

一亿 3G 用户意味着什么？

我们预计，**联通明年 3G 用户净增 5000 多万，存量用户接近一亿！**近两年是联通发展 3G 业务的重要机遇窗口期，联通只有依靠其优势最为明显的 3G 业务，才有可能扭转行业格局，实现三分天下有其一的行业地位。同时，明年也是联通 3G 业务实现用户→收入→盈利的关键年份。我们预计公司明年 3G 业务增收 300 多亿，3G 业务开始贡献业绩，由于 3G 业务的高弹性，有望带动公司整体盈利的成倍增长。

研究结论

- **千元智能机助力，明年联通 3G 净增 5000 多万，存量接近一亿！**我们在之前的“千元智能机”系列报告中已经强调了千元智能机对 3G 业务的巨大推动力。联通于 12 月 27 日发布新的千元智能机战略，更高的性能，更佳的用户体验，更有弹性的价格，将成为明年联通 3G 用户爆发的终端保障。近两年，联通的 W 网相对优势明显，是联通发展 3G 业务的机遇窗口期，联通只有大力发展 3G，才能在中国运营商市场上实现三分天下有其一的目标。客观上来看，我国的 3G 用户渗透率已经突破 10% 的临界点，用户对移动宽带的消费习惯正在养成，是联通发展 3G 的需求保障。
- **一亿 3G 用户意味着什么？3G 业务增收 300 亿！**明年联通实现 3G 用户的规模发展，用户上量将带动 3G 业务收入的快速增长。我们预计，若明年 3G 用户达到 9500 万户，即使明年的 3G 总体 ARPU 下降到 80 元，明年 3G 通信服务收入也可达到 650 亿元，较今年的约 330 亿增长 300 多亿，实现翻倍发展。而宽带收入也将增收约 70 多亿，两项合计增收约 400 亿。
- **成本费用可控，利润高成长的态势已然确立。**我们预计，即使考虑了资本开支导致的折旧增加，人员成本上升等因素，明年联通成本端增加约为 270 亿左右，小于收入的增长幅度，这充分体现了运营商业务模式的规模效益，明年联通业绩高成长的态势已然确立。
- **估值处于历史底部，每用户市值来看，A 股合理股价 7 元以上！**从 PB 来看，联通的 PB 为 1.5 倍左右，同 ROE 的其他 A 股公司的 PB 均值在 2 倍以上，而联通业绩的高成长将推动 ROE 的进一步提升，PB 估值中枢也应当提升。从 AH 股溢价率来看，联通也由年初的 60% 到现在几乎没有溢价。根据每用户市值的估算，即使在悲观情境下，联通明年的合理股价应当在 7 元以上，考虑到之后两年联通 3G 用户数进一步提升，联通的合理股价应当进一步提升。
- 联通的企业价值被压制主要原因就是行业格局的不均衡性。我们认为，联通今年公司的经营能力有了很大提升，公司的投资价值已经显现。预计公司 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.10 元、0.24 元和 0.50 元，每股净资产分别为 3.42 元、3.58 元和 3.93 元。维持 2.4 倍 PB 的估值水平和 8.18 元的目标价，维持公司买入评级。
- 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

证券分析师

周军

021-63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060004

联系人

张杰伟

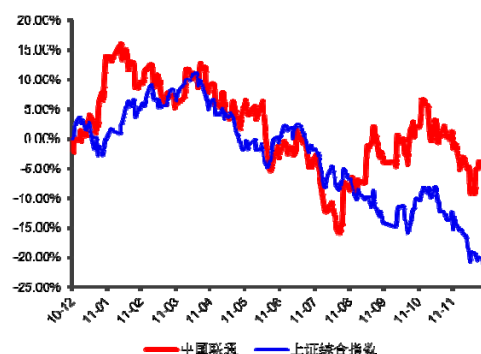
021-63325888 × 6118

zhangjiawei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 12 月 29 日)	5.21 元
目标价格	8.18 元
总股本/A 股 (亿股)	211.97
A 股市值 (亿元)	1075
国家/地区	中国
行业	通信
报告发布日期	2011 年 12 月 30 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	176,168	199,634	224,254	267,806
利润总额	4,647	8,753	19,868	41,936
净利润	3,671	6,565	14,901	31,452
EBITDA	59,522	66,575	82,109	109,070
EPS (元)	0.06	0.10	0.24	0.50
每股经营现金	3.22	4.10	4.27	5.65
每股净资产	3.34	3.42	3.58	3.93
净资产收益率	1.7%	3.1%	6.6%	12.7%
P/E (倍)	92.55	51.25	22.58	10.70
P/B (倍)	1.60	1.57	1.50	1.36

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关报告

相关报告	时间
步步惊喜，向 2500 万冲刺！	2011.11.21
千元智能机的力量：联通 3G 用户再超预期	2011.12.19

目 录

1. 明年联通 3G 净增 5000 多万，存量接近一亿	4
1.1 联通面临机遇窗口期，扭转行业格局靠 3G	4
1.2 重新定义千元智能机，发展 3G 的推动力	5
1.3 3G 用户数突破 10%的临界点	7
2. 一亿 3G 用户意味着什么？	8
2.1 明年 3G 业务新增收入 300 亿	8
2.2 成本费用可控	9
2.3 利润高成长的态势已然确立	9
3. 对联通的估值	10
3.1 PB 显著低于同 ROE 的公司	10
3.2 AH 股溢价率处于历史最低区域	11
3.3 每用户市值法：联通合理股价在 7 元以上	11
4. 投资建议	13
5. 风险提示	14

图表目录

图 1：三大运营商收入对比	4
图 2：三大运营商净利润对比	5
图 3：联通千元智能机战略演变	6
图 4：联通 2012 年的终端战略	7
图 5：中国 3G 用户渗透率	7
图 6：2011 3Q 移动互联网市场整体规模	8
图 7：明年联通营业利润大幅增长	10
图 8：明年联通营业利润大幅增长	10
图 9：中国联通 AH 股溢价率	11
图 10：中国联通每用户市值明显低估	12
图 11：三大运营商市值对比	13
表 1：联通明年 3G 服务收入的敏感性分析	8
表 2：联通明年成本和费用预测	9
表 3：联通明年合理估值的敏感性分析	12
表 4：每用户市值法估值下联通的合理估值	13

我们预计，联通明年 3G 用户净增 5000 多万，存量用户接近一亿！近两年是联通发展 3G 业务的重要机遇窗口期，联通只有依靠其优势最为明显的 3G 业务，才有可能扭转行业格局，实现三分天下有其一的行业地位。同时，明年也是联通 3G 业务实现用户->收入->盈利的关键年份。我们预计公司明年 3G 业务增收 300 多亿，3G 业务开始贡献业绩，由于 3G 业务的高弹性，带动公司整体盈利的成倍增长。

1. 明年联通 3G 净增 5000 多万，存量接近一亿

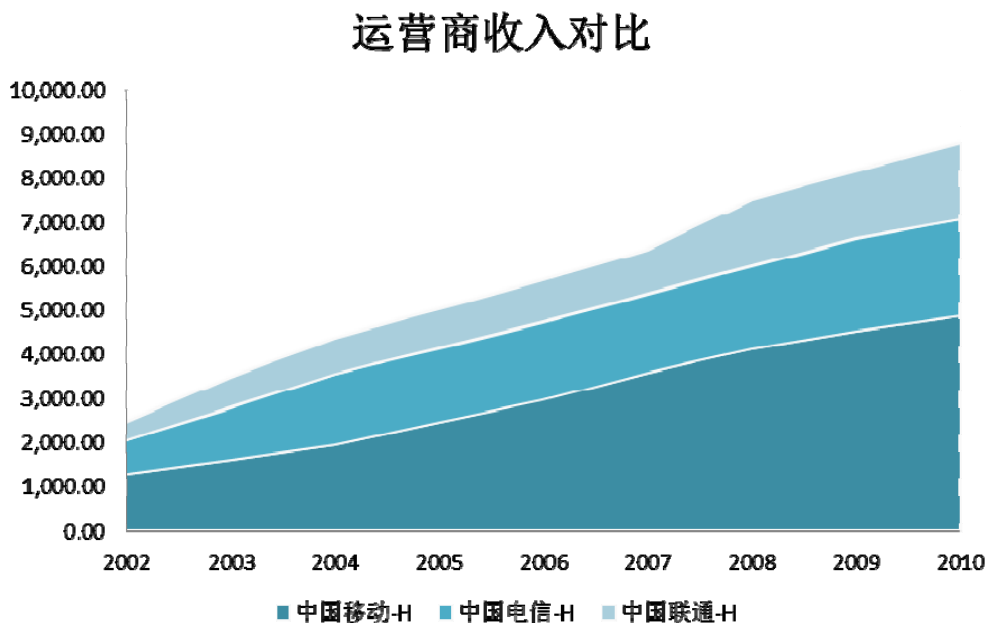
1.1 联通面临机遇窗口期，扭转行业格局靠 3G

3G 业务是联通由弱转强最重要的武器，联通只有大力发展 3G，才能在中国运营商市场上实现三分天下有其一的战略目标。因此，联通发展 3G 业务的必要性不言而喻。

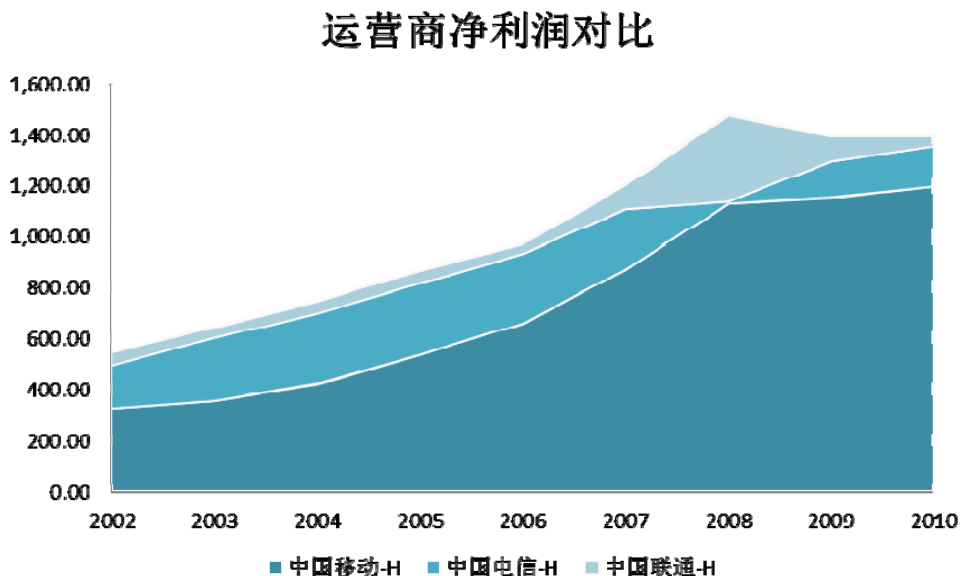
留给联通的时间窗口不是无限的，近两年是联通发展 3G 的机遇窗口期。TD SCDMA、CDMA 产业链在逐渐成熟，之后又有 LTE 试商用虎视眈眈。我们认为，联通可以升级到 HSPA+ 网络，因此 LTE 并不影响联通的机遇窗口，但联通的机遇窗口期并不是无限长，联通发展的黄金期也就在这两年。联通发展 3G 业务的紧迫性也显而易见。

在这个背景下看，联通明年 3G 用户净增 5000 多万，存量接近一亿，并不是痴人说梦，而是企业实现战略发展，实现行业地位突破的必要举措。

图 1：三大运营商收入对比



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：三大运营商净利润对比


资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 重新定义千元智能机，发展 3G 的推动力

千元智能机是联通发展 3G 的杀手级武器。自 5 月份联通推出新定义千元智能机以来，新定义千元智能机已占据国内 WCDMA 手机销量的前两名，其中销量最大的一款达 310 万部。根据中国联通销售部总经理周友盟的数据，“WCDMA 手机市场上，中兴手机从 5 月份的 1.1% 增至 11 月份的 6.2%，联想手机从 1.6% 增至 11.1%”。单月销量最高的是联想 A60，34 万部，其次是中兴 V880 的 24 万部。

12 月 27 日，据首次千元智能机定义的半年之后，中国联通更新了千元智能手机策略：屏幕尺寸由 3.5 英寸提升到 4 英寸，CPU 由 600Mhz 提升到 1Ghz，摄像头由 200 万至 300 像素提升到 300 万至 500 万像素，而价格不超过 1300 元。未来联通将根据市场变化、用户需求，每隔半年更新终端策略，推出新定义 3G 智能手机。

图 3：联通千元智能机战略演变


资料来源：中国联通，东方证券研究所

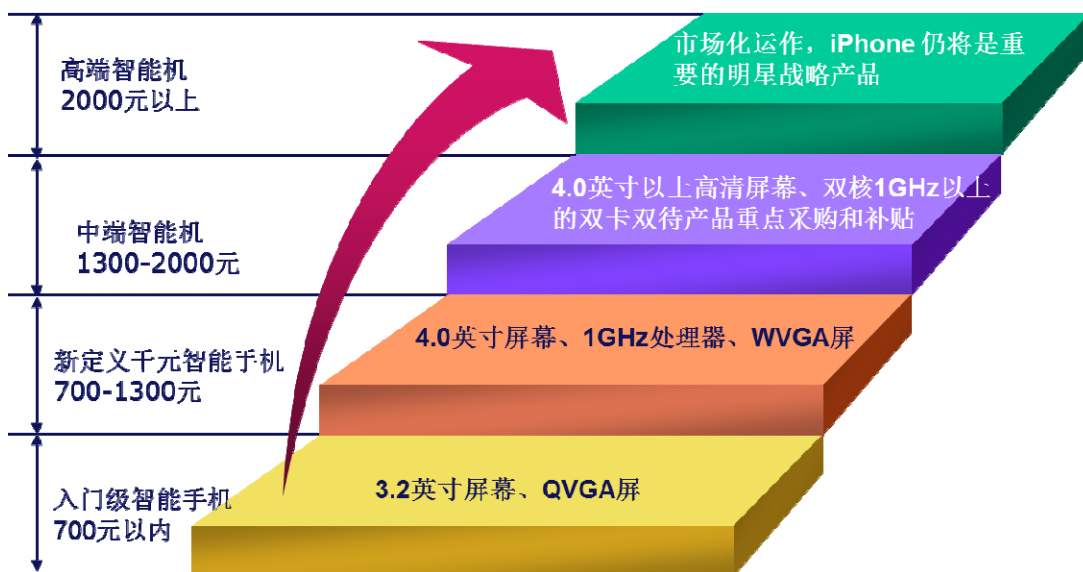
根据联通的发布，2012 年联通智能终端布局将分为高、中、千元，以及入门级智能手机四大部分：在定价 2000 元以上的高端智能手机方面，中国联通将选择市场化运作，其中苹果 iPhone 仍将是中国联通 2012 年重要的明星战略产品。中国联通还将加强国际、国内知名厂商全线产品的定制，特别是 Android 平台智能手机定制，同时推出全系列 Windows Phone 产品，并在战略层面全力支持双卡双待双通道的智能手机产品。

在定价 1300-2000 元的中端智能机方面，中国联通终端政策为“部分掌控”。中国联通将联合国内外厂商，深度定制和采购差异化的高性价比产品，其中配置在 4.0 英寸以上高清屏幕、处理器在双核 1GHz 以上的双卡双待产品将是联通重点采购和补贴产品。

值得关注的是，中国联通还对“新定义千元智能手机”做了升级，从“全面掌控”千元以下、3.5 英寸屏幕产品范围升级到 700-1300 元之间。除了继续加强传统的 3.5 英寸产品定制外，中国联通还将在 2012 年全力推出 4.0 英寸屏幕、1GHz 处理器、WVGA（分辨率达 800x480）的手机新品，并强化双卡双待、超长待机、三防，以及语音交互等差异化功能。

在 700 元以下的入门 3G 智能手机方面，中国联通将积极打造 3.2 英寸屏幕、QVGA（分辨率为 320x240）的移动互联网用户体验流畅的入门级产品。

图 4：联通 2012 年的终端战略



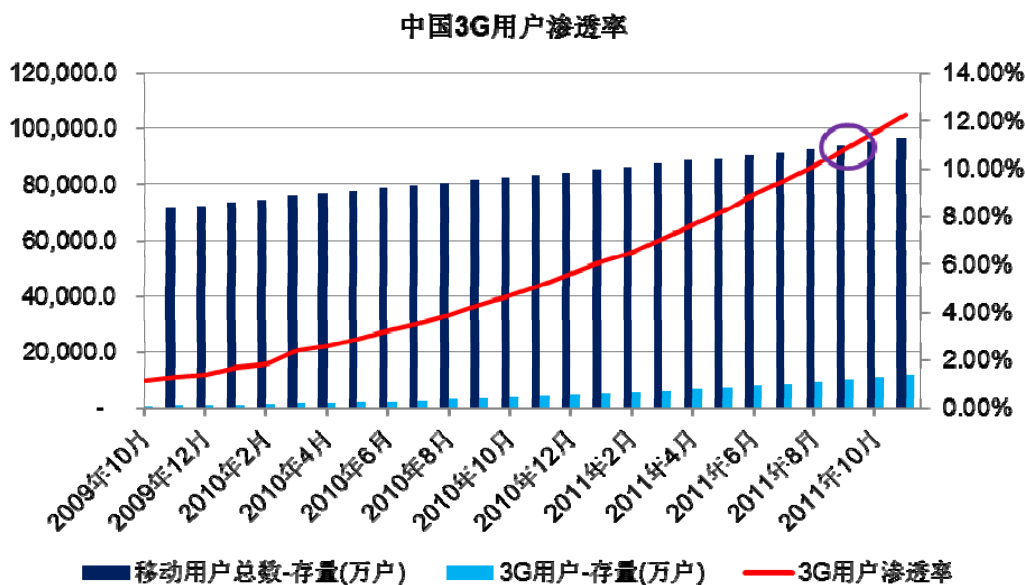
资料来源：中国联通，东方证券研究所

1.3 3G 用户数突破 10% 的临界点

我国的 3G 用户数已经突破 10% 的临界点，以及移动互联网业务爆发，是明年 3G 用户跨越式发展的需求保障。这也是明年联通 3G 用户数发展达到近一亿户的客观条件。

我国的 3G 用户渗透率在 9 月份已经达到 10% 的临爆点。

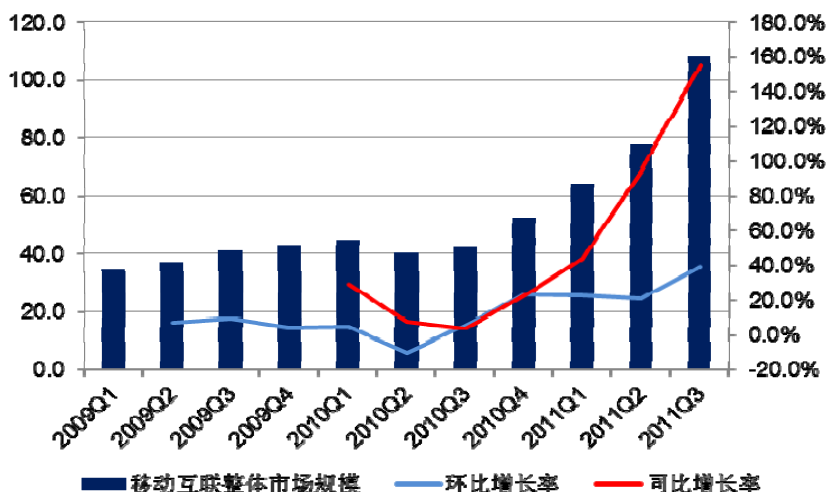
图 5：中国 3G 用户渗透率



资料来源：运营商，工信部，东方证券研究所

根据 iResearch 的研究数据，截止到 2011 年三季度，移动互联网的市场规模达到 108.3 亿元，同比增长 154.6%，环比增长 38.9%。2011Q3 移动互联网增速较上个季度增长了近 18 个百分点，整个移动互联网市场爆发之势初显。移动终端和手机操作系统的竞争加剧，进一步加快了智能手机的普及速度，带动了整个移动互联网市场增速再创历史新高。同时，传统互联网企业纷纷加大移动互联网的投入，新应用的不断出现和商业模式的不断创新吸引大量新进入者，也在推动各细分行业的成长。

图 6：2011 3Q 移动互联网市场整体规模



资料来源：iResearch，东方证券研究所

2. 一亿 3G 用户意味着什么？

2.1 明年 3G 业务新增收入 300 亿

明年联通实现 3G 用户的规模发展，用户上量将带动 3G 业务收入的快速增长。我们预计，若明年 3G 用户达到 9500 万户，即使明年的 3G 总体 ARPU 下降到 80 元，则明年 3G 通信服务收入也可达到 650 亿元，较今年的约 330 亿增长 300 多亿，实现翻倍发展。而宽带收入也将增收约 70 多亿，两项合计增收约 400 亿。

表 1：联通明年 3G 服务收入的敏感性分析

3G 通信服务 收入		年底 3G 用户数								
		7500	8000	8500	9000	9500	10000	10500	11000	11500
ARPU	70	487.2	508.2	529.2	550.2	571.2	592.2	613.2	634.2	655.2
	75	522	544.5	567	589.5	612	634.5	657	679.5	702
	80	556.8	580.8	604.8	628.8	652.8	676.8	700.8	724.8	748.8
	85	591.6	617.1	642.6	668.1	693.6	719.1	744.6	770.1	795.6
	90	626.4	653.4	680.4	707.4	734.4	761.4	788.4	815.4	842.4

资料来源：中国联通，东方证券研究所

2.2 成本费用可控

预计明年联通成本端增加约 270 亿，主要假设如下：

- 联通明年 3G 用户的上量，明年无线资本开支也将有一定的增加，以加强网络覆盖，预计增加资本开支约 17%，即约 150 亿。但由于联通每年约 85% 的资本开支进当年固定资产，再考虑 8% 的总体折旧率，这部分资本开支对明年折旧整体影响在 10 亿以内，即使考虑今年和去年固定资产的增加，联通明年折旧增加应当可以控制在 8% 以内。
- 人员成本增长 13.12%。
- 营销费用增加 27.57%。
- 手机补贴增加一倍，约达到 120 亿，但占 3G 通信服务收入的比重不超过 20%（公司 30% 的指引只是一个上限）。

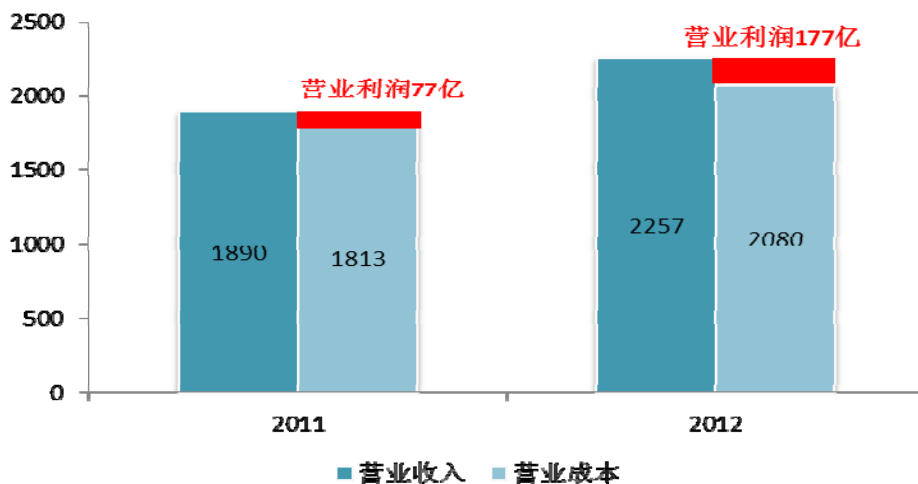
表 2：联通明年成本和费用预测

	2011	2012	同比	YOY
网间结算成本	161	179	18	10.98%
折旧及摊销	587	633	46	7.90%
网络、营运及支撑成本	295	318	23	7.88%
雇员薪酬及福利开支	264	298	35	13.12%
销售费用	285	364	79	27.57%
管理费用及其他	145	152	7	4.69%
手机补贴支出	62	123	61	97.93%
净财务费用	26	26	-1	-2.26%
其他净收入	-12	-12	0	0.00%
小计	1813	2080	267	14.75%

资料来源：中国联通，东方证券研究所

2.3 利润高成长的态势已然确立

联通收入端高速增长，但成本增加有限，这充分体现了运营商业务模式的规模效益，明年联通业绩高成长的态势已然确立。

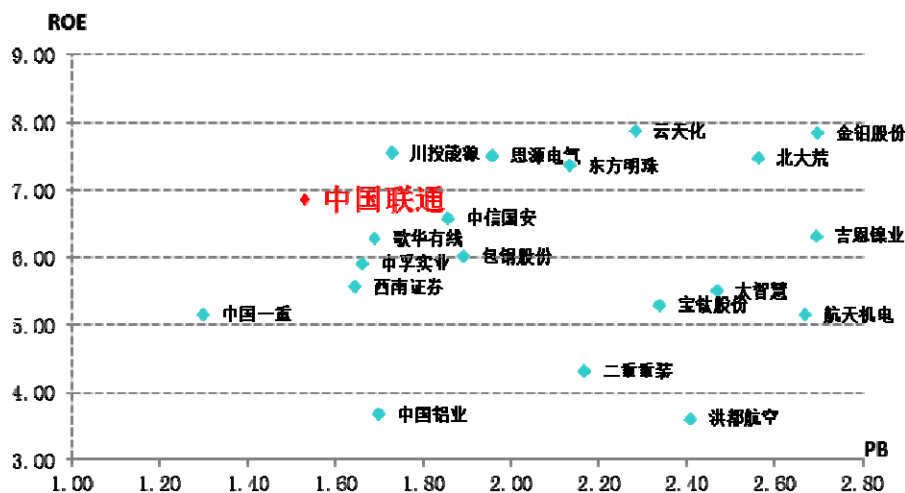
图 7：明年联通营业利润大幅增长


资料来源：中国联通，东方证券研究所

3. 对联通的估值

3.1 PB 显著低于同 ROE 的公司

随着明年联通的业绩翻倍成长，明年联通 ROE 也将翻倍提升。但在沪深 300 公司中，与联通 ROE 相类公司的 PB 约为 2 倍，而联通 PB 为 1.5 倍，考虑到联通后年业绩会进一步提升，因此其 PB 的估值中枢将随着 ROE 的提升而进一步提升。

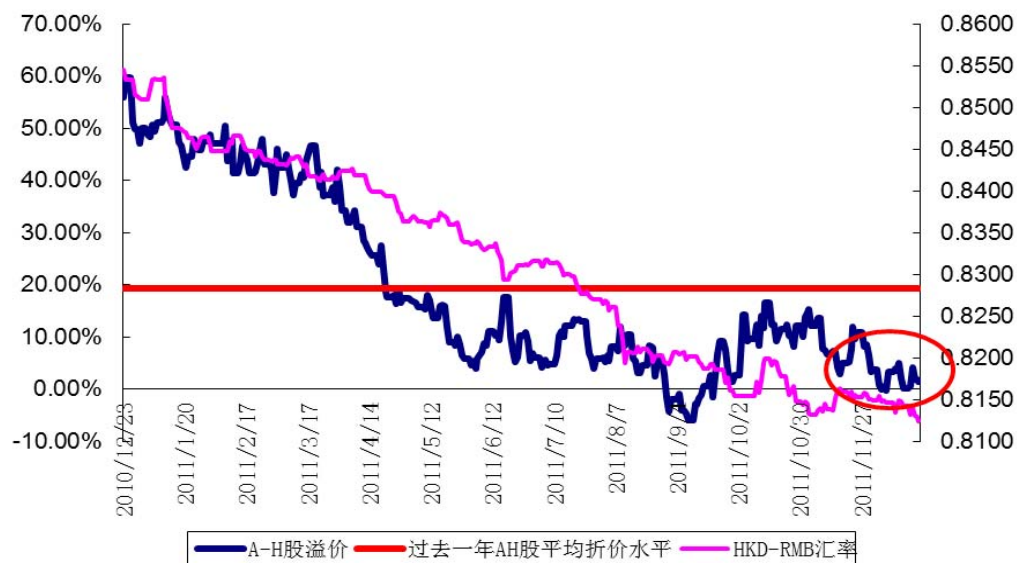
图 8：与类似 ROE 企业相比，联通 PB 估值明显低估


资料来源：Wind，东方证券研究所

3.2 AH 股溢价率处于历史最低区域

今年年初，联通 A 股相对 H 股溢价约 60%，随着 H 股的行情启动，A 股相对 H 股的溢价已经消失。目前来看 A 股与 H 股几乎平价，为历史最低区域。这在所有两地上市的企业中，A 股相对 H 股的溢价率不足以反映两个市场的差异。

图 9：中国联通 AH 股溢价率

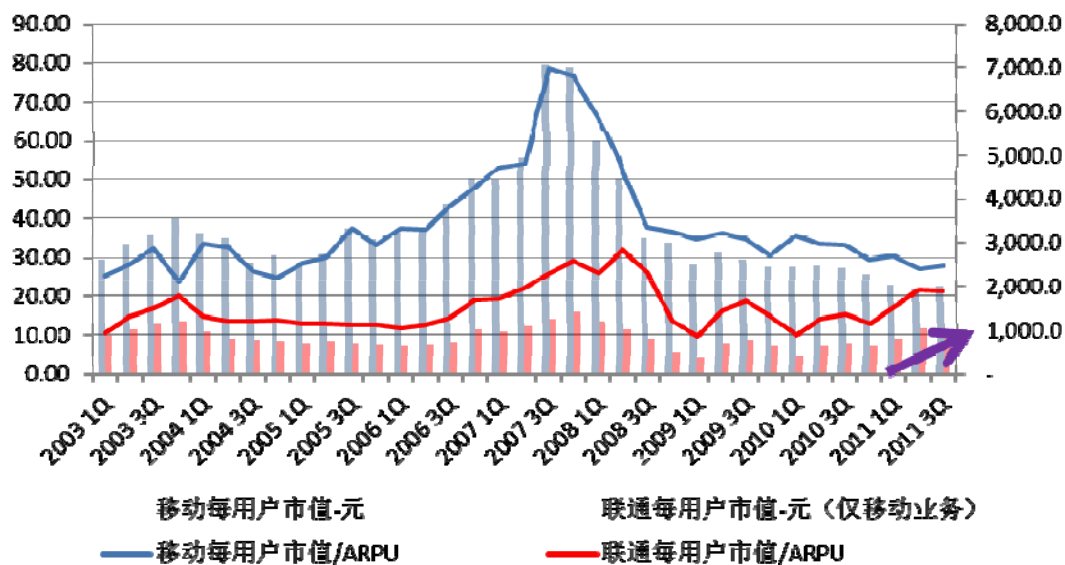


资料来源：Wind，东方证券研究所

3.3 每用户市值法：联通合理股价在 7 元以上

根据我们对每用户市值法的估算，即使在悲观情境下，联通明年的合理股价也应当在 7 元以上，考虑到之后两年联通 3G 用户数进一步提升，联通的合理股价应当进一步提升。

联通每用户市值倍数（每用户市值/ARPU）低于移动，主要原因是联通之前的用户质量低，增速慢。随着联通 3G 用户的逐渐上量，高端用户向联通转移的趋势明确，联通移动用户的总体 ARPU 值在不断提升。因此，联通的每用户市值倍数在不断向移动靠拢。

图 10：中国联通每用户市值明显低估


资料来源：Wind，东方证券研究所

我们认为，若联通明年的 3G 用户数净增 5000 多万，存量接近 1 亿的话，即使在悲观情境下，联通明年的合理股价也应当在 7 元以上，考虑到之后两年联通 3G 用户数进一步提升，联通的合理股价应当进一步提升。

主要假设：

- 明年净增 3G 用户 5000 多万，存量接近 1 亿
- 移动用户每用户市值约为月 ARPU 的 26 倍
- 固网业务的 PS 为 1.5 倍

表 3：联通明年合理估值的敏感性分析

合理股价		2012 年市值/ARPU 倍数				
		24	25	26	27	28
3G 用户数	8,500	7.12	7.33	7.54	7.75	7.96
	9,000	7.17	7.38	7.59	7.80	8.02
	9,500	7.22	7.43	7.64	7.86	8.07
	10,000	7.26	7.48	7.69	7.91	8.13
	10,500	7.30	7.52	7.74	7.96	8.17

资料来源：中国联通，东方证券研究所

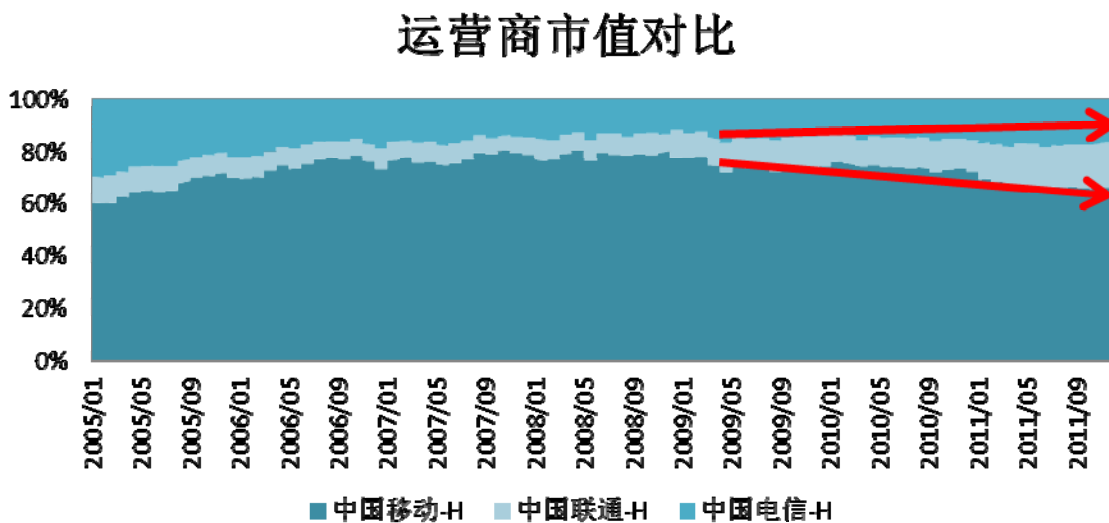
表 4：每用户市值法估值下联通的合理估值

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
GSM 用户数-万户		15,983.3	16,274.5	15,774.8	14,422.5	12,328.9
GSMARPU		38.1	35.7	30.2	25.8	22.2
3G 用户数-万户	1,406.0	4,100	9,500	13,815	22,198	30,430
3GARPU	115.0	100.9	80.0	79.3	70.0	58.3
3G 通服收入	115.9	333.5	652.8	1,109.7	1,512.1	1,842.3
移动 ARPU 倍数		27.0	26.0	25.0	24.0	23.0
固网收入		798.1	862.5	926.8	991.8	1,017.0
内涵市值-亿元		3961	4782	5321	6109	6239
对应 A 股股价		6.33	7.64	8.51	9.76	9.97

资料来源：中国联通，东方证券研究所

4. 投资建议

联通的估值水平一直高于三大运营商中的另外两家，而相对市值份额却很低。我们认为，联通的企业价值被压制主要原因就是行业格局的不均衡性。我们认为，联通今年公司的经营能力有了很大提升，3G 用户增长明确，明年开始，用户数将转化为公司的业绩，公司的投资价值已经显现。预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.10 元、0.24 和 0.50 元，每股净资产分别为 3.42 元、3.58 元和 3.93 元。维持 2.4 倍 PB 的估值水平和 8.18 元的目标价，维持公司买入评级。

图 11：三大运营商市值对比


资料来源：运营商市值对比，东方证券研究所

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	19963	22425	36254	营业收入	176168	199634	224254	267806
交易性金融资产	0	0	0	0	营业成本	123735	140549	151069	166509
应收账款	12024	13921	16080	19203	毛利	52433	59085	73186	101297
存货	3728	4235	4544	4991	%营业收入	29.8%	29.6%	32.6%	37.8%
预付账款	3067	3484	3737	4105	营业税金及附加	4871	5519	6200	7404
其他流动资产	621	672	711	787	%营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
流动资产合计	42293	42344	47576	65433	销售费用	23733	26186	27656	31140
可供出售金融资产	6214	6214	6214	6214	%营业收入	13.5%	13.1%	12.3%	11.6%
持有至到期投资	0	0	0	0	管理费用	16113	16899	17947	19354
长期股权投资	48	48	48	48	%营业收入	9.1%	8.5%	8.0%	7.2%
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	1625	2096	2048	1803
固定资产合计	363651	392678	408372	413786	%营业收入	0.9%	1.1%	0.9%	0.7%
无形资产	19870	20295	20729	21172	资产减值损失	2664	902	840	1214
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	226	210	304	投资收益	485	440	440	440
其他非流动资产	7724	7724	7724	7724	营业利润	3914	7922	18935	40822
资产总计	443466	469528	490872	514680	%营业收入	2.2%	4.0%	8.4%	15.2%
短期贷款	36911	35910	28670	0	营业外收支	733	830	933	1114
应付款项	94280	107102	114906	126198	利润总额	4647	8753	19868	41936
预收账款	29971	33963	38152	45561	%营业收入	2.6%	4.4%	8.9%	15.7%
应付职工薪酬	3402	3865	4147	4554	所得税费用	975	2188	4967	10484
应交税费	1484	1957	2835	4541	净利润	3671	6565	14901	31452
其他流动负债	31845	35739	38218	42056	归属于母公司所有者	1227.6	2216.9	5032.1	10621.3
流动负债合计	197894	218535	226928	222911	的净利润				
长期借款	1462	1462	1462	1462	少数股东损益	2444	4348	9869	20831
应付债券	33558	33558	33558	33558	EPS（元/股）	0.06	0.10	0.24	0.50
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	255888	264281	260263	经营活动现金流净额	68210	86943	90514	119791
归属于母公司所有者	70836	72388	75910	83345	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	141692	151561	172392	无形资产投资	0	-2208	-2255	-2303
股东权益	208180	214080	227471	255737	固定资产投资	-77708	-83800	-75000	-70000
负债及股东权益	443466	469968	491752	516000	其他	6360	0	0	0
基本指标					投资活动现金流净额	-71348	-86008	-77255	-72303
EPS	0.058	0.105	0.237	0.501	债券融资	50026	0	0	0
BVPS	3.34	3.42	3.58	3.93	股权融资	0	0	0	0
PE	92.55	51.25	22.58	10.70	银行贷款增加（减少）	-26469	-1001	-7239	-28670
PEG	0.88	0.49	0.21	0.10	筹资成本	5732	-2761	-3557	-4989
PB	1.60	1.57	1.50	1.36	其他	-11464	0	0	0
EV/EBITDA	2.73	2.47	1.89	1.03	筹资活动现金流净额	17824	-3762	-10797	-33659
ROE	1.7%	3.1%	6.6%	12.7%	现金净流量	14686	-2827	2462	13829

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