 万平方米（748.63 亩）作为商业项目开发的土地储备。目前公司已支付处置资产费用 5500 万元、土地出让金约 16830 万元。

由于此项目投资巨大，开发周期较长，公司与广汇地产各出资 2 亿元成立项目公司，公司已经支出的两笔费用 2.23 亿元将由汇友地产取得售房款时返还给公司。

我们预计汇友地产项目最快能在明年开始部分销售，按目前的市场情况预计销售均价为 4500 元/平，则此项目整体贡献净利润在 2.5 亿元左右，最终业绩释放确认取决于公司对项目确认的进度。

表 3: 汇友地产项目销售预测

	预测数据	备注
销售均价	4500 元/平方米	参照乌鲁木齐当前销售情况
楼面价	1160 元/平方米	拿地总成本 5.82 亿元, 拿地总面积 49.9 万平
建安成本	1500 元/平方米	
其他费用	500 元/平方米	
平米利润	1340 元/平方米	
净利润	5.01 亿元	
权益净利润	2.51 亿元	

资料来源: 华泰联合证券研究所

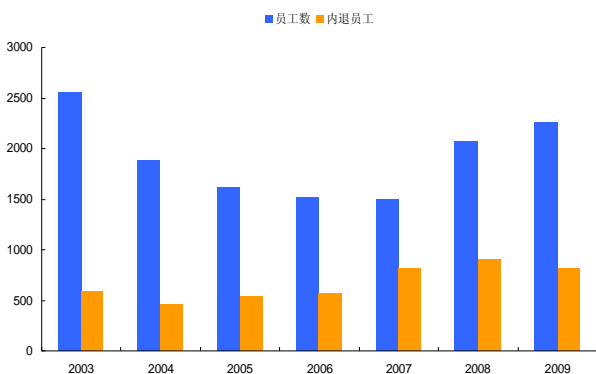
分流冗员, 积极扩张

公司 2007 年开始异地扩张百货、2008 年打造友好超市品牌, 进军超市业态均获得了成功, 我们总结有三点原因:

- 1、公司自身百货经营能力较好, 在疆内的品牌影响力较强, 因此扩张时与供应商、物业开发商等谈判溢价能力强;
- 2、新疆目前的收入水平下超市业态处于蓬勃发展期, 公司抓住时机拓展超市业务实现较好回报;
- 3、公司由于国企背景背负了沉重的冗员负担, 通过跨区域、跨业态发展可以分流部分员工, 因此实际上费用支出没有增加、费用率下降。

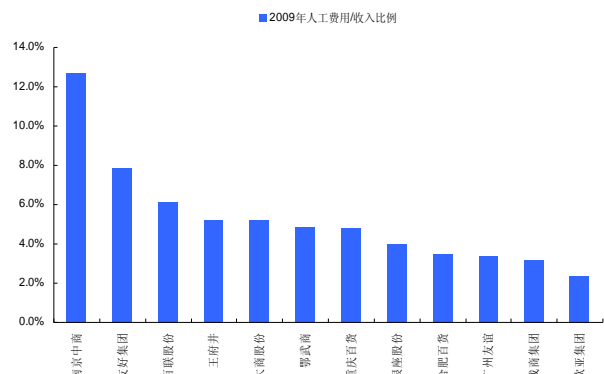
目前公司总员工数 2264 人, 其中公司需承担内退员工工资的人数就达到 820, 与 A 股其他零售公司相比, 公司 2009 年人工费用占收入比例高达 7.8%, 仅次于南京中商 (南京中商 2009 年由于裁员导致额外费用补偿, 此前年份人工费用占比约在 6.5%左右), 冗员状况极其严重, 这也是为什么公司急于通过零售业务扩张实现冗员分流的主要原因。

图 10: 2003-2009 友好集团员工数



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 11: 截止 2009 年底 A 股零售公司人工费用占收入比



资料来源: 华泰联合证券研究所

公司已经制定了未来几年内较为明确的零售业务扩张计划，其中**超市业务扩张比较明确**，预计一年新开 10 家左右超市（其中 2-3 家为 5000-10000 平的大卖场，剩余的主要是便利店），计划 3 年内超市业务占据乌鲁木齐的半壁江山；而对于百货业态的扩张，除了公司已经公告的伊犁项目，未来百货扩张将更多择机而动、以项目是否合适决定。

超市业务扩张前景看好

从 08-09 年公司超市经营情况来看，一方面由于超市业态在乌鲁木齐正处于“开一个赚一个”的蓬勃发展期，另一方面由于公司集中采购、尝试自营等措施见效，在基数较低的情况下，超市业务发展极为顺利。

我们预计在近一两年内，得益于对超市业态的追捧、相对较弱的竞争以及冗员分流导致的费用率下降，公司如能把握时机快速展店，则超市业务为公司提供新的利润增长点是可以期待的。

当然从更长的周期来看，超市业务的发展还需要对应的物流配送体系、信息系统等后台体系的搭建完成，这将成为公司能否实现百货超市两翼齐飞的关键点。

百货业务扩张短期利润贡献不大

公司近期公告，拟以 2.56 亿元投资购买铜锣湾项目 B 区商业房地产地下 1 层至地上 5 层总计 17.7 万平方米的商业用房，以建造伊犁友好百货。我们预计伊犁友好百货最快于明年年中开业，培育期约为三年。

表 4：伊犁友好百货项目收入及净利润预测

	第一年	第二年	第三年	第四年
收入(亿元)	2.0	2.6	4.1	4.9
净利润(万元)	-2359.1	-1558.8	-588.8	239.6

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

盈利预测
资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1,171	1,098	1,342	1,741
现金	504	529	628	838
应收账款	59	63	77	106
其它应收款	51	70	118	147
预付账款	89	104	124	132
存货	447	311	373	497
其他	21	21	21	21
非流动资产	1,223	1,441	1,578	1,657
长期投资	58	58	58	58
固定资产	611	783	857	920
无形资产	114	167	218	227
其他	439	432	446	451
资产总计	2,394	2,538	2,920	3,399
流动负债	1,339	1,364	1,611	1,905
短期借款	228	483	567	515
应付账款	239	290	348	431
其他	872	591	696	959
非流动负债	37	37	37	37
长期借款	8	8	8	8
其他	28	28	28	28
负债合计	1,376	1,401	1,648	1,941
少数股东权益	81	75	75	84
股本	311	311	311	311
资本公积	486	486	486	486
留存收益	141	266	400	576
归属母公司股东权:	1,018	1,137	1,272	1,457
负债和股东权益	2,394	2,538	2,920	3,399

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	352	85	274	473
净利润	60	125	134	176
折旧摊销	60	125	134	176
财务费用	16	12	20	18
投资损失	(17)	(26)	(32)	(38)
营运资金变动	(200)	(131)	(2)	125
其它	432	(19)	19	16
投资活动现金流	(114)	(304)	(238)	(192)
资本支出	(137)	(330)	(270)	(230)
长期投资减少	0	0	0	0
其他	(251)	(634)	(508)	(422)
筹资活动现金流	(31)	243	64	(71)
短期借款增加	0	255	85	(53)
长期借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	(31)	(12)	(20)	(18)
现金净增加额	207	25	100	210

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,000	2,643	3,142	4,192
营业成本	1,587	2,073	2,487	3,312
营业税金及附加	27	35	42	56
营业费用	105	128	111	146
管理费用	222	269	321	428
财务费用	17	12	20	18
资产减值损失	4	(1)	20	32
公允价值变动收益	8	0	0	0
投资净收益	17	26	32	38
营业利润	55	153	172	237
营业外收入	11	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	70	153	172	237
所得税	15	34	38	52
净利润	46	119	134	185
少数股东损益	(6)	(6)	0	9
归属于母公司净利润	60	125	134	176
EBITDA	188	289	330	397
EPS (元)	0.19	0.40	0.43	0.56

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	27%	32%	19%	33%
营业利润	-16%	176%	13%	38%
净利润	26%	107%	7%	31%
获利能力				
毛利率	21%	22%	21%	21%
净利率	3%	5%	4%	4%
ROE	6%	12%	11%	13%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	57%	55%	56%	57%
净负债比率				
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	9.0	10.9	11.2	11.5
应付账款周转率	1.8	2.0	1.9	2.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.4	0.4	0.6
每股经营现金流	1.1	0.3	0.9	1.5
每股净资产	3.0	3.4	3.8	4.4
估值比率				
P/E	61	29	27	21
P/B	4	3	3	3
EV/EBITDA	25	16	14	12

资料来源: 华泰联合证券研究

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com