



中国联通

拥抱互联网，开启新篇章

观点聚焦

投资建议

我们将中国联通 A 股的评级由回避上调为推荐，上调目标价 118% 由 3.3 人民币上调至 7.2 人民币。理由如下：

- ▶ **联通开启差异化竞争策略。**联通近日宣布了一系列与互联网公司的合作项目，其中与 BAT 的合作尤为引人注目。联通分别与百度和阿里巴巴签订战略合作协议，计划在基础通信服务、移动互联网及产业互联网等领域展开深度合作；与此同时，联通发布了一款与腾讯合作推出的产品“腾讯大王卡”，使用该电话卡的用户可以免流量使用腾讯所有的手机应用，包含 QQ、微信、腾讯视频、QQ 音乐，腾讯所代理的游戏等，月租费仅为 19 元。电信市场的用户争夺战日趋白热化，与强势的移动和电信相比，联通始终处于弱势，在价格战中也显实力不足，而与互联网的深度合作可以开发出定制化的产品，更好的迎合消费者需求，从而减少联通的用户流失。我们预计通过差异化的竞争策略，联通在未来有望提振收入增速。
- ▶ **新的竞争策略成本更低。**运营商以往的市场推广手段都是面向终端用户的补贴，成本高、效果差，并没有通过提高产品竞争力来提升用户忠诚度。但是与互联网公司的合作可以有效利用互联网公司现有的用户基础，实现流量批发的效果，帮助联通节省可观的市场费用，从而改善利润率水平。

我们与市场的最大不同：1) **财务回暖。**我们在 3 季报后率先下调全年盈利预测并提示短期财务风险，我们认为现价已完全反映短期风险，该适时将目光转向 2017 年，和互联网公司合作有助于联通财务反弹；2) **估值转换。**考虑到联通拥有优质网络基础设施资产，我们改为市净率估值，给予 2 倍 2016 年市净率。

潜在催化剂：联通作为渠道商，未来与内容商进行更加深度的整合，同样的事情也发生在美国，AT&A 欲收购时代华纳，Verizon 欲收购雅虎。

盈利预测与估值

维持 2017 年盈利预测不变，收入增长 5.4%，净利润增长 115%。上调评级由回避至推荐，上调目标价 118% 从 3.3 元调至 7.2 元。

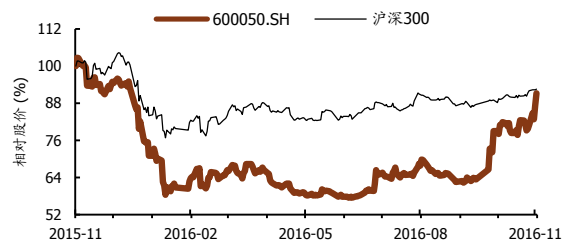
风险

市场竞争日趋激烈，与内容商的合作不达预期。

上调至推荐

股票代码 600050.SH
 评级 ↑ 推荐
 最新收盘价 人民币 5.97
 目标价 人民币 7.20

52 周最高价/最低价 人民币 6.80~3.69
 总市值(亿) 人民币 1,265
 30 日日均成交额(百万) 人民币 1,311.09
 发行股数(百万) 21,197
 其中：自由流通股(%) 100
 30 日日均成交量(百万股) 243.77
 主营行业 电信服务



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	284,681	277,049	282,583	297,924
增速	-3.5%	-2.7%	2.0%	5.4%
归属母公司净利润	4,055	3,549	675	1,452
增速	16.0%	-12.5%	-81.0%	115.2%
每股净利润	0.19	0.17	0.03	0.07
每股净资产	10.73	10.91	10.97	11.09
每股股利	0.08	0.06	0.01	0.03
每股经营现金流	4.16	3.98	5.07	5.23
市盈率	31.2	35.7	187.5	87.1
市净率	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	2.5	2.7	2.5	2.1
股息收益率	1.3%	1.1%	0.2%	0.4%
平均总资产收益率	0.8%	0.6%	0.1%	0.2%
平均净资产收益率	1.8%	1.5%	0.3%	0.6%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

钱凯

分析师

kai.qian@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080513050004

SFC CE Ref: AZA933

陈真洋

联系人

zhenyang.chen@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080116090012



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	284,681	277,049	282,583	297,924	营业收入	-3.5%	-2.7%	2.0%	5.4%
营业成本	0	0	0	0	营业利润	20.0%	-43.1%	-47.2%	51.7%
营业税金及附加	0	0	0	0	EBITDA	10.5%	-5.7%	-5.3%	4.4%
营业费用	0	0	0	0	净利润	16.0%	-12.5%	-81.0%	115.2%
管理费用	0	0	0	0	盈利能力				
财务费用	0	0	0	0	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他	0	0	0	0	营业利润率	6.6%	3.9%	2.0%	2.9%
营业利润	18,918	10,764	5,688	8,631	EBITDA 利润率	32.6%	31.6%	29.3%	29.0%
营业外收支	-2,972	3,271	-3,019	-2,887	净利率	1.4%	1.3%	0.2%	0.5%
利润总额	15,946	14,035	2,669	5,744	偿债能力				
所得税	3,876	3,473	660	1,421	流动比率	0.19	0.17	0.22	0.28
少数股东损益	0	0	0	0	速动比率	0.18	0.16	0.21	0.27
归属母公司净利润	4,055	3,549	675	1,452	现金比率	0.09	0.06	0.12	0.19
EBITDA	92,771	87,502	82,823	86,485	资产负债率	58.3%	62.1%	64.3%	66.3%
资产负债表					净债务资本比率	43.4%	42.8%	32.8%	18.4%
货币资金	25,308	21,755	44,497	77,587	回报率分析				
应收账款及票据	14,671	14,957	15,720	16,927	总资产收益率	0.8%	0.6%	0.1%	0.2%
预付款项	10,029	10,864	11,128	11,982	净资产收益率	1.8%	1.5%	0.3%	0.6%
存货	4,378	3,946	4,769	5,135	每股指标				
其他流动资产	2,188	5,148	5,148	5,148	每股净利润 (元)	0.19	0.17	0.03	0.07
流动资产合计	56,574	56,670	81,261	116,780	每股净资产 (元)	10.73	10.91	10.97	11.09
固定资产及在建工程	438,321	454,631	470,796	482,068	每股股利 (元)	0.08	0.06	0.01	0.03
无形资产及其他长期资产	50,177	99,045	99,045	99,045	每股经营现金流 (元)	4.16	3.98	5.07	5.23
非流动资产合计	488,498	553,676	569,841	581,113	估值分析				
资产合计	545,072	610,346	651,102	697,893	市盈率	31.2	35.7	187.5	87.1
短期借款	102,715	86,435	85,352	85,352	市净率	0.6	0.5	0.5	0.5
应付账款及票据	120,371	167,396	204,123	247,043	EV/EBITDA	2.5	2.7	2.5	2.1
其他流动负债	68,834	82,243	82,827	83,801	股息收益率	1.3%	1.1%	0.2%	0.4%
流动负债合计	291,920	336,074	372,302	416,196					
长期借款和应付债券	23,880	40,676	43,759	43,759					
非流动负债合计	25,611	43,056	46,350	46,590					
负债合计	317,531	379,130	418,652	462,786					
股东权益合计	227,541	231,216	232,450	235,107					
少数股东权益	0	0	0	0					
负债及股东权益合计	545,072	610,346	651,102	697,893					
现金流量表									
净利润	11,326	11,791	2,170	4,578					
折旧和摊销	73,853	76,738	77,135	77,853					
营运资本变动	-1,351	-3,340	28,117	28,349					
其他	4,266	-888	0	0					
经营活动现金流	88,094	84,301	107,422	110,780					
投资活动现金流入	796	2,333	14,149	16,133					
投资活动现金流出	-76,468	-94,081	-100,395	-92,694					
投资活动现金流	-75,319	-91,354	-86,247	-76,561					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	-47,794	-43,152	2,000	0					
其他	38,821	46,579	-434	-1,128					
筹资活动现金流	-8,973	3,427	1,566	-1,128					
汇率变动对现金的影响	0	73	0	0					
现金净增加额	3,802	-3,626	22,742	33,091					

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

公司简介

中国联合网络通信集团有限公司于 2009 年 1 月 6 日在原中国网通和原中国联通的基础上合并组建而成, 是中国唯一一家在纽约、香港、上海三地同时上市的电信运营企业。中国联通的收入规模、用户规模及上市公司市值均位居全球电信运营商的前列。中国联通拥有覆盖全国、通达世界的现代通信网络, 主要经营固定通信业务, 移动通信业务各类电信增值业务。



图表 1：腾讯大王卡简介



资料来源：公司资料，中金公司研究部

“腾讯大王卡”是腾讯和联通合作推出的一款针对腾讯用户的优惠话费套餐。用户可以免流量使用腾讯旗下的所有应用，包含 QQ、微信、QQ 音乐、腾讯视频、腾讯游戏等。每月月租费仅为 19 元，如果需要使用腾讯应用以外的流量，每天仅需 1 元便可获得 500M 本地流量。“腾讯大王卡”是一款真正意义上渠道商和内容商进行深度合作的产品。

- ▶ 对内容商腾讯而言，免除流量提高了应用程序对用户的吸引力，用户的访问时间、活跃程度均会有所提升。这有助于内容商扩大用户基础并提高用户粘性。
- ▶ 对渠道商联通而言，通过“大王卡”将流量批发出售给腾讯，免除了直接面对终端用户进行市场推广的环节，节省了补贴和降价产生的市场营销费用。而且，目前腾讯应用拥有庞大的用户基础，QQ 和微信的月度活跃用户均超过 8 亿人，与腾讯合作可以帮助联通提高在腾讯用户中的渗透率。

在世界范围内，内容商和渠道商的合作或整合也已经屡见不鲜。

- ▶ AT&T 在 2014 年 9 月购买了 YouTube 最大的内容供应商 Fullscreen，并与 2015 年收购了卫星电视服务商 DirectTV，近期，AT&T 又传出收购时代华纳的意向，后者拥有美国一系列知名的电视台如 CNN、HBO 等。通过与内容商的整合，渠道商尝试为消费者提供更多的增值服务，更有效的利用自身渠道价值。
- ▶ 日本电信运营商 NTT DoCoMo 通过一系列合作与整合向内容商不断转型。先后推出了“dmarket”、“云储存”、“Anshin 网络安全”等多款提供网络内容的产品。其中“dmarket”提供了娱乐、购物和资讯等多项服务，在手机用户中渗透率迅速提高。目前，“dmarket”用户的 ARPU 已经达到 1280 日元每月，而 DoCoMo 的传统手机用户 ARPU 总计才 4179 日元每月。

内容商和渠道商的整合有助于渠道商更大程度的发挥渠道的价值，通过内容商提供的内容实现渠道的差异化竞争从而提高用户粘性。我们认为联通目前一系列和内容商进行合作的积极举措将有助于联通实现差异化的竞争策略，夯实用户基础；并减少传统市场营销带来的巨大损耗，提升业绩表现。



我们预计联通港股的每股净资产 2016 年和 2017 年分别为净资产为 10.97 元和 11.09 元, 即联通 A 股的每股净资产 2016 年和 2017 年分别为 3.64 元和 3.66 元。

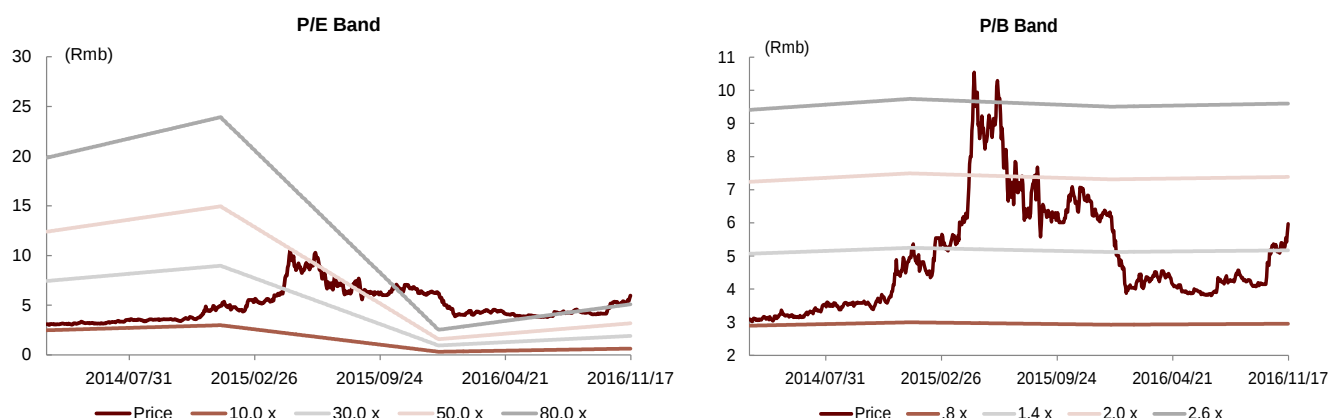
我们之前是用同样的 DCF 的估值方法对联通港股和 A 股进行估值, 中国联通的港股上市公司是其业务的主体, A 股上市公司没有实际的业务, 只是持有港股上市公司 33.3% 的股权。因此我们认为基于目前联通的实际业务情况, 改用 P/B 估值方法对两个上市公司进行估值更加合理。由于港股和 A 股之间存在天然的价差, 以及不同类型的投资者也有不同的风险偏好度, 因此我们给予联通 A 股 2 倍 2016 年 P/B, 对应目标价 7.2 元。港股联通给予 1 倍 2016 年 P/B, 对应股价 11.2 港币。目前全世界除了中国三大运营商在香港市场以外, 其他地区的电信运营商的估值均在 2x 2016e P/B 左右甚至更高。

图表 2: 可比公司估值

公司名称	代码	股票货币	股价 (2016-11-17)	总市值 (百万美元)	市盈率			市销率			市净率			EV/EBITDA		
					2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
国内运营商																
中国移动	941-HK	HKD	84.75	223,730	13.0	14.2	13.0	2.1	2.1	2.0	1.6	1.6	1.5	4.2	4.1	3.9
中国联通	762-HK	HKD	8.73	26,954	16.1	53.5	24.4	0.6	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8	3.5	3.9	3.6
中国电信	728-HK	HKD	3.63	37,877	11.8	13.5	11.9	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	3.4	3.5	3.3
均值					13.6	27.1	16.5	1.1	1.2	1.1	1.0	1.1	1.0	3.7	3.9	3.6
中国联通 (A 股)	600050-CN	CNY	5.97	18,420	36.4	90.2	44.3	0.5	0.4	0.4	1.6	1.1	1.0	4.4	4.7	4.3
香港运营商																
HKT Trust and HKT Ltd.	6823-HK	HKD	9.92	9,684	19.0	16.0	15.5	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	9.0	8.7	8.5
Hutchison Telecom	215-HK	HKD	2.57	1,597	13.5	15.8	14.8	0.6	0.9	0.8	1.1	1.1	1.0	5.6	5.9	5.7
SMarTone	315-HK	HKD	10.60	1,475	14.2	13.5	13.2	0.6	0.6	0.6	2.6	2.5	2.4	4.1	4.1	4.0
PCCW	8-HK	HKD	4.41	4,389	14.4	16.7	14.6	0.9	0.8	0.8	3.0	3.1	3.1	6.2	6.1	5.9
均值					15.3	15.5	14.5	1.1	1.1	1.1	2.2	2.2	2.1	6.2	6.2	6.0
美国运营商																
Verizon	VZ-US	USD	48.01	195,719	11.0	12.3	11.9	1.5	1.6	1.5	12.0	8.7	6.6	6.4	6.6	6.4
AT&T	T-US	USD	37.50	230,288	15.8	13.2	12.6	1.6	1.4	1.4	1.7	1.9	1.8	7.5	6.6	6.4
均值					13.4	12.8	12.3	1.5	1.5	1.5	6.8	5.3	4.2	6.9	6.6	6.4
欧洲运营商																
英国电信	BT.A-GB	GBP	3.70	46,000	12.4	12.3	11.6	2.0	1.5	1.5	3.3	4.2	3.6	7.3	6.1	5.9
沃达丰	VOD-GB	GBP	2.06	68,242	n.a	29.5	27.0	1.3	1.2	1.2	0.8	0.8	0.8	8.2	7.1	6.8
德国电信	DTE-DE	EUR	14.56	72,700	20.5	16.3	15.2	1.0	0.9	0.9	2.3	2.2	2.1	6.6	6.2	5.9
西班牙电信	TEF-ES	EUR	8.17	42,947	14.3	13.5	11.1	0.8	0.8	0.8	2.3	2.1	2.0	9.8	6.9	6.7
意大利电信	TIT-IT	EUR	0.70	14,600	n.a	11.2	10.9	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6	6.4	5.8	5.6
均值					15.7	16.6	15.1	1.2	1.0	1.0	1.9	2.0	1.8	7.6	6.4	6.2
日本运营商																
NTT DoCoMo	9437-JP	JPY	2,490.50	85,689	17.6	13.8	12.8	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	6.3	6.4	6.1
KDDI Corporation	9433-JP	JPY	2,809.50	62,713	14.2	12.6	11.7	1.5	1.5	1.4	2.1	1.9	1.7	5.6	5.3	5.1
Softbank	9984-JP	JPY	6,733.00	67,195	16.7	7.5	10.7	0.8	0.8	0.8	3.0	2.4	2.0	8.2	7.8	7.3
均值					16.2	11.3	11.8	1.5	1.4	1.4	2.3	2.0	1.8	6.7	6.5	6.1
其他亚洲运营商																
马来西亚电信	4863-MY	MYR	6.36	5,440	34.0	27.7	25.4	2.0	2.0	1.9	3.1	3.0	3.0	7.8	7.4	7.1
MobileOne	B2F-SG	SGD	2.00	1,320	10.4	12.0	12.6	1.6	1.8	1.8	4.5	4.3	4.1	6.6	7.0	7.1
Singtel	Z74-SG	SGD	3.67	41,315	15.1	15.0	14.2	3.4	3.5	3.4	2.3	2.2	2.1	13.6	13.4	13.1
PLDT	TEL-PH	PHP	1,395.00	6,083	13.7	11.6	13.0	1.8	1.8	1.7	2.7	2.6	2.5	6.3	6.9	6.6
中华电信	2412-TW	TWD	105.50	25,680	19.1	19.6	19.1	3.5	3.5	3.4	2.2	2.2	2.2	9.7	9.8	9.6
台湾大哥大	3045-TW	TWD	106.00	9,054	18.4	18.6	18.1	2.5	2.4	2.4	4.8	5.1	4.9	10.8	10.2	9.9
均值					18.5	17.4	17.1	2.5	2.5	2.4	3.3	3.2	3.1	9.1	9.1	8.9

资料来源: 公司资料, Factset, 中金公司研究部。注: 所有公司均采用市场一致预期。

图表 3: 历史市盈率及市净率



资料来源: 公司资料, Factset, 中金公司研究部



图表 4: 历史财务及运营数据

	1Q14A	2Q14A	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16
中国联通											
收入(百万人民币)	76,471	73,098	65,770	69,342	74,303	70,382	67,228	65,136	70,340	69,915	66,884
环比 %	2.1%	-4.4%	-10.0%	5.4%	7.2%	-5.3%	-4.5%	-3.1%	8.0%	-0.6%	-4.3%
同比 %	8.3%	-0.8%	-13.3%	-7.4%	-2.8%	-3.7%	2.2%	-6.1%	-5.3%	-0.7%	-0.5%
其他收入	12,674	10,138	6,310	11,776	14,521	10,513	8,159	6,912	10,059	8,926	6,608
环比 %	-9.5%	-20.0%	-37.8%	86.6%	23.3%	-27.6%	-22.4%	-15.3%	45.5%	-11.3%	-26.0%
同比 %	-7.5%	-30.1%	-58.5%	-15.9%	14.6%	3.7%	29.3%	-41.3%	-30.7%	-15.1%	-19.0%
服务收入	63,797	62,960	59,460	57,566	59,782	59,869	59,069	58,224	60,281	60,989	60,276
环比 %	4.8%	-1.3%	-5.6%	-3.2%	3.8%	0.1%	-1.3%	-1.4%	3.5%	1.2%	-1.2%
同比 %	12.1%	6.3%	-2.0%	-5.4%	-6.3%	-4.9%	-0.7%	1.1%	0.8%	1.9%	2.0%
---移动收入	40,680	40,660	37,760	35,998	36,619	36,845	36,053	33,103	36,173	36,867	36,598
环比 %	3.8%	0.0%	-7.1%	-4.7%	1.7%	0.6%	-2.1%	-8.2%	9.3%	1.9%	-0.7%
同比 %	15.4%	8.1%	-3.4%	-8.2%	-10.0%	-9.4%	-4.5%	-8.0%	-1.2%	0.1%	1.5%
---固网收入	22,920	22,300	21,700	21,568	23,163	23,024	23,016	25,121	24,108	24,122	23,678
环比 %	5.8%	-2.7%	-2.7%	-0.6%	7.4%	-0.6%	0.0%	9.1%	-4.0%	0.1%	-1.8%
同比 %	5.8%	3.3%	0.6%	-0.5%	1.1%	3.2%	6.1%	16.5%	4.1%	4.8%	2.9%
EBITDA(百万人民币)	23,998	23,691	24,310	20,772	25,346	25,118	23,785	13,253	19,972	21,312	20,465
环比 %	20.1%	-1.3%	2.6%	-14.6%	22.0%	-0.9%	-5.3%	-44.3%	50.7%	6.7%	-4.0%
同比 %	18.7%	7.9%	11.5%	3.9%	5.6%	6.0%	-2.2%	-36.2%	-21.2%	-15.2%	-14.0%
EBITDA 率	31.4%	32.4%	37.0%	30.0%	34.1%	35.7%	35.4%	20.3%	28.4%	30.5%	30.6%
净利润(百万人民币)	3,302	2,136	3,874	2,758	3,164	3,826	1,191	2,381	483	946	160
环比 %	62.2%	-35.3%	81.4%	-28.8%	14.7%	20.9%	-68.9%	99.9%	-79.7%	95.9%	-83.1%
同比 %	73.9%	-37.5%	26.7%	35.4%	-4.2%	79.1%	-69.3%	-13.7%	-84.7%	-75.3%	-86.6%
调整净利润(百万人民币)	3,302	2,136	3,874	2,758	3,164	3,826	1,191	2,381	483	946	160
H股每股收益(人民币)	0.14	0.14	0.16	0.12	0.13	0.16	0.18	0.10	0.02	0.04	0.01
A股每股收益(人民币)	0.05	0.05	0.05	0.04	0.04	0.05	0.06	0.03	0.01	0.01	0.00
移动用户数(000)	289,693	295,003	297,070	299,098	294,751	289,307	287,571	286,657	258,929	260,703	262,074
移动净增用户数(000)	8,710	5,310	2,067	2,028	-4,347	-5,444	-1,736	-914	6,612	1,774	1,371
环比 %	6.2%	-39.0%	-61.1%	-1.9%	-314.3%	25.2%	-68.1%	-47.4%	-823.4%	-73.2%	-22.7%
同比 %	-23.6%	-53.7%	-80.5%	-75.3%	-149.9%	-202.5%	-184.0%	-145.1%	-252.1%	-132.6%	-179.0%
移动ARPU(元)	47.50	46.40	42.50	40.30	41.10	42.06	41.66	38.43	46.90	47.30	46.67
环比 %	0.6%	-2.3%	-8.4%	-5.2%	2.0%	2.3%	-0.9%	-7.8%	22.0%	0.9%	-1.3%
同比 %	-0.8%	-5.1%	-12.7%	-14.6%	-13.5%	-9.4%	-2.0%	-4.6%	14.1%	12.5%	12.0%
固网用户数(000)	87,789	86,071	83,870	82,060	80,305	78,427	76,522	73,858	72,035	70,522	69,027
固网净增用户数(000)	146	-1,718	-2,201	-1,810	-1,755	-1,878	-1,905	-2,664	-1,823	-1,513	-1,495
环比 %	102.9%	1276.7%	-28.1%	17.8%	3.0%	-7.0%	-1.4%	-39.8%	31.6%	17.0%	1.2%
同比 %	121.4%	-8.7%	175.2%	63.6%	1302.1%	-9.3%	13.4%	-47.2%	-3.9%	19.4%	21.5%
宽带用户数(000)	66,441	67,420	68,482	68,790	69,599	70,590	71,692	72,330	73,405	73,938	75,050
宽带净增用户数(000)	1,794	979	1,062	308	809	991	1,102	638	1,075	533	1,112
环比 %	218.1%	-45.4%	8.5%	-71.0%	162.7%	22.5%	11.2%	-42.1%	68.5%	-50.4%	108.6%
同比 %	-24.4%	-41.1%	-29.6%	-45.4%	-54.9%	1.2%	3.8%	107.1%	32.9%	-46.2%	0.9%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

