

通信运营 II

中国联通 (600050. SH) / 3.07

3G 用户数迈入亿级俱乐部，公司发展的又一里程碑

事项

联通 3G 用户数超过 1 亿，单月 3G 净增用户数超过 413 万，2G 用户数减少 33 万

主要观点

1. 3G 用户快速过亿，公司发展迎来新的里程碑

截止到 2013 年 6 月，公司 3G 用户数超过 1 亿。公司从 2009 年 5 月 17 日开始试商用 3G 网络，至今走过了约 4 个年头，3G 用户数从 0 基础快速发展到现在亿级用户的规模。我们回顾公司用户数的发展轨迹，可以看到发展第一个百万级用户用了 5 个月时间，千万级用户用了 10 个月的时间，达到亿级用户规模用了 50 个月的时间。

联通的 2G 用户通过 10 年的时间，移动用户数发展才达到一亿的水平，且较中国移动相比，当时的用户数尚不到中国移动的一半。同 2G 时代相比，公司 3G 用户的发展显得又快又强，联通作为 3G 时代的领先运营商的地位已经明确。

2. 2013 和 2014 将是中国联通发展的黄金时期，4G 两年内均属于热点概念，飞入寻常百姓家还需等待

全国的 3G 用户发展已经进入高峰期，根据以往移动用户发展的规律来看，用户的渗透率在达到 25% 的附近会迎来一个拐点式的快速增长。未来两年内将是中国 3G 用户渗透率快速提高的时段。

即使抛开这些不说，3G 发展了四年时间，用户的增长和网络的建设不可谓不快，投入力度不可谓不大。但目前为止各家用户渗透率最高的也就是中国联通的 38%，不可否认的说用户迁移是需要时间和成本的。我们坚定认为未来两到三年仍是 3G 的时代，4G 经营的启动与发展还需等待，急需解决的问题众多。

3. 积极拥抱移动互联网，搜狐定向流量套餐包业务之后，我们预测微信、微博等合作有望成为下一个好的业务模式

OTT 已经成为影响运营商发展的关键要素，积极拥护移动互联网是运营商未来发展的大势所在。之前，公司与搜狐视频深度合作，推出 15 元流量包的形式成为国内首家开展此类业务的运营商，影响意义重大。

特别是现在微信业务定量流量套餐的业务合作出台，我们认为对公司用户发展的促进力极强，小规模流量收入换用户的模式对于联通来说是一个不错的选择。

证券分析师： 马军

执业编号： S0360512110002

Tel: 010-66500868

Email: majun@hcqz.com

研究助理： 束海峰

Tel: 010-66500831

Email: shuhaifeng@hcqz.com

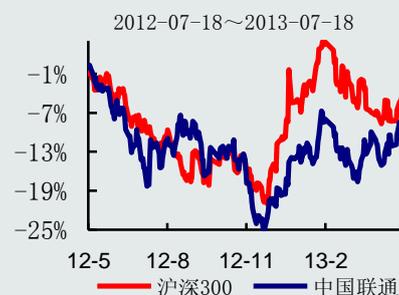
投资评级

| | |
|-------|----|
| 投资评级： | 强推 |
| 评级变动： | 维持 |

中国联通基本数据

| | |
|----------------|-----------|
| 总股本(万股) | 2119660 |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 2119660/0 |
| 资产负债率(%) | 60.1 |
| 每股净资产(元) | 3.43 |
| 市盈率(倍) | 32 |
| 市净率(倍) | 1.01 |
| 12 个月内最高/最低价 | 5.77/3.41 |

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

| | |
|-------------------------|------------|
| 《业绩逐步释放，3G 用户爆发式增长即将到来》 | 2012-08-26 |
| 《6 月各项业务稳定增长，中报业绩可以期待》 | 2012-07-19 |
| 《价值低洼地负重前行》 | 2012-07-17 |
| 《3G 和 LTE 时代，当能笑到最后》 | 2011-01-24 |
| 《3G 和 LTE 时代，到底谁能笑到最后？》 | 2011-01-22 |
| 《中国联通拜访交流纪要》 | 2010-11-26 |

4. 各项经营指标持续好转，带来业绩的高增长预期

根据联通每个月公布的用户数，我们假设联通移动电话用户的 ARPU 约为 27 元，3G 用户的 ARPU 约为 75 元。2013 年 1 月 3G 用户数为 7600 万，2013 年 6 月 3G 用户数为 1 亿，取得 3G 有效用户数为 8800 万。

我们预测半年电信主营业务收入增长约 14% 左右，移动通信收入仍然保持一个 20% 以上的高速增长，净利润增长超过 50%。我们认为 2013 年、2014 年其业绩均有 50% 的增长。预测 2013 年、2014 年的 EPS 分别为 0.17、0.25；给予“强烈推荐”评级，未来 6 个月内目标价 4.8 元。

风险提示

中国联通策略失误，导致竞争失利的风险；3G 用户发展不达预期的风险；

目录

| | |
|--|---|
| 一、3G 用户快速过亿，公司发展迎来新的里程碑..... | 4 |
| 二、2013 和 2014 将是中国联通发展的黄金时期，4G 两年内均属于热点概念，飞入寻常百姓家还需等待..... | 5 |
| （一）3G 发展进入高峰期，中国联通领先优势继续扩大..... | 5 |
| （二）4G 两年内均属于热点概念，飞入寻常百姓家还需等待..... | 6 |
| 三、积极拥抱移动互联网，搜狐定向流量套餐包业务之后，我们预测微信、微博等有望成为下一个好的业务模式..... | 7 |
| 四、各项经营指标持续好转，带来业绩的高增长预期..... | 7 |

启明星0825

启明星0825

启明星0825

启明星0825

启明星0825

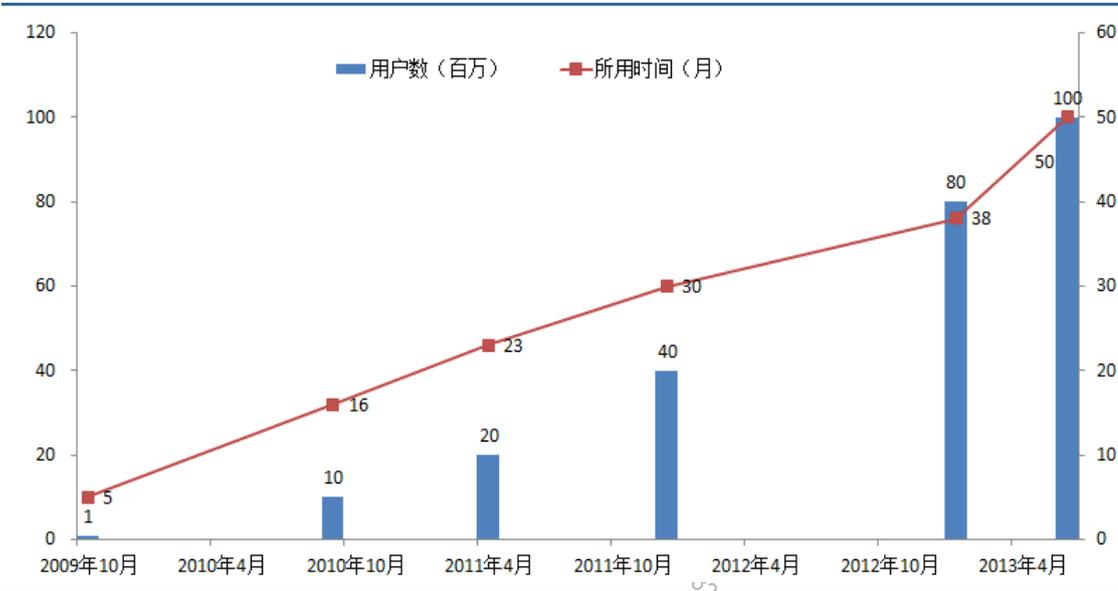
启明星0825

启明星0825

一、3G 用户快速过亿，公司发展迎来新的里程碑

截止到 2013 年 6 月，公司 3G 用户数超过 1 亿。公司从 2009 年 5 月 17 日开始试商用 3G 网络，至今走过了约 4 个年头，3G 用户数从 0 基础快速发展到现在亿级用户的规模。我们回顾公司用户数的发展轨迹，可以看到发展第一个百万级用户用了 5 个月时间，千万级用户用了 10 个月的时间，达到亿级用户规模用了 50 个月的时间。

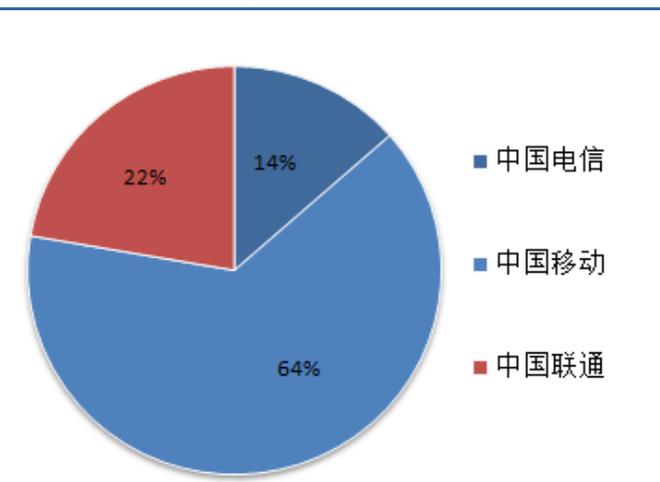
图表 1 联通 3G 用户发展时间表



资料来源：华创证券

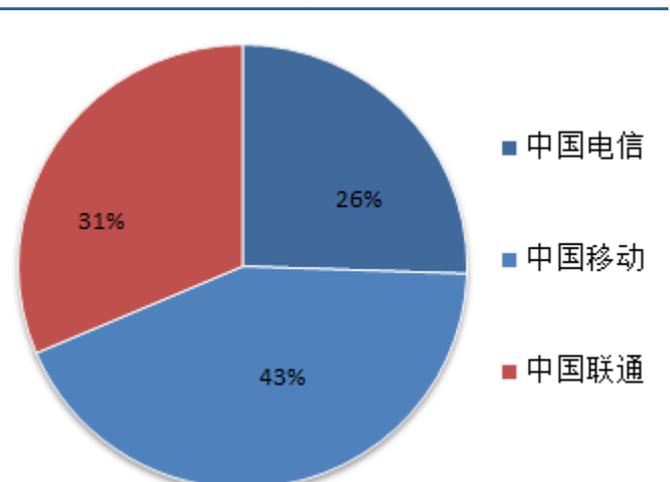
联通的 2G 用户通过 10 年的时间，移动用户数发展才达到一亿的水平，且较中国移动相比，当时的用户数尚不到中国移动的一半。同 2G 时代相比，公司 3G 用户的发展显得又快又强，联通作为 3G 时代的领先运营商的地位已经明确，同竞争对手的相比差距也越来越大。目前在移动电话只有 22% 的市场份额的基础上，却在 3G 移动电话拥有 31% 的市场份额。

图表 2 全国移动电话用户市场占有率



资料来源：华创证券

图表 3 全国 3G 移动电话用户市场占有率



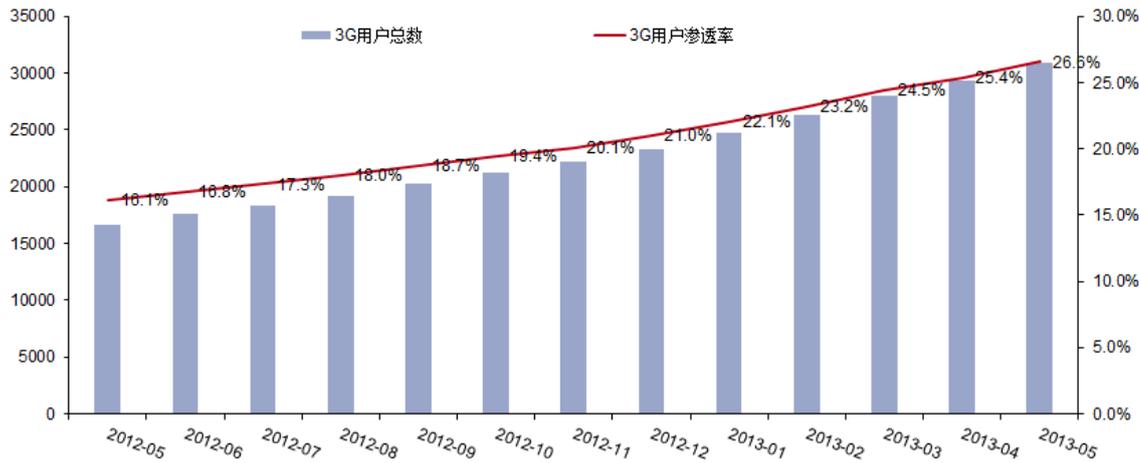
资料来源：华创证券

二、2013 和 2014 将是中国联通发展的黄金时期，4G 两年内均属于热点概念，飞入寻常百姓家还需等待

(一) 3G 发展进入高峰期，中国联通领先优势继续扩大

全国的 3G 用户发展已经进入高峰期，根据以往移动用户发展的规律来看，用户的渗透率在达到 25% 的附近会迎来一个拐点式的快速增长。未来两年内将是中国 3G 用户渗透率快速提高的时段。中国联通作为 3G 业务发展的市场领先企业，必然在发展中进一步扩大领先优势。

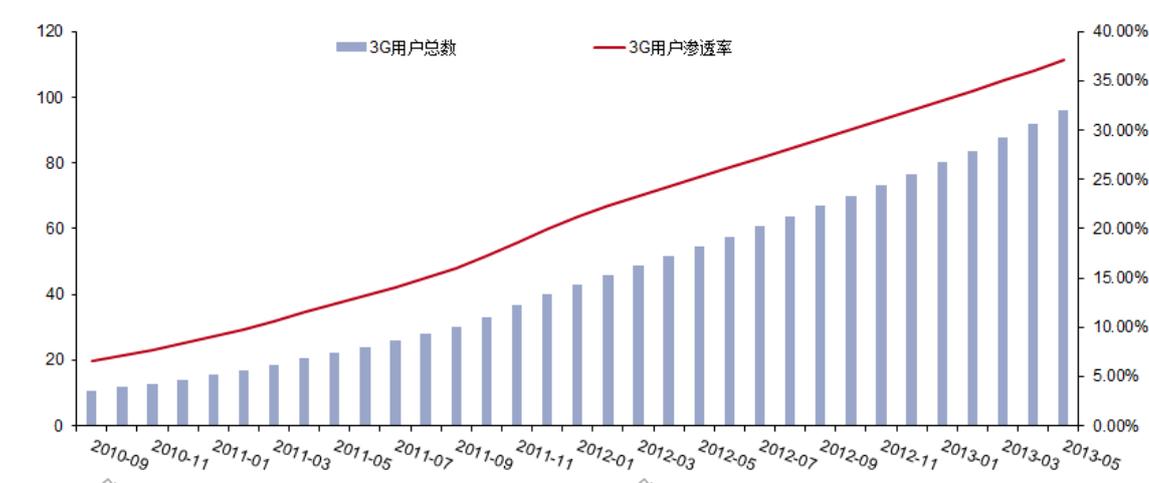
图表 4 全国 3G 用户渗透率



资料来源：华创证券

虽然现在中国联通的 3G 用户渗透率已经达到 38%，但是依然保持一个高增长的势头，月净增用户数仍屡创新高。2010 年月净增 3G 用户数站稳 100 万平台，2011 年月净增 3G 用户数站稳 200 万平台，2012 年月净增 3G 用户数站稳 300 万平台，2013 年月净增用户数站稳 400 万平台。我们可以看到连续四年联通每年 3G 用户增长的是迅猛而又稳健的。高质量和高增长的 3G 用户是公司未来两到三年内发展的直接动力。

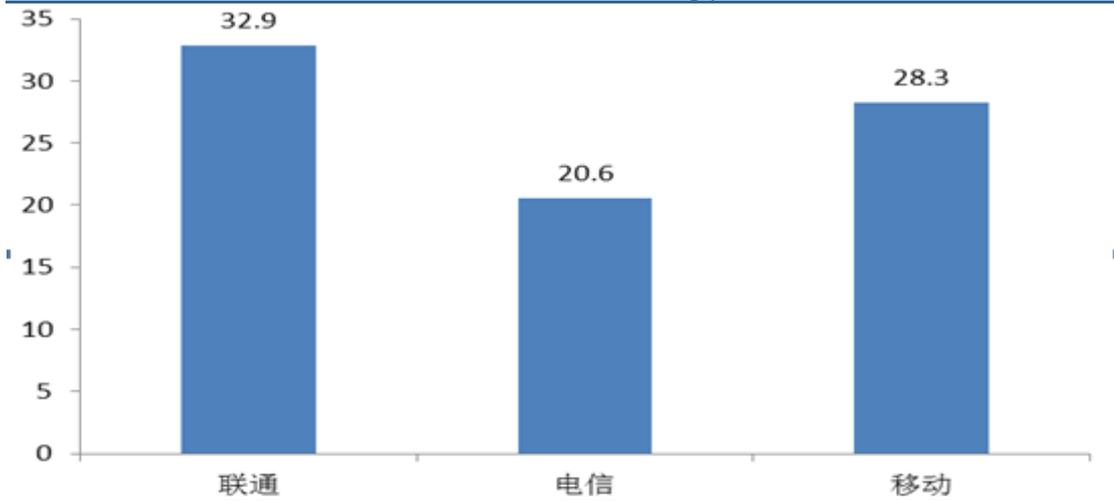
图表 5 联通 3G 用户数及渗透率



资料来源：华创证券

3G 还将是未来竞争的主流网络，中国联通的 3G 实力强劲。中国联通经过三年的大规模实验，基本形成了覆盖全国的一张优质 3G 网络。由于技术制式原因，在同等条件下联通的 WCDMA 网络要明显优于其他制式的网络。同时，中国联通的 3G 基站数在三家运营商中数量最多。

图表 6 3G 基站数 (万)



资料来源：华创证券 工信部公布 2012 年底数据

(二) 4G 两年内均属于热点概念，飞入寻常百姓家还需等待

随着运营商的高层纷纷表态，牌照发放的格局和时间已经趋于明朗（三季度左右三家 TDD）。对中国联通不利的消息基本已经释放，LTE 对联通股价压制的效应将慢慢消除。目前市场对中国移动的 TD-LTE 以及充分预期。即使我们不考虑一个全国性的网络需要在两到三年才能建成的情况下，中国移动的 TD-LTE 对联通威胁真的有这么大？

首先终端是制约网络发展的前期关键问题，没有好的手机就没有好的用户，这个逻辑在 3G 时代已经被验证了。目前存量用户手机中可以预估下越 99% 以上是不支持 TD-LTE 的，光是这么大规模的换机就需要一笔很大的成本，运营商必然要花力气去引导。

即使消费者不在乎换机成本，想去更换 TD-LTE 的手机，也没有好的终端。在下一代苹果产品中我们仍然看不到支持中国移动的终端。当然我们近期在展会上也看到了五模十频和五模十二频的终端产品；但是展会的样机和民用上市完全是两个概念。中国移动不断释放的 TDD-LTE 消息似乎让人们淡忘了 TDD 和 FDD 的差距。我们可以 TDD 的领头羊 软银在 TD-LTE 上已经耕耘了 5 个季度结果中看到，软银的 TD-LTE 用户仅为 140 万，而同期软银的 FDD 用户有 1000 万户，显然 TDD 和 FDD 不可同日而语，TDD 在数据卡上应用才是大有作为，手机终端还是需要 FDD。

其次运营商提供最基本的服务：语音。打电话是最基本的功能，显然 LTE 时代这个问题没有完全的解决。诚然 LTE 时代数据网络的速度是非常快的，但是要是基本的打电话的功能很弱，用户的体验将是非常糟糕的。目前全世界绝大多数的 4G 技术，都采用的是 CSFB 技术，这个技术最大的问题就是时延过长，一个电话拨通过程中一般会假死会有 10 秒左右，你肯定不爽了。中移动的双待机技术，据说在一定程度上解决了这个问题，但是很多国际大厂是不愿意支持这种非主流技术，譬如苹果，手机耗电大且成本较高。最好的解决方案是 VOLTE，但是 VOLTE 在全球尚不成熟。中国移动据说发布 VoLTE 白皮书，明确将 VoLTE 作为 LTE 语音目标方案，并制定了详细的部署计划：今年第四季度进行小规模测试；2014 年第二季度进行外场试验；2014 年第三、四季度实现全国 VoLTE 商用。这一晃就到 2014 年底了，还是在理想的情况下，产业的发展还值得观察

即使抛开这些不说，3G 发展了四年时间，用户的增长和网络的建设不可谓不快，投入力度不可谓不大。但目前为止各家用户渗透率最高的也就是中国联通的 38%，不可否认的说用户迁移是需要时间和成本的。我们坚定认为未来两到三年仍是 3G 的时代，4G 经营的启动与发展还需等待，急需解决的问题众多。

三、积极拥抱移动互联网，搜狐定向流量套餐包业务之后，我们预测微信、微博等有望成为下一个好的业务模式

OTT 已经成为影响运营商发展的关键要素，积极拥护移动互联网是运营商未来发展的大势所在。之前，公司与搜狐视频深度合作，推出 15 元流量包的形式成为国内首家开展此类业务的运营商，影响意义重大。

第一，面对 OTT 管道化的背景下，公司开启的新的收费模式，给公司带来新的利润来源；

第二，未来想象空间巨大，视频只是移动互联网的一项业务而已，以后微博、微信等热门业务都有望复制这一模式；特别是微信业务定量流量套餐的业务如果一旦合作出台，我们认为对公司用户发展的促进力极强，小规模流量收入换用户的模式对于联通来说是一个不错的选择。

第三，在互联网业务里面，视频是对带宽和流量要求最高的业务之一，公司敢于首次开展此类业务以视频为先河，也彰显出公司对自身网络质量的信心。

四、各项经营指标持续好转，带来业绩的高增长预期

根据联通每个月公布的用户数，我们假设联通移动电话用户的 ARPU 约为 27 元，3G 用户的 ARPU 约为 75 元。2013 年 1 月 3G 用户数为 7600 万，2013 年 6 月 3G 用户数为 1 亿，取的 3G 有效用户数为 8800 万。

公司一季度实现营业收入 706 亿元，同比增长 15.36%，环比增长 7.6%；净利润 19 亿元，同比增长 88.58%，环比增长 17.79%。我们预测半年电信主营业务收入增长约 14% 左右，移动通信收入仍然保持一个 20% 以上的高速增长，净利润增长超过 50%。

从长期来看，3G 时代，国内运营商竞争格局将发生明显的变化，中国联通有可能凭借网络和终端优势，不断蚕食中国移动的市场，最终实现三分天下，3G 的用户与收入将为其长期成长奠定可持续发展基础。2013 年、2014 年其业绩均有 50% 的增长。预测 2013 年、2014 年的 EPS 分别为 0.17、0.25；给予“强烈推荐”评级，未来 6 个月内目标价 4.8 元。

风险提示

中国联通策略失误，导致竞争失利的风险；3G 用户发展不达预期的风险；

附录：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 48240 | 89805 | 157656 | 243480 |
| 现金 | 18320 | 56269 | 117401 | 195072 |
| 应收账款 | 14300 | 17330 | 20528 | 24259 |
| 其它应收款 | 5419 | 3939 | 5179 | 6922 |
| 预付账款 | 4170 | 5309 | 6316 | 7516 |
| 其他 | 228 | 570 | 531 | 476 |
| 非流动资产 | 470117 | 450316 | 430987 | 410724 |
| 长期投资 | 50 | 48 | 49 | 49 |
| 固定资产 | 367281 | 378135 | 372882 | 359575 |
| 无形资产 | 21362 | 21383 | 21886 | 22268 |
| 其他 | 81424 | 50750 | 36170 | 28831 |
| 资产总计 | 518357 | 540121 | 588643 | 654203 |
| 流动负债 | 301812 | 291805 | 329647 | 381675 |
| 短期借款 | 69175 | 46074 | 49190 | 54813 |
| 应付账款 | 103512 | 132739 | 149201 | 178310 |
| 其他 | 129125 | 112991 | 131256 | 148551 |
| 非流动负债 | 4311 | 25376 | 21371 | 16354 |
| 长期借款 | 536 | 461 | 128 | -291 |
| 其他 | 3775 | 24915 | 21243 | 16645 |
| 负债合计 | 306123 | 317181 | 351018 | 398028 |
| 少数股东权益 | 139937 | 147044 | 157537 | 170807 |
| 股本 | 21197 | 21197 | 21197 | 21197 |
| 资本公积金 | 26776 | 26776 | 26776 | 26776 |
| 留存收益 | 24349 | 27949 | 32139 | 37420 |
| 归属母中国联通股东 | 72297 | 75896 | 80087 | 85368 |
| 负债和股东权益 | 518357 | 540121 | 588643 | 654203 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 74738 | 67712 | 62358 | 74783 |
| 净利润 | 7025 | 10706 | 15824 | 20006 |
| 折旧摊销 | 0 | 20559 | 20719 | 21441 |
| 财务费用 | 3417 | 4536 | 2511 | 771 |
| 投资损失 | -417 | -589 | -624 | -544 |
| 营运资金变动 | 0 | 31203 | 24215 | 33351 |
| 其它 | 64714 | 1298 | -286 | -242 |
| 投资活动现金流 | -99233 | -1553 | -371 | -249 |
| 资本支出 | 90766 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 675 | 10 | -232 |
| 其他 | -8467 | -878 | -361 | -481 |
| 筹资活动现金流 | 27648 | -28210 | -854 | 3136 |
| 短期借款 | 36854 | -23101 | 3116 | 5623 |
| 长期借款 | -848 | -75 | -334 | -419 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -384 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -7974 | -5035 | -3637 | -2069 |
| 现金净增加额 | 0 | 37949 | 61132 | 77670 |

资料来源：中国联通报表、华创证券

利润表

| 单位：百万元 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 256265 | 301092 | 359989 | 427138 |
| 营业成本 | 179108 | 206850 | 247312 | 293444 |
| 营业税金及附加 | 7339 | 8607 | 10403 | 12262 |
| 营业费用 | 35037 | 40346 | 47518 | 57339 |
| 管理费用 | 20491 | 25682 | 29964 | 35380 |
| 资产减值损失 | 3294 | 2911 | 2992 | 3066 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 417 | 589 | 624 | 544 |
| 营业利润 | 7996 | 12749 | 19912 | 25420 |
| 营业外收入 | 2053 | 1994 | 2013 | 2007 |
| 营业外支出 | 505 | 567 | 646 | 573 |
| 利润总额 | 9544 | 14175 | 21280 | 26854 |
| 所得税 | 2519 | 3470 | 5457 | 6849 |
| 净利润 | 7025 | 10706 | 15824 | 20006 |
| 少数股东损益 | 4657 | 7107 | 10494 | 13270 |
| 归属母中国联通净利 | 2368 | 3599 | 5330 | 6736 |
| EBITDA | 11413 | 37843 | 43142 | 47632 |
| EPS (元) | 0.11 | 0.17 | 0.25 | 0.32 |

主要财务比率

| | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 18.9% | 17.5% | 19.6% | 18.7% |
| 营业利润 | 71.8% | 59.4% | 56.2% | 27.7% |
| 归属母中国联通净 | 67.7% | 52.0% | 48.1% | 26.4% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 30.1% | 31.3% | 31.3% | 31.3% |
| 净利率 | 0.9% | 1.2% | 1.5% | 1.6% |
| ROE | 3.3% | 4.7% | 6.7% | 7.9% |
| ROIC | 2.8% | 5.3% | 8.2% | 13.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 59.1% | 58.7% | 59.6% | 60.8% |
| 净负债比率 | 33.29% | 18.09% | 18.15% | 18.51% |
| 流动比率 | 0.16 | 0.31 | 0.48 | 0.64 |
| 速动比率 | 0.14 | 0.29 | 0.45 | 0.61 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.52 | 0.57 | 0.64 | 0.69 |
| 应收帐款周转率 | 19 | 19 | 19 | 19 |
| 应付帐款周转率 | 1.84 | 1.75 | 1.75 | 1.79 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.11 | 0.17 | 0.25 | 0.32 |
| 每股经营现金 | 3.53 | 3.19 | 2.94 | 3.53 |
| 每股净资产 | 3.41 | 3.58 | 3.78 | 4.03 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 32.13 | 18.08 | 12.21 | 9.66 |
| P/B | 1.05 | 0.86 | 0.81 | 0.76 |
| EV/EBITDA | 26 | 8 | 7 | 6 |

启明星0825

启明星0825

分析师介绍

马军：TMT 行业小组组长、通信行业首席分析师，曾任工业和信息化部电信研究院规划所研究总监、主任工程师，主要从事电信产业政策研究与运营商战略规划，支持和参与的项目包括通信业“十一五”、“十二五”规划，三网融合、信息产业、物联网等“十二五”规划，3G 业务规划、3G 发展评估、金融危机对中国电信业影响既对策等多项课题，在多种刊物发表论文 20 多篇。西安交通大学工商管理硕士，西安交通大学热能工程学士。

束海峰：TMT 行业分析师，曾任职工业和信息化部电信研究院规划所，厦门大学经济学学士，北京邮电大学硕士

启明星0825

华创证券机构销售通讯录

启明星0825

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|----|-----|--------|---------------|--|
| 北京 | 杨晓昊 | 机构销售总监 | 010-66500808 | yangxiaohao@hcq.com |
| | 刘玄 | 机构销售经理 | 010-66500807 | liuxuan@hcq.com |
| | 石墨飞 | 机构销售经理 | 010-66500836 | shizhaofei@hcq.com |
| | 翁波 | 机构销售经理 | 010-66500810 | wengbo@hcq.com |
| | 赵翌帆 | 机构销售经理 | 010-66500809 | zhaoyifan@hcq.com |
| 广深 | 李涛 | 机构销售总监 | 0755-82027736 | litao@hcq.com |
| | 张娟 | 机构销售经理 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcq.com |
| | 孔令瑶 | 机构销售经理 | 0755-83715429 | konglingyao@hcq.com |
| | 宋唯瑛 | 机构销售经理 | 0755-83711905 | songweiyin@hcq.com |
| | 刁建楠 | 机构销售助理 | 0755-88283039 | diaojiannan@hcq.com |
| 上海 | 魏媛红 | 机构销售总监 | 021-50589152 | weiyuanhong@hcq.com |
| | 王维昌 | 机构销售经理 | 021-50111907 | wangweichang@hcq.com |
| | 熊俊 | 机构销售经理 | 021-50583558 | xiongjun@hcq.com |
| | 李茵茵 | 机构销售经理 | 021-50589862 | liyinyin@hcq.com |
| | 吴丽平 | 机构销售经理 | 021-50581878 | wuliping@hcq.com |
| | 晏宗飞 | 机构销售经理 | 021-50157561 | yanzongfei@hcq.com |

启明星0825

启明星0825

华创行业中国联通投资评级体系(基准指数沪深 300)

中国联通投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司中国联通(以下简称“本中国联通”)的客户使用。本中国联通不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本中国联通对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本中国联通于发布本报告当日的判断。在不同时期,本中国联通可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本中国联通在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本中国联通对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本中国联通所有,本中国联通对本报告保留一切权利,未经本中国联通事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本中国联通同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编: 100033
传真: 010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编: 518040
传真: 0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编: 200122
传真: 021-50583558