

**投资评级：强烈推荐（维持）**
**报告日期：2020年10月22日**
**市场数据**

目前股价	5.09
总市值（亿元）	1,578.69
流通市值（亿元）	1,094.35
总股本（万股）	3,101,560
流通股本（万股）	2,149,991
12个月最高/最低	6.16/4.77

**分析师**

分析师：吴彤 S1070520030004

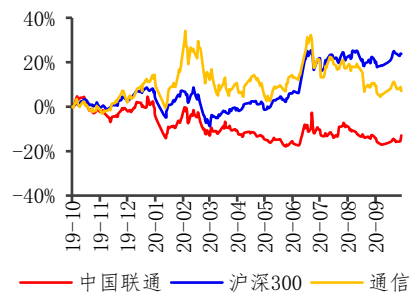
☎ 0755-83667984

✉ wutong@cgws.com

分析师：余芳沁 S1070520100002

☎ 0755-83558957

✉ yufq@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;移动业务企稳回升，产业互联网注入新动力&gt;&gt; 2020-08-13

&lt;&lt;基础业务平稳发展，创新板块动力十足&gt;&gt; 2019-04-24

&lt;&lt;业绩符合预期，混改元年交出亮眼成绩单&gt;&gt; 2019-03-14

# 成本效能优化带动盈利能力增强，产业互联网高增为公司注入发展动能

## ——中国联通（600050）公司动态点评

**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	290877	290515	310648	334816	361936
(+/-%)	5.8%	-0.1%	6.9%	7.8%	8.1%
净利润（百万）	4081	4982	5809	6924	8242
(+/-%)	858.3%	22.1%	16.6%	19.2%	19.0%
摊薄 EPS	0.13	0.16	0.19	0.22	0.27
PE	39	32	27	23	19

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 事件：**公司于2020年10月21日晚间发布2020年三季报：前三季度实现营业收入2,253.55亿元，同比增长3.8%；归母净利润47.84亿元，同比增长10.8%；扣非净利润为49.48亿元，同比增长24.7%；公司业绩符合市场预期。
- 公司营收持续增长，盈利能力再度提升：**在国内电信行业生态持续改善的背景下，公司深入推进全面数字化转型，加强差异化和互联网化运营，基础业务提质增效成果初显，创新业务转型持续突破，总体经营态势企稳向好。公司前三季度实现营业收入2,253.55亿元，同比增长3.8%；其中主营业务收入2,073.49亿元，同比增长4.4%。在收入基本平稳的基础上，公司净利润增长10.84%达到人民币47.84亿元，净利润增长再度高于收入增长。此外，报告期内处置固定资产等非经常性损失增加，扣非后归母净利润大幅增长24.7%，公司核心业务盈利能量显著增强。
- 混改效益得以体现，成本效能持续优化：**2020年前三季度，公司成本费用合计为人民币2,074.5亿元，占营收比重为92.06%，同比减少1.54pct，成本费用控制得当。其中，网间结算成本同比下降9.6%，主要受网间话务量下滑影响；网络、运行及支撑成本同比上升7.4%，主要由于房屋设备和铁塔使用费增加；人工成本同比上升7.9%，主营由于公司持续推进激励机制改革，强化激励与绩效挂钩，并加大引入创新人才；销售通信产品成本同比下降9.0%，主要得益于强化价值管理，以及期内通信产品销售下降；销售费用同比下降12.6%至人民币224.65亿元，主营在于公司积极转型发展，严控用户发展成本；其他营业成本及管理费用同比增长32.4%，主要由于ICT业务快速增长导致相关服务成本增加，以及对创新业务的技术支撑的投入增加。
- 移动业务发展质效逐步改善，用户结构变化带动Q3单季收入增长：**公司有效调整移动业务发展策略，严控用户发展成本，提升用户发展质量；充

分发挥全网集中 IT 系统优势，推动线上线下一体化，全渠道协同提升营销效能。前三季度，公司移动主营业务收入为 1165.39 亿元，同比下降 1.0%，较 2019 年全年降幅 5.26% 显著收窄。

分季度来看，Q1 单季疫情对客户拓展造成一定影响，移动主营业务收入 377 亿元 (YoY -4%)；Q2 疫情稳定后潜在用户逐步释放，单季收入 388 亿元，同比基本持平，环比增长 3%。Q3 用户结构持续改善，4G 渗透率提升 5G 新用户拓展，单季收入 400.23 亿元，同比增长 2.54%，环比增长 3.24%。

- **疫情驱动宽带组网和提速需求，产业互联网业务注入新活力：**前三季度公司固网主营业务收入 890.57 亿元 (YoY 12.9%)，Q3 单季度收入为 284.91 亿元，同增 10.73% 但环减 7.11%。我们认为，疫情好转对家庭宽带业务的红利逐步消退。但另一方面，公司 2B 业务仍强劲发展，产业互联网收入再创新高，前三季度收入为人民币 326.56 亿元 (YoY 34.4%)，Q3 单季度收入为 98.83 亿元 (YoY 30.5%)。我们认为，公司未来将继续发挥资源禀赋优势，与腾讯、百度、阿里、京东等巨头合作深入推进 5G+ 垂直融合创新，产业互联网业务步入发展快车道。
- **投资建议：**综上所述，考虑到公司前三季度营收净利双增，混改效益显现带动盈利能力提升。此外，公司 5G 建设持续推进，产业互联网等创新业务成为主要驱动力。我们预计公司 20-22 年营业收入为 3106.48/3348.16/3619.36 亿元，归母净利润分别为 58.09/69.24/82.41 亿元，EPS 分别为 0.19/0.22/0.27 元，对应 PE 分别为 27X/23X/19X，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**国际贸易加剧使产业链上游元器件供应受阻；运营商 5G 基站建设进程不及预期；产业互联网等 To B 业务推进速度不及预期；“提速降费”、国内电信业务网间结算调整等政策给公司带来挑战。

**目录**

1. 事件.....	5
2. 收入持续增长，业务结构逐步优化.....	5
2.1 移动业务降幅收窄，ARPU 止跌回升.....	5
2.2 疫情驱动宽带组网和提速需求，产业互联网业务注入新活力.....	6
3. 成本效能持续优化，盈利能力同比增强.....	8
3.1 公司混改效益逐步体现，净利润率进一步提升.....	8
3.2 成本费用率缩减，研发持续加强.....	9
3.3 经营性现金流长期为正，为发展提供有效保障.....	10
4. 投资建议.....	10
5. 风险提示.....	10
附：盈利预测表.....	11

## 图表目录

图 1:	2016-2020 年前三季度收入情况 (亿元, %)	5
图 2:	2016-2020 年前三季度净利润情况 (亿元, %)	5
图 3:	2017-2020 年前三季度移动业务收入 (亿元, %)	6
图 4:	公司移动业务收入单季情况 (亿元, %)	6
图 5:	移动业务经营数据 (万户)	6
图 6:	固网主营业务收入情况 (亿元, %)	7
图 7:	单季度固网主营业务收入情况 (亿元, %)	7
图 8:	宽带接入业务收入情况 (亿元, %)	7
图 9:	单季度宽带接入业务收入 (亿元, %)	7
图 10:	固网宽带用户经营数据 (万户)	7
图 11:	产业互联网收入情况 (亿元, %)	8
图 12:	单季度收入净利润情况 (亿元, %)	9
图 13:	公司销售毛利率及销售净利率 (%)	9
图 14:	公司成本费用情况 (亿元、%)	9
图 15:	公司研发费用及占主营收入比重 (亿元)	9
图 16:	公司单季度经营性现金流净额 (亿元)	10

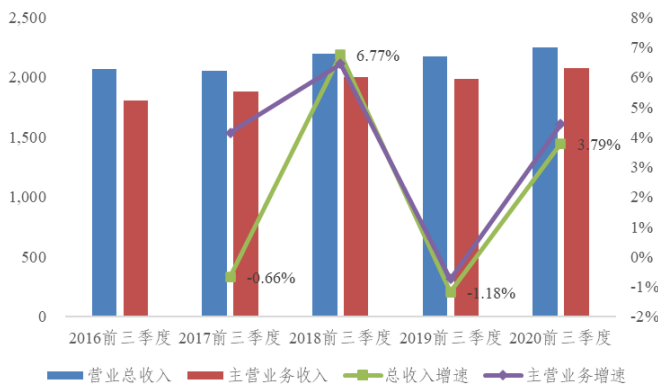
# 1. 事件

公司于 2020 年 10 月 21 日晚间发布 2020 年三季度报：前三季度实现营业收入 2,253.55 亿元，同比增长 3.8%；归母净利润 47.84 亿元，同比增长 10.8%；扣非净利润为 49.48 亿元，同比增长 24.7%；公司业绩符合市场预期。

# 2. 收入持续增长，业务结构逐步优化

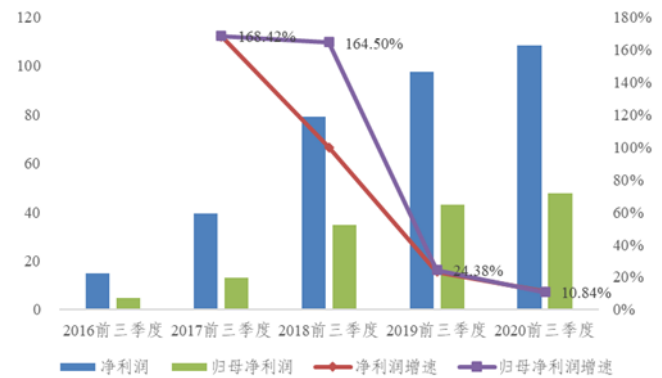
在国内电信行业生态持续改善的背景下，公司深入推进全面数字化转型，加强差异化和互联网化运营，基础业务提质增效成果初显，创新业务转型持续突破，总体经营态势企稳向好。报告期内，公司实现营业总收入 2,253.55 亿元，同比增长 3.8%；其中主营业务收入 2,073.49 亿元，同比增长 4.4%。主营业务占总营收比重增长。

图 1: 2016-2020 年前三季度收入情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 2: 2016-2020 年前三季度净利润情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

## 2.1 移动业务降幅收窄，ARPU 止跌回升

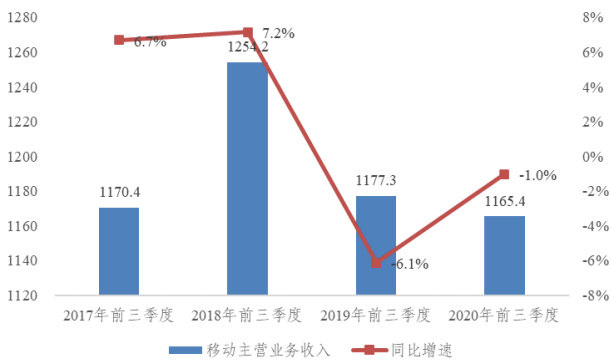
公司有效调整移动业务发展策略，严控用户发展成本，提升用户发展质量；充分发挥全网集中 IT 系统优势，推动线上线下一体化，全渠道协同提升营销效能。前三季度，公司移动主营业务收入为 1165.39 亿元，同比下降 1.0%，较 2019 年全年降幅 5.26% 显著收窄。

分季度来看，Q1 单季疫情对客户拓展造成一定影响，单季移动主营业务收入 377 亿元 (YoY -4%)；Q2 疫情稳定后潜在用户逐步释放，单季收入 388 亿元，同比基本持平，环比增长 3%。Q3 用户结构改善，4G 渗透率提升且 5G 新用户拓展，单季收入 400.23 亿元，同比增长 2.54%，环比增长 3.24%。

(1) **移动出账用户数**：虽然移动用户市场逐渐饱和，但用户结构不断优化。公司移动出账用户净减 929 万户，达到 3.092 亿户。存量用户中 4G 占比不断提升，9 月份占总移动用户数比例达 86.17%，同比提升 8.84pct；5G 方面，报告期内公司配合 5G 网络建设和手机供应有节奏和有针对性地加强 5G 公众用户发展。

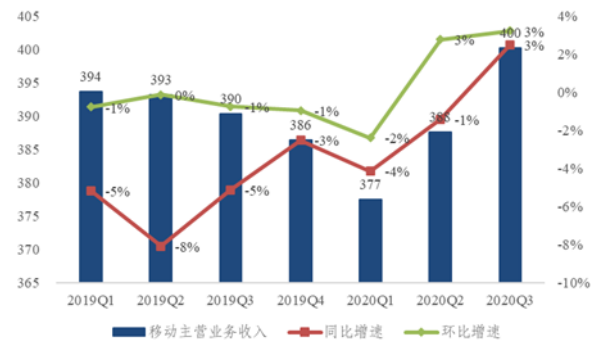
(2) **ARPU**：公司移动用户 ARPU 逐步企稳回升，前三季度移动用户 ARPU 增长 2.6% 至 41.6 元。我们认为四季度 5G 用户数加速增长，创新应用引领用户消费升级。用户更换 4G 到 5G 终端及相关套餐将带动 ARPU 持续增长。

图 3: 2017-2020 年前三季度移动业务收入 (亿元, %)



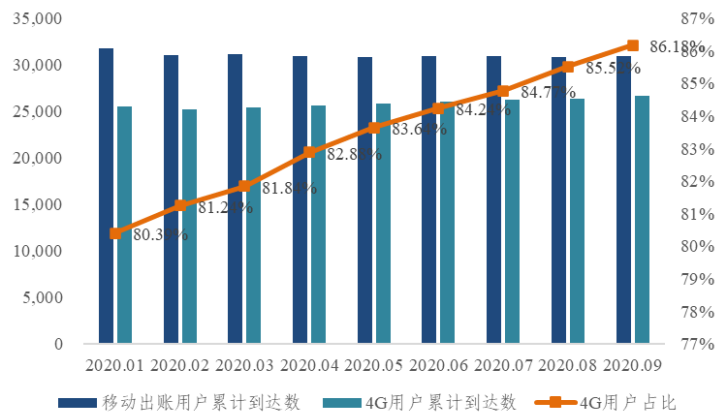
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 4: 公司移动业务收入单季情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 5: 移动业务经营数据 (万户)

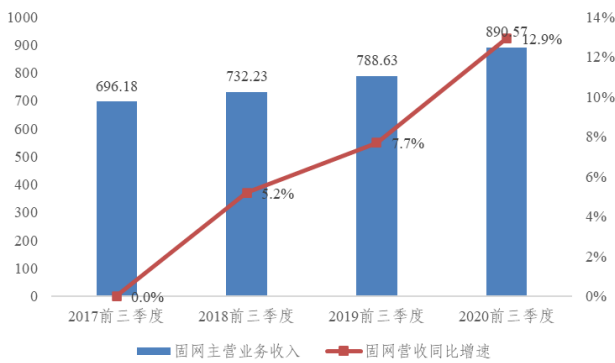


资料来源: Wind, 长城证券研究所

## 2.2 疫情驱动宽带组网和提速需求, 产业互联网业务注入新活力

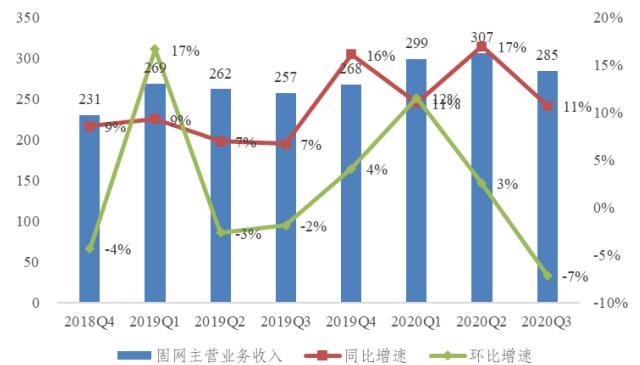
报告期内疫情对固网宽带业务需求提升, 接入业务复苏性增长; 创新业务发展势头强劲, 成为公司增长的主要驱动力, 公司固网主营业务收入 890.57 亿元, YoY12.9%。从单季度来看, Q3 单季度固网主营业务收入为 284.91 亿元, 同比增长 10.73%, 环比下降 7.11%。我们认为, 随着疫情好转, 对家庭宽带业务的红利逐步消退; 但 2B 业务仍强劲发展, 为公司注入新活力。

图 6: 固网主营业务收入情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

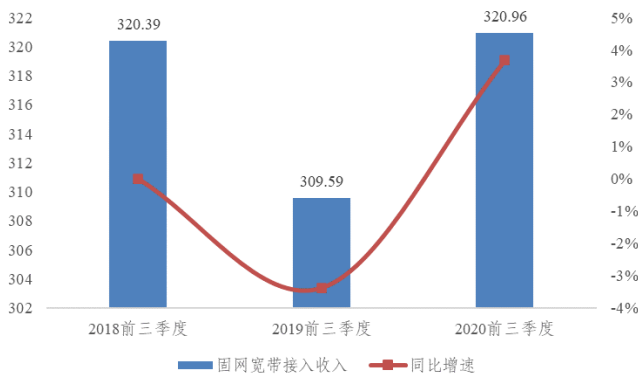
图 7: 单季度固网主营业务收入情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

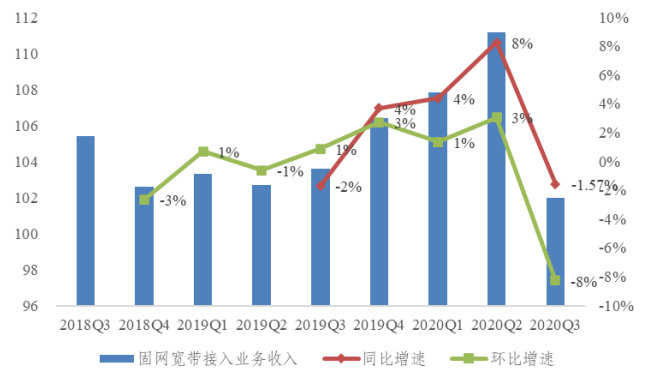
上半年疫情驱动宽带需求提升, Q3 用户饱和后增长动力将逐步消退。疫情防控常态化驱动宽带组网和提速需求明显提高。公司坚持理性规范竞争, 积极发挥宽带速率高、内容丰富、服务优的综合优势, 加快智慧家庭系列产品推广, 促进宽带接入业务和其他相关业务共同增长。2020 年前三季度, 固网宽带用户净增 308 万户, 达到 8,656 万户; 固网宽带接入收入达到人民币 320.96 亿元, 比去年同期上升 3.7%。分季度来看, Q3 单机宽带接入收入为 102 亿元, 同比下滑 1.6%, 同比下降 8.3%。主要由于本年固网宽带用户数 7 月首次出现下滑, 疫情好转及用户饱和使宽带业务增长动力逐步消退。

图 8: 宽带接入业务收入情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 9: 单季度宽带接入业务收入 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 10: 固网宽带用户经营数据 (万户)

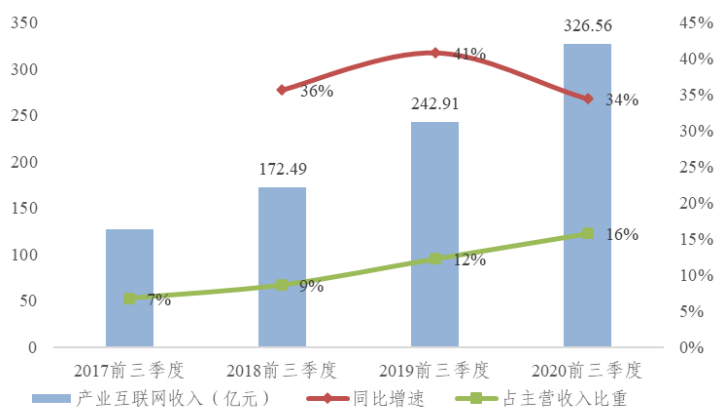


资料来源: Wind, 长城证券研究所

以“云+网+智慧应用”推进创新业务和基础业务融合发展，产业互联网业务为未来发展注入活力。国家“新基建”战略和疫情进一步加速经济社会数字化、网络化、智能化转型需求。公司聚合战投伙伴优势力量，聚焦智慧城市、数字政府、智慧医疗、工业互联网等关键领域，规模化推广标准化产品及解决方案赋能 B 端客户数字化转型。公司产业互联网业务再创新高，2020 年前三季度收入为人民币 326.56 亿元，同增 34.4%；其中 Q3 单季度收入为 98.83 亿元，同增 30.5%。我们认为，公司未来将积极发挥资源禀赋优势，推动 5G+垂直融合创新，产业互联网步入发展快车道。

报告期内，公司与腾讯、百度、阿里、京东等巨头的合作持续深入，与腾讯合资的云景文旅科技公司，聚焦科技、文化和旅游，已形成多个可定制行业产品/模块的产品体系，中标全国多省项目；智慧足迹公司融合京东能力资源，聚焦“人口+”，连接“人-物-企”，已成为规划领域与统计领域人口大数据全国第一服务商；与阿里合资成立的云粒智慧公司，聚焦政务、生态环保等产业互联网市场，不断迭代智慧河湖、城市大脑等多款智能化产品；与百度成立 5G 联合实验室，聚焦 5G、车联网、AI 领域，探索 5G 边缘计算在特定场景商用落地；与中国人寿成立数字保险联合实验室，共同探索数字保险领域新机会。我们认为，公司资源优势明显，与细分龙头的强强联合将助力公司多元化探索，为未来成长注入新动能。

图 11：产业互联网收入情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，长城证券研究所

### 3. 成本效能持续优化，盈利能力同比增强

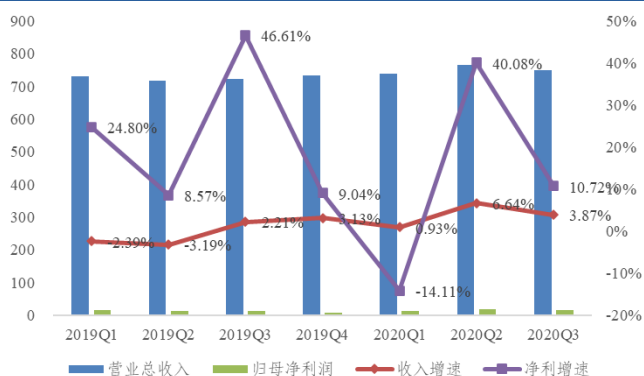
#### 3.1 公司混改效益逐步体现，净利润率进一步提升

公司混改效益逐步体现，盈利能力进一步增强。报告期内，公司成本效能持续优化，彰显出良好的风险承受能力。在收入基本平稳的基础上，公司净利润增长 10.84% 达到人民币 47.84 亿元，净利率同比提升 0.32pct 达到 4.81%。此外，处置固定资产等非流动资产损失（-15.66 亿元）等非经常性损失增加，对公司净利润造成一定影响，扣非后归母净利润大幅增长 24.7%，公司核心业务盈利能量显著增强。



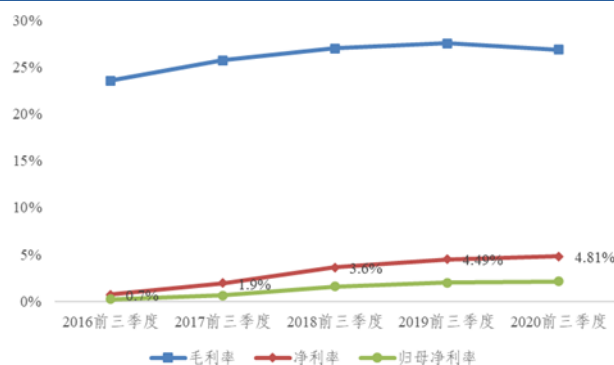
分季度来看，公司 Q3 收入增长 3.87%，归母净利润同增 10.72%，净利润增长再度高于收入增长，公司业绩改善态势持续。

图 12: 单季度收入净利润情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 13: 公司销售毛利率及销售净利率 (%)



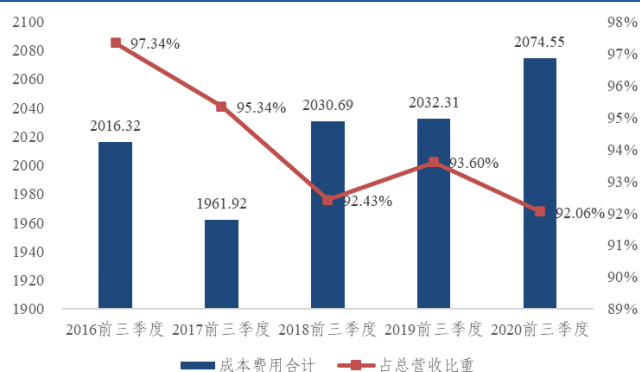
资料来源: Wind, 长城证券研究所

### 3.2 成本费用率缩减, 研发持续加强

2020 年前三季度，公司成本费用合计为人民币 2,074.5 亿元，占营收比重为 92.06%，同比减少 1.54pct。其中，网间结算成本同比下降 9.6%，主要受网间话务量下滑影响；网络、运行及支撑成本同比上升 7.4%，主要由于房屋设备和铁塔使用费增加；人工成本同比上升 7.9%，主营由于公司持续推进激励机制改革，强化激励与绩效挂钩，并加大引入创新人才；销售通信产品成本同比下降 9.0%，主要得益于强化价值管理，以及期内通信产品销售下降；销售费用同比下降 12.6% 至人民币 224.65 亿元，主营在于公司积极转型发展，严控用户发展成本；其他营业成本及管理费用同比增长 32.4%，主要由于 ICT 业务快速增长导致相关服务成本增加，以及对创新业务的技术支撑的投入增加。

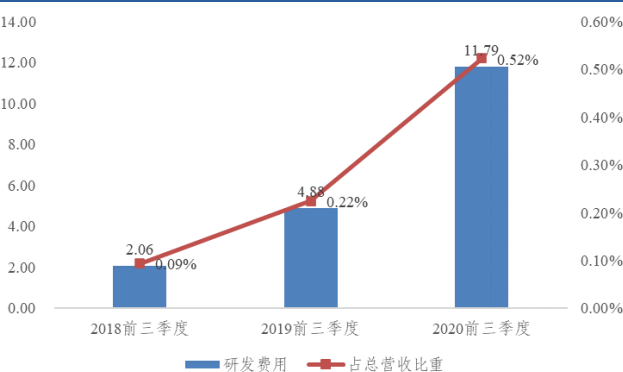
公司成本费用结构优化，在研发端加强投入以提升核心竞争力。报告期内，公司加强在 5G、云计算、大数据、物联网、人工智能、网络安全等关键领域的研发，创新发展动力不断增强，2020 年前三季度研发费用 11.79 亿元，同比大幅增长 141.54%，占主营收入比重同比提升 0.3pct。我们认为，较强的研发投入可提升公司在 5G 及产业互联网等核心领域竞争力，为公司成长提供有力支撑。

图 14: 公司成本费用情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 15: 公司研发费用及占主营收入比重 (亿元)

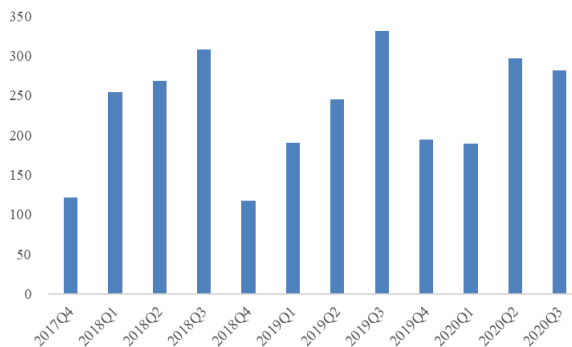


资料来源: Wind, 长城证券研究所

### 3.3 经营性现金流长期为正，为发展提供有效保障

公司经营性现金流长期为正，财务实力持续增强。2020 年前三季度，公司经营活动现金流量净额为人民币 768.16 亿元，超过全年预计的资本开支；其中 Q3 单季度录得经营活动净现金流 281.80 亿元。公司自由现金流保持强劲，为未来发展提供良好资金支持。

图 16: 公司单季度经营性现金流净额（亿元）



资料来源: Wind, 长城证券研究所

## 4. 投资建议

综上所述，考虑到公司前三季度营收净利双增，混改效益显现带动盈利能力提升。此外，公司 5G 建设持续推进，产业互联网等创新业务成为主要驱动力。我们预计公司 20-22 年营业收入为 3106.48/3348.16/3619.36 亿元，归母净利润分别为 58.09/69.24/82.41 亿元，EPS 分别为 0.19/0.22/0.27 元，对应 PE 分别为 27X/23X/19X，维持“强烈推荐”评级。

## 5. 风险提示

国际贸易加剧使产业链上游元器件供应受阻；四季度运营商 5G 基站建设进程不及预期；产业互联网等 To B 业务推进速度不及预期；“提速降费”、国内电信业务网间结算调整等政策给公司带来挑战。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	290876.	290514.	310647.6	334816.0	361936.1	<b>成长性</b>					
营业成本	213585.	214133.0	229941.4	246525.	263851.4	营业收入增长	5.8%	-0.1%	6.9%	7.8%	8.1%
销售费用	35169.7	33544.9	33767.4	37499.4	41622.66	营业成本增长	3.2%	0.3%	7.4%	7.2%	7.0%
管理费用	22925.1	22977.0	26187.60	27856.70	29678.77	营业利润增长	687.8%	12.8%	22.3%	16.3%	19.6%
研发费用	872.23	1708.97	1910.48	2008.90	2171.62	利润总额增长	407.8%	16.2%	20.3%	16.1%	19.1%
财务费用	-137.78	717.43	961.45	971.00	612.77	净利润增长	858.3%	22.1%	16.6%	19.2%	19.0%
其他收益	185.21	776.36	579.31	644.99	623.10	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	2475.57	2174.50	1985.50	2182.50	2205.50	毛利率	26.6%	26.3%	26.0%	26.4%	27.1%
营业利润	11921.35	13443.16	16435.81	19108.03	22861.75	销售净利率	3.2%	3.9%	4.2%	4.7%	5.2%
营业外收支	154.01	592.03	446.02	494.69	478.47	ROE	2.9%	3.5%	3.9%	4.5%	5.1%
利润总额	12075.3	14035.19	16881.83	19602.73	23340.2	ROIC	9.5%	15.8%	62.0%	-287.7%	-21.2%
所得税	2774.70	2771.06	3714.00	3920.55	4668.04	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	5219.89	6282.04	7359.26	8758.33	10430.65	销售费用/营业收入	12.1%	11.5%	10.9%	11.2%	11.5%
净利润	4080.77	4982.08	5808.57	6923.85	8241.53	管理费用/营业收入	7.9%	7.9%	8.4%	8.3%	8.2%
						研发费用/营业收入	0.3%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
						财务费用/营业收入	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%
						投资收益/营业利润	20.8%	16.2%	12.1%	11.4%	9.6%
						所得税/利润总额	23.0%	19.7%	22.0%	20.0%	20.0%
						应收账款周转率	15.80	14.96	15.38	15.17	15.28
						存货周转率	92.32	90.21	91.27	90.74	91.00
						流动资产周转率	3.81	3.64	2.93	2.44	1.94
						总资产周转率	0.52	0.53	0.55	0.58	0.60
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	41.5%	42.7%	41.5%	39.4%	41.6%
						流动比率	0.36	0.40	0.58	0.70	0.93
						速动比率	0.26	0.30	0.49	0.59	0.84
						<b>每股指标 (元)</b>					
						EPS	0.13	0.16	0.19	0.22	0.27
						每股净资产	4.52	4.62	4.75	4.91	5.12
						每股经营现金流	2.13	2.90	2.74	2.09	3.67
						每股经营现金/EPS	16.17	18.06	14.61	9.38	13.83
						<b>估值</b>					
						PE	38.69	31.69	27.18	22.80	19.16
						PEG	-10.28	0.17	0.28	1.20	1.04
						PB	1.13	1.10	1.07	1.04	0.99
						EV/EBITDA	4.01	4.16	4.22	3.69	2.54
						EV/SALES	1.18	1.20	0.94	0.84	0.60
						EV/IC	1.87	1.81	1.66	1.59	1.17
						ROIC/WACC	0.98	1.62	6.38	-29.39	-2.16
						REP	1.91	1.11	0.26	-0.05	-0.54
<b>资产负债表</b>	<b>(百万)</b>										
流动资产	75924.5	83603.8	128630.6	146131.5	227259.6						
货币资金	33783.3	38665.3	81747.92	96839.71	174734.0						
应收票据及应收账款合计	18206.0	20620.8	19768.10	24362.8	23016.31						
其他应收款	3220.87	2800.61	5551.63	2285.85	6772.38						
存货	2388.33	2359.15	2679.76	2754.03	3044.77						
非流动资产	465837.	480626.	443524.	429119.9	398759.2						
固定资产	341452.	312533.	298274.	281598.6	260550.1						
资产总计	541762.	564230.	572154.9	575251.4	626018.9						
流动负债	213794.	206812.	221395.9	209759.	243303.						
短期借款	15132.62	5614.08	10373.35	7993.71	9183.53						
应付款项	108702.	106806.	132821.5	115672.7	152736.3						
非流动负债	11027.98	33921.9	15969.74	16821.47	17198.00						
长期借款	4172.16	6864.69	3488.59	1356.72	-1136.40						
负债合计	224821.	240734.	237365.	226580.	260501.7						
股东权益	316940.	323495.	334789.	348670.	365517.2						
股本	31027.81	31033.71	31033.71	31033.71	31033.71						
留存收益	34864.0	37624.7	45710.99	55391.82	66898.3						
少数股东权益	176795.	180168.6	187527.8	196286.2	206716.8						
负债和权益总计	541762.	564230.	572154.9	575251.4	626018.9						
<b>现金流量表</b>	<b>(百万)</b>										
经营活动现金流	94829.7	96208.2	84865.3	64965.41	113972.3						
其中营运资本减少	-20728.	5697.33	17920.30	-11593.4	29013.85						
投资活动现金流	-61167.0	-58877.	-16171.25	-45526.4	-35143.4						
其中资本支出	56823.2	60366.7	-25240.0	-27126.8	-30700.8						
融资活动现金流	-36549.	-32469.	-25611.5	-4347.14	-934.60						
净现金总变化	-2812.92	4886.88	43082.61	15091.79	77894.29						

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cqws.com>