

中国联通 (600050.SH)

无线通信行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 4.37元

## 下一步关注网络质量和终端成本;

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)	92,629.13
年内股价最高最低(元)	5.84/4.16
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



### 相关报告

1. 《业绩略低于预期,关注 12 年资本开支》, 2012.3.23
2. 《下调联通盈利预测,关注终端成本》, 2012.2.28
3. 《3G 用户超预期,建议中长期投资者逢低买入》, 2012.2.21

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.058	0.067	0.111	0.217	0.310
每股净资产(元)	3.34	3.35	3.33	3.38	3.56
每股经营性现金流(元)	3.22	3.28	1.72	3.10	3.60
市盈率(倍)	92.38	78.65	39.31	20.16	14.12
行业优化市盈率(倍)	27.64	25.60	25.60	25.60	25.60
净利润增长率(%)	-96.05%	15.04%	66.84%	94.99%	42.82%
净资产收益率(%)	1.73%	1.99%	3.34%	6.40%	8.69%
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

### 经营分析

- 2012 年 Q1 季报: 营业收入增长 24.6%, 通信服务收入增长 13.9%, 净利润增长 578% (去年基数较低), EPS 为 0.015 元, 收入和净利润均超我们预期, 主要原因在于终端收入增长较快, 终端产品成本增速低于收入增速, 使得净利润较去年出现大幅上升。从成本构成因素来看, 终端产品成本、销售费用和财务费用增速较快, 终端产品成本占比达到 21%, 由于 12 年运营商行业竞争加剧, 用户快速增长使得终端成本不会显著下降, 资本开支的加大使得后三个季度折旧和摊销费用有所上升, 因此短期盈利仍面临较大压力。
- 网络质量和终端成本将成为评价联通基本面是否有所好转的核心指标: 3G 业务发展分为三个阶段: 终端为王——网络为王——业务为王, 2011 年是中国联通终端全面领先的一年, 进入 2012 年, 随着低端智能机尤其是 799、599 元智能机的推出, 用户的快速增长毋庸置疑, 网络质量将受到考验, 由用户的发展将带来收入的快速增长, 但利润空间何时打开取决于终端成本是否能够显著下降, 若在终端成本下降的情况下维持用户的快速发展, 联通的基本面将确定性好转, 否则只能走向用户发展越多盈利越差的困局, 所以我们认为网络质量、终端成本是评价联通基本面的核心指标。

### 盈利预测

- 2012-2014 年联通营业收入预计分别为 2635 亿元、3102 亿元、3609 亿元, 同比增速分别为 22.3%、17.7%、16.35%; 12-14 年净利润分别为 70.4 亿元、137.26 亿元、196 亿元, 同比增速分别为 68.1%、94.5%、42.8%; EPS 预计分别为 0.111 元、0.217 元、0.31 元。

### 投资建议

- 公司当前的经营价值低于本身的网络价值和用户价值, 中长期来看其股价是低估的, 如若今年资本开支增加使得网络质量提高, 同时终端成本也能够出现下滑, 联通的经营价值将得到改善, 也即迎来基本面的拐点。前期报告中我们已经提示持续观察联通用户数数和终端成本变化情况, 但目前为止, 由于竞争的加剧我们并没有看到这两个指标出现积极变化, 因此维持前期观点, 建议持续跟踪, 因当前股价具有一定安全边际, 建议中长期投资者逢低买入。

## 12 年 Q1 季报点评：收入快速增长，净利润超市场预期

- 2012 年 1 季报概要：营业收入增长 24.6%，通信服务收入增长 13.9%，实现净利润 9.9 亿元，归属于 A 股股东的净利润 3.3 亿元，EPS 为 0.015 元，收入和净利润均超我们预期，主要原因在于终端收入增长较快，终端产品成本增速低于终端收入增速，使得净利润较去年出现大幅上升（但去年基数较低，不足以说明基本面已经确定性好转）。

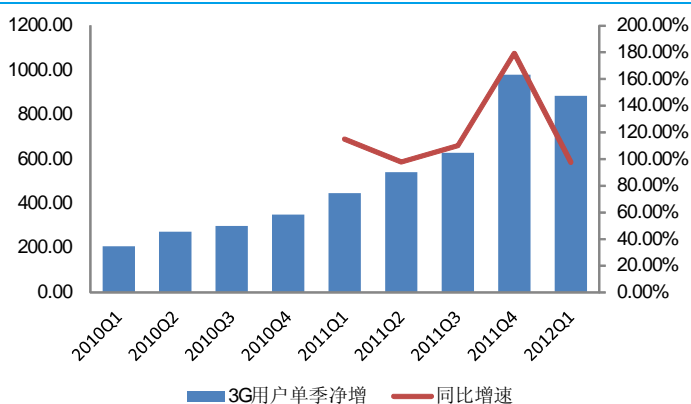
图表1：2012Q1 主要业务收入及成本增速

	2011Q 1	2012Q 1	同比增速
营业收入	505.35	629.84	24.63%
终端收入	52.7	114.2	116.70%
通信服务收入	452.6	515.6	13.92%
2G 服务收入	181.3	172	-5.13%
3G 服务收入	58.6	129.3	120.65%
固网服务收入	210	212.4	1.14%
宽带收入	87.3	99.2	13.63%
营业成本及费用	503.96	617.25	22.48%
折旧和摊销	141.3	150.3	6.37%
网络、营运及支撑	68.4	77.5	13.30%
销售通信产品成本	71.8	132.4	84.40%
销售费用	67.858	81.5	20.10%
净利润	1.46	9.9	578.08%
归属于上市公司股东	0.48	3.3	578.08%
股本	211.96	211.96	0.00%
EPS	0.002	0.015	578.08%

来源：国金证券研究所

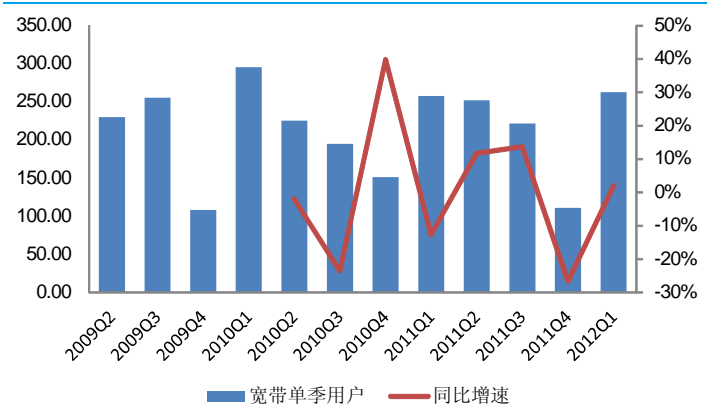
- 3G 用户快速增长，宽带用户维持稳定增长，3G ARPU 值大幅下滑，移动 ARPU 值稳中有升：从 3G 用户数的增长来看，12Q1 与 11Q4 相比有所放缓，但整体仍维持较快增长，月均 295 万户；宽带用户维持稳定增长，季节性趋势较为明显；3G ARPU 值出现大幅下滑，说明低端智能机的快速发展拉低了 3G ARPU 值，整体移动 ARPU 值稳中有升；宽带 ARPU 值略有下滑。

图表2：单季净增 3G 用户及同比（单位：万）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：单季净增宽带用户及同比（单位：万）



图表4: 3G及宽带用户单季增长情况(单位: 万)

用户数	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1
3G累计用户				274.20	482.40	756.00	1055.40	1406.00	1853.50	2394.50	3023.00	4001.90	4886.00
同比增速								412.76%	284.22%	216.73%	186.43%	184.63%	163.61%
3G单季用户				208.20	273.60	299.40	350.60	447.50	541.00	628.50	978.90	884.10	
同比增速								114.94%	97.73%	109.92%	179.21%	97.56%	
环比增速					31.41%	9.43%	17.10%	27.64%	20.89%	16.17%	55.75%	-9.68%	
宽带累计用户	3261.40	3491.30	3746.70	3855.00	4150.40	4375.90	4571.00	4722.40	4980.20	5232.20	5454.00	5565.10	5828.00
同比增速					27.26%	25.34%	22.00%	22.50%	19.99%	19.57%	19.32%	17.84%	17.02%
宽带单季用户		229.90	255.40	108.30	295.40	225.50	195.10	151.40	257.80	252.00	221.80	111.10	262.90
同比增速					-1.91%	-23.61%	39.80%	-12.73%	11.75%	13.69%	-26.62%	1.98%	
环比增速			11.09%	-57.60%	172.76%	-23.66%	-13.48%	-22.40%	70.28%	-2.25%	-11.98%	-49.91%	136.63%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

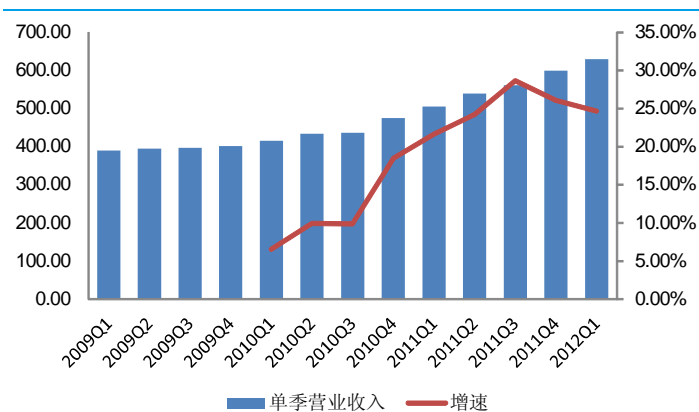
图表5: 主要业务ARPU值变化趋势(单位: 元)

ARPU值变化	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1
3G ARPU				141.70	139.00	133.00	129.80	124.00	117.20	117.50	115.00	110.00	93.90
同比增速								-12.49%	-15.68%	-11.65%	-11.40%	-11.29%	-19.88%
2G ARPU	41.30	41.70	41.60	41.20	41.20	39.80	39.65	39.50	39.00	38.30	38.10	37.40	34.90
同比增速					-0.24%	-4.56%	-4.69%	-4.13%	-5.33%	-3.77%	-3.91%	-5.32%	-10.52%
移动 ARPU	41.30	41.70	41.60	41.20	41.50	42.80	43.50	43.70	45.50	46.80	47.40	47.30	47.70
同比增速					0.48%	2.64%	4.57%	6.07%	9.64%	9.35%	8.97%	8.24%	4.84%
宽带 ARPU	61.20	60.20	59.50	57.20	59.50	58.50	57.80	57.10	58.00	57.60	56.90	56.60	56.10
同比增速					-2.82%	-2.86%	-0.17%	-2.52%	-1.54%	-1.56%	-0.88%	-3.28%	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

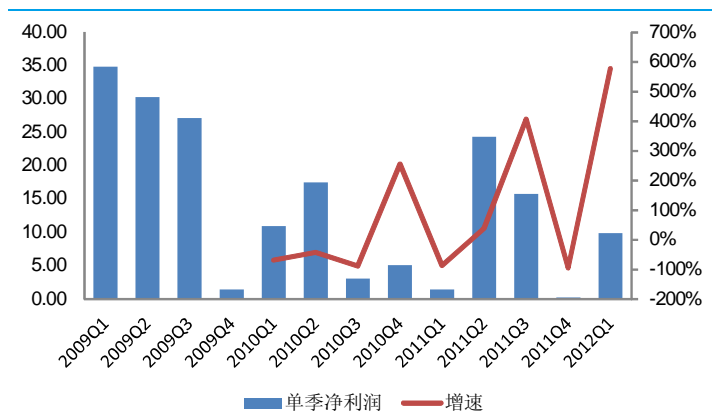
- 收入规模持续扩大, 净利润超市场预期:** 单季度收入规模持续扩大, 主要贡献者为 3G 通信服务收入(同比 121%)、终端收入(117%)和宽带收入(13.6%), 整体收入和净利润均超我们预期, 主要原因在于终端收入增长较快, 终端产品成本增速低于终端收入增速, 使得净利润较去年出现大幅上升。2012 年联通的主要战略仍为扩大用户规模, 加上中国电信的终端已不再匮乏, 同时加大终端补贴, 所以短期内联通面临劲敌, 终端成本不会显著下降, 此外由于资本开支加大, 后续三个季度折旧和摊销会有所增加, 因此盈利仍面临较大压力。

图表6: 单季收入增长及同比(单位: 亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 单季净利润增长及同比(单位: 亿元)



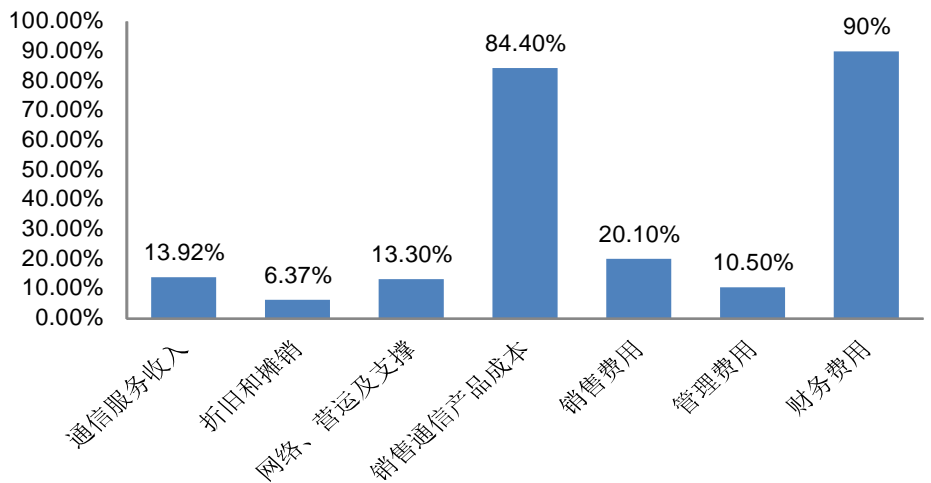
图表8: 联通主要业务单季收入增长情况 (单位: 亿)

主要收入	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1
3G 业务收入				7.91	16.37	40.57	74.27	119.30	58.60	136.00	229.03	337.90	129.30
同比增速								1408.22%	257.97%	235.22%	208.37%	183.24%	120.65%
3G 单季收入					16.37	24.20	33.70	45.03	58.60	77.40	93.03	108.87	129.30
同比增速									257.97%	219.83%	176.05%	141.77%	120.65%
环比增速						47.83%	39.26%	33.62%	30.14%	32.08%	20.19%	17.03%	18.77%
通信产品收入	3.43	6.85	10.57	22.33	12.47	25.82	48.79	74.61	49.42	112.58	180.07	237.47	114.20
同比增速					263.85%	276.73%	361.42%	234.06%	296.39%	336.07%	269.07%	218.27%	131.10%
产品单季收入	3.43	3.43	3.72	11.76	12.47	13.35	22.97	25.82	49.42	63.16	67.49	57.40	114.20
同比增速					263.85%	289.61%	517.39%	119.56%	296.39%	373.12%	193.78%	122.29%	131.10%
环比增速		0.00%	8.61%	216.05%	6.00%	7.08%	72.10%	12.40%	91.37%	27.81%	6.86%	-14.96%	98.96%
宽带业务收入	59.38	120.90	180.50	246.43	73.50	149.16	227.70	307.30	87.30	177.58	269.86	364.30	99.20
同比增速					23.78%	23.37%	26.15%	24.70%	18.78%	19.05%	18.52%	18.55%	13.63%
宽带单季收入	59.38	61.52	59.60	65.93	73.50	75.66	78.54	79.60	87.30	90.28	92.28	94.44	99.20
同比增速					23.78%	22.98%	31.78%	20.73%	18.78%	19.32%	17.49%	18.64%	13.63%
环比增速		3.60%	-3.12%	10.62%	11.48%	2.94%	3.81%	1.35%	9.67%	3.41%	2.22%	2.34%	5.04%

来源: 国金证券研究所

- 12 年 Q1 业绩驱动因素分析:** 从成本构成因素来看, 终端成本、销售费用、财务费用超过公司通信服务收入增速, 同比增长分别为 84.4%、20.1%、90%, 终端成本占比持续上升至 20% (2011Q4 为 14%), 销售费用的增长主要是因为公司加大营销力度, 加快营销渠道拓展, 而合约用户的快速增长使得终端销售产品成本较快增长。

图表9: 影响联通 12Q1 业绩主要因素



来源: 国金证券研究所

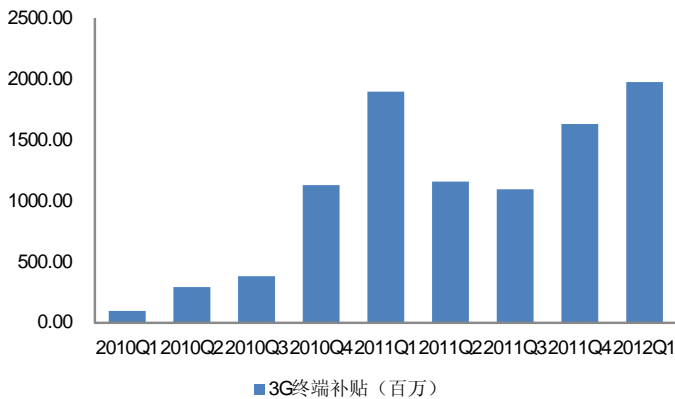
### 联通业务发展分析: 2012 年用户和收入迎来快速增长

#### 移动业务经营分析与预测: 预计 2012 年业务收入将超过 2G

- 联通 3G 业务通信服务收入预测:** 2012-2014 年公司 3G 通信服务收入预计分别为 695 亿元、1096 亿元、1552 亿元, 同比增速分别为 106%、58%、42%, 现在正处于 3G 业务发展的激烈竞争阶段, 网络质量将成为考验运营商的主要指标, 而终端成本占比能否有所降低将决定联通基本面是否确定性好转:
- 终端差异化走向终端补贴:** 2011 年联通因拥有多样化的终端如苹果、HTC、三星及千元智能机, 再加上优惠的补贴政策, 用户发展势头一直走在三家运营商的前列。而 2012 年, 中国电信已经陆续引入苹果、诺基亚 lumia 及多款千元智能机, 推出和联通较为类似的 3G 套餐, 并和其他业务相互绑定, 因此今年终端差异化已经不能成为竞争

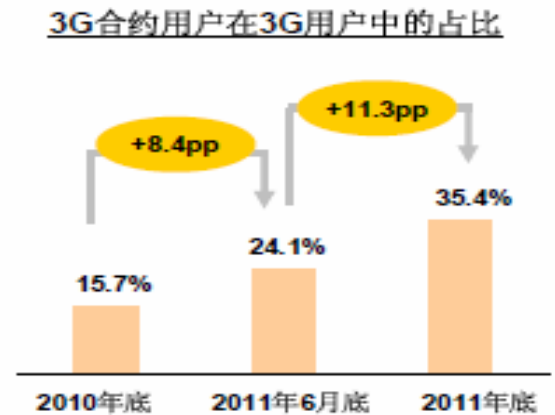
的焦点，终端补贴在短期内还会占据主导位置，据联通年报披露，其合约用户占整体 3G 用户的比例为 35.4%，今后用户的发展也倾向于加快合约用户的发展，因此终端补贴总体规模仍会有所上升。

图表10: 联通单季度 3G 用户补贴 (单位: 百万元)



来源: 国金证券研究所

图表11: 3G 合约用户在 3G 用户中的占比持续提高



- 用户规模增长考验网络质量:** 截止到 2012Q1, 中国联通 3G 用户数达到 4886 万, 一季度增速有所放缓, 一方面是季节性因素, 另外一方面中国电信对 3G 终端的积极引入对联通的用户造成一定影响, 此外在一季度联通并未推出更多的 3G 终端, 799 元低端智能机也未如期推出, 但我们认为后续三个季度联通 3G 用户数会持续走高, 因此网络质量将受到考验。

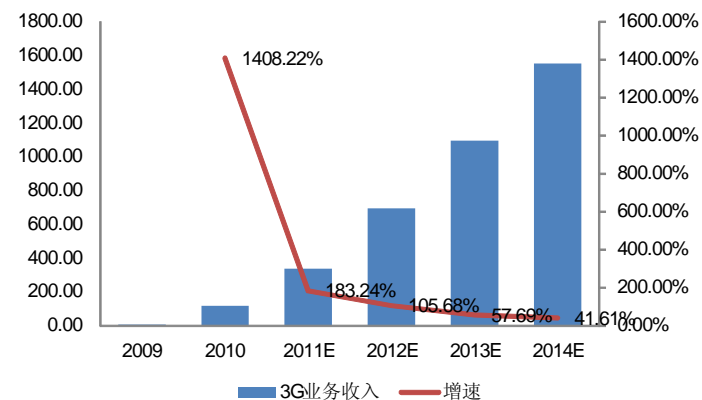
图表12: 中国联通终端发展策略

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 Wi-Fi 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 M 1i、中兴 X 850、华为 U 8110 和天语 W 366, 最低 126 元套餐 0 元购机
	2011年5月31日	新定义“千元智能机”, 最低 96 元套餐 0 元购机, 推出“中兴 V 880”
	2011年8月8日	推出千元智能机“联想 A 60”
	2011年9-11月	陆续推出华为 Sonic、酷派 W 706、夏新 N 79、酷派 W 708
	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 0 元购机, 发布酷派 7260、海信 HS-U8、中兴 V 889D、华为 U 8818、联想 A 750、TCL-W 989、夏新 N 89 和飞利浦 W 635
	2012年4月	批量推出新千元智能机, 如酷派 7091 及中兴 V 889D, 摩托 X T 390
	2012年	预计推出售价 799 元的智能机
	2012年	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 V 960
	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)

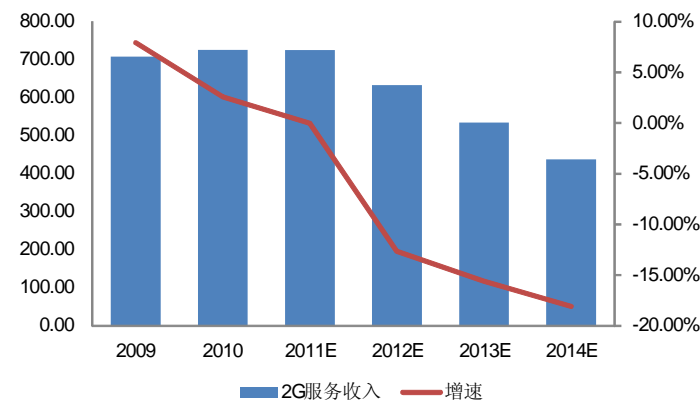
来源: 国金证券研究所

- **终端成本能否降低决定盈利：**在之前的报告中我们已经提到，终端成本（含终端补贴）成为仅次于折旧和摊销的第二大成本，从 2009Q4 的 1.7% 上升至 2012Q1 的 20%（去年四季度为 14%），因此未来的盈利空间很大程度上取决于终端成本能否有所降低，如若在终端成本降低的情况下仍能够维持用户数的快速增长，那么联通基本面将确定性好转，盈利空间也被打开。
- **联通 2G 业务通信服务收入预测：**2012-2014 年公司 2G 通信服务收入预计分别为 634 亿元、535 亿元、438 亿元，同比增速分别为 -12.7%、-15.6%、-18%，3G 业务收入预计年底超过 2G。

图表13：2012-2014 年 3G 服务收入预测（单位：亿）



图表14：2012-2014 年 2G 服务收入预测（单位：亿）

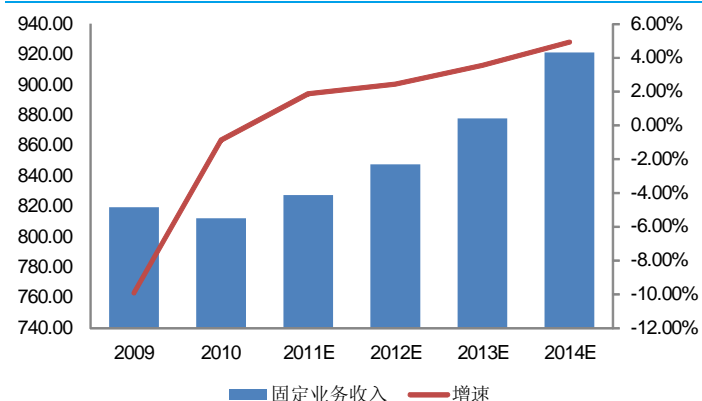


来源：国金证券研究所

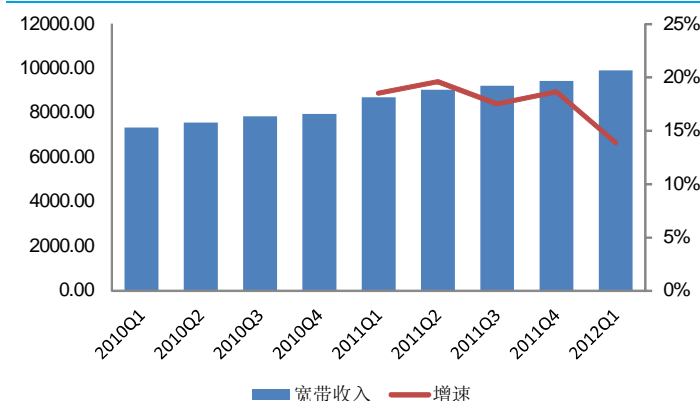
### 固网业务经营分析与预测

- **联通固网业务通信服务收入预测：**2012-2014 年公司固网通信服务收入预计分别为 848 亿元、878 亿元、921 亿元，同比增速分别为 2.44%、3.55%、4.93%。
- **宽带收入增速有所放缓，占比进一步提高，未来固网业务平稳增长：**固网非语音收入占比达到 68.6%，宽带收入占比接近 50%（47%），已经成为影响固网收入增速的主要原因，但一季度宽带收入有所放缓。

图表15：2012-2014 年固定业务收入预测（单位：亿）



图表16：单季度宽带收入增速有所放缓



来源：国金证券研究所

### 联通投资价值与投资建议

#### 联通收入与盈利预测

- 2012-2014 年联通合并收入预计分别为 2635 亿元、3102 亿元、3609 亿元，同比增速分别为 22.3%、17.7%、16.4%；2012-2014 年净利润分别

为 70.4 亿元、137.3 亿元、196 亿元，同比增速分别为 68%、95%、43%；EPS 预计分别为 0.111 元、0.217 元、0.31 元。

图表17: 2012-2014 年联通分业务预测 (单位: 亿元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>GSM业务</b>						
收入 (亿元)	707.64	725.78	725.40	633.55	534.67	437.97
增速	7.90%	2.56%	-0.05%	-12.66%	-15.61%	-18.09%
<b>3G业务</b>						
收入 (亿元)	7.91	119.30	337.90	695.01	1095.97	1551.99
增速		1408.22%	183.24%	105.68%	57.69%	41.61%
<b>固定业务</b>						
收入 (亿元)	819.55	812.42	827.63	847.86	877.97	921.24
增速	-9.91%	-0.87%	1.87%	2.44%	3.55%	4.93%
<b>业务合并</b>						
通信服务收入 (亿元)	1535.10	1657.50	1890.93	2176.42	2508.61	2911.20
信息技术服务收入	19.23	11.53	16.81	20.96	25.09	28.81
终端产品收入	22.33	74.61	237.47	385.68	516.24	617.34
不可摊销及抵消收入	7.03	18.04	10.41	8.33	7.50	6.75
<b>营业收入</b>	<b>1583.69</b>	<b>1761.68</b>	<b>2155.18</b>	<b>2635.25</b>	<b>3101.59</b>	<b>3608.59</b>
增速	-3.48%	11.24%	22.34%	22.27%	17.70%	16.35%
税前利润	121.81	46.47	56.64	90.25	175.98	251.34
增速	35.63%	-61.85%	21.90%	59.34%	94.99%	42.82%
所得税	(28.07)	(9.75)	(14.76)	(19.86)	(38.71)	(55.29)
<b>净利润</b>	<b>93.74</b>	<b>36.71</b>	<b>41.88</b>	<b>70.40</b>	<b>137.26</b>	<b>196.04</b>
增速	29.26%	-60.84%	14.07%	68.09%	94.99%	42.82%

来源: 国金证券研究所

投资建议: 中长期投资者可逢低买入

- 公司当前的经营价值低于本身的网络价值和用户价值，中长期来看其股价是低估的，如若今年资本开支增加使得网络质量提高，同时终端成本也能够出现下滑，联通的经营价值将得到改善，也即迎来基本面的拐点。前期报告中我们已经提示持续观察联通用户数和终端成本变化情况，但目前为止，由于竞争的加剧我们并没有看到这两个指标出现积极变化，因此维持前期观点，建议持续跟踪，因当前股价具有一定安全边际，建议中长期投资者逢低买入。

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	5	12	22	32	79
买入	0	3	8	12	33
持有	0	1	3	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.24	1.35	1.37	1.37

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 2011-10-28	买入	5.44	6.38 ~ 6.38
2 2011-11-21	买入	5.42	6.38
3 2011-12-01	买入	5.30	6.38
4 2011-12-19	买入	4.85	N/A
5 2012-01-20	买入	5.16	N/A
6 2012-02-21	买入	4.92	N/A
7 2012-02-28	买入	4.98	6.38 ~ 6.38
8 2012-03-23	买入	4.48	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)-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