

通信运营III

王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

赵军华

执业证书编号: S0960109063882

010-63222915

zhaojunhua@cjis.cn

6个月目标价: 6.7元

当前股价: 5.48元

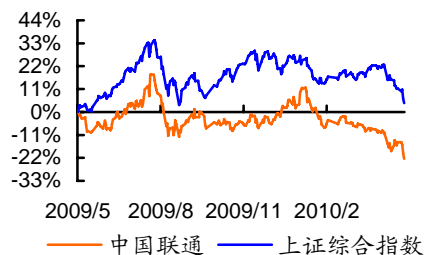
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2698.76
总股本(百万)	21197
流通股本(百万)	21197
流通市值(亿)	1162
EPS (TTM)	0.11
每股净资产(元)	9.85
资产负债率	50.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国联通	-12.46	-15.43	-15.82
上证综合指数	-14.20	-9.51	-15.10



相关报告

《中国联通-一季度业绩受费用增大影响表现平淡,但公司在弱市中的安全边际建议关注》2010-4-30

《中国联通-09年利润水平受投入加大影响而下滑,关注利空背后的机会》2010-3-25

中国联通

600050

推荐

公司估值安全边际显现, 股价催化上行的条件逐渐成熟

联通近期股价伴随大盘调整出现持续下行, 结合近1年的股价涨幅、PB水平、长期PE水平等指标, 公司的股价安全边际已经显现; 另一方面, 公司从5月份以来3G营销策略频出新招, 低资费的3G套餐、更大力度的iPhone补贴计划、除iPhone外更广泛的3G手机促销以及年初以来公司管理层调整的接近尾声, 都兆示着5月份以后3G用户发展将重回高速增长轨道; 5.17电信日临近, 公司是否会出台更为有利的3G促销策略亦值得期待。我们倾向于认为本年联通的投资机会主要为交易性机会, 投资时机的把握对于投资成功而言更为关键, 当前的情况使得我们相信新一波的投资机会条件渐近成熟, 提示投资者给予特别关注, 建议在当前价位下积极介入。

投资要点:

- **中国联通本年的投资逻辑: 公司本年仍难定义为价值型投资标的; 但公司存在交易性机会为大概率事件, 且股价的波峰可能不断抬升。**公司本年股价上行的主要驱动力为3G用户数据的不断趋向良好; 保守而言, 如果公司3G业务发展低于预期, 则政策层面的单向携号转网可能会加快进程, 这同样构成股价催化因素。
- **公司当前的股价已经具有较高的安全边际, 在弱市中的防御性值得看重。**公司当前的PB仅1.63倍, 而A股平均为2.78倍; 公司07年EPS为0.32元, 反映了正常的业绩水平, 对应此业绩水平公司股价为16.5倍的PE值, 股价的长期安全边际无疑存在; 公司当前股价处在09年初水平, 已经跌无可跌; 公司在香港增持自身的H股(收盘价为9.18元), 比较充分说明其股价具有较强的安全边际。
- **联通在3G的用户使用上优势明显, 3G对公司的贡献仍可乐观预期。**在新浪网和3G门户网站两个市场调研公司对于3G用户的市场调查中, 结论都出现了高度的一致: 中国联通在当前3G用户中居于主导的市场地位, 市场份额在40%以上。
- **公司未来2-3月3G用户量有望重回高速增长轨道, 为股价上行提供催化因素。**公司5月1日起推出3G的低资费套餐(包括A/B套餐, 分别针对数据/语音用户; 在原3G iPhone套餐的基础上增加96元的低价套餐; 新增36元的数据套餐); 对于iPhone的补贴力度明显加大, 且传闻WIFI版iPhone手机即将面世; 公司从策略上进行调整, 将更广泛的利用诺基亚、索爱等WCDMA手机厂商的力量; 公司管理上的调整短期基本到位, 将集中精力于业务发展; 以上一系列利好都在5月份集中释放, 5-7月的3G用户发展因而值得期待, 构成股价上行的驱动力。
- **我们预测公司2010-2011年每股收益为0.13元、0.2元, 预计公司2012年后业绩将快速回升到07年以前的水平, 并因3G取得更大突破; 按照2倍PB的水平对公司估值为6.7元, 对应2011年的PE值为33倍(考虑公司近两年为业绩低谷, PE值较高也属合理), 继续维持推荐的投资评级, 当前价位建议积极介入。**

主要财务指标

单位: 百万元	2009年	2010年	2011年
营业收入(百万元)(扣除网间结算成本)	150944	159343	172385
同比(%)	-2.54%	5.56%	8.18%
归属母公司净利润(百万元)-A股	3211	2715	4258
同比(%)	-83.71%	-15.43%	56.80%
每股收益(元)	0.15	0.13	0.20
P/E	36.18	42.78	27.28

目 录

一、对中国联通投资逻辑的思考	3
二、公司股价当前具有较强的安全边际	4
1. 公司 PB 已经足够低	4
2. 公司短期 PE 较高，但长期看 PE 仍具安全边际	4
3. 公司当前股价处在 09 年初水平，已经跌无可跌	5
4. 从 A/H 价格比较看，公司股价已处在合理区间	5
5. 近期公司在香港增持 H 股说明了股价安全边际	5
三、联通在 3G 的用户使用上优势明显，3G 对公司的贡献仍可乐观预期	6
1. 从市场调研数据看，联通在 3G 上优势明显	6
2. 3G 用户的规模迁转将给联通带来大的机遇	7
四、公司未来 2-3 月 3G 用户数据有望重回高速增长轨道，为股价上行提供催化因素	8
1. 公司资费调整，低资费有利于用户迅速放量	8
2. iPhone 对于公司的贡献将进一步强化，wifi 版 iPhone 或可期待	9
3. 公司从策略上进行调整，将更广泛的利用诺基亚、索爱等 WCDAM 手机厂商的力量	11
4. 公司管理上的调整短期基本到位，将集中精力于业务发展	11

图 表 目 录

图表 1: 中国联通当前的股价低于一年前的水平，已经跌无可跌	5
图表 2: 用户最想使用的 3G 网络	6
图表 3: 用户当前使用的 3G 套餐	7

表格 1: 中国联通的 PB 水平与 A 股平均水平比较	4
表格 2: 中国联通（并入网通）2007 年的业绩水平	4
表格 3: A/H 股价比较	5
表格 4: 你正使用哪家运营商的 2G 服务	6
表格 5: 你正使用哪家运营商的 3G 服务	6
表格 6: 联通调整后的 3G 基本套餐	8
表格 7: 联通调整后的 3G iPhone 套餐	9
表格 8: 联通新推出的 36 元数据套餐	9
表格 9: 3GS 16G 版 iPhone（调整前 3G iPhone 合约计划）	10
表格 10: 3GS 16G 版 iPhone（调整后 3G iPhone 合约计划）	10

一、对中国联通投资逻辑的思考

对于投资中国联通的逻辑而言，我们认为存在两个关键因素：首先，公司处在 3G 变局中，3G 业务上各电信运营商竞争优劣势的变化意味着市场竞争地位的可能变化，也因而给中国联通带来发展的难得机遇；其次，公司管理水平在三家电信运营商中最低，服务水平和用户口碑较差，且 08 年以来公司大规模的投资也使得业绩的短期增长压力重重，这给公司股价上行带来风险。

也正是因为以上两个投资的关键因素，使得对于中国联通的投资存在较大的难度，需要在风险和机会中理性平衡，从而把握机会。在当前阶段，我们倾向于认为中国联通本年的机会仍以交易性机会为主，投资者对于投资时点的选择和把握对于投资能否成功更为关键。

公司本年仍难定义为价值型投资标的，以交易性机会为主

我们认为，当以下条件成熟时，可以把中国联通定义为价值型投资标的：

(1)、公司在用户中的口碑得到显著的改善。由于电信业的发展规律是，用户的口碑一旦形成，将通过口口相传得到不断加强（正反馈或者负反馈）。而用户正向口碑的形成，一定是以公司良好的服务水平为前提的；服务水平则又以公司的管理水平为基础（没有好的管理一定没有好的服务）。

(2)、公司的业绩水平出现大幅提升。

而从中国联通本年的情况来看，我们认为公司本年的业绩水平将继续平淡，而 2011 年也较难恢复到每股收益 0.2 元以上（这意味着公司 PE 水平到明年仍然较高）；而从管理水平来看，公司虽然一直进行努力改善，但当前的情形仍难言乐观。因此，公司本年仍难以定义为价值型的投资标的。

公司本年一定存在交易性机会，且股价的波峰可能不断抬升

我们认为公司本年一定存在交易性的机会，主要逻辑如下：

(1)、公司 3G 用户的发展仍然可以乐观，这给公司股价的上行将不断提供驱动力。由于预计本年最晚在下半年将出现 3G 用户越来越多的迁转，公司在 3G 用户中的份额当前具有明显优势，这给公司 3G 用户的发展提供了动力。

(2)、更为保守的估计，即便公司的 3G 用户发展低于预期，则政策层面的单向携号转网也将产生股价的催化动力。工信部 08 年底的电信行业重组和 3G 发牌意图十分明显，是希望通过种种措施使得原本高度失衡的电信竞争格局趋于平衡；联通作为弱势运营商，如果其 3G 用户发展仍难达到预期，工信部很可能会加快单向携号转网政策的步伐，这同样构成公司股价上行的动力。

由于中国联通 2011 年的业绩水平出现一定的恢复增长是大概率事件，且公司 3G 用户的发展将不断加速，因此预计越是临近本年年底，公司股价上行的动力越强，公司股价的波峰可能将不断抬升。

二、公司股价当前具有较强的安全边际

中国联通当前的股价不到 5.5 元，我们认为这样的股价具有较强的安全边际。虽然对 A 股大盘未来的走势进行判断非我们所长，但即便大盘仍然调整向下，中国联通跑赢大盘仍是大概率事件，已经具有良好的防御特点。

1. 公司 PB 已经足够低

表格 1: 中国联通的 PB 水平与 A 股平均水平比较

板块名称	市净率
全部 A 股	2.78
沪深 300	2.44
上证 50	2.29
中国联通	1.63

资料来源: Wind (按照 2010 年 5 月 10 日收盘价)

从上表可以发现，中国联通当前股价水平下的 PB 仅有 1.63 倍，与 A 股 2.78 倍的平均水平相比要便宜很多。考虑到电信资产（由于电信牌照的独享权等无形资产没有反映到报表，因此实际资产价值比账面价值很高）的保值性，1.63 倍的 PB 已经具有相当的吸引力。

2. 公司短期 PE 较高，但长期看 PE 仍具安全边际

由于 08/09 年为中国联通的投资年，公司在网络、运营等各方面都加强了投资，而当前的投资并不能在收益上很快得到体现，这也使得公司近两年的业绩受到压制。由于公司具备的行业属性（电信运营商破产的风险很小），长期持有公司股票不存在风险，因此，对公司长期价值的估算就变得重要。而要考虑公司的长期价值，就需要考虑公司正常状况下的业绩情况。

2007 年公司的业绩可为我们提供正常状况下公司的业绩水平参考值：我们认为，由于 08 年电信行业重组，08 年的业绩也较难代表公司常态，07 年考虑并入网通后的业绩可作为参考，且由于未考虑增长性，07 年的业绩从长期来看，具有安全边际。

表格 2: 中国联通（并入网通）2007 年的业绩水平

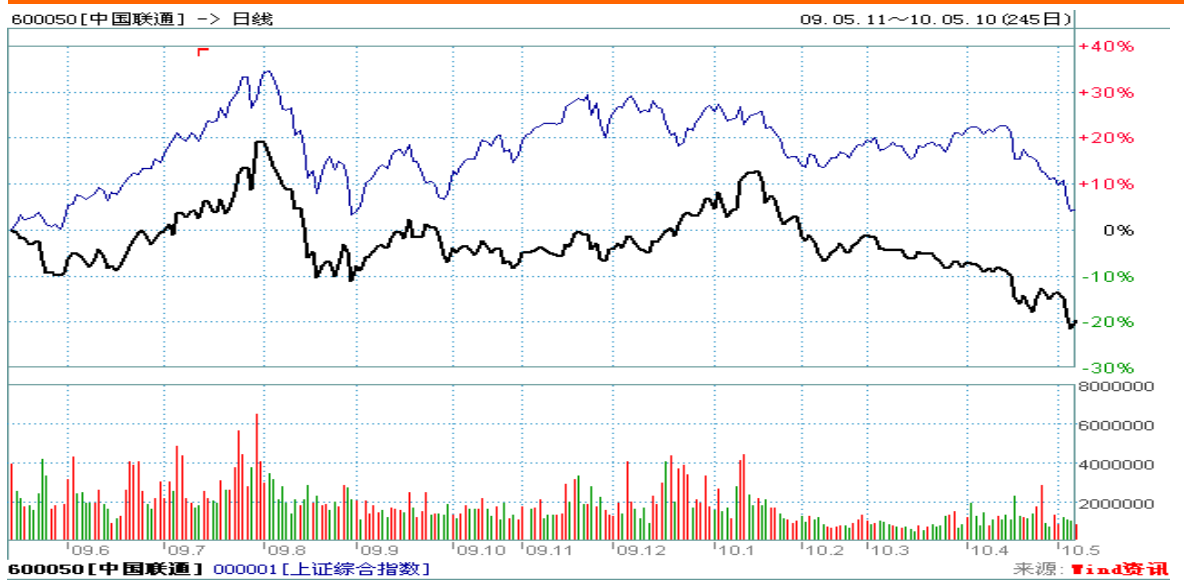
	2007 年
收入	150687
净利润	20158
对应 A 股 EPS (元)	0.32

资料来源: 公司业绩报告 (单位: 百万元)

如上表所示，中国联通 2007 年的净利润为 202 亿元，对应 A 股的 EPS 为 0.32 元。我们认为这个业绩水平反映了联通正常的业绩情况，在考虑公司具有安全边际的股价时可以予以参考。而按照当前 5.48 元的股价，对应 0.32 元的每股收益仅 16.5 倍的 PE 值，股价的长期安全边际无疑存在。

3. 公司当前股价处在 09 年初水平，已经跌无可跌

图表 1: 中国联通当前的股价低于一年前的水平，已经跌无可跌



资料来源: Wind

如上图所示，可以发现，中国联通当前 5.5 元不到的股价水平，已经接近 09 年初的水平，在这样低的股价水平下，股价进一步下行的力量已经不强。

4. 从 A/H 价格比较看，公司股价已处在合理区间

按照本年 5 月 10 日的收盘价，同在 A 股和 H 股发行的公司，其 A 股/H 股的价格平均水平为 1.84，而联通的 A/H 价格比为 1.7，已经低于平均水平。

表格 3: A/H 股价比较

市场平均水平	1.84
中国联通	1.70

资料来源: Wind (按照 2010 年 5 月 10 日收盘价)

5. 近期公司在香港增持 H 股说明了股价安全边际

2010 年 4 月 12 日，中国联通(0762.HK)公告称，建议可购回不超过已发行股份的 10%，回购股份数最多达 23.56 亿股。公告称，回购的资金须全部来自公司可动用的流动现金或运营资金。倘若公司认为全面行使购回授权对公司的营运资金水平或资产负债状况可能产生重大不利影响，则不会行使，只有对公司及股东有利时才进行回购。

我们认为，中国联通在香港增持本公司的 H 股(收盘价格为 9.18 元)，已经比较充分说明公司的股价较低，具有较强的安全边际。

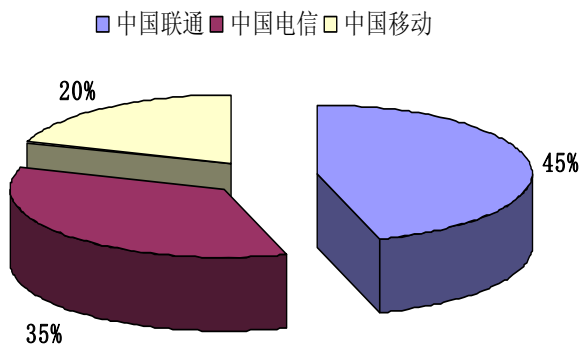
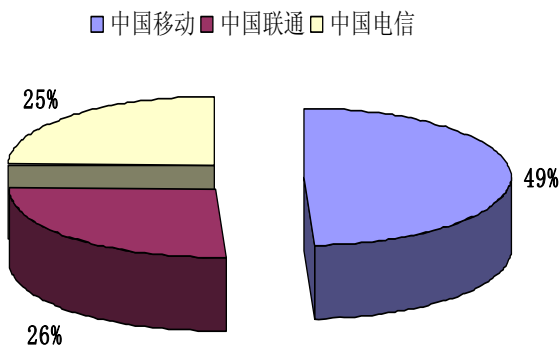
三、联通在 3G 的用户使用上优势明显，3G 对公司的贡献仍可乐观预期

我们通过市场调查公司的数据可以发现，中国联通在当前 3G 业务的市场份额优势明显，已经占据行业第一的位置，说明了用户对于联通 3G 业务的较高认可程度；而只要联通能够在 3G 业务上保持较高的份额，则一旦当前 2G 的用户更大规模的向 3G 迁转，联通就将面临较大的机会。

1. 从市场调研数据看，联通在 3G 上优势明显

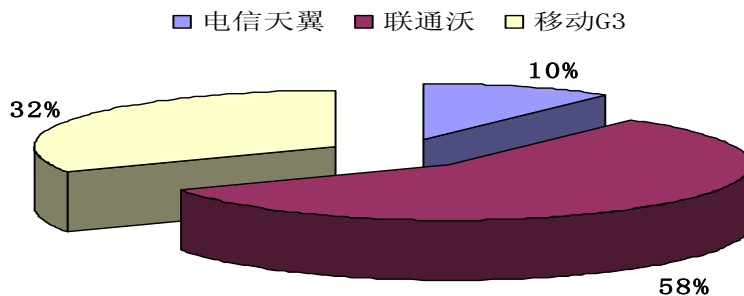
表格 4: 你正使用哪家运营商的 2G 服务

表格 5: 你正使用哪家运营商的 3G 服务



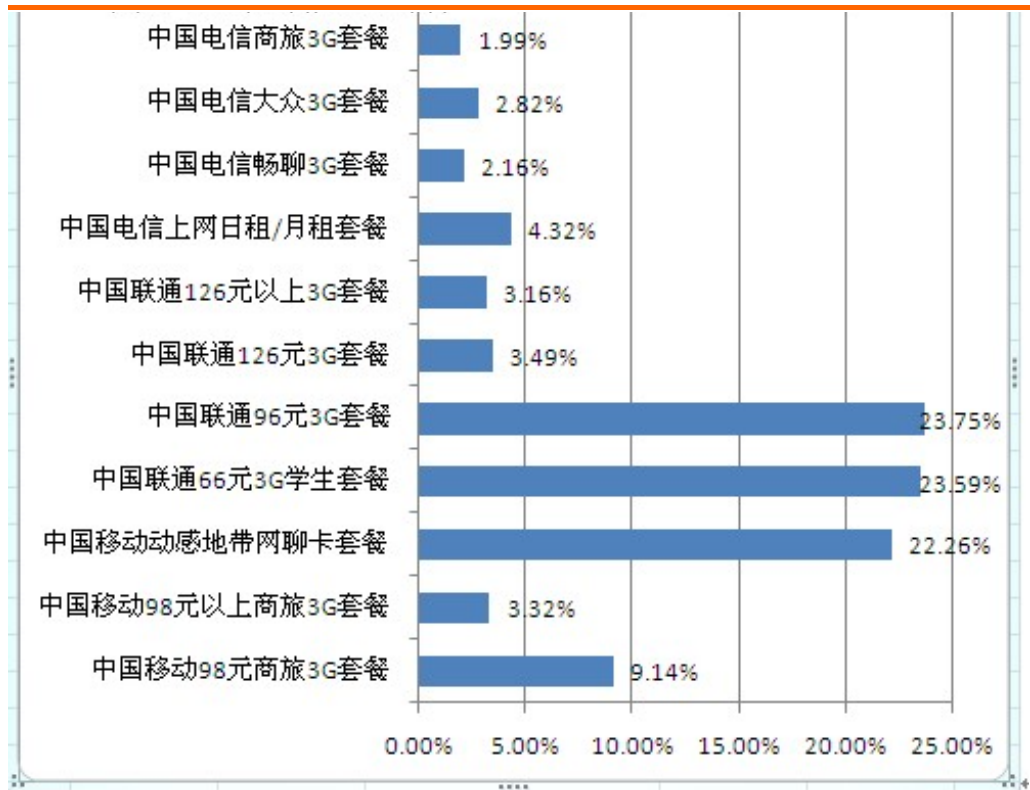
资料来源：新浪 3G 使用调查（2010-5-9，共 1128 人参与调查）

图表 2: 用户最想使用的 3G 网络



资料来源：3G 门户（2010 年 4 月，共 10000 人参与调查）

图表 3: 用户当前使用的 3G 套餐



资料来源: 3G 门户 (2010 年 4 月, 共 10000 人参与调查)

从上图可以发现, 在新浪网和 3G 门户网站两个市场调研公司对于 3G 用户的市场调研中, 结论都出现了高度的一致: 中国联通在当前 3G 用户中居于主导的市场地位; 虽然 2G 的市场份额中, 中国移动占据 49% 的份额, 但在 3G 业务上, 中国移动则下降到 20%, 而中国联通的用户份额则从 26% 提升到 45%。

这一切都说明, 中国联通在当前的 3G 业务上, 确实是在用户中具有良好的认可度, 也占据了最高的市场份额, 且在 3G 业务上的优势毋庸置疑。

2. 3G 用户的规模迁转将给联通带来大的机遇

从近期各地开展的 3G 用户调研情况来看, 虽然 3G 使用的问题不少, 但消费者都认为 3G 发展是大势所趋。调查中, 6 成以上消费者表示会在一年以内开通 3G。虽然我们认为调研数据和实际数据会存在失真的现象, 但这个调研结果还是让人对 3G 用户的规模发展抱有乐观的预期。

而上文我们已经分析, 中国联通在 3G 用户的市场份额中居于最高的地位, 一旦 3G 用户的迁转规模进行, 可以预期中国联通将从这些迁转的 3G 用户中分到较高的份额, 从而提升公司的用户发展水平。这也是联通的发展机遇所在。

四、公司未来 2-3 月 3G 用户数据有望重回高速增长轨道，为股价上行提供催化因素

中国联通近期对于 3G 的资费套餐、补贴策略以及手机终端厂商合作策略等进行了诸多的调整，这些调整一方面反映了公司发展 3G 用户的积极意愿，另一方面也更加贴近当前的用户需求。我们相信这些策略必将对于 3G 用户的发展起到积极作用，预计 5 月份以后的 3G 用户发展将重回高速增长轨道，这必将给股价的上行提供催化因素。

1. 公司资费调整，低资费有利于用户迅速放量

联通推出 A/B 套餐，分别针对数据/语音用户，更加贴近市场

表格 6: 联通调整后的 3G 基本套餐

月费 (元)	套餐类型	包国内语音拨打分钟数	包国内流量
66	A	50	300MB
	B	200	60MB
96	A	240	300MB
	B	450	80MB
126	A	320	400MB
	B	680	100MB
156	A	420	500MB
	B	920	120MB
186	A	510	650MB
	B	1180	150MB
226	A	700	750MB
286	A	900	950MB
386	A	1250	1.3GB
586	A	1950	2GB
886	A	3000	3GB

资料来源：公司网站

如上表所示，联通将原 3G 的基本套餐改为 A 套餐，主要针对数据流量需求较大的用户；同时新增 B 套餐，主要针对仍然以语音消费为主的 3G 用户。这种套餐设计方案无疑更为贴近市场，也更有利于 3G 用户的发展。

联通在原 3G iPhone 套餐的基础上增加 96 元的低价套餐

表格 7: 联通调整后的 3G iPhone 套餐

月费(元)	包国内语音拨打分钟数	包国内流量	包国内点对点短信条数	包国内点对点彩信条数	接听免费范围	超出部分国内语音拨打	超出流量	其他
96	240	340MB	80	10				
126	320	450MB	120	15				
156	420	570MB	150	17				
186	510	720MB	180	20				
226	700	850MB	220	25	全国	0.15 元/分钟	0.0003 元 /KB	执行标准资费
286	900	1.1GB	280	30				
386	1250	1.6GB	380	40				
586	1950	2.5GB	580	65				
886	3000	4GB	880	95				

资料来源: 公司网站

联通新增 36 元的数据套餐, 超低价格吸引力凸显

表格 8: 联通新推出的 36 元数据套餐

月费(元)	包国内流量	接听免费范围	国内语音拨打	国内可视电话拨打	超出流量	赠送增值业务	其他
36	150MB	全国(含可视电话)	0.30 元/分钟	0.60 元/分钟	0.0003 元/kB	手机邮箱\来电显示	执行标准资费

资料来源: 公司网站

2. iPhone 对于公司的贡献将进一步强化, wifi 版 iPhone 或可期待

联通对于 iPhone 的补贴力度明显加大, 有利于 iPhone 用户的更快放量增长

如下表所示, 我们可以发现, 以 iPhone 的 3GS 16G 这款手机为例, 在补贴政策调整前, 886 元套餐的用户才能够享受到 0 元购机; 但调整后的合约计划, 286 元套餐的用户就能够享受到 0 元购买 iPhone 手机, 这无疑相比之前的政策要优惠很多, 对 iPhone 的偏好用户具有较强的吸引力。

表格 9: 3GS 16G 版 iPhone (调整前 3G iPhone 合约计划)

套餐月费 (元)	126	156	186	226	286	386	586	886
产品包价格 (元)					6999			
手机款 (元)	3999	3799	3499	3199	2699	1799	99	0
预存款 (元)	3000	3200	3500	3800	4300	5200	6900	6999
分月返还额度 (元)	125	133	146	158	179	217	288	292
签约期								24 个月

资料来源: 公司网站

表格 10: 3GS 16G 版 iPhone (调整后 3G iPhone 合约计划)

套餐月费 (元)	96	126	156	186	226	286	386	586
产品包价格 (元)					5880			
手机款 (元)	3899	3599	2799	2399	1799	0	0	0
预存款 (元)	1981	2281	3081	3481	4081	5880	5880	5880
分月返还额度 (元)	82	95	128	145	170	245	245	245
签约期								24 个月

资料来源: 公司网站

WIFI 版 iPhone 手机传闻将推出, 虽然难以判断消息真伪, 但判断推出时点已经临近

事件: 据国外媒体报道, 苹果对 iPhone 进行了技术调整, 以便支持中国的无线网络安全协议。此举表明, 苹果可能很快将在中国推出具有 Wi-Fi 上网功能的新款 iPhone 手机, 而此前的规定禁止提供 Wi-Fi 功能。

此传闻的真伪, 我们根据现有的资料, 难以做出精确的判断, 但从整个市场的氛围来看, 联通推出 WIFI 版本的 iPhone 手机时点可能已经临近。

联通版 iPhone 手机从 09 年 10 月开始在中国推出后, 在用户中形成了良好的口碑, 我们认为 iPhone 手机在中国的推广已经逐渐接近爆发性增长的临界点, 如果 WIFI 版本的 iPhone 手机能够推出, 很可能会成为 iPhone 迅速放量的导火索。

3. 公司从策略上进行调整，将更广泛的利用诺基亚、索爱等 WCDMA 手机厂商的力量

事件：2010年5月1日，联通华盛为此传统销售旺季组织了10款3G手机，包括诺基亚N97mini 琉金版，基于Android平台的摩托罗拉XT701和三星I6500U。既有高达5000多元的高端3G手机，也有2000元出头的中档手机。值得注意的是，还有两款低价位3G手机，其中一款索尼爱立信的价格仅千元左右，另有一款三星的WCDMA手机，价格仅900多元，是目前最便宜的3G手机之一。

我们认为，联通的五一3G手机攻势实际上显示，联通开始采用平衡术，即其它厂商的3G手机与iPhone在市场上并举。此次参与者与苹果公司一样，全部为国际著名手机品牌，包括诺基亚、三星、摩托罗拉、索尼爱立信、夏普等多个厂商，同样具备吸引力。我们看好公司此举，与其过度依赖于iPhone手机的放量，不如利用更广泛的WCDMA手机厂商的力量，这更有利于联通3G业务的迅速放量。

4. 公司管理上的调整短期基本到位，将集中精力于业务发展

联通从2010年初开始酝酿管理层新一轮的调整，截至4月底，本轮管理层的调整已经接近尾声。

需要说明，我们认为公司对管理曾进行调整具有较强的必要性，从公司更长期的竞争实力角度出发，管理水平的提高为当务之急；但也同样要说明，公司管理层的调整，必然会对业务的经营产生影响（人心不稳时，经营必然受到负面影响），公司本年2月份以后的3G用户数据低于预期，与管理曾的调整具有直接的关系。

因此，公司管理层的调整在4月底接近尾声，将使得公司重新把精力集中于业务发展上，公司5月份以后的3G用户发展也更加值得积极看好。

附：财务预测表（注：基于公司报表，结合我们的预测方法，对公司列报科目部分进行调整）

	2008年	2009年	2010年	2011年
收入				
移动通信服务收入	64246	69770	80386	94729
固网通信服务收入	86376	79059	76741	75350
信息通信技术服务净收入	114	201	302	392
其他营业收入	4148	1914	1914	1914
成本费用				
网间结算成本	13038	12955	13000	13000
折旧及摊销	47961	47587	53694	56615
销售费用	19614	21020	23122	24278
管理费用及其他	12968	12175	11445	11788
销售终端产品净支出	413	529	529	529
网络营运及支撑成本	18736	21728	22814	23955
人工成本	20758	21931	21931	23028
财务费用	2411	1036	1500	2000
固定资产减值-小灵通资产减值	11837	0	0	0
中国南方电信网络租赁费		2000	2000	2000
其他利润项目				
利息收入	239	91	91	91
净其他收入	2097	962	962	962
衍生金融工具公允价值变动之已实现盈利	0	1239	0	0
持续经营业务盈利				
税前利润	9484	12275	10361	16246
所得税	1801	2721	2279	3574
	所得税率	18.99%	22.17%	22.00%
净利润	7825	9556	8082	12672
考虑终止经营业务盈利				
终止经营业务盈利	1438	0	0	0
出售终止经营业务之盈利	26135	0	0	0
净利润	35398	9556	8082	12672
红筹股份数量（百万）	23715	23715	23715	23715
红筹股 EPS	1.49	0.40	0.34	0.53
A 股股东占红筹利润比例		33.60%	33.60%	33.60%
A 股股东应占利润	19713	3211	2715	4258
A 股股份数量	21197	21197	21197	21197
A 股 EPS	0.93	0.15	0.13	0.20

资料来源：中投证券研究所，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

赵军华: 中投证券研究所通信行业研究员, 南开大学经济学硕士, 三年电信运营商工作经验, 2008 年加盟中投证券研究所

主要研究覆盖公司: 中国联通、中国移动、中国电信、中兴通讯、武汉凡谷、三维通信、烽火通信、中天科技、亨通光电、中创信测、北纬通信、东信和平、恒宝股份

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434