

何时买入中国联通?

中国联通未来盈利场景分析

报告关键点:

- 联通3G发展低于预期的主要原因不是市场策略问题, 而是3G需求不足;
- 降低3G门槛、改进套餐结构和加大补贴力度将带来中低端3G用户的激增;
- 除了折旧费用率, 网络运营及支撑成本、人工成本和管理费用也极具规模效应;
- 对联通未来盈利能力的预测尚需观察“新增3G用户中非自有用户占比”等指标。

报告摘要:

- 3G发展低于预期的原因:** 联通3G发展低于预期主要不是因为联通的市场策略和执行能力的问题, 而是因为3G需求不足和3G发展中存在的悖论。手机上网是3G的“杀手级”应用, 但人们使用手机最基本的需求还是通话; 当手机上网遭遇“不能携号转网”, 自然败下阵来。3G发展的悖论是: 高端用户有消费能力, 但对手机上网的需求不够强烈, 并且换号成本很高; 低端用户对移动数据需求量很大, 并且换号成本低, 但却没有消费能力。
- 联通市场策略的改变:** 降低3G门槛将带来很多低端用户; 改进套餐结构, 更加重视用户基本的通话需求, 对用户3G需求的看法也更为客观, 将有利于WCDMA用户的发展; 由于中低端用户对补贴的敏感度远超高端用户, 所以加大补贴力度将会为联通争取到更多的中低端用户。
- 规模效应:** 移动通信行业的规模效应并不仅仅表现在折旧费用率上。网络运营及支撑成本、人工成本和管理费用, 加起来占到营业收入的近30%。这三者都是相对固定的, 并不会随着收入的增长而线性变化, 所以会大大加强联通的规模效应。我们将这三个因素也加入了新的财务模型。
- 未来盈利场景分析:** 新增的网络运行及支撑成本和新增网络折旧将会给2010-11年的盈利带来很大的压力。我们认为, 影响联通未来盈利的最主要因素是从移动抢到的3G用户数和手机补贴的金额, 因此我们就这两个因素进行了敏感性分析。如果我们假设手机补贴的金额每年为50亿, 假设新增3G用户中75%来自中移动, 中高端3G用户数跟低端3G用户数基本相当, 联通WCDMA优势的窗口期持续到2011年底, 那么如果每月新增3G用户数在190万的话, 则2010-12年联通的EPS分别为0.03、0.19和0.32元。
- 尚待观察的几个指标:** 联通收入增长主要源于从移动抢用户, 所以新增3G用户中非自有用户的占比非常重要。过去新增3G用户中, 非自有用户的占比远低于75%; 但经过半年时间, 全员营销的资源应该已经用得差不多了, 所以接下来每月新增的ARPU值超过100元的3G用户数将更能反映联通从移动抢用户的情况, 将决定我们对3G需求的判断是否正确。此外, 中端用户对手机补贴的敏感性、手机补贴和新增3G用户间的关系也将有助于我们对联通盈利的预测。

评级:

上次评级:

目标价格:

期限:

上次预测:

现价: 5.89 元

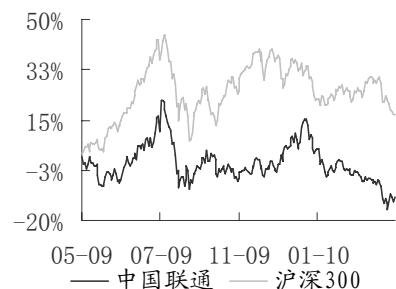
报告日期:

2010-05-02

市场数据

总市值(百万元)	124,847.95
流通市值(百万元)	124,847.95
总股本(百万股)	21,196.60
流通股本(百万股)	21,196.60
12个月最高/最低	5.57/8.16 元
十大流通股东(%)	65.11%
股东户数	1,156,445

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.05	(9.18)	(28.82)
绝对收益	(6.93)	(11.69)	(11.88)

研究员

黄文戈

行业分析师

010-66581635

huangwg@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	152,764	158,369	168,833	193,015	208,844
Growth(%)	52.1%	3.7%	6.6%	14.3%	8.2%
净利润	19,741.4	3,137.0	676.2	4,033.5	6,738.9
Growth(%)	250.5%	-84.1%	-78.4%	496.5%	67.1%
毛利率(%)	37.0%	33.3%	30.8%	35.8%	38.2%
净利润率(%)	12.9%	2.0%	0.4%	2.1%	3.2%
每股收益(元)	0.93	0.15	0.03	0.19	0.32
每股净资产(元)	9.86	9.85	9.57	10.14	11.08
市盈率	6.3	39.8	184.6	31.0	18.5
市净率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
净资产收益率(%)	16.1%	4.5%	1.0%	5.6%	8.5%
ROIC(%)	42.7%	4.8%	1.3%	3.5%	5.0%
EV/EBITDA	5.0	5.3	7.7	6.5	5.5
股息收益率	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

iphone 是翼, 联通是虎: 试析引入 iphone 对中国联通的影响

2009-07-09

中国联通深度报告: 买入联通正当时

2009-04-20

1. 3G 发展低于预期的原因

中国联通 WCDMA 正式商用已经半年多了，但新增 3G 用户数据却不尽人意，较大地低于市场的预期。有很多人认为这主要是因为联通的市场策略和执行能力有问题，但我们认为真正的原因是 3G 需求不足和 3G 发展中存在的悖论。

1.1. 3G 需求不足

我们早在 2009 年 8 月初的“3G 时代移动增值服务深度分析报告”中就曾指出，手机音乐、手机游戏、手机支付、手机定位等业务其实都跟 3G 无关，都是“伪 3G 业务”。3G 跟 2G 的最大区别其实就是传输速率。所以，3G 真正带来的革命性的东西（即非它不可的东西），一个是手机视频，一个是手机上网。

高速率使得在视频通话和手机流媒体成为可能。但由于私密性和使用习惯的原因，视频通话很难成为主流，日韩和欧美的 3G 发展也证明了这一点；而在手机上观看视频或电视，由于应用的时候并不太多，也不会成为 3G 的“杀手级”应用。

手机上网虽然在 2G 时代就已经有了，但主要是 WAP 应用，受的局限性很大；而且，网络速度的低下使得上网体验非常差。3G 的高速率，使得使用手机快速上网成为可能；再加上以 iPhone 为代表的手机触摸屏技术的进步，使得通过手机上网变得非常方便：我们很多时候都会碰到身边没带电脑但却需要上网的情况；很多时候想查一个小东西，却又不愿花几分钟去启动电脑；也会有好些时候坐在车上或躺在沙发上上网，感觉拿着电脑很不方便……因此我们认为，手机上网才是 3G 真正的“杀手级”应用。

但是，当手机上网遭遇到“不能携号转网”会怎么样呢？而且中移动还拥有更好的服务和品牌？

其实，人们使用手机最基本的需求还是通话和收发短信，手机上网只能算作“奢侈品”，而非必需品。换句话说，人们只有在已经满足了通话这样的基本需求之后，才会考虑手机上网这种新的应用。但由于中国目前还没有实施携号转网，所以换号对大多数人（尤其是高端用户）来说意味着通话这样的基本需求可能会受到妨碍；而对手机上网的需求尚未强烈到让用户去换号。因此我们看到，很多用户会购买 WCDMA 手机，但却继续使用移动的 GSM 业务。

因此，我们认为，3G 需求不够强烈是联通 3G 用户增长低于预期的主要原因。这是联通的市场策略和执行能力所不能解决的问题；也不是靠所谓的 3G 应用的增加、更多的市场宣传和手机性价比的提升所能解决的。

1.2. 3G 发展中的悖论

3G 的发展中存在着一个悖论：一边是，很多高端用户有消费能力，但对手机上网的需求不够强烈，并且换号成本很高、不愿轻易换号；另一边是，很多年轻低端用户对移动数据需求量很大，并且换号成本低、号码忠诚度差，但却没有消费能力。高端用户不好争取，发展低端用户又很可能出现增量不增收的情况。

而且，智能手机最能体现 3G 的高速率的价值，但智能手机的价格又较贵，在很大程度上超出了低端用户的承受能力。

我们认为，3G 发展中的悖论是可以通过联通调整市场策略和随着智能手机价格的逐渐下降而被解决的。

2. 联通市场策略的改变

联通在初期主打中高端用户，树立 WCDMA 的高端品牌形象，这一市场策略无可厚非。而且经过半年的推广，这一效果应该说已经达成了。现在联通正调整市场策略，以解决 3G 发展中存在的悖论。

为了后面讨论问题的方便，我们把手机用户按联通的 3G 套餐资费划分为 3 类：186 元套餐以上的用户为高端用户，96 元套餐以上的用户为中端用户，96 元套餐以下的用户为低端用户。

2.1. 降低 3G 门槛

过去半年，联通 3G 的最低套餐是 96 元。也就是说只发展中高端用户，不对低端用户开放。但从 5 月 1 日开始，联通新增了 66 元套餐，甚至还新增了 36 元的数据套餐。这一举措必然会给联通带来很多的低端用户。

2.2. 改进套餐结构

联通应该在过去半年也发现了用户的 3G 需求并没有那么强烈，这主要表现在大多数用户的上网流量并不大、远远低于套餐中的流量限制；甚至部分用户是因为联通语音通话便宜（本地、长途、漫游统一 0.15 元/分钟，而且漫游接听也免费）才签约的 WCDMA，他们基本都不用手机上网等 3G 服务。

因此，联通在原有基本套餐（称为 A 套餐）的基础上，推出了 B 套餐（针对 66 到 186 元的套餐用户）。B 套餐大大增加了语音通话的时长，减少了数据流量。以 96 元的套餐为例，原来包含 240 分钟通话和 300MB 数据流量，现在增加一种选择，即包含 450 分钟通话和 80MB 数据流量。

这一举措更加重视用户基本的通话需求，对用户 3G 需求的看法也更为客观，将有利于 WCDMA 用户的发展。

2.3. 加大补贴力度

联通在过去半年对手机补贴采取了非常谨慎的态度，总共手机补贴只有 6 亿元左右。这主要是因为 WCDMA 具有天然的产业链优势。一方面，WCDMA 手机款式众多，这为消费者提供了更多的选择，在很大程度上避免了产品同质化带来的价格战；二是因为规模效应，WCDMA 手机的性价比比 CDMA2000 和 TD-SCDMA 高很多，这在很大程度上形成了对消费者的间接“补贴”。

之前，联通只对 186 元套餐以上的用户进行补贴，补贴力度为承诺消费金额的 20% 左右。但高端用户对价格不太敏感，所以对高端用户进行补贴不一定能见效，换句话说高端用户不太会因为补贴而换号转网。

联通已明确表示将加大手机补贴的力度和范围。我们认为，由于中低端用户对补贴的敏感度远超高端用户，所以加大补贴力度将会为联通争取到更多的中低端用户。

3. 规模效应

我们在 2009 年 4 月的联通深度分析报告中曾经指出，由于联通用户数量少并且 ARPU 值低，所以联通的折旧费用率远高于移动。但随着联通凭借 WCDMA 的优势从移动抢到部分客户，联通的收入和 ARPU 值会上升；从而联通的规模效应会充分显现出来，带来折旧费用率的下降和利润率的上升。

其实，移动通信行业的规模效应并不仅仅表现在折旧费用率上。网络运营及支撑成本、人工成本和管理费用，加起来占到营业收入的近 30%。网络运行及支撑成本主要包括修理及运行维护费、水电取暖动力费、房屋设备及通信电路租赁费等；人工成本主要是运营成本中的人员工资；管理费用主要是办公相关费用。这三者都是相对固定的，并不会随着收入的增长而线形变化，所以会大大加强联通的规模效应。我们把这三个因素也加入了新的财务模型。

4. 未来盈利场景分析

如果我们回过头来分析中国联通 2009 年业绩大幅下滑的原因的话，我们会发现主要是两方面造成的：一是固网电话业务下降得太厉害，远超过固网宽带业务的增长；二是新增的网络运行及支撑成本、新增网络折旧和新增的南方固定电信网络租赁费。

虽然由于移动对固话的替代、小灵通用户的转网、即时通信工具对电话的替代和 IP 电话对长途电话的替代，固网电话业务将会继续下滑。但由于这一趋势已逐渐转缓，再加上固网宽带业务的高增长和在收入中占比的上升，2010 年联通固网整体收入的下滑有望控制在 3% 以内。

由于去年只算了一部分，所以新增的网络运行及支撑成本和新增网络折旧在 2010 年会增加很多，给盈利带来很大的压力。

而且，联通将会加大手机补贴的力度。虽然手机补贴对应的是两年的消费承诺，但联通是把手机补贴计入当期销售费用，所以这将导致联通 2010 年的盈利很难看、2011 年业绩也会受到影响。中国移动在 09 年度的手机补贴为 117 亿元，其中 50 亿元用于 TD-SCDMA 手机，而 2010 年的手机补贴预计有 155 亿元。中国电信去年手机补贴 101 亿，今年计划补贴 100 亿。

不过，套餐资费模式将较大地减少各种营业成本，因为收入是按套餐计量的，但实际上大多数用户是用不满套餐的。

我们认为，影响联通未来盈利的最主要因素是从移动抢到的 3G 用户数和手机补贴的金额。

如果我们假设手机补贴的金额每年为 50 亿，假设新增 3G 用户中 75% 来自中移动，高中端 3G 用户数跟低端 3G 用户数基本相当，联通 WCDMA 优势的窗口期持续到 2011 年底，则有

表 1 联通未来盈利的敏感性分析 (EPS)

每月新增 3G 用户数	2010	2011	2012
140 万	0.02	0.15	0.26
190 万	0.03	0.19	0.32
240 万	0.04	0.23	0.38

数据来源：安信证券研究中心

如果我们假设每月新增 3G 用户 190 万，假设新增 3G 用户中 75% 来自中移动，高中端 3G 用户数跟低端 3G 用户数基本相当，联通 WCDMA 优势的窗口期持续到 2011 年底，则有

表 2 联通未来盈利的敏感性分析 (EPS)

手机补贴	2010	2011	2012
30 亿	0.06	0.22	0.34
50 亿	0.03	0.19	0.32
80 亿	0	0.15	0.28

数据来源：安信证券研究中心

5. 尚待观察的几个指标

现在我们相对能够肯定的就是联通 2010 年的业绩会非常差, 2011 年业绩会回升, 2012 年业绩会比较好。但 2011 年业绩究竟能回升到什么程度、2012 年业绩究竟能好到什么程度, 我们现在还很难确定, 因为尚有一些不确定因素需要我们接下来继续观察。

5.1. 新增 3G 用户中非自有用户的占比

联通收入的增长主要来源于从移动抢到客户, 所以新增 3G 用户中非自有用户的占比就变得非常重要。据我们了解, 过去半年新增 3G 用户中, 非自有用户的占比远低于 75%; 因为很多用户来自内部员工、员工的亲朋好友和原有联通用户。经过半年时间, 全员营销的资源应该已经用得差不多了; 所以, 接下来每个月新增的 ARPU 值超过 100 元的 3G 用户数将更能反映联通从移动抢到客户的情况, 这些数据将更有说服力。如果数据持续向好, 则说明我们对 3G 需求的担心有些过度了; 但如果数据不好, 则意味着 3G 需求的实际情况可能比我们想象的还要糟。

5.2. 中端用户对手机补贴的敏感性

之前, 联通只对 186 元套餐以上的用户进行补贴, 补贴力度为承诺消费金额的 20% 左右。我们认为, 高端用户对价格不太敏感, 高端用户不太会因为补贴而换号转网; 同时我们认为, 低端用户对价格敏感, 补贴会大大促成他们换号转网。但我们还不太确定中端用户对手机补贴的敏感性。如果中端用户对补贴敏感, 那么新增的 ARPU 值超过 100 元的 3G 用户数会上升很快, 从而实现联通管理层提出的 2010 年新增 1000 万 ARPU 值在 100 元以上 3G 用户的目标; 否则会有一些难度。

5.3. 手机补贴和新增 3G 用户间的关系

手机补贴会吸引更多的中低端用户换号转网, 但需要多大的补贴力度才能实现预期的用户和收入目标呢? 如果手机补贴的弹性太低, 会造成增量不增利的局面; 如果手机补贴的弹性高, 那对新增 3G 用户数量和利润增长都会极为有利。

5.4. 何时实行携号转网

携号转网如果推出, 那对联通将会是极大的利好。虽然天津和海南将从 5 月起开始携号转网的试点, 但由于携号转网很可能会影响国家发展 TD 这一核心目标, 所以何时推出携号转网尚无法预测。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-2

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	152,764	158,369	168,833	193,015	208,844	成长性					
减: 营业成本	96,190.6	105,653.8	116,899.0	123,848.9	129,096.1	营业收入增长率	52.1%	3.7%	6.6%	14.3%	8.2%
营业税费	4,163.8	4,487.0	4,727.3	5,404.4	5,847.6	营业利润增长率	-47.7%	109.8%	-84.7%	741.8%	71.1%
销售费用	17,078.8	20,956.7	26,948.3	30,092.0	30,061.3	净利润增长率	250.5%	-84.1%	-78.4%	496.5%	67.1%
管理费用	12,558.3	14,047.9	14,418.3	15,244.3	15,744.4	EBITDA 增长率	69.8%	7.8%	-1.6%	25.9%	15.6%
财务费用	2,169.3	943.5	1,624.4	1,468.6	754.8	EBIT 增长率	-25.2%	62.2%	-72.7%	378.2%	60.2%
资产减值损失	15,190.8	2,375.6	2,709.8	2,631.2	2,662.3	NOPLAT 增长率	294.3%	-71.3%	-68.4%	302.5%	57.1%
加: 公允价值变动收益	-	1,239.1	-	-	-	投资资本增长率	153.8%	20.0%	47.4%	9.5%	-0.9%
投资和汇兑收益	-	212.2	226.2	258.6	279.8	净资产增长率	124.9%	-0.1%	-2.8%	5.9%	9.3%
营业利润	5,412.8	11,355.5	1,732.5	14,584.2	24,957.3	利润率					
加: 营业外净收支	2,069.5	825.5	881.0	1,006.2	1,089.7	毛利率	37.0%	33.3%	30.8%	35.8%	38.2%
利润总额	7,482.2	12,181.0	2,613.5	15,590.4	26,047.0	营业利润率	3.5%	7.2%	1.0%	7.6%	12.0%
减: 所得税	1,701.8	2,807.1	601.1	3,585.8	5,990.8	净利润率	12.9%	2.0%	0.4%	2.1%	3.2%
净利润	19,741.4	3,137.0	676.2	4,033.5	6,738.9	EBITDA/营业收入	35.3%	36.7%	33.9%	37.3%	39.9%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	5.0%	7.8%	2.0%	8.3%	12.3%
货币资金	9,487.5	8,828.1	13,506.7	15,441.2	16,707.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	401	598	649	621	598
应收帐款	23,963.9	16,538.1	3,793.0	43,996.8	47,605.0	流动营业资本周转天数	-146	-227	-122	31	55
应收票据	44.7	24.5	1,110.1	1,269.1	1,373.2	流动资产周转天数	62	76	100	160	192
预付帐款	1,487.8	1,853.3	1,970.2	2,094.1	2,223.2	应收帐款周转天数	17	27	17	42	76
存货	1,170.7	2,412.4	41,635.3	44,110.6	45,979.4	存货周转天数	5	4	47	80	78
其他流动资产	5.7	1,066.3	1,066.3	1,066.3	1,066.3	总资产周转天数	579	871	920	871	851
可供出售金融资产	-	7,976.9	-	-	-	投资资本周转天数	351	534	676	737	709
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	15.0	20.0	20.0	20.0	ROE	16.1%	4.5%	1.0%	5.6%	8.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.7%	2.2%	0.5%	2.4%	4.0%
固定资产	241,181.8	285,035.4	324,137.4	342,100.1	352,174.9	ROIC	42.7%	4.8%	1.3%	3.5%	5.0%
在建工程	35,738.3	57,843.9	34,706.9	20,824.8	12,495.5	费用率					
无形资产	18,550.4	19,645.3	18,335.7	17,113.4	15,972.6	销售费用率	11.2%	13.2%	16.0%	15.6%	14.4%
其他非流动资产	15,406.9	17,993.0	3,782.7	2,273.0	1,367.2	管理费用率	8.2%	8.9%	8.5%	7.9%	7.5%
资产总额	347,037	419,232	444,064	490,309	496,985	财务费用率	1.4%	0.6%	1.0%	0.8%	0.4%
短期债务	10,780.0	63,908.5	173,843.5	197,596.1	174,002.9	三费/营业收入	20.8%	22.7%	25.5%	24.2%	22.3%
应付帐款	70,735.1	108,348.4	35,229.8	37,324.3	38,905.7	偿债能力					
应付票据	1,039.9	1,380.9	320.3	339.3	353.7	资产负债率	39.8%	50.2%	54.3%	56.2%	52.7%
其他流动负债	30,732.3	25,646.0	27,616.5	34,951.1	42,887.1	负债权益比	66.0%	100.7%	118.9%	128.2%	111.5%
长期借款	997.3	759.5	759.5	759.5	759.5	流动比率	0.29	0.15	0.27	0.40	0.44
其他非流动负债	12,005.2	10,015.0	2,748.7	2,748.7	2,748.7	速动比率	0.28	0.14	0.09	0.23	0.27
负债总额	138,041	210,387	241,164	275,404	262,024	利息保障倍数	3.50	13.04	2.07	10.93	34.07
少数股东权益	138,679	137,862	139,198	147,169	160,486	分红指标					
股本	21,196.6	21,196.6	21,196.6	21,196.6	21,196.6	DPS(元)	-	0.07	-	-	-
留存收益	49,140.4	49,806.8	42,506.1	46,539.6	53,278.5	分红比率	0.0%	45.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	208,997	208,845	202,901	214,905	234,961	股息收益率	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	5,780.4	9,373.9	676.2	4,033.5	6,738.9	EPS(元)	0.93	0.15	0.03	0.19	0.32
加: 折旧和摊销	49,264.0	49,342.6	53,909.7	56,022.4	57,640.9	BVPS(元)	9.86	9.85	9.57	10.14	11.08
资产减值准备	15,190.8	2,375.6	2,709.8	2,631.2	2,662.3	PE(X)	6.3	39.8	184.6	31.0	18.5
公允价值变动损失	-	-1,239.1	-	-	-	PB(X)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
财务费用	-381.7	1,973.9	744.6	1,624.4	1,468.6	P/FCF	-1.3	10.3	-7.0	-15.7	-9.4
投资收益	-	-212.2	-226.2	-258.6	-279.8	P/S	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
少数股东损益	13,986.4	6,236.9	1,336.2	7,971.1	13,317.3	EV/EBITDA	5.0	5.3	7.7	6.5	5.5
营运资金的变动	4,046.6	-12,510.5	-83,295.4	-32,474.1	4,502.3	CAGR(%)	-29.1%	28.9%	118.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	59,430	59,309	-23,265	39,394	85,337	PEG	-0.2	1.4	1.6	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-24,755	-90,250	-65,304	-59,744	-59,722	ROIC/WACC	6.7	0.8	0.2	0.5	0.8
融资活动产生现金流量	-38,063	28,526	93,266	22,284	-24,348	REP	0.2	1.6	5.9	2.1	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄文戈，电信和互联网行业分析师，中欧国际工商学院 MBA。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034