

歌华有线

600037

增持/ 首次评级

股 价	2009/12/16
RMB14.68	

基础数据

总股本（百万股）	1060
流通 A 股（百万股）	1060
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）	15566

财务数据

市净率 (X)	3.55
TRACING P/E (X)*	49.41
EPS (元)	0.23
股息率 (%)	1.02

*最近四季盈利计算。

相关研究

《NGB 推动有线网络行业进入成长期》

分 析 师
 龚浩
 021-50106003
 gonghao@lhqz.com

刘佳宁
 0755-82492212
 liujn@lhqz.com

三驾马车驱动公司未来成长

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1359.8	1043.8	1483.5	1918.4	2475.9
(+/-%)	14.8	10.9	9.1	29.3	29.1
归属母公司净利润(百万元)	328.9	246.6	354.7	538.1	772.5
(+/-%)	-10.4	-5.3	7.9	51.7	43.6
EPS(元)	0.31	0.23	0.33	0.51	0.73
P/E(倍)	47.3	63.1	37.7	28.8	20.1

■ 国家发改委即将出台的《有线电视收视维护费定价成本监审办法》将为北京有线电视基本收视维护费 2010 年的成本和价格重新核算扫清道路。目前全国基本收视费平均 24 元，北京仅 18 元，我们预计北京基本收视费合理成本加合理利润应为 28 元。

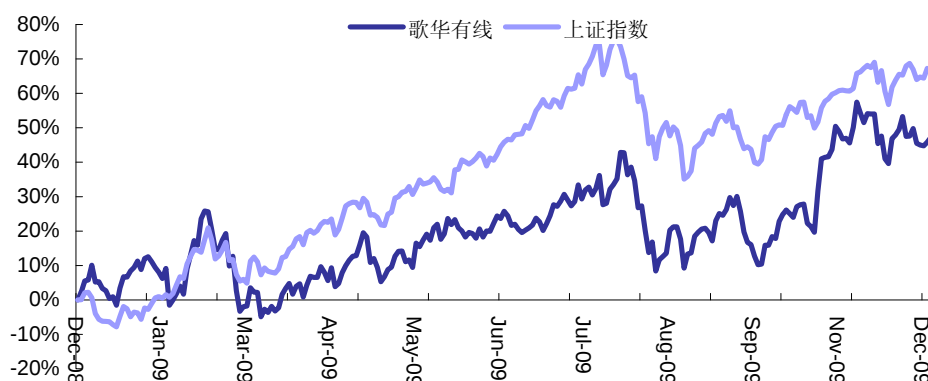
■ 有线电视传输兼具经营性与公益性，在收视价格低于收视成本的情况下，预计政府将为不足部分提供社会公益性补贴。

■ 歌华有线推出“高清+交互”的业务战略，利用免费高清电视推出机遇，大力推进付费交互业务的普及，公司从 2009 年 9 月至今已发展 7.2 万高清交互用户，并计划于 2010 年、2011 年各发展 130 万户。预计公司未来交互业务将保持年均 40% 的增长率。

■ 公司在派送高清交互机顶盒的同时完成了高 ARPU 宽带接入业务开展的必备硬件条件，未来可与中国联通竞争北京宽带接入市场。保守估计公司可在高清交互用户当中发展 5% 成为宽带接入用户。

■ 预计 2009、2010 和 2011 年歌华有线的收入分别为 15.8、19.2 和 24.8 亿元，净利润分别为 3.5、5.4 和 7.7 亿元，每股收益分别为 0.33、0.51 和 0.73 元。DCF 估值结果为每股内在价值为 17.96 元，相当于 09 年 54.4 倍市盈率。首次评级为“增持”。

最近 52 周股价表现



北京地区有线网络运营商

歌华有线是服务于北京地区的有线广播电视网络运营商，负责有线网络的建设开发、经营、管理和维护。公司的主要服务包括广播电视节目收转、节目传送播出、节目集成及网络信息服务。其中，节目传送播出是公司主营业务收入的主要来源，2008 年其收入占主营业务收入 57.6%，达 7.83 亿元。

公司已经完成北京市内的有线网络整合工作，截至 2009 年中，公司有线电视注册用户 397 万户，其中数字用户 216 万户（含高清用户 72000 户），并有 8.8 万宽带用户。公司的有线电视基本收视维护费（下称基本收视费）目前为 18 元/月，处于全国的较低水平。公司目前享有多项税收优惠政策，包括免征数字电视基本收视维护费营业税（至 2010 年 6 月 30 日）和免征所得税（至 2013 年 12 月 31 日）。

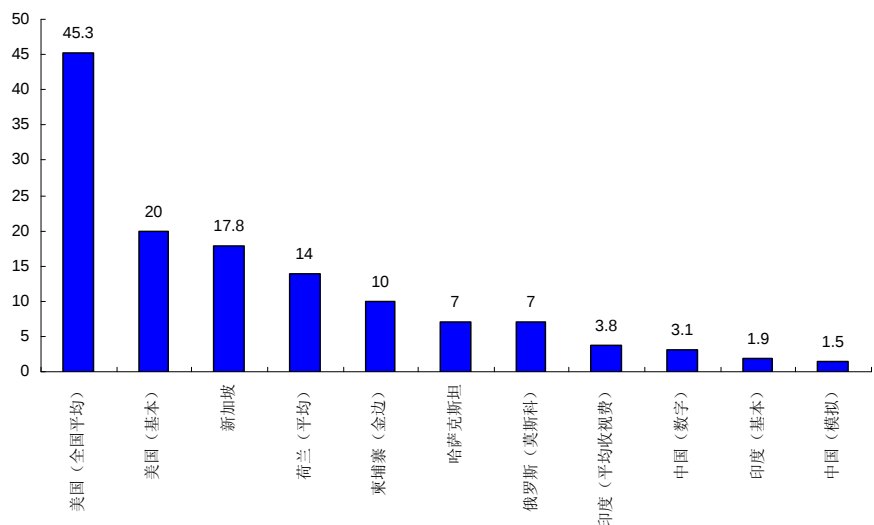
公司的第一大股东是北京北广传媒投资发展中心，持股比例 44.98%。公司实际控制人是隶属北京市委宣传部直接领导的北广传媒集团，除歌华有线经营的有线网络、增值及付费频道集成等业务外，集团还拥有移动电视、城市电视、影视剧制作、音像制品、文化会展、演艺、旅游、户外广告、报刊出版、科技等相关文化业务。歌华有线是北广传媒集团下的唯一一家上市公司。

北京基本收视费价格偏低

中国基本收视维护处于世界最低水平

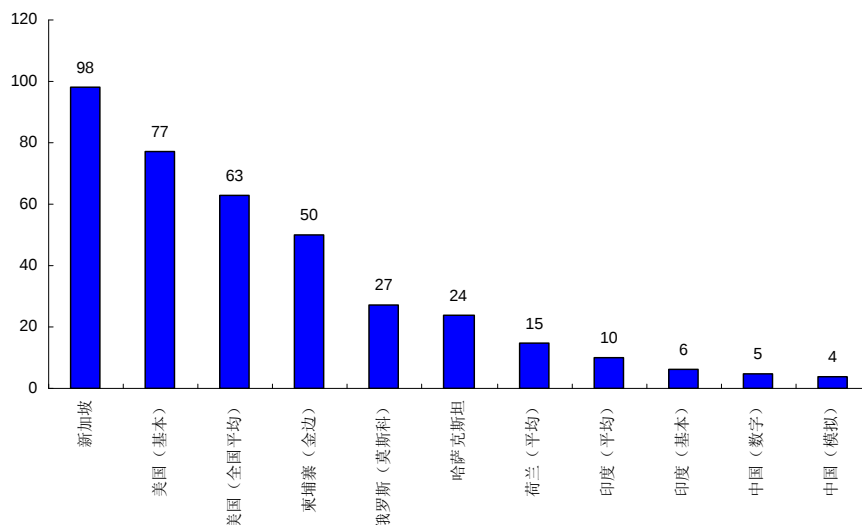
中国有线电视的基本收视费低于发展中国家，更远低于美国等发达国家。如果按单频道计算，中国也处于世界的最低水平，在全国测算的 34 家有线电视企业每个频道的平均价是 4 美分，而在印度通过法律规定，基本业务 30 个频道之外，每多一个频道增加 4 卢比，合 0.7 元人民币，即 10 美分。¹

图 1 部分国家有线电视基本收视费比较（美元）



数据来源：中国广播电视协会有线电视工作委员会。

图2 部分国家有线电视单频道收视费比较（美分）



数据来源：中国广播电视协会有线电视工作委员会。

北京基本收视费处于全国较低水平

在全国直辖市、省会城市及计划单列市共 35 个城市中，北京的 2008 年 GDP 排名第二、人均 GDP 排名第四，而基本收视费排名倒数第五，仅为 18 元，低于 35 个地区平均值 23 元 21.7%，是 2003 年后仅有的七个未涨价城市之一（见表 1）。不久前的 11 月份，上海和南昌先后召开了基本收视费涨价听证会，待 2010 年 1 月 1 日这两个城市涨价后，北京的基本收视费价格将为 35 个城市倒数第三。

表 1 全国 35 个城市有线电视基本收视维护费比较（元）

城市	涨价前 价格	涨价后 价格	第二终端 价格	涨价时间	城市	涨价前 价格	涨价后 价格	第二终端 价格	涨价时间
北京	18	18	18	-	呼和浩特	13	26	6	2007
上海	13	13	0	-	拉萨	15	27	10	2009
广州	17	26.5	13	2009	杭州	14	21	0	2008
深圳	18	28	14	2006	南京	13	24	0	2007
福州	13	18	0	2006	贵阳	14	26	5	2007
南昌	15	15	0	-	南宁	14	26	5	2006
合肥	15	24	3	2009	海口	16	26	13	2006
武汉	10	24	6	2006	昆明	14	25	5	2008
成都	14	20	0	2009	西安	14	25	10	2007
重庆	12	20	7	2006	太原	12	23	2	2005
长沙	16.5	24.5	10	2008	郑州	13	33	6	-
沈阳	12	24	10	2008	大连	12	24	12	2006
长春	12	25	-	2009	宁波	14	14	3.5	-
石家庄	14	26	8	2008	青岛	12	22	0	2003
哈尔滨	12	26	8	2009	厦门	12	18	0	2007
济南	13	13	7	-	银川	16	25.5	9	2008
西宁	14	25	7	2010	兰州	10	25	12	2007
乌鲁木齐	12	25	0	2007	全国平均价	13.7	23		

数据来源：华泰联合证券研究所。

北京基本收视费未跟上经济增长节奏

从上世纪 80 年代初至今近 30 年间，北京市人均收入以及水费、食盐等基本生活保障性商品和服务价格都有了数十倍甚至上百倍的增长，基本收视费则严重落后于经济及物价增长速度（见表 2）。虽然在模拟电视时代，由于基本收视费的缴纳为非强制性，大多数用户属于实际零成本收视，但是基本收视费的定价标准依旧是存在的，这个标准在 30 年间仅仅上涨了 1.25 倍。¹

表 2 北京公共服务行业价格增幅比较

	80 年代初	90 年代初	90 年代末	2006 年	增长率
北京城镇居民人均可支配收入	501.4 元	1787.1 元	2363.7 元	19978 元	40 倍
北京农村人均纯收入	308.1 元	1297.1 元	1568.8 元	8620 元	28 倍
食盐每公斤价	0.4 元/公斤	0.9 元/公斤	1.7 元/公斤	1.9 元/公斤	3.75 倍
三级医院挂号费	0.1 元/次	0.5 元/次	2-8 元/次	5-14 元/次	50-140 倍
公园门票（颐和园）	0.1 元/次	2 元/次	10 元/次	30 元/次	300 倍
公共交通票费	0.05 元/次	0.2 元/次	0.5 元/次	1 元/次	19 倍
居民用自来水	0.12 元/吨	0.30 元/吨	1.3+0.3 元/吨	2.8+0.9 元/吨	29.8 倍
有线电视基本收视维护费	8 元/月	8 元/月	12 元/月	18 元/月	1.25 倍

数据来源：中国广播电视协会有线电视工作委员会。

歌华有线数字电视募投项目长期处于亏损状态

根据歌华有线的定期报告披露，其 2004 年发行可转债募集 12.5 亿元投入至 8 个数字电视相关项目，历经 5 年，8 个项目已趋于整体完成，但依据处于亏损状态，整体收益情况-6.06%，大幅度低于募投预期的 7.22%。北京市政府因此对歌华给予了 1.9 亿元的政府补贴。

北京收视费变动的契机来临

国家的基本收视费成本监审办法即将出台

由于全国各地基本收视费涨价引起的纷争较多，国家发改委与广电总局两部委于 2008 年 12 月成立了名为《有线电视收视维护费定价成本监审办法》的项目，并委托中国物价协会和中国广播电视协会有线电视工作委员会成立了课题组对有线电视网络运营企业成本核算体系进行调研。该项调研对有线网络运营商的成本从资产成本和付现成本两个方面进行了研究，认为有线网络公司成本缺失严重，收视费定价低于合理成本。该课题组已于 2009 年 12 月 2 日向国家发改委做了第一次汇报。

我们预计《有线电视收视维护费定价成本监审办法》有望于 2010 年上半年出台。该办法出台后，由于北京上次涨价是在 2003 年，而根据国家发改委的规定政府定价每三年进行一次成本监审，那么北京可立即召开相应的成本核算听证会，指明北京地区的有线电视基本收视成本。

歌华有线受益于基本收视费成本核算

我们预计，北京地区基本收视费成本核算出炉后，歌华有线有两种途径受益：一，基本收视费上涨，由用户直接承担全部或者部分的涨价幅度；二，北京市政府利用财政进行补贴，由政府承担全部或者部分的价格上涨。此种补贴方式与北京市公交补贴相同，2007 年 1 月 1 日北京实行 0.4 元的公交票价后，北京市政府

公交补贴从 2006 年的 28.45 亿元飙升至 2007 年 60 亿元, 2009 年北京公交补贴预算支出为 104.2 亿元。

同时, 我们预计北京基本收视费成本核算加合理利润最低为现有全国 35 个城市平均 24 元, 最高为 32 元附近。对应目前 18 元的基本收视费上涨 33%-66%。

“高清+交互”成歌华未来发展主线

借“高清”推“交互”

2009 年 9 月 28 日, 全国高清 12 个频道同时开播。同月, 歌华有线启动了高清交互推广工作, 到目前为止已经发展用户 71837 户。由于国家推广高清初期使用了免费收看的策略, 强制性要求各地有线网络运营商不得为高清频道收视单独收费, 所以歌华有线无法通过高清频道获得额外收入。但是由于用户对高清免费频道有收视热情, 积极获取高清机顶盒, 而高清机顶盒同时带有完善的交互功能和内置 Cable Modem, 这样歌华有线便借高清的机遇用较低的市场成本普及了其交互业务, 并将宽带接入业务所需的硬件布入户内, 所有高清用户都直接变成了交互用户和潜在的宽带接入用户。

歌华有线计划于明年春节以前完成 30 万户高清交互用户发展, 2010 年再完成 100 万户, 2011 年完成 130 万用户, 三年时间内共发展 270 万户左右。

交互业务 2010 年正式商用

歌华有线的交互业务将于 2010 年 1 月 1 日正式商用, 主要包含三类应用(见表 3)

表 3 歌华有线交互业务

业务类型	主要内容	面向客户	付费形式
电子政务	首都之窗、区县风采、社区、通知等等	政府和集团用户	免费
数字家庭平台	点播、卡拉 OK, 主要是影视、娱乐	个人	付费
公益服务平台	首都文博、电视读报、电视缴费、合作调查等等 20 项	个人	免费

数据来源: 歌华有线公司资料。

在试用期业务免费阶段, 公司的视频业务月点播 45 万次, 卡拉 OK 业务周末日均 1 万次, 用户对交互业务满意度高达 72%, 并且用户的收视习惯已经发生变化, 黄金时间由八点到十点开始错后。

我们保守预计正式商用计费后, 用户使用次数缩减至免费阶段的 1/5, 2010 年预计交互业务收入在 1200 万元左右, 之后随着用户增加、消费习惯养成、内容丰富、公益性业务广告内容加入, 交互业务将有可能在最初两年有 100% 的年增长率, 之后保持年均 40% 的复合增长率, 并最终达到总收入 20% 左右(参照美国 MSOs 收入分布组成)。

宽带业务是公司业绩提升重要来源

公司截至 2009 年中, 仅有 8.8 万宽带接入用户, 占总用户数 2.2%, 但宽带接入收入在总收入中占比高达 8.56%。对于有线网络运营商而言, 宽带接入业务目前是对 ARPU 贡献率最高的业务。

宽带接入业务需要的硬件条件是网络的双向化改造和 Cable Modem 入户,

歌华有线在高清交互业务的推广过程中，同时完成了这两项硬件条件。那么，所有已得到高清机交互机顶盒的用户都已经成为了潜在的公司宽带接入业务用户，宽带用户数的增长就取决于公司针对中国联通的竞争策略。（目前双方服务和价格对比见表 4）

表 4 歌华有线与北京联通宽带接入服务简要对比

	带宽	初装费（元）	月使用费（元）	网络缴费	开通方式	网点
歌华有线	2Mbps	0	83	可	即时开通	43 家
	512Kbps		100			
北京联通	1Mbps	300	115	可	预约入户	231 家
	2Mbps		157			
	4Mbps		215			

数据来源：华泰联合证券研究所。

参照天威视讯宽带用户占总用户数 25.4% 的比例，我们保守估计歌华有线可在未来新增高清交互用户中获得 5% 的宽带用户，2010 和 2011 年各新增 6.5 万。

高清机交互顶盒派发方式灵活

与模转数时代数字机顶盒免费派发相比，北京高清试验阶段高清交互机顶盒的发放方式考虑了用户使用习惯和消费心理，设定了三种派发形式。（见表 5）

表 5 歌华有线高清交互机顶盒派发方式

派发方式	说明	用户总成本
置换	用旧标清机顶盒置换高清互动机顶盒	0
长期租用	长期租用，退租不退费	150 元
4 年租用	每年支付 60 元，可退租	240 元

数据来源：歌华有线公司资料。

由于大多数用户家中至少有两台电视机，所以近八成用户选择了第二种和第三种方式，这样公司就部分的回收了机顶盒的成本，减少了长期折旧费用的压力。

我们预计，未来高清试验阶段结束后，不排除公司提高高清交互机顶盒的租用费用的可能，从而进一步加大对高清机顶盒成本的回收。并且由于高清交互是北京市政府积极推动的工作，高清互动机顶盒政府补贴的出现也不无可能。从目前的情况看，高清交互机顶盒的折旧成本一定高于标清机顶盒，未来公司解决折旧费用压力的途径就是提高租金价格、争取政府补贴，两种方式的可变动空间都较大，无法予以较为准确的预测。

从“媒介”向“媒体”变身

2009 年 11 月 2 日，歌华有线公告增资 2,700 万元持有北广传媒数字电视公司 51% 的股权。北广传媒数字电视公司拥有《广播影视节目制作经营许可证》，已开播 11 套付费频道，并控股鼎视数字电视传媒有限公司，该公司持有全国性付费电视集成运营机构四张牌照之一，负责经营全国性数字付费电视集成、传输和营销业务。

我们判断歌华有线此次控股北广传媒数字电视公司的主要目的有三个方面：一是丰富公司业务模式，加入频道制作、集成、销售业务后从纯粹的有线网络运营商演变为综合性的多服务运营商（MSO）；二借付费频道集成营销是增强公司在整个广电领域的影响力，从单一的北京地区向全国范围扩展，从网络运营向内容

运营扩展；三是利用鼎视传媒作为向外投资主体，未来将向有潜力的付费频道投资参股。

我们认为虽然从近期看，此次控股北广传媒数字电视公司并不会对公司业绩产生显著影响，但是从中长期看，公司的影响力、产业链整合能力、协同效应、抗风险能力都会显著受益，是公司从纯粹的“媒介”向丰富的“媒体”变身、向国际大型 MSO 学习的重要一步。

2010 年收入和利润将出现快速增长

我们预计公司 2009 年至 2011 年有线电视用户分别增长至 408 万、428 万和 437 万，基本收视费价格假设于 2010 年 7 月涨价至 28 元/月；2009 年至 2011 年宽带接入用户 10 万、16.5 万和 23 万，宽带接入费 2009 年 83 元/月，并逐年 5% 下降；2010 年交互业务收入 1200 万元，2011 年增长 100%。如此，公司 2009 年、2010 年、2011 年营业收入分别为 14.8 亿、19.2 亿、24.8 亿元。

同时，我们预期公司的数字转换工作将在 2011 年完成；2009 年至 2011 年高清机交互机派送 8.5 万、130 万及 130 万个；高清交互机顶盒派送成本 2009 年底为 800 元左右，至 2011 年逐年按 20% 比例下降；点播业务综合节目成本占收入 50%；带宽购买费用参照天威视讯的年报数据，预计为宽带接入业务收入的 30%。综合测算，公司 2009 年、2010 年及 2011 年的毛利率分别为 31.2%、35.6% 和 40.6%，影响毛利率无法随收入快速上升的主要原因是高清交互机顶盒成本较高，固定资产折旧费用增加。

由此，预计 2009 年、2010 年及 2011 年歌华有线净利润分别为 3.5 亿、5.4 亿、7.7 亿元，对应每股收益分别为 0.33 元、0.51 元和 0.73 元。

在以上的预测中，基本收视费涨价的幅度和时点是最为敏感的假设，在表 6 中我们根据北京基本收视费涨价后的价格、涨价时点对公司 2010 年与 2011 年每股收益做了敏感性分析（见表 6）。

表 6 关于北京基本收视费涨价的歌华有线 2010、2011EPS 敏感性分析

2010EPS							2011EPS						
价格	涨价时点						价格	涨价时点					
	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月		5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
23	0.47	0.45	0.44	0.43	0.41	0.39	23	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56
24	0.49	0.47	0.45	0.44	0.42	0.40	24	0.59	0.59	0.59	0.59	0.59	0.59
25	0.51	0.49	0.47	0.45	0.43	0.41	25	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63
26	0.52	0.50	0.48	0.46	0.44	0.42	26	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66
27	0.54	0.52	0.50	0.47	0.45	0.42	27	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69
28	0.56	0.54	0.51	0.48	0.45	0.42	28	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73
29	0.58	0.55	0.52	0.49	0.46	0.43	29	0.77	0.77	0.77	0.77	0.77	0.77
30	0.60	0.56	0.54	0.50	0.47	0.44	30	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
31	0.62	0.58	0.55	0.51	0.47	0.44	31	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83
32	0.64	0.60	0.56	0.52	0.48	0.45	32	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86

数据来源：华泰联合证券研究所。

现金流贴现的估值结果是每股内在价值为 17.96 元（见表 7），相当于 2009 年 54.4 倍市盈率。较高的内在价值是由于收入因收视费涨价而快速增长，并且宽带接入业务和交互业务的发展会较快，从而未来十年主营收入年均复合增长率达

10%；同时根据高清机交互机顶盒派发计划，公司的资本开支在 2010 年和 2011 年达到顶峰后逐年会大幅度下降；并且由于公司的主要成本固定资产摊销在 2011 年后逐年下降，公司的盈利能力不断提高，预计未来十年的 EBIT 率平均为 33.6%。

首次评级为“增持”。

表 7 歌华有线估值核心假设条件

项目	假设内容
2008-2018 收入年均复合增长率	10.0%
2009-2018 平均 EBIT/Sales	33.6%
2009-2018 资本开支占收入比重	15.0%
永续增长率	3.0%
WACC	9.9%

数据来源：相关上市公司财务报告 联合证券研究所。

¹ 资料来源，中国广播电视协会

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2163	2199	2613	3579	营业收入	1360	1484	1918	2476
现金	1699	1813	2146	3017	营业成本	933	1021	1236	1473
应收账款	0	6	8	7	营业税金及附加	36	27	35	66
其他应收款	38	6	4	9	营业费用	60	69	82	111
预付账款	227	112	136	162	管理费用	62	76	86	119
存货	197	225	272	324	财务费用	-43	-17	-20	-26
其他流动资产	2	36	47	61	资产减值损失	44	-0	5	7
非流动资产	3509	3730	4051	4127	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	79	120	140	200	投资净收益	33	10	8	10
固定资产	2318	2717	3110	3297	营业利润	300	318	502	736
无形资产	37	56	67	76	营业外收入	36	42	42	42
其他非流动资产	1074	837	734	554	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	5671	5929	6664	7705	利润总额	331	355	538	773
流动负债	913	1029	1276	1594	所得税	2	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	净利润	329	355	538	773
应付账款	174	189	229	273	少数股东损益	0	0	0	1
其他流动负债	739	840	1047	1322	归属母公司净利润	329	355	538	772
非流动负债	456	401	351	301	EBITDA	627	729	1046	1415
长期借款	0	-3	-3	-3	EPS (元)	0.31	0.33	0.51	0.73
其他非流动负债	456	404	354	304					
负债合计	1369	1431	1627	1896	主要财务比率				
少数股东权益	3	3	3	4	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	1060	1060	1060	1060	成长能力				
资本公积	1726	1726	1726	1726	营业收入	14.8%	9.1%	29.3%	29.1%
留存收益	1513	1709	2247	3020	营业利润	-15.4%	5.9%	57.9%	46.8%
归属母公司股东权益	4300	4495	5033	5806	归属于母公司净利润	-10.4%	7.9%	51.7%	43.6%
负债和股东权益	5671	5929	6664	7705	获利能力				
					毛利率(%)	31.4%	31.2%	35.5%	40.5%
					净利率(%)	24.2%	23.9%	28.0%	31.2%
					ROE(%)	7.6%	7.9%	10.7%	13.3%
					ROIC(%)	8.8%	10.5%	16.0%	25.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	24.1%	24.1%	24.4%	24.6%
					净负债比率(%)	0.20%	-0.19%	-0.17%	-0.15%
					流动比率	2.37	2.14	2.05	2.24
					速动比率	2.15	1.92	1.83	2.04
					营运能力				
					总资产周转率	0.25	0.26	0.30	0.34
					应收账款周转率	254	428	254	307
					应付账款周转率	6.09	5.63	5.92	5.88
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.33	0.51	0.73
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.85	1.12	1.52
					每股净资产(最新摊薄)	4.06	4.24	4.75	5.48
					估值比率				
					P/E	40.62	37.66	24.83	17.29
					P/B	3.11	2.97	2.65	2.30
					EV/EBITDA	18	16	11	8

数据来源: 联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。