

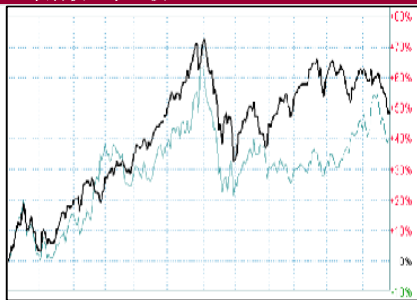


TMT —— 通讯  
Technology, Media, Telecom

2010 年 2 月 1 日

市场数据	2010 年 2 月 1 日
当前价格 (元)	6.74
52 周价格区间 (元)	4.95--8.16
总市值 (百万)	148400
流通市值 (百万)	148400
总股本 (万股)	21200
流通股 (万股)	21200
日均成交额 (百万)	31303.69
近一月换手 (%)	18.21
Beta (2 年)	0.82
第一大股东	中国联合网络通信集团有限 公司
公司网址	http://www.chinaunicom.com/

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
中国联通	-7.41%	6.65%	35.07%
上证指数	-10.31%	-1.88%	47.67%

相关报告

金元证券研究所 王昕  
钱文礼(协助)  
+86 755 21517967  
qianwl@jyqz.cn

中国联通-----从一家独大到三足鼎立?

评级: 中性

盈利预测	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	100,467.61	152,764.26	155,936.19	174,553.46	219,804.53
增长率 (%)	4.05	52.05	2.08	11.94	25.93
归属母公司股东的净利润	5,632.88	19,741.41	4,463.43	5,185.14	8982.94
增长率 (%)	166.42	250.47	-77.39	16.17	73.24
每股收益-摊薄(元)	0.2657	0.9313	0.2106	0.2446	0.420
市盈率	26.38	7.53	32.14	27.59	16.07

投资要点:

- 2009 年 12 月份中国移动新增移动电话客户占全部新增移动用户的 47.63%，首次跌至 50% 下，创下历史新低。尽管存量用户移动依旧遥遥领先，但是在增量用户份额中中国移动 2009 年以来一直处于下降状态，联通和电信则不断上升，联通在新增 3G 客户的市场份额首次达到 50%。
- 三大运营商的中平均每月每户收入 (ARPU) 及每分钟使用量平均收入继续下降，其中中国移动 ARPU 值由 2008 年大降 10 元由 83 元下跌至 73 元，虽然在后两个季度有所恢复但是恢复不够明显；中国联通在今年一季度 3 个月内 ARPU 值下降 1 元，后期基本保持稳定，中国电信基本保持了与联通相同的态势。
- 3G 三大标准各有特色，但是中国联通所用 WCDMA 技术目前相对于国内研发的 TD-SCDMA 技术和 EV/DO 技术在数据传输速率和容量以及覆盖范围上具有明显优势。
- 我们认为要保证联通 10 年盈利状况发生改善或者至少保持平稳则每月新增 3G 客户数应该维持在 129 万以上，年新增客户数达到 1400 万占联通现有存量客户的 10% 左右，这对中国联通来说需要把每月新增客户数提高三分之一以上，因此对联通有不小的压力，但是根据工信部 2010 计划新增 3G 用户 6000 万，如果按照联通 50% 的市场份额应该是 3000 万。伴随联通 W0 品牌的日益成熟和 IPHONE 的市场影响力增强以及资费下调，我们认为实现该目标可能性较大，给予中国联通中性评级。

### 中国联通——从一家独大到三足鼎立?

2009年1月7日，工业和信息化部为中国移动、中国电信和中国联通发放3张第三代移动通信(3G)牌照，此举标志着我国正式进入3G时代。三大运营商重组后纷纷开展3G相关业务，也加大了对3G网络的投资。经过一年的运营三大运营商的竞争格局依然没有达到了重组时所预期的消除一家独大的局面，但是中国联通和中国电信在3G业务客户增加数和市场份额上都已经超过中国移动，其3G的ARPU值也超过中国移动，但是由于中国移动在2G市场占据绝对优势地位，以及大量的存量客户因素使得其盈利能力仍然超过其他两家，联通和电信因为巨大投资所带来的摊销成本也使得短期业绩难以爆发，所以现在断定中国联通和中国电信能否依靠3G业务后来居上形成三足鼎立的格局依然为过早。

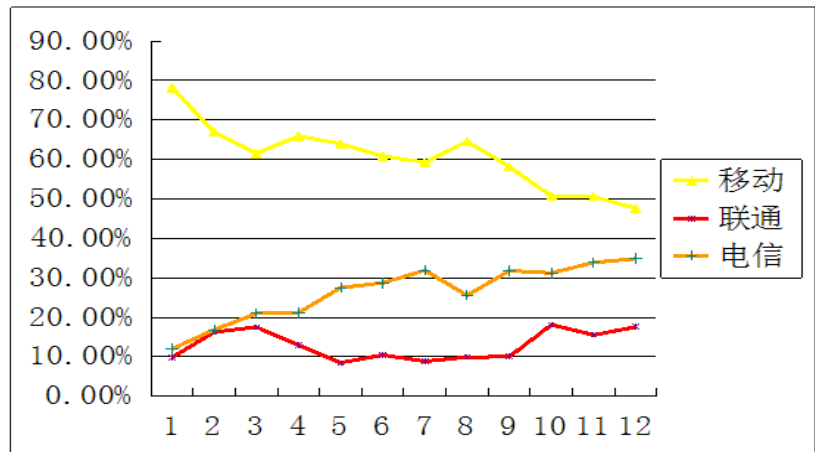
#### 运营商新增用户数比较——联通在新增3G客户数上占优势

1, 存量用户移动依旧遥遥领先，但是在增量用户份额中中国移动2009年以来一直处于下降状态，联通和电信则不断上升。

	新增用户数 (万)	中国移动		中国联通		中国电信	
		新增用户 (万)	份额	新增用户 (万)	份额	新增用户 (万)	份额
1	852.9	667.0	78.2%	83.9	9.8%	102	12%
2	1009.1	675.1	66.9%	164	16.25%	170	16.85%
3	1055.1	649.3	61.54%	184.8	17.52%	221	20.95%
4	883.4	583.3	65.92%	114.1	12.92%	187	21.16%
5	800	511.8	64%	68.2	8.5%	220	27.5%
6	825.1	501.9	60.83%	86.2	10.45%	237	28.72%
7	768.3	455.3	59.26%	68	8.85%	245	31.89%
8	814.6	525.9	64.56%	80.7	9.9%	208	25.54%
9	933.6	543.1	58.17%	93.5	10.02%	297	31.81%
10	1006.1	509.9	50.68%	182.2	18.11%	314	31.21%
11	905.5	457.9	50.57%	140.6	15.53%	307	33.90%
12	889.8	423.8	47.63%	156	17.53%	310	34.84%

数据包括2G和3G客户以及移动上网卡客户

数据来源：上市公司公告



2009年12月份，中国移动新增手机用户数进一步放缓，为423.8万用户；在新增手机用户数市场份额上，中国移动从2009年1月份的78.2%跌至2009年的12月份的47.63%，首次跌至50%下，创下历史新低。

与此同时，中国联通与中国电信在新增手机用户数上表现良好，在2009年12月份，中国联通新增用户数156万，新增用户数市场份额为17.53%，值得关注的是本月中国联通3G用户数新增数再度超越2G用户数，联通自从2009年10月3G正式商用后其市场份额一直稳定在15%以上。

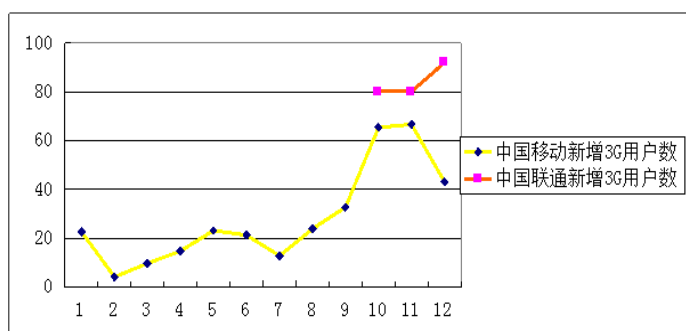
中国电信在12月新增手机用户310万，连续12个月获得手机用户数增长，在12月份其新增用户数市场份额为34.84%。

2, 新增3G用户。虽然存量用户上移动由于其TD推广较早有微弱领先优势，但是联通自从2009年10月推广以来单月新增3G用户均超过移动并且有不断拉大的趋势。

	移动		联通		电信	
	新增用户 (万)	累计用户	新增用户 (万)	累计用户	新增用户 (万)	累计用户
10	65.4	230.9	80.1	102.1	未公布确切数值	
11	66.7	297.6	80.1	182.2		
12	43.2	340.8	92	274.2		

数据来源：上市公司公告

中国移动和中国联通新增3G用户数

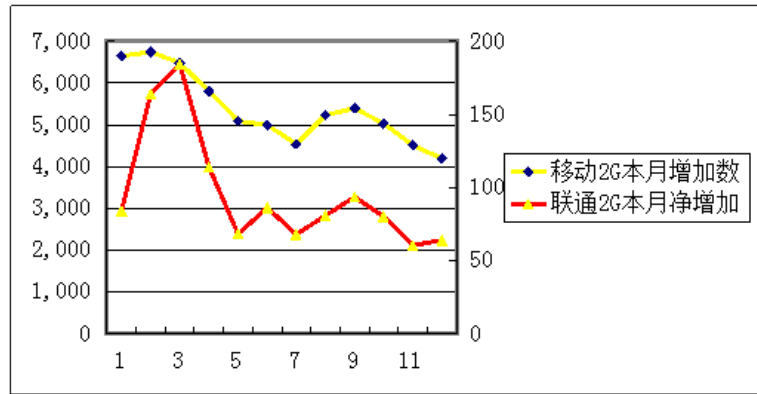


无论是单月的增幅还是累计用户数上都已经或即将赶上并超过移动用户数，需要指出的是中国移动3G用户增长在2009年10月联通3G正式商用后出现瓶颈，甚至在12月份出现大幅度下滑，3G潜在用户转向联通也是重要原因之一。

3, 2G新增用户份额依然是移动的占绝对优势，但是优势正在缩小。

	电信 累计 用户 数	当月净增 / (减) 用户数 (含3G)	移动用户 累计数	Y 移动 本月2G 增加数	联通累计 用户	2G 本 月净增 加
1月	2893	102	463,920	6,647	13420.4	83.9
2月	3063	170	470,671	6,747	13584.4	164
3月	3284	221	477,164	6,483	13769.2	184.4
4月	3471	187	482,987	5,808	13883.3	114.1
5月	3691	220	488,105	5,095	13951.5	68.2
6月	3928	237	493,124	4,998	14037.7	86.2
7月	4173	245	497,677	4,540	14105.7	68
8月	4381	208	502,936	5,235	14186.4	80.7
9月	4678	297	508,367	5,398	14279.9	93.5
10月	4992	314	513,466	5,034	14360	80.1
11月	5299	307	518,045	4,512	14420.5	60.5
12月	5609	310	522,283	4,195	14484.5	64

数据来源：上市公司公告



中国移动总用户数依然遥遥领先。目前在总用户数方面，中国移动依然以5.22亿用户数遥遥领先于其他对手，截至2009年12月，中国电信手机用户总数为5609万户，中国联通手机用户数为1.48亿。在2G(含2.5G)市场上依然是中国移动占据绝对优势地位，但是由于客户的充分开发因此移动2G客户增加额正逐月减少，并且有进一步下降的趋势。中国联通客户增加数则经历了较大的波动，主要原因是由于年初部分客户转网（从电信CDMA转到联通GSM网），在转网结束之后新增2G客户区域稳定，在2009年12月联通3G新增客户超过2G客户，具有转折性的意义，用户数直接决定着一个运营商业绩好坏，如果这一趋势得以保持联通将率先进入3G时代，3G业务将成为联通业绩的支撑。

#### 4, 固定电话用户正在加速流失，但宽带用户不断增加

中国从2008年起从未全球最大的固定电话使用国家，但是随着移动电话对固定电话的替代固定电话用户证逐月减少，同时随着互联网的普及宽带业务用户正逐渐增加。

## 新增固定电话用户数

单位：百万户	电信固定电话累计用户	电信当月净增 / (减) 用户数	联通固定电话累计用户	联通当月净增 / (减) 用户数
2009年 1月	20738	-97	10944.5	-12.5
2009年 2月	20583	-155	10894.4	-50.1
2009年 3月	20400	-183	10916.7	22.3
2009年 4月	20210	-190	10899.6	-17.1
2009年 5月	20075	-135	10870.7	-28.9
2009年 6月	19936	-139	10845.2	25.5
2009年 7月	19769	-167	10812.1	-33.1
2009年8月	19617	-152	10763.9	-48.2
2009年 9月	19439	-178	10713.1	-50.8
2009年 10月	19293	-146	10618.4	-94.7
2009年11月	19109	-184	10493.2	-125.2
2009年 12月	18856	-253	10282.2	-211

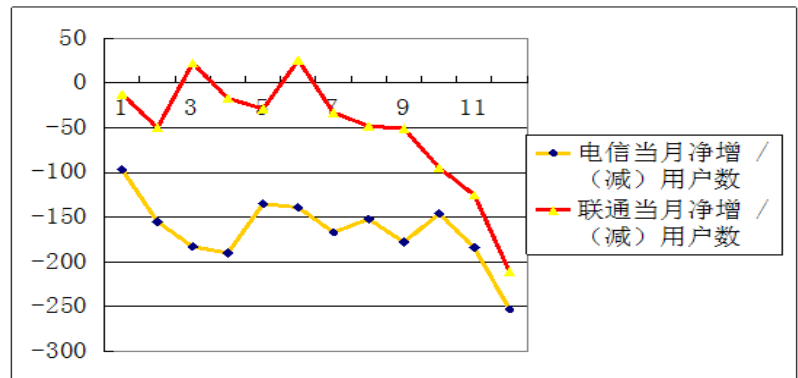
数据来源：上市公司公告

## 新增宽带用户数

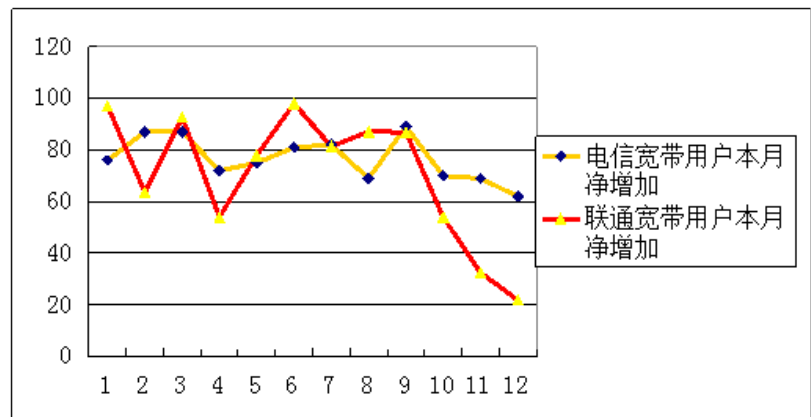
单位：百万户	电信宽带用户累计数	电信宽带用户本月净增加	联通宽带用户累计数	联通宽带用户本月净增加
2009年 1月	4503	76	3105.2	97.1
2009年 2月	4590	87	3168.7	63.5
2009年 3月	4677	87	3261.4	92.7
2009年 4月	4749	72	3315.4	54
2009年 5月	4824	75	3393.3	77.9
2009年 6月	4905	81	3491.3	98
2009年 7月	4987	82	3572.7	81.4
2009年 8月	5056	69	3659.8	87.1
2009年 9月	5145	89	3746.7	86.9
2009年 10月	5215	70	3800.6	53.9
2009年 11月	5284	69	3833.1	32.5
2009年 12月	5346	62	3855	21.9

数据来源：上市公司公告

电信新增客户



新增宽带用户



由于移动电话对固定电话的替代作用中国电信和中国联通的固定电话用户都在加速下滑，中国电信固定电话用户人数在1月份减少不到100万人，到12月固定电话减少人数已经超过200万人，客户正在加速流失。中国联通1月份的减少12.5万到12月份则跳跃性增加到211万，并且有进一步加速的趋势。

移动电话对固定电话的替代已成为全球性趋势，美国国家卫生统计中心(National Center for Health Statistics)对手机使用调查的最新结果显示，美国家庭中有20%不再使用固话，只使用手机进行通话。AT&T就指出其固话客户显著减少，其固话营收不足30%，而移动营收却超过40%。欧盟委员会对其27个成员国中27000户家庭调查发现，24%的家庭只使用手机，可见全球范围内固定电话用户都在减少。

宽带业务增加在一定层度上抵消了固定化用户流失带来的收入减少，由于电信互联网业务的ARPU在达到83.3元，联通互联网业务ARPU也达

59.5元高于固定电话用户 ARPU34.8元，因此虽然互联网用户增加数虽然不及固定电话用户数减少，但是收入水平上却又相当大的抵减。但是由于三大运营商都推出了3G 移动上网卡业务，因此在2009年10月份以后宽带用户数出现了较大的减少，未来随着无线上网业务不断推广和笔记本对台式电脑的替代宽带用户数增速还将放缓。

### 三大运营商移动用户 ARPU 值比较——中国移动大幅下降，联通保持稳定

三大运营商移动用户2009年前三季度 ARPU 值基本稳定，但是相对2008年均有不同幅度的下滑。

	中国移动	中国联通	中国电信
2008年	83元	42.3元	63.6元
一季度	73元	41.3元	预计全年在60元左右
二季度	75元	41.7元	
三季度	75元	41.6元	

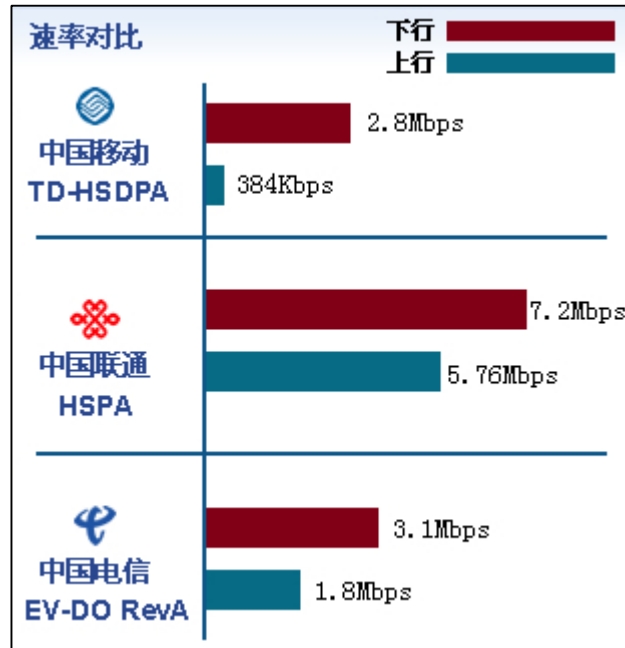
数据来源：上市公司公告

三大运营商的中平均每月每户收入 (ARPU) 及每分钟使用量平均收入继续下降，其中中国移动 ARPU 值大幅下降10元由83元下跌至73元，虽然在后两个季度有所恢复但是恢复不够明显；中国联通在今年一季度3个月内 ARPU 值下降1元，后期基本保持稳定，中国电信基本保持了与联通相同的态势。出现这种情况与中国移动所采用的“三低”的营销策略有关，大量发展了 ARPU 较低的农村用户和偏远地区用户，拉低了整体 ARPU 值，未来随着低 ARPU 人群的增加中国移动的整体 ARPU 有可能进一步降低，但是如果中国移动在高 ARPU (150元) 的3G 用户能够推广成功，则可以使得整体 ARPU 值止跌回升。同时由于“三低”策略使得中国移动的成本得以控制，因此盈利能力并没有因此下降。中国联通由于3G 用户数增加数不断提高，12月份已经超过2G 用户因此中国联通的移动用户整体 ARPU 值可能在接下来一段时间稳中有升，预计将有可能达到43元。

### 现阶段 WCDMA 技术更加成熟——联通的通讯速率超过其他两家



3G 三大标准各有特色，但是中国联通所用 WCDMA 技术目前相对于国内研发的 TD-SCDMA 技术和 EV/DO 技术在数据传输速率和容量以及覆盖范围上具有明显优势。



数据来源：互联网

目前我国自主研发的 TD-SCMA 技术每秒只能处理1.2-1.5MB 左右的数据，远远低于 WCDMA 和 EV/DO 技术。因此，为了支持国产技术标准政府在2,320-2,370 兆赫兹的频率中又为中国移动增加了50 兆赫兹的频带以供 TD 网络使用。目前中国移动已经获得了85 兆赫兹的频率，而其他两大运营商中国电信及中国联通各自分别拥有30 兆赫兹的频率。但是目前由于 TD-SCMA 技术上的问题一直没有解决为此中国移动提早进行四代通讯 TD-LTE 准备。预计 TD-LTE(长期演进)网络试点将于今年展开，同时中国政府也证实第三代 TD-SCDMA 标准将被升级为第四代标准的 TD-LTE 标准，与其他两种3G 标准融合，中国移动未来60%的投资都将用于向 LTE 的演进。目前中国移动已经向 TD 设备供应商提出明确要求，要求二期 TD 设备全部支持向 LTE 的平滑演进，同时，按照计划，TD 基站等平台也将与 LTE 共用。中国移动预计2010年开始大规模部署试商用试验网。

WCDMA 射频收发信机能够处理的话音客户是典型窄带收发信机的8倍。每个射频载波可处理80个同时的话音呼叫，或每个载波可处理50个同时的 Internet 数据客户。在城市和郊区，WCDMA 的容量差不多是窄带 CDMA 的2倍。因此就现阶段国内而言 WCDMA 技术成熟度明显超过其他

二者。

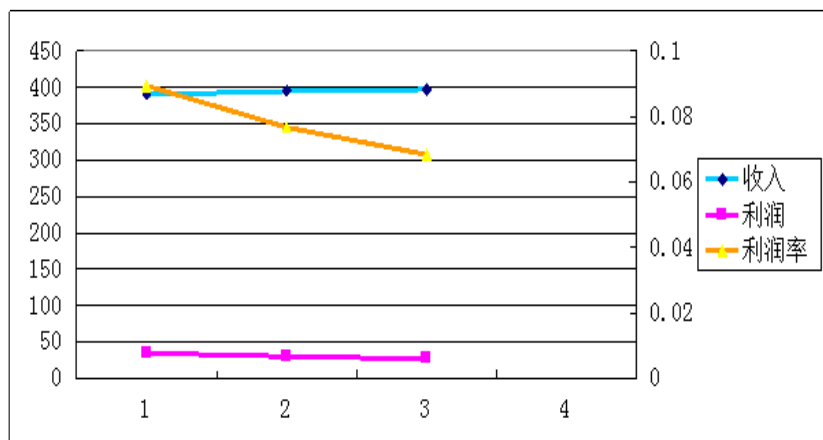
### 三大运营商 2009 年前三季度财务比较——中国移动盈利能力仍然超出很多

由于中国联通在 2008 年出售 C 网，获得了非流动资产处置损益 35,627,042,735 元，同时在 2008 年一二季度 C 网收入也计入了联通的营业收入，使得中国联通和中国电信的财务数据不具有连续性，上市公司公布的季报中也没有按照连续经营业务对单个季度财务数据进行比较，所以这里不做同比分析，只对 2009 年对三大运营商的季度数据做对比。

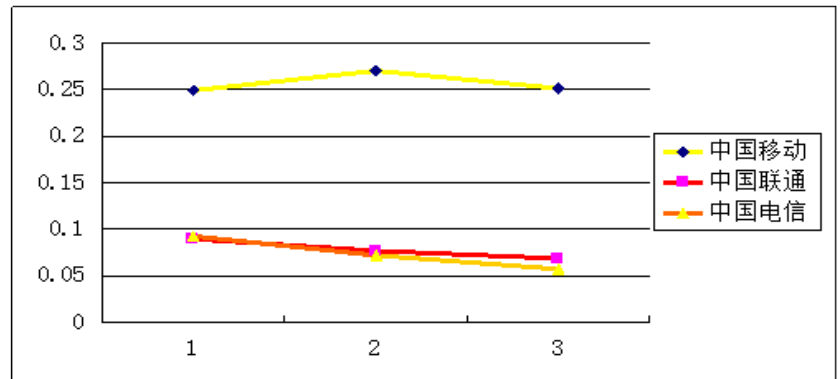
	中国移动			中国联通			中国电信		
	第一 季度	第二 季度	第三 季度	第一 季度	第二 季度	第三 季度	第一 季度	第二 季度	第三 季度
收入 (亿元)	1012. 69	1116. 31	1140. 64	389. 99	394. 93	397. 26	508. 86	516. 68	521. 94
净利润 (亿元)	252	301. 29	286. 35	34.8 6	30.2 9	27.1 6	46.9 9	37.1 3	29.8
EBITDA (亿元)	533. 79	565. 59	578. 01	162. 9	164	151. 1	221. 99	211. 4	202. 17
折旧及摊销 (亿元)	388.92			117. 9	117. 3	119	260.29		

数据来源：上市公司公告

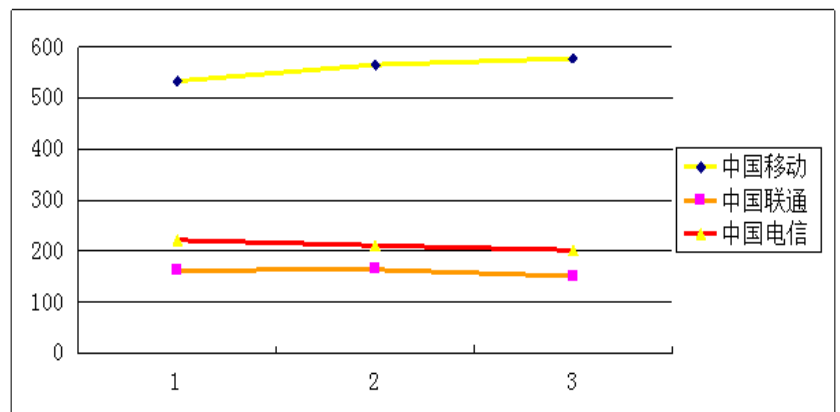
中国联通的收入、利润和利润率



移动、电信与联通利润率比



中国联通和中国移动和中国电信的 EBITDA



三大运营商的收入都是稳中有升，但是利润却出现不同变化，中国移动的利润在二季度大幅增加，而电信和联通则是不断减少，主要是由于中国联通和中国电信的利润率不断下降，其中中国联通的利润率下降更加明显，主要是中国联通的营运成本在二季度和三季度上涨了3.2%和3.3%以及二、三季度销售费用的增加，3G正式商用增加了后台运营和支撑的成本和前期市场推广的销售力度，预计在3G运营稳定，相关的运营和支撑成本会趋于稳定，销售费用也会随着联通品牌的确立逐渐趋于稳定。中国移动的收入和 EBITDA 都出现了增长，尤其是 EBITDA 出现了持续的增长，净利润率也远超过电信和联通，这与中国移动的规模效应有关，同时由于采用“三低”策略，移动能够更好降低单个客户增加所带来的运营成本增加。

**中国联通 2010 新增用户盈亏平衡点预测——月增 129 万 3G 客户可以使得联通盈利改善**

根据公开的数据显示, 2009年1-10月, 中国移动、中国电信和中国联通共投资1023亿元建设各自的3G基础设施, 占其2009年资本支出预算的71.3%。2008年全年, 三家运营商对3G的全部投入估计将近1500亿, 中国联通全年资本开支总额为704.9亿元人民币。联通在年报中披露的2009年资本开支计划为: 全年资本支出1100亿元, 387亿元用于3G。

我们设定联通在2009年实际资本支出为1100亿元, 联通的折旧与摊销办法通信设备折旧年限为5-15年年限平均法折旧, 残值率为3%-5%, 年折旧率为6.33%-19.40%, 设定相关设备折旧年限12年。考虑到第三季度联通的净利润出现了较大幅度下降, 要使得盈利状况保持不再降低则新增加的3G和2G用户的收入必须足以抵消新增投资所带来的折旧和由于客户增加所增加的运营支撑成本。同时我们估计由于09年大幅增加的营销费用将在10年保持稳定。我们计算了不同成本增加率和2G客户增加条件下为保持盈利状况不再下降或有所改善, 必须每月增加的3G的客户数目, 并得出了最有可能盈利平衡点。

中国联通折旧政策	折旧年限	残值率	方法	
	5-15年	3%-5%	年限平均法	
预测所用方法	12年	4%	年限平均法	
2010年联通固定电话用户ARPU	34.1元	单月固定电话流失人数	211万(与2009年12相同)	
2010年联通2G电话用户ARPU	41.0元	单月新增互联网宽带用户	23万(略高于2009年最低水平)	
2010年联通宽带电话用户ARPU	61.0元	2010年联通3G电话用户ARPU	150元	
结果如下				
2010年新增折旧	88亿元	2010年新增运营成本	61.4亿元	
固定电话客户流失带来的收入减少	55.9亿元	互联网用户增加收入	11.1亿元	
需要新增的3G用户数对运营成本和新增2G用户的敏感度分析				
	运营成本增速			
新增2G客户数	3.10%	4.10%	5.10%	6.10%
42	129	137	146	154
52	126	135	143	152
62	123	132	140	149
72	120	129	138	146
82	117	126	135	143

通过上表计算我们认为尽管联通2G用户在09年12月达到了全年地点64万客户,我们认为主要是由于联通对3G上的大力推广以致削弱了2G客户的开发,10年我们预计2G客户会小幅增加到72万,由于客户增加所带来的运营支撑成本在经历了2009年后三个季度持续增加后,我们预计在10年一季度和二季度还将继续增加并在三,四季度将保持稳定,因此运营成本增加4.1%可能性最大,因此我们认为要保证联通10年盈利状况发生改善或者至少保持平稳则每月新增3G客户数应该维持在129万以上,年新增客户数达到1400万占联通现有存量客户的10%左右,最对中国联通来说需要把每月新增客户数提高三分之一以上,因此对联通有不小的压力,但是根据工信部2010计划新增3G用户6000万,如果按照联通50%的市场份额应该是3000万,因此随联通WO品牌的日益成熟和IPHONE的市场影响力增强和售价下调以及新产品和业务的推出,实现该目标可能性较大,预计公司2011年业绩会出现较大改善。

我们预计2009,2010,2011年,公司每股收益为0.21,0.25,0.42对应的市盈率为32.14,26.59,16.07倍市盈率。中国联通(HK)PE估值高于中国移动近一倍也高于中国电信水平反映了国际投资者对中国联通的未来3G业务的看好.由于中国联通(SH)盈利主要依赖于中国联通(HK),因此我们对中国联通(SH)的盈利持乐观态度。目前中国联通(SH)2010年估值28.66与A股整体估值基本持平,但是低于A股电信行业平均水平,基于对3G未来前景的乐观预期我们给予中国联通(SH)相对市场10%的溢价空间,因此我们给予中国联通中性评级。

	2009		2010		2011	
	PE	PB	PE	PB	PE	PB
中国移动	11.80	2.70	11.70	2.40	11.10	2.10
中国电信	19.20	1.10	17.70	1.00	16.80	1.00
中国联通(HK)	20.50	1.00	18.65	1.00	14.65	0.90
A股通讯	38.71	5.56	31.22	4.48	24.01	3.45
中国联通	32.14	2.01	26.59	2.00	16.07	1.99

### 利润表预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入(元)	100,467,608,937	152,764,263,901	155,936,190,000	174,553,460,000	219,804,563,000
营业收入(元)	100,467,608,937	152,764,263,901	155,936,190,000	174,553,460,000	219,804,563,000
二、营业总成本(元)	89,550,467,495	147,351,479,686	145,865,486,361	166,366,302,423	200,471,394,420
营业成本(元)	61,478,303,917	96,190,604,309	102,348,696,965	106,442,644,844	130,924,453,158
营业税金及附加(元)	2,368,541,746	4,163,756,705	7,195,571,958	16,549,815,503	19,859,778,604
销售费用(元)	18,241,052,266	17,078,772,839	19,780,507,617	22,945,388,836	28,556,076,557
管理费用(元)	5,786,615,801	12,558,257,527	13,282,908,376	15,939,490,051	16,417,674,753
财务费用(元)	(214,322,732)	2,169,287,089	697,487,035	1,416,585,898	1,487,415,192
资产减值损失(元)	1,890,276,497	15,190,801,217	2,560,314,409	3,072,377,291	3,225,996,156
三、其他经营收益(元)					
公允价值变动净收益(元)	(568,859,767)		962,029,120		
投资净收益(元)			(2,413,727)		
四、营业利润(元)	10,348,281,675	5,412,784,215	9,106,260,792	8,187,157,577	19,333,168,580
加:营业外收入(元)	2,972,403,410	2,316,844,326	483,466,347	512,474,327	481,725,868
减:营业外支出(元)	165,215,548	247,381,046	52,483,549	57,731,904	115,463,809
利润总额差额(合计平衡项目)(元)					
五、利润总额(元)	13,155,469,537	7,482,247,495	9,537,243,590	11,223,246,753	19,699,430,639
减:所得税(元)	3,836,064,590	1,701,844,884	2,098,193,590	2,581,346,753	4,727,863,353
加:净利润差额(特殊报表科目)(元)		27,947,388,024			
六、净利润(元)	9,319,404,947	33,727,790,635	7,439,050,000	8,641,900,000	14,971,567,286
减:少数股东损益(元)	3,686,526,067	13,986,377,805	2,975,620,000	3,456,760,000	5,988,626,914
归属于母公司所有者的净利润(元)	5,632,878,880	19,741,412,830	4,463,430,000	5,185,140,000	8,982,940,372
七、每股收益:					
(一)基本每股收益(元)	0.27	0.93	0.21	0.24	0.42
(二)稀释每股收益(元)	0.27	0.93	0.21	0.24	0.42

**风险因素分析**

2G 客户人数增加和 3G 客户增加低于市场预期, 竞争引起 3G 客户 ARPU 值下降导致收入增加低于预期。

**金元证券股票投资评级标准:**

**增持: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上;**

**中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%—10%;**

**减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上。**

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究, 对公司的投资价值做出的评判, 谨代表金元证券研究所的观点, 投资者需根据情况自行判断, 我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务, 如果报告中的具体情况发生了变化, 我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可, 严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.