

中国联通 (600050)

买入/维持评级

股价: RMB5.12

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

孔晓明

(021)6849 8629

kongxm@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《“通”改前非,“联”想未来——中国联通深度研究》 (2011/08/23)

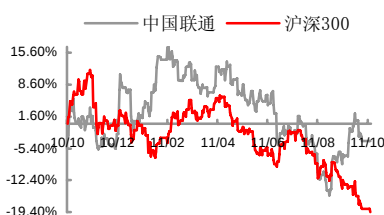
《业绩超预期,明天更美好》(2011/08/26)

《3G 新增用户数突破 200 万,快速增长节点到来》 (2011/09/23)

基础数据

总股本 (百万股)	21,197
流通 A 股 (百万股)	21,197
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	108,527

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

关于联通 3G ARPU 值以及运营商价格战的讨论

• 联通 3G 用户 ARPU 值不会下降过快。理由如下:

- 1) 我们选取了运营商竞争格局、文化等和我国极为相似的日本市场进行研究。日本主流运营商在 3G 发展初期同样采用“终端补贴+合约”政策和从高端向中低端用户渗透政策。**KDDI 在 3G 初期的补贴政策更加激进, 补贴额度高达 40%, 而联通约为 35%。**但从开始运营 3G 后的几年中, ARPU 值年均下降稳定在 5% 左右, 并未出现大幅下降的情况。
- 2) 影响 ARPU 值的最重要因素不是补贴, 而是在用户形成规模之后运营商能否开展高 ARPU 值业务。高 ARPU 值 3G 业务的开展往往需要依附于较高的网络带宽, 以及与大批高质量的 SP/CP 厂商的合作, 而在这一点上, 我们认为 3G 网络最快、终端产业链最成熟的联通优势最大。
- 3) 我们基于未来高端用户占比下降, 中低端用户占比迅速上升的假设, 得出联通未来几年的 3G 用户 ARPU 值基本上是以 10% 的速度在下降的。即使基于这样的谨慎假设, 我们得出的联通 2011-2013 年 3G 用户 ARPU 值仍旧可以达到 114 元、101.4 元和 91.5 元。

• 移动打资费战或补贴战的可能性不大。理由如下:

- 1) 我们认为, 资费高低并非是 3G 用户选择的决定性因素。3G 时代运营商赢得战争靠的是内容和服务, 而不是资费。
- 2) 如果移动欲打资费战, 我们认为空间仅在于 2G。就 2G 收入占比来说联通仅为 43.6%, 而移动高达 97.5%, 目前移动收入严重依赖于 2G, 因此 2G 收入的下降对移动的影响将远大于联通。
- 3) 一旦移动大幅降低资费或增加补贴后, 用户必然增加, 而其网络是否能够承受还是一个问题。一旦拥堵现象加剧造成用户较差体验, 那么将适得其反, 掉话率和离网率会迅速攀高。
- 4) 政府非对称管制的潜在影响。

• 风险提示。联通新增 3G 用户数低于预期; 移动 TD-LTE 建设超预期。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	176168.4	201640.0	236942.0	283208.0
(+/-%)	11.2	14.5	17.5	19.5
归属母公司净利润(百万元)	1227.6	2274.0	5514.0	10156.0
(+/-%)	-60.9	85.2	142.5	84.2
EPS(元)	0.06	0.11	0.26	0.48
P/E(倍)	88.4	42.3	17.5	9.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

联通 3G 用户 ARPU 值不会下降过快	4
移动打资费战或补贴战的可能性不大.....	8
附：KDDI 运营 3G 后的营收和净利润，以及与 NTT 的股价表现	10
风险提示	11

图表目录

图 1:	KDDI 的 3G 用户 ARPU 值变化	5
图 2:	NTT DoCoMo 的 3G 用户 ARPU 值变化	5
图 3:	联通 3G 用户 ARPU 值及增长率预测	5
图 4:	2002 年 KDDI 营收和营业利润远不及 NTT	6
图 5:	2002 年 KDDI 境况甚至比 2009 年的联通还要差	6
图 6:	日本 3G 终端销售补贴政策研究	7
图 7:	联通 2G 收入仅为总收入的 43.6%	8
图 8:	移动 2G 收入占总收入比重高达 97.5%	8
图 9:	我国 2010 年第六次人口普查年龄结构	9
图 10:	KDDI 的营收变化	10
图 11:	KDDI 的净利润变化	10
图 12:	2002 年 4 月 KDDI 开始运营 3G 后的股价变化	10
图 13:	2001 年 6 月 NTT 开始运营 3G 后的股价变化	10
表格 1:	联通 3G 用户结构预测	4
表格 2:	KDDI 重点打造更易被年轻用户接受的录像及音乐服务	7
表格 3:	移动对 2G 用户 APRU 值的敏感性测试	9

目前市场对联通的担心在于：

- 1、 联通 3G 中低端客户规模扩大后稀释 ARPU 值，导致下降过快，造成增量不增收。
- 2、 移动打补贴战或资费战，对联通造成不利影响。

联通 3G 用户 ARPU 值不会下降过快

目前市场上的投资者直观上感觉联通 3G 用户 ARPU 值未来可能会下降的很快，这是由于一方面联通走的是高端向中低端拓展的路线；另一方面则是看到移动和电信 3G 用户 ARPU 值较低所致，认为行业因素所致联通未来也应该很低。但我们认为，如果仔细分析推算一下未来联通 3G 用户的结构，会发现联通 3G 用户的 ARPU 值不会下降很快，而我们前期给出的预测值也是明显偏谨慎的。

从未来高中低端用户结构来看，联通 ARPU 值不会下降过快

我们以套餐高低为标准将联通 3G 用户分为高中低三档。根据公司年报和我们调研的结论，2010 年底相比年初，高中低三档用户的比例分别从 40%、30%、30%变成了 30%、35%和 35%，高端用户比例下降明显，中低端用户比例略有上升。考虑到补贴，保守起见，我们假设高端用户 ARPU 值为 240 元，中端用户 108 元，低端用户 42 元，得出综合 ARPU 值基本与公司公告的 2009 和 2010 年数据相吻合。随着联通由高端向中低端用户渗透的发展战略的不断实施以及“千元机”战略的出台，我们预计未来高端用户比例继续下降，而中低端用户比例继续上升，得出综合 ARPU 值如下：

表格 1：联通 3G 用户结构预测

	ARPU 值	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
3G 用户规模/万		274.2	1406	3706	7206	12706	20006	28506
高端用户占比（250+）	240 元 ^①	40%	30%	20%	15%	10%	7%	5%
中端用户占比（100-250）	108 元	30%	35%	43%	45%	45%	40%	33%
低端用户占比（100-）	42 元	30%	35%	47%	40%	45%	53%	62%
综合 ARPU 值		141.7	124.0	114	101.4	91.5	82.3	73.7

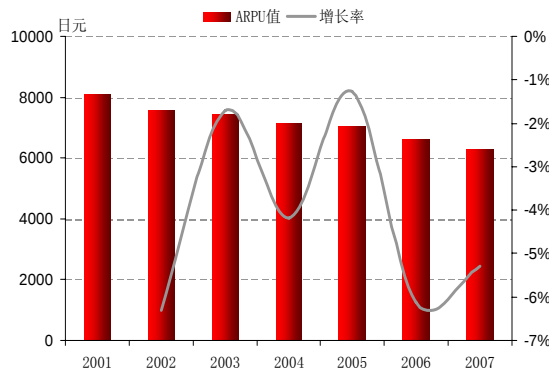
资料来源：华泰联合证券研究所

和国外运营商已有经验相比，我们的预测是偏谨慎的

我们看到，日本运营商 KDDI 和 NTT DoCoMo 从开始运营 3G 后的几年中其 ARPU 值年均下降稳定在 5%左右，并未出现大幅下降的情况。其实当时 KDDI 和 NTT DoCoMo 采取的也都是先通过激进的补贴政策，然后逐步降低资费来吸引用户的政策。随着用户的增加，KDDI 和 NTT DoCoMo 通过逐步推出创新业务吸引用户增加使用来减缓 ARPU 值的下降。

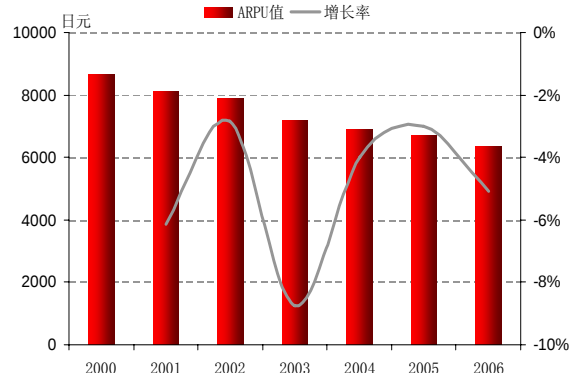
^① ARPU 值之所以比每月用户实际消费额低，是考虑了约占合约收入 2/5 的终端销售补贴，即 ARPU 值=每月实际消费-补贴额，比如 386 的合约用户的 ARPU=386*（1-2/5）=231

图 1: KDDI 的 3G 用户 ARPU 值变化



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

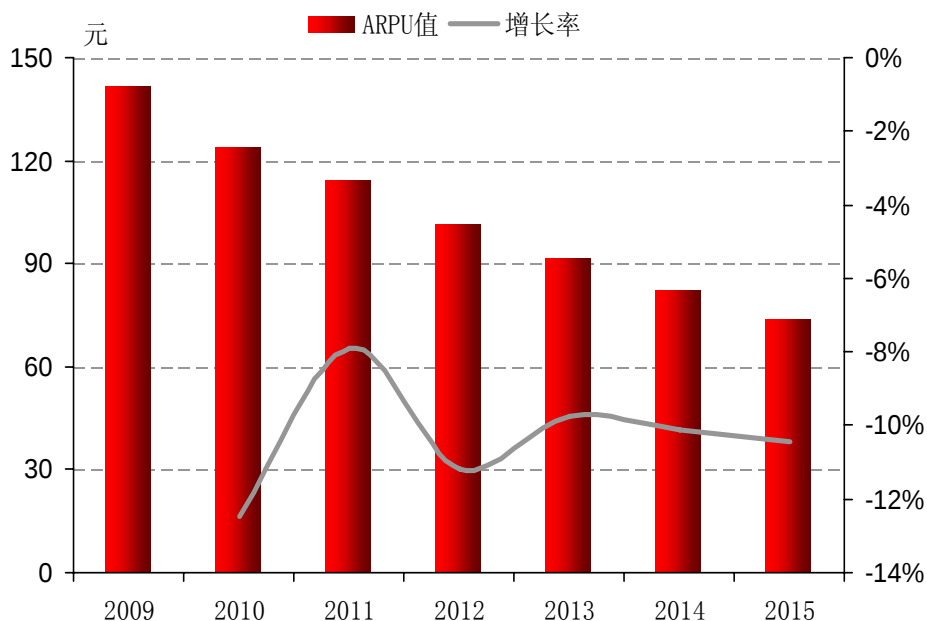
图 2: NTT DoCoMo 的 3G 用户 ARPU 值变化



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

相比于 KDDI 和 NTT DoCoMo, 我们对于联通未来几年 3G 用户 ARPU 值的预测偏谨慎。基于之前所做假设, 我们得出的联通未来几年的 3G 用户 ARPU 值, 基本上是以 10% 的速度在下降的, 即使基于这样的假设, 2011-2013 年 3G 用户 ARPU 值仍旧可以达到 114 元、101.4 元和 91.5 元, 而实际上联通的 ARPU 值极有可能会超出我们预期。

图 3: 联通 3G 用户 ARPU 值及增长率预测



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

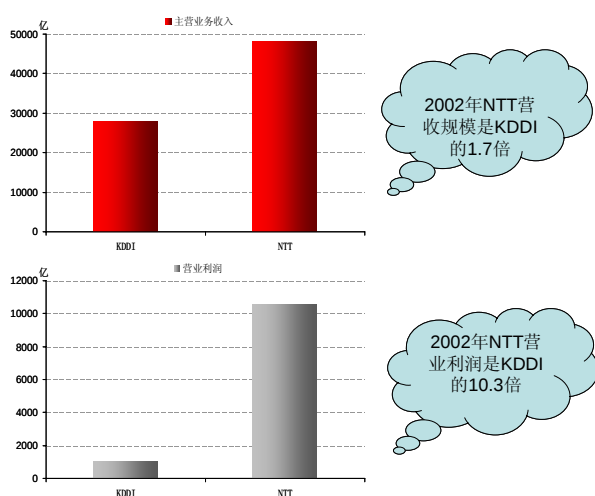
KDDI 的参考价值大吗?

我们在 8 月 23 日联通深度报告《“通”改前非, “联”想未来》中曾指出, 由于文化传统、居民消费习惯以及运营商竞争格局和我国极为相似, 以及日本主流运营商在 3G

发展初期同样采用“终端销售补贴+合约”政策和从高端向中低端用户渗透政策，我们选择日本市场进行研究。

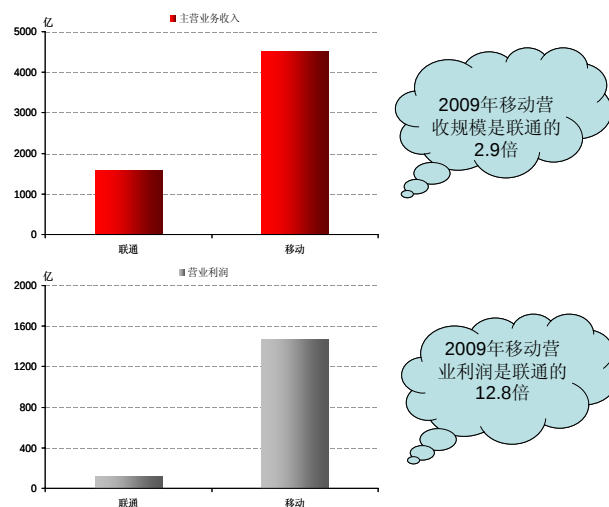
联通和 KDDI，移动和 NTT DoCoMo 有着惊人的相似性。和移动一样，在运营 3G 之前，NTT DoCoMo 长期霸占日本通信行业，老大地位无人撼动；2002 年其营收规模是 KDDI 的 1.7 倍，而营业利润是 KDDI 的 10.3 倍。同样，截止到 2009 年中国 3G 运营元年，中国移动的营收规模是联通的 2.9 倍，营业利润是联通的 12.8 倍。移动 NTT 的强大与联通 KDDI 的弱小形成鲜明的对比。从营收规模角度来看，KDDI 略强于联通；但从营业利润率角度来看，当年 KDDI 的盈利能力要比联通差很多。因此，KDDI 当年的境况和现在的联通十分相似。

图 4： 2002 年 KDDI 营收和营业利润远不及 NTT



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 5： 2002 年 KDDI 境况甚至比 2009 年的联通还要差

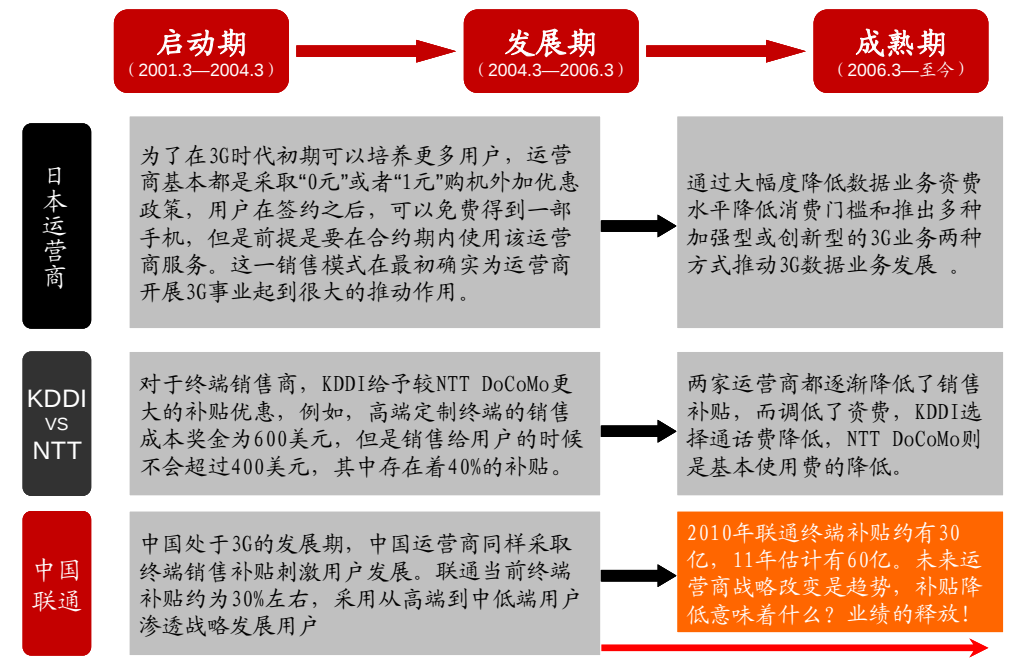


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

日本的 3G 运营基本上可以分为启动期、发展期和成熟期三个阶段。而相应的以 KDDI 和 NTT DoCoMo 为代表的运营商在此期间采用的用户发展政策分为两个阶段，在启动期和发展期采用“终端销售补贴+合约”政策；进入成熟期后随着日本移动通信市场的饱和，高功能终端的推进，手机补贴已经不能为运营商带来大批的用户加入，反而因为用户在短期内解约或更换新机等问题普遍存在，手机补贴已经成为运营商每年财政支出的沉重负担。随之，各家运营商逐渐降低终端销售补贴转而采用下调资费来发展巩固用户的政策。

KDDI 从 2002 年 4 月开始运营 3G，NTT DoCoMo 于 2001 年 6 月开始运营 3G。和联通一样，刚开始时 KDDI 也是采取大力补贴用户的政策吸引高端用户，然后由高端向中低端渗透，在市场成熟用户发展到一定规模后逐渐降低补贴额度。值得一提的是，当时 KDDI 的补贴政策更加激进，补贴额度高达 40%，而联通约为 35%。

图 6: 日本 3G 终端销售补贴政策研究



资料来源：华泰联合证券研究所

与此同时，KDDI 凭借网络和终端优势，针对年轻用户群体大力开展相关 3G 业务，通过音乐、影像下载等时尚业务的开展使 ARPU 值长期维持在一个相对较高的水平。

表格 2: KDDI 重点打造更易被年轻用户接受的录像及音乐服务

	KDDI	NTT DoCoMo
静态图片	Photo Mail 2 Mega CCD 自动聚焦	i-shot 2 Mega CCD 自动聚焦
影像片段	EZ movie 15-30 秒 (CDMA1x) 3 分钟 (1.5MB) (EV-DO) 5-6 分钟 (3MB) (EV-DO)	i-motion content(FOMA) 最长 30 秒 (100kb)
直播节目	实况直播 (EV-DO)	M-stage V-LIVE
音乐	Chaku Uth.30 秒 (CDMA1x) Chaku Uth3 分钟 (EV-DO)	无
GPS	EZ Navi.Walk	GPS Ink

资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

事实证明，对于影响 ARPU 值的因素，我们重点关注的不应是运营商补贴了多少，因为终端销售补贴政策是弱势运营商初期发展用户，占得先机的必要条件；我们应重点关注的是在 3G 用户形成一定规模之后运营商是否能够开展高 ARPU 值的 3G 业务，是否能够培养用户良好的使用习惯，这将对未来的 3G 用户 ARPU 值走势形成重要影响。高 ARPU 值 3G 业务的开展往往需要依附于较高的网络带宽，以及与大批高质量的 SP/CP 厂商的合作，而在这一点上，我们认为 3G 网络最快、终端产业链最成熟的

联通优势最大。我们认为，未来联通极有希望通过开展高 ARPU 值业务来减缓 ARPU 值的下降，ARPU 值下降的不会太快。

移动打资费战或补贴战的可能性不大

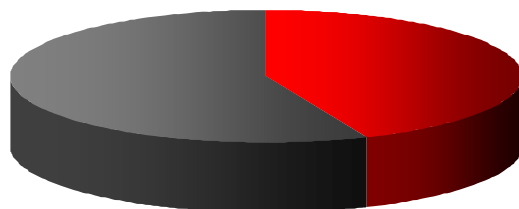
1、首先，和 2G 不同，资费高低并非是 3G 用户选择的决定性因素。3G 时代运营商赢得战争靠的是内容和服务，而不是资费。网络质量以及终端是开展业务的必要条件。

2G 时代通信支出更多的是作为必须消费品出现，通信产品单一，基本上只有语音服务，因此对资费敏感性较强；而 3G 时代通信支出则更多的是多了些可选消费品的属性，在基本语音需求得到满足的情况下，人们按照自己的偏好选择形形色色的增值服务，用户敏感的是差异化的服务。

移动 3G 用户的 ARPU 值仅为 48 元，说明一开始移动就通过低资费来发展 3G 用户，但效果并不见得好。联通 2010 年全年净增 1131.8 万户，移动 2010 年全年净增 3G 用户 1729.4 万，仅是联通的 1.5 倍，其中近 1/3 是 ARPU 值仅为 20 元左右的无线座机用户，而联通 3G 用户的 ARPU 值为 124 元。可见资费高低并非是 3G 用户选择的决定性因素，面对丰富多彩的移动互联网内容应用，网络质量以及终端才是决定性因素。

2、如果移动欲通过资费战来吸引用户，我们认为空间仅在于 2G，而且移动大幅降低的可能性极小。截止 2010 年底，移动 3G 用户的 ARPU 值已经很低，仅为 48 元，与联通的 124 元和电信的 96 元相差甚远，加之网络的硬伤，我们认为 3G 资费不可能再大幅下降。因此，若降只能是 2G 资费降，通过低资费来留住庞大的 2G 已有存量用户和吸引新增的 2G 用户，等待 TD-LTE 成熟后再将其发展成 4G 用户。但我们认为，移动同样不太可能会大幅降低 2G 资费。因为，就 2G 收入占比来说联通仅为 43.6%，而移动高达 97.5%，目前移动收入严重依赖于 2G，因此 2G 收入的下降对移动的影响将远大于联通。

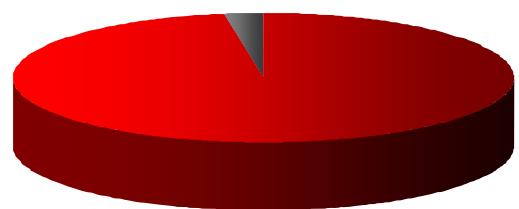
图 7： 联通 2G 收入仅为总收入的 43.6%



■ 2G 收入 ■ 其他收入

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 8： 移动 2G 收入占总收入比重高达 97.5%



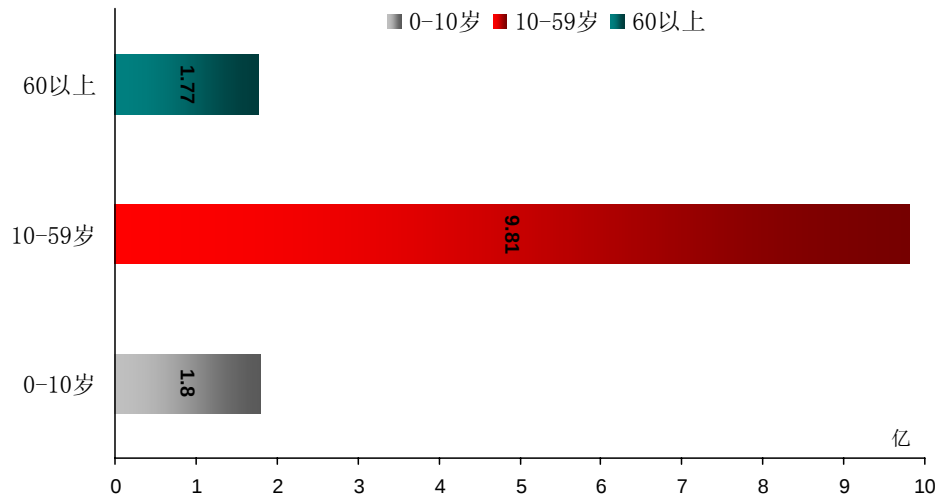
■ 2G 收入 ■ 其他收入

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

目前中国 2G 用户已达 8.26 亿，渗透率达 63%，早已过了“人口红利期”。从 2010 年第六次人口普查情况来看，平均每家庭人口数已减少 10%，我国人口可能会很

快进入缓慢下降通道。剔除 10 岁以下拿不起手机的孩子后我国还剩 11.9 亿人口，意味着我国移动电话普及率已达 75.3%，仅剩下 2.9 亿人口增量，而这 2.9 亿中还要剔除潜在的 3G 用户。而目前联通拥有 1.58 亿 2G 用户，电信拥有 0.88 亿 2G 用户，可能“叛逃”的数量也并不多。

图 9： 我国 2010 年第六次人口普查年龄结构



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

因此，如果未来移动大幅下调 2G 资费，那么将会出现两种现象：

- a) 用户规模上升速度将明显慢于资费下降的速度（反映在表中即为红色部分）；
- b) 资费下调可以适当刺激用户对 2G 服务的使用量，但使用量上升的速度将明显慢于资费下降的速度，也就是说，2G 的 ARPU 值会下降的更快。

这两种现象综合起来的结果就是，移动的收入会出现负增长，而且资费越低，收入下降的速度越快。

2010 年移动用户 ARPU 值为 73 元，总用户 5.84 亿中有 2070 万 3G 用户，其中 3G 用户 ARPU 值约为 48 元，全年移动通信服务收入约为 4638 亿。我们认为，2G 的 ARPU 值一旦下降将会对移动的收入和利润影响巨大。而联通 2G 用户 ARPU 值约为 40 元，对资费的敏感性远小于移动。

表格 3：移动对 2G 用户 ARPU 值的敏感性测试

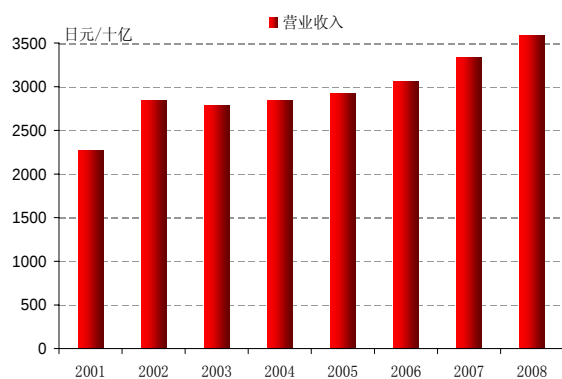
2G 收入/元		2G 用户规模变化				
		0	5%	10%	15%	20%
2G 用户 ARPU 值	0	4503	4721	4953	5187	5403
	-5%	4278	4356	4553	4839	5103
	-10%	4053	4187	4458	4683	4864
	-15%	3563	3712	3824	3985	4289
	-20%	3152	3285	3343	3513	3678

资料来源：华泰联合证券研究所

- 3、一旦移动大幅降低资费或增加补贴后，用户必然增加，而它的网络是否能够承受还是问题，毕竟现在移动的 2G 网络质量已经是“捉襟见肘”。一旦拥堵现象加剧造成用户较差体验，那么适得其反，掉话率和离网率会迅速攀高。
- 4、更重要的是政府非对称管制的潜在影响。对于关系到国计民生的电信行业，各国政府都极力使本国的运营商格局保持在一定程度上的均衡状态，极力避免出现一家独大的垄断局面。相信 3G 牌照的发放绝非顺其自然，否则以当时联通的“财”力和“智”力绝对拿不到 WCDMA 牌照。我国 3G 牌照的发放以及未来的携号转网政策都被看成是明显的非对称管制（2010 年底天津、海南携号转网开始试点）。工信部曾公开表示，针对运营商的非对称管制在短期内将重点围绕价格与结算。不正当价格竞争、捆绑搭售、区别定价、超额营销、掠夺性定价等价格行为将是非对称管制短期内关注的重点。因此我们认为，运营商进行恶性资费战的可能性不大。

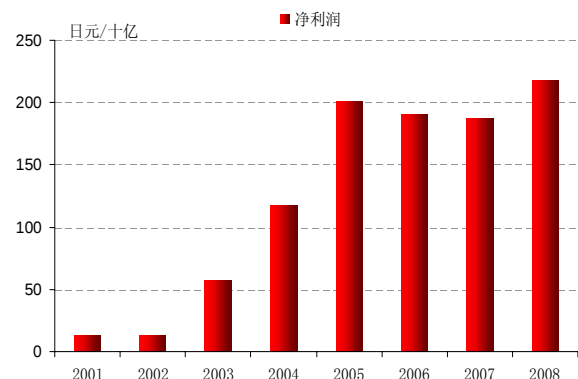
附：KDDI 运营 3G 后的营收和净利润，以及与 NTT 的股价表现

图 10： KDDI 的营收变化



资料来源：华泰联合证券研究所

图 11： KDDI 的净利润变化



资料来源：华泰联合证券研究所

图 12： 2002 年 4 月 KDDI 开始运营 3G 后的股价变化



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 13： 2001 年 6 月 NTT 开始运营 3G 后的股价变化



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

风险提示

联通联通新增 3G 用户数低于预期

移动 TD-LTE 建设超预期

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	42293	71821	15280	25941	营业收入	17616	20164	23694	28320
现金	22791	42312	11975	22030	营业成本	12373	13869	15315	17067
应收账款	10408	16738	19774	23511	营业税金及附加	4871	6049	7108	8496
其他应收款	1617	4657	4595	5842	营业费用	23733	27221	31987	38233
预付账款	3067	2866	3296	3717	管理费用	16113	17744	20377	23789
存货	3728	4161	4487	5093	财务费用	1625	1498	1102	545
其他流动资产	683	1086	895	950	资产减值损失	2664	3025	3554	4248
非流动资产	40117	38231	33776	28283	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	47	47	47	投资净收益	485	500	500	500
固定资产	30442	30767	27877	23405	营业利润	3914	7911	20162	37725
无形资产	19870	20777	20717	20750	营业外收入	1060	1060	1113	1169
其他非流动资产	76881	53811	38228	27983	营业外支出	327	360	396	436
资产总计	44346	45413	49056	54225	利润总额	4647	8611	20879	38458
流动负债	19789	20034	22168	24569	所得税	975	1808	4385	8076
短期借款	36727	36727	36727	36727	净利润	3671	6802	16494	30382
应付账款	93695	95707	11064	12689	少数股东损益	2444	4529	10981	20225
其他流动负债	67472	67907	74316	82065	归属母公司净利	1228	2274	5514	10156
非流动负债	37392	39356	38904	38581	EBITDA	62213	77000	98147	12256
长期借款	1462	1469	1476	1482	EPS (元)	0.06	0.11	0.26	0.48
其他非流动负	35930	37887	37428	37098	主要财务比率				
负债合计	23528	23969	26059	28427	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	13734	14187	15285	17307	成长能力				
股本	21197	21197	21197	21197	营业收入	11.2%	14.5%	17.5%	19.5%
资本公积	27819	27819	27819	27819	营业利润	-65.5%	102.1	154.9	87.1%
留存收益	21838	23561	28120	35907	归属母公司净利	-60.9%	85.2%	142.5	84.2%
归属母公司股	70836	72565	77122	84906	获利能力				
负债和股东权	44346	45413	49056	54225	毛利率(%)	29.8%	31.2%	35.4%	39.7%
现金流量表					净利率(%)	0.7%	1.1%	2.3%	3.6%
单位: 百万元					ROE(%)	1.7%	3.1%	7.1%	12.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	1.6%	2.8%	8.4%	24.2%
经营活动现金	68210	59010	11315	13411	偿债能力				
净利润	3671	6802	16494	30382	资产负债率(%)	53.1%	52.8%	53.1%	52.4%
折旧摊销	56675	67591	76883	84298	净负债比率(%)	16.31	16.02	14.74	13.52
财务费用	1625	1498	1102	545	流动比率	0.21	0.36	0.69	1.06
投资损失	-485	-500	-500	-500	速动比率	0.19	0.34	0.67	1.04
营运资金变动	4622	-1385	19574	19708	营运能力				
其他经营现金	2101	-14996	-394	-315	总资产周转率	0.41	0.45	0.50	0.55
投资活动现金	-76470	-37478	-33672	-30755	应收账款周转率	12	13	13	13
资本支出	78083	29099	30306	27266	应付账款周转率	1.27	1.46	1.48	1.44
长期投资	-46	4163	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	1567	-4216	-3367	-3489	每股收益(最新	0.06	0.11	0.26	0.48
筹资活动现金	17824	-2011	-2043	-2813	每股经营现金流	3.22	2.78	5.34	6.33
短期借款	-27182	0	0	0	每股净资产(最	3.34	3.42	3.64	4.01
长期借款	703	7	7	7	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	78.39	42.32	17.45	9.48
资本公积增加	-241	0	0	0	P/B	1.36	1.33	1.25	1.13
其他筹资现金	44545	-2018	-2049	-2820	EV/EBITDA	5	4	3	2
现金净增加额	9565	19522	77444	10055					

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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司