

5G 新基建带动行业发展，聚焦高景气赛道

——通信行业 2020 年中报综述

强于大市（维持）

日期：2020 年 09 月 14 日

行业核心观点：

受到疫情与中美贸易摩擦的双重影响，通信行业在 2020 上半年整体表现有所走弱，但随着第二季度中 5G、IDC 等相关项目的建设逐步推进，行业整体业绩明显改善，上行拐点明显。在整个行业逐步走出疫情的阴影之后，通信行业未来的走势将会伴随着 5G 行业的逐渐成熟而持续走强，相关产业链中的优势企业如光通信领域的中际旭创、光迅科技与 5G 主设备商领域的中兴通讯等公司将迎来良好的配置机会。

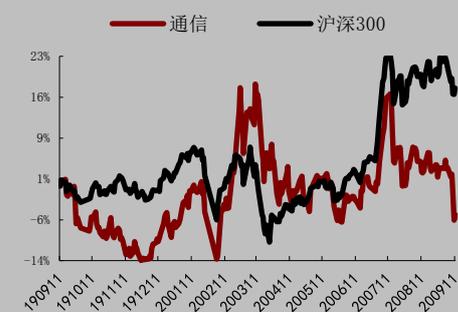
投资要点：

- **通信板块 Q2 反弹明显，5G 新基建产业带动行业快速复苏。** 2020H1 通信板块营收 3317 亿元 (YoY+0.05%)，2020Q2 营收 1827 亿元 (YoY+9.03%、QoQ+22.55%)；除中兴及联通后，2020H1 营收 1341 亿元 (YoY-5.53%)，2020Q2 营收 804 亿元 (YoY+9.63%、QoQ+49.56%)。今年上半年受到疫情及中美贸易摩擦双重影响，整个通信行业第一季度营收下跌明显，但随着国内经济在第二季度的复苏，整体业绩有明显改善。预计下半年在 5G 的潜力将得到充分释放之后，通信行业整体营收有望突破新高。
- **通信运营：**板块 2020H1 营收 1523 亿元 (YoY+3.37%)，2020Q2 营收 776 亿元 (YoY+6.3%、QoQ+3.9%)。今年是 5G 建设的投资高峰期，上半年运营商的基站建设完成超预期，资本开支上调。未来 5G 用户的规模化将推动创新业务的未来发展，运营商所提供的 5G 相关新业务如云、大数据等有望成为拉动收入增长的新驱动力。
- **5G 主设备商：**板块 2020H1 营收 658 亿元 (YoY+0.25%)；2020Q2 营收 377 亿元 (YoY+8.67%、QoQ+34.25%)。2020H1 5G 主设备商板块内各公司营收均出现不同比重的下滑，但板块内部分公司仍能受益于国内移动互联网的快速发展和 5G 建设的全面铺开迅速恢复，板块内的龙头企业依旧存在较大投资机会。随着新一轮备货周期的到来，整个板块将从 5G 新基建建设的逐步推动中获益。
- **光纤光缆：**板块 2020H1 营收 500 亿元 (YoY-6.66%)；2020Q2 营收 295 亿元 (YoY+10.40%、QoQ+43.45%)。2020H1 光纤价格随着主流厂商产能大幅释放加国内需求下降影响大幅下跌，产业进入瓶颈期。建议中长期关注有技术与资金支持的公司，以静待未来随着 5G 加速建设、云计算及海外通信建设所迎来的需求放量反弹。

盈利预测和投资评级

股票简称	19A	20E	21E	评级
铭普光磁	0.13	0.96	1.77	增持
中际旭创	0.73	0.65	1.17	买入
光迅科技	0.54	0.53	0.86	增持
中兴通讯	1.22	1.13	1.46	增持
星网锐捷	1.05	1.24	1.62	增持
东方中科	0.36	0.53	0.84	买入
长飞光纤	1.06	1.09	1.50	增持
中国联通	0.16	0.16	0.21	增持

通信行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 09 月 11 日

相关研究

万联证券研究所 20200906_行业周观点_AAA_通信行业周观点 (08.31-09.06)
万联证券研究所 20200831_公司半年报点评_AAA_中兴通讯 (000063) 半年报点评报告
万联证券研究所 20200830_行业周观点_AAA_通信行业周观点 (08.24-08.30)

分析师：夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

电话：075583228231

邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理：张彦洋

电话：075583221361

邮箱：zhangyy1@wlzq.com.cn

- **光通信设备:**板块 2020H1 营收 130.12 亿元 (YoY+9.73%) ; 2020Q2 营收 82.54 亿元 (YoY+38.86%, QoQ+73.46%)。上半年由于 IDC、基站建设加速带动板块景气度上行,上半年营收增速持续上涨,毛利率改善明显,光模块等产品有望迎来量价齐升。
- **云计算:**板块 2020H1 营收 166.45 亿元 (YoY-12.28%) ; 2020Q2 营收 91.94 亿元 (YoY+10.46%, QoQ+23.37%)。在新基建和数字化转型的大趋势下,云计算已经逐步进入快速发展区间,预计 2023 年市场规模将超过 3500 亿美元,行业景气度持续上行。
- **物联网:**板块 2020H1 营收 117.28 亿元 (YoY-3.71%) ; 2020Q2 营收 73.28 亿元 (YoY+24.46%, QoQ+66.54%)。随着 5G 通信技术的发展,物联网行业进入井喷式增长行情中。下半年与智能汽车相关的车联网及与智能制造相关的工业互联网等场景将成为相关产业最有望落地的应用方向,物联网板块有望从中受益,行业景气度上行。
- **风险提示:** 5G 渗透速度不达预期、全球经济环境恶化超过预期

目录

1. 2020 上半年通信板块整体行情复盘与分析	5
1.1 营业收入：Q2 恢复情况较好，拐点明显	5
1.2 归母净利润：受疫情影响利润短期承压，波动较大。	6
1.3 行业费用：毛利率有所下滑，三费控制情况良好	7
2. 2020 上半年精选通信子板块行情分析	9
2.1 通信运营：平稳度过低谷期，5G 网络带动行业发展加速	9
2.2 5G 主设备商：行业景气度复苏，下半年营收有望恢复增速	11
2.3 光纤光缆：光纤光缆价格探底，行业静待反弹	13
2.4 光通信设备：IDC、基站建设加速带动行业景气度上行	15
2.5 云计算：行业景气度持续上行，下半年有望恢复增长	17
2.6 物联网：整体行业受疫情影响不大，景气度仍较高	19
3. 投资建议：5G 新基建带动行业发展，聚焦高景气成长赛道	21
4. 风险提示	23

图表 1：2017-2020 年通信板块上半年营业收入及同比营收增速	5
图表 2：2017-2020 年通信板块（无中兴、联通）上半年营业收入及同比营收增速	5
图表 3：2019Q1-2020Q2 通信板块各季度营业收入及环比营收增速	6
图表 4：2019Q1-2020Q2 通信板块（无中兴、联通）季度营业收入及环比营收增速	6
图表 5：2017-2020 年通信板块上半年归母净利润及同比增速	6
图表 6：2017-2020 年通信板块（无中兴、联通）上半年归母净利润及同比增速	6
图表 7：2019Q1-2020Q2 通信板块各季度归母净利润及环比增速	7
图表 8：2019Q1-2020Q2 通信板块（无中兴、联通）各季度归母净利润及环比增速	7
图表 9：2017-2020 年通信板块上半年毛利润及毛利率	7
图表 10：2017-2020 年通信板块（无中兴、联通）上半年毛利润及毛利率	7
图表 11：2019Q1-2020Q2 通信板块各季度毛利润及毛利率	8
图表 12：2019Q1-2020Q2 通信板块（无中兴、联通）各季度毛利润及毛利率	8
图表 13：2017-2020 年通信板块上半年三费占营收比率（%）	8
图表 14：2017-2020 年通信板块（无中兴、联通）上半年三费占营收比率（%）	8
图表 15：2019Q1-2020Q2 通信板块各季度三费占营收比率（%）	9
图表 16：2019Q1-2020Q2 通信板块（无中兴、联通）各季度三费占营收比率（%）	9
图表 17：2017-2020 年通信运营板块上半年营业收入及同比增速	10
图表 18：2019-2020 年通信运营板块各季度营业收入及环比增速	10
图表 19：2017-2020 年通信运营板块上半年归母净利润及同比增速	10
图表 20：2019-2020 年通信运营板块各季度归母净利润及环比增速	10
图表 21：2017-2020 年通信运营板块上半年毛利润及毛利率	11
图表 22：2019-2020 年通信运营板块各季度毛利润及毛利率	11
图表 23：2017-2020 年通信运营板块上半年三费占营收比率（%）	11
图表 24：2019-2020 年通信运营板块各季度三费占营收比率（%）	11
图表 25：2017-2020 年 5G 主设备商板块上半年营业收入及同比增速	12
图表 26：2019-2020 年 5G 主设备商板块各季度营业收入及环比增速	12
图表 27：2017-2020 年 5G 主设备商板块上半年归母净利润及同比增速	12

图表 28: 2019-2020 年 5G 主设备商板块各季度归母净利润及环比增速	12
图表 29: 2017-2020 年 5G 主设备商板块上半年毛利润及毛利率	13
图表 30: 2019-2020 年 5G 主设备商板块各季度毛利润及毛利率	13
图表 31: 2017-2020 年 5G 主设备商板块上半年三费占营收比率 (%)	13
图表 32: 2019-2020 年 5G 主设备商板块各季度三费占营收比率 (%)	13
图表 33: 2017-2020 年光纤光缆板块上半年营业收入及同比增速	14
图表 34: 2019-2020 年光纤光缆板块各季度营业收入及环比增速	14
图表 35: 2017-2020 年光纤光缆板块上半年归母净利润及同比增速	14
图表 36: 2019-2020 年光纤光缆板块各季度归母净利润及环比增速	14
图表 37: 2017-2020 年光纤光缆板块上半年毛利润及毛利率	15
图表 38: 2019-2020 年光纤光缆板块各季度毛利润及毛利率	15
图表 39: 2017-2020 年光纤光缆板块上半年三费占营收比率 (%)	15
图表 40: 2019-2020 年光纤光缆板块各季度三费占营收比率 (%)	15
图表 41: 2017-2020 年光通信设备板块上半年营业收入及同比增速	16
图表 42: 2019-2020 年光通信设备板块各季度营业收入及环比增速	16
图表 43: 2017-2020 年光通信设备板块上半年归母净利润及同比增速	16
图表 44: 2019-2020 年光通信设备板块各季度归母净利润及环比增速	16
图表 45: 2017-2020 年光通信设备板块上半年毛利润及毛利率	17
图表 46: 2019-2020 年光通信设备板块各季度毛利润及毛利率	17
图表 47: 2017-2020 年光通信设备板块上半年三费占营收比率 (%)	17
图表 48: 2019-2020 年光通信设备板块各季度三费占营收比率 (%)	17
图表 49: 2017-2020 年云计算板块上半年营业收入及同比增速	18
图表 50: 2019-2020 年云计算板块各季度营业收入及环比增速	18
图表 51: 2017-2020 年云计算板块上半年归母净利润及同比增速	18
图表 52: 2019-2020 年云计算板块各季度归母净利润及环比增速	18
图表 53: 2017-2020 年云计算板块上半年毛利润及毛利率	19
图表 54: 2019-2020 年云计算板块各季度毛利润及毛利率	19
图表 55: 2017-2020 年云计算板块上半年三费占营收比率 (%)	19
图表 56: 2019-2020 年云计算板块各季度三费占营收比率 (%)	19
图表 57: 2017-2020 年物联网板块上半年营业收入及同比增速	20
图表 58: 2019-2020 年物联网板块各季度营业收入及环比增速	20
图表 59: 2017-2020 年物联网板块上半年归母净利润及同比增速	20
图表 60: 2019-2020 年物联网板块各季度归母净利润及环比增速	20
图表 61: 2017-2020 年物联网板块上半年毛利润及毛利率	21
图表 62: 2019-2020 年物联网板块各季度毛利润及毛利率	21
图表 63: 2017-2020 年物联网板块上半年三费占营收比率 (%)	21
图表 64: 2019-2020 年物联网板块各季度三费占营收比率 (%)	21

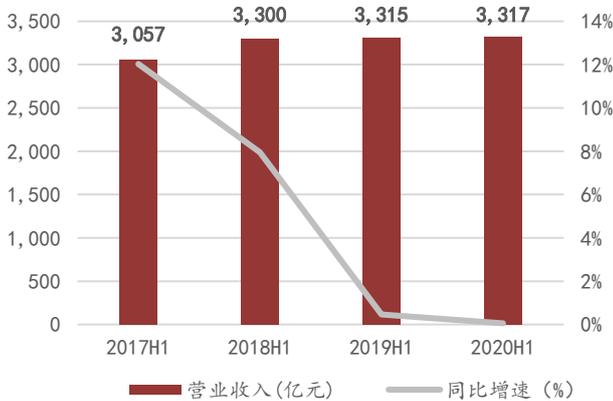
截止至2020年9月3日,申万通信板块108家上市公司2020年半年报已全部披露完毕。本次中报综述以申万通信板块为样本,收集了从2017年到2020年各家公司的财务数据,其中剔除了ST实达、ST北讯、鹏博士、ST高升、ST信通、ST九有、ST信威、ST新海、震有科技、威胜信息、国盾量子这几家财报出现非正常巨额亏损或相应中报财务信息缺失的上市公司;并且考虑到中兴通讯、中国联通两家公司营收对行业影响较大,因此在分析中将剔除与合并这两家公司的情况分别列出以便更清晰的展示近期板块行情。

1. 2020 上半年通信板块整体行情复盘与分析

1.1 营业收入: Q2恢复情况较好, 拐点明显

行业营收受疫情影响短期有所下跌,但长期增长趋势不变。2020H1通信板块整体营收3317亿元,较2019年上半年同比增长0.05%;去除中兴通讯以及中国联通的数据之后,通信板块2020H1营业收入缩减为1341亿元,同比下跌5.53%。受疫情影响,2020Q1营业收入为1490亿元,同比缩减9.12%,环比缩减20.02%;2020Q2营业收入为1827亿元,同比增长9.03%,环比增长22.55%;去除中兴通讯以及中国联通的数据之后,2020Q1营业收入537亿元,同比下跌21.72%,环比下跌37.86%;2020Q2营业收入804亿元,同比上涨9.63%,环比上涨49.56%。今年上半年受到疫情影响,整个通信行业在第一季度营收下跌明显,但第二季度随着国内经济的复苏,5G、IDC等相关新基建的建设进入发展快车道,一举抵消上半年行业内的颓势,整体业绩或有明显改善,拐点趋势明显。预计下半年在5G的潜力将得到充分释放之后,通信行业整体营收将有望突破新高。

图表1: 2017-2020年通信板块上半年营业收入及同比营收增速



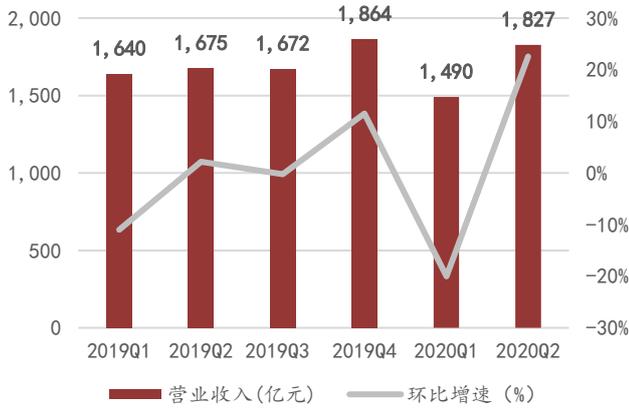
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 2017-2020年通信板块(无中兴、联通)上半年营业收入及同比营收增速

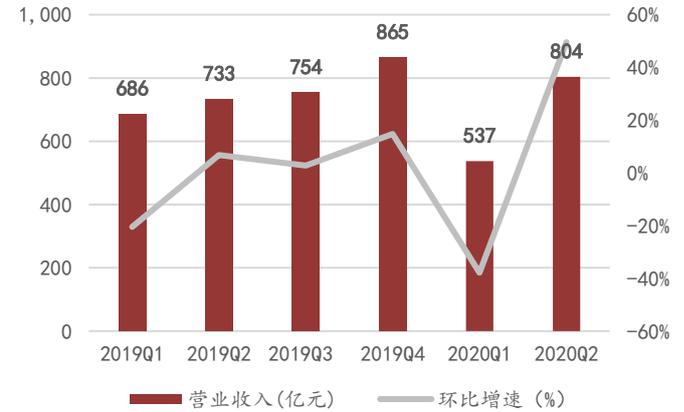


资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表3: 2019Q1-2020Q2通信板块各季度营业收入及环比营收增速



图表4: 2019Q1-2020Q2通信板块(无中兴、联通)各季度营业收入及环比营收增速



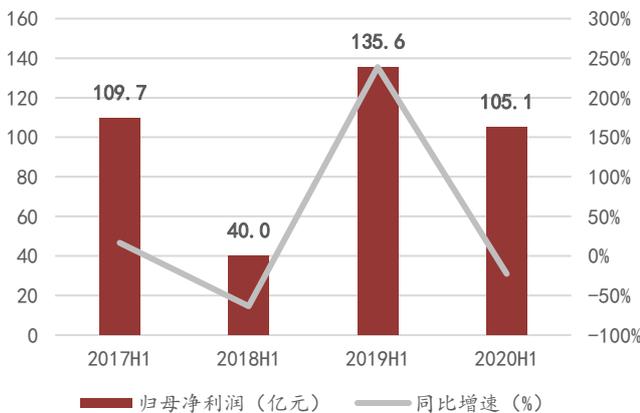
资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

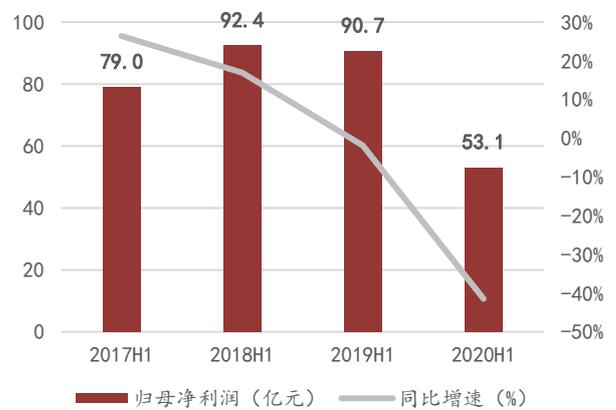
1.2 归母净利润: 受疫情影响利润短期承压, 波动较大。

行业整体归母净利润较去年同期均有所下跌。2020H1通信板块整体归母净利润105.1亿元, 较2019年上半年同比下跌22.48%; 去除中兴通讯以及中国联通的数据之后, 通信板块2020H1归母净利润为53.1亿元, 同比下跌41.47%。受疫情影响, 2020Q1行业归母净利润为31.8亿元, 同比缩减51.36%, 环比增长219.74%; 2020Q2行业归母净利润为73.3亿元, 同比增长4.36%, 环比增长130.92%; 去除中兴通讯以及中国联通的数据之后, 2020Q1行业归母净利润为10.0亿元, 同比下跌75.25%, 环比上涨123.06%; 2020Q2行业归母净利润为43.1亿元, 同比下跌14.32%, 环比上涨330.61%。相较于2019年, 通信板块的归母净利润同比均有一定程度下滑; 但环比增长较为明显, 主要是因为2019Q4部分公司计提大额商誉减值以及2020Q2在疫情后恢复状况较好所致。

图表5: 2017-2020年通信板块上半年归母净利润及同比增速



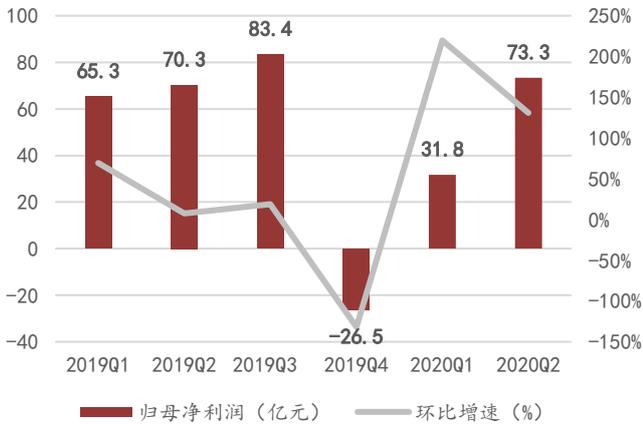
图表6: 2017-2020年通信板块(无中兴、联通)上半年归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

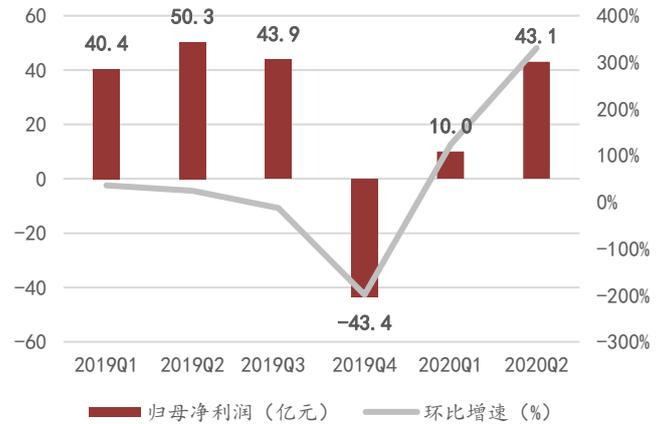
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7：2019Q1-2020Q2通信板块各季度归母净利润及环比增速



资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表8：2019Q1-2020Q2通信板块（无中兴、联通）各季度归母净利润及环比增速



资料来源：Wind, 万联证券研究所

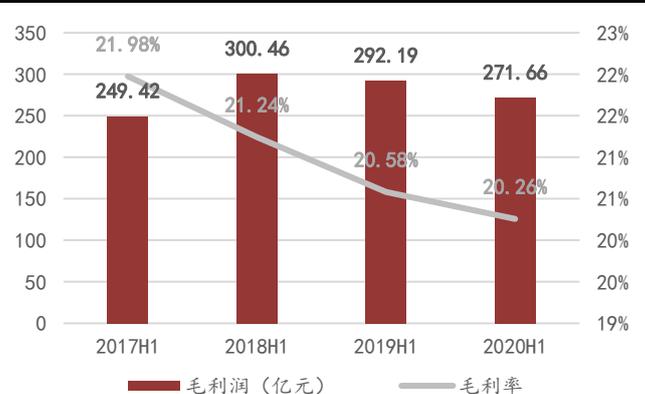
1.3 行业费用：毛利率有所下滑，三费控制情况良好

相较于2019年的高毛利率，2020年通信行业整体毛利率有所下滑但仍高于2018年，今年下半年随着5G建设的逐步扩张盈利能力有望反弹。2020H1通信板块整体毛利润839.97亿元，同比下跌4.09%，毛利率为25.32%，同比下降1.10pct；去除中兴通讯以及中国联通的数据之后，通信行业2020H1毛利润271.66亿元，同比下跌7.03%，毛利率为20.26%，同比下降0.32pct。受疫情影响，2020Q1行业毛利润为396.53亿元，同比缩减9.07%，环比下跌10.26%，毛利率为26.61%，同比上涨0.02pct，环比增长2.89pct；2020Q2行业毛利润为443.44亿元，同比增长0.85%，环比增长11.93%，毛利率为24.28%，同比下跌1.97pct，环比下降2.33pct；去除中兴通讯以及中国联通的数据之后，2020Q1行业毛利润为106.13亿元，同比缩减22.97%，环比下跌42.46%，毛利率为19.75%，同比下降0.32pct，环比下降1.58pct；2020Q2行业毛利润为165.52亿元，同比增长7.2%，环比增长55.95%，毛利率为20.6%，同比下跌0.46pct，环比提高0.84pct。2020H1通信行业毛利率有所下降的原因主要是因为疫情所导致的制造成本增加以及在5G新基建建设周期步入成熟期之后市场竞争加剧所导致的产品价格下跌所致。

图表9：2017-2020年通信板块上半年毛利润及毛利率



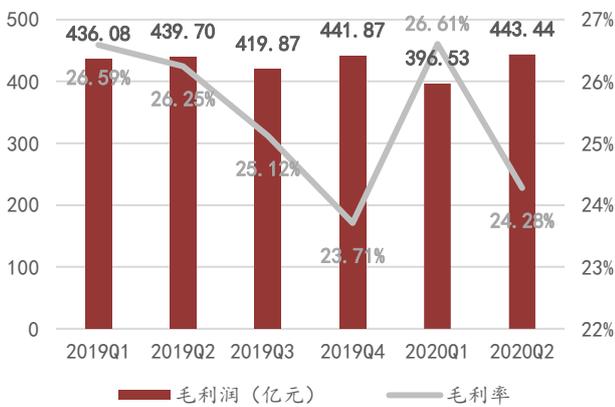
图表10：2017-2020年通信板块（无中兴、联通）上半年毛利润及毛利率



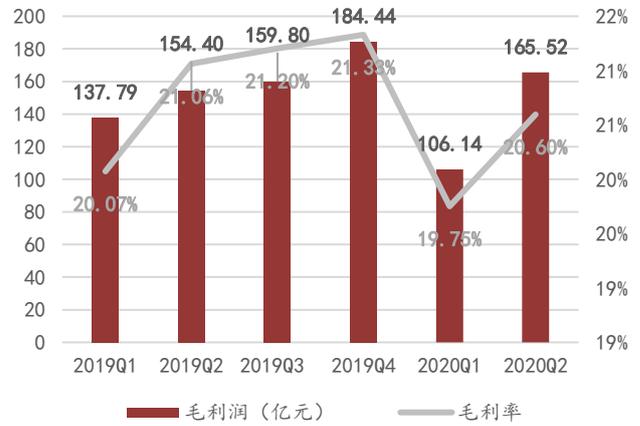
资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11: 2019Q1-2020Q2通信板块各季度毛利润及毛利率



图表12: 2019Q1-2020Q2通信板块(无中兴、联通)各季度毛利润及毛利率

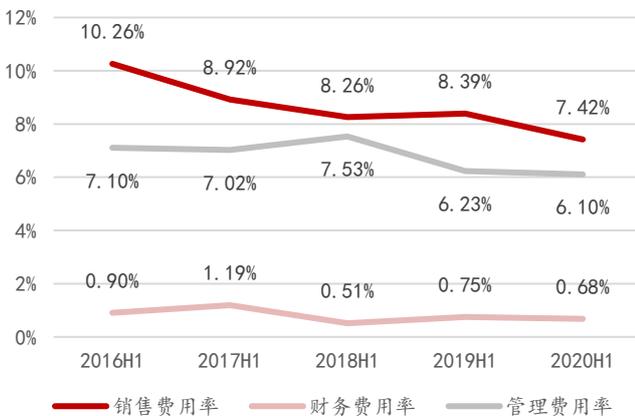


资料来源: Wind, 万联证券研究所

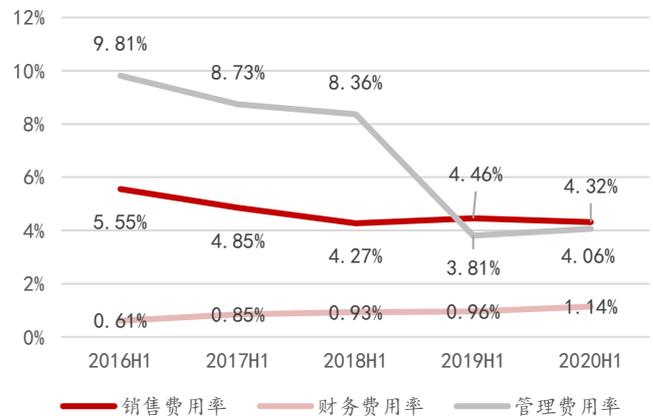
资料来源: Wind, 万联证券研究所

随着 5G 新基建建设的加速, 市场规模效应逐步呈现, 随着上下游产业成熟度提升, 板块费用率继续维持较低水平。从 2016-2020H1 的各项数据来看, 2020H1 三大销售费用率与 2019 年相比均基本持平, 波动不大。2020H1 通信板块销售费用率为 7.42%, 同比下降 0.97pct, 管理费用率为 6.10%, 同比下降 0.13pct, 财务费用率为 0.68%, 同比下降 0.07pct; 去除中兴通讯以及中国联通的数据之后, 2020H1 通信板块销售费用率为 4.32%, 同比下跌 0.14pct, 管理费用率为 4.06%, 同比上涨 0.25pct, 财务费用率为 1.14%, 同比上涨 0.18pct。分季度来看, 随着疫情影响的逐步消退, 板块内费用率逐季度下跌, 三费下跌的主要原因一是得益于在疫情期间一些企业销售模式的改变降低了较大的开支, 一方面也体现出行业内企业人员结构持续优化, 管理效率不断提升。

图表13: 2017-2020年通信板块上半年三费占营收比率 (%)



图表14: 2017-2020年通信板块(无中兴、联通)上半年三费占营收比率 (%)

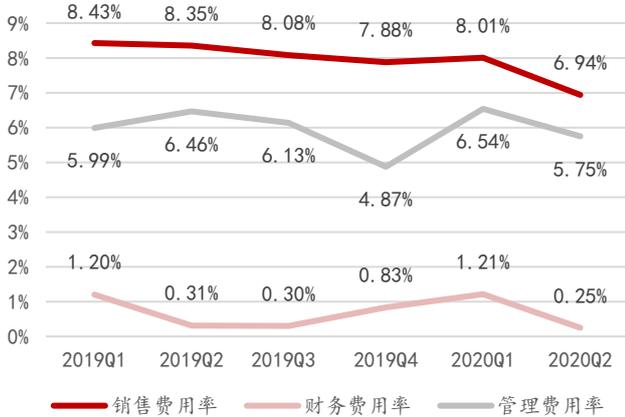


资料来源: Wind, 万联证券研究所

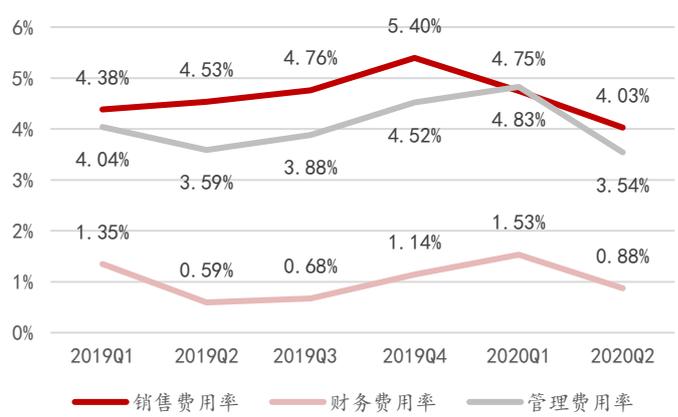
资料来源: Wind, 万联证券研究所

*备注: 因为 18Q3 起, 研发费用单独列项, 所以管理费用率和期间费用率出现突变。

图表15: 2019Q1-2020Q2通信板块各季度三费占营收比率 (%)



图表16: 2019Q1-2020Q2通信板块(无中兴、联通)各季度三费占营收比率 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

2. 2020 上半年精选通信子板块行情分析

2.1 通信运营: 平稳度过低谷期, 5G网络带动行业发展加速

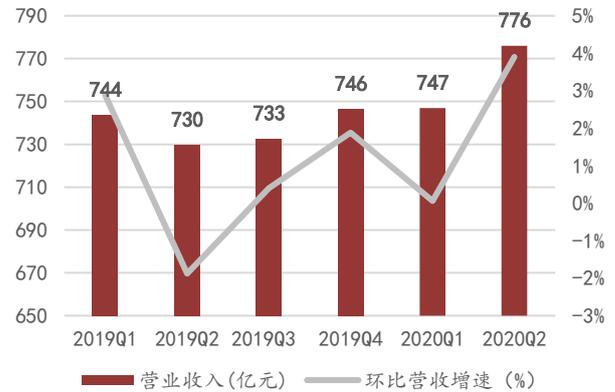
通信运营板块上半年营收增速稳定, 创新业务成未来业绩增速动力。2020H1 通信运营板块营收 1523 亿元, 同比增长 3.37%, 大于通信板块整体增长速度; 2020Q2 营收 776 亿元, 同比增长 6.3%, 环比增长 3.9%。2020 年通信运营板块上半年归母净利润 35.35 亿元, 同比增加 9.97%; 2020Q2 通信运营板块归母净利润 21.13 亿元, 同比增长 44.02%, 环比增加 48.59%。上半年, 受疫情影响, 移动业务营收整体有所下跌, 但新兴业务带来的高速增长给通信运营板块带来了新的盈利增长点。根据中国移动公布的年报数据显示, 公司上半年产业互联网业务收入同比增长 36%, 达 227 亿元, 占整体主营业务收入比例提高至 16%; 物联网及大数据收入分别达 22 亿和 9 亿元, 同比增长 55%和 67%。受创新业务和固网宽带业务良好增长拉动, 公司固网主营业务收入达 606 亿元, 同比增长 14%。未来, 预计公司将深度推进产业合作, 加快 5G+垂直行业应用的培育和融合创新发展, 致力在数字化转型的新时代实现更快增长。未来, 随着 5G 建设进入高峰期, 5G 网络覆盖和用户渗透率将快速提升, 通信运营板块的营业收入有望在下半年突破新高。

图表17: 2017-2020年通信运营板块上半年营业收入及同比增速



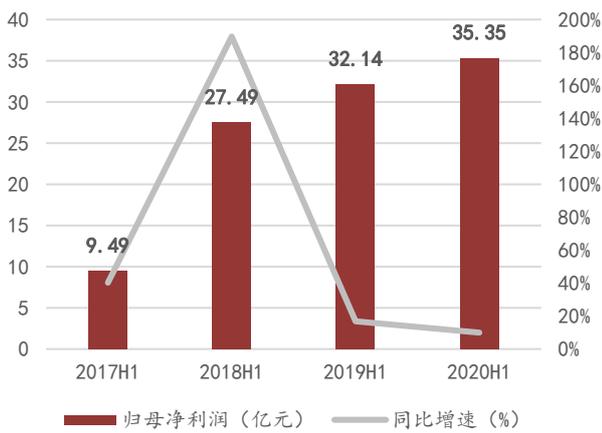
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表18: 2019-2020年通信运营板块各季度营业收入及环比增速



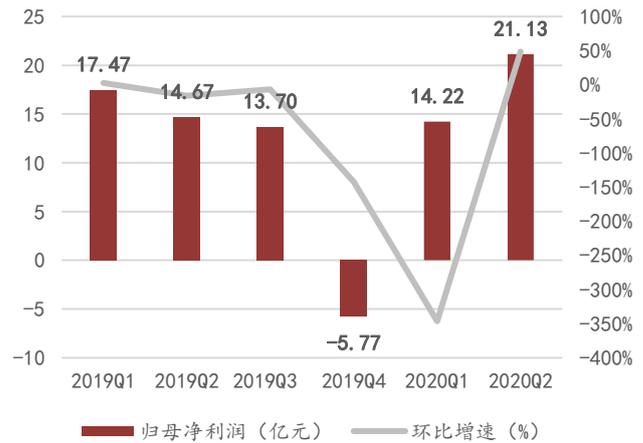
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表19: 2017-2020年通信运营板块上半年归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

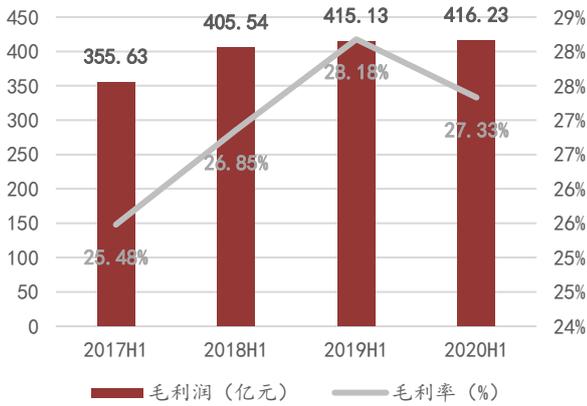
图表20: 2019-2020年通信运营板块各季度归母净利润及环比增速



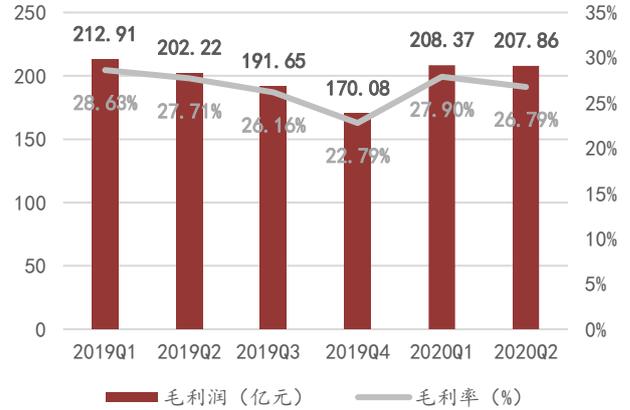
资料来源: Wind, 万联证券研究所

5G 建设开支增加, 2020 上半年板块毛利率逐渐下降。2020H1 通信运营板块毛利润 416.23 亿元, 毛利率 27.33%, 同比下跌 0.85pct; 2020Q2 板块毛利润 207.86 亿元, 毛利率 26.79%, 同比下跌 0.92pct, 环比下跌 1.11pct。2020H1 运营商承担 5G 建设的高位资本开支, 营运压力逐渐扩大导致毛利空间缩小, 随着 5G 用户人数不断扩大, 5G 套餐使用增加后, 运营商毛利润有望进一步提升。

图表21：2017-2020年通信运营板块上半年毛利润及毛利率



图表22：2019-2020年通信运营板块各季度毛利润及毛利率

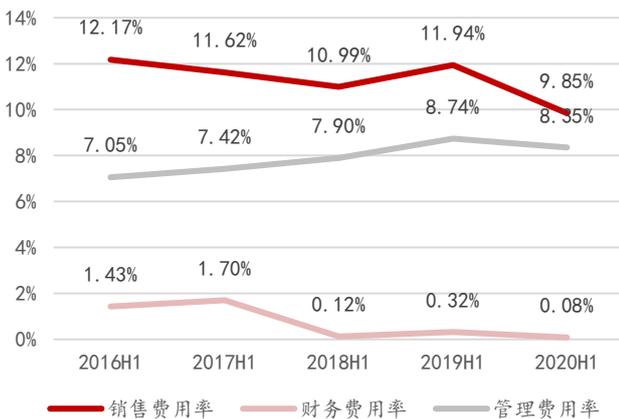


资料来源：Wind, 万联证券研究所

资料来源：Wind, 万联证券研究所

通信运营板块 2020 上半年费用率控制较好，三费比率均有下降。2020H1 板块销售费用率为 9.85%，同比下降 2.09pct，管理费用率为 8.35%，同比下降 0.39pct，财务费用率为 0.08%，同比下降 0.24pct；2020Q2 板块销售费用率为 9.34%，同比下降 2.28pct，环比下降 1.03pct，管理费用率为 8.39%，同比下降 1.21pct，环比微涨 0.09pct，财务费用率为 0.03%，同比下降 0.25pct，环比下降 0.09pct。2020H1 通信运营板块毛利率下降的原因是因为下半年通信运营板块内的公司如中国联通在成本端终端补贴费用同比下降 99%，财务费用和销售费用均有明显改善，降本效果显著。我们认为随着竞争效应的逐步扩散，通信运营板块的费用率有望进一步控制。

图表23：2017-2020年通信运营板块上半年三费占营收比率 (%)



图表24：2019-2020年通信运营板块各季度三费占营收比率 (%)



资料来源：Wind, 万联证券研究所

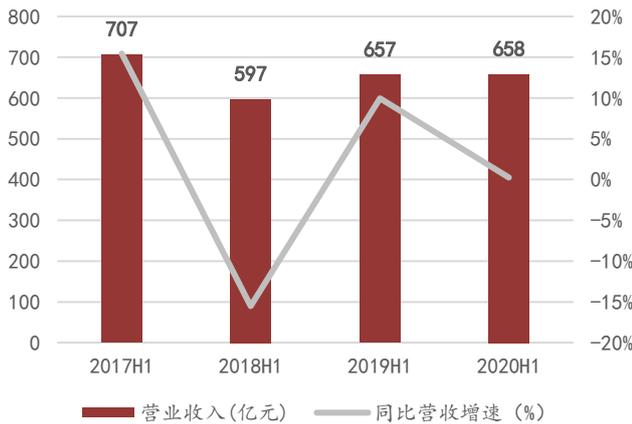
资料来源：Wind, 万联证券研究所

2.2 5G主设备商：行业景气度复苏，下半年营收有望恢复增速

5G 主设备商板块上半年营收受疫情影响整体增速放缓。2020 上半年 5G 主设备商板块营收 658 亿元，同比增长 0.25%；2020Q2 营收 377 亿元，同比增长 8.67%，环比增长 34.25%。2020 年板块上半年归母净利润 24.31 亿元，同比增加 4.34%；2020Q2 板块归母净利润 16.09 亿元，同比增长 22.68%，环比增加 95.62%。5G 主设备商板块上半年的颓势主要还是由于部分企业多条产品线受疫情负面影响较大，尤其是烽火通信、

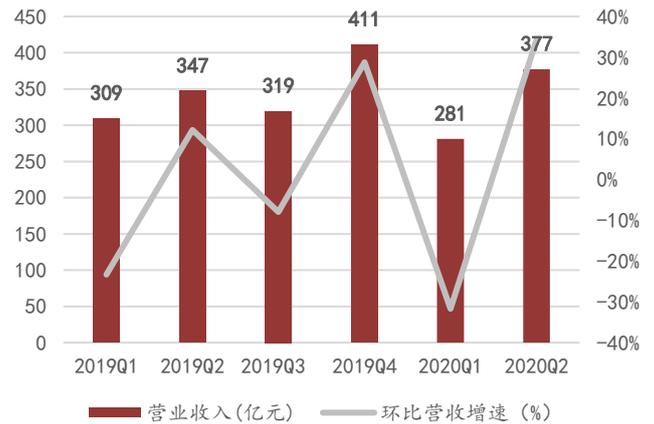
武汉凡谷等总部位于武汉的公司受疫情影响更为明显。其中烽火通信上半年实现收入 94.39 亿元, 同比降 21.24%, 武汉凡谷上半年上半年营收 6.93 亿元, 同比下降 12.58%。但板块内一部分公司仍能受益于国内移动互联网的快速增长和 5G 建设的全面铺开迅速恢复, 如中兴通讯 2020H1 实现营业收入 472 亿元, 较去年同期增长 5.8%, 仍旧保持了一个稳步增长的发展趋势。我们预计整个板块随着 5G 新基建的逐步推动下半年营收将有所恢复, 行业景气度上升, 板块内大部分公司有望恢复原有增速水平。

图表 25: 2017-2020 年 5G 主设备商板块上半年营业收入及同比增速



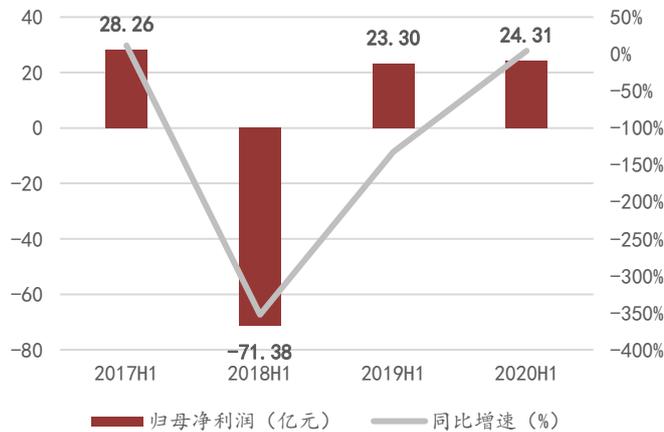
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 26: 2019-2020 年 5G 主设备商板块各季度营业收入及环比增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

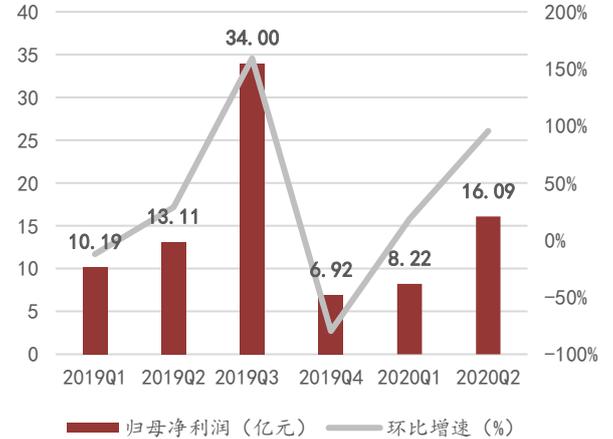
图表 27: 2017-2020 年 5G 主设备商板块上半年归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 2018H1 板块归母净利润大幅下跌由于中兴遭美国制裁所导致

图表 28: 2019-2020 年 5G 主设备商板块各季度归母净利润及环比增速

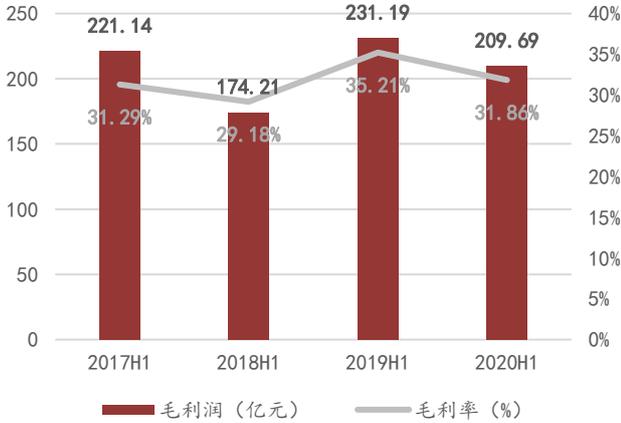


资料来源: Wind, 万联证券研究所

受疫情影响 5G 主设备商板块上半年毛利持续下滑, 下半年有望回升。2020H1 5G 主设备商板块毛利润 209.69 亿元, 毛利率 31.86%, 同比下跌 3.355pct; 2020Q2 板块毛利润 104.08 亿元, 毛利率 27.59%, 同比下跌 6.34pct, 环比下跌 10.00pct。板块整体毛利率的下降主要是因为部分低毛利的产品占比上升加上板块内一部分主设备商

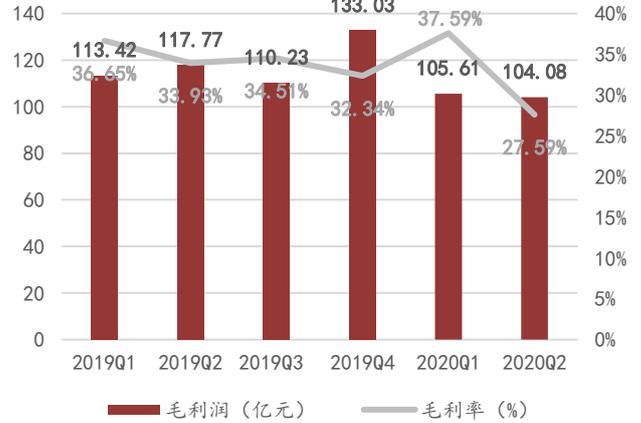
在 5G 招标集采初期通过价格让利以获取更多市场份额, 后续随着招标价格回归正常, 以及网络升级扩容, 板块内毛利率增长仍有较大提升空间。

图表29: 2017-2020年5G主设备商板块上半年毛利润及毛利率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

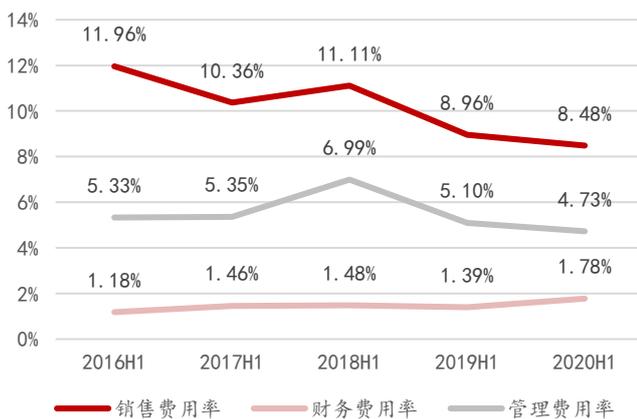
图表30: 2019-2020年5G主设备商板块各季度毛利润及毛利率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

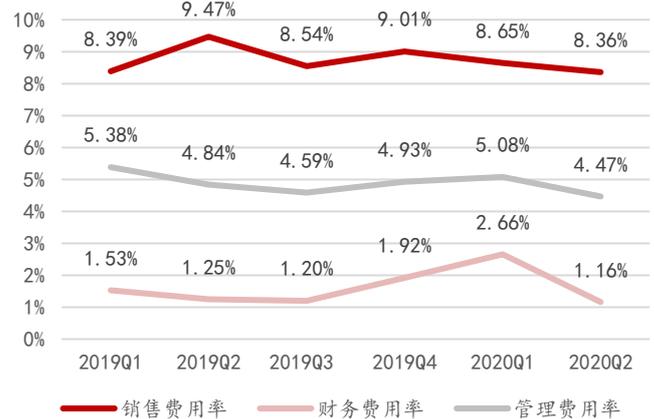
5G 主设备商板块 2020 上半年费用率控制较好, 三费率均有下降。2020H1 板块销售费用率为 8.48%, 同比下降 0.48pct, 管理费用率为 4.73%, 同比下降 0.37pct, 财务费用率为 1.78%, 同比增加 0.39pct; 2020Q2 板块销售费用率为 8.36%, 同比下降 1.11pct, 环比下降 0.29pct, 管理费用率为 4.47%, 同比下降 0.37pct, 环比下降 0.37pct, 财务费用率为 1.16%, 同比下降 0.09pct, 环比下降 1.50pct。整个板块上半年受疫情社保减免、法律事务费减少影响, 销售费用率、管理费用率降幅明显。

图表31: 2017-2020年5G主设备商板块上半年三费占营收比率 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表32: 2019-2020年5G主设备商板块各季度三费占营收比率 (%)



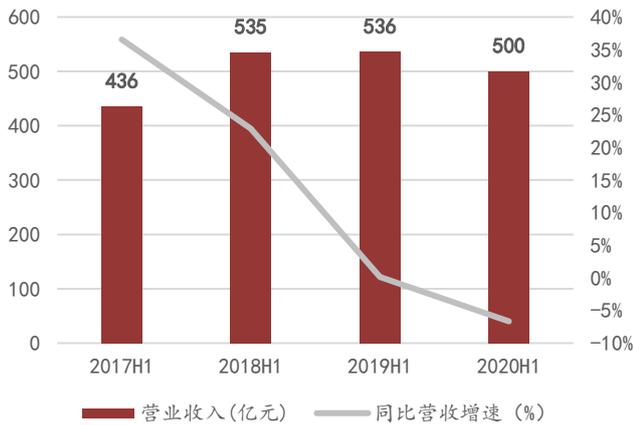
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.3 光纤光缆: 光纤光缆价格探底, 行业静待反弹

受疫情及光纤采购价格走低双重影响, 光纤光缆板块上半年营收下跌明显。2020H1 光纤光缆板块营收 500 亿元, 同比下跌 6.66%; 2020Q2 营收 295 亿元, 同比增长 10.40%,

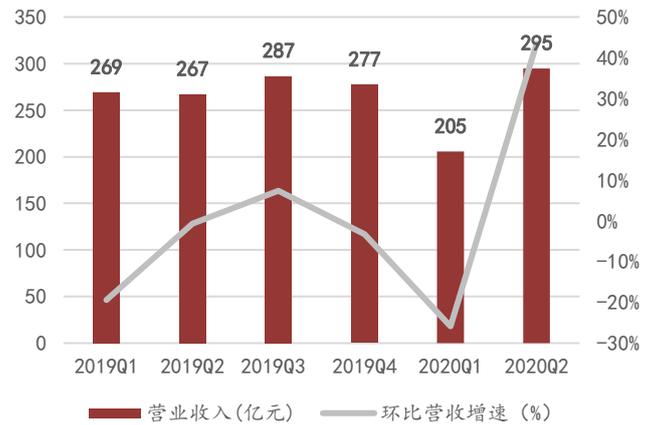
环比增长 43.45%。2020H1 板块归母净利润 18.65 亿元，同比减少 40.18%；2020Q2 获得归母净利润 13.79 亿元，同比减少 2.84%，环比增加 183.51%。今年上半年光纤价格随着主流厂商产能大幅释放而国内需求下降，产品价格大幅下跌，产业进入瓶颈期。5G 建设周期的开启、云计算的快速发展、海外通信建设需求三条主线将激发产业活力，趋势有望触底反弹。

图表33：2017-2020年光纤光缆板块上半年营业收入及同比增速



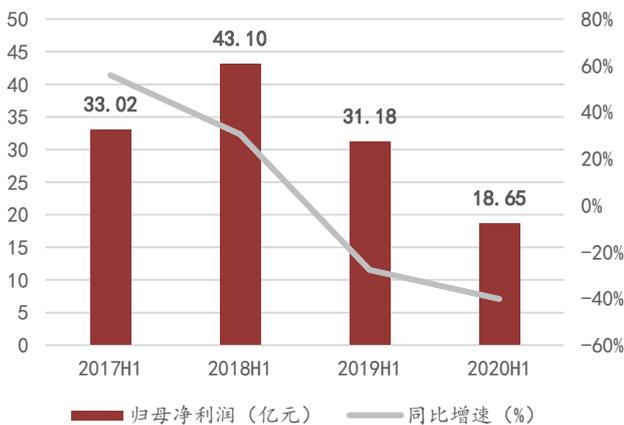
资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表34：2019-2020年光纤光缆板块各季度营业收入及环比增速



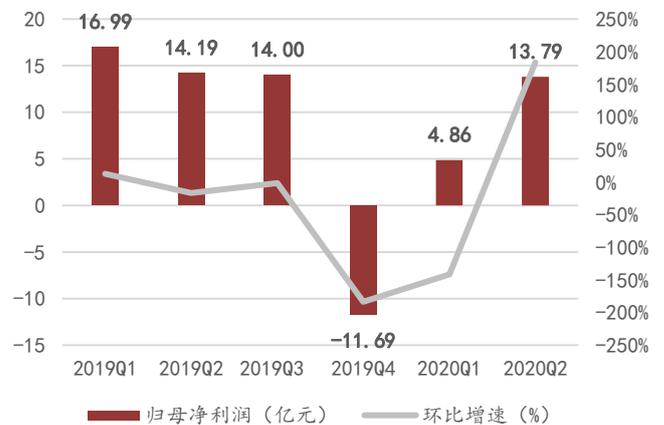
资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表35：2017-2020年光纤光缆板块上半年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind, 万联证券研究所

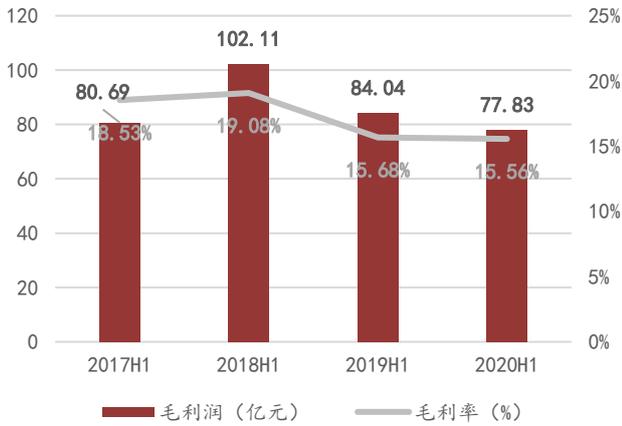
图表36：2019-2020年光纤光缆板块各季度归母净利润及环比增速



资料来源：Wind, 万联证券研究所

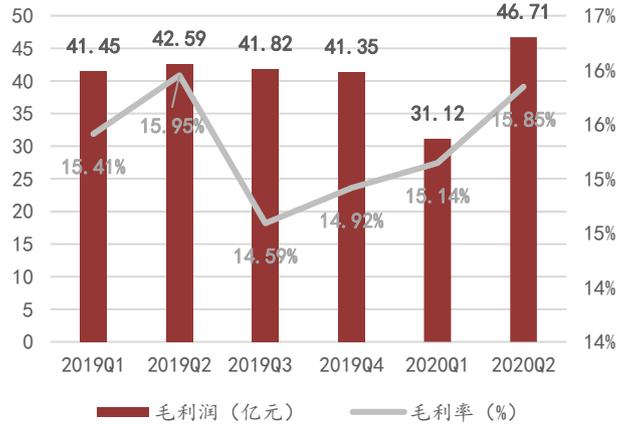
光纤光缆 2020 上半年毛利率持续上升。2020H1 光纤光缆板块毛利润 77.83 亿元，毛利率 15.56%，同比减少 0.12pct；2020Q2 毛利润 46.71 亿元，毛利率为 15.85% 同比降低 0.1pct，环比上升 0.71pct。毛利率的下降主要是由于 4G 网络和 FTTx 建设逐渐进入尾声，5G 网络建设已经启动但尚未进入大规模建设阶段，国内的光缆需求量出现下滑，行业暂时出现供大于求的局面，光纤光缆的市场价格出现较大幅度下滑，导致光纤光缆产品毛利率同比下降。

图表37：2017-2020年光纤光缆板块上半年毛利润及毛利率



资料来源：Wind, 万联证券研究所

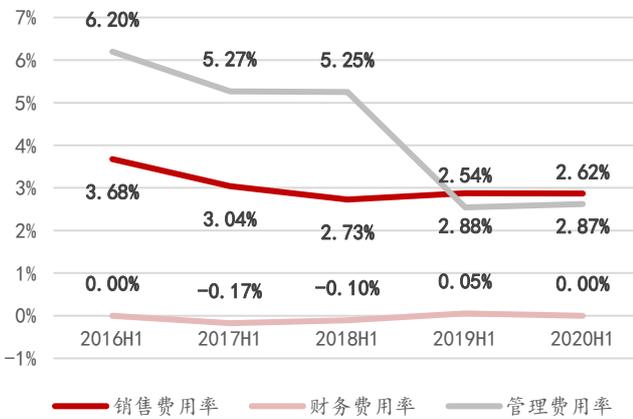
图表38：2019-2020年光纤光缆板块各季度毛利润及毛利率



资料来源：Wind, 万联证券研究所

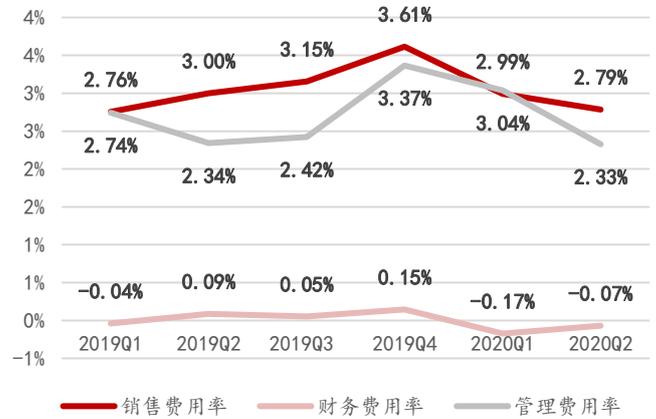
光纤光缆板块 2020 上半年三费比率在市场不景气的大环境下保持稳定。2020H1 板块销售费用率为 2.87%，同比下降 0.01pct，管理费用率为 2.62%，同比下降 0.37pct，财务费用率为 0%，同比下降 0.05pct；2020Q2 板块销售费用率为 2.79%，同比下降 0.21pct，环比下降 0.20pct，管理费用率为 2.33%，同比下降 0.01pct，环比下降 0.71pct，财务费用率为-0.07%，同比下降 0.16pct，环比上升 0.1pct。

图表39：2017-2020年光纤光缆板块上半年三费占营收比率 (%)



资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表40：2019-2020年光纤光缆板块各季度三费占营收比率 (%)



资料来源：Wind, 万联证券研究所

*备注：因为 18Q3 起，研发费用单独列项，所以管理费用率和期间费用率出现突变。

2.4 光通信设备：IDC、基站建设加速带动行业景气度上行

光模块、IDC 流量基建板块景气度稳步持续向上，光通信设备板块盈利能力大幅上涨。2020H1 光通信设备板块营收 130.12 亿元，上涨 9.73%；2020Q2 营收 82.54 亿元，同比增长 38.86%，环比增长 73.46%。2020H1 板块归母净利润 9.88 亿元，同比增加 27.77%；2020Q2 获得归母净利润 8.26 亿元，同比增加 92.31%，环比增加 411.20%。光通信设备板块利润的主要增长点来源于北美和国内数据中心市场需求回暖、主要云

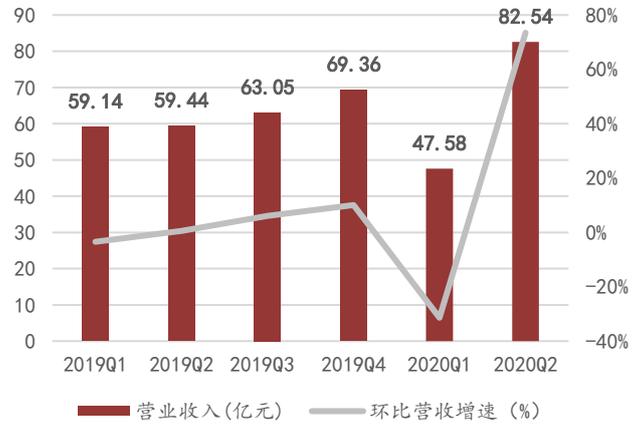
厂商客户资本开支增长、400G 产品需求开始快速上量等有利因素。我们认为随着全球数据流量的持续性增长，光模块正在加速更新迭代，产品有望量价齐升，这将是板块业绩的长期驱动力。

图表41：2017-2020年光通信设备板块上半年营业收入及同比增速



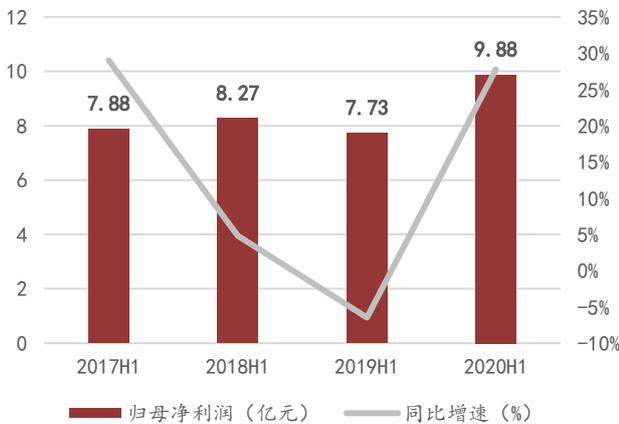
资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表42：2019-2020年光通信设备板块各季度营业收入及环比增速



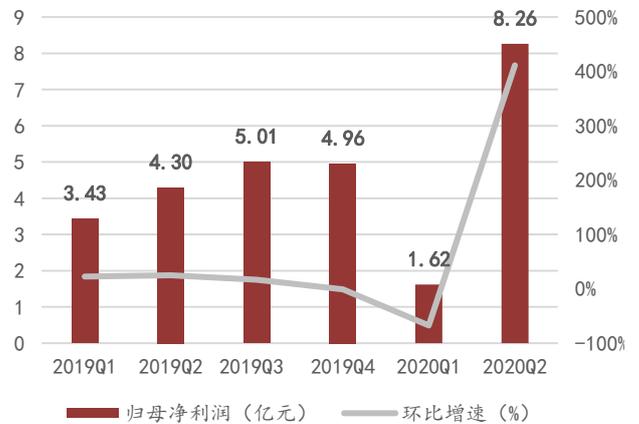
资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表43：2017-2020年光通信设备板块上半年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind, 万联证券研究所

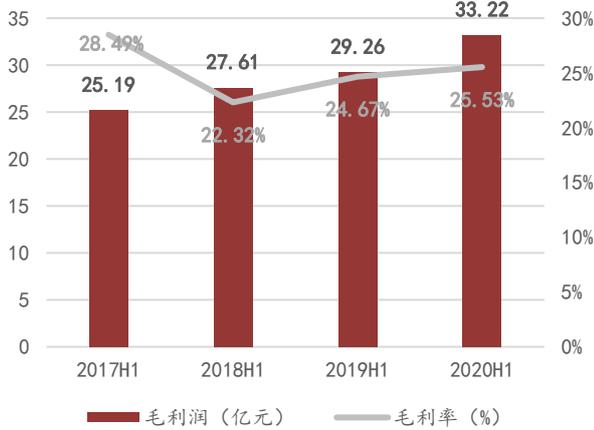
图表44：2019-2020年光通信设备板块各季度归母净利润及环比增速



资料来源：Wind, 万联证券研究所

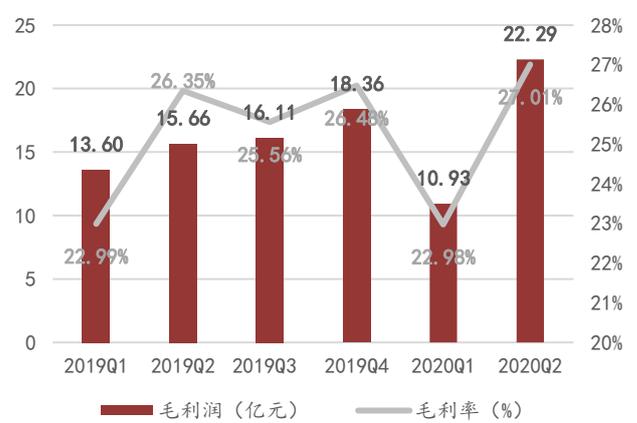
光通信设备 2020 上半年毛利率持续上升。2020H1 光通信设备板块毛利润 33.22 亿元，毛利率 25.53%，同比增加 0.86pct；2020Q2 毛利润 22.29 亿元，毛利率为 27.01%，同比增加 0.66pct，环比上升 4.03pct。光通信设备板块内毛利率的改善得益于 5G 建设导致的市场对高端光器件产品需求的提升。在电信领域，网络速率升级导致光器件产业主要需求由 10Gb/s 向 25Gb/s 及更高速率平台切换；数据通信领域，同样处于新技术迭起的阶段，服务器接口速率从 10Gb/s 切换到 25Gb/s，交换机端口速率升级到 100Gb/s、200Gb/s、400Gb/s。相对低端光模块而言，高端光模块的毛利率更高，而且随着国内公司技术迭代，产能扩张，未来成本有望进一步压缩，带动毛利率持续上升。

图表45：2017-2020年光通信设备板块上半年毛利润及毛利率



资料来源：Wind, 万联证券研究所

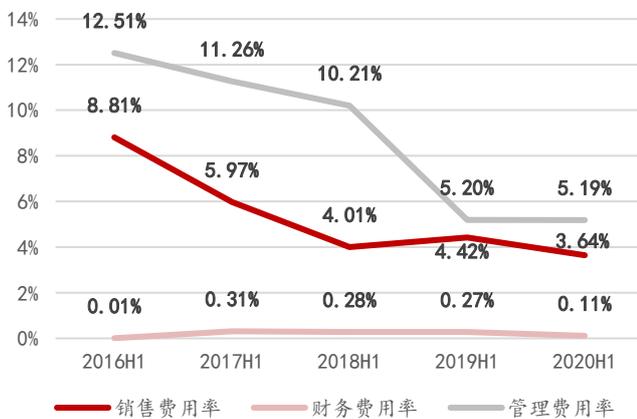
图表46：2019-2020年光通信设备板块各季度毛利润及毛利率



资料来源：Wind, 万联证券研究所

2020 上半年光通信设备板块三费率微降。2020H1 板块销售费用率为 3.64%，同比下降 0.78pct，管理费用率为 5.19%，同比下降 0.37pct，财务费用率为 0.11%，同比下降 0.16pct；2020Q2 板块销售费用率为 3.37%，同比下降 1.13pct，环比下降 0.75pct，管理费用率为 4.44%，同比下降 1.00pct，环比下降 2.04pct，财务费用率为 0.33%，同比上涨 1.12pct，环比上升 0.59pct。随着营业收入的整体提高，光通信设备板块 Q2 三费有明显下跌，控制较好。

图表47：2017-2020年光通信设备板块上半年三费占营收比率 (%)



资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表48：2019-2020年光通信设备板块各季度三费占营收比率 (%)



资料来源：Wind, 万联证券研究所

*备注：因为 18Q3 起，研发费用单独列项，所以管理费用率和期间费用率出现突变。

2.5 云计算：行业景气度持续上行，下半年有望恢复增长

受疫情冲击 2020 上半年云计算板块景气度恢复较好，营收恢复未来可期。2020H1 云计算板块营收 166.45 亿元，下跌 12.28%；2020Q2 营收 91.94 亿元，同比下跌 10.46%，环比增长 23.37%。2020H1 板块归母净利润 7.98 亿元，同比下跌 46.74%；2020Q2 获得归母净利润 5.80 亿元，同比减少 46.21%，环比增加 166.78%。整个云计算板块 2020H1 营收下跌的主要原因一是新冠疫情等客观性因素对高鸿股份企业业务和 IT 销

售业务的经营开展影响较大，销售订单比去年同期下降较大导致公司营业收入从2019H1的50.71亿元跌至2020H1的26.43亿元，下降47.87%；二是网宿科技不再将厦门秦淮科技有限公司及其子公司纳入并表范围导致公司上半年归母净利润从2019H1的8.09亿元下降至2020H1的1.76亿元，下跌78.05%。整体来看，随着移动互联网不断深化、传统行业数字化转型加速、物联网走向规模复制，这三大驱动因素决定了云计算市场的高景气度周期才刚刚开始，云计算板块向下半年增速有望恢复。

图表49：2017-2020年云计算板块上半年营业收入及同比增速



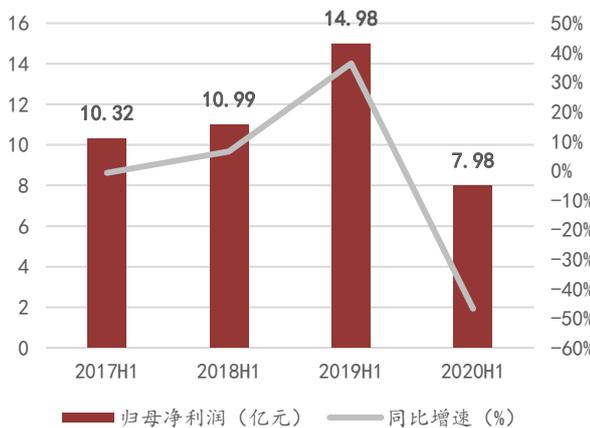
资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表50：2019-2020年云计算板块各季度营业收入及环比增速



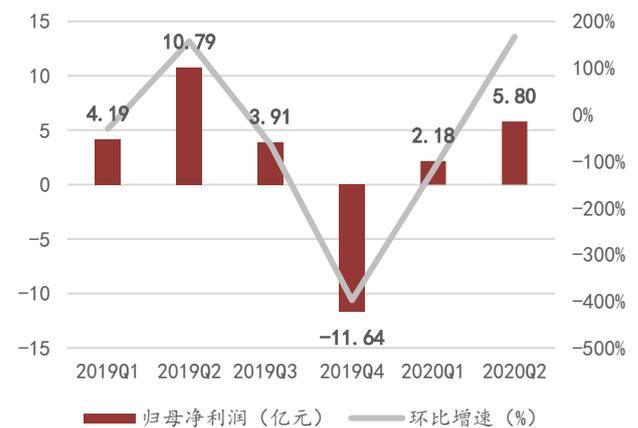
资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表51：2017-2020年云计算板块上半年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表52：2019-2020年云计算板块各季度归母净利润及环比增速

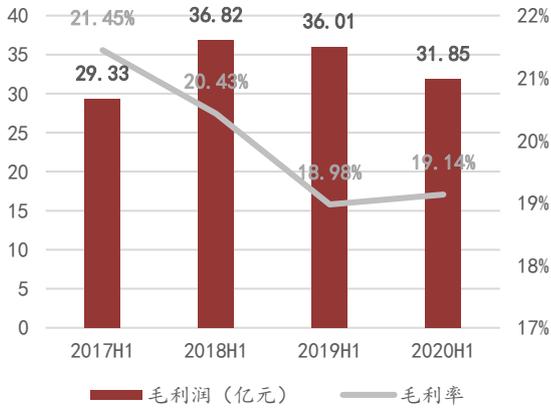


资料来源：Wind, 万联证券研究所

云计算板块2020上半年毛利率持续上升。2020H1云计算板块毛利润31.85亿元，毛利率19.14%，同比增加0.16pct；2020Q2毛利润18.34亿元，毛利率为19.95%，同比增加1.96pct，环比上升1.82pct。根据Gartner所公布的数据，2019年全球公有云市场规模为1684亿美元，到2022年市场规模增长至2733亿美元，年复合增长率18%。2019年中国公有云市场规模为675.4亿元，到2022年增长至1731.3亿元，年复合增长率为37%。随着云计算业务市场规模效应的体现，板块内毛利率开始上行，板块

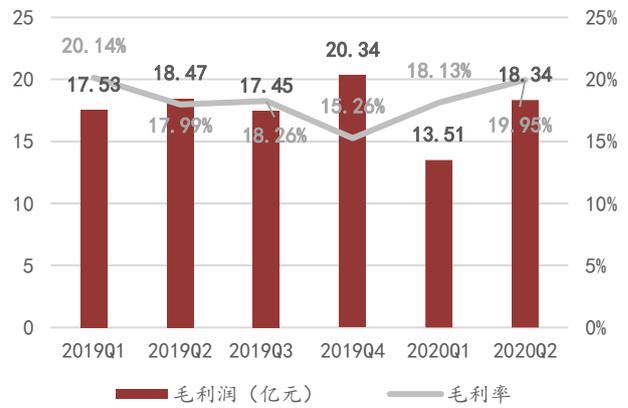
盈利能力有望改善。

图表53：2017-2020年云计算板块上半年毛利润及毛利率



资料来源：Wind, 万联证券研究所

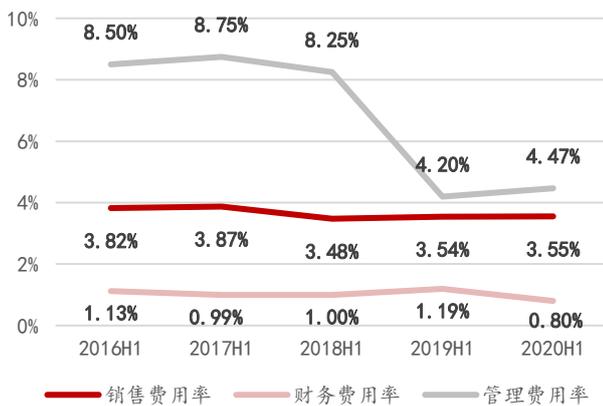
图表54：2019-2020年云计算板块各季度毛利润及毛利率



资料来源：Wind, 万联证券研究所

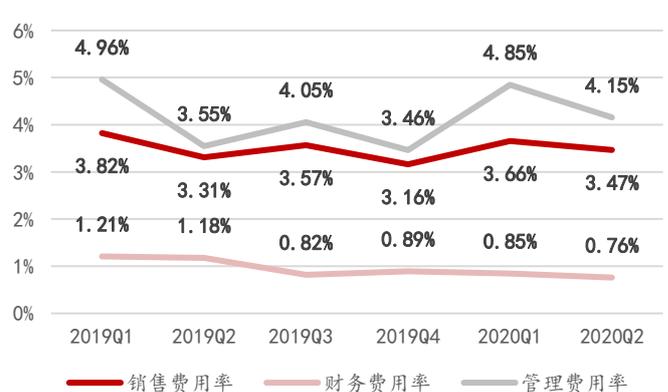
2020 上半年云计算板块三费比率控制较好。2020H1 板块销售费用率为 3.55%，同比下降 0.01pct，管理费用率为 4.47%，同比下降 0.27pct，财务费用率为 0.08%，同比下降 0.39pct；2020Q2 板块销售费用率为 3.47%，同比上升 0.16pct，环比下降 0.19pct，管理费用率为 4.15%，同比上涨 0.60pct，环比下降 0.70pct，财务费用率为 0.76%，同比下跌 0.42pct，环比下跌 0.09pct。云计算板块三费比率波动较小，维持正常运营水平。

图表55：2017-2020年云计算板块上半年三费占营收比率 (%)



资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表56：2019-2020年云计算板块各季度三费占营收比率 (%)



资料来源：Wind, 万联证券研究所

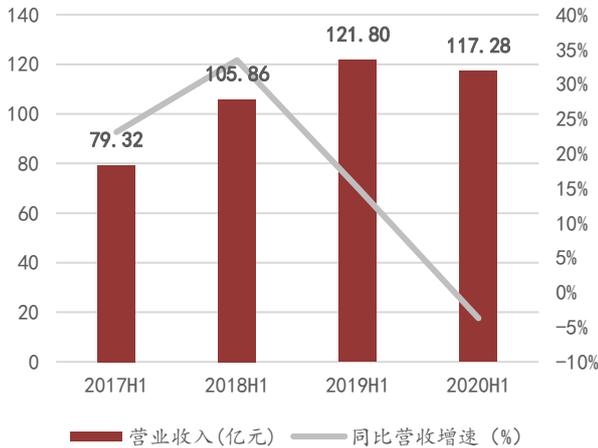
*备注：因为 18Q3 起，研发费用单独列项，所以管理费用率和期间费用率出现突变。

2.6 物联网：整体行业受疫情影响不大，景气度仍较高

2020 上半年物联网板块受疫情影响不大，营收恢复未来可期。2020H1 物联网板块营收 117.28 亿元，同比下跌 3.71%；2020Q2 营收 73.28 亿元，同比增长 24.46%，环比

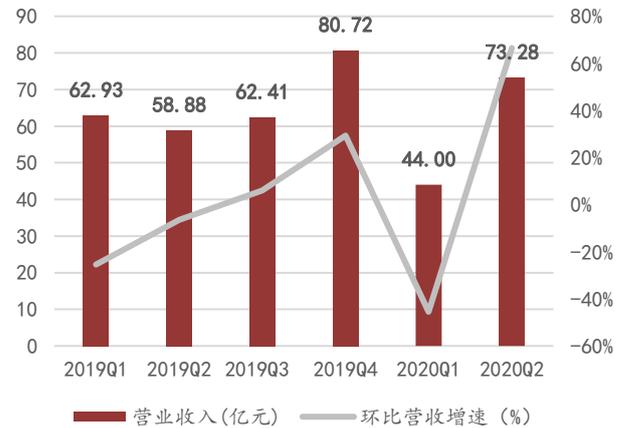
增长 66.54%。2020H1 板块归母净利润 2.04 亿元，同比下跌 79.34%；2020Q2 获得归母净利润 3.06 亿元，同比减少 11.49%，环比增加 399.89%。目前，物联网行业进入井喷增长，随着物联网相关模组行业量价齐升，板块景气度将进一步上行，下半年板块营收将有所恢复。

图表57：2017-2020年物联网板块上半年营业收入及同比增速



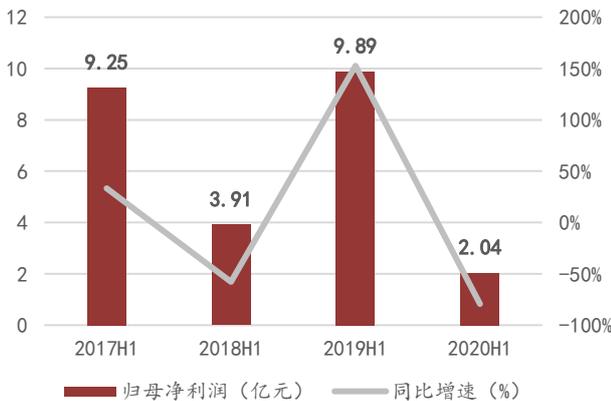
资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表58：2019-2020年物联网板块各季度营业收入及环比增速



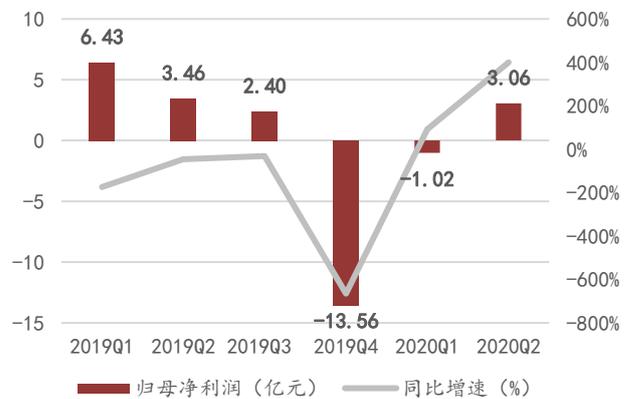
资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表59：2017-2020年物联网板块上半年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表60：2019-2020年物联网板块各季度归母净利润及环比增速

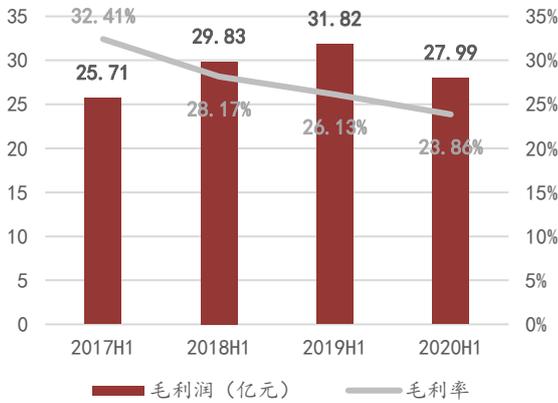


资料来源：Wind, 万联证券研究所

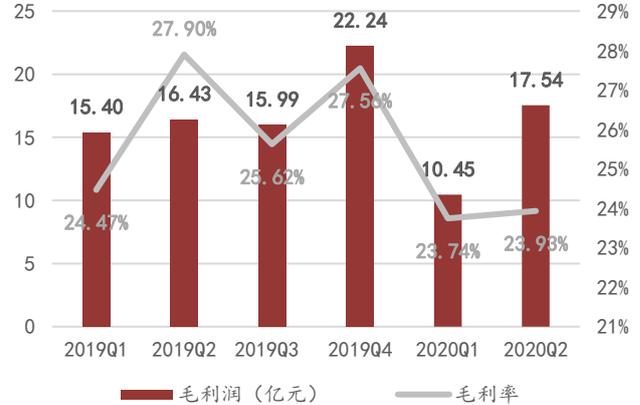
产品结构变化，物联网板块 2020 上半年毛利率有所下跌。2020H1 物联网板块毛利润 27.99 亿元，毛利率 23.86%，同比下跌 2.27pct；2020Q2 毛利润 17.54 亿元，毛利率为 23.93%，同比下降 3.97pct，环比上升 0.19pct。2020H1 物联网板块竞争激烈，窄带载波芯片方案商有 8 家，HPLC 芯片方案扩大到 15 家，电能表及终端产品有上百家同类企业，产品价格和毛利率都呈逐步降低势态。随着物联网业务市场规模效应的体

现，板块内毛利率开始上行，板块盈利能有有望改善。

图表61：2017-2020年物联网板块上半年毛利润及毛利率



图表62：2019-2020年物联网板块各季度毛利润及毛利率



资料来源：Wind, 万联证券研究所

资料来源：Wind, 万联证券研究所

2020 上半年物联网板块三费比率恢复较好，近两季度费用率均有所下滑。2020H1 板块销售费用率为 6.64%，同比上升 1.14pct，管理费用率为 5.95%，同比上升 0.43pct，财务费用率为 0.60%，同比上升 0.28pct；2020Q2 板块销售费用率为 6.05%，同比下跌 0.82pct，环比下降 1.56pct，管理费用率为 4.82%，同比下降 1.09pct，环比下降 3.00pct，财务费用率为 0.66%，同比上升 0.35pct，环比上升 0.16pct。物联网板块三费比率在 19 年底上升之后开始下降，目前已基本恢复之前正常运营水平。

图表63：2017-2020年物联网板块上半年三费占营收比率 (%)



图表64：2019-2020年物联网板块各季度三费占营收比率 (%)



资料来源：Wind, 万联证券研究所

资料来源：Wind, 万联证券研究所

*备注：因为 18Q3 起，研发费用单独列项，所以管理费用率和期间费用率出现突变。

3. 投资建议：5G 新基建带动行业发展，聚焦高景气成长赛道

通信板块 Q2 反弹明显, 5G 新基建产业带动行业快速复苏。2020H1 通信板块营收 3317 亿元 (YoY+0.05%), 2020Q2 营收 1827 亿元 (YoY+9.03%、QoQ+22.55%); 2020H1 归母净利润 105.1 亿元 (YoY-22.48%), 2020Q2 归母净利润 73.3 亿元 (YoY+4.36%, QoQ+130.92%)。除中兴及联通过, 2020H1 营收 1341 亿元 (YoY-5.53%), 2020Q2 营收 804 亿元 (YoY+9.63%、QoQ+49.56%); 2020H1 归母净利润 53.1 亿元 (YoY-41.47%), 2020Q2 归母净利润 804 亿元 (YoY-14.32%, QoQ+330.61%)。2020 上半年市场竞争激烈程度加剧, 毛利较 2019 同期有所下跌, 但仍好于 2018 年。且随着市场规模效应逐步增强, 行业费用率呈逐年下降趋势。我们认为今年上半年受到疫情影响, 整个通信行业在第一季度营收下跌明显, 但第二季度随着国内经济的复苏, 5G、IDC 等相关新基建的建设进入发展快车道, 一举抵消上半年行业内的颓势, 整体业绩或有明显改善。预计下半年在 5G 的潜力将得到充分释放之后, 通信行业整体营收将有望突破新高。

通信运营: 板块 2020H1 营收 1523 亿元 (YoY+3.37%), Q2 营收 776 亿元 (YoY+6.3%, QoQ+3.9%)。2020H1 归母净利润 35.35 亿元 (YoY+9.97%); 2020Q2 归母净利润 21.13 亿元 (YoY+44.02%, QoQ+48.59%)。今年是 5G 建设的投资高峰期, 上半年运营商的基站建设超预期完成, 资本开支上调, 5G 建设下半年将有望继续加速。同时随着 5G 用户渗透率逐步提升, ARPU 有望迎来显著增长, 未来 5G 用户规模化将有望推动创新业务的发展, 运营商所能提供的 5G 相关新业务如云、大数据等有望成为拉动收入增长的驱动力。

5G 主设备商: 板块 2020H1 营收 658 亿元 (YoY+0.25%); 2020Q2 营收 377 亿元 (YoY+8.67%, QoQ+34.25%)。2020H1 归母净利润 24.31 亿元 (YoY+4.34%); 2020Q2 板块归母净利润 16.09 亿元 (YoY+22.68%, QoQ+95.62%)。上半年受疫情与中美贸易摩擦双重影响, 部分 5G 主设备商营收出现不同比重的下滑, 但板块内一部分公司仍能受益于国内移动互联网的快速增长和 5G 建设的全面铺开恢复迅速, 板块内的龙头企业仍存在较大投资机会。随着 Q4 的新一轮备货周期即将到来, 预计整个板块将因 5G 新基建建设的逐步推动而获益。

光纤光缆: 板块 2020H1 营收 500 亿元 (YoY-6.66%); 2020Q2 营收 295 亿元 (YoY+10.40%, QoQ+43.45%)。2020H1 归母净利润 18.65 亿元 (YoY-40.18%); 2020Q2 获得归母净利润 13.79 亿元 (YoY-2.84%, QoQ+183.51%)。2020H1 光纤价格随着主流厂商产能大幅释放以及国内需求下降双重影响大幅下跌, 产业进入瓶颈期。建议中长期关注有技术与资金支持, 有纵向整合产业链能力从而降低成本平安度过行业瓶颈期的公司, 静待未来随着 5G 加速建设以及与计算与海外需求所带来的的放量反弹。

光通信设备: 板块 2020H1 营收 130.12 亿元 (YoY+9.73%); 2020Q2 营收 82.54 亿元 (YoY+38.86%, QoQ+73.46%)。2020H1 归母净利润 9.88 亿元 (YoY+27.77%); 2020Q2 归母净利润 8.26 亿元 (YoY+92.31%, QoQ+411.20%)。上半年由于 IDC、基站建设加速带动行业景气度上行, 行业上半年营收增速持续上涨, 毛利率改善明显。网络速率升级带动的光通信设备产业需求升级的大趋势下, 服务器接口速率需求从 10Gb/s 光模块将切换到 25Gb/s, 交换机端口速率需求升级到 100Gb/s、200Gb/s、400Gb/s, 光通信设备产品有望迎来量价齐升, 板块景气度持续上行。

云计算: 板块 2020H1 营收 166.45 亿元 (YoY-12.28%); 2020Q2 营收 91.94 亿元 (YoY+10.46%, QoQ+23.37%)。2020H1 归母净利润 7.98 亿元 (YoY-46.74%); 2020Q2 获得归母净利润 5.80 亿元 (YoY-46.21%, QoQ+166.78%)。在新基建和数字化转型的大

趋势下，云计算已经逐步进入快速发展区间，预计 2023 年市场规模将超过 3500 亿美元，行业景气度持续上行。

物联网：板块 2020H1 营收 117.28 亿元 (YoY-3.71%)；2020Q2 营收 73.28 亿元 (YoY+24.46%，QoQ+66.54%)。2020H1 归母净利润 2.04 亿元 (YoY-79.34%)；2020Q2 归母净利润 3.06 亿元 (YoY-11.49%，QoQ+399.89%)。物联网行业整体行业受疫情影响不大，景气度仍较高。目前随着 5G 通信技术的发展，物联网相关企业可获得的数据量呈指数增长，整个板块正处在从连接量变向数据应用质变的过程中，物联网行业进入井喷增长。以目前的形式开看，下半年与智能汽车相关的车联网板块及与智能制造相关的工业互联网场景将成为相关产业最有望落地的应用方向，物联网板块有望受益，跨入增长快车道。

随着中国 5G 网络建设和相关应用落地进一步加速，5G 基站年底预计将超 60 万个，我们持续看好作为 5G 建设中一马当先的光通信领域，国内光模块市场全球占比有望超 50%，推荐国内光模块领军企业中际旭创、光迅科技，全球领先的综合性通信设备商中兴通讯、星网锐捷，5G 建设核心标的铭普光磁，国内测试领域综合服务龙头东方中科，光纤光缆行业龙头长飞光纤，运营商增长潜力股中国联通。

4. 风险提示

5G 渗透速度不达预期。以上重点覆盖公司的业绩预测是基于 5G 建设和渗透速度符合预期的基础，如若不达预期，会影响公司增量业务的业绩预测。

全球经济环境恶化超过预期。现阶段以上重点覆盖公司对国外光电芯片的依赖仍然较大，如果全球经济环境恶化超过预期，外部复工复产迟滞，出现供应链层面的不利，将影响整体业绩。

通信行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2020年09月11日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产		收盘价	市盈率			市净率		投资评级
		19A	20E	21E	最新	19A		20E	21E	最新			
002902	铭普光磁	0.13	0.96	1.77	5.05	19.15	180.69	19.95	10.82	3.76	增持		
300308	中际旭创	0.73	0.65	1.17	9.95	50.51	71.44	77.71	43.17	5.08	买入		
002281	光迅科技	0.54	0.53	0.86	6.94	32.24	55.15	60.83	37.49	4.64	增持		
000063	中兴通讯	1.22	1.13	1.46	8.95	32.99	29.01	29.19	22.60	3.46	增持		
002396	星网锐捷	1.05	1.24	1.62	7.15	26.27	33.93	21.19	16.22	3.25	增持		
002819	东方中科	0.36	0.53	0.84	3.44	29.09	70.88	54.89	34.63	7.98	买入		
601869	长飞光纤	1.06	1.09	1.50	11.58	30.51	31.16	27.99	20.34	2.56	增持		
600050	中国联通	0.16	0.16	0.21	4.70	5.04	36.58	31.50	24.00	0.48	增持		

资料来源: 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场