

中国联通 (600050.SH) 无线通信行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

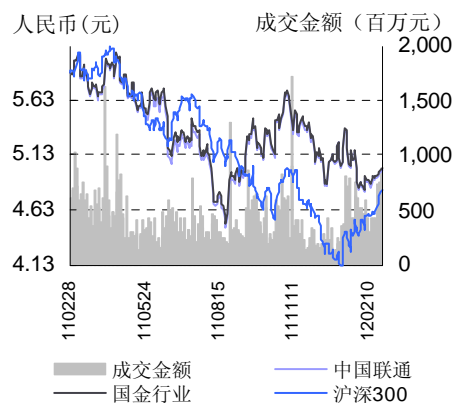
市价(人民币): 4.99元

下调联通盈利预测, 关注终端成本;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	21,196.60
总市值(百万元)	105,771.02
年内股价最高最低(元)	6.05/4.48
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

- 《3G用户超预期,建议中长期投资者逢低买入》, 2012.2.21
- 《3G用户增长符合预期,宽带用户下滑明显》, 2012.1.20

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

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.148	0.058	0.074	0.114	0.215
每股净资产(元)	3.35	3.34	3.29	3.27	3.36
每股经营性现金流(元)	2.80	3.22	1.33	2.92	3.27
市盈率(倍)	49.26	92.38	67.76	43.74	23.24
行业优化市盈率(倍)	37.51	27.64	25.60	25.60	25.60
净利润增长率(%)	-84.11%	-60.87%	27.16%	54.89%	88.24%
净资产收益率(%)	4.42%	1.73%	2.24%	3.49%	6.40%
总股本(百万股)	21,196.60	21,196.60	21,196.60	21,196.60	21,196.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **行业收入增速加快, 利润面临下滑:** 2011年电信主营业务收入增速为10%, 较去年的6.4%出现明显回升, 增速也自2006年以来首次超过GDP增速; 联通、电信、移动服务收入增速分别为13.7%、9%、8.8% (2011年三季报数据), 主要驱动因素为3G和宽带业务; 展望2012年, 3G用户的爆发式增长确定无疑, 联通和电信也明确表示要规模发展, 因此运营商竞争将日趋激烈, 但竞争焦点将从终端差异化走向终端补贴和网络质量提升。整体来说, 行业收入增速维持较快增长, 但由于终端补贴的加大将使得行业利润面临下滑。
- **通信产品成本(终端收入+终端补贴)是导致盈利出现下滑的主因:** 从营业成本构成来看, 通信产品成本占比(占营业收入比重)已经从2009年1.7%上升至2011Q3的14.3%, 成为仅次于折旧摊销的第二大成本, 2012年要实现规模发展, 终端补贴将会有所加大, 通信产品成本占比进一步提高, 从而压制利润在短期内难以实现。
- **终端补贴率成为未来判断盈利何时出现转折点的决定性因素:** 对于联通当前的发展, 我们给予充分的肯定, 而盈利转折点需持续关注其用户和终端补贴率, 若在终端补贴率有所降低的情况下仍能够维持用户快速增长, 盈利空间将被打开。

盈利预测及投资建议

- 预计2011-2013年联通通信服务收入分别为1881.3、2179、2523亿元, 同比增速为13.5%、15.8%、15.5%; 营业收入分别为2166、2567、3012.28亿元, 同比增速为23%、18.6%、17.3%; 将联通2011-2013年EPS重新调整为: 0.074元、0.114元、0.215元。
- 我们建议短期持续关注用户数及终端补贴情况, 尤其是电信将于下月引入iPhone 4S及小米手机等, 需观察其对中国联通所带来的影响; 对于长期投资者来说, 当前价位具有一定安全边际, 可以逢低买入, 收获期预计出现在三季度左右。

内容目录

行业收入增速加快，利润面临下滑	3
2012 年中国联通用户、收入齐增长	4
3G、宽带、终端收入占比快速提升	4
2012 年中国联通用户、收入齐增长	5
中国联通营业收入详细拆分	6
终端补贴使得盈利短期难以体现	7
通信产品成本是导致 2011 年盈利下滑的主因	7
终端补贴使得盈利短期难以体现	7
盈利预测及投资建议	8
附录：三张报表预测摘要	9

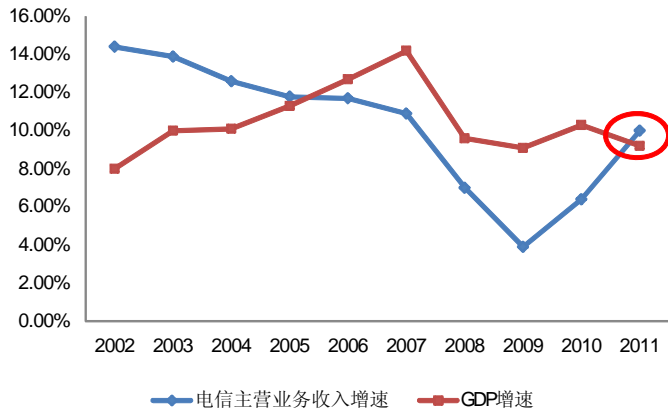
图表目录

图表 1: 电信主营业务收入自 2006 年首超 GDP 增速	3
图表 2: 2011 年新增 3G 用户占总新增移动用户的 63%	3
图表 3: 三家运营商电信主营业务收入增速	3
图表 4: 联通、电信移动通信和宽带业务增速	3
图表 5: 三家运营商移动用户份额占比	4
图表 6: 三家运营商月新增 3G 用户份额占比	4
图表 7: 中国联通通信服务收入拆分：3G 和宽带收入占比快速提升	5
图表 8: 单季度 3G 终端收入	5
图表 9: 通信服务收入和终端收入占比	5
图表 10: 三家运营商 3G 用户月度新增	6
图表 11: 三家运营商 3G 用户份额	6
图表 12: 中国联通各项业务收入预测	6
图表 13: 2012 年预计 3G 业务占比达到 32%	7
图表 14: 2012 年预计终端收入占比达到 13.8%	7
图表 15: 中国联通主营业务成本变化	7
图表 16: 3G 终端补贴率	8
图表 17: 中国联通业绩预测	8
图表 18: 联通红筹和 A 股 EPS(单位：元)	8

行业收入增速加快，利润面临下滑

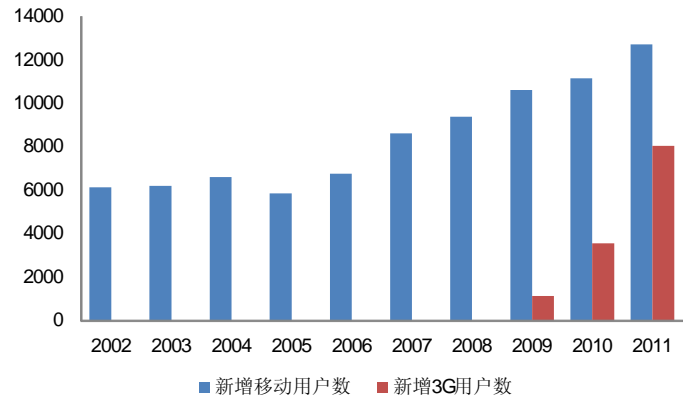
- 2011 年电信行业增速明显回升，电信主营业务收入增速自 2006 年以来首次超过 GDP 增速；行业整体移动用户增速加快，主要来自于 3G 用户的贡献，2011 年新增 3G 用户占总新增移动用户的 63%，将进入规模发展阶段；

图表1：电信主营业务收入自 2006 年首超 GDP 增速



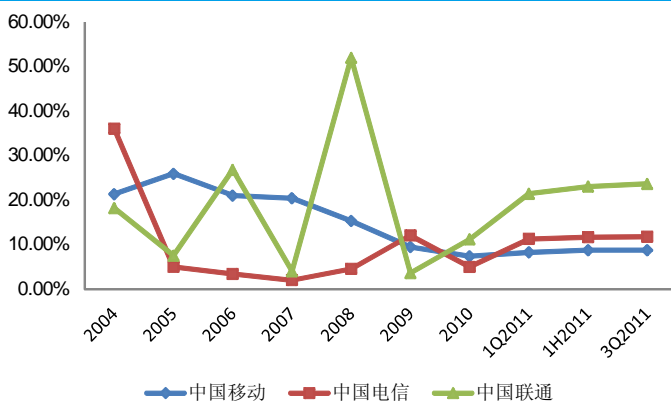
来源：国金证券研究所

图表2：2011 年新增 3G 用户占总新增移动用户的 63%



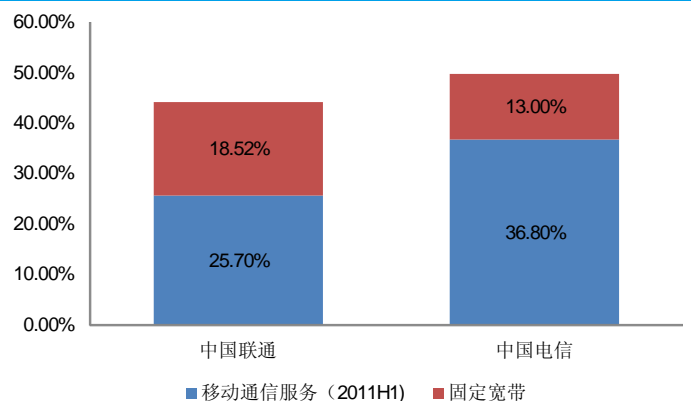
- 2011 年前三季度中国移动、中国电信、中国联通主营业务收入增速分别为 8.8%、11.8%、23.7%，与 2010 年的 7.42%、5%、11.24%相比较，电信联通出现明显回升，主要驱动因素来自于固网宽带和移动业务（主要是 3G）；
- 2011 年全年中国移动、中国电信、中国联通分别新增移动用户 6555.1、3223.4、3595 万，份额占比分别为 66.6%、20.5%、13%；其中 3G 用户新增 3051 万、2596、2400 万，全年新增用户份额占比分别为 37.9%、32.3%、29.8%，3G 用户已呈现出三足鼎立格局。

图表3：三家运营商电信主营业务收入增速

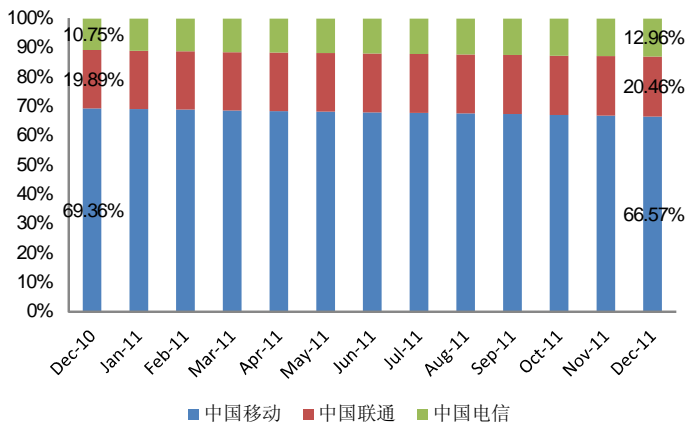


来源：国金证券研究所

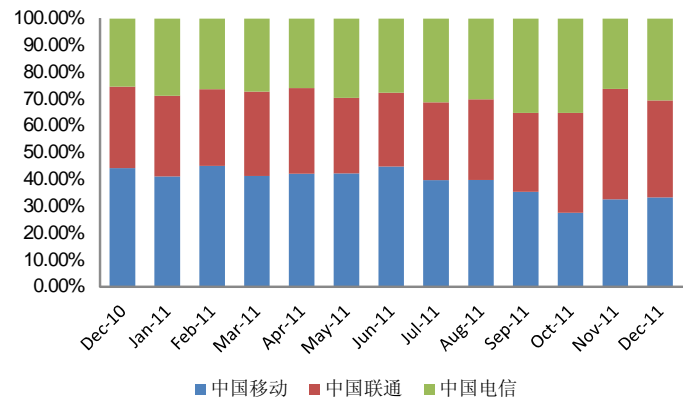
图表4：联通、电信移动通信和宽带业务增速



图表5: 三家运营商移动用户份额占比



图表6: 三家运营商月新增 3G 用户份额占比



来源: 国金证券研究所

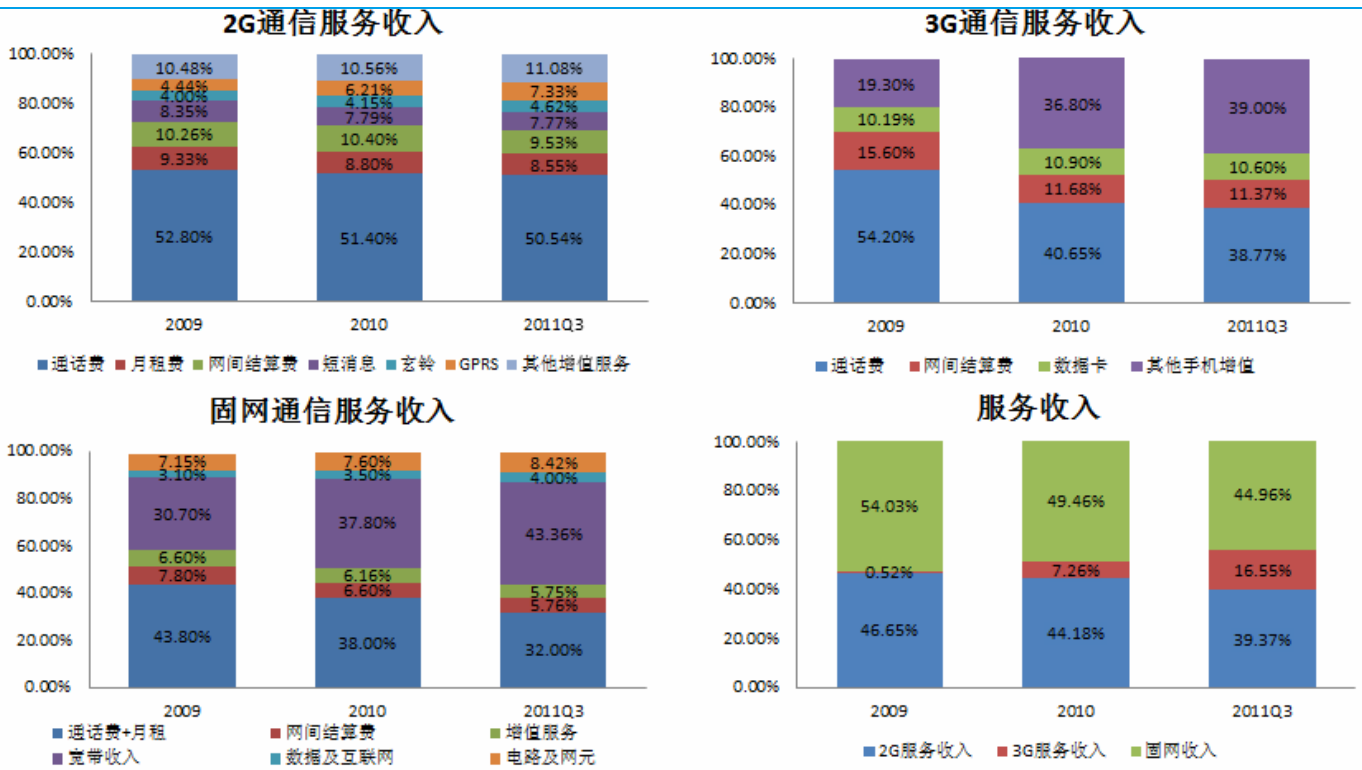
- 展望 2012 年, 3G 用户的快速增长确定无疑, 联通和电信也明确表示要规模发展, 因此运营商竞争将日趋激烈, 但竞争焦点将从终端差异化走向终端补贴和网络质量提升。整体来说, 行业收入增速维持较快增长, 但由于终端补贴和资本开支的加大将使得行业盈利能力面临下滑。
- 2011 年三大运营商 3G 终端补贴高达 570 亿元~600 亿元, 随着三家运营商竞争的加剧, 2012 年 3G 终端补贴将超过 2011 年;
- 截止到 2011 年 11 月, 我国 3G 基站总数达到 79.2 万个, 其中中国移动、中国电信、中国联通分别有 22、26、31.2 万个;

2012 年中国联通用户、收入齐增长

3G、宽带、终端收入占比快速提升

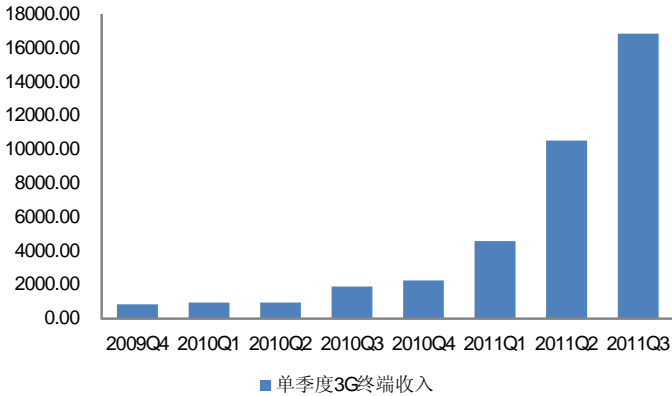
- 2011 年前三季度, 中国联通通信服务收入增速为 13.7%, 其中 3G 服务和宽带收入增速分别为 208%、18.52%, 3G 和宽带收入占比都得到了快速提升;
 - 2G、3G、固网服务收入占比分别为 39.4%、16.55%、40.5%, 2G 和固网业务出现较大幅度下滑, 3G 收入占比稳步上升;
 - 2G 服务收入中语音占比为 68.5% (语音+月租+网间结算), 占比仍旧较高;
 - 3G 业务中手机增值服务收入 (数据卡+其它手机增值) 占比达到 49.6%, 与语音收入占比基本持平;
 - 固网中宽带业务占比达到 43%, 已经超过固话收入 (37.76%, 语音+月租+网间结算)。
- 3G 终端服务收入增速约为 346%, 占营业收入比重达到 11.2%, 随着 3G 合约用户占比的提高, 终端收入占比有望进一步提升。

图表7: 中国联通通信服务收入拆分: 3G和宽带收入占比快速提升



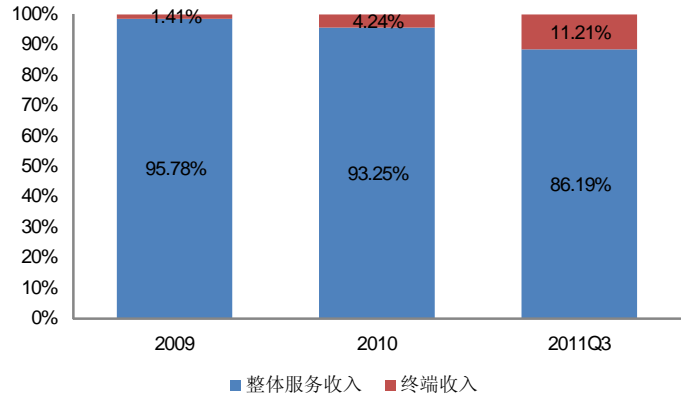
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表8: 单季度3G终端收入



来源: 国金证券研究所

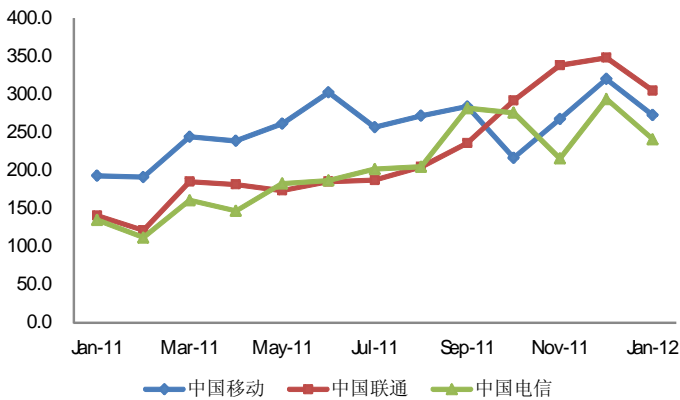
图表9: 通信服务收入和终端收入占比



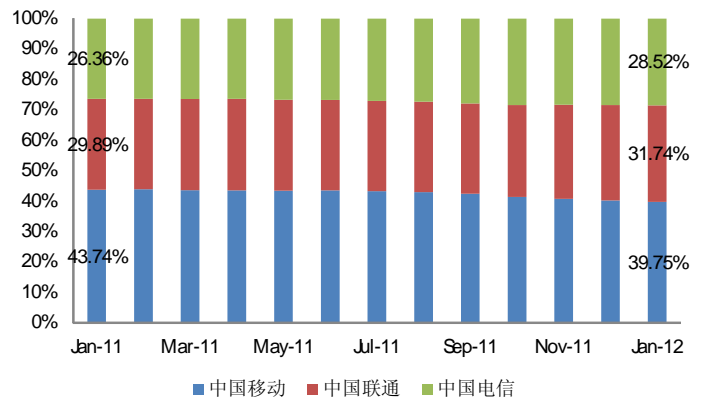
2012年中国联通用户、收入齐增长

- 2011年联通已经迎来用户和收入快速增长, 2012年工作会议上又明确表示将规模发展将放在首位, 因此2012年有望维持用户、收入齐增长:
- 2012年1月联通3G用户新增305万, 连续四月居三家运营商首位, 虽有iPhone 4S力鼎, 但传统淡季和春节因素并没有使得3G用户数出现明显下滑, 说明其它类型终端对用户增长有显著贡献, 虽然电信将于3月9日发布iPhone 4S, 对其有一定影响, 但随着799和599元智能机的上市, 用户仍有望保持快速增长, 全年完成3G用户净增5000万是大概率事件;

图表10: 三家运营商3G用户月度新增(单位: 万)



图表11: 三家运营商3G用户份额



来源: 国金证券研究所

- 2012年, 随着用户的快速增长, 3G和宽带业务占比会进一步提高, 宽带业务将足以弥补固网收入所带来的下滑, 因此固网业务将维持稳定增长, 2G业务由于用户的转网面临快速下滑, 3G业务将成为通信服务收入增长的动力; 随着合约用户占比的增加, 终端收入将使得营业收入快速增长。

中国联通营业收入详细拆分

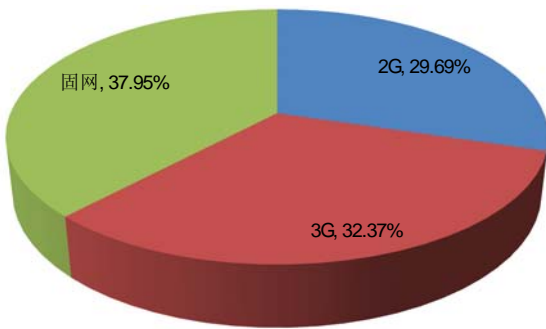
- 综合以上分析, 预计2011-2013年中国联通服务收入分别为1881.3、2179、2523亿元, 同比增速分别为13.5%、15.8%、15.5%:
 - 2G通信服务收入预计为722.40、639、539亿元, 同比增速分别为-0.47%、-11.55%、-15.65%;
 - 3G通信服务收入预计为336.43、700.5、1117.6亿元, 同比增速分别为182%、108.2%、59.55%;
 - 固定业务收入分别为822.50、839、861亿元、同比增速分别为1.24%、2.02%、2.63%;
 - 业务占比方面, 预计2012年3G业务占服务收入比例为32%。

图表12: 中国联通各项业务收入预测

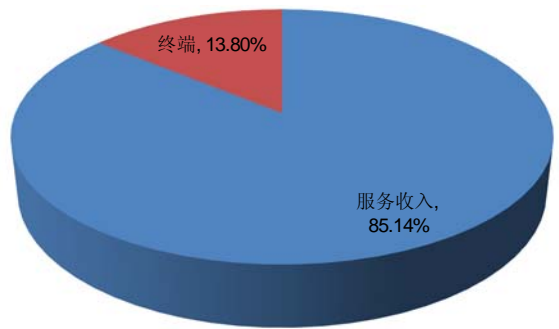
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
GSM业务						
收入(亿元)	655.80	707.64	725.78	722.40	638.99	538.98
增速		7.90%	2.56%	-0.47%	-11.55%	-15.65%
3G业务						
收入(亿元)		7.91	119.30	336.43	700.49	1117.64
增速			1408.22%	182.00%	108.21%	59.55%
固定业务						
收入(亿元)	909.67	819.55	812.42	822.49	839.11	861.22
增速		-9.91%	-0.87%	1.24%	2.02%	2.63%
业务合并						
通信服务收入(亿元)	1565.47	1535.10	1657.50	1881.32	2178.60	2517.85
信息技术服务收入	47.72	19.23	11.53	14.09	17.54	20.97
终端产品收入	19.70	22.33	74.61	257.41	356.37	459.73
不可摊销及抵消收入	(28.76)	(37.53)	(26.34)	(31.61)	(28.98)	(30.43)
专业间收入	36.72	44.56	44.39	44.40	43.86	44.15
营业收入	1640.85	1583.69	1761.68	2165.60	2567.39	3012.28
增速		-3.48%	11.24%	22.93%	18.55%	17.33%

来源: 国金证券研究所

图表13: 2012年预计3G业务占比达到32%



图表14: 2012年预计终端收入占比达到13.8%



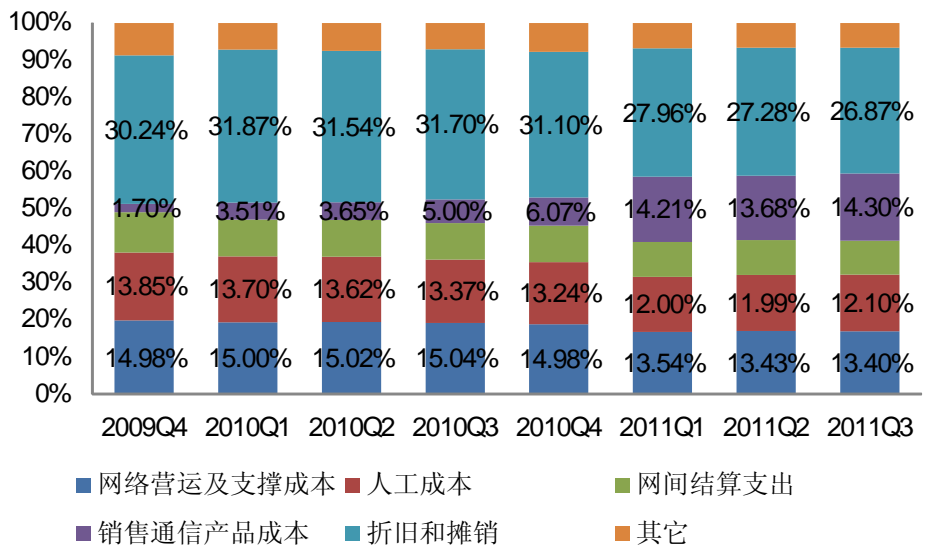
来源: 国金证券研究所

终端补贴使得盈利短期难以体现

通信产品成本是导致2011年盈利下滑的主因

- 从营业成本构成来看, 通信产品成本占营业收入比重由2009年的1.7%上升至14.3%, 占比仅次于折旧和摊销(27%), 是造成2011年盈利能力下滑的主要因素:

图表15: 中国联通主营业务成本变化

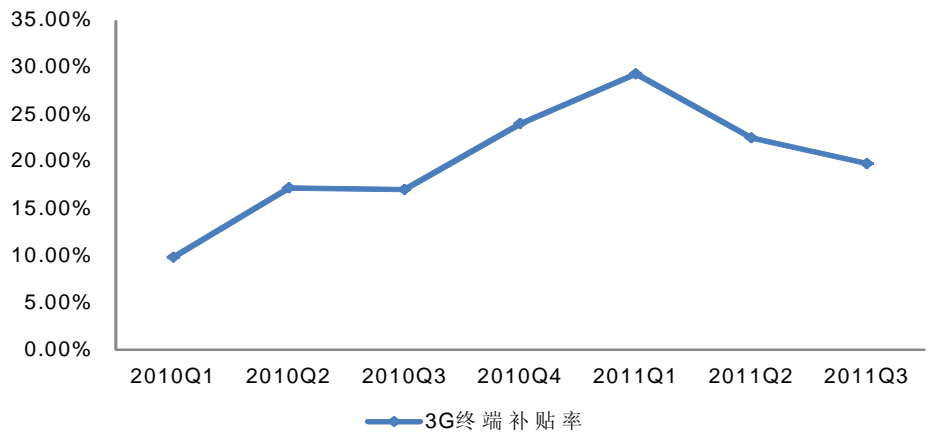


来源: 公司年报, 国金证券研究所

终端补贴使得盈利短期难以体现

- 因2G和固网业务发展相对平稳, 资本开支增加也主要投在3G网络, 因此2G和固网业务的营业成本占比变化不大, 盈利何时改善将主要由3G终端成本决定:
- 3G终端成本=3G终端收入+3G终端补贴**, 终端补贴率=终端补贴/终端成本, 从已公布的数据可以看出, 3G终端补贴率在2011年一季度达到最高之后回落, 目前在20%左右, 因2012年联通仍将重心放在3G用户的发展上, 终端补贴不会出现明显下滑, 预计补贴率将维持在20%左右, 2011-2013年3G通信产品成本预计为314、428、552亿元;

图表16: 3G 终端补贴率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 终端成本已成为联通盈利合适出现改善的主要因素, 因此需要持续关注其终端补贴情况, 若在终端补贴率有所降低的情况下仍能够维持用户快速增长, 盈利空间将被打开。

盈利预测及投资建议

- 鉴于以上分析, 预计 2011-2013 年联通营业收入分别为 2166、2567、3012.28 亿元, 同比增速为 23%、18.6%、17.3%; 将中国联通 2011-2013 年 EPS 重新调整为: 0.074 元、0.114 元、0.215 元。
- 我们建议短期持续关注联通用户数及终端补贴情况, 尤其是电信将于下月引入 iPhone 4S 及小米手机等, 需观察其对中国联通所带来的影响; 对于长期投资者来说, 当前价位具有一定安全边际, 可以逢低买入, 收获期预计出现在三季度左右。

图表17: 中国联通业绩预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1640.85	1583.69	1761.68	2165.60	2567.39	3012.28
增速		-3.48%	11.24%	22.93%	18.55%	17.33%
税前利润	89.81	121.81	46.47	59.80	92.62	174.34
增速		35.63%	-61.85%	28.69%	54.89%	88.24%
所得税	(17.29)	(28.07)	(9.75)	(13.16)	(20.38)	(38.35)
净利润	72.52	93.74	36.71	46.64	72.24	135.98
增速		29.26%	-60.84%	27.04%	54.89%	88.24%

来源: 国金证券研究所

图表18: 联通红筹和 A 股 EPS(单位: 元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
联通A股EPS (RMB)						
联通A股EPS	0.931	0.148	0.058	0.074	0.114	0.215
增速		-84.11%	-60.87%	27.16%	54.89%	88.24%
联通红筹EPS (RMB)						
联通红筹EPS	2.473	0.393	0.154	0.196	0.303	0.570
增速		-84.11%	-60.87%	27.16%	54.89%	88.24%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	152,764	158,369	176,168	216,560	256,739	301,228	货币资金	9,488	8,828	22,791	900	967	967
增长率		3.7%	11.2%	22.9%	18.6%	17.3%	应收款项	24,009	16,563	12,086	30,010	35,578	41,743
主营业务成本	-96,191	-105,654	-123,735	-156,501	-184,190	-206,475	存货	1,171	2,412	3,728	3,001	3,532	3,960
%销售收入	63.0%	66.7%	70.2%	72.3%	71.7%	68.5%	其他流动资产	1,493	2,920	3,688	3,132	3,686	4,132
毛利	56,574	52,715	52,433	60,060	72,549	94,753	流动资产	36,160	30,723	42,293	37,043	43,763	50,801
%销售收入	37.0%	33.3%	29.8%	27.7%	28.3%	31.5%	%总资产	10.4%	7.3%	9.5%	7.9%	8.5%	9.5%
营业税金及附加	-4,164	-4,487	-4,871	-6,368	-6,299	-7,372	长期投资	0	7,992	6,261	6,262	6,261	6,261
%销售收入	2.7%	2.8%	2.8%	2.9%	2.5%	2.4%	固定资产	281,933	349,171	363,651	410,722	446,156	464,417
营业费用	-17,079	-20,957	-23,733	-27,866	-26,645	-29,766	%总资产	81.2%	83.3%	82.0%	87.1%	87.2%	86.7%
%销售收入	11.2%	13.2%	13.5%	12.9%	10.4%	9.9%	无形资产	24,637	27,266	27,594	17,611	15,713	14,119
管理费用	-12,558	-14,048	-16,113	-16,526	-26,722	-36,221	非流动资产	310,877	388,510	401,173	434,596	468,132	484,799
%销售收入	8.2%	8.9%	9.1%	7.6%	10.4%	12.0%	%总资产	89.6%	92.7%	90.5%	92.1%	91.5%	90.5%
息税前利润 (EBIT)	22,773	13,223	7,717	9,299	12,884	21,394	资产总计	347,037	419,232	443,466	471,640	511,895	535,600
%销售收入	14.9%	8.3%	4.4%	4.3%	5.0%	7.1%	短期借款	11,997	63,997	36,911	81,423	91,620	81,389
财务费用	-2,169	-944	-1,625	-1,143	-1,392	-1,494	应付款项	87,335	130,865	132,329	120,915	142,584	161,671
%销售收入	1.4%	0.6%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动负债	29,081	7,309	28,654	24,175	28,095	32,101
资产减值损失	-15,191	-2,376	-2,664	-2,899	-3,051	-3,420	流动负债	128,412	202,170	197,894	226,513	262,299	275,161
公允价值变动收益	0	1,239	0	0	0	0	长期贷款	997	759	1,462	1,462	1,462	1,463
投资收益	0	212	485	334	342	353	其他长期负债	8,631	7,457	35,930	33,558	33,558	33,558
%税前利润	0.0%	1.7%	10.4%	5.6%	3.7%	2.0%	负债	138,041	210,387	235,286	261,533	297,319	310,182
营业利润	5,413	11,356	3,914	5,591	8,782	16,833	普通股股东权益	70,318	70,984	70,836	69,659	69,322	71,117
营业利润率	3.5%	7.2%	2.2%	2.6%	3.4%	5.6%	少数股东权益	138,679	137,862	137,344	140,447	145,254	154,301
营业外收支	30,017	825	733	389	479	601	负债股东权益合计	347,037	419,232	443,466	471,640	511,895	535,600
税前利润	35,430	12,181	4,647	5,980	9,262	17,434	比率分析						
利润率	23.2%	7.7%	2.6%	2.8%	3.6%	5.8%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-1,702	-2,807	-975	-1,316	-2,038	-3,835	每股指标						
所得税率	4.8%	23.0%	21.0%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.931	0.148	0.058	0.074	0.114	0.215
净利润	33,728	9,374	3,671	4,664	7,224	13,598	每股净资产	3.317	3.349	3.342	3.286	3.270	3.355
少数股东损益	13,986	6,237	2,444	3,103	4,806	9,047	每股经营现金净流	2.834	2.798	3.218	1.327	2.916	3.271
归属于母公司的净利润	19,741	3,137	1,228	1,561	2,418	4,551	每股股利	0.067	0.067	0.054	0.130	0.130	0.130
净利率	12.9%	2.0%	0.7%	0.7%	0.9%	1.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	28.07%	4.42%	1.73%	2.24%	3.49%	6.40%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	5.69%	0.75%	0.28%	0.33%	0.47%	0.85%
净利润	5,780	9,374	3,671	4,664	7,224	13,598	投入资本收益率	9.47%	3.62%	2.18%	2.22%	2.95%	4.88%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	64,455	51,718	57,880	32,912	36,480	40,651	主营业务收入增长率	52.05%	3.67%	11.24%	22.93%	18.55%	17.33%
非经营收益	-992	-561	1,867	2,903	-822	-953	EBIT增长率	80.84%	-41.93%	-41.64%	20.49%	38.55%	66.05%
营运资金变动	-8,514	-1,508	4,622	-12,354	18,920	16,036	净利润增长率	250.47%	-84.11%	-60.87%	27.16%	54.89%	88.24%
经营活动现金净流	60,729	59,023	68,040	28,126	61,802	69,333	总资产增长率	140.15%	20.80%	5.78%	6.35%	8.54%	4.63%
资本开支	-49,116	-80,929	-77,708	-69,524	-69,520	-56,699	资产管理能力						
投资	0	1	-46	-1	0	0	应收账款周转天数	15.0	22.1	21.0	15.0	15.0	15.0
其他	742	-388	1,285	334	342	353	存货周转天数	7.0	6.2	9.1	7.0	7.0	7.0
投资活动现金净流	-48,374	-81,316	-76,470	-69,190	-69,177	-56,347	应付账款周转天数	169.3	280.4	286.5	190.0	190.0	190.0
股权募资	450	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	576.3	656.9	630.7	569.1	513.4	457.8
债权募资	-29,236	43,833	23,556	19,180	10,197	-10,230	偿债能力						
其他	-9,277	-6,505	-5,732	-6	-2,756	-2,756	净负债/股东权益	5.03%	30.13%	23.60%	54.99%	58.57%	51.21%
筹资活动现金净流	-38,063	37,328	17,824	19,174	7,442	-12,986	EBIT利息保障倍数	10.5	14.0	4.8	8.1	9.3	14.3
现金净流量	-25,708	15,035	9,394	-21,891	67	0	资产负债率	39.78%	50.18%	53.06%	55.45%	58.08%	57.91%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	7	10	20	34	88
买入	3	4	7	14	30
持有	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.30	1.29	1.31	1.32	1.30

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-08-25	买入	4.87	6.38 ~ 6.38
2 2011-09-19	买入	5.30	6.50
3 2011-10-28	买入	5.44	6.38 ~ 6.38
4 2011-11-21	买入	5.42	6.38
5 2011-12-01	买入	5.30	6.38
6 2011-12-19	买入	4.85	N/A
7 2012-01-20	买入	5.16	N/A
8 2012-02-21	买入	4.92	N/A

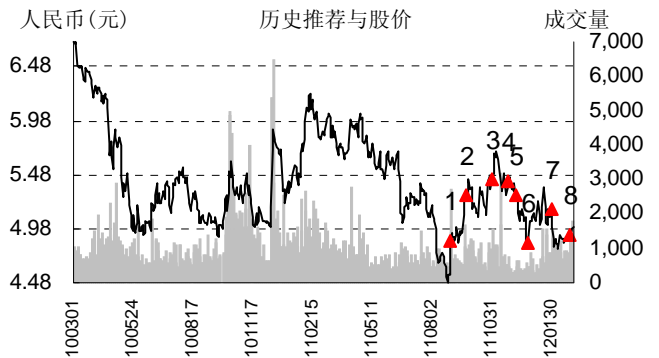
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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为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)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B