

最后的利空和迟到的利好

中国联通最新动态分析报告

报告关键点：

- 用户更换手机的自然过程将成为用户从2G转向3G的最初动力；
- iphone作为“杀手级”终端，将引爆WCDMA的市场需求；
- 中报之后，姗姗来迟的WCDMA全国商用将让市场看到联通基本面的改善趋势。

报告摘要：

- 中国3G可能的自然进程：**由于暂时缺乏“杀手级”应用，中国3G的进程落后于预期。我们认为，用户更换手机的自然过程将成为用户从2G转向3G的最初动力。中国用户更换手机的频率较高，平均大约为两年半。由于2G已经是一个过时的技术和网络，3G在未来几年必将完全取代2G；再加上WCDMA向下兼容GSM，3G手机的价格并不高于2G手机，3G资费也并不比2G贵；所以我认为，未来两年半，至少三分之一的用户在更换手机时会选择3G网络；也就是说，11年底中国会有约2亿3千万3G用户。
- iphone将引爆WCDMA的市场需求：**iphone作为一个“杀手级”终端，将改变中国3G市场因用户自然更换手机而缓慢、被动地启动这一过程。iphone和3G的完美结合，再加上国内众多的fans，使我们相信WCDMA商用后iphone的销售将会出现井喷。而最初的500万iphone用户会成为营销学上所说的“意见领袖”，他们通过iphone获得的良好3G数据体验，将引领大众主动地转向3G。
- 最后的利空和迟到的利好：**联通将在8月29日发布09年中报，预计EPS不到1毛钱，这将是联通WCDMA正式商用前最后的利空。10月初，联通将在全国范围正式推出其3G业务；其网络建设、手机终端、销售渠道和iphone都已准备就绪，这与市场原本预期的5.17放号形成鲜明的对比。当时由于以上几个条件都还没有准备好，行情起来后市场却迟迟看不到联通基本面的具体变化，使得那波行情嘎然而止。10月全国放号后，在iphone的引领下，再加上强有力的全员营销，WCDMA市场将出现井喷；市场无论是从草根还是数据层面都将看到WCDMA给联通基本面带来的改善，看到联通从移动抢到中高端用户的趋势。这些基本面的改善跟前期对联通的推介逻辑结合在一起，将真正启动联通的价值发现之旅。未来几个月联通的持续利好已经让市场等了近5个月。
- 盈利预测：**联通将凭借WCDMA终端和网络的优势从那2.3亿3G用户中至少分得1/3。这次我们对高端和中端用户进行了区分：我们假设联通将利用iphone抢到500万高端用户；同时假设联通将抢到5600万中端用户。考虑到可能加剧的竞争，我们下调了联通的EBITDA率。在不考虑营业外收入的情况下，得出09-11年联通的EPS分别为0.20、0.28和0.44元人民币。而可比的07-08年EPS为0.25和0.225元；可见，联通的盈利在10年会出现较大改善，11年会有质的飞跃。

评级：

买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： 11.06 元

期限： 6 个月 上次预测： 11.06 元

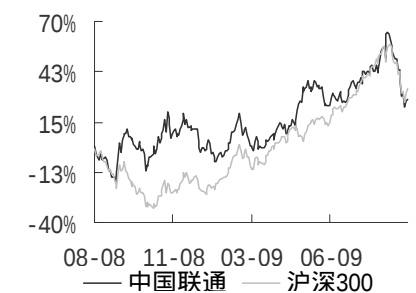
现价： 6.35 元

报告日期： 2009-08-23

市场数据

总市值(百万元)	134,598.39
流通市值(百万元)	134,598.39
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	3.95/8.16 元
十大流通股东(%)	14.32%
股东户数	1,312,157

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.68)	(14.42)	(5.48)
绝对收益	(13.96)	2.47	27.73

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)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	100,468	152,764	151,542	188,183	230,435
Growth(%)	4.1%	52.1%	-0.8%	24.2%	22.5%
净利润	5,632.9	19,741.4	4,264.4	5,895.6	9,387.8
Growth(%)	166.4%	250.5%	-78.4%	38.3%	59.2%
毛利率(%)	38.8%	37.0%	35.9%	38.6%	41.5%
净利润率(%)	5.6%	12.9%	2.8%	3.1%	4.1%
每股收益(元)	0.27	0.93	0.20	0.28	0.44
每股净资产(元)	4.38	9.86	10.46	11.29	12.61
市盈率	23.9	6.8	31.6	22.8	14.3
市净率	1.4	0.6	0.6	0.6	0.5
净资产收益率(%)	10.0%	16.1%	5.7%	7.3%	10.5%
ROIC(%)	11.8%	42.1%	6.2%	5.9%	8.7%
EV/EBITDA	5.2	5.1	5.4	4.7	3.7
股息收益率	0	0	0	0	0

敬请参阅报告结尾处免责声明

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. 中国 3G 的进程落后于预期

虽然三大运营商争相在 3G 宣传上投入巨额广告,但 3G 并没有出现预期的井喷现象。中移动年初提出今年发展 1000 万 TD 用户的目标,而且在终端补贴上不遗余力,但截止 6 月底,其 TD 用户数仅为 95.9 万户;而且主要还是上网卡和上网本用户,一季度全国 TD 手机销量才 8000 部。中电信 CDMA2000 商用三个月,3G 终端销量 113 万,其中上网卡就占了 100 万。联通虽然尚未正式规模放号,但 WCDMA 的试商用似乎也没带给大家太多惊喜。我们认为,除去网络和终端的因素外,虽然 3G 应用无处不在,但暂时却缺乏“杀手级”应用是主要原因。换句话说,目前的 3G 应用还不足以吸引大家主动从 2G 换到 3G,大多数人尚在观望。

既然 3G 跟 2G/2.5G 最大的区别在于传输速率(相差几十倍),那么 3G 的“杀手级”应用只会是在对网络速度要求很高的手机应用中产生。在我们看来,3G 真正带来的革命性的东西(即非它不可的东西),一个是视频,一个是手机上网。

高速率使得视频通话和手机流媒体成为可能。但我们认为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。这两个变化将满足并激发人们随时随地、利用零碎时间上网的需求: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沙发上上网,感觉拿着电脑很不方便……再比如开心网上的“抢车位”、“偷白菜”等游戏非常吸引人,如果能通过手机上网随时随地、稍有空闲就玩一把,会激发出强烈的用户需求;又比如,手机上网使得用户可以随时随地利用空闲时间在淘宝网上买东西、在携程网上订票订宾馆,从而激发出移动购物的需求。我们相信,手机上网将成为既语音通话和短信业务之后又一不可或缺的手机应用。

当然,手机上网成为 3G 的“杀手级”应用需要一段较长的时间,也许要 2-3 年;因为人们对新生事物的接受需要一个过程,尤其当它还只是一种潜在需求的时候。

2. 中国 3G 可能的自然进程

既然暂时缺乏“杀手级”应用,人们对 3G 的需求不太可能是“一见钟情”;那么,中国 3G 的进程会由什么因素决定呢?

我们认为,在手机上网成为 3G 的“杀手级”应用之前,用户更换手机的自然过程更可能成为用户从 2G 向 3G 转移的最初动力。调查显示,中国用户更换手机的频率较高,平均大约为两年半;换句话说,几乎所有的用户在未来两年半都会更换手机。当用户更换手机时,他们会面临两个选择:是继续购买 2G 手机还是购买 3G 手机。首先,3G 会带来无以伦比的数据体验;其次,2G 已经是一个过时的技术和网络,而 3G 代表着一个先进的技术和网络,在未来几年必将完全取代 2G;再加上 WCDMA 向下兼容 GSM,3G 手机的价格并不高于 2G 手机,3G 资费也并不比 2G 贵。基于上述原因,我们认为,未来两年半,至少三分之一的用户在更换手机时会选择 3G 网络。截止 7 月底,中国的手机用户数已经有 6 亿 8 千万;也就是说,未来两年半,将会有约 2 亿 3 千万用户会因更换手机而选择 3G。虽然这一转移并非是受 3G 应用的吸引而主动实现的,但仍足以支持我们前面推介联通的逻辑。

3. iphone 将引爆 WCDMA 的市场需求

iphone 作为一个“杀手级”终端，将改变中国 3G 市场因用户自然更换手机而缓慢、被动地启动这一过程。我们看到，07 年 6 月，iphone 2G 版上市，74 天卖出 100 万部；08 年 7 月，iphone 3G 版上市第一天就销售了 27 万部，一周之内实现了 100 万部的销售记录；09 年 6 月，iphone 3GS 上市 3 天销量已突破 100 万部。鉴于 iphone 和 3G 的完美结合，再加上国内众多的 fans，我们相信 WCDMA 全国商用后 iphone 的销售将会出现井喷。而这批最初的 iphone 用户会成为营销学上所说的“意见领袖”，他们通过 iphone 获得的良好 3G 数据体验，将引领大众主动地转向 3G。

其次，iphone 将帮联通抢到很多高端用户，这将大大提升联通和 WCDMA 的品牌形象，扫除移动的中端用户转网的主要障碍。

此外，国内消费者的攀比和从众心理比较强，3G 在大家心目中是一个比 2G 更好更时尚的东西。一旦别人拥有了 3G 手机和服务，自己如果不用就会显得很落伍。这种效应会加速中国手机用户从 2G 向 3G 的转型。前期中国 3G 发展缓慢的一个重要原因就是缺乏最初的使用者。

4. 最后的利空和迟到的利好

联通将在 8 月 29 日发布 09 年中报。正如市场所预期的，由于联通上半年主要忙于 WCDMA 网络的建设和正式商用的筹备，反映其 2G 时代运营业绩的 09 年中报业绩并不好，预计 EPS 不到 1 毛钱。这将是联通 WCDMA 全国正式商用前最后的利空。

10 月初，联通将在全国范围正式推出其 3G 业务。虽然 WCDMA 的正式商用晚来了几个月，但这次联通在各个方面都已经准备充分了。

首先，联通的 WCDMA 网络建设已经接近尾声。除北京、上海两个特大城市外，一期二期的其余 282 个城市主体工程已经基本完成建设和工程优化，9 月底前联通将对这 284 个城市进行验收和商用准入。

其次，近 40 款覆盖高中低端的 WCDMA 手机已经完成送检和定制工作，将在全国商用时同步推出；市场将会很快看到 WCDMA 在手机终端上相比 TD-SCDMA 和 CDMA2000 的巨大优势。

此外，联通在打造“沃”品牌营业厅的同时，也竭力开拓新的营销渠道。比如广东联通与家乐福宣布结成战略联盟，将联通的 3G 体验销售厅设在家乐福珠江三角洲 16 家门店内。这是联通首次在综合性零售大卖场建立全业务终端销售渠道，是联通渠道扩张策略的重要一步。而就在 8 月初，联通宣布与百思买中国达成战略合作，在后者所有专营店内引入联通 3G 业务；这也是联通的 3G 业务首次进入全球最大的 3C 连锁零售渠道。据估计，这种跨界合作模式将占联通 3G 销售的两成以上。

最后，当然也是最重要的，iphone 将于 WCDMA 全国商用推广之时同步上市。

我们看到，WCDMA 的网络建设、手机终端、销售渠道和 iphone 都已准备就绪，而且营销策略经过试商用也变得更加成熟；这与市场原本预期的 5.17 放号形成鲜明的对比。当时由于客观原因造成的时间仓促，以上几个条件都还没有准备好，所以只能是不痛不痒的限量放号试商用。行情起来后市场却迟迟看不到联通基本面的具体变化，使得那波行情嘎然而止。

中报后接下来几个月的持续利好已经让市场等了近 5 个月。我们相信 10 月全国规模

放号后，在 iPhone 的引领下，再加上强有力的全员营销，WCDMA 市场将出现井喷；市场无论是从草根层面还是数据层面都将看到 WCDMA 给联通基本面带来的改善，看到联通利用 WCDMA 终端和网络优势从移动抢到中高端用户的趋势。这些基本面的改善跟我们前期对联通的推介逻辑结合在一起，将真正启动联通的价值发现之旅。

5. 盈利预测

我们推介联通的基本逻辑是联通将利用 WCDMA 的网络和终端优势从移动抢到部分中高端用户，这将带来联通收入的大幅上升和折旧费用率的大幅下降。在以前的分析中，为了简化问题，我们是把中高端用户合在一起讨论的。但在中国 3G 的推广进程中我们发现，由于高端用户和中端用户的巨大不同，把他们分开来讨论会是更好的方法。高端用户大多是商务人士和生意人，对移动有较高的忠诚度，而且他们在一开始对 3G 的兴趣可能不是很大，再加上转网换号成本较高，所以他们较难成为最初的 3G 用户。中端用户大多是时尚的年轻人，他们喜欢新生事物、对运营商基本没有什么忠诚度、并经常换号，这些现在的中端客户、未来的高端客户将成为最初转网的主力。

我们假设联通将在未来的 1 年零 3 个月利用 iPhone 从移动抢到 500 万高端用户。我们假设 iPhone 的零售价为 2000 元，绑定的最低月套餐为 200 元/月，这些高端用户的平均 ARPU 值为 300 元/月。出于保守的原因，我们假设联通未来总共只会从移动抢到这 500 万高端用户；虽然随着 3G 的推广，可能会有越来越多的高端用户发现 3G 的好处，发现联通的语音通话并不比移动差，也会被 WCDMA 所吸引而转网。

我们在前面的分析中指出，用户更换手机的自然过程更可能成为用户从 2G 向 3G 转移的最初动力。由于未来的两年半，至少有三分之一的用户会因为换手机而选择 3G，也就是说到 2011 年底中国会有约 2 亿 3 千万 3G 用户。我们认为，联通凭借 WCDMA 的终端和网络优势，能三分天下得其一并不是一个乐观的假设。那么这就意味着联通到 2011 年底将拥有约 7500 万 3G 用户。排除掉抢到的 500 万 iPhone 用户，假设 7000 万 3G 用户中联通的老用户占 20%，那么联通还将从移动抢到 5600 万用户。这 5600 万大多会是我们所说的中端用户，平均 ARPU 值在 100 元左右。

以上就是我们的基本假设。正如我们前面所提到的，移动的中端用户对移动的忠诚度很低、换号成本很低，他们很容易被 WCDMA 的应用和终端所吸引；再加上 500 万 iPhone 用户会大大改善联通的品牌形象，这将大大促进中端用户的转网。

接下来，我们假设中国电信运营未来 3 年的复合增长率为 5%；假设每个 iPhone 用户联通向苹果补贴 2000 元，总共 100 亿元，分两年摊销；假设中端用户向 3G 转换的过程由慢到快，10 年转 1/3，11 年转 2/3。于是，我们得出联通未来 3 年营业收入的增长率分别为 24.2%、22.5% 和 13.1%。

基于保守的角度出发，考虑到可能加剧的竞争，我们下调了联通的 EBITDA 率。在不考虑营业外收入的情况下，得出 09-11 年联通的 EPS 分别为 0.20、0.28 和 0.44 元人民币。经过测算，我们知道联通可比的 07-08 年 EPS 为 0.25 和 0.225 元；所以我们可以看到，联通的盈利在 10 年会出现较大改善，11 年会有质的飞跃。最后是我们对联通盈利进行的敏感性分析。

表 1 联通未来盈利的敏感性分析

	假设	2010	2011	2012
乐观	8000 万	0.32	0.55	0.77
基础	5600 万	0.28	0.44	0.62
保守	4000 万	0.25	0.37	0.51

数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-8-23		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	100,468	152,764	151,542	188,183	230,435	成长性					
减: 营业成本	61,478.3	96,190.6	97,131.4	115,473.7	134,857.5	营业收入增长率	4.1%	52.1%	-0.8%	24.2%	22.5%
营业税费	2,368.5	4,163.8	4,091.6	5,080.9	6,221.8	营业利润增长率	67.6%	-47.7%	212.6%	38.3%	59.2%
销售费用	18,241.1	17,078.8	18,185.1	26,076.5	30,347.9	净利润增长率	166.4%	250.5%	-78.4%	38.3%	59.2%
管理费用	5,786.6	12,558.3	12,123.4	15,054.7	18,434.8	EBITDA 增长率	10.6%	69.8%	25.1%	19.2%	24.4%
财务费用	-214.3	2,169.3	671.0	634.1	659.3	EBIT 增长率	41.3%	-25.2%	132.0%	36.6%	57.8%
资产减值损失	1,890.3	15,190.8	2,417.4	2,467.3	2,660.7	NOPLAT 增长率	110.0%	286.4%	-62.7%	36.6%	57.8%
加: 公允价值变动收益	-568.9	-	-	-	-	投资资本增长率	7.9%	153.8%	42.3%	7.5%	-1.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	23.0%	124.9%	6.1%	7.9%	11.7%
营业利润	10,348.3	5,412.8	16,922.3	23,396.1	37,253.2	利润率					
加: 营业外净收支	2,807.2	2,069.5	-	-1.0	-	毛利率	38.8%	37.0%	35.9%	38.6%	41.5%
利润总额	13,155.5	7,482.2	16,922.3	23,395.1	37,253.2	营业利润率	10.3%	3.5%	11.2%	12.4%	16.2%
减: 所得税	3,836.1	1,701.8	4,230.6	5,848.8	9,313.3	净利率	5.6%	12.9%	2.8%	3.1%	4.1%
净利润	5,632.9	19,741.4	4,264.4	5,895.6	9,387.8	EBITDA/营业收入	31.6%	35.3%	44.5%	42.7%	43.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	10.1%	5.0%	11.6%	12.8%	16.5%
货币资金	7,331.5	9,487.5	12,123.4	15,054.7	18,434.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	352	401	663	646	570
应收帐款	5,393.6	23,963.9	12,455.5	15,467.1	18,939.9	流动营业资本周转天数	-138	-146	-161	-102	-97
应收票据	71.9	44.7	83.0	103.1	126.3	流动资产周转天数	67	62	77	62	61
预付帐款	992.7	1,487.8	1,584.9	1,700.4	1,835.2	应收帐款周转天数	21	17	21	18	18
存货	2,528.4	1,170.7	2,661.1	3,163.7	3,694.7	存货周转天数	9	5	5	6	5
其他流动资产	518.0	5.7	5.7	5.7	5.7	总资产周转天数	513	579	872	776	672
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	290	351	614	603	507
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	20.0	20.0	20.0	ROE	10.0%	16.1%	5.7%	7.3%	10.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.4%	9.7%	3.3%	4.1%	6.4%
固定资产	99,443.2	241,181.8	316,607.5	358,822.4	371,194.9	ROIC	11.8%	42.1%	6.2%	5.9%	8.7%
在建工程	13,393.3	35,738.3	21,443.0	12,865.8	7,719.5	费用率					
无形资产	7,077.5	18,550.4	16,942.8	15,301.3	13,349.6	销售费用率	18.2%	11.2%	12.0%	13.9%	13.2%
其他非流动资产	7,759.1	15,406.9	3,014.9	1,811.8	1,089.9	管理费用率	5.8%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
资产总额	144,509	347,037	386,942	424,316	436,410	财务费用率	(0)	0	0	0	0
短期债务	-	10,780.0	80,930.2	86,122.2	54,026.5	三费/营业收入	23.7%	20.8%	20.4%	22.2%	21.5%
应付帐款	32,810.0	70,735.1	47,900.4	56,946.0	66,505.1	偿债能力					
应付票据	834.2	1,039.9	1,330.6	1,581.8	1,847.4	资产负债率	35.7%	39.8%	42.7%	43.6%	38.8%
其他流动负债	13,552.8	30,732.3	18,656.0	22,419.6	27,028.3	负债权益比	55.5%	66.0%	74.5%	77.3%	63.3%
长期借款	1,660.9	997.3	997.3	997.3	997.3	流动比率	0.34	0.29	0.18	0.20	0.26
其他非流动负债	492.4	12,005.2	4,982.5	4,982.5	4,982.5	速动比率	0.29	0.28	0.16	0.18	0.24
负债总额	51,572	138,041	165,234	185,062	169,216	利息保障倍数	(47)	3	26	38	58
少数股东权益	38,513	138,679	147,106	158,757	177,309	分红指标					
股本	21,196.6	21,196.6	21,196.6	21,196.6	21,196.6	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	33,227.5	49,140.4	53,404.8	59,300.4	68,688.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	92,937	208,997	221,708	239,254	267,194	股息收益率	0	0	0	0	0
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	9,319.4	5,780.4	4,264.4	5,895.6	9,387.8	EPS(元)	0.27	0.93	0.20	0.28	0.44
加: 折旧和摊销	26,145.0	49,264.0	49,874.6	56,397.0	62,161.2	BVPS(元)	4.38	9.86	10.46	11.29	12.61
资产减值准备	1,890.3	15,190.8	2,417.4	2,467.3	2,660.7	PE(X)	23.9	6.8	31.6	22.8	14.3
公允价值变动损失	568.9	-	-	-	-	PB(X)	1.4	0.6	0.6	0.6	0.5
财务费用	796.5	-381.7	1,973.9	671.0	634.1	P/FCF	-8.8	-1.4	-5.6	-11.6	-7.3
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	1.3	0.9	0.9	0.7	0.6
少数股东损益	3,686.5	13,986.4	8,427.3	11,650.7	18,552.1	EV/EBITDA	5.2	5.1	5.4	4.7	3.7
营运资金的变动	-11,849.8	4,046.6	-14,421.5	10,986.4	12,088.4	CAGR(%)	23.5%	-6.1%	45.2%		
经营活动产生现金流量	32,630	59,430	51,233	88,031	105,509	PEG	1	(1)	1	(0)	(0)
投资活动产生现金流量	(24,778)	(24,755)	(20)	(0)	(0)	ROIC/WACC	2	6	1	1	1
融资活动产生现金流量	(13,418)	(38,063)	61,283	4,558	(32,755)	REP	1	0	1	2	1

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、责任的和法律依据或者凭证，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

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@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