

电信服务行业 2010 年下半年报告

评级：持有 维持评级

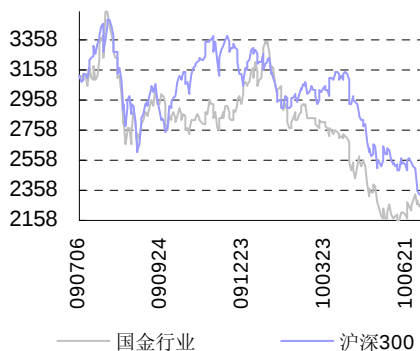
行业研究

长期竞争力评级：等于行业均值

行业收入拐点已现，利润拐点尚待时日

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	33.72
市场优化平均市盈率	29.70
国金电信服务指数	2258.78
沪深 300 指数	2534.11
上证指数	2382.90
深证成指	9227.89
中小板指数	5091.66



相关报告

- 1.《成长、价值、趋势将成为 2010 年投资主线》，2009.11.18
- 2.《电信手机单向收费对三大运营商的影响》，2009.9.24
- 3.《行业拐点在 Q4,但联通亮点在 Q3 最多》，2009.7.15

陈运红 分析师 SAC 执业编号：S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

投资建议

- **行业策略：**1) 我们预计 2010 年电信行业收入增速预计 7.30% (09 年 3.5%)，增长的主要驱动力来自于移动长途业务的刚性需求、3G 业务和宽带业务的可选需求；刚性需求和可选需求都将随着工资上涨和资费下调将出现逐步释放的趋势，电信行业的整体投资机会日渐来临；2) 从投资策略看，我们认为激进投资者可重点关注中国联通的弹性空间，稳健投资者可关注中国移动的稳定回报，战略投资者重点关注中国电信的中长期投资机会；3) 整体而言，我们仍维持两年前的观点：中移动一股独大难改、中国电信将成重组后最大受益者的判断。
- **推荐组合：**中电信买入评级，目标价 5.46-8.44 元港币；中国联通买入评级，其中红筹估值区间为 12.68-13.86 港币、联通 A 股估值区间为 5.53-6.01 元 RMB；中移动维持持有评级。

行业观点：行业利润向移动集中、移动用户份额向电信转移、客户结构优化看联通 3G

- **中国移动一股独大的趋势进一步集中：**中移动收入占行业收入占比约 55%，净利占比预计超过 85%以上，行业利润进一步向中移动集中。
- **中国电信移动用户获得快速发展：**从移动用户份额看，中国电信从 08/Q4 的 4.51%预计提升到 10/Q2 的 9.71%，移动份额提升最快。
- **中国联通移动客户结构因 3G 而得以优化：**移动用户 MOU 从 09 年/Q2 的 236 分钟预计提升到 2010 年/Q2 的 256 分钟，ARPU 值从 09 年同期的 41.3 元提升到 2010 年/Q2 的 43.7 元，ARPU 值和 MOU 出现上涨的关键源于新增 3G 用户改善了用户结构。

2010 年运营商中报业绩前瞻

- **2010 年 1-6 月电信行业收入增速预计为 7.35%：**电信行业收入预计 4198 亿元（较 09 年同期增长 7.35%），其中固定业务收入预计为 1229 亿元（同比下滑 4.91%），移动收入预计为 2968 亿元（增长 13.44%）；行业净利润预计为 675.6 亿元，同比下滑 3.15%。
- **中国电信中报 EPS 预计 0.076 元：**2010 年 1-6 月中国电信合并收入预计 1049 亿元（增速 5.13%），其中固定业务收入 835 亿元（下滑 4.9%），移动业务收入 215 亿元（67.7%）；实现净利润 61 亿元，较去年同期下滑 31%；
- **联通 A 股中报预计 EPS0.033 元、联通红筹 EPS 预计为 0.087 元：**2010 年 1-6 月中国联通收入预计为 813 亿元（增速 4%），其中固定业务收入预计为 394 亿元（下滑 6.84%）、移动业务 419 亿元（增长 16.7%）；联通红筹公司实现净利润预计为 19.9 亿元、联通 A 股净利润预计为 6.96 亿元（同比下滑 70%）。
- **中国移动中报预计 EPS 为 2.97 元：**2010 年 1-6 月中国移动收入预计 2333 亿元（增速 9.59%），净利润 595 亿元（同比增长 9.7%）。

图表1：2010年下半年电信行业投资策略：中电信和中联通维持买入、中移动持有评级

(2010-07-03)	最新	最新股价		EPS (RMB)		PE		BPS (RMB)		PB		ROE(%)	
公司名称	评级	港币	RMB	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
中国电信	买入	3.66	3.23	0.179	0.267	18.02	12.09	2.89	3.10	1.12	1.04	6.20	8.60
中国移动	持有	77.80	68.59	6.382	6.819	10.75	10.06	31.68	35.94	2.17	1.91	20.15	18.97
联通红筹	买入	10.56	9.31	0.184	0.495	50.49	18.81	9.39	9.78	0.99	0.95	2.38	5.06
联通A股	买入		5.24	0.081	0.200	64.57	26.14	3.41	3.55	1.54	1.48	2.38	5.06

来源：国金证券研究所

图表2：国际运营商估值比较：2010年平均PE10X、平均PB 1.51 X

公司名称	评级	股价 (2010-06-23)	货币	EPS		PE		BPS		PB		ROE(%)	
				2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
德国电信		11.86	USD	0.91	0.94	13.09	12.73	10.34	10.29	1.16	1.16	8.81	9.05
AT&T		25.36	USD	2.25	2.44	11.27	10.40	17.47	18.07	1.45	1.40	13.07	13.64
NTT		40.55	USD	3.74	4.12	10.59	9.75	61.41	65.68	0.64	0.61	6.07	6.32
意大利电信		1.18	USD	0.14	0.15	8.44	7.95	1.77	1.84	0.67	0.65	8.05	8.09
英国电信		2.01	USD	0.22	0.25	9.16	7.97	0.93	0.78	2.16	2.57	100.35	(6.03)
KDDI		4707.47	USD	563.41	600.53	8.19	7.76	4970.17	5420.64	0.93	0.86	12.29	11.66
VERIZON		29.06	USD	2.26	2.41	12.86	12.04	15.07	15.71	1.93	1.85	12.32	12.88
法国电信		18.59	USD	2.16	2.21	8.69	8.47	12.60	12.98	1.49	1.44	17.00	16.75
VODAFONE		2.10	USD	0.23	0.23	9.11	8.99	2.49	2.61	0.83	0.81	9.35	9.25
SKT		137.54	USD	16.44	18.82	8.30	7.25	121.15	132.23	1.13	1.03	13.12	13.95
西班牙电信		20.05	USD	2.18	2.28	9.26	8.88	6.12	6.49	3.31	3.12	34.86	35.25
SPRINT		4.32	USD	(0.66)	(0.41)			5.53	5.15	0.78	0.84	(13.14)	(9.17)
TELSTRA		2.84	USD	0.27	0.28	10.45	10.28	0.90	0.92	3.17	3.08	30.62	29.98
国际平均						10.18	9.79			1.51	1.49	19.44	11.66

来源：bloomberg,国金证券研究所

图表3：2010年上半年国内电信行业收入增速预计为7.35%、净利润下滑3.15%

单位：亿元	行业-固定业务(亿元)			行业-移动业务(亿元)			行业合计(亿元)		
	2009-06-31	2010-6-30		2009-06-31	2010-6-30		2009-06-31	2010-6-30	
	累计 预测	累计 预测	同比 增速	累计 预测	累计 预测	同比 增速	累计 预测	累计 预测	同比 增速
营业收入	1,293.23	1,228.83	-4.98%	2,616.11	2,967.72	13.44%	3,909.33	4,196.55	7.35%
营业成本	897.92	851.33	-5.19%	863.54	1,053.16	21.96%	1,761.45	1,904.49	8.12%
毛利	395.31	377.50	-4.50%	1,712.60	1,914.56	11.79%	2,107.91	2,292.06	8.74%
经营费用	249.37	237.49	-4.76%	935.77	1,172.26	25.27%	1,185.14	1,409.75	18.95%
营业利润	139.97	134.16	-4.15%	703.66	725.97	3.17%	843.63	860.13	1.96%
财务费用	24.08	26.38	9.56%	-20.43	-14.22	-30.38%	3.65	12.16	233.12%
利润总额	146.78	111.05	-24.34%	781.82	789.49	0.98%	928.60	900.53	-3.02%
所得税费用	36.21	27.76	-23.34%	194.71	197.46	1.41%	230.92	225.22	-2.47%
少数股东损益	0.95	0.95	0.00%	1.96	2.37	21.02%	2.91	3.32	14.15%
净利润	109.61	82.34	-24.89%	588.09	593.35	0.90%	697.70	675.69	-3.15%

来源：综合统计中国电信、中国移动和新联通的报表，国金证券研究所

内容目录

2010 年上半年电信行业经营发展分析与预测	6
收入增速拐点已现，利润拐点尚需时日	6
各运营商经营业绩各有千秋	7
2010 年 1-6 月各运营商中报业绩前瞻	8
行业重点公司业绩预测及投资建议	11
中国电信（0728.HK）：买入评级，目标价 5.46-8.44 元港币	11
中国联通：买入评级，联通 A 股估值区间为 5.53-6.01 元 RMB	12
中国移动：维持持有评级	13
2010 年 1-5 月电信行业基本情况	14
电信固定资产投资同比继续下滑，移动通信收入占比继续增加	14
固定电话业务继续小幅下降	14
宽带用户累计达到 11301 万户	15
移动电话用户达到 79591 万户，各业务平稳增长。	15
移动电话长途资费下调使移动长途业务量大幅攀升	16
中国电信	17
联通	18
中国移动	18
中国移动，新联通，中国电信移动电话用户市场份额比较	19
新联通，中国电信，铁通等宽带用户市场份额比较	20

图表目录

图表 1：2010 年下半年电信行业投资策略：中电信和中联通维持买入、中移动持有评级	2
图表 2：国际运营商估值比较：2010 年平均 PE10X、平均 PB 1.51 X	2
图表 3：2010 年上半年国内电信行业收入增速预计为 7.35%、净利润增速为-3.15%	2
图表 21：09/Q3 是行业收入增速谷底已明朗，何时是行业净利润增速谷底尚待确定	6
图表 22：移动化趋势依旧：移动业务收入占比从 08 年 65.5%提升到 10/Q2 的 70.7%	6
图表 21：移动业务逐步复苏：电信、联通增速超移动	6
图表 22：固定业务仍处于低谷：电信较联通更稳健	6
图表 17：中国移动受益于移动化趋势和用户规模垄断地位，收入增速仍高于电信和联通	7
图表 18：2010 年 1-6 月中国移动收入占比约 55%，净利占比预计超过 85%以上	7

图表 5：重组以来中国电信移动用户份额快速提升：从 08/Q4 的 4.51%提升到 10/Q2 的 9.71%.....	7
图表 6：电信移动用户规模获得突破：2010 年底预计接近 1 亿用户	7
图表 15：中移动和电信移动用户 ARPU 处于下降通道，联通 ARPU 值于 10/Q1 出现好转	8
图表 16：中国联通移动 ARPU 和 MOU 持续改善的关键：3G 用户优化了用户结构	8
图表 14：2010 年 5 月中国联通 3G 份额为 29%	8
图表 15：中国 联通 3G 用户发展趋势	8
图表 24：2010/Q2 运营商用户规模及用户增速假设	9
图表 25：2010/Q2 各运营商用户消费指标假设前提	9
图表 4：2010 年上半年我国电信行业收入预计增长 7.33%，其中固定业务下滑 2.91%，移动增长 11.99%.....	错误！未定义书签。
图表 54：2010 年 1-6 月中国电信收入增速预计 5.13%、净利润下滑 31%，中报预计 EPS0.076 元	10
图表 48：2010 年 1-6 月中国联通收入增速预计 4%、净利润下滑 70%，联通 A 股中报预计 EPS0.033 元	10
图表 3：2010 年 1-6 月中国移动收入增速预计 9.59%、净利润增长 9.7%，中报预计 EPS2.97 元	10
图表 55：中国电信合并收入损益表预测：2010 年合并收入预计增长 7.1%、净利润增速 0.43%.....	11
图表 49：移动业务是拉动业绩增长的关键因素：2011 年预计实现净利 21 亿元	11
图表 29：中国电信合理估值区间：5.46-8.44 元港币	11
图表 47：新联通合并收入损益表预测：2010 年收入增速预计 4.76%、净利下滑 46%	12
图表 49：联通后续增长动力看 3G 业务发展：2011 年 3G 业务预计扭亏	12
图表 50：联通红筹估值区间：12.68-13.86 港币	12
图表 51：联通 A 股估值区间：5.53-6.01 元 RMB	12
图表 60：中国移动基本情况.....	13
图表 61：2010 年中移动收入预计增长 8.26%、净利润增速预计 11.03%	13
图表 62：2011 年中移动收入预计增长 7.92%、净利润增速预计 6.85%	13
图表 18：电信主营业务收入每月净增 (单位:亿元).....	14
图表 19：电信主营业务收入构成(单位:亿元).....	14
图表 20：电信固定资产投资每月净增 (单位:亿元).....	14
图表 21：固定电话用户累计	15
图表 22：固定电话用户累计同比	15
图表 23：互联网宽带接入用户每月净增(单位:万户)	15
图表 24：互联网宽带接入用户累计同比	15

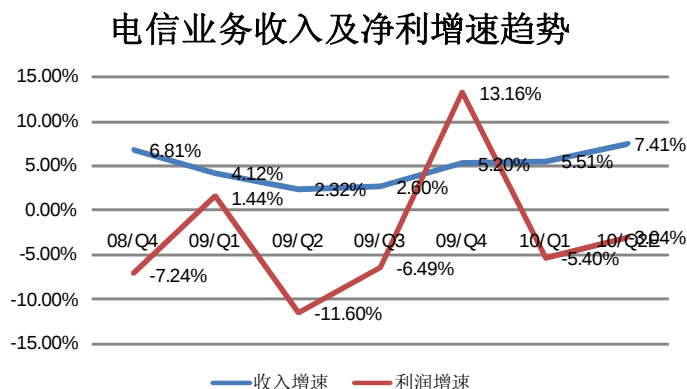
图表 25：移动电话用户累计同比	16
图表 26：移动电话用户每月净增(单位:万户).....	16
图表 27：2009 长途电话通话量构成比较 (单位：亿分钟)	16
图表 28：2009 长途电话通话量构成百分比.....	16
图表 29：2010 长途电话通话量构成比较 (单位：亿分钟)	17
图表 30：2010 长途电话通话量构成百分比.....	17
图表 31：移动电话用户累计(单位:万户).....	17
图表 32：移动电话用户月度新增(单位:万户).....	17
图表 33：固定电话用户月度新增(单位:万户).....	17
图表 34：宽带用户月度新增(单位:万户).....	17
图表 35：2G 移动电话用户月度新增(单位:万户)	18
图表 36：宽带用户累计(单位:万户)	18
图表 37：3G 移动电话用户累计(单位:万户)	18
图表 38：3G 移动电话用户月度新增(单位:万户)	18
图表 39：移动电话用户累计同比增速	19
图表 40：移动电话用户月度新增(单位:万户).....	19
图表 41：3G 移动电话用户累计(单位:万户)	19
图表 42：3G 移动电话用户月度新增(单位:万户)	19
图表 43：移动用户市场份额.....	19
图表 44：移动电话用户月净增(单位:万户)	19
图表 45：宽带用户市场份额.....	20
图表 46：宽带用户月净增(单位:万户).....	20

2010 年上半年电信行业经营发展分析与预测

收入增速拐点已现，利润拐点尚需时日

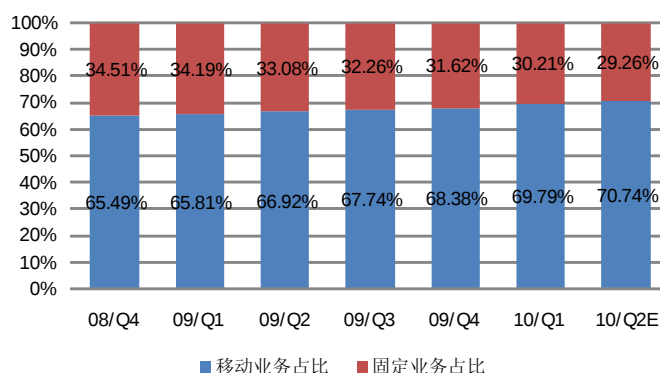
- **行业利润增长的拐点需待 2011 年以后**：电信行业收入增速预计从 09 年 3.5% 提升到 2010 年的 7.30%，增量的主要驱动力来自于传统业务刚性需求复苏、3G 业务和宽带业务增量需求释放，但是，收入增长并不说明利润同步增长，因为当前 3G 用户获取的主要手段依赖于终端补贴、资费优惠，赚了用户而不赚钱的局面预计将持续 1-2 年左右。
- **从 3G 业务竞争看，面临竞争加剧的风险**：3G 业务当前处于导入期，用户规模是竞争第一步。中国移动 3G 策略是定位低端，获取用户手段是大规模的终端补贴和资费补贴；中国电信在移动业务竞争策略，通过固网和移动的业务捆绑交叉补贴以及大规模手机终端补贴获取用户规模性增长；中国联通在 3G 业务定位中高端，竞争策略正在从以产业链领先优势、低资费补贴的被动式拓展向规模性资费补贴为主、适度终端补贴为辅的主动式发展方式转型；整体而言，用户规模第一、利润第二的 3G 竞争策略至少要持续 1-2 年以上。
- **从固网宽带业务看，三网融合实施将导致宽带业务竞争主体从过去 2 家增加到 4 家，打破垄断、资费下调是必然趋势，这也是国家推荐三网融合的主要目的之一。**

图表4：09/Q3 是行业收入增速谷底已明朗，何时是行业净利润增速谷底尚待确定

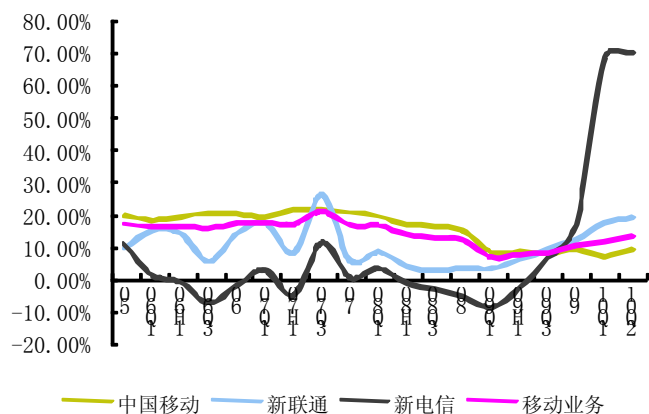


来源：国金证券研究所

图表5：移动化趋势依旧：移动业务收入占比从 08 年 65.5% 提升到 10/Q2 的 70.7%

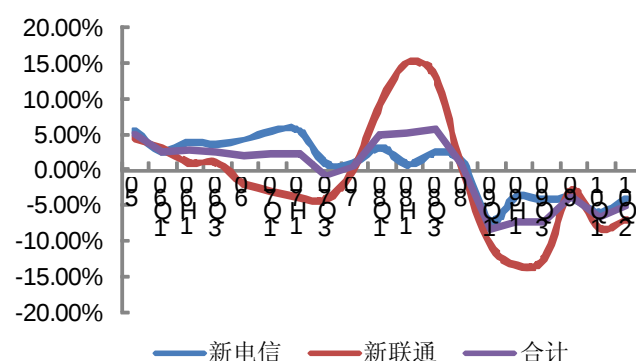


图表6：移动业务逐步复苏：电信、联通增速超移动



来源：国金证券研究所

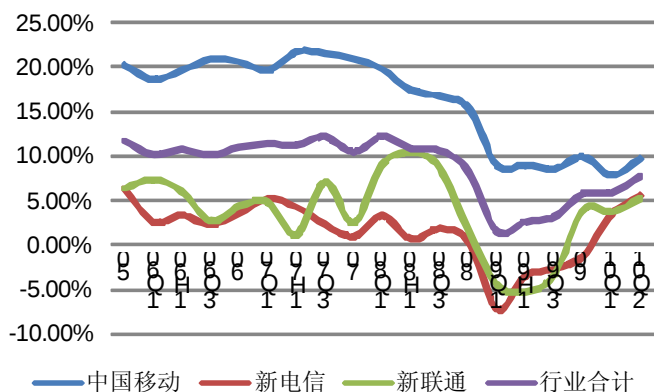
图表7：固定业务仍处于低谷：电信较联通更稳健



各运营商经营业绩各有千秋

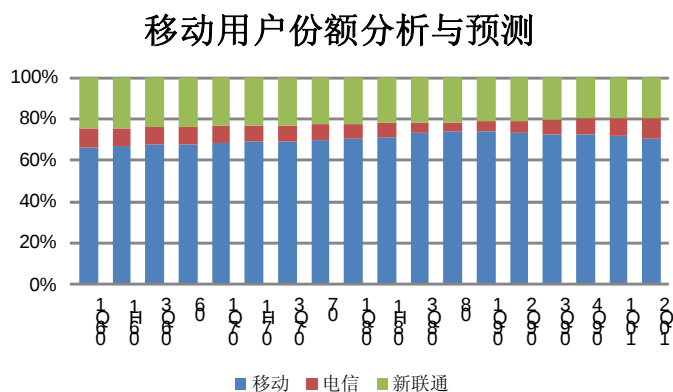
- **中国移动一股独大的趋势进一步集中**：从收入增速看，2010 年 1-6 月中国移动收入增速预计为 9.59%，而中国电信增速预计为 5.15%、联通预计为 4%；从利润增速看，中国移动中期净利润预计增长 9.7%，而中国电信下滑 31%、联通预计下滑 70%；从市场份额看，中移动收入占行业收入占比约 55%，净利占比预计超过 85%以上，行业利润进一步向中移动集中。
- **中国电信移动用户获得快速发展**：2010 年 1-6 月中国电信移动用户规模预计到达 7519 万户，较 09 年同期增长 91.4%；从移动用户份额看，从 08/Q4 的 4.51%预计提升到 10/Q2 的 9.71%。
- **中国联通移动客户结构因 3G 而得以优化**：移动用户 MOU 从 09 年/Q2 的 236 分钟提升到 256 分钟，ARPU 值从 09 年同期的 41.3 元提升到 43.7 元，ARPU 值和 MOU 出现上涨的关键源于新增 3G 用户改善了用户结构。

图表8：中国移动受益于移动化趋势和用户规模垄断地位，收入增速仍高于电信和联通



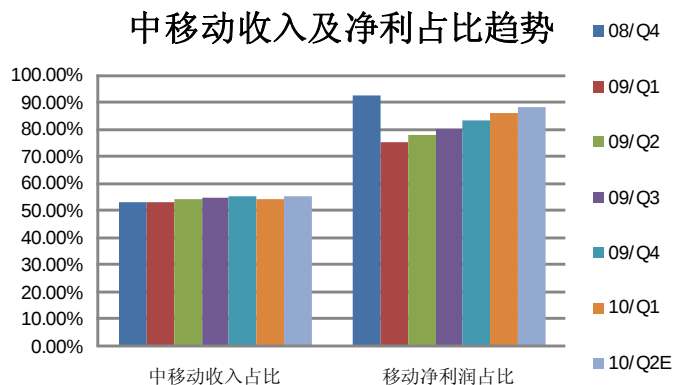
来源：国金证券研究所

图表10：重组以来中国电信移动用户份额快速提升：从 08/Q4 的 4.51% 提升到 10/Q2 的 9.71%



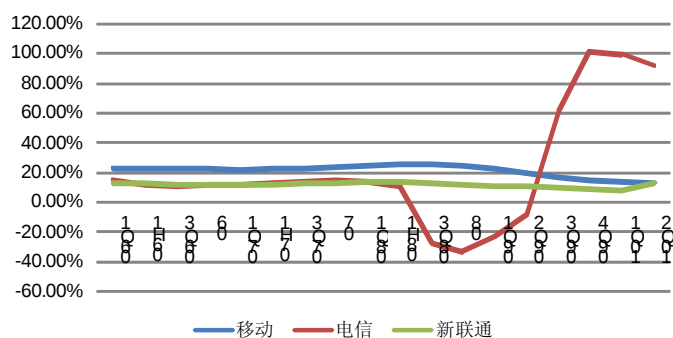
来源：国金证券研究所

图表9：2010 年 1-6 月中国移动收入占比约 55%，净利占比预计超过 85% 以上

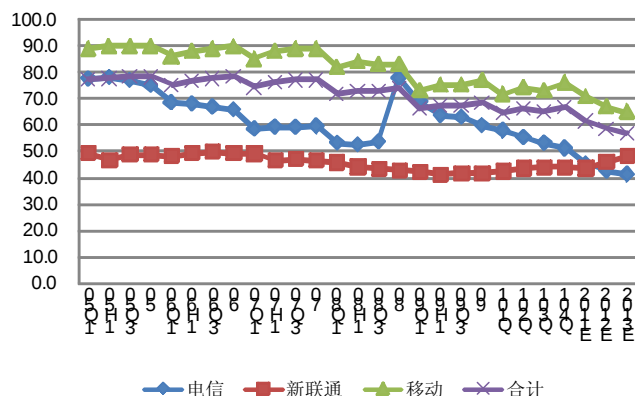


图表11：电信移动用户规模获得突破：2010 年底预计接近 1 亿用户

移动用户增速比较分析与预测

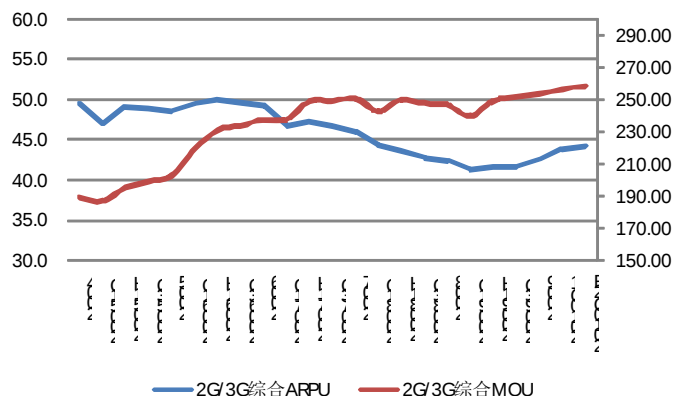


图表12：中移动和电信移动用户 ARPU 处于下降通道，联通 ARPU 值于10/Q1 出现好转

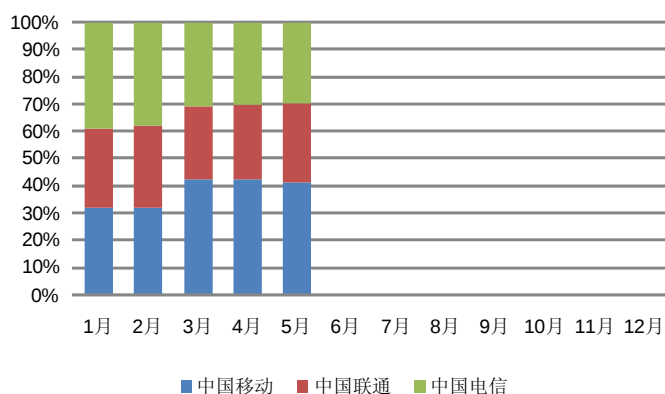


来源：国金证券研究所

图表13：中国联通移动 ARPU 和 MOU 持续改善的关键：3G 用户优化了用户结构

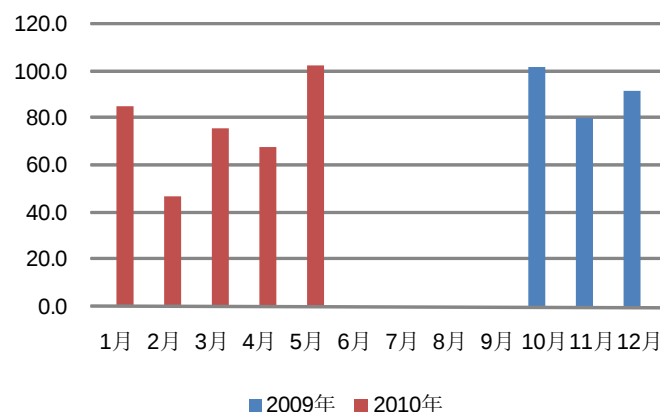


图表14：2010 年5 月中国联通3G 份额为29%



来源：国金证券研究所

图表15：中国 联通3G 用户发展趋势



2010 年 1-6 月各运营商中报业绩前瞻

- 2010 年 1-6 月我国电信行业预计实现收入 4198 亿元（较 09 年同期增长 7.35%），其中固定业务收入预计为 1229 亿元（同比下滑 4.91%），移动收入预计为 2968 亿元（增长 13.44%）；行业净利润预计为 675.6 亿元，同比下滑 3.15%。
- ◆ 中国电信中报 EPS 预计 0.076 元：2010 年 1-6 月中国电信合并收入预计 1049 亿元（增速 5.13%），其中固定业务收入 835 亿元（下滑 4.9%），移动业务收入 215 亿元（67.7%）；实现净利润 61 亿元，较去年同期下滑 31%；
- ◆ 联通 A 股中报预计 EPS0.033 元、联通红筹 EPS 预计为 0.087 元：2010 年 1-6 月中国联通收入预计为 813 亿元（增速 4%），其中固定业务收入预计为 394 亿元（下滑 6.84%）、移动业务 419 亿元（增长 16.7%）；联通红筹公司实现净利润预计为 19.9 亿元、联通 A 股净利润预计为 6.96 亿元（同比下滑 70%）。
- ◆ 中国移动中报预计 EPS 为 2.97 元：2010 年 1-6 月中国移动收入预计 2333 亿元（增速 9.59%），净利润 595 亿元（同比增长 9.7%）。

图表16：2010/Q2 运营商用户规模及用户增速预测

单位：百万户	宽带用户数量				移动用户				固定电话用户			
	08H1	09Q2	10Q2	增减	08H1	09Q2	10Q2	增减	08H1	09Q2	10Q2	增减
电信	39.95	49.05	58.37	19.00%	4316.90	3928.00	7519.13	91.42%	214.89	199.36	180.40	-9.51%
新联通	23.36	34.91	42.59	22.00%	12759.90	14037.70	15745.71	12.17%	108.51	108.45	100.17	-7.63%
其他或移动	12.70	9.52	13.83	45.33%	41458.90	49312.40	55389.62	12.32%	0.00	0.00	0.00	#DIV/0!
合计	76.01	93.48	114.80	22.80%	58535.70	67278.10	78654.46	16.91%	323.40	307.81	280.57	-8.85%
用户份额	宽带用户份额				移动用户份额				固定电话份额			
	08H1	09Q2	10Q2	增减	08H1	09Q2	10Q2	增减	08H1	09Q2	10Q2	增减
电信	52.6%	52.5%	50.8%	-3.1%	7.4%	5.8%	9.6%	63.74%	60.3%	60.4%	59.6%	-1.31%
新联通	30.7%	37.3%	37.1%	-0.65%	21.8%	20.9%	20.0%	-4.06%	30.45%	32.87%	33.11%	0.74%
其他或移动	16.7%	10.2%	12.1%	18.3%	70.8%	73.3%	70.4%	-3.92%	0.0%	0.0%	0.0%	#DIV/0!
合计	100.0%	100.0%	100.0%	0.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.00	90.8%	93.3%	92.7%	-0.59%
用户同比增速	宽带用户增速				移动用户增速				固定电话增速			
	08H1	09Q2	10Q2	增减	08H1	09Q2	10Q2	同比增速	08H1	09Q2	10Q2	同比增速
电信	24.1%	22.8%	19.0%	-16.59%	10.5%	-9.0%	91.4%	-1114.83%	-4.28%	-7.23%	-9.51%	31.60%
新联通	36.4%	49.5%	22.0%	-55.55%	13.4%	10.0%	12.2%	21.50%	-5.71%	-0.05%	-7.63%	14183.58%
其他或移动	25.5%	-25.1%	45.3%	-280.90%	24.7%	18.9%	12.3%	-34.94%	0.00%	0.00%	0.00%	#DIV/0!
合计	27.9%	23.0%	22.8%	-0.82%	20.9%	17.1%	18.5%	8.07%	-4.39%	-7.41%	-8.31%	12.17%

来源：国金证券研究所

图表17：2010/Q2 各运营商用户消费指标预测

	移动业务-MOU				移动业务-ARPU				移动非语音业务-ARPU			
	08H1	09Q2	10Q2	增减	08H1	09Q2	10Q2	增减	08H1	09Q2	10Q2	增减
电信	243.00	350.00	311.51	-11.00%	52.70	63.57	55.34	-12.95%	14.43	18.17	19.88	9.43%
新联通	242.40	239.20	256.27	7.14%	44.30	41.30	43.76	5.96%	10.88	11.64	12.41	6.63%
移动	496.00	490.00	496.00	1.22%	84.00	75.00	74.28	-0.96%	22.53	20.96	21.06	0.48%
合计	422.06	429.50	430.37	0.20%	73.04	67.30	66.36	-1.39%	19.40	18.85	19.21	1.93%
	固定业务-MOU				固定电话-ARPU				宽带业务-ARPU			
	08H1	09Q2	10Q2	增减	08H1	09Q2	10Q2	增减	08H1	09Q2	10Q2	增减
电信	183.49	171.69	163.99	-4.48%	38.69	33.57	28.35	-15.54%	85.90	81.55	76.29	-6.44%
新联通	168.00	163.65	152.44	-6.85%	38.46	32.00	28.74	-10.20%	84.76	60.20	55.38	-8.00%
其他	0.00	0.00	0.00	#DIV/0!	0.00	0.00	0.00	#DIV/0!	0.00	0.00	0.00	#DIV/0!
合计	161.82	157.54	148.28	-5.88%	35.04	30.80	26.42	-14.22%	85.48	72.67	67.47	-7.15%

来源：国金证券研究所

图表18：2010 年上半年国内电信行业收入增速预计为 7.35%、净利润下滑 3.15%

单位：亿元	行业-固定业务(亿元)			行业-移动业务(亿元)			行业合计(亿元)		
	2009-06-31	2010-6-30	同比增速	2009-06-31	2010-6-30	同比增速	2009-06-31	2010-6-30	同比增速
营业收入	1,293.23	1,228.83	-4.98%	2,616.11	2,967.72	13.44%	3,909.33	4,196.55	7.35%
营业成本	897.92	851.33	-5.19%	863.54	1,053.16	21.96%	1,761.45	1,904.49	8.12%
毛利	395.31	377.50	-4.50%	1,712.60	1,914.56	11.79%	2,107.91	2,292.06	8.74%
经营费用	249.37	237.49	-4.76%	935.77	1,172.26	25.27%	1,185.14	1,409.75	18.95%
营业利润	139.97	134.16	-4.15%	703.66	725.97	3.17%	843.63	860.13	1.96%
财务费用	24.08	26.38	9.56%	-20.43	-14.22	-30.38%	3.65	12.16	233.12%
利润总额	146.78	111.05	-24.34%	781.82	789.49	0.98%	928.60	900.53	-3.02%
所得税费用	36.21	27.76	-23.34%	194.71	197.46	1.41%	230.92	225.22	-2.47%
少数股东损益	0.95	0.95	0.00%	1.96	2.37	21.02%	2.91	3.32	14.15%
净利润	109.61	82.34	-24.89%	588.09	593.35	0.90%	697.70	675.69	-3.15%

来源：综合统计中国电信、中国移动和新联通的报表，国金证券研究所

图表19：2010年1-6月中国电信收入增速预计5.13%、净利润下滑31%，中报预计EPS0.076元

单位：亿元	中国电信-固定业务(亿元)			中国电信-移动业务(亿元)			中国电信合计(亿元)		
	2009-06-31	2010-6-30	同比 增速	2009-06-31	2010-6-30	同比 增速	2009-06-31	2010-6-30	同比 增速
	累计 实际	累计 预测		累计 实际	累计 预测		累计 实际	累计 预测	
营业收入	870.10	834.57	-4.08%	128.14	214.85	67.67%	998.24	1,049.42	5.13%
营业成本	582.97	559.16	-4.08%	78.15	120.83	54.62%	661.12	679.99	2.86%
毛利	287.13	275.41	-4.08%	49.99	94.02	88.08%	337.12	369.43	9.58%
经营费用	146.18	143.55	-1.80%	93.40	155.14	66.10%	239.58	298.68	24.67%
营业利润	140.96	131.86	-6.45%	-43.41	-61.12	40.79%	97.54	70.74	-27.48%
财务费用	18.27	20.86	14.19%	4.00	5.20	30.00%	22.27	26.06	17.03%
利润总额	122.68	111.00	-9.53%	-2.63	-28.11	968.75%	120.05	82.88	-30.96%
所得税费用	30.67	27.75	-9.53%	-0.66	-7.03	968.75%	30.01	20.72	-30.96%
净利润	91.06	82.30	-9.62%	-1.97	-21.09	968.75%	89.09	61.21	-31.29%
股本	809.34	809.36	0.00%	809.32	809.32	0.00%	809.34	809.36	0.00%
每股收益(元)	0.113	0.102	-9.63%	-0.002	-0.026	968.75%	0.110	0.076	-31.29%
净利润同比增长	-27.92%	-9.62%	-65.53%	na	na		-29.49%	-31.29%	6.13%

来源：国金证券研究所

图表20：2010年1-6月中国联通收入增速预计4%、净利润下滑70%，联通A股中报预计EPS0.033元

单位：亿元	新联通-移动业务(亿元)			新联通-固定业务(亿元)			新联通合计(亿元)		
	2009-06-31	2010-6-30	同比 增速	2009-06-31	2010-6-30	同比 增速	2009-06-31	2010-6-30	同比 增速
	累计 实际	累计 预测		累计 实际	累计 预测		累计 实际	累计 预测	
收入(含终端收入)	358.84	418.99	16.76%	423.13	394.26	-6.82%	781.96	813.25	4.00%
营业成本	213.58	279.78	31.00%	314.95	290.20	-7.86%	528.53	569.97	7.84%
毛利	145.26	139.21	-4.16%	108.18	104.07	-3.80%	253.44	243.28	-4.01%
经营费用	79.28	107.00	34.97%	103.19	93.94	-8.96%	182.47	200.94	10.13%
营业利润	46.04	15.88	-65.51%	-0.98	4.27	-534.63%	45.06	20.15	-55.27%
财务费用	-2.69	3.12	-215.84%	5.81	5.52	-5.00%	3.11	8.63	177.16%
利润总额	61.69	23.85	-61.33%	24.09	2.02	-91.62%	85.78	25.87	-69.84%
所得税费用	14.19	5.49	-61.33%	5.54	0.46	-91.62%	19.73	5.95	-69.84%
红筹净利润	47.50	18.37	-61.33%	18.55	1.56	-91.62%	66.05	19.92	-69.84%
A股净利润	16.58	6.41	-61.33%	6.48	0.54	-91.62%	23.06	6.96	-69.84%
通红筹股本(亿股)	229.17	229.17	0.00%	229.17	229.17	0.00%	229.17	229.17	0.00%
红筹EPS(元)	0.207	0.080	-61.33%	0.081	0.007	-91.62%	0.288	0.087	-69.84%
A股EPS(元)	0.078	0.030	-61.33%	0.030	0.003	-91.62%	0.109	0.033	-69.84%

来源：国金证券研究所

图表21：2010年1-6月中国移动收入增速预计9.59%、净利润增长9.7%，中报预计EPS2.97元

单位：亿元	中国移动(亿元)		
	2009-06-31	2010-6-30	同比 增速
	累计 预测	累计 预测	
营业收入	2,129.13	2,333.28	9.59%
营业成本	611.78	653.32	6.79%
毛利	1,517.35	1,679.96	10.72%
经营费用	816.32	909.98	11.47%
营业利润	701.03	769.98	9.84%
财务费用	-21.74	-22.54	3.67%
利润总额	722.77	792.52	9.65%
所得税费用	181.18	198.72	9.68%
净利润	542.56	595.13	9.69%
股本	200.32	200.32	0.00%
每股收益(元)	2.71	2.97	9.69%

来源：综合统计中国电信、中国移动和新联通的报表，国金证券研究所

行业重点公司业绩预测及投资建议

中国电信 (0728.HK) : 买入评级, 目标价 5.46-8.44 元港币

图表22：中国电信合并收入损益表预测：2010 年合并收入预计增长 7.1%、净利润增速 0.43%

单位：亿元	中国电信-固定业务(亿元)			中国电信-移动业务(亿元)			中国电信合计(亿元)		
	2009-12-31	2010E		2009-12-31	2010E		2009-12-31	2010E	
	累计实际	累计预测	同比增速	累计实际	累计预测	同比增速	累计实际	累计预测	同比增速
营业收入	1,734.07	1,708.30	-1.49%	302.00	472.43	56.43%	2,036.07	2,180.74	7.11%
营业成本	1,161.83	1,144.56	-1.49%	179.08	263.26	47.01%	1,340.91	1,407.83	4.99%
毛利	572.24	563.74	-1.49%	122.92	209.17	70.17%	695.16	772.91	11.18%
经营费用	298.26	290.41	-2.63%	191.86	301.32	57.05%	490.12	591.73	20.73%
营业利润	273.98	273.33	-0.24%	-68.95	-92.15	33.65%	205.04	181.18	-11.64%
财务费用	43.35	42.71	-1.49%	8.00	10.40	30.00%	51.35	53.11	3.42%
利润总额	230.63	230.62	0.00%	-38.34	-37.51	-2.16%	192.29	193.11	0.43%
所得税费用	57.66	57.66	0.00%	-9.58	-9.38	-2.16%	48.07	48.28	0.43%
净利润	172.02	172.02	0.00%	-28.75	-28.13	-2.16%	143.27	143.88	0.43%
股本	809.36	809.36	0.00%	809.32	809.32	0.00%	809.36	809.36	0.00%
每股收益(元)	0.213	0.213	0.00%	-0.036	-0.035	-2.16%	0.177	0.178	0.43%

来源：国金证券研究所

图表23：移动业务是拉动业绩增长的关键因素：2011 年预计实现净利 21 亿元

固网业务(百万)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收入	180,659.79	173,407.41	170,830.46	175,321.72	182,013.12
增速	1.12%	-4.01%	-1.49%	2.63%	3.82%
净利润	1,020.36	17,297.39	17,296.58	19,460.71	21,568.56
增速	12.61%	1595.23%	0.00%	12.51%	10.83%
移动业务(百万)	4Q/08A	2009A	2010E	2011E	2012E
移动业务收入	6,154.00	30,200.00	47,243.26	66,180.20	89,995.14
终端收入	500.00	5,420.00	6,504.00	7,154.40	8,585.28
增速	1.63%	30.79%	50.89%	36.44%	34.43%
净利润	-212.36	-2,875.39	-2,813.20	2,132.68	8,496.32
增速		-1254.03%	2.16%	175.81%	298.39%

来源：国金证券研究所

图表24：中国电信合理估值区间：5.46-8.44 元港币

中国电信(RMB)	2010E	2011E	2012E	2013E
固网业务EPS	0.214	0.240	0.267	0.280
移动业务EPS	-0.035	0.026	0.105	0.206
合并EPS	0.179	0.267	0.371	0.486
业务估值PE	2010E	2011E	2012E	2013E
全业务固网业务	15.0	14.0	13.0	12.0
移动业务	用户价值	用户价值	30.0	20.0
累计新增移动用户(万户)	9,755.3	14,632.9	20,424.6	26,717.9
股价(港币)	2010E	2011E	2012E	2013E
合理价格(港币)	5.46	6.55	7.48	8.44

来源：国金证券研究所

中国联通：买入评级，联通 A 股估值区间为 5.53-6.01 元 RMB
图表25：新联通合并收入损益表预测：2010 年收入增速预计 4.76%、净利下滑 46%

单位：亿元	新联通-移动业务(亿元)			新联通-固定业务(亿元)			新联通合计(亿元)		
	2009-12-31	2010E	同比 增速	2009-12-31	2010E	同比 增速	2009-12-31	2010E	同比 增速
	累计 实际	累计 预测		累计 实际	累计 预测		累计 实际	累计 预测	
收入(含终端收入)	738.48	864.57	17.07%	838.18	787.19	-6.08%	1,576.66	1,651.75	4.76%
营业成本	428.04	573.08	33.88%	628.53	581.15	-7.54%	1,056.57	1,154.23	9.24%
毛利	310.44	291.49	-6.10%	209.65	206.04	-1.72%	520.09	497.52	-4.34%
经营费用	185.26	214.57	15.82%	208.11	187.57	-9.87%	393.37	402.14	2.23%
营业利润	86.22	45.73	-46.96%	-7.01	10.08	-243.75%	79.20	55.82	-29.53%
财务费用	-2.55	6.53	-355.54%	14.85	14.11	-5.00%	12.30	20.63	67.81%
利润总额	111.15	58.99	-46.93%	6.68	4.89	-26.80%	117.83	63.88	-45.78%
所得税费用	25.56	13.57	-46.93%	1.54	1.12	-26.80%	27.10	14.69	-45.78%
红筹净利润	85.59	45.42	-46.93%	5.15	3.77	-26.80%	90.73	49.19	-45.78%
A股净利润	29.88	15.86	-46.93%	1.80	1.31	-26.80%	31.68	17.17	-45.78%
通红筹股本(亿股)	229.17	229.17	0.00%	229.17	229.17	0.00%	229.17	229.17	0.00%
红筹EPS(元)	0.373	0.198	-46.93%	0.022	0.016	-26.80%	0.396	0.215	-45.78%
A股EPS(元)	0.141	0.075	-46.93%	0.008	0.006	-26.80%	0.149	0.081	-45.78%

来源：国金证券研究所

图表26：联通后续增长动力看 3G 业务发展：2011 年 3G 业务预计扭亏

EPS贡献(RMB)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
GSM业务	0.163	0.138	0.166	0.181	0.191	0.201
3G业务	-0.022	-0.072	0.003	0.085	0.164	0.276
固网业务	0.008	0.003	0.018	0.028	0.030	0.033
其他	-0.001	0.012	0.014	0.019	0.028	0.027
联通A股EPS	0.148	0.081	0.200	0.313	0.413	0.537
增速	-84.11%	-45.16%	147.00%	56.18%	32.03%	29.84%
红筹EPS(RMB)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
GSM业务	0.432	0.366	0.441	0.481	0.506	0.532
3G业务	-0.058	-0.190	0.007	0.226	0.436	0.732
固网业务	0.022	0.008	0.047	0.075	0.081	0.088
其他	-0.003	0.031	0.037	0.050	0.074	0.072
联通红筹EPS	0.393	0.215	0.532	0.831	1.097	1.425
增速	-84.11%	-45.16%	147.00%	56.18%	32.03%	29.84%

来源：国金证券研究所

图表27：联通红筹估值区间：12.68-13.86 港币

新联通红筹(RMB)	2009	10E	11E	12E	13E
持续业务EPS	0.409	0.184	0.495	0.782	1.023
每股净资产	9.306	9.435	9.782	10.329	11.045
目标PE			25.0	20.0	16.0
对应股价(港币)			13.86	17.51	18.34
目标PB		1.20	1.14	1.09	1.04
对应股价(港币)		12.68	12.08	11.50	10.95

来源：国金证券研究所

图表28：联通 A 股估值区间：5.53-6.01 元 RMB

A股(RMB)	2009	10E	11E	12E	13E
持续业务EPS	0.148	0.081	0.200	0.313	0.413
每股净资产	3.407	3.547	3.766	3.886	4.074
目标PE			30.0	24.0	19.2
对应股价			6.01	7.51	7.94
目标PB		1.56	1.49	1.41	1.35
对应股价		5.53	5.60	5.50	5.49

中国移动：维持持有评级
图表29：中国移动基本情况

公司基本情况（人民币）						
项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益（元）	1.282	5.649	5.749	6.382	6.819	7.309
净利润增长率	61.90%	340.56%	1.78%	11.01%	6.85%	7.19%
先前预期每股收益（元）						
市盈率（倍）	28.62	11.90	23.99	10.91	10.21	9.53
EV/EBITDA	1.93	6.38	12.22	5.69	5.37	5.11
每股股息（元）	3.669	1.239	0.000	2.553	2.728	2.924
股息率	10.00%	1.84%	0.00%	3.67%	3.92%	4.20%
PE/G（倍）	0.46	0.03	13.50	0.99	1.49	1.33
净资产收益率	6.83%	25.50%	22.74%	20.16%	18.98%	18.04%
每股净资产（元）	18.84	22.15	25.30	31.68	35.94	40.52
市净率（倍）	1.95	3.03	5.45	2.20	1.94	1.72
每股经营性现金（元）	28.04	9.67	10.34	11.95	11.61	12.29
发行股数（百万股）	19,835.16	19,967.82	20,031.91	20,034.74	20,034.74	20,034.74

来源：国金证券研究所

图表30：2010 年中移动收入预计增长 8.26%、净利润增速预计 11.03%

单位：亿元	中国移动 (亿元)		
	2009-12-31 累计 实际	2010E 累计 预测	同比 增速
营业收入	4,521.03	4,894.68	8.26%
营业成本	1,265.12	1,370.51	8.33%
毛利	3,255.91	3,524.17	8.24%
经营费用	1,785.83	1,889.35	5.80%
营业利润	1,470.08	1,634.82	11.21%
财务费用	-46.97	-45.42	-3.30%
利润总额	1,517.05	1,680.24	10.76%
所得税费用	384.59	421.14	9.50%
净利润	1,151.66	1,278.63	11.03%
股本	200.32	200.32	0.00%
每股收益 (元)	5.75	6.38	11.03%
净利润同比增长	1.96%	11.03%	463.00%

来源：国金证券研究所

图表31：2011 年中移动收入预计增长 7.92%、净利润增速预计 6.85%

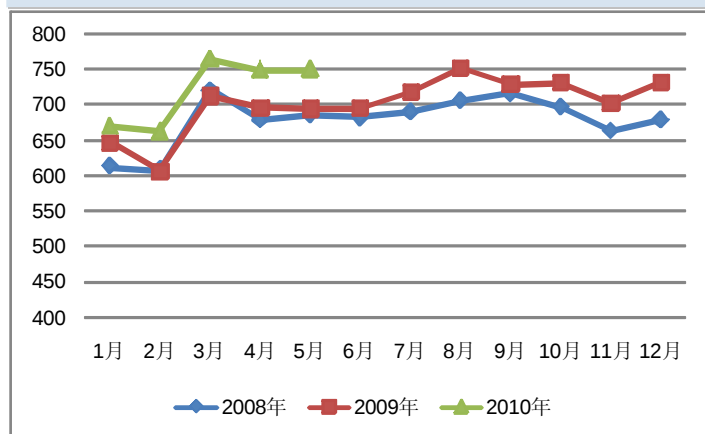
单位：亿元	中国移动 (亿元)		
	2010E 累计 预测	2011E 累计 预测	同比 增速
营业收入	4,894.68	5,282.38	7.92%
营业成本	1,370.51	1,464.28	6.84%
毛利	3,524.17	3,818.11	8.34%
经营费用	1,889.35	2,060.13	9.04%
营业利润	1,634.82	1,757.98	7.53%
财务费用	-45.42	-43.60	-4.01%
利润总额	1,680.24	1,801.58	7.22%
所得税费用	421.14	450.74	7.03%
净利润	1,278.63	1,366.22	6.85%
股本	200.32	200.32	0.00%
每股收益 (元)	6.38	6.82	6.85%
净利润同比增长	11.03%	6.85%	-37.87%

2010 年 1-5 月电信行业基本情况

电信固定资产投资同比继续下滑，移动通信收入占比继续增加

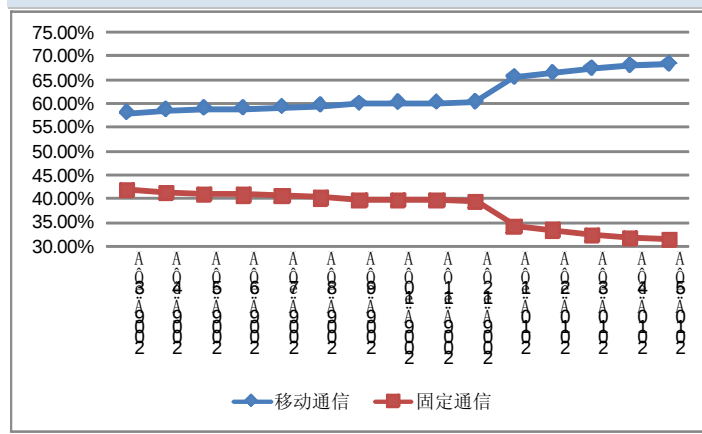
- 电信主营业务收入 5 月份累计达到 3595.1 亿，5 月净增 749.6 亿。收入较去年同比增长 7%。移动通信收入占总电信收入比继续增大。固定资产投资 5 月累计 606.4 亿元。同比下降 30.87%。投资下滑主要原因是三大运营商上半年因为 3G 用户增长不太理想而减缓了 3G 的整体投资，预计今年主要投资将会放在下半年。

图表32：电信主营业务收入每月净增(单位:亿元)

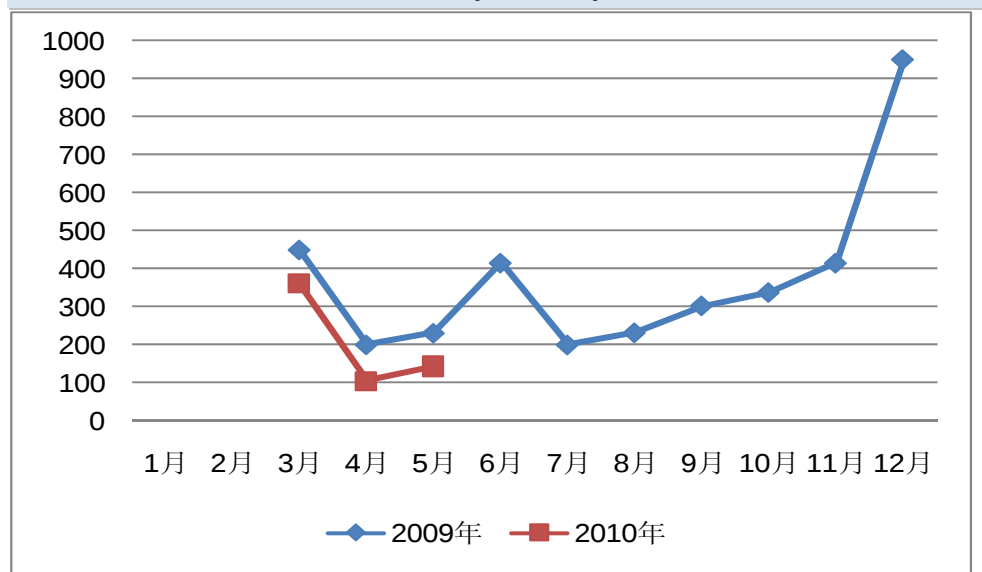


来源：工业和信息化部，国金证券研究所

图表33：电信主营业务收入构成(单位:亿元)



图表34：电信固定资产投资每月净增(单位:亿元)

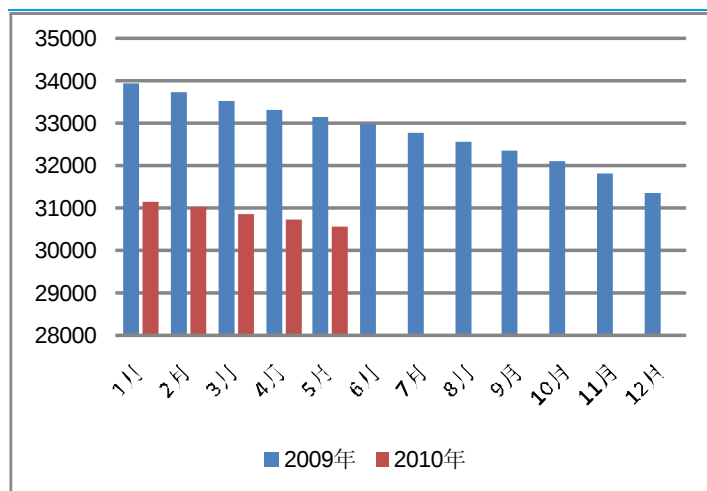


来源：国金证券研究所

固定电话业务继续小幅下降

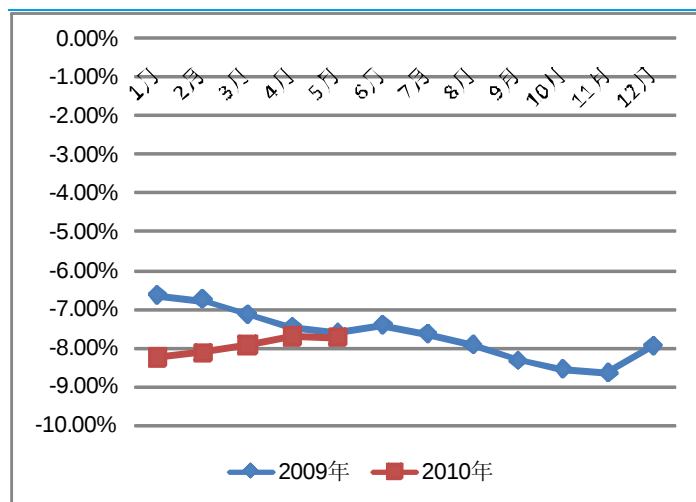
- 本月固定电话用户累计为 30592.2 万户，同比下降 7.73%。本月减少用户 162.7 万户。固定电话本地通话量为累计为 1878 亿次，同比下降 19.26%。固话长途累计为 314 亿分钟。

图表35：固定电话用户累计



来源：国金证券研究所

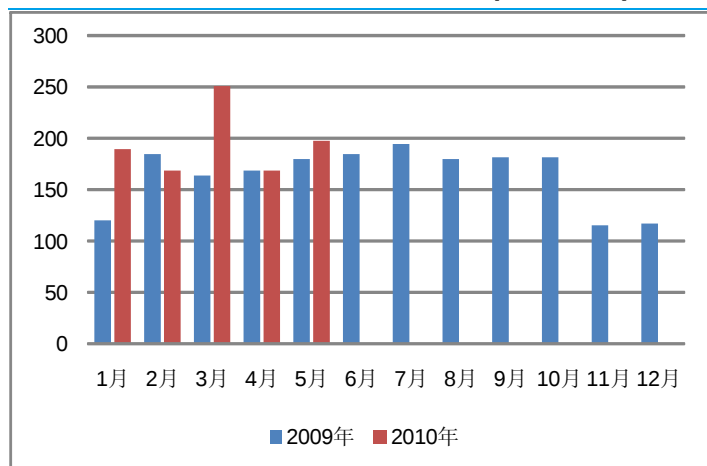
图表36：固定电话用户累计同比



宽带用户累计达到 11301 万户

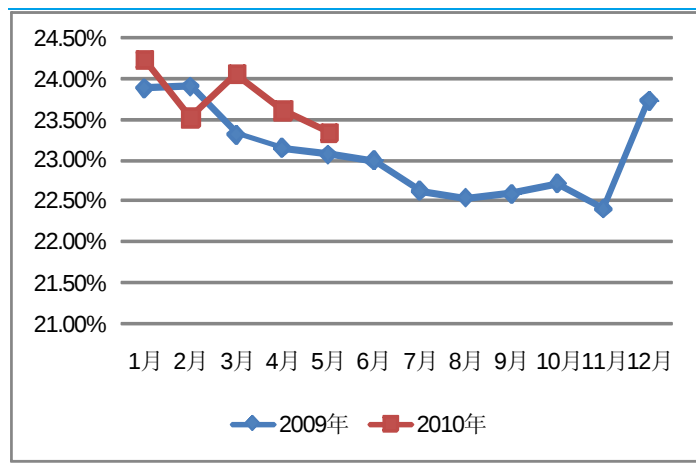
- 本月宽带累计达到 11301 万户，同比增长 23.33%。本月净增用户数为 199 万户。

图表37：互联网宽带接入用户每月净增(单位:万户)



来源：国金证券研究所

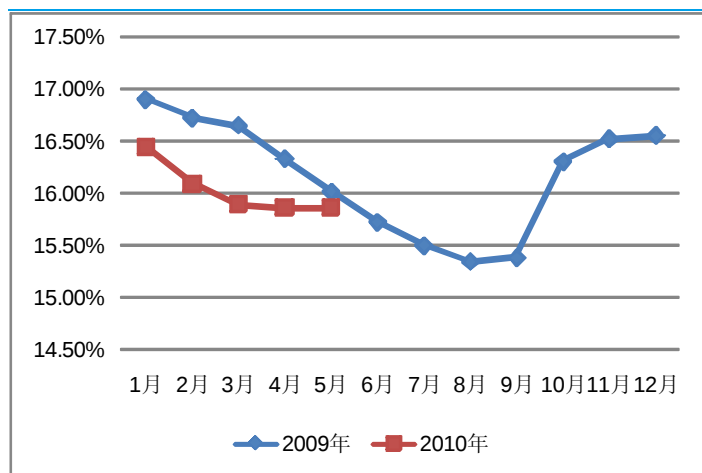
图表38：互联网宽带接入用户累计同比



移动电话用户达到 79591 万户，各业务平稳增长。

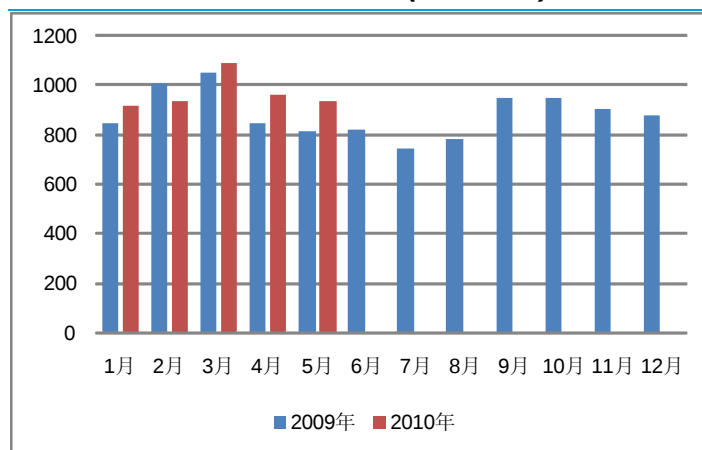
- 移动电话用户累计同比增长 15.86%。本月净增 940.9 万户。移动电话本月累计通话时间为 16999 亿分钟，本月净增 3663 亿分钟。移动短信业务量累计达到 3365 亿条，同比增长 5.31%。

图表39：移动电话用户累计同比



来源：国金证券研究所

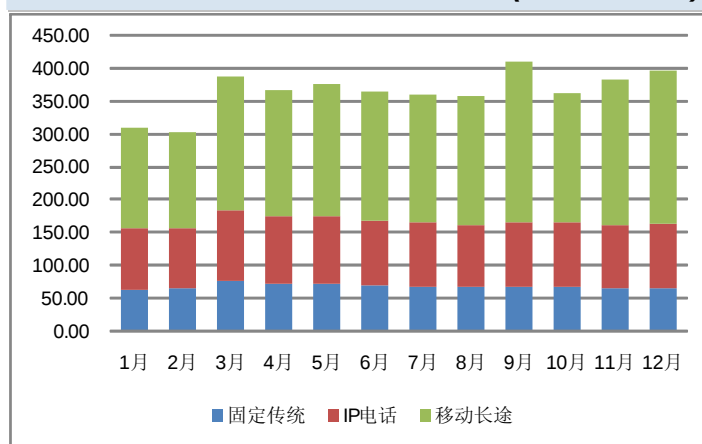
图表40：移动电话用户每月净增(单位:万户)



移动电话长途资费下调使移动长途业务量大幅攀升

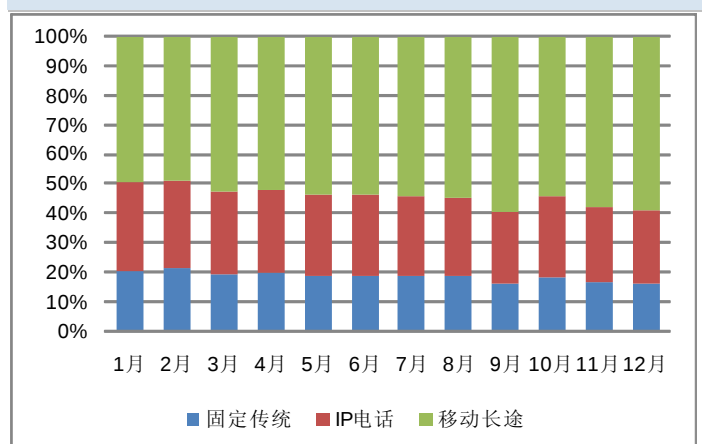
- 长途电话业务总量 2010 年 2 月开始较去年的使用量大幅增加，其主要原因是移动长途电话资费的大幅下降促进了移动长途业务的大幅攀升。特别是运营商部分套餐对长途资费的优惠特别是一些 3G 业务如联通 3G 套餐全国统一通话标准的出台和 3G 用户的加速增长必将继续加速移动长途业务增长。本月长途通话量净增 857 亿分钟，其中移动长途占总使用量的 82.26%。

图表41：2009 长途电话通话量构成比较(单位：亿分钟)

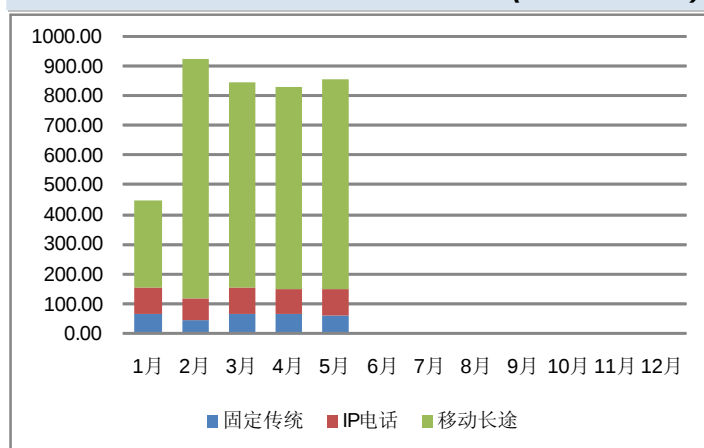


来源：国金证券研究所

图表42：2009 长途电话通话量构成百分比

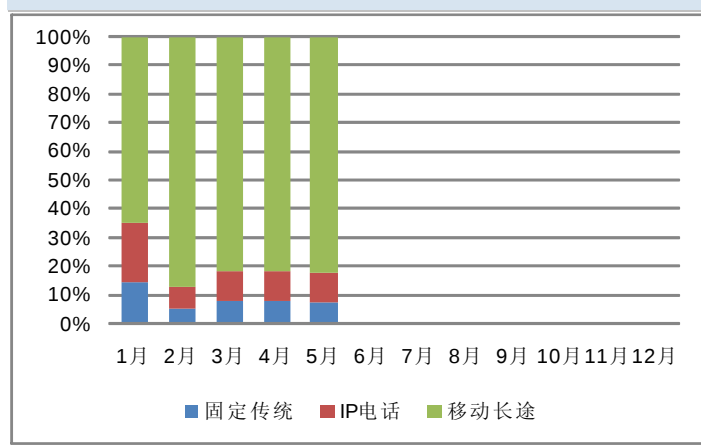


图表43：2010 长途电话通话量构成比较(单位：亿分钟)



来源：国金证券研究所

图表44：2010 长途电话通话量构成百分比

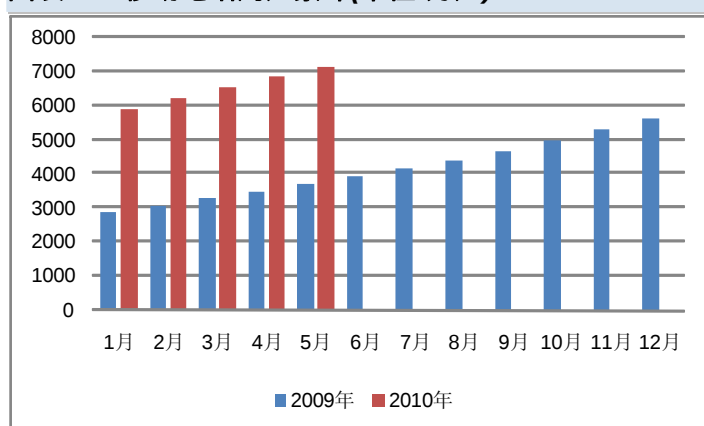


各运营商用户发展情况

中国电信

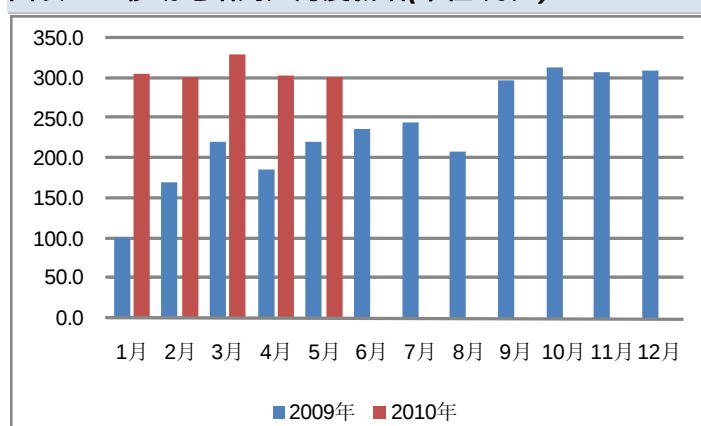
- 中国电信移动用户数 5 月份累计 7150 万，月度净增 302 万，电信固定电话用户达 18196 万户，本月减少 107 万户。宽带用户增加 80 万户到 5745 万户。

图表45：移动电话用户累计(单位:万户)

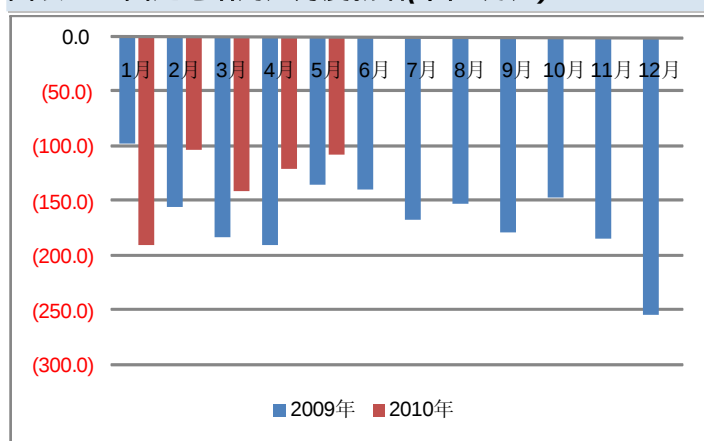


来源：国金证券研究所

图表46：移动电话用户月度新增(单位:万户)

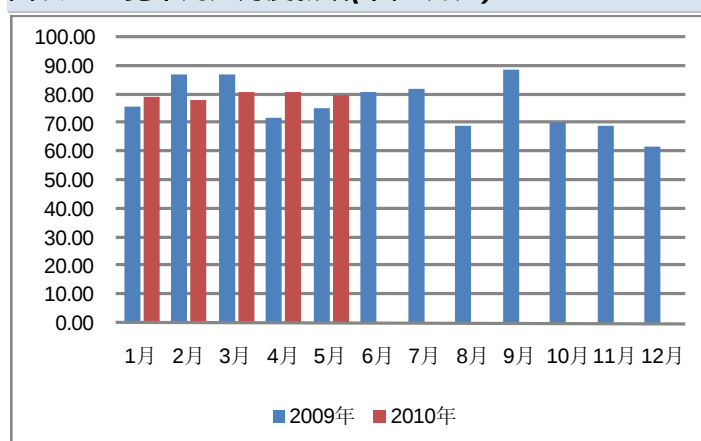


图表47：固定电话用户月度新增(单位:万户)



来源：国金证券研究所

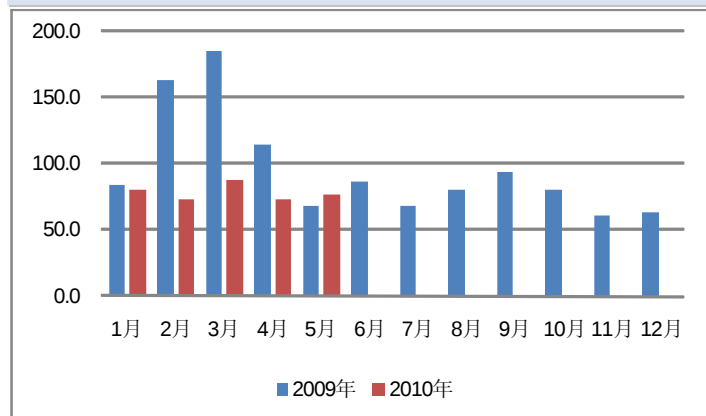
图表48：宽带用户月度新增(单位:万户)



联通

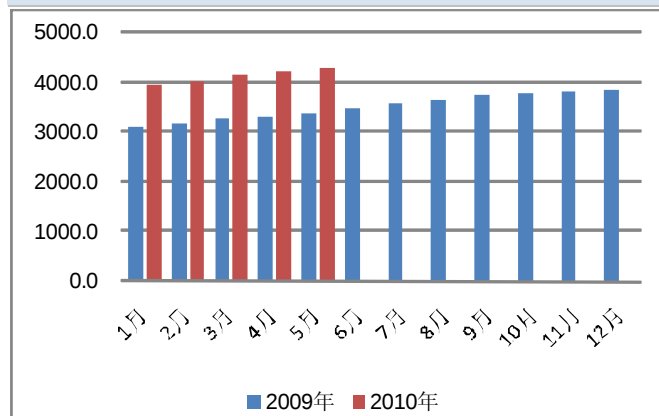
- 联通 2G 用户新增 76.3 万户达到 14875.9 万户，3G 用户新增 102.3 万户达到 652.8 万户。联通本月总净增移动用户为 178.6 万户。本月宽带用户净增 82.8 万户到 4292.8 万户。

图表49：2G 移动电话用户月度新增(单位:万户)

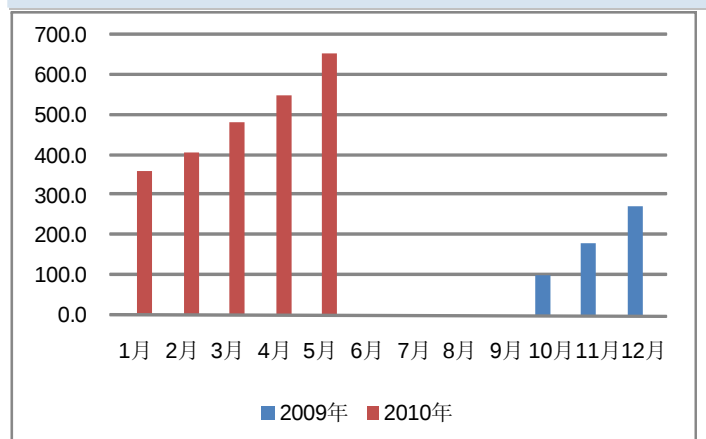


来源：国金证券研究所

图表50：宽带用户累计(单位:万户)

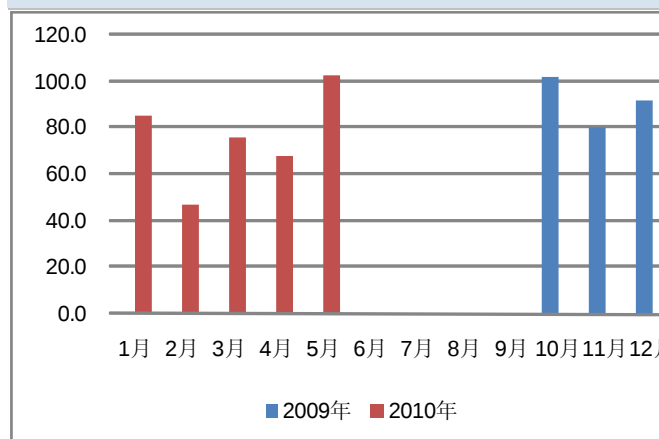


图表51：3G 移动电话用户累计(单位:万户)



来源：国金证券研究所

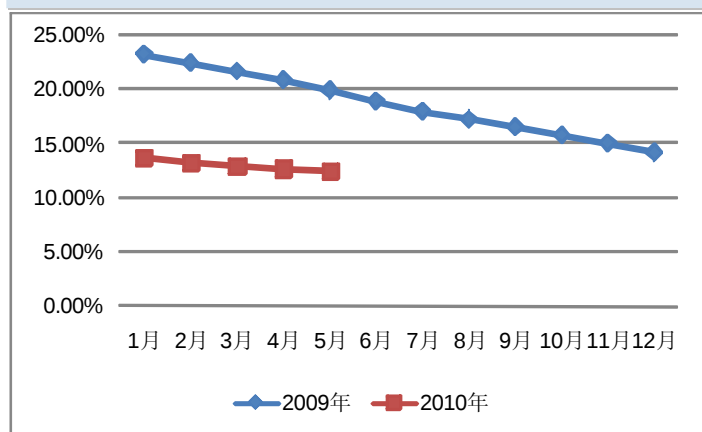
图表52：3G 移动电话用户月度新增(单位:万户)



中国移动

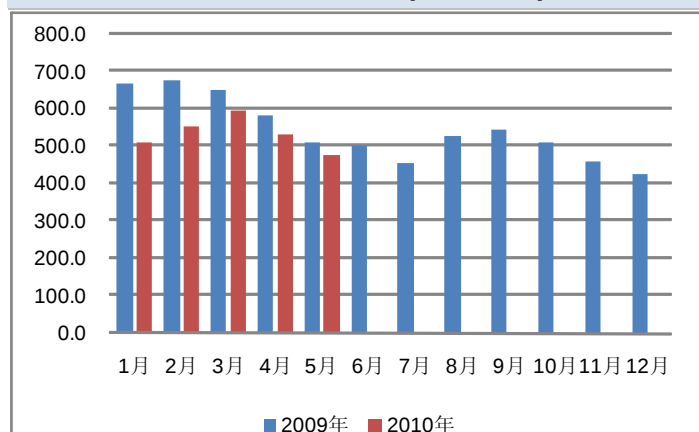
- 移动本月总用户净增长 476.9 万户达到 54898 万户，累计用户同比增长 12.47%。其中 3G 用户净增长 91.7 万户达到 932 万户。5 月份的净增用户增长较前几个月份的增量有所增加。

图表53：移动电话用户累计同比增速

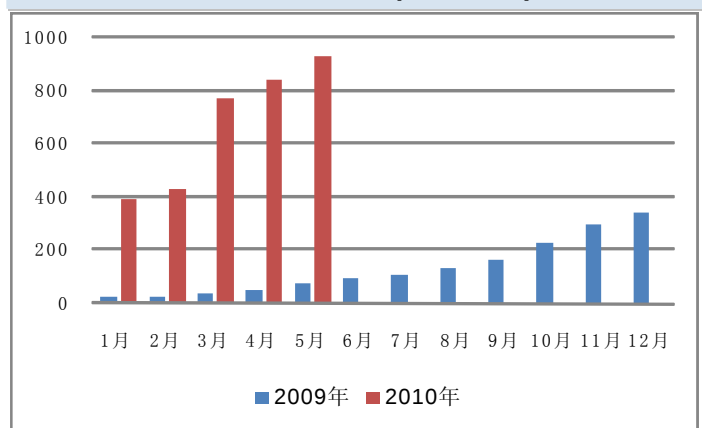


来源：国金证券研究所

图表54：移动电话用户月度新增(单位:万户)

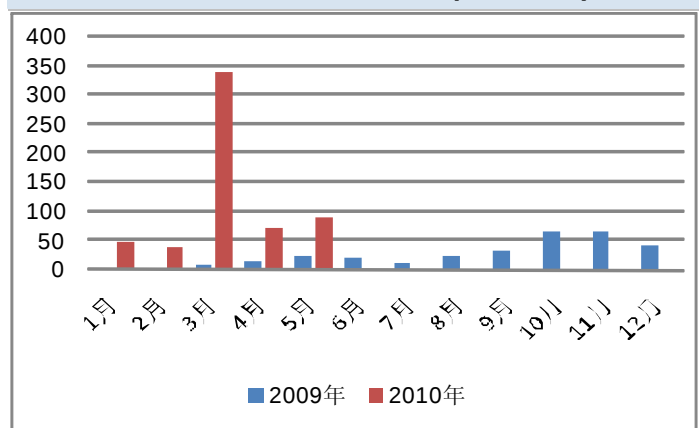


图表55：3G 移动电话用户累计(单位:万户)



来源：国金证券研究所

图表56：3G 移动电话用户月度新增(单位:万户)

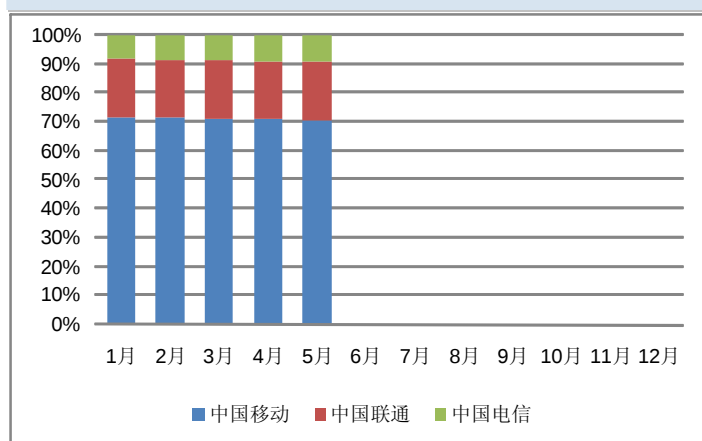


运营商用户市场份额比较

中国移动，新联通，中国电信移动电话用户市场份额比较

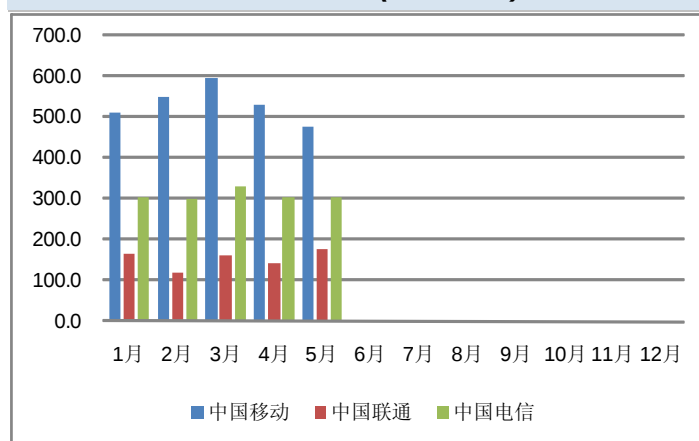
- 截止到 2010 年 5 月中国移动，新联通，中国电信市场份额分别为 70.77%，20.02%，9.22%。中国电信市场份额稍微上升，移动和联通份额稍微下降。5 月份移动用户净增 957.5 万户，其中 移动新增 476.9 万户，联通新增 178.6 万户，电信新增 302 万户。

图表57：移动用户市场份额



来源：国金证券研究所

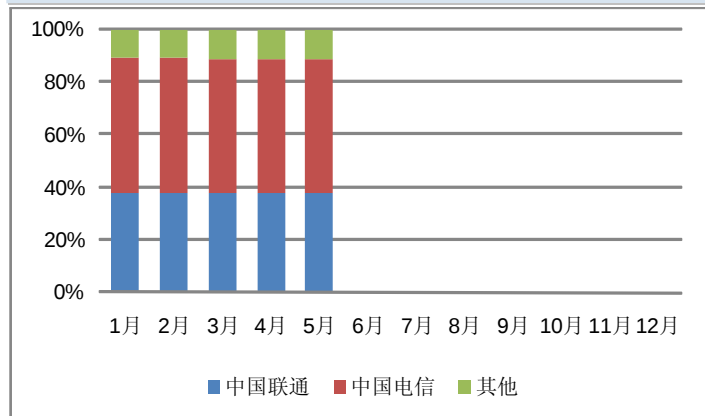
图表58：移动电话用户月净增(单位:万户)



新联通，中国电信，铁通等宽带用户市场份额比较

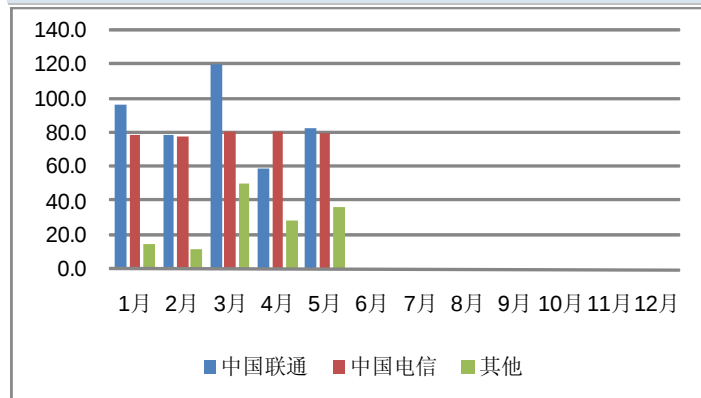
宽带总用户数 5 月达到了 11301 万户，其中新联通，中国电信，铁通等的市场份额分别为 37.99%，50.84%，11.18%。中国联通本月新增用户为 82.8 万，中国电信新增 80 万，铁通等其他公司新增用户 36.2 万。

图表59：宽带用户市场份额



来源：国金证券研究所

图表60：宽带用户月净增(单位:万户)



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室