



2009 年 1 月 5 日

电信服务行业

中金公司研究部

分析员: 陈昊飞 chenhf@cicc.com.cn

联系人: 陈丽嘉 chenlj@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

3G 牌照发放明朗

监管与执行下一步怎么走？

要点:

有何更新:

- ◆ 2008 年 12 月 31 日，国务院正式同意工信部启动 3G 牌照发放（向中国移动发放 TD-SCDMA 牌照，向联通发放 WCDMA 牌照，向中国电信发放 CDMA2000 牌照）。消息出炉后，相关股票（包括电信运营商、网络设备供应商、网络建设及优化厂商、手机及其他电信硬件供应商）跑赢大市。
- ◆ 既然牌照发放已经确定，对行业的关注焦点应会转向后续的监管和运营商的具体执行力上。

投资建议:

- ◆ 我们预计政府不会采取任何非对称监管措施来“直接压制中国移动以扶持联通和中电信”，市场误读了三部委发布的行业重组联合声明，我们必须“以中国的方式来解读中国的政策文件”。
- ◆ 倘若中国移动或因一些投资者认为该股利空出尽而造好，则我们建议在港币 80 元以上对其获利回吐。中国移动市场份额的下滑和利润率的挤压恐在 09 年首季开始 / 加速。在港币 80 元以上，中国移动估值吸引力已有所下降；尤其是考虑到其盈利增速将下降至单位数。
- ◆ 建议乘消息利好卖出联通，鉴于其估值已显著高于同业水平，而其盈利和现金流的增长存在诸多不确定性。我们预计联通 08 年的业绩将逊于预期，主要受重组整合费用的拖累；09 年业绩亦将低于预期，因为 WCDMA 业务在 09 年大部分时间将处于筹备阶段，因而缺乏对抗中电信和中移动的有效武器；而 2010 年的业绩或仍未及预期，原因是开展 WCDMA 业务将导致高额折旧和营销费用。
- ◆ 维持买进中电信的建议，鉴于估值仍具吸引力。当前宏观形势恶化，行业竞争加剧，而且中国手机的普及率已超过了意味着超额回报的 15%~50% 阶段，我们看好中电信的理由是：1) 中电信在宽带和固网移动融合方面具有更大的潜力；2) 作为移动业务的新进入者且拥有巨大的赋余容量，中电信的历史包袱和边际成本都几乎都为零；3) 中电信移动资本开支要求最低，且由母公司负担；4) 中电信的自由现金流收益率极高且能得到保持。
- ◆ 09 年上半年为国内电信运营商资本开支的最高峰。投资者应做好对设备供应商和网络建设商获利回吐的准备，除非对它们海外业务的前景充满信心。

估值:

- ◆ 中国移动：股价过 80 港元后吸引力以不像原来那么大了：09 年市盈率为 11 倍多，市净率为 2.8 倍，EV/EBITDA 为 5 倍，自由现金流收益率为 7%，股息收益率为 4%。2010 年股盈同比增速料仅略超过 5%。我们基于现金流折现模型的目标价为 80 港元。
- ◆ 中电信：预计一次性当期费用化手机补贴可令 09 年股盈倒退 25% 左右，即使考虑了这样一个利润下降，09 年市盈率也仅为 12 倍，市净率 0.9 倍（已考虑小灵通核销），EV/EBITDA 2.7 倍，自由现金流收益率 15.7%，股息收益率 3%。我们预计，公司 2010 年的净利润将增长逾 30%。
- ◆ 联通：现价下 09 年的市盈率已高达 14.8 倍（预计 2008 年和 2009 年的净利润同比分别下降 5% 和 10% 左右），市净率 1 倍（已考虑小灵通核销），EV/EBITDA 3.6 倍，自由现金流收益率 -5.2%，股息收益率 2.8%。预计 2010 年净利润将进一步同比下降 10% 左右；移动业务负自由现金流料持续至 2012 年。

以下是我们对三家电信巨头未来监管和财务状况的具体分析。

我们对未来监管的解读：

市场在以下方面误读了三部委发布的行业重组联合声明：1) 声明中提及的“几乎无所不包括且兼顾各方面利益的监管”何时会被实施；2) 此等监管能被得到执行的程度。

我们需要“以中国的方式来解读中国的政策文件”，否则我们会犯下与当年根据工信部部长言论来预测中国 3G 发牌时机一样的错误，当时工信部部长表示“中国将推出 3G 以应 08 年北京奥运会之用”。

即使没有非对称监管，考虑到竞争的加剧，中移动碍于对其即得利润的维护，以及中移动意欲降低非对称监管的潜在风险，中移动的新增市场份额本来就可能会下降至 65% 左右，收入同比增速降至 10% 以下。而中电信和联通的新增市场份额或扩大 10 个百分点，收入同比增速或升至 10% 以上；虽然其盈利表现可能由于营销费用和折旧的上升而不尽如人意，但我们认为未来监管将更注重新增市场份额的分割和收入的增长，而较少关注盈利问题。

具体而言：

- ◆ 我们认为手机携号转网，不管单向或双向，短期内均不会实施，因为这将迫使中移动为保用户作出猛烈回击（降价或促销），于整个行业不利。
- ◆ 强制网间漫游的可行性更小。在每家运营商均拥有覆盖全国 90% 区域的网络之后，实施这一政策意味着要完全抹杀网络质量的差别，这一方面将打击运营商差异化/改进其网络质量的积极性，另一方面将使竞争只能集中在价格方面。由于这一政策不会得到中移动或中电信的支持，因此监管层料不会认真予以讨论/考虑，除非中移动和中电信均变得愈发强大而只有联通处于劣势。国际经验表明，只有当一家新运营商推出一个新网络而没有现行网络为初期提供初期的覆盖/漫游时，政府才会要求进行强制网间漫游。
- ◆ 新频率分配不会显著改革运营商在其带宽资源方面的竞争力。相对而言，中电信受益将最为显著，因为只有它一家运营商有可能取得更多的 800MHz 带宽，而现时已没有多余的 900MHz 带宽分配给联通。
- ◆ 资源共享长期肯定对行业有利，但短期则不一定能让较弱的运营商立即受益。租赁谈判需要时间，相关基础设施的改造亦是如此。这或将放缓较弱运营商追赶步伐，而强势运营商则可同过出租一些资源带来可观的租赁收入（中移动要求租方支付相当于基础设施 50% 成本更多的租赁费用，看似合理但实际上可能相当昂贵）。
- ◆ 现在看来，甚至非对称网间结算费也可能推迟实行，尽管我们仍支持首先把其他移动运营商支付给中移动的网间结算费从 0.06 元/每分钟下调至 0.04 元/每分钟（我们模型已计入这一因素，联通和中电信 09 年分别可节约 10~15 亿元和 5 亿元的网间结算成本），然后，也许在一两年之后，开始向固网打到移动网络的流量收取 0.01~0.02 元/分钟的网间结算费（对此收取 0.01 元/分钟的结算费将增加中电信和网通的网间结算成本各 10 亿元和 5 亿元）。

三家运营商 2009~10 年的财务预测

- ◆ 中移动（以下预测假设 TD-SCDMA 损失控制良好，且不会对中电信和联通发起大规模的价格战来维持其市场份额）：
 - 1) 倘中国 09 年 GDP 仍能增长 7.5~8%，预计中移动的平均用户可同比增长 18%，ARPU 则同比下降 7%，营业额同比增长 10%，EBITDA 利润率同比下降 1.7 个百分点至 51.6%，净利润同比增长 7.7%。
 - 2) 我们预期 09 年资本开支同比减少 12%，自由现金流同比增长 50%，股息同比增长 12%。
 - 3) 2010 年的情形预计类似。
- ◆ 中电信（以下预测假设 CDMA 网络质量/覆盖的改善和主要地区的 CDMA2000 的 3G 功能在 09 年首季后将就绪。作为移动业务的新来者，中电信将采取激进的策略，但即使最为激进的方案亦将保证盈亏平衡并产生正现金流）：
 - 1) 移动业务方面，预计 09 年平均用户同比增加 1,540 万或 53%，ARPU 同比下降 3%，收入同比增长 48%，租赁前 EBITDA 利润率同比下降 30 个百分点至 5.5%，主要由于高达 150 亿元的手机补贴支出。预计移动业务 09 年录得亏损 86 亿元。
 - 2) 固网业务方面，预计平均语音用户同比减少 6%，ARPU 同比下降 9%，宽带用户同比增长 26%，ARPU 同比上升 4%，固网业务收入同比增长 1.3%，EBITDA 利润率上升 0.8 个百分点至 48.8%。预计小灵通业务 08 年约 250 亿元的核销将在 09 年节约 20 亿元左右的折旧，预计固网业务 09 年盈利同比增长 23.6% 至 267 亿元。

- 3) 全业务合并总收入 09 年同比增长 9.9%, EBITDA 同比下降 6.3%, EBITDA 利润率下降 7 个百分点至 39.7%, 净利润同比倒退 22%。预计 09 年固网资本开支同比减少 4%, 总自由现金流增加 0.9%, 股息收益率同比持平。
 - 4) 尽管 09 年股盈料显著下滑, 但自由现金流不会如此, 因为手机补贴需要进行现金预存。09 年相当一部分的现金预存不会确认为收入, 而是作为预付款来改善营运资金。此等预付款将于 09 年被确认为收入, 预计 2010 年净利润可同比增长 30%, 基本重返 08 年的水平。
- ◆ 联通 (以下预测假设 WCDMA 网络于 09 年三季度末开始运营; 如其较早投入运营可能进一步降低 09 年的净利润, 因为这将增加 2009 年的折旧及营销费用):
- 1) 移动业务方面, 预计 09 年平均用户数同比增加 1,300 万或同比上升 10%, ARPU 同比下降 7%, 收入同比增长 2%, EBITDA 利润率持平在 41.7%。预计移动业务 09 年盈利同比下降 7%至 59 亿元。
 - 2) 固网业务方面, 预计平均语音用户同比减少 7%, ARPU 同比下降 14%, 宽带用户同比增长 32%, ARPU 同比上升 2%, 固网业务收入同比下降 1%, EBITDA 利润率下降 2.1 个百分点至 47.1%。预计小灵通业务 08 年约 125 亿元的核销将给 09 年节约 10 亿元左右的折旧成本, 预计固网业务 09 年的净利润将同比倒退 11%至 80 亿元。
 - 3) 全业务合并 09 年总收入预计将同比增长 0.4%, EBITDA 同比下降 2.2%, EBITDA 利润率下降 1.2 个百分点至 45.1%, 净利润同比倒退 9%。预计 09 年资本开支同比增加 46% (移动业务资本开支增加 70%至 659 亿元, 固网业务资本开支下降 1%至 200 亿元), 自由现金流为-120 亿元, 股息收益率同比下降 9%。
 - 4) 预计全业务总自由现金流 2010 年将转正; 但光就移动业务来看, 其负的自由现金流料将持续至 2012 年。
 - 5) 预计 2010 年股盈进一步同比下降 10%左右, 原因是 2010 年是 WCDMA 推出后的第一个全年, 折旧以及营销费用预计需要大幅上升。

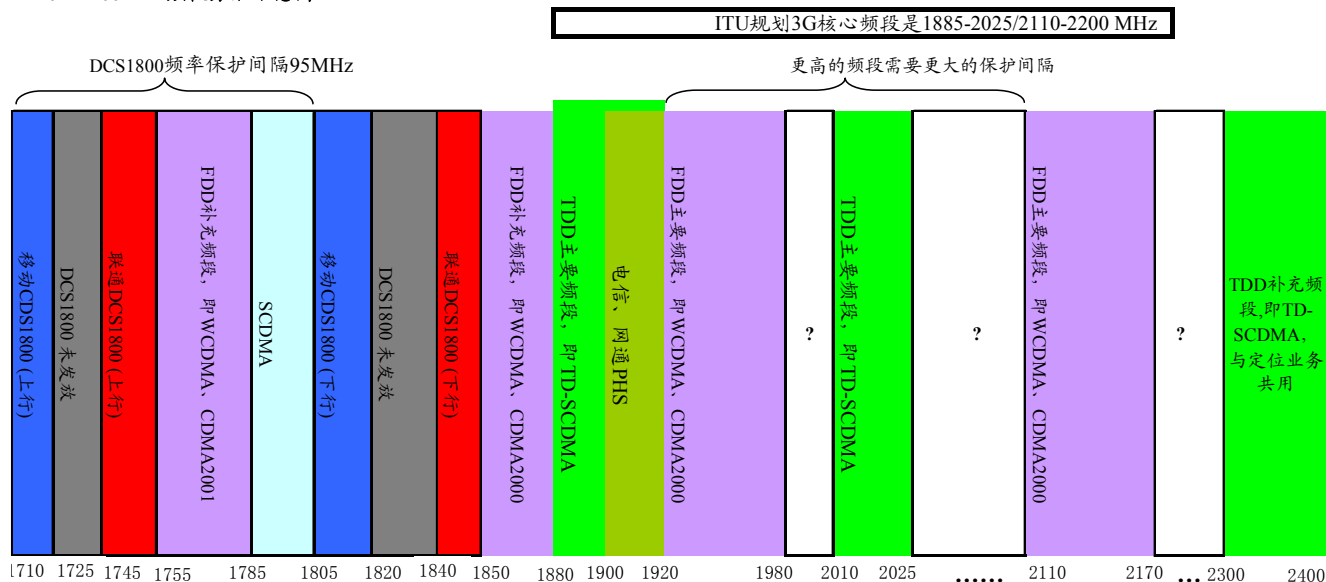
附图表 1: 中金覆盖的相关公司估值表

指数	股票表现	股票	市值	股价表现			市盈率	市盈率	评级
	2009-1-2	价格	美元 百万	本周	本月	3个月	2008E	2009E	
恒生指数	4.6%	15,043	-	6.1%	8.6%	-14.9%	-	-	
上证A股指数	n.a.	1,912	-	-1.7%	-3.9%	-20.6%	-	-	
运营商									
中国移动	4.4%	81.20	209,073	9.0%	10.9%	5.3%	12.4	11.5	中性
中国电信	6.2%	3.07	31,936	10.4%	-0.3%	-3.2%	9.4	12.0	推荐
中国联通	8.8%	10.12	30,864	2.7%	11.2%	-9.0%	13.5	14.8	审慎推荐
通讯设备及服务行业									
中兴通讯-H股	9.1%	22.15	5,095	3.5%	27.3%	-20.9%	12.3	9.6	推荐
中通服	7.2%	5.21	3,880	18.4%	13.3%	-1.3%	18.8	15.3	审慎推荐
中兴通讯-A股	n.a.	27.20	5,095	2.6%	5.8%	-8.9%	17.6	13.5	推荐

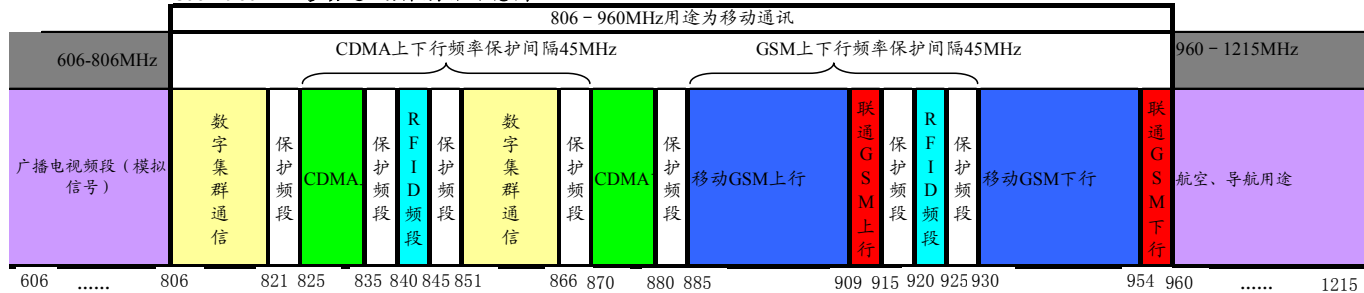
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

附图表 2: 频率分配 (电信有可能有更多 800MHz 的频率资源; 联通没有更多的 900MHz 频率资源可供使用了)

1710 - 2400MHz频段分配示意图



806 - 960MHz移动通讯频段分配示意图



资料来源: 中金公司研究部

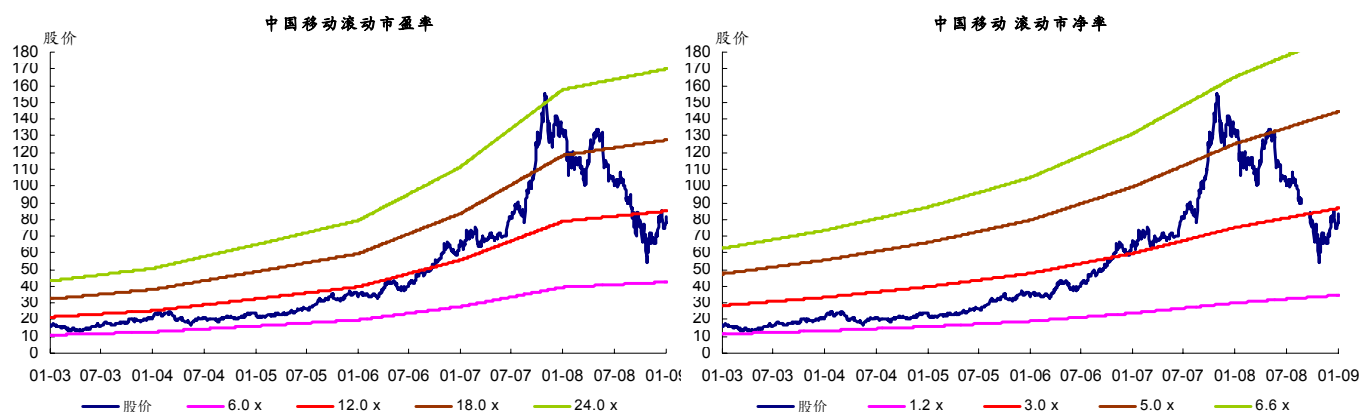
附图表 3: 财务概览 - 中国移动

12月31日	2007A	2008E	2009E	2010E
收入	356,959	411,069	451,578	485,173
(+/-)	20.9%	15.2%	9.9%	7.4%
EBITDA	194,003	219,246	233,128	247,106
(+/-)	21.6%	13.0%	6.3%	6.0%
EBITDA率	54.3%	53.3%	51.6%	50.9%
(+/-)	0.3%	-1.0%	-1.7%	-0.7%
净利润	87,062	114,844	123,723	132,656
(+/-)	31.9%	31.9%	7.7%	7.2%
每股收益(人民币)	4.35	5.73	6.18	6.62
(+/-)	31.1%	31.7%	7.7%	7.2%
市盈率(倍)	17.5	12.4	11.5	10.7
EV/EBITDA	7.1	5.7	5.2	4.7
权益收益率	25%	28%	26%	25%
每股股利(人民币)	1.99	2.54	2.84	3.13
股利收益率	2.6%	3.6%	4.0%	4.4%
FCF收益率	4.1%	4.4%	7.0%	8.9%

彭博股票代码	941.HK
股价	HK\$81.2
52周最高/最低	HK\$138.98/50.5
已发行股份	20,032
最终控股股东(%)	CMCC(74.25%)
市值(港币, 百万)	1,626,591
市值(人民币, 百万)	1,419,608
市值(美元, 百万)	209,073

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

附图表 4: 滚动市盈率和滚动市净率 - 中国移动



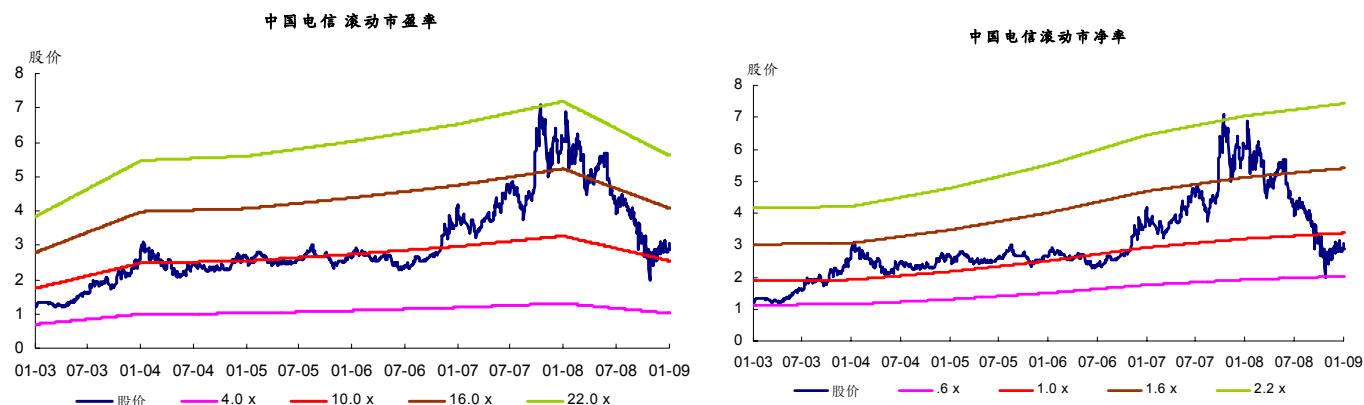
资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

附图表 5: 财务概览 – 中国电信

12月31日年末(人民币 百万)	2007A	2008E	2009E	2010E
调整后收入	207,980	208,113	228,791	258,784
(+/-)	2.6%	0.1%	9.9%	13.1%
调整后EBITDA	95,933	96,994	90,923	106,267
(+/-)	1.2%	1.1%	-6.3%	16.9%
调整后EBITDA率	46.1%	46.6%	39.7%	41.1%
(+/-)	-0.6%	0.5%	-6.9%	1.3%
调整后净利润	22,711	23,084	18,042	24,689
(+/-)	-1.3%	1.6%	-21.8%	36.8%
调整后每股收益	0.28	0.29	0.22	0.31
(+/-)	-1.3%	1.6%	-21.8%	36.8%
市盈率(倍)	10.3	9.4	12.0	8.8
市净率(倍)	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (倍)	3.3	2.8	2.7	2.1
股利收益率	2.8%	3.0%	3.0%	3.6%
自由现金流收益率	10.2%	14.2%	15.7%	17.2%
权益收益率	10.5%	10.2%	7.8%	9.9%
彭博股票代码	728.HK			
股价	HK\$3.07			
52周最高/最低	HK\$7.14/1.8			
已发行股份	80,932			
最终控股股东(%)	China Telecom Group(70.89%)			
市值(港币, 百万)	248,461			
市值(人民币, 百万)	216,845			
市值(美元, 百万)	31,936			

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

附图表 6: 滚动市盈率和滚动市净率 – 中国电信



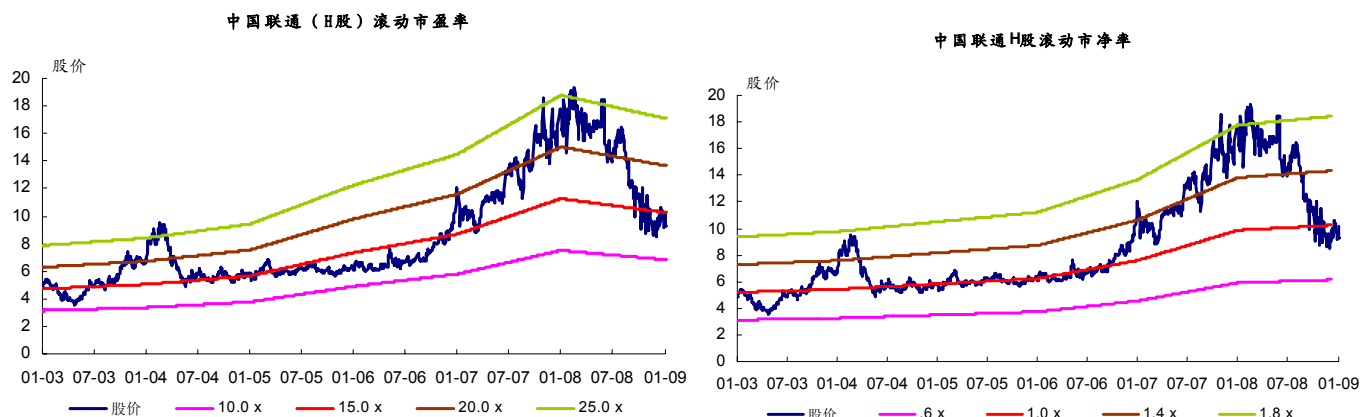
资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

附图表 7: 财务概览 - 中国联通

12月31日(人民币 百万)	2007A	2008E	2009E	2010E
收入	150,161	150,076	150,746	163,303
(+/-)	2.0%	-0.1%	0.4%	8.3%
EBITDA	72,425	69,539	68,020	69,526
(+/-)	0.0%	-4.0%	-2.2%	2.2%
EBITDA率	48.2%	46.3%	45.1%	42.6%
(+/-)	-1.0%	-1.9%	-1.2%	-2.5%
净利润	16,246	15,557	14,163	13,286
(+/-)	9.2%	-4.2%	-9.0%	-6.2%
调整每股收益 (人民币)	0.68	0.66	0.60	0.56
(+/-)	9.2%	-4.2%	-9.0%	-6.2%
市盈率	13.9	13.5	14.8	15.8
EV/EBITDA (倍)	3.3	3.3	3.6	3.5
权益收益率	9.1%	7.6%	6.8%	6.1%
每股股利 (人民币)	0.29	0.27	0.25	0.23
股利收益率	3.1%	3.1%	2.8%	2.6%
彭博股票代码	762.HK			
股价	HK\$10.12			
52周最高/最低	HK\$20.25/7.78			
已发行股份	23,727			
最终控股股东(%)	Netcom Group (29.5%)			
市值 (港币, 百万)	240,119			
市值 (人民币, 百万)	209,564			
市值 (美元, 百万)	30,864			

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

附图表 8: 滚动市盈率和滚动市净率 - 中国联通



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

附图表9: 行业可比公司估值表

公司名称	货币	股价 (当地货币)	总市值 (百万美元)	市盈率			市净率			EV/EBITDA			股利收益率		
				07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E
国内运营商															
中国移动	HKD	81.20	208,537	17.5	12.4	11.5	4.1	3.2	2.8	7.1	5.7	5.2	2.6%	3.6%	4.0%
中国联通	HKD	10.12	30,785	13.9	13.5	14.8	1.1	1.0	1.0	3.3	3.3	3.6	3.1%	3.1%	2.8%
中国电信	HKD	3.07	31,854	10.3	9.4	12.0	1.0	1.0	0.9	3.3	2.8	2.7	2.8%	3.0%	3.0%
平均				13.9	11.7	12.8	2.1	1.7	1.6	4.6	3.9	3.8	2.8%	3.2%	3.3%
美国运营商															
Verizon	USD	34.64	98,394	18.1	13.5	12.8	2.0	1.9	1.8	5.9	5.7	5.3	4.8%	5.1%	5.2%
Sprint Nextel	USD	1.95	5,571	-0.2	139.3	-12.2	0.3	0.3	0.3	2.3	3.2	3.7	5.1%	0.0%	0.0%
AT&T	USD	29.42	173,372	15.1	10.4	10.3	1.5	1.5	1.5	5.9	5.7	5.6	4.8%	5.4%	5.6%
平均				11.0	54.4	3.7	1.3	1.2	1.2	4.7	4.8	4.9	4.9%	3.5%	3.6%
欧洲运营商															
英国电信	GBP	1.41	15,888	6.4	6.7	6.8	2.0	2.4	2.1	3.6	3.7	3.7	11.3%	8.8%	8.6%
沃达丰	GBP	1.39	105,847	10.7	10.3	9.7	0.9	0.9	0.9	n.m.	7.1	6.7	5.8%	5.7%	5.9%
德国电信	EUR	11.06	67,200	85.1	15.1	13.2	1.1	1.1	1.1	5.6	4.8	4.5	7.1%	7.3%	7.5%
法国电信	EUR	20.45	74,483	8.5	10.0	9.6	1.8	1.8	1.7	5.0	5.0	5.0	6.4%	6.9%	7.2%
西班牙电信	EUR	16.29	106,777	8.7	10.1	9.2	3.8	3.3	2.9	5.5	5.6	5.5	4.6%	6.1%	7.1%
意大利电信	EUR	1.18	28,898	9.1	10.3	10.7	0.9	0.9	0.8	5.1	5.1	5.1	6.8%	5.8%	5.9%
平均				21.4	10.4	9.9	1.8	1.7	1.6	4.9	5.2	5.1	7.0%	6.8%	7.0%
韩国运营商															
韩国电信	KRW	39,500.00	8,173	7.7	15.4	10.3	0.9	1.1	1.0	2.8	3.5	3.0	5.1%	4.5%	4.8%
SK电信	KRW	210,000.00	12,898	9.3	11.9	9.6	1.3	1.6	1.4	5.3	5.0	4.5	4.5%	4.4%	4.6%
KTF	KRW	29,550.00	4,208	23.1	28.2	13.0	1.3	1.3	1.2	4.5	4.6	4.0	0.0%	1.6%	2.4%
LG电信	KRW	9,900.00	2,076	10.0	n.a.	n.a.	1.5	1.4	1.2	5.0	n.a.	4.0	3.0%	3.2%	4.2%
平均				12.5	18.5	10.9	1.3	1.3	1.2	4.4	4.4	3.9	3.1%	3.4%	4.0%
日本运营商															
NTT DoCoMo	JPY	176,400.00	86,826	15.5	14.6	14.7	1.8	1.7	1.6	5.0	4.7	4.8	2.7%	2.7%	2.8%
KDDI	JPY	635,000.00	31,240	13.0	10.9	9.9	1.7	1.5	1.3	4.6	3.8	3.5	1.7%	1.8%	2.0%
平均				14.2	12.7	12.3	1.7	1.6	1.5	4.8	4.3	4.2	2.2%	2.3%	2.4%
印度运营商															
Bharti	INR	704.90	27,404	20.9	15.9	12.9	n.m.	4.4	3.3	n.m.	9.2	7.5	n.m.	1.2%	1.1%
Reliance	INR	250.95	10,608	n.m.	9.1	8.4	2.2	1.6	1.3	n.m.	8.2	6.5	n.m.	0.6%	0.9%
MTNL	INR	81.80	1,055	n.m.	13.7	14.7	n.m.	0.4	0.4	n.m.	1.8	1.7	n.m.	4.9%	4.9%
平均				20.9	12.9	12.0	2.2	2.1	1.7	n.m.	6.4	5.3	n.m.	2.2%	2.3%
其他亚洲运营商															
马来西亚电信	MYR	3.10	3,199	4.2	20.4	17.6	0.5	1.1	1.1	1.5	5.5	5.6	11.3%	7.3%	6.9%
MobileOne	SGD	1.50	924	8.3	8.8	8.9	6.5	6.0	5.6	5.0	5.0	5.1	7.3%	9.4%	9.4%
Singtel	SGD	2.67	29,261	10.7	12.4	11.9	2.0	1.9	1.8	10.7	10.1	10.1	4.5%	4.5%	4.8%
PLDT	PHP	2,115.00	8,362	11.2	10.8	9.8	3.7	3.6	3.4	5.1	5.1	4.9	8.7%	8.2%	8.7%
中华电信	TWD	53.50	18,931	11.7	11.9	11.9	1.3	1.6	1.7	5.0	5.1	5.1	n.m.	7.4%	7.4%
台湾大哥大	TWD	48.70	5,643	22.0	10.8	10.4	2.8	4.0	3.6	7.0	6.9	6.9	5.4%	7.3%	8.2%
平均				11.4	12.5	11.7	2.8	3.0	2.9	5.7	6.3	6.3	7.4%	7.3%	7.5%

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部 注: 计算中国联通和中国电信 09 年市盈率时已考虑了 125 亿人民币和 250 亿人民币的小灵通冲销

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

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

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

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

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。