



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次覆盖

证券研究报告

2011 年 1 月 27 日

技术硬件及设备

研究部

陈昊飞

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080200010008

chenhf@cicc.com.cn

中国移动数据正在腾飞-通信设备篇

网优覆盖和光通信
--资本开支将有利好, 股价下跌跌出吸引力

投资建议:

通信设备板块自去年 12 月高点至今已整体回落了 20%。市场关注焦点已转移到 2011 年运营商的资本开支。我们判断今年 3G、2G 的资本开支与 2010 年总量基本一致。但室内覆盖、网络优化和光通讯子板块将同比增长 20%~30% 左右——相关上市公司经历了前期调整, 估值已具备一定吸引力, 建议积极关注。国家电网和广电的投资将是额外的显著利好。

理由:

移动相关方面: 3G 和 2G 的整体资本开支都将基本保持稳定; 但其中室内覆盖和网络优化的资本开支将保持 20%~30% 的同比增长。我们预计: 1) **中国移动**母公司 TD 网络上的资本开支将维持在 250 亿, 上市公司 2G 网络及相关的资本开支增加 70 亿元至 1350 亿以缓解数据业务爆发带来的网络压力; 2) **中国电信**母公司在 CDMA 网络上的投资将由 270 亿元微调至 250~270 亿元; 3) **中国联通**将维持 350 亿的 3G 资本开支, 并缩减 2G 资本 80 个亿至 60 亿左右。

固网方面, FTTx 宽带的总资本开支将保持 30% 的同比增长。比较 2010 年, 1) **中国移动**将加大对铁通的资本开支的支持, 由每年 20~30 亿, 大幅增加至 150 亿, 用于宽带传输网络建设; 2) **中国联通**将提高固网投资 45 亿~50 亿元, 至 280 亿左右; 3) **中国电信**也将提高固网资本开支 50 亿, 至 490 亿元。我们预计电信和联通都将大幅提高 FTTH 在宽带接入中的投资占比, 从而带来更多的终端设备和 ODN 的建网需求。

投资标的上, 我们看好: 1) 以室内分布覆盖为主业并转型网优服务的设备商, **京信通信**和**三维通信**; 2) 以承接网络优化和测试为主的服务提供商, **华星创业**和**世纪鼎利**; 3) 光通信主设备供应商, **烽火通信**(调高为买入): 除运营商投资力度加大的利好因素外, “12 五”期间电网系统在智能电网通信平台上的投入有望带来新的传输与接入设备需求; 4) 光通信元器件供应商**光迅科技**(首次覆盖买入): 公司战略发展清晰, 产品结构调整有效。中科院的“产学研”优势对公司布局前瞻性产品研发和科研试验都提供极大的便利。如能及时整合 WTD, 公司在光器件产业将全面开花。产能瓶颈在 11 年中解决, 长期发展看好; 5) 看好光纤缆供应商, **亨通光电**: 公司长期发展思路清晰, 上游光纤预制棒的突破可显著缓解光纤价格下跌带来的负面因素, 特种线缆, 海底光电复合缆及出口都将成为新的业绩增长点; 6) 行业内其他可选的标的有: 综合设备及手机供应商, **中兴通讯**; 配线类公司**日海通信**和**新海宜**。

估值:

2011/2012 年 P/E: 华星创业 28/21 倍; 世纪鼎利 35/26 倍; 三维通信 25/20 倍; 京信通信-港股 11/8.5 倍; 烽火通信 27/22 倍; 光迅科技 33/25 倍; 亨通光电 18/15 倍。

风险:

中小板估值中枢持续回落。

*报告贡献人: 郭昊; 冯宇

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

网络优化和覆盖投资力度不减	5
网络优化和覆盖是持续投入	5
市场竞争格局动态变化：一线厂商走向海外，二线厂商成长迅速	5
“最后一公里”竞争提升光通信景气度	6
中国平均带宽落后世界平均水平	6
光通信网络是高速网络的必然选择	7
光通信网络的结构及产业环境	7
光器件行业，中国制造逐步崛起	10
烽火通信 (600498.CH)：提高评级至推荐	13
光迅科技 (002281.CH)：首次关注--推荐	14
三维通信 (002115.CH)：推荐	17
亨通光电 (600487.CH)：推荐	18
华星创业 (300025.CH)：审慎推荐	19
世纪鼎利 (300050.CH)：审慎推荐	20

图表

图表 1：网优和固网宽带投资力度不减	3
图表 2：运营商资本拆分预测	3
图表 3：相关公司股票表现	4
图表 4：2004-2013 年无线网络覆盖市场规模	5
图表 5：室内分布公司营业收入和净利润对比	5
图表 6：2010 年 1 季度不同国家/地区宽带接入速率排行	6
图表 7：光纤通信对比铜缆通信	7
图表 8：光通信网络结构示意图	7
图表 9：光通信行业市场规模和子行业划分	8
图表 10：光通信行业产业链和光通信市场组成	8
图表 11：电信运营商对宽带投资和传输网络投资	9
图表 12：FTTx, NGB, 智能电网通信平台建设光通信设备需求测算	9
图表 13：全球光通信器件市场规模；全球光器件，光传输设备，光接入设备市场增长率	10
图表 14：全球光器件厂商市场份额及领先厂商整体份额	10
图表 15：中国和全球光器件厂商销售增长率对比	11
图表 16：毛利率和营业利润率比较	11
图表 17：可比公司估值	12
图表 18：主要财务，股票信息	13
图表 19：主要财务，股票信息	14
图表 20：公司产能扩张计划	14
图表 21：收入结构及毛利率水平测算	15
图表 22：历史和预测的财务数据	16
图表 23：主要财务，股票信息	17
图表 24：主要财务，股票信息	18
图表 25：主要财务，股票信息	19
图表 26：主要财务，股票信息	20

图表 1：网优和固网宽带投资力度不减

人民币亿元	2009	2010E	2011E
中国移动			
TD	200	250	250
2G	1,294	1,280	1,350
铁通固网	20	30	150
移动总和	1,514	1,560	1,750
中国联通			
3G	500	350	350
2G	280	140	60
固网	345	235	280
联通总和	1,125	725	690
中国电信			
3G	540	270	260
固网	380	440	490
电信总和	920	710	750
三家运营商总和	3,559	2,995	3,190
固网总投资	745	705	920
年度增长率		-5%	30%
网络优化总投资	111	134	167
年度增长率		21%	25%

资料来源：MIIT，公司数据，中金公司研究部

图表 2：运营商资本拆分预测

人民币亿元	2009	2010E	2011E
中国移动			
资本开支拆分	1,514	1,560	1,750
TD	200	250	250
2G	621	486	513
新业务	116	166	176
传输	272	307	324
支撑系统	116	128	135
基建	168	192	203
铁通固网	20	30	150
中国联通			
资本开支拆分	1,125	725	690
3G	364	235	235
2G	206	133	123
宽带和数据业务	188	121	112
固网	6	4	3
基建和传送网	250	161	150
其他	111	72	67
中国电信			
资本开支拆分	920	710	750
3G	540	270	260
固网	20	70	78
PAS	2	0	0
本地传输和接入网	50	60	67
互联网和数据	200	195	217
IT支持	28	28	31
其他	81	87	97

资料来源：MIIT，公司数据，中金公司研究部

图表 3：相关公司股票表现

公司	期间最高股价 (10/12/1-11/1/25)	11/1/25 收盘价	下跌幅度	2010 全年最低市盈率 (对应市场预期 10E EPS)	2011/1/25 市盈率 (对应市场预期 11E EPS)
三维通信	19.60	15.66	-20%	22.8	24.9
光迅科技	49.27	38.02	-23%	34.2	34.6
日海通讯	63.56	45.95	-28%	30.1	30.0
三元达	25.07	22.80	-9%	37.0	33.7
华星创业	36.62	25.12	-31%	37.4	32.4
世纪鼎利	77.97	61.98	-21%	37.3	26.1
中创信测	20.90	16.83	-19%	25.8	33.9
亨通光电	42.22	32.84	-22%	17.7	20.8
烽火通信	44.23	31.19	-29%	28.2	26.7
中天科技	32.31	24.49	-24%	13.4	15.7

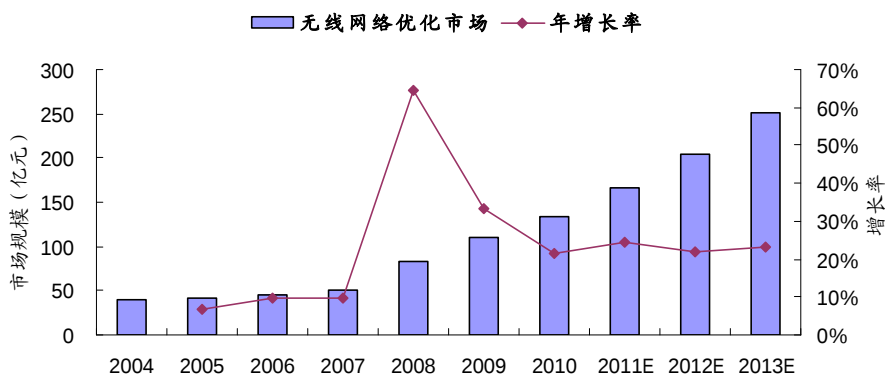
资料来源：万德咨询，中金公司研究部

网络优化和覆盖投资力度不减

网络优化和覆盖是持续投入

- 2G 和 3G 网络的混网覆盖拉长室分行业景气周期。作为第三方的网络延伸,网优覆盖厂商凭借自身的技术特长和服务优势在电信服务业外包的长期发展趋势下市场空间不断扩大。我们测算 2009 年的市场规模在 110 亿人民币,而伴随 3G 覆盖的需求增加和 2G 扩容,2010 年市场需求将超过 130 亿,至 2013 年市场需求将超过 220 亿元。三年复合增长率达 20%。

图表 4: 2004-2013 年无线网络覆盖市场规模

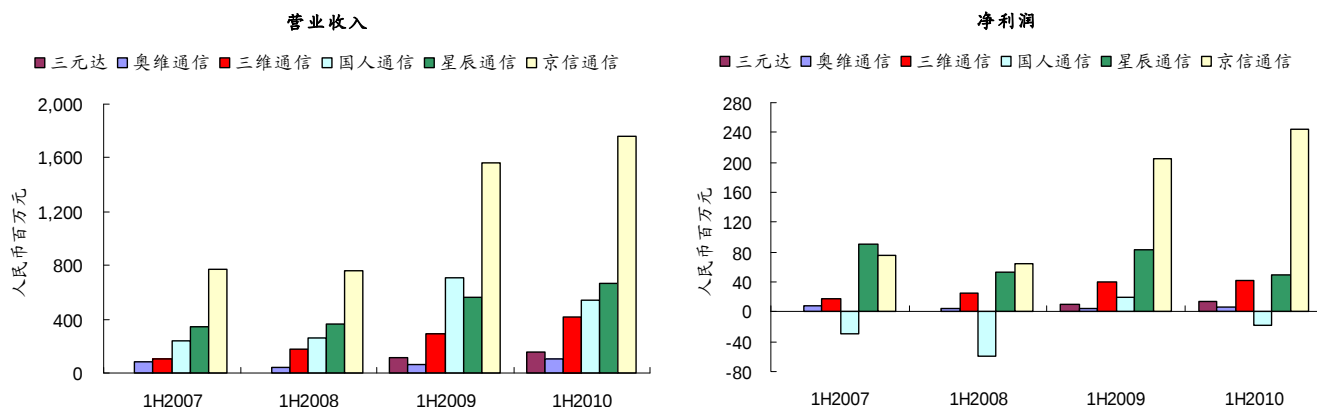


资料来源：公司数据，中金公司研究部

市场竞争格局动态变化：一线厂商走向海外，二线厂商成长迅速

- 一线厂商如京信已开始加大海外业务拓展（预计 10 年海外收入占比 15%，12 年 20% 以上），而让出中低端市场。二线厂商如，三维，三元达等凭借集采优势迅速扩张。从中期业绩上可以看出，二线厂商的优势企业，如三维通信的收入和利润规模增长较快。

图表 5: 室内分布公司营业收入和净利润对比



资料来源：彭博咨询，万德咨询，中金公司研究部

“最后一公里”竞争提升光通信景气度

中国平均带宽落后世界平均水平

中国的宽带接入普及率在全球处于落后地位。同时，中国现有的宽带接入网络速率较低，“宽带不宽”。接入速率有很大的提升空间。截至 2010 年第 1 季度，中国的平均网络接入速率只有 695Kbps，在已统计的 43 个国家中排在第 42 位，仅仅领先苏丹，落后于科威特，墨西哥，哥伦比亚，印度，巴西等发展中国家。

图表 6：2010 年 1 季度不同国家/地区宽带接入速率排行

排名	国家/地区	平均接入速率 (Kbps)	最高接入速率 (Kbps)	排名	国家/地区	平均接入速率 (Kbps)	最高接入速率 (Kbps)
1	韩国	12,021	32,708	23	希腊	3,070	12,123
2	香港	9,010	29,570	24	叙利亚	3,034	5,911
3	日本	7,863	25,790	25	以色列	2,988	10,922
4	瑞典	6,181	19,209	26	意大利	2,919	10,448
5	荷兰	5,992	14,459	27	新西兰	2,912	10,671
6	捷克	5,482	14,131	28	新加坡	2,722	11,173
7	丹麦	5,330	14,059	29	澳大利亚	2,613	9,720
8	瑞士	5,294	14,891	30	西班牙	2,539	9,340
9	爱尔兰	4,968	12,962	31	智利	2,202	8,896
10	挪威	4,951	13,738	32	沙特阿拉伯	2,189	7,213
11	加拿大	4,796	14,590	33	哥伦比亚	1,530	6,248
12	比利时	4,768	16,509	34	阿根廷	1,426	6,196
13	美国	4,684	16,207	35	科威特	1,392	6,229
14	冰岛	4,407	14,459	36	墨西哥	1,278	5,540
15	台湾	4,334	14,053	37	巴西	1,271	5,043
16	葡萄牙	3,983	16,014	38	阿联酋	1,225	5,248
17	芬兰	3,936	10,808	39	马来西亚	1,067	6,081
18	德国	3,877	12,948	40	印度	796	4,672
19	奥地利	3,818	11,108	41	埃及	750	4,472
20	英国	3,812	12,346	42	中国	695	2,732
21	法国	3,212	11,118	43	苏丹	383	2,185
22	卢森堡	3,134	10,732				

资料来源：Akamai，中金公司研究部

► 我国现有网络条件落后于快速发展的带宽需求

未来以互联网为基础进行三网融合，运营商须提供双向互动的宽带业务，其中占用带宽较高的视频业务体验要求会进一步提升，从当前的 VGA 分辨率（相当于 VCD）逐渐提升到“标清”（相当于 DVD），甚至进一步提升到“高清”要求（1920x1080）。

- 2M 左右的带宽可以勉强实现“标清”IPTV 的播放（不能同时浏览网页、下载文件）。
- 广电网双向化改造 09 年底完成 18.4%，覆盖约 3000 万有线用户，大部分地区还不能提供互动功能。且目前 230 万户 Cable Modem 用户的实际带宽体验仅为 2M 左右。
- 截至 2009 年底，电信运营商完成 FTTx 覆盖 2300 万线，占全部宽带用户的 22.5%；但能够保证的实际带宽仅为 2M（中国电信约 65% 城市用户具备 8M 带宽）。目前可以提供 20M 保证带宽的 FTTH 用户全国仅 50 万户左右。

光通信网络是高速网络的必然选择

相比铜缆电信号通信，光通信技术优势明显且潜力巨大，足以满足现在和将来的高速通信网络对带宽的需求，是发展高速有线宽带网络的必然选择。2009 年光纤之父高锟获诺贝尔物理学奖，高锟说“一千年内光纤不会被替代”。

图表 7：光纤通信对比铜缆通信

项目	光纤通信	铜缆通信
传输容量	单通道10Gb/s到100Gb/s	可达1Gb/s
传输质量	信号衰减极小，并不随传输距离变化	信号衰减较大，并随着频率和传输距离的增大而增加
传输中继距离	50 - 150千米	数百米
寿命	10年以上	2-3年老化
技术淘汰	光纤规格统一，不需更换	高技术标准铜缆淘汰低标准铜缆
抗干扰能力和保密性	抗电磁干扰能力；保密性好	抗干扰能力有限

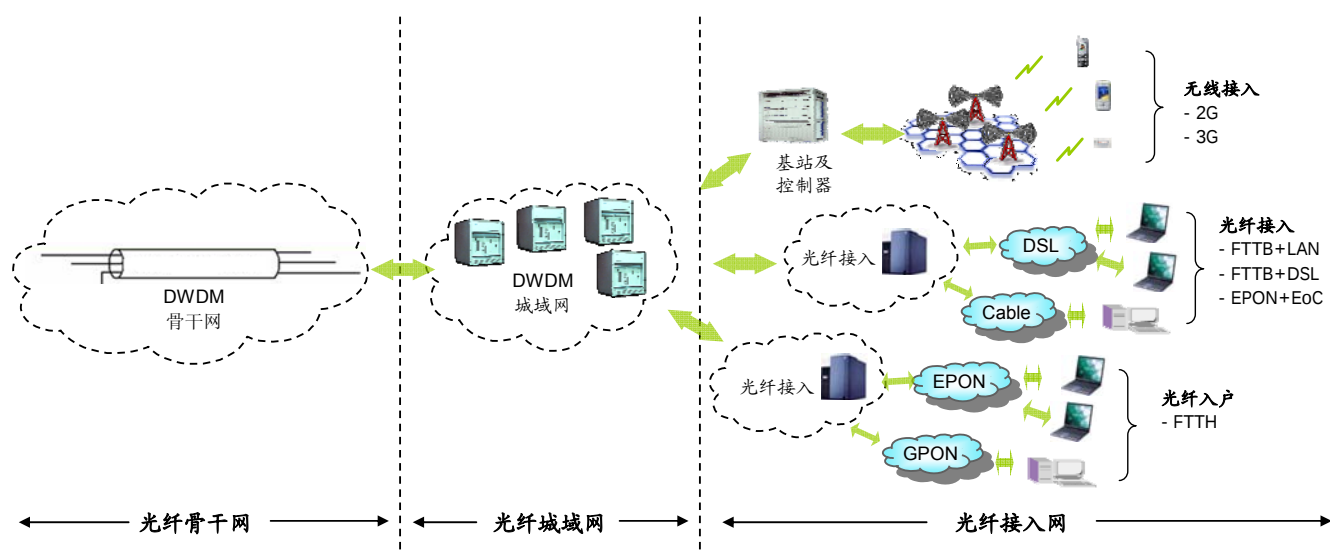
资料来源：中金公司研究部整理

光通信网络的结构及产业环境

► 光通信网络的结构解析

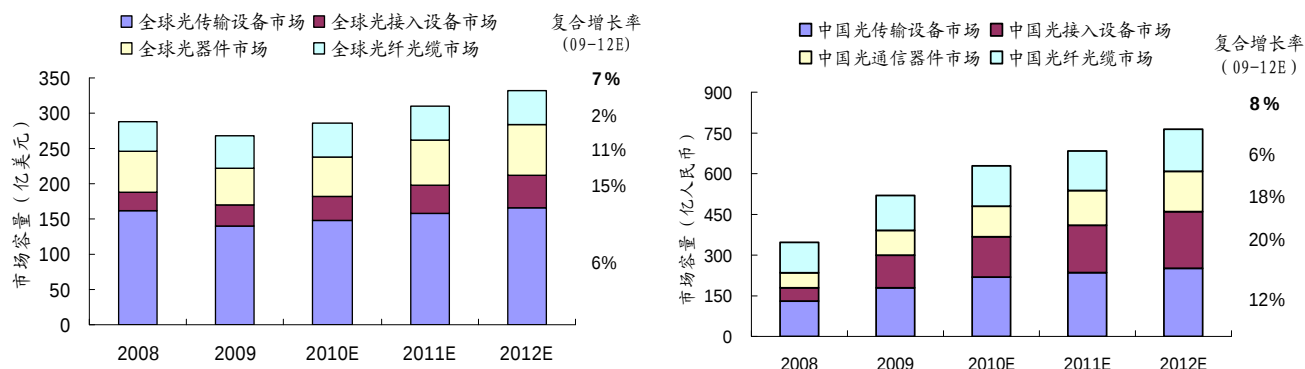
光通信网络从结构上解析，分为光纤骨干网，城域网和接入网。其中，光接入网直接面对互联网终端用户；城域网连通城区/地市范围内的网络通信；光纤骨干网则负责长距离传送大量数据，联结不同城市/省份。不论是光纤骨干网，城域网还是接入网，都是由光通信设备和光纤光缆组建而成。如果将光通信网络比作供水系统，那么光纤光缆好比水管；光通信设备好比控制水流方向，水压大小，流量流速的各类阀门，联结器和龙头。

图表 8：光通信网络结构示意图



资料来源：中金公司研究部

图表9：光通信行业市场规模和子行业划分

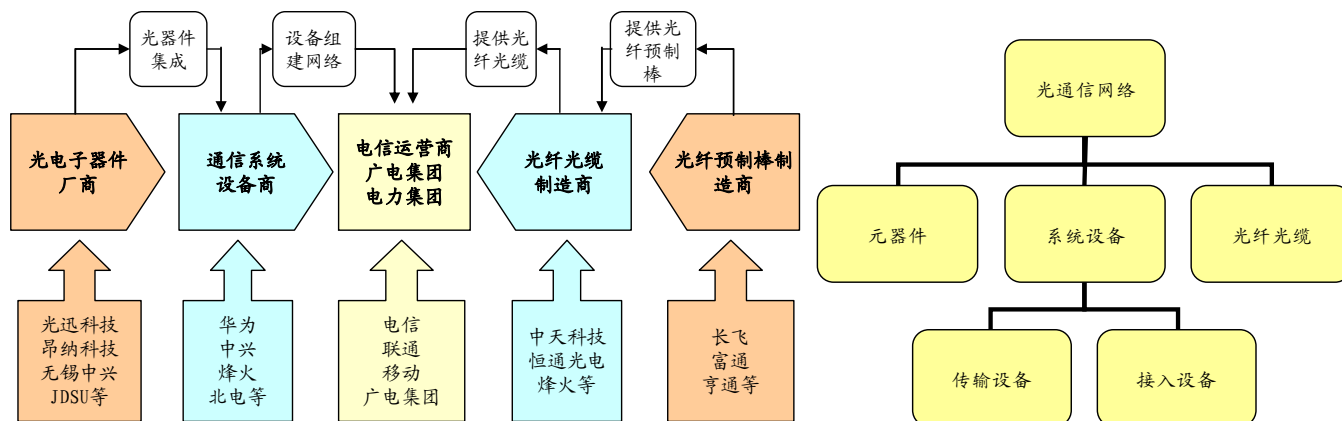


资料来源：ICCSZ，OVUM，中金公司研究部

► 运营商，广电，电力等主导行业需求

从产业链的角度看，光通信市场的需求方主要是电信运营商，广电运营商或政府机构。而供应商包括光器件厂商，光系统/设备厂商，光纤光缆供应商及机柜等配件商。光通信市场一般被划分为如下几个部分：光设备市场，光器件市场和光纤光缆市场；其中，根据光设备所处的网络位置和所实现的功能，可以细分为光传输设备和光接入设备。

图表10：光通信行业产业链和光通信市场组成

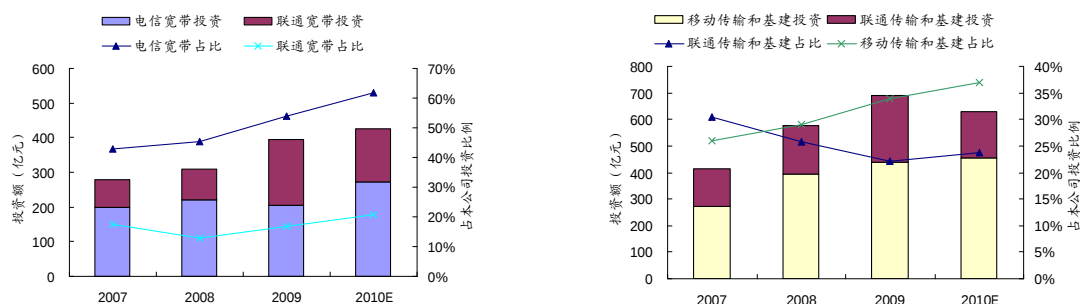


资料来源：光迅科技招股书，中金公司研究部

► 电信运营商接入网投资增长较快，传输网投资相对平稳。

- 从2007年到2009年，中国电信运营商投入在宽带和传输网络的投资保持上升。2009年，中国的三大电信运营商在无线-3G上的资本开支力度较大。相比2009年，中国移动和中国联通在2010年规划资本开支分别减少5%和35%，但是用于传输网和宽带接入的资本支出却有所上升。
- 中国电信于2010年8月公布，在2010年下半年追加投入50亿元资本投入，在2011年追加100亿元，全部用于宽带业务，将进一步加大光纤宽带特别是光纤到户方面的投入。而几天后中国联通也紧随追加宽带投资。基础运营商争夺宽带用户的进程加速。

图表 11：电信运营商对宽带投资和传输网络投资



资料来源：彭博咨询，公司公告，中金公司研究部

► 广电集团加速下一代广播电视网 NGB 的建设

根据广电总局的试点规划，我们预计至 2010 年底，累计双向化改造完成 4300 万户，占 2 亿目标的 24.6%；至 2015 年预计累计完成双向化改造 1.3 亿户，占有有线电视用户总数的 54%（假设有线电视用户数保持 2% 的年度增长），新增双向化改造用户 1 亿户；从用户增长角度来讲，目标并不激进。以每户均摊成本 500 元计算，广电系统用于双向化改造的投资至 2015 年达 540 亿元，年均 108 亿元。其中局端设备类投资 220 亿元，用户终端投资 135 亿元，光纤电缆及施工投资 185 亿元；我们预计广电 NGB 建设将带来传输网和接入网新增设备投资 970 亿元。计入其他工程施工、后台管理系统后，投资将达 1500 亿元，年均投资在 150 亿元。

► 国家电网借智能电网建设契机推进配电，用电网络光纤化和通信平台建设。

国网在智能电网通信平台的建设规划中指出，“十二五”期间，传输网实现 110/66 千伏及以上电压等级变电站光纤覆盖率达到 100%，新建骨干传输网建设光缆 35.65 万公里。骨干通信网投资 388.87 亿元，其中传输网 286.82 亿元。其中 2011 年/2012 年/2013 年在骨干传输网上的投资达 123 亿/119 亿/94 亿元。

图表 12：FTTx，NGB，智能电网通信平台建设光通信设备需求测算

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
中国家庭总量（万户）	41,211	42,055	42,916	43,794	44,691	45,606	46,539
增长率 %	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
新增家庭用户数（万户）	826.7	843.6	860.9	878.5	896.5	914.9	933.6
ADSL 用户数	8,315	11,115	12,547	13,518	13,903	14,279	14,279
运营商 FTTx 建设测算							
FTTx（不含 FTTH）- 万户	2,297	5,097	6,529	7,500	8,077	8,672	8,672
占固话用户比 %	8.6%	19.0%	24.4%	28.1%	30.3%	32.6%	32.7%
FTTH - 万户	50	400	2,547	6,433	11,625	16,984	22,728
占固话用户比 %	0.2%	1.5%	9.5%	24.1%	43.6%	63.8%	85.6%
FTTx 合计共 - 万户	2,347	5,497	9,076	13,933	19,702	25,656	31,400
运营商宽带建设设备投资 - 亿元	92.9	108.5	171.8	223.4	266.5	259.0	172.3
FTTx（不含 FTTH）	89.9	84.0	42.9	29.1	17.3	17.9	0.0
FTTH	3.0	24.5	128.8	194.3	249.2	241.1	172.3
广电 NGB 建设测算							
新增试点用户数（万户）	570	1350	1676	1876	1476	1676	1676
占比规划目标（2019 年覆盖 2 亿户）	18%	25%	33%	42%	50%	58%	66%
骨干网城域网设备投资	13	37	34	25	19	20	17
接入网设备投资	45.6	67.5	75.4	84.4	59.0	67.0	58.6
广电 NGB 建设设备投资 - 亿元	59	105	109	110	78	87	75
智能电网通信系统平台建设							
骨干网传输网投资总额			123.7	111.9	99.4	87.8	80.9
设备投资	n.a	n.a	53.2	50.4	41.7	35.1	32.4
接入网光纤到户			4.4	30.6	32.9	27.4	21.6
设备投资额	n.a	n.a	1.3	10.7	9.9	8.2	6.0
智能电网通信系统平台建设设备投资			54.5	61.1	51.6	43.3	38.4
光通信设备市场需求	151.8	213.1	335.6	394.2	396.4	389.8	286.1

资料来源：中金公司研究部

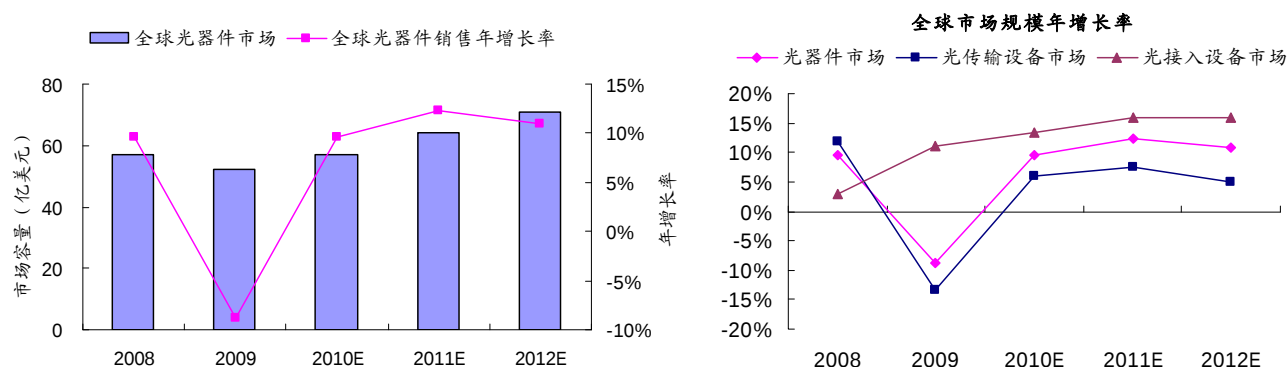
光器件行业，中国制造逐步崛起

光器件市场迎来快速增长

2001 年互联网泡沫的破灭使光器件行业受到冲击，但从 2004 年开始行业恢复增长势头，行业毛利率逐年提升。2009 年的金融危机对光器件市场的影响小于 2001 年，同时厂商已经在 01 年得到了应对市场危机的经验。未来三年，光器件行业将稳定发展。主要因为 1) 光接入网的良好发展前景；2) 运营商持续投入光传输网络的扩容和升级。

光器件市场和光传输设备市场紧密相关，同时又受到光接入设备市场的影响。由于光接入设备在未来三年的增长预期强于光传输设备，光器件市场的增速高于光传输设备。预计到 2012 年，全球光器件市场将达到 71 亿美元，从 2009 年到 2012 年达到 11% 的年度复合增长率，高于光传输设备市场同期 6% 的年度复合增长率。

图表 13：全球光通信器件市场规模；全球光器件，光传输设备，光接入设备市场增长率

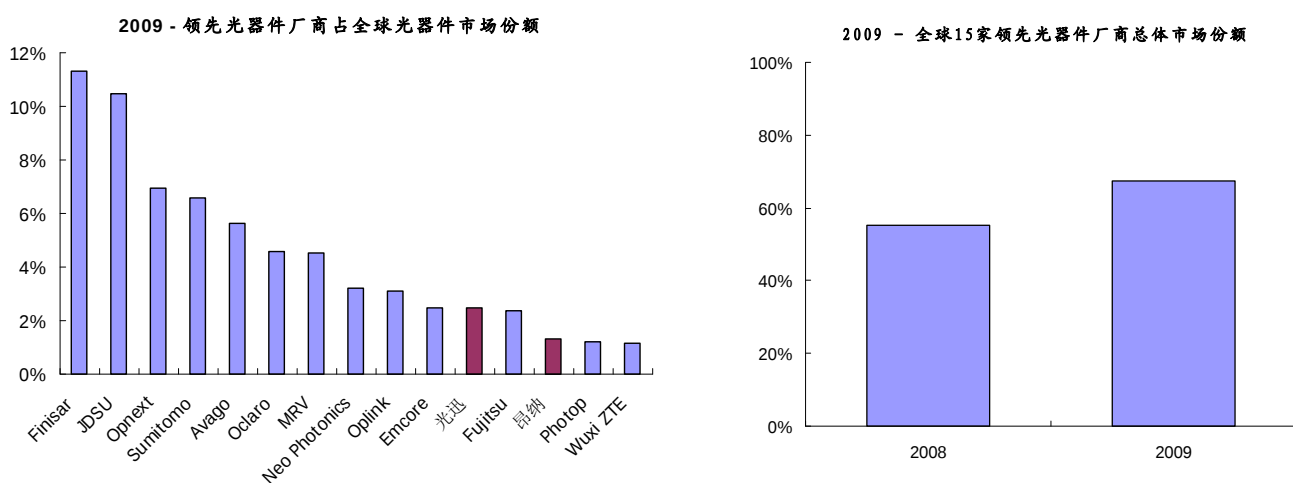


资料来源：OVUM，中金公司研究部

光器件行业起步与全球竞争，集中度不断提高

光器件市场已经充分全球化，厂商之间的竞争已经不局限于本国。同时，近几年光通信器件市场经历了多起收购并购，中小厂商逐渐退出，市场集中度明显提高，领先厂商占据了大部分市场份额。2009 年全球领先的 15 家光器件厂商占据了全球光器件市场超过 65% 的份额，这一数字比 2008 年的 55% 增加，市场集中度进一步提高。

图表 14：全球光器件厂商市场份额及领先厂商整体份额



资料来源：OVUM，中金公司研究部

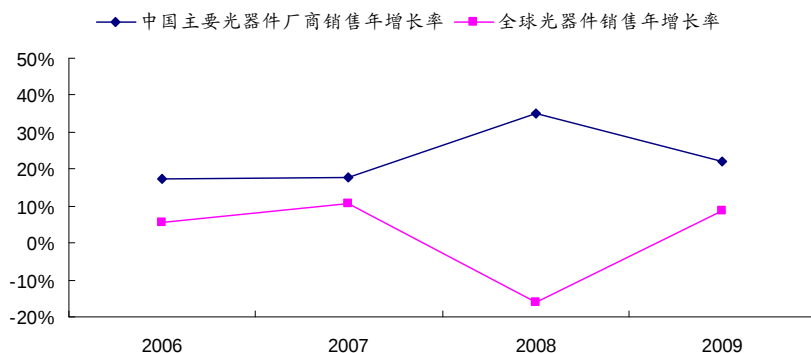
► 中国光器件厂商有客户优势和成本优势

中国的光器件厂商发展迅速, 在国际市场上展现出强大的竞争力, 占据了越来越大的市场份额。

客户优势: 本土光通信设备厂商近水楼台, 华为, 中兴等中国光设备厂商在国际光设备市场的份额有明显提升, 中国光器件厂商受益良多。

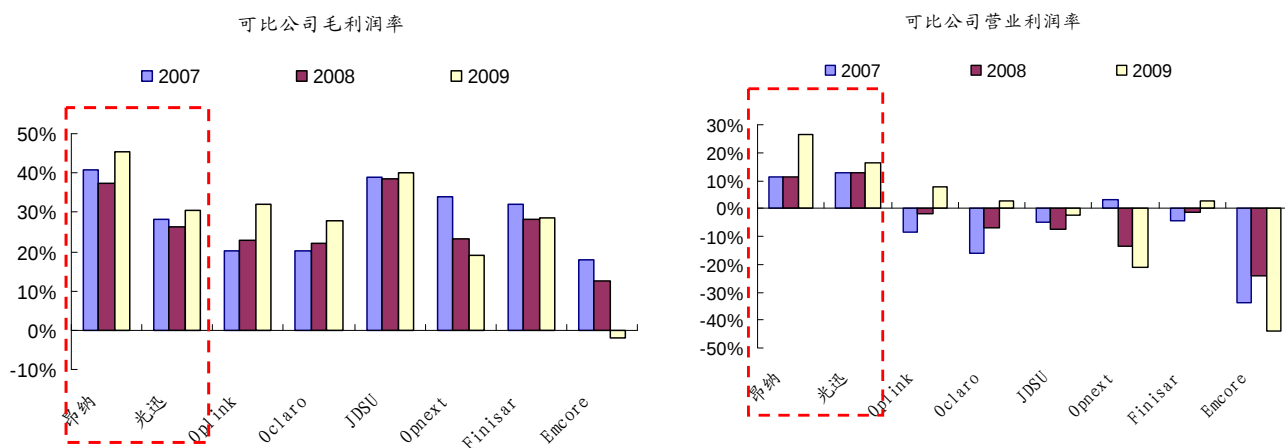
成本优势: 低端光器件的生产仍然需要技术工人的大量参与, 属于劳动密集型。海外光器件厂商纷纷在中国设立生产研发基地。爱立信、诺基亚西门子、Ciena、阿尔卡特朗讯、Tellabs 等早已进入中国。Finisar 在上海, JDSU、Oclaro 和 Neo Photonics 在深圳, Oplink 在珠海和武汉, MRV 在成都和深圳都设立了自己的生产和研发基地。虽然部分国外品牌能够因此达到和中国厂商相近的毛利率, 他们的总部和研发仍然在海外, 运营成本仍高于中国厂商。

图表 15: 中国和全球光器件厂商销售增长率对比



资料来源: ICCSZ, 中金公司研究部

图表 16: 毛利率和营业利润率比较



资料来源: 彭博咨询, 中金公司研究部

图表 17：可比公司估值

公司名称	股价	Market Cap	P/E		P/B		EV/EBITDA			EV/Revenue		
	(Local Currency)		10E	11E	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
A 股												
光迅	37.17	5,947	46.9	36.3	5.4	4.7	36.2	33.3	22.8	6.6	5.4	4.2
美股												
Oplink	19.72	386	26.8	13.5	n.a.	1.6	26.7	n.a.	5.1	1.6	1.6	1.1
Oclaro	12.8	638	43.0	24.4	n.a.	2.3	-273.9	26.9	14.8	3.3	1.8	1.4
JDSU	16.53	3,752	41.0	21.8	n.a.	4.0	51.6	13.0	9.2	1.9	1.8	1.4
Opnext	1.95	175	-3.8	-4.4	0.7	0.8	-4.5	-5.0	-7.2	0.3	0.3	0.3
Finisar	31.41	2,554	60.5	18.5	7.8	5.0	37.5	17.2	6.7	2.5	2.0	1.3
中值			41.0	18.5	4.2	2.3	26.7	15.1	6.7	1.9	1.8	1.3
均值			33.5	14.8	4.2	2.7	-32.5	13.0	5.7	1.9	1.5	1.1

资料来源：彭博咨询，中金公司研究部

烽火通信（600498.CH）：提高评级至推荐

光通信上市公司龙头

图表 18：主要财务，股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,427	4,688	6,109	7,503	9,363
(+/-)	46.0%	36.8%	30.3%	22.8%	24.8%
主营业务利润	928	1,267	1,558	1,889	2,362
(+/-)	32.1%	36.6%	23.0%	21.2%	25.0%
营业利润	167	304	387	557	725
(+/-)	64.4%	82.2%	27.1%	44.1%	30.2%
净利润	175	262	379	502	618
(+/-)	65.8%	49.6%	44.4%	32.5%	23.2%
每股收益 (元)	0.40	0.59	0.86	1.14	1.40
市盈率 (倍)	76.6	51.2	35.5	26.8	21.7
每股净资产 (元)	5.6	7.2	7.9	8.9	10.2
市净率 (倍)	5.5	4.2	3.8	3.4	3.0
每股分红 (元)	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
分红收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
权益收益率	7.3%	9.3%	11.3%	15.5%	16.2%
占用资本收益率	5.0%	4.3%	7.4%	1.9%	1.6%

股票代码	600498.CH
当前股价	人民币 30.4
52周最高价/最低价	人民币 45.1/22.5
总市值 (百万元)	13,431
发行股数 (百万股)	442
主要股东 (持股比例)	武汉邮电科学研究院(56.83%)



资料来源：彭博咨询，中金公司研究部

投资亮点

► 完整的光通信产业链，竞争格局趋于平缓

公司横跨光系统设备和光纤缆行业。在国内光传输设备市场占有率 20%，在接入设备市场占有率 30%左右；2010 年底某运营商 FTTx 招标中，公司遭遇竞争对手大幅杀价，仅获得个位数标额，报价调整后仍然获得 20%左右的市场份额。我们判断光设备市场大的竞争格局将趋于稳定，形成华为：中兴：烽火 5：3：2 或 4.5：3.5：2.5 的格局。

► 光接入设备市场增长迅速，设备毛利率应可稳定

中国电信的 2010 年 FTTx 招标额在 1800 万线，实际建设量在 3000 万线左右。我们预计其 2011 年的实际建设量在 4000 万线以上，且会大幅提高 FTTH 的投资占比。而联通也增加固网开支 50 亿元，我们预计光接入设备市场有 30%~50%增长。市场最担心的设备毛利率大幅杀跌现象可能不会出现（有部分设备商已经低于成本供货）。

► 光传输设备市场稳定，电网投资可能带来新的增量需求。

运营商方面骨干网建设进入平缓期。国家电网在智能电网通信平台上的投资将带来传输设备的新增需求。根据国网规划，12 五期间骨干及中压通信网合计投资 503 个亿用于建设电力通信网络。其中 2011 年投资额达 123 亿，保守估计可能带来传输设备需求~40 亿，烽火通信的新增市场规模在 6~8 个亿，收入增厚 10%左右。

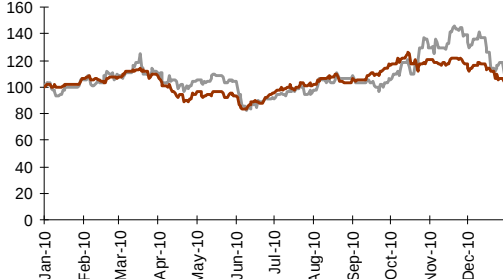
估值

预测 2010/2011/2012 年，每股收益在 0.86、1.13、1.4 元，当前股价对应市盈率 35 倍，27 倍，22 倍。考虑行业基本面向好趋势明显，估值已具备吸引力。目标价 42，对应 2012 年 30 倍市盈率，上调评级至推荐。

光迅科技（002281.CH）：首次关注--推荐

行业需求旺盛，产能释放弹性足

图表 19：主要财务，股票信息

(人民币百万元)							彭博股票代码		002281.CH
营业收入	487.7	653.8	730.5	884.6	1,259.2	1,704.7	当前股价	35.70	
(+/-)	18.4%	34.1%	11.7%	21.1%	42.3%	35.4%	52周最高价/最低价	51.0/27.6	
毛利	138.2	180.5	230.7	259.2	381.5	518.2	总市值(百万人民币)	5,712	
(+/-)	32.6%	30.7%	27.8%	12.4%	47.2%	35.8%	发行股数(百万股)	160	
营业利润	63.1	81.3	117.3	133.1	191.5	262.8	主要股东(持股比例)	武汉邮电科学研究院(46.25%)	
(+/-)	69.9%	28.8%	44.3%	13.5%	43.9%	37.2%	光迅科技 深证A股指数 		
净利润	68.0	76.0	104.2	130.0	175.5	231.8			
(+/-)	76.6%	11.7%	37.1%	24.8%	35.0%	32.1%			
每股收益(元)	0.43	0.48	0.65	0.81	1.10	1.45			
市盈率(倍)	86.5	77.4	56.5	45.3	33.5	25.4			
股权收益率	34.8%	32.0%	17.3%	12.9%	15.1%	16.2%			
市净率	27.5	22.6	6.2	5.5	4.7	4.3			
每股经营现金流(元)	0.4	0.3	0.4	0.5	0.7	0.9			
股价/经营现金	92.4	118.2	88.8	70.0	52.5	40.9			
EV/EBIDTA	70.8	54.8	38.7	31.7	23.0	21.2			
每股净资产(元)	1.3	1.6	5.9	6.7	7.8	8.5			

资料来源：彭博咨询，中金公司研究部

投资亮点

► 光器件龙头企业，立足长远，全面布局

公司拥有品牌，成本和制造工艺优势，在无源器件及子系统上的份额为国内第一，世界第十一。大股东邮科院拥有优质的有源器件资产 WTD，如能及时进行整合，光迅将全面布局有源，无源器件行业，充分享受光通信的快速发展。

► 背靠科研重地及大客户，资源丰富

公司背靠武汉邮电科学院和光谷产业基地公司。邮科院是我国光通信领域的科研重地，在前瞻性技术指引上可以给予公司很大帮助，这对以“研发为心脏，现金如血液”的光器件厂商极为重要。同时，公司临近国内主要光设备厂商华为，中兴光系统部及烽火通信总部，可以及时跟踪客户需求变化，并享受较低的人工成本。

► 产能提升迎合市场契机

公司现有产能基本饱和。新增产能预计从 2011 年中开始释放，新迁基地产能将达到目前的 2 倍。

图表 20：公司产能扩张计划

产能	2008年产量	新增产能	项目实施后总产能
子系统类 - 合计	43,344	39,800	83,144
光纤放大器(台)	21,534	20,000	41,534
智能子系统(台)	21,794	19,200	40,994
ROADM功能模块(台)	16	600	616
无源器件类 - 合计	924,453	694,000	1,618,453
波分复用器(通道)	270,347	120,000	390,347
微光学无源器件(只)	271,678	124,000	395,678
光集成器件(PLC)(通道)	382,428	450,000	832,428

资料来源：光迅科技招股书；中金公司研究部

► **战略调整，侧重光子系统，无源器件以配套为主**

公司将技术研发重点放在智能化，集成化光网络模块和子系统上。通过提高子系统类产品收入的占比，公司综合毛利率有望维持甚至小幅提升。

图表 21：收入结构及毛利率水平测算

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入	子系统	400.5	465.0	486.5	725.3	1004.0
	光器件	225.9	226.5	398.1	533.9	700.7
同比增长率	子系统	28%	16%	5%	49%	38%
	光器件	56%	0%	76%	34%	31%
毛利率	子系统	38%	42%	41%	43%	43%
	光器件	12%	15%	15%	13%	12%

资料来源：光迅科技招股书；中金公司研究部

► **股权激励行权标准较高，管理层信心十足**

股权激励行权价 43 元，行权条件分别要求，公司 2011 年、2012 年和 2013 年的净资产收益率不低于 13%、14%和 15%，且不低于同行业平均水平；2011 年、2012 年和 2013 年的净利润较上一年增长不低于 20%，且不低于同行业平均水平。这三年新产品的销售收入占主营业务收入比例不低于 20%。按照行权条件，公司未来三年净利润复合增长率至少为 20%。行权标准较高，管理层对完成股权激励信心很足。

估值

扣除股权激励成本，我们预测 2010/2011/2012 年，公司每股收益在 0.80、1.1、1.4 元。当前股价对应市盈率 44 倍，32 倍，25 倍。考虑公司产能释放后弹性较大，且存在兼并收购及整合预期，及公司所处优势竞争地位。我们给予公司推荐评级。目标价 49 元，对应 2012 年市盈率 35 倍。

图表 22: 历史和预测的财务数据

人民币百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表					
营业总收入	487.7	653.8	730.5	884.6	1,259.2
营业成本	-349.5	-473.3	-499.8	-625.4	-877.6
主营业务利润	136.7	178.4	227.7	258.3	380.3
销售费用	-22.0	-25.6	-27.9	-36.3	-51.6
管理费用	-53.4	-62.4	-74.3	-90.2	-125.9
财务费用	1.6	-2.7	-0.7	2.7	-3.8
营业利润	63.1	81.3	117.3	133.1	191.5
税前利润	65.7	85.6	120.9	152.9	206.5
净利润	68.0	76.0	104.2	130.0	175.5
现金流量表					
经营活动现金流	63.7	49.8	66.3	84.1	43.1
运营资本的变化	-24.9	-98.8	-90.5	-61.7	-151.9
投资活动现金流	-44.8	-24.5	-38.1	-46.2	-65.7
资本支出	-45.6	-24.5	-38.1	-46.2	-65.7
融资活动现金流	-16.6	-53.3	548.5	0.0	0.0
资产负债表					
货币资金	84.8	55.6	629.8	667.7	645.1
应收账款	86.2	109.7	139.1	168.4	239.7
存货	134.3	171.7	246.8	308.9	433.4
固定资产	58.9	61.2	60.5	91.2	132.8
短期借款	50.0	70.4	46.9	46.9	46.9
应付账款	63.3	62.2	140.8	176.2	247.2
股东权益	214.3	260.3	946.6	1,076.6	1,252.1
总资产	425.1	548.4	1,299.3	1,497.6	1,810.8
财务指标					
成长性指标					
营业总收入增长率	18.4%	34.1%	11.7%	21.1%	42.3%
净利润增长率	76.6%	11.7%	37.1%	24.8%	35.0%
赢利性指标					
毛利率	28.3%	27.6%	31.6%	29.3%	30.3%
三项费用	15.1%	13.9%	14.1%	14.0%	14.4%
息税前利润率	13.1%	13.5%	16.6%	17.0%	16.7%
净利润率	14.0%	11.6%	14.3%	14.7%	13.9%
收益率指标					
资产收益率	16.4%	15.6%	11.3%	9.3%	10.6%
净资产收益率	34.8%	32.0%	17.3%	12.9%	15.1%
营运效率性指标					
应收帐款回收期(天)	62.8	53.9	61.3	62.6	58.3
存货周转期(天)	129.4	116.4	150.7	159.9	152.2
负债指标					
净债务/所有者权益	-16.2%	5.7%	-61.6%	-57.7%	-47.8%
资产负债率	49.6%	52.5%	27.1%	28.1%	30.9%
流动比率	1.7	1.7	3.7	3.5	3.1
速动比例	1.0	1.1	3.0	2.7	2.3
估值指标					
每股收益(元)	0.43	0.48	0.65	0.81	1.10
每股经营现金流(元)	0.40	0.31	0.41	0.53	0.27
市盈率	86.5	77.4	56.5	45.3	33.5
市净率	27.5	22.6	6.2	5.5	4.7
股权收益率	34.8%	32.0%	17.3%	12.9%	15.1%
EV/EBITDA	70.8	54.8	38.7	31.7	23.0
每股净资产(元)	1.3	1.6	5.9	6.7	7.8

资料来源: 光迅科技招股书, 中金公司研究部

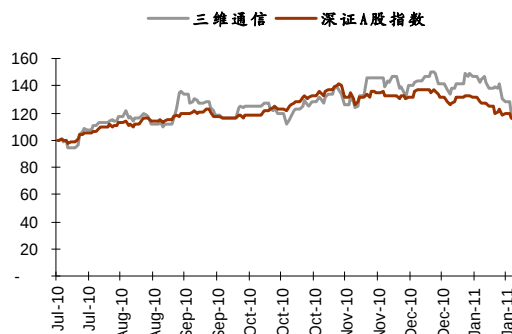
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

三维通信 (002115.CH): 推荐

首提“一体化，一站式”服务

图表 23: 主要财务, 股票信息

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	股票代码	002115.CH
主营业务收入	445.4	812.6	1,118.7	1,465.9	1,950.3	当前股价	Rmb 15.93
(+/-%)	66.1%	82.5%	37.7%	31.0%	33.0%	52周最高价/最低价	Rmb 19.95/11.65
主营业务利润	162.2	281.9	368.1	474.4	638.5	总市值 (百万元)	3,594
(+/-%)	57.2%	73.8%	30.6%	28.9%	34.6%	发行股数 (百万股)	215
营业利润	50.3	87.0	103.5	145.1	220.1	主要股东 (持股比例)	Li yueLun(25.50%)
(+/-%)	41.8%	73.1%	18.9%	40.3%	51.7%		
净利润	56.2	77.4	101.0	135.0	192.7		
(+/-%)	34.1%	37.6%	30.6%	33.6%	42.7%		
每股收益 (元)	0.26	0.36	0.47	0.59	0.79		
市盈率 (倍)	60.6	44.1	33.7	26.9	20.0		
每股净资产	1.7	3.1	3.8	3.9	4.5		
市净率(倍)	9.3	5.2	4.2	4.1	3.6		
每股分红 (元)	0.08	0.09	0.12	0.14	0.21		
分红收益率	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%	1.3%		
权益收益率	16.2%	15.1%	13.8%	15.4%	19.1%		



资料来源: 彭博咨询, 中金公司研究部

投资亮点

► 公司目前覆盖网优行业中的 3 个细分板块 - 系统集成, 网优设备, 测试工具, 以用户端到基站端的优化服务为主。通过募投项目, 公司将提升对网优行业的覆盖度, 开始为运营商提供局部网络的普查, 规划, 评估及优化服务, 同时涉及部分对基站及核心网设备的综合代维, 从而加强从基站端到机房间优化服务的覆盖。公司将有能力为现有客户提供“一体化, 一站式”网络优化服务, 最大化客户资源的协同效应。

► 网络优化服务将提升公司整体毛利率

相比现有业务, 公司网优服务业务的毛利率较高 (公司 1H2010 网优服务毛利率 43%, 整体业务毛利率 32.5%)。随着未来网络优化服务收入占公司整体收比例上升 (预计网优服务占收入比重在 2011, 2012, 2013 年分别为 4.7%, 7.8% 和 15.2%), 即使考虑设备方面的毛利率下滑压力, 公司 2013 年整体毛利率将比 2010 年提升约 1 个百分点。

► 当前股价已接近公司增发预案价格

公司拟增发募集资金 4 亿元用于“一体化”网优服务网络建设, 增发预案价格为 15.6 元, 当前股价仅 15.9 元。有一定安全边际。

估值

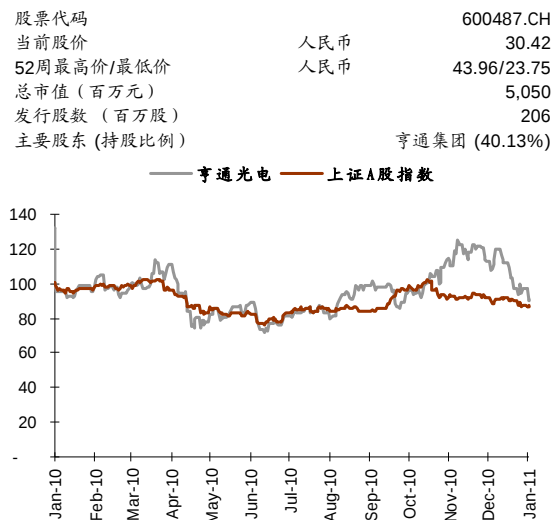
假设增发预案顺利实施, 计入股本摊薄, 我们预测 2010/2011/2012 年, 公司每股收益分别为 0.47、0.59、0.79 元。当前股价对应市盈率 33 倍, 26 倍, 20 倍。目标价 22 元, 对应 2012 年 28 倍市盈率。

亨通光电（600487.CH）：推荐

积极扩产光棒，备战 2011

图表 24：主要财务，股票信息

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	股票代码	600487.CH
主营业务收入	1,437.7	1,887.1	2,332.7	2,595.2	2,856.5	当前股价	人民币 30.42
(+/-%)	30.7%	31.3%	23.6%	11.3%	10.1%	52周最高价/最低价	人民币 43.96/23.75
主营业务利润	289.3	516.1	587.0	695.4	863.7	总市值（百万元）	5,050
(+/-%)	20.8%	78.4%	13.7%	18.5%	24.2%	发行股数（百万股）	206
营业利润	141.2	248.4	245.5	311.9	441.4	主要股东（持股比例）	亨通集团（40.13%）
(+/-%)	12.1%	75.9%	-1.2%	27.0%	41.5%		
净利润	106.5	183.9	181.8	345.5	453.3		
(+/-%)	33.7%	72.7%	-1.1%	90.0%	31.2%		
每股收益（元）	0.641	1.107	1.095	1.674	2.196		
市盈率（倍）	47.5	27.5	27.8	18.2	13.8		
每股净资产	6.9	7.8	8.6	7.8	7.8		
市净率（倍）	4.4	3.9	3.5	3.9	3.9		
每股分红（元）	0.20	0.20	0.25	0.25	0.35		
分红收益率	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	1.2%		
权益收益率	9.6%	15.1%	13.4%	22.7%	28.2%		



资料来源：彭博咨询，中金公司研究部

投资亮点

- 近期股价随大盘回落，在年报可能低于预期的双重利空下，走势较弱。随着 2011 年光纤集采招标的临近，我们预计股价短期可能仍面临一定压力。我们预测 2011 年的光纤需求维持在 9000 万芯公里，而市场供应量自 2010 年光纤缆全面扩产后产能完整释放，估计在 1.1~1.2 亿芯公里。短期看广电和电力市场光纤需求的增量市场空间有限，光纤招标价格可能下破 70 元芯公里。
- 中长期看，我们认为公司在光棒~光纤~光缆的上下游一体化发展战略清晰，光纤价格的下跌对公司负面影响有限。光纤预制棒是光纤生产的核心上游原材料，占光缆销售利润的 65% 以上。公司自主研发光纤预制棒产品，且已实现规模量产。采用的 VAD 气相沉积技术先进，固定投入成本低，对比行业内其他公司具备一定先发优势。公司正积极筹备光棒二期的扩产，有可能通过增发扩大光棒的领先优势，预计 2011 年光棒产量在 270。我们估算每公斤自产光纤预制棒可节省 35~40 美元左右的成本，保守估计光棒可贡献 5000 万以上的利润。长期看光纤供应市场必将走向整合，公司有望胜出。
- 电缆，力缆资产注入后，上市公司抗风险能力增强。特种线缆，特种光缆将成为光纤市场新增需求。其中海底光电复合缆将首先在 2011 年中贡献业绩。

估值

因资产注入不计入 2010 年利润表，我们预计 2010 年公司业绩将低于市场预期。预测 2010/2011/2012 年，公司每股收益分别为 1.09、1.67、2.2 元。当前股价对应市盈率 27 倍，18 倍，14 倍。目标价 42 元，对应 2012 年 19 倍市盈率。

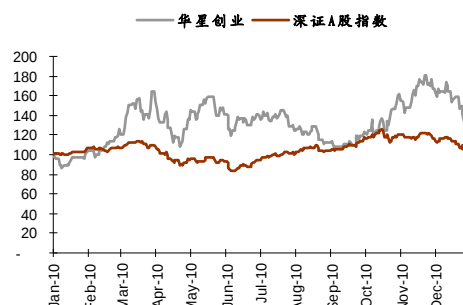
华星创业（300025.CH）：审慎推荐

布局 WLAN 工程服务，二级市场股价已接近行权价格

图表 25：主要财务，股票信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	77.4	117.1	155.6	208.5	418.2
(+/-)	43.7%	51.2%	32.9%	34.0%	100.6%
毛利	38.0	52.9	71.1	92.2	179.5
(+/-)	39.4%	39.3%	34.4%	29.8%	94.6%
营业利润	17.0	18.8	27.9	41.4	65.9
(+/-)	46.6%	10.5%	48.2%	48.5%	59.0%
净利润	13.8	17.4	26.4	42.1	71.0
(+/-)	38.7%	25.9%	51.3%	59.5%	68.7%
每股收益 (元)	0.17	0.22	0.33	0.53	0.89
市盈率 (倍)	149.6	118.8	78.5	49.2	29.2
股权收益率	57.2%	39.2%	16.7%	14.4%	20.2%
市净率	68.8	35.2	8.0	6.3	5.5
每股经营现金流 (元)	1.08	0.38	0.00	0.58	0.28
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.10	0.16	0.27
EV/EBIDTA	3.8	32.9	24.3	33.5	19.9
每股净资产 (元)	0.4	0.7	3.2	4.1	4.7
股利收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%	1.0%

彭博股票代码	300025 CH
股价 (元)	25.88
52周最高/最低 (元)	37.2/15.66
已发行股份 (百万股)	80
最终控股股东(%)	程小彦 (22.2%)
市值 (人民币, 百万)	216



资料来源：彭博咨询，中金公司研究部

投资亮点

► 公司收购拓展业务范围，WLAN 工程建设是 2011 年运营商无线布局重点

公司于今年年初收购的上海鑫众通信技术有限公司，具有通信网络系统集成乙级资质，主营网优运维服务，直放站系列产品。公司旨在通过该收购提升公司资质，拓展 WLAN 工程服务市场。

► 公司业绩增厚明显，并有超预期

上海鑫众通信技术有限公司于 2010 年前 10 个月收入 7,600 万元，净利润 1,764 万元，净利润率 23%。鑫众公司做出业绩承诺，2011 年/2012 年/2013 年净利润分别不低于 1,950/2,535/3,296 万元(对应贡献华星创业每股收益 0.15/0.19/0.25 元，增厚 21%/20%/18%)。2011 年运营商 WLAN 计划建设 AP 30 万以上，潜在的设备和服务市场应在 70~80 亿左右，鑫众的集成商资质可以帮助公司承揽集成服务，获得更多服务订单。值得关注。

► 股权激励行权价格 24.1，当前股价溢价仅 7.3%

公司开展股权激励保证核心人才和技术竞争力，显示了管理层做大做强的决心和对公司前景的充分信心。

估值

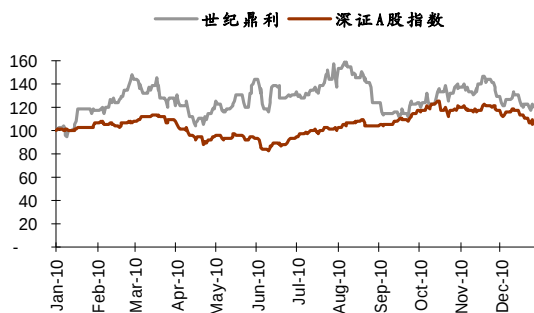
预测 2010/2011/2012 年，每股收益分别为 0.52、0.89、1.23 元，当前股价对应市盈率 49 倍，29 倍，21 倍。我们认为公司是网优服务领域中弹性最大的公司，2011 年业绩有较大超预期可能。目标价 38 元，对应 2012 年 30 倍市盈率。

世纪鼎利 (300050.CH)：审慎推荐

等待“戈多”——兼并收购

图表 26：主要财务，股票信息

(人民币百万元)						彭博股票代码	
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	300050 CH	
营业收入	66.7	136.7	327.4	467.7	637.8	股价 (元)	59.46
(+/-)	23.9%	105.0%	139.6%	42.8%	36.4%	52周最高/最低 (元)	86.98/49.50
毛利	44.6	92.9	203.6	290.2	382.0	已发行股份 (百万股)	108
(+/-)	28.0%	108.1%	119.3%	42.5%	31.7%	最终控股股东 (%)	叶滨 (45%)
营业利润	21.8	38.8	107.6	176.2	222.9	市值 (人民币, 百万)	6,422
(+/-)	34.5%	77.8%	177.4%	63.7%	26.5%		
净利润	26.4	39.0	111.3	174.7	228.3		
(+/-)	49.4%	47.5%	185.6%	56.9%	30.7%		
每股收益 (元)	0.25	0.37	1.06	1.67	2.18		
(+/-)	49.4%	47.5%	185.6%	56.9%	30.7%		
市盈率 (倍)	235.9	160.0	56.0	35.7	27.3		
股权收益率	40.7%	40.7%	67.1%	56.5%	47.6%		
市净率	81.7	54.1	28.8	15.5	11.2		
每股经营现金流 (元)	0.33	0.80	2.03	1.36	1.85		
股价/经营现金	181.91	74.05	29.25	43.61	32.06		
EV/EBITDA	78.1	47.0	17.3	34.1	24.7		
每股净资产	0.7	1.1	2.1	3.8	5.3		
每股股利 (元)	0.0	0.0	0.9	0.5	0.7		
股息收益率 (%)	0.0%	0.0%	1.5%	0.9%	1.2%		



资料来源：彭博咨询，中金公司研究部

投资亮点

► 战略布局全网优化

在扩展空口路测的基础上整合世源信通和上海贝讯的资源扩展 A 口, Abis 口的信令检测, 从而形成一体化的全网检测系统。从理论上讲, 这种基于信令的全网监测效果最优, 技术复杂度最高, 仍处于探索阶段。我们预计 2011 年尚不能给公司带来较大的业绩贡献, 但我们比较认可公司的战略发展方向。

► 路测设备有压力, 但网络优化服务将快速增长

我们预计公司来自网优服务的收入在 2010 年底有望占比在 40% 左右, 且将保持 50% 左右的增速; 而传统路测设备中自动路测系统应有不错需求, 但面临新进对手的直接竞争, 毛利率有下滑风险。公司端到端的业务有望在 2011 年贡献 5000 万左右的利润贡献。

► 超募资金的使用仍将是市场关注焦点

我们认为世纪鼎利当前的市值部分反应了潜在的收购利润增厚, 超募资金潜在市值贡献达 20 亿以上。

估值

预测 2010/2011/2012 年, 每股收益分别为 1.67、2.25、2.9 元, 当前股价对应市盈率 35 倍, 27 倍, 20 倍。考虑测试设备存在潜在的竞争压力, 目标价 75 元, 对应 2012 年市盈率 26 倍。维持“审慎推荐”。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司为中国移动、中国联通提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED