

中国联通(600050)

3G领先优势稳固,业绩持续改善中——中国联通中报点评

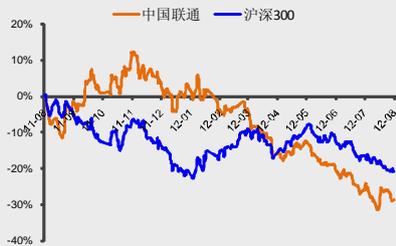
推荐 (维持)

现价: 3.89 元

主要数据

行业	通信行业
公司网址	chinaunicom.com
大股东	联通集团/61.5%
实际控制人	联通集团/61.5%
总股本(百万股)	21197
流通A股(百万股)	21197
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	759
流通A股市值(亿元)	759
每股净资产(元)	3.36
资产负债率(%)	53.9

行情走势图



相关研究报告

- 弱势运营商的抗争——中国联通业绩回顾 (2012.8.9)
- 巨头的没落——中国移动2012中报点评 (2012.8.20)

证券分析师

卢山 投资咨询资格编号  
S1000511060001  
0755-22626227  
Lushan498@pingan.com.cn

研究助理

冯明远 投资咨询资格编号  
S1060110070206  
0755-22621434  
Fengmingyuan132@pingan.com.cn

中国联通 1H2012 实现收入 1217 亿元, 同比增长 20%; 实现 EBITDA 360 亿元, 同比增长 32%, 实现净利润 34 亿元, 同比增长 32%; 每股收益 0.146 元。

■ 语音、数据收入保持二位数增长, ARPU 值有下滑压力

分业务看, 1H2012 语音收入 359 亿元, 同比增长 15.3%, 增速显著高于移动 2.2% 的语音收入增速; 数据业务收入 245 亿元, 同比增长 37.6%, 延续了过去 2 年的高速增长态势; 数据业务收入占比从 1H2011 的 36.4% 增至 40.6%。

ARPU 值在进入 2012 后下行压力加大。上半年 GSM ARPU 值同比减少 3.5 元, 而语音价格弹性亦接近 -1。接近 -1 的价格弹性意味着联通语音 ARPU 未来的下滑压力加大, 考虑到 2G 用户增长已至末期, 未来 2G 语音收入面临下滑风险。

■ 3G 市场份额均持续提升

从存量市场份额看, 中国联通近一年存量 3G 市场份额稳定维持在 35-36% 间, 且有微幅上升, 至 2012 年 7 月达 36%; 中移动的份额则持续下滑, 2011 年末 3G 市场份额 45.4%, 而至 7 月末, 其存量市场份额仅 41%; 中国电信存量 3G 市场份额上升最显著, 从 2011 年末的 19.1% 上升至 7 月末的 23.1%。

新增市场份额上, 进入 2012 年, 中国联通新增 3G 市场份额持续高于 1/3, 7 月份, 其份额达到 39% 的历史新高; 中国移动自 2012 年 4 月起, 新增 3G 市场份额占比不足 1/3, 其中 7 月份仅 24.4%; 电信新增 3G 市场分亦稳步上升, 其中 4 月、7 月二个月份突破 1/3, 达 34.6%、36.4%。

■ 收入快速增长提升利润率, 单用户成本仍有上升压力

近三年, 中国联通是三大运营商中唯一一家 EBITDA 率维持稳定的运营商。1H2012 其 EBITDA 率 35.2% 与 1H2011 持平。对比来看, 中国移动 EBITDA 率持续下滑, 1H2009-1H2011 年每年下滑约 1 个百分点, 1H2012 下滑加速, 下滑约 3 个百分点。中国电信 2012 上半年 EBITDA 率亦下滑约 4 个百分点。

我们对支出结构的分析表明, 中国联通利润率的稳定源自直接费用率及折旧摊销率的降低, 二者的降低抵消了高昂的 3G 用户获取及维护成本。3G 用户较高的获取及维护成本推动下, 至 1H2012, 联通每 3G 用户月销售费用 26.3 元仍显著高于每用户月销售费用 7.6 元, 单用户成本仍有上升压力。

■ 与中移动对比优势明显, 维持“推荐”评级

中国联通的中报财务表现显著好于中国移动, 具备比较明显的对比优势, 预计 2012~2014 年 EPS 分别为 0.09、0.22、0.41 元, 对应最新股价 3.895 元, PE 分别为 45 倍、18 倍、10 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 3G 市场无法获得持续的竞争优势, 用户数增长低于预期。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	176,243	215,519	250,663	302,809	356,311
YoY(%)	11.3	22.3	16.3	20.8	17.7
净利润(百万元)	1,235	1,412	1,850	4,702	8,623
YoY(%)	-60.6	14.4	31.0	154.1	83.4
毛利率(%)	29.8	28.4	36.0	38.3	41.0
净利率(%)	0.7	0.7	0.7	1.6	2.4
ROE(%)	1.7	2.0	2.6	6.2	10.3
EPS(摊薄/元)	0.06	0.07	0.09	0.22	0.41
P/E(倍)	66.8	58.4	44.6	17.5	9.6
P/B(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9

## 一、2Q 营收保持二位数增长，3G 市场份额持续提升

中国联通 2Q 实现收入 605 亿元，同比增长 15.5%，环比下滑 1.1%；增速低于去年同期的同比 24%、环比 6.8%；EBITDA 187.8 亿元，同比增长 9%；EBITDA 率 31.4%略低于去年同期的 32.9%；实现净利润 24.2 亿，同比小幅下滑 2.8%，环比增长 140%；净利润率 4%略低于去年同期的 4.8%，但好于一季度的 1.6%。

图表1 中国联通财报关键数据 单位：亿人民币

	2009	2010	2011	1Q2011	2Q2011	3Q2011	4Q2011	1Q2012	2Q2012
主营收入	1539	1714	2092	490	524	545	532	612	605
YOY	/	11.4	22.1	21.3	24.0	26.8	16.4	24.8	15.5
QOQ	/	/	/	7.2	6.8	4.1	-2.4	14.9	-1.1
EBITDA	593.2	603.5	639.9	147.7	172.3	167.9	-122.9	172.2	187.8
YOY	/	1.7	6.0	-2.2	4.2	9.8	/	16.6	9.0
QOQ	/	/	/	/	/	-62.5	/	/	10.3
EBITDA率	38.5	35.2	30.6	30.1	32.9	30.8	-23.1	28.1	31.4
净利润	95.6	37.0	42.3	1.7	24.9	16.1	-0.4	10.1	24.2
YOY	/	-61.3	14.3	-85.3	38.7	117.1	/	506.6	-2.8
QOQ	/	/	/	348.7	1397.6	-35.2	/	/	139.6
净利润率	6.2	2.2	2.0	0.4	4.8	2.9	-0.1	1.6	4.0

资料来源：Bloomberg，公司公告，平安证券研究所  
注：所用数据依联通红筹数据口径

### 1.1 3G 市场份额持续提升

从存量市场份额看，中国联通近一年存量 3G 市场份额稳定维持在 35-36%间，且有微幅上升，至 2012 年 7 月，份额达 36%；中移动的份额则持续下滑，2011 年末，中移动存量 3G 市场份额 45.4%，而至 2012 年 7 月，其存量市场份额仅 41%，大幅下降 4.4 个百分点；中国电信存量 3G 市场份额上升最显著，从 2011 年末的 19.1%上升至 2012 年 7 月的 23.1%。

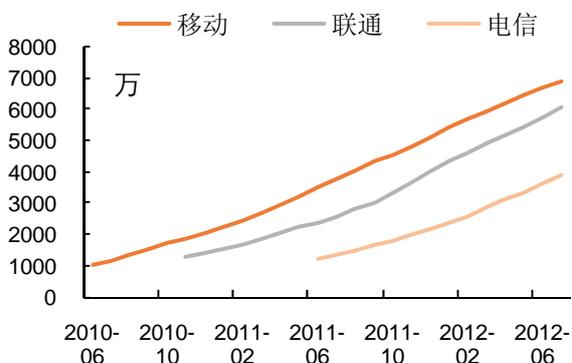
新增市场份额上，进入 2012 年，中国联通新增 3G 市场份额持续高于 1/3，7 月份，其份额达到 39%的历史新高；中国移动自 2012 年 4 月起，月新增 3G 市场份额占比不足 1/3，其中 7 月份仅 24.4%；电信新增 3G 市场分亦稳步上升，其中 4 月、7 月二个月的份额突破 1/3，达 34.6%、36.4%。

图表2 三大运营商3G市场份额对比

单位：万户	2011	2012.1	2012.2	2012.3	2012.4	2012.5	2012.6	2012.7
<b>中国移动</b>								
新增3G用户	3051	273	265	298	231	239	282	190
累计3G用户	5121.2	5394	5659	5956	6187	6426	6708	6898
3G新增份额(%)	/	35.0	35.2	34.0	28.9	32.9	32.6	24.2
3G存量份额(%)	45.4	44.7	44.2	43.5	42.7	42.2	41.7	40.9
年度月均新增	254	/	/	/	/	/	/	254
<b>中国电信</b>								
新增3G用户	/	202	205	282	276	216	280	285
累计3G用户	2154	2356	2561	2843	3119	3335	3615	3900
3G新增份额(%)	/	25.9	27.3	32.2	34.6	29.7	32.4	36.4
3G存量份额(%)	19.1	19.5	20.0	20.8	21.5	21.9	22.5	23.1
年度月均新增	/	/	/	/	/	/	/	249
<b>中国联通</b>								
新增3G用户	2596	305	283	297	292	273	303	309
累计3G用户	4002	4307	4589	4886	5178	5450	5753	6062
3G新增份额(%)	/	39.1	37.6	33.9	36.5	37.5	35.0	39.4
3G存量份额(%)	35.5	35.7	35.8	35.7	35.7	35.8	35.8	36.0
年度月均新增	216	/	/	/	/	/	/	294

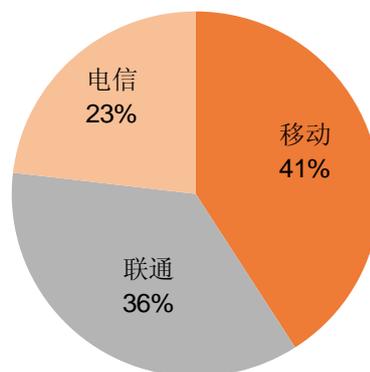
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 三大运营商累计3G用户数



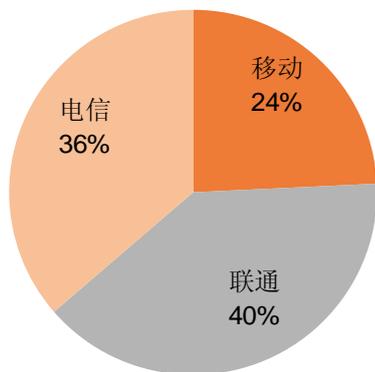
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 截至2012年7月的3G用户市场份额



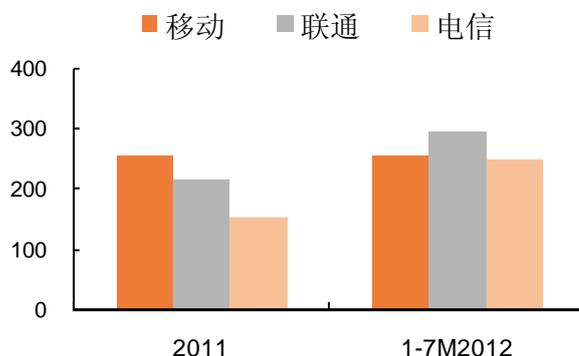
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 5 三大运营商7月新增3G用户份额



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 6 月均新增3G用户数



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 1.2 2G 语音时代终结，ARPU 值面临下行压力

1H2012，中国联通的 ARPU 值下滑压力加大。GSM 方面，ARPU 值同比减少约 3.5 元，而价格弹性亦接近-1。接近-1 的价格弹性意味着联通 2G 语音的 ARPU 未来下行压力加大，加之 2G 用户增长已至末期，未来 2G 语音收入面临着加速下滑风险。

联通 3G 语音价格弹性一直为负值。3G 业务尚处于初期，当前中高端用户占比较高，随着中低端用户渗透率的提高，ARPU 存在比较大的下跌空间，价格弹性值并不具备讨论的现实意义。

图表7 中国联通价格弹性

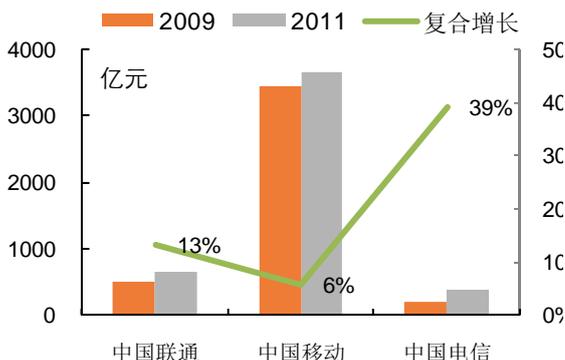
	2007	2008	2009	2010	2011	1H2011	1H2012
<b>联通GSM</b>							
ARPU	45.7	42.3	41.2	39.5	37.4	38.3	34.9
MOU	249.7	246.4	252.0	262.9	256.9	259.5	245.1
收入/分钟	0.140	0.126	0.118	0.106	0.100	0.102	0.096
价格弹性	/	-0.13	0.36	0.43	-0.40	-0.05	-0.95
<b>联通3G</b>							
ARPU	/	/	141.7	124	110	117.5	91.8
MOU	/	/	701.7	653.2	635.3	660.7	520.4
收入/分钟	/	/	0.2	0.189	0.173	0.178	0.176
价格弹性	/	/	/	-1.25	-0.32	0.24	-19.3

资料来源: 平安证券研究所

### 1.3 语音、数据收入均保持二位数增长

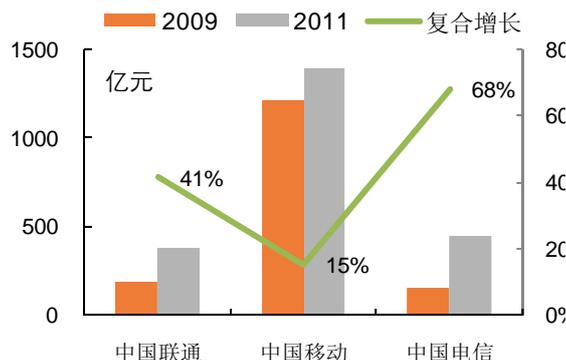
1H2012 中国联通语音收入 359 亿元，同比增长 15.3%，增速显著高于移动 2.2%的语音收入增速。数据业务收入 245 亿元同比增长 37.6%，延续了过去 2 年 41%的复合增速；数据业务收入占比从去年同期的 36.4%增至 40.6%。总体而言，中国联通的数据业务增长相比中国移动更为强劲，中国移动过去二年数据业务复合增长仅 15%。

图表8 运营商近三年语音收入对比



资料来源：运营商年报，平安证券研究所  
中国移动因统计口径变化原因取2010-2011的数据

图表9 运营商近三年非语音业务收入对比



资料来源：Bloomberg，平安证券研究所  
中国移动因统计口径变化原因取2010-2011的数据

图表10 中国联通、中国移动语音数据收入对比 单位：亿元

	2010	2011	1H2010	1H2011	1H2012
<b>中国联通</b>					
语音收入	560	648	248	311	359
YOY(%)	/	15.7	/	25.6	15.3
数据收入	263	384	103	178	245
YOY(%)	/	45.6	/	73.3	37.6
数据收入占比(%)	32.0	37.2	29.3	36.4	40.6
<b>中国移动</b>					
语音收入	3440	3641	1619	1732	1771
YOY(%)	/	5.8	/	7.0	2.2
数据收入	1208	1393	/	647	759
YOY(%)	/	15.3	/	/	17.3
数据收入占比(%)	25.9	27.7		27	30

资料来源：运营商公告，平安证券研究所  
注：仅统计移动业务，未统计固网业务

## 二、收入快速增长提升利润率，单用户成本仍有上升压力

近三年，中国联通是三大运营商中唯一一家 EBITDA 率维持稳定的运营商。1H2012 其 EBITDA 率 35.2%与 1H2011 持平。对比来看，中国移动 EBITDA 率持续下滑，1H2009-1H2011 年每年下滑约 1 个百分点，1H2012 下滑加速，下滑约 3 个百分点。中国电信 2012 上半年 EBITDA 率亦下滑约 4 个百分点。

图表11 三大运营商利润率对比 单位：亿元

	2009	2010	2011	1H2009	1H2010	1H2011	1H2012
<b>中国移动</b>							
EBITDA	2338	2418	2572	1099	1166	1242	1231
EBITDA率%	51.7	49.8	48.7	51.6	50.7	49.6	46.2
<b>中国联通</b>							
EBITDA	593	603	640	317	302	320	360
EBITDA率%	38.5	35.2	30.6	/	-4.7	35.4	35.2
<b>中国电信</b>							
EBITDA	757	757	754	403	397	485	488
EBITDA率%	36.1	34.4	30.8	42.0	35.0	42.6	38.5

资料来源：Bloomberg，平安证券研究所  
注：中国电信因购置CDMA资产，我们对其2011数据进行了追溯调整

我们对支出结构的分析表明，中国联通利润率的稳定源自直接费用率及折旧摊销率的降低，二者的降低抵消了高昂的 3G 用户获取及维护成本。

从支出结构分析，联通 1H2012 直接成本与折旧摊销率均下降。直接成本率由 1H2009 的 22%下滑至 1H2012 的 18.8%，具体来看，电路租赁及人工工资费用率均有所下降，我们判断营收较快增长下的规模效应是推动直接成本率下降的主要原因。

折旧摊销率由资本开支决定。中国联通在 2008-2010 年进入新一轮资本开支高峰期，其资本开支收入比最高时达到惊人的 73%；按照中国联通通信设备 5-10 年折旧期估算，中国联通将在 2015 年以后进入折旧后期。同时需要注意的是，根据联通资本开支规划，2012 年资本开支有 30%以上的增长，仍处于开支小高峰。因此，联通实际折旧摊销率出现规模下降的时间点将在 2016 年以后。当然，如果收入能够保持较快的增长，折旧摊销率仍具备提前下降的可能。

1H2012 SG&A 费用率上升约 3 个百分点，SG&A 费用率的上涨由 3G 用户较高的获取及维护成本推动。至 1H2012，联通每 3G 用户月销售费用 26.3 元仍显著高于每用户月销售费用 7.6 元，较大的绝对值差距意味着未来每用户月销售费用、每户月 SG&A 费用仍有较大的上升空间。当然，我们同时也要考到 1H2012 的 3G 用户每月销售成本 26.3 元已大幅低于去年同期的 41.3 元，未来 SG&A 费用率的上升空间不会太大。

图表12 中国联通支出结构分析 单位：亿元

%	2009	2010	2011	1H2009	1H2010	1H2011	1H2012
运营支出收入占比	93.2	97.0	97.1	88.7	95.5	96.4	95.2
其中：电路租赁	/	/	/	/	/	/	/
网间互联支出	8.7	8.0	7.8	8.2	7.9	7.7	7.5
工资	14.3	13.6	12.7	13.8	14.1	12.4	11.3
折旧摊销	31.0	31.8	27.7	30.6	32.4	28	24.8
SG&A	39.2	43.6	49.2	36.2	41.1	48.3	51.6
扣除SG&A、折旧摊销的直接成本	23.0	21.6	20.5	22.0	22.0	20.1	18.8

资料来源：运营商年报，平安证券研究所

图表13 中国移动支出结构分析 单位：亿元

%	2009	2010	2011	1H2009	1H2010	1H2011	1H2012
运营支出收入占比	67.5	68.9	69.8	67.1	68.1	70.0	72.9
其中：电路租赁	0.7	0.8	1.0	0.7	0.8	0.9	1.6
网间互联支出	4.8	4.5	4.5	5.0	4.7	4.6	4.6
工资	4.8	5.0	5.4	4.8	4.8	5.2	5.7
折旧摊销	17.7	17.8	18.4	18.3	18.4	19.3	18.6
SG&A	39.5	40.8	42.1	38.3	39.4	40.0	42.4
扣除SG&A、折旧摊销的直接成本	10.3	10.3	10.9	10.5	10.3	10.7	11.9
SG&A拆解							
销售费用	17.7	18.7	18.3	/	/	18.4	19.1
管理费用	21.8	22.1	23.7	/	/	21.6	23.3

资料来源：运营商年报，平安证券研究所

图表14 三大运营商每用户费用对比

	2009	2010	2011	1H2010	1H2011	1H2012
中国联通						
每用户月SG&A	17.4	19.9	24.6	18.6	24.8	28.1
每用户月销售费用	6.2	7.20	8.3	5.6	7.2	7.6
每3G用户月销售费用		37.3	27.3	35.6	41.3	26.3
中国移动						
每用户月SG&A	28.5	28.3	28.5	27.2	25.0	27.6
每用户月销售费用	12.8	12.9	12.4	/	11.5	12.4
中国电信						
每用户月SG&A	30.8	22.8	19.9	/	/	/

资料来源：公司年报，平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
<b>流动资产</b>	38872	43362	52064	81281	
现金	15439	15040	18169	40938	
应收账款	12439	15986	19312	23001	
其他应收款	1925	3008	3636	4277	
预付账款	3689	4008	4856	5885	
存货	4651	4618	5379	6457	
其他流动资产	729	702	713	723	
<b>非流动资产</b>	419651	441312	430511	417323	
长期投资	47	47	47	47	
固定资产	325436	373043	364466	355561	
无形资产	20740	19239	17539	15640	
其他非流动资产	73428	48983	48459	46075	
<b>资产总计</b>	458524	484674	482576	498604	
<b>流动负债</b>	213490	236155	222451	215799	
短期借款	32322	51503	23495	5000	
应付账款	91139	92996	100863	105096	
其他流动负债	90030	91656	98093	105703	
<b>非流动负债</b>	36423	35224	34074	33024	
长期借款	1384	1384	1384	1384	
其他非流动负债	35040	33840	32690	31640	
<b>负债合计</b>	249913	271379	256525	248822	
少数股东 权益	137587	141127	150029	166196	
股本	21197	21197	21197	21197	
资本公积	27159	27159	27159	27159	
留存收益	22691	23832	27686	35249	
归属母公司股东权益	71024	72168	76022	83585	
<b>负债和股东权益</b>	458524	484674	482576	498604	

会计年度	2011 A	2012E	2013E	2014E	
<b>经营活动现金流</b>	69453	73776	102321	118468	
净利润	4188	5391	13604	24791	
折旧摊销	59737	63966	76411	86784	
财务费用	1243	2054	1869	655	
投资损失	-866	-900	-900	-900	
<b>营运资金变动</b>	3891	2048	10361	5923	
其他经营现金流	1260	1217	975	1215	
<b>投资活动现金流</b>	-82738	-84558	-64468	-72489	
资本支出	81818	82000	62000	70000	
长期投资	-3368	49	0	0	
其他投资现金流	-4287	-2510	-2468	-2489	
<b>筹资活动现金流</b>	5800	10383	-34724	-23210	
短期借款	-4405	19181	-28007	-18495	
长期借款	-79	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-700	0	0	0	
其他筹资现金流	10984	-8798	-6717	-4714	
<b>现金净增加额</b>	-7485	-399	3129	22769	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
<b>营业收入</b>	215519	250663	302809	356311	
营业成本	154414	160338	186783	210192	
营业税金及附加	6352	7019	8479	9977	
营业费用	28751	52260	62891	75250	
管理费用	18200	20891	23877	26676	
财务费用	1243	2054	1869	655	
资产减值损失	2771	2900	3000	3100	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	866	900	900	900	
<b>营业利润</b>	4654	6101	16811	31361	
营业外收入	1874	1500	1500	1500	
营业外支出	865	600	643	666	
<b>利润总额</b>	5664	7001	17667	32195	
所得税	1476	1610	4063	7405	
<b>净利润</b>	4188	5391	13604	24791	
少数股东损益	2776	3540	8902	16167	
<b>归属母公司净利润</b>	1412	1850	4702	8623	
EBITDA	65634	72121	95091	118800	
EPS (元)	0.07	0.09	0.22	0.41	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	22.3%	16.3%	20.8%	17.7%	
营业利润 (%)	18.1%	31.1%	175.5%	86.6%	
归属母公司股东权益 (%)	14.4%	31.0%	154.1%	83.4%	
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	28.4%	36.0%	38.3%	41.0%	
净利率 (%)	0.7%	0.7%	1.6%	2.4%	
ROE (%)	2.0%	2.6%	6.2%	10.3%	
ROIC (%)	1.5%	2.1%	5.1%	9.4%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	54.5%	56.0%	53.2%	49.9%	
净负债比率 (%)	13.54%	19.54%	9.76%	2.63%	
流动比率	0.18	0.18	0.23	0.38	
速动比率	0.16	0.16	0.21	0.35	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.48	0.53	0.63	0.73	
应收账款周转率	14	14	13	13	
应付账款周转率	1.67	1.74	1.93	2.04	
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.07	0.09	0.22	0.41	
每股经营现金流	3.28	3.48	4.83	5.59	
每股净资产	3.35	3.40	3.59	3.94	
<b>估值比率</b>					
P/E	58.39	44.56	17.54	9.56	
P/B	1.16	1.14	1.08	0.99	
EV/EBITDA	5	4	3	3	

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257