

基本面不支持非理性下跌

研究结论：

联通 A 股 8 日随大盘下跌 4.43%，9 日继续下跌 1.47%，我们分析认为，联通目前已经超跌，公司基本面情况良好，不支持其目前低估的股价。联通全年 2500 万的用户数可以完成，其 7 月淡季的用户发展情况已经好于旺季的 3 月。加上中报超预期，将成为股价的催化剂。长远来看，在移动 TD-LTE 网络赶上联通 HSPA+ 前的 3-5 年时间窗口内，诸如携号转网、中移动签约用户到期等行业变数都有可能使得联通超常规发展。

- **电信运营商的防御性价值明显。**电信运营作为防御型行业，在大盘震荡的情形下，将凸显出较好的防御性价值。这主要由于，经济景气程度对电信业务需求的影响不明显，电信业务总体需求稳定，存在很高的安全边际。
- **联通全年新增 2500 万 3G 用户数目标可以完成。**从我们草根调研的情况来看，7 月份联通的用户发展情况甚至好于 3 月份。联通今年 3 月份的净增数为全年最高水平：185.5 万。我们认为，联通在 7 月份的传统淡季，其发展势头能好于 3 月，表明其千元智能机经营策略正确，对用户数的提振明显，加上后期 9 月开学、10 月国庆、11 月和 12 月年末效应，都是运营商新发展移动用户的旺季，因此，我们对全年 2500 万用户数的发展目标依然抱有信心，认为联通完全可以完成这一目标！
- **中移动 iPhone 难阻联通发展趋势。**这两天联通走势较弱的除随大盘调整外的另一个原因可能是：市场担心移动引进 iPhone 会对联通的 3G 业务发展造成不利影响。我们预计移动有可能引进的是 iPhone 制式是 GSM+WiFi，不是 3G 版本，非 3G 版本的 iPhone 对用户的吸引力将小于 W 版本。而对联通来说，最新版的 iPhone 5 将在 9 月面世，联通最快将在 10 月或 11 月引进，这将成为联通攫取高端用户的重要支撑。中移动引进 iPhone 不会对联通发展 3G 用户产生重大影响。
- **携号转网、中移动签约用户到期等原因，将有可能使得联通超常规发展。**长远来看，在移动 TD-LTE 网络赶上联通 HSPA+ 前的 3-5 年时间窗口内，诸如携号转网、中移动签约用户到期等行业变数都有可能使得联通超常规发展。
- **基本面反转，投资正当时。**联通是 TMT 板块中难得的基本面反转的公司，PB 在同 ROE 企业中被低估，目前股价对应 2011 年 PB 为 1.36 倍。预计公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.15 元、0.29 元和 0.41 元，每股净资产分别为 3.45 元、3.65 元和 3.93 元，考虑到同 ROE 水平的其他公司估值水平，维持联通 A 股 2.4 倍 PB 的估值，目标价 8.18 元，维持“买入”评级。
- **风险因素：**大盘系统性风险、3G 业务开展低于预期

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为做出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周军

通信行业首席分析师

021-63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

联系人

张杰伟

通信行业分析师

021-63325888 × 6118

zhangjiawei@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2011 年 8 月 9 日)

4.68 元

目标价格

8.18 元

总股本/A 股 (亿股)

211.97

A 股市值 (亿元)

992

国家/地区

中国

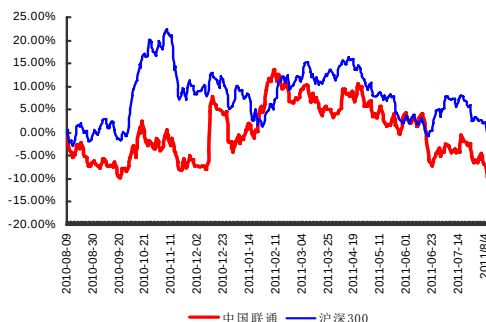
行业

通信

报告发布日期

2011 年 8 月 10 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	(单位：亿元)			
	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,762	2,117	2,459	2,760
利润总额	46	121	231	328
净利润	37	95	183	259
EBITDA	595	718	896	1,044
EPS (元)	0.06	0.15	0.29	0.41
每股经营现金	3.22	4.54	4.93	5.42
每股净资产	3.34	3.45	3.65	3.93
净资产收益率	1.7%	4.4%	7.9%	10.4%
P/E (倍)	80.81	31.15	16.25	11.46
P/B (倍)	1.40	1.36	1.28	1.19

相关报告

时间

机遇窗口+正确策略=颠覆行业格局	2011.05.27
4月淡季不淡，移动降价影响有限	2011.05.19

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

联通 A 股 8 日随大盘下跌 4.43%，9 日继续下跌 1.47%，我们认为，联通目前已经超跌，公司基本面情况良好，不支持其目前低估的股价。联通全年 2500 万的用户数可以完成，其 7 月淡季的用户发展情况已经好于旺季的 3 月。加上中报超预期，将成为股价的催化剂。长远来看，在移动 TD-LTE 网络赶上联通 HSPA+ 前的 3-5 年时间窗口内，诸如携号转网、中移动签约用户到期等行业变数都有可能使得联通超常规发展。

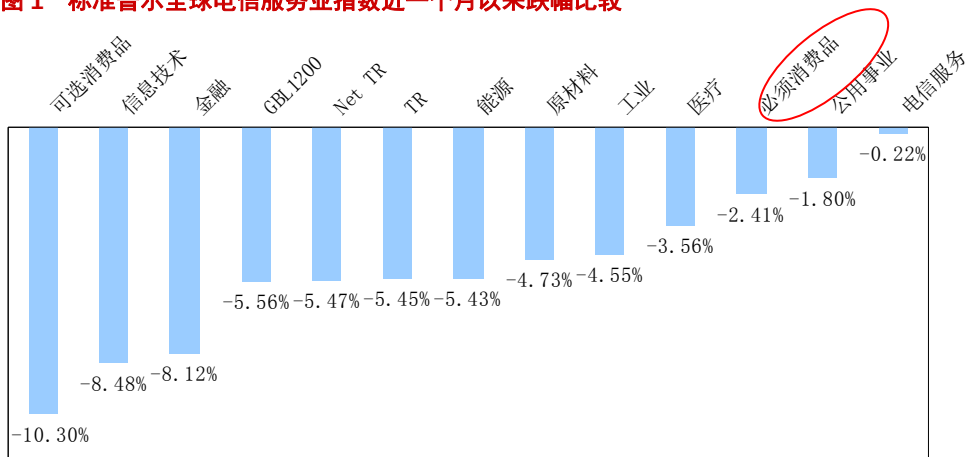
1. 电信运营商的防御性价值明显

我们认为，电信运营业作为防御型行业，在大盘震荡的情形下，将凸显出较好的防御性价值。这主要由于，经济景气程度对电信业务需求的影响不明显，电信业务总体需求稳定，存在很高的安全边际。

以 2008 年金融危机爆发以来的表现来看，随着实体经济受金融危机影响程度的不断深化，电信运营业在各行业间的相对表现优异。标准普尔全球分行业指数中，截止到 2008 年底的一个月，电信运营业跌幅最小；截止到 2008 年底一个季度，电信运营业跌幅排倒数第三。

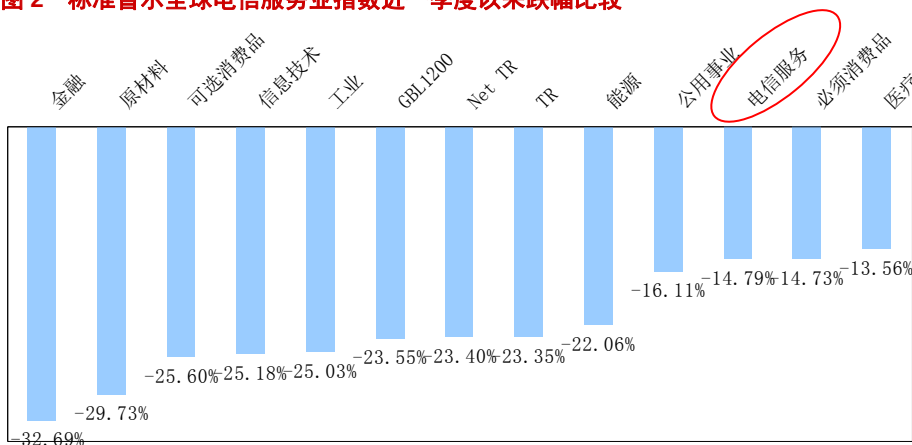
电信运营业的防御性特征使其在当前市场环境下具备了较好的投资价值。

图 1 标准普尔全球电信服务业指数近一个月以来跌幅比较



资料来源：S&P；东方证券研究所

图 2 标准普尔全球电信服务业指数近一季以来跌幅比较



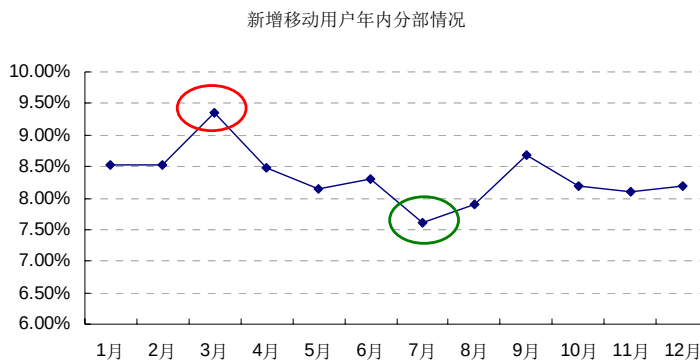
资料来源：S&P；东方证券研究所

2. 维持全年 2500 万新增 3G 用户数的判断

2.1 联通全年新增 2500 万 3G 用户数目标可以完成

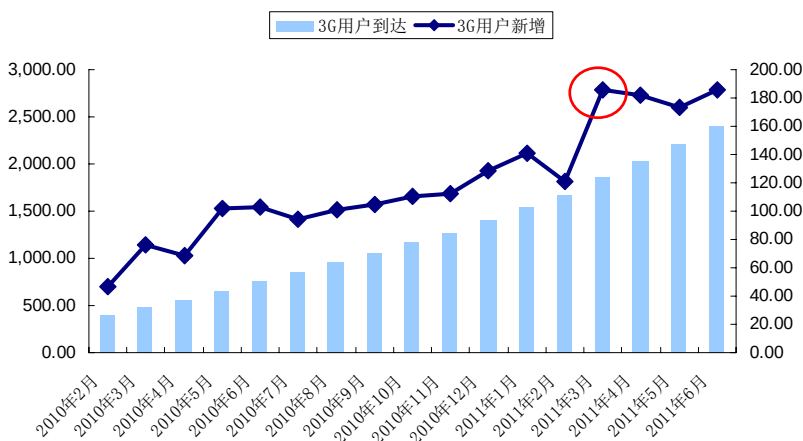
我们对联通新增全年 2500 万用户数抱有信心。从我们草根调研的情况来看，**7 月份联通的用户发展情况甚至好于 3 月份**。3 月为移动业务新发展用户数的传统旺季，联通今年 3 月份的净增数为全年最高水平：185.5 万。我们认为，联通在 7 月份的传统淡季，其发展势头能好于 3 月，表明其千元智能机经营策略正确，对用户数的提振明显，加上后期 9 月开学、10 月国庆、11 月和 12 月年末效应，都是运营商新发展移动用户的旺季，因此，我们对全年 2500 万用户数的发展目标依然抱有信心，认为联通完全可以完成这一目标！

图 3：新增移动用户在 7 月份是传统淡季，3 月是传统旺季



资料来源：工信部，东方证券研究所

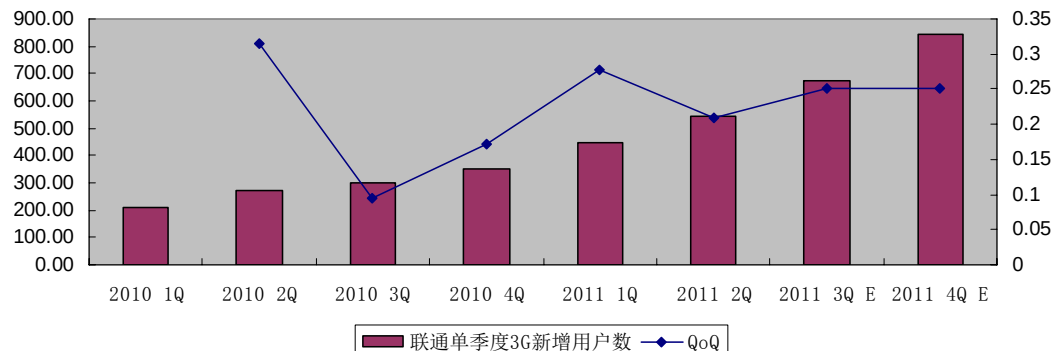
图 4：联通在 3 月新增 3G 用户创历史新高



资料来源：公司公告，东方证券研究所

投资者每个月都在关注联通的用户数，我们认为，时间区间较短的话难免会受到短期波动的干扰，让我们换一个描述框架（description framework），也许大家会对联通完成全年 2500 万的目标更有信心一些。以下是联通按季度的新增用户数情况。从这个图可以看出，联通每季度的净增用户数稳步提升，从季度环比来看，联通只要维持季度 25% 用户增速的平均水平，即可完成目标。

图 5：从季度环比来看，联通只要维持季度 25% 用户增速的平均水平，即可完成目标



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.2 中移动 iPhone 难阻联通发展趋势

我们认为，这两天联通走势较弱的除随大盘调整外的另一个原因可能是：市场担心中移动引进 iPhone 会对联通的 3G 业务发展造成不利影响。

据媒体报道，有中国移动已与美国苹果公司达成协议，将于今年 10 月引入 iPhone (<http://www.c114.net/news/118/a633625.html>)。我们认为，虽然目前难以判断此消息的真伪，但即使中移动 iPhone 引进，也将难以撼动联通 3G 用户高速发展的势头。

根据现有的信息，中国移动将最早于 9 月份签约销售 iPhone。预计移动有可能引进的是 iPhone 制式是 GSM+WiFi，不是 3G 版本，非 3G 版本的 iPhone 对用户的吸引力将小于 W 版本。

对联通来说，预计最新版的 iPhone 5 将在 9 月面世，联通最快将在 10 月或 11 月引进，这将成为联通攫取高端用户的重要支撑。中移动引进 iPhone 不会对联通发展 3G 用户产生重大影响。

2.3 A 股中报 EPS 在 0.038 元左右，超出市场预期

我们预计，联通中报有望实现净利润 24-25 亿元（红筹），折合 A 股 EPS 0.038 元，远超此前市场预计的 0.025-0.03 元。

我们分析认为，这主要由两个原因：联通 3G 通信服务收入随着用户数的快速增加而增加，而且联通于 4 月中旬取消了 iPhone 4 的 286 免费购机套餐，终端补贴支出大幅节省。具体利润表的分拆预测见下表：

表 1：沪深 300 成分股中 ROE 与联通相近的公司 PB 对比

项目	2010 4Q 调整后		2011 1Q		2011 2Q E		2011 1H E		
	数额	共比	数额	共比	数额	共比	数额	共比	
营业总收入	462.04	100.00%	505.29	100.00%	499.73	100.00%	1,005.02	100.00%	
3G 用户数 期末(万户)	1,406.00		1,853.50		2,394.50	479.16%	2,394.50	238.25%	
3G ARPU 值-当季度(元)	124.32		116.17		111.00	22.21%	113.43	11.29%	
3G	43.80	9.21%	58.60	11.60%	70.73	14.15%	129.33	12.87%	联通 3G 通信服务收入随着用户数的快速增加而增加
GSM	180.60	37.97%	181.00	35.82%	182.00	36.42%	363.00	36.12%	
固网业务	201.80	42.43%	205.90	40.75%	210.00	42.02%	415.90	41.38%	
销售通信产品收入	28.00		52.70		30.00	6.00%	82.70	8.23%	
其他	7.84		7.09		7.00		14.09		
营业总成本	478.36	100.58%	503.89	99.72%	469.53	93.96%	973.42	96.86%	
营业成本	345.30	72.60%	366.24	72.48%	337.00	67.44%	703.24	69.97%	
其他营业成本	301.94	65.35%	294.44	58.27%	300.00	60.03%	594.44	59.15%	
销售通信产品成本	43.36	9.38%	71.80	14.21%	37.00	7.40%	108.80	10.83%	
终端补贴(=销售通信产品收入-销售通信产品成本)	-15.36		-19.10		-7.00		-26.10		联通于 4 月中旬取消了 iPhone 4 的 286 免费购机套餐，终端补贴支出大幅节省
营业税金及附加	13.72	2.88%	15.03	2.97%	14.74	2.95%	29.77	2.95%	
销售费用	66.22	13.92%	67.86	13.43%	67.11	13.43%	134.97	13.43%	
管理费用	44.22	9.30%	42.35	8.38%	39.98	8.00%	82.33	8.00%	
财务费用	3.80	0.80%	4.77	0.94%	4.70	0.94%	9.47	0.94%	
资产减值损失	5.09	1.07%	7.65	1.51%	6.00	1.20%	13.65	1.20%	
其他经营收益									
公允价值变动净收益	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	
投资净收益	2.50	0.53%	-0.01	-0.00%	0.00	0.00%	-0.01	0.00%	
营业利润	-0.25	-0.05%	1.39	0.28%	30.20	6.04%	31.59	3.14%	
加：营业外收入	6.29	1.32%	1.09	0.22%	4.00	0.80%	5.09	0.51%	
减：营业外支出	1.40	0.29%	0.36	0.07%	1.00	0.20%	1.36	0.14%	

利润总额	4.64	0.98%	2.12	0.42%	33.20	6.64%	35.32	3.51%
减：所得税	-0.46	-0.10%	0.65	0.13%	10.26	2.05%	10.91	1.09%
净利润	5.10	1.07%	1.46	0.29%	22.94	4.59%	24.41	2.43%
减：少数股东损益	3.49	0.73%	0.98	0.19%	15.34	3.07%	16.31	1.62%
归属于母公司所有者的净利润	1.61	0.34%	0.48	0.10%	7.61	1.52%	8.09	0.81%
每股收益（全面摊薄）	0.008		0.002		0.036		0.038	

资料来源：公司公告，东方证券研究所

3. 行业变数颇多，有可能使得联通超常发展

长远来看，在移动 TD-LTE 网络赶上联通 HSPA+ 前的 3-5 年时间窗口内，诸如携号转网、中移动签约用户到期等行业变数都有可能使得联通超常规发展。

从与投资者的交流中，投资者并不反对中移动 TD-LTE 网络赶上联通 HSPA+ 之前，联通有 3-5 年的时间窗口，但对联通能否抓住机遇窗口心存疑虑。我们认为，这 3-5 年的时间窗口中，影响运营商行业格局的变量很多，如携号转网、中移动签约用户到期等，这些变量都有可能使得联通超常规发展。

3.1 投资可控：联通全网升级 HSPA+ 仅需 100 亿左右

目前，中国联通的 3G 网络已经全部是 HSDPA 网络，大中城市更是升级成 HSUPA 网络。此外，联通更是在 56 个城市开始商用最高下行 21Mbps 的 HSPA+ 网络，以满足这些区域用户越来越强烈的移动宽带数据业务需求，充分利用 HSPA+ 制式在数据业务能力以及产业链上的绝对领先优势，与中国移动、中国电信展开在移动宽带领域的竞争。联通采用的双载波 HSPA+ 是 HSPA+ 第二阶段技术，网络下行峰值速率为 42Mbps，达到目前联通 3G 现网速度三倍，为下一阶段网络平滑演进提供技术验证与经验积累。根据媒体披露，联通当初在进行 3G 设备采购时就要求硬件支持 HSPA+，因此现在网络通过软件即可实现升级，“升级投资几乎可以忽略”。据测算，联通如果全网升级到 HSPA+ 投资在一百亿左右，而移动若布一张 TD-LTE 的网络需要千亿以上的投资。联通的产业生态系统优势可以延续到 4G 时代。

3.2 携号转网：利好弱势运营商

2010 年 11 月 22 日，天津、海南两地最先在国内开始试运营携号转网。在天津，实行双向转网政策，中国电信和中国联通的 2G、3G 用户和中国移动的 2G 用户相互之间可以携号转网。而在海南则执行单向转网政策，即中国移动的 2G 用户可以携带号码转移到中国电信和中国联通，中国电信和中国联通 2G 用户则不可以携号转至中国移动 2G 网络。

截至 2011 年 1 月 6 日凌晨 3:00，成功携号转网的用户总数接近 2 万，其中转入中国联通的用户占据很大的比例，在天津，完成携号转网的用户中有 71.82% 转入联通，在海南，完成携号转网的用户中，转入联通用户占了 75.71%。

根据海外经验，携号转网会对第一大运营商产生很大的冲击，而对于弱势运营商不啻为利好。在日本，实行携号转网的结果是对日本第一大电信运营商 NTTDoCoMo 造成了很大的冲击，它的用户数量在携号转网过程中损失了很多，市场占有率也被其它两大运营商蚕食分割。韩国第一大电信运营商 SK 在携号转网中也受到了很大的冲击，LG 电讯以及 KTF 在这一过程中双双盈利。

携号转网作为国家抑制运营商市场垄断、提升运营商市场化水平的重要举措，这也是每一名普通的电信消费者选择服务供应商的权利。我们判断，这一举措将有可能在联通这一机遇窗口期内实施。一旦推出，将极大地改变运营商市场竞争格局，进一步推动联通 3G 业务的发展。

3.3 中移动合约用户到期为联通带来巨大的潜在用户

去年开始，为了应对联通 3G 发展势头迅猛带来的不利影响，中移动进一步加大了对用户套餐绑定的力度，如送话费、增值业务、推出更加优惠的套餐等等。这些绑定计划将在未来两到三年内大量到期，合约到期的高峰期也将使得联通迎来巨大的市场空间。

4. 看好联通基本面反转

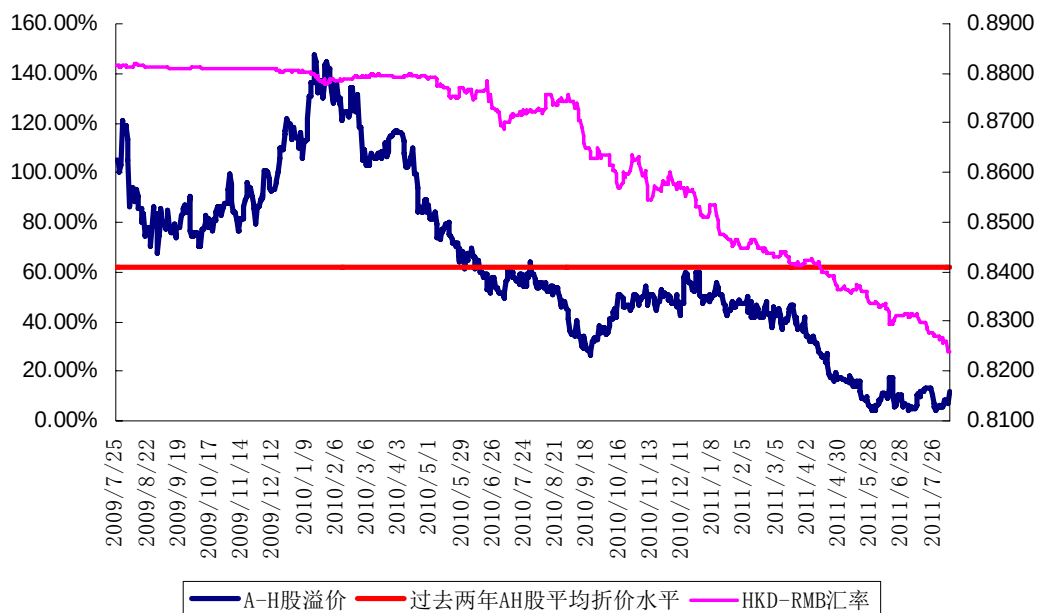
公司今年一季度会计方式调整后的盈利水平已经转正，而去年四季度还为亏损。公司盈利上的最低点已经过去，预计公司的收入水平逐季提升，而补贴水平基本保持稳定，公司盈利将逐季向好。

表 2：联通逐季盈利已经转正

	2010 1Q		2010 2Q		2010 3Q		2010 4Q		2011 1Q
	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	
营业收入(亿元)	415.45	416.56	428.74	433.08	441.89	450	442.43	462.04	505.29
终端补贴支出(亿元)	3	1.89	8.7	4.36	18.2	10.09	77	15.36	19
净利润(亿元)	10.97	11.77	13.57	16.73	7.07	12.94	-18.96	-4.73	1.46
基本每股收益(元)	0.0175	0.0188	0.0216	0.0266	0.0112	0.0206	-0.0309	-0.0081	0.0023

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：中国联通 A-H 股溢价率



资料来源: Wind, 东方证券研究所

预计公司 2010-2012 年的 EPS 为 0.07 元、0.17 元和 0.35 元，每股净资产分别为 3.45 元、3.65 元和 3.93 元，目前股价对应 2011 年 PB 为 1.58 倍。考虑到沪深 300 可比公司的 PB 水平，维持联通 A 股 2.4 倍 PB 的估值，目标价 8.18 元，维持“买入”评级。

5. 风险提示

大盘系统性风险

3G 业务发展低于预期

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	22791	21167	31901	70292	营业收入	176168	211666	245947	275979
交易性金融资产	0	0	0	0	营业成本	123735	143354	159313	172656
应收账款	12024	14760	17635	19789	毛利	52433	68312	86634	103323
存货	3728	4313	4784	5176	%营业收入	29.8%	32.3%	35.2%	37.4%
预付账款	3067	3547	3935	4257	营业税金及附加	4871	5852	6800	7630
其他流动资产	621	747	851	955	%营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
流动资产合计	42293	44608	59192	100566	销售费用	23733	28575	32465	36429
可供出售金融资产	6214	6214	6214	6214	%营业收入	13.5%	13.5%	13.2%	13.2%
持有至到期投资	0	0	0	0	管理费用	16113	19359	22135	24838
长期股权投资	48	48	48	48	%营业收入	9.1%	9.1%	9.0%	9.0%
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	1625	1964	1726	1552
固定资产合计	363651	377262	387641	388912	%营业收入	0.9%	0.9%	0.7%	0.6%
无形资产	19870	20295	20729	21172	资产减值损失	2664	1228	1118	837
商誉	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
递延所得税资产	3667	258	235	176	投资收益	485	220	220	220
其他非流动资产	7724	7724	7724	7724	营业利润	3914	11553	22610	32255
资产总计	443466	456408	481781	524811	%营业收入	2.2%	5.5%	9.2%	11.7%
短期贷款	36911	14182	0	0	营业外收支	733	500	500	500
应付款项	94280	109063	120970	130895	利润总额	4647	12053	23110	32755
预收账款	29971	36010	41842	46952	%营业收入	2.6%	5.7%	9.4%	11.9%
应付职工薪酬	3402	3936	4366	4724	所得税费用	975	2530	4850	6875
应交税费	1484	2128	2957	3682	净利润	3671	9523	18259	25880
其他流动负债	31845	37208	41558	45406	归属于母公司所有者	1227.6	3184.4	6105.6	8653.9
流动负债合计	197894	202527	211693	231658	的净利润				
长期借款	1462	1462	1462	1462	少数股东损益	2444	6339	12154	17226
应付债券	33558	33558	33558	33558	EPS（元/股）	0.06	0.15	0.29	0.41
递延所得税负债	40	0	0	0	现金流量表（百万元）				
其他非流动负债	2332	2332	2332	2332		2010A	2011E	2012E	2013E
负债合计	235286	239879	249045	269011	经营活动现金流净额	68210	96331	104529	114843
归属于母公司所有者	70836	73065	77339	83397	取得投资收益收回现金	562	0	0	0
权益					长期股权投资	0	0	0	0
少数股东权益	137344	143683	155837	173064	无形资产投资	0	-2208	-2255	-2303
股东权益	208180	216748	233176	256460	固定资产投资	-77708	-70100	-73800	-70000
负债及股东权益	443466	456628	482221	525471	其他	6360	0	0	0
基本指标					投资活动现金流净额	-71348	-72308	-76055	-72303
EPS	0.058	0.150	0.288	0.408	债券融资	50026	0	0	0
BVPS	3.34	3.45	3.65	3.93	股权融资	0	0	0	0
PE	80.81	31.15	16.25	11.46	银行贷款增加（减少）	-26469	-22728	-14182	0
PEG	0.88	0.34	0.18	0.12	筹资成本	5732	-2919	-3558	-4149
PB	1.40	1.36	1.28	1.19	其他	-11464	0	0	0
EV/EBITDA	2.49	1.77	1.14	0.61	筹资活动现金流净额	17824	-25647	-17740	-4149
ROE	1.7%	4.4%	7.9%	10.4%	现金净流量	14686	-1624	10734	38391

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn