

蓝色光标 (300058)

买入/维持评级

股价: RMB31

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

刘佳宁
(0755)8249 2212
liujn@mail.htlhsc.com.cn

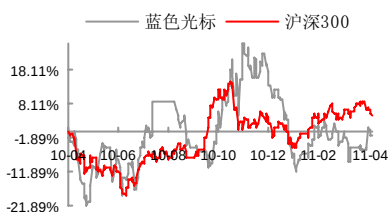
相关研究

《拨开迷雾 把它看得更清楚》
《激励尘埃落定 人才稳定性大增》
《2010 业绩平淡 2011 仍具期待》
《小荷才露尖尖角 密集对外投资点评》
《收入、利润上升 成本、费用难压》

基础数据

总股本 (百万股)	120
流通 A 股 (百万股)	120
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	3,720

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

快速兑现市场预期 下半年扩张更可期待

- 公司今日公告: 对 3 月份收购 10% 股权的北京思恩克广告有限公司进行增持, 公司通过全资子公司上海蓝标出资 9840 万元再次收购思恩克 41% 股权, 收购完成后, 公司总计持有思恩克 51% 股权, 成为实际控制人。公司此次收购的 2011 年动态市盈率为 10 倍, 与初次收购持平。
- 公司增持思恩克后保持其独立运作, 但思恩克承诺 2011 年、2012 年和 2013 年净利润不低于 2400 万元、2880 万元和 3496 万元, 同时双方在工作年限、同业禁止方面也达成协议, 从而保障公司收购后思恩克能够健康运行。
- 对思恩克的增持属于预期之内, 是公司利用并购手段进行外延式扩张以期成为中国本土唯一的综合传播集团的合理表现。我们预计公司将从补充业务板块、增加利润规模、探索协同效应等方面出发积极寻找投资机会, 并充分利用多种办法综合约束收购对象以控制收购风险。
- 公司 2010 年在全球公共关系公司中排名第 38 位, 较 2009 年的第 56 位有大幅提升。在大陆市场, 公司无论营业收入还是纯服务费创收均再次位列第一, 行业领先地位极为稳固。对思恩克的增持, 将帮助公司在合并报表后实现 2011 年营业收入 10 亿元, 较公司上市时预期的三年实现 10 亿元收入大幅提前, 届时公司领先优势将再次扩大、全球排名也将进一步提升。同时我们预期在 2011 年, 公司另外一家参股公司华艺百创将因开展先进的微博营销业务而可能给公司带来巨大价值。
- 一季度全球 PC 市场增速低于预期, 我们认为公司 2011 年来自于传统 IT 领域的收入增速也将放缓, 但来自于互联网等新兴 IT 领域的收入仍将保持较快速度增长, 汽车行业将因公司的长期耕耘而进入收获期, 来自于消费品行业收入则因企业需求上升而进入较长的成长阶段。
- 预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年的营业收入分别为 10.1 亿元、12.7 亿元和 16.0 亿元, 归属母公司所有者净利润分别为 1.1 亿元、1.6 亿元和 1.9 亿元, 折合每股 EPS 为 0.88 元、1.34 元和 1.61 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示, 通过并购进行外延式扩展的进程和效果存在极强的不确定性。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	495.7	1008.0	0.0	1600.0
(+/-%)	34.8	103.3	0.0	0.0
归属母公司净利润(百万元)	60.4	106.0	160.0	193.0
(+/-%)	24.6	75.6	50.9	20.6
EPS(元)	0.50	0.88	1.34	1.61
P/E(倍)	61.6	31.9	21.1	17.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

公司依旧保持强劲竞争力	4
人才梯队进一步补充	4
利用并购为主要手段实现外延式增长	4
并购过程中的主要考量因素	4
增持思恩克股权符合预期	5
另辟蹊径的外延式发展路线	5
三大主力客户行业将保持快速增长	6
泛 IT 行业维持传统优势	6
在汽车行业发展的机遇中利用专业能力获更多份额	7
消费品企业逐渐认可公共关系服务价值	8
金融、医疗保健等客户行业需求尚需等待	9
内生性业务毛利率轻微下降	9
盈利预测与评级	10
风险提示	10

图表目录

图 1: 蓝色光标三大客户行业占收入比重趋势	6
图 2: 蓝色光标来自于泛 IT 领域的收入	7
图 3: 蓝色光标来自于汽车行业的收入	8
图 4: 蓝色光标来自于消费品（不含汽车）行业的收入	9
表格 1: 蓝色光标不同客户行业的毛利率	10

公司依旧保持强劲竞争力

2010 年，蓝色光标营业收入达 5.0 亿元，较 2009 年增长 34.9%，不仅超越了 25% 的 2010 年行业增长率，而且作为大陆收入排名第一的公共关系公司，其增长也高于了大陆行业排名前 20 位公司平均 30.8% 的增速。

扣除第三方成本（包括外购劳务和礼品、媒介购买、车马费、代客户租用场地和设备等），公司纯创收的公共关系服务收入约为 2.2 亿元，在 2010 年全球公共关系公司排名中位列第 38 位，较 2009 年的第 56 位有大幅上升，上升速度在全球排名前 50 位公司中位列第 2。从国内行业情况看，公司的规模也遥遥领先，2010 年大陆排名前 20 位公司纯公共关系服务收入平均仅为 9801 万元，服务费规模超过亿元的仅有 6 家公司。

人才梯队进一步补充

公司 2010 年底员工 743 人，较 2009 年的 612 人增长了 21.4%，人员上升速度较快。目前公司人才梯队层次清晰，形成四层架构：由公司高级 VP、事业部（子公司）总经理、副总经理组成的 10 余人的高级管理团队；客户总监 40 人左右，每人同时负责多个项目管理；负责单一项目管理的客户经理、项目负责人等 200 余人；客户主任与辅助性人员 300 余人。

公司的人员规模扩张速度基本与收入增长水平基本匹配，未来收入规模的继续增长有赖于客户总监以及高级项目经理两类人才的补充。

利用并购为主要手段实现外延式增长

并购过程中的主要考量因素

公司利用并购手段进行外延式增长的目的是希望成长为中国大陆第一个涵盖公共关系、广告、活动营销、新媒体传播等领域的综合性传播集团。

我们认为公司目前并购主要有五方面的考量：

- 第一， 补充公司能力较为欠缺的业务板块，如利润水平较高的活动设备租赁、未来市场广阔的互联网营销、收入和利润规模较大的广告公司；
- 第二， 能够成为并购对象的实际控制人，即便是少数股权，也要在董事会和财务方面能够对公司是家绝对影响；
- 第三， 并购对象可以对公司净利润有较为明显的增厚；
- 第四， 通过对赌、竞争禁止协议、未来全面吸纳入上市公司等等制度性安排来保持被标的公司经营团队的稳定性；
- 第五， 提升公司能够为客户提供的综合性营销服务能力，尽量提供给客户一站式解决方案，虽然在并购方面保持标的公司经营的独立性，但在客户资源方面、不同的服务领域方面，仍希望能够得到协同效应。

增持思恩克股权符合预期

根据以上对并购方向和方式的分析，公司将 2011 年净利润预计达 2400 万元的思恩克的股权从 10%增持到 51%是非常合理的选择，也符合我们之前在公司初次收购思恩克 10%股权时所发表的公告中的预期。

在增持方案中，对思恩克 2011 年、2012 年和 2013 年的营业收入预计分别为 3.5 亿元、4 亿元和 5 亿元，净利润预计分别为 2400 万、2880 万和 3456 万。思恩克原有股东对 2011 年业绩进行承诺，并承诺未来 3 年不离职、未来 8 年同业禁止（具体条款见公告原文）。

公司此次增持思恩克股权所需要关注的重点有：

- 第一， 思恩克是为网络游戏公司提供网游营销推广服务的，网游行业本身是个新兴且关注度较高的行业，并且由于目前网游行业增速下降和竞争激烈，网游公司对营销的需求将加大；
- 第二， 第二，2011 年中国网络游戏市场预计在 360 亿元左右，销售和市场费用预计为 60 亿元，其中半数左右将投入给外部的服务公司，由此可见，思恩克若能完成 2011 年 3.5 亿元的收入，市场份额将在 10%以上，竞争力比较突出；
- 第三， 第三，从承诺的收入和利润比较看，思恩克的净利润率仅在 7%左右，而蓝色光标在 13%左右，较低的净利润率说明思恩克可能有部分的媒介代理业务，该类业务的毛利率和蓝色光标目前公共关系业务的毛利率有显著差异，未来可能会拉低蓝色光标总体毛利率并使预测变得更为困难；
- 第四， 公司此次增持思恩克的市盈率仍然是 10 倍、业绩选择收购当年作为参照，我们认为未来公司未来在其它并购中将维持这一溢价标准。
- 第五， 公司在对自身的利益保护上采用了业绩对赌、工作期限锁定和同业禁止等手段，我们认为这些手段的有效性值得关注，因为一旦出现人员流失，即便按照协议公司可以得到补偿，但通过收购进行扩张的战略将受到损害，公司过去的收购尚未出现类似现象；
- 第六， 公司今年对思恩克若能完成合并报表，则营业收入有望一举突破 10 亿元，大大提前实现了公司上市之初所设想的 3 年内达到营业额 10 亿元的目标，根据我们的预测，公司若不进行并购等外延式发展，完全依靠内生性增长需要在 2013 年才能达到 10 亿元规模；
- 第七， 公司对思恩克合并报表后，来自于互联网行业的收入将可能达到近 40%，超越传统 IT 领域成公司第一大客户行业，公司的客户结构再一次得到改善。

我们认为公司在上半年即完成了对思恩克的增持，进程较快。我们中性预计，公司在 2011 年下半年将有至少一起和思恩克规模相似的并购案出现。

另辟蹊径的外延式发展路线

公司的外延式增长方式还包括积极创新全新的业务模式。公司在 2010 年和 2011 年投资了一部话剧《当司马 TA 遇见韩寒》和一部网络剧《窃跳淑女》，尝试在新领域创造出具有大规模影响力的内容载体，从而为客户提供新颖服务。其中《窃跳淑女》共

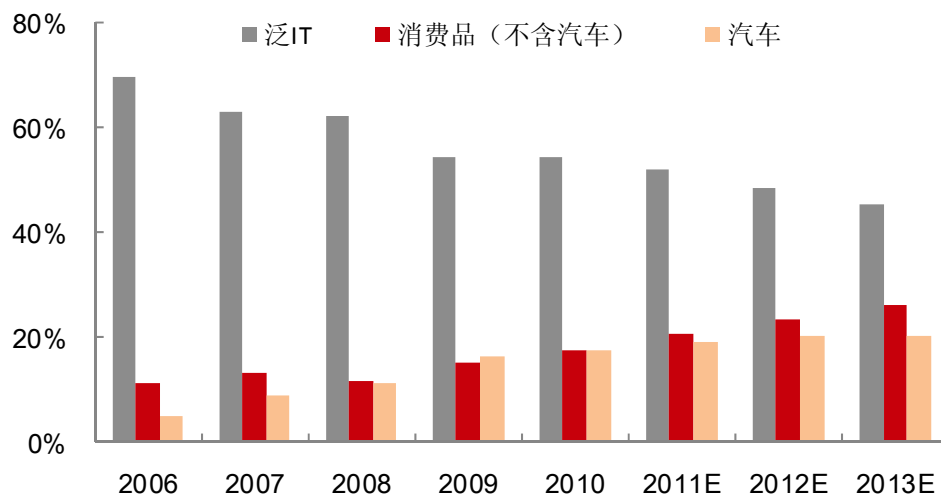
十集，2011 年 1 月 15 日开始在百度、搜狐、优酷等十家主流网络平台播出，累计点播次数达 7000 万次，初次尝试已经十分成功。

我们认为利用并购为主要手段实现外延式增长是公司的长期战略，成为中国第一家综合性传播集团是公司发展的长期目标。我们预计公司会持续利用上市后的资金优势在传播行业实施并购，扩张业务规模，增厚经营业绩，拉开与竞争对手的距离。

三大主力客户行业将保持快速增长

公司目前的主要公司营业收入自 2006 年以来的年均复合增长率高达 39%，其中 2009 年因金融危机影响增长率下降到 12.3%，2010 年则迅速恢复到 34.9%。公司三大主要客户行业泛 IT、消费品和汽车依旧是公司收入增长的重要来源，2006 年以来来自于这三个行业的收入分别以年均 29.3%、89.9%和 73.6%的复合增长率增长。

图 1： 蓝色光标三大客户行业占收入比重趋势



资料来源：蓝色光标公司公告，华泰联合证券研究所

泛 IT 行业维持传统优势

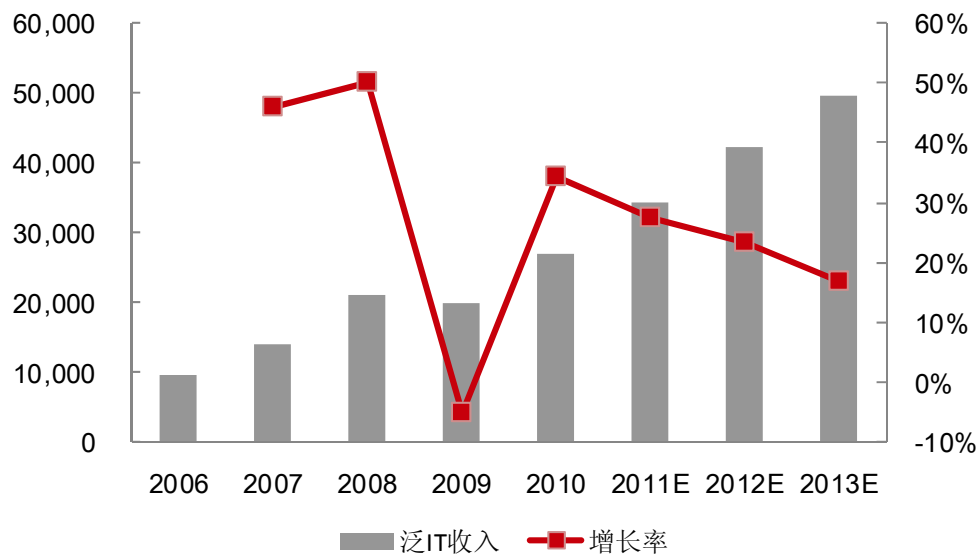
泛 IT 领域是公司自创立时就已开拓的客户领域，目前仍是公司最重要的客户领域（见图 2），但客户结构已然发生变化，服务对象在最初的 PC 厂商的基础上增加了如手机、相机等多种数码产品厂商以至于互联网公司，目前公司泛 IT 的客户包括联想、佳能、索尼爱立信、百度、腾讯等等。公司也在定期报告的分产品主营构成中对互联网和手机领域开始进行单列，2010 年来自于这两个行业的收入增速高达 71.7%和 59.8%，收入占比在泛 IT 领域中已达 27.1%。

由于公司在传统的泛 IT 领域客户的订单都较为饱满，如联想、索尼爱立信等，所以在泛 IT 领域的增长动力将主要来自于客户业务自身的增长，根据 IDC 最新的预测，中国的 PC 出货量将在 2011 年增长 10.8%，大幅低于 2010 年 20.6%的水平，但以高端品牌为主的智能手机出货量将增长 58%；中国大陆手机市场销量在 2010 年大幅增长了 56.5%达 2.46 亿部，虽然 2011 年的销量增长可能下滑至 20%，但高端品牌

重点投入的智能手机销量增长有望在 40%以上。但在互联网领域,公司的增长则主要来自于客户对公关关系服务的需求增长和新产品推出,如百度应对侵权事件、360 与腾讯之争等使互联网客户逐渐意识到公关关系服务的专业性和必要性。

我们认为在 2011 年,公司来自于泛 IT 领域的收入将增长 24.9%,营业额达到 3.4 亿元,其中手机行业收入增长 40%、互联网行业增长 60%左右(不包含思恩克部分),其它 IT 行业收入增长 20%。

图 2: 蓝色光标来自于泛 IT 领域的收入



资料来源: 蓝色光标公司公告, 华泰联合证券研究所

在汽车行业发展的机遇中利用专业能力获更多份额

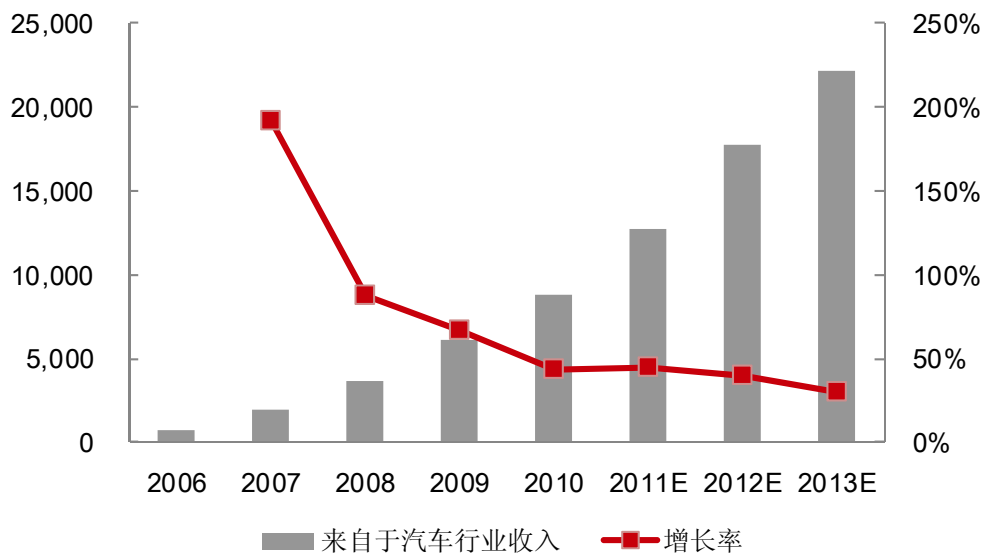
公司来自于汽车行业的收入在 2009 年和 2010 年形成了可观的规模, 2010 年收入达 8736.7 万元(见图 3), 这是得益于以下四点:

- 第一, 汽车行业自身的蓬勃发展。2009 年和 2010 年乘用车销量成长分别为 55.1% 和 33.2%, 预计 2011 年预计增长仍将达到 15%。
- 第二, 乘用车市场增速虽有下降, 但品牌竞争却进一步加剧。2008 年、2009 年和 2010 年, 新上市(含改款等)车型分别为 107 款、221 款和近 200 个, 2011 年目前已上市和计划上市的车型已经有 82 款, 这些众多的已存和新上市车型使市场竞争程度加剧, 对客户的争夺在传统的推陈出新、销售网络布局、促销等手段之外之外逐渐提升了对产品定位、客户群划分、品牌认知等品牌建设方面的重视, 使公关关系服务的重要性增强、实际可获得的预算额度增加。
- 第三, 公司在汽车行业公关关系服务市场中的能力逐渐得到认可。公司在汽车客户领域是后进入者, 在客户关系、项目经验、媒体关系、消费者群体等方面都经历了积累的过程。特别是在客户关系薄弱局面下, 公司是凭借服务的专业性逐渐得到了客户的认可, 这种认使公司的竞争力具备长期的持续性。通常

和客户的磨合时间需要 2 至 3 年，2010 年开始公司在汽车行业的影响力已经进入释放阶段。

第四，汽车的单品收入较高，汽车公司在产品推广上的投放额都较大，一个车型的推出会在公共关系方面投入会达到千万元的量级。

图 3： 蓝色光标来自于汽车行业的收入



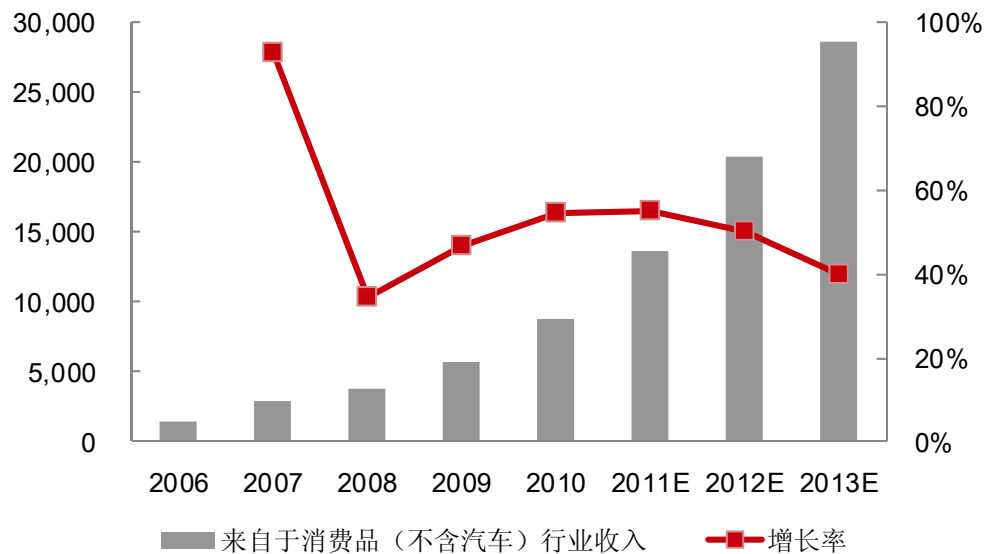
资料来源：蓝色光标公司公告，华泰联合证券研究所

公司目前的汽车行业客户包括广汽丰田、一汽大众、通用、宝马、奔驰等，在客户项目和预算分配份额上仍有较大的上升空间，公司专业服务能力积累的认可将在客户处获得长期的回报。预计 2011 年公司来自于汽车行业的客户仍将有 45% 左右的增长，达到约 1.3 亿元。

消费品企业逐渐认可公共关系服务价值

公司来自于消费品行业的收入增速在最近三年持续上升（见图 4），2010 年收入达 8774 万元，基本与汽车行业持平。这种增长的动力主要是来自于消费品企业、特别是国内企业在市场竞争中逐渐提高了对品牌影响力作用的认识，在大陆市场品牌的“美誉度”已经成为可以直接影响消费行为的指标。食品安全问题、流通企业信誉问题等的频频曝光，也从另外一个角度加速了企业对品牌维护的重视。我们认为，在消费品领域，对公共关系服务的需求潜力具有巨大的空间，随着需求的不断提升，公司的增长将维持较高的速度，2011 年将可能仍然达到 50%，达到 1.3 亿元水平。

图 4： 蓝色光标来自于消费品（不含汽车）行业的收入



资料来源：蓝色光标公司公告，华泰联合证券研究所

金融、医疗保健等客户行业需求尚需等待

公司除泛 IT、汽车和消费品之外的客户行业在 2010 年仅增长 2%，其来自于金融、医疗保健等客户行业的收入增长并不理想。原因在于这些行业目前对公共关系服务的需求仅局限在品牌传播方面，一方面是这些企业可能没有面对普遍消费者的产品，例如大型投行，另一方面，即便有产品，面向消费者的产品认知的和相应的推介活动也并不是在开放式的，而是在专业渠道之内，例如银行产品在银行营业厅内、保险产品通过面对面形式、医疗产品更倚重医院和医生。这样的情况造成了这些客户行业对公共关系服务的需求的绝对数量较低，为之配备长期固定的专业服务团队的效率也会低，所以公司有选择性的在目前阶段减少了持续投入力度。目前公司在这些领域的客户包括摩根斯坦利、安利、家乐福、美赞臣等。

公司目前也在探索新的客户领域，特别是营销力度较大但过去并没有使用公共关系专业服务的行业，如电影行业，公司对王家卫电影《一代宗师》投资 250 万元，除分享收益外，公司还将全程参与该片营销过程。

总体上，预计不考虑收购企业合并报表的影响，公司原有内生业务在 2011 年的营业收入可达 6.5 亿元，相比 2010 年增长 30.5%，同时公司对传统 IT 领域的客户依赖程度将出现进一步的降低，预计 2011 年将从 2010 年的 40.1% 下降到 36.3%。

内生性业务毛利率轻微下降

公司各客户行业毛利率在 2010 年出现略微下滑，原因在于公司为客户所提供的服务结构出现变化，低毛利的产品推广与活动管理等服务的占比有所上升。

公司为客户提供的服务主要包含三种：品牌传播、产品推广和活动管理。其中产品推广和活动管理两项，公司为客户提供打包式的整体服务，除活动创意、组织和执行外，

还代为客户租用场地和设备、购买礼品等，所以此类第三方成本也构成了公司的服务成本，导致此两类业务的毛利率较低；而另外的品牌传播服务主要是通过媒体为客户的品牌进行软性宣传，其业务成本只是软性媒介成本，第三方成本较低，所以毛利率较高。

2010 年，随着客户产品推出的数量提高，公司和产品有关的推广和活动服务相应增多，导致各客户行业的毛利率均有所下降，未来这种趋势有可能会继续延续，预计 2011 年内生性业务的毛利率为 51.9%。（见表 1）

表格 1：蓝色光标不同客户行业的毛利率

客户行业	2009 年毛利率	2010 年毛利率	2011 年毛利率
高科技	53.57%	49.67%	48%
消费品（不含汽车）	59.54%	56.22%	55%
汽车	67.63%	58.23%	56%
互联网	55.89%	49.13%	30%
手机	63.34%	60.85%	59%
其它	45.42%	47.61%	48%
高科技	55.74%	52.77%	43.44%

资料来源：蓝色光标公司公告，华泰联合证券研究所

盈利预测与评级

基于以上的分析，在中性预期的情况下，我们认为公司 2011 年、2012 年和 2013 的营业收入分别为 10.1 亿元、12.7 亿元和 16.0 亿元，归属母公司所有者净利润分别为 1.1 亿元、1.6 亿元和 1.9 亿元，折合每股 EPS 为 0.88 元、1.34 元和 1.61 元。中性的条件是公司所投资的华艺百创、上海励唐和思恩克 2011 年的净利润分别为 1200 万元、500 万元和 2400 万元，并且对思恩克的增持能够在 5 月份完成，另外还包括对下半年收购一家类似于思恩克规模的公司预期。

公司目前股价 31.18 元，2011 年和 2012 年动态市盈率分别为 35 倍和 23 倍，维持“买入”评级。

风险提示

小型轻资产公司的经营具备很强的不确定性，包括团队流失、客户流失等风险均可能对收购标的产生重大影响，若发生此类情况，则蓝色光标的收购将无法到达预期的效果，投资资金回收和业务板块扩张均无法实现。

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	816	849	848	941	营业收入	496	1008	0	1600
现金	688	599	511	520	营业成本	234	570	707	913
应收账款	111	194	265	332	营业税金及附加	27	53	67	85
其他应收款	12	25	32	40	营业费用	106	176	222	280
预付账款	2	7	10	11	管理费用	45	60	76	96
存货	0	0	0	0	财务费用	-5	-6	-6	-5
其他流动资产	2	24	30	38	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	135	233	405	546	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	14	120	240	360	投资净收益	0	8	25	40
固定资产	94	89	116	134	营业利润	87	160	226	269
无形资产	2	2	27	28	营业外收入	0	3	5	8
其他非流动资产	5	21	21	24	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	951	1082	1253	1487	利润总额	88	162	231	277
流动负债	66	73	100	125	所得税	25	38	57	68
短期借款	0	0	0	0	净利润	63	124	174	209
应付账款	14	11	14	18	少数股东损益	2	18	14	16
其他流动负债	52	61	86	106	归属母公司净利	60	106	160	193
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	82	159	227	272
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.88	1.34	1.61
其他非流动负	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	66	73	100	125	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	11	30	44	60	成长能力				
股本	120	120	120	120	营业收入	34.8%	103.4	26.0%	25.9%
资本公积	648	648	648	648	营业利润	28.4%	84.3%	41.6%	19.1%
留存收益	106	211	342	535	归属母公司净利	24.6%	75.2%	51.5%	20.5%
归属母公司股	873	979	1109	1302	获利能力				
负债和股东权	951	1082	1253	1487	毛利率(%)	52.8%	43.4%	44.4%	43.0%
现金流量表					净利率(%)	12.2%	10.5%	12.6%	12.1%
单位: 百万元					ROE(%)	6.9%	10.8%	14.4%	14.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	33.0%	41.2%	42.4%	42.7%
经营活动现金	44	9	94	118	偿债能力				
净利润	63	124	174	209	资产负债率(%)	6.9%	6.7%	8.0%	8.4%
折旧摊销	7	6	6	8	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-5	-6	-6	-5	流动比率	12.37	11.65	8.48	7.55
投资损失	0	-8	-25	-40	速动比率	12.37	11.65	8.48	7.55
营运资金变动	-29	-115	-56	-56	营运能力				
其他经营现金	8	8	0	2	总资产周转率	0.79	0.99	1.09	1.17
投资活动现金	-51	-105	-158	-114	应收账款周转率	5	0	5	5
资本支出	33	0	32	25	应付账款周转率	19.22	45.24	55.35	56.36
长期投资	-14	106	120	120	每股指标 (元)				
其他投资现金	-32	2	-5	31	每股收益(最新)	0.50	0.88	1.34	1.61
筹资活动现金	573	6	-24	5	每股经营现金流	0.36	0.07	0.78	0.99
短期借款	-40	0	0	0	每股净资产(最	7.28	8.16	9.24	10.85
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	60	0	0	0	P/E	55.87	31.90	21.05	17.46
资本公积增加	563	0	0	0	P/B	3.86	3.45	3.04	2.59
其他筹资现金	-10	6	-24	5	EV/EBITDA	11	6	4	4
现金净增加额	566	-90	-88	10					

数据来源: 华泰联合证券研究所



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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn