



3G乱世谁与争锋，09年还看设备商

——通信行业09年下半年投资策略

中原证券研究所 马欽琦

maqq@ccnew.com

联系电话：021-50585908

目录

一、08年行业在黑暗中等待黎明破晓

二、09年下半年3G逐步改变市场格局

三、09年下半年行业投资策略

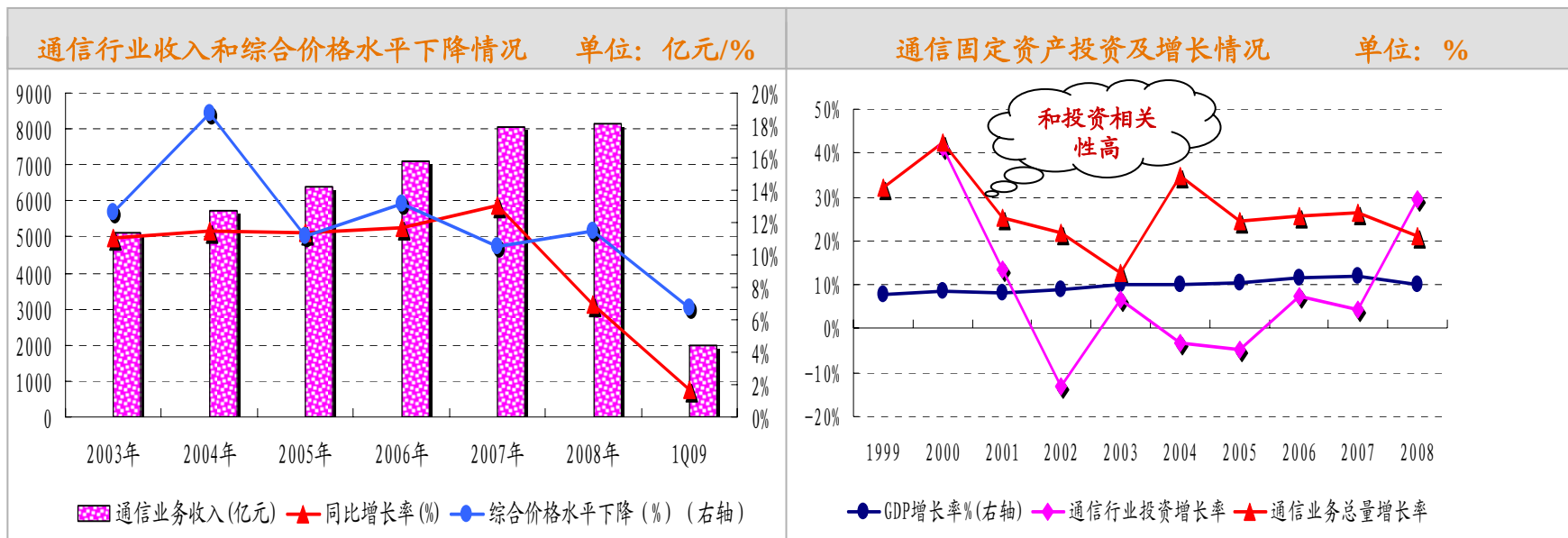
四、估值比较

五、风险提示

六、重点公司

08年通信行业在黑暗中等待黎明破晓

- 08年收入增长7%，投资增长29.6%，电信综合价格下降11.5%
- 09年一季度收入仅增长1.7%，电信综合价格下降6.8%
 - 金融危机影响滞后性
 - 2G、3G过渡阶段
 - 价格水平持续下降
- 行业收入和投资相关性较高，下滑属短期调整



资料来源：信息产业部、中原证券研究所

资料来源：中原证券研究所

08年运营商差距进一步扩大

■ 中国移动继续领跑

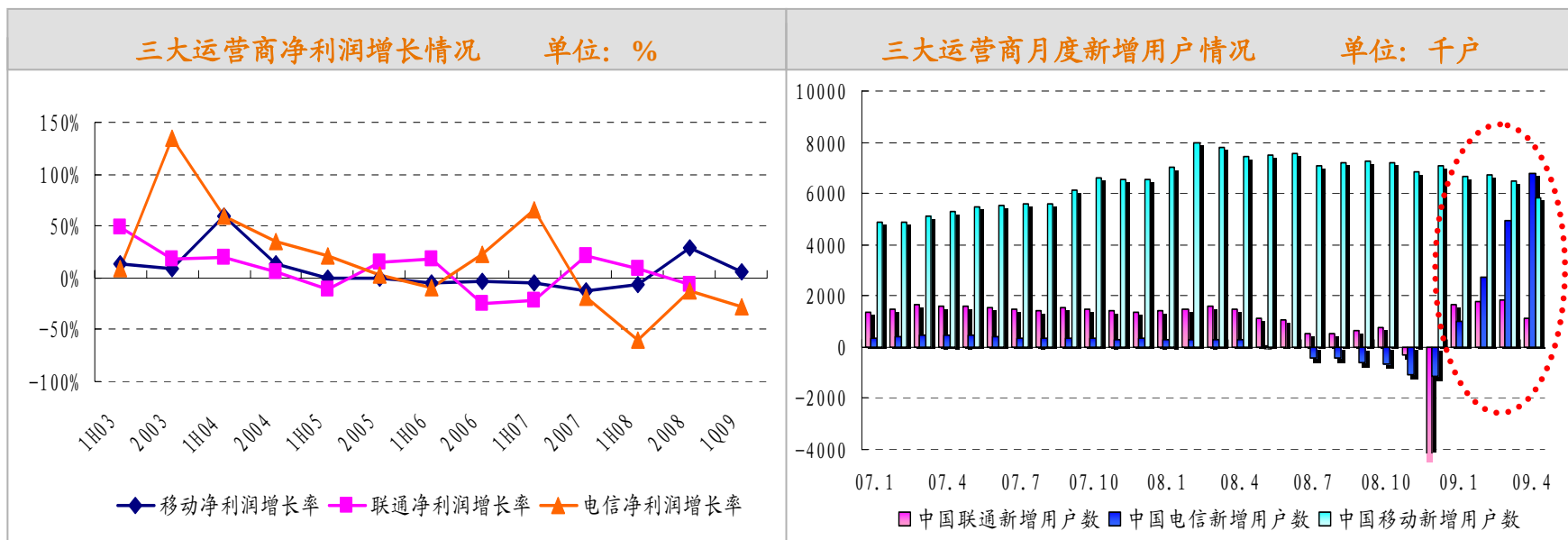
- 收入占比从49%提高到53%
- 净利润占比从69%提高到74%
- 移动用户占比达74%，08年88%新增用户选择中国移动

08年三大运营商经营情况			
	中国移动	中国电信	中国联通
营业收入(亿元)	4123.4	1847.7	1751.6
增长率(%)	15.5	4.0	-5.7
总收入占比(%)	53.3	23.9	22.6
净利润(亿元)	1127.9	200.6	197.4 (62.0 ^注)
增长率	29.5	12.8	109.4 (-6.5)
总利润占比(%)	73.9	13.1	12.9
用户数(百万户)	477.1	移动 32.8 固话+宽带 250.7	移动 137.7 固话+宽带 141.7
总用户占比(%)	45.8	28.1	25.9
07-08年ARPU值	89↘83	60↗64	46↘42
07-08年MOU值	455↗492	278↗279	264↘244
09预计资本支出(亿元)	1339.0	392.0	1100.0

注：联通持续经营净利润按62亿元计算

3G改变运营商格局

- 中国移动受金融危机和重组影响相对较小
- 3G将改变运营商局势，一季度中国电信已在赶超中国移动



资料来源：信息产业部、中原证券研究所

资料来源：中原证券研究所

通信上市公司保持较快增长

- 08年收入增速持平，净利润增速下滑
- 虽然受结算期和海外业务的影响，但仍保持较快增长
- 好于A股和行业平均水平

08年重点公司业绩增长表 单位：%							09年一季度重点公司业绩增长表 单位：%				
证券简称	营业收入增长率		净利润增长率		毛利率		证券简称	营业收入增长率		净利润增长率	
	07年	08年	07年	08年	06年	07年		1Q08	1Q09	1Q08	1Q09
中国联通	4.05	-0.83	166.40	109.43	38.81	37.03	中国联通	6.03	50.28	1.40	-3.23
中兴通讯	49.81	27.36	63.26	32.59	33.85	33.42	中兴通讯	43.82	35.00	96.30	29.17
亨通光电	1.01	30.66	32.76	33.69	22.10	20.45	亨通光电	-5.25	23.89	25.04	64.57
烽火通信		46.01	103.78	65.84	30.61	27.82	烽火通信	40.41	33.85	16.90	34.86
中天科技	71.07	46.45	113.38	73.19	17.27	19.32	中天科技	63.36	33.91	116.47	102.80
武汉凡谷	26.22	36.56	45.69	43.68	29.83	28.99	武汉凡谷	55.08	43.07	42.86	53.50
鹏博士	116.41	25.81	2339.1	3.20	23.27	27.11	鹏博士	168.31	6.43	2541.78	100.44
中创信测	4.03	43.96	79.98	110.63	57.94	50.89	中创信测	4.58	-10.98	95.62	-85.31
东信和平	41.50	8.70	84.04	3.08	19.91	24.93	东信和平	11.00	2.68	109.39	-4.45
三维通信	27.60	66.26	38.33	34.88	38.49	36.46	三维通信	63.20	61.83	28.83	30.92
国脉科技	33.05	80.27	75.58	36.19	45.97	49.93	国脉科技	170.82	27.35	121.32	6.91
平均	37.47	37.38	80.32	49.67	32.55	32.40	平均	56.49	27.94	65.41	30.02

资料来源：中原证券研究所

资料来源：中原证券研究所

目录

一、08年行业在黑暗中等待黎明破晓

二、09年下半年3G逐步改变市场格局

三、09年下半年行业投资策略

四、估值比较

五、风险提示

六、重点公司

下半年运营商初战3G

■ 运营商3G从备战进入实战

- 1月7日3G牌照发放
- 运营商展开3G竞争
- 3G能为运营商带来什么？

三大运营商3G发展情况比较

	中国移动	中国联通	中国电信
3G制式	TD-SCDMA	WCDMA HSDPA	CDMA2000 EVDO
网络规划	正式商用，6月完成38个城市， 年底覆盖238个城市 ，2011年TD基站16万个，全国100%地市覆盖	10月前试商用，目前覆盖55个城市， 年底覆盖284个城市	正式商用，目前覆盖342个城市， 7月底覆盖500个城市
3G号段	188、157、原号码携号升级	185、186、原号码携号升级	189、152、原号码携号升级
主要业务	G3上网本、随e行上网卡	上网卡、上网本、手机音乐、手机搜索、手机电视、可视电话	C+W手机版高速上网、多媒体彩铃、可视电话、移动全球眼
用户	09年1000万、3年5000万用户	10月前25万试商用用户、25万上网卡用户，三年内3G用户市场总额20%，并取得整体 市场占有率的三分之一	09年5000万CDMA用户 、3年1亿用户
优势	用户数量最多、市场形象最佳、资金优势明显、管理能力强	WCDMA技术和产业链优势明显、国际商用和运营经验丰富、终端产品最全	通过软件升级至3G，速度最快、营销策略较为成功、拥有C+W模式弥补3G缺憾
劣势	TD技术、产业链有待完善	面临整合、建网和资费系统升级慢、水货机频段不兼容	产业链受制高通、技术演进存在不确定性

3G全球运营状况不佳

■ 全球3G运营仍难盈利

■ 日本、韩国最早3G运营

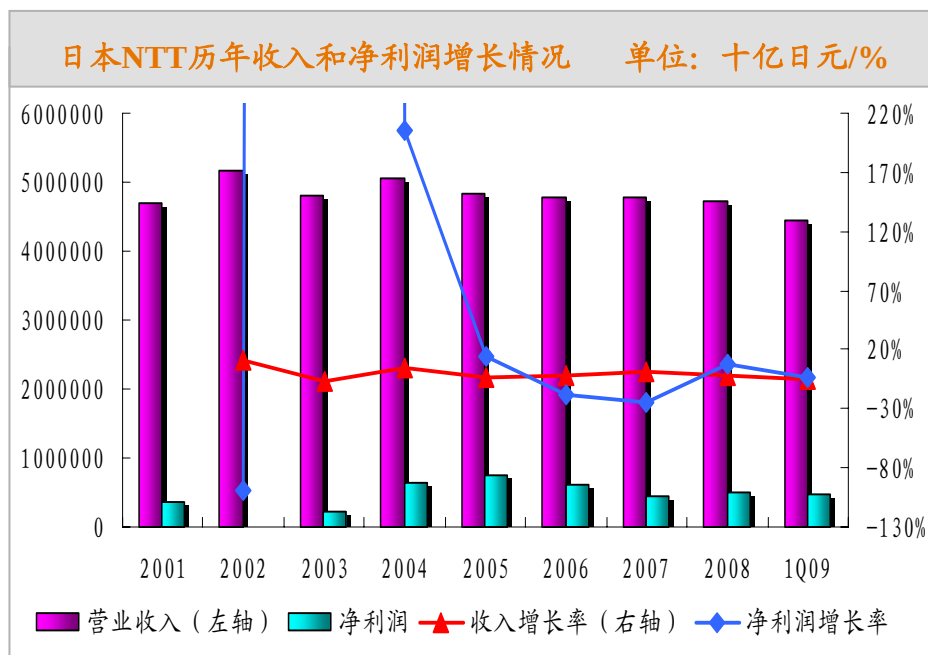
■ 目前NTT的3G业务全球领先

■ 02年带来巨额亏损，净利润下降100%

■ 第四年盈利才超过2G时代

■ 收入和净利润增长仍乏力

■ 金融危机却没对运营商造成巨大打击，显示3G潜力



资料来源：中原证券研究所

3G有改善运营商业务结构的能力

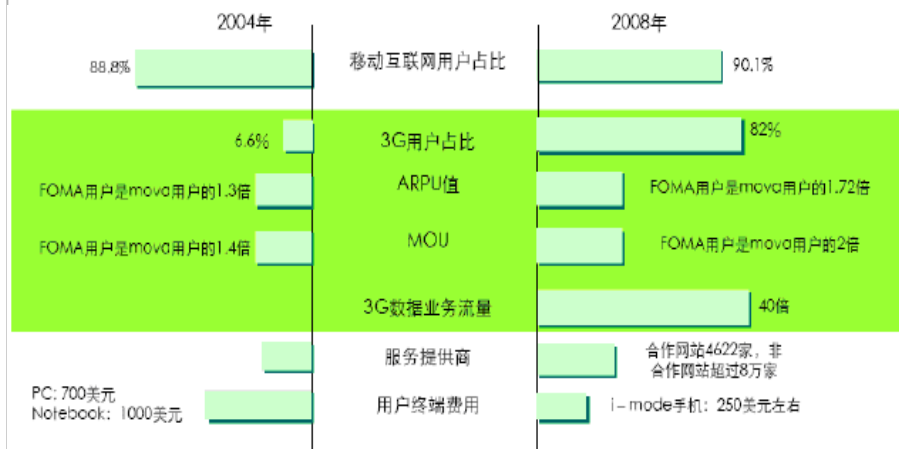
■ 对运营商而言3G有改善业务结构的能力

- 收入由用户数、单价（资费、ARPU值）、MOU值决定
- 3G可提升ARPU值和MOU值
- 3G将使运营商从语音业务向数据业务转型
- 3G用户越多越有利于业务转型
- 未来应用前景广阔

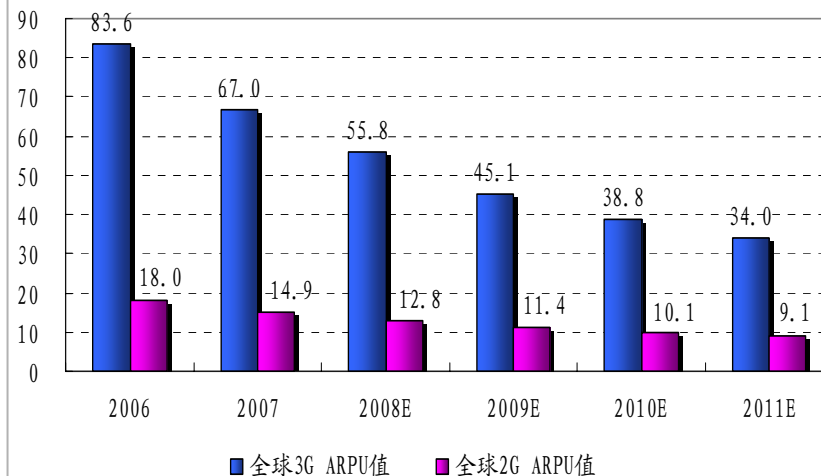
$$\text{收入} = \sum_{i=1}^n \text{收入}_i = \sum_{i=1}^n (\text{用户数}_i \times \text{单价}_i \times \text{MOU}_i)$$

注：ARPU值（每月每用户平均收入） MOU值（平均每月每户使用分钟）

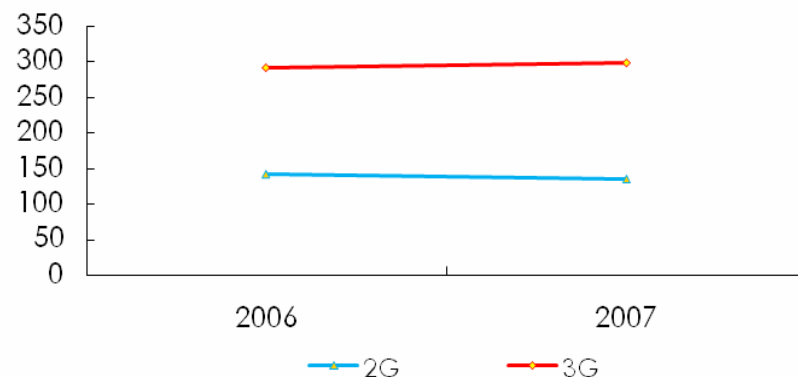
3G发展推动NTT业务结构改善 单位：%



全球3G用户ARPU值情况 单位：美元/户



香港和记电讯2G、3G用户ARPU值情况 单位：港元



三大因素决定运营商地位

■ 三大因素决定运营商3G地位

- 技术优势—赛跑
- 营销能力—牌局
- 政策因素—婴儿

三种3G发展情况比较			
	TD-SCDMA	WCDMA HSPA	CDMA2000 EVDO
部署国家、网络数	中国；缅甸、非洲、韩国建有试验网	08年底，全球100多个国家部署272张网络，其中HSDPA和HSUPA网络248和60张	到09年3月全球102个国家部署279张CDMA网络
用户数	09年4月中国50万户	WCDMA用户2.65亿户，HSPA用户7400万户， 全球市场占有率77%	08年底4.65亿户，其中EVDO用户1.12亿户，全球3G市场占有率23%
终端数（款）	09年4月共107款终端	1999（WCDMA）、724（HSDPA）75（HSUPA）	615（CDMA2000 EVDO）118（EVDO RevA）
下行峰值	目前 384 kbit/s 理论 3.6 Mbit/s	联通 HSDPA 14.4Mbit/s HSPA+ 21 Mbit/s	电信 EVDO RevA 3.1Mbit/s EVDO RevB 9.3Mbit/s
优势	频谱的利用率高，支持多种通信接口，与传统系统兼容性好	与GSM用户实现兼容和2G、3G网络无缝切换，技术和产业链优势明显	技术领先，升级到3G网络的成本较低，升级速度很快
劣势	与GSM不兼容，TD天线大建网时间和难度较大，软切换能力弱，产业链和商用性较差		网络容量最小，高通垄断专利，未来4G演进不明确，受限于全球漫游服务

资料来源：中原证券研究所

运营商3G局势未明

■ 营销能力

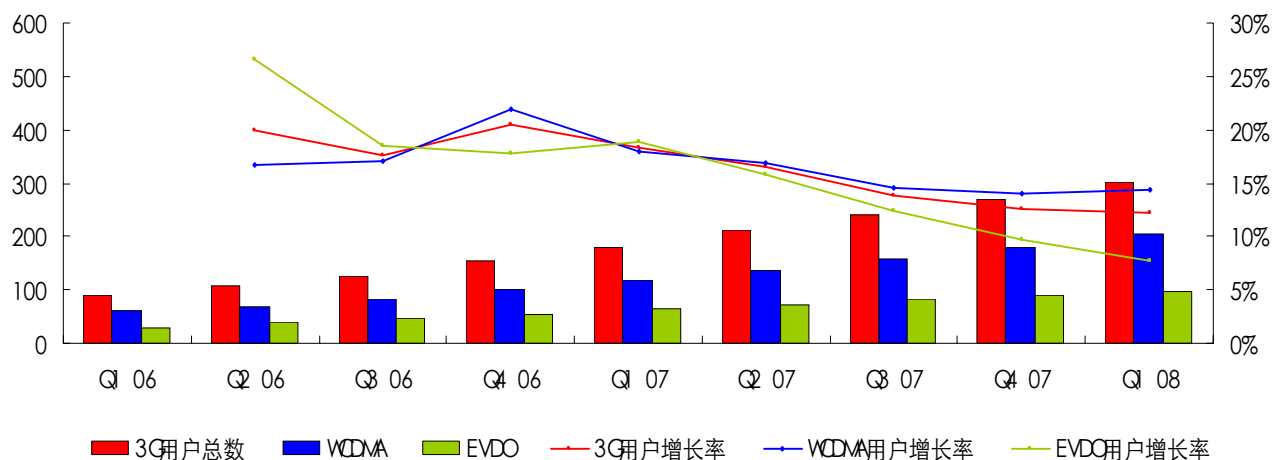
- 扬长避短是关键
- 3G初期营销各具特色

■ 政策因素

- 中国移动TD关系民族产业振兴---提前1年商用、188号段、非对称监管延后
- 中国联通没有政策给予的WCDMA很难参与竞争
- 中国电信CDMA则有海外利益平衡需求
- 运营商示强不如示弱

■ 结论：运营商局势仍未明朗，未来看好中国联通

全球3G用户发展情况 单位：万户/%



中国3G发展将好于预期

■ 中国3G发展速度可能高于预期

- 全球来看亚洲国家和新建网络3G用户发展速度较快
- 国家把3G发展上升到战略高度

全球3G用户发展情况 单位：万户/%					
	开通时间	3G开通后历年3G用户占比			
		第1年	第2年	第3年	第4年
亚太地区					
日本	2001年10月		0.50%	4.50%	11.60%
韩国	2002年1月	1.55%	15.6%	28.70%	33.40%
香港	2004年1月	2.50%	7.40%	14.10%	18.90%
台湾	2005年7月	2.00%	12.00%	26.00%	
澳大利亚	2004年12月		4.00%	15.00%	31.00%
欧洲地区					
英国	2003年3月			8.60%	11.00%
法国	2004年12月		4.30%	9.90%	14.30%
德国	2004年11月	0.40%	3.10%	8.20%	12.20%
西班牙	2004年11月		1.10%	3.40%	7.60%
平 均		1.61%	6.00%	13.16%	17.50%

2011年3G进入盈利时代

■ 2011年3G进入盈利时代

- 假设用户增长率从17%下降到10%
- 2009-2012年我国3G用户的占比将分别达到3%、12%、29%、35%
- 预计 3G用户达到2亿户、用户占比接近29%后，运营商3G业务进入盈利时代

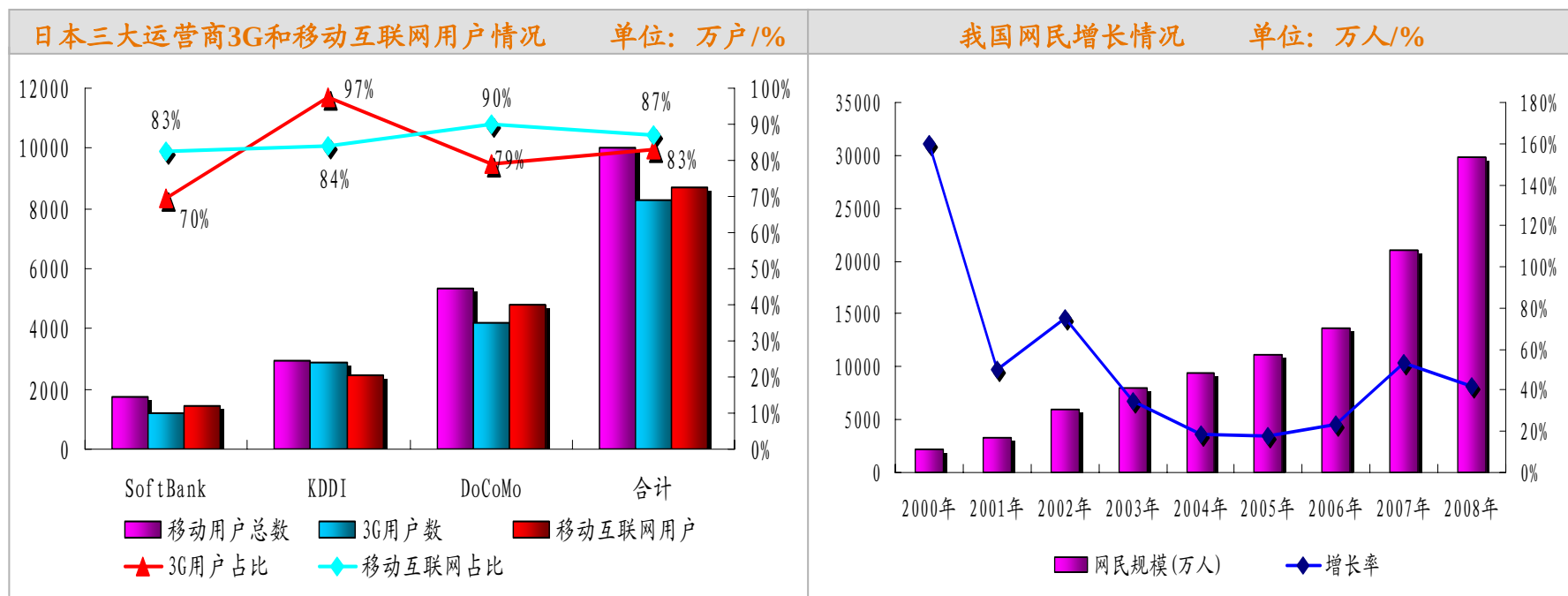
我国3G用户发展情况预测 单位：百万户					
	2G用户数	3G开通后各年3G用户占比			
		2009年	2010年	2011年	2012年
中国移动	477.16	15.75	69.28	184.18	244.51
中国电信	32.84	1.08	4.77	12.68	16.83
中国联通	137.69	4.54	19.99	53.15	70.56
合 计	647.69	21.37	94.04	250.00	331.90

资料来源：中原证券研究所

移动互联网或成终极应用

■ 移动互联网或成为终极应用

- 海外市场来看移动互联网呈现快速增长势头
- 三大必要条件：移动用户、网络 and 终端、网络应用

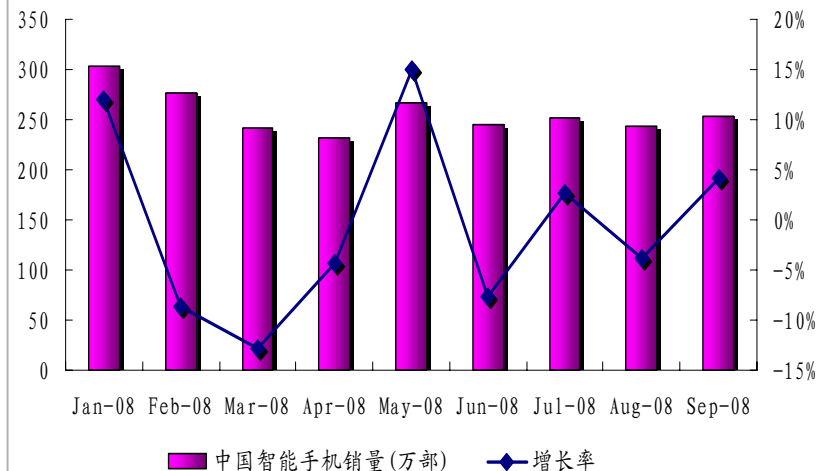


移动互联网或成终极应用

- 我国已具备了前两大条件
- 互联网用户基础广泛
- 目前缺少互联网和移动融合业务
- 基础薄弱也意味着前景广阔

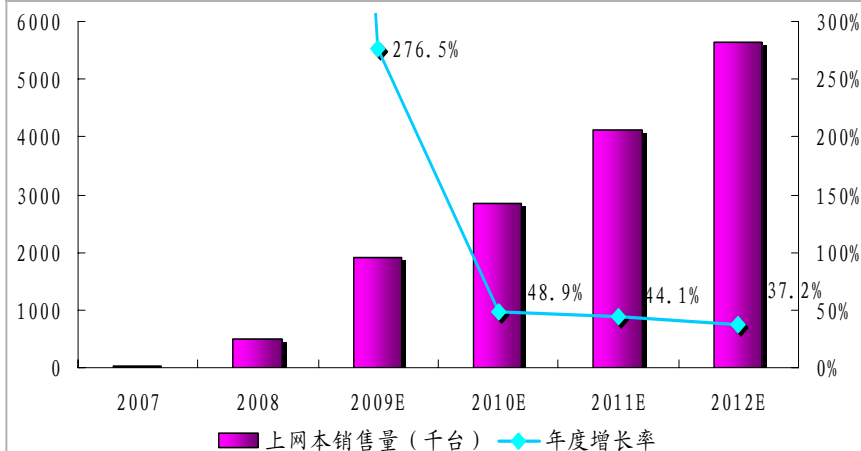
中国智能手机销量情况

单位：万部/%



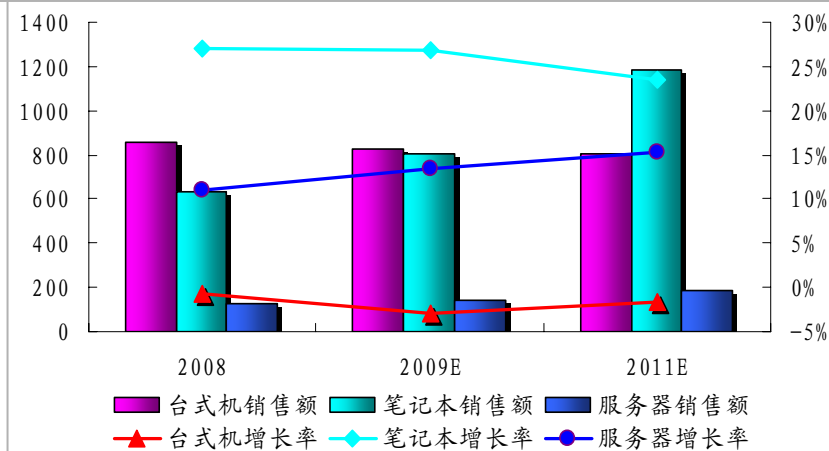
2007-2012我国上网本增长情况

单位：千台/%



我国笔记本销量增长情况

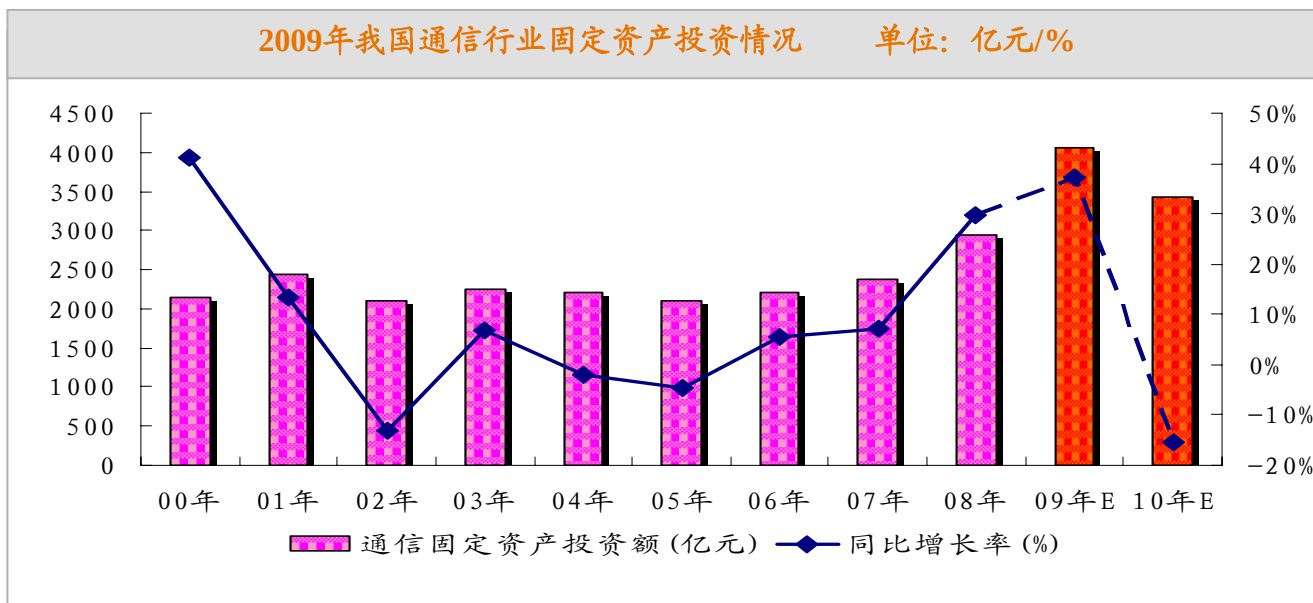
单位：亿元/%



设备商下半年进入鼎盛时期

■ 国内市场一下半年进入业绩释放期

- 09年是有史以来的投资顶峰
- 三大运营商分别投资1339、1100、392亿元，加上集团公司全年投资4000亿元
- 按照设备行业平均毛利率26%和净利率2.9%计算，将为通信设备行业带来1040亿元的毛利，和115亿元的净利润

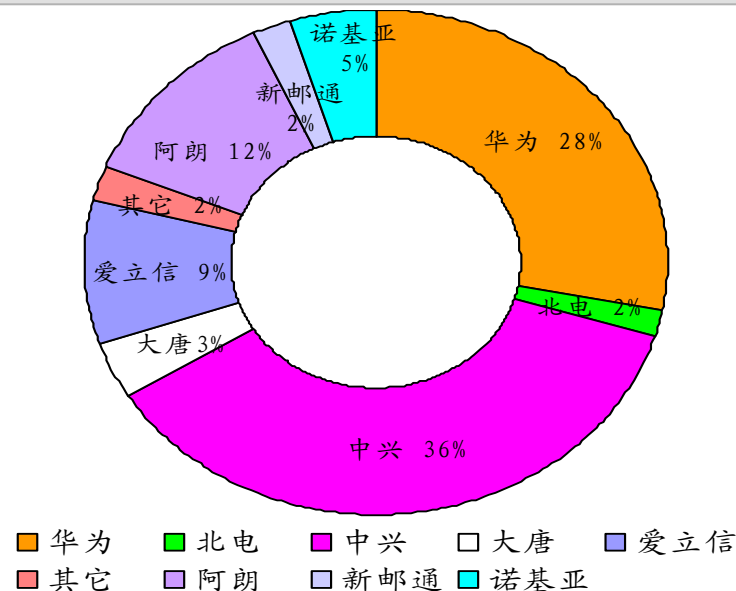


国内设备企业份额获得较大提升

- 其中一半以上份额将为国内设备企业所获得
- 近年国内设备企业市场份额获得较大幅度的提升
- 综合市场份额从2G时代的13%，提高到目前的70%左右

我国2G网络设备商市场份额情况 单位：%			
供应商	中国移动	中国联通 GSM	中国联通 CDMA
爱立信	38-40%	13-15%	14-15%
摩托罗拉	17-18%	26-28%	27-29%
诺基亚	18-19%	1-2%	/
西门子	6-7%	25-26%	/
阿尔卡特	6-7%	<1	5-6%
朗讯	/	<1%	25-27%
北电	5-6	16-18%	12-13%
华为	2-3%	10-12%	<1%
中兴通讯	1-2%	3-5%	11-12%
华为+中兴	3-5%	13-17%	12-13%

09年国内3G招标市场份额情况 单位：%



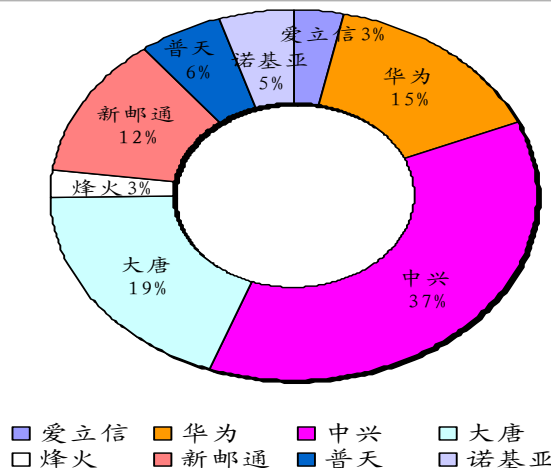
资料来源：Gartner

资料来源：中原证券研究所

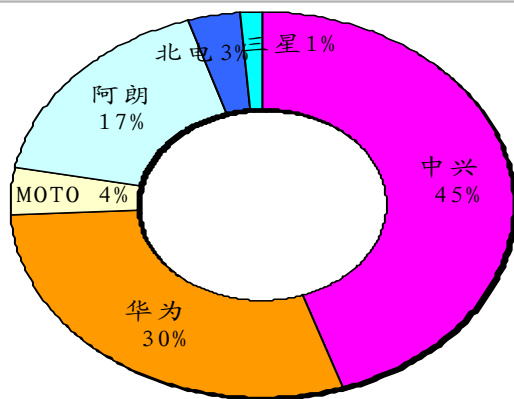
设备商下半年进入鼎盛时期

- 是国内企业在技术和成本优势基础上，完成的一次从质变到量变的过程
- 国内市场份额提升，对我国设备商突破海外市场带来推动作用

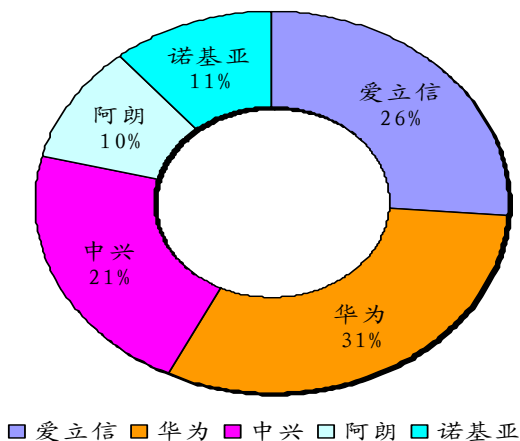
中国移动TD招标市场份额情况 单位：%



中国电信CDMA招标市场份额情况 单位：%



中国联通WCDMA招标市场份额情况 单位：%



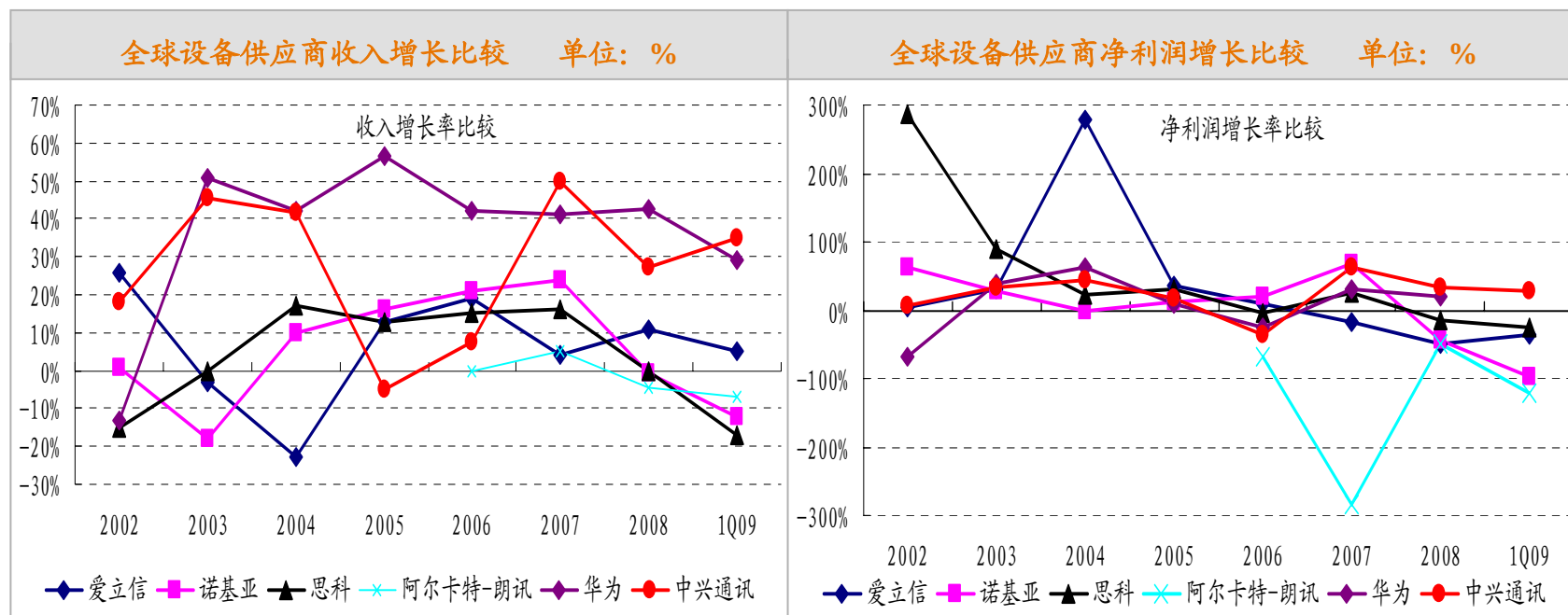
■ 中兴 ■ 华为 ■ MOTO ■ 阿朗 ■ 北电 ■ 三星

■ 爱立信 ■ 华为 ■ 中兴 ■ 阿朗 ■ 诺基亚

国际市场收入增速放缓

■ 国际市场—收入增速放缓、份额有望提高

- 08年全球电信设备市场收入仅增长5.1%，全球手机销量仅增长3.5%
- 09年全球电信设备投资将出现8%的下滑，全球手机销量将同比下降10%
- 国际设备巨头一季度收入和净利润大幅下滑

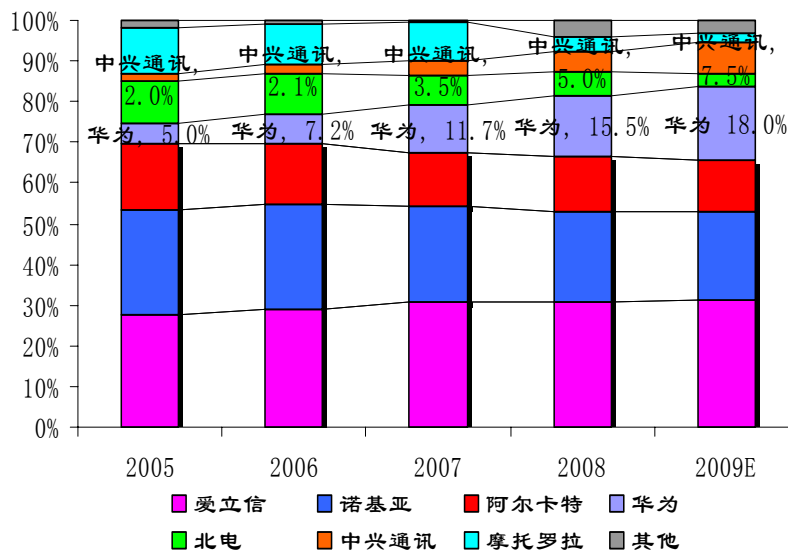


国内设备企业全球市场份额提升

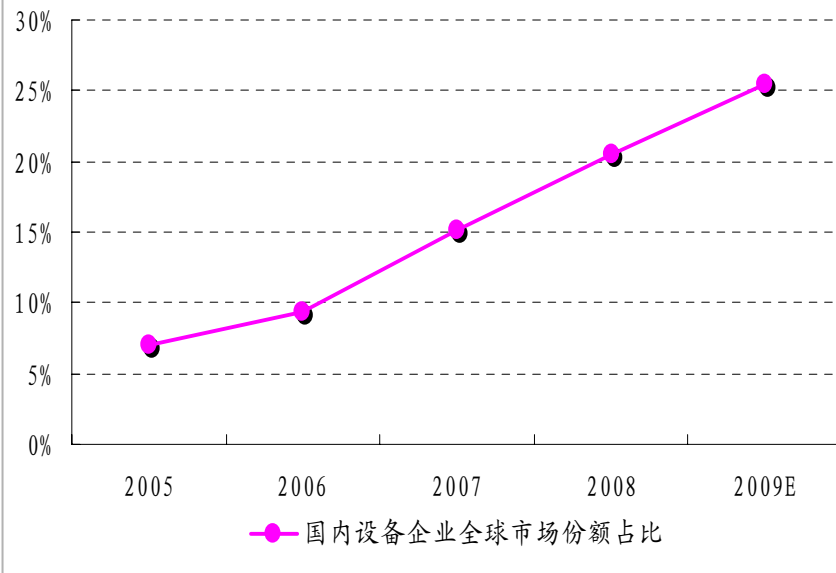
国内企业市场份额提升

- 国内设备企业一枝独秀，仍然保持高增长
- 虽然增速有所放缓，但全球市场份额却明显提高
 - 金融危机将充分体现出国内设备企业的技术和成本优势
 - 危机中海外运营商在采购中，更注重性价比
 - 国内金融体系稳健，能为新兴国家运营商提供买方信贷
 - 随着北电和摩托罗拉的衰退，国内企业将替代其市场份额

全球移动设备制造市场份额变化情况 单位：%



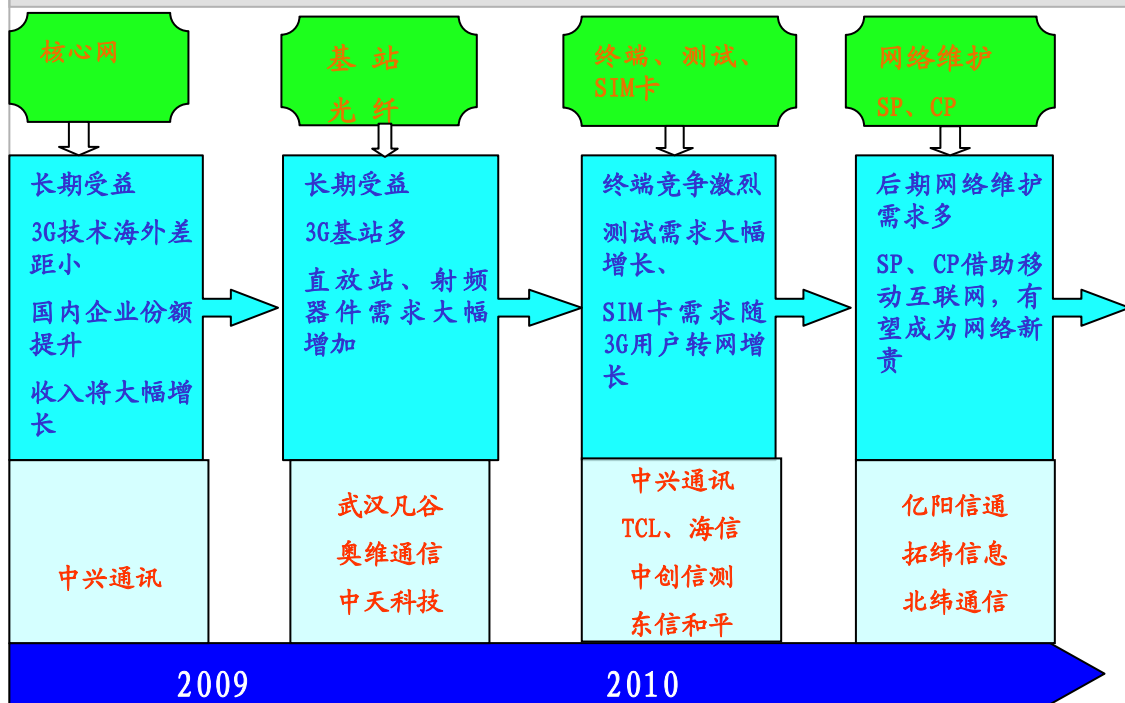
国内企业移动设备市场份额情况 单位：%



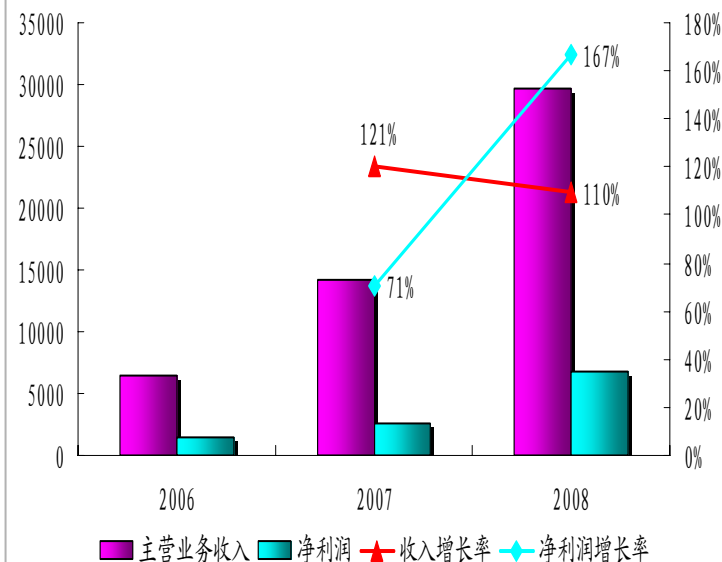
未来看好增值业务提供商

- 核心网、基站、光纤企业最先受益，其次是终端、测试、SIM卡企业，最后是网络维护和SP等
- 核心网、基站、光纤企业下半年将进入集中结算期，业绩将充分释放
- 终端、测试、SIM卡企业3G业务占比仍较小，对业绩提升作用有限
- 未来看好SP、CP等增值业务提供商，增值业务最有可能出现杀手级应用
- 海外市场MIXI、DeNA、Gree短短几年市值达6-15亿美元，仍处于高速增长期

通信设备行业受益情况



日本DeNA收入净利润增长情况 单位：亿元/%



目录

一、08年行业在黑暗中等待黎明破晓

二、09年下半年3G逐步改变市场格局

三、09年下半年行业投资策略

四、估值比较

五、风险提示

六、重点公司

09年下半年投资策略

■ 运营商一同步大市

- 整体来看09年是运营商负担最重的一年
- 在网络建设、用户补贴、营销费用、折旧、摊销等投入巨大
- 3G初期运营商间的竞争将更趋激烈
- 在行业看谈的情况下，个别运营商难以走出独立行情，给予“同步大市”评级

■ 短线股价催化剂

- 3G初期某一运营商用户增长数量超过预期
- 监管层推出有利于某一运营商的非对称监管政策
- 运营商在资费、用户补贴等方面竞争没有市场想象的激烈
- 市场对3G预期较差，进入四季度后如用户增长超出预期

09年下半年投资策略

■ 通信设备行业一强于大市

- 下半年设备行业直接受益3G投资
- 进入结算期后，行业利润将在下半年逐步体现出来
- 行业整合向龙头公司倾斜，有利于上市公司发挥优势
- 下半年将分享行业投资盛宴，业绩有望超预期，给予“强于大市”评级

■ 股价催化剂

- 全球经济复苏将成为国内企业利好因素，海外市场增长可期
- 金融危机加深，行业防御性和确定性增长将进一步体现
- 半年报和三季度报业绩有可能超预期

目录

一、08年行业在黑暗中等待黎明破晓

二、09年下半年3G逐步改变市场格局

三、09年下半年行业投资策略

四、估值比较

五、风险提示

六、重点公司

估值比较

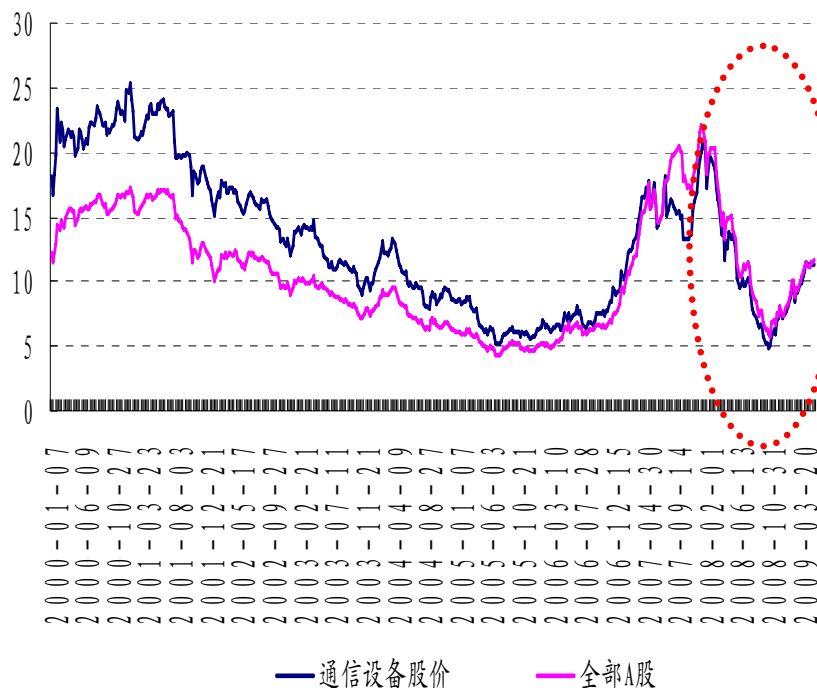
■ 相对估值纵向比较

■ 从防御性和估值角度看，通信设备行业仍具一定投资价值

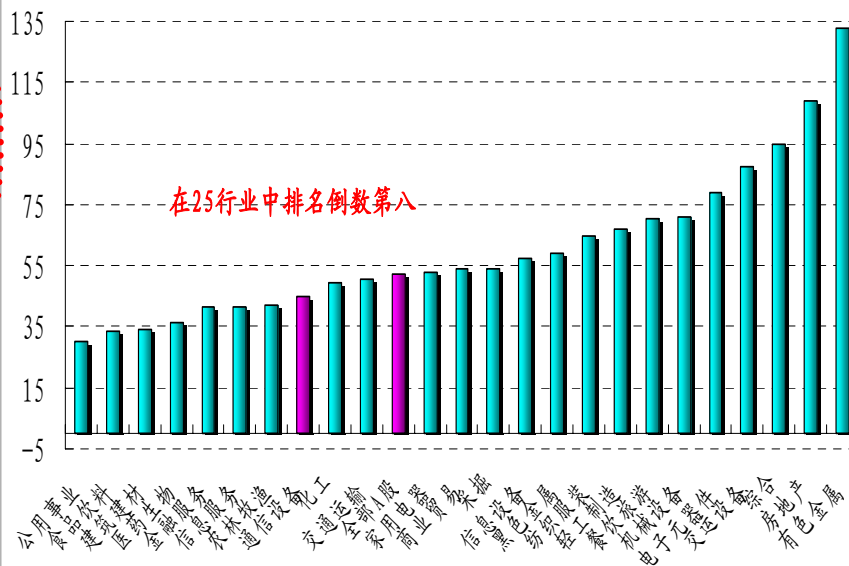
■ 熊市强于大市、牛市同步大市

■ 目前同步大市未反映行业确定性增长，存在阶段性低估

通信设备行业指数与A股走势比较

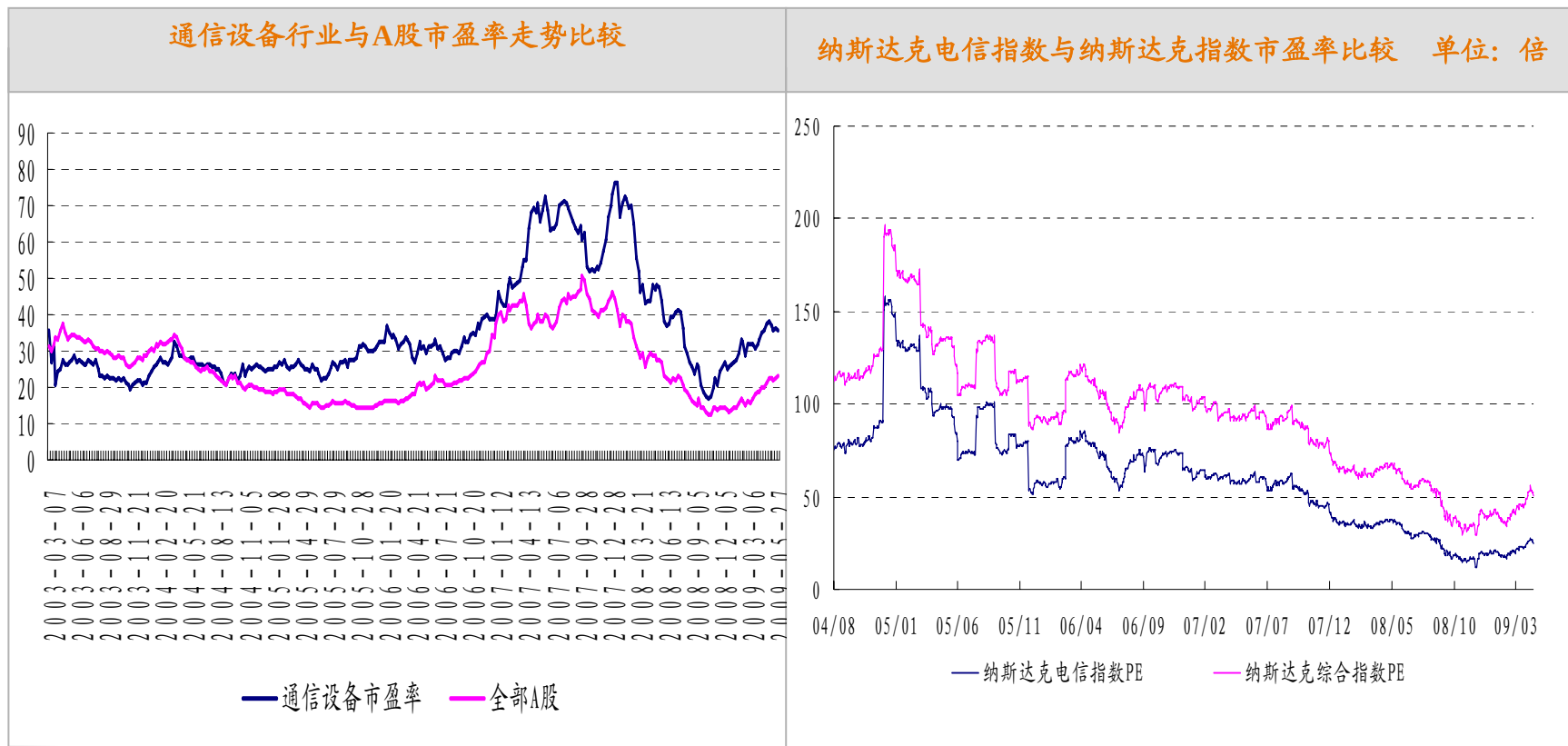


09年通信设备行业与其它行业涨幅比较 单位：%



估值比较

- 08年静态市盈率高于A股平均，未反映09年的确定性增长趋势
- 09年下半年业绩释放后，目前市盈率仍属合理水平



估值比较

■ 相对估值横向比较

- 设备商09、10年平均市盈率25和19倍，国际为19、15倍，处于合理估值区间
- 运营商09、10年平均市盈率18和17倍，国际为11、10倍，略高于合理估值

通信设备行业与A股走势比较

公司名称	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
	2008A	2009E	2010E	1Q09		2008A	2009E	2010E	1Q09	
中国联通	0.93	0.24	0.26	3.33	6.22	6.69	25.92	23.92	1.87	增持
中兴通讯	1.24	1.72	2.05	10.71	35.08	28.29	20.40	17.11	3.28	增持
亨通光电	0.56	0.64	0.83	6.97	18.72	33.43	29.25	22.55	2.69	增持
烽火通信	0.43	0.60	0.73	6.10	16.17	37.60	26.95	22.15	2.65	增持
中天科技	0.54	0.65	0.83	4.99	15.50	28.70	23.85	18.67	3.11	增持
武汉凡谷	0.59	0.76	0.90	3.53	16.34	27.69	21.50	18.15	4.62	增持
鹏博士	0.27	0.35	0.48	2.77	8.76	32.44	25.02	18.25	3.16	增持
中创信测	0.42	0.52	0.75	2.65	15.40	36.67	29.62	20.53	5.81	增持
东信和平	0.27	0.35	0.58	3.14	11.92	44.15	34.06	20.55	3.80	增持
三维通信	0.47	0.62	0.78	3.18	16.79	35.72	27.08	21.53	5.28	增持
拓维信息	1.15	1.22	1.55	6.91	39.02	33.93	31.98	25.17	5.65	增持
平均	0.64	0.74	0.94	5.03	18.72	30.80	25.46	19.74	3.71	

资料来源：中原证券研究所

估值比较

全球通信行业估值比较

公司名称	收盘价	09年EPS	10年EPS	09年市盈率	10年市盈率	市净率
爱立信	42.52	1.21	3.29	35.17	12.92	N/A
诺基亚	11.10	0.63	0.88	17.82	12.77	2.88
摩托罗拉	88.30	0.14	0.15	6.22	5.85	91.62
北电	6.23	-0.08	0.22	N/A	28.32	2.57
思科	18.09	1.32	1.25	14.34	15.07	2.94
阿尔卡特朗讯	36.87	1.66	2.01	22.18	18.31	2.66
平 均		0.81	1.30	19.15	15.54	20.53
中国移动	73.65	5.79	6.06	11.20	10.70	2.94
中国电信	3.62	0.19	0.23	16.43	14.16	1.21
中国联通	6.68	0.24	0.26	27.83	25.69	2.00
平 均		1.67	1.74	18.15	17.54	1.77
Verizon	1.77	-0.17	0.10	N/A	17.52	1.71
英国电信BT	29.83	2.54	2.69	11.76	11.10	2.44
沃达丰VOD	14.84	1.68	1.83	8.82	8.10	5.01
意大利电信TIT	68.60	4.28	5.75	16.04	11.93	3.07
SK电讯	11.20	0.63	0.88	17.83	12.79	4.86
KDDI	178000.00	18996.12	22022.90	8.13	7.22	1.68
平 均		5902.33	2297.52	11.26	10.51	2.50

目录

一、08年行业在黑暗中等待黎明破晓

二、09年下半年3G逐步改变市场格局

三、09年下半年行业投资策略

四、估值比较

五、风险提示

六、重点公司

行业风险提示

■ 运营商

- 终端补贴、营销等成本大幅增加
- 三大运营商竞争激烈程度难以判断
- 3G初期市场发展情况难以预测

■ 通信设备行业

- 海外市场增长存在较大不确定性
- 国际汇兑损失仍呈现大幅波动
- 海外新兴市场坏账可能性加大
- 国内市场竞争加剧，毛利率下降

重点公司解禁时间表

重点公司解禁时间表		单位：百万股/倍	
解禁时间	解禁数量（百万股）	解禁股占比	备注
中国联通			全流通
中兴通讯			全流通
亨通光电	09-06-26	94	32 %
烽火通信	11-03-07	210	51 %
中天科技			全流通
鹏 博 士	09-07-06	33	5 %
中创信测			全流通
亿阳信通	09-06-26	94	32 %
东信和平			全流通
*ST 大唐			全流通
三维通信	10-02-15	63	52 %
武汉凡谷	10-02-13	3	0.5 %
	10-12-07	412	11 %
拓维信息	09-07-23	29	26 %
	11-07-23	54	48 %

目录

一、08年行业在黑暗中等待黎明破晓

二、09年下半年3G逐步改变市场格局

三、09年下半年行业投资策略

四、估值比较

五、风险提示

六、重点公司

中兴通讯（000063）：国内高速增长，海外期待惊喜

■ 公司概况

- 是产品线最为齐全的设备供应商，产业规模和技术能力位居前列
- 国内唯一一家上市的通信设备龙头企业

■ 投资亮点

- 08和09年一季度业绩表明公司具有抵御危机的能力
- 在TD、CDMA、WCDMA 领域都具有优势，直接受益3G
- 3G业务市场份额36 %，有望保持国内第一，占据先发优势
- 危机中海外市场寻求突破，近期签订越南、尼泊尔合同
- 下半年业绩有望超预期

中兴通讯（000063）：规模效应带动新一轮增长

■ 投资评级

■ “增持”

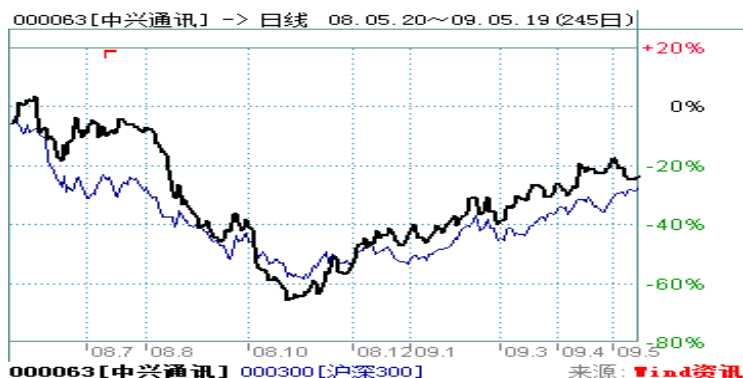
■ 风险揭示

- 占收入一半以上的海外业务增长放缓
- 汇兑损失仍难以控制
- 国内市场竞争加剧，影响公司毛利率

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	442.93	553.66	645.81
增长比率（%）	27.36	24.99	16.64
净利润（亿元）	16.60	23.14	27.57
增长比率（%）	32.58	39.40	19.14
每股收益（元）	0.95	1.32	1.57
市盈率（倍）	30.80	22.21	18.63

注：收盘价为5月25日



武汉凡谷（002194）：3G需求成为主要增长动力

■ 公司概况

- 具有**18**年的射频器件生产历史，公司伴随华为同步成长
- 目前国内排名第一、全球排名第四

■ 投资亮点

- **09**年国内市场需求强劲，海外市场增速放缓
- 公司具有快速研发和纵向一体化集成的竞争优势
- **3G**招标华为、中兴通讯排名前两位，对公司业绩有促进作用
- 公司已获得诺基亚、摩托罗拉、中兴通讯、爱立信等的采购认证，即将批量采购

武汉凡谷（002194）：3G需求成为主要增长动力

■ 投资评级

■ “增持”

■ 风险揭示

- 公司份额已达10%，增长潜力受限
- 国人通信和Powerwave进入带来冲击
- 竞争加剧，影响公司盈利能力

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	14.09	18.96	24.39
增长比率（%）	36.56	34.56	28.64
净利润（亿元）	3.29	4.22	5.01
增长比率（%）	43.68	28.27	18.72
每股收益（元）	0.59	0.76	0.90
市盈率（倍）	27.69	21.50	18.15

注：收盘价为5月25日



免责条款

■ 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上

■ 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上

■ 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本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。本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。本报告的版权仅为本公司所有，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



谢 谢

中原证券研究所联系人：马嶽琦

电话：021-50585908 传真：021-50587779

地址：上海浦东世纪大道1600号浦项商务广场18F

邮编：200122