

中国联通改革才能带来机会

中国联通（600050）推荐报告

证券分析师：程成

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001

E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn

2016年10月11日

目录

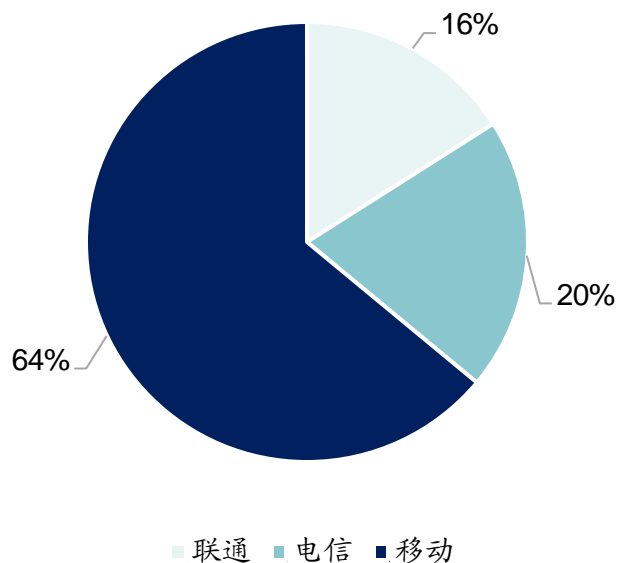
- 现状：4G竞争格局失衡：中国移动一家独大
- 从中华电信的转型看中国联通
- 关于中国联通的估值
- 展望：转型之路还要走多远？
- 平衡竞争关系，变革时机已到
- 混改启动，重点关注中国联通

●4G现状：竞争格局失衡：中国移动一家独大

中国移动用户总量、4G用户量占据绝对优势

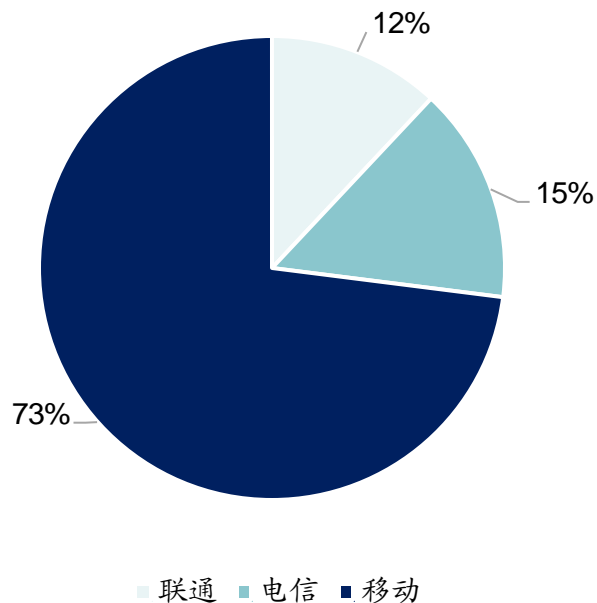
截止2016年6月，移动业务方面，中国移动用户数量远超联通、电信之和，占据约**64%**市场份额，**4G**用户更占据了高达**73%**的用户比例

图1：移动业务用户份额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：4G用户市场份额

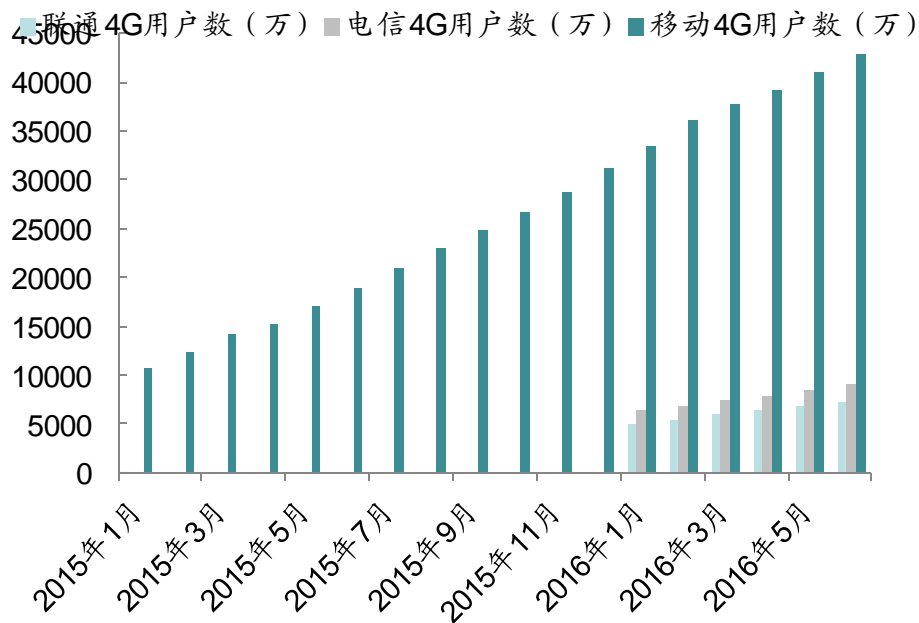


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

中国移动用户总量、4G用户量占据绝对优势

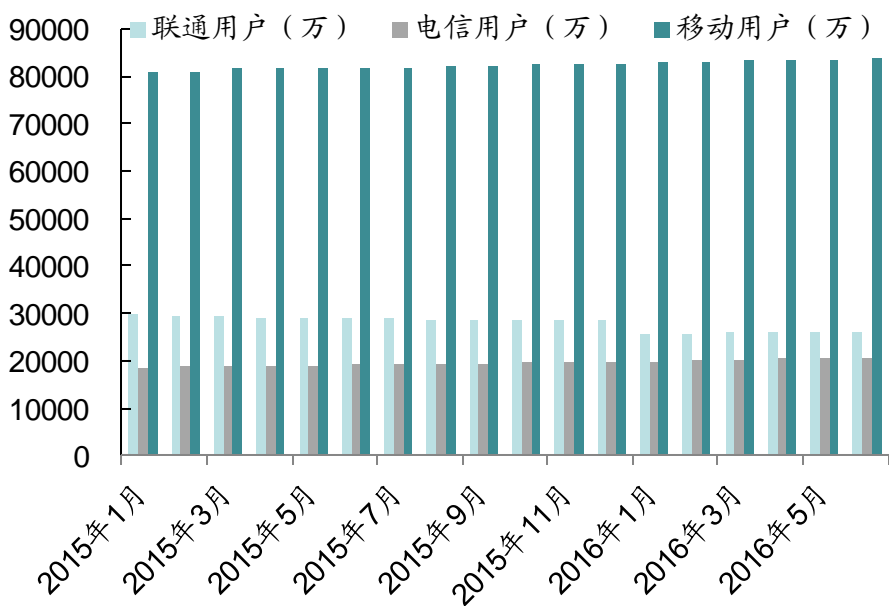
从2015年到2016年，运营商4G用户数在这18个月期间持续增长，新入网用户数增长缓慢，总用户数几乎未发生改变

图3：2015年1月到2016年6月运营商4G用户数一览（万）



资料来源：运营商官网、国信证券经济研究所整理

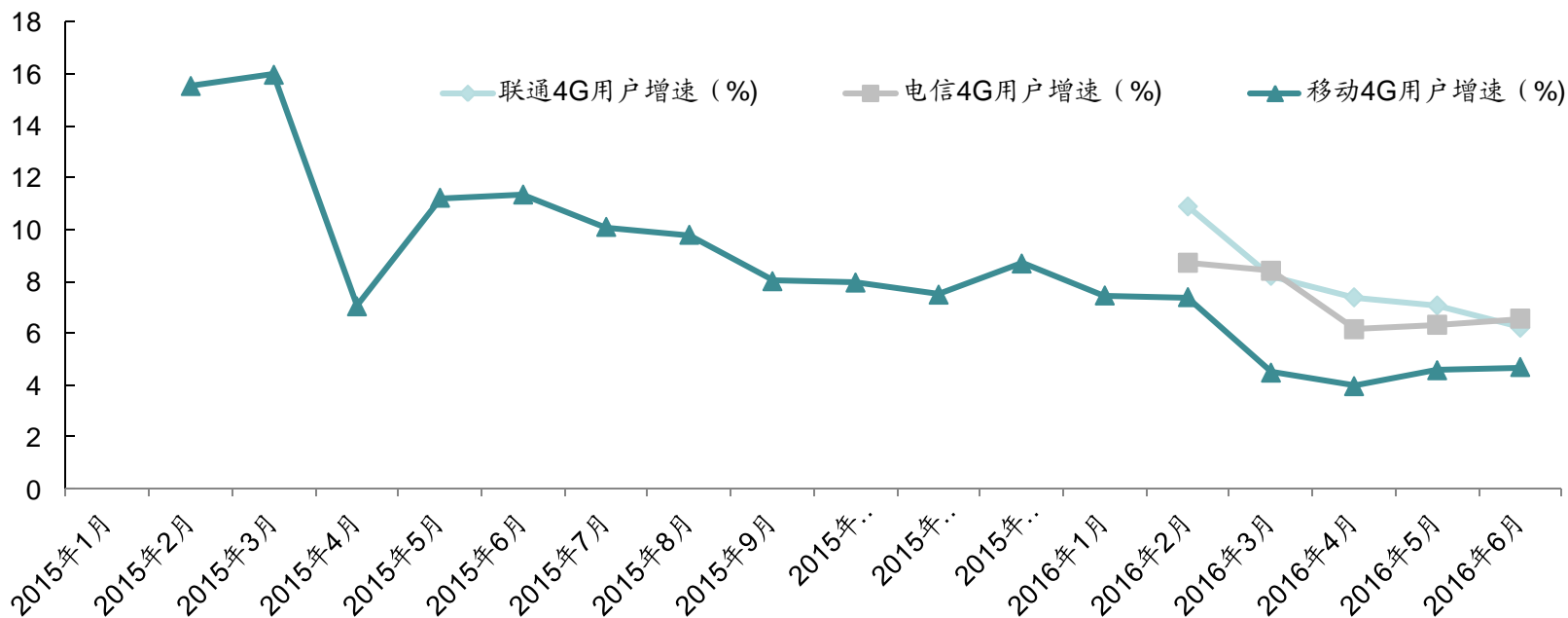
图4：2015年1月到2016年6月运营商用户数一览（万）



资料来源：运营商官网、国信证券经济研究所整理

中国移动用户总量、4G用户量占据绝对优势

图5: 2015-2016年三大运营商4G用户增速 (%)



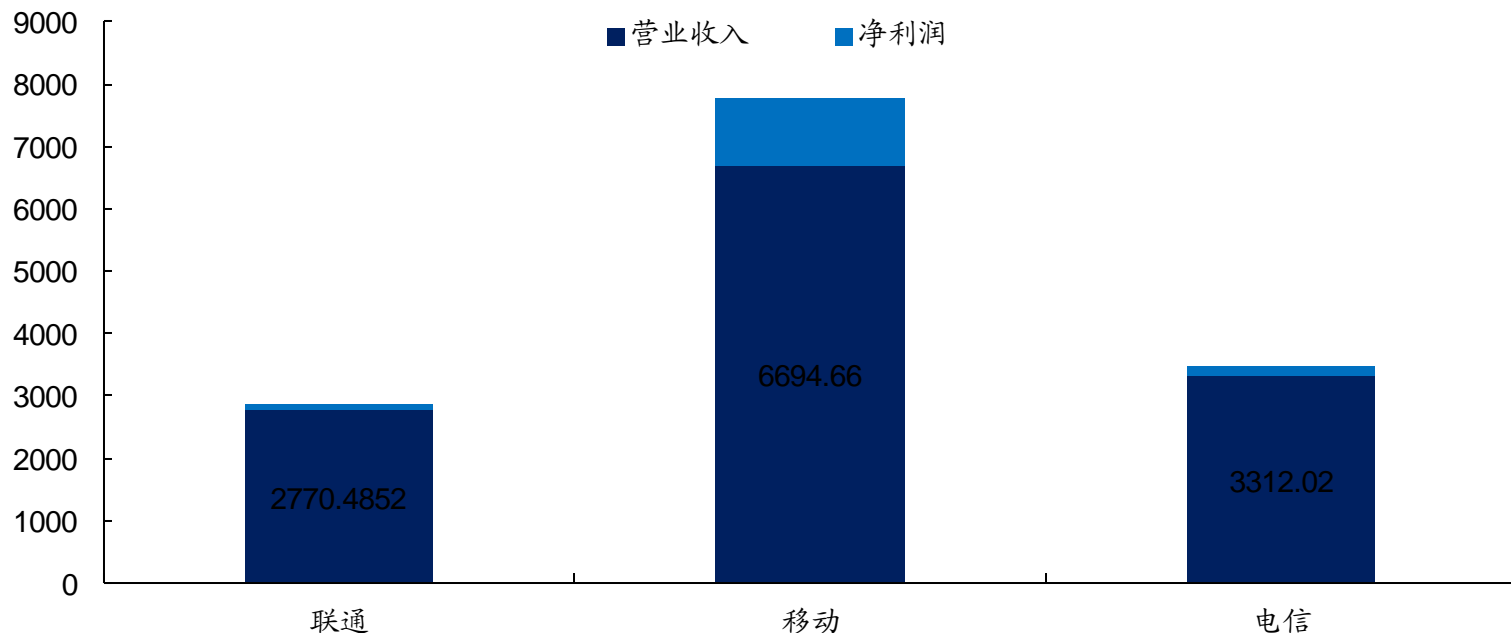
资料来源: 运营商官网、国信证券经济研究所整理

初期, 运营商4G用户数增长幅度较大, 均超过10%, 随着2G/3G转网用户规模的减小, 4G用户的增速也逐渐放缓, 呈现出收敛之势。

中国移动营收、净利润变现抢眼

中国移动2015年实现营收**6694**亿元，净利润约**1093**亿元，中国电信营收**3312**亿元，净利润**200.5**亿元，中国联通营收**2770.5**亿元，净利润**105.6**亿元，中国移动一家独大

图7：三大运营商2015年财务数据对比（亿元）

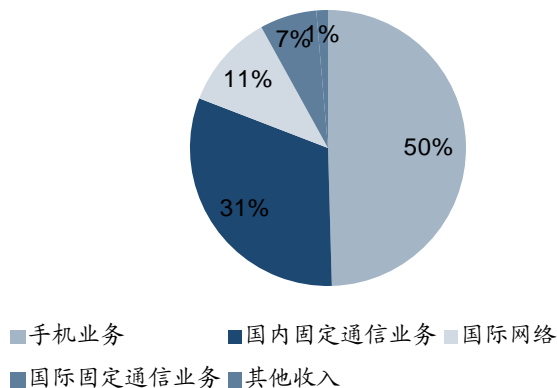


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

● 中华电信：台湾通信行业的巨无霸

中华电信：台湾通信行业的巨无霸

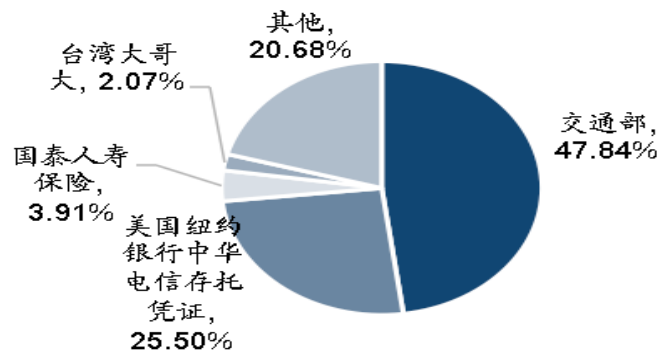
图1：2015年中华电信营业收入结构



- 中华电信股份有限公司是台湾电信局进行民营化改革之后成立的专门负责电信运营的机构，于1996年正式运营。公司自成立之后，不断推进民营化改革。2003年7月，公司通过发行存托凭证的方式在美国纽约交易所上市。2005年8月，公司的股本结构中官方持股成功降到50%以下，从企业性质上来看，中华电信成为真正的民营企业。目前，中华电信是台湾地区最大的通信公司，主营业务覆盖固网通信、移动通信以及数据通信三大领域。

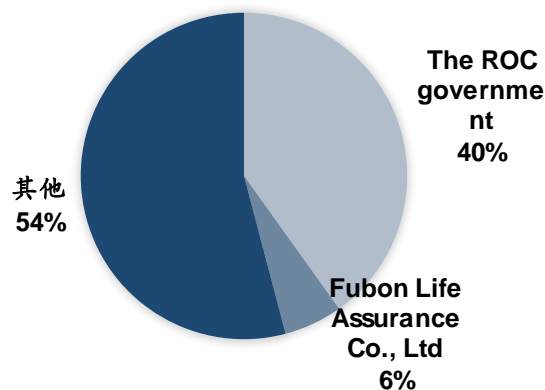
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图6：2005年中华电信股权结构



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图3：2016年中华电信股权结构

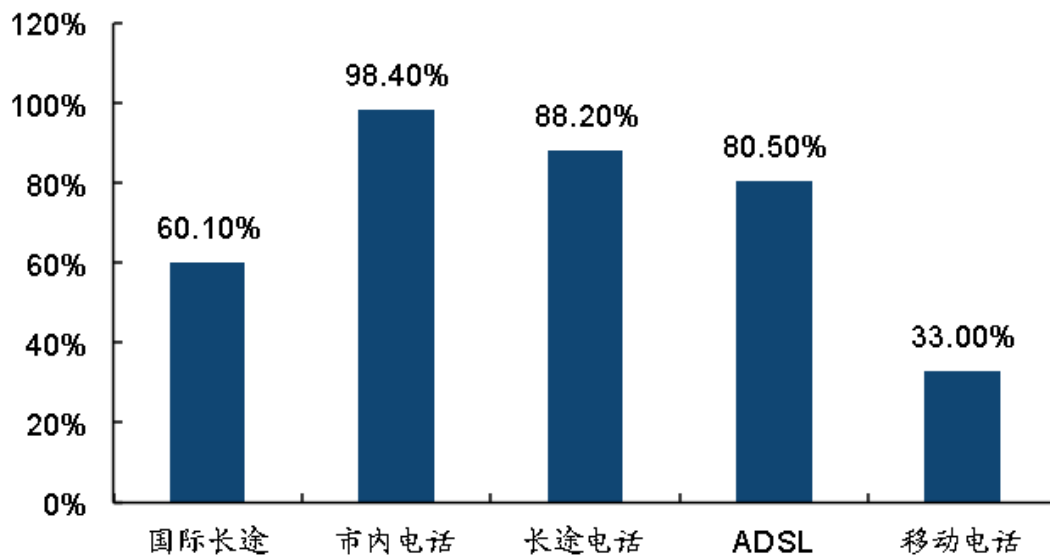


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

中华电信：台湾通信行业的巨无霸

- 电信管制时期，台湾的电信业务全部由中华电信的前身电信局独自经营，这使得中华电信在固网通信领域建立起了绝对的垄断优势。
- 上世纪90年代末台湾开始推行“电信自由化”，台湾固网等新生的固网运营商进入市场。中华电信在硬件设施建设以及行业经验积累等方面遥遥领先于竞争对手。
- 2003年，公司的骨干传输网络已实现全面光纤化，接入网络也在朝数位化和宽频化发展。
- 中华电信在固网通信领域的主营业务为市内通话、长途通话以及国际长途电话。2003年这三项业务的市场占有率分别为：98.4%，88.2%和60.1%。

图 8：2003 年中华电信主营业务市场占有率（按项目）

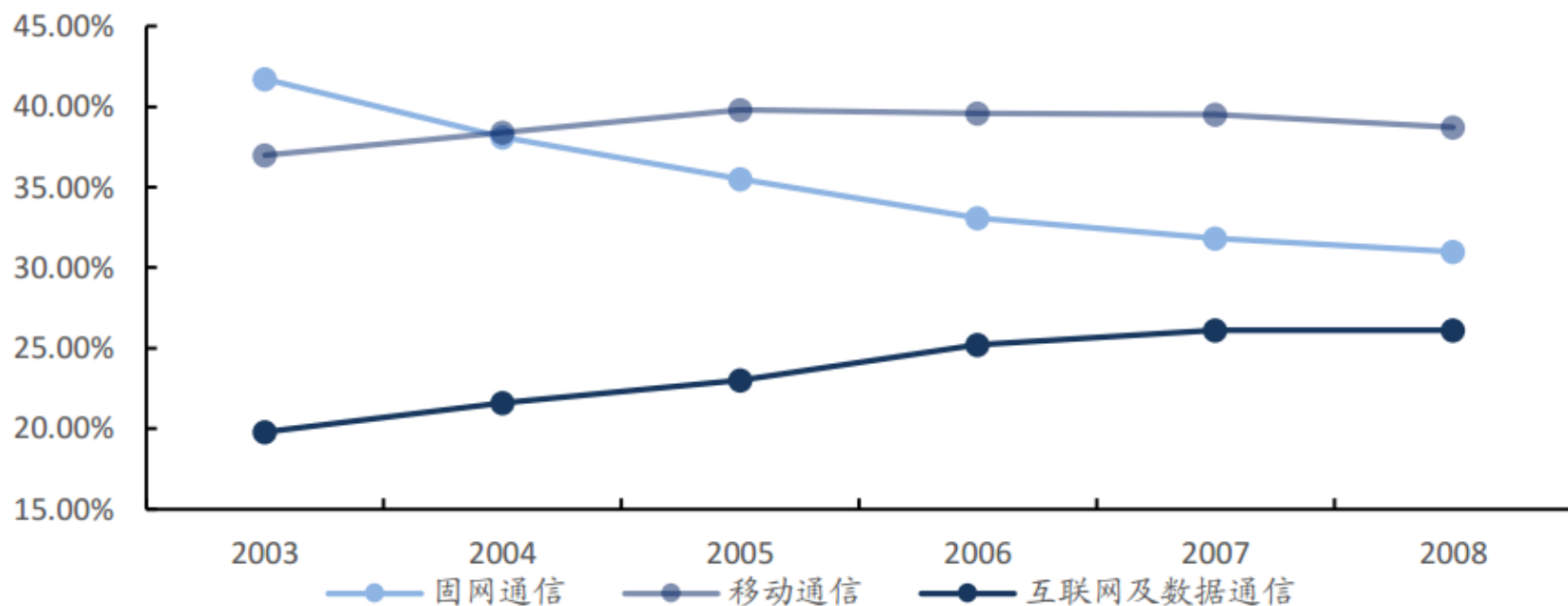


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

中华电信：台湾通信行业的巨无霸

- 自21世纪初，固网通话不断被移动通话所取代，中华电信的固网通信收入出现下降趋势。为应对电信自由化以及行业技术升级对固网业务带来的影响，中华电信开始拓展移动通信业务与数据通信业务。
- 例如，在宽频业务方面，2003年中华电信的ADSL客户数超过240万，市场占有率达80.5%。公司为提升客户粘性，还推出了以不加价的方式为原有客户将512/64K升级为1.5M的服务。

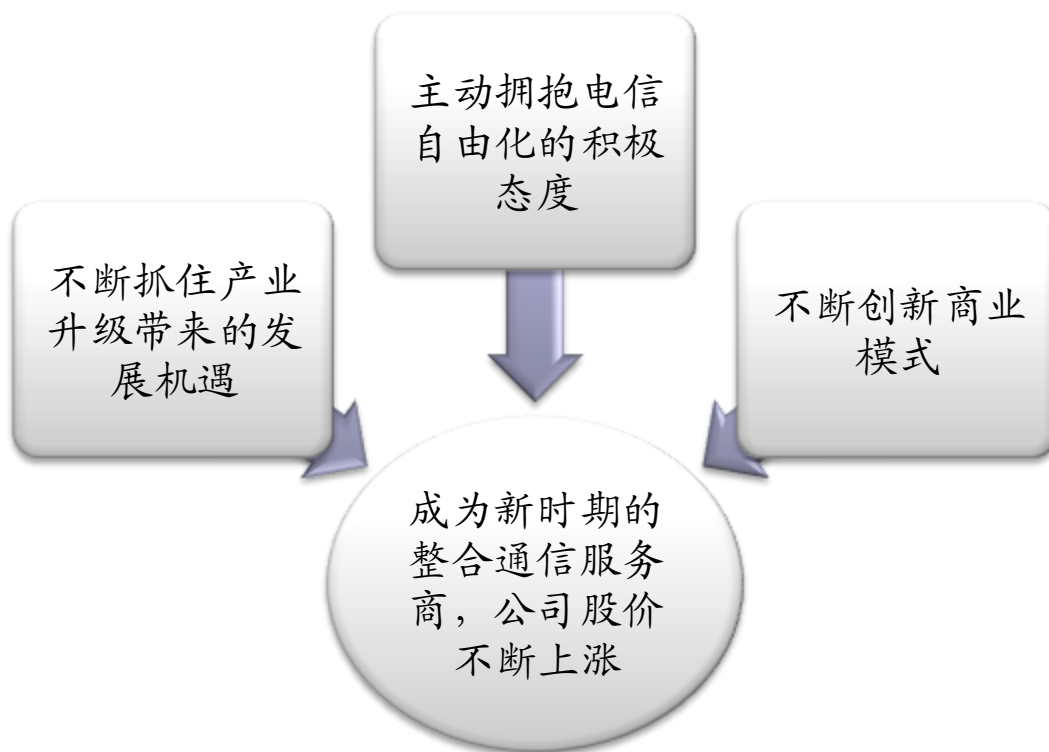
图 9：中华电信营业收入结构变化趋势 2003-2008



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

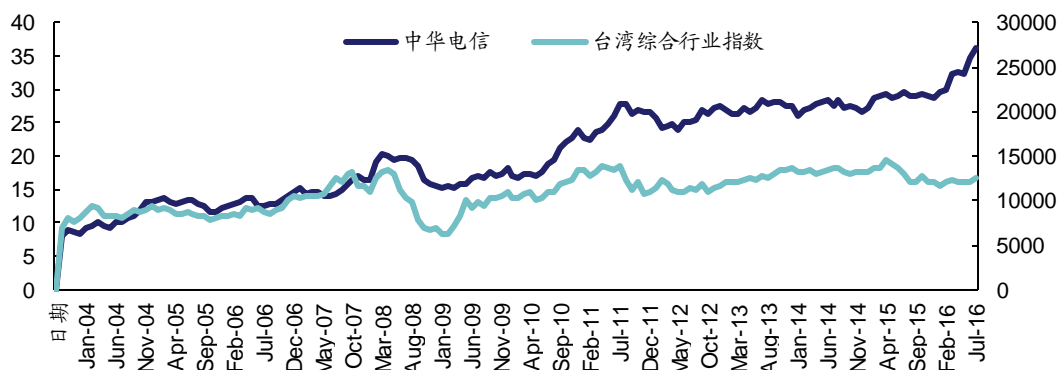
市场：牛股诞生记

- 传统企业往往会陷入路径依赖的泥沼，转型成功的永远是少数。而令人惊喜的是，作为传统通信运营商的中华电信并没有在电信自由化的浪潮中渐渐消逝。



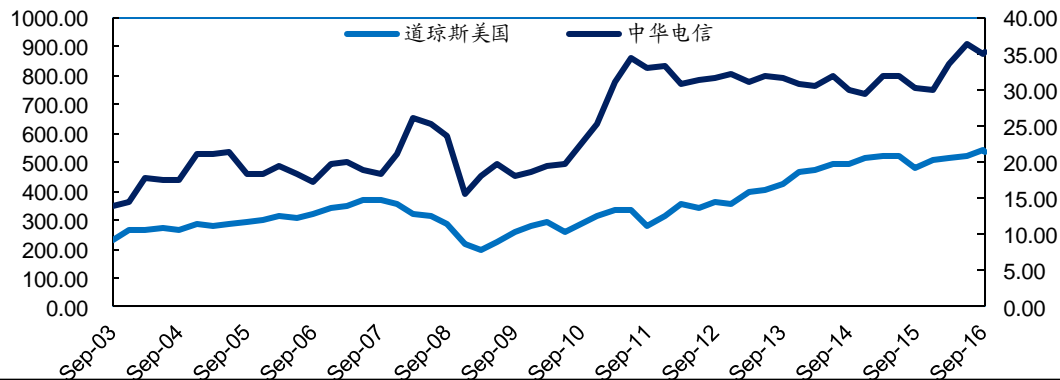
市场：牛股诞生记

图1：2003-2015年中华电信台湾市场股价表现



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图2：2003-2015年中华电信对比美国市场股价表现

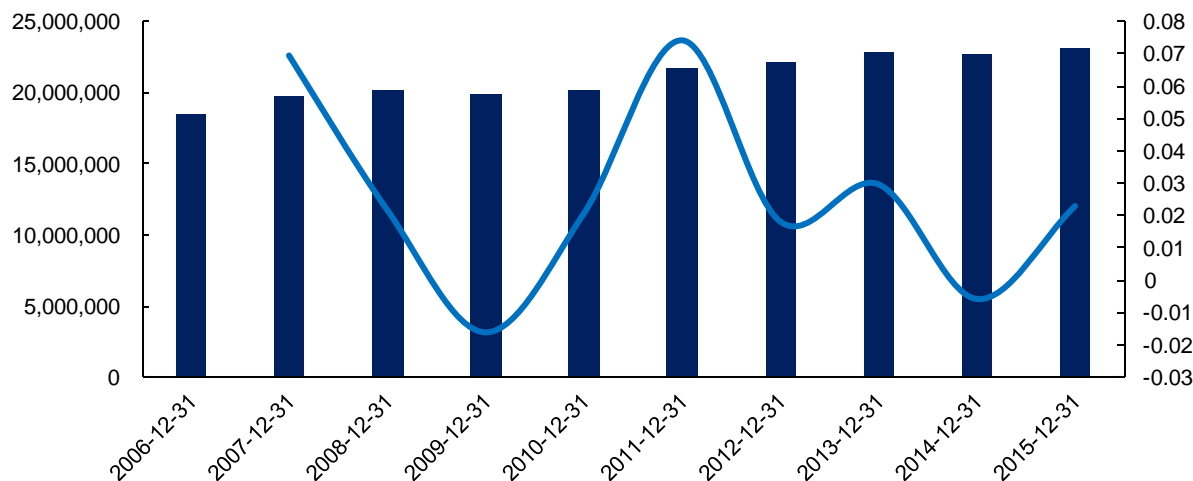


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

- 在平稳度过转型期后，公司股价自2007年后大幅上涨，金融危机期间虽然小幅回调，但是上涨的趋势去没有就此结束，2011年7月公司股价较2009年的股价上涨两倍，此后持续维持上涨趋势。

市场：牛股诞生记

图1：中华电信营业收入表现(2003-2015)



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

表2：与同行业可比公司的经营表现比较（台交所）

	P/E	P/B	EPS	每股净资产
中华电信	18.3	2.02	5.12	47.11
台湾大哥大	20.9	5.67	5.79	18.48
亚太电信	25.56	1.34	1	10.83
远传电信	17.88	2.89	3.25	22.38

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

●回顾： 中华电信的转型之路

转型过渡期（2003-2006）

民营化改革使得公司得以摆脱过去作为国营公司的种种弊端，如组织结构臃肿，市场灵敏度低等。

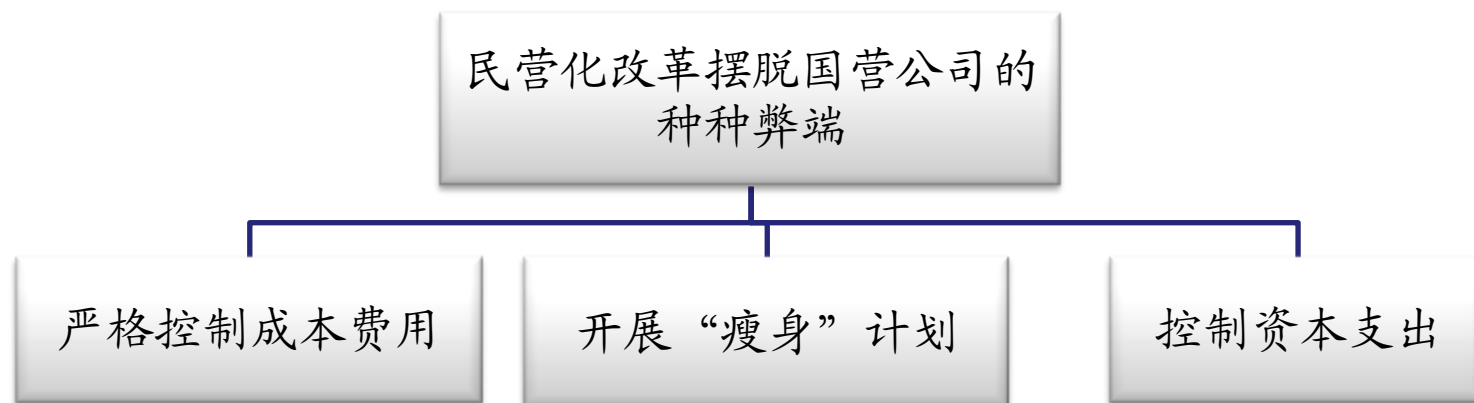
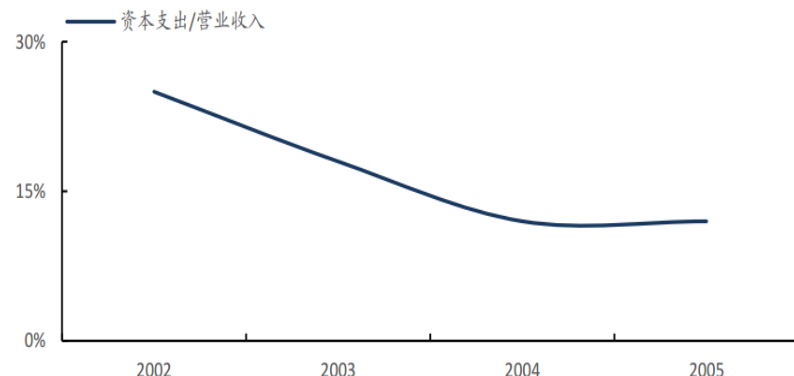


表 3: 中华电信员工情况

年度	2003	2004	2005
员工人数	29072	28518	27409
平均年龄	45.27	46	46.38
平均服务年数	21.23	21.96	22.33
学历分布比率			
博士	0.51	0.53	0.55
硕士	8.23	8.88	9.62
大专	55.66	55.76	56.5
高中	30.04	29.44	28.52

图 13: 资本支出与营业收入之比（2002-2005）



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

转型过渡期（2003-2006）

另一方面，公司积极应对市场变化，调整发展方向，积极发展移动通信业务、互联网及数据通信业务及各项增值服务。

移动增值业务：无线入口网站**Emome**

3G服务领域的先行者

切入IPTV市场，推出MOD（多媒体视讯）服务

在移动增值业务方面，公司大力发展无线入口网站**Emome**。该网站主要向消费者提供休闲娱乐、流行咨询、理财助手等方面的服务。此项业务在成长初期对于公司的营业收入增长的贡献并不显著。公司的移动通信业务表现较为平稳，并未出现爆发式增长。该业务的主要目的在于培养用户移动上网的习惯，增加用户粘性。

图 1：无线入口网站 emome 增值服务



转型过渡期（2003-2006）

另一方面，公司积极应对市场变化，调整发展方向，积极发展移动通信业务、互联网及数据通信业务及各项增值服务。

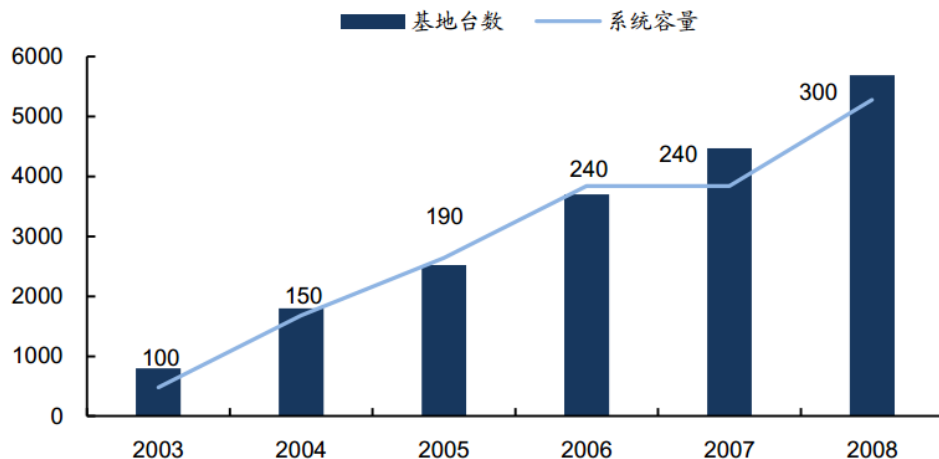
移动增值业务：无线入口网站Emome

3G服务领域的先行者

切入IPTV市场，推出MOD（多媒体视讯）服务

中华电信是台湾3G服务领域的先行者。2002年2月，NCC根据竞价的方式向5家公司发放了3G执照。这5家公司分别为：中华电信、台湾大哥大、亚太电信、威宝电信和远传电信。在获得3G执照后，中华电信快速开展了3G服务的相关部署工作。2003年，中华电信建设了3G基地台800座，系统容量达100万户。中华电信在3G领域的投入并没有立刻得到回报。在当时，台湾的3G市场尚处于培育阶段，智能终端还没有普及，3G的资费也还没有为大众所普遍接受。中华电信在这一时期对于3G的投入主要是为之后的3G爆发期做准备。

图 15：中华电信 3G 基站数及系统容量



转型过渡期（2003-2006）

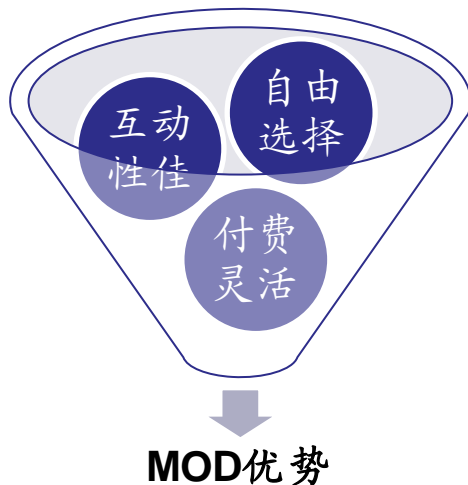
另一方面，公司积极应对市场变化，调整发展方向，积极发展移动通信业务、互联网及数据通信业务及各项增值服务。

移动增值业务：无线入口网站Emome

3G服务领域的先行者

切入IPTV市场，推出MOD（多媒体视讯）服务

- 随着三网合一技术的成熟，公司积极切入IPTV市场，于2004年3月正式推出了MOD（多媒体视讯）服务。凭借此业务，中华电信成功地在传统的电信领域之外开拓出了提供娱乐内容服务的新业务模式。MOD服务是通过宽带网络将网络上的各种影音咨询传至机上盒，之后再通过电视机放映节目。



- 2005年1月，中华电信与好莱坞四大电影公司签约，大量引进国外片源，进一步丰富MOD平台上的内容服务。总体而言，该业务在开设之初对公司的收入贡献并不大，而随着客户数的不断积累，MOD业务逐渐成为公司的明星产品。

转型收获期（2007-2011）

推出了mPro与mCool等多种资费套餐

宽频业务领域发展

营业收入持续增长

面对3G以及智能手机逐渐普及带来的巨大的机遇，公司推出了mPro与mCool等多种资费套餐。mPro是为智能手机使用者提供的服务，它为客户提供了找地图、找餐厅、脸书等多项增值服务。截止2008底，该项业务的客户数为60,695，同比增长131%。

表 4： 中华电信 3G mPro 资费方案

资费类型	3G mPro 方案						
	50 型	150 型	450 型	550 型	650 型	750 型	950 型
月租费	50	150	450	550	650	750	950
赠送国内数据流量	10MB	60MB	500MB	1.5GB	3GB	5GB	无限制
超额数据费率	10 元/MB	5 元/MB	1.8 元 /MB	1.8 元 /MB	0.33 元 /MB		
数据收费上限	1800	1600	1200	1200	1200	1100	950

转型收获期（2007-2011）

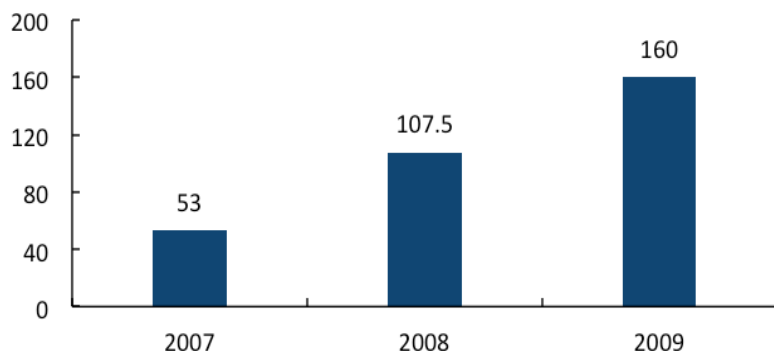
推出了mPro与mCool等多种资费套餐

宽频业务领域发展

营业收入持续增长

- 中国电信在宽频业务领域同样取得了快速发展。随着NGN的到来，光纤上网逐渐取代ADSL成为大众上网的首选。公司因而积极为原先的ADSL客户提供升级至光纤网络的服务。2009年底，中国电信的宽频上网客户超过160万人。平均每人使用频宽为10Mbps。在宽频市场中，中国电信面对激烈的市场竞争环境，积极利用公司业务的完整性，推出整合型服务，提升客户粘性。例如，公司于2010年推出20Mbps及50Mbps的光世代宽频服务。客户可以选择20Mbps宽频上网+MOD+千里眼+其他增值服务的套餐。“千里眼”是指通过宽频网络提供远端影像查看与管理的服务。网络支持+内容提供的模式使得中国电信在宽频市场中具备竞争优势。
- 光纤上网普及后，消费者对于上网速率的需求进一步提升。中国电信采用升速+提价的方案刺激50Mbps以上客户数量的增加。2011年底，中国电信的光世代宽频用户达240万人，50Mbps的客户达43.4万人。公司于2012年推出100Mbps的光纤上网服务，并开展1Gbps的试点。

图 16: 中国电信光纤上网客户数



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

表 5: 中国电信光世代上网服务资费

最高速率 (下载/上传) bps	光时代电路费 (元/月)	HiNet 上网费 (元/月)	总金额 (元/月)
6M/2M	342	341	683
12M/3M	401	399	800
60M/15M	496	459	955
100M/20M	563	510	1073
100M/40M	623	576	1199
100M/100M	675	624	1299

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

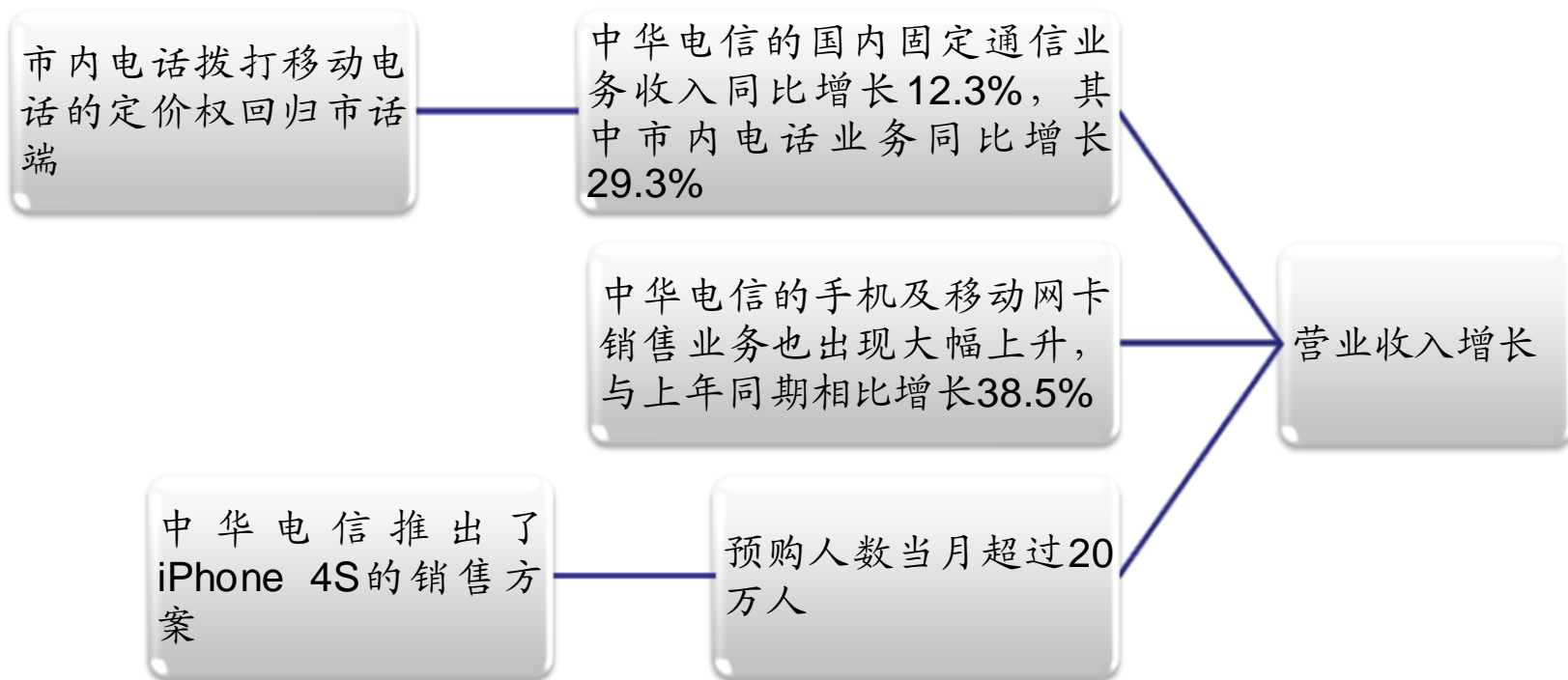
转型收获期（2007-2011）

推出了mPro与mCool等多种资费套餐

宽频业务领域发展

营业收入持续增长

自2009年之后，公司的营业收入持续增长，增长率于2011年达到巅峰。2011年，公司的营业收入总额为2174亿新台币，同比增长7%。



平稳增长期（2012至今）

2011年后，中国电信的营业收入依然保持增长，但增速出现下滑。公司的毛利率与净利率也出现了不同程度的下降。

NCC调低电信资费，使电信运营商的移动拨打市话、移动拨网外，简讯等业务降价3.58%-4.84%。

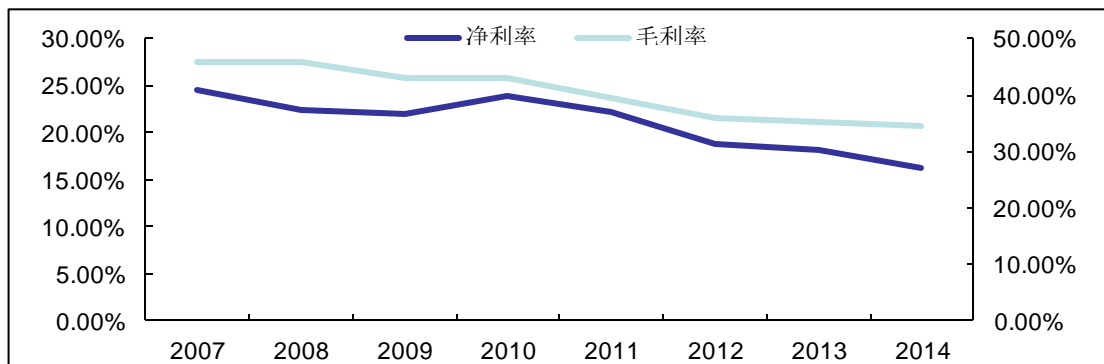


激烈的市场竞争环境中，各运营商不断降低资费，吸引客户



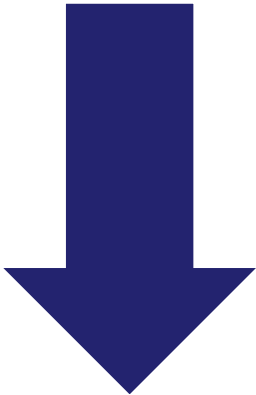
利润空间被进一步压缩

图1：中华电信毛利率与净利率表现



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

平稳增长期（2012至今）



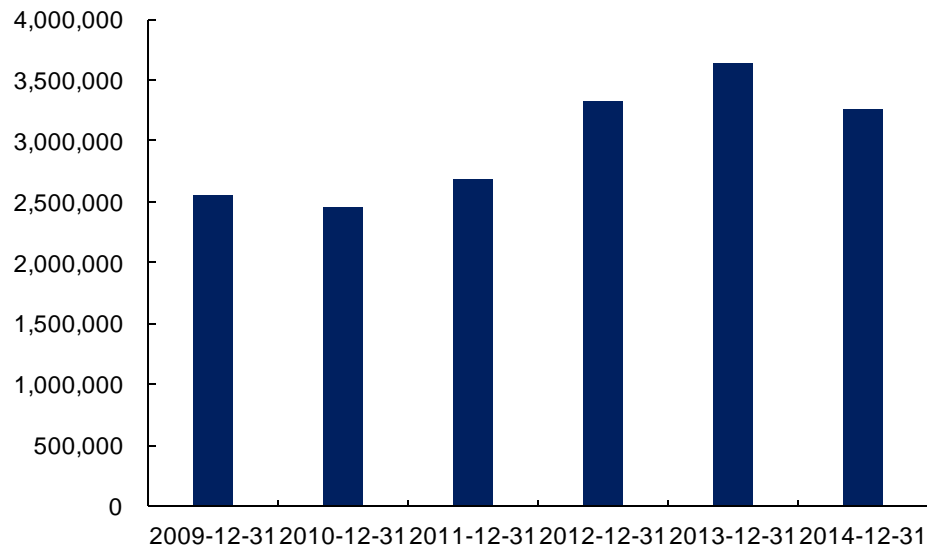
公司为应对激烈竞争的市场环境，加大了对光纤网络的建设力度。公司在国内固定通信的资本支出达195.5亿，同比增长约18%。



公司也加大了对Wi-Fi建设的投入，以满足不断增长的无线上网需求。2012年，公司的Wi-Fi热点超过35,000个，同比增长75%。

公司对移动通信的资本支出为72.3亿，同比增长66.8%。中华电信资本化支出的大幅上升将使得未来几年的折旧、摊销费用随之增加，对公司的净利润造成压力。

图1：中华电信资本支出情况(2003-2014)



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

平稳增长期（2012至今）

- 中华电信积极发展创新型ICT服务以应对激烈的市场竞争带来的巨大冲击。2012年，中华电信的ICT业务营收增速为17%。基于对世界范围内云计算业务的发展趋势的判断，中华电信将拓展云端业务作为公司未来的主要发展方向之一。

图 19: Hami+个人云



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

- 2012年，中华电信的云端数据资料中心容量超过12,000个虚拟主机，IDC机房超过10个可出租的机房空间为20,000坪。在中华云市集上的软件开发商达100家，上架的SaaS软件超过650件。此外，2012年公司还针对个人用户推出了“Hami 个人云”服务。消费者可以通过该服务将资料夹、邮件、通讯录、书柜和音乐柜等板上“云端”。“Hami+个人云”用户数量在2012年底为70万户，2013年用户数则达到147万，同比增长110%。在推出之初，Hami个人云免费开放给中华电信会员、50M以上光世代用户以及mPro 450以上用户。2013年，中华电信的云端业务营收增速为200%。

平稳增长期（2012至今）

- 2013年10月，中华电信通过拍卖竞价的方式以390.8亿获得B2、C2和C5三个频段，为同行业中唯一获得频宽合计35MHz频宽的电信运营商，中华电信在未来的4G市场中占得先机。在此次4G牌照竞标中，共有6家公司最终竞标成功，分别是：中华电信、台湾大哥大、台湾之星、鸿海与远传电信。
- 中华电信虽然在4G竞标中领先同行业竞争对手，但是未来依然面临一定程度的经营压力。

为进一步完善4G布局，中华电信必然加大对于4G网络的投资。

公司预计2014年的资本支出为401亿，同比增长17.8%，主要用于投资4G网络、光纤网络及Wifi热点建设等。

高额竞标价与资本化支出的上升将使得中华电信未来再次面临折旧、摊销费用上涨带来的压力。

与3G时代相比，获得牌照的公司数量增加，中华电信在未来的4G市场中将面临更为严峻的市场竞争环境。

传统电信业务达到天花板

- 民营化改革之初，中华电信的传统电信业务达到天花板。

此前主要依靠粗放式的规模扩张模式推动收入增长，其商业模式为“投资—提升市场占有率—再投资”。

台湾的基础通信市场基本已经饱和

通过规模扩张实现盈利的商业模式已经逐渐失效。

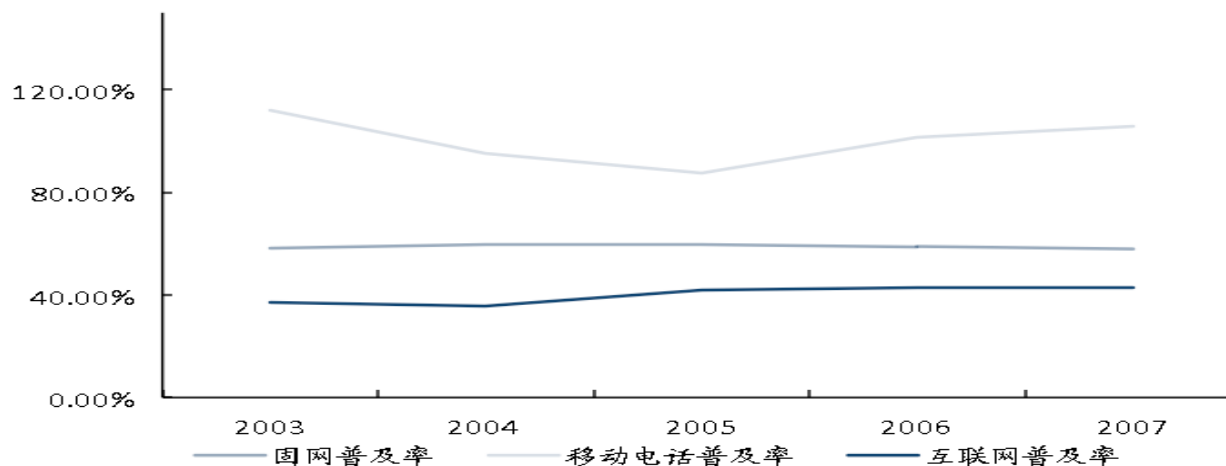
中华电信的传统电信业务达到天花板。

电信自由化使得市场进入门槛降低，新竞争者不断涌入市场

巨额的资本支出是中华电信挤压竞争对手的主要手段

资本支出的上升与利润空间的压缩将使得中华电信步入恶性循环。

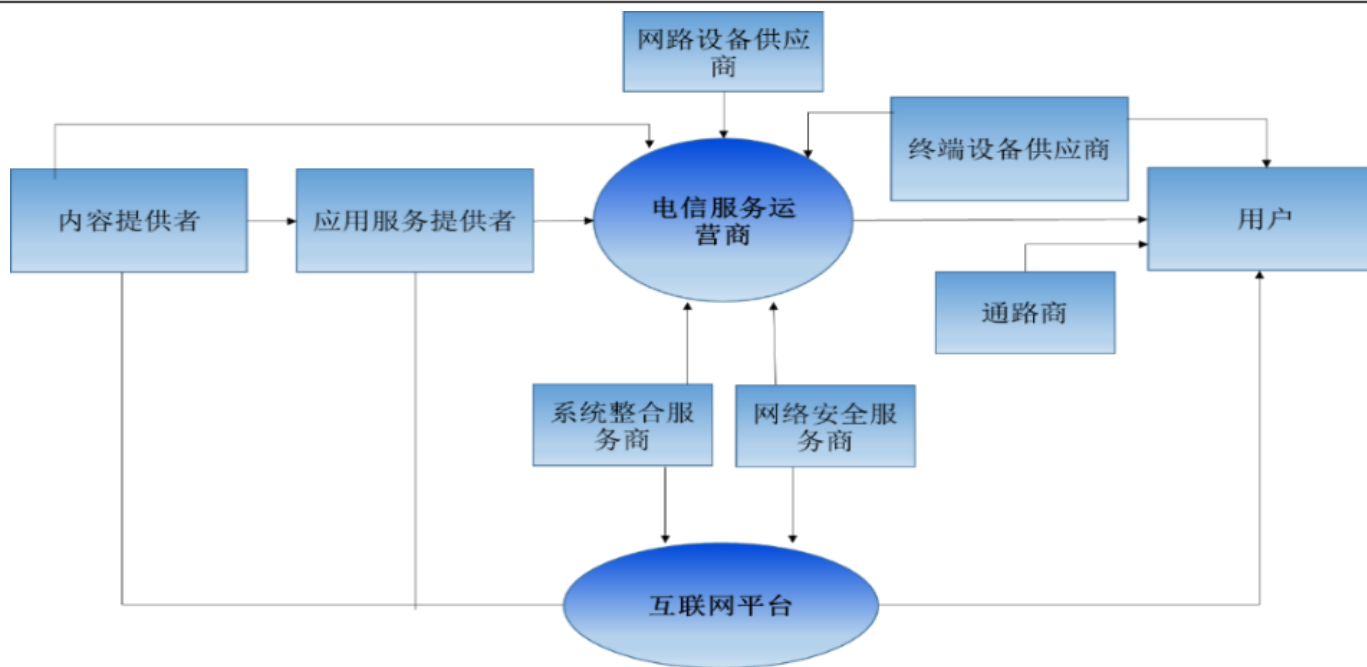
图 20：台湾地区固网普及率、移动电话普及率以及互联网普及率



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

产业链控制力下降，“管道化”挑战严峻

图 21: 电信产业链



资料来源：互联网、国信证券经济研究所整理

过去，电信运营商是链接上游设备供应商、内容提供商与消费者之间的唯一纽带。设备供应商与内容提供商处于竞争激烈的市场环境中，提供同质化产品的竞争者较多，因而在产业链中的议价能力较弱。而作为电信运营商的中华电信则处于垄断，或寡头竞争的市场环境中。例如，台湾的固网通信公司仅有四家：中华电信、台湾固网、亚太电信以及新世纪资通。即便在“电信自由化”的推动下，获得台湾的3G服务执照的公司也只有5家。弱竞争环境使得电信运营商获得了较强的议价能力以及产业链控制力。

产业链控制力下降，“管道化”挑战严峻

移动互联网发展

- 通信行业的整体生态系统发生改变
- 智能终端与特色应用成为了最受消费者青睐的产品。终端厂商与应用开发者在产业链中的话语权大幅提升。

社交媒体的出现

- 人际交流的基本方式发生改变
- Facebook、新浪微博、微信的流行对于运营商的短信、语音等基础通信业务造成严重冲击。

互联网公司对通信产业的介入

- 为上游的内容及应用提供者提供了另外一条链接用户的通道
 - 互联网公司对用户免费商业模式更直接削弱了运营商在产业链中的控制力。
- 运营商在新的生态系统中面临“管道化”挑战，其赖以生存的客户优势正在被终端厂商与互联网公司不断蚕食。
- 目前，电信运营商的优势主要体现在对于网络以及海量数据的掌控，如何将数据流量转化为现金流是运营商面临的重要挑战。

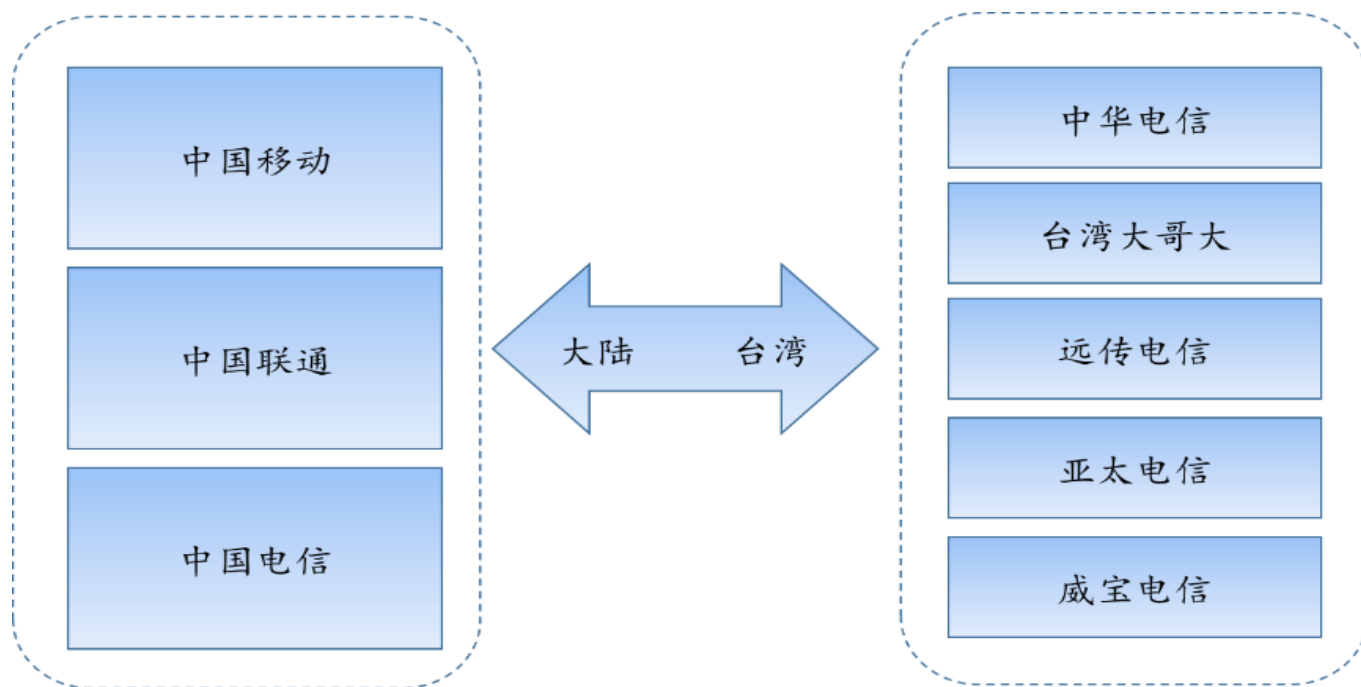
客户优势：
已被蚕食

数据流量优势：
亟待挖掘

启示：3G时代的中华电信与中国联通

- 与台湾电信行业的发展历程极为相似，中国大陆的电信行业同样经历了由政府垄断到市场不断开放的过程。然而，总体而言，大陆的电信自由化程度较低，三大电信运营商，中国移动、中国电信、中国联通依然为国有企业。大陆电信市场的竞争程度也远不如台湾市场激烈，三大运营商基本垄断了大陆的电信市场，而台湾的电信行业中则有5，6家实力较强的公司进行竞争。
- 中国联通与中华电信在3G时代的经营表现具有可比性，两家公司均抓住了3G发展带来的机遇，在竞争相对激烈的3G市场中抢占了较大的市场份额。从技术层面来看，两家公司均选择了WCDMA标准。

中国大陆与台湾地区3G市场竞争格局比较



启示：3G时代的中华电信与中国联通

- 两家公司的3G服务质量，尤其是网络上下行速度，并无巨大差别，然而两家公司的3G服务费用差别明显。在500MB免费流量的一档套餐中，中华电信的套餐价格为450新台币，折合人民币约90元，而中国联通的同类套餐中虽然提供了免费国内语言通话及其他增值服务，但套餐价格为156元，远远高于中华电信。在3GB免费流量的高档套餐中，两家公司的费用差别更为显著。

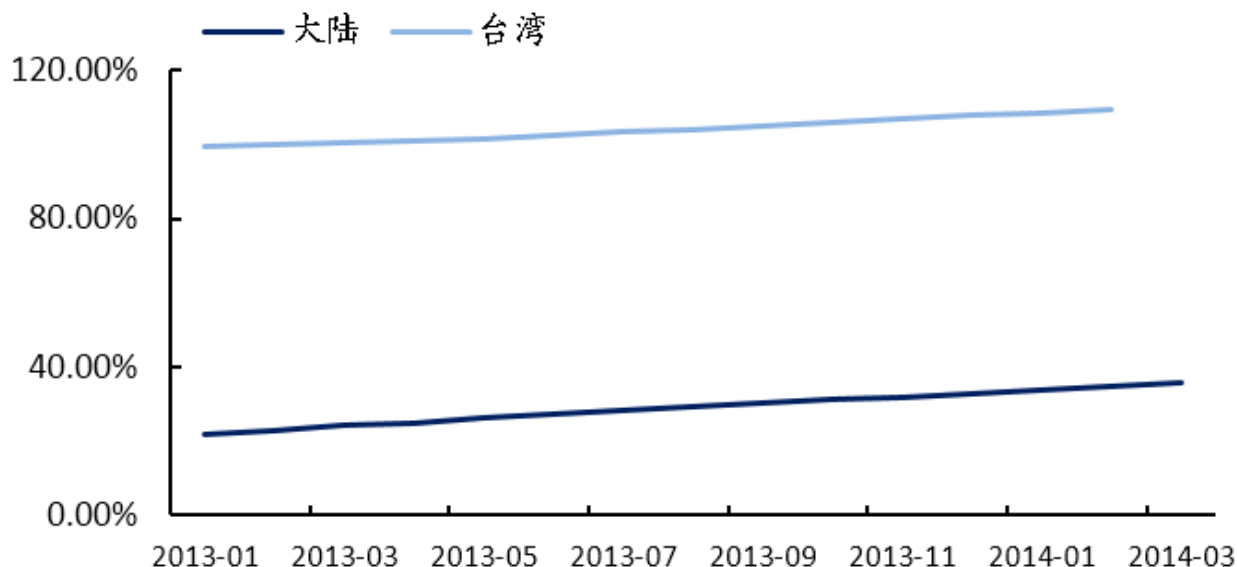
中华电信与中国联通3G服务比较

		中华电信	中国联通
技术标准		WCDMA	WCDMA
3G 频段		1920-1935MHz, 2110-2125MHz 1915-1920MHz	1920-1980MHz, 2110-2170MHz
3G	上行速度	2.0Mbps	
	下行速度	7.2Mbps	
HSPA	上行速度	5.76Mbps	5.76Mbps
	下行速度	14.4Mbps	7.2Mbps
HSPA+	上行速度	11.5Mbps	5.76Mbps
	下行速度	21.6Mbps	21.6Mbps
含 500MB 免费流量套餐	费用	450 (新台币)	156 (人民币)
	套餐其他优惠	无	420 分钟国内语音通话
含 3GB 免费流量套餐	费用	650 (新台币)	886(人民币)
	套餐其他优惠	无	3000 分钟国内语音通话+

资料来源：运营商官网、国信证券经济研究所整理

启示：3G时代的中华电信与中国联通

图 42：2013 年大陆与台湾 3G 渗透率比较



大陆的3G市场与台湾的3G市场的发展成熟度以及竞争激烈程度不同，是造成两家公司的3G套餐价格差异的主要原因。

2013年在台湾地区，3G的渗透率已经达100%，市场趋于饱和。对于中华电信等台湾电信运营商来说，3G用户的增长率基本平稳，因此公司在3G市场的发展重心应是提升服务质量，如进一步提升网络速度等。

此外，台湾的各运营商积极发展3G的增值服务内容，以提升客户的ARPU值。

另一方面，各运营商为进一步争夺市场份额，频繁采取低价策略，这也迫使中华电信不得不推出更具价格竞争力的3G套餐。

启示：3G时代的中华电信与中国联通

WCDMA技术优势

稳定高速的移动数据通信体验

终端资源丰富

国际标准，广泛的国际漫游

大陆的3G技术发展较晚，2013年大陆地区的3G渗透率仅为30%左右，该比率正处于不断攀升的趋势。总体而言，大陆的3G市场依然处于快速发展阶段。因此，对于中国联通等大陆运营商而言，不断上升的3G的使用需求支持了3G套餐的相对较高的价格。另一方面，处于寡头地位的三大电信运营商有较强的定价权，这也是大陆3G资费高于台湾地区的原因之一。

竞争重心对比

3G业务虽然是中华电信的业务发展重心之一，但是受限于激烈的竞争环境以及趋于饱和的市场空间，中华电信无法仅依靠3G服务本身打造公司在移动通信市场中的核心竞争力，公司未来在移动通信市场的竞争力将主要来源于Hami与Emome两大平台。

VS

3G业务是中国联通的核心竞争力之一。公司提出了“3G领先与一体化创新战略”。公司在未来的战略布局中以3G服务为基础，力图实现整合型通信服务的发展，公司明确指出在3G时代，语音业务不再是业务重心，增值服务则是3G业务的核心价值。此外，与中国移动及中国电信相比，联通的WCDMA技术具备差异化竞争优势，公司力图以此提升客户的服务体验，进一步建立公司的营销优势。

启示：3G时代的中华电信与中国联通

总体来看，根据中华电信的发展经验，随着市场逐渐饱和，中国联通需要大力发展移动增值业务以提升用户粘性。未来，对于中国联通来说，丰富娱乐内容服务以及加强与社交平台的合作应是移动通信服务的主要发展方向。

表 10：中国联通与中华电信经营能力对比

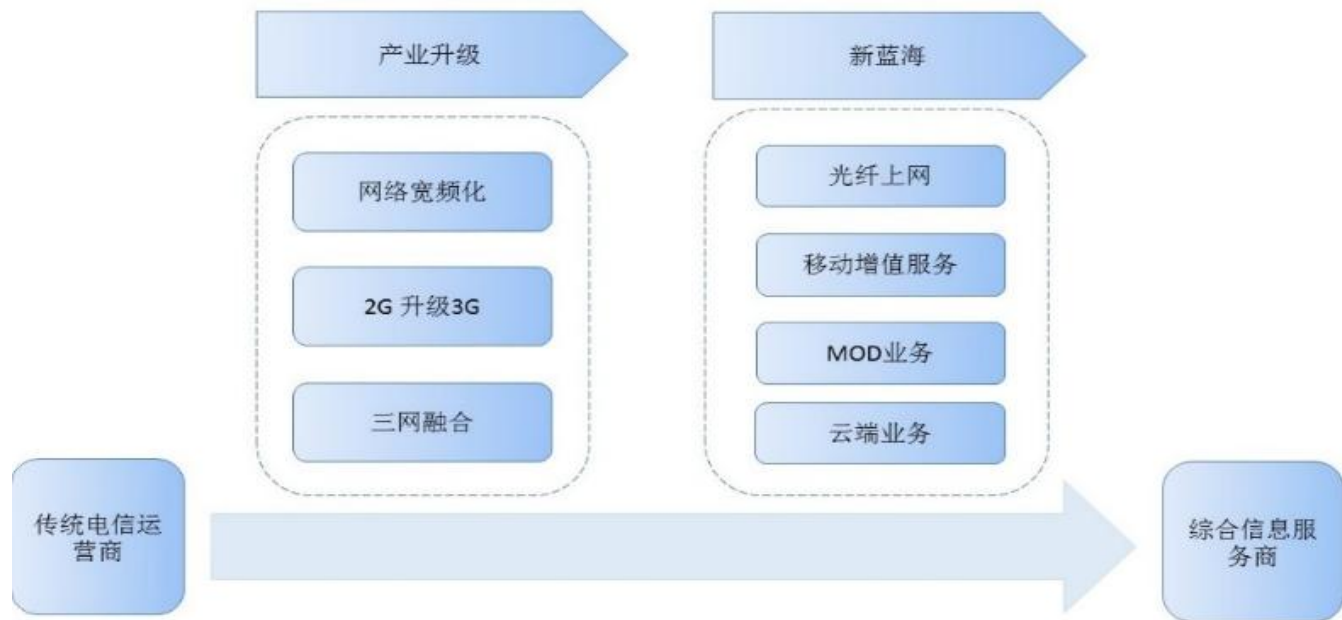
货币：人民币	中华电信	中国联通
总市值 (亿元)	1513.02	686.77
经营能力		
营业收入 (千元)	46,736,635.30	303,727,203.18
净利润 (千元)	8,180,396.47	10,292,436.28
净资产报酬率 (ROE)	10.98	4.68
3G 业务		
3G 用户数	804 万	1.23 亿
3G 用户 ARPU 值	154.3	75.1
宽带业务		
宽带用户数 (万)	455	6464.7
ADSL 用户 ARPU 值	87.60	-
FTTx 用户 ARPU 值	177.48	-

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

●经营战略解读：抓住产业升级机遇，积极进入新蓝海

转型成功经验

图 22: 中华电信转型历程



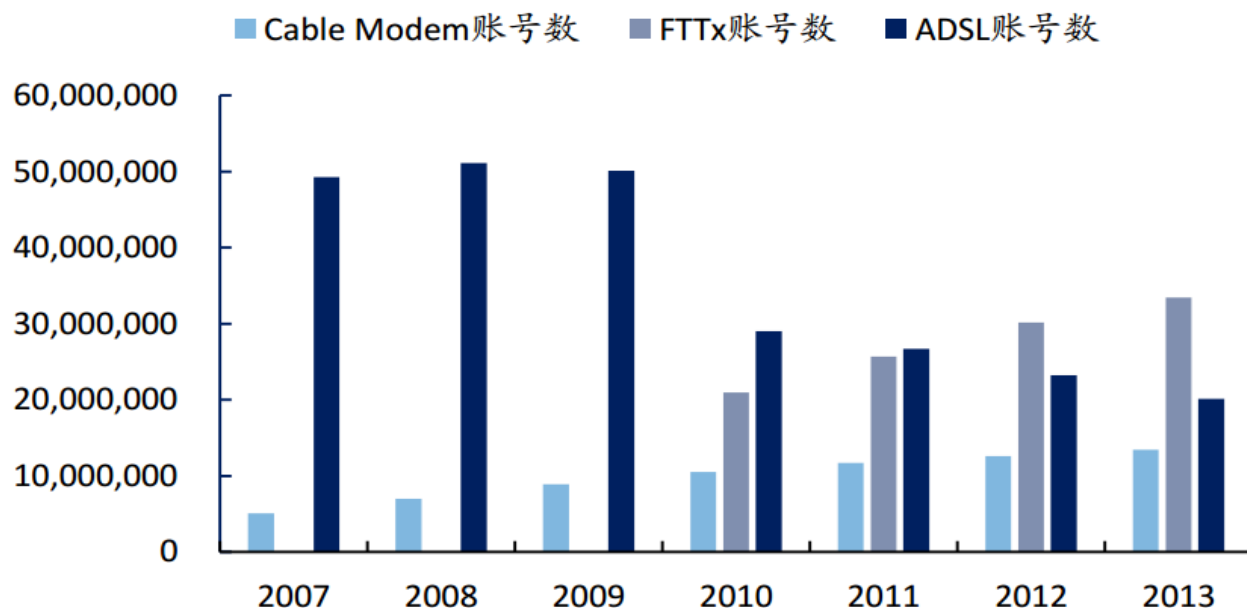
资料来源：互联网、国信证券经济研究所整理

- 中华电信在业务转型方面的成功经验可以被归纳为两点：1. 抓住产业升级的机遇；2. 积极进入新蓝海。
- 具体而言，中华电信重点规划的宽频业务、移动通信相关业务、MOD业务以及近两年推出的云端业务使得公司牢牢抓住客户，并不断提升利润空间。公司成功的从传统的通信运营商转变为综合的信息服务提供商。

宽频上网，开启高速模式

- 进入21世纪，视频等高流量业务的上升不断加剧网络宽频化的需求。一直以来，基础网络服务是中华电信的传统优势业务，面对市场需求的变化，中华电信采取了加强主业的经营策略。
- 2005年左右，公司判断未来光纤上网（FTTx）将成为未来的主要上网方式。因此，中华电信在不断为ADSL客户提升上网速度的同时，积极发展了光纤上网业务。截至2010年底，公司的宽频客户中光纤上网客户达46.7%，比2009年增加了8.6%。2011年公司率先推出50MB的光纤上网服务，进一步提升了宽频服务的竞争力。

图 23: 台湾地区宽带上网账户数分布（按上网类别）

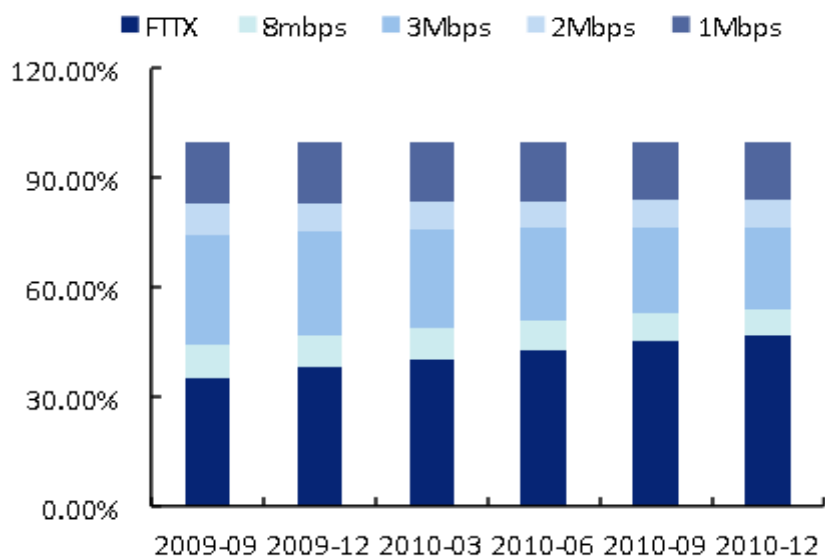


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

宽频上网，开启高速模式

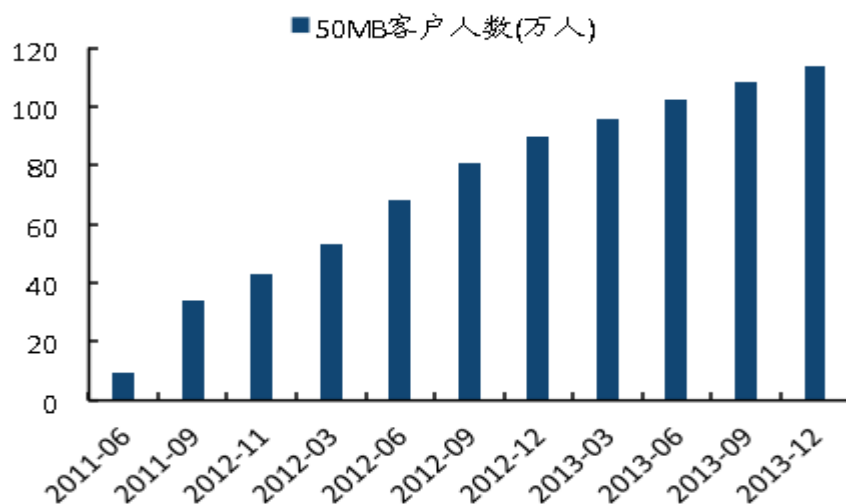
- 公司凭借对宽频网络的建设以及优化，满足了用户对于高网速的需求，保持了公司在宽频市场的占有率。截至2013年第4季度，公司宽带接入业务的客户数达455万，市场占有率为77.8%。
- 网络宽频化战略为公司带来的直接收益是客户ARPU的提升。此外，凭借宽频业务在市场上的领先地位，公司避免了客户资源被竞争对手进一步分流。数据资源的积累也为公司制定后续的战略选择提供了空间，尤其是为公司的云端服务奠定了基础。

图 24: 中华电信宽频客户分布



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 中华电信 FTTX 50MB 客户数



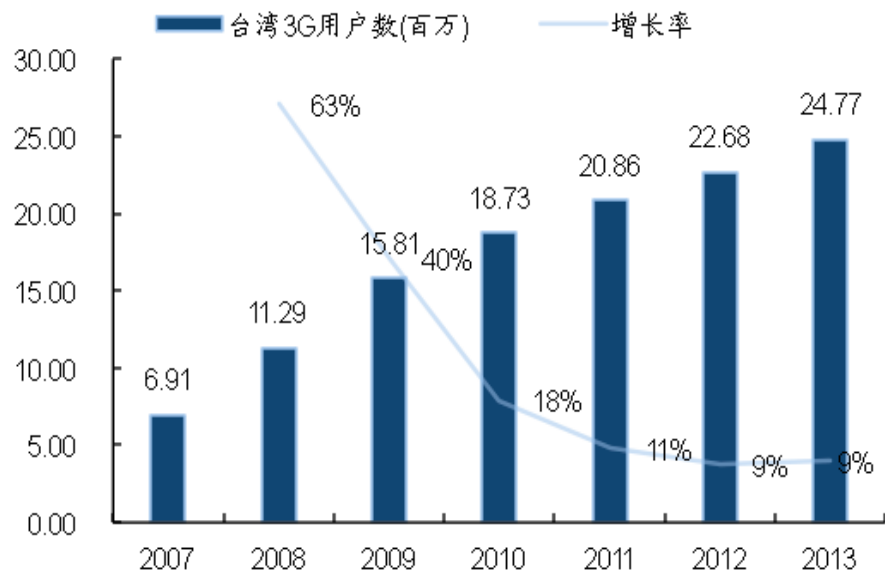
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

拥抱移动互联网，积极发展增值业务

3G技术打开了移动互联网的大门。中华电信抓住了移动互联网带来的发展机遇，积极拓展了移动通信业务。面对更为激烈的市场竞争环境，公司通过在3G市场的提前布局赢得了不错的市场占有率。

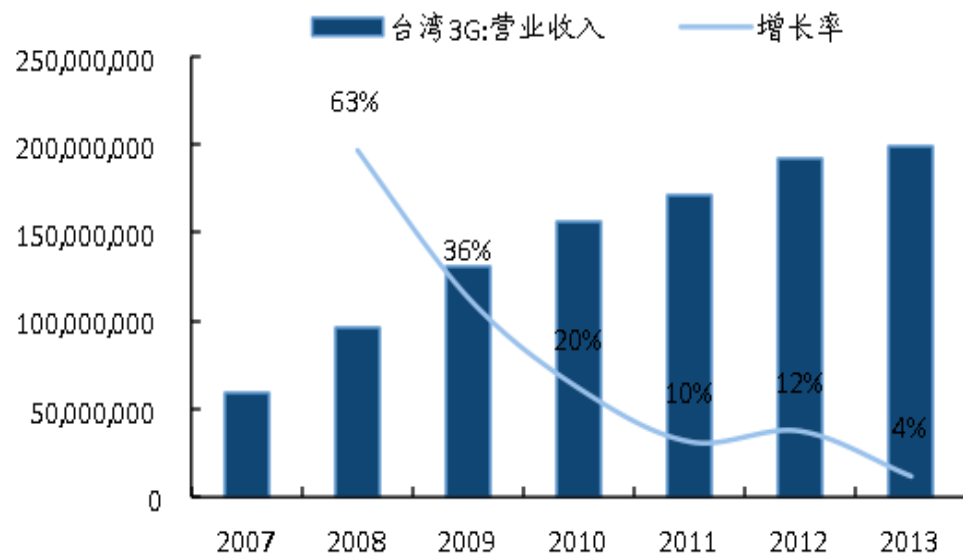
2007年后，中华电信在3G市的业务布局进入收获期。首先，台湾的3G用户数与3G营业收入在2007年后出现爆发式增长。2008年，台湾的3G营业收入为9500万新台币，同比增长63%，用户数超过1100万，同比增长63%。

图 27: 台湾 3G 用户数及增长率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 26: 台湾地区 3G 营业收入

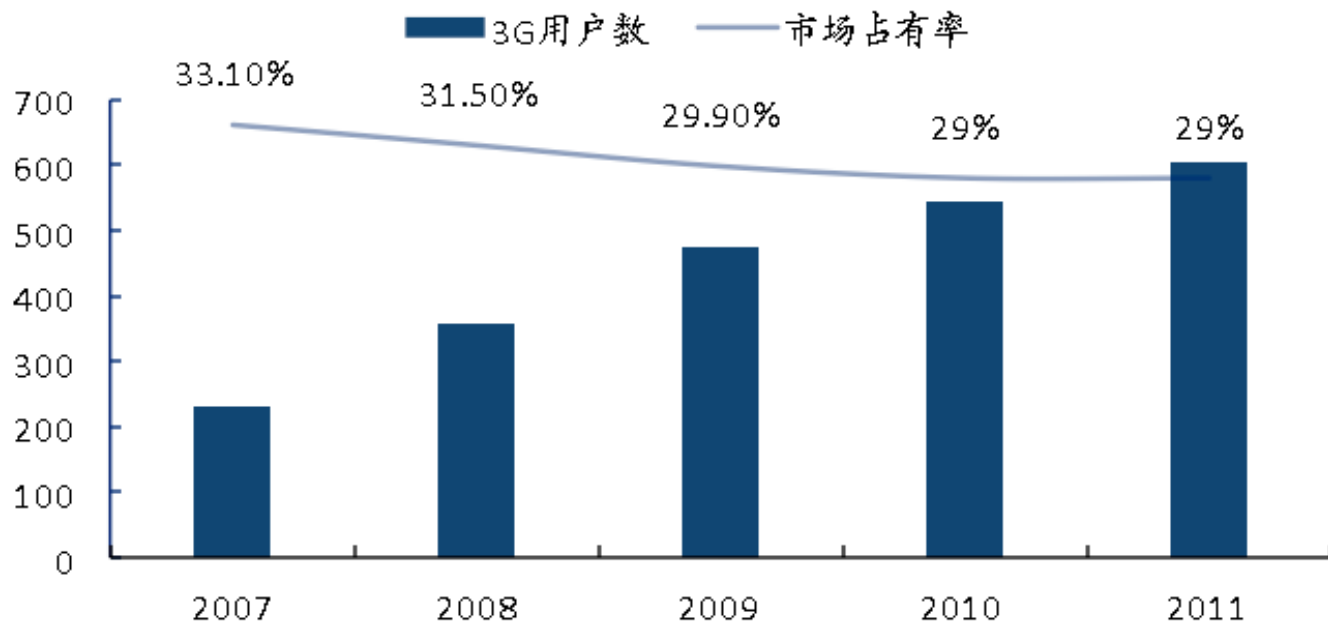


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

拥抱移动互联网，积极发展增值业务

台湾的3G市场主要由5家公司瓜分，竞争非常激烈。中华电信凭借先行者的优势，在3G市场中处于领先地位。2009年，中华电信的3G客户数与营业收入均为第一名。中华电信为保持在3G市场中的相对优势做出了诸多努力。例如，公司积极推广“元气”与“F2”两套移动资费套餐，希望以价格优势来进一步增加移动通信客户数量。

图 28：中华电信 3G 用户数及市场占有率



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

拥抱移动互联网，积极发展增值业务

在积极建设移动通信网络基础设施之外，公司大力拓展了移动增值业务。2009年，公司发布线上电子书城Hami，成为台湾第一家在iPhone手机上推出应用程序的电信运营商。总体而言，中华电信放弃初期依靠巨额资本支出实现规模扩张的粗放发展模式，开始采取精细化管理模式，提升服务价值，力图实现用户数量以整体营业收入的提升。



The image displays three promotional cards for Hami services. Each card features an icon, a title, a slogan, and a descriptive paragraph.

- Hami 書城**: Icon of an open book. Slogan: "即時享受閱讀帶來的樂趣。" (Enjoy the fun of reading anytime.) Description: "Hami Book 提供您不受時間空間限制的隨身電子書閱讀服務，24小時不打烊的Hami書城讓您可以隨心所欲的購買您想看的書籍，同時也提供離線閱讀的環境，讓您不必擔心網路連線品質及費用。"
- Hami+ 音樂**: Icon of a musical note. Slogan: "隨時隨地擁抱好音樂" (Embrace good music anytime, anywhere.) Description: "Hami+ 音樂 是中華電信會員專屬音樂服務平台，擁有多元曲風百萬首音樂內容，可免費聆聽全曲音樂頻道、分享喜愛的音樂資訊給好朋友，現在就讓 Hami+ 音樂 裡各式各樣美妙的音符來豐富您的行動數位生活吧！"
- Hami Apps**: Icon of a shopping cart. Slogan: "提供在地化精緻化應用軟體" (Provide localized, refined application software.) Description: "Hami Apps軟體商店提供Android智慧型手機使用者下載相關的應用程式和遊戲，尤其在地化軟體更是我們提供的重點，還在為您的Android智慧型手機百尋不著軟體而傷腦筋嗎？快來使用Hami Apps軟體商店吧！"

积极建设3G网络等基础设施可以被视作是公司选择的延续性发展策略，而大力发展移动增值业务，尤其是Hami平台的推出，则体现了公司经营思路的转变。在移动互联网时代，入口决定了企业对于流量的控制力。公司选择发展直接面向大众消费者的Hami平台服务，本质目的是抢占移动互联网的线上入口。假设该平台能够获得成功，中华电信将摆脱“管道化”危机。

拥抱移动互联网，积极发展增值业务

除了自建平台之外，中华电信积极与有影响力的平台服务商进行合作。社交平台无疑是移动互联网时代的抢夺用户流量的必争之地。2013年11月，中华电信与LINE达成合作。目前，LINE在台湾地区有超过1700万用户，全球注册用户则超过3亿。公司选择与成熟社交平台LINE合作将促进公司在移动社交平台领域的影响力。未来，客户资源丰富的社交平台将是电信运营商数据流量的保证。



免费服务

mPro讯息APP
服务优惠包



收费服务

位置共享
查看动态消息
摇一摇



官方账号

优惠信息
抽奖活动信息
趣味漫画



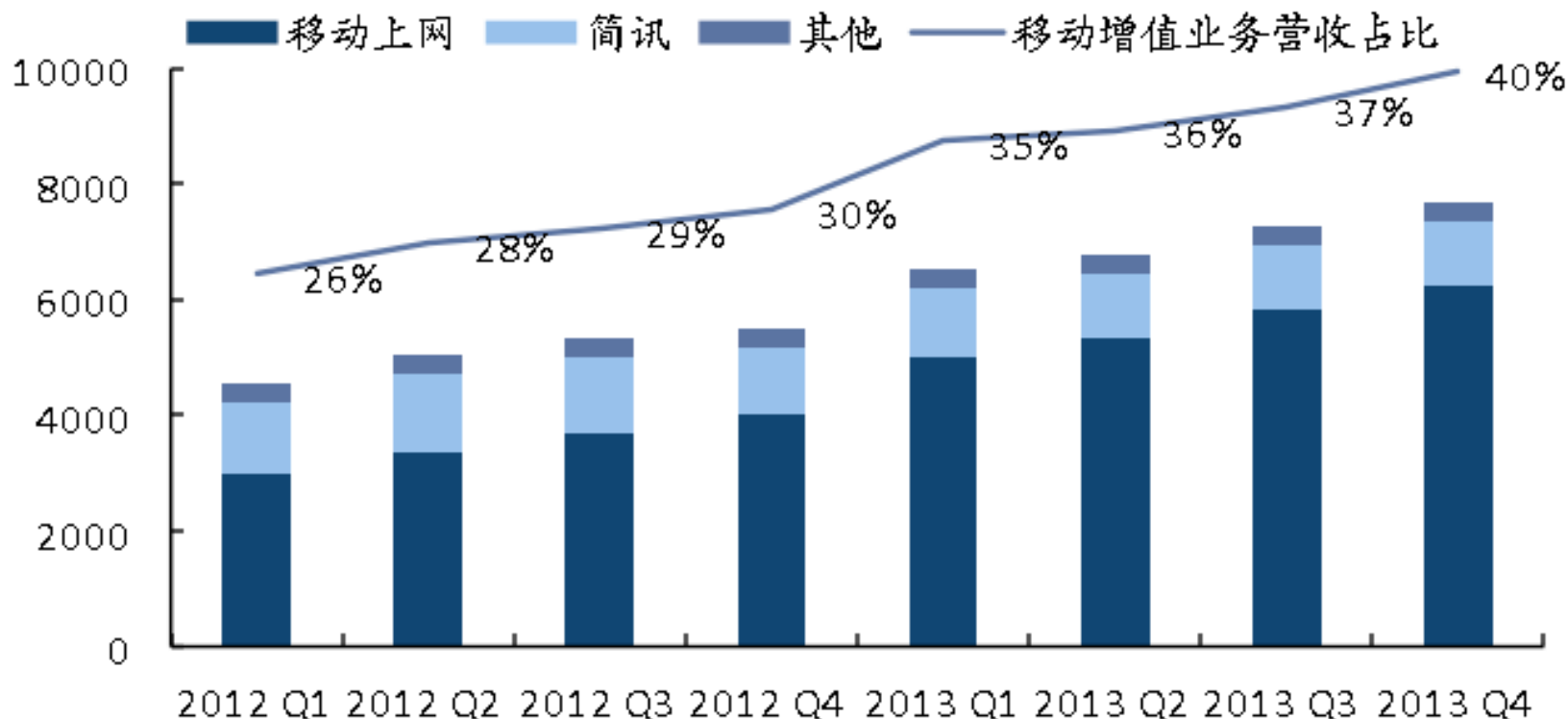
免費無限使用LINE功能包括下述項目：

- ✓ 傳送/接收文字訊息
- ✓ 發送/接收照片及影片
- ✓ 傳送/接收聲音訊息
- ✓ 語音通話
- ✓ 貼圖



拥抱移动互联网，积极发展增值业务

图 32: 中华电信移动增值服务表现 (2012-2013)

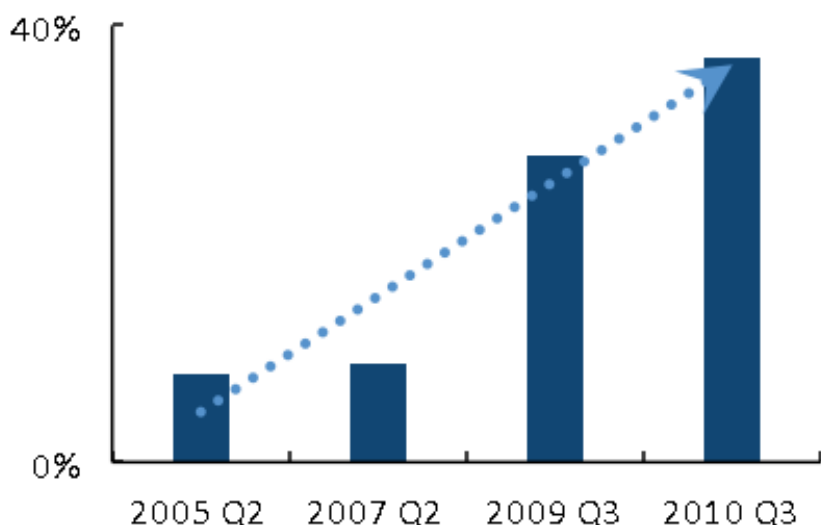


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

拥抱移动互联网，积极发展增值业务

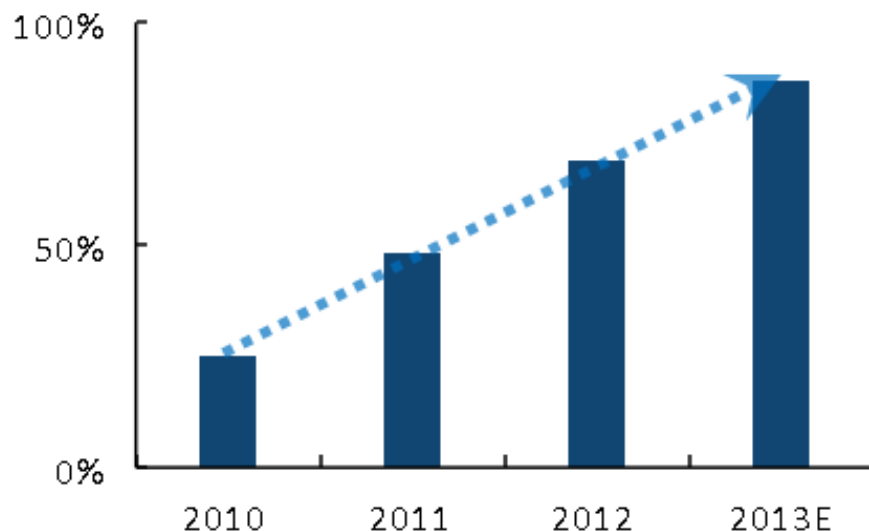
中国电信在移动通信市场的另一项成功之处体现于对于智能手机市场的准确判断。根据美国市场的经验，2009年智能手机已经进入爆发期。公司在2009年前后就开始与苹果、HTC等智能手机生产商进行合作。2011年，iPhone 4S的热卖使得公司移动通信营收实现了超过30%的增速。主动选择与智能终端厂商进行合作说明中国电信及时意识到了通信行业生态系统的变化，未来智能终端将凭借特色业务进一步抢夺产业链中其他厂商的客户资源。

图 33: 美国移动宽频用户智能手机渗透率



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 34: 中国电信智能手机客户数比重

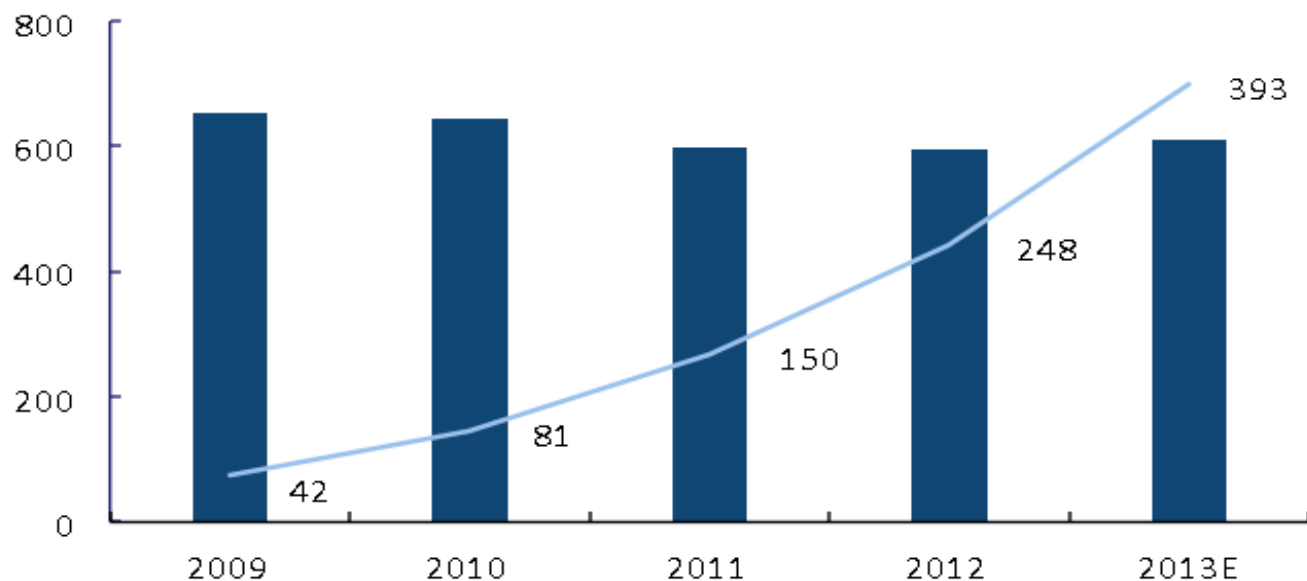


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

拥抱移动互联网，积极发展增值业务

- 受监管层要求降价的影响，移动通信资费在过去几年内不断走低，这样使得中国电信的移动通信服务ARPU值呈现一定程度的下降，但凭借公司在增值服务及智能手机等领域的努力，移动通信业务的ARPU值依然维持在较高的水平上。另一方面，中国电信积极拓展了移动上网客户，与语音、短信等传统业务相比，移动数据业务对收入增长的贡献更大。总体而言，移动上网客户的不断增长以及相对乐观的ARPU值支撑了中国电信移动通信业务的营业收入的不断上升。

图 35： 中国电信移动增值服务表现（2012-2013）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

打造MOD品牌优势，切入IPTV市场



MOD大電視機上盒顯示字型採用文鼎 HiFont字型技術

- MOD (Multimedia on demand) 服务，即随选视讯服务为消费者提供了全新的电视服务体验，是电信运营商在宽频时代提供的精品服务。该服务可以被视作是中华电信网络宽频化战略的延伸，是对宽频网络价值的进一步挖掘。。

通信业务的出发点在于满足人们的人际交往需求

社交媒体对于人际交流方式的巨大影响

电信运营商的传统通信业务不断萎缩

消费升级的趋势不断发展

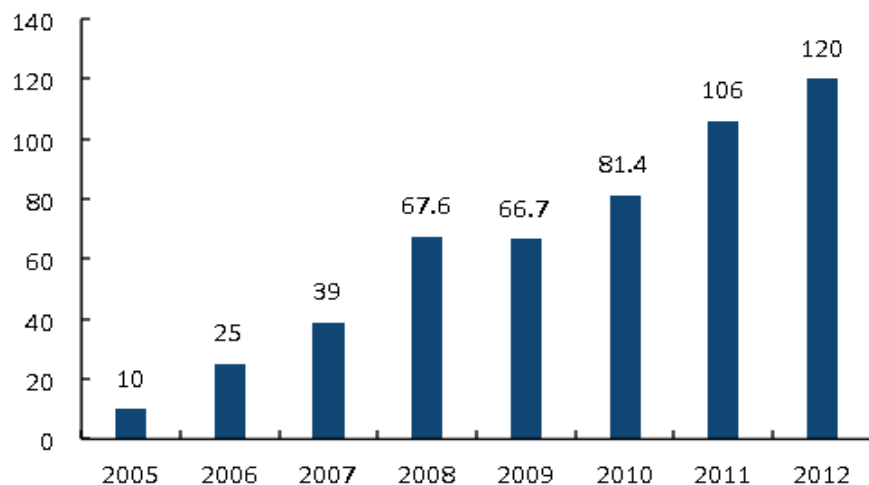
人们的消费需求结构改变，娱乐消费需求的比重不断提升

MOD业务是公司进入娱乐消费市场的王牌产品。

打造MOD品牌优势，切入IPTV市场

- 在MOD市场中，中华电信最大的劣势在于内容资源匮乏。中华电信没有有线电视经营执照，因此MOD的内容只能依赖有线电视服务商，它所能提供的新内容服务较少。如果不能有效地拓展新内容，对于消费者来说，MOD就会沦为另一种观看节目的渠道，吸引力将大幅下降。中华电信有效地解决了内容服务的问题。
- 2007年，中华电信与好莱坞片商达成合作，积极引入国外片源。其中，值得一提的是公司直接拿到了新力影业的500部电影版权。2008年，公司获得北京奥运会的独家转播权。至2011年，MOD频道的内容覆盖新闻、运动、音乐、戏剧以及综艺节目。2012年公司再次获得伦敦奥运会的转播权，并将以3D频道转播奥运赛事。中华电信通过推出一系列高质量内容服务，成功地提升了MOD服务的客户数量。

图 37: MOD 服务客户数量

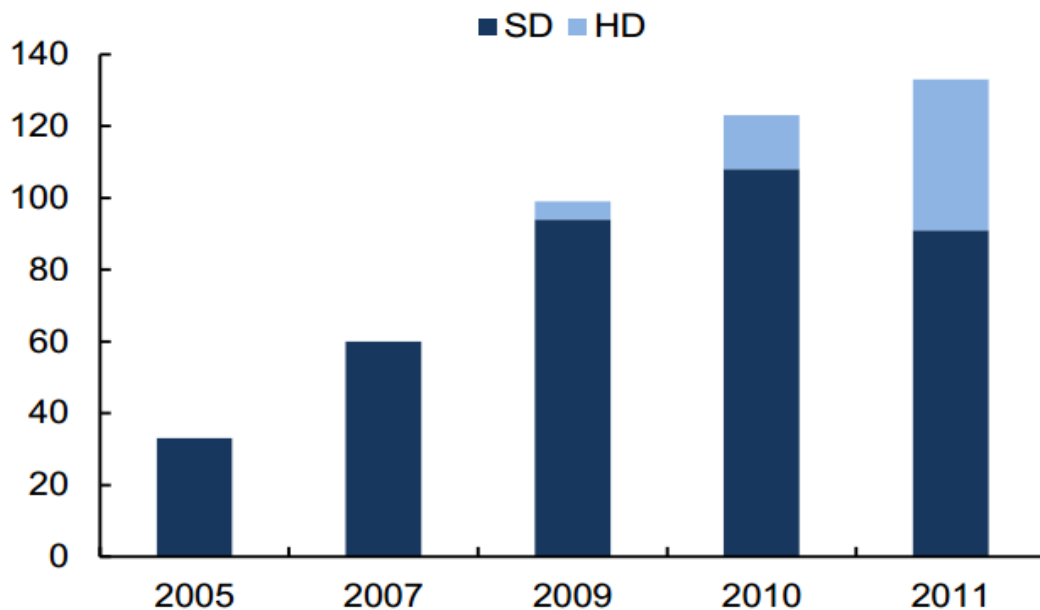


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

打造MOD品牌优势，切入IPTV市场

除了大量引进优质内容之外，中华电信注重发展MOD的差异化服务。随选视讯服务是MOD业务的亮点之一。至2011年，中华电信的随选视讯服务的累计时长约为12,000小时，特色内容包括英语教学等。此外，公司在MOD平台商相继推出了线上银行、卡拉OK、游戏及专属的企业服务等功能。

图 38: 中华电信 MOD 服务频道数量



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

打造MOD品牌优势，切入IPTV市场

在MOD业务的营销策略上，中华电信积极推出更具竞争力的套餐。例如，目前，公司在MOD的费率说明中声明，低收入户的平台费以5折计算。此外，公司将MOD业务与光纤上网等其他服务进行整合，推出整合套餐，也使得MOD服务更具吸引力。

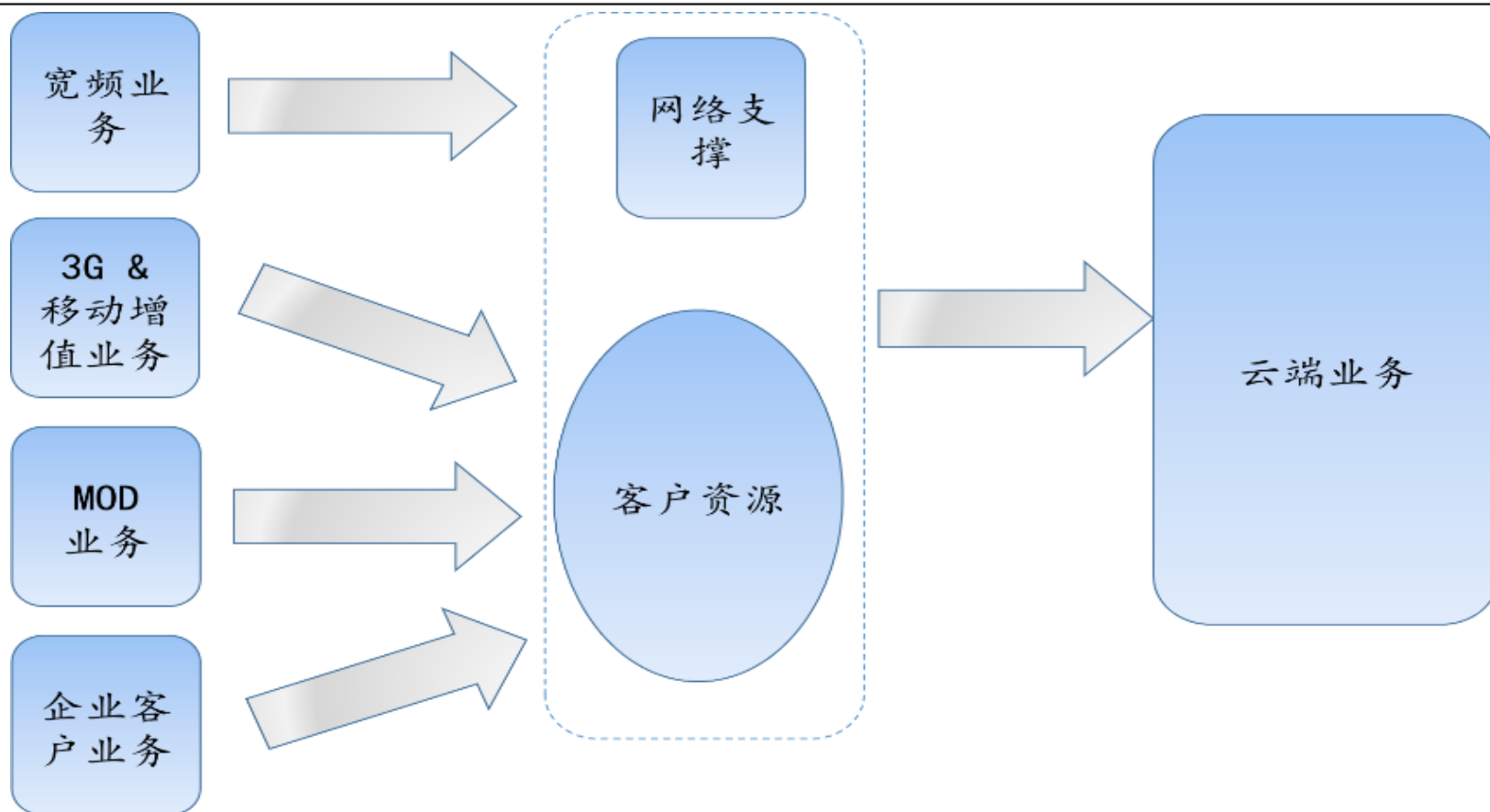
表 6: 中华电信与中嘉网路 IPTV 套餐资费对比

	中嘉网路	中华电信
套餐名称	HD 价值餐	免费收视 (不收取频道费, 仅收平台服务费)
低档套餐		
套餐内容	7 个高画质频道+ 8 个标准画质频道	可观看所有免费 收视节目
价格	100 元/月	89 元/月
一年优惠价	29 元/月	
套餐名称	HD 综合餐	家庭精选餐
中档套餐		
套餐内容	9 个高画质频道+ 8 个标准画质频道	共 54 个频道
价格	150 元/月	198 元/月
一年优惠价	49 元/月	
套餐名称 1	全家欢乐餐	家庭豪华餐
高档套餐		
套餐内容	30 个高画质频道+ 8 个标准画质频道+30 个音乐频道	共 120 个频道, 含 42 个高清频道
价格	400 元/月	359 元/月
一年优惠价	99 元/月	

资料来源：运营商官网、国信证券经济研究所整理

云端服务，下一个十年的核心驱动力

图 39：中华电信业务结构图。



资料来源：国信证券经济研究所分析师归纳整理

云端服务，下一个十年的核心驱动力

- 云端业务是中华电信近年来重点布局的业务之一，也是中华电信对于云计算发展潮流的积极回应。

随着云计算时代的到来，运营商的诸多业务受到挑战，如IDC数据中心等托管类业务，以及视频会议等通信协作类业务。

如果不积极发展云端业务，中华电信很可能丢失大量客户，尤其是贡献值较高的企业客户。

发展云端业务也是中华电信从传统运营商转型成为综合信息服务商的最佳良机，云端业务不再是为他人做嫁衣的“管道”业务，而是直接面向用户的信息服务，服务的核心价值掌握在中华电信手中。

云端业务的发展将直接带动公司的ICT业务竞争力的提升，公司可以在云计算平台上为企业客户提供更多的包括基础设施、软件服务等在内的服务。

云端服务，下一个十年的核心驱动力

中华电信在云计算业务的布局可以被归纳为“四中心、一平台、一市集”。“四中心”是指：研发中心、测试中心、营运中心和体验中心。“一平台”是指云端服务创作平台，该平台主要服务于云端软件开发人员。“一市集”是指“中华云市集”，旨在为企业客户提供方便、快捷、随选即用的云端应用服务。目前中华电信的云端服务主要包括：hicloud 云计算、hicloud S3云储存、hicloud VPC（虚拟私云服务）、客户关系管理系统（SaaS）等。

表 7: 中华电信云端服务结构

政府		产业	
健康云	交通云	云平台	云储存
公安云	低碳云		
企业		个人	
企业私云、客户关系管理		Hami 个人云	
云桌面			

资料来源：国信证券经济研究所分析师归纳整理



总体而言，在完成一系列的战略布局之后，中华电信积累了大量客户资源，并完善了基础网络的支持能力。云计算对于运营商的网络支撑能力要求极强，而凭借近年来对于宽频网络的持续投资，公司的网络支撑能力不断上升。其次，中华电信各项业务的结合使得其在个人层面与企业层面均具有庞大的客户资源，公司的品牌效应则成为发展云计算的优势之一。原因在于，云端安全是云计算时代客户关心的重点。公司在资安服务以及IDC数据中心运营方面积累了大量经验，因此客户信赖公司提供的云端安全。

协同效应显著，借外延并购提升市场竞争力

虽然中华电信在传统通信领域居于霸主地位，但是在转型初期，中华电信显然在智能手机以及云端服务等新业务领域缺乏经验积累。因此，中华电信选择了外延收购与合作投资相结合的策略来发展新业务。

表 8: 中华电信并购及合资案例汇总

时间	标的	股权持有比例	标的主营业务
2006 年 9 月	是方电讯	70%	IDC 服务
2007 年 1 月	神脑国际	31.3%	通讯零售商，如手机销售
2007 年 12 月	东华电信	100%	国际通信业务
2007 年 12 月	中华系统	100%	代购网络通讯设备、终端设备以及提供系统整合服务
2008 年 12 月	资拓科技	49%	咨询软件与系统整合服务
2011 年 7 月	中华硕銓	51%	车牌辨识产品及软件开发
2011 年 8 月	智趣王数位科技	65%	多样化亲自家庭教育服务
2012 年 1 月	江苏振华信息科技	75%	智慧节能 iEN 家具
2012 年 11 月	上海华雄信息科技	51%	智能建筑与智能家具

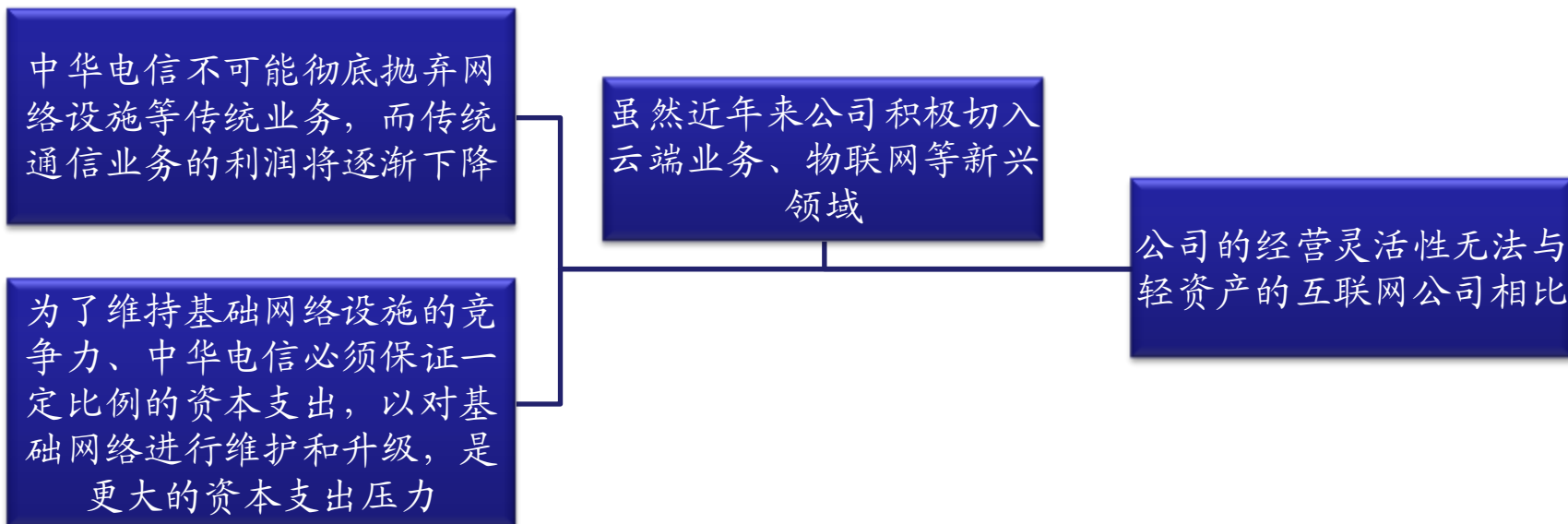
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

通过收购是方电讯，中华电信进一步增强了IDC服务的竞争力。2006年，中华电信虽然已经成为了台湾地区排名第一的IDC服务企业，但是公司的IDC电路已经出租一空，而是方电讯作为第二大IDC服务公司，依然拥有剩余容量。中华电信通过这笔并购不仅能够提升市场占有率，而且能够进一步扩大IDC服务。收购神脑国际则使得中华电信的销售渠道快速拓宽，这直接推动了公司在智能手机市场的快速发展。总体而言，中华电信的并购行为的协同效应非常显著，公司在外延并购中的经验值得信赖。从近几年中华电信的外延投资轨迹中可以看出，公司未来积极切入智慧建筑、智能家具等新市场。

●展望：转型之路还要走多远？

展望：转型之路还要走多远？

在过去十几年中，中华电信的转型无疑是成功的，然而对于这种发迹于传统产业的霸主企业来说，如何在主业加强与产业转型中抉择永远是一个无法回避的问题。



总体而言，中华电信将自己定位于整合信息服务商，正是体现了一种在传统主业与新业务两种之间寻找平衡的思路。中华电信的未来发展高度将主要取决于两点：1.如何提升传统业务的效率与利润率；2.如何借助传统业务的优势，拓展新业务？

展望：转型之路还要走多远？

五项措施保障民间资本进入电信业八大重点领域，**政策积极信号愈加明朗。**

在深化国企改革、推进混合所有制改革的政策背景下，各种政策利好的信号都指向了**三大电信运营商与民营资本的合作力度加强的大势。**

2012年6月《关于鼓励和引导民间资本进一步进入电信业的实施意见》

初亮绿灯

2014年11月，工信部全力支持民营企业进入电信领域

2013年12月起，向16个城市42家民间资本开放试点批文

2015年3月，政府工作报告明确向民营资本推出投资项目

工信部
下一步
行动

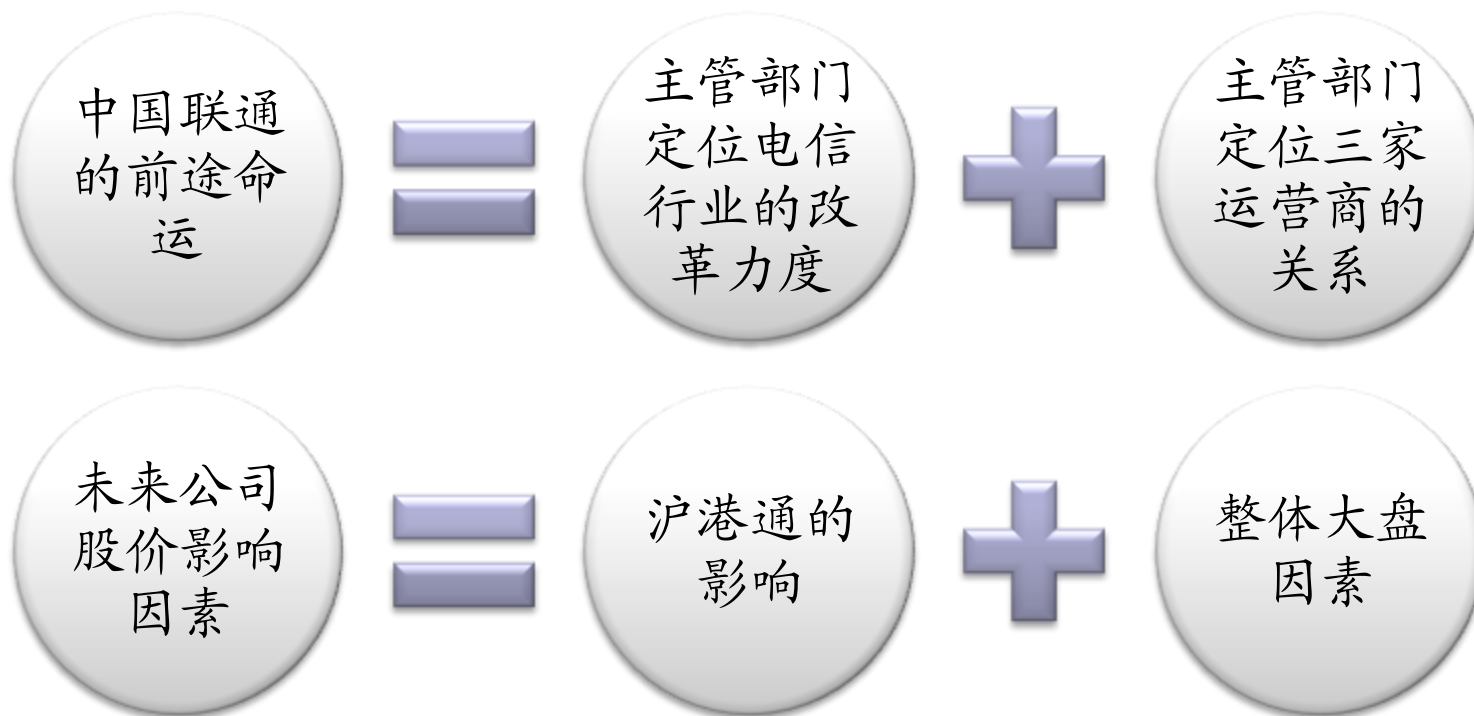
展望：转型之路还要走多远？

传统电信行业“一超双强”的局面都面临的颠覆应该由谁来实现呢？

我们认为，混合所有制改革是比较合适的道路，在改善运营管理的同时，借民企投资者之力拓展移动互联业务，为国企开“造血”良方，激发电信行业“鲑鱼效应”。

- 关于中国联通的估值

关于中国联通的估值

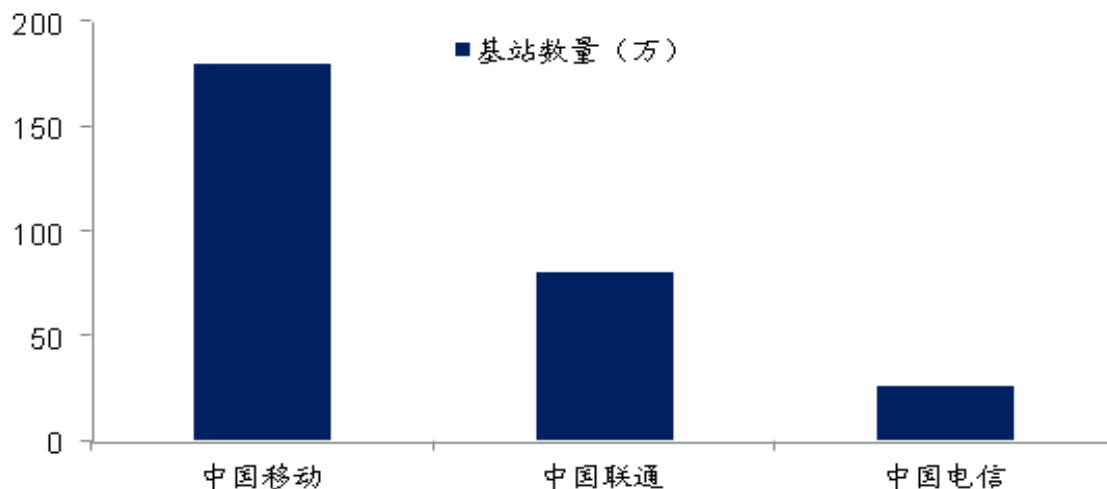


- 如何合理的对这样的一家大公司进行估值对我们来讲非常有挑战，但我们尽力回答您可能会关心的几个问题。

关于中国联通的估值

铁塔公司成立及手机补贴对公司影响？

- 根据公告，中国通信基础设施服务公司将由三大运营商联合组建。目前三大运营商正处在将一定电信资产注入该公司的初步阶段。且确定该公司的经营范围为“主营铁塔的建设、维护和运营，兼营基站机房、电源、空调等配套设施和室内分布系统的建设、维护和运营以及基站设备的代维。”
- 我们认为基础设施服务公司的成立，将直接利好运营商，减少基站铁塔建设以及配套建设成本、运营维护成本，特别是弱势运营商效应更显著，由于对于宏基站而言站址资源天然存在稀缺性，而三大运营商的站址资源差异较大，中国移动的站址资源远高于其他两家。基础设施服务公司成立减少基站投资。
- 在手机补贴方面，国资委已向三大运营商下发通知，明确要求在未来三年内，连续每年降低20%的营销费用，此举预计将对运营商手机补贴方式、宣传策略，以及国内手机市场产生重大影响，降低手机补贴对于中国联通这样具备网络终端优势的厂商来说，将有利于突出该优势的发挥。



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

关于中国联通的估值

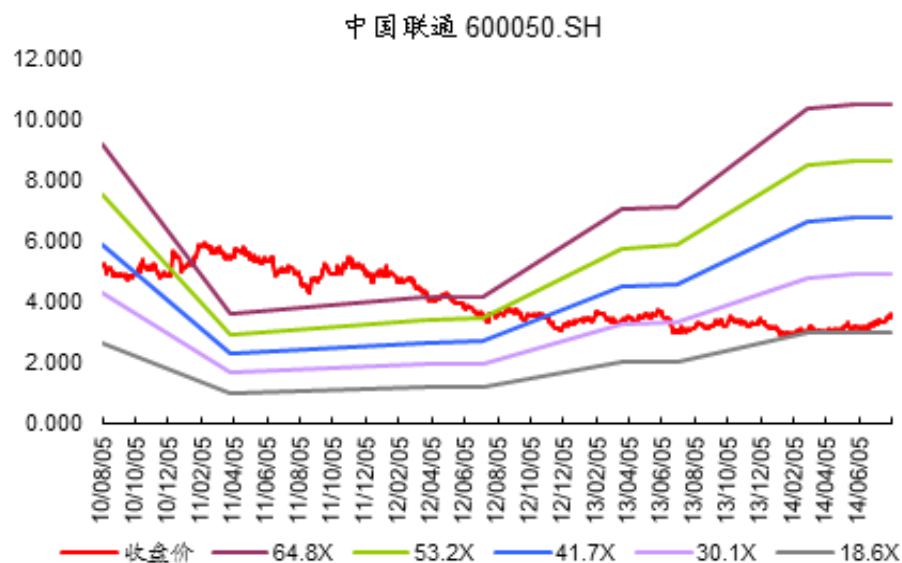
盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	288,571	277,049	286,383	298,257	310,683
(+/-%)	-5.0%	-4.0%	3.4%	4.1%	4.2%
净利润(百万元)	3,982	3,472	2,930	3,333	3,914
(+/-%)	15.7%	-12.8%	-15.6%	13.7%	17.4%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.16	0.14	0.16	0.18
EBITMargin	7.0%	7.3%	5.8%	7.3%	7.5%
净资产收益率(ROE)	5.1%	4.4%	3.6%	4.0%	4.6%
市盈率(PE)	23.6	27.1	32.1	28.2	24.0
EV/EBITDA	6.8	8.0	7.6	6.5	6.0
市净率(PB)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

关于中国联通的估值

历史PE带



历史PB带



资料来源：国信证券经济研究所整理

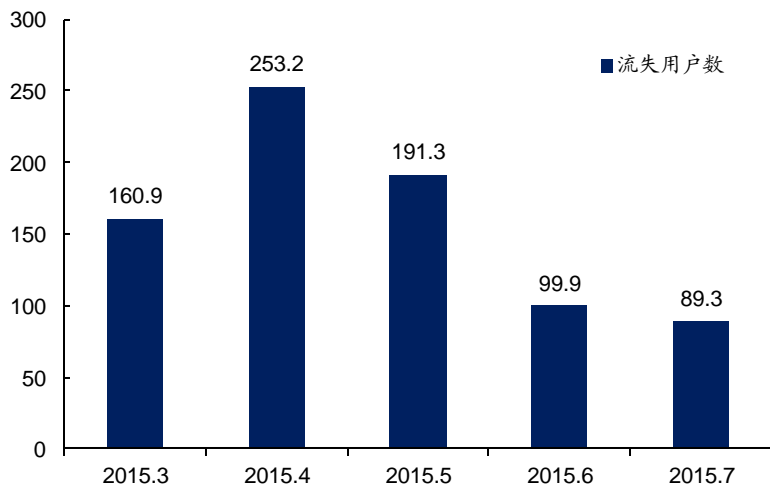
●平衡竞争关系，变革时机已到

移动用户下降、业绩增长放缓——改革拐点已现

拿到TD-LTE牌照后，**中国联通移动用户下滑的局面仍没有停止**。普通用户流失，一贯稳定的高价值客户、大客户业务慢慢转移，联通需要找到可执行策略予以应变。

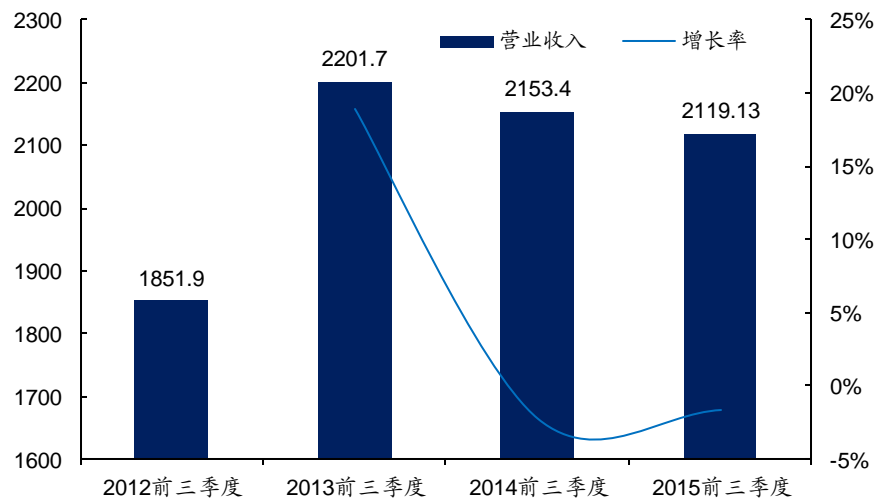
2015年前三季度公司共实现营业收入**2119**亿元，**同比下滑3.34%**，创三年来历史新低。

图1：中国联通2015年移动用户数流失情况



资料来源：互联网、国信证券经济研究所整理

图2：中国联通营业收入呈下降趋势



资料来源：互联网、国信证券经济研究所整理

电信运营商传统业务增长乏力，收入增速回落明显



- 2015年上半年，三大运营商总体发展趋缓，移动通讯业务和数据业务收入增长放缓。
- 互联网冲击下语音收入占比下降：根据工信部一季度公布的数据显示，当前**国内移动电话普及率已高达95%**
- 电信业务收入增速放缓：用户的价值增长遇到瓶颈，量价分离的“剪刀差”使得**流量业务带来的价值不足以弥补语音和短彩信业务下降的收入损失。**



三大运营商混合所有制动向	
中国电信	以混合所有制经济为导向，尝试通过多种资本运作方式，在其部分互联网业务中进行公司化和混合所有制的探索。
中国移动	新媒体公司将由现有的音乐、视频、游戏、阅读、动漫等五大基地合并而成。公司成立后，将脱离数据部独立运作，且全国一盘棋。
中国联通	将在创新型业务领域，及增值业务领域方面推进混合所有制改革。

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

移动互联强势来袭，电信行业面临“管道化风险”



互联网和移动互联网公司的信息化产品不断移植及创新，将使运营商的流量负荷压力不断增大，他们同时创建了吴淑芬新的“移动互联网入口”、形成和运营自己的庞大用户群体。

运营商改革可期，联通有望最先受益

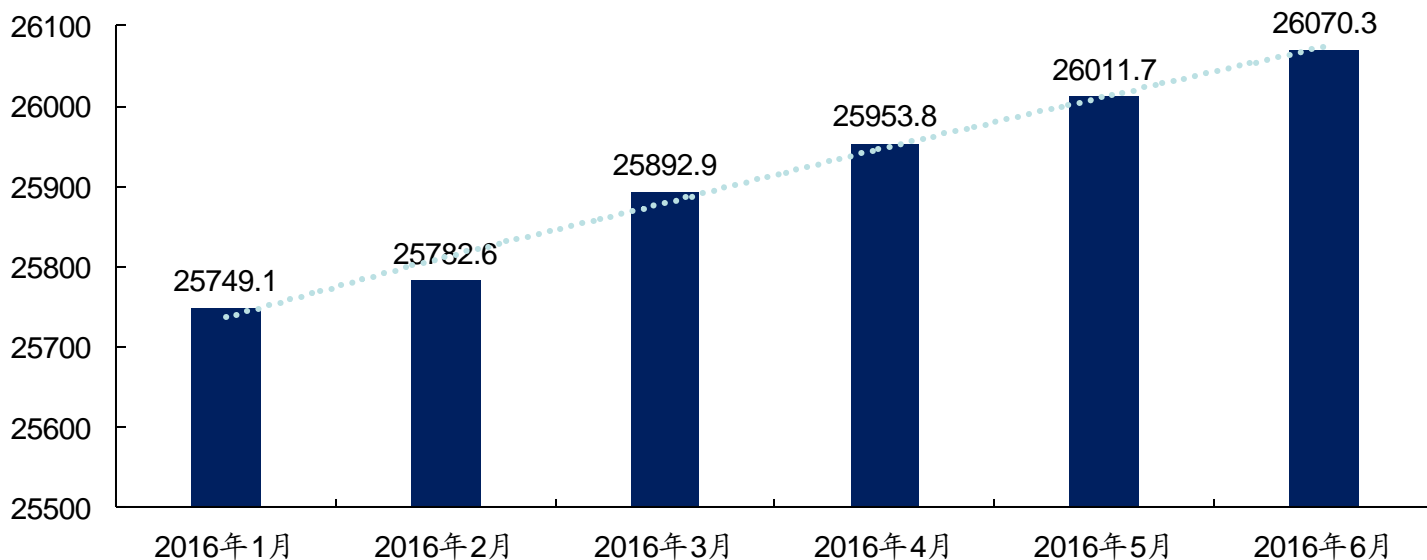


- 相较于效益好蓬勃发展的企业，国企改革对于身处发展转型期的中国联通刺激更大，催化作用更强
- 在国企改革提供巨大催化剂与动力之下，公司积极发展4G网络战略获得政策支持，积极推进与中国电信合作
- “M+1+N”数据中心规划，云服务收入大幅增长
- 公司在物联网积极布局，与Jasper、华为合作

经营业绩扭转，联通今年有望触底

4G网络的推广和普及使得中国联通原有的3G移动业务优势大幅削减，使得公司在2015年面临巨大的盈利压力，2016年上半年期内移动出账用户净增839万户，成功扭转去年移动用户多月下降的局势，全年业绩有望回暖

图13：中国联通2016年出账移动用户月度数据（万户）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

发放低频段牌照，重塑4G格局

2016年5月，工信部发布文件，同意**中国电信**使用**800MHz**和**2100MHz**频段开展LTE组网。6月，工信部又批复同意**中国联通**在上海、江苏等14个省市在**900MHz**频段上开展LTE-FDD技术试验。工信部开始逐渐放开低频谱的网络资源，并且将低频网络的天平偏向电信和联通的意图明显。



2016年5月，获得900MHz低频段频谱



2016年6月，获得800MHz和2100MHz频谱段，800MHz属于优质低频段频谱



掌握的700MHz黄金频段是通信行业公认的黄金频段

联通电信联手合建低频网络挑战移动

低频段优势:

➤ •NO.1 成本低

➤ •NO.2 传输能力强

➤ •NO.3 覆盖面积大



“M+1+N” 数据中心规划，云服务收入大幅增长

目前正打造形成覆盖全国的“M（集团级）+1（省级中心）+N（地市级边缘）”资源布局，远超中国移动，IDC及云计算业务收入从13年的30多亿到15年的70.7亿元；ICT业务收入达到人民币43.3亿元，同比增长24.9%

图14：中国联通12大数据中心



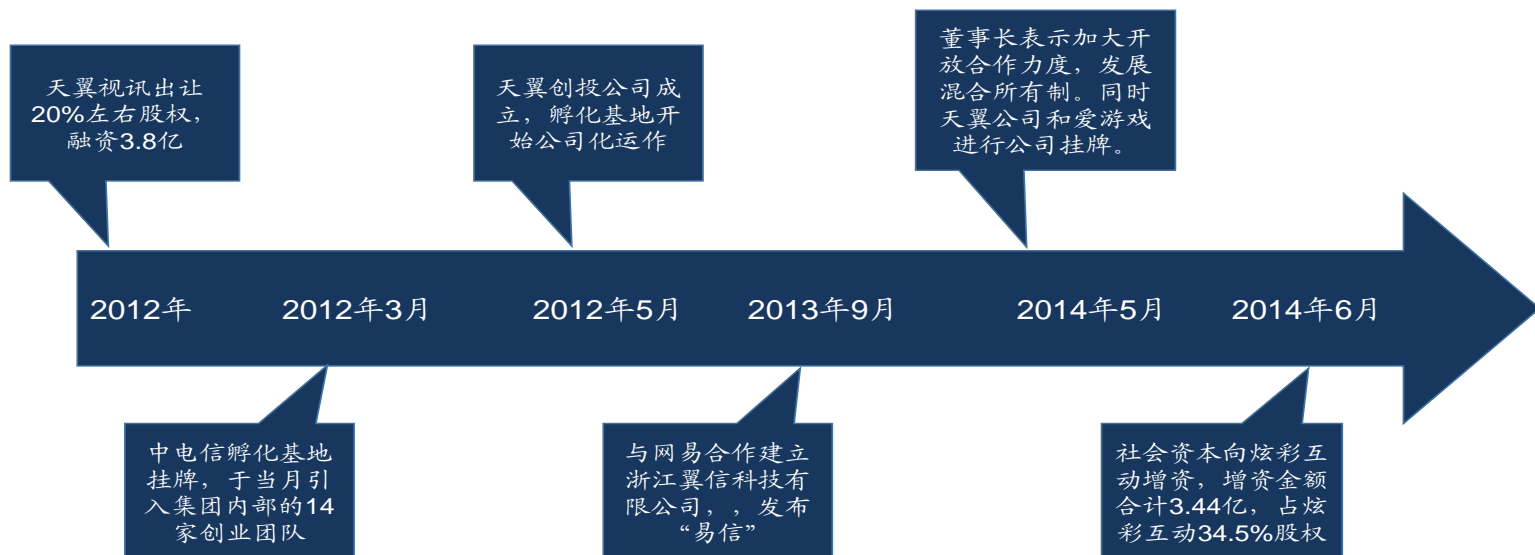
资料来源：中国联通、国信证券经济研究所整理

●混改启动，重点关注中国联通

混合所有制改革预期，政策红利释放，激发活力

- 2016年9月28日，国家发展改革委副主任刘鹤同志主持召开专题会，研究部署国有企业混合所有制改革试点相关工作。
- 东航集团、**联通集团**、南方电网、哈电集团、中国核建、中国船舶等中央企业和浙江省发展改革委负责同志就列入第一批试点的混合所有制改革项目实施方案做了详细介绍。
- 2016年10月10日，中国联通发布公告称，控股股东中国联合网络通信集团有限公司（以下简称“联通集团”）正在研究和讨论混合所有制改革实施方案，联通集团被列入混合所有制改革第一批试点事项。

参考：中国电信混合所有制改革进程



看好联通当前机会，维持“买入”评级！

- 我们认为从长线机会来看公司当此时点机会远大于风险（当期估值PB1.19,港股是0.84）毕竟国资改革的预期强烈，且相信在明年前后联通等市场化企业或有的改革启动（不改革联通的资产将面临一些问题，利润已下滑八成），建议长线投资者关注。预计**2016/2017/2018年EPS分别为0.14/0.16/0.18元**，维持“买入”评级。
- 风险提示：
 1. 电信行业混合所有制改革不达预期；
 2. 公司资本开支具备不确定性；
 3. 互联网时代进一步被管道化；

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM