

中国联通 (600050.SH) 无线通信行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

陈运红

分析师 SAC 执业编号: S1130511030023
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

张燕

联系人
(8621)60893126
zhang_yan@gjzq.com.cn

3G 用户增长符合预期, 宽带用户大幅下滑

事件

联通于 2012 年 1 月 19 日公布去年 12 月营运数据: 移动业务中 2G 用户数新增 20.2 万, 累计达到 1.596 亿, **3G 用户新增 348.5 万, 累计达到 4001.9 万**, 其中 3G 数据卡本月新增 22.1 万, 累计达到 380 万; 固定业务中本地电话用户数减少 85.3 万, 累计达到 9285.1 万, **宽带用户新增 11.8 万, 累计达到 5565.1 万**。

评论

新增 3G 用户数符合预期, 本月用户增长原因及后续终端推出情况: **1、12 月 1 日千元智能机合约计划下调, 补贴率由 63%提高至 87%**: 去年 12 月 1 日, 联通下调千元智能机合约计划, 将原有“99 元套餐”0 元购机改为“66 元套餐”, 补贴率也由原来的 63%提高至 87%, 千元智能机一经推出就叙写了一部神话, 先是中兴 V880, 单日最高销量达到 1 万台, 随后而出的联想 A60, 单月销量接近 50 万, 接下来的酷派 W706、华为 Sonic 等也有着不错的口碑, 合约计划的下调是使得用户出现增长的主要原因; **2、中端智能机持续推出**: 去年 12 月 13 日, 推出中兴 Skate v960、12 月 23 日引入华为中高端手机荣耀 Honor、12 月 21 日发布和小米手机的合约计划, 这些中端手机的引入在一定程度上刺激了用户数的快速发展; **3、新千元智能机对 12 月用户的增长有一定贡献**: 去年 12 月 26 日, 联通重新定义新千元智能机, 首批 8 款, 套餐包价格 1599 元, “96 元套餐”即可零元购机, 28 日上市 2 款, 消息称 3 天销量已达到 11 万台; **4、后期终端推出情况**: 2012 年 1 月 13 日, 推出 iPhone4S; 2012 年 2 月, 预计推出价格在 799 元以下的智能机。

宽带用户大幅下滑: 虽然每年年底都是全年低点, 但是本月新增宽带用户数为近几年历史低点, 这与宽带市场竞争变得更加激烈有很大关系, 在面临固定电话持续下滑的情形下, 宽带业务是维持固网业务增长的唯一动力, 其重要性不言而喻, 因此联通在大力发展 3G 用户的同时必须关注宽带用户的发展。

纵观 2011 年全年, 在 3G 用户数上面, 联通交出了一份让人满意的答卷, 年初目标用户数为 2500 万, 全年 3G 净增用户达到 2596 万, 在前半年仅完成 40%目标的情况下, 后半年终端和补贴策略的灵活变化使得用户数频超市场预期, 从目前的形势和联通所采取的终端及资费补贴情况来看, 明年 3G 用户数的增长是可期的, 但是在用户数上涨的背后, 我们不得不思考一个问题, 3G 用户的快速增长是一种良性的循环还是一种病态的维持, 如若是一种良性循环, 那么业绩的释放是迟早的事情, 若是病态的维持, 到最后只能是人财两空。**当前联通的终端策略为从高端 (打开知名度, iPhone 等) —— 低端 (圈用户, 中兴 V880 等) —— 中端 (覆盖用户, 中兴 Skate v960 等), 终端补贴方面, 降低了 iPhone 补贴率 (由原来的 87%下降至 63%), 提高了低端用户的补贴率 (由原来的 63%提高至 87%)**, 我们肯定联通当前终端和资费上所采取的措施, 在 2012 年, 我们认为在关注 3G 用户数快速增长的同时, 更需关注整体移动用户的份额 (2G 用户面临快速下滑) 和终端补贴率的变化情况, 如若在补贴率出现下降的情况下整体移动用户份额仍旧能够维持上涨, 联通的发展将迎来良性的循环。

投资建议

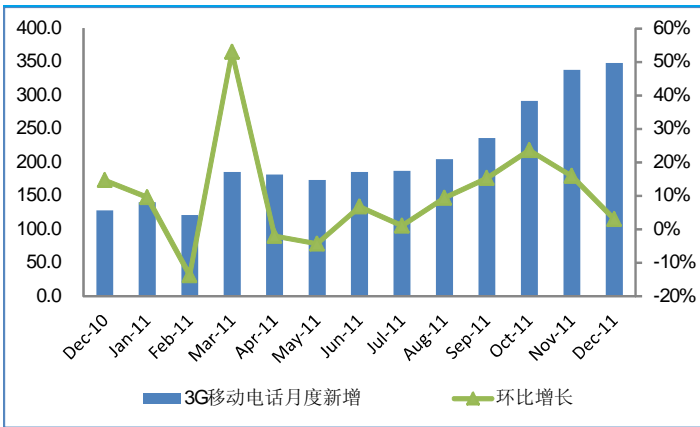
去年四季度联通 3G 用户数出现爆发式的增长, 主要是依靠补贴率的提高和低端智能机品种的增多, 从而会导致四季度面临较大的财务压力, 不排除全年业绩低于预期的可能性, 因此我们建议在联通年报公布之后再考虑增持, 一方面防止因业绩低于预期带来市场补杀, 另一方面也需要时间来验证联通是否能在降低补贴率的情况下实现移动用户份额的持续上涨, 迎来良性的循环。

中国联通月度营运数据点评

新增 3G 用户数符合预期，宽带用户大幅下滑

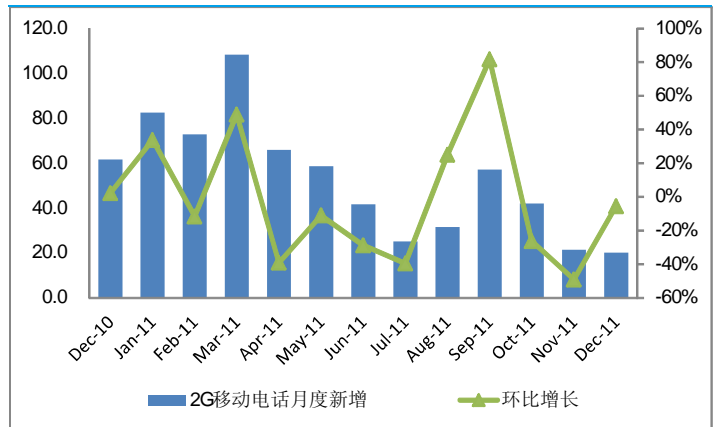
- 中国联通去年 12 月新增 3G 用户 348.5 万，环比增长 3%，累计达到 4001.9 万，同比增长 184.6%；新增 2G 用户 20.2 万，环比减少 5.6%，累计达到 1.596 亿，同比增长 4.1%；宽带用户本月新增 11.8 万，环比减少 75.6%，累计达到 5565.1 万，同比增长 17.8%；本地电话用户数减少 85.3 万，环比增加 43.8%，累计达到 9285.1 万，同比减少 3.9%；
- **新增 3G 用户数符合预期，本月用户增长原因及后续终端推出情况：**
 - **1、12 月 1 日千元智能机合约计划下调，补贴率由 63%提高至 87%：**去年 12 月 1 日，联通下调千元智能机合约计划，将原有“99 元套餐”0 元购机改为“66 元套餐”，补贴率也由原来的 63%提高至 87%，千元智能机一经推出就叙写了一部神话，先是中兴 V880，单日最高销量达到 1 万台，随后而出的联想 A60，单月销量接近 50 万，接下来的酷派 W706、华为 Sonic 等也有着不错的口碑，合约计划的下调是使得用户出现增长的主要原因；
 - **2、中端智能机持续推出：**去年 12 月 13 日，推出中兴 Skate V960、12 月 23 日引入华为中高端手机荣耀 Honor、12 月 21 日发布和小米手机的合约计划，这些中端手机的引入在一定程度上刺激了用户数的快速发展；
 - **3、新千元智能机对 12 月用户的增长有一定贡献：**去年 12 月 26 日，联通重新定义新千元智能机，首批 8 款 4 英寸大屏、主频最高升至 1GHz、套餐包价格 1599 元，“96 元套餐”即可零元购机，28 日上市 2 款，消息称 3 天销量已达到 11 万台；
 - **4、后期终端推出情况：**2012 年 1 月 13 日，推出 iPhone4S；2012 年 2 月，预计推出价格在 799 元以下的智能机。
- **宽带用户大幅下滑：**虽然每年年底都是全年低点，但是本月新增宽带用户数为近几年历史低点，这与宽带市场竞争变得更加激烈有很大关系，在面临固定电话持续下滑的情形下，宽带业务是维持固网业务增长的唯一动力，其重要性不言而喻，因此联通在大力发展 3G 用户的同时也必须同时关注宽带用户的发展。
- **2G 用户增长较慢的主要原因是 3G 低价套餐促使新增用户大部分都选择了 3G，且 2G 用户的流失率也有所加大；**固定电话本月下滑加快，主要来自于无线市话的退网。

图表1：2011 年 12 月 3G 用户月度新增 380.5 万

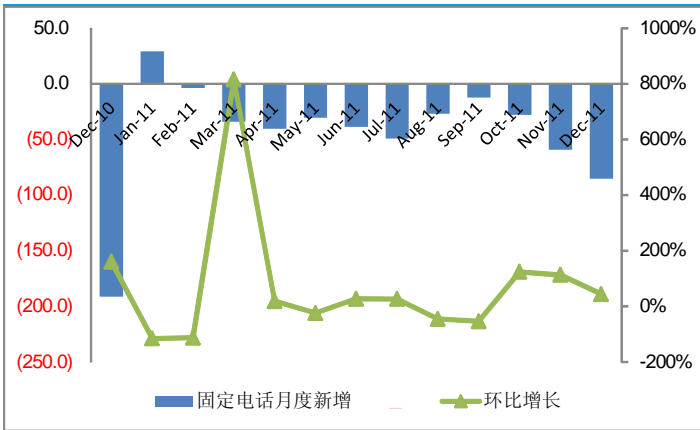


来源：国金证券研究所

图表2：2011 年 12 月 2G 用户月度新增 20.2 万

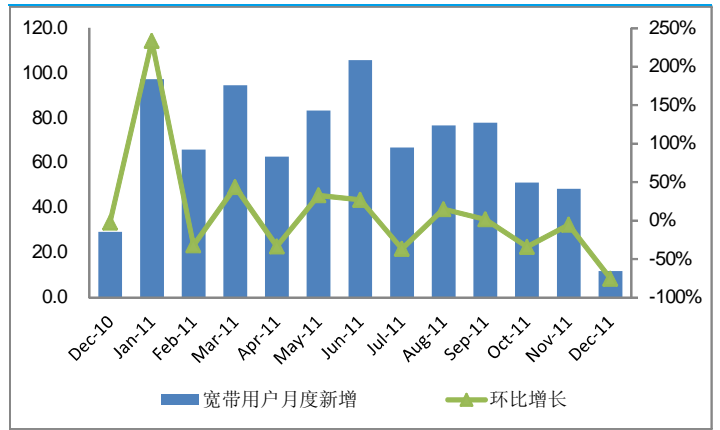


图表3: 2011年12月固定电话用户月度下滑85.3万



来源: 国金证券研究所

图表4: 2011年12月宽带用户月度新增11.8万



终端由高端向中低端渗透，补贴由高端转移至中低端

■ 纵观 2011 年全年，在 3G 用户数上面，联通交出了一份让人满意的答卷，年初目标用户数为 2500 万，全年 3G 净增用户达到 2596 万，在前半年仅完成 40% 目标的情况下，后半年终端和补贴策略的灵活变化使得用户数频超市场预期，从目前的形势和联通所采取的终端及资费补贴情况来看，明年 3G 用户数的增长是可期的，但是在用户数上涨的背后，我们不得不思考一个问题，3G 用户的快速增长是一种良性的循环还是一种病态的维持，如若是一种良性循环，那么业绩的释放是迟早的事情，若是病态的维持，到最后只能是人财两空。我们肯定联通当前终端和资费上所采取的措施，在 2012 年，我们认为在关注 3G 用户数快速增长的同时，更需关注整体移动用户的份额（2G 用户面临快速下滑）和终端补贴率的变化情况，因此我们将过去两年联通在终端和资费补贴方面做了一定的梳理：

- 终端策略：高端（iPhone，打开知名度）——低端（圈用户）——中端（覆盖所有用户）；

图表5: 中国联通终端发展策略: 高端——低端——中端

终端发展策略	时间	内容
高端智能手机	2009年8月28日	宣布与苹果签订为期三年的手机合作销售协议
	2009年10月30日	发布iPhone 3G (8G)及iPhone 3G S (16G、32G)
	2010年8月9日	发布iPhone 3G S (8G), 带WiFi功能
	2010年9月25日	发布iPhone4
	2012年1月13日	发布iPhone4S
	2011年9月	推出HTC灵感、酷派W 770等高端智能机
低端智能手机	2010年6月23日	首批千元智能机上市, 包括诺基亚5235、索爱M1i、中兴X850、华为U8110和天语W366, 最低126元套餐可0元购机
	2011年5月31日	新定义“千元智能机”, 最低96元套餐可0元购机, 推出“中兴V880”
	2011年8月8日	推出千元智能机“联想A60”
	2011年9-11月	陆续推出华为Sonic、酷派W706、夏新N79、酷派W708
	2011年12月1日	将原千元智能机96元套餐0元购机改为66元套餐0元购机
	2011年12月26日	重新定义“千元智能机”, 提高配置, 96元套餐可0元购机, 发布酷派7260、华为Honor、中兴V889D、TCL-W989、联想A750、海信HS-U8、夏新N89和飞利浦W635
	2012年2月	预计推出售价799元的智能机
2012年年中	预计推出售价599元智能手机	
中端智能手机	2011年12月13日	2012年终端策略转向中端市场, 推出中兴Skate V960
	2011年12月21日	与小米手机合作发布套餐合约计划, 28日开卖
	2011年12月23日	引入华为中高端手机荣耀Honor (中高端)

来源: 国金证券研究所

- 资费调整: 基本资费更加丰富、每新出一款 iPhone, 原有合约计划下调千元左右、千元智能机合约计划去年12份下调;

图表6: 基本资费及合约计划变更情况

主要资费变更情况	时间	内容
基本套餐资费调整	2009年9月28日	3G商用, 基本套餐从96元至886元共9档; 3G学生套餐为66元; 3G无线上网卡套餐包括80元、150元、200元、300元共四档
	2010年5月1日	原套餐改为A套餐, 新增B套餐, 语音、数据占比为7:3
	2010年12月10日	推出C套餐, 并在AB套餐中增加46元套餐
iPhone合约计划调整	2010年5月	调整iPhone合约计划, 新增96元套餐, 合约价降价千元左右
	2010年12月	iPhone 3G S降价千元
	2011年10月	iPhone4合约计划下调, 部分裸机降价千元
千元智能机合约计划调整	2010年6月23日	千元智能机126套餐可0元购机
	2011年5月31日	新定义千元智能机96元套餐可0元购机
	2011年12月1日	千元智能机96元套餐0元购机改为66元套餐0元购机

来源: 国金证券研究所

- iPhone 补贴率出现下滑, 千元智能机补贴率上升: 1月13日, 联通发售 iPhone 4S 16GB、32GB 和 64GB 手机, 并推出“三年期 286 元 16GB/32GB 零元购”、“两年期 386 元 16GB 零元购”等系列 iPhone 4S 合约计划, 套餐包价格分别为 5880、6999、7999 元, 与 iPhone4 相比, 套餐包价格并未变化, 但补贴率有所下降; 2011 年 12 月 1 日, 新定义千元智能机由元“96 元套餐”0 元购机改为“66 元套餐”0 元购机, 最高补贴率由原来的 63%改为 87%。

图表7: iPhone4 两年期合约计划最高补贴86% (2011年5-9月之间取消过286套餐)

套餐月费(元)	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
产品包价格(元)	5880									
优惠购机款(元)	4099	3799	3499	2699	2299	1699	0	0	0	0
预存款(元)	1781	2081	2381	3181	3581	4181	5880	5880	5880	5880
分月返还金额(元)	74	86	99	132	149	174	245	245	245	245
协议期	24个月									
总花费(元)	5683	6103	6523	6443	6763	7123	6864	9264	14064	21264
补贴(元)	1776	2064	2376	3168	3576	4176	5880	5880	5880	5880
补贴率(元)	31.25%	33.82%	36.42%	49.17%	52.88%	58.63%	85.66%	63.47%	41.81%	27.65%

来源: 国金证券研究所

图表8: iPhone4S 两年期合约计划最高补贴率为63.47%

套餐月费(元)	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
产品包价格(元)	5880									
优惠购机款(元)	3999	3699	3399	3099	2699	2299	1699	0	0	0
预存款(元)	1881	2181	2481	2781	3181	3581	4181	5880	5880	5880
分月返还金额(元)	78	90	103	115	132	149	174	245	245	245
协议期	24个月									
总花费(元)	5583	6003	6423	6843	7163	7723	8563	9264	14064	21264
补贴(元)	1872	2160	2472	2760	3168	3576	4176	5880	5880	5880
补贴率(元)	33.53%	35.98%	38.49%	40.33%	44.23%	46.30%	48.77%	63.47%	41.81%	27.65%

来源: 国金证券研究所

图表9: iPhone4S 三年期合约计划最高补贴率为57%

套餐月费(元)	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
产品包价格(元)	5880									
优惠购机款(元)	3699	3199	2699	2199	1699	1099	0	0	0	0
预存款(元)	2181	2681	3181	3681	4181	4781	5880	5880	5880	5880
分月返还金额(元)	60	74	88	102	116	132	163	163	163	163
协议期	36个月									
总花费(元)	6075	6655	7235	7815	8395	9235	10296	13896	21096	31896
补贴(元)	2160	2664	3168	3672	4176	4752	5868	5868	5868	5868
补贴率(元)	35.56%	40.03%	43.79%	46.99%	49.74%	51.46%	56.99%	42.23%	27.82%	18.40%

来源: 国金证券研究所

图表10: 新千元智能机调整前最高补贴率为63%

套餐月费	46	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
产品包价格	1399										
优惠购机款	509	239	0	0	0	0	0	0	0	0	0
预存款	890	1160	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399
入网返还金额	178	232	279	279	279	279	279	279	279	279	279
分月返还金额	29	38	46	46	46	46	46	46	46	46	46
合约期	24个月										
补贴	874	1144	1383	1383	1383	1383	1383	1383	1383	1383	1383
总花费	1613	1823	2304	3024	3744	4464	5424	6864	9264	14064	21264
补贴率	54.18%	62.75%	60.03%	45.73%	36.94%	30.98%	25.50%	20.15%	14.93%	9.83%	6.50%

来源: 国金证券研究所

图表11: 新千元智能机调整后最高补贴率为87%

套餐月费	46	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
产品包价格	1399										
优惠购机款	449	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
预存款	950	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399	1399
入网返还金额	190	279	279	279	279	279	279	279	279	279	279
分月返还金额	31	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46
合约期	24个月										
补贴	934	1383	1383	1383	1383	1383	1383	1383	1383	1383	1383
总花费	1553	1584	2304	3024	3744	4464	5424	6864	9264	14064	21264
补贴率	60.14%	87.31%	60.03%	45.73%	36.94%	30.98%	25.50%	20.15%	14.93%	9.83%	6.50%

来源: 国金证券研究所

- 2011年12月26日, 推出8款新定义千元智能机, 分别为酷派7260、海信HS-U8、中兴V889D、华为U8818、联想A750、TCL-W989、夏新N89和飞利浦W635。主要配置为: 4.0寸屏、WVGA(800*480)、电容触摸屏、CPU主频1GHz、自动对焦的320万或500万像素摄像头、512M内存、4G存储空间、上行峰值5.76Mbps、下行峰值7.2Mbps、WCDMA+GSM双卡双待。

图表12: 重新定义的新千元智能机补贴率最高69%

套餐月费	46	66	96	126	156	186	226	286	386	586	886
产品包价格	1599										
优惠购机款	579	309	0	0	0	0	0	0	0	0	0
预存款	1020	1290	1599	1599	1599	1599	1599	1599	1599	1599	1599
入网返还金额	204	258	319	319	319	319	319	319	319	319	319
分月返还金额	34	43	53	53	53	53	53	53	53	53	53
合约期	24个月										
补贴	1020	1290	1591	1591	1591	1591	1591	1591	1591	1591	1591
总花费	1683	1893	2304	3024	3744	4464	5424	6864	9264	14064	21264
补贴率	60.61%	68.15%	69.05%	52.61%	42.49%	35.64%	29.33%	23.18%	17.17%	11.31%	7.48%

来源: 国金证券研究所

投资建议

- 去年四季度联通3G用户数出现爆发式的增长, 主要是依靠补贴率的提高和低端智能机品种的增多, 从而导致四季度面临较大的财务压力, 不排除全年业绩低于预期的可能性, 因此我们建议在联通年报公布之后再考虑增持, 一方面防止因业绩低于预期带来市场补杀, 另一方面也需要时间来验证联通是否能在降低补贴率的情况下实现移动用户份额的持续上涨, 迎来良性的循环。

中国联通相关信息跟踪

终端及资费

- 中国联通即将推出全新智能机:** 2012年年初中国联通将继续发力智能终端市场, 最早会在2012年2月推出一批售价799元的全新智能手机。
<http://www.c114.net/news/119/a663949.html>
- 中国联通发布首批大屏千元机:** 12月2日, 中国联通携手宇龙、海信、中兴、华为、联想、夏新、TCL、桑菲等公司, 共同推出第一批8款4.0寸超大屏、1500元以下的千元智能手机, 型号分别为酷派7260、海信HS-U8、中兴V889D、华为U8818、联想A750、TCL-W989、夏新N89和飞利浦W635。
<http://www.c114.net/news/119/a663045.html>
- 中国联通推出首款小米定制手机 适用两种合约计划:** 12月20日, 中国联通联合小米手机在北京正式推出联通定制版小米手机MI-ONE, 为小米推出了“预存话费送手机”和“购机入网送话费”两种方式。用户签约在网三年, 选择126套餐预存2699元即可0元购机; 签约在网两年, 选择186套餐预存2699元就可0元购机; 购机入网送话费的方式则是, 用户以1999元购买手机, 选择66元及以上套餐, 即可获赠套餐月费50%的话费。
<http://www.c114.net/news/119/a661414.html>
- 联通引入华为中高端手机荣耀 Honor:** 12月22日, 在“华为荣耀 Honor 新品渠道品鉴会”上, 中国联通, 联通华盛、华为共同宣布, 将引入华为旗下旗舰品牌手机华为荣耀 Honor。

<http://www.c114.net/news/119/a661976.html>

- **联通推 Skate V960 购机合约 预存 2199 元享“0 元购机”：**12 月 12 日，中国联通发布 Skate V960，有预存话费送手机和购机入网送话费两种方式。用户选择 126 元套餐，预存 2199 元即可 0 元购机；用户以 1499 元购买手机，选择 66 元及以上套餐，即可获赠套餐月费 50% 的话费。 <http://www.c114.net/news/119/a659778.html>
- **中国联通发布移动互联网新战略 Wo+ 开放体系：**12 月 8 日，在今天上午举行的中国联通 2011 移动互联应用产业峰会上，中国联通发布了“Wo+ 开放体系”战略。 <http://www.c114.net/news/119/a659041.html>
- **联通将尝试代理制引入电商网上分销：**12 月 8 日，中国联通内部人士透露，中国联通将探讨其电子商务的未来发展方向，据悉，以广东联通为代表，中国联通将在其电子渠道发展方面引入代理分销制，吸引各种电子商务渠道加盟成为其分销商，这无论对电商网站还是联通来说都将是全新的业务模式和机会。

<http://www.c114.net/news/119/a658987.html>

- **联通调整新定义千元智能机合约计划：**中国联通于 2011 年 12 月 1 日起调整新定义千元智能机 0 元购机政策，将 0 元购机套餐档从 96 元下调至 66 元，即：用户预存 1399 元，选择 66 元套餐，承诺在网 24 个月即可享受 0 元购机。机型包括：中兴 V880、联想 A60、华为 Sonic、酷派 W706、夏新 N79、酷派 W708。

<http://www.c114.net/news/119/a657646.html>

其它

- **中国联通与诚通集团签署战略合作协议：**1 月 18 日，中国联通与中国诚通集团签署战略合作协议。

<http://www.c114.net/news/119/a666537.html>

- **联通新型 3G 无线猫套装 1500 元含 1200 元预存款：**1 月 9 日，中国联通新款 3G 无线猫上网卡套装资费近日出炉。据悉，用户以 1500 元的价格购买新款 3G 无线猫上网卡产品包，即可获得一款中兴 MF30 硬件以及 1200 元预存款。 <http://www.c114.net/news/119/a664738.html>
- **中国联通携手迪信通 拓展战略渠道：**中国联通与迪信通在京正式签署战略合作协议，中国联通授权迪信通全面代理和销售 3G、2G、宽带接入和固定电话等业务，迪信通通过设立中国联通的专营店或专区，全面开放全国门店代理销售联通业务和终端。 <http://www.c114.net/news/119/a666450.html>
- **中国联通 2012 年工作会议在京召开：**1 月 8 日，中国联通在京召开 2012 年工作会议，明确提出其 2012 年发展总体策略，即规模发展 3G、宽带和融合业务，稳定发展 2G 业务。

<http://www.c114.net/news/119/a664755.html>

- **中国联通增持其 A 股上市公司股份至 61.07%：**联通集团于 2012 年 1 月 9 日通过上海证券交易所交易系统增持中国联通股份 4,044,984 股，占中国联通股份总额的 0.02%。在本次增持前，联通集团占中国联通总股本的 61.05%，本次增持后，联通集团占中国联通总股本的 61.07%。中国联通表示，联通集团计划在未来 12 个月内（自本次增持之日起算），以自身名义或通过一致行动人继续通过上海证券交易所交易系统增持中国联通的股份。包含本次已经增持的部分股份在内，累计增持比例不超过中国联通已发行总股本的 2%。

<http://www.c114.net/news/119/a664733.html>

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-04-28	买入	5.77	6.48 ~ 6.91
2	2011-08-22	买入	4.48	6.33
3	2011-08-25	买入	4.87	6.38 ~ 6.38
4	2011-09-19	买入	5.30	6.50
5	2011-10-28	买入	5.44	6.38 ~ 6.38
6	2011-11-21	买入	5.42	6.38
7	2011-12-01	买入	5.30	6.38
8	2011-12-19	买入	4.85	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
- 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
- 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B