

2017年08月21日

中国联通 (600050.SH)

混改方案正式落地，业绩成长指日可待

■事件：8月21日，中国联通公告非公开发行A股股票预案及员工限制性股票激励计划。8月20日，证监会发布通告，联通混改将作为个案处理，适用再融资新规前的规则。

■混改方案获特批，引入战略投资者未改变：日前，证监会发布通告，联通混改将作为个案处理，适用再融资新规前的规则。中国联通本次共发行90亿新股（募资617亿，锁定3~5年）+转让19亿老股+8.5亿股限制性股票，总交易对价780亿，混改方案保持不变。引入的战略投资者方面，依然为BATJ、苏宁云商、光启互联、中国人寿、淮海方舟（滴滴、前海股权投资基金、用友网络、宜通世纪）、兴全基金（网宿科技、中车金证分别设立的资管计划）、中国国有企业结构调整基金（老股转让），与此前披露方案相同。

■募集资金投向当前以4G为主，下半年或追加4G网络投资：联通募得资金将投入4G能力提升项目398亿、5G组网试验和试商用196亿、创新业务建设23亿。就目前而言，中国联通4G基站在数量上仍然处于相对劣势，在一定程度上限制了公司在日益激烈的市场竞争中获取新用户以及提升市场占有率。此次混改引进资金，运营现金流将有效改善。根据混改规划，中国联通有望下半年追加对4G网络建设的投入，增强其在行业内的综合竞争实力。

■公布限制性股票解锁条件，公司有信心业绩快速成长：首期授予7550位核心员工共8.5亿股，将分三期解锁。三期解锁条件分别为：2018~2020年主营业务收入增长基于2017年基准分别不低于4.4%、11.7%、20.9%，2018~2020年利润总额增长基于2017年基准分别不低于65.4%、224.8%、378.2%，即2018~2020年利润总额不低于86亿、169亿、249亿，2018~2020年ROE分别不低于2.0%、3.9%、5.4%。从营收同比增长来看，高于传统电信运营商的平均水平，显示了管理层对于混改的信心，公司的业绩增长潜力有望增强。

■投资建议：中国联通布局“聚焦、合作和创新”战略，积极调整资本支出总额和结构，强化4G网络建设，并通过与互联网BATJ深入“合作”，扩大用户规模、深化流量经营。在混改全面加速背景下，中国

公司快报

证券研究报告

电信运营

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**9.16元**
股价(2017-08-21) **8.22元**

交易数据

总市值(百万元)	174,236.02
流通市值(百万元)	174,236.02
总股本(百万股)	21,196.60
流通股本(百万股)	21,196.60
12个月价格区间	4.08/8.22元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.74	3.69	57.7
绝对收益	10.04	10.04	63.46

张龙 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-35082939

夏庐生 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517020003
xials@essence.com.cn
021-35082732

彭虎 报告联系人
penghu@essence.com.cn

相关报告

中国联通：混改落地，新
联通扬帆启航/张龙 2017-08-17

联通有望通过业务转型+公司治理结构优化持续推进业绩成长。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 2837.94 亿元 (+3.5%)、2965.64 亿元 (+4.5%)、3128.75 亿元 (+5.5%)，净利润分别为 14.48 亿元 (+839.5%)、26.43 亿元 (+82.6%)、42.24 亿元 (+59.8%)，按照最新增发股本摊薄计算，备考 BPS 分为 5.03 元、5.09 元、5.21 元，对应 PB 分为 1.52 倍、1.49 倍、1.45 倍。参考全球 TOP 运营商 2018 年平均 PB 2.77 倍，考虑混改所带来的业务转型和业绩增长潜力，我们给予公司 2018 年动态 PB 1.8 倍的合理估值，维持 6 个月目标价 9.16 元，维持“买入-A”投资评级。

风险提示：混改进程不及预期、创新业务发展不及预期

(亿元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,770.5	2,742.0	2,837.9	2,965.6	3,128.8
净利润	34.7	1.5	14.5	26.4	42.2
每股收益(元)	0.16	0.01	0.05	0.09	0.14
每股净资产(元)	3.71	3.66	5.03	5.09	5.21
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	45.6	1,027.7	160.4	87.9	55.0
市净率(倍)	2.0	2.0	1.5	1.5	1.4
净利润率	1.3%	0.1%	0.5%	0.9%	1.4%
净资产收益率	4.4%	0.2%	0.9%	1.7%	2.6%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%
ROIC	3.0%	1.0%	1.4%	1.8%	3.2%

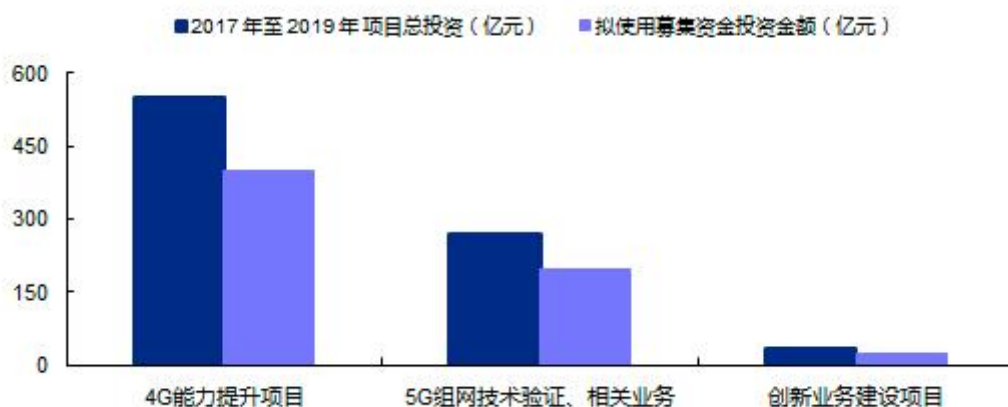
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

1. 募集资金使用计划解析：重点投向 4G、5G

1.1. 持续完善 4G 网络深度及广度覆盖，打造 4G 精品网络

本次非公开发行预计募集资金总额不超过人民币 617.25 亿元，最终由联通运营公司用于“4G 能力提升项目”、“5G 组网技术验证、相关业务使能及网络试商用建设项目”和“创新业务建设项目”。其中“4G 能力提升项目”的投入占比较大，为 64.51%（4G 能力提升项目建设内容包括现有 4G 网络扩容、新建 4G 站点、与 5G 的互操作升级和相应的传送网络建设）。其次为 5G 和创新业务，分别占比为 31.73%、3.76%。

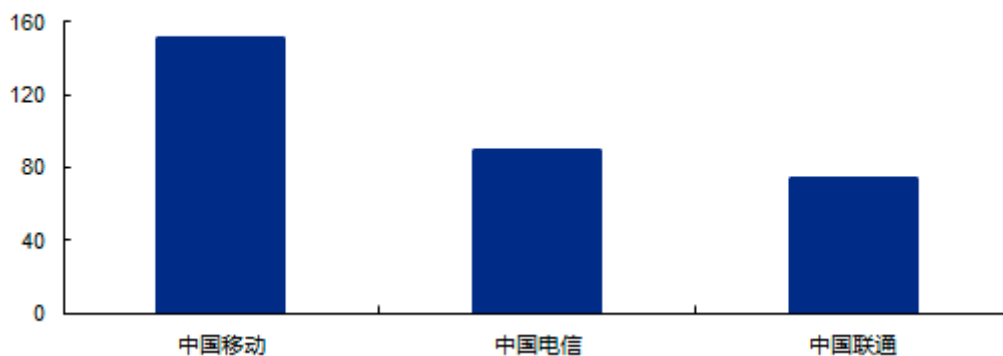
图 1：中国联通 2017-2019 年募集资金投资项目情况



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

此次募集资金的主要用途是全面提升 4G 能力。就目前而言，中国联通 4G 基站在数量上仍然处于相对劣势，在一定程度上限制了公司在日益激烈的市场竞争中获取新用户和提升市场占有率。截至 2016 年底，中国联通已完成了 74 万个基站的 4G 网络建设，而中国移动、中国电信于 2016 年底分别建设完成了 151、89 万台 4G 基站，与同业相比，联通对 4G 网络建设力度相对较弱。

图 2：截止 2016 年底，三大运营商 4G 基站完成情况

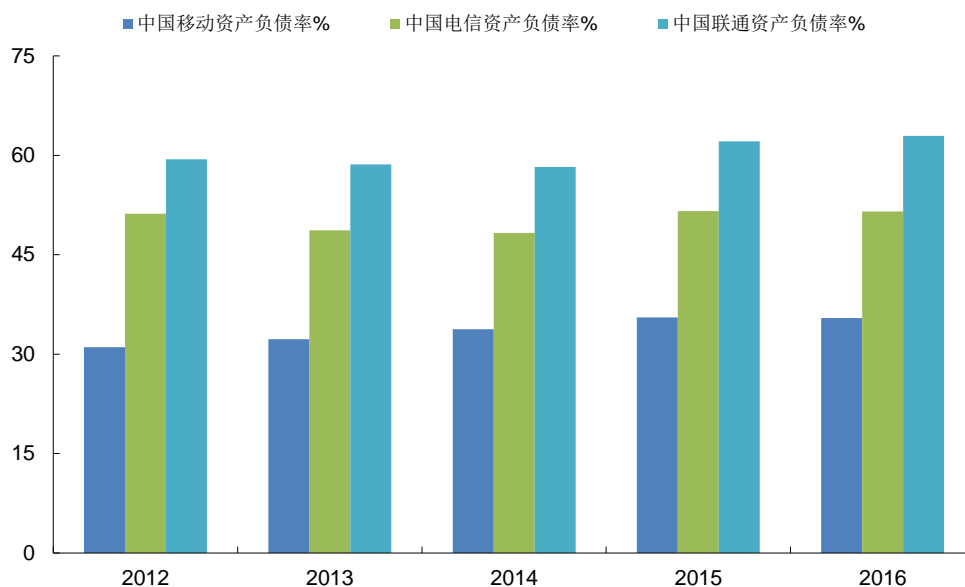


资料来源：公司年报、安信证券研究中心

从财务角度来看，联通 4G 基站建设明显落后的原因在于资产负债率以及现金流/收入比例相对较低，导致了其对 4G 基站的建设投入力不从心。从近 5 年的资产负债率来看，与同业对

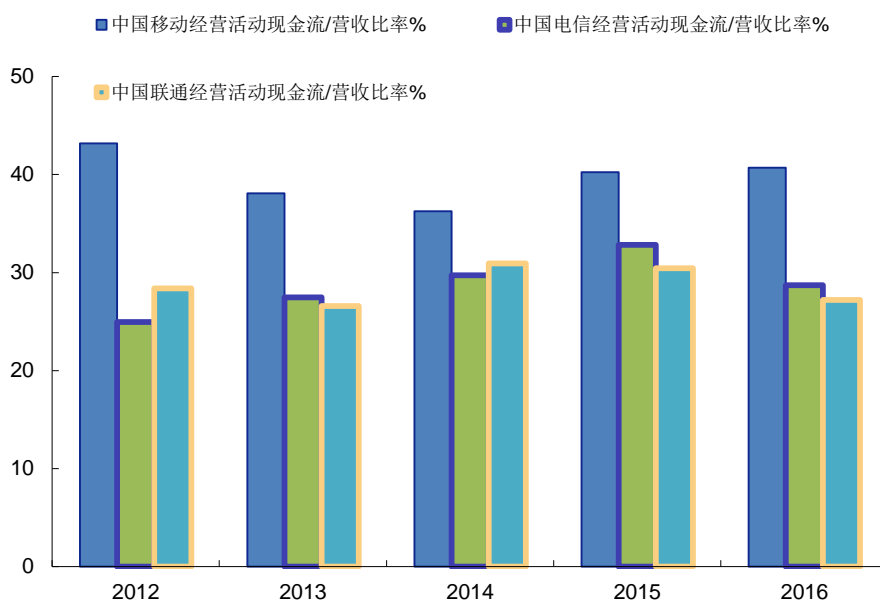
比，中国联通近5年来资产负债率均为最高，并呈逐年上升的趋势；而中国移动的资产负债率一直保持行业较低水平，中国电信仅次之，并且该两家公司近5年的资产负债率较为稳定。从现金流量占营业收入比率来看，中国联通现金流较为紧缺，自2015年开始呈明显下降趋势，而中移动的现金流营收占比率一直保持较高水平，中国电信次之。

图 3：2012-2016 年三大运营商资产负债率



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：2012-2016 年三大运营商经营活动产生的现金流量净额/营业收入



资料来源：Wind、安信证券研究中心

从以上数据综合分析来看，中国联通近几年的现金流与同业相比较为紧缺，或为导致其

在 4G 基站规模建设方面落后的主要原因。此次混改引进资金，运营现金流将有效改善，根据混改规划，中国联通有望下半年追加对 4G 网络建设的投入，增强其在行业内的综合竞争能力。

此次公告披露了“4G 项目”的详细规划。2017 年至 2019 年，4G 项目总投资额为 550.90 亿元，拟使用募集资金 398.16 亿元，项目投资概算情况如下表所示，其中大部分规划投资将于 2017 年完成。

表 1：4G 项目投资概算情况（单位：亿元）

项目	2017	2018	2019	
无线网	4G 覆盖扩展	166.6	91	58.4
	扩容和升级	22	89	23.2
	小计 1	188.6	180	81.6
传送网	本地传送	9.7	5.1	1.3
	本地主干光缆	15	6.9	1.5
	移动站点接入	37	17	7.2
	小计 2	61.7	29	10
合计	250.3	209	91.6	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 5G 相关投资将于 2018 年开启，2019 年投资力度进一步加大

“5G 组网技术验证、相关业务使能及网络试商用建设项目”的建设内容包括 5G 无线试验网络和试商用网络、核心网络、传送网络等，该项目将面向未来移动通信业务及物联网业务的快速增长，帮助中国联通实现 5G 业务领跑、抢占市场先机。该项目 2017 年至 2019 年总投资额 271.00 亿元，2017-2019 年占比分别为 0.37%、29.52%和 70.11%。可见，2018 年将逐步开始 5G 组网及业务的相关投资，并将在 2019 年进一步加大投资力度。

表 2：5G 组网技术验证、相关业务项目投资概算（单位：亿元）

项目构成	2017 年	2018 年	2019 年	
无线网	物联网投资	0	55	15
	5G 无线网投资	1	15	130
本地传送网	核心汇聚层波分	0	2.2	6.9
	核心汇聚及综合业务接入点分组	0	2.8	10.4
本地主干光缆	主干光缆	0	2.2	3.5
	主干管道	0	1.9	3.5
移动站点接入	基站及室分接入	0	0.8	20.8
合计	1	80	190	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 创新业务助力联通商业模式转型，或为新的收入增长点

“创新业务建设项目”建设内容为建设业务平台，支持云计算、大数据、物联网、产业互联网、支付金融和视频等业务。中国联通通过该项目，以更加开放的合作战略，聚合产业链资源，整合各方优势，突出差异化发展策略，实现创新业务收入增长率行业领先，并成为公司未来收入主要增长点。据公司公告披露，2017 年至 2019 年总投资额 32.13 亿元。

具体来看，根据混改方案，中国联通引入的战略投资者包括互联网公司、垂直行业公司、金融企业产业集团和产业基金四种类型：

- 1) 互联网公司：合作者包括百度、阿里巴巴、腾讯和京东团，合作领域涉及零售体系、渠道触点、内容聚合、家庭互联网、智富金融、云计算、大数据和物联网等。BAT 拥有庞大的移动互联网用户基础，并且在云计算、大数据、物联网和人工智能等领域处于领先地位；京东在零售和物流体系方面具有绝对领先优势。此前中国联通与四大互联网公司签署过相关战略合作框架协议。
- 2) 垂直行业公司：合作者包括苏宁云商、网宿科技、用友和宜通世纪，合作领域涉及物联网、CDN 和系统集成等。
- 3) 金融企业和产业集团：合作者有中国人寿，合作领域涉及产业互联网和支付金融等。
- 4) 产业基金：合作者有中国国有企业结构调整基金股份有限公司，与其投资的大量央企、地方国企、民营企业进行更多对接，共同发掘业务合作机会，促进合作共赢。

2. 募集项目对公司的整体影响正面

2.1. 短期净资产收益率或降低，中长期收入及利润或加速增长

资金项目募集完成后，净资产大幅增加，资产负债率有效降低，投融资能力、研发实力、发展潜力将显著增强。但是，由于募集资金投资项目需要一定的建设期，在项目初始投入运营的短期内，公司净资产收益率可能会因为财务摊薄而有一定程度的降低。而从中长期来看，随着项目陆续产生效益，公司将形成新的利润增长点，收入和利润水平或将得到提高，盈利能力和盈利稳定性有望不断增强，有利于公司的长远发展。

2.2. 深入与 BATJ 展开合作，4G 用户规模有望快速扩大

对电信运营商来说，产业链纵向合作一方面可以低成本绑定庞大用户群体，实现增量增收；另一方面通过对网络流量进行用户级的精确管理，可以达到流量经营和流量控制的目的，从而将网络资源以更合理、更有效率的方式提供给客户，以实现基于用户需求和行为的智能资源配置，从爆炸式增长的流量上获得相应的收益提升。对互联网公司来说，其商业模式是打造并维护好产品的核心功能，确保最佳的用户体验，以便尽可能多地吸引用户和流量，与运营商的定向合作可以提升平台的网络体验，进而增加用户粘性，推动流量变现。

目前，以 BAT（百度、阿里巴巴和腾讯）为代表的互联网公司在我国处于绝对主导地位，旗下掌握的移动应用在用户规模上领先全行业。中国联通围绕社交、视频、电子商务和企业办公等领域，以专用套餐或专属用户卡的形式与 BAT 深入合作，从而通过流量与内容的融合扩大 4G 用户规模，同时提供用户离网成本增强用户粘性。在此次中报业绩会议上，据公司高层介绍，公司通过互联网销售已获得了收费用户 2000 万。

2.3. 员工持股强化治理机制和激励机制，经营效率提升助力业务发展

组织架构庞大造成的经营低效是中国联通目前面临的问题之一。根据混改方案，中国联通将通过改革治理机制和激励机制的方式提高公司活力和经营效率。

建立健全协调运转、有效制衡的混合所有制企业公司治理机制。具体措施包括：适当引入新股东代表担任 A 股公司董事，进一步优化多元董事会组成结构；明确董事会在公司的核心地位，强化董事会重大决策、选人用人、薪酬分配等权力；加强经理层建设，探索经理层市场化选聘机制和市场化管理机制。

建立员工与企业利益共享、风险共担的市场化机制。具体措施包括：建立股权激励机制，实

现股东、公司和员工利益一致；更好实现“收入能增能减、岗位能上能下、员工能进能出”，同时维护好员工的基本权益；推进全生产场景划小承包，激发团队和员工的内生动力和活力；以业绩为导向优化薪酬内部分配机制，实现多劳多得。

3. 投资建议

中国联通布局“聚焦、合作和创新”战略，积极调整资本支出总额和结构，强化 4G 网络建设，并通过与互联网 BATJ 深入“合作”，扩大用户规模、深化流量经营。在混改全面加速背景下，中国联通有望通过业务转型+公司治理结构优化持续推进业绩成长。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 2837.94 亿元(+3.5%)、2965.64 亿元(+4.5%)、3128.75 亿元(+5.5%)，净利润分别为 14.48 亿元 (+839.5%)、26.43 亿元 (+82.6%)、42.24 亿元 (+59.8%)，按照最新增发股本摊薄计算，备考 BPS 分为 5.03 元、5.09 元、5.21 元，对应 PB 分为 1.52 倍、1.49 倍、1.45 倍。参考全球 TOP 运营商 2018 年平均 PB 2.77 倍，考虑混改所带来的业务转型和业绩增长潜力，我们给予公司 2018 年动态 PB 1.8 倍的合理估值，维持 6 个月目标价 9.16 元，维持“买入-A”投资评级。

从产业链受益标的来看，1) 联通混改一马当先，带动混改主题，通信板块建议关注：星网锐捷、烽火通信。2) 联通混改有望在 2017~2019 年带动网络资本开支，中兴通讯、烽火通信、中际装备、光迅科技、通宇通讯受益。3) 此次联通的战略投资者和垂直行业合作伙伴宜通世纪、网宿科技建议重点关注。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(亿元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,770.5	2,742.0	2,837.9	2,965.6	3,128.8	成长性					
减:营业成本	2,077.0	2,115.8	2,176.7	2,274.4	2,393.5	营业收入增长率	-4.0%	-1.0%	3.5%	4.5%	5.5%
营业税费	8.8	10.6	11.4	19.3	21.9	营业利润增长率	-64.1%	-104.8%	-1551.0	111.7%	70.2%
销售费用	319.7	346.5	354.7	370.4	388.0	净利润增长率	-12.8%	-95.6%	839.7%	82.5%	59.8%
管理费用	198.4	198.7	207.2	219.2	231.5	EBITDA 增长率	-9.0%	-11.2%	0.7%	-0.6%	1.5%
财务费用	64.9	38.5	16.2	-33.0	-80.7	EBIT 增长率	-39.7%	-70.7%	56.6%	-8.3%	22.5%
资产减值损失	40.9	41.8	40.5	40.4	40.1	NOPLAT 增长率	-39.9%	-67.8%	56.4%	-8.6%	22.6%
加:公允价值变动收益	0.5	-0.1	-0.4	0.2	-0.0	投资资本增长率	-3.2%	7.4%	-25.8%	-32.9%	-52.5%
投资和汇兑收益	-4.1	7.4	9.0	9.1	9.2	净资产增长率	1.6%	-1.5%	35.5%	2.3%	3.8%
营业利润	57.1	-2.7	39.9	84.4	143.7	利润率					
加:营业外净收支	81.6	8.6	13.5	13.7	13.9	毛利率	25.0%	22.8%	23.3%	23.3%	23.5%
利润总额	138.7	5.8	53.4	98.1	157.6	营业利润率	2.1%	-0.1%	1.4%	2.8%	4.6%
减:所得税	34.3	1.0	9.3	17.4	27.9	净利润率	1.3%	0.1%	0.5%	0.9%	1.4%
净利润	34.7	1.5	14.5	26.4	42.2	EBITDA/营业收入	30.5%	27.4%	26.6%	25.3%	24.4%
						EBIT/营业收入	4.4%	1.3%	2.0%	1.7%	2.0%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	477	477	429	331	238
货币资金	220.1	253.9	960.3	1,890.7	2,902.0	流动营业资本周转天数	-239	-262	-245	-247	-247
交易性金融资产	1.1	1.2	0.8	1.0	1.0	流动资产周转天数	76	93	128	226	330
应收账款	264.3	449.0	99.5	519.5	171.0	应收账款周转天数	31	47	35	38	40
应收票据	0.6	0.5	0.6	0.5	0.7	存货周转天数	5	4	6	5	5
预付账款	38.2	39.9	43.9	42.2	48.2	总资产周转天数	755	808	761	742	736
存货	39.5	24.3	62.6	20.9	64.3	投资资本周转天数	394	406	354	241	135
其他流动资产	33.9	53.4	33.3	40.2	42.3	投资回报率					
可供出售金融资产	48.5	43.3	50.3	47.3	47.0	ROE	4.4%	0.2%	0.9%	1.7%	2.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.7%	0.1%	0.8%	1.3%	2.0%
长期股权投资	329.7	334.2	334.2	334.2	334.2	ROIC	3.0%	1.0%	1.4%	1.8%	3.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3,556.5	3,711.0	3,054.5	2,398.1	1,741.6	销售费用率	11.5%	12.6%	12.5%	12.5%	12.4%
在建工程	965.0	781.4	781.4	781.4	781.4	管理费用率	7.2%	7.2%	7.3%	7.4%	7.4%
无形资产	269.8	263.8	220.8	177.9	134.9	财务费用率	2.3%	1.4%	0.6%	-1.1%	-2.6%
其他非流动资产	386.0	203.1	189.2	147.5	115.2	三费/营业收入	21.0%	21.3%	20.4%	18.8%	17.2%
资产总额	6,153.2	6,159.1	5,831.5	6,401.5	6,383.9	偿债能力					
短期债务	852.0	769.9	-	-	-	资产负债率	62.0%	62.6%	46.5%	50.1%	48.1%
应付账款	1,715.7	1,521.1	1,421.8	1,826.4	1,612.3	负债权益比	162.9%	167.2%	86.8%	100.4%	92.6%
应付票据	0.2	0.7	2.0	0.9	1.1	流动比率	0.18	0.24	0.51	0.89	1.20
其他流动负债	814.1	1,124.0	932.6	993.8	1,077.8	速动比率	0.17	0.23	0.48	0.88	1.18
长期借款	17.5	45.0	-	-	-	利息保障倍数	1.88	0.93	3.46	-1.56	-0.78
其他非流动负债	413.3	393.4	352.9	386.5	377.6	分红指标					
负债总额	3,812.7	3,854.0	2,709.3	3,207.6	3,068.7	DPS(元)	0.06	-	0.01	0.02	0.02
少数股东权益	1,553.6	1,530.0	1,558.1	1,611.5	1,696.9	分红比率	34.9%	0.0%	23.6%	19.5%	14.4%
股本	212.0	212.0	310.8	310.8	310.8	股息收益率	0.8%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%
留存收益	596.5	585.8	1,253.3	1,271.6	1,307.4						
股东权益	2,340.5	2,305.1	3,122.2	3,193.9	3,315.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.16	0.01	0.05	0.09	0.14
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	3.71	3.66	5.03	5.09	5.21
净利润	104.3	4.8	14.5	26.4	42.2	PE(X)	45.6	1,027.7	160.4	87.9	55.0
加:折旧和摊销	788.5	785.5	699.4	699.4	699.4	PB(X)	2.0	2.0	1.5	1.5	1.4
资产减值准备	40.9	41.8	-	-	-	P/FCF	11.7	-13.9	-22.4	2.8	2.6
公允价值变动损失	-0.5	0.1	-0.4	0.2	-0.0	P/S	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
财务费用	65.2	40.2	16.2	-33.0	-80.7	EV/EBITDA	4.1	5.3	4.1	3.1	1.9
投资损失	4.1	-7.4	-9.0	-9.1	-9.2	CAGR(%)	-8.2%	200.1%	-28.3%	-8.2%	200.1%
少数股东损益	69.6	3.3	29.6	54.3	87.4	PEG	-5.6	5.1	-5.7	-10.7	0.3
营运资金的变动	-120.0	241.0	140.0	123.5	169.3	ROIC/WACC	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3
经营活动产生现金流量	892.3	795.3	890.2	861.7	908.5	REP	3.7	11.8	8.6	7.7	5.6
投资活动产生现金流量	-913.5	-957.5	2.8	11.6	9.6						
融资活动产生现金流量	-14.9	179.0	-186.7	57.1	93.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张龙、夏庐生声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034